COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

企業調査レポート

インタースペース

2122 東証スタンダード市場

企業情報はこちら >>>

2022 年 6 月 22 日（水）

執筆：客員アナリスト
佐藤 譲
FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**

FISCO
FISCO Ltd.
https://www.fisco.co.jp

目次

■要約 01
1. 2022 年 9 月期第 2 四半期累計業績の概要 01
2. 2022 年 9 月期の業績見通し 01
3. 成長戦略 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. 2022 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 13
■今後の見通し 14
1. 2022 年 9 月期の業績見通し 14
2. 成長戦略 17
■同業他社比較 18
■株主還元策 20

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

2022 年 9 月期業績はインターネット広告事業が回復し大幅増益へ

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」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、マレーシア、ベトナム、シンガポールの東南アジア 5 ヶ国でアフィリエイトサービスの育成・普及に取り組んでいる。2022 年 4 月の東京証券取引所市場再編に伴い、マザーズ市場からスタンダード市場へ移行した。

1. 2022 年 9 月期第 2 四半期累計業績の概要

2022 年 9 月期第 2 四半期累計（2021 年 10 月～ 2022 年 3 月）の連結業績は、売上高で 3,510 百万円、営業利益で 541 百万円と、それぞれ会社計画（売上高 3,400 百万円、営業利益 390 百万円）を上回った。2022 年 9 月期より「収益認識に関する会計基準」等を適用していることから売上高は見かけ上減少しているが、売上高に近似する取扱高ベースで見れば前年同期比 9.9% 増の 12,264 百万円となっており、第 2 四半期累計として 3 年ぶりに実質増収増益に転じたことになる。アフィリエイト広告の表現に関する規制強化や新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）の影響で低迷を続けていたインターネット広告事業の収益が大きく回復したことが主因だ。サービスや金融・保険カテゴリー並びに外資系企業の案件が増加し、取扱高は同 9.5% 増となり、事業利益も販売ミックスの改善により同 61.2% 増益となった。一方、メディア運営事業も「ママスタ」を中心に好調で、売上高は同 10.4% 増、事業利益は同 100.0% 増と増収増益基調が続いた。また、第 2 四半期末の従業員数が同 32 名減の 408 名となり人件費が減少したことも増益要因となっている。自然減に伴うものだが、人員規模については生産性向上によりさらなる抑制が可能と見られる。

2. 2022 年 9 月期の業績見通し

2022 年 9 月期の売上高は 7,000 百万円と期初計画を据え置いたが、営業利益は第 2 四半期までの進捗状況を踏まえ、期初計画の 600 百万円から 950 百万円、前期比 96.7% 増に上方修正した。2022 年 4 ～ 5 月もインターネット広告事業、メディア運営事業ともに順調に推移しているようで、計画達成の可能性は高いと見られる。インターネット広告事業では、ストアフロントアフィリエイトで新規商材の開発を進めている。一方、メディア運営事業では「ママスタ」以外のメディア育成に取り組んでいる。一例を挙げると、比較・検討型メディアの「塾シル」の認知度向上を図るため、第 4 四半期に Web サイトをリニューアルするとともに、Web プロモーションなども実施する予定となっている。2022 年 3 月末時点の掲載教室数は約 7,600 教室となっているが、トップ企業とは大きな差があり、掲載教室数の増加や認知度を高めていくことで Web サイトへの訪問者数を増やしていく。

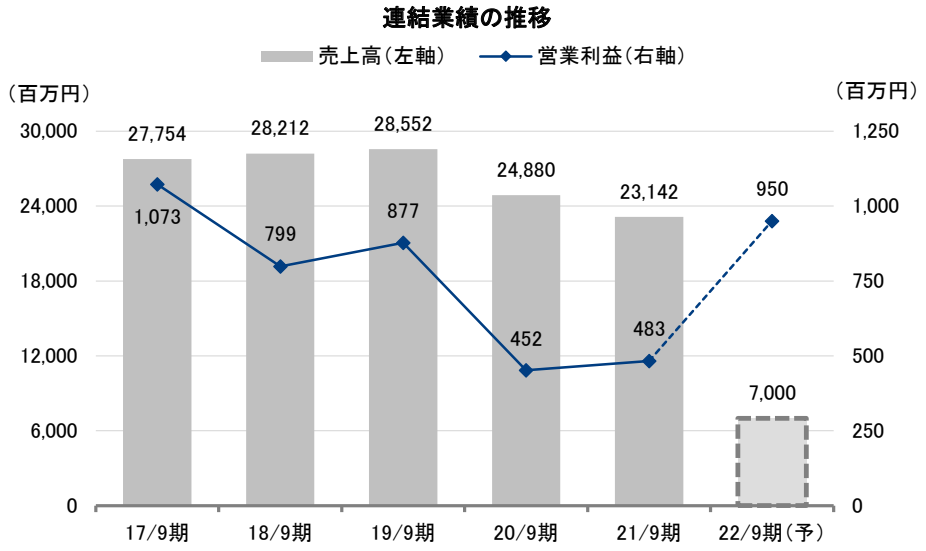
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

3. 成長戦略

同社は中期的な目標として、インターネット広告事業とメディア運営事業の営業利益構成を 50：50 にすることを掲げている。2022 年 9 月期第 2 四半期累計では 6 割以上がインターネット広告事業で占められているが、「ママスタ」に続くメディアを育成することでキャッチアップしていく方針だ。分野としては「ママスタ」との連携効果が高まりやすい女性層をターゲットにしたメディア展開に注力していくものと見られる。一方、インターネット広告事業についても国内市場で有望な新規商材を発掘しながら安定成長を目指すほか、潜在成長力の高い海外市場で事業拡大に取り組んでいく。現在はベトナム関連会社が順調に成長しているものの、その他の子会社はやや苦戦している。優秀な人材の定着化と新規商材の発掘に取り組むことで、早期黒字化を目指していく。

Key Points

- 2022 年 9 月期第 2 四半期累計業績は、インターネット広告事業の収益性向上とメディア運営事業の成長により大幅増益に
- 2022 年 9 月期業績を上方修正、過去最高益が射程圏内に入る
- インターネット広告事業とメディア運営事業の営業利益構成 50：50 を目標に掲げる



注：22/9 期より「収益認識に関する会計基準」等の適用により売上高の計上方法を変更している
出所：決算短信よりフィスコ作成

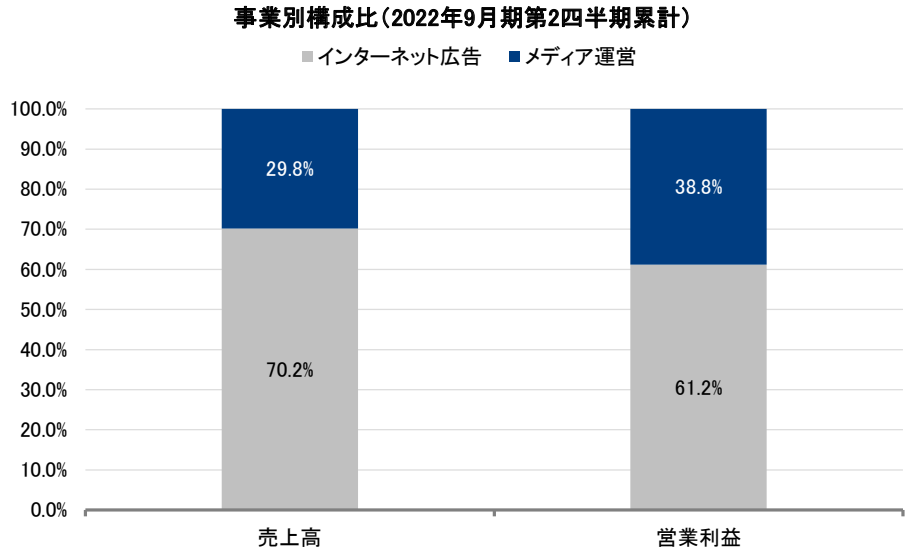
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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に設立され、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。2022 年 9 月期第 2 四半期累計の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で 70.2%※、営業利益で 61.2% を占める主力事業となっているが、ここ数年はメディア運営事業の収益力も高まっており、将来的に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。

※ 2022 年 9 月期から「収益認識に関する会計基準」等の適用を開始したことにより、インターネット広告事業の売上高及び売上原価からメディアパートナーに支払う媒体費等を控除している（売上高は目減りするが、営業利益への影響はない）。



注：事業別売上高構成比は、内部売上高を除いた数値で算出
出所：決算短信よりフィスコ作成

グループ連結子会社は 2022 年 9 月期第 2 四半期末時点で 9 社となっている。主要子会社には、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 年に設立した（株）TAG STUDIO（比較・検討型メディアの運営）、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）、2020 年 4 月に子会社化した（株）ユナイトプロジェクト（学習塾ポータルサイト「塾シル」の運営）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）等で構成されている。その他、ベトナムに現地企業との合弁で設立した持分法適用会社 1 社（出資比率 49%）がある。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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）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11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、会社リリースよりフィスコ作成

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なかで大手の一角を占めている。競合としては、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。

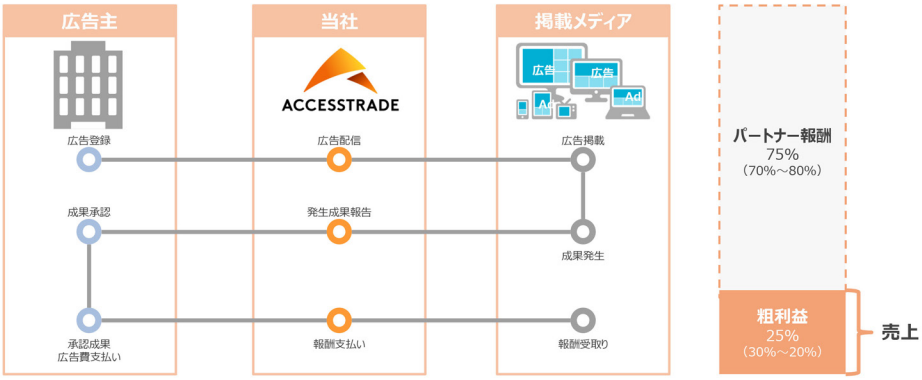
アフィリエイト広告とは成果報酬型のインターネット広告のことで、商品購入や資料請求などの最終成果の発生に応じて、広告主が広告を掲載した Web サイト（パートナーサイト）やメールマガジンなどの運営者に対価を支払う形態の広告を指す。広告主からこれら広告掲載者に至るまでの中間段階として、アフィリエイトプログラムを提供する同社のような運営業者（アフィリエイトサービスプロバイダー）が介在することになる。売上高の計上方法については、2022 年 9 月期より「収益認識に関する会計基準」等の適用により変更されている。従来はメディアパートナーに支払う媒体費等も含めて売上高として計上していたが、「収益認識に関する会計基準」等の適用により、広告主から得られる広告料から媒体費等を控除した額を売上高として計上することとなった。なお、粗利益率はおよそ 20 ～ 30% の水準となっている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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）

アクセストレード



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、2022 年 3 月末時点で登録パートナー数は約 201 万サイト、稼働プログラム数は 4,845 件となっている。特に、2019 年以降は海外パートナー数の増加が顕著で、直近は 120 ～ 130 万サイトと国内のパートナーサイト数を逆転している。東南アジア各国においてもオンラインビジネスの拡大により、アフィリエイトサービスが普及しはじめていることがうかがえる。

アクセストレード提携数

出所：決算説明会資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

また、同事業売上高の 1 割強は SFA（ストアフロントアフィリエイト）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。店員が直接顧客に商品・サービスを説明・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。直近では収益基盤の安定化を図るため、継続課金型の商材に注力しているほか、新規販路の開拓にも取り組んでいる。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

メディア運営事業では、コンテンツ型メディア並びに比較・検討型メディアの運営を行っており、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。

主力はコンテンツ型メディアで、なかでもママ向けコミュニティサイト「ママスタ」は、月間訪問者数で約 1,260 万 UU、月間閲覧数で約 8 億 PV（2022 年 3 月実績）と同領域では業界最大級のメディアとなっている。ブランド認知向上を目的とした広告収益モデルとなり、同メディアに掲載するディスプレイ広告やタイアップ広告が収入源となる。業界特化型のメディアであり、クライアント企業も対象ユーザーへのリーチが図りやすいこと、月間利用者数が多いことなどから、広告単価の水準は一般的なポータルサイトよりも高くなっている。そのほかコンテンツ型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」、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」などがある。

コンテンツ型メディアのビジネスモデル

出所：決算説明会資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

一方、比較・検討型メディアは、同サイトに情報を掲載するクライアント企業に対して、見込み顧客を送客することで収益を獲得する成果報酬型のビジネスモデルとなる。ユナイトプロジェクトが運営する「塾シル」（学習塾ポータルサイト）のほか、TAG STUDIO が運営する「派遣サーチ」「転職ファインダー」（人材サービス会社の比較・検索サイト）、「ベストレ」（パーソナルジム・パーソナルトレーナーの比較・検索サイト）などがある。

業績動向

インターネット広告事業の収益性向上と メディア運営事業の成長により、業績は成長トレンドに転じる

1. 2022 年 9 月期第 2 四半期累計業績の概要

2022 年 9 月期第 2 四半期累計の連結業績は売上高で 3,510 百万円、営業利益で 541 百万円、経常利益で 704 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益で 447 百万円となった。売上高は「収益認識に関する会計基準」等の適用により減少したように見えるが、取扱高ベースでは前年同期比 9.9% 増の 12,264 百万円となっており、第 2 四半期累計として実質 3 期ぶりの増収増益に転じたことになる。また、会社計画に対しても売上高、各利益ともに上回って進捗した。

2022 年 9 月期第 2 四半期累計　連結業績

（単位：百万円）

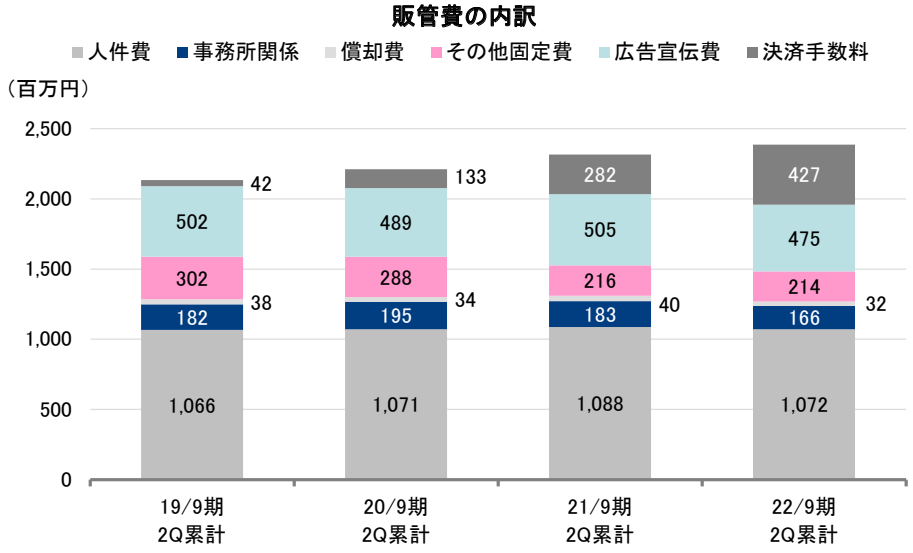
	21/9 期 2Q 累計		22/9 期 2Q 累計				
	実績	売上比	修正計画	実績	取扱高比	前年同期比	計画比
取扱高	11,155	-	-	12,264	-	9.9%	-
売上高	11,155	-	3,400	3,510	-	-	3.3%
売上総利益	2,450	22.0%	-	2,929	23.9%	19.5%	-
販管費	2,314	20.7%	-	2,387	19.5%	3.2%	-
営業利益	136	1.2%	390	541	4.4%	296.9%	38.9%
経常利益	211	1.9%	500	704	5.7%	232.5%	40.9%
親会社株主に帰属する四半期純利益	137	1.2%	330	447	3.6%	224.7%	35.6%

注：22/9 期より「収益認識に関する会計基準」等を適用しており、売上高の計上方法を変更している。また、取扱高は「収益認識に関する会計基準」等適用前の売上高に近似する金額。22/9 期 2Q 累計の修正計画は、2022 年 2 月 8 日公表値
出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

主力のインターネット広告事業の取扱高が回復したほか、メディア運営事業も広告収入が順調に拡大したことが増収増益要因となった。対取扱高比で見た売上総利益率は前年同期比 1.9 ポイント上昇の 23.9% となった。増収効果に加えて、インターネット広告事業では販売ミックスの改善が利益率上昇に寄与した。また、販管費率は増収効果に加えて人件費等の固定費が減少したことで、同 1.2 ポイント低下の 19.5% となり、この結果、営業利益率は同 3.2 ポイント上昇し 4.4% となった。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

販管費は前年同期比で 73 百万円増加したが、項目別に見ると、ストアフロント事業における継続課金型商材の売上増加に連動した決済手数料が 145 百万円増加した以外は総じて減少している。人件費については従業員数の減少（同 32 名減の 408 名）により 16 百万円減少し、事務所関係費もオフィスフロアの縮小により 17 百万円減少した。また、広告宣伝費も当初予定していたプロモーション施策が下期にずれ込んだこともあり、30 百万円減少した。営業外収支については同 87 百万円改善した。投資事業組合運用益が 48 百万円、持分法投資利益が 12 百万円それぞれ増加したことが主な要因となっている。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

また、会社計画比ではインターネット広告事業、メディア運営事業ともに上振れて進捗した。利益面では、インターネット広告事業における販売ミックスの改善効果が大きく寄与したほか、販管費を当初計画より抑えられたことが上振れ要因となった。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

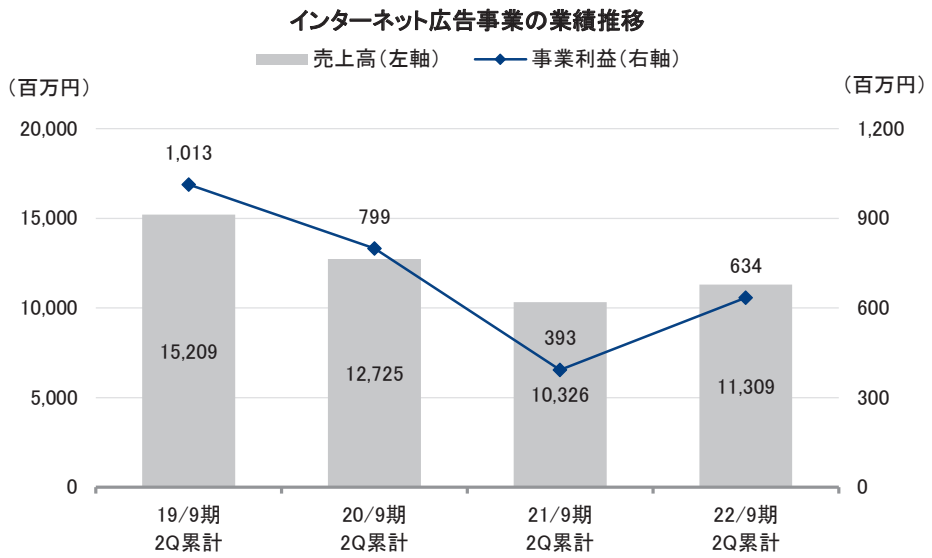
インターネット広告事業はサービス業界向けが復調、ストアフロントアフィリエイトも好調持続。メディア運営事業は「ママスタ」がけん引

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 2,222 百万円、取扱高ベースで前年同期比 9.5% 増の 11,309 百万円となり、事業利益※も同 61.2% 増の 634 百万円と 3 期振りに増加に転じた。2020 年以降、アフィリエイト広告の表現に関する規制強化の動きや、コロナ禍の影響等により取扱高の減少トレンドが続いていたが、3 年ぶりに回復に転じた。利益面では、増収効果に加えて販売ミックスの改善により収益性が向上した。外資系企業の広告案件など相対的に採算の良い案件の受注を多く獲得できたようだ。

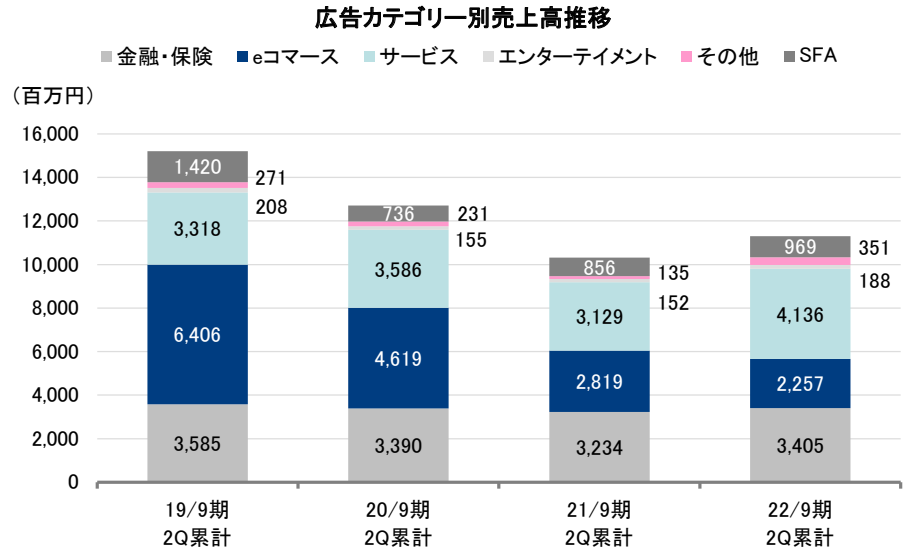
※ 社内共通費用配賦前の利益で、決算短信の事業セグメント利益とは異なる。



注：22/9 期 2Q 累計の売上高は「収益認識に関する会計基準」等適用前の売上高に近似する金額。
事業利益とは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
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

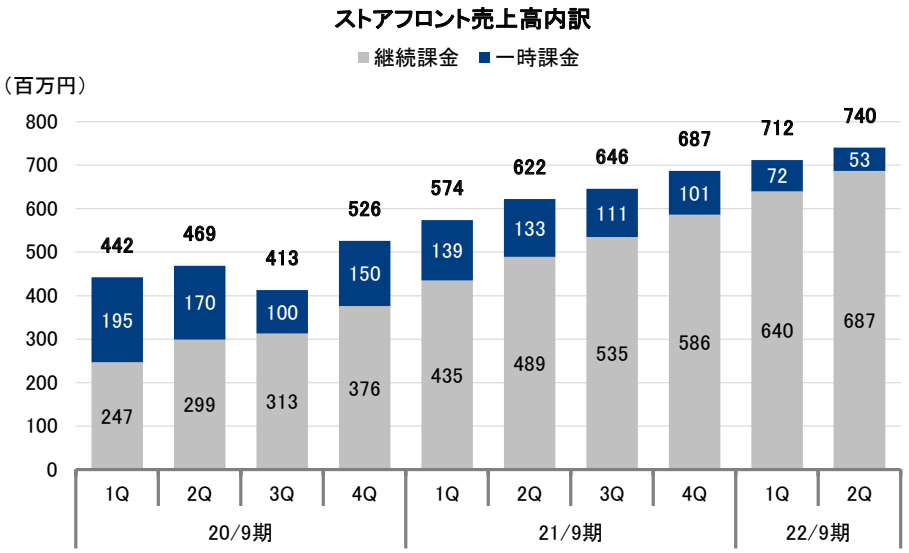
カテゴリー別の取扱高を見ると、金融・保険分野が FX 口座開設案件等を中心に前年同期比 5.3% 増の 3,405 百万円と 3 期ぶりに増加に転じたほか、サービス分野がマッチングサービスの拡大と人材派遣及び美容・エステ関連の需要回復により同 32.2% 増の 4,136 百万円と大きく伸長した。また、エンターテイメント分野が同 23.7% 増の 188 百万円、SFA が同 13.2% 増の 969 百万円とそれぞれ伸長した。唯一、e- コマース分野については健康食品やファッション等の需要低迷により、同 19.9% 減の 2,257 百万円と縮小傾向が続いた。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



出所：会社資料よりフィスコ作成

ストアフロントの取扱高は前年同期比 21.4% 増の 1,452 百万円となった。携帯電話販売代理店向けの継続課金型商材であるセキュリティ商品の契約件数が順調に積み上がり、継続課金サービスの取扱高が同 43.6% 増の 1,327 百万円となり、一時課金サービスの取扱高の減少をカバーした。四半期別の売上高の推移を見ても継続課金サービスは右肩上がりに増加しており、第 2 四半期は前年同期比 40.5% 増の 687 百万円、全取扱高に占める比率も 92% と大半を占める格好となっている。なお、（株）NTT ドコモが「ドコモショップ」を 2025 年までに 3 割程度削減する方針であることが明らかとなり同事業への影響が懸念されるものの、小規模店舗や集客力の低い店舗が対象になると見られ、影響は軽微と弊社では見ている。

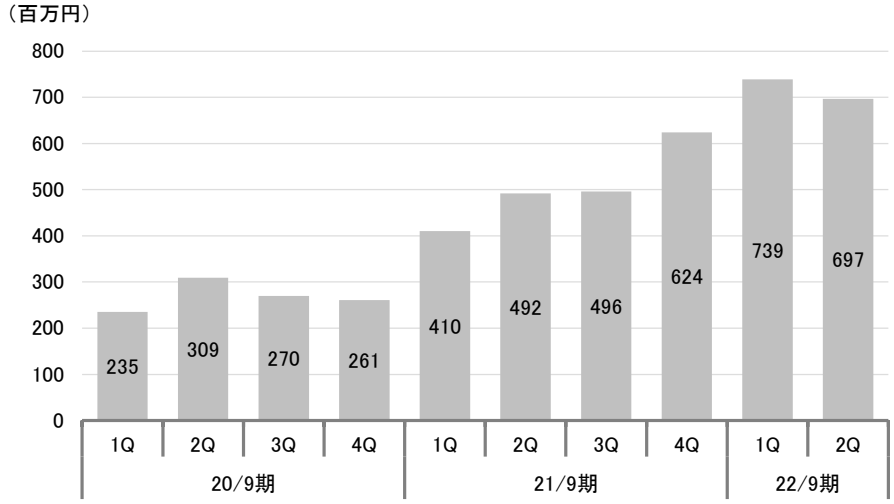


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

また、海外事業の取扱高（ベトナム関連会社含む）は、前年同期比 59.2% 増の 1,436 百万円と大きく伸長した。取扱高の約 6 割を占めるベトナム関連会社は、取扱商材やパートナー数の獲得が順調に進むなど好調を持続しており、持分法投資利益は前年同期の 20 百万円から 33 百万円に拡大した。一方、子会社ではインドネシアが e- コマース分野を中心に取扱高が伸長し、利益面でも若干の黒字となったが、マレーシア、タイ、シンガポールについてはやや苦戦しており、4 社合計で赤字計上となっている。ベトナムの持分法利益を合計しても若干の損失になったと見られる。タイやマレーシアについては、マイクロインフルエンサーの獲得によりパートナー数は順調に増えているものの、人材が流出したことで商材の獲得が遅れており、今後の課題となっている。

海外アフィリエイト売上推移



注：持分適用会社のベトナムを含む
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

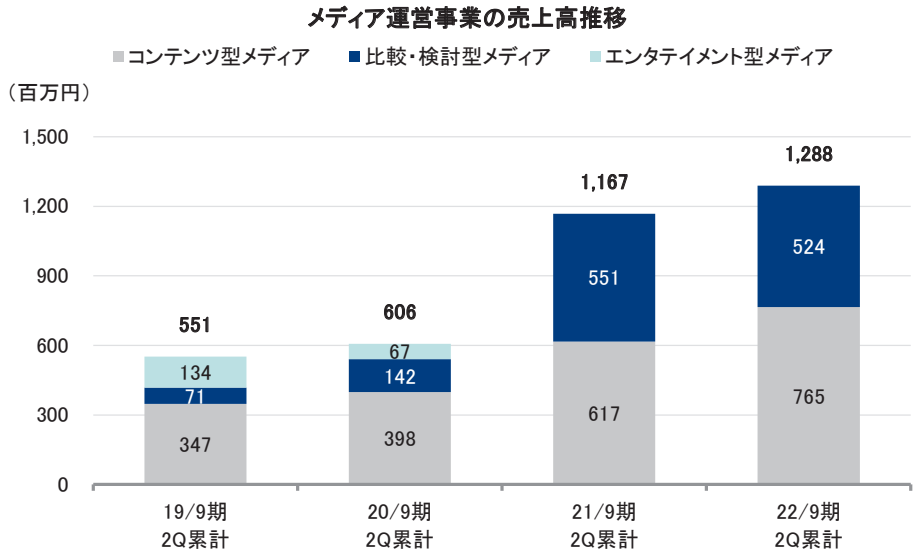
（2）メディア運営事業

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 10.4% 増の 1,288 百万円、事業利益※は同 100.0% 増の 288 百万円となった。主力の「ママスタ」では、連載漫画等を用いるなどコンテンツの充実を図ったことで PV 数が増加し、広告収益が大幅に増加した。

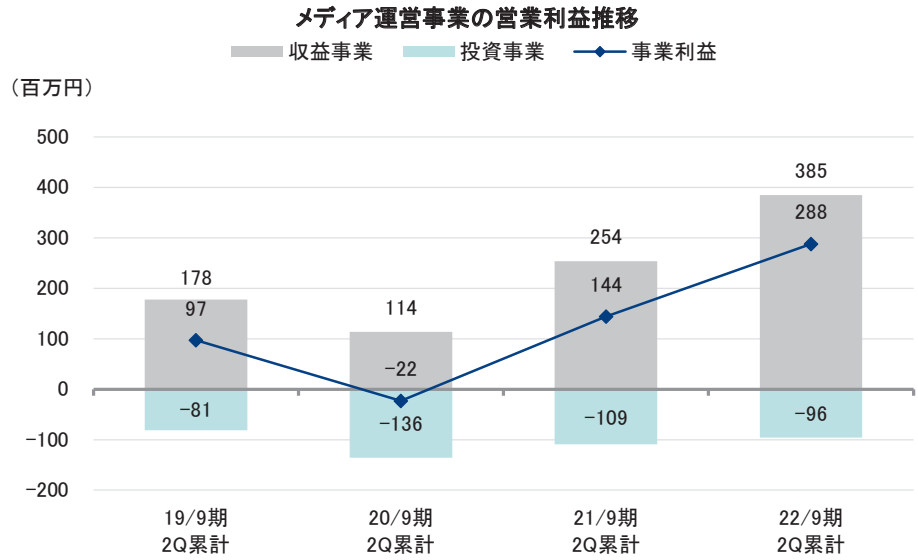
※ 社内共通費用配賦前の利益で、決算短信の事業セグメント利益とは異なる。

売上高の内訳を見ると、「ママスタ」を中心としたコンテンツ型メディアは前年同期比 24.0% 増の 765 百万円となった。また、比較・検討型メディアの売上高は同 4.9% 減の 524 百万円と減少した。「塾シル」については、掲載教室数が約 7,600 教室と子会社化時点の約 5,000 教室から 1.5 倍に拡大したものの、送客件数が伸び悩んだ。事業利益の内訳は、既存メディアが同 51.6% 増の 385 百万円と「ママスタ」を中心に増益となり、新規事業への投資費用については同 13 百万円減少した。新規メディアの開発については一段落しており、当面は既存メディアの収益化に注力していく方針となっている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



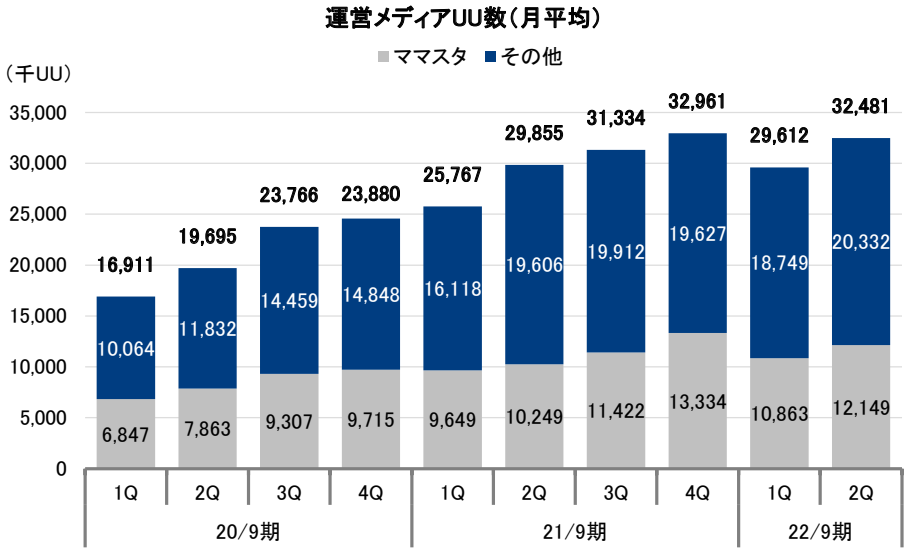
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成



注：事業利益とは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
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

運営メディアの四半期別 UU 数の動向を見ると、第 1 四半期は全体的にやや落ち込んだものの、第 2 四半期は前四半期比で増加に転じている。特に、「ママスタ」以外のメディアについては合計で 20,332 千 UU と過去最高を更新している。その他メディアでは、「saita」や「4MEEE」「ヨガジャーナルオンライン」が順調に伸びている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

財務内容は健全性を維持、
積み上がった手元キャッシュは株主還元していく意向

3. 財務状況と経営指標

2022 年 9 月期第 2 四半期末の総資産は前期末比 924 百万円増加の 11,204 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 394 百万円増加したほか、売掛金及び契約資産が 589 百万円増加した。また、固定資産では有形固定資産が 23 百万円、投資その他資産が 46 百万円それぞれ減少した。

負債合計は前期末比 724 百万円増加の 5,552 百万円となった。流動負債で買掛金が 642 百万円、未払法人税等が 42 百万円それぞれ増加した。また、純資産合計は同 199 百万円増加の 5,652 百万円となった。親会社株主に帰属する四半期純利益 447 百万円の計上及び配当金の支出 135 百万円により利益剰余金が 312 百万円増加し、その他有価証券評価差額金が 34 百万円減少した。

経営指標を見ると、自己資本比率が前期末の 53.0% から 50.4% に低下したものの、無借金経営で手元キャッシュも 58 億円と過去最高水準に積み上がっており、財務の健全性は高いと判断される。同社では積み上がった手元キャッシュの使途について、M&A 資金に活用していくほか株主還元にも充当していく意向を示している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

連結貸借対照表

（単位：百万円）

	19/9 期	20/9 期	21/9 期	22/9 期 2Q	増減額
流動資産	7,745	7,736	8,726	9,701	975
（現金及び預金）	4,403	4,348	5,457	5,852	394
固定資産	1,346	1,503	1,554	1,502	-51
総資産	9,091	9,239	10,280	11,204	924
流動負債	4,028	4,047	4,753	5,480	727
固定負債	79	69	73	71	-2
負債合計	4,108	4,117	4,827	5,552	724
（有利子負債）	-	-	-	-	-
純資産	4,983	5,121	5,452	5,652	199
主要経営指標					
（安全性）					
流動比率	192.3%	191.1%	183.6%	177.0%	-6.6pt
自己資本比率	54.8%	55.4%	53.0%	50.4%	-2.6pt
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

2022 年 9 月期業績を上方修正、過去最高益が射程圏内に入る

1. 2022 年 9 月期の業績見通し

2022 年 9 月期の連結業績は売上高で 7,000 百万円、営業利益で 950 百万円、経常利益で 1,100 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で 720 百万円とし、各利益については上方修正した。インターネット広告事業の利益率改善に加えて、メディア運営事業の伸長が主因だ。通期計画に対する第 2 四半期までの進捗率は、売上高で 50.1%、営業利益で 56.9% となっており、下期に一部プロモーション費用の計上予定があるものの、利益面ではなお保守的な印象を受ける。同社の過去最高営業利益は 2017 年 9 月期の 1,073 百万円であり、ほぼ射程圏に入ることになる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

2022 年 9 月期連結業績見通し

（単位：百万円）

	21/9 期 実績	22/9 期 期初計画	22/9 期 修正計画	22/9 期 前期比	22/9 期 修正額	2Q 累計 進捗率
取扱高	23,142	25,500	25,500	10.2%	0	48.1%
売上高	6,380	7,000	7,000	-	0	50.1%
営業利益	483	600	950	96.3%	350	56.9%
経常利益	624	635	1,100	76.0%	465	64.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	427	420	720	68.3%	300	62.1%
1 株当たり当期純利益（円）	63.11	61.95	106.71			

注：21/9 期の売上高は、「収益認識に関する会計基準」等を適用したと仮定して算出。また、22/9 期の取扱高は、「収益認識に関する会計基準」等適用前の売上高に近似する金額
出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

2022 年 9 月期下期の事業方針については、国内広告事業における付加価値の強化、海外事業のさらなる拡大と早期黒字化、メディア運営事業へのさらなる投資と成長、の 3 点を掲げており、インターネット広告事業、メディア運営事業ともに増収増益を見込んでいる。

（1）インターネット広告事業

インターネット広告事業の業績は売上高で前期比 6% 増の 45 億円と 3 期ぶりの増収に転じる見通し。第 2 四半期までの進捗率は 49.4% と順調に推移している。営業利益については、国内アフィリエイト広告市場の回復に加えて、ストアフロントの成長持続、海外事業の収益改善などにより、増益を見込んでいる。

アフィリエイト広告のカテゴリー別では、e- コマース分野が下期も低調に推移するほか、サービス分野における美容・エステ関連が主要顧客の案件縮小により弱含みとなるものの、マッチングサービスや人材派遣サービスの案件増加でカバーできる見通し。金融・保険分野についてはプロモーション需要が一段落しており、下期は横ばい水準が見込まれる。上期に利益貢献した外資系企業の広告案件についても下期は継続している。2022 年 4 ～ 5 月の状況は計画どおりに進捗しているようで、今後景気の悪化により広告需要が冷え込まなければ計画を達成できるものと予想される。

ストアフロントについては、継続課金型商材であるセキュリティ商品の契約件数の増加により、右肩上がりで取扱高が増加する見通しであり、通期では前期実績の 25 億円から 30 億円前後まで増加するものと予想される。また、継続課金型の新商品の投入時期については、開発を進めており、販路は従来と同じく携帯電話ショップとなる。そのほか、サブスクリプション型サービスを個人事業主でも手軽に開始できるプラットフォーム「サブスクランプ」については、2021 年 12 月のリニューアル後、提供事業者数は若干増加したものの、利用客が少なく業績への影響は軽微となっている。集客をどのように進めていくかが課題となっており、収益化にはしばらく時間がかかりそうだ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

海外事業に関しては、ベトナムやインドネシアについては順調に成長しているものの、伸び悩んでいるタイとマレーシアが課題となっている。タイ、マレーシアについては優秀な人材の採用と定着化が課題であり、人員体制の立て直しを行っている段階にある。広告需要は旺盛なことから、人員体制が安定化してくれば黒字化も見えてくるものと思われる。東南アジアでは Facebook や YouTube、Instagram などで影響力を持つインフルエンサーによる広告モデルが主流になってきているが、同社でもこうしたインフルエンサーを活用しながら東南アジア市場にアフィリエイト広告の成長を取り組んでいく方針で、早期に単月ベースの黒字化を目指している。

（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 8% 増の 25 億円、営業利益で 2 ケタ増益を見込んでいる。第 2 四半期までの売上高進捗率は 51.5% と順調に推移している。下期も運営メディアの UU 数拡大に向けてコンテンツ拡充など投資を継続するほか、「塾シル」については Web サイトのリニューアルと認知度向上に向けたプロモーション施策を第 4 四半期に実施する予定にしている。また、新たな収益モデルとして課金型コンテンツのサービスも開始しており、収益の多様化にも取り組んでいく。

「ママスタ」については、広告収益の伸長により増収増益を見込んでいるものの、UU 数の伸びが頭打ちになってきていることから、今後はコンテンツの拡充による PV 数の伸長、並びに関連メディアへの横展開を進めることで、コンテンツ型メディア事業全体の成長を目指していく方針となっている。

比較・検討型メディアに関しては現在 6 メディアを運営しているものの、そのうち半分のメディアに関しては集客など注力しきれておらず、伸び悩んだ状態が続いている。なかでも「塾シル」については、業界最大のポータルサイト「塾ナビ」の掲載教室数が 8.7 万教室以上あることから、さらなる掲載教室数の拡大が課題となっている。このため認知度の向上を図るとともに営業体制を強化することで、掲載教室数を拡充していく考えだ。また、Web サイトのリニューアルやコンテンツの充実、Web プロモーションの実施によりサイト訪問者数を増やしていくことで、売上を拡大していく戦略となっている。学習塾の生徒募集の最盛期となる 2023 年春に向けて、まずは体制整備に取り組んでいく。「塾シル」の特徴は、保護者や生徒の知りたい情報が競合のポータルサイトと比較して充実している点にある。送客ルートには資料請求、体験授業、電話と 3 つのルートがあるが、なかでも体験授業申し込みと電話の問い合わせ件数が多く、結果的に送客に対する入塾率の割合が 35 ～ 50% と競合サイトに比べて格段に高い点が強みとなっている。学習塾側から見た費用対効果が高いことが認知されれば、掲載教室数も大きく伸びる可能性はあり、今後の動向が注目される。

課金型コンテンツについては、自社運営の「ヨガジャーナルオンライン」で公認インストラクター 4 名によるオンラインレッスンの提供を開始している（課金体系は月額及び都度課金で提供）。また、子会社の 4MEEE でも、2021 年 9 月より、ヘルスケアアプリ「4MOON（フォームーン）」でサブスクリプションサービスを開始した（無料または月額 360 円）。同社は 10 年来運営してきたヘルスケアアプリ「Moon（ムーン）」（広告型モデルで無料）を 2022 年 5 月末で終了し、数万人規模の登録会員の「4MOON」への移行を進めてきたが、現状では大半が無料会員のままのようで、いかに有料会員に移行していくことができるかが課題となっている。課金してでも利用したいコンテンツを開発・導入できるかどうかがポイントになると見られる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

（3）人材戦略について

人員の採用戦略については、生産性を重視した採用を進めていく。また、優秀な人材の定着率を高めていくため、テレワーク環境下での教育体制を充実するほか、今後は制度改革にも積極的に取り組んでいく方針となっている。従業員数については自然減によりなだらかな減少傾向が続いているものの、人員規模については生産性向上によりさらなる抑制が可能と見られる。

インターネット広告事業と
メディア運営事業の営業利益構成 50：50 を目標に掲げる

2. 成長戦略

同社はインターネット広告事業の安定成長に加えて、メディア運営事業の成長を加速していくことで、中期的に営業利益の構成比を 50：50 とし、バランスの取れた事業構成にしていくことを目指している。今後の取り組むべきテーマとして、インターネット広告事業では、組織の最適化による収益力強化、付加価値プロダクトの拡販、自社ストック商材の強化、海外事業の継続的な黒字化を掲げている。一方、メディア運営事業では、コンテンツ型メディアの選択と集中、比較・検討型メディアへのコンテンツ投資、課金型サービスなど新たな収益モデルの確立を挙げている。

主力のアフィリエイト広告市場は、インフルエンサーマーケティングも含めて費用対効果の高い広告手法として今後も引き続き成長していくものと予想される。特に東南アジア市場に関しては、業界に先駆けて市場を開拓してきたアドバンテージを生かすことで高成長が期待される。国内でのストアフロントについても、継続課金型モデルで新規商品・サービスを創出していくことで、着実な成長が見込まれる。

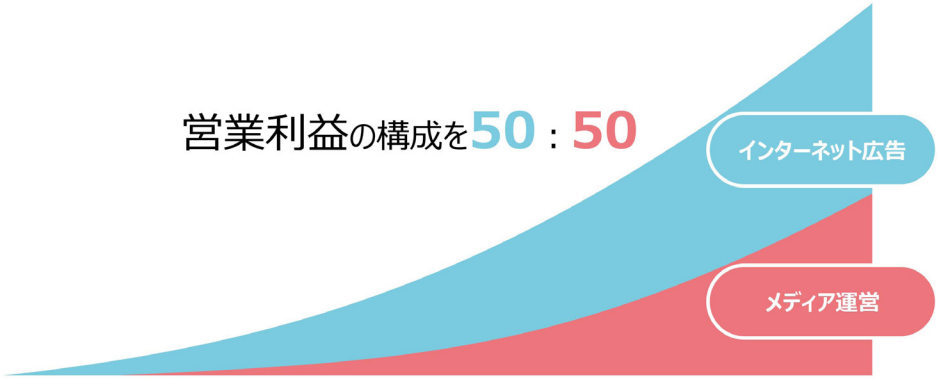
一方、メディア運営事業については、「ママスタ」が子育て世代の女性に対する圧倒的なリーチ力を背景に安定した収益を獲得し、これらの収益を新規事業開発への投資に振り向けてきた。コンテンツ型メディアでは、「4MEEE」が着実に成長するなど一定程度の開発費を投入しても利益を生み出せる構造に変わってきており、「ママスタ」との連携による横展開を進めていくことでさらなる成長が期待できる。課金型サービスも含めてフェムテック領域での取り組みが軌道に乗れば、成長ポテンシャルもさらに高まっていくものと予想される。

現在、海外事業やメディア運営事業で抱えている課題を解消できれば収益成長スピードもさらに加速していく可能性があり、今後の展開に注目したい。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

今後の見通し

中期的な営業利益目標



出所：決算説明会資料より掲載

同業他社比較

中長期的な成長シナリオの蓋然性が高まれば、割安な EV/EBITDA 倍率も再評価される可能性

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）（楽天グループ <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 割弱、うち同社は 1 割弱のシェアと見られる。

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 2021 年 3 月時点で「A8.net」のパートナーサイト数が約 308 万サイト、稼働広告主 ID 数で 3,377 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、EC 分野の依存度が比較的高いことが特徴だ。業績面では、スマートフォン向け広告サービス「nend」の事業縮小に加えて、アフィリエイトサービス「A8.net」もコロナ禍で低迷が続いており、2022 年 12 月期第 1 四半期の営業利益は前年同期比 6.6% 減益となった。通期では前期比 3.9% 増と 7 期ぶりの増益に転じる見通しとなっている。

アドウェイズはモバイル向け比率が 7 割弱（対国内広告売上高）と高く、ゲームや電子コミック系に強みを持つ。特に、ここ数年は機械学習によるスマートフォン向けアドネットワーク広告配信サービス「UNICORN」の売上が大きく成長しており、収益を伸ばしている。損失が続いていた海外事業についても、2021 年 12 月期に黒字化した。2022 年 12 月期第 1 四半期の業績はアフィリエイト広告の取扱高が減少したものの、「UNICORN」やエージェンシー事業の拡大により増収増益となった。2022 年 12 月期見通しについては前期が 9 ヶ月変則決算のため伸び率は不明なものの、堅調に推移するものと予想される。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

同業他社比較

バリューコマースは業績好調が続いている。マーケティングソリューションズ事業（アフィリエイトサービス）に加えて EC ソリューションズ事業が高成長を続けており、直近は営業利益の約 7 割を EC ソリューションズ事業で占めている。2022 年 12 月期第 1 四半期業績は両事業とも前年同期比 2 ケタ増収増益となった。マーケティングソリューションズ事業の業種別売上構成比は金融分野が 4 割と最も高く、そのほかは幅広い業種をバランスよく手掛けている。第 1 四半期は EC 分野と金融分野が好調で事業利益率も約 20% の水準となっている。2022 年 12 月期業績も 2 ケタ増収増益が続く見通し。2022 年 3 月末のマーケティングソリューションズ事業のパートナーサイト数は 77 万サイト、広告主数（ID 数）は 1,196 件となっている。

これら上場企業のなかで、同社の 2022 年 9 月期の営業利益率は 13.6% の見通しとなっており、ファンコミュニケーションズやバリューコマースと比較して低くなっている。これは海外事業がまだ先行投資段階で収益化していないことや、メディア運営事業においても育成段階のメディアが多いことが要因と考えられる。ただ、これらは今後の取り組みによって改善していくほか、生産性の向上も期待できることから、利益率の上昇余地は大きいと弊社では見ている。

株価指標について見ると、同社の株価（2022 年 6 月 6 日終値）は 2022 年 9 月期の予想 PER で 10.0 倍、EV/EBITDA で 1.13 倍と大手 4 社のなかでもっとも低い評価となっている。EV/EBITDA 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－現金及び預金・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を意味している（＝時価総額が過小に評価）。これらの株価指標が低いと言うことは、株式市場での成長期待が低いことの裏返しでもあるとも言える。なお、EV/EBITDA についてはファンコミュニケーションズも 4.07 倍と低く、業績好調な 2 社が 10 倍前後で評価されていることから、二極化した状態になっている。とは言え、同社の業績は直近で増収増益に転じており、2023 年 9 月期には過去最高を更新する可能性も出てきている。インターネット広告事業において海外事業の収益化、メディア運営事業では「ママスタ」に続く収益柱となるメディアの育成など、中長期的な成長シナリオが描けるような蓋然性が高まってくれば、株式市場での評価も変わってくるものと弊社では考えている。

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>	21/9 期	23,142	-7.0%	483	7.0%	2.1%	63.1		
	22/9 期（予）	7,000	-	950	96.3%	13.6%	106.7	10.0	1.1
ファンコミュニケーションズ <2461>	21/12 期	26,700	-9.1%	2,318	-18.7%	8.7%	22.6		
	22/12 期（予）	7,680	-	2,410	3.9%	31.4%	23.6	17.2	4.1
アドウェイズ <2489>	21/12 期（変）	9,697	-	1,298	-	13.4%	26.5		
	22/12 期（予）	13,800	-	1,420	-	10.3%	33.3	27.7	10.3
バリューコマース <2491>	21/12 期	33,560	15.0%	7,905	27.1%	23.6%	100.9		
	22/12 期（予）	37,000	10.2%	8,700	10.0%	23.5%	185.7	17.6	9.8

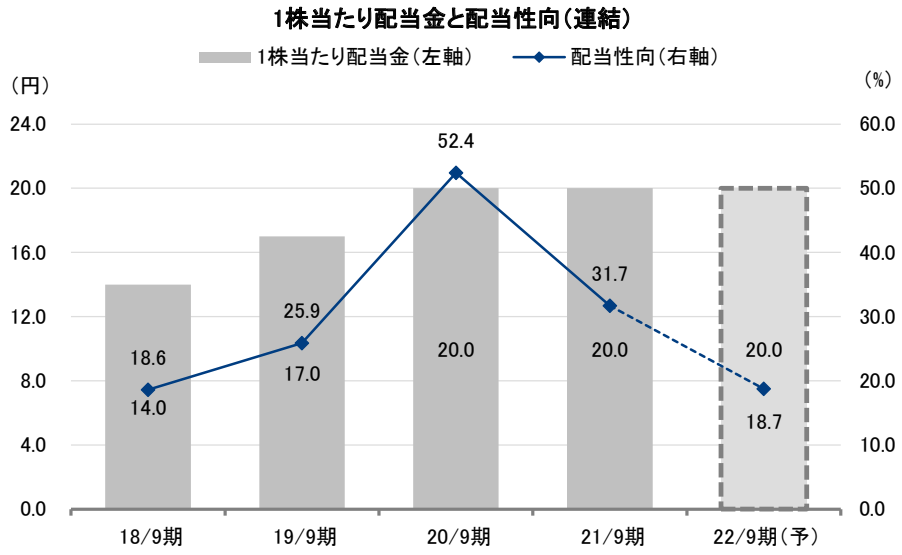
注：予想は直近会社資料、同社の増収率は実績ベース。
PER、EV/EBITDA は 2022 年 6 月 6 日終値を基に算出。アドウェイズは前期変則決算のため伸び率は不明。
EV/EBITDA=（株式時価総額＋直近期の有利子負債 - 現金及び預金・有価証券）÷（2022 年度予想営業利益＋償却費）
出所：各社資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

株主還元策

潤沢な手元キャッシュで安定した株主還元を実施

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こととしており、2022 年 9 月期の 1 株当たり配当金は前期比横ばいの 20.0 円（配当性向 18.7%）を予定している。また、自己株式取得についても、2021 年 11 月から 2022 年 5 月までに合計 502 千株を 522 百万円で取得した。今回の自己株式取得により、発行済株式数に占める自己株保有比率は 9.9% まで上昇した。2022 年 9 月期の配当金と自己株式取得を合わせた総還元性向では約 90% となる見通しだ。株式の流動性を考えれば、2023 年 9 月期以降は自己株式取得よりも配当金の増配で株主還元を実施していくものと予想される。



注：19/9 期は記念配当 3.0 円を含む
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（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

重要事項（ディスクレーマー）

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・表示したものですが、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 5-13-3
株式会社フィスコ
電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）
メールアドレス：support@fisco.co.jp