

バリューコマース (2491 東証マザーズ)

発行日: 2012/8/30
調査日: 2012/8/16
調査方法: 企業訪問

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

◆ ヤフーとの連携に特色

- ・同社はポータルサイト大手ヤフーの持分法適用会社で、国内アフィリエイト広告のパイオニア的存在。ヤフーとの協業を事業戦略の柱に据えるなど、PC 向けアフィリエイト広告に強み。
- ・事業セグメントはアフィリエイト広告を展開するアフィリエイトマーケティングサービス事業と、ヤフーショッピング内の E コマースサイト向けサービスを提供するストアマッチサービス事業の 2 事業。2012 年 12 月期第 2 四半期決算では、アフィリエイトマーケティングサービス事業が売上高の約 85% を占めるとともに、営業利益の大部分を稼ぎ出すなど、当該事業が同社の成長ドライバーを担う。

◆ 12 年 12 月期第 2 四半期決算は大口顧客の取り込みが奏功

- ・12 年 12 月期第 2 四半期決算は売上高が前年同期比 21.9% 増の 44.6 億円、営業利益は同 5.0% 増の 4.0 億円で着地。これは売上高・利益ともに期初会社計画を上回る内容で、その要因は広告の企画・手法を丸受けするコンサルティングサービスの大口顧客獲得が進み、アフィリエイトマーケティングサービス事業が想定以上に伸長したため。

> 投資判断

◆ 会社側は 12 年 12 月期計画を増額修正

- ・アフィリエイト事業のコンサルティングサービスが好調なことから、同社は 12 年 12 月期会社計画の売上高を 85.4 億円→90.5 億円、営業利益 8.3 億円→8.8 億円、経常利益 9.0 億円→10.1 億円、当期純利益は 5.2 億円→6.0 億円にそれぞれ増額修正した。

◆ アナリストは中長期業績予想を見直し

- ・アナリストはコンサルティングサービスの大口獲得が想定以上に進んでいることから、前回レポートの業績予想を見直した。主なポイントは、ヤフーとの連携強化で売上高を増額修正する反面、利益面では大口顧客によるボリュームディスカウントと値下げ競争を考慮して 13 年 12 月期以降の収益予想を減額修正した。

◆ 短期的には自己株式取得が株価をサポート

- ・短期的には発行済み株式数の 1 割を超える自己株式取得が、株価をサポートすると予想される。一方、長期投資の観点から、アナリストの 15 年 12 月期予想 EPS4,257 円を前提にした適正株価水準は、34,000 円～42,600 円が想定される。

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

【主要指標】	2012/8/24
株価	27,800
発行済株式数	193,220
時価総額(百万円)	5,372
上場日	2006/7/31
上場来パフォーマンス	-24.1%

	前期	今期
PER(倍)	12.1	9.2
PBR(倍)	1.2	1.1
配当利回り	2.7%	3.6%

	σ	β 値
リスク指標	52.8%	1.7

【主要KPI(業績指標)】

	広告主数 (件)	パートナーサイト 数(千件)
2011年 1Q末	1,712	820
2Q末	1,791	831
3Q末	1,820	845
4Q末	1,907	857
2012年 1Q末	1,948	871
2Q末	2,016	883

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	14.3%	8.1%	35.5%
対TOPIX	11.1%	2.7%	37.9%

*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20120827

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	9,050	9,150	10,450	11,750	13,100
前年比	5.5%	11.6%	16.2%	17.5%	14.2%	12.4%	11.5%
営業利益	553	759	885	890	980	1,070	1,170
前年比	125.1%	37.2%	16.5%	17.3%	10.1%	9.2%	9.3%
経常利益	589	832	1,015	1,020	1,120	1,230	1,340
前年比	183.1%	41.3%	21.9%	22.6%	9.8%	9.8%	8.9%
当期純利益	558	443	600	570	670	730	800
前年比	-	-20.5%	35.2%	28.7%	17.5%	9.0%	9.6%
期末株主資本	4,248	4,641	-	4,927	5,409	5,914	6,488
発行済株式数	192,500	193,180	193,220	193,220	193,220	193,220	193,220
EPS(円)	2,915.8	2,299.1	3,158.2	3,033.4	3,565.6	3,884.9	4,257.4
配当(円)	293.0	750.0	1,000.0	1,000.0	1,200.0	1,300.0	1,400.0
BPS(円)	22,084.3	24,028.8	-	26,221.5	28,787.1	31,472.0	34,529.4
ROE	14.1%	10.0%	-	11.9%	13.0%	12.9%	12.9%
株価(円)	28,100	22,120	27,800	27,800	-	-	-
PER(倍)	9.6	9.6	8.8	9.2	7.8	7.2	6.5
配当利回り	1.0%	3.4%	3.6%	3.6%	4.3%	4.7%	5.0%
PBR(倍)	1.3	0.9	-	1.1	1.0	0.9	0.8

(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

B to C向けEコマース市場の拡大で、事業環境は追い風。ヤフーとの連携強化で大口顧客の獲得に弾み。

◆ 国内アフィリエイト広告のパイオニアでヤフーとの連携に特色

同社はポータルサイト大手ヤフーの持分法適用会社で、国内アフィリエイト広告のパイオニア的存在。ヤフーとの協業を事業戦略の柱に据えるなど、PC向けアフィリエイト広告に強みを持つ。

アフィリエイト広告は純広告など通常の広告と異なり、広告主が出稿した時点では広告料が発生しない。通常、メディア(ウェブサイト等)に掲載された広告を見た消費者が、購買や資料請求などの行動を起こした時点で初めて、成果報酬としての広告料が発生する仕組みである。アフィリエイト広告の収益構造は、一般的に広告料の20%~30%前後を成功報酬として同社が受け取り、残りの70%~80%はメディア(パートナーサイト運営者等)に支払われる。

したがって、同社のビジネスモデルには広告主数の拡大はもちろんのこと、集客力に長ける有力メディアの取り込みが欠かせない。

同社の事業セグメントは、アフィリエイト広告を展開する「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、ヤフーショッピング内のEコマースサイト向けサービスを展開する「ストアマッチサービス事業」(同ストアマッチ事業)の2事業で構成される。

2012年12月期第2四半期決算では、アフィリエイト事業が売上高の約85%を占めるとともに、営業利益の大部分を稼ぎ出すなど、当該事業が同社の成長ドライバーを担っている。

> 決算概要

◆ 12年12月期第2四半期決算は大口顧客の取り込みが奏功

2012年12月期第2四半期決算は、売上高が前年同期比21.9%増の44.6億円、営業利益は同5.0%増の4.0億円、経常利益は20%持分会社の好調から同19.0%増の4.9億円、四半期純利益は当別損失半減で同40.5%増の2.8億円を着地した。これは売上高・利益ともに期初会社計画(売上高41.0億円、営業利益3.6億円)を上回る内容であり、その要因は後述するコンサルティングサービスが想定以上に伸長したため。

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年同期比22.0%増の38.1億円、営業利益は同6.0%増の5.6億円。売上面では顧客主導の「ASPサービス」が同2.4%増に留まるも、広告の企画・手法をワンストップで提供する「コンサルティングサービス」は大口顧客を取り込み同34.7%増と成長を牽引した。一方、利益面ではコンサルティングサービスに関わるメディア費用増で収益性が悪

広告主数とメディア数の積み
上げで事業基盤に厚み

化し、利益成長は売上高成長に対し見劣りする結果となった。他方、ストアマッチ事業は売上高が前年同期比 21.8%増の 6.5 億円、営業利益は同 39.6%増の 0.6 億円。ヤフーとの協業でヤフーショッピング内の E コマースサイト開拓が順調に進み、売上高成長にともない利益も拡大した。

KPI(業績指標)として着目される広告主数は、2011 年 12 月末の 1,907 件から 12 年 6 月末には 2,016 件に拡大。パートナーサイト数(メディア数)も同様に 857 千件から 883 千件に増加しており、業容拡大に向けた事業基盤の拡充が進んでいる。

> 業績見通し

◆ 会社側は 12 年 12 月期計画を増額修正

アフィリエイト事業のコンサルティングサービスが好調なことから、同社は 2012 年 12 月期計画を増額修正した。数値面では売上高 85.4 億円→90.5 億円、営業利益 8.3 億円→8.8 億円、経常利益 9.0 億円→10.1 億円、当期純利益は 5.2 億円→6.0 億円にそれぞれ引き上げている。

また、同社はヤフーとの連携を今まで以上に強化して、収益を倍増させる長期的な経営方針を打ち出した。これに向けた具体策として「アフィリエイト強化」、「スマートフォン戦略」、「新規事業戦略(国内・海外)」、「ヤフーとの提携強化」を掲げている。

アナリストは中長期業績予想の売上高を増額修正するも、利益面では収益性低下で保守的に見直し

◆ アナリストは中長期業績予想を見直し

アナリストはコンサルティングサービスにおける大口獲得が想定以上に進んでいることから、前回レポート(2012 年 2 月発行)の業績予想を見直した。数値面では 2012 年 12 月期の売上高 85.5 億円→91.5 億円、営業利益は 8.8 億円→8.9 億円。13 年 12 月期は売上高 92.5 億円→104.5 億円、営業利益 10.5 億円→9.8 億円。14 年 12 月期売上高 99.5 億円→117.5 億円、営業利益 11.6 億円→10.7 億円。15 年 12 月期は売上高 107.0 億円→131.0 億円、営業利益 12.8 億円→11.7 億円にそれぞれ修正した。

この要因として、売上面では国内トップクラスのメディアであるヤフーとの連携でコンサルティングサービスとストアマッチ事業の拡大を見込む。一方、利益面では大口顧客によるボリュームディスカウントと、ASP サービスの値下げ競争が収益性を押し下げていると推察されることから、13 年 12 月期以降の収益予想を減額修正した。

なお、前述した経営方針については、アフィリエイト強化やスマートフォン戦略、ヤフーとの提携強化は既存事業の延長であるため、短期的な業績寄与が見込まれるものの、海外展開を含めた新規事業戦略のポテンシャルは現時点で未知数と考えられる。

投資判断

> 株主還元

東証一部への市場変更申請
と自己株式取得を発表。

◆ 増配と自己株式取得を公表

同社は株主還元策として、連結配当性向 30%以上を配当政策の数値目標に掲げている。2012年12月期は第2四半期に会社計画を増額修正し、同時に配当計画を期初の年間750円から年間1,000円に引き上げた。これを基にした配当性向は期初の27.5%から、配当政策の数値目標を満たす31.7%に上昇する。アナリストは中長期的な業績予想を基に、継続的な増配が可能と予想している。

また、同社は12年8月下旬に東証一部への市場変更を申請するとともに、自己株式取得を公表した。市場変更は東京証券取引所の承認事項のため、市場変更が株主還元に資するかは現時点で判断できない。一方、東証一部上場で同社の認知度が高まり、業績への間接的なプラス効果も考えられ、結果的に市場変更が株主還元へ寄与することは否定できない。

他方、自己株式取得は12年8月27日から同年11月30日にかけて、上限21,000株(発行済み株式数の11.2%)を市場(立会外含む)から買い付ける内容で、予定株式数取得後には議決権ベースでヤフーの連結子会社となる予定。これはヤフーとの連携強化を打ち出した経営方針の一環と考えられるものの、一方では少数株主の利益が軽視されるリスクも無視できない。

> 株価バリュエーション

◆ 現在の株価水準はフェアバリューと判断

競合他社との比較から、業界のフェアバリュー水準をPER8倍~10倍と仮定すると、短期的な業績予想を基にした現在の株価水準はフェアバリューの範囲内と考えられる。

競合他社とのバリュエーション比較(直近期予想)

	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)	27,800	72,000	65,300
予想PER(倍)	9.2	10.9	34.8
実績PBR(倍)	1.2	1.1	1.1
配当利回り(予想)	3.6%	—	—
時価総額(百万円)	5,372	2,481	5,222

注) 株価は8/24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

◆ 短期的には自己株式取得が株価をサポート

短期的には発行済み株式数の1割を超える自己株式取得が、株価をサポートすると予想される。一方、長期投資の観点から、アナリストの2015年12月期予想EPS4,257円を前提にした適正株価水準は、34,000円~42,600円が想定される。

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なり、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ため、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