

|| 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 >>>](#)

2020年6月11日(木)

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

■ 要約	01
1. 2020年9月期第2四半期累計業績の概要	01
2. 2020年9月期業績見通し	01
3. 学習塾ポータルサイト運営会社を子会社化	02
■ 事業概要	03
1. インターネット広告事業	04
2. メディア運営事業	06
■ 業績動向	07
1. 2020年9月期第2四半期累計業績の概要	07
2. 事業セグメント別の動向	09
3. 財務状況と経営指標	12
■ 今後の見通し	13
1. 2020年9月期の業績見通し	13
2. 事業方針	16
■ 同業他社比較	18
■ 株主還元策	20
■ 情報セキュリティ対策	20

■ 要約

メディア運営事業で新たに学習塾ポータルサイト運営会社を 子会社化し、「ママスタジアム」とのシナジーを狙う

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、ママ向けコミュニティサイト「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。現在は、インターネット広告事業が利益の大半を稼ぎ出す収益柱となっている。また、インドネシアやタイ、ベトナムなど東南アジアでも、今後のアフィリエイトサービスの普及拡大を見据えて事業展開を進めている。

1. 2020年9月期第2四半期累計業績の概要

2020年9月期第2四半期累計(2019年10月～2020年3月)の連結業績は、売上高で前年同期比15.7%減の13,206百万円、営業利益で同52.4%減の317百万円と減収減益となったものの、期初会社計画(売上高12,700百万円、営業利益80百万円)に対してそれぞれ上回って着地した。売上高は前年同期の業績に貢献したインターネット広告事業における大型プロモーション案件が一巡したことや、ストアフロントアフィリエイト(以下、SFA)の低迷が響いて減収となり、利益面でもインターネット広告事業の減収、並びにメディア運営事業における投資費用増加が減益要因となった。ただ、両事業ともに、売上げの回復タイミングが想定よりも早く、会社計画比での上振れ要因となった。

2. 2020年9月期業績見通し

2020年9月期の連結業績見通しは売上高で前期比5.4%減の27,000百万円、営業利益で同54.4%減の400百万円と期初計画を据え置いた。第2四半期までの営業利益の進捗率は79.3%に達しているが、新型コロナウイルス感染拡大の影響が不透明なことや、メディア事業については下期も将来の成長基盤を構築するための積極的な投資を継続していく方針となっていることが要因だ。インターネット広告事業については、人材派遣や美容関連などサービス業の広告出稿が4月以降落ち込んでいるほか、SFAも店舗の営業時間短縮で販売低迷が続いている。一方、メディア事業についてはタイアップ広告などの予算縮小や出稿自粛、アドネットワーク単価の下落などの影響が出てきている。緊急事態宣言は5月下旬に解除されたものの、先行きは見通し難しくなっている。とは言え、第2四半期までの業績が会社計画を上回って進捗していることもあり、通期業績計画については達成する可能性が高いと弊社では見ている。

要約

3. 学習塾ポータルサイト運営会社を子会社化

同社は2020年4月に、学習塾ポータルサイト「塾シル」を運営する(株)ユナイトプロジェクトの全株式を取得し、子会社化したことを発表した。2016年設立のベンチャーだが、「塾シル」については2017年12月のリリース後、2年半で170を超える学習塾(掲載教室数5千件)を掲載するまでに成長している。利用者数トップの「塾ナビ」(同8.5万件)と比較すると規模的にはまだ小さいものの、同社で運営する「ママスタジアム」と連携しながら、「塾シル」の早期収益化を実現していく考えだ。そのほかにも、社内で新たなメディアの開発に取り組んでいるほか、M&Aについても引き続き検討を進めており、将来的にメディア事業をインターネット広告事業と並ぶ収益柱に育成することで、収益の更なる成長を目指していく。

Key Points

- ・2020年9月期第2四半期累計業績は減収減益となるも会社計画は上回る
- ・2020年9月期の業績見通しはメディア運営事業の投資継続方針により、期初計画を据え置く
- ・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



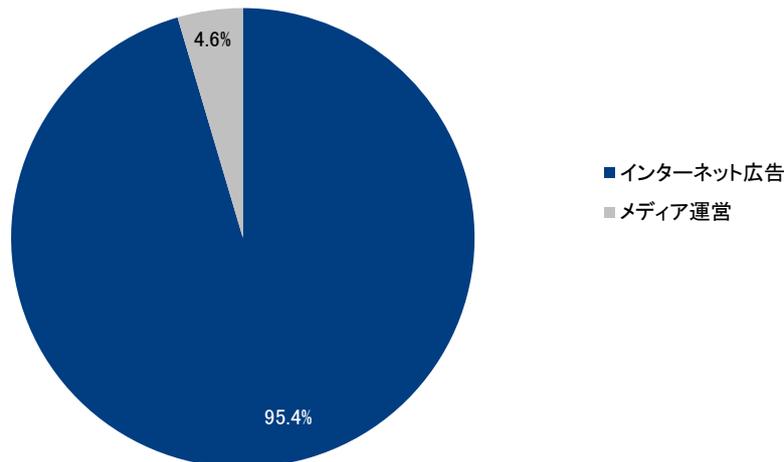
出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業概要

インターネット広告事業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の2つの事業を展開している。2020年9月期第2四半期累計の事業セグメント別売上構成比では、インターネット広告事業が全体の95.4%を占める収益柱となっているが、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。

事業別売上構成比
(2020年9月第2四半期累計)



出所：決算短信よりフィスコ作成

グループ連結子会社は2020年9月期第2四半期末時点で11社となっている。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)や、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、海外でインターネット広告事業を展開する4社(インドネシア、タイ、シンガポール、マレーシア)となる。その他、ベトナムに現地企業との合併で設立した持分法適用関連会社1社(出資比率49%)がある。

インタースペース | 2020年6月11日(木)
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

事業概要

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	C G M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) 電腦広告社を設立
2013年 5月	Ciagram(株) を設立
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	ベトナムに合弁会社、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 SINGAPORE 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 (サイトプラス)」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) スタアフロントを設立
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. を設立
2020年 4月	(株) ユナイトプロジェクトの全株式を取得し、子会社化

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

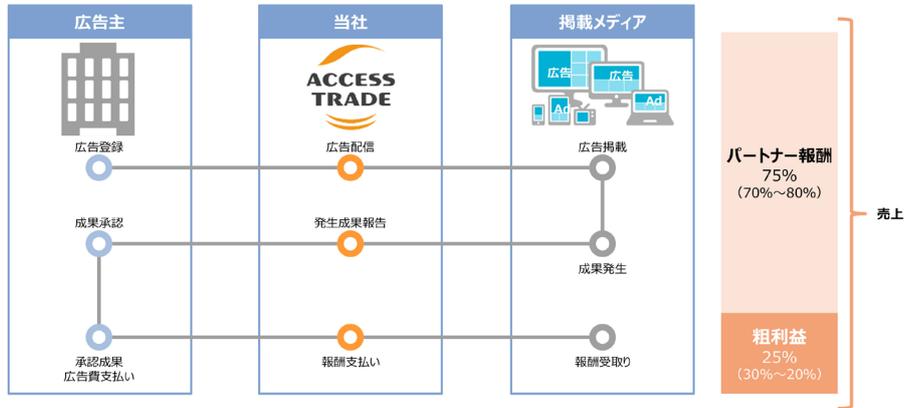
インターネット広告事業では、アフィリエイト広告を中心にリスティング広告なども取り扱っている。売上高の9割強はアフィリエイト広告による収入で、アフィリエイト運営事業者の中で大手の一角を占めている。競合としては、業界最大手となるファンコミュニケーションズ<2461>のほか、アドウェイズ<2489>、バリューコマース<2491>、レントラックス<6045>などがある。

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。

事業概要

ビジネスモデルの概要

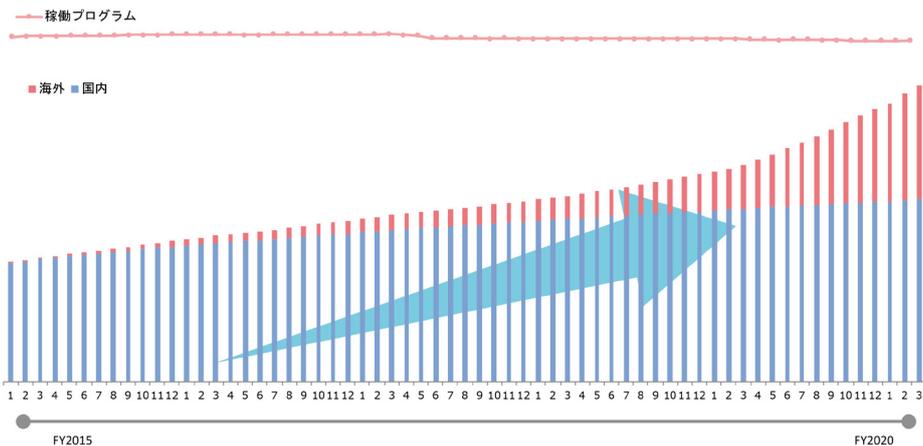
成果報酬型広告モデル（アフィリエイトサービス）



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

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、2020年3月末時点で登録パートナー数は約99万人、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。なお、登録パートナー数は、直近1年間で海外からの登録数が増加しているのが特徴となっている。このことから、東南アジア各国でアフィリエイトサービスの普及が徐々に進み始めていることがうかがえる。

アクセストレード提携数



インタースペース | 2020年6月11日(木)
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

事業概要

また、同事業売上高の1割弱は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。なお、SFAの粗利益率は15～25%と、アフィリエイトサービスよりも若干低い水準となっている。

2. メディア運営事業

メディア運営事業は、自社運営メディアの広告枠の販売等を行う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。

メディア広告事業の主力は、ママ向けコミュニティサイトとして業界最大級（月間平均利用ユーザー数で786万人：2020年9月期第2四半期）の「ママスタジアム」となる。そのほかのメディアとしては女性向けトレンドメディア「4MEEE」や恋愛Webマガジン「KOIMEMO」、ペットメディア「mofmo」などがあり、また、(株)セブン&アイ出版から運営受託していたヨガ&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」、ファッション・ライフスタイル情報メディア「saita PULS (サイタプラス)」についても、相手先の出版事業撤退に伴い、2020年9月期第2四半期より自社運営に移行している。なお、メディア広告事業の粗利益率については、30%以上と収益性の高い事業となっている。

主要メディア



出所：決算説明会資料より掲載

事業概要

一方、ゲームコンテンツについては、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の開発販売権を買い取り、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が、直近はメディア事業への投資を強化することもあり、既存コンテンツのみで収益を維持していく方向に戦略転換している。

ビジネスモデルの概要



業績動向

2020年9月期第2四半期累計業績は減収減益となるも会社計画は上回る

1. 2020年9月期第2四半期累計業績の概要

2020年9月期第2四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比15.7%減の13,206百万円、営業利益が同52.4%減の317百万円、経常利益が同58.3%減の283百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同61.0%減の159百万円と減収減益となったが、期初会社計画に対しては売上高、各利益ともに上回って着地した。インターネット広告事業で前年同期の業績に大きく貢献した大型プロモーション案件が減少したこと、また、メディア事業では開発費等の先行投資費用が増加したことが主な減益要因となった。会社計画では第2四半期まで売上高の低迷が続くと見ていたが、両事業ともに想定していたよりも早く売上高が回復したことや、インターネット広告事業で利益率の高い案件が継続したことが、計画比での上振れ要因となった。

インタースペース | 2020年6月11日(木)
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

業績動向

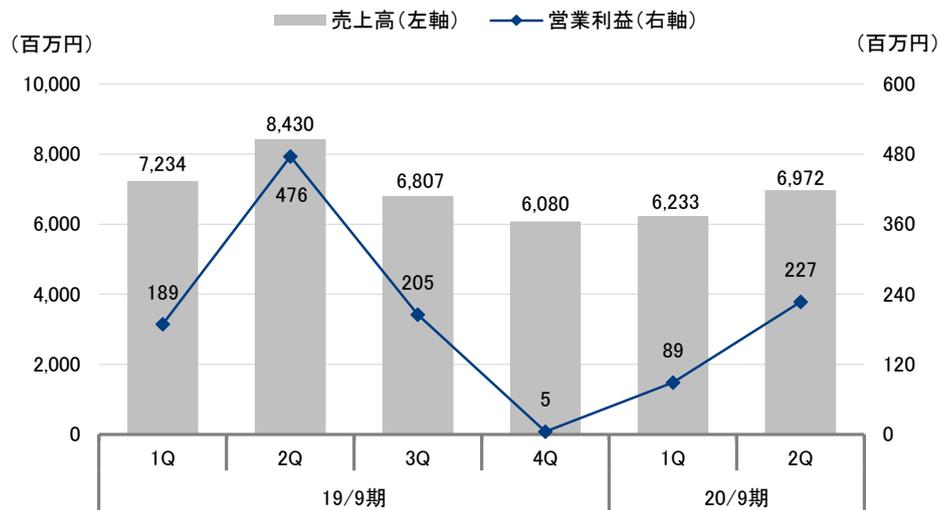
2020年9月期第2四半期累計 連結業績

(単位：百万円)

	19/9期2Q累計		期初計画	20/9期2Q累計			
	実績	売上比		実績	売上比	前年同期比	計画比
売上高	15,664	-	12,700	13,206	-	-15.7%	4.0%
売上原価	12,866	82.1%	-	10,679	80.9%	-17.0%	-
販管費	2,132	13.6%	-	2,209	16.7%	3.6%	-
営業利益	666	4.3%	80	317	2.4%	-52.4%	296.7%
経常利益	679	4.3%	80	283	2.1%	-58.3%	253.9%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	409	2.6%	53	159	1.2%	-61.0%	201.5%

出所：決算短信よりフィスコ作成

四半期業績推移



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り前年同期比 1.2 ポイント改善して 80.9% となった。2019 年 11 月でレコメンドウィジェット広告※配信事業を終了したことも改善につながったと見られる。一方、販管費率は同 3.1 ポイント上昇の 16.7% となり、金額ベースでは 77 百万円増加した。増減の内訳を見ると、人材投資を抑制したことで人件費は 5 百万円の増加にとどめ、広告宣伝費も 13 百万円減少したが、事務所関係費が 13 百万円増加したほか、その他販管費が 78 百万円増加した。また、営業外収支については、為替差損の増加を主因として前年同期比で 46 百万円悪化した。

※ 媒体のおすすめ記事欄に掲載する広告のこと。

なお、2020 年 9 月期第 2 四半期末の連結従業員数は、前年同期末比で 3 名増の 441 名となった。うちインターネット広告事業（海外含む）で同 1 名減の 317 名、メディア運営事業で同 28 名増の 85 名、共通部門で同 24 名減の 39 名となっている。メディア運営事業強化のため、共通部門から一部人員のシフトを行った。

インターネット広告事業、 メディア運営事業ともに想定よりも前倒しで売上げが回復

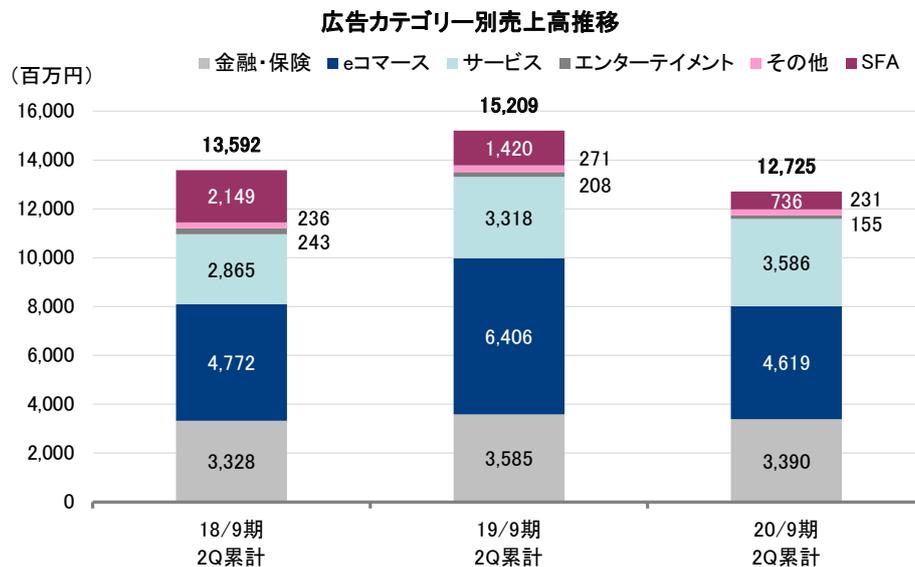
2. 事業セグメント別の動向

(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（社内取引高含む）は前年同期比 16.3% 減の 12,725 百万円、事業利益^{※1}は同 34.6% 減の 663 百万円となった。前年同期に大きく伸長した e コマース分野の大型プロモーション案件が減少したほか、SFA の売上げも大きく落ち込んだことが減収減益要因となった。ただ、前期から広告表示の健全化^{※2}に向けた取り組みに注力してきた効果が第 2 四半期以降に出始めたこと、大型プロモーション案件が規模は縮小しながらも継続して売上貢献したことなどにより、会社計画比では売上、利益とも上回って推移した。

^{※1} 社内共通費用配賦前の利益で、決算短信の事業セグメント利益とは異なる。

^{※2} 広告主のブランドセーフティーや法令遵守の観点から、同社独自の広告表記基準のガイドラインを作成し、アフィリエイトパートナーにそのガイドラインののっとり、広告コンテンツを作成するよう求めてきた。アフィリエイト広告では、健康食品等の分野で消費者に誤解を与えるような不適切な広告表現がされるケースがまれにあり、問題となっている。



売上高の内訳を見ると、アフィリエイト広告が前年同期比 12% 減の 11,691 百万円、SFA が同 48% 減の 736 百万円、その他（ネイティブ広告、その他広告商材）が同 49% 減の 290 百万円となった。アフィリエイト広告は、e コマース分野における大型プロモーション案件の規模縮小が減収要因となっている。また、SFA はスマートフォンの販売台数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「MW ノートンストア」の売上計上方法が月額継続課金方式であり、売上増のインパクトが小さいことなどが影響している。その他広告については、2019 年 11 月に「X-lift」によるレコメンドウィジェット広告の配信を終了したことが減収要因となっている。

業績動向

インターネット広告事業の 카테고리別売上高の前年同期比増減率を見ると、eコマースが28%減、金融・保険が5%減、エンターテインメントが25%減となるなかで、サービスのみ8%増と増収を維持した。新型コロナウイルス感染拡大の影響が3月頃から始まったものの、まだ人材派遣等の広告出稿が堅調だったことが要因と見られる。なお、金融・保険分野に関しては3月に証券口座やFXの口座開設が急増したこともあり、第2四半期(2020年1月~3月)だけで見れば前年同期比13%増収、前四半期比では58%増収と急回復している。

また、海外事業についてはベトナム、タイが堅調に推移し、前期に落ち込んでいたインドネシアについても若干回復した。また、2019年9月期下期からアフィリエイトサービスを開始したマレーシアも順調に立ち上がっており、持分法適用関連会社であるベトナムを除いた売上高は2億強の規模だったと見られる。カテゴリとしては、eコマース分野を中心に伸ばしているようだ。損益面では合計で若干の損失計上が続いているものの、全体の業績に与える影響は軽微となっている。

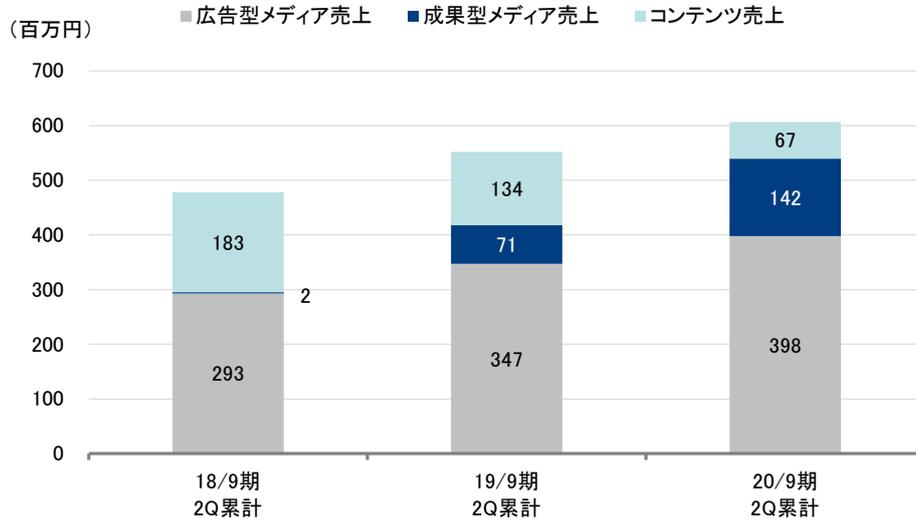
(2) メディア運営事業

メディア運営事業の売上高(社内取引高含む)は前年同期比10.0%増の606百万円、事業利益は同25.3%減の73百万円となった。減益要因は、新規メディア開発などの投資費用の増加(前年同期比55百万円増の136百万円)によるもので、投資費用を除いた利益で見ると同17%増の209百万円と増益に転じている。

売上高の内訳を見ると、広告型メディア(ママスタジアム、4MEEE等)が前年同期比15%増の398百万円、成果型メディアが同100%増の142百万円、コンテンツが同50%減の67百万円となった。広告型メディアについては、当第2四半期の月平均ユニークユーザー数において、主力の「ママスタジアム」の回復傾向が続いたほか、その他メディアでも「4MEEE」が好調に推移したことにより過去最高を更新している。広告形態では、動画広告やタイアップ広告などが好調に推移し、増収要因となっている。成果型メディア(派遣サーチ)については、2020年3月に運営を子会社に譲渡したことに伴い、売上計上方法を従来のネット計上(手数料収入のみ計上)からグロス計上(広告原価も含めて計上)に変更したことが主な増収要因となっている。一方、ゲームコンテンツについては新規タイトルのリリースがなく、国内外で売上げが減少した。

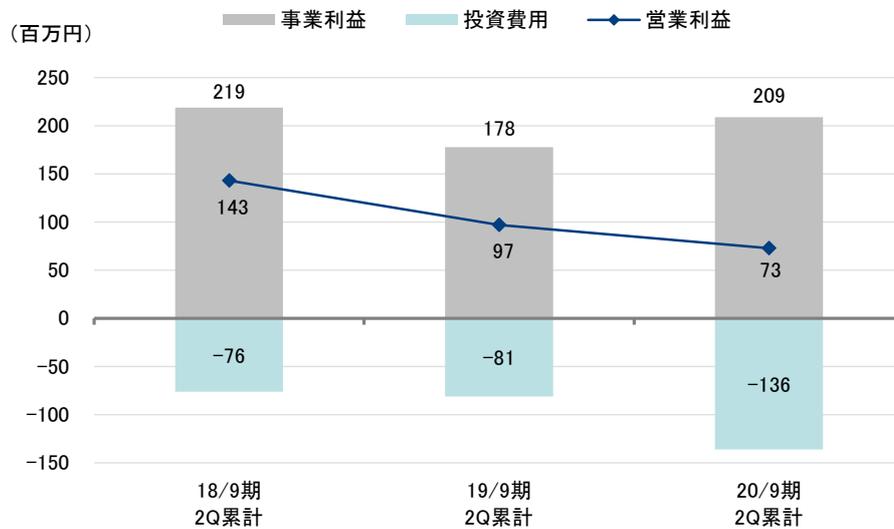
業績動向

メディア運営事業の売上推移



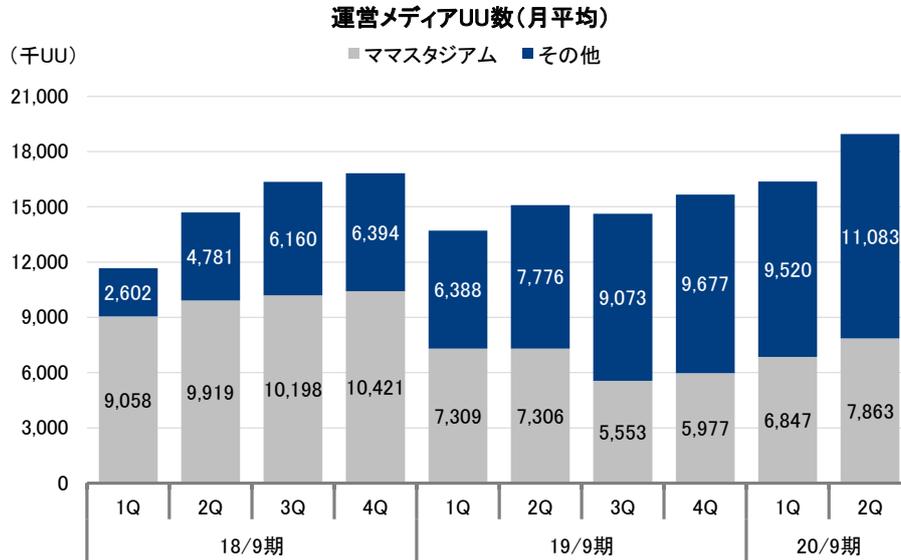
出所：決算短信よりフィスコ作成

メディア運営事業の営業利益推移



注：事業利益は投資費用を除いたもの
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

業績動向



財務内容は健全性を維持、 M&A は手元キャッシュの範囲内で検討を続ける

3. 財務状況と経営指標

2020年9月期第2四半期末の総資産は前期末比285百万円増加の9,377百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では現金及び預金が365百万円減少した一方で、第2四半期末にかけて売上高が増加したこともあり売上債権が739百万円増加した。また、固定資産ではソフトウェア投資を主因として無形固定資産が24百万円増加した一方で、有形固定資産が27百万円、繰延税金資産が41百万円それぞれ減少した。

負債合計は前期末比240百万円増加の4,348百万円となった。流動負債で未払法人税等が128百万円減少し、買掛金が490百万円増加した。また、純資産は同45百万円増加の5,028百万円となった。親会社株主に帰属する四半期純利益159百万円の計上と、配当金の支出115百万円により、利益剰余金が44百万円増加したことによる。

経営指標を見ると、自己資本比率が前期末の54.8%から53.6%と若干低下したが、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。なお、2020年4月にユナイテッドプロジェクトの全株式を取得したが、今後も良いM&A案件があれば検討を進めていく考えで、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での投資を考えている。

業績動向

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期 2Q	増減額
流動資産	7,750	7,536	7,745	8,081	336
（現金及び預金）	4,174	4,072	4,403	4,038	-365
固定資産	1,106	1,284	1,346	1,295	-50
総資産	8,856	8,820	9,091	9,377	285
流動負債	4,552	4,103	4,028	4,277	248
固定負債	74	78	79	70	-8
負債合計	4,627	4,182	4,108	4,348	240
（有利子負債）	-	-	-	-	-
純資産合計	4,229	4,638	4,983	5,028	45
主要経営指標					
（安全性）					
自己資本比率	47.8%	52.6%	54.8%	53.6%	-1.2pt
有利子負債比率	-	-	-	-	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2020年9月期の業績見通しはメディア運営事業の投資継続方針により、期初計画を据え置く

1. 2020年9月期の業績見通し

2020年9月期の連結業績見通しは、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260百万円と期初計画を据え置いている。第2四半期累計業績については計画を上回り、通期計画に対する進捗率は営業利益で79.3%に達しているものの、下期もメディア運営事業において積極的な開発投資を予定しているほか、4月よりユナイトプロジェクトを新たに子会社したこと、また、新型コロナウイルス感染症の影響についても不透明なことから、通期計画については据え置きとしている。

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		
	実績	前期比	計画	前期比	2Q進捗率
売上高	28,552	1.2%	27,000	-5.4%	48.9%
営業利益	877	9.8%	400	-54.4%	79.3%
経常利益	891	10.5%	400	-55.1%	70.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	445	-12.6%	260	-41.7%	61.5%
1株当たり当期純利益(円)	65.75		38.33		

出所：決算短信よりフィスコ作成

(1) インターネット広告事業

4月以降の新型コロナウイルス感染拡大の影響について見ると、人材派遣分野やエステ等のサービス分野の一部で広告出稿が落ち込んでいるほか、SFAについても携帯電話ショッポの営業時間短縮の影響を受けて新規獲得が進まない状況となっている。一方で、食品デリバリー等の宅配サービス分野が伸びているほか、在宅勤務が増えたことで通信サービス分野も売上げが増加しており、3月以降急増した金融分野についても堅調に推移している。また、eコマース分野で前期から続いていた大型プロモーション案件については上期で終息し、下期はほとんど見込んでいない。

以上から、下期の売上高については上期比で1ケタ減程度の売上水準となる見込みで、通期では前期比1割前後の減収減益となることが予想される。同社では下期の取り組みとして、アフター・コロナにおける「新しい生活様式」に付随して需要拡大が見込まれる新規ジャンルの開拓に注力していく方針で、2021年9月期以降の収益拡大を目指していく。

なお、SFA事業における新たな取り組みとして2020年4月より、20～30代の女性層をターゲットとしたアパレルショップ「レトロガール」の店舗において、人気全身脱毛サロン「キレイモ」(全国68店舗)の紹介を行う取り組みを開始している。まずは10店舗から開始し、全国94店舗に順次拡大する予定だ。そのほかにも、ロードサイド型の路面店舗や婦人服など、ターゲットの異なるアパレル店舗約1千店舗に加え、アパレル以外の美容関連の店舗とも提携が決まっているようで、今後の動向が注目される。

また、海外事業に関しても新型コロナウイルス感染拡大の影響で、eコマース市場が一段と拡大しており、アフィリエイト広告の需要も着実に拡大している。インドネシアの回復がやや遅れたこともあって、通期売上高は4億円強程度(ベトナムを含めると12億円強)と前期比1ケタ増にとどまり、利益面でも若干の損失計上が続く見通し。ただ、成長ポテンシャルは大きく、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だ。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。

(2) メディア運営事業

メディア運営事業における新型コロナウイルス感染拡大の影響については、巣ごもり現象により「ママスタジアム」など自社運営メディアのPV数は伸びているが、タイアップ広告などの予算縮小や出稿自粛といった動きが見られ、また、アドネットワーク単価についても需給軟化により下落傾向となっている。こうしたなかで、同社は既存メディアのトラフィック増加に合わせてユーザーの囲い込みを図るほか、オンラインサービス（オンラインyoga、オンライン対応の学習塾紹介）のコンテンツを拡充することで収益基盤を強化していく方針となっている。

通期売上高は「ママスタジアム」の広告収入増に加えて、成果型メディアの売上計上変更（ネット計上からグロス計上に変更）、ユナイトプロジェクトの子会社化などもあって前期比2ケタ増収となる見通し。一方、事業利益に関しては新規メディアの開発を継続して進めていることや、ユナイトプロジェクトがまだ収益化していないこと、のれん償却が20百万円程度発生することなどから、前期比で2ケタ減益になるものと予想される。

(3) ユナイトプロジェクトの子会社化について

4月に子会社化したユナイトプロジェクトは、学習塾ポータルサイト「塾シル」の開発・運営を行っている。ビジネスモデルは、「塾シル」に掲載した学習塾に、ユーザーが資料請求を行った時点で、件数当たりの送客手数料を学習塾から獲得する成果報酬型モデルとなっている。競合としてはイトクロ<6049>の「塾ナビ」がある。「塾ナビ」との大きな違いは、資料請求が一度に1件のみで、複数の学習塾を選択し一括請求する機能を付けていないことにある。ユーザー側から見れば、利便性がやや低下するものの、学習塾側から見れば資料請求件数に対する入塾率が高くなるため、費用対効果では優れたサービスとなっている点が挙げられる。また、「塾シル」では学習塾の情報（指導方針、料金、キャンペーン情報等）が豊富で、かつ見やすい構成となっており、サイトのなかで他塾との比較が完結しやすくなっていること、塾探しに役立つ関連情報が充実していること、オンライン授業を提供する学習塾の検索にも対応していることが挙げられる。

なお、2017年12月に「塾シル」をリリースして以降、2年半で170を超える学習塾（掲載教室数5千件）を掲載するまでに成長している。業界トップの「塾ナビ」（同8.5万件）と比較すると規模的にはまだ小さいものの、同社で運営する「ママスタジアム」と連携することで、認知度を高めていく方針となっている。既に「ママスタジアム」において、ユナイトプロジェクトの社長と学習塾塾長との対談インタビューも掲載するなど、具体的な取り組みも開始している。

塾・予備校の市場規模を見ると、少子化が続くなかでも年間9千億円台で安定して推移している。2020年度より始まった「新学習指導要領」によって、小学校では英語やプログラミング教育の導入が本格的に開始され、学習塾でもこれら科目への対応が進んでいる。また、学習塾の生徒募集活動では、従来のチラシ広告からインターネットを活用する方向にシフトしており、塾探しのための学習塾ポータルサイトの需要は今後も拡大が続くものと予想される。こうした市場環境下において、同社は「ママスタジアム（育児支援）」と「塾シル（教育）」の高い親和性を生かして、「塾シル」のユニークユーザー数並びに教室掲載数を拡大し、早期の収益化を目指していく戦略だ。なお、ユナイトプロジェクトの業績については2019年3月期で売上高14百万円、営業損失50百万円となっている。

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組強化」「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組強化

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、一部業種において消費者に誤解を与える不適切な広告表現が問題視されるようになり、広告表現規制を強化するといった動きも見られている。こうした市場の動きを受けて、同社でも既述のとおり、広告表示の健全化に向けた取り組みを2019年9月期から進めてきた結果、当初の想定よりも早く売上面でその効果が見られ始めるようになっている。

こうしたなかで今後の再成長に向けた取組みとして、生産性強化と品質向上に注力すると同時に、新ジャンルの開拓に注力していく方針だ。特に、新型コロナウイルス感染症の拡大によって「新たな生活様式」が求められるようになり、環境変化によって急成長するサービス等も始まるなど、ビジネスチャンスは広がっていると言える。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として取り扱う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むことで成長を目指していく考えだ。

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も注力していく。既にグローバル企業の様々な案件を取り扱うなど実績も積み上がっており、更なる顧客・案件の獲得を進めていく。

(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）を目指していく。現在、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展開するなど、比較的早期に進出したことから、現地での「アクセストレード」の認知度も高まっている。広告出稿する顧客の獲得が課題ではあるが、東南アジアでもeコマース市場は高い成長を続けており、中長期的に年率2ケタ成長が見込まれる。

(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る。2020年9月期の計画としては、新規メディアのリリースに加えて、既存メディアを活用した新規サービス・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。このうち、既存メディアを活用した新規サービス・ビジネスモデルの開発については、「ママスタジアム」×「塾シル」の展開で具現化している。また、新規メディアに関しては既存メディアに関連したメディアを開発中で、海外メディアに関しては金融系のアフィリエイト広告用メディアを開発し、現在テスト運用中となっている。タイでは金融分野の広告も取り扱っており、こうした市場でメディアを運用してアフィリエイト広告収入を伸ばしていく戦略と見られる。同社では、運営するメディア全体の月間UU数を前期末の約1,600万UUから2020年9月期末には2,400万UUまで拡大する目標を立てている(2020年9月期第2四半期は1,894万UU)。

メディア事業の展開

	既存市場	新規市場
既存製品	 ママスタジアム 既存メディア事業	ソーシャル&エコ・マガジン
新規製品	 派遣サーチ ママスタ保活	

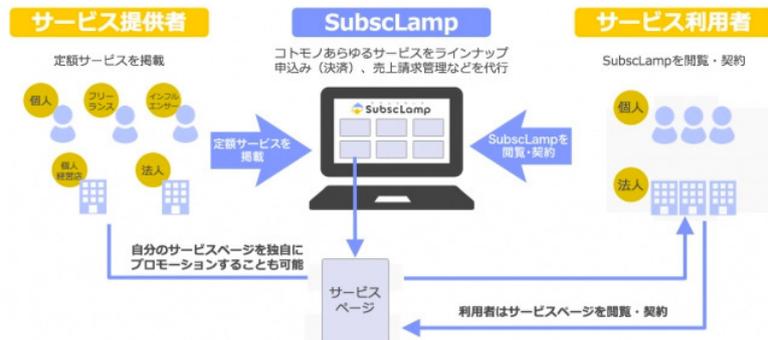
出所：決算説明会資料より掲載

メディア運営事業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化していく考えだ。「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。また、インターネット広告事業との相互連携による収益の底上げも図っていく。2019年に設立した子会社の(株)TAG STUDIOで成果報酬型メディアとなる「派遣サーチ」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

なお、2019年9月期より子会社のストアフロントで開始したサブスクリプションサービスを手軽に提供できるプラットフォーム「SubscLamp（サブスクランプ）」については、現在、美容系など合わせて60件超のサービスが同プラットフォーム上で提供されている。ビジネスモデルは基本料が無料で、サービス料金の15%を販売手数料収入としてサービス提供事業者から得るモデルとなっている。まだ収益への影響はほとんどなく、今後はサッカースクールや習い事教室など月謝制のサービスを提供している事業者をターゲットに顧客開拓を進め、収益化を目指す戦略となっている。同プラットフォームでは売上管理やメールマガジンの配信、予約機能など事業者の業務負担を軽減する機能も付いており、新規にサービスを始める事業者にとって利用メリットは大きい。

SubscLamp のサービス概要



出所：ホームページより掲載

同業他社比較

EV/EBITDA 倍率は4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2020年3月時点で「A8.net」のパートナーサイト数が約276万サイト、稼働広告主ID数で3,354件となっており、パートナーサイト数では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5割強となっている。業績面ではアフィリエイトサービスが広告規制強化への対応にやや遅れていることもあり減収傾向となっているほかCPC/ターゲティング型アドネットワーク事業も低迷しており苦戦が続いている。2020年12月期の営業利益も前期比横ばい水準を見込んでいるが、第1四半期は前年同期比9.6%減とやや出遅れている。ただ、営業利益率に関しては11%と依然高い収益性を保っている。

インタースペース | 2020年6月11日(木)
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

同業他社比較

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。海外事業が新規事業の損失を計上していることもあり全体の営業利益率は低いが、インターネット広告事業だけで見ると2020年3月期で6%強となっている。また、インターネット広告事業の売上高はゲームや金融分野がクライアントの予算縮小の影響で減少したほか、EC分野についても広告表示厳格化の影響で減収が続き、前期比で10%減となった。

こうしたなか、バリューコマースは大手の中で唯一、好調な業績が続いている。ECソリューション事業が急成長していることもあるが、アフィリエイトサービスも2019年12月期は増収増益となっており、営業利益率も17%と高水準で推移している。2020年12月期第1四半期についてもアフィリエイトサービスは1ケタ台の増収増益を確保している。2020年3月末のパートナーサイト数は77万サイト、広告主数は1,004件で、業種別売上構成比では金融分野が約3割と最も高いが、そのほかは家電製品や旅行、人材と幅広い業種をバランスよく手掛けていることが特徴と言える。また、スマートフォン経由比率は62%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事業利益率を見ると、2019年9月期は5.8%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、SFA事業も苦戦を強いられていることが要因となっている。中期的には海外事業やSFA事業の収益化、並びにメディア運営事業との相互連携による収益力強化が進む見通しであることから、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（5月27日終値）は2020年9月期の予想PERで26.7倍、EV/EBITDA倍率で4.63倍となっている。EV/EBITDA倍率とは、企業を買収する場合に、買収コスト（時価総額＋有利子負債－現預金及び有価証券）を期間収益（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、倍率が低いほど買収コストを短期間で回収できることになる（＝時価総額が過小に評価）。2020年9月期はメディア運営事業の先行投資もあって減益見込みとなっているが、業績の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。

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	営業利益率	EPS	PER (倍)	EV/EBITDA (倍)
同社 <2122>	19/9期	28,552	1.2%	877	9.8%	3.1%	65.8		
	20/9期(予)	27,000	-5.4%	400	-54.4%	1.5%	38.3	26.7	4.63
ファンコミュニケーションズ <2461>	19/12期	34,200	-3.2%	3,747	-11.0%	11.0%	32.9		
	20/12期(予)	34,300	0.3%	3,750	0.1%	10.9%	34.5	13.6	4.30
アドウェイズ <2489>	20/3期	37,304	-10.9%	197	-72.7%	0.5%	4.2		
	21/3期(予)	41,662	11.7%	402	104.4%	1.0%	3.3	94.5	5.68
バリューコマース <2491>	19/12期	25,694	23.7%	4,966	32.3%	19.3%	103.6		
	20/12期(予)	30,000	16.8%	5,500	10.7%	18.3%	111.5	23.7	13.10

注：予想は直近会社予想。PERは2020年5月27日終値を基に算出。

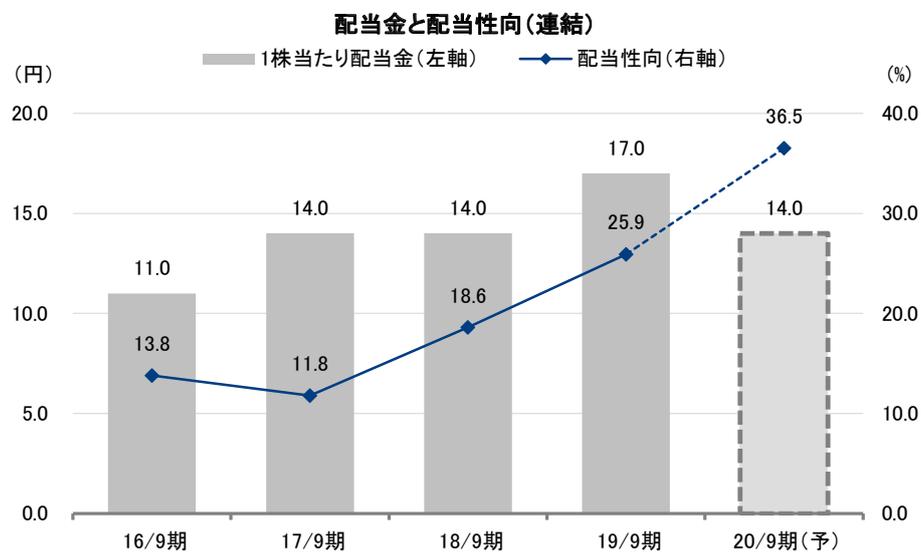
EV/EBITDA=（株式時価総額＋直近期の有利子負債－現預金・有価証券）÷（2020年度予想営業利益＋償却費）

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行うこと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 円としたが、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。



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

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取得を義務付けている。

重要事項（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