

【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 |

9/26/2023

Ver : 20230926-1

C&A

C&A Investment Research

【Update Report】

地域マーケティングプラットフォームでの 潜在成長性は変わらず

【目標株価】

目標株価：980 円→700 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：311 百万円、

営業利益：60 百万円、経常利益：65 百万円、

当期純利益：36 百万円

（9/8/2023 現在）

【データ】

株価（9/12）：395 円 時価総額：2,377 百万円

PBR（23/3 末）：0.80 倍 配当利回り（24/3 予想）：3.54%

PER（24/3 期 C&A）：56.51 倍 PER（25/3 期 C&A）：17.54 倍

【テーマ】

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

地域マーケティングプラットフォームでの 潜在成長性は変わらず

同社は1997年に「駅前探検倶楽部」（旧東芝のIP事業推進室）で開発された、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に始まる。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、交通機関も鉄道からバス、航空など多様な交通機関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。しかし、広告配信規制などから軌道修正をしており、新中期経営計画では鉄道を中心とした情報と地方自治体を含む地域情報の融合に軌道修正をしている。この為、中計の目標は従来計画から2年程度の遅れが生じているものの、同社の無形・知的資産を活用した「地域マーケティングプラットフォーム」での潜在成長性の高さには変わりはない。

サークアでは22年9月にレコメンド機能の充実で広告配信力が強化されるなど、体制強化が図られている。バーティカルメディアでも23年1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。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るが、同社は乗換案内で鉄道、バスに加え航空など大量輸送の交通でのノウハウを持ち、駅中と駅周辺での情報配信の実績を積み上げてきた。MaaSはこれに地域コミュニティや地方自治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「地域マーケティングプラットフォーム」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。

業績はシステム基盤の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。そのため24/3期1Q決算はインターネット広告代理店運用事業を行う「クラウドエンジン」の買収効果もあり、売上高は999百万円、前年同期比29.6%増となるも、営業損失42百万円と低迷した。会社の期初計画の想定線での結果であり、2Q以降には黒字転換の見込みにある。

中期経営計画ではこれまで24/3期に営業利益400百万円を目標にしてきたが、これを見直して26/3期にEBITDAを5~6億円、営業利益を3~4億円とする目標に変更している。会社は新規のプラットフォームの構築に伴う軌道修正もあり、来25/3期からの巻き返しを期する。

C&Aでは今24/3期2Qからの収益改善ストーリーの下で、来25/3期以降に成長軌道に入り、26/3期には営業利益360百万円と新中計の目標範囲の営業利益に達すると予想する。株価は足元の業績低迷を映した低水準にあるが、従来見通しからの回復の遅れもあり、やむを得ない。目標株価を26/3期C&A予想ベースでPERが17.6倍、EV/EBITDAが6.1倍となる700円（従来980円）に引き下げるが、75%前後のアップサイドからStrong Buyレーティングは継続となる。

<注目点>

注目点1：今 24/3 期 1Q はシステム改修コストやプラットフォームの手直しなどで営業損失

注目点2：24/3 期 2Q からは徐々に収益改善し、下期には黒字転換へ

注目点3：モビリティサポート事業では駅探の広告収入や MaaS の効果で減収に歯止め

注目点4：広告配信プラットフォーム事業の収益も改善基調に

注目点5：中期的には年率 50% 超の利益成長性

注目点1：今 24/3 期 1Q はシステム改修コストやプラットフォームの手直しなどで営業損失

24/3 期 1Q はインターネット広告代理店運用事業を行う「クラウドエンジン」の買収効果もあり売上高は 999 百万円、前年同期比 29.6% 増となるも、営業損失 42 百万円と低迷している。会社の期初計画並みの業績であり、一時的なコスト負担が無ければ営業黒字になる状況であり、2Q には黒字転換の見込みにある。

1Q ではチケットレス出張手配サービスの「BTOonline」でのシステム改修、「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た先行投資負担が大きい。「投資・インキュベーション事業」立ち上げの先行費用も含まれる。営業損失となるも買収したインターネット広告代理店運用事業を行う「クラウドエンジン」ののれん償却もあり、EBITDA では 12 百万円ではあるが黒字を確保しており、キャッシュフロー面ではコントロールされている。

注目点2：24/3 期 2Q からは徐々に収益改善し、下期には営業黒字転換へ

今 24/3 期の期初ガイダンスでは先行投資負担の継続を前提に、上期は 27 百万円の損失となり、通期の営業利益は 65 百万円と前年比 37.3% 減も、黒字を計画する。EBITDA は 316 百万円、前年比 6.7% 増と、のれんの償却もあり営業利益に先行して増益転換となる。

この会社計画では 2Q に 15 百万円ではあるが営業黒字転換となり、下半期には 92 百万円と年率で 2 億円前後の営業黒字が出ることになる。

C&A では前期からのシステム改修コストなど一時的なコスト負担がどこまで続くかは予想し難く、「地域マーケティングプラットフォーム」の構築についても、基盤整備が完了し、効果が会社想定線に出て来るかどうか結果が出てこないと判断しにくいタイミングにある。その為、今 24/3 期の業績予想は慎重に予想せざるを得ず、営業利益は 60 百万円、前年比 42.9% 減と、会社計画には未達と予想する。ただ、2Q 以降は収益改善基調に入り、下期の営業黒字転換（前年同期比では減益も）が可能と予想する。

注目点3：モビリティサポート事業では駅探の広告収入や MaaS の効果で減収に歯止め

モビリティサポート事業は乗換案内の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の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いるが、チケットレス出張手配サービスの「BTOonline」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や旅行者による乗換案内の「駅探ドットコム」と新たに立ち上げた「駅探 LOCAL」へのアクセス増加による PV 増加が、広告配信でのシナジーによる収益力向上に繋がる。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や情報発信案件の取り込み需要が見込まれる。

注目点 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月に改正薬機法施行に伴う広告掲載基準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、クリック単価下落などのネガティブ要因が残っている。22年11月30日にはインターネット広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効果が見込まれ、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」の基盤構築に大きく寄与する。

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、21年秋にはバーティカルメディア「駅探 PICKS」を立ち上げた。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が、このバーティカルメディアも「地域マーケティングプラットフォーム」構想下での建て直しが図られる。

注目点 5：中期的には年率 50%超の利益成長性

C&Aでは新中計と1Q決算を踏まえ、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」の構築もその基盤整備が完了しているが、24/3期前半までは先行投資負担が続く見通しにあるも、「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期の2Qから下半期にかけて営業損益の黒字転換を達成し、来25/3期から利益拡大基調を取り戻すと予想する。25/3期の営業利益は今期予想比3.3倍強の大幅な改善となり、26/3期には営業利益360百万円、前年比80.0%増を予想する。23/3期から3年間の利益成長性は年50.8%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。

<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 では国交省の実証プロジェクトに参画

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：株価の評価余地の大きさ

カタリスト 1：コロナ禍からの解放

新型コロナウイルスの5類への引き下げに伴い、旅行、出張、渡航制限、入国規制が緩和され、通常的生活スタイルが戻っている。これに伴い、乗換案内メディアへのアクセス増加が広告掲載の増加や出張関連需要の回復に繋がって来る。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期からになるだろう。反面、サークアでは巣ごもり関連の広告需要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がある。

カタリスト 2：MaaS では国交省の実証プロジェクトに参画

乗換案内のコモディティ化で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年には新経営方針「From the Stations ～駅から始めよう～」を策定し、サークアの買収で広告配信事業を加え、パ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。国土交通省の「共創モデル運行実証プロジェクト」に採択されたことを受け、北海道江差町エリアで地域住民向け実証実験を行っているが、23年度も北海道江差町エリアで地域住民向け MaaS の実証実験（通称「江差マース」）を行っている。この実績により、他の自治体からの引き合いも増え、オンデマンド交通だけでなく、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を活用できるのが強みとなるが、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「未来大学 AI マース」の実証実験を実施している。また、23年6月15日から栃木県下野市にて運行されているデマンド交通「おでかけ号」の予約センターの業務効率化を目指し、AI デマンド交通配車

システム「SAVS」と連携する自動音声案内型配車予約システムによる配車実証実験に参画している。これらの成果は開発受託業務の拡大に加え、「地域マーケティングプラットフォーム」の事業展開の基盤強化に資することになる。

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 社の兄弟会社の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 社を取り込むことを行った。また Bold 社とは投資・インキュベーション分野の実績を取り込むために「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：株価の評価余地の大きさ

24/3 期 1Q 末では手元流動性が 1,400 百万円であったのに対し、有利子負債は 356 百万円のみであり、10 億円強のネットキャッシュポジションを維持している。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ており、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。24/3 期 1Q は営業損失となるも、「プラウドエンジン」買収に伴う減価償却費とのれんの償却から EBITDA は 12 百万円のキャッシュインを継続している。C&A 予想でも 24/3 期の予想 EBITDA は 311 百万円、前年比 5.1%増となる。

今後も M&A を継続的に実施していく方針であり、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が、それを織り込まなくとも、来期以降の利益成長は年率 50%超と高く、26/3 期 C&A 予想 PER は 9.9 倍となり、株価の評価余地は高いと判断する。

この様な同社の状況を目標株価に落とし込むと、中期的には 26/3 期の予想 PER が 17.6 倍となるが、EV/EBITDA では 5.5 倍強まで低下する。強固な財務体質の下での高い利益成長性からすると無理なバリュエーションではなかろう。

駅探

3646 グロース TSE Growth

9/26/2023

<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期	2,864	-5.6	429	339	-29.4	341	-29.0	23	-92.1	4.30	20.0	502.15
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 4Q	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 1Q	999	29.7	12	-42	-	-26	-	-25	-	-8.51		
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	4,580	42.9	311	60	-42.9	65	-37.5	36	-59.6	6.99	14.0	506.20
25/3 C&A	5,300	15.7	460	200	233.3	210	223.1	116	222.2	22.52	14.0	514.72
26/3 C&A	6,200	17.0	660	360	80.0	370	76.2	205	76.7	39.79	16.0	538.51
26/3 中期計画			550	400								

(2023.9.8)

(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	2020年3月期		2021年3月期		2022年3月期		2023年3月期 (前期)		2024年3月期 (今期)		2025年3月期		2026年3月期	
	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX
株価	341	1062	350	650	470	600	414	543	387	680		700		700
株価純資産倍率	0.68	2.11	0.68	1.26	0.91	1.16	0.81	1.06	0.76	1.34		1.36		1.30
株価収益率	79.30	246.98	15.51	28.81	32.28	41.21	24.30	31.87	55.36	97.28		31.08		17.59
配当利回り	5.87	1.88	5.71	3.08	2.98	2.33	3.38	2.58	3.62	2.06		2.00		2.29
EV/EBITDA	-0.88	5.96	3.41	10.05	4.73	6.98	5.33	7.44	3.14	7.71		5.64		5.48
PCFR	16.51	51.41	10.38	19.28	9.93	12.68	7.31	10.14	11.57	11.57		9.19		6.88

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。