

【Update Report】

| Company |

株式会社 駅探

Ekitan & Co., Ltd.

| Code |

3646 : 東証グロース
TSE GRT

CP&X Investment Research
主席シニアアナリスト

Senior Analyst

黒澤 真

Makoto Kurosawa

| Date of Issue |

6/14/2024

Ver : 20240614-1

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による
成長軌道を奪回

【目標株価】

目標株価：700 円

【レーティング】

Strong Buy

レーティングを継続

【業績予想】

2025/3 期（CP&X 予想）

売上高 4,400 百万円、EBITDA：222 百万円、

営業利益：120 百万円、経常利益：13 百万円、

当期純利益：125 百万円

（6/14/2024 現在）

【データ】

株価（6/14）：433 円 時価総額：2,606 百万円

PBR（25/3 末）1.19 倍 PER（25/3 期 CP&X）：16.78 倍

配当利回り（25/3 予想）：3.23%

【テーマ・キーワード】

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による 成長軌道を奪回

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し、収益源の縮小が続いている。そこで、メディアとの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）」への進化を図る戦略を進めている。24年に入り駅探ドットコム「駅探 LOCAL」に地域コンテンツを大幅に拡充しており、駅からではなく現在地からネクストアクションへのサポートを高める計画だ。RMPの強化に伴い各メディアでのPV数、広告出稿量が増加し、シナジー効果による収益拡大が図られ成長軌道への回復期待が一段と高まっている。

前24/3期は上期にチケットレス出張手配サービス「BTOnline」のシステム改修のためのコスト負担、サークアの広告配信規制による一時的なコスト負担により収益が悪化したが、減損処理や固定費の削減を図ったことで3Qからは営業損益の黒字転換を達成している。今25/3期は乗換案内の有料会員の減少や販管費の増加などから営業利益101百万円と前年比78百万円の増益を見込む。減損効果がある中ではコンサバな計画と言えよう。

CP&Xではエアトリとの提携による新幹線などのチケット取り扱い増や旅行ガイドブック作成のラテラ・インターナショナルの受注回復などからモビリティサポートのセグメント利益の減少基調に歯止めがかかる可能性が高まっているとみる。サークアとアドネットワークスによる広告配信事業のセグメント利益は減損を含めコスト削減により増益転換が期待できる。今25/3期の営業利益は従来予想から減額となるが120百万円と会社計画の達成を見込み、新規に加えた27/3期の営業利益は420百万円まで拡大すると予想する。

株価は営業損失計上の影響もあり23年12月25日には10年来の安値311円を付けたが、それを底に上昇基調にある。24/3期3Q（24年2月8日発表）に営業黒字転換となったことを受け、株価は390円前後を回復、24年5月9日には24/3期決算と合わせ、自己株買いを発表したことを受け459円にまで上昇している。CP&Xでは前述の様にRMPの収益を生む基盤強化が出来上がり、利益成長経路に入ったとみて、目標株価700円とするStrong Buyレーティングを継続とする。目標株価ベースの27/3期予想PERは13.6倍となり、27/3期の予想ROEが12%前後まで上昇することからも妥当な株価、バリュエーションとなろう。

駅探

3646 東証グロース TSE GRT

6/14/2024

<注目点>

注目点1：前期3Qは3四半期ぶりの営業黒字転換も、今上期は営業赤字とコンサバな計画

注目点2：駅探ドットコム のPV数増と広告配信、エアトリとの提携効果

注目点3：広告配信プラットフォーム事業の収益回復

注目点4：地域コンテンツの拡充によるアプリへのアクセス増加へ

注目点5：27/3期には営業利益4億円超、ROE12%への向上を予想

注目点1：前期3Qは3四半期ぶりの営業黒字転換も、今上期は営業赤字とコンサバな計画

前24/3期3Qは営業利益が58百万円となり3四半期ぶりの黒字を計上した。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「BTOnline」のシステム改修によるコスト負担が一巡し、ラテラ・インターナショナルの受注回復が本体の赤字の一部を相殺した。広告配信プラットフォーム事業では、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で収益が悪化していたサークアと収益化が遅れていたバーティカルメディアの「駅探 PICKS」について減損処理（793百万円）をした効果が発現した。

ただ、今25/3期1-2Qの会社計画は15百万円と赤字に戻るとの計画になっており、収益は3Q以降の本格回復を見込む。今25/3期は乗換案内の有料会員の減少や販管費の増加などから営業利益101百万円と前年比78百万円の増益を見込むが、前期の減損による効果がある中ではコンサバな計画と言えよう。

注目点2：駅探ドットコム のPV数増と広告配信、エアトリとの提携効果

モビリティサポート事業の24/3期は売上高1,485百万円、前年比6.9%減、セグメント利益323百万円、同29.3%減となった。チケットレス出張手配サービス「BTOnline」のシステム改修によるコスト負担が一巡し、ラテラ・インターナショナルの受注回復が本体の赤字の一部を相殺するにとどまった。今25/3期には増益転換の可能性が高まってきている。乗換案内の有料会員の減少には歯止めがかからないが、駅探ドットコム のPV数が増加基調にある中で、駅探ドットコム の「駅探 LOCAL」に地域コンテンツを大幅に拡充しておりPV数の更なる増加が期待できる。またエアトリ、ナビタイムとのタイアップで新幹線チケットの購入機能を付与するなどの機能追加が図られており、ラテラ・インターナショナルの回復にも期待が出来る状況となっている。

注目点3：広告配信プラットフォーム事業の収益回復

駅探ドットコム の再構築のために、サークアなどの買収による広告配信プラットフォーム事業を立ち上げてきた。サークアの不振、バーティカルメディア「駅探 PICKS」の収益化の遅れから、22年11月にクラウドエンジンの買収と手を打ってきた。この広告配信プラットフォーム事業は24/3期には売上高が1,486百万円、前年比7.7%減となり、セグメント損益が55百万円の赤字となった。ただ、減損処理の効果もあり24/3期3Qには38百万円のセグメント損益の黒字転換を実現している。今後はサークアとクラウドエンジンの相乗効果だけではなく、モビリティサポート事業との相乗効果にも期待できよう。

注目点 4：地域コンテンツの拡充によるアプリへのアクセス増加へ

同社の収益は乗換案内の駅探ドットコムが鍵となる。優待サービスなどメディアとの連携やプロモーションサービス（優待割引サービスの付与）を加えることで有料会員の減少に歯止めをかけることをしてきた。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ト化を図り、地域軸のコンテンツを追加してきた。24 年に入り「駅探 LOCAL」に地域コンテンツを大幅に拡充しており、駅からではなく現在地からネクストアクションへのサポートを高める計画だ。RMP の強化により各メディアでの PV 数、広告出稿量の増加に伴うシナジー効果による成長軌道への回復期待が一段と高まっている。

広告配信事業とのサポート体制もポイントとなる。サークアでは 22 年 9 月にレコメンド機能を充実したことにより広告配信力が強化され、プラウドエンジンとのシナジー効果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、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余地が広がりつつある。

注目点 5：27/3 期には営業利益 4 億円超、ROE12%への向上を予想

24/3 期 3Q から業績が持ち直し基調にあり、同社が目指すメディア、広告配信による相乗効果のある RMP 構想が機能し始めている。駅探ドットコムは広告、PV 数が増加基調にあり、エアトリ、ナビタイムとのタイアップで新幹線チケットの購入機能を付与するなどの機能追加が図られている。広告配信事業ではプラウドエンジンでの人員増強も図られつつあり、サークアとの相乗効果が高まることになる。また LINE アカウントとの連携効果も出て来よう。25/3 期から同社が想定する RMP 構想によるプラットフォームの新化、強化策が業績として表れ始めるステージに入ったと言えよう。

CP&X では 25/3 期の営業損益を 120 百万円の黒字転換と従来予想からは下方修正になるが、会社計画は上回ると予想する。今回から業績予想を 27/3 期まで拡張し売上高 54 億円、営業利益 4.2 億円と予想する。これは会社の中計で 26/3 期営業利益 3～4 億円の目標に対して 1 年遅れでの達成が可能との見方となり、この予想が達成されると ROE は 12.0%（23/3 期は 2.32%）まで上昇することになる。

<カタリスト>

- カタリスト1：地域コンテンツの大幅な拡充
- カタリスト2：LINEなどの活用による MaaS 型プロダクトの強化
- カタリスト3：インバウンド効果と海外発信
- カタリスト4：そしてソリューションビジネスの展開へ
- カタリスト5：バリュエーション修正の余地大

カタリスト1：地域コンテンツの大幅な拡充

Web メディアの駅探ドットコムに地域コンテンツを急速に拡充している。24 年 4 月末までに駅探 LOCAL の従来のイベント情報に加え、①観光・おでかけスポット、②ホテル、③飲食施設、④不動産の 4 つのカテゴリーで 98 万件を追加している。これを駅等の地域（路線、市区町村、都道府県）で分類して掲載し、ユーザーの利便性、便益に資するプラットフォームへの強化がされている。今後は時刻表（既に完成済みの鉄道・首都圏バス以外）の充実を図り、駅から駅へだけではなく現在地から次の目的地へのルート検索やそこにカーシェアリングや電動キックボードなどのマイクロモビリティのシェアリングなどを加えていく構えだ。まずは、駅探アプリを 24 年 12 月末までに更にアクセスしやすく魅力的なものにリニューアルを進めることが課題となる。

カタリスト2：LINEなどの活用による MaaS 型プロダクトの強化

同社は国土交通省「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など早くから MaaS へ取り組んできた。23 年度も北海道江差町エリアでの地域住民向け MaaS の実証実験を行い、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た。2023 年 11 月 13 日に LINE 公式アカウントを持つ「株式会社ライフックス」と業務提携を発表。「ライフックス」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。

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、LINE の CRM ツールの共同開発も行う。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、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 23 年 12 月から MaaS 型プロダクトとして同社顧客並びにライフックス顧客に提供している。

カタリスト 3：インバウンド効果と海外発信

国内の観光情報を含めた乗換・移動検索やイベント情報の取得は円安の進展によるインバウンド効果で外国人向けのビジネスチャンスが増大している。同社の駅探ドットコムはまだそこまでの機能を持っている訳ではないが、子会社である旅行ハンドブックの編集の受託を行うラテラ・インターナショナルは、海外に 400 社の代理店を持っており、海外へのプロモーション、インバウンドへの対応が可能となれば活用が出来る。

カタリスト 4：そしてソリューションビジネスの展開へ

RMP 構想ではメディア、広告配信に同社の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が、現状で理想とする RMP の最終形態となろう。MaaS での知見を活かした地方・地域情報の発信や地域の検索数の実績をあげることで、地域・地方から情報発信のためのソリューションビジネスが立ち上がることに繋がる。

メディアと広告配信は融合・拡大による PV 数の増加、その繰り返しによる更なる相乗効果の発現による収益拡大の過渡期にある。現在、PV 数は 1 億回に達しており収益が加速度的に高まる 2 億回までもう一押し段階にきている。

カタリスト 5：バリュエーション修正の余地大

株価は 23 年 12 月 25 日に 10 年来の安値 330 円まで下がった後は戻り基調にあり、24/3 期 3Q (24 年 2 月 8 日発表)に営業黒字転換となったことを受け 390 円前後を回復し、24 年 5 月 9 日には 24/3 期決算と合わせ、自己株買いを発表したことを受け 459 円まで上昇している。

現株価は 25/3 期 CP&X 予想 PER でも 16 倍と割高感はない。業績は成長経路を回復しつつあり、27/3 期から会社の戦略に沿った成長軌道に入るとみられる。ROE が 26/3 期に 11.2%まで回復し、27/3 期には 12.0%に上昇すると予想される下で、27/3 期 CP&X 予想の PER が 8.39 倍は評価不足と言わざるを得ない。24/3 月末では手元流動性が 1,368 百万円 (23/3 月末 1,424 百万円)に対し、有利子負債は 523 百万円 (23/3 月末 100 百万円)のみであり、業績低迷を経て 8.4 億円強のネットキャッシュポジションを維持している点からも割安感是否定できない。

目標株価 700 円が達成された時でも 27/3 期予想ベースで PER は 13.56 倍、EV/EBITDA は 4.94 倍となる。24/3 期までの 4 年間の高値ベースで EV/EBITDA の平均値 8.16 倍を下回る水準だ。

【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 2Q	942	24.1	25	-32		-45		-769		-155.40		
24/3 1-2Q	1,941	26.9	37	-74	-	-71	-	-794	-	-163.91	0.0	343.88
24/3 3Q	1,103	30.7	82	59	-	60	-	845	849.4	10.36		
24/3 4Q	994	19.3	65	38	-	38	-17.4	-787	-	1.53		
24/3期	4,038	26.0	184	23	-	27	-	-736	-	-152.02	14.0	351.08
25/3 1-2Q会社	1,993	2.7	32	-15	-	-7	-	-10	-	-2.12	0.0	
25/3 会社	4,327	7.2	203	101	-	111	-	111	-	15.24	14.0	
25/3 CP&X(旧)	4,520	11.9	223	150	-	160	-	99	-	20.47	10.0	367.15
25/3 CP&X(新)	4,400	9.0	222	120	-	130	-	125	-	25.81	14.0	362.89
26/3 CP&X(旧)	4,800	6.2	424	350	133.3	360	125.0	200	102.0	38.82	14.0	391.97
26/3 CP&X(新)	4,800	9.1	450	350	191.7	360	176.9	215	72.0	44.39	14.0	393.28
27/3 CP&X(新)	5,400	12.5	520	420		420		250		51.61	16.0	428.89

(2024.5.27)

(出所) 会社データ、CP&X

【バリュエーション】

駅探(3646)

バリュエーション	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 予想		2026年3月期 予想		2027年3月期 予想	
	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX
株価	350	650	470	600	414	543	311	485	433	700		700		700
株価純資産倍率	0.68	1.26	0.91	1.16	0.81	1.06	0.89	1.38	1.19	1.93		1.78		1.63
株価収益率	15.51	28.81	32.28	41.21	24.30	31.87	-2.05	-3.19	16.7764	27.12		15.77		13.56
配当利回り	5.71	3.08	2.98	2.33	3.38	2.58	4.50	2.89	3.23326	2.00		2.00		2.29
EV/EBITDA	3.41	10.05	4.73	6.98	5.33	7.44	3.59	8.17	5.75089	11.57		5.71		4.94
PCFR	10.38	19.28	9.93	12.68	7.31	10.14	-2.62	-4.08	15.5106	25.07		15.07		1.62

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。