

|| 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6月14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月期第2四半期累計業績	01
2. 2018年9月期業績見通し	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	05
■ 業績動向	05
1. 2018年9月期第2四半期累計業績の概要	05
2. 事業セグメント別の動向	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
■ アフィリエイト広告市場の見通しと同業他社比較	14
■ 株主還元策	16
■ 情報セキュリティ対策	16

■ 要約

アフィリエイトサービスの好調持続と M&A 効果により、 2018 年 9 月期業績は会社計画を上回る可能性

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 月期第 2 四半期累計業績

2018 年 9 月期第 2 四半期累計（2017 年 10 月 -2018 年 3 月）の連結業績は、売上高で前年同期比 8.2% 増の 14,040 百万円、営業利益で同 5.3% 増の 494 百万円と増収増益となり、会社計画どおりの進捗となった。主力のインターネット広告事業の売上高が e コマース、人材派遣関連を中心に前年同期比 7.4% 増と順調に拡大したほか、海外子会社の収益も着実に改善が進んだこと、また、メディア運営事業についても主力の「ママスタジアム」の広告収入増や、2018 年 2 月に連結子会社化した 4MEEE（株）の貢献によって収益が拡大した。4MEEE はファッションや美容などの女性向けメディア「4MEEE（フォーミー）」や主婦・ママ向けメディア「4yuuu!（フォーユー）」を運営している会社で、「ママスタジアム」とのシナジーが期待できることから子会社化した。

2. 2018 年 9 月期業績見通し

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 百万円と期初計画を据え置いている。経常利益では前期に計上した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、売上高、営業利益ともに過去最高を更新する見通しだ。第 3 四半期以降もインターネット広告事業の好調が続いているほか、期初計画には織り込んでいなかった 4MEEE も受注が好調で業績の上乗せ要因となる。なお、2017 年秋以降の ITP※問題によるアフィリエイト広告への影響については、当第 1 四半期の増収率が鈍化するといった影響が出たが、システム対応に迅速に取り組んだことで第 2 四半期には前年比 2 ケタ増収と勢いを取り戻しており、第 3 四半期以降も好調を継続しているようだ。

※ Intelligent Tracking Prevention の略。2017 年 9 月にリリースされたアップルの基本ソフト「iOS11.0」並びにブラウザ「Safari11.0」において、サードパーティーのクッキー情報が 24 時間を超えると消去される機能（トラッキング防止機能）が搭載されたため、24 時間を超えた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、成果報酬額が実際よりも減少するといった状況が生じていた。

要約

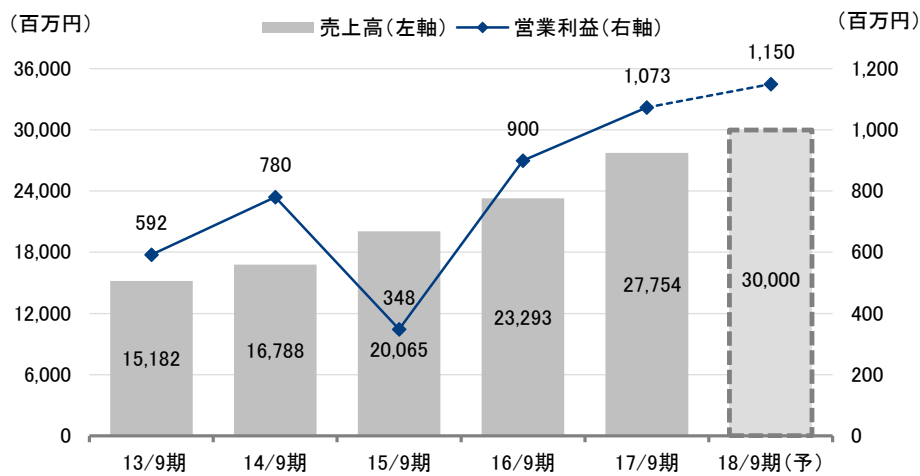
3. 成長戦略

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を打ち出している。インターネット広告事業では、2018年4月にリアルアフィリエイト事業を分離し、(株)ストアフロントとして分社化した。自社商品の企画開発や販路開拓など機動的に進めていくことで、リアルアフィリエイト事業の拡大を目指していく。また、ネイティブ広告のコンテンツレコメンデーションプラットフォーム「X-Lift (クロスリフト)」によるネイティブ広告運用の拡大や、東南アジア、台湾など海外でのアフィリエイト広告サービスの拡大を推進していく。メディア運営事業では、「ママスタジアム」や「4MEEE」などの女性をターゲットとしたメディア運営やゲームコンテンツの海外配信などにより収益を拡大していく戦略だ。その他、エンジニアの増員による新規事業の開発も進めており、今後の収益貢献が期待される。

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
- ・アフィリエイト広告は好調持続、SFAは子会社化により事業拡大を進めていく方針
- ・開発力強化による新規事業創出と海外事業の育成で更なる成長目指す

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

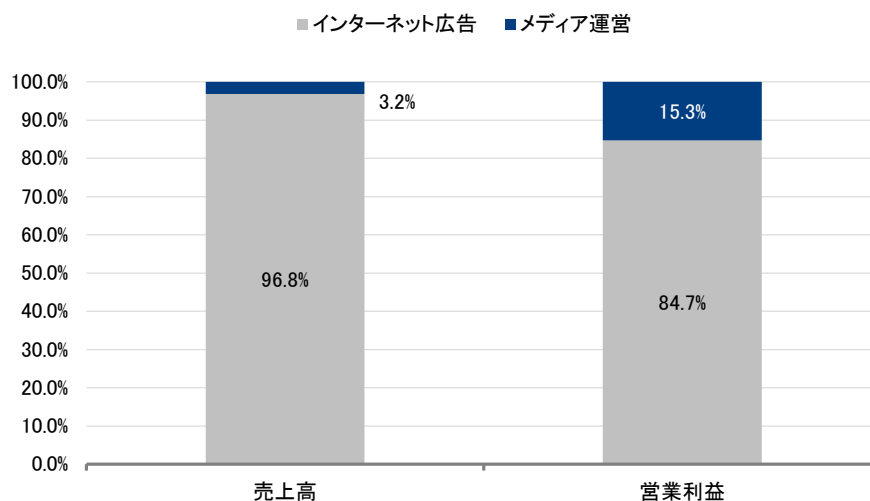
アフィリエイトサービスとメディア運営事業を展開

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。2018年9月期第2四半期累計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96.8%、営業利益の84.7%を占める主力事業となっている。

グループ連結子会社は2018年5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)の全株式を取得(取得価額60百万円)、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、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の更なる拡大を目指している。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の更なる成長を目指すためとしている。自社商品の企画開発など今まで以上に積極的に推進するため、機動的な経営体制を構築することにした。

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。2018年3月末の連結従業員数は前年同期比38名増の404名となっている。

事業セグメント別構成比(2018年9月期第2四半期累計)



出所：決算短信よりフィスコ作成

事業概要

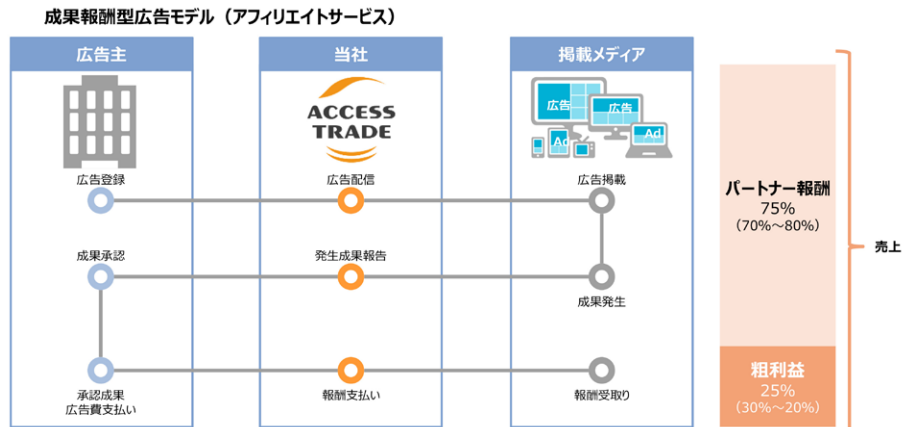
1. インターネット広告事業

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。

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3月末時点で約54万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。

事業概要

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990万人超（2018年9月期第2四半期）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%以上と高い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っている。

業績動向

アフィリエイトサービスの好調により、 2018年9月期第2四半期累計業績は半期ベースで過去最高を連続更新

1. 2018年9月期第2四半期累計業績の概要

2018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8.2%増の14,040百万円、営業利益が同5.3%増の494百万円、経常利益が同5.5%増の491百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同11.3%増の310百万円となり、上期としては過去最高を更新した。

当第1四半期はITP問題の影響により、主力のアフィリエイト広告の増収率が前年同期比4.2%増と一時的に減速したものの、システム対応に迅速に取り組んだことが奏効し、第2四半期には同11.4%増と増収率が回復しており、ITP問題による売上げへの影響は軽微にとどまったと考えられる。また、メディア運営事業もWebメディア、ゲームコンテンツともに2ケタ増収と好調に推移したほか、第2四半期に新たに加わった4MEEEの業績も寄与した。営業利益は、新規事業の開発投資（主に人件費）や広告宣伝費等が増加したものの、増収効果でカバーし、結果、売上高、営業利益ともにほぼ会社計画どおりの進捗となった。

業績動向

なお、売上原価率が前年同期の 82.3% から 82.9% に上昇したが、これは従来、販管費に計上していた開発エンジニアの人件費の一部を当期より売上原価に振り替えたためで、影響額は約 1 億円となっている。同影響を除けば売上原価率は前年同期比で若干低下しており、逆に販管費率が上昇したことになる。

2018年9月期第2四半期累計連結業績

(単位：百万円)

	17/9 期 2Q 累計		期初計画	18/9 期 2Q 累計			
	実績	売上比		実績	売上比	前年同期比	期初計画比
売上高	12,979	-	14,000	14,040	-	8.2%	0.3%
売上原価	10,683	82.3%	-	11,640	82.9%	9.0%	-
販管費	1,825	14.1%	-	1,906	13.6%	4.4%	-
営業利益	469	3.6%	500	494	3.5%	5.3%	-1.1%
経常利益	465	3.6%	500	491	3.5%	5.5%	-1.8%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	278	2.1%	345	310	2.2%	11.3%	-10.1%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

e コマース、SFA が前年同期比 2 ケタ増収と好調に推移

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年同期比 7.4% 増の 13,592 百万円、営業利益は同 1.7% 増の 418 百万円となった。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 7.9% 増の 10,863 百万円、SFA が同 13.9% 増の 2,149 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 17.4% 減の 580 百万円となった。

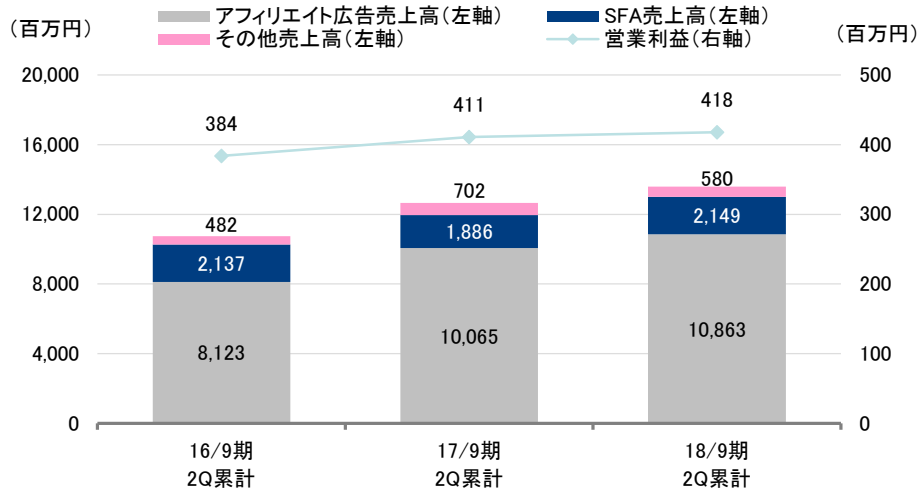
アフィリエイト広告に関しては、第 1 四半期に ITP 問題で売上げが減速した影響により増収率が 1 ケタ台にとどまったものの、基調そのものは好調に推移したと言える。アフィリエイト広告のカテゴリー別売上高の前年同期比増減率を見ると、e コマースが 27% 増、金融・保険が微増、サービスが 3% 増となっている。e コマースは「コスメ、サプリメント」が一部の広告規制等の影響により減少したものの、引き続き健康食品が大幅伸長した。金融・保険に関しては微増にとどまったが、FX 関連が堅調に推移したほか仮想通貨案件の伸長により金融カテゴリーは 18% 増となった。

SFA についてはセキュリティ商品の販売が好調だったほか、不動産販売代理店等の販路拡大を進めたことにより、2 年ぶりに増収に転じている。また、その他については減収となったものの、注力中の「X-Lift」によるネイティブ広告については前年同期比で 6 倍増と順調に拡大した。ニューラルネットワークを活用した配信アルゴリズムを新たに採用したことで配信効率が大幅に向上し、売上増につながった。

インタースペース | 2018年6月14日(木)
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

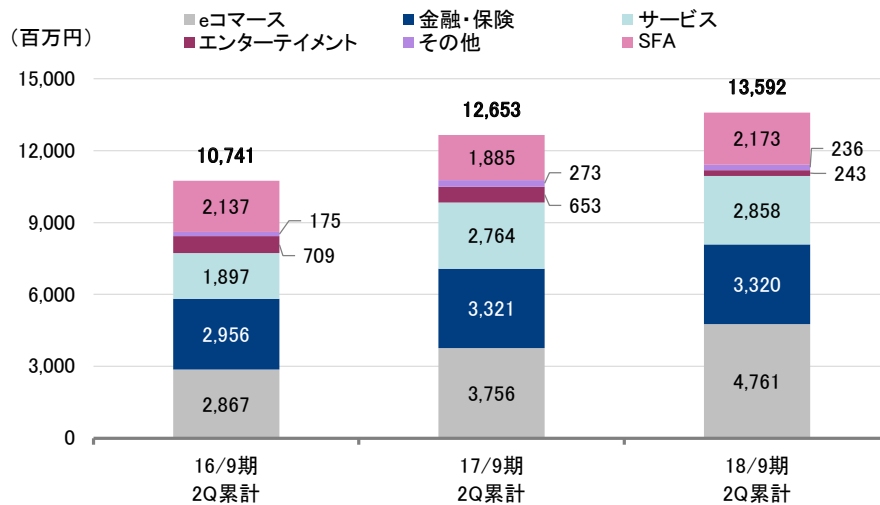
業績動向

インターネット広告事業の業績推移



出所：決算短信、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

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併会社で展開しているアフィリエイトサービスが順調に拡大し、当第2四半期累計の売上高は前年同期比で約3倍増となった。インドネシアとタイを合わせた売上高は2億円強となっている。2017年9月から取り扱いを開始したLINEポイントとの広告連携が進んでおり、好調の要因となっている。損益的には合併会社のベトナムが既に黒字化しているほか、タイも第2四半期に黒字化するなど着実に改善が進んでいる。タイとインドネシア合計の営業損失額は数百万円程度と順調に縮小している。

業績動向

広告プログラム数（2018年9月期第2四半期）で見ると、3ヶ国合計で約270プログラムと前年同期の約180プログラムから順調に増加している。ベトナムでは旅行関連やeコマース、インドネシアではeコマース、タイでは金融ジャンルの案件が好調に推移している。

また、前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の顧客の取扱いが増加している。売上規模としては月間1千万円弱程度まで拡大していると思われる。さらに、新たな取り組みとして台湾向けに越境ECのアフィリエイトサービスも開始している。台湾では越境EC市場が急成長中で、日本で取り扱っている健康食品等の台湾での販売を目的としたアフィリエイト広告を台湾で配信している。

※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。

なお、営業利益の伸び率が1.7%増にとどまったが、主に新規事業等の開発投資や広告宣伝費が増加したことが主因となっている。また、ITP問題に対する自社システムの対応は完了しており、クライアント側も第2四半期末時点で50%まで対応が完了（5月時点では60%）している。

(2) メディア運営事業

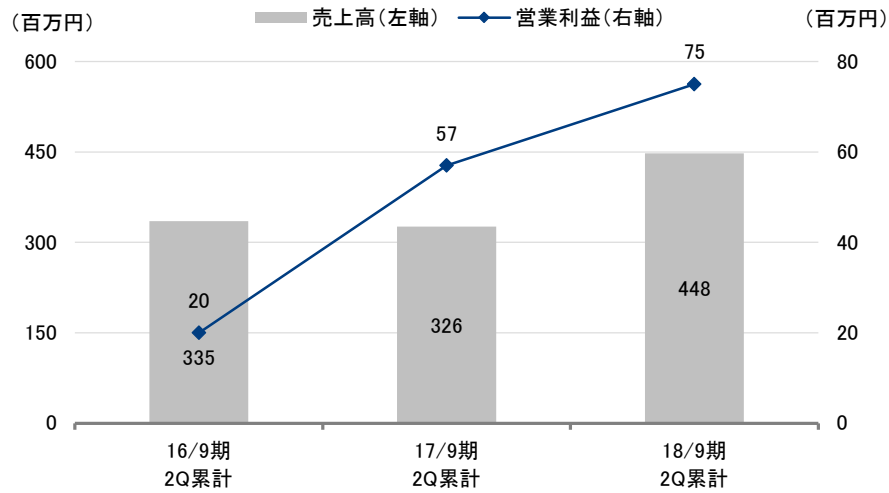
メディア運営事業の売上高は前年同期比37.4%増の448百万円、営業利益は同31.0%増の75百万円となった。売上高の内訳を見ると、Webメディア事業については前年同期比54%増の218百万円、コンテンツ事業については同23%増の223百万円といずれも好調に推移した。

Webメディア事業のうち主力の「ママスタジアム」については、SNS等の運用を強化しユーザーへのリーチを上げたことにより、当第2四半期の月間UU数が990万を突破（前年同期は650万）するなど右肩上がりの伸びが続いており、媒体価値の向上に伴ってタイアップ広告の受注も拡大し、2ヶタ増収と好調に推移した。加えて、2018年2月より子会社として加わった4MEEEにおいて大手メーカーからタイアップ広告などの引き合いが旺盛で、売上高として約45百万円、営業利益で約20百万円の増額要因となった。なお、「4MEEE」「4yuuu!」の月間UU数は約200万UUとなっている。

一方、ネイティブアプリ等を提供するコンテンツ事業については、女性向け恋愛ゲームが欧州向けに引き続き好調にダウンロード数を伸ばしており、増収のけん引役となっている。

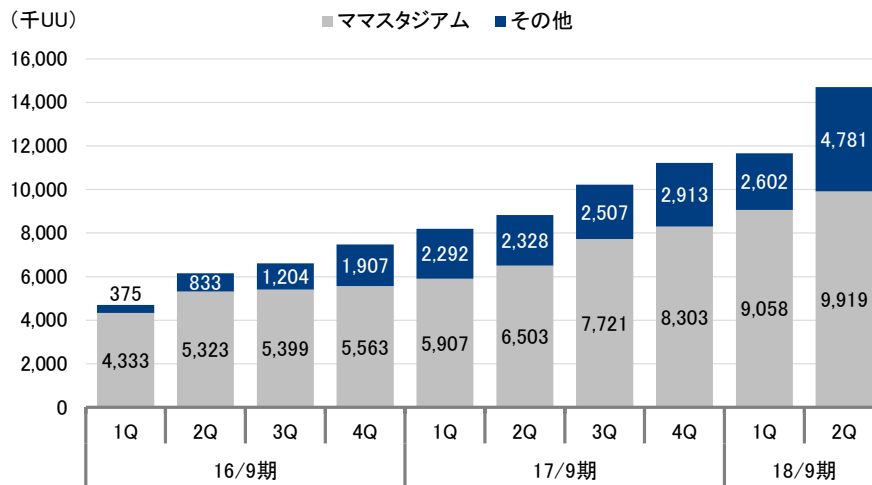
業績動向

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

3. 財務状況と経営指標

2018年9月期第2四半期末の財務状況について見ると、総資産は前期末比30百万円増加の8,886百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では現金及び預金が261百万円減少した一方で、売掛金が172百万円増加した。固定資産では本社の内部造作に伴い有形固定資産が42百万円増加した。

負債合計は前期末比170百万円減少の4,456百万円となった。未払法人税等が110百万円、買掛金が66百万円減少したことが主因となっている。純資産は同200百万円増加の4,430百万円となった。親会社株主に帰属する四半期純利益310百万円を計上し、剰余金の配当として94百万円を支出した。

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47.7%から49.8%に上昇した。無借金経営で現金及び預金の残高も40億円弱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。

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2Q	増減
流動資産	5,227	6,650	7,750	7,720	-29
（現金及び預金）	2,335	3,483	4,174	3,912	-261
固定資産	1,115	1,014	1,106	1,166	60
総資産	6,343	7,665	8,856	8,886	30
流動負債	3,263	4,108	4,552	4,383	-169
固定負債	58	71	74	73	-0
負債合計	3,321	4,180	4,627	4,456	-170
（有利子負債）	-	-	-	-	-
純資産	3,021	3,484	4,229	4,430	200
主要経営指標					
（安全性）					
流動比率	160.2%	161.9%	170.2%	176.1%	5.9pt
自己資本比率	47.6%	45.5%	47.7%	49.8%	2.1pt
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%		
ROE（自己資本利益率）	10.5%	16.7%	20.9%		
売上高営業利益率	1.7%	3.9%	3.9%		

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2018年9月期はM&A効果もあり会社計画を上回る可能性

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695百万円と期初計画を据え置いている。第2四半期までの進捗率は売上高で46.8%、営業利益で43.0%と直近3年間の平均進捗率（売上高で46.6%、営業利益で42.4%）とほぼ同水準の進捗となっている。ただ、2018年9月期は第1四半期がITPの影響で売上が伸び悩んでいたこと、また、会社計画に織り込んでいない4MEEEの業績が加わること、第3四半期以降もアフィリエイト広告の好調が続いていることなどから、通期の会社計画は若干上回る可能性があるとして弊社では見ている。

なお、会社計画では営業利益の増減要因として、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利益改善で1億円の増益を見込む一方で、メディア事業は横ばい、新規事業に関する投資費用で2億円の減益を見込んでいる。また、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191百万円がなくなるため減益で計画している。

2018年9月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	17/9期		18/9期			
	実績	前期比	計画	前期比	2Q累計実績	進捗率
売上高	27,754	19.2%	30,000	8.1%	14,040	46.8%
営業利益	1,073	19.2%	1,150	7.1%	494	43.0%
経常利益	1,291	43.3%	1,150	-10.9%	491	42.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	804	48.4%	695	-13.6%	310	44.6%
1株当たり当期純利益(円)	118.59		102.46		45.74	

出所：決算短信よりフィスコ作成

アフィリエイト広告は好調持続、 SFAは子会社化により事業拡大を進めていく方針

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10%増の297億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。

インタースペース | 2018年6月14日(木)
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

今後の見通し

アフィリエイト広告については、e コマースや人材派遣が引き続きけん引役となるほか、エステについても主要顧客の復活により第3 四半期以降回復が見込まれる。一方、仮想通貨関連は第3 四半期に入って動きが沈静化しているものの、市場環境の整備が進んで顧客獲得競争が活発化すれば再度、売上増に貢献してくるものと予想される。同社では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。

一方、SFAについては2018年4月に子会社のストアフロントを設立し、機動的な経営体制にすることで事業の拡大を推進していく。自社商品として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）の販売を開始したほか、店舗での対面型広告販売モデルで需要が見込まれる新商品の開発も積極的に進めていく。販売については月額利用料で徴収するストック型ビジネスを中心に展開していく予定で、携帯電話販売店以外の他の業界（不動産、サービス業等）の開拓にも注力していく方針となっている。

その他売上げとしては、「X-Lift」によるネイティブ広告の販売をさらに拡大していく計画となっている。2018年1月より、「X-Lift」においてAIを活用したアドフラウド※対策ツール「SpiderAF」の導入を開始したこともあり、当第2 四半期の売上高は前四半期比で約2倍に拡大するなど売上高も顕著に拡大し、当第3 四半期以降も右肩上がりの成長が期待される。今後はブランディング広告の需要をいかに取り込んでいけるかがポイントとなる。通期の売上高は前期比2.4倍増の6億円、損失額も縮小する計画となっている。損益面では黒字化までもう一步の所まで来ており、順調に売上が拡大していけば2019年9月期には黒字化できる状況となっている。

※ bot などを使い無効なインプレッションやクリックによって広告費用を騙し取る不正広告のこと

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3～4億円程度となる見通し。営業利益ではタイで若干黒字化し、インドネシアも損失額が縮小する見込みで、合わせて数千万円程度の増益要因となる。また、台湾での越境ECアフィリエイト広告も期待できるほか、CJの顧客であるグローバル企業（健康器具やアパレル企業等）の東南アジアや国内でのアフィリエイト広告も引き続き増加するものと予想される。

なお、ITP問題への対応についてメディアパートナーへのトラッキングツールの導入が、2018年5月現在で約60%まで進んでおり、売上への影響はほぼなくなっている状況にある。

(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5%増の約7億円を計画している。ただ、同数字には4MEEEの売上高は含まれておらず、「ママスタジアム」による広告収入増やゲームコンテンツの売上増だけの数字となる。4MEEEについては女性をターゲットとしたメディア運営に特化していることから、化粧品メーカーなどからブランディング広告やタイアップ広告などの引き合いが増加しており、通期売上高で3億円程度、営業利益で40～50百万円が見込まれる。のれんもないため利益はそのまま上積み要因となる。一方、「ママスタジアム」についてもここ最近では大手企業からオウンドメディアへのWeb連動広告の提供、あるいはリアル店舗誘導型広告などのプロモーション案件などが増えてきており、今後も増収基調が続くものと予想される。

今後の見通し

また、同社は新規メディアの開発、もしくは M&A に関しても引き続き検討している。ターゲットとしては「ママスタジアム」が子育てす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や女性性をターゲットとしたものを検討している。2017年10月には(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」の提供を開始しており、今後も有望なメディアを育成しながら、「ママスタジアム」等とのシナジーにより事業を拡大していく方針となっている。

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・ローリターンビジネスモデルで、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と海外事業の育成で更なる成長目指す

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。

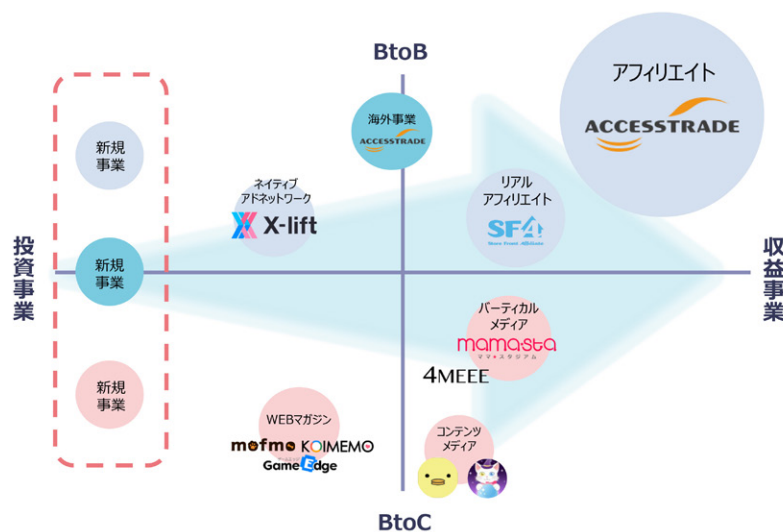
※ 同ストック・オプションは株式数で19万株相当となり希薄化率は2.7%となる。行使期間は2021年1月以降となっており、行使条件が達成された段階では企業価値(=時価総額)も上昇していることが予想されるため、既存株主にとっては影響がないものと考えられる。

同社は今後も持続的な収益拡大を実現していくために、「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、現在60名弱いるエンジニアをさらに増員していく方針となっている。2018年3月末の連結従業員数は404名で、エンジニアの比率は15%程度となるが、同社はこの比率を中長期的に30~40%まで引き上げていくことを目指している。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、エンジニアの増員による既存事業の強化、並びに新規事業の創出を目指す方針となっている。

中長期の成長戦略

最近では ITP 問題への対応策としてトラッキングツールの開発を早急に行い、マイナス影響を最小限にとどめたほか、データ分析に基づく需要予測システムを開発し、アフィリエイト広告の営業活動に生かすなど、その成果も見え始めている。また、新規事業については 2020 年までに 5 事業、2023 年までに 15 事業の立ち上げを目指している。なお、海外事業については現在、東南アジア 4 ヶ国（ベトナム、タイ、インドネシア、シンガポール）と台湾でサービス展開している。現在、1% 程度の売上構成比を早期に 10% 程度まで引き上げていくことを目標としている。

事業のポジショニング



出所：決算説明会資料より掲載

■ アフィリエイト広告市場の見通しと 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6月14日(木)
 2122 東証マザーズ | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

アフィリエイト広告市場の見通しと同業他社比較

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3月時点でパートナーサイト数が241万サイト、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ITP問題や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低迷しており、2018年12月期の営業利益は前期比13.0%減と2期連続の減益を見込んでいる。ただ、営業利益率は13%と高く、高収益性は維持している。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。海外事業やアプリ・メディア事業などまだ収益化していない事業を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2018年3月期で約6%の水準となっている。パリュウコマースはヤフー<4689>の子会社であり、2018年3月時点のパートナーサイト数は70万サイト、広告主数は1,539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13%台と高い。

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月期第2四半期累計で3.1%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などが要因と見られる。ただ、海外事業については売上増に伴い収益性が改善し始めていること、国内ではデータ分析に基づく営業活動を開始するなど、生産性の向上が見込めること等から、今後の利益率向上余地は大きいと弊社では見ている。

なお、株価指標では2018年度の予想PERでは21倍と他3社と比較して特段の割安感は見られないものの、EV/EBITDA倍率で7.7倍台と他3社と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だが、同社の業績は今後も増収増益が続く見通しであることから、EV/EBITDA倍率も見直される余地はある。

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>	17/9期	27,754	19.2	1,073	19.2	3.9	118.59		
	18/9期予	30,000	8.1	1,150	7.1	3.8	102.46	21.0	7.76
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	38,500	-1.5	5,000	-13.0	13.0	45.13	16.6	7.86
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	42,000	1.2	500	67.0	1.2	4.90	100.4	14.06
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	18,800	11.3	2,450	10.2	13.0	51.85	32.8	17.23

注：予想は直近会社予想。PERは5月18日終値を基に算出。

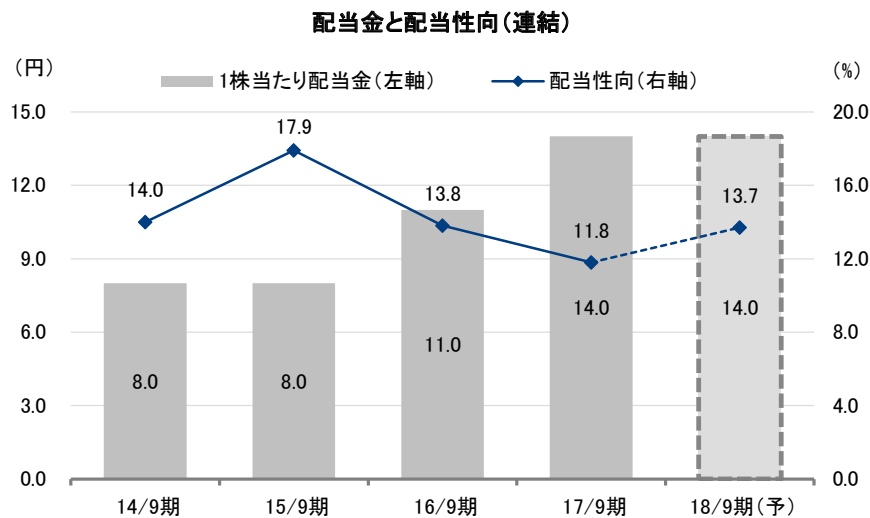
EV/EBITDA=(株式時価総額+直近四半期の有利子負債-現預金・有価証券)÷(18年度予想営業利益+償却費)

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。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けば、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。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