

|| 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 >>>](#)

2018年12月20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. 2018年9月期の業績概要	01
2. 2019年9月期の業績見通し	01
3. 今後の重点施策と目標	01
■ 事業概要	02
1. インターネット広告事業	03
2. メディア運営事業	05
■ 業績動向	05
1. 2018年9月期の業績概要	05
2. 事業セグメント別の動向	08
3. 財務状況と経営指標	12
■ 今後の見通し	13
1. 2019年9月期の業績見通し	13
2. 事業セグメント別の見通し	13
3. 今後の重点施策と目標	14
■ 同業他社比較	16
■ 株主還元策	18
■ 情報セキュリティ対策	18

## ■ 要約

### メディア事業の強化など、 2019年9月期は将来の成長に向けた基盤づくりに取り組む方針

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においてアフィリエイトサービス事業を展開している。

#### 1. 2018年9月期の業績概要

2018年9月期の連結業績は、売上高が前期比1.7%増の28,212百万円と過去最高を連続更新したものの、営業利益が同25.6%減の799百万円と3期ぶりの減益に転じた。また、期初会社計画（売上高30,000百万円、営業利益1,150百万円）に対していずれも下回る格好となった。下期に入ってeコマースの一部商材と金融商品の広告規制が大手メディアで実施されたことで、インターネット広告事業の収益が第4四半期（2018年7月-9月）に大きく落ち込んだことが主因だ。一方、メディア運営事業については主力の「ママスタジアム」の広告収入増や、2018年1月に連結子会社化した4MEEE(株)の貢献、欧州向けネイティブアプリゲームの伸長により、売上高で前期比39.3%増、営業利益で同9.6%増と順調に拡大している。

#### 2. 2019年9月期の業績見通し

2019年9月期の連結業績は売上高で前期比3.6%減の27,200百万円、営業利益で同24.9%減の600百万円と減収減益を見込んでいる。広告規制の影響が続くインターネット広告事業の業績を保守的に見たほか、将来の成長を見据えた投資も積極的に行っていく予定にしているためだ。メディア運営事業ではコンテンツの拡充によりメディア広告収入中心に2ケタ増収を目指して行く。なお、足元のインターネット広告事業の売上げ状況は会社計画を上回るペースで推移しているが、上振れ分については今後の成長に必要な開発投資等に振り向けていく方針となっている。

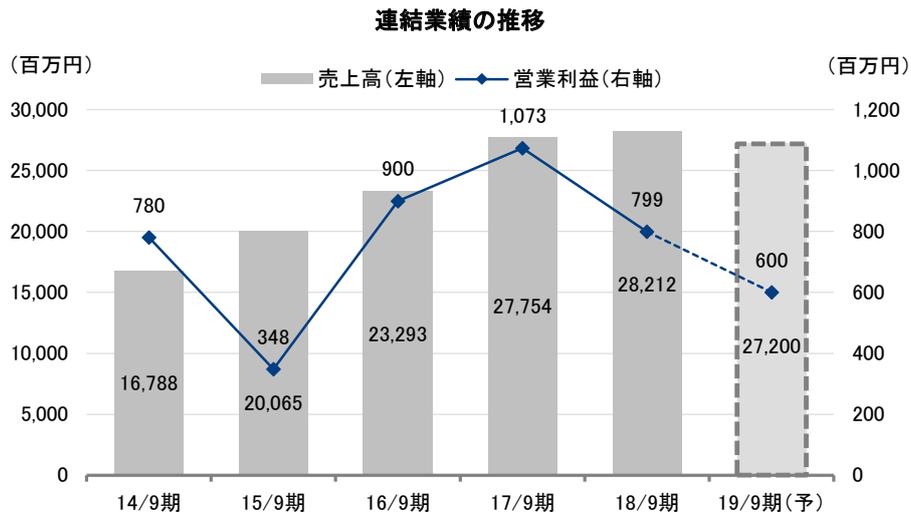
#### 3. 今後の重点施策と目標

2019年9月期以降の重点施策として、「BtoC領域の強化」「グローバル展開の強化」「クリエイティブの品質向上」の3つを基本方針に取り組んでいく。「BtoC領域の強化」では既存メディアのコンテンツ強化に加えて、新規メディア並びに新規ビジネスモデルの創出に取り組み、メディア事業の収益基盤を拡充すると同時にインターネット広告事業との連携を推進していくことで、将来的に広告事業とメディア事業の利益構成比50:50を目指す。「グローバル展開の強化」ではタイ、インドネシア、ベトナムに加えて、新たにマレーシア、シンガポールでもアフィリエイトサービスを展開し、アジアNo.1のアフィリエイトプラットフォームになることを目標とする。また、「クリエイティブの品質向上」では、クリエイティブ力の強化と出版社との連携を進めることで、ブランド系クライアントを獲得し、メディア事業の成長を加速する。同社はこれらの取り組みを推進していくことで、2020年9月期以降の業績再成長を目指している。

## 要約

## 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
- ・2019年9月期も広告規制等の影響が続き、業績は減収減益を見込む
- ・将来的に広告事業とメディア事業の利益構成比 50 : 50 を目指す



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

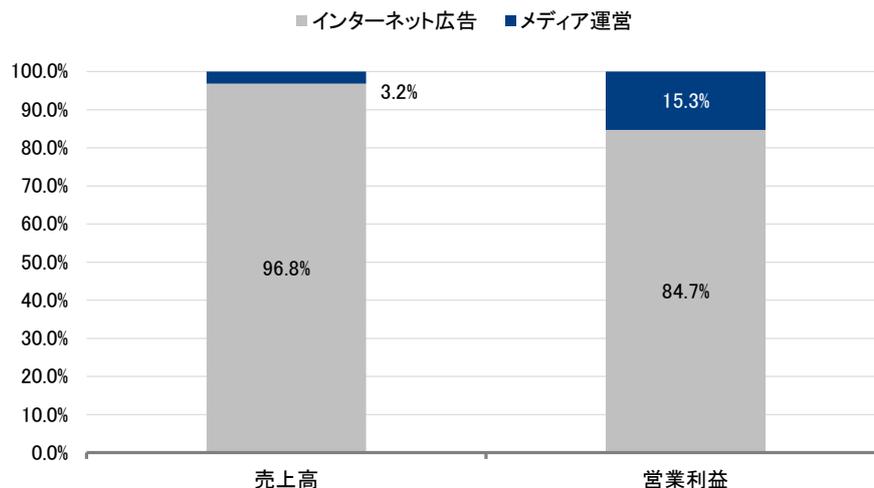
同社はアフィリエイト広告を中心とするインターネット広告事業とメディア運営事業を展開している。2018年9月期の事業セグメント別構成比を見ると、インターネット広告事業が売上高の96.8%、営業利益の84.7%を占める主力事業となっているが、今後はメディア運営事業についても強化し、将来的には営業利益でインターネット広告事業と同水準まで引き上げ、バランスの取れた収益構造を確立していく方針となっている。

## 事業概要

グループ連結子会社は2018年9月現在で8社と、前期末比で2社増加した。2018年1月末に(株)ロケットベンチャー(現4MEEE)の全株式を60百万円で取得し完全子会社化したほか、2018年4月にリアル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した。4MEEEは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している。同社では国内最大級のママ向けコミュニティサイト「ママスタジアム」を運営しており、両社のノウハウを生かすことで女性向けメディアジャンルを拡充し、更なる成長を目指している。一方、ストアフロントを設立した目的は、リアルアフィリエイト事業において自社商品の企画開発などを今まで以上に積極的に推進し、成長を実現していくための機動的な経営体制を構築することにある。

海外子会社は3社(インドネシア、タイ、シンガポール)で、その他に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コマース企業など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。

## 事業セグメント別構成比(2018年9月期)



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

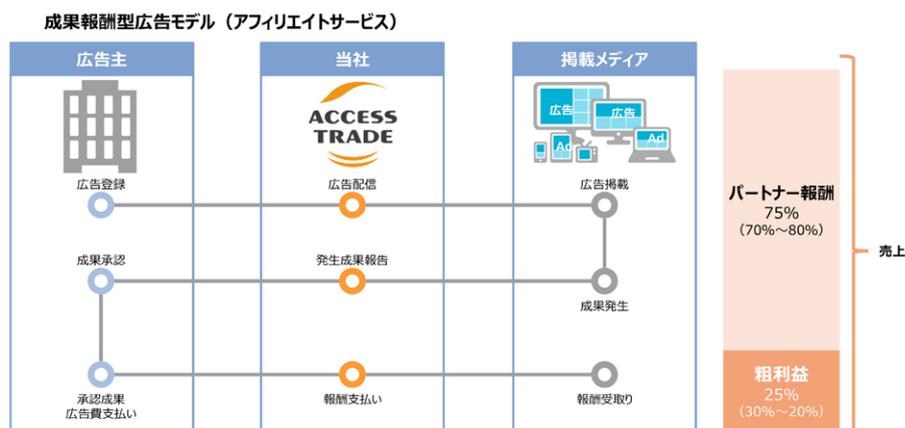
インターネット広告事業では、アフィリエイト広告を中心にリスティング広告やネイティブ広告※などを取り扱っている。売上高の約8割はアフィリエイト広告による収入で、アフィリエイト運営事業者の中で大手の一角を占めている。競合としては、業界最大手となるファンコミュニケーションズ<2461>のほか、アドウェイズ<2489>、バリューコマース<2491>などがある。

※ 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)に広告を溶け込ませ、読者に抵抗感なく情報を届ける広告手法のこと。

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



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、2018 年 9 月末時点で約 56 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。

また、同事業売上高の 2 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））で占められている。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ため、粗利益率も 15～25% とやや高めの水準となっている。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、最近同社では不動産販売代理店など新規販路の開拓を進めており、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需要が見込まれる新たな商材の販売にも注力している。

その他、ネイティブ広告に対応したコンテンツレコメンデーションネットワークサービス「X-lift（クロスリフト）」のサービスを 2015 年 8 月から開始している。また、先行投資段階で売上規模も数億円規模と小さいが、ネイティブ広告の需要は拡大基調にあり、メディア開拓による配信在庫の確保と広告案件の獲得に注力している段階にある。

## 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平均利用ユーザー数が1,042万人超（2018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。「ママスタジアム」を中心としたWebメディア事業の粗利益率は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・ローリターンビジネスモデルとなる。

## ■ 業績動向

### 広告規制の影響でインターネット広告事業が後半失速し、2018年9月期の営業利益は3期ぶりの減益に転じる

#### 1. 2018年9月期の業績概要

2018年9月期の連結業績は、売上高が前期比1.7%増の28,212百万円、営業利益が同25.6%減の799百万円、経常利益が同37.6%減の806百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同36.6%減の510百万円となり、売上高はかろうじて連続増収を維持したものの、利益面では3期ぶりの減益に転じた。また、期初会社計画比では売上高、利益ともに下回って着地した。

メディア運営事業はM&A効果もあり増収増益となったものの、2018年9月期第2四半期まで順調に推移していたインターネット広告事業において、eコマースや金融商品の一部商材で大手メディアの広告規制が実施され、同メディアを通じて獲得していた案件が第3四半期から第4四半期にかけて急失速したことが減益要因となっている。四半期別の業績で見ると、2018年9月期第4四半期の売上高が前年同期比12.2%減、営業利益が同79.7%減と大きく落ち込み、通期の減益要因となった。

インタースペース | 2018年12月20日(木)  
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

業績動向

## 2018年9月期連結業績

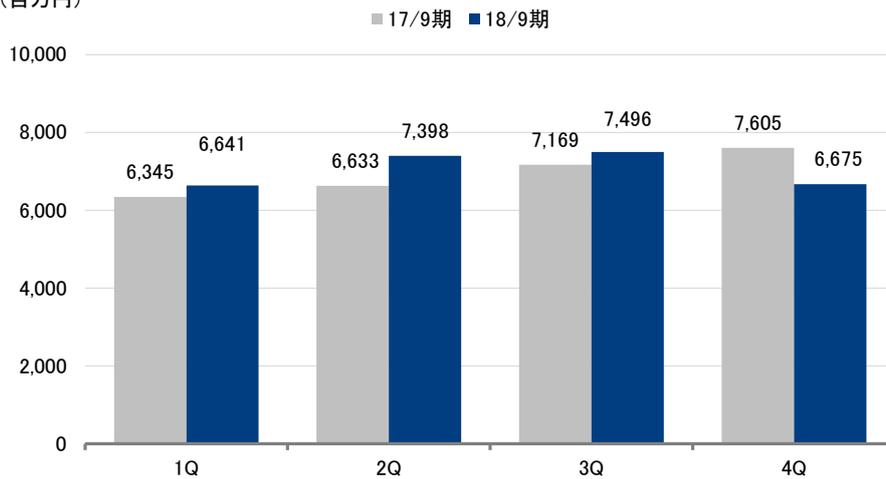
(単位：百万円)

	17/9期		期初計画	18/9期			
	実績	売上比		実績	売上比	前期比	計画比
売上高	27,754	100.0%	30,000	28,212	100.0%	1.7%	-6.0%
売上原価	23,000	82.9%	-	23,441	83.1%	1.9%	-
販管費	3,680	13.3%	-	3,972	14.1%	7.9%	-
営業利益	1,073	3.9%	1,150	799	2.8%	-25.6%	-30.5%
経常利益	1,291	4.7%	1,150	806	2.9%	-37.6%	-29.9%
特別損益	-25	-0.1%	-	-11	-0.0%	-	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	804	2.9%	695	510	1.8%	-36.6%	-26.6%

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 四半期別売上高

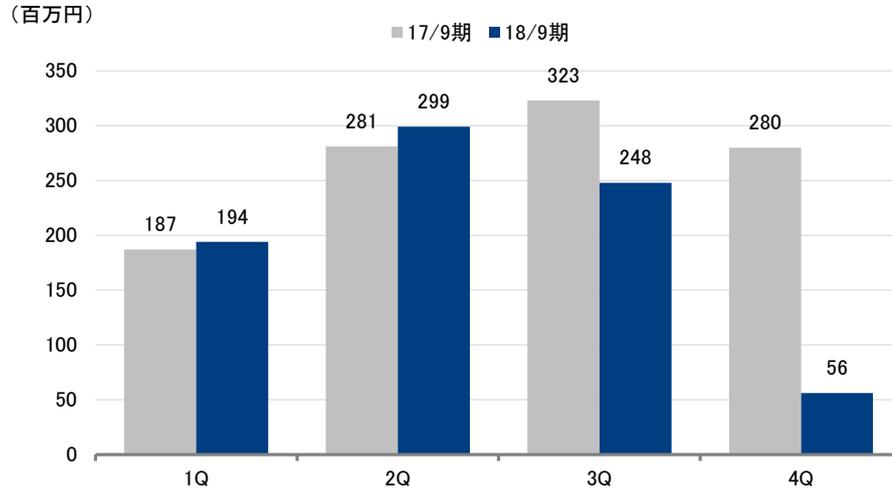
(百万円)



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 業績動向

## 四半期別営業利益



出所：決算短信よりフィスコ作成

売上原価率が前期の 82.9% から 83.1% に上昇したが、これは販管費に計上していた開発エンジニアの件費の一部を 2018 年 9 月期より売上原価に振り替えたため、影響額は 2 億円強となっている。同影響を除けば売上原価率は前期比で若干低下したことになるが、これは売上原価率の低いメディア運営事業の営業利益構成比が前期の 10.4% から 15.3% に上昇したことが主因となっている。

販管費は前期比 291 百万円の増加となった。主な増加要因は、インターネット広告事業におけるメディア支援を中心とした広告宣伝費の増加 (+159 百万円)、事務所関係費の増加 (+49 百万円)、サーバー費用や教育研修ツール等のシステム管理費用の増加 (+30 百万円) となる。なお、件費については一部が売上原価に振り替わったため前期並みの水準となっているが、実質ベースでは増加している。

営業外収支は前期比で 210 百万円悪化しているが、これは前期に計上した投資事業組合運用益 191 百万円がなくなり、2018 年 9 月期は投資事業組合運用損 8 百万円を計上したことが主因となっている。

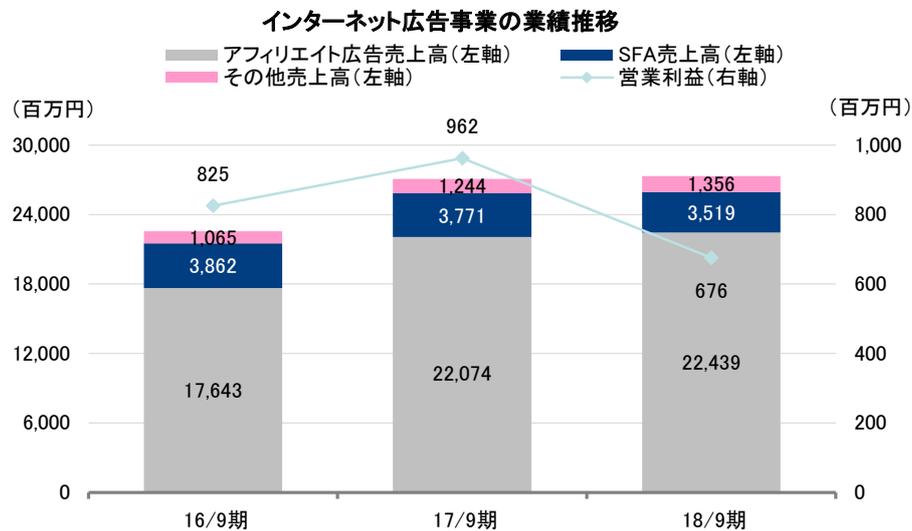
2018 年 9 月末の連結従業員数は前期末比 55 名増の 445 名となった。インターネット広告事業（海外含む）で同 29 名増の 336 名、メディア運営事業で同 7 名増の 44 名、共通部門で同 19 名増の 65 名となっている。

## 広告規制の影響等によりインターネット広告事業が2ケタ減益に

### 2. 事業セグメント別の動向

#### (1) インターネット広告事業

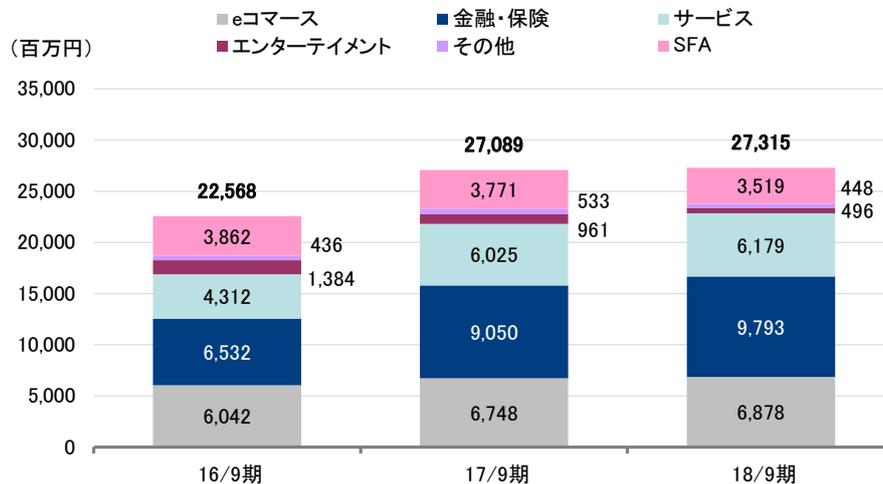
インターネット広告事業の売上高は前期比0.8%増の27,315百万円、営業利益は同29.6%減の676百万円となり、3期ぶりの減益に転じた。前述したように第3四半期以降、大手メディアで一部の商材（eコマースのコスメ、サプリメント及び金融商品）の広告規制を実施したことにより、同メディアを通じて獲得していた成果報酬案件が第4四半期にかけて急失速したことが主因となっている。第4四半期だけで見た売上高は前年同期比13.0%減の6,462百万円、営業利益は同88.4%減の28百万円となっている。



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 1.7% 増の 22,439 百万円、SFA が同 6.7% 減の 3,519 百万円、その他（ネイティブ広告、その他広告商材）が同 9.0% 増の 1,356 百万円となった。アフィリエイト広告におけるカテゴリー別売上高の前期比増減率を見ると、金融・保険が 8% 増、e コマースが 2% 増、サービスが 3% 増と主力カテゴリーが増収を維持した一方で、エンターテイメントが同 48% 減、その他が同 16% 減とそれぞれ縮小した。

第 4 四半期だけで見ると、アフィリエイト広告の売上高は前年同期比で 10.8% 減となっており、カテゴリー別では前年同期に大幅伸長を見せた e コマースが同 18% 減と落ち込んだことが減収要因となっている。また、金融・保険については同 1% 増と増収を維持しているものの、前四半期比で見ると 16% 減と落ち込んだ。

SFA についてはスマートフォン向けセキュリティ商品を扱う「NW ノートンストア」の販売件数が堅調だったものの、従来の商品が契約時の一括売上計上方式だったのに対して、同商品は月額売上計上方式のため、見かけ上の売上高としては減収要因となっている。ただ、同商品はストック型収益として積み上がっていくため、今後は安定収益源につながる商品として期待される。その他については「X-lift」によるネイティブ広告の販売が大幅伸長した。大手メディアを中心に配信在庫の確保に努めたことや取扱広告案件数を増やしたことが増収要因となっている。ただ、配信枠の仕入原価が高く収益性に関してはまだ厳しい状況が続いており、今後の課題となっている。

なお、海外事業についてはアフィリエイトサービスを展開するタイ、ベトナム、インドネシア合計で売上高が約 2.5 億円と前期比 2 倍強の伸びとなった。このうち、タイとベトナムで黒字化を達成している。タイについては金融関連、ベトナムについては旅行関連や e コマース関連の商材が好調に推移している。また、インドネシアについては LINE ポイントが好調なもの、収益化までには至っておらず、今後テコ入れしていく予定になっている。

業績動向

その他、新たな取り組みとして台湾やベトナム向け越境 EC のコンサルティングサービス（メディア運用やアフィリエイト広告の配信等）も開始し、順調に伸びている。特に、台湾向けに関しては2018年2月にプログラム数で10件（健康食品等）であったが、同年9月時点では40件まで拡大している。また、2017年9月期に業務提携を発表した米 CJ Affiliate, LLC（以下、CJ）※との連携も順調に進んでおり、東南アジアでの展開だけでなく国内においても CJ の顧客の取り扱いが増加している。売上規模としては月間10百万円程度まで拡大していると見られる。

| ※アフィリエイトサービス企業の大手。売上高は同社の10倍程度の規模があると見られる。 |

**(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39.3%増の925百万円、営業利益は同9.6%増の122百万円となった。売上高の内訳を見ると、メディア広告売上については4MEEEを第2四半期より子会社化したこともあり前期比73.5%増の510百万円に、コンテンツ売上については同10.7%増の404百万円となった。

メディア広告のうち主力の「ママスタジアム」については、月間UU数が2018年9月期第4四半期に1,042万人（前年同期は830万人）まで拡大するなど媒体価値の向上が続いており、また、「4MEEE」「4yuuu!」を中心としたその他媒体についても月間UUが着実に増加し、タイアップ広告やネットワーク広告の増加につながった。

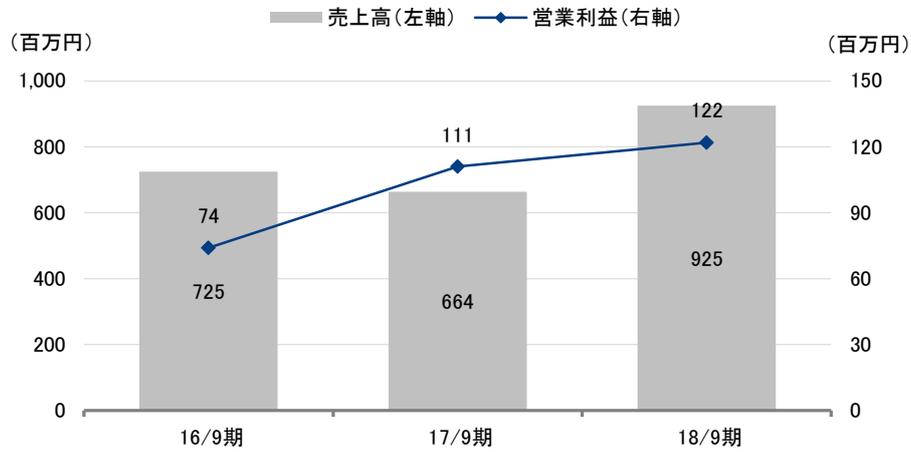
一方、ネイティブアプリ等を提供するコンテンツ事業は、第4四半期にアップストアの規制が強化されたことで※、予定していた新規タイトルのリリースできずにやや伸び悩んだが、通期で見れば女性向け恋愛カジュアルアプリが欧州を中心に海外で伸長し、2ケタ増収となった。

| ※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、アップストアではレギュレーションを変更し、同一会社で類似アプリの登録審査が厳しくなった。 |

利益率が低下しているのは、相対的に利益率の低いタイアップ広告の構成比が上昇したことや、4MEEEにおいて一部案件の売上が期ズレしたこと、メディアの認知度向上を目的に「4MEEE」の雑誌を発売するなどプロモーションを強化したことなどが要因となっている。

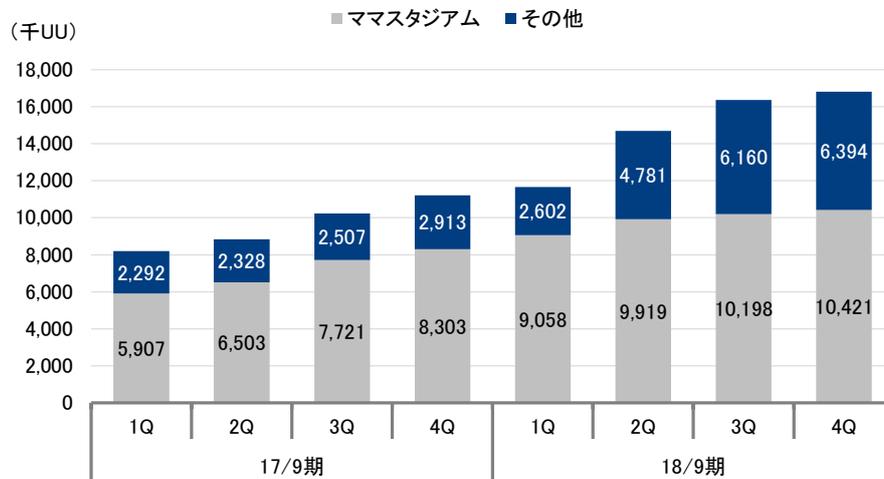
業績動向

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

## 無借金経営で財務の健全性は高いが、収益性の回復が課題に

### 3. 財務状況と経営指標

2018年9月期末の総資産は前期末比30百万円減少の8,826百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では現金及び預金が101百万円、売掛金が139百万円それぞれ減少した。固定資産では本社の改装に伴い有形固定資産が14百万円増加したほか、X-liftの開発に伴いソフトウェアが45百万円増加した。

負債合計は前期末比439百万円減少の4,188百万円となった。インターネット広告売上の2018年9月期第4四半期売上が減少したことに伴い買掛金が251百万円減少したほか、利益減に伴い未払法人税等が225百万円減少した。純資産合計は同408百万円増加の4,638百万円となった。親会社株主に帰属する当期純利益510百万円の計上と、配当金の支出94百万円による。

経営指標を見ると、純資産が増加したことに伴い自己資本比率が前期末の47.7%から52.5%に上昇した。無借金経営で現金及び預金の残高も40億円超と潤沢にあることから、財務の健全性は高いと判断される。一方、収益性については前述したようにインターネット広告事業が期後半にかけて失速したことから、売上高営業利益率は前期比1.1ポイント低下し、また、ROAやROEについてもそれぞれ低下した。2019年9月期についても業績は減収減益となる見通しで、収益性についても引き続き低下する見込みとなっており、今後の経営課題となる。

#### 貸借対照表（連結）及び経営指標

(単位：百万円)

	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期	増減
流動資産	5,227	6,650	7,750	7,606	-143
（現金及び預金）	2,335	3,483	4,174	4,072	-101
固定資産	1,115	1,014	1,106	1,219	113
総資産	6,343	7,665	8,856	8,826	-30
流動負債	3,263	4,108	4,552	4,103	-449
固定負債	58	71	74	84	10
負債合計	3,321	4,180	4,627	4,188	-439
（有利子負債）	-	-	-	-	-
純資産合計	3,021	3,484	4,229	4,638	408
主要経営指標					
（安全性）					
流動比率	160.2%	161.9%	170.2%	185.4%	15.2pt
自己資本比率	47.6%	45.5%	47.7%	52.5%	4.8pt
有利子負債比率	-	-	-	-	-
（収益性）					
ROA（総資産経常利益率）	5.8%	12.9%	15.6%	9.1%	-6.5pt
ROE（自己資本当期純利益率）	10.5%	16.7%	20.9%	11.5%	-9.4pt
売上高営業利益率	1.7%	3.9%	3.9%	2.8%	-1.1pt

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 2019年9月期も広告規制等の影響が続き、業績は減収減益を見込む

#### 1. 2019年9月期の業績見通し

2019年9月期の連結業績は、売上高が前期比3.6%減の27,200百万円、営業利益が同24.9%減の600百万円、経常利益が同25.6%減の600百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同31.4%減の350百万円と減収減益を見込んでいる。

#### 2019年9月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	18/9期		19/9期			
	通期実績	前期比	通期計画	前期比	上期計画	前年同期比
売上高	28,212	1.7%	27,200	-3.6%	13,300	-5.3%
営業利益	799	-25.6%	600	-24.9%	280	-43.4%
経常利益	806	-37.6%	600	-25.6%	280	-43.0%
親会社株主に帰属する 当期純利益	510	-36.6%	350	-31.4%	152	-51.0%
1株当たり当期純利益(円)	75.21		51.60		22.41	

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高についてはインターネット広告事業において一部商材の広告規制の影響が続くほか、SFAの減収が見込まれること、また、メディア運営事業についてもアップストアの規制強化の影響でコンテンツ事業の減収が見込まれることから、全体では上場来初の減収となる可能性がある。また、営業利益については減収要因に加えて、メディア事業の成長に向けた投資を行うことも減益要因となる。なお、インターネット広告事業、メディア運営事業ともに売上高は保守的に見積もっていることから上振れる可能性があるものの、利益面では今後の成長に向けた事業基盤を構築するための投資を積極的に行う方針のため、会社計画から大きく乖離することはないと思われる。

### インターネット広告事業は減収減益、メディア運営事業は増収、利益は横ばいを見込む

#### 2. 事業セグメント別の見通し

##### (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4%減の261億円程度を見込んでいる。売上高の内訳は、アフィリエイト広告が同6%減の210億円、SFAが同15%減の30億円、その他が同55%増の21億円となる。

## 今後の見通し

アフィリエイト広告については、2018年9月期第4四半期のトレンドが継続することを前提にしている。インターネット広告に関しては昨年来、アドフラウド（広告詐欺）が社会問題化したこともあり、今まで以上に質の向上問われており、薬事法や景品表示法などによって規制されるケースも増えてくることが想定されるが、逆風を好機と捉え、質の向上を図ることで再成長を目指して行く考えだ。また、海外のアフィリエイト広告については新たにマレーシア、シンガポールでもサービスを展開していく予定にしており、売上高は前期比2倍増の5億円を見込んでいる（ベトナム含む）。利益面ではタイやベトナムの利益増が続くものの、マレーシアの立ち上げ費用が掛かるため、海外全体では若干の損失が続くと見ている。

SFAの減収については、スマートフォン向けセキュリティ商品の売上計上方法が月額方式になる影響が続く。前第4四半期の売上高が667百万円だったことから、期の後半にかけて売上水準が上がっていくことになる。セキュリティ対策は個人でも重要と感じるユーザーが多いため、同商品の販売は今後も堅調な推移が見込まれる。同社ではSFA事業の拡大に向け、携帯ショップ以外の販路開拓を進めていく考えで、不動産業者や運送業者などと協業しながら宅配水や光通信回線等の商材を拡充し、売上げを伸ばしていく方針だ。

また、その他広告については「X-lift」を通じたネイティブ広告の売上増を見込んでいる。メディア開拓や取扱広告の増加により売上成長は見込まれるが、収益性の向上が引き続き課題となる。

## (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19%増の11億円程度、営業利益は横ばい水準を計画している。メディア広告のうち、ネットワーク広告については単価が下落傾向となっており、売上高は前期並みの水準にとどまるが、タイアップ広告の拡大により増収となる見通しだ。特に、4MEEEについては前期比約8割増の1.8億円を見込んでいる。一方、コンテンツ事業は新規タイトルのリリースが減少することを想定し、減収減益で見込んでいる。

## 将来的に広告事業とメディア事業の利益構成比 50 : 50 を目指す

### 3. 今後の重点施策と目標

同社は2019年9月期の重点施策として「BtoC領域の強化」「グローバル展開の強化」「クリエイティブの品質向上」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2020年9月期以降の業績再成長を実現していく考えだ。

#### (1) BtoC領域の強化

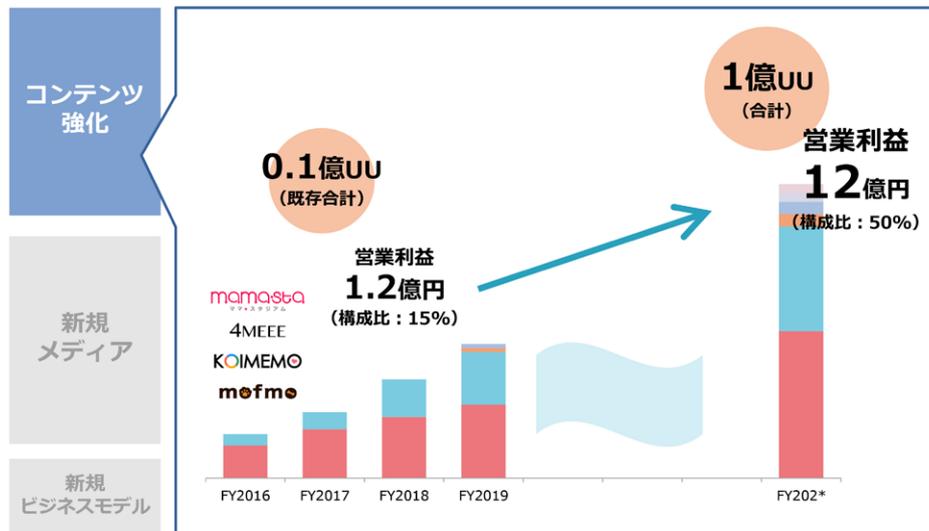
同社では将来的にインターネット広告事業とメディア事業の利益構成比 50 : 50 を目指しており、これを実現するためにBtoC領域であるメディア事業の強化に取り組んでいく方針となっている。まずは「既存メディアのコンテンツ強化」と「新規メディアの創出」に注力し、その後「新規ビジネスモデルの創出」を実現していくことでメディア事業の収益拡大を目指して行く戦略だ。

今後の見通し

「既存メディアのコンテンツ強化」では、「ママスタジアム」や「4MEEE」「KOIMEMO（コイメモ）」（恋愛情報サイト）「mofmo（モフモ）」（ペット情報サイト）などの主要メディアの記事コンテンツの拡充に取り組んでいく。また、将来の有料サービス化に向けた布石としてデータベースの収集と蓄積を進めていくほか、認知度向上のためのプロモーション施策（雑誌、イベント集客）も強化する。同社の強みであるママ領域を主軸に据えてその周辺領域へと横展開を図りながら規模を拡大していく計画で、金融や旅行関連のコンテンツ強化、「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を想定している。また、これらのメディアは国内展開だけにとどまっているが、将来的にはグローバル配信も視野に入れている。そのため、宗教観に影響されないコンテンツ作りも目指している。

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。例えば、現在は「ママスタジアム」への広告出稿など内部取引高が月間4百万円の規模にとどまっているが、これを月間1億円以上の規模にまで拡大していきたい考えだ。こうした取り組みを進めることで、現在のメディアの月間UU数0.1億人（営業利益1.2億円）を将来的に10倍の1億人（営業利益12億円）まで拡大していくことを目指す。

インターネット広告事業との相互連携推移



出所：決算説明会資料より掲載

次に、「新規メディアの創出」については、出版社とのアライアンスによる共同展開を進めていくほか、M&Aの活用、自社開発などにも取り組んでいく。アライアンス戦略では、2018年9月期から（株）セブン & アイ出版との共同事業として、雑誌「ヨガジャーナル」の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」の提供を開始したほか、（株）MADUROが発行する男性向けファッション・カルチャー・ライフスタイル誌「MADURO（マデュロ）」オンライン版の共同運営を開始しており、ブランド顧客層の獲得に取り組んでいる。

「新規ビジネスモデルの創出」では、既存市場において新たなビジネスモデルの構築を目指している。具体的な展開としては数年先となるが、例えば比較サイトを作ってユーザーを送客することで成果報酬を得るビジネスモデルや、位置情報等のビッグデータを収集・蓄積して活用する付加価値サービス提供によるユーザー課金モデルなどを想定している。

### (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。タイ、ベトナム、インドネシア、台湾（越境 EC 用で活用）に加えて、2019年9月期よりマレーシア、シンガポールでもサービス展開を開始する。2018年10月にはマレーシアにも子会社を設立し、事業を開始している。タイ、ベトナム、インドネシア等では前年比2倍ペースで拡大しており、マレーシアやシンガポールにおいても需要の拡大が見込まれる。また、CJとの連携についても特に、旅行関連のクライアントが好調で着実に増加している。海外事業全体でまだ数億円規模の売上高が、今後、東南アジアでもアフィリエイト広告が普及していく可能性は高く、業界トップの地位を確立できれば、中長期的に収益へ貢献してくるものと期待される。

### (3) クリエイティブの品質向上

メディア事業を拡大していくうえで、ブランド広告の獲得も重要な施策となる。現状、アパレルや雑貨等のハイブランド系については、雑誌の広告出稿が中心となっており、インターネット広告はまだ少ない。これはインターネット広告はクリエイティブの質の面での担保が難しく、ブランドイメージを最も大事にするクライアント企業にとってまだリスクが大きいためだ。ただ、ブランド広告については規模が大きいため、顧客を獲得できれば売上増に大きく貢献する可能性がある。このため同社ではクリエイティブの品質管理を強化し（メディア運営のガイドラインを固める）、ユーザー満足度、並びに顧客満足度を最大化できるような高品質なクリエイティブを創る体制の構築に取り組んでいく方針となっている。そういう面でも、出版社とのアライアンスによって共同事業を進めていることは、同社にとってプラスになると考えられる。

## ■ 同業他社比較

### EV/EBITDA 倍率では4社平均を平均よりも割安水準に

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割強のシェアとなっている。

**インタースペース** | 2018年12月20日(木)  
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

同業他社比較

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2018年9月時点でパートナーサイト数が約250万サイト、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における広告単価下落の影響もあって2015年12月期をピークに減益が続いており、2018年12月期の営業利益も前期比13.4%減と3期連続の減益を見込んでいる。ただ、営業利益率は13.4%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。アプリ・メディア事業などまだ収益化していない事業も抱えていることから全体の利益率は低いが、広告事業だけの営業利益率は2019年3月期第2四半期累計で約7%の水準となっており、増収増益で推移している。パリュウコマースはヤフー<4689>の子会社であり、2018年9月時点のパートナーサイト数は72万サイト、広告主数は1,483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割強と高いことが特徴で、営業利益率も2018年12月期見込みで16%台と高く、増収増益見通しとなっている。

これら上場企業の中で、インタースペースのインターネット広告事業の営業利益率を見ると、2018年9月期で2.5%と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、提携サイト、広告主開拓のためのコスト、新規事業開発コストなどを積極的に投下していること、期の後半にかけて一部商材が広告規制の影響を受け失速したことなどが要因となっている。前述したとおり、2019年9月期も収益性に関しては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収益性も向上していくものと弊社では見ている。

なお、株価指標では2019年9月期の予想PERで29倍台と、4社の中で2番目に高い水準だが、EV/EBITDA倍率では7.69倍とファンコミュニケーションズに次ぐ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。直近の業績状況が厳しいため、EV/EBITDA倍率が低評価となっていることは致し方ない面もあるが、前述した重点施策が順調に進めば成長ポテンシャルも大きいだけに、今後、収益トレンドの転換が見通せる状況になれば、EV/EBITDA倍率も見直される可能性がある。

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 (%)	EPS	PER (倍)	EV/ EBITDA (倍)
同社 <2122>	18/9期	28,212	1.7	799	-25.6	2.8	75.21		
	19/9期予	27,200	-3.6	600	-24.9	2.2	51.60	29.5	7.69
ファンコミュニケーションズ <2461>	17/12期	39,102	4.2	5,749	-1.3	14.7	55.06		
	18/12期予	38,293	-2.1	4,979	-13.4	13.4	45.57	15	6.77
アドウェイズ <2489>	18/3期	41,501	-2.0	299	-5.2	0.7	0.26		
	19/3期予	43,000	3.6	750	150.5	1.7	9.03	56	11.14
パリュウコマース <2491>	17/12期	16,889	-3.5	2,223	140.9	13.2	31.40		
	18/12期予	19,810	17.3	3,270	47.1	16.5	67.61	21.1	10.36

注：予想は直近会社予想。PERは11月27日終値を基に算出。

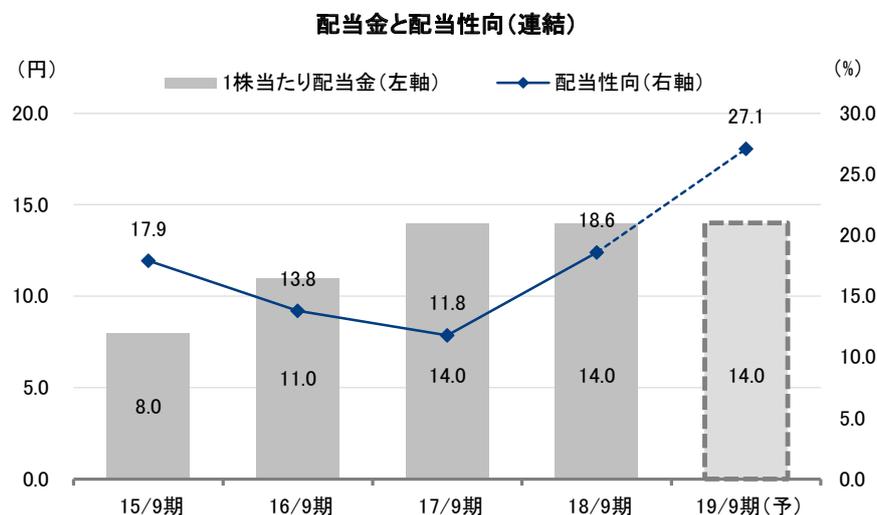
EV/EBITDA=(株式時価総額+直近四半期の有利子負債-現預金・有価証券)÷(18年度予想営業利益+償却費)

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。2019年9月期は前期比横ばいの14.0円（配当性向27.1%）を予定している。業績が今後拡大に転じ、配当性向の水準が低下すれば、配当についても増配が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り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。

#### 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”の指数値及び商標は、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。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いたします。

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