

|| 企業調査レポート ||

## インタースペース

2122 東証マザーズ

[企業情報はこちら >>>](#)

2019年12月13日(金)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

<b>■ 要約</b>	<b>01</b>
1. 2019年9月期業績実績	01
2. 2020年9月期業績見通し	01
3. 2020年9月期事業方針	01
<b>■ 事業概要</b>	<b>02</b>
1. インターネット広告事業	03
2. メディア運営事業	05
<b>■ 業績動向</b>	<b>06</b>
1. 2019年9月期の業績概要	06
2. 事業セグメント別の動向	07
3. 財務状況と経営指標	10
<b>■ 今後の見通し</b>	<b>11</b>
1. 2020年9月期の業績見通し	11
2. 事業方針	13
<b>■ 同業他社比較</b>	<b>17</b>
<b>■ 株主還元策</b>	<b>18</b>
<b>■ 情報セキュリティ対策</b>	<b>19</b>

## ■ 要約

### 2020年9月期は成長基盤を構築するための投資期間と位置付け

インタースペース<2122>はアフィリエイト広告を中心としたインターネット広告事業と、育児支援サイト「ママスタジアム」を中心としたメディア運営事業を展開している。また、インドネシアやタイ、ベトナムなど東南アジアでもアフィリエイトサービス市場の成長を見越して、事業展開を進めている。なお、同社は1999年の創立から20周年目となる新しいスタートのタイミングで、更なる成長と挑戦の決意を込めてコーポレートロゴとVI（ビジュアルアイデンティティ）を刷新した。

#### 1. 2019年9月期業績実績

2019年9月期の連結業績は、売上高で前期比1.2%増の28,552百万円、営業利益で同9.8%増の877百万円と増収増益となった。メディア運営事業の営業利益が開発費、人件費の増加により6百万円の損失（前期は122百万円の利益）となったものの、大型プロモーション案件の受注獲得によるインターネット広告事業の収益増でカバーした。なお、親会社株主に帰属する当期純利益は減損損失※の計上により同12.6%減益となっている。

※ コンテンツレコメンデーションサービス「X-Lift（クロスリフト）」事業の撤退を決定し、関連資産107百万円を減損損失として計上。

#### 2. 2020年9月期業績見通し

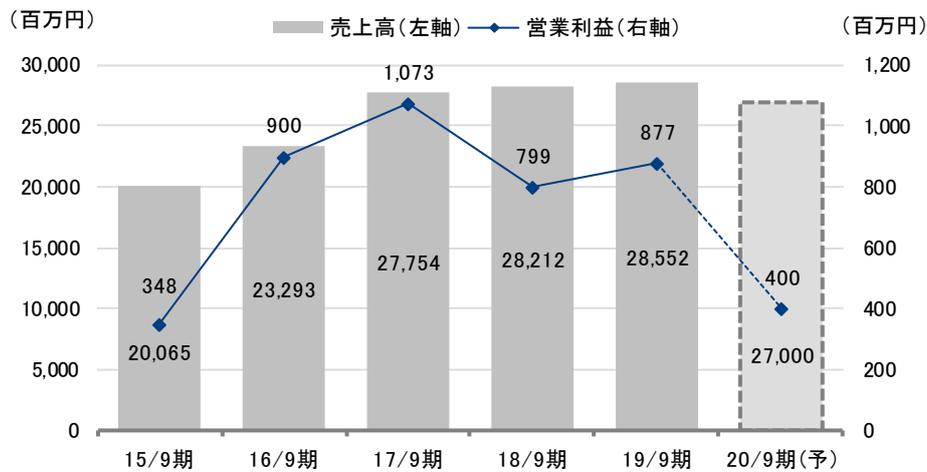
2020年9月期の連結業績は売上高で前期比5.4%減の27,000百万円、営業利益で同54.4%減の400百万円を見込む。2019年9月期業績に貢献したインターネット広告事業での大型案件の売上が大きく縮小すること、メディア運営事業の開発投資増が減収減益要因となる。大型案件については2019年9月期上期の売上寄与度が高かったため、2020年9月期上期業績は大幅減収減益となるが、下期だけで見ると2ケタ増収増益に転じる計画となっている。

#### 3. 2020年9月期事業方針

2020年9月期の事業方針として、インターネット広告事業では「広告事業の再成長への取り組み強化」、海外事業では「グローバル展開の強化」、メディア運営事業では「BtoC領域の強化」をそれぞれ掲げ、2021年9月期以降の再成長に向けた基盤を構築していく考えだ。インターネット広告事業の再生に向けては、生産性強化と品質の向上、新規ジャンルの開拓やグローバルブランド案件の取り込みを強化していく。海外事業については東南アジアでアフィリエイト市場が普及拡大しつつあるなかで、2019年9月期下期からスタートしたシンガポールやマレーシアも含めて前期比80%増収、営業利益で初の黒字化を目指す。メディア運営事業では「ママスタジアム」及びその他メディアの月間UU数合計で1.5倍増を目指し、広告収入増だけでなく新規ビジネスモデルの開発・育成に取り組んでいく。

**Key Points**

- ・大型受注案件の獲得で2019年9月期は増収、営業増益を確保
- ・2020年9月期は減収減益見通したが、下期は2ケタ増収増益に転じる見込み
- ・将来的にメディア運営事業をインターネット広告事業と並ぶ規模まで拡大していく方針

**連結業績の推移**


出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 事業概要

### アフィリエイトサービスとメディア運営事業を展開

同社は1999年にインターネット広告事業を主目的として設立され、現在はアフィリエイト広告を中心とするインターネット広告事業とメディア運営事業を展開している。2019年9月期における事業セグメント別構成比では、インターネット広告事業が売上高、営業利益の95%以上を占める主力事業となっているが、今後はメディア運営事業についても強化し、将来的には営業利益でインターネット広告事業と並ぶ水準まで拡大していくことを目指している。

**インタースペース** | 2019年12月13日(金)  
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

事業概要

グループ連結子会社は2019年9月期末時点で11社と前期末比で3社増加した。2019年9月期第1四半期にアフィリエイトメディアを運営する(株)TAG STUDIO、及びアフィリエイトサービスを展開するINTERSPACE DIGITAL MALAYSIA SDN.BHDを新設し、連結対象子会社としている。主要子会社は、2018年4月に分社化した(株)ストアフロント(リアルアフィリエイトサービスを主に展開)、2018年1月に子会社化した4MEEE(株)(20代の女性をターゲットとした「4MEEE」や、感度の高い主婦・ママ層をターゲットとした「4yuuu!」等のメディアサービスを運営)のほか、海外に4社ある(インドネシア、タイ、シンガポール、マレーシア)。その他にもベトナムに現地企業との合併で持分法適用関連会社(出資比率49%)を設立している。海外子会社では主に現地の金融、eコマース企業などをクライアントとするアフィリエイト広告事業を展開している。

会主な沿革

年月	沿革
1999年11月	東京都新宿区西新宿において、資本金1,000万円で株式会社インタースペースを設立
2001年3月	アフィリエイトサービス「アクセストレード」の運営を開始
2006年9月	東京証券取引所マザーズ市場に上場
2007年10月	CGM型育児支援サイト「ママスタジアム」の事業譲受
2008年10月	リアル店舗型アフィリエイトサービス「ストアフロントアフィリエイト」の事業譲受
2011年7月	(株) 電脳広告社を設立
2013年5月	Ciagram(株) 設立
2013年7月	インドネシアに PT.INTERSPACE INDONESIA を設立
2013年10月	タイに INTERSPACE(THAILAND) CO.,LTD. を設立
2015年4月	ベトナムに合併会社、INTERSPACE VIETNAM CO.,LTD を設立
2015年8月	コンテンツレコメンデーションネットワーク「X-lift(クロスリフト)」のサービス開始
2015年10月	シンガポールに INTERSPACE DIGITAL SINGAPOLE PTE.LTD. を設立
2015年10月	(株)セブン&アイ出版との共同事業で、ファッション・ライフスタイル情報サービス「saita PULS(サイタプラス)」のサービス開始
2017年10月	(株)セブン&アイ出版との共同事業で、ヨガ&ビューティオンラインニュースメディア「ヨガジャーナルオンライン」のサービス開始
2018年1月	4MEEE(株)の全株式を取得し、子会社化
2018年4月	ストアフロントアフィリエイト事業を分社化し、(株)ストアフロントを設立
2018年10月	(株)TAG STUDIO を設立
2018年10月	マレーシアに INTERSPACE DIGITAL MALAYSIA SDN.BHD. 設立

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

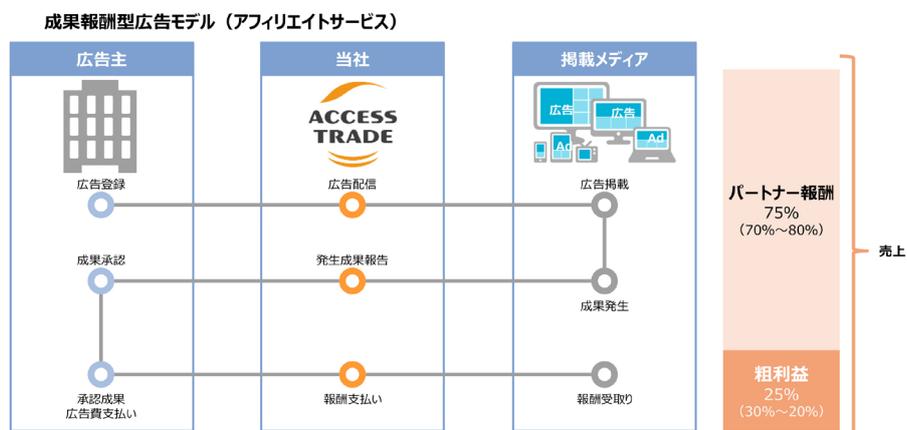
## 1. インターネット広告事業

インターネット広告事業では、アフィリエイト広告を中心にリスティング広告なども取り扱っている。売上高の8割強はアフィリエイト広告による収入で、アフィリエイト運営事業者の中で大手の一角を占めている。競合としては、業界最大手となるファンコミュニケーションズ<2461>のほか、アドウェイズ<2489>、バリューコマース<2491>、レントラックス<6045>などがある。

事業概要

アフィリエイト広告とは成果報酬型のインターネット広告のことで、商品購入や資料請求などの最終成果の発生に応じて、広告主が広告を掲載した Web サイト（パートナーサイト）やメールマガジンなどの運営者に対価を支払う形態の広告を指す。広告主からこれら広告掲載者に至るまでの中間段階として、アフィリエイトプログラムを提供する同社のような運営業者（アフィリエイトサービスプロバイダー）が介在することになる。同社は広告主から得られる広告料を売上高として計上し、そのうちパートナーが受け取る報酬額を支払成果報酬として売上原価に計上している。粗利益率はおよそ 20～30% の水準となっている。

ビジネスモデルの概要



提携するアフィリエイトネットワーク（パートナーWEBサイト）にて、成果（会員登録、商品購入など）が発生し、その成果に合わせて広告費を請求 ⇒ パートナーへ報酬を支払うビジネスモデル

出所：決算説明会資料より掲載

アフィリエイトプログラムとは、広告掲載者が自身の Web サイトに広告を掲載するためのツールであり、使い勝手の良いツールが各運営業者から提供されている。同社は 2001 年に「アクセストレード」を開発し、2019 年 9 月末時点で約 59 万のパートナーサイトで利用され、取扱広告プログラム数としては約 1.4 万件となっている。

また、同事業売上高の 1 割弱はリアル店舗型のアフィリエイト（ストアフロントアフィリエイト（以下、SFA））で占められる。主に携帯電話販売店にてサービス提供を行っているもので、携帯電話の購入者に対して広告主が提供するコンテンツアプリやサービスをショップ店員が勧め、ダウンロードやサービスを開始した段階で成果報酬がショップ側に発生する仕組みとなる。このため、SFA の売上高に関しては、携帯電話の販売動向と相関性が高くなる。店員が直接、顧客に商品・サービスを提案するため、広告主にとっては費用対効果の高い広告サービスとなり、同社の粗利益率は 15～25% となっている。携帯電話ショップの契約店舗数は約 1 万店舗と業界トップクラスのネットワークを形成しており、競合としてはエムティーアイ <9438> がある。また、最近是不動産販売代理店など新規販路の開拓を進めており、入居契約時に合わせて提案できるインターネット接続サービスやウォーターサーバーなど新たな商材の販売にも注力している。

インタースペース | 2019年12月13日(金)  
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

## 事業概要

## 2. メディア運営事業

メディア運営事業は、ママ向けコミュニティサイトとして月間平均利用ユーザー数が590万人超（2019年9月期第4四半期）と、業界最大級のメディアに成長した「ママスタジアム」を中心に自社メディアの広告枠を販売するメディア広告事業のほか、スマートフォン用ゲームコンテンツの開発・運営を行うコンテンツ事業などが含まれる。「ママスタジアム」を中心としたメディア広告事業の粗利益率は30%以上と高収益性を誇っている。一方、ゲームコンテンツについては新規開発を抑え、過去のゲームコンテンツの中から需要が見込めると判断したコンテンツを買い取り、スマートフォン用ゲームとして再リリースし、その中から得られる広告収入や月額課金収入を主な収益源としている。売上規模は小さいが開発費もほとんど掛からないため、ローリスク・ローリターンのビジネスモデルとなる。

## ビジネスモデルの概要



## 主要メディア

名称	内容	名称	内容
ママスタジアム	日本最大級のママ向けコミュニティサイト	saita PLUS	ママ&主婦をターゲットとした女性向けメディア
4MEEE	女性向けトレンドメディア	4yuuu!	主婦、ママ向けのトレンド情報メディア
KOIMEMO	恋人が欲しくなる恋愛 Web マガジン	mofmo	犬・猫の情報が集まるペットメディア
ヨガジャーナル オンライン	ヨガ情報が毎日読める日本初のヨガ&オンラインニュースメディア	MADURO	高級男性ライフスタイル誌「マデュロ」オンラインメディア
ソトコト	ソーシャル&エコ・マガジン「ソトコト」のオンラインメディア		

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 業績動向

### 大型受注案件の獲得で2019年9月期は増収、営業増益を確保

#### 1. 2019年9月期の業績概要

2019年9月期の連結業績は、売上高が前期比1.2%増の28,552百万円、営業利益が同9.8%増の877百万円、経常利益が同10.5%増の891百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同12.6%減の445百万円となった。第4四半期に若干売上にブレーキがかかったことで、8月に修正した会社計画からは若干下振れたものの、親会社株主に帰属する当期純利益以外は前期比で増収増益を確保した。開発投資を積極的に行っているメディア運営事業の落ち込みをインターネット広告事業の収益増でカバーした格好だ。なお、親会社株主に帰属する当期純利益の減益は、コンテンツレコメンデーションサービス「X-Lift」の事業撤退(2019年11月広告配信終了)に伴い、減損損失107百万円を特別損失として計上したことが要因となっている。

#### 2019年9月期連結業績

(単位：百万円)

	18/9期		会社計画※	19/9期			
	実績	売上比		実績	売上比	前期比	計画比
売上高	28,212	-	29,000	28,552	-	1.2%	-1.5%
売上原価	23,441	83.1%	-	23,408	82.0%	-0.1%	-
販管費	3,972	14.1%	-	4,266	14.9%	7.4%	-
営業利益	799	2.8%	900	877	3.1%	9.8%	-2.5%
経常利益	806	2.9%	900	891	3.1%	10.5%	-1.0%
特別損益	-11	-0.0%	-	-134	-0.5%	-	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	510	1.8%	550	445	1.6%	-12.6%	-18.9%

注：2019年8月発表値

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上原価率は販売構成比の変化によって、前期比1.1ポイント改善して82.0%となった。一方、販管費率は同0.8ポイント上昇して14.9%となり、金額ベースでは294百万円増加した。増加の主な内訳は人件費で168百万円増、事務所関係費で28百万円増、減価償却費で4百万円増等となっている。営業外収支は前期比で6百万円改善したが、このうちベトナム合併会社の収益拡大に伴い、持分法投資利益が前期の7百万円から15百万円に増加している。

なお、2019年9月期末の連結従業員数は前期末比4名増の449名となり、うちインターネット広告事業(海外含む)で同11名減の325名、メディア運営事業で同19名増の63名、共通部門で同4名減の61名となっている。メディア運営事業強化のため、インターネット広告事業から一部人員をシフトしている。

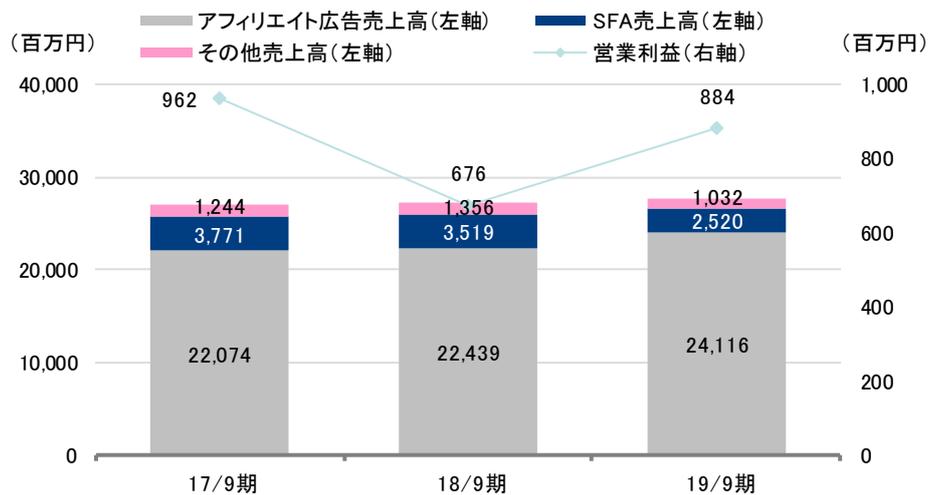
## eコマースの大型案件獲得によりインターネット広告事業が増収増益に

### 2. 事業セグメント別の動向

#### (1) インターネット広告事業

インターネット広告事業の売上高は前期比 1.3% 増の 27,676 百万円、営業利益は同 30.6% 増の 884 百万円となった。期初段階では広告表示規制への対応（eコマースカテゴリの案件精査等）に取り組むことから、2ヶタ減収減益を計画していたが、上期にeコマース関連で大型案件の受注を獲得したこと、並びに同案件が相対的に好採算であったことから、結果的に増収増益で着地し、利益率も上昇する格好となった。同案件だけで売上高の1割強を占めたため、業績に与えるインパクトも大きかったと言える。

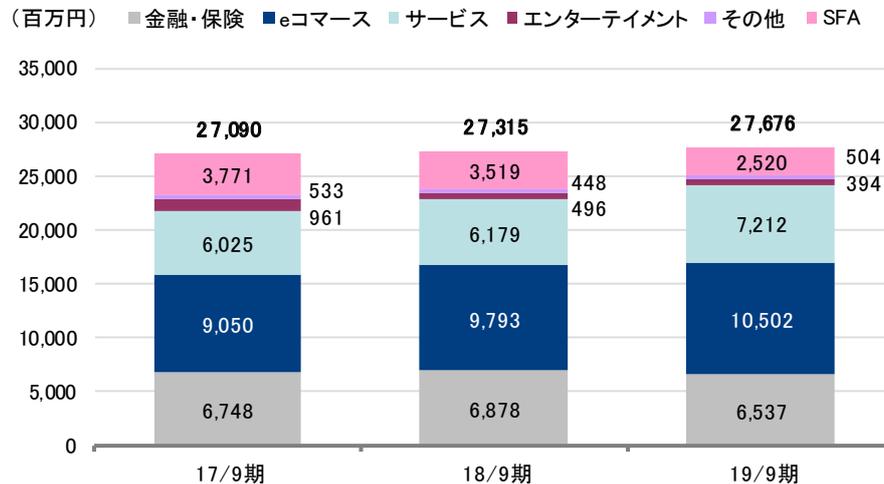
インターネット広告事業の業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 業績動向

## 広告カテゴリー別売上高推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

売上高の内訳を見ると、アフィリエイト広告が前期比7%増の24,116百万円と過去最高を更新した一方で、SFAが同28%減の2,520百万円、その他（ネイティブ広告、その他広告商材）が同24%減の1,032百万円とそれぞれ減少した。SFAについては、スマートフォン販売が低迷していることに加えて、現在の主力商材であるスマートフォン向けセキュリティ商品「NW ノートンストア」の売上計上方法が月額方式となっていることも影響している。従来の主力商材は契約時一括計上方式だったため、これら商材の販売減が減収要因となった。セキュリティ商品の月額収入については直近で約2千万円まで積み上がっているもようで、あと2年程度で同商品だけでストアフロントアフィリエイトの黒字化が達成できる見通しとなっている。また、その他については、「X-lift」によるネイティブ広告の販売を収益性の観点から絞り込んだことが減収要因となっている。

インターネット広告事業のカテゴリー別売上高の前期比増減率を見ると、eコマースが7%増、サービスが17%増とそれぞれ増加基調が続いた一方で、金融・保険が5%減、エンターテイメントが21%減となった。eコマースに関しては大型案件を除けば2ケタ減収となっている。金融・保険は広告表現の規制強化や仮想通貨市場が冷え込んだ影響により減収となった。

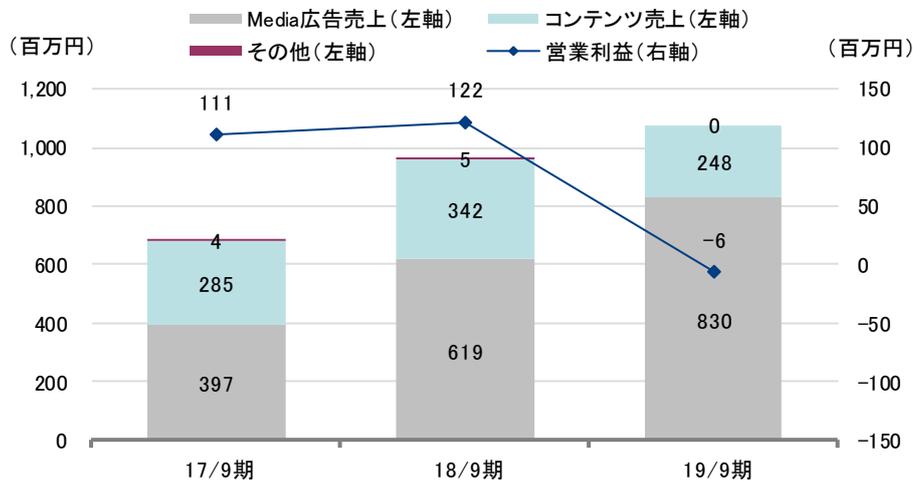
また、海外事業についてはタイが金融、eコマース案件の増加により増収増益となった。インドネシアについては売上が伸び悩み若干の赤字が続いているものの、2020年春までに単月黒字化を目指している。また、下期から新たにシンガポールやマレーシアでもアフィリエイトサービスを開始しており、連結対象子会社の売上規模は4億円程度に拡大したと見られ、ベトナムの持分法適用関連会社を含めれば8億円規模となっている。

## (2) メディア運営事業

メディア運営事業の売上高は前期比16.5%増の1,078百万円、営業損失は6百万円（前期は122百万円の利益）となった。売上高の内訳を見ると、メディア広告が前期比34%増の830百万円、コンテンツが同27%減の248百万円となった。利益が大幅減益となったのは新規メディアや新規サービスの開発・育成等のため、エンジニアを中心に人員を増員したことが主因となっている（同事業の人員は前期末比19名増の63名）。

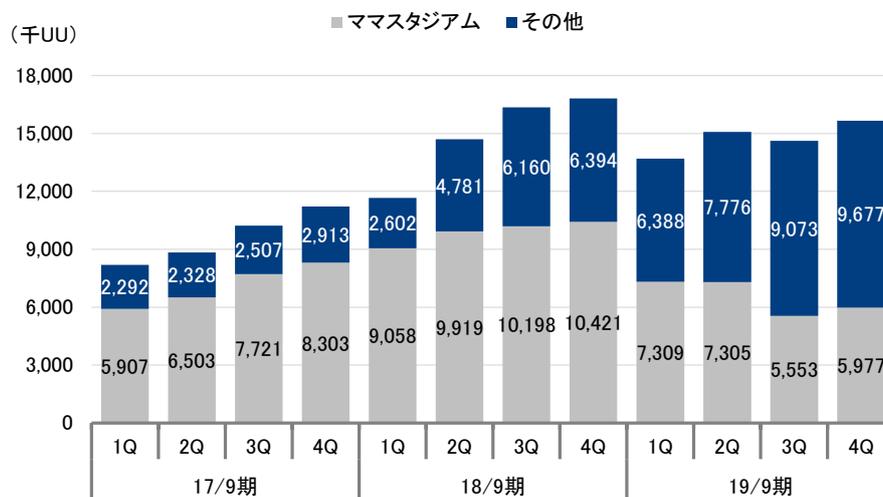
## 業績動向

## メディア運営事業の業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 運営メディアUU数(月平均)



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

メディア広告の増収要因は、主力の「ママスタジアム」や「4MEEE」において記事タイアップ広告の受注が好調に推移したこと、また、4MEEEについては2019年9月期第2四半期からの売上寄与であったことが要因となっている。「ママスタジアム」の月間UU数はGoogleの検索アルゴリズムの変更等の影響もあって、2019年9月期から減少しているもののPV数は変わっておらず、媒体価値の高さから広告収入も好調に推移した。

## 業績動向

新たな取り組みとして新コンテンツ、新サービスの開発にも注力しており、「ママスタジアム」内の新コンテンツとして保育園探しを支援する「ママスタ保活」を2019年2月にリリースしている。各地域の保育園情報を同社独自のデータ収集によって、場所や様々な保育条件等から、該当する保育園を検索できるサービス（無料）となっている。また、同年4月には（株）sotokoto online との共同でソーシャル＆エコ・マガジン「ソトコト」のオンラインメディア「sotokoto online」をリリースするなど雑誌社との連携等も推進している。

一方、ネイティブアプリ等のコンテンツ事業は、2018年9月期第4四半期にApp Storeのガイドラインが見直された影響※で新アプリのリリースや既存アプリの更新が滞り、欧州での売上が減少したほか国内でもAuのスマートパス経由の収入が減少した。現在のApp Storeのガイドラインの下では収益化が困難なことから、今後は新たな開発投資を行わず現状のコンテンツで収益を維持していく方針となっている。

※ 欧州で2018年5月に施行されたGDPR（一般データ保護規則）に伴い、App Storeではガイドラインを変更し、同一会社の類似アプリはコンテナアプリ（複数のコンテンツをまとめたアプリ）にして申請しないと登録審査が通らなくなり、既に登録済みアプリでも更新時の審査が通らなくなっている。別々のアプリをコンテナ化して1つのアプリとすると1タイトル当たりの課金収入が半減以下となるため同社にとっては採算が厳しくなる。

## 財務内容は健全、M&Aは手元キャッシュの範囲内で検討進める

### 3. 財務状況と経営指標

2019年9月期末の総資産は前期末比270百万円増加の9,091百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では現金及び預金が330百万円増加し、売上債権が169百万円減少した。固定資産は有形固定資産が61百万円、投資その他資産が45百万円それぞれ増加し、無形固定資産が45百万円減少した。無形固定資産の減少は「X-lift」の減損損失計上に伴うソフトウェアの減少による。

負債合計は前期末比74百万円減少の4,108百万円となった。流動負債で買掛金が222百万円減少し、未払法人税等が145百万円増加した。また、純資産は同344百万円増加の4,983百万円となった。親会社株主に帰属する当期純利益445百万円の計上と、配当金の支出94百万円による。

経営指標を見ると、純資産の増加に伴い自己資本比率が前期末の52.6%から54.8%に上昇した。無借金経営で40億円を上回る現預金があり、財務の健全性は高いと判断される。一方、収益性について見ると、売上高営業利益率が3.1%と低水準で推移しているほか、ROEも9.3%と10%台を下回る水準となり、資本効率の面からもやや低下傾向にあることがうかがわれる。新規事業開発や海外事業育成のための先行投資期間として位置付けられており、これら事業が収益貢献してくれば、全体の収益性も向上してくるものと予想される。なお、メディア運営事業におけるM&Aについては引き続き検討しており、投資額としては数億円程度と手元キャッシュで賄える範囲内で考えている。

## 業績動向

## 貸借対照表 (連結)

(単位:百万円)

	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期	増減額
流動資産	6,650	7,750	7,536	7,745	208
(現金及び預金)	3,483	4,174	4,072	4,403	330
固定資産	1,014	1,106	1,284	1,346	62
総資産	7,665	8,856	8,820	9,091	270
流動負債	4,108	4,552	4,103	4,028	-74
固定負債	71	74	78	79	0
負債合計	4,180	4,627	4,182	4,108	-74
(有利子負債)	-	-	-	-	-
純資産合計	3,484	4,229	4,638	4,983	344
主要経営指標					
(安全性)					
自己資本比率	45.5%	47.7%	52.6%	54.8%	2.2pt
有利子負債比率	-	-	-	-	-
(収益性)					
ROA (総資産経常利益率)	12.9%	15.6%	9.1%	9.9%	0.8pt
ROE (自己資本利益率)	16.7%	20.9%	11.5%	9.3%	-2.2pt
売上高営業利益率	3.9%	3.9%	2.8%	3.1%	0.3pt

出所:決算短信よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 2020年9月期は減収減益見通しだが、下期は2ケタ増収増益に転じる見込み

#### 1. 2020年9月期の業績見通し

2020年9月期の連結業績は、売上高が前期比5.4%減の27,000百万円、営業利益が同54.4%減の400百万円、経常利益が同55.1%減の400百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同41.7%減の260百万円と減収減益となる見通し。2019年9月期の業績に寄与したインターネット広告事業における大型案件が大幅縮小する見込みとなっているためだ。特に同案件は2019年9月期上期が売上のピークだったため、2020年9月期上期の業績は反動減により売上高で前年同期比18.9%減、営業利益で同88.0%減と大きく落ち込む見通しとなっている。ただ、同影響が一巡する下期だけで見ると売上高は前年同期比11.0%増、営業利益は同51.7%増と2ケタ増収増益に転じることになる。また、大型案件の売上についても保守的に計画に織り込んでおり、今後の受注状況次第では上振れ要因となる可能性もある。

インタースペース | 2019年12月13日(金)  
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

今後の見通し

2020年9月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	19/9期		20/9期					
	通期実績	前期比	上期計画	前年同期比	下期計画	前年同期比	通期計画	前期比
売上高	28,552	1.2%	12,700	-18.9%	14,300	11.0%	27,000	-5.4%
営業利益	877	9.8%	80	-88.0%	320	51.7%	400	-54.4%
経常利益	891	10.5%	80	-88.2%	320	50.9%	400	-55.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	445	-12.6%	53	-87.1%	207	464.8%	260	-41.7%
1株当たり利益(円)	65.75		7.81		30.52		38.33	

出所：決算短信よりフィスコ作成

事業セグメント別では、インターネット広告事業が減収減益に、メディア運営事業は増収となるものの、引き続き開発投資を積極的に行うため、営業損失は拡大する見込みとなっている。

アフィリエイト広告のカテゴリー別見通しは、eコマースが大型案件の減少により2ケタ減収を見込む。同案件を除けば、健康食品等の広告表示規制への対応がほぼ一巡することから、下げ止まるものと見られる。サービスについては引き続き美容関係等を中心に拡大基調が続く見通し。一方、金融については広告規制が厳しくなるなかで上期まで低迷が続くものの、クレジットカードやローン会社の顧客開拓に注力することで下期以降の回復を目指している。

SFAについては既存携帯ショップ向けの売上減をカバーすべく、北海道の有力代理店との契約を進めており、「MW ノートンストア」の販売に注力していく方針だ。ただ、新規事業の投資等もあり2020年9月期も減収、赤字予算で計画に織り込んでいる。

海外事業については売上高で前期比80%増の14億円(うち、ベトナムで7-8億円)と大幅伸長を見込んでおり、営業利益も初めて黒字化する見通しだ。タイの収益が順調に拡大するほか、インドネシアも2020年春頃には単月ベースで黒字化する見通し。2019年9月期下期からスタートしたマレーシア、シンガポールでも直近で月商1千万規模にまで成長しており、今後の成長が期待できる状況となっている。東南アジアでもアフィリエイト広告の認知度向上が進み、市場が立ち上がり始めた段階にある。同社は今後もアフィリエイトサービスプロバイダーとしての先行者メリットを生かして、同市場で積極展開を進めていく方針で、将来的にはインターネット広告事業の中で、海外事業の売上比率を20~30%まで引き上げていくことを目標に掲げている。

メディア運営事業ではゲームアプリ等のコンテンツ収入が2019年9月期並みの水準となるが、メディア広告収入がさらに拡大する見通しとなっている。引き続き「ママスタジアム」の広告収入がメインとなるが、新規メディアとして育成してきた「KOIMEMO」が月間UU数で300万まで拡大してきており、記事タイアップ広告等でマネタイズしていくタイミングに入ったと見ている。

## 将来的にメディア運営事業をインターネット広告事業と並ぶ規模まで拡大していく方針

### 2. 事業方針

同社は2020年9月期の事業方針として、「広告事業の再成長に向けた取り組み強化」「グローバル展開の強化」「BtoC領域の強化」の3つを掲げており、これらの取り組みを実行していくことで2021年9月期以降の成長を目指していく。

#### (1) 広告事業の再成長に向けた取り組み強化

国内のアフィリエイト広告市場は、費用対効果の高さから今後も年率10%台の成長が見込まれている。一方で、一部業種においては過度な広告表現で問題化するケースもあり、広告表現規制を強化するという動きも見られており、クリエイティブの品質管理も各社の重要な課題となってきた。実際、同社の2019年9月期の売上高も大型案件がなければ2ケタ減収となっており、その影響は受けている。

こうしたなかで今後の再成長に向けた取り組みとして、生産性強化と品質向上に注力すると同時に、新ジャンルの開拓も積極的に推進していく考えだ。新ジャンルの開拓に当たっては、マーケット環境をウォッチし、将来性が見込めるカテゴリーや商材を開拓するための専門部隊を組織化した。従来からも新ジャンルとして、人材、美容・エステ、ふるさと納税、仮想通貨や格安SIMなど様々なジャンルを開拓し、アフィリエイト広告に載せることによって事業を拡大してきたが、今後もこうした成長が見込めるジャンルや商材の開拓を進めると同時に、パートナーとなるメディアの育成にも取り組んでいく。

また、広告案件として海外企業との連携等により、グローバルブランドの案件獲得に注力していく。既に海外大手クライアントの様々な案件を取り扱っており、これらの実績をベースにさらに顧客獲得を目指していく。

#### (2) グローバル展開の強化

アフィリエイトサービスの東南アジアでの展開を広げ、アフィリエイトプラットフォームでアジア No.1（中国を除く）を目指して行く。前述したとおり、タイ、ベトナム、インドネシア、マレーシア、シンガポールでサービスを展開している。比較的早期からサービスを展開してきたことから、現地での「アクセストレード」のブランド力も高く、今後も年率2ケタ成長が見込まれる。なお、越境EC事業者向けサービスを行っていた台湾については、アフィリエイトサービスに集中していくこともあってサービスを中止している。

#### (3) BtoC領域の強化

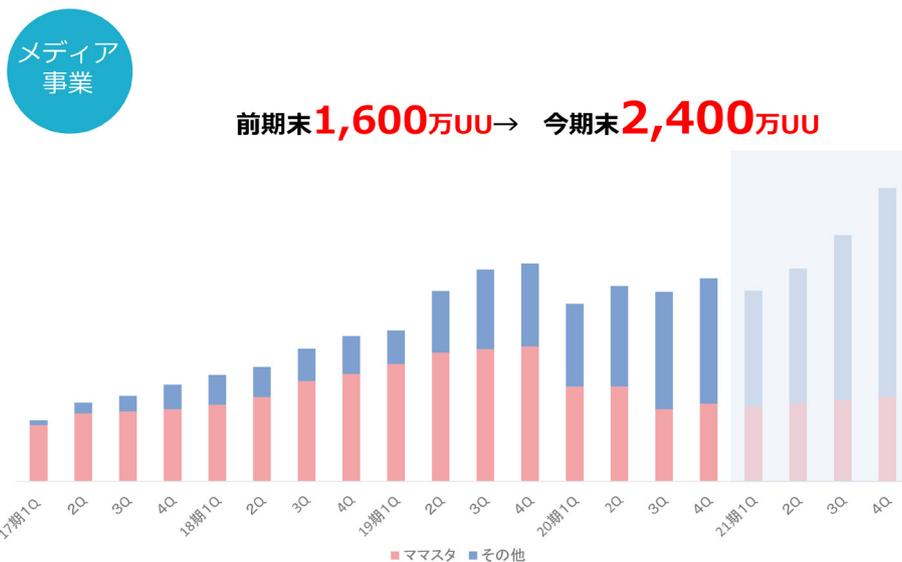
同社は将来的にインターネット広告事業とメディア事業の利益構成比50:50を目指しており、これを実現するためにBtoC領域であるメディア運営事業の強化に取り組んでいく方針となっている。2020年9月期の計画としては、新規WEBメディアのリリースに既存Webメディアを活用した新規サービスや新規ビジネスモデルの開発、海外でのメディア立ち上げなどを予定している。

## 今後の見通し

メディア展開としては既存市場、新規市場において新規製品・サービスを展開していく。既存市場においてはママスタの派生メディアとして保育園検索情報サイト「ママスタ保活」や派遣会社比較情報サイト「派遣サーチ」を2019年より立ち上げたほか、新規市場として飲食店向け集客支援サービス「welnomi」のほか、旅行体験のクチコミ・写真投稿アプリ「RECOTORI」をリリースしている。その他にも既存メディアの「KOIMEMO」や「mofmo」等も合わせて、運営するメディアの月間UU数で前期末の1,600万UUから今期末は1.5倍の2,400万UUまで拡大する目標を立てている。

また、メディアの収益拡大施策としては、媒体価値を上げることによる広告収入の増加だけでなく、コンテンツを深掘りしていくことで、成果報酬型、掲載費用型などメディアに応じて最適な方法で収益を拡大していく考えだ。「KOIMEMO」であればマッチングアプリとの連携、「mofmo」であればペット保険やペットフード等のアフィリエイト広告での展開などが想定される。サブスクリプションサービスのプラットフォームとなる「SubscLamp（サブスクランプ）」であれば同プラットフォーム上で発生するEC販売の手数料収入を獲得していくことになる。

## 運営メディア UU 数 業績予想



出所：決算説明会資料より掲載

メディア運営事業を拡大していくうえで、インターネット広告事業との相互連携も進めていく。2019年に設立した子会社のTAG STUDIOではアフィリエイトメディアを運営しており、インターネット広告事業へのトラフィック支援に寄与している。

今後の見通し

### 主なメディア展開

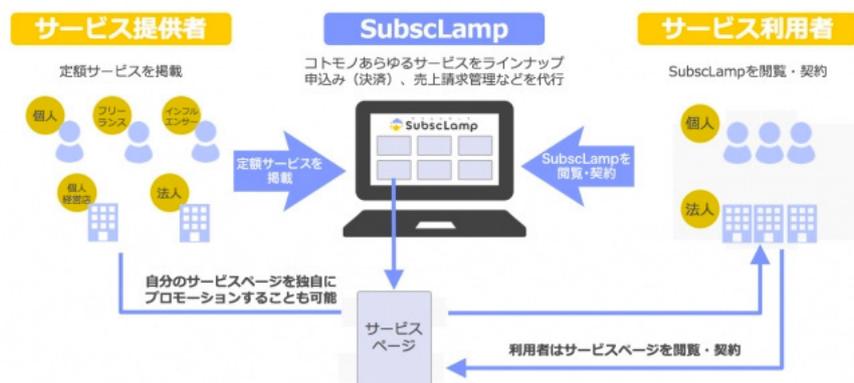
	既存市場	新規市場
<b>既存製品</b>	ママスタジアム	sotocoto online (ソーシャル & エコに関する情報メディア) APP FINDER (ゲーム攻略サイト)
<b>新規製品</b>	派遣サーチ (派遣会社比較・情報サイト) ママスタ保活 (保育園検索・情報サイト)	welnomi (飲食店向け集客支援サービス) RECOTORI (旅行体験のクチコミ・写真投稿アプリ) SubscLamp (サブスクリプションサービスのプラットフォーム)

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

新規ビジネスモデルの開発では、「welnomi」や「SubscLamp」の育成に注力している。「welnomi」は月額定額 500 円で毎日 1 杯のドリンクの無料サービスを加盟飲食店で受けられるスマートフォン向け Web サービスで、2019 年 5 月より提供開始し、2019 年 9 月時点で 15 都道府県、500 店舗超の加盟店で利用可能となっている。収益化するにはさらに加盟店舗を拡大して、利用客数を増やしていく必要があり、ハードルは高いが今後の動向が注目される。

一方、2019 年 9 月にリリースした「SubscLamp」は誰でも簡単にサブスクリプションビジネスが始められるプラットフォームとなる。定額サービスを提供してみたいがノウハウや資金面から今まで事業化できなかった個人事業主や法人向けのサービスとなる。同プラットフォームでは商品・売上・顧客管理や毎月のユーザー継続率の集計などサブスクリプションサービスを行う上で必要となる業務を管理画面上で簡潔に行えることが特徴となっている。2019 年 11 月時点で、7 件のサブスクリプションサービスが提供されている。プラットフォームは無料で提供しており、同プラットフォーム上で発生した売上金額の一定料率 (15%) を販売手数料として同社がサービス提供者から受け取るビジネスモデルとなる。このため、サービス提供者及び利用者の数をどれだけ増やしていくことができるかが収益化するためのポイントとなる。

### SubscLamp のサービス概要



出所：ホームページより掲載

#### (4) コーポレートロゴと VI を刷新

なお、同社は創立 20 周年という新たなスタートのタイミングで、更なる挑戦と成長の決意を込めて、コーポレートロゴを始め、VI (ビジュアルアイデンティティ) を刷新している。

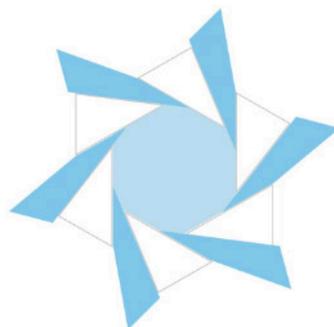
## 今後の見通し

VIのシンボルを構成する3つのブルーの矢印は、同社が大切にするWin-Winの価値観「適切な情報を必要な人々に届け、それにより新たな気づきと多様な選択肢を提供する」という流れの一部を表現している。その流れが新たな選択肢、次の流れを生み出し、ループするサークルを作り出す。そしてこのエレメントが重なるように連なる姿、ループする姿は、永続的に増大するWin-Winの姿と、繰り返し終わることのない社会の成長とその未来を表している。これは、同社の目指す「フェアで活気の満ちた世界」を表現しており、輪の中心に同社が存在し、サークルの隙間を埋めるように、ループを促進するためのスパイラルを作り出すように、同社が中心となって作用して、関わるすべての人とWin-Winの関係を築いていることを表現しており、これらシンボルは、同社の目指すビジョン「Win-Winをつくり、未来をつくる」の世界を表現したものとなる。

## SYMBOL CONCEPT



新たな気づきが新たな選択肢として次の流れを生む



インタースペースは輪の中心でその流れを促進、拡大していく

出所：ホームページより掲載

## ■ 同業他社比較

### EV/EBITDA 倍率は 5 倍台と相対的に低位評価

アフィリエイト運営会社の大手は同社のほかファンコミュニケーションズ、アドウェイズ、バリューコマース、リンクシェア・ジャパン（株）（楽天<4755>の子会社）の4社が挙げられる。売上高の規模はその他の事業も展開しているため各社ばらつきがあるものの、同社も含めた5社合計のアフィリエイトサービスにおける業界シェアは6割程度とみられ、同社は1割弱のシェアとなっている。

同業他社の特徴について見ると、ファンコミュニケーションズは2019年9月時点で「A8.net」のパートナーサイト数が約266万サイト、稼働広告主ID数で3,435件となっており、業界最大規模となっている。中小企業向け広告ビジネスを長く提供しており、eコマース向けの依存度が比較的高いことが特徴だ。成果報酬に占めるスマートフォン向けの比率は56%。業績面ではアフィリエイトサービスがここ2～3年伸び悩んでいるほか、CPC/ターゲティング型アドネットワーク事業の減収傾向が続いていることもあり、2015年12月期をピークに減益が続いている。2019年12月期の営業利益も前期比12.1%減と4期連続の減益を見込んでいる。ただ、営業利益率は10.8%と依然高収益性を保っている。

アドウェイズはモバイル向け比率が5割強（対国内広告売上高）となっており、ゲーム系に強みを持つ。海外事業が損失を計上していることもあり全体の利益率は低いが、広告事業だけの営業利益率は2020年3月期第2四半期累計で約5%の水準となっている。2020年3月期の業績は、ゲーム分野及び健康食品等を中心としたEC分野の落ち込みにより減収減益となる見通し。バリューコマースはZホールディングス<4689>の子会社であり、2019年9月末時点のパートナーサイト数は75万サイト、広告主数は1,001件となっている。業種別売上構成比で金融カテゴリーが3割弱と高いことが特徴となっている。2019年12月期第3四半期累計のアフィリエイト売上高は前年同期比16%増と大手の中では唯一、増収となっている。カテゴリー別で家電分野が大きく伸びていること、広告表示規制の影響があった健康食品やサプリメント関連の売上構成比が低いことが他社との差になっているものと思われる。営業利益率も17%台と高水準で、2019年12月期業績も唯一、2ケタ増収増益と好調見通しとなっている。

これら上場企業の中で、同社のインターネット広告事業の営業利益率を見ると、2019年9月期は3.2%と相対的に低水準となっている。海外事業がまだ収益化していないことや、「X-lift」が損失を計上したこと、提携サイト、広告主開拓のためのコストや新規事業開発コストなどに積極的に投下していることなどが要因となっている。2020年9月期は「X-lift」事業撤退による損失がなくなるものの、前述したように大型案件が剥落することで引き続き厳しい状況が続く見込みだが、中期的には海外事業の収益化やメディア事業との相互連携により同事業の収益性も向上していくものと弊社では予想している。

株価指標について見ると、同社の株価は2020年9月期の予想PERで30倍弱、EV/EBITDA倍率で5倍台となっている。EV/EBITDA倍率とは、企業を買収する場合に、その企業価値（時価総額＋有利子負債－現預金及び有価証券）に対して、期間収益（営業利益＋償却費）の何年分で回収できるかを簡易的に指標化したものとなり、倍率が低いほど時価総額が過小に評価されていることになる。2020年9月期は上期まで業績低迷が続くものの、下期以降の業績回復が確認されれば、EV/EBITDA倍率も見直される可能性がある。

インタースペース | 2019年12月13日(金)  
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

同業他社比較

## 同業他社比較

(単位：百万円)

	決算期	売上高	伸び率	営業利益	伸び率	利益率	EPS	PER(倍)	EV/EBITDA(倍)
同社	19/9期	28,552	1.2	877	9.8	3.1	65.8		
<2122>	20/9期(予)	27,000	-5.4	400	-54.4	1.5	38.3	29.8	5.29
ファンコミュニケーションズ	18/12期	35,340	-9.6	4,209	-26.8	11.9	33.4		
<2461>	19/12期(予)	34,200	-3.2	3,700	-12.1	10.8	34.1	15.1	5.28
アドウェイズ	19/3期	41,857	0.9	722	141.4	1.7	19.1		
<2489>	20/3期(予)	38,000	-9.2	200	-72.3	0.5	0.8	550.6	20.42
バリューコマース	18/12期	20,764	22.9	3,755	68.9	18.1	80.8		
<2491>	19/12期(予)	24,500	18.0	4,350	15.8	17.8	90.4	21.6	11.19

注：予想は直近会社予想。PERは2019年11月26日終値を基に算出。

$$EV/EBITDA = (\text{株式時価総額} + \text{直近期の有利子負債} - \text{現預金} - \text{有価証券}) \div (\text{19年度予想営業利益} + \text{償却費})$$

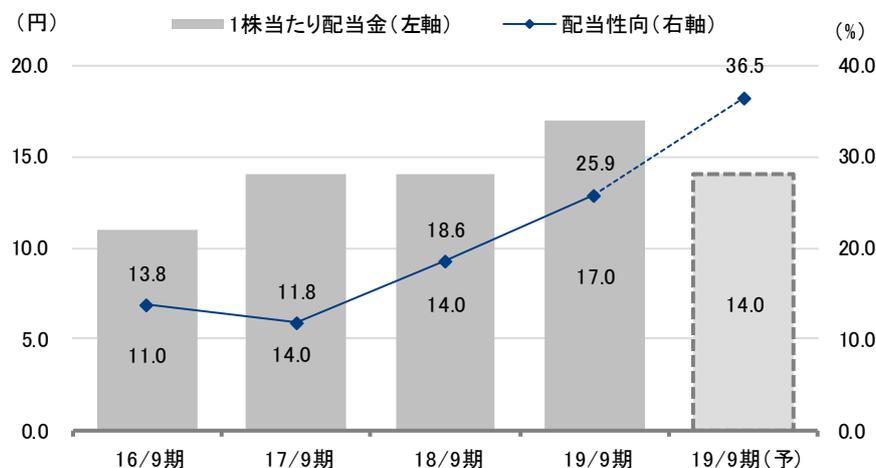
出所：各社資料よりフィスコ作成

## 株主還元策

### 配当性向は15～20%を目安に安定配当を実施

同社は配当の基本方針として、業績動向や資金ニーズ、将来の事業展開のための内部留保などを総合的に勘案して決定するとしており、配当性向としては連結ベースで15～20%程度を目安に安定配当を基本方針としている。2019年9月期は創立20周年の記念配当3.0円を加えて17.0円とした。2020年9月期は普通配当のみで14.0円(配当性向36.5%)を予定している。

配当金と配当性向(連結)



注：19/9期は記念配当3.0円含む

出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレマー)をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## ■ 情報セキュリティ対策

情報セキュリティ対策では、「個人情報の保護に関する法律」が定める個人情報取扱事業者として当該義務を遵守すべく、個人情報や取引データの取扱いに際し細心の注意を払い、ネットワークの管理や独自のプライバシー・ポリシーの制定・遵守、内部監査によるチェック等により、個人情報保護に関し十分な体制を構築している。具体的な取り組みとして、Web サイトやオンライン上の個人情報保護に関する認証制度である TRUSTe を取得しているほか、社内の事業部長以上の職員に対して個人情報取扱従事者の資格を義務付けている。

#### 免責事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp