

バリューコマース (2491 東証マザーズ)

発行日: 2011/12/28
 調査日: 2011/11/9
 調査方法: 企業訪問等

国内アフィリエイト業界のパイオニアで PC 向けに強み

> 要旨

◆ ヤフーとの連携で業容を拡大

- ・当社はヤフーグループの一員で、国内アフィリエイト業界のパイオニア的存在。
- ・事業セグメントは収益基盤のアフィリエイト事業と、売上高成長が期待されるストアマッチ事業の2事業。
- ・成功報酬型広告のアフィリエイト事業は PC 向けが主力でモバイル向け強化が課題。課金型広告のストアマッチ事業はヤフーショッピング内の EC サイト向けに拡大続く。
- ・事業環境は EC 市場の拡大が追い風。加えて従来のフィーチャーフォンから PC 領域に近づくスマートフォンへの切り替えもビジネスチャンス。
- ・新経営陣のもと営業重視の社内体制を構築、近い将来に中期経営計画を公表予定。

業種: サービス業
 アナリスト: 馬目 俊一郎
 +81 (0)3-6858-3216
 manome@holistic-r.org

【主要指標】

株価(円)	23,080
発行済株式数	193,120
時価総額(百万円)	4,457
上場日	2006/7/31
上場来パフォーマンス	-29.7%

	前期	今期
PER(倍)	9.6	9.9
PBR(倍)	1.3	1.0
配当利回り	1.0%	3.2%

	σ	β 値
リスク指標	55.3%	2.34

【主要 KPI(業績指標)】

	2009/12 期	2010/12 期
パートナーサイト数	766 千	809 千
数	サイト	サイト

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	5.4	22.1	-17.9
対 TOPIX(%)	6.1	28.5	2.0

*用語の説明は最終頁をご覧ください

> 投資判断

◆ 妥当株価は 35,700 円から 53,600 円のレンジを想定

- ・2011年12月期はコンサルティングとストアマッチ事業の寄与に加え、想定以上のコスト削減効果から当社計画を上回る可能性が高いと予想。
- ・2012年12月期以降もコンサルティングとストアマッチ事業の寄与で、増収増益基調が予想される。担当アナリストは今後4年間の年平均成長率を売上高が8.7%成長、営業利益は13.2%成長を見込む。
- ・現在の株価水準はPBRが割安感と感じられるものの、PERはフェアバリュエーションの範囲内。アフィリエイト業界の適正バリュエーションをPER10倍から15倍と仮定した場合、これに2014年12月期予想EPS3,573円を当てはめると、妥当株価は35,700円から53,600円のレンジを想定。
- ・今後、注目すべきイベントは現在作成中の中期経営計画の公表である。これには新経営陣の成長戦略や株主還元策などが盛り込まれる見通しから、投資家の評価次第では株価へのインパクトも考えられよう。

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済111222

バリューコマース(2491 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2009/12 期 実績	2010/12 期 実績	2011/12 期 会社予想	2011/12 期 予想	2012/12 期 予想	2013/12 期 予想	2014/12 期 予想
売上高	6,610	6,976	7,700	7,750	8,550	9,250	9,950
前年比	-2.6%	5.5%	10.4%	11.1%	10.3%	8.2%	7.6%
営業利益	246	553	740	800	940	1,050	1,160
前年比	68.3%	125.1%	33.8%	44.7%	17.5%	11.7%	10.5%
経常利益	208	589	800	870	980	1,090	1,200
前年比	121.6%	183.1%	35.8%	47.7%	12.7%	11.2%	10.1%
当期純利益	23	558	440	450	560	630	690
前年比	黒転	2326.1%	-21.1%	-19.4%	24.5%	12.5%	9.5%
期末株主資本	3,669	4,248	—	4,646	5,061	5,521	6,018
発行済株式数	190,060	192,500	193,120	193,120	193,120	193,120	193,120
EPS	121.08	2,915.75	2,279.46	2328.77	2,899.96	3,262.46	3,573.17
配当	0.0	293.0	750.0	750.0	880.0	1,000.0	1,100.0
BPS	19,307.40	22,084.30	—	24060.56	26,210.52	28,592.97	31,166.14
ROE	0.6%	14.1%	—	9.7%	11.1%	11.4%	11.5%
株価	16,940	28,100	23,080	23,080	23,080	23,080	23,080
PER	139.9	9.6	10.1	9.9	8.0	7.1	6.5
配当利回り	0.0%	1.0%	3.2%	3.2%	3.8%	4.3%	4.8%
PBR	0.9	1.3	—	1.0	0.9	0.8	0.7

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

ヤフーグループの一員で国内アフィリエイト業界のパイオニア

◆ アフィリエイト業界のパイオニア

当社はヤフー(東証 4689)グループの一員(持分法適用)で、傘下に金融比較サイトを運営するジェーピーツーワン社(持分法適用)を有し、国内アフィリエイト業界のパイオニア的存在である。事業内容は成功報酬型インターネット広告である「アフィリエイトマーケティングサービス(以下アフィリエイト事業)」のほか、ヤフーショッピング内のEC(電子商取引)サイト向け広告配信の「ストアマッチサービス(以下ストアマッチ事業)」を提供している。

アフィリエイトは通常の広告と異なり、広告主が出稿した時点での広告料は発生しない。広告を見た消費者が掲載されたウェブサイト(パートナーサイト)で購買や資料請求などの行動を起こした時点で成果報酬としての広告料が発生する。当社は広告料(成果報酬)の30%弱をコミッションとして受け取り、残額は当社経由でサイト運営者に支払われる(パートナー報酬)仕組みである。

2011年12月期から開示されている報告セグメントは、収益基盤の「アフィリエイト事業」と、売上高成長が期待される「ストアマッチ事業」の2事業で構成される。

主力の「アフィリエイト事業」は、「ASPサービス」(以下ASP)と「コンサルティングサービス」(以下コンサルティング)の2つのサービスに分けられ、ASPは主に中小規模の広告主が自前で当社のアフィリエイトプログラムを運用する形式。これに対しコンサルティングは、当社が広告主から広告手法の立案や運営、管理を受託するサービスで、金融など大口の広告主が顧客となっている模様。

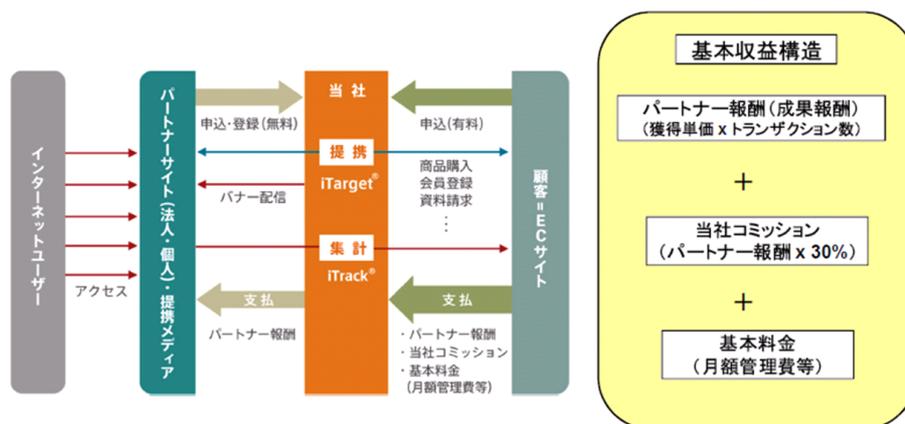
アフィリエイト事業の基本的な契約期間はASP・コンサルティング共に6ヶ月の自動更新と推察され、月5万円の管理料と成果報酬(コミッション)が当社の収入となる。ただし、当社の売上高計上基準はASPがパートナー報酬を差し引いた「ネット計上」なのに対し、コンサルティングはパートナー報酬を含めた「グロス計上」となっているため、同業他社との売上高比較では注意を要する。

また、広告主から受け取る成果報酬は「定率報酬」と「定額報酬」の二通りがあり、一般的に物販系は低率報酬でサービス系は定額報酬の契約となっている模様。

当社のアフィリエイト事業はPCインターネット向けが大部分を占め、モバイル向けはほとんど無視できる程度。2011年7-9月期のカテゴリ別売上高構成比率では「金融・保険・証券」が33.6%、次いで「オンラインサービス・ショッピング」20.9%、「旅行・ライフスタイル」の19.8%と続き、この構成比はここ1~2年でさほど変動していない。

「ストアマッチ事業」はヤフーショッピング内の EC サイト向けクリック課金型インターネット広告配信型サービスである。具体的にはキーワード検索連動型広告の「ストアのイチオシ」と、カテゴリー別商品表示型広告の「アイテムマッチ」を提供しており、平均的な課金単価は数 100 円単位と推測される。

＜当社のアフィリエイト収益モデル(当社説明会資料より)＞



- * iTarget 広告主が自らの基準でパートナーサイトをグループ化し、グループ毎に異なる提携条件を設定できる機能
- * iTrack 広告主が獲得した広告効果の発生経路を常時追跡し、広告主に提供できるようにする機能

＞ 経営陣

◆ 2011年3月に経営陣が刷新

当社の経営陣は2011年12月期から大幅に刷新されている。具体的には2011年3月に代表取締役社長が交代したほか、取締役もそれまでの5名体制から3名体制に移行した。

まず、代表取締役会長兼社長(最高経営責任者)のブライアン氏とクラーク氏(エグゼクティブバイスプレジデント)、高橋氏(最高財務責任者)に加えヤフー出身の武藤氏が退任。代わって住友商事出身でスカパーJSATホールディングス取締役などを歴任した飯塚氏が代表取締役社長(最高経営責任者)に就任したほか、住友商事出身の藤村氏も取締役(最高財務責任者)に就任した。一方、監査役の移動は無く、従来からの4名体制(いずれも社外監査役)を継続している。

2011年3月の経営陣刷新でスマートフォンやSNS対応を強化

経営陣の刷新に続き2011年7月には新組織体制にも着手した。部門制・本部制導入による権限移譲と意思決定の迅速化を進め、「アライアンス技術開発本部」を設置してスマートフォンやSNS(ソーシャル・ネットワークキング・サービス)市場の拡大に対応する方針である。ただし、経営陣の刷新や新組織体制導入からまだ日が浅いため新社長の手腕は未知数であり、今後公表される予定の中期経営計画などで、中期的な経営方針や成長戦略を確認する必要がある。

> 株主構成

<大株主上位>

ヤフー	43.61%
SIX SIS LTD	14.02%
ブライアン ネルソン	3.05%
日本証券金融	1.57%
大和キャピタル・マーケット	1.42%

2010年12月末

<所有別株式分布>

金融機関	6.39%
法人	44.62%
外国人	20.03%
個人その他	28.96%

2010年12月末

> 沿革・企業理念

◆ ヤフーが43.6%の筆頭株主

2010年12月末の株主数は5,162人で、上場直後の2006年12月末から約700人増となっている。所有者別では金融機関6.4%のほか法人44.6%、外国人20.0%、個人その他が29.0%。

大株主の状況はヤフーが43.6%でSIX SIS LTD(創業者の資産管理会社)が14.0%、前社長のブライアン氏3.1%などとなっている。

今後、ブライアン氏の持株が売却される可能性が考えられるものの、当社の高いキャッシュポジションを考慮すると、放出株には自社株買い等での対応も可能と予想される。

◆ 1999年に国内初のアフィリエイトを事業化

1996年の設立当初はレンタルサーバー等のホスティング事業を運営していたが、1999年にアフィリエイトプログラムの「バリューコマース・プログラム」を自社開発し、日本初のアフィリエイトマーケティングサービスを開始するとともに商号を「バリューコマース」に変更した。

2000年にアイルランド、米国、英国、韓国にそれぞれ100%子会社を設立し、2003年にはロシアに技術開発拠点を開設した。その後、2005年にヤフー(東証4689)との資本提携で同社グループ入り(持分法適用関連会社)と、アフィリエイトプログラムの提供を開始したほか、検索エンジン最適化サービスのSozon社を買収して連結子会社化した。2006年に東証マザーズに上場。2007年には技術開発拠点をロシアからフィリピンに移動するとともに、メディア事業を運営するジェーピーツーワン社の株式20.3%を取得して持分法適用会社化した。

拡大路線の一方、事業の選択と集中で2009年にSozon社を清算。2010年にはアイルランド、英国、米国子会社の清算手続きに着手するなど、直近では主力事業のアフィリエイト関連事業に経営資源を集中させている。

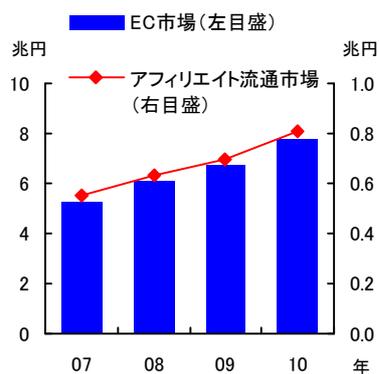
当社はミッションとして「お客様に高品質で効果的なサービスを提供すること」を掲げ、ビジョンは「インターネットの販売とマーケティングサービスでグローバルリーダーになること」を謳っている。これに向けた施策は、アフィリエイト事業に経営資源を集中させるとともに、顧客やパートナーサイトに喜ばれる高品質で効果的なサービスを提供していく方針である。

事業環境

> 業界環境・競合他社

EC 市場の拡大でアフィリエイト流通市場の成長が続く

<EC 市場とアフィリエイトの流通市場規模推移>



(出所) 経済産業省、当社説明会資料より作成

有力パートナーや大規模 SNS などのパートナー確保が競争力を左右

● B to C 市場の成長とともにアフィリエイト市場も拡大
EC 市場の拡大に伴い、アフィリエイトを通じて取引される商品・サービスの流通市場も右肩上がりの成長を続けている。経済産業省によると、B to C の EC 市場規模は 2007 年の 5.7 兆円規模から 2010 年には 7.8 兆円規模に拡大。EC 市場の拡大に伴いアフィリエイトを経由して取引される商品・サービスの流通総額も、当社推定で 2007 年の 5,510 億円から 2010 年には 8,100 億円に拡大している模様。

この背景にあるのは、インターネットブロードバンド環境の整備や定額パケット制によるモバイルインターネットの普及、さらには SNS の会員数増加など、インターネット媒体の多様化がアフィリエイト市場の裾野を広げていると考えられる。

アフィリエイトの特徴は、景気変動の影響を受けにくい点が挙げられる。TV や雑誌などの不特定多数向けマス広告は、ブランドイメージの確立には優れるものの広告主にとってコストが大きく、費用対効果も測り難いと考えられる。これに対しアフィリエイトは、広告を見た消費者が何らかの消費行動を起こした時点で始めて広告料が発生するため、広告主はコストの無駄が省けるうえ費用対効果も把握しやすいと推察される。また、広告主は広告掲載を自社の商品・サービスに関連するウェブサイトにとり込むことで、より効果的なプロモーションが可能となる。

市場が拡大するなか、アフィリエイト事業者は広告主の開拓はもちろんのこと、膨大なアクセス件数や大規模な会員数を抱えるパートナーサイトの確保が、同業他社の競争力を左右する重要なファクターと考えられる。言い換えれば、広告を消費者に対して高効率で露出させる媒体（パートナーサイト）を数多く囲い込む事業者ほど、広告主からの受注が有利に進むと予想され、これが競争力強化につながると考えられる。

またモバイル端末の進化とともに、スマートフォンへの対応が短期的には重要な課題と考えられる。2010 年から各通信キャリアは Android 端末を順次投入しており、これまで主流だったフィーチャーフォンからスマートフォンへの切り替えが進んでいる。スマートフォンの普及でモバイルサイトは PC インターネットの領域に近づくと想定されるため、アプリやコンテンツの多機能化でスマートフォン向けアフィリエイトは想定以上に市場が拡大する可能性を秘めているよう。

◆ 成長市場のアフィリエイトは競合も多い

成長市場のアフィリエイト業界には参入業者も多い。上場企業ではインターネットスペース (マザーズ: 2122)、ファンコミュニケーションズ (JASDAQ: 2461)、ディー・エヌ・エー (東証: 2432)、アドウェイズ (マザーズ: 2489)、フルスピード (マザーズ: 2159) などが挙げられ、非上場では楽天 (JASDAQ: 4755) 関連会社のリンクシェア・ジャパンや NTT (東証: 9432) 系の NTT コミュニケーションズなどが考えられる。

PC 向けが強みだがモバイル向けに課題

これら上場会社における当社のポジションは、売上高計上基準の違いから単純には比較できないものの、当社の計上基準 (ASP ネット計上) に沿って比較したアフィリエイト売上規模では 4 番手だが、他社と同様の計上基準 (ASP グロス計上) ではアドウェイズに次いで 2 番手クラスに位置する。

競合各社にはそれぞれ特色を持ち合わせている。当社はポータルサイト大手であるヤフーとの資本業務提携で業容を拡大してきた経緯から PC 向けアフィリエイトに特化しており、独立系のインターネットスペースやファンコミュニケーションズも PC 向けが主力である。

これに対して、アドウェイズは、グリー (東証: 3632) のリワード広告 (※) を独占契約していることから、モバイル向けアフィリエイトに強みを有しており、大手 SNS のディー・エヌ・エーは自社グループ内でモバイル向けアフィリエイトを展開している。

(※) リワード広告: アフィリエイト広告の一種で、アクセスした訪問者に広告料の一部を還元する広告。ゲームなどソーシャルアプリのポイント付与などが一般的。

> ビジネスサイクル

アフィリエイトの特性でビジネスサイクルは比較的長期に渡る

◆ アフィリエイトはビジネスサイクルの長期化が可能

アフィリエイト事業における広告主との契約は、基本的に 6 ヶ月ごとの自動更新と推察されるが、広告主の初期費用が少ないことから解約に至るケースは少ない。新規顧客の取り込みを継続的にやっていることから、平均的なビジネスサイクルは 1 年～数年にわたると想定される。一方、広告主の製品・サービスのライフサイクルや他社との競合状況などが、ビジネスサイクルに影響を与える可能性を否定できない。

また、広告を掲載するパートナーサイトとの関係では契約期間の定めが設けられていないことから、各サイトの属性にマッチした広告主の広告は、比較的長期のビジネスサイクルと考えられる。

> KPI(業績指標)

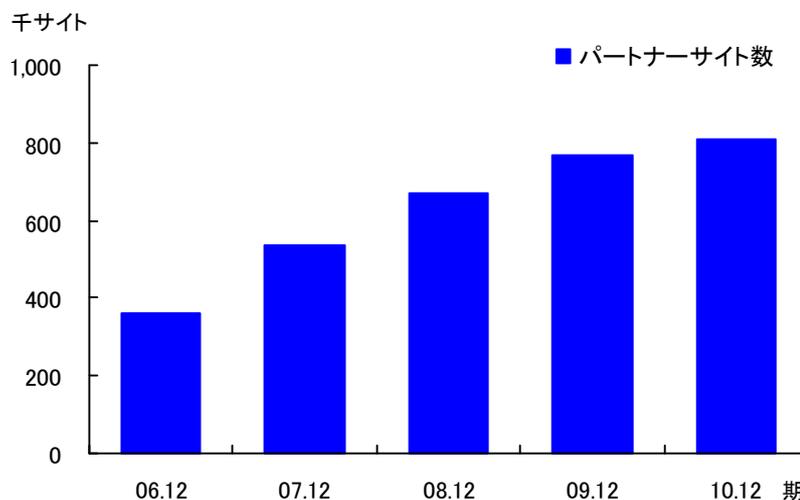
集客力に長けたパートナーの確保が鍵

◆ KPI は媒体であるパートナーサイト数を重視

当社の KPI は広告媒体であるパートナーサイト数が有効と考えられる。成功報酬型のアフィリエイトは、消費者・ユーザーのクリック（行動）が当社の売上高に直結している。したがって、集客効果の高いポータルサイトや多くのアクセス数を誇る人気サイト、大規模会員の SNS などをパートナーサイトに持つことは、当社の収益基盤の安定につながると考えられる。

また、これら集客力に長けたパートナーサイトを数多く持つことは、広告主からの出向意欲につながると予想され、当社の業績予想にも重要と考えられる。

<パートナーサイト数の推移>



(出所)会社決算資料より作成

経営戦略

> 現状の課題と戦略

スマートフォン対策が緊急の課題

◆ 現状はスマートフォンへの取り組みが課題

現状の課題は、売上高成長に向けたスマートフォンへの取り組みと、ASP の広告主獲得が挙げられる。

スマートフォンへの取り組みでは、今期からスマートフォン向け広告配信やアプリ提供をスタートさせ、遅れていた SNS 対策でも Facebook の EC 支援アプリにアフィリエイトを提供するなど、当社の弱みと考えられるモバイル向けの強化に動いている。

また、ASP の広告主獲得に向けた取り組みでは、ヤフーとの連携強化に加え自社営業体制を強化し、アフィリエイトプラットフォームの利用簡便化と併せて広告主獲得を目指す方針である。加えて、livedoor デパートに出店しているストアを対象に、キーワード検索と連動して表示されるリスティング広告を提供するなど、新たな媒体へのサービス提供を開始している。

> 中長期の課題と戦略

キャッシュの有効活用法と M&A やアジア展開を想定

◆ 中長期的には海外展開に注目

中長期の課題は高いキャッシュポジションを生かした M&A 戦略や海外展開、人材の育成などが挙げられる。

当社の資産に占める現預金比率は、2010 年 12 月期で 60% と高い水準を有している。この高いキャッシュポジションの有効活用として、株主還元策はもちろんのこと、M&A による成長戦略を模索している。

また、EC 市場の拡大が見込まれる新興国などへの海外展開ではヤフーとの連携を視野に入れ、韓国やタイ、シンガポールやオーストラリアなどアジア・オセアニア展開を視野に入れている模様。

人材面では、新経営体制に移行してからは、部門制・本部制導入で権限移譲を行うなど、営業力強化を柱に社内体制の構築を進め、同時に教育制度の充実や社内公募の人材登用も行っている。

> アナリストの戦略評価

◆ 媒体の多様化と海外展開が鍵に

当社はポータルサイト大手であるヤフーとの連携で、PC インターネット向けアフィリエイトに関しては業界トップクラスのプレゼンスを誇っている。特にヤフーと共同で立ち上げたストアマッチ事業は、Sozon 社売却後に落ち込んだ売上高を再び成長トレンドに回帰させるなど、事業戦略はヤフーと密接な関係にある。

**今後の注目点は売上高成長
に向けた戦略の実践**

しかしながら、PC ポータルサイト大手のヤフーとの連携が強すぎたが故、モバイルサイト（フィーチャーフォン）や SNS への対応が遅れ、モバイルサイトに強みのアドウェイズなどの競合に比べて売上高成長に課題を残している。

この反省から、当社は経営陣を刷新し、今後成長が見込まれるスマートフォンへの対応強化と基盤事業である ASP の広告主獲得で売上高成長を図る方針である。前述したように、スマートフォンはフィーチャーフォンに比べて PC インターネットの領域に近づくと考えられるため、PC 向けアフィリエイトに強みを有する当社にとっては、スマートフォンの普及が業容拡大のチャンスと考えられる。

同様に Facebook や livedoor デパートなど新たな媒体との連携は、ヤフーへの依存度を低下させるとともに、成長戦略の選択肢が広がったとも言えよう。

当社は中長期的な課題の M&A 戦略や海外展開について、具体的な計画等の公表を控えているが、当社の弱みはモバイルや SNS 向けアフィリエイトと認識されることから、弱点の克服と競合へのキャッチアップ、並びに成長が見込まれるスマートフォンでの巻き返しを図るためにも、高いキャッシュポジションを活かした M&A で「時間をお金で買う」成長戦略も選択肢として十分に考えられる。

また、EC 市場の拡大が見込まれる新興国などへの海外展開ではヤフーとの連携を視野に入れている模様。これは、当社単独での進出よりもヤフーと連携した方がリスクを抑えられ、現地での広告主獲得にも有利と考えられる。当面は韓国やタイ、シンガポールやオーストラリアなどのアジア・オセアニア展開を視野に入れている模様

なお、当社は新経営陣のもと、2015 年 12 月期を最終年度とする中期経営計画を作成している模様。この中にはトップライン成長に向けた取り組みやスマートフォン対応、新機能・新サービスの開発などが盛り込まれると推察される。これは投資家にとって、新経営陣の成長戦略を知る重要なイベントであり、中期経営計画の数値目標に注目したい。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

ヤフーグループの一員を背景にした PC 向けアフィリエイトでの強み

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> 国内初のアフィリエイト事業者としての開発力 PC 向けアフィリエイトの企画・提案力 ヤフーとの連携で安定感のある事業運営
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> モバイル向けアフィリエイトの出遅れ ヤフー依存度の高さ
ビジネス機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> スマートフォンなど新たなモバイル端末の出現 SNS などメディア媒体の拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ヤフーとの契約解除 アフィリエイトに代わる広告手法の出現

> Porter's 5 forces

◆ 競合内競争

アフィリエイト業界はプレーヤーが多く、広告主に提示する広告料体系も各事業者の戦略によって異なるため、価格競争による収益性の悪化がリスクと考えられる。しかしながら、広告媒体としての掲載サイトと良好な関係を築き、魅力的なパートナーサイトの数的優位を保つことで、価格競争に陥るリスクは低減可能と思われる。

◆ 新規参入の脅威

アフィリエイトは大規模なシステム投資の必要が無いいため、新規参入障壁は低いものの、業界にはすでに多くの業者が参入していることから、新たな新規参入リスクは小さいと考えられる。むしろ、体力に勝るポータルサイトや SNS 主導の M&A などによる業界再編の可能性が高いと考えられる。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

インターネットは技術革新のスピードが速く、アフィリエイトに代わる広告手法が出現するリスクは絶えず付きまとう。新技術開発に限らず業界動向にも絶えず注意を払う必要がある。

◆ 買い手の競争力

広告主との契約条件は個別案件ごとに違うものの、アフィリエイトは景気変動に左右されにくいいため、広告主の値下げ圧力は比較的小さいものと考えられる。ただし、競争による値下げ圧力は無視できない。

◆ 供給者の支配力

広告掲載サイトは、広告に対する消費者やユーザーのアクションによって当社から報酬を受け取る。当社における掲載サイトへの支払いはアフィリエイト事業売上高の約 7 割程度で 3 割が当社の手数料収入になる。そのため、有力サイトから報酬引き上げ等の要求があった場合は収益性が損なわれるリスクを抱えている。

> ESG活動・分析

◆ 環境対応 (Environment)

当社はサービス業のため、経営理念や経営方針などで環境対応に言及しておらず、製造業のCO2排出削減ように環境保護への直接的な関与も低いと考えられる。しかしながら、当社は「エコログift」「イーココロ!」「月刊節電ガイド」などのアフィリエイトを通じて、社会市民の一員として環境保全活動に一部が寄付されるプログラムを提供している。

◆ 社会的責任 (Society)

当社は経営理念等で社会的責任について言及していないが、「コンプライアンス基本方針」の中で反社会的勢力排除に向けた考え方を表明している。また、1クリック当たり1円が寄付される「東日本大震災復興支援プログラム」をヤフーと共同で行うなど、被災地復興に向けた支援アフィリエイトを提供しており、社会的貢献への意識が高いと考えられる。

◆ 企業統治 (Governance)

2011年3月からの新経営体制では取締役が3名、監査役は4名で構成されている。このうち筆頭株主であるヤフーグループ出身の役員は取締役に1名、監査役に2名就任しているほか、新社長の招聘にもヤフーの意向が推察される。

したがって、当社の経営方針及び経営戦略、意志決定などの重要事項に関しては、ヤフーのグループ戦略が強く反映されると認識される。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

今期はコンサルティングとストアマッチの拡大に加え、人件費削減が寄与

◆ 第3四半期までは通期計画に対して高い進捗率で推移

2011年12月期第3四半期決算は売上高が前年同期比108%増の56.3億円、営業利益は同75.7%増の6.1億円、四半期純利益は特別損失計上と税負担増で同8.5%減の3.5億円となった。

売上面では震災影響が薄れたASPが微増収に転じたうえ、コンサルティングとストアマッチ事業の広告主数拡大が増収に寄与した。利益面では売上高の伸びに加え、役員報酬などの人件費削減や家賃減などのコスト削減効果で大幅な営業増益となった。

これを受けて当社は、2011年12月期の会社計画を増額修正した。その内容は売上高が73.9億円→77.0億円、営業利益6.7億円→7.4億円、当期純利益は3.8億円→4.4億円にそれぞれ上方修正した。この修正計画に対する第3四半期までの進捗率は、売上高が73.2%、営業利益は82.5%、当期純利益は81.2%と、利益面で高い進捗となっている。

担当アナリストはコンサルティングとストアマッチ事業のモメンタムが強いことに加え、増額修正された通期計画に対し第3四半期営業利益の進捗率が82.5%と高いことから、2011年12月期は当社計画を上回る着地を予想している。アナリストの業績予想は売上高が77.5億円、営業利益は8.0億円を見込む。

> 来期以降の業績

コンサルティングとストアマッチが売上高を牽引

◆ コンサルティングとストアマッチが中期的な成長ドライバー

担当アナリストは、2012年12月期以降についてもコンサルティングとストアマッチ事業の寄与を見込み、増収増益基調を保持すると予想している。

まず、外部環境的には震災影響が薄れ企業の広告出稿意欲の回復が見込まれるほか、フィーチャーフォンからスマートフォンへの切り替えが進むなど、EC市場の拡大が当社にプラスに働くと考えられる。

これに伴い、アフィリエイト事業では大口顧客比率の高いコンサルティングの伸びが見込めるほか、ヤフーと協業のストアマッチ事業も顧客開拓が進むと予想される。一方、ASPは営業体制強化の施策実績がまだ具現化されておらず、現段階では保守的な予想に留めている。

ヤフーとの共同事業であるストアマッチ事業はEC市場の拡大が追い風と考えられ、同事業がトップラインの牽引役を担うと予想される。以上から、担当アナリストは2012年12月期について売上高85.5億円、営業利益9.4億円を見込み、2014年12月期については売上高99.5億円、営業利益11.6億円を予想している。この間の年平均成長率は売上高が8.7%成長、営業利益は13.2%成長が見込まれる。

<当社のサービス部門別業績予想>

単位:百万円	09/12 期	10/12 期	11/12 期(予想)	12/12 期(予想)	13/12 期(予想)	14/12 期(予想)
売上高合計	6,610	6,976	7,750	8,550	9,250	9,950
ASP サービス	2,369	2,510	2,600	2,750	2,850	2,950
コンサルティングサービス	3,527	3,534	4,050	4,500	4,900	5,300
スタアマッチングサービス	543	931	1,100	1,300	1,500	1,700
Sozon	168	-	-	-	-	-
営業利益	246	553	800	940	1,050	1,160

(出所)当社決算資料より作成

(注)予想は担当アナリストの予想

投資判断

> 上場来パフォーマンス

当社は2006年7月、公募価格310,000円(分割調整後155,000円)に対して初値438,000円(同219,000円)で上場し、同年8月には上場来高値631,000円(同315,500円)を付け、2006年12月に株式分割(1株→2株)を実施した。

その後、2007年12月期と2008年12月期の営業減益やリーマンショックで株価は上場来安値7,150円まで下落。2009年12月期以降は営業増益を続けていることから、株価は15,000円から30,000円のボックス圏で推移している。

上場来パフォーマンスは公募価格に対して株価が低迷していることから、-29.7%と冴えない展開が続いている。

> 株主還元

2011年12月期から配当性向目標を10%から30%に引き上げ

◆ 2011年12月期から目標配当性向を引き上げ

当社は株主に対する利益還元を重要な経営課題の一つとして位置付け、2010年12月期より配当を開始した。従来の配当政策は、将来の成長に向けた内部留保を確保しつつ連結配当性向10%を目途としていたが、2011年11月8日付で目標配当性向を30%に引き上げ、2011年12月期の予想配当を期初の293円から750円に増額修正した。

これは積極的な株主還元策として評価されるとともに、今後の当社業績に対するポジティブなメッセージとも受け取れる。

> 今期の株価見通し

市場は中期経営計画にある成長戦略に注目

2011年12月期第3四半期の営業利益が当社計画を上回るペースで推移しているものの、株式市場全体のセンチメント悪化もあり、直近の株価は過去2年間の低位水準で推移している。

しかしながら、目標とする配当性向を10%から30%に引き上げるなど株主に積極的な姿勢を示したうえ、近々公表される見通しの中期経営計画で成長戦略が投資家に受け入れられる内容であれば、株価にも徐々に反映されると考えられる。

> 株価バリュエーション比較

◆ 妥当株価水準は 35,700 円から 53,600 円のレンジを想定
 競合 (インタースペース、アドウェイズ、ファンコミュニケーションズ) とのバリュエーション比較では、現在の株価から見て PBR に割安感が感じられるものの、PER ではフェアバリューの範囲内と考えられる。

上記からアフィリエイト業界の適正バリュエーションを PER10 倍から 15 倍と仮定した場合、これに当社の 2014 年 12 月期予想 EPS3,573 円を当てはめると妥当株価は 35,700 円から 53,600 円のレンジが想定される。

< 競合企業とのバリュエーション比較 >

	バリューコマース	インタースペース	アドウェイズ	ファンコミュニケーションズ
株価(円)	23,080	64,000	154,100	99,700
PER(予想、倍)	9.9	9.5	17.1	9.9
PBR(実績、倍)	1.0	1.0	3.3	2.2
配当利回り(予想、%)	3.2	1.0	0.0	2.1
時価総額(百万円)	4,457	2,167	12,306	10,627

(注) 株価は、2011 年 12 月 16 日の終値を採用
 バリューコマースはアナリスト予想値を基に算出
 インタースペース、アドウェイズ、ファンコミュニケーションズは会社計画を基に算出
 決算期はバリューコマース、ファンコミュニケーションズは 2011/12 期、インタースペースは 2012/9 期、アドウェイズは 2012/3 期

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標 (KPI) を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社アクセルが企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンのばらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きく、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、インテリジェンシャル・キャピタル・インターナショナルの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
 ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
 ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
 ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
 ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないが、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
 ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます