

バリューコマース (2491 東証一部)

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が強み

> 要旨

◆ 国内アフィリエイト広告のパイオニア

- ・国内アフィリエイト広告のパイオニア的存在で、ヤフーの連結子会社。事業セグメントは、アフィリエイト広告を運営する「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クリック課金型広告の「ストアマッチサービス事業」の 2 事業。
- ・アフィリエイト広告は一般的な純広告と異なり、メディアの広告を見た最終ユーザーが何らかのアクションを起こした時に成果報酬としての広告料が発生する仕組みで、広告主にとっても費用対効果を把握可能。B to C 向け E コマース市場の拡大でアフィリエイト広告には追い風が吹いており、同社はヤフーとの連携強化で大口顧客獲得の実績を積み上げている。

◆ 12 年 12 月期決算は計画を上回り過去最高益を更新

- ・12 年 12 月期決算は売上高が前期比 22.1%増の 95.0 億円、営業利益は同 19.1%増の 9.0 億円、当期純利益は同 40.9%増の 6.2 億円を着地。これは売上高・各利益とも過去最高を記録し、好決算の主な要因は、大口顧客の獲得で広告を一手に引き受ける「コンサルティングサービス」が順調に拡大したため。

> 投資判断

◆ 13 年 12 月期は 10.5%増収 20.0%営業増益を計画

- ・13 年 12 月期の会社計画は売上高が前期比 10.5%増の 105.1 億円、営業利益は同 20.0%増の 10.8 億円を見込む。売上面では新規大口広告主の獲得に加え、金融・旅行・美容関連の出稿増が予想されるうえ、新規事業戦略等も寄与する見通し。利益面では新規事業立ち上げに伴うコスト増が見込まれるものの、増収効果で吸収する構え。
- ・当センターでは、コンサルティングの大口広告主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増額修正し、13 年 12 月期会社計画の上振れを見込む。

◆ 中長期的な適正株価水準は 78,000 円～118,000 円を想定

- ・同業他社比較から、業界のフェアバリュー水準を PER10 倍～15 倍と仮定すると、当センターの 2016 年 12 月期予想 EPS7,847.9 円に基づく中長期的な適正株価水準は、78,000 円～118,000 円のレンジが想定される。

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】 2013/2/15

株価	57,200
発行済株式数	193,320
時価総額(百万円)	11,052
上場日	2006/7/31
上場来パフォーマンス	-13.7%

	前期	今期
PER(倍)	16.8	10.9
PBR(倍)	2.3	2.0
配当利回り	1.9%	2.8%

	σ	β 値
リスク指標	46.0%	1.1

【主要KPI(業績指標)】

	広告主数 (件)	アフィリエイト 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
12年 1Q末	1,948	871
2Q末	2,016	883
3Q末	1,973	895
4Q末	1,989	907

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン	-9.2%	17.7%	137.0%
対TOPIX	-9.4%	-2.4%	110.3%

*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20130218

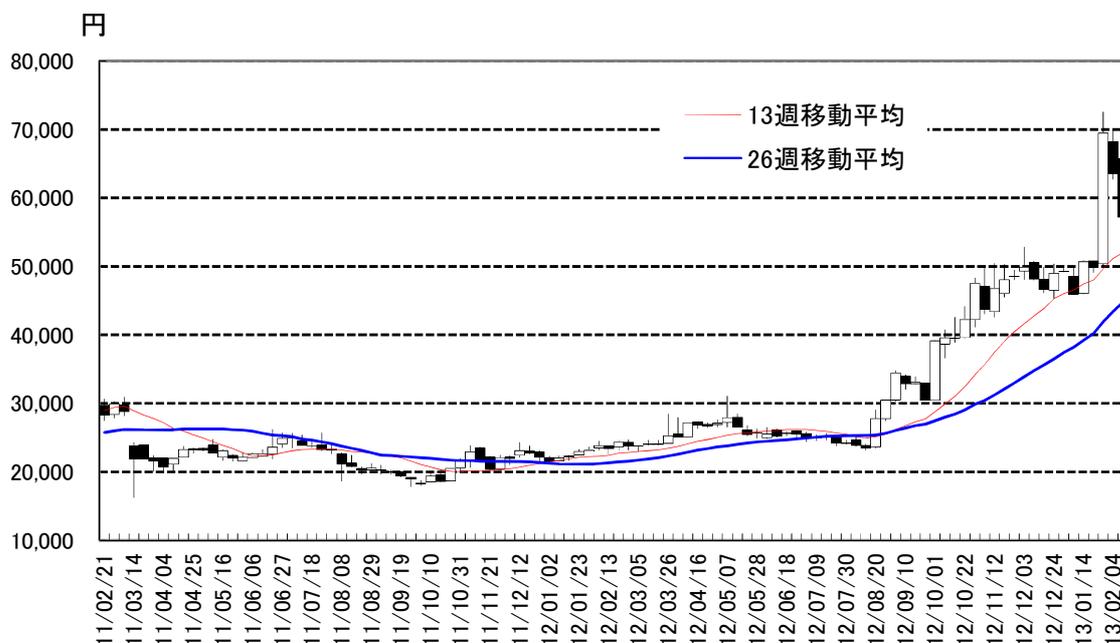
バリューコマース (2491 東証一部)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/12期 実績	2012/12期 実績	2013/12期 会社予想	2013/12期 予想	2014/12期 予想	2015/12期 予想	2016/12期 予想
売上高	7,789	9,507	10,510	11,000	12,460	13,850	15,550
前年比	11.6%	22.1%	10.5%	15.7%	13.3%	11.2%	12.3%
営業利益	759	904	1,086	1,140	1,320	1,520	1,810
前年比	37.2%	19.1%	20.0%	26.1%	15.8%	15.2%	19.1%
経常利益	832	1,057	1,222	1,320	1,520	1,730	2,030
前年比	41.3%	27.1%	15.6%	24.9%	15.2%	13.8%	17.3%
当期純利益	443	625	800	870	990	1,120	1,300
前年比	-20.5%	40.9%	28.0%	39.2%	13.8%	13.1%	16.1%
期末株主資本	4,641	4,149	-	4,835	5,560	6,415	7,417
発行済株式数	193,180	193,320	193,320	193,320	193,320	193,320	193,320
EPS(円)	2,299.1	3,402.0	4,829.5	5,252.0	5,976.5	6,761.2	7,847.9
配当(円)	750.0	1,100.0	1,500.0	1,600.0	1,800.0	2,100.0	2,500.0
BPS(円)	24,028.8	25,047.0	-	29,186.7	33,563.2	38,724.4	44,772.3
ROE	10.0%	14.2%	-	19.4%	19.0%	18.7%	18.8%
株価(円)	22,120	49,000	57,200	57,200	-	-	-
PER(倍)	9.6	14.4	11.8	10.9	9.6	8.5	7.3
配当利回り	3.4%	2.2%	2.6%	2.8%	3.1%	3.7%	4.4%
PBR(倍)	0.9	2.0	-	2.0	1.7	1.5	1.3

(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。ヤフーとの連携で
大口広告主獲得に強み

◆ 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が強み

同社は国内アフィリエイト広告のパイオニア的存在で、ヤフーの連結子会社。ポータルサイト大手であるヤフーとの連携で PC 向けアフィリエイト広告に強みを持つほか、ネット環境が PC に近づいたスマートフォン向けアフィリエイト広告を強化している。

アフィリエイト広告は通常の純広告と異なり、広告主が出稿した時点で広告料は発生しない。メディア（ウェブサイト等）に掲載された広告を見た最終ユーザー（消費者等）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。広告主にとって費用対効果が把握可能なアフィリエイトには、B to C 向け E コマース市場の拡大など追い風が吹いており、同社はヤフーとの連携強化で大口顧客獲得の実績を積み上げている。

アフィリエイト広告のビジネスモデルは、同社が広告料の約 20% を成功報酬として受け取り、残りの約 80% はサイト運営者等に支払われるメディア費用。したがって、当該ビジネスモデルは広告主数の拡大はもちろんのこと、集客力に長けた有力メディアの取り込みが欠かせない。

事業セグメントは、アフィリエイト広告を運営する「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クリック課金型広告の「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。

収益源であるアフィリエイト事業のサービスラインは、中小規模の広告主が自ら同社製アフィリエイト・プログラムを運用する「ASP サービス」（以下：ASP）と、大口顧客の広告を一手に引き受ける「コンサルティングサービス」（同：コンサルティング）に分けられ、このうちコンサルティングが同社の成長を牽引している。

> 決算概要

◆ 12 年 12 月期決算は計画を上回り過去最高を更新

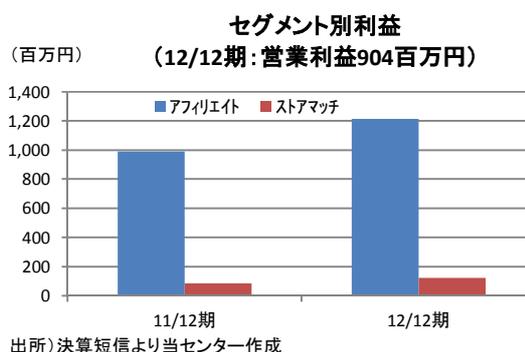
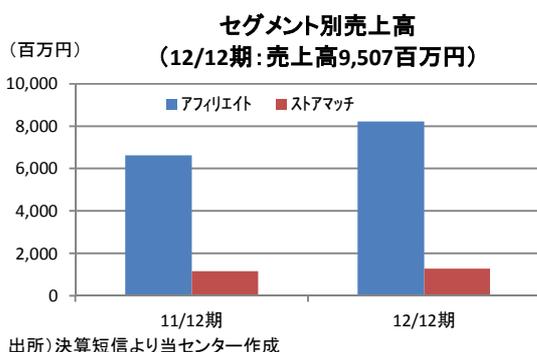
2012 年 12 月期決算は売上高が前期比 22.1% 増の 95.0 億円、営業利益はフィリピン開発拠点閉鎖費用や東証一部上場関連費用などの一時的なコスト増を増収効果で吸収して同 19.1% 増の 9.0 億円、当期純利益は同 40.9% 増の 6.2 億円で着地。これは会社計画（売上高 90.5 億円、営業利益 8.8 億円）を上回ったうえ、売上高・各利益とも過去最高を記録した。

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 24.1% 増の 82.2 億円、セグメント利益は同 22.7% 増の 12.1 億円。売上面ではメディア費用を差し引いたネット計上の ASP がほぼ横ばいに留まる一方、コンサルティングは大口の広告主獲得に加え金融・

旅行関連の出稿増で同 38.2%増収。利益面では価格競争や広告主の出稿絞り込みなどで収益性が幾分ダウンするも、売上高の伸長でオフセットした。

ストアマッチ事業は売上高が前期比 10.2%増の 12.7 億円、セグメント利益は同 42.5%増の 1.2 億円。ヤフーとの連携で E コマースサイトへの販売促進が奏功した。

なお、12 年 12 月期末の KPI (主要業績指標) は、広告主数が前年同期末比 82 件増の 1,989 件、広告掲載サイト数は同 5 万件増の 90.7 万件となった。



> 業績見通し

◆ 13 年 12 月期は 10.5%増収 20.0%営業増益を計画

2013 年 12 月期の会社計画は売上高が前期比 10.5%増の 105.1 億円、営業利益は同 20.0%増の 10.8 億円を見込む。売上面では新規大口広告主の獲得に加え、金融・旅行・美容関連の出稿増が予想されるうえ、新規事業戦略等も寄与する見通し。利益面では新規事業立ち上げに伴うコスト増が見込まれるものの、増収効果で吸収し過去最高を更新する見通し。

◆ 利益倍増への取り組み

同社は当期純利益倍増に向けた取り組みを公表した。主な施策は 1) アフィリエイト強化、2) 新規事業戦略、3) ヤフーとの連携強化、4) スマートフォン戦略、など。

まず、アフィリエイト強化では、サービス管理画面のリニューアルや国内宿泊商品横断検索サービス「フォルシア」の提供、海外の広告主獲得などを進める。

新規事業戦略は、クーポン共同購入などに代表される 0 to 0 (online to offline) ビジネスへの本格参入をメインに、自社メディア「英語学習のススメ」をスタートさせるほか、スマート TV などのマルチデバイス対応や、新たな広告配信技術の発掘・投資を行う方針だが、0 to

0 ビジネスの課金形態や参入時期等への明確な意思表示は無い。
また、ヤフーとの連携強化とスマートフォン戦略は、これまでの事業戦略を継続する見通し。

◆ 当センターは13年12月期会社計画の上振れを予想

当センターでは、コンサルティングの大口広告主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8月発行)の業績予想を増額修正し、2013年12月期会社計画の上振れを見込む。

ナショナルクライアントなどの大口顧客は、ブランディングや新製品広告に関し、ポータルサイトを活用したマス広告に注力していると推察される。その点、同社はヤフーとの連携で大口広告主の獲得が競合に対し優位に進むと推察され、これを原動力に同社は売上高成長を継続している。

アフィリエイト広告市場は中期的に10%成長が見込まれるなか、同社はポータルサイト大手であるヤフーとの連携で、市場の成長率を上回る売上高成長が可能と予想される。

一方、課題はアフィリエイト広告に次ぐ収益源の育成であろう。アフィリエイト広告市場は大手寡占が進むなか、価格競争も激しさを増し、同社の売上総利益率は2006年12月期の56.7%から12年12月期には36.2%にまで低下した。同社はこの間、変動費率上昇による収益性悪化を売上高成長でカバーしながら、人件費等の固定費を横ばいに保つことで増益トレンドを維持している。したがって、現状の収益モデルでは、売上高成長の減速がすぐさま減益要因につながりかねず、中長期的な利益成長には事業ポートフォリオまたはサービスライン拡大による収益源の多様化が求められる。

事業ポートフォリオまたはサービスライン拡大による収益源の多様化が課題

業績予想

(百万円)

	2012/12期	13/12期E		14/12期E		15/12期E		16/12期E
	実績	旧	新	旧	新	旧	新	新
売上高	9,507	10,450	11,000	11,750	12,460	13,100	13,850	15,550
前期比	22.1%	14.2%	15.7%	12.4%	13.3%	11.5%	11.2%	12.3%
営業利益	904	980	1,140	1,070	1,320	1,170	1,520	1,810
前期比	19.1%	10.1%	26.1%	9.2%	15.8%	9.3%	15.2%	19.1%
経常利益	1,057	1,120	1,320	1,230	1,520	1,340	1,730	2,030
前期比	27.1%	9.8%	24.9%	9.8%	15.2%	8.9%	13.8%	17.3%
当期純利益	625	670	870	730	990	800	1,120	1,300
前期比	40.9%	17.5%	39.2%	9.0%	13.8%	9.6%	13.1%	16.1%

出所) 決算短信より、予想は当センター

投資判断

> 株主還元

◆ 配当政策は業績に連動した配当性向 30%以上を表明

同社の配当政策は、業績に連動した連結配当性向 30%以上を数値目標に掲げている。当センターでは増益予想を背景に、中長期的な増配を見込む。

また、2012年12月期は発行済株式総数の14.3%に相当する自己株式を取得するなど、効率性を意識した資本政策を実行している。

> 株価バリュエーション

◆ 同業他社比較では今期予想 PER に割安感

現在の株価水準は、今期予想 PER 比較で東証一部全銘柄平均(予想 PER19.8倍)や同業他社に比べ割安に感じられる。業界のフェアバリュエーション水準を PER10倍~15倍と仮定すると、当センターの2016年12月期予想 EPS7,847.9円に基づく中長期的な適正株価水準は、78,000円~118,000円のレンジが想定される。

同業他社とのバリュエーション比較

	バリューコマース	アドウェイズ	インタースペース	ファンコミュニケーションズ*
株価(円)	57,200	98,000	184,600	2,811
今期予想PER(倍)	10.9	24.8	16.9	14.5
実績PBR(倍)	2.3	1.6	2.8	4.3
今期予想配当利回り	2.8%	-	0.5%	1.4%
時価総額(億円)	110.6	78.4	63.6	303.0

注)バリューコマースは当センター予想、その他は会社計画

注)株価は2/15終値

> 今後の株価見通し

◆ 安定した利益成長を背景に株価は下値切り上げを予想

株価は順調な業容拡大に加え、2012年9月以降の自己株式取得や同年11月の東証一部市場変更を好感して、直近12カ月の株価パフォーマンスは137.0%に達している。一方、13年1月以降はボラティティの高い値動きを演じていることから、短期的な値幅調整は避けられないと考えられる。

当センターでは今後4年間の年平均成長率を売上高が13.1%増、営業利益は19.0%増を予想するほか、前述した同業他社とのバリュエーション比較からも現在の株価水準に割高感が感じられないことから、短期的な値幅調整一巡後は緩やかな下値切り上げの動きが予想される。

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、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