

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

インターチェンジ

2122 東証マザーズ

企業情報はこちら >>>

2017年12月28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>

インターパースペース | 2017年12月28日(木)
2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

目次

| | |
|---------------------------------------|----|
| ■要約 | 01 |
| 1. 2017年9月期業績は2ケタ增收増益と好調を持続 | 01 |
| 2. 2018年9月期も営業利益は増益を継続 | 01 |
| 3. 既存事業の拡大と新規事業への投資により中長期的に持続的な成長を目指す | 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 | 05 |
| ■業績動向 | 05 |
| 1. 2017年9月期の業績概要 | 05 |
| 2. 事業セグメント別動向 | 06 |
| 3. 財務状況と経営指標 | 10 |
| ■今後の見通し | 11 |
| 1. 2018年9月期の業績見通し | 11 |
| 2. 事業セグメント別見通し | 11 |
| ■中長期の成長戦略 | 13 |
| ■同業他社比較 | 14 |
| ■株主還元策 | 16 |
| ■情報セキュリティ対策 | 16 |

インターフースペース | 2017年12月28日(木)
2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

■ 要約

アフィリエイトサービスの好調持続で2018年9月期も売上高、 営業利益は過去最高を更新する見通し

インターフースペース<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においてアフィリエイトサービス事業を育成しており、今後の成長が見込まれている。

1. 2017年9月期業績は2ケタ増収増益と好調を持続

2017年9月期の連結業績は、主力のインターネット広告事業が人材派遣・エステ、eコマース関連を中心に好調に推移したことにより、売上高で前期比19.2%増の27,754百万円、営業利益で同19.2%増の1,073百万円となり、期初計画（売上高25,585百万円、営業利益1,000百万円）を上回る好決算となった。また、営業外で投資事業組合運用益191百万円を計上し、経常利益は同43.3%増の1,291百万円と大幅増益となった。新規事業として育成中のネイティブ広告や新規メディア、海外のアフィリエイトサービスについては先行投資段階で若干の損失が続いているが、着実に売上高は積み上がっており、直近ではタイ、ベトナム法人が単月黒字化するなど今後の収益貢献が期待される。

2. 2018年9月期も営業利益は増益を継続

2018年9月期の連結業績は売上高で前期比8.1%増の30,000百万円、営業利益で同7.1%増の1,150百万円と増収増益が続く見通し。経常利益では投資事業組合運用益がなくなるため同10.9%減の1,150百万円となるが、本業ベースではインターネット広告事業を中心に着実な成長を見込んでいるほか、ネイティブ広告や海外事業も収益改善が続く。海外ではタイが通期黒字化する見込みとなっている。なお、アップルの「iOS11」が搭載するCookieブロック機能※によるアフィリエイト広告への影響が懸念されているが、同社はその影響は軽微にとどまると思っている。「iOS11」の普及率がまだ低いほか、同問題に対応したトラッキングツールを2017年10月末にリリースしており、2018年9月期第2四半期までにはすべての対応が完了すると見ているためだ。

※ 2017年9月よりリリースされたアップルの基本ソフト「iOS11」において、サードパーティのクッキー情報が24時間を超えると消去される機能が搭載されたため、24時間以降のクッキーによるトラッキングが不可能になり、アフィリエイト成果報酬の発生が確認できず、成果報酬額が減少するといったリスクが出てきている。

インターフースペース | 2017年12月28日(木)
2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

要約

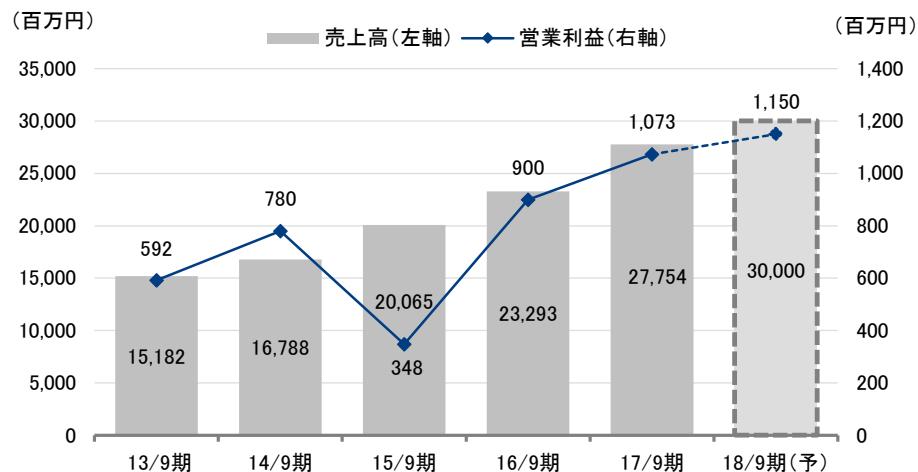
3. 既存事業の拡大と新規事業への投資により中長期的に持続的な成長を目指す

同社は中長期で持続的な成長を実現していくため、既存事業の拡大に加え新規事業の開発に注力していく戦略となっている。アフィリエイト広告では新規商材の発掘とシェア拡大により、成長を続けていく。また、新規事業については東南アジアでのアフィリエイトサービスの育成や国内での新規メディアサイトの開発・育成に注力していく。また、M&A やアライアンスなども積極的に推進していく方針だ。このうち、海外事業については売上構成比率で現在の1%弱から早期に10%程度まで拡大していくことを目標としている。新規メディアについては、「ママスタジアム」とのシナジーが期待できる教育分野での開発、M&A 等を模索している。また、2017年9月に世界大手のアフィリエイトサービス企業である米 CJ Affiliate,LLC (以下、CJ) と、グローバルクライアントの日本展開を目的とした独占的な戦略的業務提携を締結しており、国内におけるアフィリエイト広告の収入増だけでなく、将来的には東南アジアや欧米での協業も視野に入れた展開も視野に入れており、今後の動向が注目される。なお、同社は中期の経営数値目標を発表していないが、2017年5月に発行した役員・従業員向けストック・オプション(行使価額1,467円)で、「2020年9月期から2022年9月期のいずれかの事業年度で営業利益1,800百万円を達成すること」を行使条件としており、同数値が1つの目安になると考えられる。

Key Points

- ・アフィリエイトサービスとメディア運営事業を展開
- ・eコマース、サービスカテゴリーを中心にアフィリエイト広告が前期比2ケタ増収と好調
- ・2018年9月期も売上高、営業利益は増収増益が続く

連結業績の推移



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.

インターフースペース | 2017年12月28日(木)
 2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

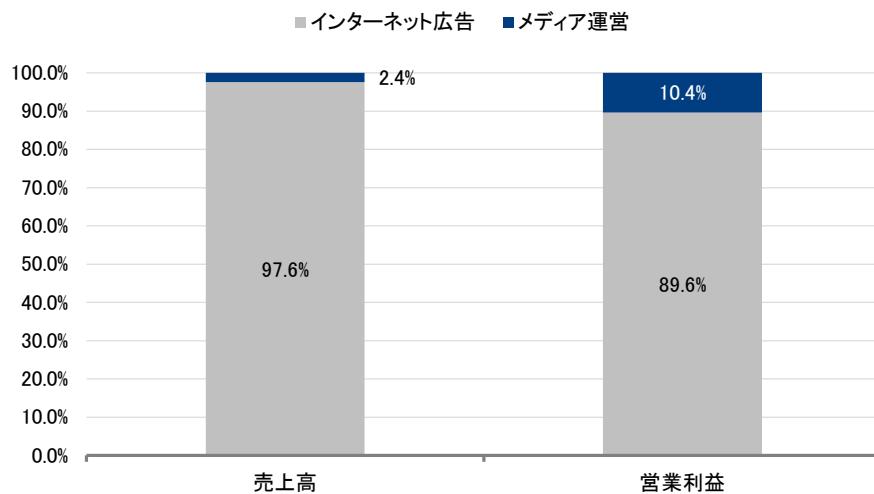
事業概要

アフィリエイトサービスとメディア運営事業を展開

同社の事業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とに分けられる。2017年9月期における事業セグメント別の構成比を見ると、インターネット広告事業が売上高の97.6%、営業利益の89.6%を占める主力事業となっている。メディア運営事業については収益構造改革を実施したことで、2016年9月期より黒字体质へと転換している。

グループ連結子会社は6社で、国内3社((株)電腦広告社、Ciagram(株)、(株)インターフースペース・グローバル)、海外3社(インドネシア、タイ、シンガポール)となっている。その他、持分法適用関連会社としてベトナムに現地企業との合弁会社(出資比率49%)がある。インドネシア、タイ、ベトナムでは現地の金融、eコマース企業をクライアントとするアフィリエイト広告事業を、シンガポールでは東南アジア各国の企業を顧客対象とするスマートフォン向けアドネットワークサービス事業をそれぞれ展開している。2017年9月末の連結従業員数は前期末比21名増の392名となっている。

事業セグメント別構成比(2017年9月期)



出所: 決算短信よりフィスコ作成

インターフースペース | 2017年12月28日(木)
2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

事業概要

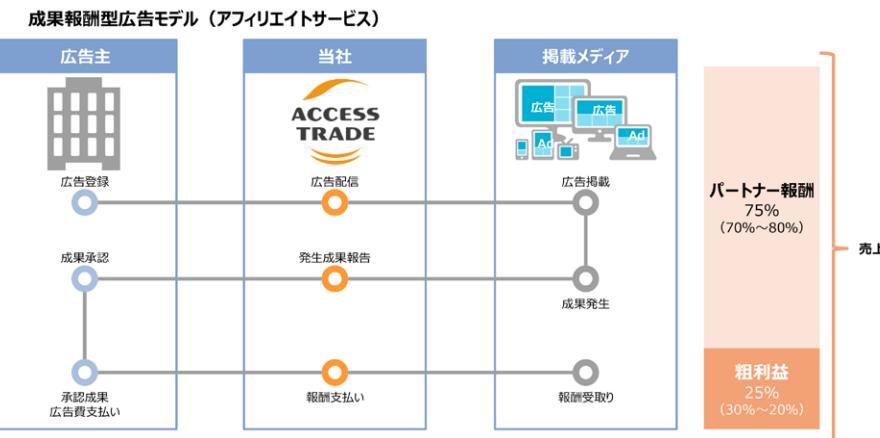
1. インターネット広告事業

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やネイティブ広告※などを取り扱っている。売上高の約8割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>などがある。

※ ネイティブ広告：ニュースなどをまとめるキュレーションサイトやソーシャルメディアサイトで、記事などのフレームに自然（ネイティブ）に溶け込ませ、読者に抵抗感なく情報を届ける広告手法のこと。

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ことを指す。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



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、2017年9月末時点で約52万のパートナーサイトで使用され、取扱広告プログラム数は約1.4万件となっている。

インターフースペース | 2017年12月28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2割弱はストアフロントアフィリエイト（以下、SFA）で占められている。SFAとはリアル店舗型のアフィリエイト広告サービスを指す。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っている。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。粗利益率では15～25%の水準となる。同社の契約店舗数は約1.3万店舗と業界で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、最近では新規販路の開拓を進めており、ネイルサロン、不動産販売代理店などへ展開し、それぞれ需要が見込まれる関連商材の販売を行っている。

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利用ユーザー数が900万人超（2017年10月末時点）と業界最大級のメディアに成長した「ママスタジアム」を中心とした自社メディアの広告枠を販売するWebメディア事業のほか、キャリア向けも含めた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。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っている。

■ 業績動向

2017年9月期はアフィリエイトサービスの好調により、 2期連続で過去最高業績を更新

1. 2017年9月期の業績概要

2017年9月期の連結業績は、売上高が前期比19.2%増の27,754百万円、営業利益が同19.2%増の1,073百万円、経常利益が同43.3%増の1,291百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同48.4%増の804百万円といずれも期初会社計画を上回る好決算となり、2期連続で過去最高業績を更新した。

売上高では、メディア事業が一部売上計上基準の変更により減収となったものの、主力のインターネット広告事業が前期比20.0%増収と計画（同9.8%増）を上回って推移したことが好調要因となった。費用面を見ると、売上原価率は販売構成比の変化等により前期比0.8ポイント上昇した。販管費では、人員体制の強化に伴い人件費が前期比165百万円増加したほか、アフィリエイトサービス関連を中心に広告宣伝費も同164百万円増加したが、増収効果によって販管費率は同0.7ポイント低下した。この結果、営業利益率は前期並みの3.9%となった。

インターフースペース | 2017年12月28日(木)
 2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

業績動向

また、営業外で投資事業組合運用益 191 百万円を計上し、経常利益は前期比 43.3% 増の 1,291 百万円と大幅増益となった。同社は東南アジアへの事業展開におけるマーケティングと投資を目的として、東南アジアのインターネット関連企業を投資対象とした投資ファンドでの投資運用を行っており、今回は同ファンドにおいてに投資先企業を売却したことによる運用益が発生し、その分配金を計上した格好だ。

2017年9月期連結業績

(単位：百万円)

| | 16/9期 | | 17/9期 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| | 実績 | 売上比 | 期初計画 | 実績 | 売上比 | 前期比 | 期初計画比 |
| 売上高 | 23,293 | 100.0% | 25,585 | 27,754 | 100.0% | 19.2% | 8.5% |
| 売上原価 | 19,132 | 82.1% | - | 23,000 | 82.9% | 20.2% | - |
| 販管費 | 3,260 | 14.0% | - | 3,680 | 13.3% | 12.9% | - |
| 営業利益 | 900 | 3.9% | 1,000 | 1,073 | 3.9% | 19.2% | 7.4% |
| 経常利益 | 901 | 3.9% | 1,000 | 1,291 | 4.7% | 43.3% | 29.1% |
| 特別損益 | -37 | - | - | -25 | -0.1% | - | - |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 542 | 2.3% | 620 | 804 | 2.9% | 48.4% | 29.7% |

出所：決算短信よりフィスコ作成

eコマース、サービスカテゴリーを中心にアフィリエイト広告が前期比2ケタ増収と好調

2. 事業セグメント別動向

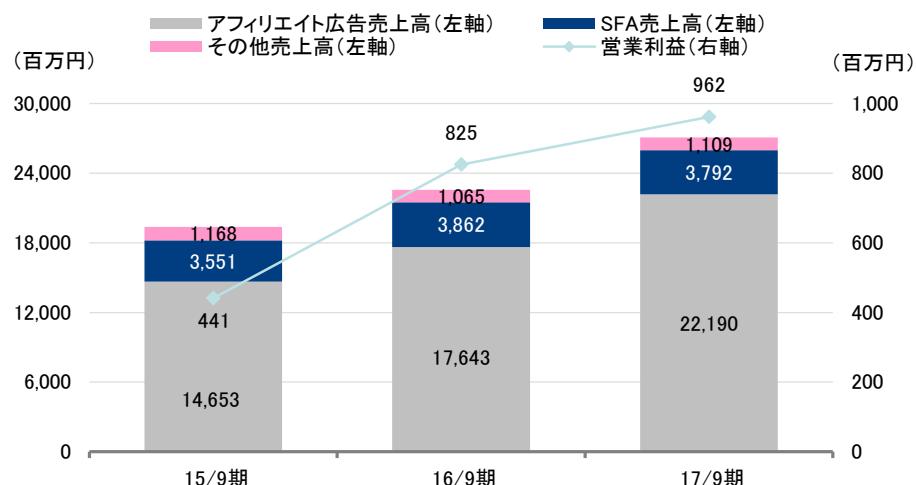
(1) インターネット広告事業

インターネット広告事業の売上高は前期比 20.0% 増の 27,089 百万円、営業利益は同 16.5% 増の 962 百万円と好調に推移した。売上高の内訳を見ると、アフィリエイト広告が前期比 25.8% 増の 22,190 百万円、SFA が同 1.8% 減の 3,792 百万円、その他（リスティング広告、アドネットワーク広告、その他）が同 4.1% 増の 1,109 百万円となり、SFA を除いて好調に推移した。

インターフィースペース | 2017年12月28日(木)
2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

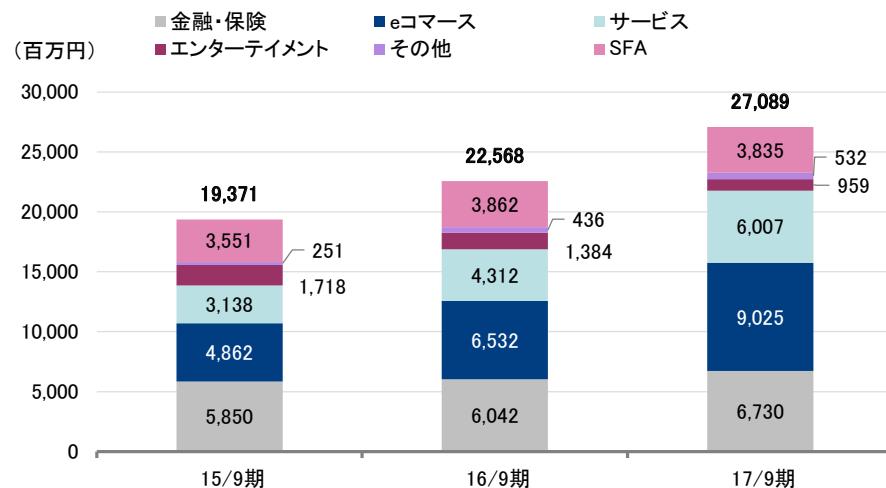
業績動向

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

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

アフィリエイト広告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 38.2% 増、サービスが 39.3% 増、金融が 11.4% 増と主力 3 カテゴリーがそろって 2 ケタ増収と好調に推移した。e コマースでは健康食品、サービスでは人材派遣、エステ関連が大幅に増加し、金融では FX 関連が好調に推移した。

また、SFA については携帯電話の販売台数低迷が伸び悩む要因となったが、セキュリティ商品等の新規商材が伸び始めたことや、ネイルサロンや不動産販売店等の販路開拓にも取り組んだことで、下半期だけで見ると前年同期比で 13% 増と増収に転じている。

インターミュースペース | 2017年12月28日(木)
2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

業績動向

その他、新サービスとして育成中のネイティブ広告は配信プラットフォームである「X-lift」の導入メディア数が500件まで拡大し、売上高で2.5億円と増収が続いているが当初の想定よりは伸び悩んだと見られる。まだ、ドライバーとなるメディア数が少ないことが要因で、現在はエンターテイメント系や金融系等にターゲットを絞りながら有力メディアの開拓を進めている段階にある。

海外事業についてはインドネシア、タイの連結子会社、及びベトナムの合弁会社にてアフィリエイトサービスを展開し、また、シンガポールにてアドネットワーク配信サービスを行っている。アフィリエイトサービスについては各国とも前期比で約2倍の増収率となっており、インドネシアとタイを合わせた売上高は約1億円となっている。損益的にはベトナムが単月ベースで黒字化しており、通期では収支均衡ラインとなり、インドネシアに関してはまだ数千万円の損失となったものの、損失額は縮小しており全体への影響は軽微であると推察できる。

広告プログラム数（2017年9月期第4四半期）で見ると、3ヶ国合計で約200プログラムと前年同期の約170プログラムから順調に増加した。ベトナムではeコマースやサービス（旅行等）、インドネシアではeコマース、タイでは金融、eコマース関係を中心着実に増加している。また、パートナーサイト数については3ヶ国合計で6万件強と前年同期比の3.5万件から大きく増加した。各国とも増加したが、なかでもベトナムが約2万件から4万件強と急増している。ベトナムの合弁相手先企業がアフィリエイトサービス事業を合弁会社にシフトしていることも増加の一因となっているようだ。また、同社では2017年9月からインドネシアとタイで、LINEポイント内のアフィリエイト広告の取り扱いを開始しており、今後の拡大が期待される。

(2) メディア運営事業

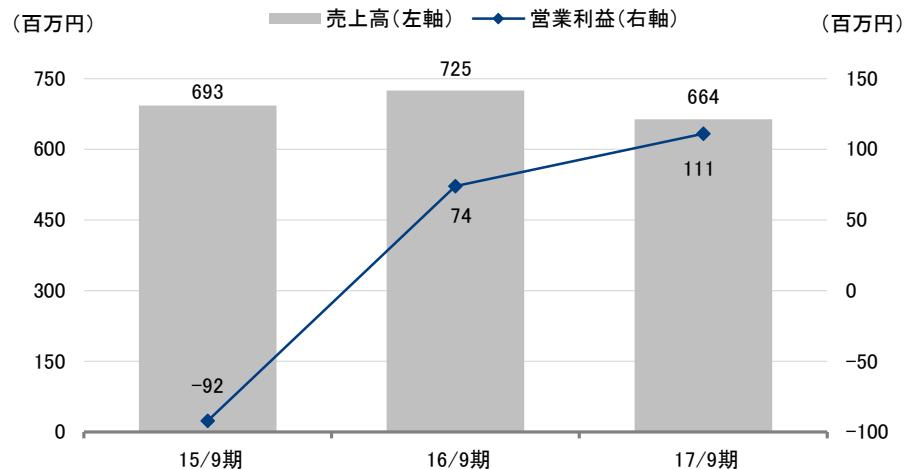
メディア運営事業の売上高は前期比8.3%減の664百万円、営業利益は同49.5%増の111百万円となった。売上高の内訳を見ると、Webメディア（広告収益）については「ママスタジアム」のUU数が2017年9月期第4四半期で830万を突破するなど、媒体価値の向上に伴い前期比26.6%増の376百万円と好調に推移した。また、コンテンツ運営についてもスマートフォン用カジュアルアプリを24本リリースし、期の後半には海外からの売上げも増加し始めたことで、同3.7%増の278百万円と堅調に推移した。なお、同事業全体で減収となったが、これはその他の一部商材について売上計上基準を変更（グロス表示からネット表示に変更）したことが要因で、実質ベースでは増収となっている。

新規の自社メディアでは、恋愛系情報サイト「KOIMEMO（コイメモ）」のUU数が250万を突破し、順調に伸びているが、ペット愛好者向けキュレーションメディアの「mofmo（モフモ）」については30万と伸び悩んでいるようだ。広告収入はいずれも軽微で、損益分岐点を超えるにはUU数を更に拡大していく必要がありそうだ。

インターフェース | 2017年12月28日(木)
2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

業績動向

メディア運営事業の業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

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

インターフースペース | 2017年12月28日(木)
2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

業績動向

無借金経営で財務の健全性は高い

3. 財務状況と経営指標

2017年9月末の財務状況について見ると、総資産は前期末比1,191百万円増加の8,856百万円となった。主な増加要因を見ると、流動資産では現金及び預金が690百万円、売掛金が366百万円増加した。固定資産では本社の改装及び新潟オフィスの移転に伴い有形固定資産が52百万円増加した。

負債合計は前期末比446百万円増加の4,627百万円となった。主に、インターネット広告収入増に伴う売上原価の増加により賃貸料金が394百万円増加した。純資産は前期末比744百万円増加の4,229百万円となった。親会社株主に帰属する当期純利益804百万円の計上と剰余金の配当74百万円によるものとなっている。

経営指標を見ると、収益の拡大により自己資本比率が前期末の45.5%から47.7%に上昇した。有利子負債もなく、現金及び預金も4,000百万円以上と増加傾向が続いていることから、財務の健全性は高いと判断される。収益性について見れば、ROAで15.6%、ROEで20.9%といずれも2ケタ台と高水準だが、売上高営業利益率が3.9%と低く、今後は営業利益率の向上が課題となる。

貸借対照表（連結）及び経営指標

(単位：百万円)

| | 14/9期 | 15/9期 | 16/9期 | 17/9期 | 増減額 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 流動資産 | 4,670 | 5,227 | 6,650 | 7,750 | 1,100 |
| (現金及び預金) | 2,471 | 2,335 | 3,483 | 4,174 | 690 |
| 固定資産 | 924 | 1,115 | 1,014 | 1,106 | 91 |
| 総資産 | 5,595 | 6,343 | 7,665 | 8,856 | 1,191 |
| 流動負債 | 2,759 | 3,263 | 4,108 | 4,552 | 444 |
| 固定負債 | 88 | 58 | 71 | 74 | 2 |
| 負債合計 | 2,847 | 3,321 | 4,180 | 4,627 | 446 |
| (有利子負債) | 58 | - | - | - | - |
| 純資産 | 2,747 | 3,021 | 3,484 | 4,229 | 744 |
| 主要経営指標 | | | | | |
| (安全性) | | | | | |
| 流動比率 | 169.2% | 160.2% | 161.9% | 170.2% | 8.3pt |
| 自己資本比率 | 49.1% | 47.6% | 45.5% | 47.7% | 2.2pt |
| 有利子負債比率 | 2.1% | - | - | - | - |
| (収益性) | | | | | |
| ROA（総資産経常利益率） | 15.1% | 5.8% | 12.9% | 15.6% | 2.7pt |
| ROE（自己資本利益率） | 14.9% | 10.5% | 16.7% | 20.9% | 4.2pt |
| 売上高営業利益率 | 4.7% | 1.7% | 3.9% | 3.9% | 0.0pt |

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.

インターフースペース | 2017年12月28日(木)
2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

■ 今後の見通し

2018年9月期も売上高、営業利益は増収増益が続く

1. 2018年9月期の業績見通し

2018年9月期の連結業績は、売上高が前期比8.1%増の30,000百万円、営業利益が同7.1%増の1,150百万円、経常利益が同10.9%減の1,150百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同13.6%減の695百万円となる見通し。売上高はアフィリエイト広告事業の拡大に加えて、ネイティブ広告や海外事業等の増収を見込んでいる。営業利益では、アフィリエイト広告事業の増収効果で2億円の増益、ネイティブ広告や海外事業の損益改善で1億円の増益を見込む一方で、新規事業で2億円の投資を予定している。なお、経常利益に関しては前期に計上した投資事業組合運用益がなくなるため減益となる見通しだ。

2017年10月以降の状況は、アフィリエイト広告事業が引き続き好調に推移しているほか、「ママスタジアム」もUU数で900万を突破するなど依然、拡大傾向が続いている。第1四半期については2ケタ増収増益基調が続く可能性が高いと弊社では見ている。

既存事業の拡大と同時に、新規事業の育成も進める

2. 事業セグメント別見通し

(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10%増の297億円程度を見込んでいる。内訳は、アフィリエイト広告が同10%増の242億円、SFAが同4%増の40億円、その他が同18%増の15億円となる。

アフィリエイト広告については、人材派遣の活況が続く見通しだが、eコマース関連や金融関連の伸びを保守的に見ている。eコマース関連では2017年9月期に健康食品関連が大きく伸びたが、商品の販売需要などの季節変動などのリスクを織り込んでいる。金融関連では銀行カードローンの出稿が抑制気味になってきたことや、消費者ローンについても関連企業が自社アフィリエイトを始めたこと等が影響すると見ている。ただ、FXが好調なほか今後はビットコイン関連の商材が増えてくる可能もある。今後も需要の増加が見込まれる商材をいち早く発掘して、アフィリエイト広告プログラムに取り入れることで、売上拡大を続けていく方針だ。

インターパースペース | 2017年12月28日(木)
2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

今後の見通し

一方、SFAについては携帯電話向けセキュリティ商品が引き続き伸びるほか、新規商材の開発も進めていくことで増収を見込んでいる。その他、海外事業についてはインドネシアとタイを合わせた売上高で前期比1.5倍増の2億円程度となる見通しだ。営業利益ではタイでわずかながらも黒字化し、インドネシアも損失額が縮小する計画で、合わせて数千万円程度の増益要因となる。また、ネイティブ広告についてはエンターテインメント系や金融系の有力メディアの開拓に注力し、売上高で前期比2.4倍増の6億円を目指し、損失額も縮小する計画となっている。ネイティブ広告事業についてはまだ、先行投資期間で単価を低く設定しているため、粗利益率の水準もアフィリエイト広告と比較すると低い水準となっており、黒字化の時期は2019年9月期以降となりそうだ。

また、トピックスとしては2017年9月に世界大手のアフィリエイトプラットフォーム企業である米CJと戦略的業務提携を開始したことが挙げられる。CJはアフィリエイトサービスの米国最大手で、売上規模は同社の10倍程度の規模と見られる。今回の提携によりCJが抱えるグローバルクライアントの中で、日本で販売を拡大したい商品について、同社が抱える提携パートナーを通してアフィリエイト広告を流していくというものだ。提携パートナーの中には、海外商品を販売しているメディアもあり、こうしたメディアを通して健康器具やアパレル、オンライン旅行予約等のアフィリエイト広告を行うことになる。将来的には同社が展開する東南アジア市場においても、CJのクライアントの商品を取り扱っていくほか、逆に同社のクライアントの商品をCJのネットワークを通して欧米で販売していくことも視野に入れている。今回の提携による売上げへのインパクトについては月間で数百万円程度となる可能性がある。取扱いプログラムの増加により売上高も増えていくものと予想され、今後の動向が注目される。

なお、アップルの「iOS11」が搭載するCookieブロック機能によるアフィリエイト広告への影響が懸念されているが、同社はその影響は軽微にとどまるとしている。国内でのスマートフォンにおけるアップルのシェアは約4割で、このうち「iOS11」の普及率はまだ25～30%と低く、現時点で全体の最大1割程度の影響が出る可能性があるものの、同社は同問題に対応したトラッキングツールを2017年10月末にリリースし、現在は各メディアに導入を進めている段階で、当第2四半期までにはすべて対応が完了し、こうした影響がなくなると見ているためだ。

(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%増の約7億円を見込んでいる。「ママスタジアム」による広告収入の増加やゲームコンテンツの売上増を見込んでいる。

メディア業界ではキュレーションメディアにおけるフェイクニュースの問題が話題となつたが、同社ではコンテンツをすべて自社で制作していることから信頼性の向上につながり、逆に媒体価値が上がりUU数の増加につながっていると考えられる。2018年9月期の売上計画は前期比横ばいと保守的に見ているが、UU数の増加基調が続くなかで広告収入も増加するものと予想される。

また、同社では新規メディアの開発、もしくはM&Aも海外向けも含めて検討している。広告収入だけでなくサブスクリプションモデルにより月額収入を獲得することでマネタイズしていく戦略となる。ターゲットとしては「ママスタジアム」が子育てる母親をターゲットとしていることもあり、親和性の高い教育分野での展開を検討している。

インターフースペース | 2017年12月28日(木)
2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

今後の見通し

一方、ゲームコンテンツについては2018年9月期も10本強のタイトルをリリースする計画となっている。他社開発品で古くなったものを安価に買い取り、スマホアプリとして再生して配信していくローリスクローリタンのビジネスモデルで既に黒字化も定着している。最近では欧州でのアプリダウンロード比率が全体の3割にまで上昇するなど海外向けの需要が伸びていることから、2018年9月期も堅調な推移が見込まれる。

■ 中長期の成長戦略

開発力強化による新規事業創出で更なる成長を目指す

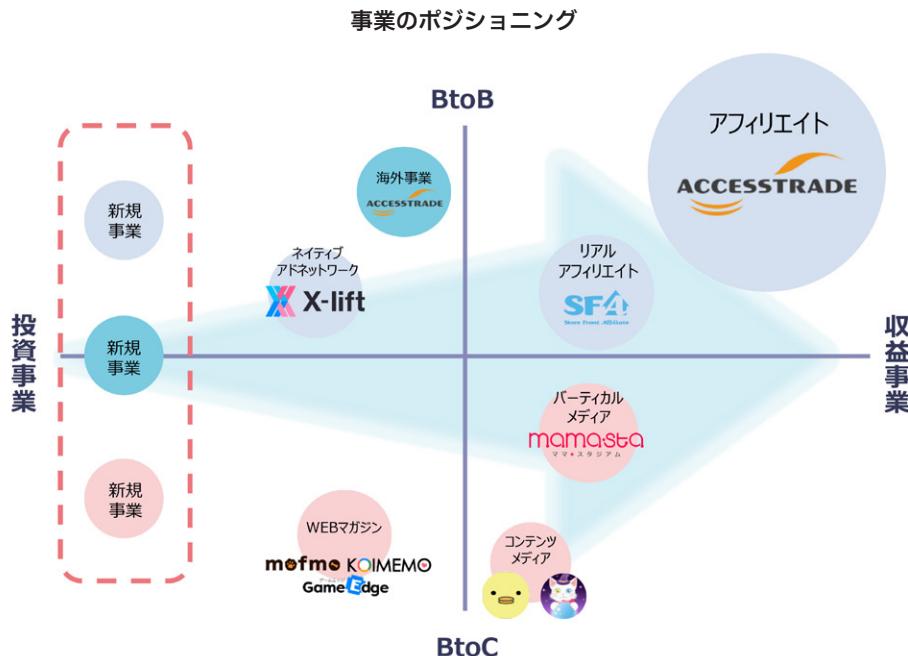
同社は目標とする経営指標として、売上高と営業利益の2つを重視している。売上高についてはアフィリエイト市場の伸びを上回る成長を目指している。具体的な経営数値目標は発表していないが、2017年5月に発行した役員・従業員向けストック・オプション（行使価額1,467円）において、その行使条件を「2020年9月期から2022年9月期のいずれかの事業年度で営業利益1,800百万円を達成すること」としており、同数値が1つの目安になると考えられる。なお、同ストック・オプションは株式数で19万株相当となり希薄化率は2.7%となる。行使期間は2021年1月以降となっており、行使条件が達成された段階では企業価値（=時価総額）も上昇していることが予想されるため、既存株主にとっては影響がないものと考えられる。

同社は今後も収益成長を推進していくために、「新規事業の創出」「利益の向上」「優秀な人材の採用・育成」の3点に取り組んでいく方針だ。特に、「新規事業の創出」には「優秀な人材の採用・育成」が欠かせない。このため、今後も優秀なシステムエンジニアの採用を積極化していく計画となっている。2017年9月末の連結従業員数は392名となっているが、このうちシステムエンジニアの比率は12～13%となっている。同社は同比率を中長期的に30～40%まで引き上げていく意向を示している。インターネット広告市場は技術革新のスピードが速く、今後は技術力の差が収益力の差に直結することが予想されるためだ。今後はAI技術やビッグデータ分析等の先進技術を活用した新規事業を創出していくことも視野に入れている。「優秀な人材の採用」に当たっては、現在の東証マザーズ市場から東証第2部あるいは第1部への市場変えによるネームバリューの強化も、施策の1つとして考えられる。

中長期的には、アフィリエイトサービスや「ママスタジアム」、コンテンツ事業に続く収益事業として、海外事業やネイティブアドネットワーク事業を収益化し、経営基盤を強固なものとしていくと同時に新規事業を創出・育成していくことで更なる成長を目指していく戦略となる。なお、海外事業については売上構成比率で現在の1%弱から早期に10%程度まで拡大していくことを目標としている。

インターフィースペース | 2017年12月28日(木)
2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

中長期の成長戦略



出所：決算説明会資料より掲載

■ 同業他社比較

EV/EBITDA 倍率では同業の中で最も過小評価されている

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。売上高規模はその他の事業も展開しているため、各社100～400億円とバラつきがあるものの、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割程度とみられる。

インターチェース | 2017年12月28日(木)
 2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

同業他社比較

このうち、ファンコミュニケーションズは2017年9月時点でのパートナーサイト数が231万サイト、稼働広告主ID数で3,400件を超えており、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やっており、eコマース向けの依存度が比較的高いのが特徴だ。業績面ではアドネットワーク広告事業が単価下落もあって低迷しており、2017年12月期の営業利益の伸びは8.1%増と伸び悩んでいる。ただ、営業利益率は15%台と最も高く、高収益性は維持していると言える。アドウェイズはモバイル向け比率が約5割(対国内広告売上高)となっており、ゲーム系に強みを持つ。海外事業やアプリ・メディア事業を展開しているが、いずれもまだ収益化していないことから全体の利益率は低くなっているが、2018年3月期はこれら事業の収益改善や新規事業の寄与により大幅増益を見込んでいる。バリューコマースはヤフー<4689>の子会社であり、パソコン向けの比率が約65%(件数ベース)と4社の中では最も高いことが特徴で、2017年9月時点のパートナーサイト数は68万サイト、広告主数は1,549件となっている。金融カテゴリーの中で利益率の低かった大型案件から撤退したため、2017年12月期の売上高は減収見込みとなっているが、利益ベースでは増益となる見通し。従来は金融向けが5割弱を占めていたが、直近四半期では3割強まで低下している。

これら上場企業の中で、インターチェースの営業利益率は2017年9月期で3.9%とアドウェイズに次いで低水準となっている。インターネット広告事業において、提携サイトや広告主開拓のためのコストを積極的にかけていること、モバイル向けの売上比率が約7割と高いことなどが要因と見られる。同社では今後、生産性向上に取り組むことによって利益率を向上していく方針となっている。

なお、株価指標ではEV/EBITDA倍率で6倍台と他3社に比較して最も低い水準となっている。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る。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。EBITDAについては今後の成長性も加味する必要があるため、単年度の数字だけで判断するのは早計なものとの同社の業績見通しは良好であり、EV/EBITDA倍率の格差は今後縮小していくものと予想される。

同業他社比較

| | 決算期 | 売上高 (百万円) | 伸び率 (%) | 営業利益 (百万円) | 伸び率 (%) | 利益率 (%) | PER (倍) | EV/EBITDA (倍) |
|-------------------------|---------|--------------|------------|---------------|------------|------------|------------|------------------|
| インターチェース <2122> | 17/9期 | 27,754 | 19.2 | 1,073 | 19.2 | 3.9 | | |
| | 18/9期予 | 30,000 | 8.1 | 1,150 | 7.1 | 3.8 | 22.8 | 6.81 |
| ファンコミュニケーションズ <2461> | 16/12期 | 37,515 | 4.8 | 5,825 | -4.7 | 15.5 | | |
| | 17/12期予 | 40,358 | 7.6 | 6,295 | 8.1 | 15.6 | 17.7 | 9.37 |
| アドウェイズ <2489> | 17/3期 | 42,329 | 6.9 | 315 | -54.1 | 0.7 | | |
| | 18/3期予 | 46,000 | 8.7 | 560 | 77.4 | 1.2 | 99.3 | 16.99 |
| バリューコマース <2491> | 16/12期 | 17,505 | 5.1 | 922 | -39.2 | 5.3 | | |
| | 17/12期予 | 16,500 | -5.7 | 1,900 | 105.9 | 11.5 | 34.5 | 8.50 |

注:予想は直近会社予想。PERは11月24日終値を基に算出。

EV/EBITDA=(株式時価総額+直近四半期の有利子負債-現預金・有価証券)÷(17年度予想営業利益+償却費)

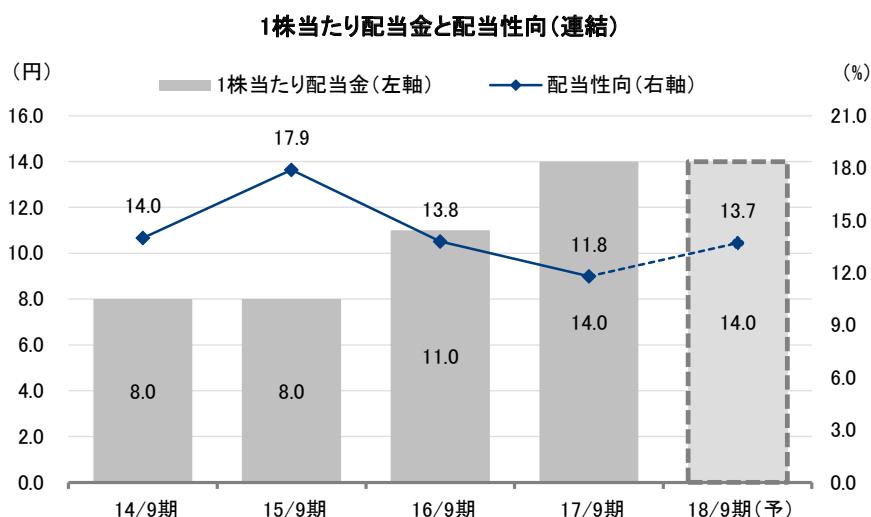
出所:各社資料よりFISCO作成

インターフースペース | 2017年12月28日(木)
 2122 東証マザーズ <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

■ 株主還元策

配当性向は15～20%を目安に実施

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%程度を目安として考えている。2018年9月期は前期比横ばいの14.0円（配当性向13.7%）を予定している。業績が今後も順調に拡大していくれば、配当成長も期待できることになる。



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。

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。その他、個人情報管理責任者とは別に、個人情報取扱従事者の資格を社内の事業部長以上の職員が取得している。

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。“JASDAQ INDEX”の指數値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

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、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、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、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、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、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

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、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ