

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 12 月 1 日 (木)

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. 2022 年 9 月期の業績概要	01
2. 2023 年 9 月期の業績見通し	01
3. 成長戦略	01
■ 事業概要	02
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 月期の業績概要	07
2. 事業セグメント別の動向	10
3. 財務状況と経営指標	14
■ 今後の見通し	16
1. 2023 年 9 月期の業績見通し	16
2. 成長戦略	19
■ 同業他社比較	20
■ 株主還元策	22

要約

メディア事業が着実に成長、 2023 年 9 月期も堅実な収益拡大を目指す

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。

1. 2022 年 9 月期の業績概要

2022 年 9 月期の連結業績は、売上高で 7,123 百万円、営業利益で 1,067 百万円といずれも会社計画（売上高 7,000 百万円、営業利益 950 百万円）を上回って着地した。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が見かけ上減少しているが、従来会計基準の売上高に近似する取扱高ベースで見れば前期比 9.7% 増の 25,396 百万円と 3 期振りの増収に転じており、営業利益も同 120.6% 増と過去最高益（2017 年 9 月期の 1,073 百万円）に次ぐ水準まで回復した。インターネット広告事業では、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）で低迷していたサービス分野（人材派遣・エステ）の需要が回復したほか、海外グローバル企業の案件が増加したこと、ストアフロントアフィリエイトで継続課金型商材が順調に積み上がったこと、人件費を中心に販管費を抑制できたことなどが増収増益要因となった。一方、メディア運営事業については主力の「ママスタ」を中心に運営メディアの PV 数が順調に伸び、広告収入増により増収増益となった。

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 百万円となる見通し。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が、成長基盤強化に向けたプロモーションや IT 投資を行う予定にしており、堅実な成長を見込んでいる。インターネット広告事業では、他社広告商材の取り扱いを 2022 年 12 月までに終了することで約 2 億円の減収影響を見込んでいるが、EC 分野のリピート通販やサービス分野、ストアフロントアフィリエイトの伸長によりカバーする。また、海外事業は 2 割以上の高成長を目指す。メディア運営事業では、「ママスタ」が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増収減益を見込んでいるが、その他メディアの伸長によりカバーしていく方針だ。全般的には費用を保守的に見積もっている印象があり、国内景気が今後一段と冷え込むようなことがなければ、会社計画の達成は可能と弊社では見ている。

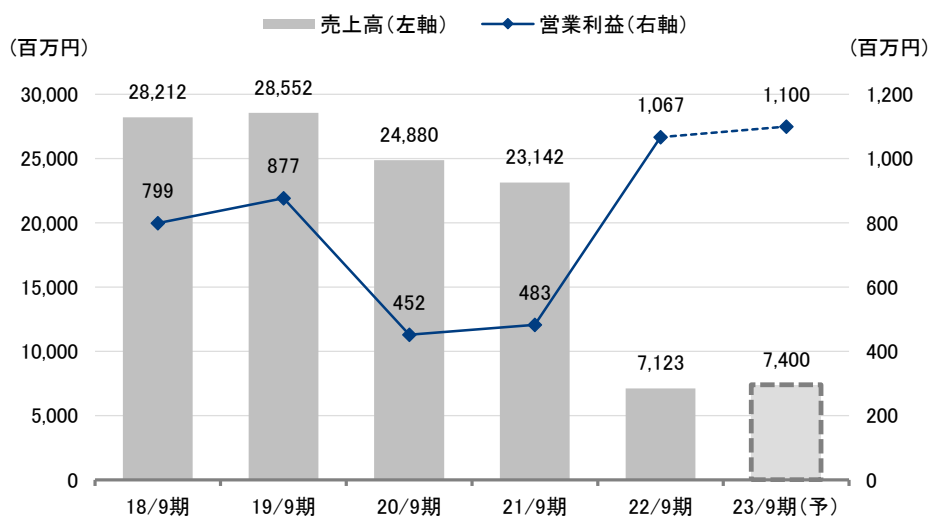
3. 成長戦略

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のに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、海外ネットワーク拡大に取り組み、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、転職ファインダー等）の強化に取り組んでいく方針だ。

Key Points

- ・ 2022 年 9 月期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、営業利益が 2.2 倍増に
- ・ 2023 年 9 月期の営業利益は 6 期ぶりに過去最高を更新へ
- ・ 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

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

インターネット広告事業とメディア運営事業を展開

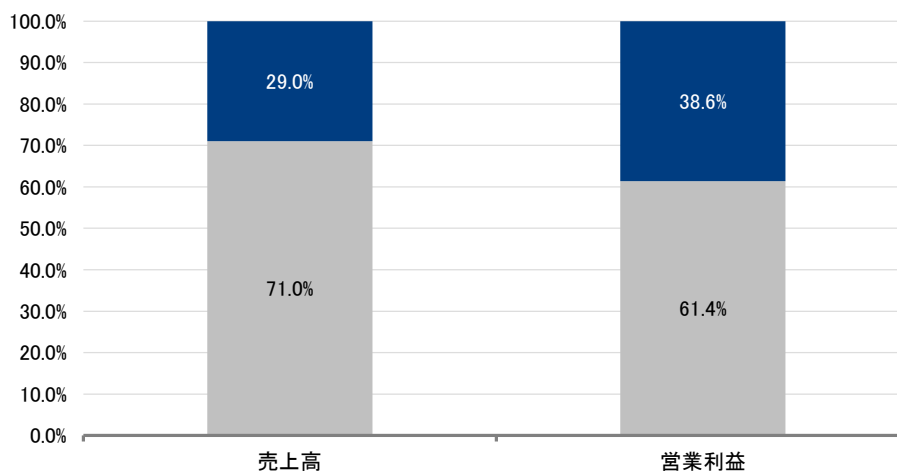
同社は 1999 年にインターネット広告事業を主目的に設立され、現在はアフィリエイト広告を中心とするインターネット広告事業とメディア運営事業の 2 つの事業を展開している。2022 年 9 月期の事業セグメント別構成比では、インターネット広告事業が売上高で 71.0%※、営業利益で 61.4% を占めているが、ここ数年はメディア運営事業の収益力も高まっており、将来的に営業利益でインターネット広告事業と並ぶ水準まで拡大していくことを目指している。

※ 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）。

事業概要

事業別構成比(2022年9月期)

■ インターネット広告 ■ メディア運営



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。また、2022 年 9 月末時点の連結従業員数は 407 名で、うちインターネット広告事業で 309 名、メディア運営事業で 66 名、共通部門で 32 名となっている。

インタースペース
2122 東証スタンダード市場

2022 年 12 月 1 日 (木)
<https://www.interspace.ne.jp/ir/>

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

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

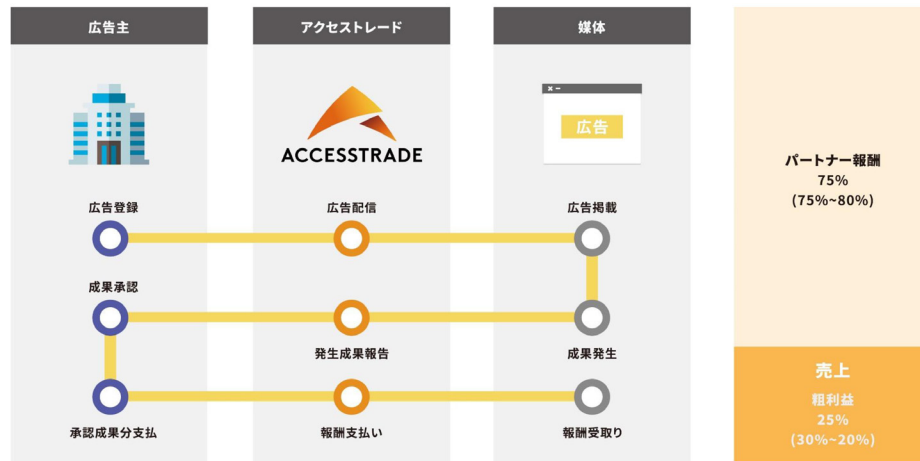
インターネット広告事業では、アフィリエイト広告を中心にリスティング広告なども取り扱っている。売上高の9割強はアフィリエイト広告による収入で、アフィリエイト運営事業者のなかで大手の一角を占めている。競合としては、ファンコミュニケーションズ<2461>のほかアドウェイズ<2489>、バリューコマース<2491>、レントラックス<6045>などがある。

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（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」等を適用し、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している。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

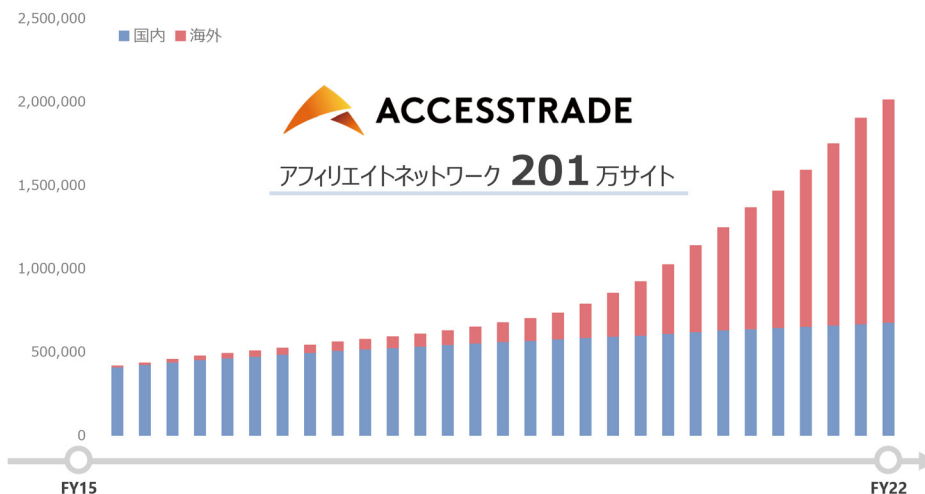
| アクセストレード（アフィリエイトサービス）



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、2022 年 9 月末時点で登録パートナー数は約 216 万サイト、稼働プログラム数は 4,727 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 140 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、売上高の 1 割弱は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、ストアフロントアフィリエイトの粗利益率は 15 ～ 25% (従来会計基準ベース) 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売上高の約 6 割を占める。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 1,360 万 UU、月間閲覧数で約 8.5 億 PV (2022 年 5 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」などがある。

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。比較・検討型メディアは規模がまだ小さく、掲載企業数の拡充とメディアへの集客力の強化が課題となっている。

インタースペース | 2022 年 12 月 1 日 (木)
2122 東証スタンダード市場 | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

事業概要

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

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、営業利益は 2.2 倍増に

1. 2022 年 9 月期の業績概要

2022 年 9 月期の連結業績は売上高で 7,123 百万円、営業利益で前期比 120.6% 増の 1,067 百万円、経常利益で同 106.9% 増の 1,292 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同 31.7% 増の 563 百万円となった。売上高は「収益認識に関する会計基準」等を適用していることから前期との比較はないが、従来会計基準の売上高に近似する取扱高ベースでは同 9.7% 増の 25,396 百万円となり、実質 3 期振りの増収となった。営業利益は 2 期連続増益となり、過去最高益（2017 年 9 月期の 1,073 百万円）に次ぐ水準まで回復した。

また、会社計画に対しても売上高、営業利益、経常利益ともに上回って着地した。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が計画を上回ったほか、原価率改善や一般管理費の抑制が想定以上に進んだことが上振れ要因となった。一方、親会社株主に帰属する当期純利益については、特別損失として減損損失 226 百万円※を計上したため計画を下回ったものの、全体的には回復トレンドが継続し、順調な決算だったと言える。

※「塾シル」を運営する子会社のユナイトプロジェクトで事業計画の遅延が生じていることから、将来の回収可能性を保守的に検討し、のれん 204 百万円を一括減損処理した。

インタースペース | **2022 年 12 月 1 日 (木)**
 2122 東証スタンダード市場 | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

業績動向

2022 年 9 月期連結業績

(単位：百万円)

	21/9 期		会社計画	22/9 期			
	実績	取扱高比		実績	取扱高比	前期比	計画比
取扱高	23,142	-	25,500	25,396	-	9.7%	-0.4%
売上高	-	-	7,000	7,123	-	-	1.8%
売上総利益	5,081	22.0%	-	5,946	23.4%	17.0%	-
販管費	4,597	19.9%	-	4,879	19.2%	6.1%	-
営業利益	483	2.1%	950	1,067	4.2%	120.6%	12.3%
経常利益	624	2.7%	1,100	1,292	5.1%	106.9%	17.5%
特別損益	8	-	-	-226	-	-	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	427	1.8%	720	563	2.2%	31.7%	-21.8%

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。22/9 期会社計画は 2021 年 4 月公表値。

22/9 期より「収益認識に関する会計基準」等を適用しているため、売上高の前期比は記載していない

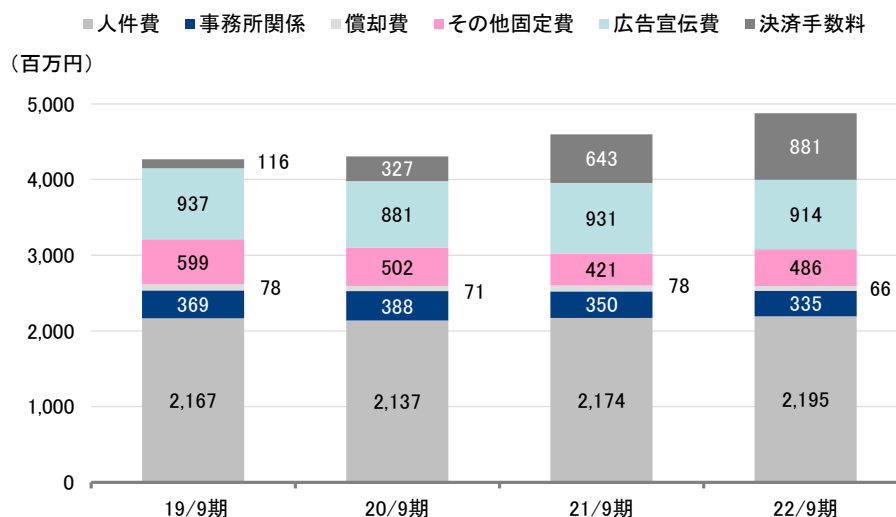
出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

売上高は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「ママスタ」を中心に広告収入が順調に伸長したことにより増収となった。取扱高比で見た売上総利益率は前期比 1.4 ポイント上昇の 23.4% となった。増収効果に加えて、インターネット広告事業において販売ミックスが改善したことが主因である。また、人件費等の固定費を抑制できたことで販管費率は同 0.7 ポイント低下の 19.2% となり、この結果、営業利益率は同 2.1 ポイント上昇の 4.2% となった。

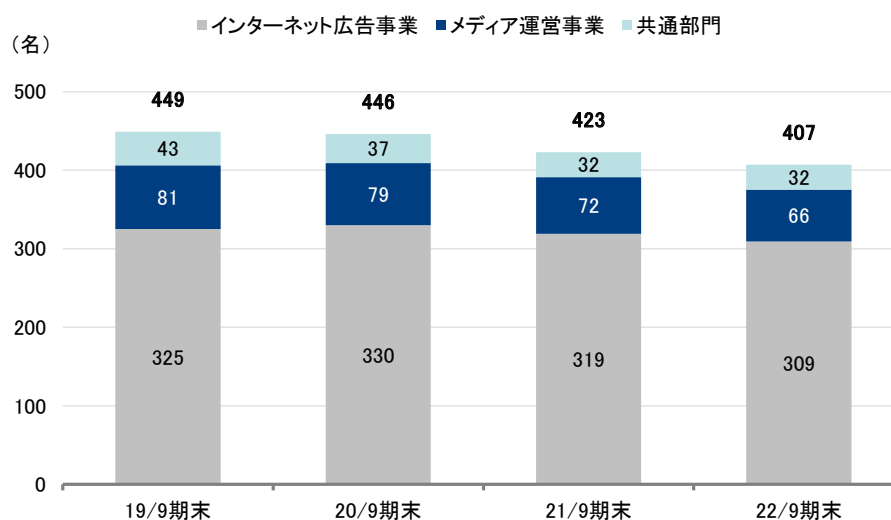
販管費は前期比で 281 百万円増加した。項目別に見ると、ストアフロントアフィリエイトにおける継続課金型商材の売上増加に連動した決済手数料が 238 百万円増加したが、広告宣伝費や固定費をほぼ前期並みの水準に抑えたことが販管費率の低下要因となった。人件費については、従業員数の減少（前期末比 16 名減の 407 名）により 21 百万円減少した。同社は各部門で生産性向上に取り組んでおり、人員規模についてはさらなる抑制が可能と見られる。このため、採用については引き続き絞り込む方針で、2023 年春の新卒採用は 4 名（前年は 3 名）を予定している。一方、営業外収支については同 84 百万円改善した。円安の進行により為替差損益が 50 百万円改善したほか、投資事業組合運用益が 15 百万円、持分法による投資利益が 6 百万円それぞれ増加したことによる。なお、持分法による投資利益はインターネット広告事業を展開するベトナムの関連会社によるもので、アフィリエイト広告市場の成長により収益拡大が続いている。

インタースペース | 2022 年 12 月 1 日 (木)
 2122 東証スタンダード市場 | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

業績動向

販管費の内訳


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

連結従業員数


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

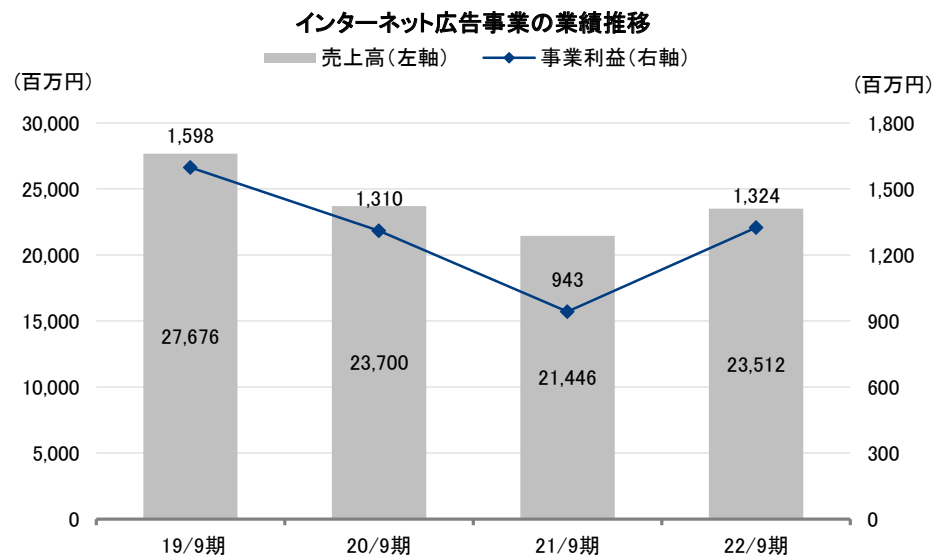
インターネット広告事業は収益性が改善し 3 期振りの増益に、 メディア運営事業は「ママスタ」が好調

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 4,563 百万円、取扱高ベースで前期比 9.6% 増の 23,512 百万円、事業利益※は同 40.3% 増の 1,324 百万円と 3 期振りの増収増益に転じた。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、回復に転じた。利益面では、採算性を重視した営業活動のほか、販売ミックスの改善、生産性向上などにより、事業利益率（対取扱高）は前期の 4.4% から 5.6% に上昇した。

※ 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。



注：22/9 期の売上高は取扱高を表記。

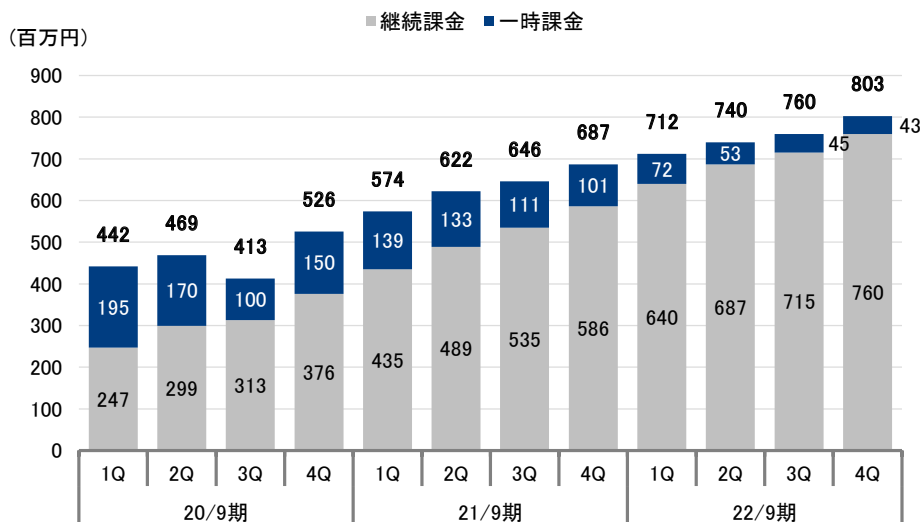
事業利益は社内共通費用配賦前の利益で、決算短信の事業セグメント利益とは異なる

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

国内アフィリエイト広告の取扱高は、前期比 9.4% 増の 22,918 百万円と 3 期振りの増加に転じた。カテゴリー別動向を見ると、コロナ禍で低迷していたサービス分野（人材派遣・エステ）の需要が回復したほか、採算の良い海外グローバル企業の案件がエンタメ系やデリバリー関連を中心に好調に推移した。一方、EC 分野で健康食品等の需要低迷により減少傾向が続いたほか、金融・保険分野でネット証券会社の口座開設案件の減少が響いて伸び悩んだ。

業績動向

ストアフロントアフィリエイトの取扱高は前期比 19.2% 増の 3,015 百万円と 2 ケタ成長が続いた。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 37.0% 増の 2,802 百万円となり、一時課金サービス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 4 四半期は前年同期比 29.7% 増の 760 百万円、全取扱高に占める比率も 94.6% 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を明らかにしたことで、同事業への影響が懸念されたものの、現時点ではその影響は出ていないようだ。同社は全国の「ドコモショップ」のうち、約 3 割の店舗にサービスを提供しているものの、削減対象と想定される小規模店舗には提供していないためだ。とは言え、来店客数が減少傾向であることは事実で、成長に向けて新たな商材の開発や販路開拓が課題となる。

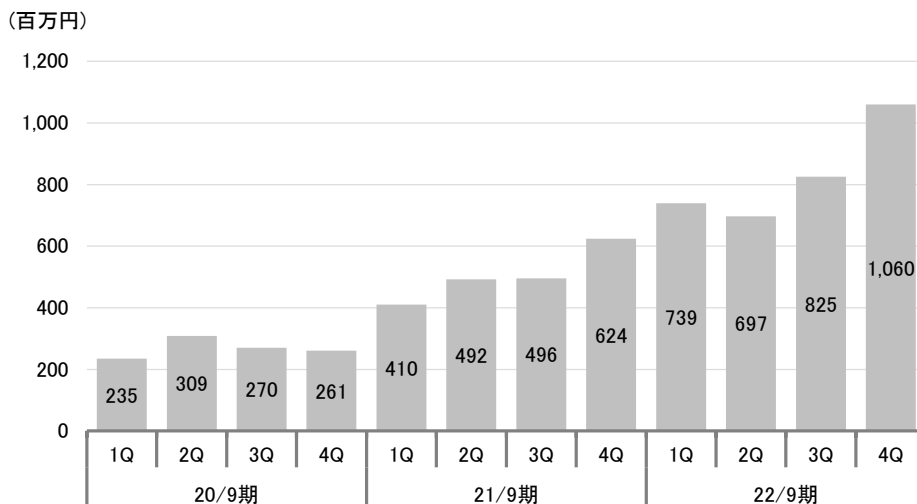
ストアフロントアフィリエイト取扱高内訳


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

また、海外事業の取扱高（ベトナム関連会社含む）は、前期比 64.2% 増の 3,321 百万円と大きく伸長し、四半期ベースでも右肩上がりの成長が続いている。東南アジアは、ナノ・マイクロインフルエンサーの獲得に注力した結果、パートナー数は前期末の 109 万件から 140 万件超に増加し、取扱高の拡大につながった。取扱高の 6～7 割を占めるベトナム関連会社が好調で、同事業の成長をけん引した。EC や金融分野を中心に取扱商材が増加しており、業界トップシェア（推定）、従業員は 200 名超に拡大した。一方、子会社については、インドネシアが黒字化したものの、マレーシア、シンガポールについては立ち上がりが遅延しており、4 社合計では営業損失（前期比では損失縮小）となっている。ただし、ベトナムの持分法による投資利益を含めた海外事業全体では黒字化した。

業績動向

海外アフィリエイト取扱高



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

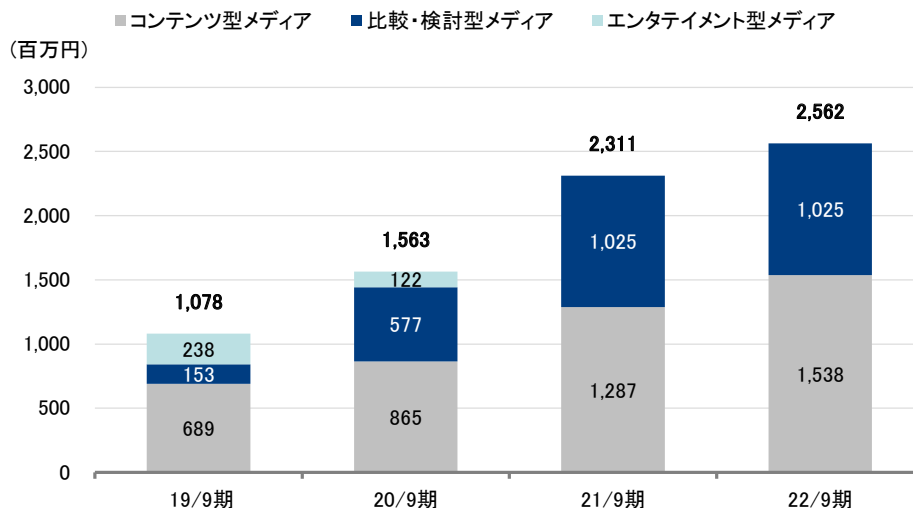
メディア運営事業の売上高（社内取引高含む）は前期比 10.8% 増の 2,562 百万円、事業利益※は同 78.8% 増の 582 百万円となった。コンテンツ型メディアの広告収益増加が寄与し、2 期連続で過去最高を更新した。主力の「ママスタ」では、連載漫画等を用いるなどコンテンツの充実に取り組んだことで PV 数が順調に伸びた。また「saita」では、「ママスタ」の成功モデル（記事配信ノウハウ等）を活用したことで、PV 数が前期比 3 倍増の 2,500 万 PV/ 月と急増した。

※ 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期比 19.5% 増の 1,538 百万円となった。一方、比較・検討型メディアは第 3 四半期まで前年同期比で減収が続いていたが、「派遣サーチ」や「転職 Finder」などの人材サービス系の回復が寄与し、第 4 四半期は前年同期比 13.8% 増の 281 百万円と 4 四半期ぶりに増収に転じた。通期でも前期比横ばいの 1,025 百万円となるなど、回復の兆しが見えている。「塾シル」については、掲載教室数が約 7,900 教室と子会社化時点の約 5,000 教室から着実に拡大しているものの、送客件数が伸び悩み、売上高は微増にとどまった。事業利益の内訳は、既存メディアが「ママスタ」を中心としたコンテンツ型メディアの伸長により同 43.1% 増の 767 百万円、新規事業への投資費用は同 25 百万円減の 185 百万円となった。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する方針である。

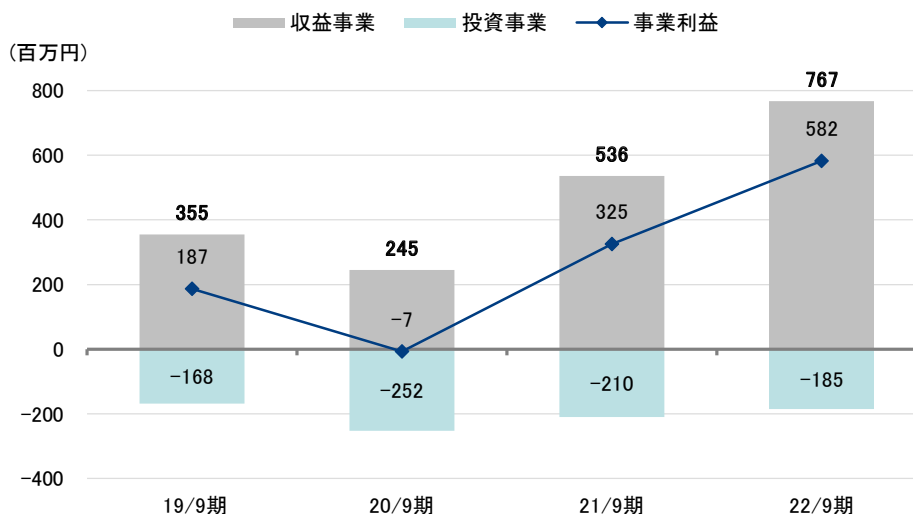
業績動向

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

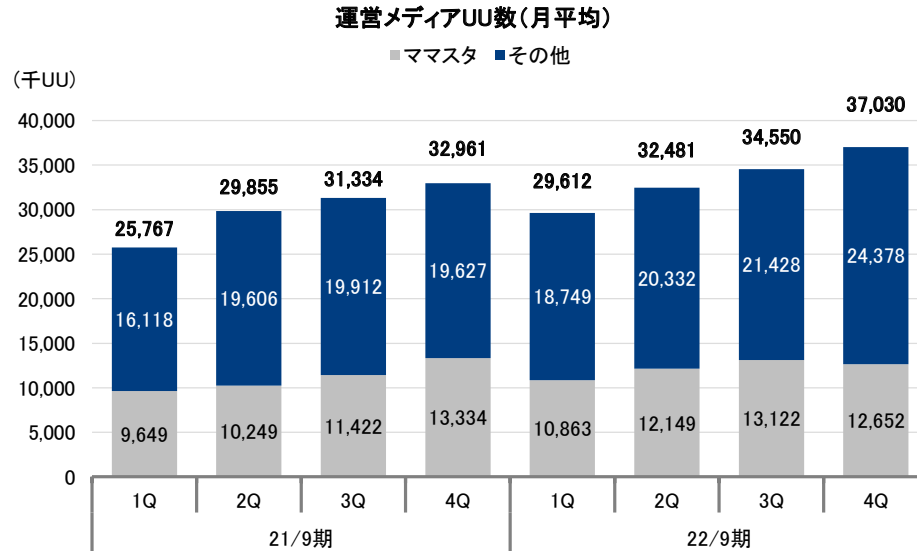


注：事業利益は社内共通費用配賦前の利益で、決算短信の事業セグメント利益とは異なる

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

運営メディアの四半期別 UU 数の動向を見ると、各四半期ともに前年同期比で 10% 前後のペースで伸長するなど着実に増加している。「ママスタ」の UU 数については、第 4 四半期に前年同期比 5.1% 減となったが、2022 年 10 月の PV 数は過去最高を更新しており、一時的な要因と見ている。期中平均の UU 数については「ママスタ」が前期比 9.3% 増、その他メディアが同 12.8% 増となっており、「ママスタ」をはじめ、その他メディアも順調に成長していることが窺える。

業績動向



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 M&A や株主還元に充当する意向

3. 財務状況と経営指標

2022 年 9 月期末の総資産は前期末比 786 百万円増加の 11,066 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 298 百万円増加したほか、期末にかけて売上高が伸長したことにより売掛金及び契約資産が 616 百万円増加した。また、固定資産では有形固定資産が 25 百万円、無形固定資産が 199 百万円それぞれ減少し、投資その他資産が 86 百万円増加した。なお、無形固定資産の減少はのれんを一括減損処理したことによる。

負債合計は前期末比 884 百万円増加の 5,711 百万円となった。流動負債で買掛金が 588 百万円、未払法人税等が 195 百万円それぞれ増加した。また、純資産合計は同 97 百万円減少の 5,355 百万円となった。主に親会社株主に帰属する当期純利益 563 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 428 百万円増加した一方、自己株式を 522 百万円取得したことによる。

経営指標を見ると、自己株式取得により自己資本比率が前期末の 53.0% から 48.4% に低下したものの、無借金経営で手元キャッシュも 57 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。収益性に関しては、ROA で 12.1%、ROE で 10.4% とそれぞれ 5 期振り、4 期振りに 10% 台に回復するなど収益力も回復してきた。従業員 1 人当たり営業利益についても 2.57 百万円と 5 期ぶりに 2 百万円超となり、生産性向上が収益力回復につながっていると言える。なお、同社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などを対象としているようだ。

インタースペース | 2022 年 12 月 1 日 (木)
 2122 東証スタンダード市場 | <https://www.interspace.ne.jp/ir/>

業績動向

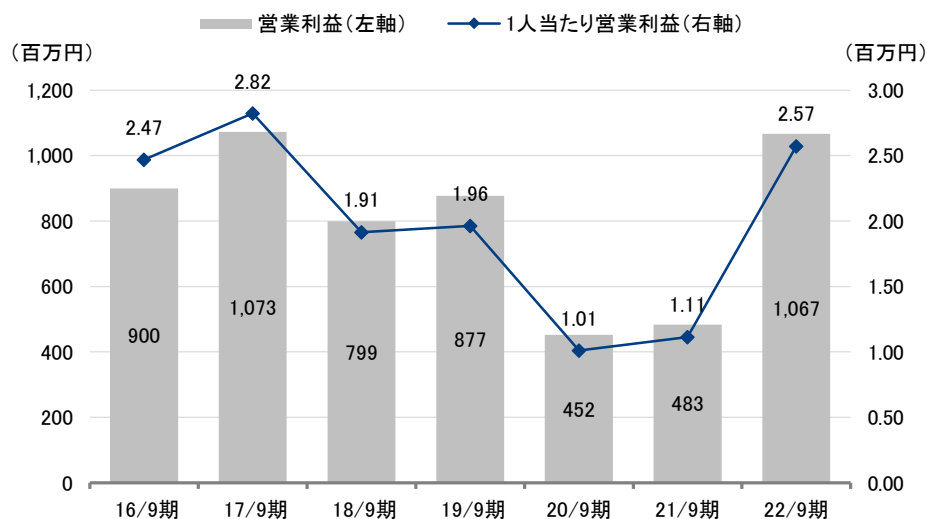
連結貸借対照表

(単位：百万円)

	19/9 期	20/9 期	21/9 期	22/9 期	増減額
流動資産	7,745	7,736	8,726	9,650	924
（現金及び預金）	4,403	4,348	5,457	5,756	298
固定資産	1,346	1,503	1,554	1,416	-137
総資産	9,091	9,239	10,280	11,066	786
流動負債	4,028	4,047	4,753	5,643	889
固定負債	79	69	73	68	-5
負債合計	4,108	4,117	4,827	5,711	884
（有利子負債）	-	-	-	-	-
純資産	4,983	5,121	5,452	5,355	-97
主要経営指標					
（安全性）					
自己資本比率	54.8%	55.4%	53.0%	48.4%	-4.6pt
有利子負債比率	-	-	-	-	-
（収益性）					
ROA（総資産経常利益率）	9.9%	5.3%	6.4%	12.1%	5.7pt
ROE（自己資本当期純利益率）	9.3%	5.1%	8.1%	10.4%	2.3pt
売上高営業利益率	3.1%	1.8%	2.1%	15.0%	12.9pt

出所：決算短信よりフィスコ作成

営業利益と1人当たり営業利益の推移



注：1人当たり営業利益＝営業利益÷（前期末と当期末従業員数の平均値）

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

今後の見通し

2023 年 9 月期の営業利益は 6 期ぶりに過去最高を更新

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、となる見通し。営業利益で 6 期振りの過去最高益更新を見込んでいる。同社は利益率の低い他社商品の販売停止を予定しており、影響額は取扱高で 15 億円弱、売上高で 2 億円弱の減収を予定している。ただし、利益率は自社商品と比較して 3 ～ 4 割程度低いいため、利益への影響は軽微としている。

2023 年 9 月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	22/9 期 通期実績	23/9 期			
		2Q 累計計画	前年同期比	通期計画	前期比
取扱高	25,396	-	-	25,900	2.0%
売上高	7,123	3,650	4.0%	7,400	3.9%
営業利益	1,067	540	-0.3%	1,100	3.0%
経常利益	1,292	580	-17.7%	1,200	-7.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	563	370	-17.3%	770	36.7%
1 株当たり当期純利益 (円)	85.62	58.95		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

営業利益率が若干低下するが、成長に向けたプロモーション投資や IT 投資を実施するほか、人件費の増加を見込んでいるためだ。全般的には費用を保守的に見積もっている印象があり、国内景気が今後一段と冷え込むようなことがなければ、会社計画の達成は可能と弊社では見ている。なお、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である。

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。

(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 2022 年 12 月までに終了することで約 2 億円の減収影響を見込んでいるため、実質的な伸び率は 7% 程度になる。売上総利益率は前期比横ばい水準と保守的に見ているほか、人件費の増加により、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。

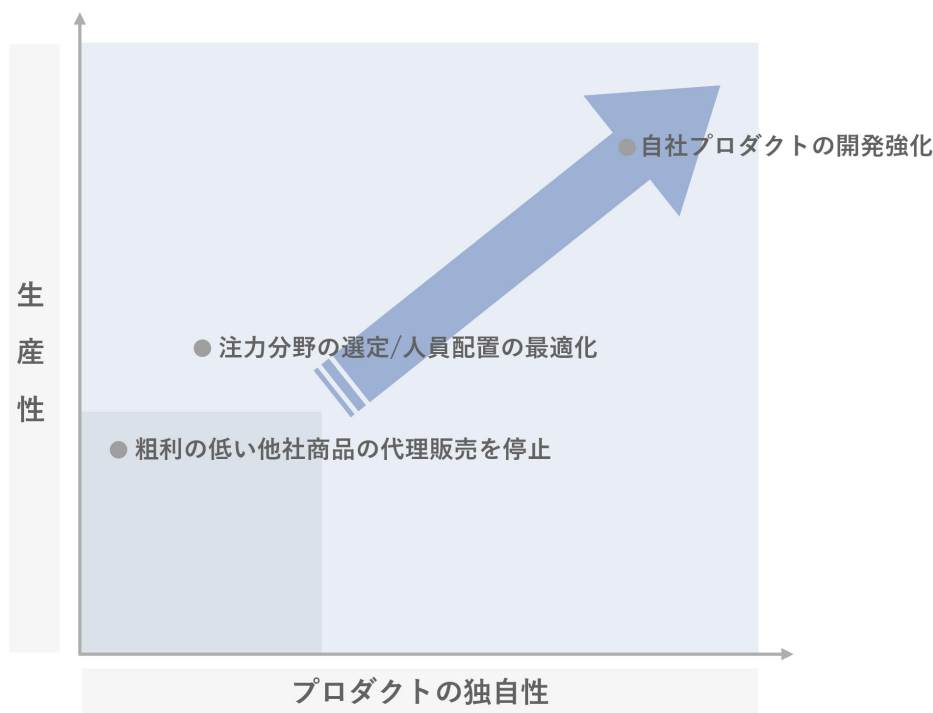
今後の見通し

アフィリエイト広告のカテゴリー別では、サービス分野（人材派遣・エステ）や海外グローバル企業の案件増加が見込まれるほか、EC 分野のなかでも継続的な収入が見込めるリピート通販系商材に注力する。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情報セキュリティ商品の契約件数増加により、前期比 10% 台の伸びが続き、取扱高で 35 億円前後まで増加するものと予想される。また、継続課金型商材で携帯電話ユーザー向けの新商品を早期にリリースする予定となっており、その動向も注目される。

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予定であることから、利益ベースでは同横ばい水準を計画している。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おり、同事業が収益面で寄与するのは 2025 年 9 月期以降となる見通しだ。

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る。また、自社プロダクトの開発を推進することで、生産性を一段と向上させる方針だ。

生産性向上と新規プロダクトの開発



出所：決算説明会資料より掲載

(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るものの、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となる見通しで、「saita」などその他のメディアの伸長でカバーする。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。競争激化が続くなか、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していくかがカギを握ることから、SEO 施策や「ママスタ」など自社メディアとの連携強化により収益力強化を目指す。また、メディアに掲載するクライアントの開拓にも注力していく。

「塾シル」は、これら取り組みを推進することで、売上高を 2023 年 9 月期に前期比 4 割増、営業利益を 2023 年 9 月期第 4 四半期から黒字転換、2024 年 9 月期に通期ベースで黒字化することを目指している。また、有料契約となる掲載塾数は 1 万教室（前期末 7,900 教室）を当面の目標としている。業界最大のポータルサイト「塾ナビ」の掲載教室数は 8 万教室以上、積極的なプロモーション戦略により「テラコヤプラス by Ameba」の掲載教室数は 8.6 万教室となるなど、競争が激化しているものの、子育てママのポータルサイトとして業界最大級である「ママスタ」との連携強化を図ることで集客力を高めていく。2022 年 9 月期下期にドメインを mamastar.jp に変更して以降、アクセス数も伸び始めるなど効果もでてきている。「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り、今後の動向が注目される。

また、教育系メディアとして新たにプログラミングスクールの口コミサイト「プロリア」を立ち上げた。プログラミングスクールへの関心が高まっていることから、掲載教室数を拡充し収益化を目指す。「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、広告宣伝費の抑制により営業利益で前期比 2 ケタ台の増益を見込んでいる。

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む。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。有料会員への動機付けとなるような魅力的なコンテンツの開発を進めており、2023 年前半にリリースする予定だ。また、自社運営の「ヨガジャーナルオンライン」では、公認インストラクター 4 名によるオンラインレッスン（課金体系は月額及び都度課金で提供）に加え、ヨガに関するコミュニティ「ヨガコミ」（月額 100 円）を 2022 年 9 月にリリースした。トークルームでヨガに関する様々な情報交換ができるほか、月 1 回のスペシャルレッスンが無料となる。業績への影響は軽微と見られるが、課金型収益モデルの運営ノウハウを蓄積していくことで、新たなビジネスへつなげる考えだ。

(3) 人材戦略について

既述のとおり、同社は各部門で生産性向上に取り組んでおり、人員規模についてはさらなる抑制が可能と見られる。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む方針だ。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ほか、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において「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新たな収益モデルの確立などを挙げている。

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年率 1 ケタ後半のペースで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し、年率 2 割以上の高成長を目指していく。国内でのストアフロントアフィリエイトについても、継続課金型モデルで新規商品・サービスを創出することで着実な成長を目指す。

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、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、「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、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2022年9月時点で「A8.net」のパートナーサイト数が約317万サイト、稼働広告主ID数が3,314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、2023年12月期は広告主数の増加により取扱高も回復に転じており、営業利益で前期比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3四半期累計業績は「UNICORN」が順調に伸びたほか、アフィリエイト広告も金融、電子コミック系が伸長し、堅調な推移となった。2022年12月期通期見通しについても前期が9ヶ月変則決算のため伸び率は不明なものの、おおむね会社計画どおりに推移するものと予想される。

バリューコマースは順調に業績を拡大している。2022年12月期第3四半期累計では、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）が1ケタ台の増収増益、ECソリューションズ事業が10%台の増収増益となり、全体でも10%台の増収増益となった。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、そのほか幅広い業種をバランスよく手掛けているのが特徴だ。金融分野が伸びているほか、低迷していた旅行分野も回復傾向となっている。パートナーサイト数は77万サイト、広告主数（ID数）は1,167件と前年同期からそれぞれ1ケタ増となっており、2022年12月期業績も会社計画どおり2ケタ増収増益が続く見通しだ。

レントラックスについては、2023年3月期第2四半期累計業績が売上高で前年同期比41.0%増、営業利益で同41.7%増と大幅増収増益となった。規模がまだ小さいこともあるが、売上高の6割弱を占める成果報酬型広告サービス事業（アフィリエイトサービス）が売上高で同17.7%増と好調に推移し、収益のけん引役となっている。カテゴリー別構成比（2022年3月期）で見ると、金融が41.0%と最も高く、次いで不動産関連が14.4%、転職求人が7.0%と続く。2023年3月期は、カードローンなど金融案件が好調で、通期業績を2022年10月に上方修正した。営業利益は1,114百万円を見込んでいるが、2020年3月期が179百万円だったことからすると3年で7倍に成長することになり、成長率で見ると5社のなかではバリューコマースと並んでトップクラスとなる。

インタースペース

2122 東証スタンダード市場

2022 年 12 月 1 日 (木)

<https://www.interspace.ne.jp/ir/>

同業他社比較

一方、株価指標について見ると、同社の株価（2022 年 11 月 15 日終値）は 2023 年 9 月期の予想 PER で 8.3 倍、EV/EBITDA で 0.47 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。実際、アドウェイズやレントラックスはコロナ禍以降、収益を拡大しており、EV/EBITDA も 6 倍台の評価となっている。また、同社の 2023 年 9 月期の営業利益が前期比 3.0% 増の計画で、最も低い成長率（変則決算のアドウェイズを除く）となっていることも一因と見られる。

とは言え、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、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、中期的に成長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を行うなど過渡期となるが、成長の芽は見え始めており、今後の展開に注目したい。

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	22/9 期	7,123	-	1,067	120.6%	15.0%	85.6		
<2122>	23/9 期 (予)	7,400	3.9%	1,100	3.0%	14.9%	122.6	8.3	0.5
ファンコミュニケーションズ	21/12 期	26,700	-9.1%	2,318	-18.7%	8.7%	22.6		
<2461>	22/12 期 (予)	7,680	-	2,410	3.9%	31.4%	23.5	18.3	4.8
アドウェイズ	21/12 期 (変)	9,697	-	1,298	-	13.4%	26.5		
<2489>	22/12 期 (予)	13,800	-	1,420	-	10.3%	33.9	27.7	6.5
バリューコマース	21/12 期	33,560	15.0%	7,905	27.1%	23.6%	100.9		
<2491>	22/12 期 (予)	37,000	10.2%	8,700	10.0%	23.5%	185.5	12.0	5.9
レントラックス	22/3 期	2,455	-	793	66.8%	32.3%	55.7		
<6045>	23/3 期 (予)	3,156	28.6%	1,114	40.5%	35.3%	83.8	11.4	6.3

注：予想は直近会社予想。PER、EV/EBITDA は 11 月 15 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未記載。

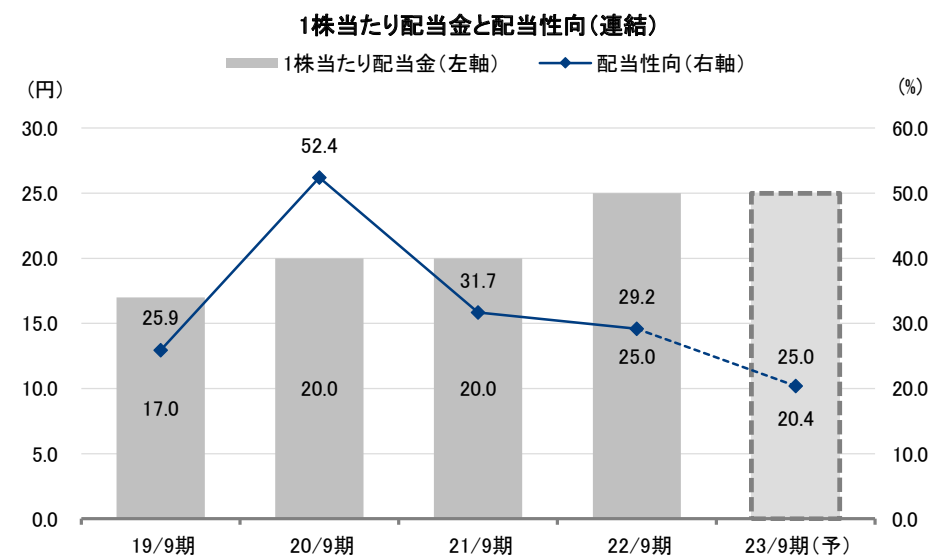
EV/EBITDA = (株式時価総額 + 直近四半期末時点の有利子負債 - 現預金・有価証券) ÷ (予想営業利益 + 償却費)

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いる。2022 年 9 月期の 1 株当たり配当金は、業績が計画を上回ったこともあり、前期比 5.0 円増配の 25.0 円（配当性向 29.2%）とした。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。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がある。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今後は慎重なスタンスとなり、株主還元は増配で報いていく考えた。



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・表示したものです。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、配布等することは強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