

# 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9月19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 20140916

# バリューコマース (2491 東証一部)

発行日:2014/9/19

## 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 業容拡大に向け新たなサービスを投入

### > 要旨

#### ◆ ヤフーとの連携で大手クライアントを確保

・バリューコマース(以下、同社)はヤフーの連結子会社で、国内におけるアフィリエイト広告のパイオニア的存在である。ヤフーとの連携を強めることで、大手クライアントと太いパイプを確保している。

#### ◆ 14年12月期の上期は29.7%営業増益

・14/12 期第2 四半期累計(上期)決算は、売上高が前年同期比 11.2%増の62.6 億円、営業利益は同 29.7%増の 8.2 億円であった。  
・売上面では金融関連大口クライアントの出稿抑制で金融分野が伸び悩むものの、ショッピングや旅行分野が牽引し、増収効果に加え販管費の抑制で2 桁増益を達成した。

#### ◆ 14年12月期は期初の会社計画を据え置き

・14/12 期について同社は期初計画を据え置き、売上高は前期比 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。  
・下期は本社移転費用など一時的なコスト約 1.0 億円が見込まれるものの、美容や転職分野の広告獲得に注力するほか、ソフトバンクモバイルとの連携による「得するモール」や、韓国 kt mhows 社との提携で「ソーシャルギフトサービス」をスタートさせる方針である。

#### ◆ 証券リサーチセンターは14年12月期の業績予想を減額修正

・証券リサーチセンターは、金融関連大口クライアントの出稿抑制や、本社移転費用の発生により前回レポートの業績予想を見直し、14/12 期予想は売上高 141.4 億円→135.4 億円(前期比 12.7%増)、営業利益 17.2 億円→16.1 億円(同 20.1%増)に修正した。

アナリスト:馬目 俊一郎

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

#### 【主要指標】

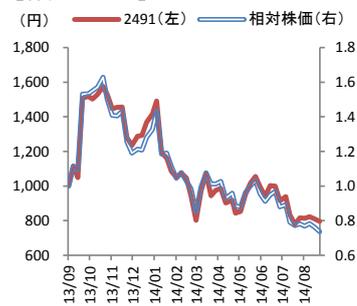
	2014/9/12
株価(円)	796
発行済株式数(千株)	34,471
時価総額(百万円)	27,439

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	27.4	24.0	19.7
PBR(倍)	5.4	4.6	3.9
配当利回り(%)	1.2	1.4	1.6

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-3.2	-19.2	-31.4
対TOPIX(%)	-5.8	-22.3	-37.7

#### 【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	34.9	-	11.0	
2014/12	旧E	14,140	17.7	1,720	28.4	1,950	28.2	1,270	31.7	38.3	176.7	12.0
	新E	13,540	12.7	1,610	20.1	1,740	14.4	1,100	14.1	33.1	171.6	11.0
2015/12	旧E	16,360	15.7	2,090	21.5	2,370	21.5	1,550	22.0	46.7	213.9	14.0
	新E	15,760	16.4	1,890	17.4	2,020	16.1	1,340	21.8	40.3	202.5	13.0
2016/12	旧E	18,580	13.6	2,460	17.7	2,760	16.5	1,790	15.5	53.9	255.9	17.0
	新E	17,980	14.1	2,230	18.0	2,360	16.8	1,550	15.7	46.7	238.2	15.0

(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

2/9

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ず、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。

> 事業内容

◆ ヤフーとの連携で大手クライアントを確保

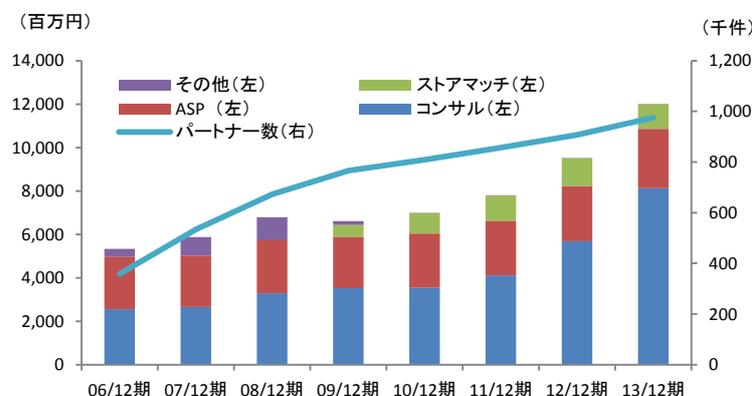
バリューコマース（以下、同社）はヤフー（4689 東証一部）の連結子会社で、国内におけるアフィリエイト広告のパイオニア的存在である。ポータルサイト大手であるヤフーとの連携を強めることで、大手企業などのナショナルクライアントと太いパイプを確保している。

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。

収益源であるアフィリエイト事業の主なサービスは、大口クライアントの広告を企画から手法まで一手に引き受ける「コンサルティングサービス」（以下、コンサルティング）を筆頭に、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）、メディア運営等の「その他サービス」の 3 つに分けられる。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担っている。

アフィリエイト広告は通常の広告と異なり、クライアントが広告を出稿した段階では広告料が発生しない。広告を見たユーザー（消費者）が、掲載されたメディア（ウェブサイト等）で購買やサービス申し込みなど、何等かの行動を起こした時点で初めて広告料が発生する。この広告料のうち約 20%を成功報酬として同社が受け取り、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仕組みである。したがって、同社のビジネスモデルでは、クライアント数の拡大はもちろんのこと、ユーザーのアクションを効率的に呼び込める集客力に長けた有力メディアの取り込みが欠かせないと考えられる。

【図表 1】 サービス別売上高とパートナーサイト数の推移



(出所) バリューコマース決算説明資料より証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 14年12月期の上期は29.7%営業増益

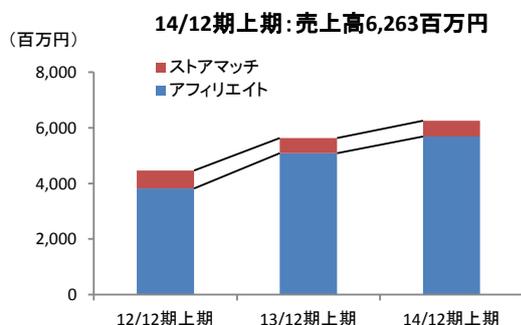
14/12期第2四半期累計決算(以下、上期)は売上高が前年同期比11.2%増の62.6億円、営業利益は同29.7%増の8.2億円であった。これは会社計画(売上高67.0億円、営業利益7.8億円)に対し、売上面では金融関連大口クライアントの出稿抑制で未達となるも、営業利益は販管費抑制で計画を上回った。

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年同期比12.0%増の56.9億円、セグメント利益は同25.4%増の9.9億円であった。売上面では金融関連大口クライアントの出稿抑制で金融分野が伸び悩むものの、ショッピングや旅行分野が売上高を牽引した。サービス別の売上高はコンサルティングが同15.1%増の43.0億円、ASPは同3.1%増の13.7億円、立ち上げ2年目のメディア運営を主力とするその他サービスは同54.8%増の0.1億円であった。利益面では競争激化による単価下落とメディア費用の上昇でコンサルティングとASPの粗利益率がわずかに下落したが、増収効果に加え販管費の抑制で2桁増益を達成した。

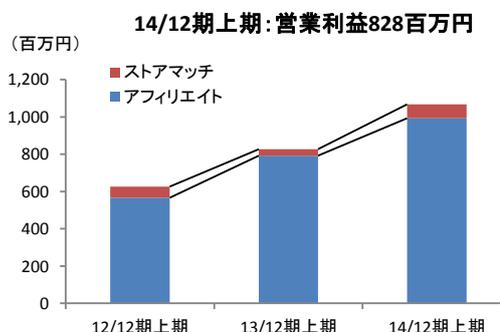
上期末の広告主数(クライアント数)は大口クライアントへの傾注で前年同期末比194社減の1,749社となる一方、アフィリエイトサイト数(パートナーサイト数)はスマートフォンサイトなどメディアの多様化で同6.3万件増の100.5万件に拡大するなど、ユーザーを取り込む間口は順調に拡大していると考えられる。

ストアマッチ事業は売上高が前年同期比4.0%増の5.6億円、営業利益は同2.1倍の0.7億円であった。これまでのクリック課金に加え、新たに投入したバナー広告などの純広告が寄与した。

【図表2】セグメント別売上高推移



【図表3】セグメント別利益推移



(出所) 図表2及び3とも決算短信より証券リサーチセンター作成

## > 業績見通し

### ◆ バリューコマースは 14 年 12 月期について期初予想を据え置き

14/12 期について同社は期初計画を据え置き、売上高は前期比 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。下期は本社移転費用など一時的なコスト約 1.0 億円が見込まれるものの、美容や転職分野の広告獲得に注力するほか、ソフトバンクモバイルとの連携による「得するモール」や、韓国 kt mhows 社との提携で「ソーシャルギフトサービス」をスタートさせる方針である。

新サービスの得するモールは、ソフトバンクモバイルユーザーを対象とした携帯電話利用料金の割引サービスである。ソフトバンクモバイルが運営するメディアでアフィリエイト広告を行い、購買やサービス申し込みなどのアクションを起こしたユーザーに対しメディア収入の一部を還元し、携帯電話利用料金を割り引く仕組みである。得するモールにおける同社の収益は、通常のアフィリエイト広告収入に加え、メディア収入の一部が考えられる。

他方、ソーシャルギフトサービスは SNS (Social Networking Service) などによるギフトサービスである。ギフト販売サイトで受取人を指定して商品を購入し、SNS やメールで通知メッセージを受け取った相手が商品を受け取る仕組みであり、ギフトの販売手数料が同社の主な収益となる見通しである。

### ◆ 証券リサーチセンターは 14 年 12 月期の業績予想を減額修正

証券リサーチセンター (以下、当センター) は、金融関連大ロククライアントの出稿抑制や、本社移転費用の発生により前回レポートの業績予想を見直し、14/12 期予想について売上高 141.4 億円→135.4 億円(前期比 12.7% 増)、営業利益 17.2 億円→16.1 億円 (同 20.1% 増) に修正した。

売上面では上期好調だったショッピングや旅行分野の広告に加え、下期は美容や転職分野の増加が見込まれるものの、第 2 四半期に顕在化した金融関連大ロククライアントの出稿抑制で売上高予想を減額修正した。利益面では想定外の本社移転費用の発生と賃貸費用の増加から営業利益予想を減額した。

なお、新サービスの得するモールは、ソフトバンクモバイル (通信キャリア) と同社のみならず、ユーザーを巻き込んだ WinWin の関係を目指せる新形態のサービスで、ソフトバンクグループとの強固な連携が発揮可能な同社ならではのサービスと考えられる。

他方、O2O (Online to Offline) の一種と考えられるソーシャルギフトサービスは、大規模会員数を擁する SNS との連携と、ユーザーニーズを満たす多様なギフト販売サイト (サプライヤー) の確保が欠かせないと推察される。

当センターはこれら新サービスのポテンシャルを未知数と判断し、現段階では業績予想に織り込んでいない。

【図表 4】事業セグメント別修正業績予想

	12/12期	13/12期	14/12期E		15/12期E		16/12期E	
			旧	新	旧	新	旧	新
売上高	9,507	12,013	14,140	14,140	16,360	16,360	18,580	16,360
アフィリエイト事業	8,229	10,889	12,840	12,340	14,960	14,460	17,080	16,580
コンサルティング	5,683	8,129	10,000	9,500	12,000	11,500	14,000	13,500
ASP	2,545	2,734	2,800	2,800	2,900	2,900	3,000	3,000
その他	-	25	40	40	60	60	80	80
ストアマッチ事業	1,278	1,124	1,300	1,200	1,400	1,300	1,500	1,400
営業利益	904	1,340	1,720	1,610	2,090	1,890	2,460	2,230
アフィリエイト事業	1,214	1,635	2,000	2,000	2,350	2,300	2,700	2,650
ストアマッチ事業	122	84	100	150	120	160	140	170
調整額	-432	-379	-380	-540	-380	-570	-380	-590

(注) E は証券リサーチセンター予想

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 14年12月期の配当計画は配当性向31.5%相当の年11円配

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。14/12期は配当性向31.5%相当の年11円配を計画し、11/12期から4期連続の増配となる見通しである。

当センターは同社の配当計画に基づき、14/12期は年11円配を予想する。

### ◆ コンサルティングに次ぐ収益源の創出に注目

同社はヤフーとの連携強化のもと、コンサルティングを核に業容を拡大させてきた。しかしながら、14/12期上期後半は金融関連大口クライアントの出稿抑制で成長スピードが鈍化するなど、大口クライアントに頼るコンサルティングの事業リスクが認識させられた。

コンサルティングに次ぐ収益源の創出が求められるなか、同社は新たに得するモールとソーシャルギフトサービスを投入した。同社の新規事業開発は、「スモールスタート」を基本としているためこれら2サービスの短期的な業績寄与は見込めないものの、中長期的な成長ドライバーの一翼として注目したい。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を11年12月28日より開始いたしました。

初回レポート発信時には、同社は東京証券取引所マザーズ市場に上場しておりましたが、12年11月に東証一部に市場変更となりました。

初回レポートの発行から約3年経過したことや、新興市場に上場している企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

**「ホリスティック企業レポートとは」**

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです。

**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**

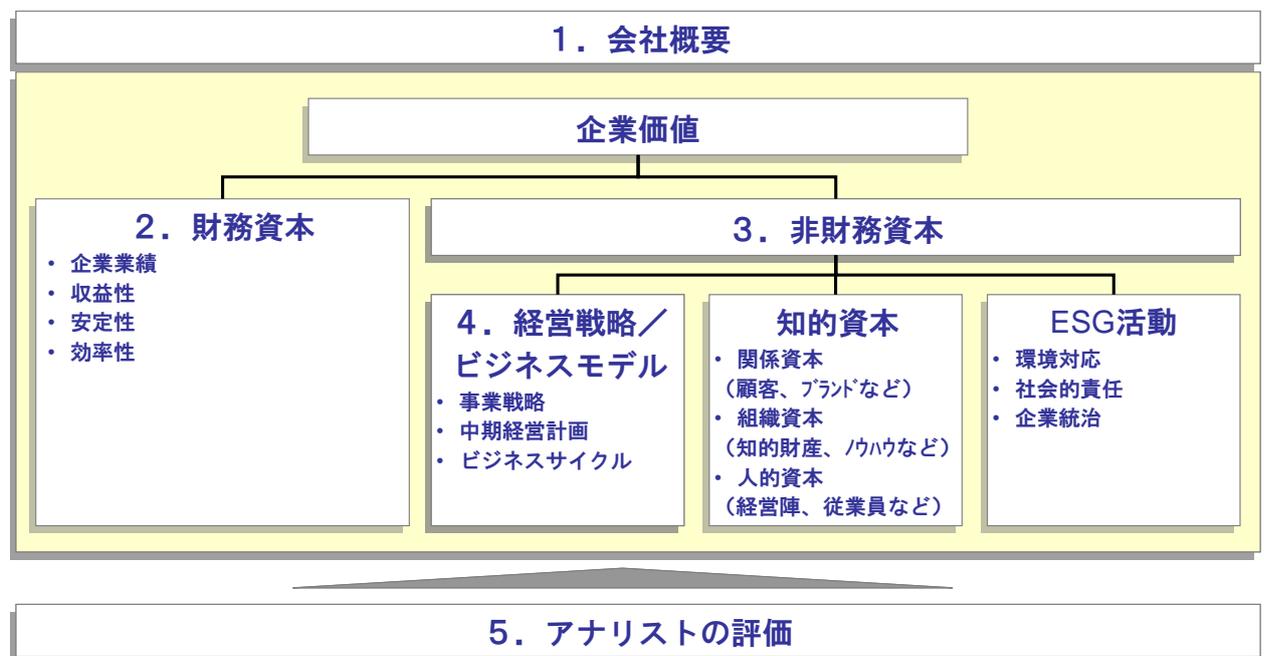
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。



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ず、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。

## 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。