

【Coverage Report】

| Company |

株式会社 駅探

| Code |

3646 : 東証マザーズ
TES Mothers

C&A Investment Research
主席シニアアナリスト

Senior Analyst

黒澤 真

Makoto Kurosawa

| Date of Issue |

11/16/2021

Ver : 20211116-1

C&A

C&A Investment Research

【Coverage Report】

ドメインパワーと蓄積データ パイオニアの成長戦略の始まり

【目標株価】

目標株価:1,050 円

(現株価、495 円)

【レーティング】

Strong Buy で

レーティングを開始

【バリュエーション】

PER:18.27×(22/3C&A)、16.08×(23/3C&A)、8.04×(24/3C&A)

PBR: 0.95×(22/3C&A)、0.92×(23/3C&A)、0.86×(24/3C&A)

【業績予想】

2022/3 期 (C&A 予想)

売上高：3,300 百万円、EBITDA:423 百万円 営業利益：240 百万円、

経常利益：240 百万円、当期純利益：132 百万円

(11/15/2021 現在)

【ポイント】

- ・「地域マーケティングプラットフォーム」へのビジネスモデルの転換
- ・23 年のデータ蓄積とキャッシュ創出力を梃に、ミッシングパーツの補填による再成長
- ・「駅ごと広告モデル」と「バーティカルメディア」の立ち上げへ
- ・業績は前期を底に回復基調へ
- ・中計では今後 3 カ年の年率成長性を 44.7%増収、EBITDA47.6%増の高い増収益を目指す
- ・新規ビジネスモデルは長期的に MaaS パッケージへの拡大余地に際限は無い

(11/16/2021 現在)

ドメインパワーと蓄積データ

パイオニアの成長戦略の始まり

< 株価動向 >

株価は2018年7月19日には直近の高値の1,708円を付けたが、その後は調整基調となり2021年1月29日の安値462円まで下落基調にあった。21年3月22日に戻り高値の617円を付けたが、今22/3期の期初ガイダンスで増益転換の予想の開示、ビジネスモデルの転換を伴う中期経営計画を公表したもののその後は株価500円前後での推移に終始している。

業績は22/3期1Qで営業増益に転換し、前21/3期を底に回復基調に入ったことが確認できる。今22/3下期からは子会社サークアのスマホ向け広告配信システムを活かした「駅ごと広告」、「バーティカルメディア」が立ち上がることで収益回復が見込まれる。高いキャッシュ創出力を活用したミッシングパーツをM&Aで手に入れられ、時間を買うことも可能な会社である。

C&Aでは24/3期には中期経営計画の目標に近いEBITDA840百万円、営業利益540百万円への拡大を予想する。目標株価を今後3年間の営業利益の成長性などから、24/3期C&A予想PERで22.5倍の1,050円に設定し、レーティングをStrong Buyにてカバレッジを開始する。

ポイントの要約

同社の事業の源泉は1997年に東芝のIP事業推進室内で始まった乗り換え案内サービスにある。2003年に東芝から分社化し「駅前探険倶楽部」を設立し2008年4月に現在の社名「駅探」に変更、11年3月に東証マザーズに上場し現在に至っている。99年2月にNTTドコモのiモードで最初の乗り換え案内サービスのコンテンツを提供した同分野での「パイオニア」である。15年以降は法人向けの出張手配や旅費・交通費精算などの法人向けサービスに注力してきた。

駅探.comを23年運用してきた実績はその圧倒的知名度「ドメインパワー」につながっている。また、鉄道、電鉄、バス、航空などあらゆる交通系企業に関する時刻表、駅情報を網羅している上に、駅中や駅近情報、ならびにそれらの利用者情報を持つ。つまり23年間にわたる情報とノウハウ、データの蓄積は同社の強みであり知的資産と言える。

また、同社のビジネスモデルは大きな固定資産の投資は必要ないため、フリーキャッシュフローは毎年資金

流入のポジションとなる傾向にある。現金・預金残高は 17/3 期末には 2,152 百万円であったが、前 21/3 期末には 2,584 百万円に増加している。これらの蓄積される自己資金を活用した M&A により既存モデルの強化、新規の機能を付加することによる成長モデルの進化、発展が可能となるであろう。今 22/3 期の上期はサークアの子会社化でフリーキャッシュフローはマイナスになっているが、顧客関係資産やのれんの計上で財務面では強固な体制を維持している。

今 22/3 期 1-2Q 決算はコロナ禍で事業環境面では厳しい状況であったが、売上高はサークアの寄与もあり 1,549 百万円、前年同期比 53.4%増、営業利益はのれん償却負担をコスト削減で吸収し、63 百万円、前年同期比 31.5%増と期初の会社計画(売上高 1,543 百万円、営業利益 55 百万円)を上回る好スタートを切っている。22/3 通期は期初計画を据え置きの上売上高 3,338 百万円、前年比 71.4%増、営業利益 237 百万円、前年比 25.8%増を予想し、当面の収益判断として重視する EBITDA(営業利益+減価償却費+のれん等の償却費)は 420 百万円、前期比 68.2%増を予想している。

同社は、今 5 月に発表した中期経営計画で、「地域マーケティングプラットフォーム」構想を掲げている。そして、今下期から既に「**駅ごと広告**」ならびに「**パーソナルメディア**」が立ち上がっている。これらの効果で、中計の最終年度の 24/3 期に売上高 59 億円、EBITDA 8 億円、営業利益 5 億円を掲げており、21/3 期比年率成長率は売上高が 44.7%、営業利益が 38.5%となるが、のれん償却前の EBITDA では 47.6%と高い成長性となる。

なお、2021 年 8 月 18 日に株式会社 Bold Investment が株式保有比率 30.85%の筆頭株主となり、両社は資本業務提携を締結している。当社の中期経営計画の実現に向けて、Bold Investment の関連企業やそのコネクションを活かし、企業価値向上に資する M&A・業務提携を推進するとしている。

本レポートで読者が押さえておくべき最も重要なポイントは、同社は業界のパイオニアであり圧倒的なドメインパワー「**駅探.com**」と長年蓄積された様々な詳細データを持ち、その利活用は無限であるということである。そして同社の新戦略は、圧倒的なドメインパワーと蓄積データの利活用により、「**駅**」を基点に「**ユーザー**」と「**事業者**」を結びつける「**乗換案内+地域情報提供メディア**」となることである。

「**乗換案内サービス**」事業者から「**地域マーケティングプラットフォーム**」事業者への大転換、パイオニアの新たな成長戦略はすでに始まっている。

<ポイント>

同社の押さえておくポイントは次の通りである。(2021年11月15日時点)

- 【ポイント1】「地域マーケティングプラットフォーム」へのビジネスモデルの転換
- 【ポイント2】キャッシュ創出力を挺に、ミッシングパーツの補填による再成長
- 【ポイント3】業績は前期を底に回復基調へ
- 【ポイント4】中計では今後3年の年率成長性を44.7%増収、EBITDA47.6%増の高い増収益を目指す
- 【ポイント5】新規ビジネスモデルはD2C、EC展開までの拡張余地

5つのポイントについて以下に解説する。

【ポイント1】

「地域マーケティングプラットフォーム」へのビジネスモデルの転換

乗り換え案内サービスは参入障壁が高い分野であり、同社を含めた4社の寡占状態にある。しかし、コンシューマー向けではビジネス自体はヤフー、グーグルのサイト情報でも検索は可能な状態であり、無料化の流れからも単一のサービス提供では収益を拡大することは難しいことは言うまでもない。2015年以降は法人向けの出張手配や旅費・交通費精算など法人向けサービスを強化してきたが、成長性の回復には至っていないのが現実であった。

同社は23年間にわたり情報やノウハウを蓄積してきた「乗換案内」のプラットフォームに、M&Aや事業提携により得る新たな機能を付加することで進化や強化を図り、新たなビジネスモデルへの転換を推し進めるであろう。それが、新中期経営計画であり、創業の「駅前探検倶楽部」の精神に立ち返り、From the Stationsをコンセプトとして広告、物販、ECなどのサービスを推進する「地域マーケティングプラットフォーム」である。

【ポイント2】

キャッシュ創出力を挺に、ミッシングパーツの補填による再成長

23年間で形成された駅探.comのドメインのパワー、それに伴って蓄積された豊富なデータ量は無形資産価値として今後も同社の強みとして生き続ける。加えて、キャッシュ創出力を備えており、この力を活かして足りない機能、時間を買うことが可能となり、大きな収益を生む潜在能力となる。

駅探.comを23年運用してきた実績はその知名度(1,200万人のユーザー、8,000万PV)と共に、鉄道、電鉄、バス、航空などあらゆる交通系企業に関する時刻表、駅情報の収集を網羅している上に、駅中、駅近の情報の蓄積があることを強みとするプラットフォームを形成している。駅探の乗り換え案内サービスはドメインパワーが強く、乗り換え検索のデータベースの蓄積もあることから、検索エンジンでのSEO(Search Engine Optimization)での相性の高さからプラットフォームの柔軟性や拡張余地が生まれることになる。

このように同社は情報とノウハウの蓄積による知的資産の価値も大きい。加えて、同社のビジネスモデルは

大きな固定資産の投資は必要ないため、フリーキャッシュフローは毎年資金流入のポジションとなっており、手元資金は増加基調となる。現金・預金残高は 17/3 期末には 2,152 百万円であったが、前 21/3 期末には 2,584 百万円に増加している。資産価値の高い無形資産に、蓄積される自己資金を活用した M&A により既存モデルの強化、新規の機能を付加することが可能となる。今 22/3 上期はサークアの子会社化でフリーキャッシュフローはマイナスになっているが、顧客関係資産やのれんの計上で財務面では強固な体制を維持している。今後も必要性和条件が整えば、M&A を活用した収益拡大が可能であろう。

【ポイント 3】 業績は前期を底に回復基調へ

過去 5 年間の業績(18/3 期から連結決算)は 17/3 期の営業利益 621 百万円をピークに下落基調にあったが、今 22/3 期は営業利益 237 百万円、前年比 26.1%増と 4 期ぶりの営業増益転換の見通しにある。直近で営業増益になった 17/3 期は乗り換え案内サービスでの有料会員のサービス拡大、広告収入が好調であった中で投資の先送りをしたことによる営業増益であった。18/3 期下期にビジネストラベルジャパンを子会社。19 年 11 月には旅行ガイドブックの制作やプロモーションをおこなうラテラ・インターナショナルジャパンを子会社化したが、その後、新型コロナウイルスの拡大で社会環境、ビジネス環境は大きく一変した。

今 22/3 期は 21 年 4 月にはスマートフォン向け広告配信システムを持つサークアの子会社化によりビジネスモデルの革新、進化への戦略が緒に就いている。22/3 期 1—2Q 決算はコロナ禍で事業環境面では厳しい状況であったが、売上高はサークアの寄与もあり 1,549 百万円、前年同期比 53.4%増、営業利益はのれん償却負担をコスト削減で吸収し、63 百万円、前年同期比 31.5%増と期初の会社計画(売上高 1,543 百万円、営業利益 55 百万円)を上回る好スタートを切っている。本年度よりセグメント情報も従来のコンシューマーと法人向けから、モビリティサポート事業と広告配信プラットフォーム事業に変更されている。

1—2Q 累計では、モビリティサポート事業は売上高 818 百万円、前年同期比 18.9%減と新型コロナの影響で新規有料会員が減少し、出張関連の収益も低迷したが、有料会員の勧誘コストの削減、子会社ラテラ・インターナショナルでの構造改善効果もあり営業利益は 282 百万円、前年同期比 2.4%増の増益となった。広告配信プラットフォームは売上高 730 百万円と既存事業の 89%に相当する売上高、営業損益は 22 百万円の損失となったが、のれん代償却前の EBITDA では 24 百万円の黒字となっている。

22/3 通期の計画は期初計画の売上高 3,338 百万円、前年比 71.4%増、営業利益 237 百万円、前年比 25.8%増を据え置き、当面の収益判断として重視する EBITDA(営業利益+減価償却費+のれん等の償却費)を 420 百万円、前期比 68.2%増を予想している。下期からは「駅ごと広告」と「パーティカルメディア」事業での収益貢献が始まるであろう。

来 23/3 期には既存のモビリティサポート事業は新型コロナの終息がまだ不透明なことから減収基調となるも、営業損益はコスト削減効果もあり横ばい圏となろう。広告配信プラットフォーム事業におけるパーティカルメディア事業は新規事業であるが、収益性が高いことから黒字転換となろう。我々は 23/3 期の業績は売上高 44 億円、今期予想比 33.3%増、営業利益 270 百万円、今期予想比 12.5%増と予想する。また、24/3 期からは新規ビジネスモデルの本格寄与により、中期経営計画の営業利益 5 億円の超過達成の可能性が高いと予想する。

【ポイント4】

中計では今後3年の年率成長性を44.7%増収、EBITDA47.6%増の高い増収益を目指す

既存事業については、店頭アフィリエイトによる新規会員の獲得を経済合理性が欠けることを理由に終了したこともあり、中計では減収基調となることを前提としており、法人向けサービスは横ばいである。新しいビジネスモデルでは、①駅検索結果の発着駅に広告を掲載する「駅ごと広告」、②自社メディアの制作力を活用した他の事業パートナーとの協業を図る「バーティカルメディア」の立ち上げで、2倍から3倍の収益拡大となるであろう。

中期経営計画では22/3下期から新規のビジネスモデルが本格的にスタートする。中期的な目標としては24/3期に売上高59億円、EBITDA8億円、営業利益5億円を掲げており、21/3期比年率成長率は売上高が44.7%、営業利益が38.5%となるが、のれん代の償却前のEBITDAでは47.6%となる。

【ポイント5】

新規ビジネスモデルはD2C、EC展開までの拡張余地

「駅ごと広告」では21年4月に買収したサークアのAI、機械学習を用いたスマートフォン向け広告配信システムやインターネット広告配信システムのノウハウ、知見が生かされる。駅、路線、エリアを指定したターゲット広告であることが特徴であり、乗り換え情報を基に予想される降車駅の前に事前に広告を配信することで顧客への消費行動を喚起する。また、リアルの広告と連動させることでのPR施策などでの差別化を図る。そのため交通広告の大手や折り込み広告やフリーペーパーなど地域性の高い広告媒体と組むことでの収益拡大を図る方針であり、既に1件と契約が成立している。

「バーティカルメディア」では新たに地域マーケティングプラットフォーム「駅探 PICKS」を立ち上げユーザーと乗り換え駅を含めた駅周辺の店舗情報の提供による広告収入と、送客によるアフィリエイト収入を目指す。ここでもサークアの持つメディアネットワークやアドテクノロジーを活用したコンテンツにマッチした最適な広告の配信を行う。「バーティカルメディア」は自前で拡張が可能であり、AI、機械学習機能を持たせたうえでデータの利活用を図ることで収益の拡大を図る。10月28日には「駅探 PICKS」で「脱毛サイト (<https://ekitan.com/media/epi/>)」を立ち上げた。

まずは集客1人当たりの売上金額が大きな脱毛から始め、審美歯科、英会話学校、不動産などの「バーティカルメディア」を順次立ち上げていくが、22年6月までに5カテゴリーの立ち上げ目標としており、その後もさまざまな「バーティカルメディア」の立ち上げを計画している。

地域マーケティングプラットフォームは、駅、駅ナカ、駅前に加え、自治体、更には今後の発展が見込まれる複合的な次世代交通システムであるMaaS（マース：Mobility as a Service）でのパッケージ化を目指す。地域マーケティングプラットフォームは、情報サービスの提供に際限がないものへの進化が可能である。また駅を起点とした(テーマ×地域)の面展開、更にはD2C、EC展開までの拡張余地が想定される。

〈業績推移 駅探(3646)〉

(単位: 百万円、円、%)

	売上高	yoy	EBITDA	営業利益	yoy	経常利益	yoy	純利益	yoy	1株利益	1株配当	1株純資産
18/3期	2,936	0.9	600	503	-19.0	502	-19.0	317	-24.2	58.84	20.0	483.33
19/3期	3,035	3.4	581	480	-4.6	480	-4.4	291	-8.2	53.35	20.0	517.6
20/3 1-2Q	1,457	-2.2	254	214	-18.0	215	-17.6	143	-16.4	26.20	0.0	533.79
20/3期	2,864	-5.6	429	339	-29.4	341	-29.0	23	-92.1	4.30	20.0	502.15
21/3 1Q	504	-29.1	2	-11	-	-2	-	-7	-	-1.40	-	-
21/3 2Q	506	-32.2	74	58	-40.2	64	-34.0	32	-50.8	6.10	-	-
21/3 1-2Q	1,010	-30.7	76	47	-78.0	62	-71.2	25	-82.5	4.70	0.0	496.81
21/3 3Q	479	-33.5	111	96	9.1	99	11.2	68	30.8	12.30		
21/3 4Q	458	-33.3	63	45	TR	45	TR	31	TR	5.56		
21/3期	1,947	-32.0	249	188	-44.5	206	-39.6	124	439.1	22.56	20.0	514.71
22/3 1Q	864	71.4	87	42	TB	42	TB	20	TB	3.70		
22/3 2Q	685	35.4	68	21	-63.8	22	-65.7	10	-68.3	1.74		
22/3 1-2Q	1,549	53.4	155	63	34.0	64	3.1	30	20.6	5.44	0.0	506.02
22/3 会社	3,338	71.4	420	237	26.1	237	15.0	131	TB	23.83	14.0	
22/3 C&A 新規	3,300	69.5	423	240	27.7	240	16.5	132	6.5	27.09	14.0	519.11
23/3 C&A 新規	4,400	33.3	480	270	12.5	270	12.5	150	13.6	30.78	14.0	535.89
24/3 C&A 新規	5,500	25.0	840	540	100.0	540	100.0	300	100.0	61.57	20.0	577.39
24/3 中期計画	5,900		800	500								

(2021.11.15)

(出所) 会社データ、C&A

カタリスト

～新型コロナ対策、「Go To トラベル」の再開

- 1) 新型コロナウイルス拡大により発出されていた「緊急事態宣言」は、コロナワクチン接種率の効果や感染者数の減少から「まん延防止等重点措置」に変更され、飲食・飲酒の規制も緩和され人流も回復してきている。社会活動の正常化は乗り換え案内へのアクセスを増加させ、広告配信事業にもフォローとなる。
- 2) ワクチン接種の3回目の枠組みも決まり、来2022年2月からは「Go To トラベル」の再開が予定されており、これに伴って、企業の会合や出張の規制も緩和の方向となる可能性が高い。法人向けの出張手配や旅費・交通費精算などの法人向けサービスの回復要因となる。
- 3) 日本政府により一部の入国規制は緩和され、海外渡航制限も軽減される方向にあることも乗り換え案内事業にはプラスになる。インバウンド、アウトバウンド関連需要が回復すると、従来の駅探モデルの事業も本格的な回復となる。
- 4) 10月28日には今後の成長ドライバーとなる「駅探 PICKS」で「脱毛サイト」が立ち上がり、これに続く「バーティカルメディア」の立ち上がり時期に成長ポテンシャルが高まる。新たな「バーティカルメディア」の発表が期待される。
- 5) 業績は22/3期下期からは回復から成長期へと入るタイミングとなる。併せて「地域マーケティングプラットフォーム」の実現を加速させるようなM&Aや事業提携は、更なる成長可能性を高めるエンジンとなるであろう。

レーティング基準について

以下の定義に基づいてレーティングを付与しています。

Strong Buy

今後1年以内に株価がTOPIXを30%以上アウトパフォームすると予想する

Buy

今後1年以内に株価がTOPIXを10%以上アウトパフォームすると予想する

Neutral

今後1年以内に株価がTOPIXを中心に±10%未満の変動と予想する

Sell

今後1年以内に株価がTOPIXを10%以上アンダーパフォームすると予想する

留意事項

本資料は、情報提供のみを目的として各種のデータに基づき作成したもので、投資勧誘を目的としたものではありません。また、この資料に記載された情報の正確性および完全性を保証するものでもありません。この資料に記載された意見や予測は、資料作成時点の見通しであり、予告なしに変更することがあります。株価の変動や、発行会社の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがありますので、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなされるようお願いいたします。なお、C&A Investment Research.及び、同関連会社の社員、役職員又はその家族はこの資料に掲載されている企業の証券を保有する可能性、取引する可能性があります。この資料の著作権はC&A Investment Research.に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。