

ホリスティック企業レポート

バリューコマース

2491 東証一部

フォロー・レポート
2013年9月6日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20130903

バリューコマース (2491 東証一部)

発行日: 2013/9/6

**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
クライアントの広告を一手に引き受けるコンサルティングサービスが成長ドライバー**

> 要旨

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

◆ ヤフーの連結子会社で PC 向けアフィリエイト広告に強み

- ・バリューコマース(以下、同社)は、ヤフーの連結子会社で国内アフィリエイト広告のパイオニア的存在である。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。
- ・サービスライン別では大口クライアントの広告を一手に引き受けるコンサルティングサービスが成長を牽引している。

◆ 第 2 四半期累計はコンサルティングの伸長で 56.4%営業増益

- ・13/12 期第 2 四半期累計は売上高が前年同期比 26.0%増の 56.3 億円、営業利益は同 56.4%増の 6.3 億円。大口クライアントの新規獲得に加え、金融や旅行分野の出稿が増加したコンサルティングサービスが業績を牽引した。

◆ 13/12 期は期初会社予想を増額修正

- ・同社はコンサルティングサービスの好調を背景に、期初の 13/12 期予想を売上高 105.1 億円→117.0 億円(前期比 23.1%増)、営業利益 10.8 億円→13.4 億円(同 48.1%増)に増額修正した。

> 投資判断

◆ 高い成長率を反映したバリュエーション

- ・今期予想基準 PER は同業他社を上回る水準にある。同社の営業利益は今後 3 年間で年率 34.3%という高い成長率が見込まれることがその背景にあると思われる。

【主要指標】

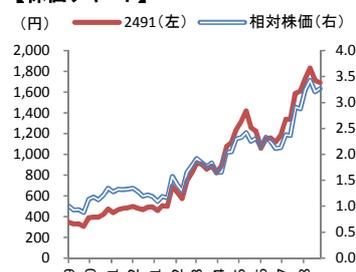
	2013/8/30
株価 (円)	1,691
発行済株式数(千株)	19,336
時価総額 (百万円)	32,697

	前期	今期E	来期E
PER (倍)	49.7	26.4	21.1
PBR (倍)	6.8	5.6	4.7
配当利回り (%)	0.7	1.2	1.5

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	8.0	37.9	454.4
対TOPIX (%)	10.5	41.6	266.7

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/9/3

【2491 バリューコマース 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)	
2011/12	7,789	11.6	759	37.2	832	41.3	443	-20.5	23.0	240.3	7.5	
2012/12	9,507	22.1	904	19.1	1,057	27.1	625	40.9	34.0	250.5	11.0	
2013/12	旧CE	10,510	10.5	1,086	20.0	1,222	15.6	800	28.0	48.3	-	15.0
	新CE	11,700	23.1	1,340	48.1	1,530	44.7	1,000	59.9	60.4	-	19.0
2013/12	旧E	11,000	15.7	1,140	26.1	1,320	24.9	870	39.2	52.5	291.8	16.0
	新E	11,920	25.4	1,440	59.3	1,620	53.3	1,060	69.6	64.0	303.3	20.0
2014/12	旧E	12,460	13.3	1,320	15.8	1,520	15.2	990	13.8	59.8	332.5	18.0
	新E	14,140	18.6	1,820	26.4	2,050	26.5	1,330	25.5	80.3	363.5	25.0
2015/12	旧E	13,850	11.2	1,520	15.2	1,730	13.8	1,120	13.1	67.6	381.1	21.0
	新E	16,360	15.7	2,190	20.3	2,470	20.5	1,600	20.3	96.6	440.1	30.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

フォロー・レポート

2/8

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。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、本レポートの配信に関して閲覧し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、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

決算サマリー

> 事業内容

◆ ヤフーの連結子会社で PC 向けアフィリエイト広告に強み

バリューコマース (以下、同社) はヤフーの連結子会社で、国内アフィリエイト広告のパイオニア的存在である。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 に近い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広告と異なり、クライアント (広告主) が出稿した時点では広告料は発生しない。広告料が発生するのは、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アクション (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仕組みである。このようにアフィリエイト広告は、クライアントにとって費用対効果の把握を可能とする広告手法と考えられる。B to C 向け E コマース市場の拡大が続くなか、同社は親会社である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、広告料の約 20%を同社が成功報酬として受け取り、残りの約 80%はメディア費用として各サイト運営者等に支払われる。したがって、同社の成長にはクライアント数の拡大はもちろんのこと、最終ユーザーのアクションを稼ぐためにも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を展開する「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。

収益源のアフィリエイト事業は、大きく 3 つのサービスラインに分けられ、売上規模順では大口クライアントの広告を一手に引き受ける「コンサルティングサービス」(以下、コンサルティング) と、中小規模のクライアントが自らアフィリエイト・プログラムを運用する「ASP サービス」(以下、ASP)、13/12 期にスタートしたメディア運営等の「その他サービス」(以下、その他) に分けられる。なかでもヤフーとの連携で大口クライアントの獲得が進む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

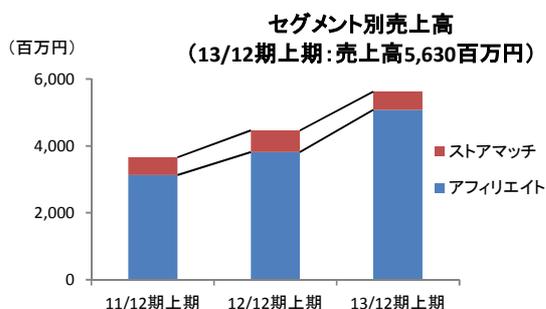
◆ 第2四半期累計はコンサルティングの伸長で56.4%営業増益

13/12期第2四半期累計(上期)は売上高が前年同期比26.0%増の56.3億円、営業利益は同56.4%増の6.3億円となった。これは期初の会社予想(売上高49.8億円、営業利益4.3億円)を大きく上回るもので、この主な要因はアフィリエイト事業のコンサルティングが想定以上に伸長したためである。

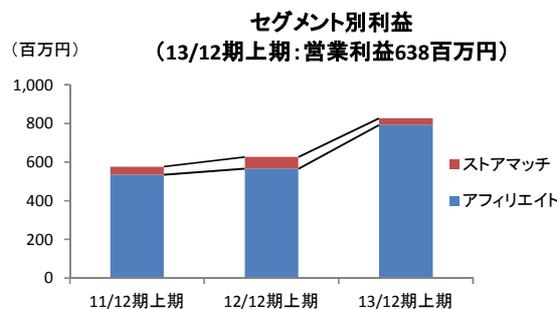
事業セグメント別に見ると、アフィリエイト事業は売上高が前年同期比33.3%増の50.8億円、セグメント利益は同39.8%増の7.9億円。サービスライン別の売上高では、ASPが前年同期比5.1%増の13.3億円、今期スタートのその他は0.1億円となるなか、コンサルティングは金融や旅行分野の出稿が増加したほか、大口クライアントの新規獲得もあり同46.9%増の37.4億円と成長を牽引した。

アフィリエイト事業における13/12期上期末のクライアント数は前年同期比73減の1,943となるも、既存クライアントへの販売支援強化と大口クライアントの獲得で大幅な増収を確保している。

ストアマッチ事業は売上高が前年同期比16.5%減の5.4億円、セグメント利益は同41.9%減の0.3億円。スマートフォンやタブレットなどのマルチデバイスに対応すべくシステム変更を進めたことで、売上高が一時的に減少した。



出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成



出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ 会社は13/12期予想を増額修正

アフィリエイト事業のコンサルティングが想定以上に好調だったことから、同社は期初の13/12期予想を売上高105.1億円→117.0億円(前期比23.1%増)、営業利益10.8億円→13.4億円(同48.1%増)に増額修正した。

◆ 証券リサーチセンターも 13/12 期予想を増額修正

証券リサーチセンター(以下、当センター)は、コンサルティングが予想以上に好調であったことから、前回レポート(13年2月発行)の業績予想を見直し、13/12期予想は売上高110.0億円→119.2億円(前期比25.4%増)、営業利益11.4億円→14.4億円(同59.3%増)に増額修正した。13/12期は上期に獲得した大口クライアントの寄与が見込まれるうえ、上期に苦戦したストアマッチも下期はマルチデバイス対応の新システム稼働で一定の成果が見込まれる。

14/12期および15/12期予想についても、ヤフーとの連携で大口クライアントの獲得が見込まれる。コンサルティングが引き続き成長ドライバーとして業績を牽引すると予想し、前回レポートの業績予想を増額修正した。

事業セグメント別修正業績予想

	10/12期	11/12期	12/12期	13/12期E		14/12期E		15/12期E	
				旧	新	旧	新	旧	新
売上高	6,976	7,789	9,507	11,000	11,920	12,460	14,140	13,850	16,360
アフィリエイト事業	6,045	6,629	8,229	9,590	10,720	10,910	12,840	12,150	14,960
コンサルティング	3,534	4,113	5,683	7,010	8,000	8,300	10,000	9,500	12,000
ASP	2,510	2,514	2,545	2,580	2,700	2,610	2,800	2,610	2,900
その他	-	-	-	-	20	-	40	-	60
ストアマッチ事業	931	1,159	1,278	1,410	1,200	1,550	1,300	1,700	1,400
営業利益	553	759	904	1,140	1,440	1,320	1,820	1,520	2,190
アフィリエイト事業	828	990	1,214	1,250	1,750	1,350	2,100	1,460	2,450
ストアマッチ事業	102	85	122	100	90	110	120	120	140
調整額	-376	-316	-432	-210	-400	-140	-400	-60	-400

出所)決算短信より証券リサーチセンター作成

注)Eは証券リサーチセンター予想

投資判断

> 株主還元

◆ 業績連動の配当政策を基本に配当性向 30%以上を表明

同社の配当政策は業績連動を基本に、数値目標として配当性向 30%以上を掲げている。13/12 期の会社配当予想は業績予想の増額修正に伴い、分割調整後で期初の年 15 円配から年 19 円配に増配の見通しである。当センターは配当性向 30%程度を目途に、13/12 期が年 20 円配、14/12 期は年 25 円配を予想する。

13 年 7 月に 1 : 100 の株式分割を実施し、同年 10 月にも 1 : 2 の株式分割を予定している。また、同年 8 月末には発行済み株式数の 10.9%に相当する自己株式 210 万株を消却した。

> 株価バリュエーション

◆ PER は同業他社を上回る水準

現在の株価バリュエーションは、今期予想基準 PER は同業他社の水準を上回っている。一方、当センターはコンサルティングを成長ドライバーに、同社の営業利益は今後 3 年間で年平均 34.3%増を予想しており、これが同社の高い株価バリュエーションを支えていると考えられる。

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)	1,691	344,000	1,013	2,870
今期予想基準PER(倍)	26.4	104.4	18.6	25.4
今期予想基準純利益成長率	69.6%	-21.1%	120.5%	30.6%
前期基準PBR(倍)	6.8	5.1	3.0	8.8
前期基準ROE	14.2%	6.2%	7.7%	29.8%
今期予想配当利回り	1.2%	—	0.5%	0.8%
時価総額(億円)	327	275	70	629

出所)各社決算短信より証券リサーチセンター作成

注)バリューコマースの予想は証券リサーチセンター予想、他3社の予想は会社計画、株価は8/30終値

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

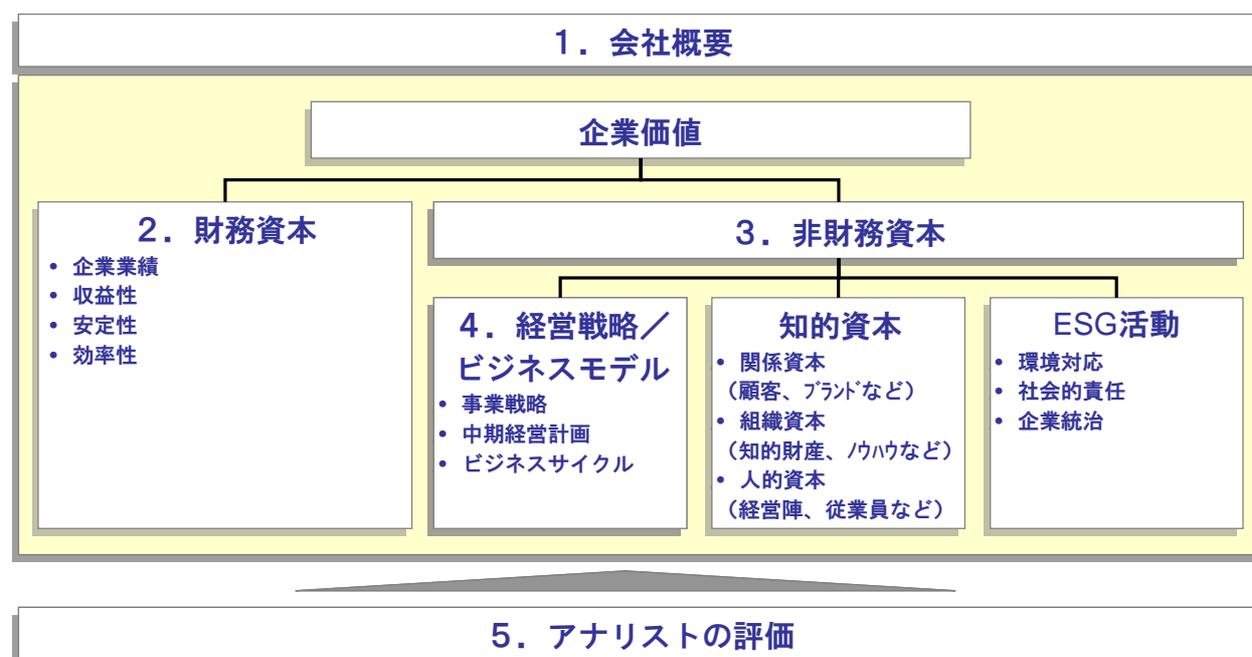
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ 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 Ratio)

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

■ 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

■ 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

■ 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

■ 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、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、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。