

# 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

アップデート・レポート  
2014年2月17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  
審査委員会審査済み20140212

# バリューコマース (2491 東証一部)

発行日: 2014/2/17

## 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 コンサルティングサービスの拡大に加え新サービス投入で業容が拡大

### > 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っている。
- ・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同社の成長を牽引している。

#### ◆ 13 年 12 月期はコンサルティングの拡大で 48.2% 営業増益

- ・13/12 期は売上高が前期比 26.4% 増の 120.1 億円、営業利益は同 48.2% 増の 13.4 億円となった。金融や旅行、ショッピング分野の広告出稿が好調に推移したうえ、販管費などの費用抑制も増益に寄与した。

#### ◆ 14 年 12 月期の同社予想は 23.1% 営業増益の見通し

- ・14/12 期について同社は、売上高が前期比 14.9% 増の 138.0 億円、営業利益は同 23.1% 増の 16.5 億円を見込んでいる。消費税の増税影響など不確定要素が残るものの、1) ヤフーとの連携強化、2) アフィリエイト強化、3) スマートフォン戦略、4) 新規事業戦略、などに注力する方針である。
- ・証券リサーチセンターでは 14/12 期について、売上高が前期比 17.7% 増の 141.4 億円、営業利益は同 28.4% 増の 17.2 億円を予想する。

### > 投資に際しての留意点

#### ◆ 消費税増税後のクライアントの一時的な出稿意欲の減退に留意

- ・14 年 4 月と 15 年 10 月予定の消費税増税の影響が挙げられる。現時点で消費税増税の影響はニュートラルを想定するものの、クライアントの広告出稿意欲が一時的に減退するリスクは否定できない。

#### 【主要指標】

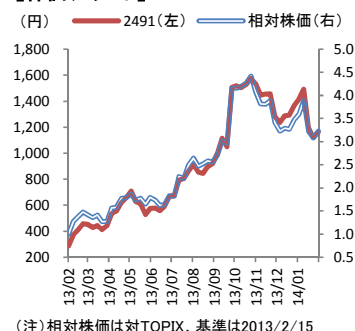
	2014/2/7
株価 (円)	1,119
発行済株式数(千株)	34,471
時価総額(百万円)	38,573

	前期	今期E	来期E
PER (倍)	38.5	29.2	24.0
PBR (倍)	7.5	6.3	5.2
配当利回り (%)	0.8	1.1	1.3

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-2.3	-20.0	209.6
対TOPIX (%)	-7.0	-23.6	90.5

#### 【株価チャート】



#### 【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)	
2012/12	9,507	22.1	904	19.1	1,057	27.1	625	40.9	17.0	125.2	5.5	
2013/12	12,013	26.4	1,340	48.2	1,521	43.9	964	54.2	29.1	148.4	9.5	
2014/12 CE	13,800	14.9	1,650	23.1	1,810	18.9	1,160	20.3	35.0	-	11.0	
2014/12	旧E	14,140	17.7	1,820	35.8	2,050	34.8	1,330	38.0	40.1	178.5	12.5
	新E	14,140	17.7	1,720	28.4	1,950	28.2	1,270	31.7	38.3	176.7	12.0
2015/12	旧E	16,360	15.7	2,190	20.3	2,470	20.5	1,600	20.3	48.2	217.3	15.0
	新E	16,360	15.7	2,090	21.5	2,370	21.5	1,550	22.0	46.7	213.9	14.0
2016/12 E	18,580	13.6	2,460	17.7	2,760	16.5	1,790	15.5	53.9	255.9	17.0	

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

#### アップデート・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っているほか、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ている。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、Yahoo!ショッピング内の E コマースサイト向けに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 事業で構成されている。

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ている。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」に分けられ、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

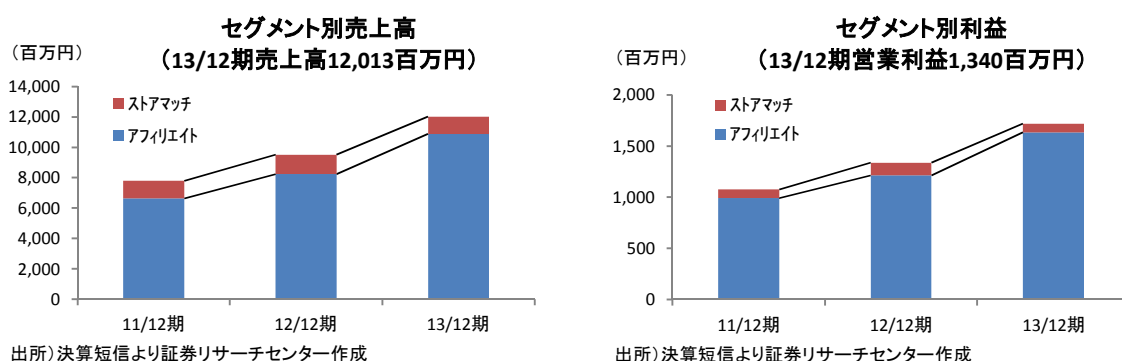
◆ 13 年 12 月期は 48.2%の営業増益

13/12 期は売上高が前期比 26.4%増の 120.1 億円、営業利益は同 48.2%増の 13.4 億円であった。金融や旅行、ショッピング分野の広告出稿が好調に推移したうえ、販管費などの費用抑制も増益に寄与した。

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 32.3%増の 108.8 億円、セグメント利益は同 34.7%増の 16.3 億円であった。アフィリエイト事業のサービスライン別の売上高では、コンサルティングが大口クライアントの獲得に加え、金融や旅行分野等の出稿増で同 43.0%増の 81.2 億円であった。ASP も金融や旅行分野等の出稿増で同 7.4%増の 27.3 億円であった。13/12 期にスタートしたその他サービスは 0.2 億円であった。利益面では大口クライアントからの価格値引き圧力や、利幅の薄い金融分野のクライアント比率の上昇

などで売上総利益率が悪化したものの、費用抑制でセグメント利益率は15.0%、前期比0.2%ポイントの改善が図れた。

ストアマッチ事業は売上高が前期比12.0%減の11.2億円、セグメント利益は同30.8%減の0.8億円であった。Eコマースサイト向けディスプレイ広告を新たに提供したが、スマートフォンやタブレットなどのデバイス環境の変化への対応が遅れ減収減益となった。



> 業績見通し

◆ 14年12月期の同社予想は23.1%営業増益の見通し

14/12期について同社は、売上高が前期比14.9%増の138.0億円、営業利益は同23.1%増の16.5億円を見込んでいる。消費税の増税の影響など不確定要素が残るものの、1) ヤフーとの連携強化、2) アフィリエイト強化、3) スマートフォン戦略、4) 新規事業戦略などに注力する方針である。

なかでもコア事業のアフィリエイト強化では、グループ割引クーポンに代表されるO2O (Online 2 Offline) アフィリエイトを強化し、リアル連動型アフィリエイトを新たな収益源に育てるほか、海外代理店との提携でクライアントの裾野拡大を目指している。

ヤフーとの連携強化は「Yahoo!ショッピング」のストア向けディスプレイ広告のほか、「Yahoo!ファイナンス」へのコンテンツ提供や「Yahoo!アフィリエイト」「LOHACO」の販売支援を行うなど、Yahoo!コンテンツへの関与を高める方針である。

スマートフォン戦略では、13/12期にサービスを開始したアプリ開発会社向けスマートフォン総合比較サイト「アプリマーケット」のコンテンツ拡充でアプリ開発業者の取り込みを図っている。

◆ 証券リサーチセンターの14年12月期予想は28.4%営業増益

証券リサーチセンター(以下、当センター)は前回レポート(13年9月発行)の利益予想を若干下方修正した。売上高予想については、コンサルティングの成長トレンドが想定内のため従来予想を継続するものの、利益予想は上記事業戦略による若干のコスト増を見込み、従来利益予想を減額修正した。

これらを基に、当センターでは14/12期の売上高を前期比17.7%増の141.4億円、営業利益は同28.4%増の17.2億円を予想する。なお、今回の業績予想には14年4月と15年10月予定の消費税増税の影響を織り込んでいない。

事業セグメント別修正業績予想

	11/12期	12/12期	13/12期	14/12期E		15/12期E		16/12期E
				旧	新	旧	新	
売上高	7,789	9,507	12,013	14,140	14,140	16,360	16,360	18,580
アフィリエイト事業	6,629	8,229	10,889	12,840	12,840	14,960	14,960	17,080
コンサルティング	4,113	5,683	8,129	10,000	10,000	12,000	12,000	14,000
ASP	2,514	2,545	2,734	2,800	2,800	2,900	2,900	3,000
その他	-	-	25	40	40	60	60	80
ストアマッチ事業	1,159	1,278	1,124	1,300	1,300	1,400	1,400	1,500
営業利益	759	904	1,340	1,820	1,720	2,190	2,090	2,460
アフィリエイト事業	990	1,214	1,635	2,100	2,000	2,450	2,350	2,700
ストアマッチ事業	85	122	84	120	100	140	120	140
調整額	-316	-432	-379	-400	-380	-400	-380	-380

出所)決算短信及びバリューコマース決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資上の留意点

◆ 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期は配当性向32.7%相当の年9.5円配を予定し、14/12期の同社配当予想は配当性向31.5%相当の年11円配の見直しである。

当センターは同社が目標として掲げる配当性向30%以上を前提に従来の配当予想を見直し、14/12期は年12円配、15/12期は年14円配を予想する。

◆ 消費税増税後のクライアントの出稿意欲の減退に留意

中期的な留意点として、14年4月と15年10月予定の消費税増税の影響が挙げられる。現時点で消費税増税の影響はニュートラルを想定するものの、クライアントの広告出稿意欲が一時的に減退するリスクは否定できない。

また、同社はここ数年、ヤフーとの連携強化で業容を拡大させてきたが、中期的には事業ポートフォリオの拡充による新たな収益源の創出が望まれる。同社の売上総利益率は、コンサルティング売上構成比の上昇とクライアント構成比の変化で 11/12 期の 38.4%から 13/12 期には 32.2%に低下した。この間、売上総利益率の低下を相殺するために、販管費抑制を図ったことにより、営業利益率は 9.5%から 11.2%へ上昇した。今後は業容拡大に伴い販管費抑制にも限度があることから、長期的にはコンサルティングの成長率鈍化に備えた新たな収益源の創出が求められよう。

## 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

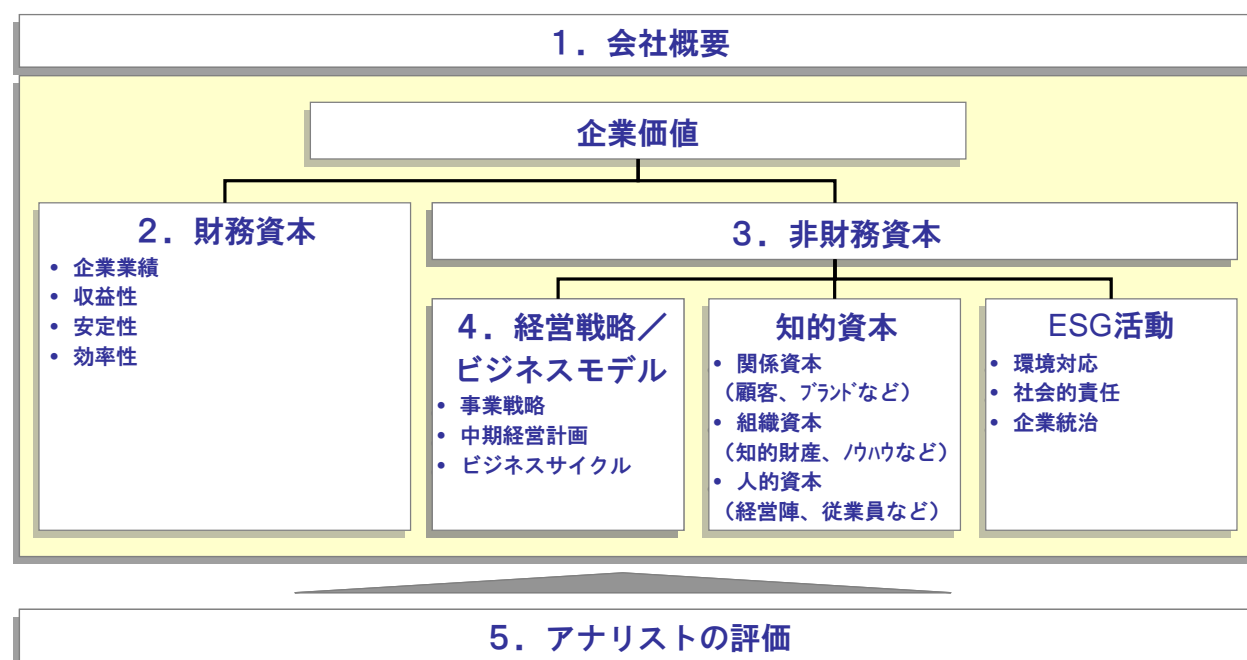
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。

## アップデート・レポート

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。