# [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 | 6/14/2023

Ver: 20230614-1

**C&A**C&A Investment Research

3646 グロース TSE Growth

6/14/2023

# [Update Report]

# 先行投資負担も基盤整備の進展で潜在成長性は変わらず

# 【目標株価】

目標株価:1,050円→980円

【レーティング】

Strong Buy で レーティングを継続

# 【業績予想】

2024/3期(C&A 予想)

売上高: 4,580 百万円、EBITDA: 321 百万円、 営業利益: 70 百万円、経常利益: 75 百万円、

> 当期純利益:40百万円 (5/22/2023 現在)

# 【データ】

株価 (5/22): 412 円 時価総額 (5/22): 2,479 百万円 PBR (23/3 末): 0.81 倍 配当利回り (24/3 予想): 3.39% PER (24/3 期 C&A): 53.02 倍 PER (25/3 期 C&A): 9.24 倍

# 【テーマ】

モバイルコンテンツ、インターネット広告、バーティカルメディア、旅行案内、 インバウンド、MaaS、地域振興

3646 グロース TSE Growth

6/14/2023

# 地域マーケティングプラットフォームの 基盤整備からシナジーの発現へ

## 注目点1

# 3つのプラットフォームの相乗効果とオンデマンドを介した地域情報の取り込みへ

同社は1997年に「駅前探検倶楽部」(旧東芝のIP事業推進室)でパソコンや携帯端末向けの鉄道を中心とする主要交通機関の乗換案内サービスを始めたことから始まる。このプラットフォームと蓄積してきたデータやノウハウなどの無形資産を活用したサービスの多様化を図っている。情報の領域を乗換案内から駅中へ、更には駅周辺へと拡大し、交通手段も鉄道からバス、航空など多様な交通手段などへと広がってきている。

乗換案内は無料サービスの台頭により有料会員が減少基調となり、収益源の縮小が続いている。そこで、乗換エンジンで蓄積した資産を活用して「地域マーケティングプラットフォーム」への新化を図る戦略を強化している。これまでに旅行ガイドブック作成のラテラ・インターナショナルや広告配信のサークアを買収したのに加え、バーティカルメディアの「駅探 PICKS」の立ち上げにより、事業領域の拡大を図ってきた。サークアでは22年9月にレコメンド機能を充実させ、広告配信力の強化が図られている。バーティカルメディアでも22年11月には「駅探 LOCAL」の立ち上げによるハイブリッド化が図られた。

22年11月30日にはインターネット広告代理店事業を行う「プラウドエンジン」を買収し、事業部門も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の2本柱となり、「地域マーケティングプラットフォーム」の構築も基盤整備が完了している。「駅探 PICKS」と「駅探 LOCAL」経由でのアクセス増加が「駅探ドットコム」への相乗効果を生み始めており、乗換案内事業、広告配信事業、バーティカルメディアのそれぞれが効果を発揮することによる収益拡大の加速が期待できる状況にきている。

足元では地域交通としてオンデマンド型運行が注目されているが、同社も3自治体でのMaaSプロジェクトに参画している。MaaSはそれだけで機能するのは難しい状況にあり、鉄道、バス、タクシーなど既存の交通手段といかに組み合わせるかが運営の鍵となる。同社は乗換案内で鉄道、バスに加え航空など大量輸送交通でのノウハウを持ち、駅中、駅周辺での情報配信の実績を積み上げてきた。MaaSではこれに地域コミュニティや地方治自体の情報をいかに取り込むかがポイントになり、同社の実績に対して地方自治体からの引き合いは強い。同社が掲げる「地域情報プラットフォーム」の構想は正に的を射ていたことになり、数年内にその果実の収穫期が来ようとしている。

#### 注目点2

#### 先行投資負担の積み増しで、収益拡大が1年遅れ

業績については、システム基盤強化などによる先行コスト負担が今 24/3 期上半期まで続く見通し。23/3 期は3月30日に下方修正していた水準を上回るも売上高 3,206 百万円、前年比 10.9%増と、モビリティサポート事業における「駅探ドットコム」での PV 増加や広告配信プラットフォーム事業で買収した「プラウドエンジン」の貢献もあり、2 桁の増収となった。反面、営業利益は 105 百万円、前年比 24.3%減となった。営業減益の要因は先行投資負担増によるものであり、①チケットレス出張手配サービスの「BTOnline」でのシステム



3646 グロース TSE Growth

6/14/2023

改修、②「駅探 PICKS」での検索結果エンジンのアルゴリズム変更への対応を含め、先行投資負担が大きい。今24/3期の期初ガイダンスでは、先行投資負担の継続することを前提に上半期の営業損益が27百万円の損失、通期の営業損益は65百万円で前年比37.3%減と、我々の従来予想からは大きく乖離する格好となった。ただし、その中には新規の「投資・インキュベーション事業」立ち上げ先行費用も含まれる。売上高はインターネット広告代理店運用事業を行う「プラウドエンジン」の通期寄与もあり、4,612百万円、前年比43.9%増とトップラインの伸びが加速し、EBITDAも316百万円、前年比6.7%増とキャッシュフロー面でのコントロールも十分に為されている。

C&A では決算を踏まえ、今 24/3 期から 26/3 期までの 3 期収益モデルを見直した。「地域マーケティングプラットフォーム」の構築も基盤整備が完了しているが、24/3 期の前半までは先行投資負担が続く見通しにある。しかし「サークア」の広告配信機能の回復に加え、「プラウドエンジン」買収効果のフル寄与により、「駅探ドットコム」への波及効果が一段と高まり、MaaS による地方自治体からの広告出稿効果も出始める。C&Aでは、今 24/3 下半期の営業利益は 97 百万円、前年同期比 2.31 倍増と高い利益成長性を取り戻すと予想する。中長期的にも、C&Aの新規収益モデルでは、中計での 24/3 期営業利益 500 百万円の達成は 1 年遅れの 25/3 期になり、26/3 期には営業利益 660 百万円と、23/3 期から 3 年間の利益成長性は年 84.6%増の高い成長率を予想する。なお、同社は今後も M&A を積極的に活用する構えであるが、C&A の新規業績モデルにはその効果を織り込んでいない。

# <ポイント>

ポイント1:今24/3期は先行投資負担から営業減益も、下期には増益転換へ

ポイント 2:中期的には年85%の高い利益成長性の可能性は不変

ポイント 3:モビリティサポート事業では駅探広告収入や MaaS 効果で減収に歯止め

ポイント4: 広告配信プラットフォーム事業の収益も改善基調に

ポイント5: コントロールされたキャッシュフロー経営

# ポイント1:今24/3期は先行投資負担から営業減益も、下期には増益転換へ

前23/3 期 は売上高3,206百万円、前年比10.9%増となるも、営業利益は従来見通しの105百万円、前年比24.3%減と期初の増益見通しから一転、減益となった。営業減益の要因は①チケットレス出張手配サービス「BTOnline」でのシステム改修、②「駅探PICKS」での検索結果エンジンのアルゴリズム変更等による先行投資負担増によるところが大きい。

今24/3 期は上期に「BTOnline」でのシステム改修コスト負担が継続し、4月に「投資・インキュベーション事業」を立ち上げることによる先行コスト負担も加わる。このため上期の営業損益は27百万円の損失となる。モビリティサポート事業では乗換案内の有料会員の減少の影響をカバーすべく広告配信プラットフォーム事業との相乗効果で「駅探ドットコム」でのPV増加やMaaSへの注力により、地方自治体からの情報発信需要の取り込みも期待できる状況にある。広告配信プラットフォーム事業で買収し23/3期3Qから連結寄与している「プラウドエンジン」が通期寄与となり、「サークア」とのシナジーにも期待が高まる。同社の計画では売上高が上期でも2,166百万円、前年同期比41.7%増、通期では4,612百万円、前年比43.9%増と、高いトップラインの伸びが予想されている。



3646 グロース TSE Growth 6/14/202

以上から、C&A では今 24/3 期は売上高 4,580 百万円、前年比 42.9%増、営業利益 70 百万円、同 33.4%減 と増収減益を予想するが、下半期には先行投資負担の一巡から営業利益 97 百万円、前年同期比 2.31 倍増と高い利益成長性を取り戻すことが可能と予想する。

# ポイント 2:中期的には年85%の高い利益成長性の可能性は不変

同社は中期経営計画で 24/3 期に売上高 5,600 百万円、営業利益 400 百万円(目算)を目標にしてきたが、 先行投資負担もあり、その達成は 1 年遅れのペースになると推察する。「地域マーケティングプラットフォーム」の構築においても「駅探ドットコム」、「駅探 PICKS」、「駅探 LOCAL」の 3 つのプラットフォームの整備が完了しており、広告配信機能が加わることでそれらの相乗効果が出始めている。 C&A ではトップラインは年 20%強の高い伸びとなると予想する。前期のように各事業でのシステム補強など先行投資が出る可能性はあるが、損益分岐点の低下から営業利益は徐々に出やすい状況になると推察し、来 25/3 期の営業利益が 415 百万円、今期予想比 2 倍増と、中計の目標値 500 百万円には届かないが、26/3 期には営業利益 660 百万円となり、1 年遅れも中計の目標に届く状況にあると予想する。

C&A 予想が達成できると 23/3 期比で 3 年間の成長性は売上高が年率 24.6%増となり、営業利益は年率 84.6%増と、高い成長性が見込まれる。

## ポイント3:モビリティサポート事業では駅探広告収入や MaaS 効果で減収に歯止め

23/3 期のモビリティサポート事業は売上高 1,595 百万円、前年同期比 2.4%減、セグメント利益 457 百万円、同 17.5%減と減収減益であった。乗換案内有料会員の減少をカバーすべく、割安チケットを手配できる国内向けセルフブッキングソリューションや交通費精算、通勤費計算サービスなどの法人向けサービスを強化してきているが、チケットレス出張手配サービス「BTOnline」でのシステム改修によるコスト負担増も影響している。

今後はコロナ禍から正常化に向かうことでインバウンドを含めたお出かけ、旅行者による乗換案内の「駅探ドットコム」や新たに立ち上げた「駅探 LOCAL」へのアクセスによる PV 増加が広告配信でのシナジーによる収益力の向上に繋がる。法人向けサービスにも営業活動や出張の活発化の効果が出て来よう。MaaS の取り組みでも地方自治体へのソリューション提供、情報発信案件の取り込みの需要が見込まれる。

C&A では、モビリティサポート事業は今 24/3 期が売上高 1,950 百万円、前年比 22.2%増と増収に転じる も、セグメント利益は「BTOnline」でのシステム改修によるコスト負担などから 450 百万円、同 1.7%減と予想するが、25/3 期には売上高 2,210 百万円、前年比 13.3%増、セグメント利益 600 百万円、同 33.3%増と増収増益に転じると予想し、26/3 期には売上高 2,650 百万円、23/3 期比年率 16.1%増、セグメント利益 730 百万円、同 16.9%増を予想する。

## ポイント 4:広告配信プラットフォーム事業の収益も改善基調に

広告配信プラットフォーム事業はサークアの買収により立ち上げた事業だが、そのサークアの広告配信売上は21年8月に改正薬機法の施行に伴う広告掲載基準の厳格化に対応した反動もあり、新規出稿案件が伸び悩みとなり、クリック単価の下落もあり、ネガティブな要因が残っている。22年11月30日にインターネット広



3646 グロース TSE Growth

6/14/2023

告代理店運用業務を行う「プラウドエンジン」を買収、子会社化した。「プラウドエンジン」は黒字(21/10月~22/7月までの期間で売上高 710 百万円、営業利益 18 百万円)であり、同社が従来から持つ乗換案内エンジンとのシナジーが見込まれ、広告配信機能を持つサークア、バーティカルメディア、駅ごと広告を加えることで同社が新化を目指してきた"地域マーケティングプラットフォーム"の確固たる基盤構築が出来上がる効果もある。

同社は広告配信機能の強化に加え、ユーザーの指向やニーズを積極的に取り組むために、21 年秋にはバーティカルメディア「駅探 PICKS」を立ち上げた。先行投資負担は無い事業としていたが、立ち上がり時は想定の売上を上げることが出来ず、前 23/3 期には検索結果エンジンのアルゴリズム変更等のコスト負担増もあった。広告配信プラットフォーム事業の前 23/3 期の売上高は 1,610 百万円、前年比 28.3%増となるも、セグメント損益は 61 百万円の損失と同 15 百万円の改善となった。減価償却、のれん償却前の EBITDA では 66 百万円、前年比では 3.5 倍強の増益であった。C&A では、今 24/3 期は売上高 2,630 百万円、前年比 63.3%増、セグメント損益についてはのれん償却負担から 62 百万円の損失となるが、来 25/3 期には売上高 3,090 百万円、前年比 17.5%増となり、セグメント利益も 135 百万円への黒字転換を予想する。26/3 期には売上高 3,035 百万円、23/3 期比年率 23.7%増となり、セグメント利益も 250 百万円と、23/3 期比 189 百万円の増益を予想する。

# ポイント5: コントロールされたキャッシュフロー経営

23/3 期末では手元流動性が 1,424 百万円に対し、有利子負債は 100 百万円のみであり、13 億円強のネットキャッシュポジションにある。この資金力から M&A を積極的に取り入れ、ビジネスモデルの深化を図ってきた。 M&A ではキャッシュフロー重視の戦略をとり、減価償却費、のれん償却費前の EBITDA を KPI に採用している。前 23/3 期も「プラウドエンジン」の買収に伴う減価償却費とのれん償却から EBITDA は 296 百万円、前年比 7.0%減となっており、減少幅は営業利益の 24.3%減から小幅となりキャッシュアウトは最小限にとどめられている。今 24/3 期も「プラウドエンジン」の減価償却とのれん償却が通年でかかることもあるが、EBITDA は 316 百万円、前年比 6.7%増が予想される。

今後も M&A を継続的に実施していく方針であるが、手元資金を活用したキャッシュフロー重視の戦略がとれることも強みとなる。



3646 グロース TSE Growth 6/14/2023

# <カタリスト>

カタリスト1:コロナ禍からの解放

カタリスト 2: MaaS によるビジネスチャンスの拡大

カタリスト3:AI オンデマンド交通

カタリスト4:筆頭株主である Bold 社の機能を活用

カタリスト 5:業績下方修正で目標株価は 960 円に微調整も 2.2 倍強のアップサイド

# カタリスト1:コロナ禍からの解放

国内でもマスク装着規制の解除、渡航・入国規制の緩和がなされ、コロナ禍からの解放が順調に進展している。旅行、出張、渡航の制限緩和は、乗換案内メディアへのアクセス数増加による広告掲載の増加や出張関連需要の回復に繋がってくる。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への恩恵も出て来ようが、その効果が本格的に出て来るのは今 24/3 期からになろう。

反面、サークアでは巣ごもり関連の広告の需要の減少によるネガティブな要因もあり、コロナ禍からの解放 はプラス面ばかりではないことをリスクとして考量する必要はある。

## カタリスト2: MaaS によるビジネスチャンスの拡大

乗換案内のコモディティ化により、乗換案内エンジンだけのプラットフォームでは限界が見えてきたことから、2020年に新経営方針「From the Stations ~駅から始めよう~」を策定、サークアの買収で広告配信事業を加え、バーティカルメディア「駅探 PICKS」サービスも加えた。

「駅探ドットコム」、「駅探 PICKS」、「駅探 LOCAL」の基盤整備は完了し、その成果を享受できる可能性は高い。その成否は各種業界をも巻き込んで開発が繰り広げられている MaaS にかかる。2020 年 11 月から「北海道地域での MaaS 事業展開に関わる業務提携」に乗り出し、北海道江差町エリアでの地域住民向け実証実験を継続している。この実績から他の自治体からの引き合いも増えており、オンデマンド交通だけではなく、地域情報発信のニーズも増えている。

また、東京モノレール向けに「移動前」「移動中」「移動後」において連続した広告接触を実現し、認知獲得を高めることを目的とした MaaS 型広告メニューの展開を開始している。

#### カタリスト 3:AI オンデマンド交通

MaaSへの取り組みでは、同社の技術データ資産である鉄道・バスなど公共交通の経路検索機能やモビリティ関連データの活用、また法人向けのMaaS提供やDX支援といったシステムソリューションを提供してきたサービス資産の活用が強みとなる一方、2020年7月に未来シェア(AI型オンデマンド運行システム事業者)と業務提携して開発を進めてきた点も強みとなる。

2022年12月12日から23年2月1日の間に、北海道函館市赤川・三原エリアを中心としたエリアでAIオンデマンド型運行「未来大AIマース」の実証実験を実施している。この成果も今後の事業にプラスの効果が期待できる。

3646 グロース TSE Growth 6/14/2023

# カタリスト 4:筆頭株主である Bold 社の機能を活用

「駅探ドットコム」、「駅探 PICKS」、「駅探 LOCAL」の基盤整備は完了し、MaaS への取り組みを加えた MaaS 型広告メニューの展開、AI オンデマンド運行への対応に伴い、地域マーケティングプラットフォームの 基盤整備からのシナジーが発現時期を迎えている。

その戦略の機能強化を図るべく、23 年 4 月には同社の筆頭株主である Bold 社の兄弟会社であるアイティエルホールディングスと合弁会社を設立し、その合弁会社がシステム受託開発、運用関連の 3 社を取り込むことになった。また Bold 社と共に投資・インキュベーション分野の実績を取り込むための「投資・インキュベーション事業」を立ち上げることを決定している。同社は「投資・インキュベーション事業」から相当額の利益貢献が見込まれるとしているが、外部からはその金額を推定するのは難しいため、C&A の新規業績モデルにはその効果を織り込んでいない。

# カタリスト5:業績下方修正で目標株価は980円に微調整も2.2倍強のアップサイド

従来の同社中期経営計画や C&A の業績予想に対し下方修正となるが、上述の様に中期的な成長ポテンシャリティに変わりは無く、1 年程度の遅れでの動きにある。

現株価での 24/3 期 C&A 予想ベースの EV/EBITDA は 1.44 倍の低水準にあり、手持ち現預金の水準から適正な EV/EBITDA は最低でも 4.6 倍弱と試算され、来 25/3 期の C&A 予想ベースに当てはめると目標株価は 980 円となる。従来の目標株価 1,050 円からは引き下げとなるが、2.3 倍強のアップサイドと中期的な成長性、バリュエーションからはファインチューニングの域に収まる格好だ。



3646 グロース TSE Growth

6/14/2023

# <業績推移>

<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	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 1Q	770	-10.9	71	28	-33.5	30	-30.0	24	19.7	4.42		
23/3 2Q	759	10.8	82	35	73.5	35	67.2	24	136.7	4.43		
23/3 1-2Q	1,529	-1.2	153	63	0.8	65	2.0	48	62.3	8.85	0.0	502.71
23/3 3Q	844	47.8	47	-3	-	-7	-	89	2,206	15.41		
23/3 4 Q	833	8.0	96	45	-29.7	46	-30.3	-48	-	-7.22		
23/3期	3,206	10.9	296	105	-23.9	104	-25.7	89	11.3	17.04	14.0	513.21
24/3 1-2Q会社	2,166	41.7	93	-27	-	-26		-25		-4.29	0.0	
24/3 会社	4,612	43.9	316	65	-38.1	70	-32.7	38	-57.3	7.38	14.0	
24/3 C&A (旧)	5,000	56.0	810	600	471.4	600	476.9	400	349.4	72.60	22.0	584.53
24/3 C&A (新)	4,580	42.9	321	70	-33.3	75	-27.9	40	-55.1	7.77	14.0	507.21
25/3 C&A (旧)	6,000	20.0	920	700	16.7	700	16.7	460	15.0	83.49	25.0	643.02
25/3 C&A (新)	5,300	15.7	666	415	492.9	420	460.0	230	475.0	44.67	18.0	533.88
26/3 C&A (新)	6,200	17.0	911	660	59.0	700	66.7	385	67.4	74.77	25.0	583.65
24/3 中期計画	5,900		800	500								

 (2023.5.18)
 (出所) 会社データ、C&A

# <バリュエーション>

バリュエーション	2019年3月期 2020年3月期		2021年3月期		2022年3月期		2023年3月期		2024年3月期		2025年3月期		2026年3月期			
	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX
株価	671	1708	341	1062	350	650	470	600	414	543	412	980		980		980
株価純資産倍率(PBR)	1.30	3.30	0.68	2.11	0.68	1.26	0.91	1.16	0.81	1.06	0.81	1.93		1.84		1.68
株価収益率(PER)	12.58	32.01	79.30	246.98	15.51	28.81	32.28	41.21	24.30	31.87	53.04	126.16		21.94		13.11
配当利回り	2.98	1.17	5.87	1.88	5.71	3.08	2.98	2.33	3.38	2.58	3.40	1.43		1.84		2.55
EV/EBITDA	2.18	11.96	-0.88	5.96	-0.21	6.43	1.91	4.16	2.30	4.40	1.44	7.11		4.46		3.21
PCFR	9.34	23.76	16.51	51.41	10.38	19.28	9.93	12.68	7.31	10.14	19.99	19.99		11.40		8.45



3646 グロース TSE Growth 6/14/202

# 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にお願いいたします。