

バリューコマース (2491 東証マザーズ)

発行日: 2012/2/17
 調査日: 2012/2/10
 調査方法: 決算説明会

国内アフィリエイト広告のパイオニアで PC 向けに強み

> 要旨

◆ ヤフーとの協業で業容を拡大

- ・同社はヤフーグループの一員(持分法適用)で、国内アフィリエイト広告のパイオニア的存在
- ・事業セグメントは「アフィリエイトマーケティングサービス事業」(以下アフィリエイト事業)と、「ストアマッチサービス事業」(以下ストアマッチ事業)の2事業。なかでも、営業利益の大部分を稼ぎ出すアフィリエイト事業は、顧客自らがアフィリエイト広告を運営するASPサービス(以下ASP)と、主に大手顧客のアフィリエイト広告を丸受けするコンサルティングサービス(以下コンサルティング)の2部門が収益源

◆ 11年12月期は2桁の増収増益

- ・11年12月期はコンサルティングとストアマッチの拡大で売上高が前期比11.6%増の77.8億円。営業利益は人件費抑制などのコスト削減効果で同37.2%増の7.5億円。当期純利益はフィリピン撤退の特別損失計上と税負担が通常税率に戻ったことで同20.5%減の4.4億円となった。

◆ 12年12月期は会社計画を上回る着地を予想

- ・12年12月期の会社計画は売上高が前期比9.6%増の85.4億円、営業利益は同9.9%増の8.3億円、当期純利益は同18.5%増の5.2億円を見込む。これに対し、担当アナリストはフィリピン撤退によるコスト削減効果の早期具現化等を見込み、12年12月期は会社計画を上回る着地を予想している

> 投資判断

◆ 競合比較では割安に感じるバリュエーション

- ・同社の株価バリュエーションは、競合との比較で割高に感じられず、予想PERや予想配当利回りなどはむしろ割安に思われる。目標とする配当性向の引き上げは評価されるものの、割安なバリュエーションの要因として、中期経営計画の公表を先送りするなど、中期長期的な成長戦略が投資家に理解されないためと考えられる

◆ 中長期的な適正株価は33,000円～42,000円を想定

- ・競合とのバリュエーション比較では割高に感じられず、ダウンサイドリスクも小さいと考えられる。業界フェアバリュー水準をPER8倍～10倍と仮定すると、長期投資の観点から15年12月期の予想EPS4,193円を前提にすると適正株価は33,000円～42,000円が導き出せる

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】	2012/2/10
株価(円)	23,790
発行済株式数	193,180
時価総額(百万円)	4,596
上場日	2006/7/31
上場来パフォーマンス	-28.2%

	前期	今期
PER(倍)	10.3	8.4
PBR(倍)	1.0	0.9
配当利回り	3.2%	3.7%

	σ	β値
リスク指標	60.0%	1.6

【主要KPI(業績指標)】

(件)	10/12期	11/12期
広告主数	2,779	2,845
パートナーサイト数	809千	870千

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	2.1%	8.6%	-17.7%
対TOPIX	-1.0%	1.6%	0.5%

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済20120214

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)	2010/12期 実績	2011/12期 実績	2012/12期 会社予想	2012/12期 予想	2013/12期 予想	2014/12期 予想	2015/12期 予想
売上高	6,976	7,789	8,540	8,550	9,250	9,950	10,700
前年比	5.5%	11.6%	9.6%	9.8%	8.2%	7.6%	7.5%
営業利益	553	759	835	880	1,050	1,160	1,280
前年比	125.1%	37.2%	9.9%	15.9%	19.3%	10.5%	10.3%
経常利益	589	832	903	960	1,140	1,250	1,380
前年比	183.1%	41.3%	8.5%	15.4%	18.8%	9.6%	10.4%
当期純利益	558	443	526	550	680	740	810
前年比	-	-20.5%	18.5%	24.2%	23.6%	8.8%	9.5%
期末株主資本	4,248	4,641	-	5,046	5,556	6,084	6,681
発行済株式数	192,500	193,180	193,180	193,180	193,180	193,180	193,180
EPS(円)	2,915.8	2,299.1	2,723.1	2,847.3	3,520.3	3,830.9	4,193.3
配当(円)	293.0	750.0	750.0	880.0	1,100.0	1,200.0	1,300.0
BPS(円)	22,084.3	24,028.8	-	26,123.2	28,763.4	31,494.4	34,587.6
ROE	14.1%	10.0%	-	11.4%	12.8%	12.7%	12.7%
株価(円)	28,100	22,120	23,790	23,790	-	-	-
PER(倍)	9.6	9.6	8.7	8.4	6.8	6.2	5.7
配当利回り	1.0%	3.4%	3.2%	3.7%	4.6%	5.0%	5.5%
PBR(倍)	1.3	0.9	-	0.9	0.8	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



決算サマリー

> 事業内容

◆ 国内アフィリエイト広告のパイオニア

同社はヤフーグループの一員(持分法適用)で、国内アフィリエイト広告のパイオニア的存在。事業運営がポータルサイト大手のヤフーと密接な関係にあることから、同社のアフィリエイト広告はPC向けに強みを持つ。

アフィリエイト広告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。同社は広告料(成果報酬)の25%前後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パートナー報酬として支払われる仕組みである。

収益性はASP>コンサルティング>ストアマッチの順

◆ コンサルティングとストアマッチが売上高を牽引

事業セグメントは「アフィリエイトマーケティングサービス事業」(以下アフィリエイト事業)と、「ストアマッチサービス事業」(以下ストアマッチ事業)の2事業で構成される。

なかでも、営業利益の大部分を稼ぎ出すアフィリエイト事業は、顧客自らがアフィリエイト広告を運営するASPサービス(以下ASP)と、主に大手顧客のアフィリエイト広告を丸受けするコンサルティングサービス(以下コンサルティング)の2部門に分けられる。

他方、ストアマッチ事業は「ヤフーショッピング」の出店主向け広告サービスで、ヤフーとの連携を強めている。

これら事業ポートフォリオのなかで、同社の売上高を牽引するのはコンサルティングとストアマッチ事業である。

> 決算概要

◆ 11年12月期は2桁の増収増益

2011年12月期は売上高が前期比11.6%増の77.8億円、営業利益は同37.2%増の7.5億円、当期純利益はフィリピン撤退の特別損失計上と税負担が通常税率に戻ったことで同20.5%減の4.4億円となった。担当アナリストの業績予想に対しては、売上高が0.3億円上回ったものの、ヤフー向け媒体費の料率が想定以上に上昇したことから営業利益は0.5億円下回った。

11年12月決算を事業セグメント別に見ると、アフィリエイト事業は売上高が前期比9.7%増の66.2億円、セグメント利益は同19.5%増の9.9億円。売上面ではサブセグメントのASPが単価下落や顧客数の伸び悩みで0.2%増収に留まるも、同コンサルティングはASPからの

顧客導入や金融機関向けが好調に推移して 16.4%増収となった。利益面では売上高の伸びに加え、人件費抑制などのコスト削減効果が 2 桁増益の主な要因。

一方、ストアマッチ事業はヤフーとの連携強化で売上高が前期比 24.5%増の 11.5 億円となるも、ヤフー向け媒体費の料率アップでセグメント利益は同 16.2%減の 0.8 億円となった。

> 業績見通し

◆ 12 年 12 月期の会社計画は営業利益 9.9%増を見込む

2012 年 12 月期の会社計画は売上高が前期比 9.6%増の 85.4 億円、営業利益は同 9.9%増の 8.3 億円、当期純利益は同 18.5%増の 5.2 億円を見込む。

売上面では市場全体の成長率が 3.8%増と予想されるなか、同社はコンサルティングとストアマッチの拡大で 9.6%増収を見込む。利益面ではフィリピン開発拠点撤退に伴う外注費や人件費の増加が予想されるものの、売上高の伸びでこれらのコスト増を吸収する構えである。

コンサルティングの拡大を背景に、会社計画を上回る営業利益を予想

◆ アナリストは会社計画を上回る営業増益を予想

上記会社計画に対し、担当アナリストの 12 年 12 月期予想は会社計画を上回る着地を見込む。具体的には、売上高が前期比 9.8%増の 85.5 億円、営業利益は同 15.9%増の 8.8 億円、当期純利益は同 24.2%増の 5.5 億円を予想する。

これは前回レポート時の予想に対し、売上高予想は据え置いたものの、営業利益を 0.6 億円減額修正し、当期純利益も同様に 0.1 億円減額した。この理由は、フィリピン開発拠点撤退に伴い外注費や人件費が一時的に増加するため営業利益予想を減額修正した。一方、持分法適用で金融サイトを運営するジェーピーツーワン社(持分 20.3%)の業績拡大で、営業外収益の持分法投資利益の増加が見込まれるため、当期純利益は小幅な減額修正に留めている。

なお、13 年 12 月期から 14 年 12 月期中期予想については、持分法投資利益の増額予想により経常利益と当期純利益を増額修正し、売上高と営業利益については前回予想を据え置き、新たに 15 年 12 月期予想を表記している。

> 中期経営方針

◆ 中期経営方針を公表

同社は 11 年 12 月期決算説明会の席上、中期経営方針を公表した。具体的な数値目標は明記されないものの、基本方針として

- ① グローバルベースでの企業価値の増大
- ② 国籍・年齢・性別を問わない、適材適所の経営を掲げている。

また、成長戦略として、ヤフーとの協業や大手顧客との実績・ノウハ

- ウを活かしながら、
- A) EC サイト数 (広告主数)、パートナーサイト数 (広告媒体メディア数) の増加
 - B) スマートフォン広告需要の取り込みとスマートフォン最適化
 - C) 海外市場並びに海外製品の販売支援によるグローバル収益機会の追及

などにより企業価値を高める方針である。

これら成長戦略の中には、すでに海外ブランドの広告主を獲得しているほか、スマートフォン向けに新たな広告手法を投入するなど、一部前倒しの業績寄与が見受けられるうえ、水面下では東南アジア現地企業との業務提携や資本参加が検討されている模様。

収益性の悪化に歯止めをかけるべく、新たなメディア開拓が必要

◆ 新たなメディア獲得が重要課題

同社は従前から「中期経営計画」の公表を表明していたが、今回公表されたのは具体的な数値目標を欠いた「中期経営方針」にトーンダウンしている。この理由として、消費税増税論議などを挙げているものの、「中期経営計画」の公表延期にはネガティブな印象を免れない。

上記「中期経営方針」の成長戦略は、海外ブランドの広告主獲得などが前倒しで実践されるなど、一部には評価される点も見受けられる。しかしながら、重要課題と思われる広告媒体としての新たなメディア獲得には成果が表れていない。

アフィリエイト広告など同社サービスによる物販の流通総額が年間2,260億円に達するなか、ヤフーを広告媒体とする流通額は全体の6割を占めるなど、同社の事業運営はヤフーとの協業が基本戦略となっている。ポータルサイト大手であるヤフーとの協業は、ブランド力に長けた大口顧客獲得には有利と考えられる反面、大口顧客への依存度が高いだけに売上高の変動リスクが大きい。メディアに支払う媒体費もヤフーが料率アップを要求するだけで、同社の原価率悪化の大きな要因となる。

実際に、ヤフーとの協業が強まった07年12月期の原価率はコンサルティングが67.7%で、グロス換算したASPは69.1%だったものが、11年12月期にはそれぞれ74.2%と76.0%に上昇。なかでもヤフーとの関わりが高いストアマッチの原価率は、11年12月期は前期比4.6%ポイント上昇の79.9%に達している。

以上から、同社に求められるのは広告主の開拓はもちろんのこと、すでに海外展開を進めているヤフーとの連携でアジアでの事業基盤を築くとともに、ヤフーへのメディア依存度を下げるべく、新たな広告媒体としてのメディア獲得に向けた取り組みとなろう。

投資判断

> 株主還元

◆ 12年12月期配当は増配の可能性高まる

同社は11年12月期から配当政策を見直し、これまでの連結配当性向10%を同30%以上に引き上げている。これを背景に11年12月期の配当性向は32.6%を実現したものの、現時点における12年12月期会社計画の配当性向は27.5%にとどまる見通し。

配当性向はあくまでの最終利益に対する配当比率のため、何らかの要因で業績が会社計画を下回った場合は、配当金額が同じでも必然的に配当性向は上昇する。しかしながら、現段階において業績が会社計画を下回るリスクが見当たらないため、12年12月期の配当は会社計画を上回る可能性が高いと考えられる。

> 株価バリュエーション

◆ 競合比較では割安と思われるバリュエーション

同社の株価バリュエーションは、競合との比較で割高に感じられず、予想PERや予想配当利回りなどはむしろ割安に思われる。目標とする配当性向の引き上げは評価されるものの、割安なバリュエーションの要因として、中期経営計画の公表を先送りするなど、中期長期的な成長戦略が投資家に理解されないためと考えられる。

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
株価(円)	23,790	66,200	128,800
予想PER(倍)	8.4	9.9	11.0
実績PBR(倍)	1.0	1.0	2.7
配当利回り(予想)	3.7%	0.0%	1.0%
時価総額(百万円)	4,596	2,275	10,295

注) 株価は2/10終値

注) バリューコマースはアナリスト予想。インタースペース、アドウェイズは会社計画

> 今後の株価見通し

◆ 中長期的な適正株価は33,000円～42,000円を想定

東日本大震災以降の株価は16,000円～26,000円のボックスを形成している。12年1月以降は戻り歩調からボックス圏の高値近辺で推移するも、競合とのバリュエーション比較では割高に感じられず、ダウンサイドリスクも小さいと考えられる。業界フェアバリュー水準をPER8倍～10倍と仮定すると、長期投資の観点から15年12月期の予想EPS4,193円を前提にすると適正株価は33,000円～42,000円が導き出せる。

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 ICMG 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)

リターンのおぼ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、(株)ICMG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