

【Update Report】

| Company |

株式会社駅探

Ekitan&Co., Ltd.

| Code |

3646 : 東証グロース
TSE Growth

CP&X Investment Research
主席シニアアナリスト

Senior Analyst

黒澤 真

Makoto Kurosawa

| Date of Issue |

12/11/2023

Ver : 20231211-1

CP&X

CP&X Investment Research

【Update Report】

地域マーケティングプラットフォーム構想は
着実に進展

【目標株価】

目標株価：700 円→620 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 (CP&X 予想)

売上高：3,800 百万円、EBITDA：70 百万円、
営業利益：▲71 百万円、経常利益：▲70 百万円、
当期純利益：36 百万円

(11/20/2023 現在)

【データ】

株価 (12/5)：336 円 時価総額：2,022 百万円
PBR (23/9 末)：0.98 倍 配当利回り (24/3 予想)：0.0%
PER (24/3 期 CP&X)：n.a 倍 PER (25/3 期 CP&X)：20.31 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、AI、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、メディア連携や広告配信機能を加え、乗換エンジンで蓄積した資産を活用・強化し、地域軸に重手を置く「地域マーケティングプラットフォーム（RMP）」への新化を図る戦略を進めている。このRMP構想は軌道修正をしながら順調に進展している。

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、パ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、広告配信の規制などから軌道修正を余儀なくされ、今24/3期は収益が一時的に悪化しており、減損処理を実施して固定費の削減を図っている。新中期経営計画では鉄道を中心とした情報とMaaSによる地方自治体を含む地域情報の融合によるRMP構想による高い潜在成長性には変わりはない。

今24/3期1-2Q決算は期初計画からの未達基調を受け、通期見通しを非開示とした。CP&Xでは2Qまでのフォローアップに伴い24/3期の業績予想を下方に見直している。チケットレス出張手配サービスの「BTOOnline」のシステム改修コスト負担やサークア、駅探 PICKS での減損処理に伴い営業損失、純損失の見通しとなる。ただ、24/3下期にはシステム改修コストの一巡、減損処理の効果から、損益は改善基調となる。

中期的にも従来の見通しからは下方修正となるが、来25/3期には営業損益が120百万円の黒字転換となり、26/3期の営業利益は346百万円、前年比188.3%増と、成長軌道を取り戻すと予想する。

株価は足元の業績の下方修正を受け低迷している。11月17日には330円という10年来の安値を付け、直近では10月までの400円前後から15%程度の下落となる340円前後で落ち着きつつある。目標株価を26/3期CP&X予想ベースでのPER16.3倍、EV/EBIDA5.72倍となる620円（従来700円）に引き下げるが、82%前後のアップサイドがあることから、レーティングはStrong Buy 継続とする。

<注目点>

注目点1：今 24/3 期 1-2Q はシステム改修コストや減損で損失決算に

注目点2：24/3 期会社計画は非開示になるも、下期には収益改善へ

注目点3：地域マーケティングプラットフォーム（RMP）構想の進展

注目点4：RMP 構想の更なる強化策

注目点5：中期的には高い利益成長性

注目点1：今 24/3 期 1-2Q はシステム改修コストや減損で損失決算に

24/3 期 1-2Q 決算は売上高 1,941 百万円と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」の買収効果もあり前年同期比 26.9%増と高い伸びとなったが、営業損益は 74 百万円の損失となった。

モビリティサポート事業では乗換案内の有料会員が減少する中で、チケットレス出張手配サービス「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、先行投資負担が大きいことが影響している。また、広告配信プラットフォームでは、サークアにおいて 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へ対応した反動もあり新規の出稿案件の伸び悩み、クリック単価の下落などから広告配信売上が悪化した。パーティカルメディアの「駅探 PICKS」も当初の想定に反し収益化が遅れたことから、これら 2 事業で 793 百万円の減損処理を実施している。加えて「M&A・インキュベーション事業」の立ち上げの先行費用や「クラウドエンジン」の買収に伴う一時的なコスト負担も営業損失計上に影響している。

注目点2：24/3 期会社計画は非開示になるも、下期には収益改善へ

同社は LINE アカウント連携などの施策や減損の効果を見極めるため、今 24/3 通期の見直しを取り下げ、非開示としている。CP&X では今 24/3 通期の売上高を 38 億円、前年比 18.5%増、営業損益を 71 百万円の損失と予想する。セグメント利益ではモビリティサポート事業が 300 百万円、前年比 34.3%減、広告配信プラットフォーム事業が 89 百万円の損失となり、M&A・インキュベーションが 18 百万円の黒字と予想する。

24/3 下半期の営業損益は 3 百万円ではあるが黒字転換を予想する。モビリティサポート事業は上期比減益となるが、広告配信プラットフォーム事業では減損効果によりサークアが黒字転嫁し、パーティカルメディアの損失縮小が寄与するとの見方だ。

注目点3：地域マーケティングプラットフォーム（RMP）構想の進展

RMP 構想ではメディアと広告配信に同社が持つ知見を活用したソリューション事業の三本柱による相乗効果を狙っており、着実に進展し始めている。

課題となる乗換案内では優待サービスなどのメディア連携やプロモーションサービスを加えることができ、有料会員の減少に歯止めをかけることが可能となる（2023 年 8 月から）。パーティカルメディアでは「駅探 LOCAL」、「駅探おでかけラボ」の立ち上げによるハイブリッド化が図られ、地域軸のコンテンツを追加できるようになっている。

広告配信事業ではサークアで 22 年 9 月にレコメンド機能の充実が図られ広告配信力が強化され、クラウド

エンジンとのシナジーに加え地域軸での広告配信の余地も高まっている。

この結果、駅探ドットコムが外部メディアとの連携による情報ネットワーク化や相互リンク化を通して強化され、広告配信のアドネットワーク化による収益拡大の余地も拡大しよう。

注目点 4：RMP 構想の更なる強化策

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や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 はこれに地域コミュニティや地方自治体の情報を取り込める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く、これらをサポートするプロモーションサービスなどコンサルタント的なビジネスにもなりえる。これが第三の柱としてのソリューション事業となる。

LINE 公式アカウント運用ツールを持つ株式会社ライフックスとの業務提携で 2023 年 11 月より CRM ソリューションを提供開始し、LINE の CRM ツールの共同開発も行う予定。同社が掲げる「地域情報プラットフォーム」構想の下、ソリューション事業は同社の知見やノウハウを活かせる事業であり、ライフックスと業務提携により収益貢献に弾みが付く可能性に加え、広告配信事業とのシナジーも狙える。

インバウンド需要が回復する中、2025 年の大阪万博に向けて旅行ガイドブック作成のラテラ・インターナショナルを活用して、駅探ドットコムのグローバル化を図る構えだ。

注目点 5：中期的には高い利益成長性

CP&X では、中期的にも従来の見通しからは下方修正となるが、来 25/3 期には営業損益は 120 百万円の黒字転換となり、26/3 期の営業利益は 346 百万円、前年比 188.3% 増と、成長軌道を取り戻すと予想する。

23/3 期から 3 年間の利益成長性は下方修正後でも年 48.8% 増（従来 50.8% 増）の高い成長率を維持できると予想する。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、CP&X の新規業績モデルには M&A・インキュベーションの収益拡大効果は織り込んでいない。

業績については、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」の買収効果もあって、売上高は 999 百万円、前年同期比 29.7% 増となるも、営業損失 42 百万円と低迷した。これは同社の期初計画の想定路線での結果であり、2Q 以降には黒字転換の見込みにある。

<カタリスト>

カタリスト 1：MaaS では国交省の実証プロジェクトに参画での成果

カタリスト 2：AI オンデマンド交通

カタリスト 3：筆頭株主である Bold 社の機能を活用

カタリスト 4：ライフックスとの業務提携による LINE の活用へ

カタリスト 5：株価は大底圏にあるも、評価余地は大

カタリスト 1：MaaS では国交省の実証プロジェクトに参画での成果

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 年には新経営方針「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返されている MaaS にかかる。国土交通省「共創モデル運行実証プロジェクト」の採択を受け、北海道江差町エリアでの地域住民向け実証実験を行っており、23 度も同エリアでの地域住民向け MaaS 実証実験（通称「江差マース」）を行っている。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。

東京モノレール向けに「移動前」「移動中」「移動後」の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。2023 年 11 月 15 日には福島県郡山市と地域公共交通活性化に係る協定を締結。道駅周辺におけるイベント情報の「駅探 LOCAL」への配信を始める。

カタリスト 2：AI オンデマンド交通

MaaS への取り組みでは、当社の技術データ資産である鉄道や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、また法人企業向けの MaaS 提供・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 日からは栃木県下野市で運行されているデマンド交通「おでかけ号」の予約センター業務の効率化を目指し、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も参画している。これらの成果は開発受託業務の拡大に加え、RMP 構想の事業展開の基盤強化に資することにある。

カタリスト 3：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、RMP 構想の基盤整備からシナジーの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「M&A・インキュベーション事業」を立ち上げた。同社は「M&A・インキュベーション事業」で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、CP&Xの新規業績モデルにはその効果は織り込んでいない。

カタリスト4：ライフエックスとの業務提携による LINE の活用へ

2023年11月13日に「株式会社ライフエックス」と業務提携を発表。「ライフエックス」はユーザーの新規獲得からファン化まで最適なマーケティング施策をトータルでサポートするマーケティング事業会社であり、2023年11月より CRM ソリューションを提供開始している。「ライフエックス」は LINE 公式アカウントを持つことから、同社はそれを基点としたマーケティング企画・運用支援・BPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）等の CRM ソリューションを共同で提供することになり、LINEのCRMツールの共同開発も行うことになった。

この提携で子会社サークアの持つ機械学習・広告トラッキング・ダッシュボード管理の開発実績とその知見を活かした新たな広告配信サービスが加わることによる相乗効果が期待できる。この新サービスは2023年12月にリリース予定であり、SaaS型プロダクトとして同社顧客とライフエックス顧客に提供していく。

カタリスト5：株価は大底圏にあるも、評価余地は大

23/9月末では手元流動性が1,441百万円（3月末1,400百万円）に対し、有利子負債は348百万円（3月末356百万円）のみであり、業績低迷も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。また、24/3期1-2QのEBITDAは前年同期比75.7%減となるも37百万円の黒字を維持している。同社は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おり、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、その戦略を継続する余力を持っている。

24/3期1-2Qは営業損失となるも、3Q以降には減損の効果もあり収益は改善基調が見込まれる。CP&Xの新規予想では24/3通期の営業損益は71百万円の損失となるが、下半期では3百万円の黒字転換を予想する。更に来25/3期には営業利益120百万円の黒字転換を、25/3期には営業利益346百万円と従来予想の96%強の水準まで回復すると予想する。新規のプラットフォーム構築に伴う軌道修正から一時的に収益は悪化するも、来25/3期からの巻き返しには期待が持てる状況にある。

株価は11月17日に10年来の安値330円まで下がった後は340円前後で落ち着いている。目標株価はCP&Xの中期的な改善期待を織り込み、26/3期予想PERが16.3倍、EBITDAが5.7倍の従来の設定並みのバリュエーションを当てはめ、620円（従来700円）に引き下げる。強固な財務体質の下での収益回復余力からすると無理な水準ではなく、アップサイドは82%強になることから、Strong Buy レーティングは継続とする。

<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、CP&X 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 CP&X 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。