

## 【Update Report】

| Company |

株式会社 駅探

Ekitan&Co., Ltd.

| Code |

3646 : 東証グロース  
TSE Growth

C&A Investment Research  
主席シニアアナリスト

Senior Analyst

黒澤 真

Makoto Kurosawa

| Date of Issue |

June 6th,2022

Ver : 20220606-1

C&A

C&A Investment Research

## 【Update Report】

### 再成長経路へ基盤整備が完了

#### 【目標株価】

目標株価: 1,050 円

#### 【レーティング】

Strong Buy で  
レーティングを継続

#### 【業績予想】

2023/3 期 (C&A 予想)

売上高: 3,600 百万円、EBITDA: 476 百万円、  
営業利益: 270 百万円、経常利益: 270 百万円、  
当期純利益: 180 百万円  
(6/5/2022 現在)

#### 【データ】

株価(6/3): 448 円 時価総額: 3,054 百万円  
PBR(22/3 実績): 0.82 倍 配当利回り(23/3 予想): 3.13%  
PER(23/3 期 C&A): 13.28 倍 PER(24/3 期 C&A): 5.98 倍

## 再成長経路へ基盤整備が完了

22/3期からサークアの買収により広告配信プラットフォーム事業を立ち上げたが、改正薬機法の施行に伴う広告掲載基準の厳格への対応から、広告配信プラットフォーム事業のセグメント損益が77百万円の損失からのスタートとなった。既存の乗り換え案内サービス、出張に関連するサービスなどのモビリティサポート事業も有料会員の減少、コロナ禍の影響から減収減益となった。

このため22/3期の営業利益は138百万円、前年比26.3%減と会社計画に未達と厳しい結果となった。ただ、4Qの3ヵ月ではサークアの広告掲載件数の持ち直しから、連結営業利益が63百万円、前年同期比42.6%増と業績の底打ち感が伺われる。

23/3期の会社計画では営業利益180百万円、前年比30.4%増と増収増益への転換を計画する。日本人の海外旅行再開によりガイドブック関連のラテラ・インターナショナルの持ち直し、サークアののれん償却後の営業利益黒字化の可能性があり、前期4Qの収益状況が続くと会社計画からの上振れの可能性が高まる。

前期から始まった「地域マーケティングプラットフォーム」構想に基づく「駅ごと広告」やパーティカルメディア「駅探 PICKS」の業績貢献が始まり、C&Aではその戦略効果策が本格的に実る来25/3期までの営業利益の成長性を年率71.8%に高まると予想する。

### 注目点1) 駅探のPVや広告配信売上が昨年秋以降改善基調

新型コロナウイルス感染症拡大による移動制限の影響は受けるも、乗り換え案内メディアは、サイトの改善施策の実行によりPV（ページビュー）は21年9月を底に右肩上がりの回復基調を継続している。また、広告プラットフォーム事業の売上も21年12月から復調傾向が顕著になり、22年4月以降も同様な傾向が継続しており、サークアののれん償却後も営業利益黒字化が見込める状況にある。

課題はプロモーションを停止した有料会員の減少を、サークアの黒字転換や「駅ごと広告」、パーティカルメディア「駅探 PICKS」の収益拡大でどこまで吸収出来るかにある。

### 注目点2) <成長戦略>

#### 「地域マーケティングプラットフォーム」への「新化」、乗換案内サービスの深堀

同社は23年間に及ぶ情報とノウハウが蓄積された「乗換案内」のプラットフォームに、M&Aを通して獲得した新機能を付加することでビジネスモデルの進化、強化を図った新たなビジネスモデルへの「新化」を推し進める。

乗り換え案内サービスは参入の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が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・交通費精算などの法人向けサービスを強化してきた。

そうした中でも、23年間で形成されたドメインパワー、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。緊急事態宣言による移動制限によりPVが減少していることに対しては、アプリのリニューアル、サイトの改修、SEO対策等を実施している。これらの施策により広告売上の拡大が見込まれる。

### 注目点3) <成長戦略> パーティカルメディアの強化策

21年7月28日からは法人向けサービスの「ここから何分以内検索API」の提供を開始した。これらの機能により乗換エンジンがコンテンツの推奨や広告・宣伝に活用でき、行動予測によるタイムリーな広告提供も可能となる。乗り換え情報を基に予想される降車駅に到着する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。このようなシナジー効果で駅探アプリを地域メディアへと「新化」させることになる。

21年10月28日に「パーティカルメディア」を「脱毛」の 카테고리から立ち上げた。22年3月からはAGA、パーソナルジムを加えている。22年6月にはパーティカルメディアの立ち上げで実績のある人材の投入により5カテゴリの立ち上げに目途を付けている。23/3期中にはハウスクリーニングなど8カテゴリの立ち上げを計画している。

### 注目点4) <成長戦略> 駅ごと広告でも補強策

広告の事業領域の拡大策として「駅ごと広告」を始めている。ネット上の広告とリアル上の広告とを連動させることでPR施策などの差別化を図る。交通広告代理店など新たな企業2社との販売実績を挙げるに留まっていた。今後は着駅・発駅に加え乗り換え駅での広告配信を含め、更にサークアの広告配信技術をもう一段活用することで広告数の強化を図る。ウェブ広告の企画、営業経験者の採用による営業基盤の強化も出来る見通しにある。23/3期中に「駅ごと広告」の収益貢献に向けての体制に目途がついている。

### 注目点5) 来期からの収益拡大が加速へ

以上のように、同社は「駅」を基点として「ユーザー」と「事業者」を広告、パーティカルメディアへ繋げることに加え、それを地域へと拡大し、更には地域のあらゆる情報サービスの提供が可能となる「地域マーケティングプラットフォーム」事業者への転換を図ろうとしている。その転換策も23/3期中に確立出来る見込みであり、これに伴って収益の拡大も加速しよう。

既にのれん償却前のEBITDAでは増益転換しているが、23/期の営業利益もC&Aでは会社計画の180百万円を上回る270百万円、前年比95.7%増と高い利益回復を見込む。更にパーティカルメディアの収益貢献が本格化する24/3期の営業利益は600百万円、今期予想比122.2%増と成長性を加速すると予想する。C&Aでは25/3期の営業利益は700百万円となり、21/3期からの3年間の営業利益の年率成長率は71.8%の高い成長性が期待できると予想する。

## <カタリスト>

- 1) コロナ禍の影響からの解放
- 2) 改正薬機法に基づく厳しい広告掲載基準の確立
- 3) 業績は回復基調へ
- 4) 株価は強固な財務体質を評価不足の状態
- 5) C&A 来期予想ベースでの適正な株価水準は 1,050 円となる

### カタリスト 1) コロナ禍の影響からの解放

世界的にコロナの感染、変異株の脅威の軽減からマスク装着規制の解除、渡航、入国規制の緩和がなされている。日本も蔓延防止法の適用解除から国内外旅行の回復となり、国内ビジネス・留学生の入国規制の緩和に続き、旅行客の入国者数の緩和がなされた。このような旅行、渡航制限の緩和は、ラテラ・インターナショナルのガイドブック関連ビジネスや駅探での出張関連ビジネスの回復を加速させることに資する。

### カタリスト 2) 改正薬機法に基づく厳しい広告掲載基準の確立

改正薬機法に基づく広告掲載基準の厳格化に対応するため、専門の弁護士を採用し、その掲載規準の見直しを行った。そのためコスト負担が 22/3 期下期の半ばまでコスト負担増、広告の減少となり収益の足を引っ張ってきた。広告の掲載基準を確立し、21 年 11 月からは広告配信数の回復もあり、サークアの月次営業利益は黒字を継続している。

### カタリスト 3) 業績は回復基調へ

同社の営業利益は 22/3 通では 138 百万円、前年比 26.3%減益と減益基調にあったが、22/3 期 3Q には営業利益 11 百万円、前年同期比 88.5 減益となったが、同期 4Q の営業利益は 64 百万円、前四半期比では 5.8 倍増、前年同期比でも 42.2%増と増益転換を示現している。この基調を引き継ぎ、23/3 期は会社計画の 180 百万円を上回る営業利益 270 百万円、前年比 95.7%増の大幅な増益転換が期待出来る。

### カタリスト 4) 株価は強固な財務体質を評価不足の状態

同社は財務の強固な状態にあり、22/3 期末でも有利子負債残高が 1 億円に対して、現預金残高は 2,079 百万円とネットキャッシュポジションにある。買収価値などの基準となる EV/EBITDA 倍率はこれまでも株価安値圏ではマイナスと極めて割

## 駅探

3646 グロース TSE Growth

June 6th, 2022

安な状態に陥った経緯がある。22/3 期中の株価安値時の EV/EBITDA は-0.21 倍となり、23/3 期に入っても、株価安値圏での EV/EBITDA は 0.48 倍と極めて割安な水準まで売られている。

### カタリスト 5) C&A 来期予想ベースでの適正な株価水準は 1,050 円となる

C&A では来 23/3 期の業績回復軌道への回帰、手持ち現預金の水準から、適正な EV/EBITDA は 4.6 倍、財務基盤からは 5 年以上の継続価値があるとのコンサバな前提でも、目標株価は 1,050 円となり、2.4 倍の大幅なアップサイドがあると試算できる

### <業績推移>

	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	24.4	45	20.3	31	-	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	-	42	-	20	-	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 3Q	571	19.2	56	11	-88.5	10	-89.8	4	-94.3	0.89		
22/3 4Q	771	68.3	108	64	42.2	66	46.7	46	48.4	8.23		
22/3 期	2,891	48.5	319	138	-26.6	140	-32.0	80	-35.5	14.56	14.0	515.26
23/3 1-2Q 会社	1,598	3.2	138	42	-33.3	43	-32.7	36	19.4	7.39	0.0	
23/3 会社	3,511	21.4	386	180	30.4	182	30.0	133	66.3	24.26	14.0	
23/3 C&A 旧	4,400	52.2	480	270	95.7	270	92.9	150	87.5	30.78	14.0	535.89
23/3 C&A 新	3,600	24.5	476	270	95.7	270	92.9	180	125.0	32.83	14.0	534.09
24/3 C&A 旧	6,000	36.4	840	540	100.0	540	100.0	300	100.0	61.57	20.0	577.39
24/3 C&A 新	5,000	38.9	810	600	122.2	850	214.8	595	230.6	108.53	35.0	607.62
24/3 中期計画	5,900		800	500								

(2022.5.30)

(出所) 会社データ、C&amp;A

## 駅探

3646 グロース TSE Growth

June 6th, 2022

## &lt;バリュエーション&gt;

2019年3月期		2020年3月期		2021年3月期		2022年6月期		2023年6月期		2024年6月期	
Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX
671	1,708	341	1,062	350	650	395	600	410	1,050		1,050
1.30	3.30	0.68	2.11	0.68	1.26	0.77	1.16	0.77	1.97		1.80
12.58	32.01	79.30	246.98	15.51	28.81	27.13	41.21	12.49	31.98		14.39
2.98	1.17	5.87	1.88	5.71	3.08	3.54	2.33	3.41	1.33		2.10
2.18	11.96	-0.88	5.96	-0.21	6.43	0.62	4.16	0.48	7.89		4.57
9.34	23.76	16.51	51.41	10.38	19.28	8.35	12.68	5.84	14.95		9.45

## &lt;基本情報&gt;

商号 株式会社駅探 (Ekitan&Co., Ltd.)  
 本社所在地 〒102-0083 東京都千代田区麹町 5-4 JPR 麹町ビル  
 TEL 03-6367-5950 (代表) FAX : 03-6367-5941  
 設立 2003年1月15日

## 事業内容

インターネットを利用した情報提供サービス業、並びに情報処理サービス業  
 コンピュータを利用した、ソフトウェア・ホームページ等の企画・開発・デザイン・制作・販売  
 情報提供サービス・情報処理サービスに関する調査、並びにコンサルティング業務

資本金 291百万円  
 決算期 3月31日  
 代表者 代表取締役社長 金田 直之  
 役員構成  
 取締役 奥津 浩一  
 取締役 小柳 智晃  
 取締役 亀本 圭志  
 取締役 松澤 好隆  
 取締役 森田 幸史 (社外取締役)  
 取締役 松館 渉 (社外取締役)  
 常勤監査役 竹谷 敬治 (社外監査役)  
 監査役 岡田 務 (社外監査役)  
 監査役 内田 満之 (社外監査役)

関係会社 株式会社ラテラ・インターナショナル  
 株式会社 Mocosuku  
 株式会社サークア

## &lt;セグメント情報&gt;

当連結会計年度（自 2021年4月1日 至 2022年3月31日）

（単位：千円）

	報告セグメント		計
	モビリティサポート 事業	広告配信プラットフォーム 事業	
売上高			
外部顧客への売上高	1,635,863	1,255,303	2,891,166
セグメント間の内部売上高又は振替高	—	—	—
計	1,635,863	1,255,303	2,891,166
セグメント利益又は損失（△）	554,574	△77,228	477,346
セグメント資産	519,259	1,203,094	1,722,353
その他の項目			
減価償却費	66,226	50,498	116,724
のれん償却額	1,726	46,114	47,840
EBITDA（注）2	622,527	19,384	641,911
有形固定資産及び無形固定資産の増加額	49,597	36,195	85,793

（注）1. セグメント負債の金額は当社の最高意思決定機関において定期的に提供・使用しておりません。

2. EBITDAは、セグメント利益又は損失に減価償却費及びのれん償却費を加えた数値であります。



## &lt;株式の状況&gt;

発行済株式総数：5,509,684株(自己株式 1,309,116株を除く)

株主数：4,063名

## 大株主（上位10名）

株主名	持株数（株）	持株比率（％）
株式会社 Bold Investment	1,700,000	30.85
パイオニア株式会社	588,000	10.67
神原伸夫	200,000	3.62
渡辺佳昭	163,000	2.95
株式会社ぐるなび	158,200	2.87
一般社団法人VIP	75,000	1.36
上田八木短資株式会社	68,700	1.24
J.P.MORGAN SECURITIES PLC	66,700	1.21
Auカブコム証券株式会社	57,400	1.04
松岡真二郎	52,600	0.95

(2022年3月末現在)

## <沿革>

当社の前身である「駅前探検倶楽部」は、1997年5月に株式会社東芝のIP事業推進室内でパソコンや携帯端末向けの乗換案内サービスとして開始しました。1999年2月に、株式会社NTTドコモが携帯電話のインターネット接続サービスであるiモードサービスを開始するにあたり、最初の公式コンテンツの一つとして、携帯電話向け乗換案内サービスの提供を始めました。その後、KDDI株式会社、ソフトバンク株式会社等のキャリア向けに順次サービスを拡大、2003年1月に株式会社東芝より分社化しました。

- 2003年 1月 株式会社東芝より乗換案内事業を分社化、株式会社駅前探検倶楽部を東京都港区に設立
- 2005年 2月 本社を東京都中央区に移転
- 2005年 3月 モバイルでのサービス名称を「駅前探検倶楽部」から「駅探★乗換案内」へ変更
- 2007年10月 ボラリス・プリンシパル・ファイナンス株式会社（現 ボラリス・キャピタル・グループ株式会社）の投資事業組合が株式会社東芝等より当社株式を譲り受け筆頭株主となる
- 2007年10月 乗り換え案内と道案内地図を融合した「まるごとナビ」サービスを開始
- 2008年 4月 株式会社駅前探検倶楽部から「株式会社駅探」に商号を変更
- 2008年 7月 iPhone版アプリケーション「駅探エクスプレス」サービスを開始
- 2008年 8月 モバイルサービスにおいて「駅探デラックス（月額会費210円）」を開始
- 2008年10月 株式会社NTTドコモのiコンシェルにて「運行情報」サービスを開始
- 2009年11月 株式会社NTTドコモのiコンシェルにて「終電アラーム」サービスを開始
- 2010年10月 Androidアプリ「駅探★乗換案内」をリリース
- 2008年 3月 東京証券取引所マザーズに株式を上場
- 2008年11月 スマートフォン向けサイト「駅探★乗換案内」をリリース。スマートフォンにおいて月額課金サービスを開始
- 2012年 5月 株式会社シーエスアイ（現 株式会社CEホールディングス）と資本・業務提携契約を締結。同社がボラリス第一号投資事業有限責任組合から当社株式を譲り受け筆頭株主となる
- 2012年10月 iPhoneアプリ「駅探★乗換案内」をリリース
- 2013年 2月 モバイルサービスにおいて国際線に対応した「駅探プライム（月額会費315円）」を開始
- 2013年 9月 本社を東京都港区に移転
- 2014年 8月 第二種旅行業者に登録
- 2014年12月 乗換案内との連携により、最適な列車チケットと宿泊予約を組み合わせたトラベルプランを販売する「トラベル事業」を開始
- 2017年11月 株式会社ビジネストラベルジャパンの株式を取得（子会社化）
- 2018年 7月 法人向けクラウド型交通費精算サービス「駅探BIZ」を開始
- 2019年 5月 本社を東京都千代田区に移転
- 2019年11月 株式会社ラテラ・インターナショナルの株式を取得（子会社化）
- 2020年 7月 株式会社ビジネストラベルジャパンを吸収合併
- 2020年 8月 新経営方針の策定 新事業コンセプト 「From the Stations ～駅から始めよう～」
- 2020年 8月 株式会社未来シェア（AI型オンデマンド運行システム事業者）と業務提携
- 2020年11月 北海道地域でのMaaS事業展開に係る産学5者間での業務提携を締結
- 2021年 2月 株式譲渡契約の締結「株式会社サークア（スマートフォン向けインフィード広告事業）」
- 2021年 8月 株式会社Bold Investmentとの資本・業務提携契約を締結。  
同社が、株式会社CEホールディングスから当社株式を譲り受け筆頭株主となる
- 2021年11月 パーティカルメディア 「駅探PICKS（ピックス）」サービスを開始
- 2022年 4月 東京証券取引所グロースに移行

## 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。