

|| 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 >>>](#)

2023年6月6日(火)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

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

## 目次

■ 要約	01
1. 2023年9月期第2四半期累計業績の概要	01
2. 2023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. 2023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	14
■ 今後の見通し	15
1. 2023年9月期の業績見通し	15
2. 成長戦略	18
■ 同業他社比較	19
■ 株主還元策	21

## ■ 要約

### 事業取得によりマーケティングテクノロジーサービスを立ち上げ、 収益の多様化に取り組む

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ヶ国で子会社や関連会社を通じてアフィリエイトサービスの育成・普及に取り組んでいる。

#### 1. 2023年9月期第2四半期累計業績の概要

2023年9月期第2四半期累計(2022年10月-2023年3月)の連結業績は、売上高で前年同期比7.6%増の3,776百万円、営業利益で同4.5%増の566百万円といずれも会社計画(売上高3,650百万円、営業利益540百万円)を上回って着地した。インターネット広告事業は、サービス分野(人材派遣・エステ等)のアフィリエイト広告が好調だったほか、ストアフロントアフィリエイトで継続課金型サービスの契約件数が順調に積み上がったことにより、売上高(社内取引高含む)で同5.2%増、事業利益\*で同4.2%増となった。一方、メディア運営事業は比較・検討型メディアの伸長により売上高(社内取引高含む)は同11.6%増と好調に推移したが、第2四半期に入って「ママスタ」の広告単価がネットワーク広告表示規制を受けて大きく下落した影響で、事業利益は同3.5%増にとどまった。同社は、「ママスタ」の広告表示規制への対応を2023年3月に済ませており、検索エンジン側でそれが認識されるようになれば配信量の増加により広告単価も回復する見通しとなっている。

\* 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. 2023年9月期の業績見通し

2023年9月期の売上高は前期比3.9%増の7,400百万円、営業利益は同3.0%増の1,100百万円と期初計画を据え置いた。インターネット広告事業については下期も堅調に推移し、増収増益が見込まれる。一方、メディア運営事業は第2四半期に落ち込んだ「ママスタ」の広告単価がいつから回復するかがポイントとなる。単価の回復時期が遅れば業績の下振れ要因となる可能性もある。なお、同社は2023年4月に子会社を通じて(株)tactからWebサイト改善ツール「賢瓦(けんが)」の事業を取得した。アフィリエイトやクライアント企業の収益化を支援する月額課金型のサービスとなる。現在の売上高はまだ小さいが、競合品よりも安価な料金で利用できる点が特徴で、今後は機能の追加開発も行いながらマーケティングテクノロジーサービスとして育成していく考えだ。

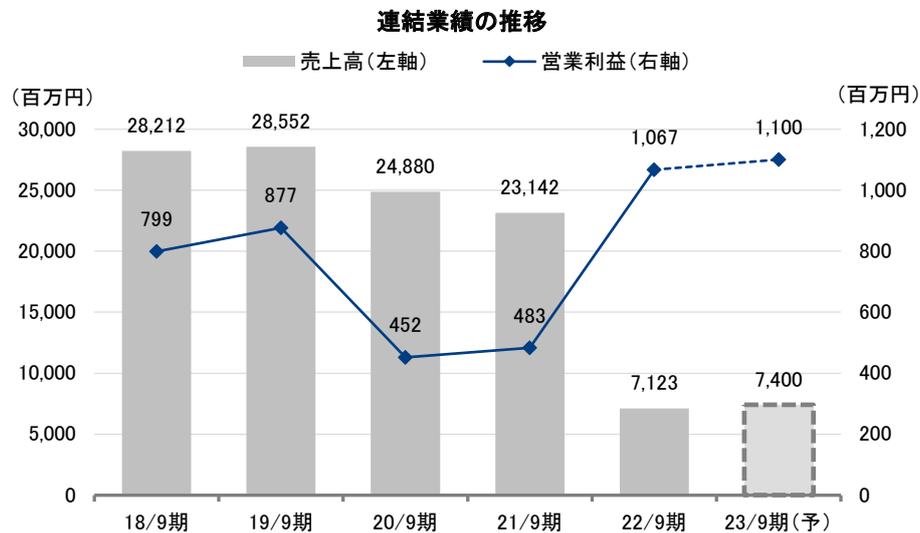
要約

### 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月期は7割強をインターネット広告事業が占めたものの、「ママスタ」を中心にメディア運営事業の利益も着実に拡大しており、5割の構成比に達するも時間の問題であろう。成長戦略として、インターネット広告事業では、生産性向上と新規プロダクトの開発（マーケティングテクノロジーサービス）、海外のネットワーク拡大による収益化に取り組んでいく。メディア運営事業では「ママスタ」に次ぐコンテンツ型メディアの育成や比較・検討型メディア（塾シル、派遣サーチ、転職ファイnder等）の強化に取り組んでいく。メディア運営事業のうち、学習塾ポータルサイト「塾シル」については、大手学習塾の開拓が進んだことで掲載教室数が前期末の約7,900教室から10,000教室間近まで拡大しており、今後はSEO対策の強化とコンテンツの充実によりサイト訪問者数を増やしていくことで、2024年9月期の収益化を目指す。

#### Key Points

- ・インターネット広告事業はサービス業界からの広告出稿やストアフロントアフィリエイトが2ケタ増と好調に推移
- ・2023年9月期の営業利益は期初計画を据え置いても「ママスタ」の広告単価動向が鍵を握る
- ・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
- ・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



出所：決算短信よりフィスコ作成

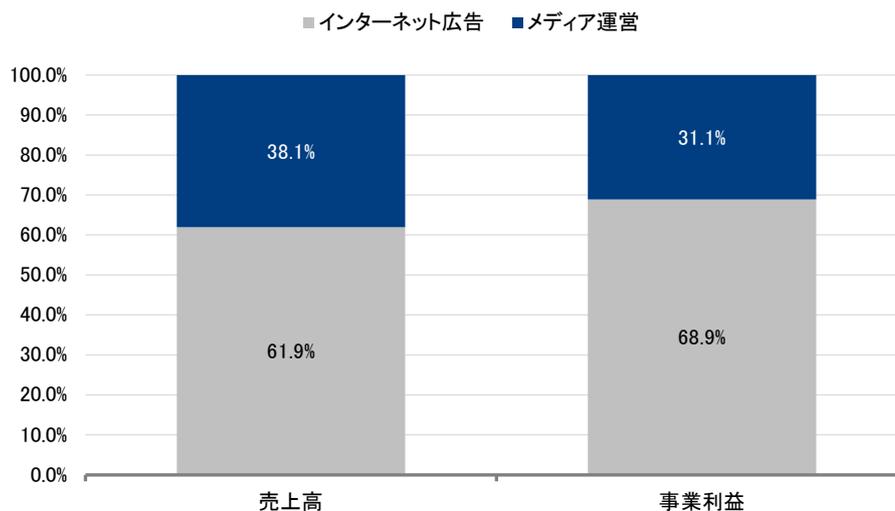
## ■ 事業概要

### 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。2023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の61.9%※、事業利益の68.9%と過半を占めているが、ここ数年はメディア運営事業の収益力が高まっており、将来的にインターネット広告事業と並ぶ利益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）。

事業別構成比(2023年9月期第2四半期累計)



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2023年3月末時点で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(店舗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併で設立した持分法適用会社1社(出資比率49%、インターネット広告事業を展開)がある。

## 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	ベトナムに合併会社、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
2022年 4月	東京証券取引所市場再編に伴い、スタンダード市場に移行

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、同社及び海外子会社が運営するアフィリエイトサービス「アクセストレード」を通じたアフィリエイト広告や、ストアフロントが運営する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」を中心に展開している。売上高の約7割がアフィリエイト広告収入で、残りを店舗型アフィリエイトで占めている。アフィリエイト運営事業者のなかでは業界大手の一角を占めており、株式上場し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>、パリュコマース<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（メディアパートナー）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。売上高の計上方法については、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、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、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方法に変更した。売上原価に計上していた媒体費等も計上しなくなるため、営業利益への影響はない。なお、粗利益率はおよそ20～30%の水準（従来会計基準ベース）で、残りがパートナーに支払う報酬となる。

事業概要

ビジネスモデルの概要

アクセストレード（アフィリエイトサービス）

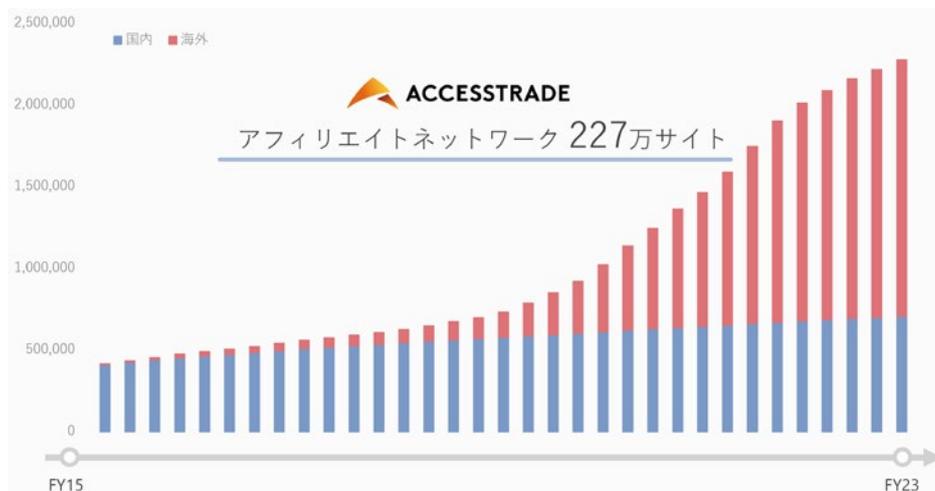


提携するアフィリエイトネットワーク（パートナーWEBサイト）にて、成果（会員登録、商品購入など）が発生し、その成果に合わせて広告費を請求⇒パートナーへ報酬を支払うビジネスモデル

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、2023年3月末時点で登録パートナー数で約227万サイト、稼働プログラム数で4,454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150万サイト超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

事業概要

また、ストアフロントアフィリエイトは主に携帯電話販売店にてサービス提供を行っている。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。

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いる。主力はコンテンツ型メディアで売上高の約8割（外部顧客売上高）を占める。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1,380万UU、月間閲覧数で約9.3億PV（2023年1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るため、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。このほかにも女性をターゲットとしたコンテンツ型メディアに注力しており、40代～50代の女性層をターゲットにしたライフスタイルメディア「saita」、20代の女性向けトレンドメディア「4MEEE」や恋愛情報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」などを運営している。

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。ユナイテッド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）、「プロリア」（プログラミングスクールの口コミサイト）などがある。

メディア運営事業



出所：決算説明会資料より掲載

## 業績動向

### 2023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伸長により増収営業増益に

#### 1. 2023年9月期第2四半期累計業績の概要

2023年9月期第2四半期累計の連結業績は売上高で前年同期比7.6%増の3,776百万円、営業利益で同4.5%増の566百万円、経常利益で同12.6%減の615百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益で同7.6%減の413百万円といずれも会社計画を上回って着地した。また、旧会計基準の売上高に近似する取扱高ベースでも同6.8%増の13,098百万円となり、実質2期連続の増収、営業増益となった。ただ、四半期ベースの営業利益で見ると第1四半期が前年同期比45.1%増の291百万円と好調な滑り出しだったのに対して、第2四半期は同19.5%減の274百万円と落ち込み、ブレーキがかかった状況となっている。これは今までメディア運営事業の収益をけん引してきた「ママスタ」の広告収入が、ネットワーク広告表示規制の影響によって減少に転じたことが大きい。同要因がなければ、業績は会社計画をさらに上回っていたことになる。

#### 2023年9月期第2四半期累計 連結業績

(単位：百万円)

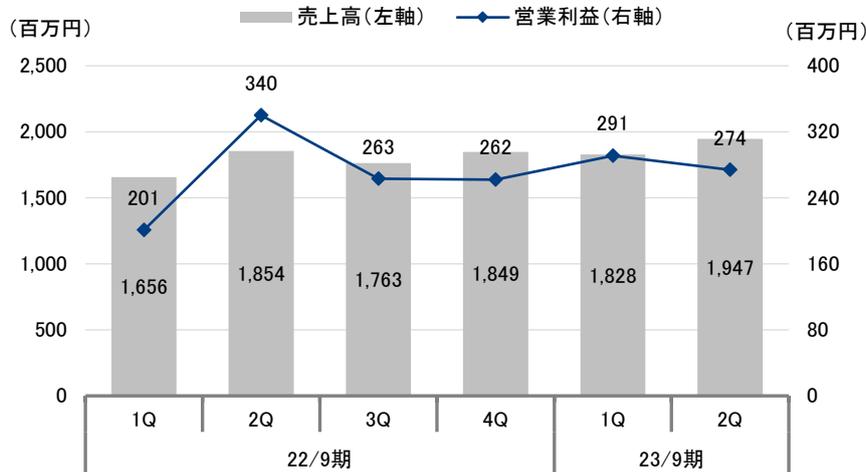
	22/9期2Q累計		期初計画	23/9期2Q累計			
	実績	取扱高比		実績	取扱高比	前年同期比	計画比
取扱高	12,264	-	-	13,098	-	6.8%	-
売上高	3,510	28.6%	3,650	3,776	28.8%	7.6%	3.5%
売上総利益	2,929	23.9%	-	3,105	23.7%	6.0%	-
販管費	2,387	19.5%	-	2,539	19.4%	6.4%	-
営業利益	541	4.4%	540	566	4.3%	4.5%	4.8%
経常利益	704	5.7%	580	615	4.7%	-12.6%	6.2%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	447	3.6%	370	413	3.2%	-7.6%	11.8%

注：取扱高は、新収益認識基準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

業績動向

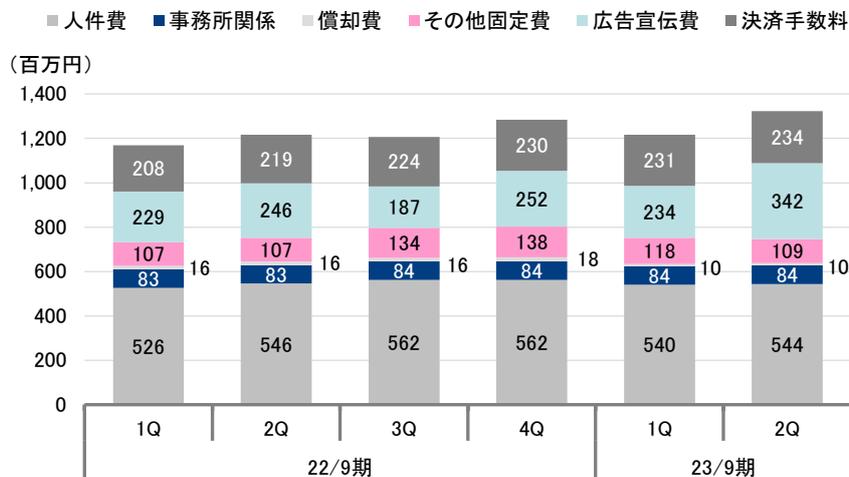
四半期業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

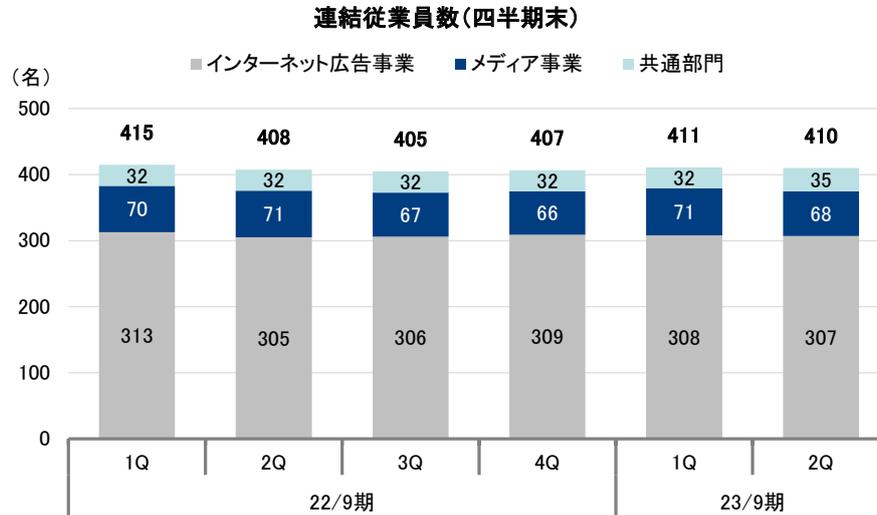
第2四半期累計の売上高は、インターネット広告事業、メディア運営事業ともに広告需要の増加を背景に増収となった。取扱高比で見た売上総利益率は前年同期の23.9%から23.7%と若干低下した。インターネット広告事業において販売ミックスがやや悪化したことが主因である。一方、販管費率は前年同期の19.5%から19.4%となった。広告宣伝費が比較型メディアの売上増に関連して増加したものの、人件費等の固定費がほぼ横ばいで推移したことによる。この結果、営業利益率は同0.1ポイント低下の4.3%となった。第2四半期末の連結従業員数は前年同期末比2名増の410名、うちインターネット広告事業で同2名増の307名、メディア運営事業で同3名減の68名、共通部門で同3名増の35名となっている。なお、経常利益が減益となったのは、前年同期に営業外収益として計上した投資事業組合運用益90百万円がなくなったことによる。

販管費の内訳



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 業績動向



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## インターネット広告事業はサービス業界からの広告出稿やストアフロントアフィリエイトが2ケタ増と好調に推移

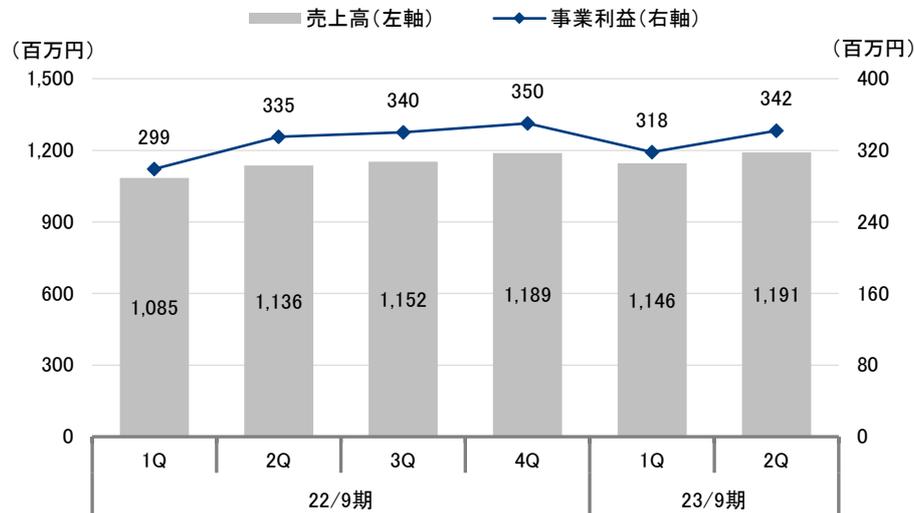
### 2. 事業セグメント別の動向

#### (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 5.2% 増の 2,338 百万円、取扱高ベースで同 7.4% 増の 12,149 百万円、事業利益は同 4.2% 増の 661 百万円と増収増益基調が続いた。このうち、国内アフィリエイト広告の取扱高は、同 6.8% 増の 11,821 百万円と 2 期連続で増加した。カテゴリー別の売上動向を見ると、金融分野が減少、EC 分野も低迷が続いたものの、サービス分野（人材派遣・エステ・マッチングサービス）とストアフロントアフィリエイトがそれぞれ 2 ケタ増と好調に推移し、収益のけん引役となった。

## 業績動向

## インターネット広告事業の業績推移



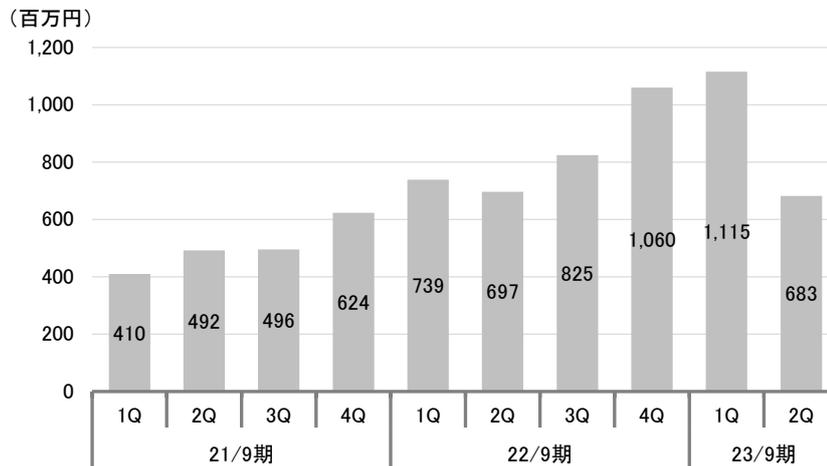
注：事業利益は社内共通費用配賦前の利益で、決算短信の事業セグメント利益とは異なる  
 出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

サービス分野では特に人材派遣が好調で、エステやマッチングアプリ等の需要も堅調に推移した。ストアフロントアフィリエイトについては、スマートフォン向けセキュリティソフトの好調が続いた。継続課金型サービスとなるため、契約件数の積み上がりとともに売上高も増加する格好となっている。また、新商材として2023年1月よりスマートフォンユーザー向けに容量無制限でデータをクラウド上にバックアップできるサービス「ポケットバックアップ」(月額500円(税抜))の提供を開始した。類似のサービスが既にあるため、当初の計画には届かなかったものの、月間数千件ペースで契約を獲得できているもようだ。自社コンテンツとなるため売上総利益率も高く、今後は取扱店舗数を増やしていきながら契約件数のさらなる積み上げを図っていく方針だ。

一方、海外事業の取扱高(ベトナム関連会社含む)は、前年同期比25.3%増の1,799百万円と半期ベースで過去最高を更新したが、第2四半期だけで見れば同2.0%減、前四半期比では38.7%減と失速した格好となった。失速の原因は、取扱高の8割強を占めるベトナム関連会社によるもので、ベトナムで主要カテゴリーの1つを占めていた金融分野が、当局の金融規制発令を契機に広告をストップしてしまったことが要因だ。この結果、ベトナム関連会社の持分法投資利益も第1四半期の49百万円から第2四半期は2百万円に減少した。このためベトナムでは金融以外の他業界のクライアント開拓を進めているほか、200名超に増えていた人員を一部削減するなどして収益回復に取り組んでいる状況となっている。そのほか、連結子会社4社(インドネシア、タイ、シンガポール、マレーシア)については、それぞれ着実に取扱高を伸ばしている。損益面では、インドネシアが黒字化しており、その他3社については若干の損失が続いている状況に変わりない。それぞれベトナムと比べると取扱高が小さいため、クライアント企業の開拓が課題となる。

業績動向

**海外アフィリエイト取扱高の推移**



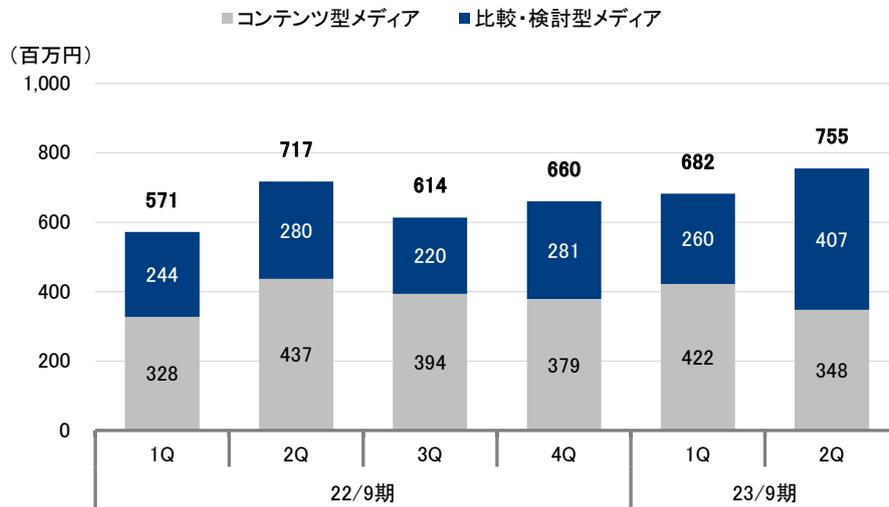
注：持分適用会社のベトナムを含む  
 出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

**(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 11.6% 増の 1,438 百万円、事業利益は同 3.5% 増の 299 百万円と過去最高を更新した。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が同 0.7% 増の 770 百万円と伸び悩んだ一方で、比較・検討型メディアが同 27.3% 増の 667 百万円と大きく伸長した。比較・検討型メディアの増収要因は、「派遣サーチ」「転職 Finder」など人材サービス関連のメディアに対するアクセストレードのアフィリエイト案件の掲載件数増加（社内取引が増加）が主因となっている。比較・検討型メディアにおける外部顧客向けの売上高で見ると、前年同期比 13.4% 減の 154 百万円であった。利益率が低下した要因は、比較・検討型メディアの集客施策として広告費が増加したことに加えて、収益性の高い「ママスタ」の広告単価が第 2 四半期に入って下落し、広告収入が落ち込んだことによる。

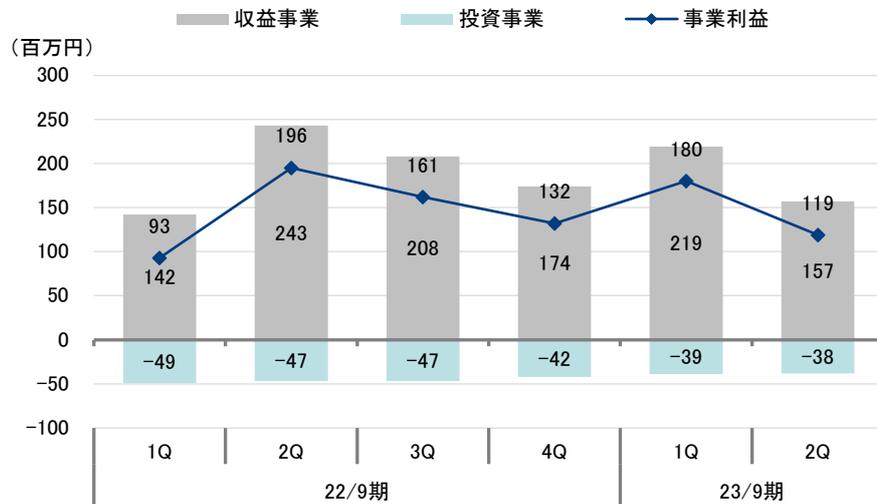
業績動向

メディア運営事業の売上高推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

メディア運営事業の事業利益推移



注：事業利益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

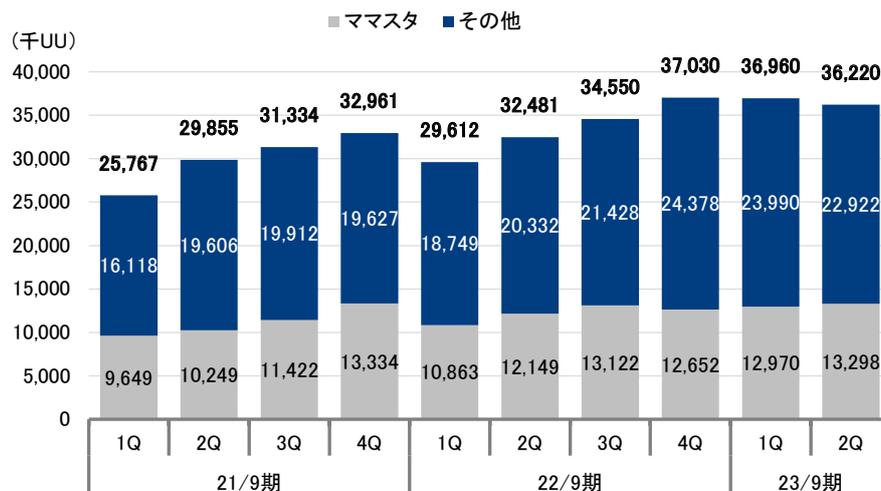
業績動向

「ママスタ」の広告単価下落の要因は、ネットワーク広告表示規制を受けた影響<sup>※</sup>でアドネットワークを通じた広告配信ボリュームが第2四半期に入って減少し、需給バランスが軟化したため、第2四半期のアドネットワークの広告単価は前年同期比で3割近く下落したものと見られる。コンテンツ型メディアの四半期ベースの売上推移を見ると、第1四半期の422百万円から第2四半期は348百万円と前四半期で17.5%減少したが、主力となる「ママスタ」のPV数については前四半期比で3%増と堅調に推移しており、広告単価の下落が売上減に直結したと考えられる。

<sup>※</sup>「ママスタ」のサイト画面に広告枠数を増やしすぎた結果、ユーザーが意図せず広告枠をクリックするケースが増え（画面デザインの問題）、UXを阻害しているサイトであると検索エンジン側で認識されたことが、配信ボリュームの減少につながったと当社では分析している。

運営メディアの四半期別UU数の動向を見ると、第2四半期は前年同期比11.5%増と2ケタ増ペースが続いた。「ママスタ」についても同9.5%増と着実に増加しているが、その他のコンテンツ型メディアや比較・検討型メディアも順調に訪問者数が増加していることがうかがえる。

**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

なお、学習塾ポータルサイトの「塾シル」については、掲載教室数が10,000教室間近と前期末の約7,900教室から大きく増加した。複数の大手学習塾の掲載が決まったため今後の収益化に向けて、良い方向に進んでいるものと評価される。とは言え、業界最大手の「塾ナビ」では掲載教室数が10万教室を超えているほか、その他にも「テラコヤプラス by Ameba」「塾選」など大手が複数あり、激しい競争が続いている状況に変わりない。売上高も前年同期比で横ばい水準にとどまっており、サイトの集客力強化が課題と言える。今後はSEO対策の強化とコンテンツの充実によりサイト訪問者数を増やし、売上高の増加に取り組んでいく方針となっている。

## 財務の健全性は高く、 積み上がった手元キャッシュは M&A や株主還元 に 充当する 意向

### 3. 財務状況と経営指標

2023年9月期第2四半期末の総資産は前期末比16百万円増加の11,083百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では現金及び預金が87百万円増加した一方で、売掛金及び契約資産が135百万円減少した。また、固定資産では有形固定資産が22百万円、無形固定資産が26百万円、投資その他資産が20百万円それぞれ増加した。

負債合計は前期末比217百万円減少の5,494百万円となった。流動負債で未払法人税等が218百万円減少した。また、純資産合計は同233百万円増加の5,588百万円となった。主に親会社株主に帰属する四半期純利益413百万円の計上及び剰余金の配当156百万円により利益剰余金が257百万円増加したことによる。

経営指標を見ると、利益剰余金の増加により自己資本比率が前期末の48.4%から50.4%に上昇し、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るなど、財務の健全性は高いと判断される。同社は積み上がった手元キャッシュの用途について、M&A資金に活用していくほか株主還元 に 充当する 意向を示している。M&Aについては、シナジーが見込めるメディアのほか、インターネット広告事業でクロスセルが見込める企業あるいは事業の取得を検討している。

#### 連結貸借対照表

(単位：百万円)

	20/9期	21/9期	22/9期	23/9期 2Q	増減
流動資産	7,736	8,726	9,650	9,597	-52
（現金及び預金）	4,348	5,457	5,756	5,843	87
固定資産	1,503	1,554	1,416	1,485	69
総資産	9,239	10,280	11,066	11,083	16
流動負債	4,047	4,753	5,643	5,427	-215
固定負債	69	73	68	66	-1
負債合計	4,117	4,827	5,711	5,494	-217
（有利子負債）	-	-	-	-	-
純資産	5,121	5,452	5,355	5,588	233
主要経営指標					
（安全性）					
自己資本比率	55.4%	53.0%	48.4%	50.4%	2.0pt
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

### 2023年9月期の営業利益は期初計画を据え置くも「ママスタ」の広告単価動向が鍵を握る

#### 1. 2023年9月期の業績見通し

2023年9月期の連結業績は取扱高で前期比2.0%増の25,900百万円、売上高で同3.9%増の7,400百万円、営業利益で同3.0%増の1,100百万円、経常利益で同7.2%減の1,200百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同36.7%増の770百万円と期初計画を据え置いた。営業利益は6期振りの過去最高益を更新する見通しだ。第2四半期以降、利益率の低い他社商品の販売を停止したことにより、取扱高で15億円弱、売上高で2億円弱の減少要因となるが、利益への影響は軽微と見られる。経常利益が減益となるのは、前期に計上した為替差益や投資事業組合運用益がなくなるため、逆に親会社株主に帰属する当期純利益は、前期に計上した減損損失がなくなるため2ケタ増益となる見込みだ。

#### 2023年9月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	22/9期	23/9期		2Q累計 進捗率
	実績	通期計画	前期比	
取扱高	25,396	25,900	2.0%	50.6%
売上高	7,123	7,400	3.9%	51.0%
営業利益	1,067	1,100	3.0%	51.5%
経常利益	1,292	1,200	-7.2%	51.3%
親会社株主に帰属する 当期純利益	563	770	36.7%	53.7%
1株当たり当期純利益(円)	85.62	122.67		

注：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

2023年9月期の事業方針については、生産性向上と新規プロダクトの開発、メディアの継続成長と規模拡大、グローバル展開のさらなる推進、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。第2四半期までの通期計画に対する進捗率は、売上高で51.0%、営業利益で51.5%と順調に推移しているため、通期計画も達成可能と見られるが、前述した「ママスタ」の広告単価下落の影響がいつまで続くのかが鍵を握ることになりそうだ。2023年3月までにサイトの改修を完了したが、検索エンジン側で改修したことが認識されるまでに一定の時間がかかるため、予想以上に広告単価の回復が遅れば下振れ要因となる可能性がある。

#### (1) インターネット広告事業

インターネット広告事業は売上高で前期比3%増の47億円と増収が続く見通し。他社広告商材の取り扱いを第2四半期以降終了したことで約2億円の減収要因となるため、実質的な伸び率は7%程度になる。人件費の増加等により営業利益率は若干の低下を想定しているものの、増益は確保する見込みだ。

今後の見通し

カテゴリー別では、サービス分野（人材派遣・エステ）やストアフロントアフィリエイトの好調が続く一方で、金融分野やEC分野については下期も低調見込みとなっており業界によって好不調が分かれるが、全体では増収が続く見通し。ストアフロントアフィリエイトについては、継続課金型商材であるセキュリティソフトや新サービス「ポケットバックアップ」の契約件数増加により、前期比10%台の伸びが続くものと予想される。

海外事業に関しては前期比20%強の売上成長を見込んでいるが、成長に向けてプロモーションを強化するほかシステム投資や人材投資を行うため、利益ベースでは前期並みの損失が続く計画となっている。東南アジアでは各国でアフィリエイト広告市場が拡大しており、パートナー並びにクライアントの開拓に注力することで年率2ケタ成長を目指す。当面は事業基盤を構築する投資段階と位置付けている。

なお、インターネット広告事業では、生産性向上と新規プロダクトの開発、海外ネットワーク拡大を事業方針として掲げている。このうち、生産性向上については他社広告商材の取り扱いを終了し、携わっていた20名程度のスタッフを自社商品の拡大に向けて他部門に再配置することで底上げを図っている。

また、新規プロダクトの開発としてマーケティングテクノロジーサービス事業を育成すべく、2023年4月に子会社の(株)N1テクノロジーズを通じてtactからWebサイト改善ツール「賢瓦」の事業を150百万円で取得した。アフィリエイトやクライアント企業の収益化を支援する月額課金型のサービスとなる。具体的には、Webサイトに訪問したユーザーの離脱を防止するため、任意のタイミング・位置にポップアップを表示させ、商品LPや別のコンテンツへの誘導を促進させるツールとなる。また、コンバージョンタグ機能による効果的な広告分析が可能で、ユーザーがどこで離脱しやすいかを可視化するヒートマップ機能を持ち、ユーザーの離脱箇所を特定することでサイトの離脱防止に役立てることが可能となる。主にWebサイトで収益化を図るアフィリエイトやEC事業者、企業のマーケティング担当者がターゲット顧客となる。

ヒートマップツールは国内で数社が提供しており「賢瓦」は後発となるが、圧倒的なコストパフォーマンスが特徴であり強みとなっている。月額料金は利用可能機能によって無料プランから数千円のプランまで複数用意されている。今後は新機能を追加開発するとともにWebプロモーションにより拡販を進め、マーケティングテクノロジーサービスとして新たな収益柱として育成を目指す。同社はアフィリエイトやEC事業者など潜在顧客を多く抱えていることから、成長ポテンシャルも大きいと考えられ今後の動向が注目される。

**ヒートマップツールの比較**

	賢瓦	A社	B社	C社
10万PV当たりの価格	2,388円	約50,000円	約48,000円	約100,000円
戻る離脱防止ポップアップ	○	○	○	○
位置指定ポップアップ	○	○	○	○
レコメンドウィジェット機能	○	○	×	×
ヒートマップツール	○	×	×	×

出所：賢瓦ホームページよりフィスコ作成

## (2) メディア運営事業

メディア運営事業の売上高は前期比5%増の27億円、営業利益で1ケタ台の増益を見込んでいる。「ママスタ」を中心としたコンテンツ型メディアについては、引き続き魅力的なコンテンツの企画・制作・編集に注力することでUU数やPV数を拡大し、広告収益を伸ばしていく。「ママスタ」は増収を見込んでいたが前述のとおり、広告単価の回復状況次第となる。利益面ではプロモーションコストの増加やコンテンツ強化のための人件費増により減益で見込んでおり、「saita」などその他のメディアの伸長でカバーする計画となっている。

一方、比較・検討型メディアについてはSEO施策の推進とコンテンツ拡充のための投資、収益力の強化に取り組んでいく。比較・検討型メディアは競合メディアも多く、いかに費用対効果を高めてメディアへの訪問者数を増やせるかが収益化のカギを握る。「塾シル」はこれら取り組みを推進することで、2023年9月期第4四半期で収支均衡、2024年9月期の収益化を目指す。有料契約となる掲載塾数は1万教室を当面の目標としている。「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、なかでも体験授業の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、掲載教室数もさらに伸びる可能性がある。SEO施策によりサイトへの訪問者数を増やすことができれば、収益化も現実味を帯びてくることになる。また、「派遣サーチ」「転職 Finder」などを運営する子会社のTAG STUDIOについては、求人件数の増加を背景に下期も好調が続く見通しだ。

その他、新たな収益モデルとして、月額課金型コンテンツやオンラインレッスンなどの育成にも取り組んでいる。課金型コンテンツとしては、子会社の4MEEEが2021年8月、ヘルスケアアプリ「4MOON（フォームーン）」（無料または月額360円）をリリースした。「4MOON」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）の後継版となる。「Moon」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させるかが課題となっている。2023年2月には目標歩数を達成すると賞品が当たる新機能「毎日チャレンジ」の提供も開始している。同社では2023年末まで様子を見て、今後の方針を決定することとしている。

## (3) 人材戦略について

同社は各部門で生産性向上に取り組むことによって、人員規模を抑制していく方針となっている。このため、採用については新規・中途採用ともに引き続き絞り込んでいく。また、優秀な人材の定着率を高めるため、テレワーク環境下での教育体制を充実させるなど働く環境の向上を図っていくほか、人事制度改革にも積極的に取り組んでいく。

## 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する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、海外事業の収益化とさらなる成長を掲げている。一方、メディア運営事業では、コンテンツ型メディアで「ママスタ」に続く収益柱となるメディアの育成、比較・検討型メディアへのコンテンツ投資と収益力強化、課金型サービスなどの新たな収益モデルの確立を掲げ、その実現に取り組む。

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年率1ケタ後半の安定成長が続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し、年率2割以上の高成長を目指す。また、国内でのストアフロントアフィリエイトで継続課金型モデルの新規商品・サービスを創出し、安定収益基盤としていくほか、新たにマーケティングテクノロジーサービスを成長事業として育成する考えだ。

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するなかで、そ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、「saita」「4MEEE」「ヨガジャーナルオンライン」などが着実に成長し、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いる。今後は「ママスタ」との連携強化によるシナジーも高めながら成長を目指していく。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るものと予想される。

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、豊富な手元キャッシュを活用した M&A 戦略の動向も含めて今後の展開に注目したい。

## ■ 同業他社比較

### 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)、レントラックスの5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6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約6割、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2023年3月時点で「A8.net」のパートナーサイト数が約325万サイト、稼働広告主ID数が3,341件と、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分野の比率が比較的高いことが特徴だ。業績面では、ここ数年はスマートフォン向け広告サービス「nend」の事業縮小やコロナ禍の影響もあり減収減益基調が続いていたが、2022年12月期に営業利益で増益に転じ、2023年12月期も前期比5.5%増と2期連続の増益を見込んでいる。

アドウェイズは、アドプラットフォーム事業(アドネットワーク広告配信サービス、アフィリエイト広告サービス)とエージェンシー事業(国内外における広告代理店)を展開している。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」の売上が拡大しているほか、損失が続いていた海外事業も2021年12月期に黒字化するなど業績は順調に成長している、2023年12月期も「UNICORN」やアフィリエイト広告サービスがゲーム、金融カテゴリー向けに伸張し、1ケタ台の増収増益となる見通し。

バリューコマースは、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)とECソリューションズ事業を展開している。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3割と最も高く、そのほか幅広い業種をバランスよく手掛けているのが特徴だ。パートナーサイト数は2023年3月末で78万サイト、広告主数(ID数)は773件となっている。2023年12月期第1四半期のマーケティングソリューションズ事業の業績は2ケタ減収減益となった。金融分野の広告主の出稿方針変更と広告予算の抑制により大幅に減少したことが主因だ。この影響が通年で響くことから、2023年12月期業績も唯一、2ケタ台の減収減益見通しとなっている。

レントラックスは、成果報酬型広告サービス事業と中古建設機械マーケットプレイス関連事業を主に展開している。成果報酬型広告サービス事業の業種別売上構成比は、金融が23/4Q、不動産が23/4Qと2つの業種で過半を占めているのが特徴だ。2023年3月期はカードローンなどの金融業界及び自動車買取業界を中心に伸張し、同事業の業績は2ケタ増収増益となった。2024年3月期も基調に変化はなく2ケタ増収増益を計画している。営業利益は2020年3月期の179百万円から2024年3月期は1,310百万円と4年間で7倍超に急成長することになり、成長率で見ると競合のなかではトップクラスとなっている。

**インタースペース** | 2023年6月6日(火)  
 2122 東証スタンダード市場 | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

同業他社比較

株価指標について見ると、同社の株価（2023年5月18日終値）は2023年9月期の予想PERで8.5倍、EV/EBITDAで0.6倍と大手5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いうことは、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。

とはいえ、同社においては2023年9月期の営業利益が6期ぶりに過去最高を更新する見通しであり、当時の株価水準が2,000円台で推移していたことを考えれば過小評価の感が否めない。弊社では、インターネット広告事業における海外事業の収益化やマーケティングテクノロジーサービス事業の展開、メディア運営事業における「ママスタ」に続く収益柱となるメディアや課金型収益モデルの育成など、中期的に収益成長が加速するシナリオを描ける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考えている。2023年9月期はこうした成長基盤を構築するための投資期間となり、弊社では特に新たに事業取得したマーケティングテクノロジーサービス事業の動向に注目している。

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>	22/9期	7,123	-	1,067	120.6%	15.0%	85.62		
	23/9期(予)	7,400	3.9%	1,100	3.0%	14.9%	122.67	8.5	0.6
ファンコミュニケーションズ <2461>	22/12期	7,737	-	2,407	3.8%	31.1%	22.34		
	23/12期(予)	7,970	3.0%	2,540	5.5%	31.9%	25.64	15.8	4.0
アドウェイズ <2489>	22/12期	13,415	-	1,671	-	12.5%	63.49		
	23/12期(予)	14,000	4.4%	1,750	4.7%	12.5%	34.57	27.7	8.0
バリューコマース <2491>	22/12期	35,708	6.4%	8,249	4.3%	23.1%	179.60		
	23/12期(予)	29,100	-18.5%	4,700	-43.0%	16.2%	98.96	13.9	4.8
レントラックス <6045>	23/3期	3,296	34.3%	1,095	38.0%	33.2%	20.46		
	24/3期(予)	3,935	19.4%	1,310	19.7%	33.3%	87.40	8.8	4.2

注：予想は直近会社予想。PER、EV/EBITDAは2023年5月18日終値を基に算出。

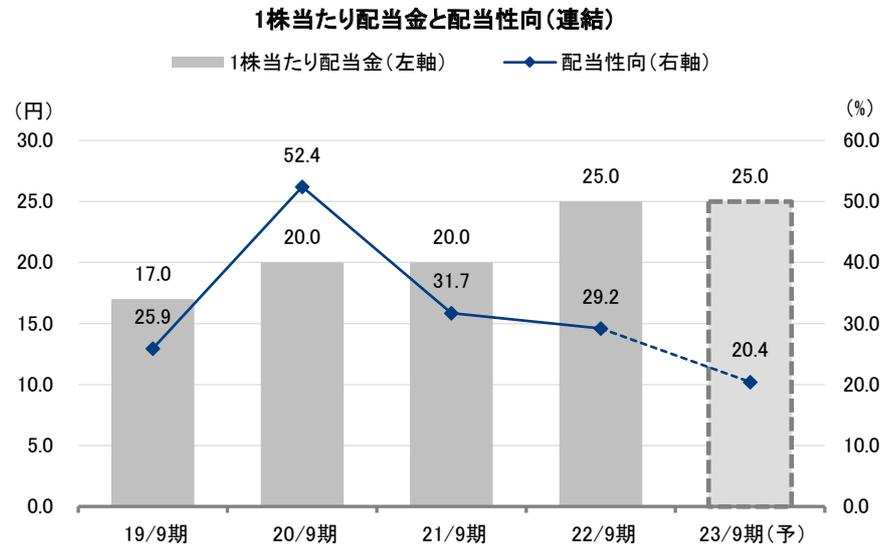
EV/EBITDA = (株式時価総額 + 直近四半期末時点の有利子負債 - 現預金・有価証券) ÷ (予想営業利益 + 償却費)

出所：各社資料よりフィスコ作成

## 株主還元策

### 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、2023年9月期の1株当たり配当金は前期比横ばいの25.0円（配当性向20.4%）を予定している。配当性向の水準としては20～30%程度を目安にしていることから、業績が計画を上回れば増配する可能性もある。なお、自己株式の取得については、株式の流動性を考えると当面は慎重なスタンスとし、株主還元は増配で報いていくことにしている。



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

#### 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