

駅探 (3646 東証マザーズ)

発行日: 2012/4/4
 最終訪問日: 2011/12/13
 調査方法: 企業訪問・説明会

東芝のベンチャーから生まれた、乗換検索サービスの大手プレーヤー

> 要旨

◆ 同社の主力事業は乗換案内サービスの自社配信事業

- ・同社が提供するサービスは、乗換案内サービスと広告サービスの2つ。乗換案内サービスは、電車・汽車・バス等の交通機関の乗換情報・時刻表情報を利用者の要望に応じて検索し、インターネット経由で利用者に提供する。広告サービスは、自社ホームページ上に他社の広告を掲載する。
- ・乗換案内サービスには、携帯電話等通じて同社が利用者に直接提供する形態と、電鉄会社等のホームページ等に乗換案内サービスを ASP 形態で提供するもの分かれる。主力事業は、前者の事業となっている。

◆ 事業規模は約 200～300 億円。競合先は3社を想定

- ・同社は(株)東芝の社内ベンチャーとして起業されたが、担当者であった現中村社長が MBO によって独立し、昨年 3 月にマザーズに上場
- ・同社の主力事業の市場規模は、無料ユーザーが約 20 百万人、有料ユーザーが 7 百万人と推計。金額で見た市場規模は、ASP 形態も含めて全体で年間 200 億円～300 億円(個人利用者のみを対象とすると、100 億円～200 億円)と推計
- ・競合する事業者は、3社(ジョルダン株式会社、株式会社ヴァル研究所、株式会社ナビタイムジャパン)
- ・デラックス版(月額利用料 210 円)会員の拡大とスマートフォン対策が緊急の課題。中期的な課題としては、収益基盤の多様化とサービス面での更なる進化が重要

> 投資判断

◆ 同社の強みは、自社内での開発力と作り込みができる力

- ・同社の強みは、外注ではなく、内製化で行くこと、内製化により、ユーザーの声を直ぐに反映させることができる。
- ・従来型携帯電話利用者のスマートフォンへの移行に対して、NTTドコモ側がスマートフォン向けの有料サービス提供に時間がかかったため、結果として会員数の減少につながった。同社の有料会員数も大幅に減少しており、スマートフォンでの有料課金ビジネスの成否はこれからが勝負となる。

◆ 2012/3 期と 2013/3 期は業績の踊り場、中期的には成長企業への回帰に期待

- ・2012 年 3 月期の会社予想(売上高 2,781 百万円、営業利益 680 百万円、当期利益 403 億円)に対して、第3四半期までの累計はやや苦戦
- ・昨年 11 月からのドコモ、今年 1 月からの AU でのスマートフォン対応課金システムの稼働により、第4四半期はデラックス版会員数が持ち直すことを想定し、ほぼ会社計画並みの着地を予想
- ・現在の株価(624 円)は 2012/3 期の PER で 10.1 倍、2014/3 期の予想利益ベースで 9.1 倍と円と保守的ならざるをえないが、2013/3 期以降の戦略の成否によっては成長銘柄としての評価への回帰もありうる。

業種: 通信業
 アナリスト: 宮永 雅好
 +81 (0)3-6858-3216

【主要指標】 2012年3月30日時点

株価(円)	624
発行済株式数	6,488,484
時価総額(百万円)	4,049
上場日	2011/3/3
上場パフォーマンス	-4.8%

	前期実績	今期予想 (2012/3期)
PER(倍)	10.1	10.1
PBR(倍)	2.33	2.01
配当利回り	2.6%	3.2%
	σ	β 値
リスク指標	52.5%	-0.591

【主要KPI(業績指標)】

駅探会員数 (人)	有料会員 数	無料ユーザー 数
2011/3末	884,659	2,330,420
2011/6末	852,887	1,602,781
2011/9末	802,522	1,857,904
2011/12末	765,555	2,325,212

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	7.6	1.3	-37.6
対TOPIX(%)	5.3	-13.6	-36.7

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済 20120330

駅探 (3646 東証マザーズ)

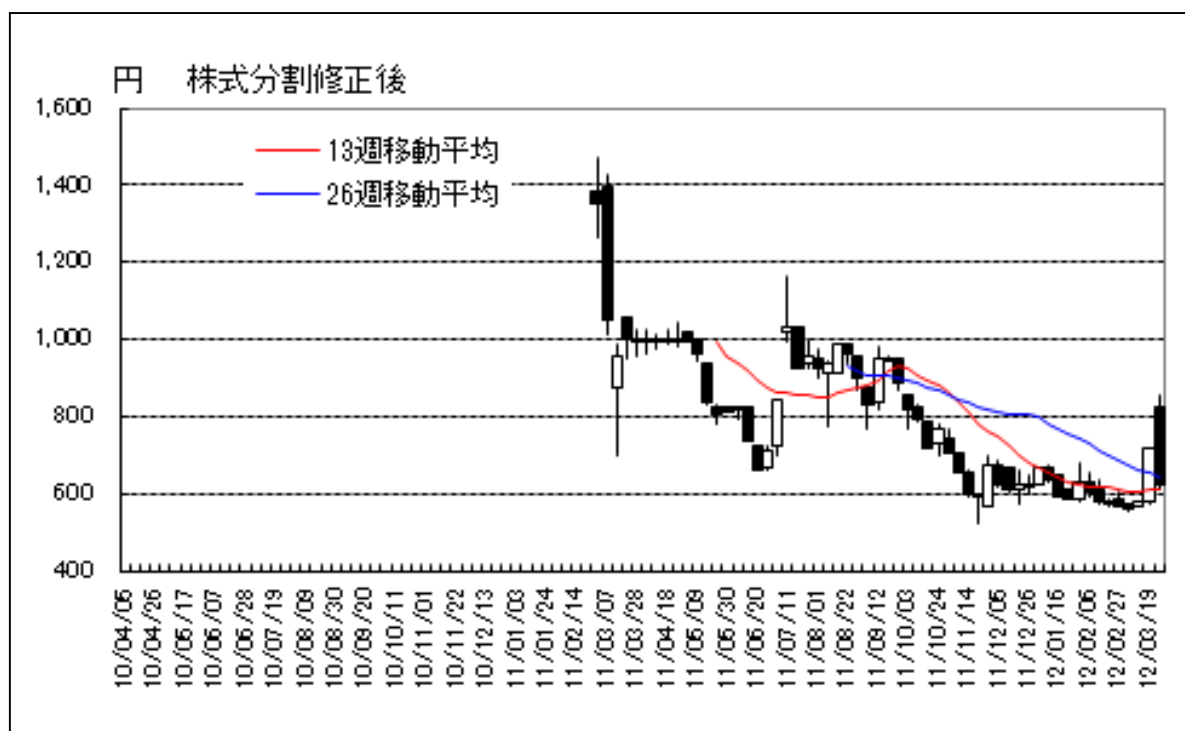
> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/3期 実績	2011/3期 実績	2012/3期 会社予想	2012/3期 予想	2013/3期 予想	2014/3期 予想
売上高	2,429	2,675	2,781	2,776	2,849	3,009
前年比	14.7%	10.1%	4.0%	3.8%	2.6%	5.6%
営業利益	510	652	680	670	684	745
前年比	76.1%	27.8%	4.3%	2.8%	2.1%	8.9%
経常利益	511	640	680	670	684	746
前年比	75.8%	25.2%	6.3%	4.7%	2.1%	9.0%
当期純利益	277	374	403	402	410	447
前年比	77.0%	35.0%	7.8%	7.5%	2.0%	9.0%
期末株主資本	1,411	1,740	2,013	2,012	2,292	2,610
発行済株式数	6,525,200	6,888,800	6,488,484	6,488,484	6,488,484	6,488,484
EPS(円)	42.5	61.5	62.1	62.0	63.2	68.9
配当(円)	12.5	16.3	20.0	20.0	20.0	20.0
BPS(円)	216	268	-	310	353	402
ROE	21.8%	23.7%	-	20.0%	19.0%	18.2%
株価(円)	-	1,000	624	624	-	-
PER(倍)	-	16.3	10.0	10.1	9.9	9.1
配当利回り	-	1.6%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
PBR(倍)	-	3.73	-	2.01	1.77	1.55

(注1) 株式分割は調整済。なお、発行済株式数は自己株を差し引いた株式数を用いている。

(注2) 将来予想におけるPER、配当利回り、PBRは、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

◆ 主力はモバイルを使った乗換案内サービス

同社が提供するサービスは、大別して乗換案内サービスと ASP・広告サービスの2つである。

乗換案内サービスは、電車・汽車・バス等の交通機関の乗換情報・時刻表情報を利用者の要望に応じて検索し、その結果をインターネット経由で利用者に提供するもの。具体的には、公共交通機関の時刻情報、乗換案内情報、運行情報などの情報コンテンツを、パソコン、携帯電話、スマートフォンなどの利用者端末に表示するサービスである。広告サービスは、自社ホームページ上に他社の広告を掲載すること、つまり自社のコンテンツの利用者に向けた広告枠を他社に提供することで収入を得るものである。

◆ 乗換案内サービスのビジネスモデル

乗換案内サービスは、サービスの提供形態により大きく2つに分かれている。

一つは、携帯電話あるいはスマートフォンを通じて、同社が利用者に直接提供する形態である（この場合、利用者が利用料を支払う）。

もう一つは、同社が、電鉄会社等のホームページに乗換案内サービスを ASP 形態で提供し、利用者は電鉄会社等のホームページ にアクセスすることで乗換案内サービスを利用できるもの。同社が電鉄会社等のホームページを通じて間接的に提供する形態である（この場合、利用料を支払うのは電鉄会社等）。

利用する側からすれば、電鉄会社のホームページ内にある時刻表検索・乗換案内と考えがちであり、同社が提供していると気づきづらいが、現在は約 100 社に提供している*。

※ 【参考】 同社が提供している事例（同社ロゴとともに、Powered by 駅探の表示がある）

西武鉄道 (<http://seibu.ekitan.com/norikae/pc/N1>)

京急電鉄 (<http://norikae.keikyu.co.jp/transit/norikae/N1?AN=0>)

京成電鉄 (<http://keisei.ekitan.com/norikae/pc/N1>)

阪急電車 (<http://rail.hankyu.co.jp/search/norikae/>)

阪神電車 (<http://rail.hanshin.co.jp/search/norikae/>)

近鉄 (<http://www.kintetsu.co.jp/railway/Dia/A10001.html>)

◆ 事業セグメントとのサービス内容

同社の事業セグメントは、①「駅探モバイル事業」と②「ASP ライセンス・広告事業」との2つに分かれている。この事業セグメントの区分は、自社のコンテンツ配信事業とそれ以外の事業という区分に近い。つまり、主力の「駅探モバイル事業」は、乗換案内サービスのうち、同社が利用者に直接提供しているものを指す。

他方「ASP ライセンス・広告事業」には、乗換案内サービスのうち、利用者に間接的に提供しているものが含まれる。また広告サービスは自社のコンテンツを活用した収益モデルである。さらに、規模は小さいがパソコン向けアプリケーションソフト「駅探エクスプレス」の販売事業も「ASP ライセンス・広告事業」のセグメントに含まれる。

同社に事業セグメントとサービス内容を整理すると下表ようになる。ここでいう「乗換案内サービス」とは、ユーザーが入力する条件に応じて乗換や時刻表を検索する仕組みのことである。

【同社が提供するサービスと、事業セグメントとの関係】

提供するサービス セグメント	乗換案内サービス	広告
①駅探モバイル事業	<ul style="list-style-type: none"> ・携帯電話端末等の利用者を対象として、鉄道等の①経路検索情報、②運賃情報、③事故情報、④時刻表情報等を直接提供 	X
②ASP ライセンス・広告事業	<ul style="list-style-type: none"> ・他社のホームページにASP形態で提供（ユーザーには間接的に提供） ・パソコン向けアプリケーションソフト「駅探エクスプレス」の販売事業 	<ul style="list-style-type: none"> ・広告枠を提供(同社ホームページに広告を掲載して収入を得る事業)

> 経営陣

同社の取締役は5名(内、社外取締役1名)、監査役は4名(内、社外監査役4名)である。(取締役の出身・バックグラウンドについては下表参照)

ポラリス第一号投資事業有限責任組合から派遣を受けていた、取締役1名は、平成23年6月開催の同社定時株主総会をもって同社取締役を退任。これにより、同ファンドからの独立性は増したといえる。

【取締役の出身・バックグラウンド】

役職名	氏名(敬称略)	出身・バックグラウンド
代表取締役社長	中村太郎	・1985(S60)年4月(株)東芝入社 ・2006(H18)年10月 同社社長就任
取締役	唐崎 幸弘	・1985(S60)年4月(株)東芝入社 ・2003(H15)年1月 同社取締役技術部長就任
取締役	秦野 元秀	・泉証券(株)(現SMB Cフレンド証券)出身
取締役	大城 敦之	・パイオニアLDC(株)出身
取締役(非常勤・社外)	佐藤 勇一	・(株)フジ・メディア・ホールディングスからの派遣(同社現任)

> 株主構成

株主構成・株主数(2011/9末)

ポラリス1号投資事業組合	48.2%
フジメディアHLD	13.1%
インクリメント・ピー	8.5%
自己株式	5.8%
日本マスター信託	4.7%
東芝	4.7%
外国人	0.6%
投信	7.7%
株主数	640名

株主数は、2011年9月末時点で、640名と減少傾向にある。筆頭株主は、ポラリス第一号投資事業有限責任組合である。右投資事業組合は、旧三菱銀行出身の高橋修一氏が設立したポラリス・キャピタル・グループが運用している。

同ファンドの運用期間は2012(H24)年9月30日まで(但し、最長2014(H26)年9月30日まで延長が可能)である。今後、同ファンドが同社の株式を売却する可能性は高い。

なお、自己株式が100,000株(発行済み株式総数の5.81%)あるが、これは全て、ストックオプション(新株予約権)が行使された場合に交付する予定とのこと。

第二位と第三、それに第六位の大株主は、いずれも事業会社である。インクリメント・ピーは、パイオニア(株)の全額出資により1994(H6)年に設立され、カーナビゲーション、簡易型カーナビゲーションデバイス、地図サービス等の事業を展開している。

> 沿革・企業理念

◆同社の沿革

平成9(1997)年5月(株)東芝の社内ベンチャーとして発足(IP事業推進室でPC&携帯端末向け乗換案内サービス「駅前探険倶楽部」が誕生)

平成15(2003)年1月(株)東芝より乗換案内事業を分社化。株式会社駅前探険倶楽部を東京都港区芝に設立。

平成19(2007)年10月末、ポラリス第一号当時事業有限責任組合と同社の主要経営陣がMBOを実施。

平成20(2008)年2月 インクリメント・ピー株式会社と業務提携、資本提携関係に入る。(同社がポラリスから株式の譲渡を受ける。)

平成20年4月 商号を株式会社駅探に変更。

平成22(2010)年5月株式会社フジ・メディア・ホールディングスが出資

平成23(2011)年3月東京証券取引所マザーズに株式を上場

現在の中村社長は、2代目の社長である。同社は(株)東芝の社内ベンチャーとして起業されたが、中村社長は当初(2000年~2006年)東芝内で、ネットビジネスのインキュベーションを行う部署に在籍し、インキュベータの立場から、同社の管理をしていた。

しかし、インキュベータの立場では「やりきった」という感が得られず、「駅探にフルコミットしたい」という気持ちから、自分から手を上げて同社の社長になった。

中村社長は、社長就任後1年間をかけて、ポラリス第一号投資事業有限責任組合および同社の主要経営陣とともにMBOを実施し東芝から独立した。また、MBOを機に中村社長は東芝から同社に転籍したという経緯がある。

◆ 同社の経営理念、恒久的な目標、ならびに行動指針

【同社の経営理念等】(出所：同社ホームページ 2012年3月19日時点)

a. 経営理念

- ・技術の進化をとり入れた利便性の高いサービスをユーザーの視点から提供する。

b. 恒久的な目標

- ・(駅を基点とした)外出をサポートするネットサービスで日本一の会社となって社会に貢献する。

c. 行動指針

- ①お客様を常に中心に考えよう
- ②お客様の視点で使い易く、わかり易く
- ③法と社会のルールを遵守

実際に中村社長にインタビューを行った際にも、「外注ではなく、内製化で行くこと、自分たちでやっていくことを方針としている。なぜならば、社内で作る(内製化)することにより、ユーザーの声(要望)を直ぐに反映させることができるから。」「ユーザー動向を日々ウオッチしていく、ユーザーを見て行く。」との発言があり、経営理念・行動指針(後掲)を徹底させようという姿勢が伺える。

また、同社の社員68人(平成23年3月末時点)のうち、内製化の為のエンジニア(同社では、サーバの管理担当、検索エンジン開発、データ入力 担当もエンジニアと位置付けている)が40~45人と、エンジニアの比率が高いことにもこの方針・指針が反映されているといえよう。

なお、同社の有価証券報告書の「経営戦略の現状と見通し」の中で経営戦略として、①事業環境の変化に即座に対応できるような強い企業体質を持つ組織を構築し、厳しい環境の中でも事業を拡大させていく企業となること、そして②高い目標を着実に実行していく力を内外に見せていくことで、企業価値を増大させ、株主価値を高めていける企業となること、の2つが掲げられているが、この一文からではその戦略の具体的な形が想像しづらい。そこで、上述の中村社長コメントも是非参考にさせていただきたい。

事業環境

> 業界環境・競合他社

◆ 市場規模は約 200～300 億円

ネット上の経路検索情報サービスの市場規模は、無料ユーザーが約 20 百万人、有料ユーザーが 7 百万人と同社は推計している。また、今後有料ユーザーは無料ユーザーの 3% (20 百万人×3%=0.6 百万人) 程度までは増加するものと見込んでいる。

金額で見た市場規模は、ASP 形態も含めて全体で年間 200 億円～300 億円、一般の個人利用者のみを対象とすると、100 億円～200 億円と同社は推計している。

◆ 競合状況の分析

同社のような乗換検索サービスを提供している事業者 (あるいは、ホームページ) は、大きく分けて、①ナビゲーションサイト、②インターネット・ポータルサイト における乗換検索、③乗換検索サービス提供事業者、の 3 つに分けることができる。

このうち、同社が競合と意識しているのは、③の乗換検索サービス提供事業者である。①のナビゲーションサイトについては、検索画面が乗換検索サービスに特化していない (即ち、ユーザーインターフェースの観点で、乗換検索に重きを置いていない) ため、同社サービスの方が優位にあると同社は認識している。また②のインターネット・ポータルサイトについては、同社自身が ASP 形態でポータルサイトに乗換検索サービスを提供していること、また「乗換検索サービスがどのようなものか」を具体的にユーザーに知ってもらうきっかけとなること、以上の 2 点から、競合するものではないと、位置付けている。

◆ 同社の競合先は 3 社

同社が競合と位置付けている事業者は、3 社 (ジョルダン株式会社、株式会社ヴァル研究所、株式会社ナビタイムジャパン) である。同社を含めた 4 社の市場シェアは、①従来型携帯電話とスマートフォンとの区別がつかないこと、および②どこまでのサービスを含めるか分からないこと、以上 2 つの理由により、十分には把握できないとのこと。しかし、現在の市場シェアは次のような順位にあると同社は認識している。

順位	社名
1 位	ナビタイムジャパン
2 位	同社
3 位	ジョルダン
4 位	ヴァル研究所

また、競合4社のサービス提供状況は次のようになっている。

<乗換検索サービス提供事業者とサービス提供状況>○…提供している(利用可)

	携帯端末経由でのサービス提供						ASP形態
	サービス名	キャリア					
		ドコモ	AU	ソフトバンク	ワイコム	Eモバイル	ポータルサイト等 提供先でのサービス名(一例)
同社	駅探乗換案内	○	○	○	○	×	biglobe
ジョルダン	乗換案内NEXT	○	○	○	○	×	・Google・goo
ヴァル研究所	駅すばあとモバイル	○	○	○	○	○	・Yahoo!路線情報 ・MSN Japan
ナビタイム ジャパン	NAVITIME	○	×	○	○	×	Business EZ (KDDI の法人向けサイト)
	EZナビウォーク	×	○	×	×	×	

出所：同社インタビュー他、および各社ホームページ

> ビジネスサイクル

◆ 乗換案内サービス

携帯電話・スマートフォン等の携帯端末経由でユーザーに直接提供する場合、

①無料ユーザー登録→②有料会員(ベーシック版)→③有料会員(デラックス版)へとアップグレードする、というのが一連の流れであった。しかし、同社は現在、「有料会員(ベーシック版)」の新規申し込みを受け付けていないことから、①無料ユーザー登録→②有料会員(デラックス版)となるのが一連の流れである。

当然ながら、無料会員のまま、という利用者もあれば、有料会員になったにも関わらずその後解約するケースもある、そこで、①無料会員を有料会員化および、②有料会員の解約防止が鍵となる。有料会員として登録してから解約(退会)するまでの平均期間は1~1.5年とのことで、他の携帯有料コンテンツに比べて契約期間が長いのが特徴。

◆ ASPサービス・広告事業

ASPと広告は、企業対企業の取引(いわゆる、B to B)であることから、見込み顧客(電鉄会社等の交通機関など)に受注活動を開始してから成約し、その後契約関係が解消されるまでの間が一つのビジネスサイクルとなる。双方の契約とも、比較的、スポット的なものが多いものと想定される。

> KPI(業績指標)

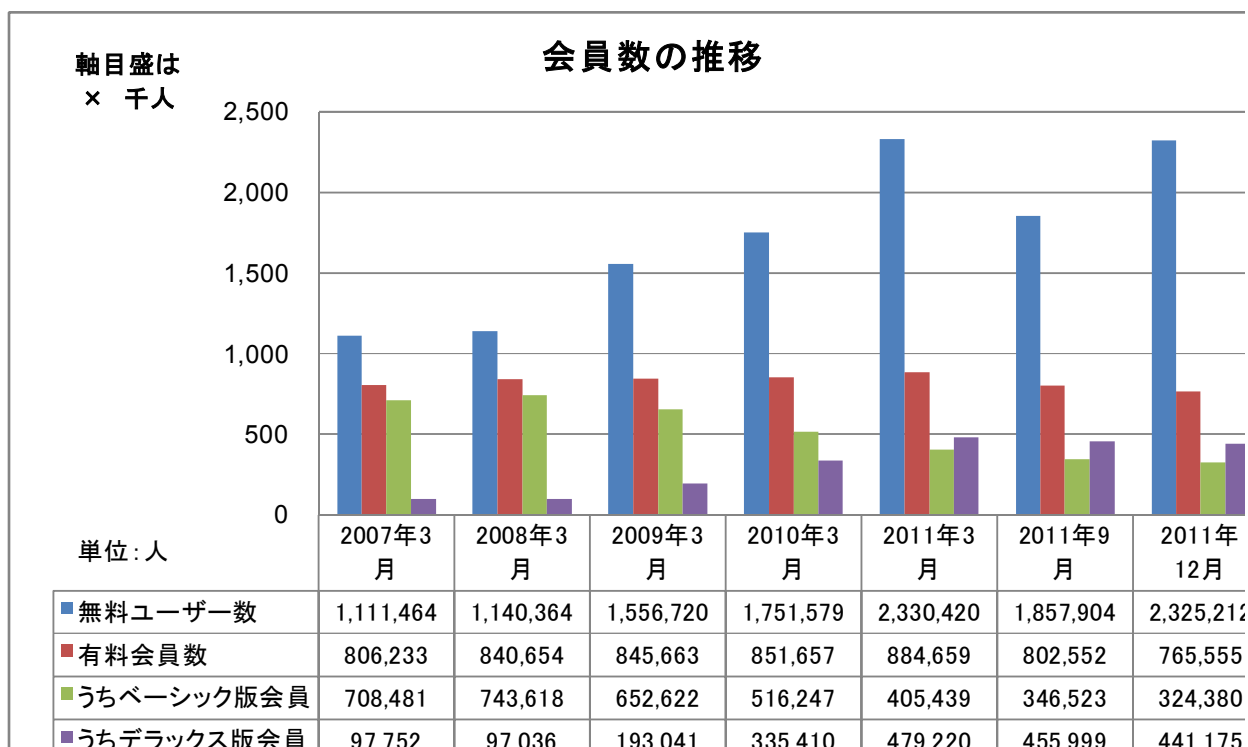
◆ 同社の KPI としては有料会員数が重要

同社業績を予測する重要な指標としては、携帯端末による乗換検索サービスの有料会員数の推移、および提供するサービスの単価が重要となる。会員は退会するまでは毎月一定の使用料が発生するため、同社のビジネスは積み上げ型のストックビジネスにあたる。

乗換検索サービスは、従来3段階(①無料、②有料ベーシック会員、③有料デラックス会員)に分かれていたが、現在の新規会員は、2段階(①無料、②有料デラックス会員)になっている。月額料金は、有料ベーシック会員が105円/月、有料デラックス会員が210円/月(いずれも税込み)となっている。

無料会員および有料会員の推移については、下記グラフを参照されたい。キャリア側の事情でスマートフォンの有料課金に時間を要した結果、従来型携帯電話からスマートフォンに機種変更したユーザーを継続有料会員することができなかつたため、2011年12月時点の有料会員数は減少している。もっとも、他の競合他社も状況も同様であり、今後はスマートフォン利用者をいかに有料会員化するかが重要になる。

【無料会員数、有料会員数の推移】



(出所：平成24年3月期 第2四半期決算短信、同第3四半期決算短信)

> 現状の課題と戦略

◆ 210円会員の拡大とスマートフォン対策が緊急の課題
携帯端末経由での乗換サービス提供事業では、会員数拡大を前提としたうえで、単価の高い会員数を増やすことが必要になる。同社は、従来型携帯電話の新規加入が飽和状態に近づきつつある中で、スマートフォンの普及が急速に伸びつつあること、またモバイル端末の高性能化により音楽配信や動画配信等のリッチコンテンツによるサービスが拡大していることなどから、デラックス版会員の獲得に注力している。

具体的には、①従来からあるサービスのさらなる向上、②ユーザーがより入力し易く・検索し易い画面遷移の実現による利便性の向上、③携帯端末に標準装備されつつあるGPSを用いたユーザーの行動予測に基づく新たなサービスの提供、④スマートフォン用のアプリケーション開発（無料ユーザー囲い込みの為）を図っている。

> 中長期の課題と戦略

◆ 中期的な課題としては、収益基盤の多様化が重要
同社が対処すべき中期的な課題とその対処として掲げている主な項目は次の通りである。

1. 収益基盤の多様化について
2. サービス面での取り組み
 - A) 使いやすさの追求
 - B) バス情報の強化
 - C) ソーシャルモデルへの取り組み
 - D) 独自データの保有による手数料収入の構築
3. 人材の育成

収益基盤の多様化については、2012/3期はスマートフォンシフトへの対応に注力する中で、東日本大震災に伴う交通機関のダイヤ変更対応にもリソースを割かざるを得なかったため、スマートフォン以外の部分には十分な対応ができなかった。そのため、2013/3期以降はスマートフォン以外の分野にも本格的に対応する予定。また、キャリア課金依存からの脱却を図るべく、独自課金にも力を入れている。

サービス面での取り組みについては、以下のテーマが考えられる。

- A) 使いやすさの追求
インターフェースに工夫をしている。例えば、スマートフォンでは開いた最初の画面が、「出発駅」、「目的駅」入力画面になっている。
- B) バス情報の強化
バスの運行情報を得るため、バス会社との契約は順調に進んでいる。
- C) ソーシャルモデルへの取り組み
混雑情報などを利用者が即時に発信できる「レポート機能（ユーザー投稿機能）」を用意している。

D) 独自データの保有による手数料収入の構築

「独自データ」とは、例えば①バス停の位置、②駅構内の地図など。
①については一部開始。②についてもサービスとして提供している。
但し、本格的な展開は2013/3期以降になる予定。

人材の育成については、前期までは集合研修を行っていたが、2012/3期からは、部署単位で必要な技術を習得するための研修(OJTあるいは勉強会)を行っている。

> アナリストの戦略評価

◆ 有料サービスのラインアップ見直しについて

2011年11月からベーシック版の新規加入を辞めたことで、有料サービスのラインアップ見直し(3段階から2段階へ)は順調に進むものと考えられる。スマートフォン対応に重点をおけば、現在の自社の経営資源では3段階のサービスを維持はコスト高になるため、こうした戦略は収益に貢献しそうだ。

◆ 新プラットフォームへの対応について

スマートフォンへの対応については、NTTドコモ側がスマートフォン向けの有料サービス提供を整えるのに時間がかかったため、結果として会員数の減少につながった。同社では、売上をキャリア経由ではなく、自社で回収する独自課金の環境も構築中である。今後は、仮にスマートフォン以外の新しいプラットフォームが登場した場合でも、より素早く対応できることも可能になる。

◆ 次なるサービスについては未知数

乗換検索サービスの次の一手、つまり今後の成長のための別の柱となるような次の一手が現時点では明確でない。
もっとも、インクリメント・ピー社との業務提携やフジ・メディア・ホールディングスとの事業提携などは、次の一手への布石につながる可能性もある。今後は、M&Aなども含めて次のサービスをどんなものにしていくのかが注目される。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOTは次のように整理できる。

Strength (強み)	①利用者の要望に沿ったユーザーインターフェース ・検索条件を変えなくても、「もう 1 本遅い電車でも間に合います」のように推奨メッセージを出す機能を備えている。 ・「乗換」に重点を置いている。スマートフォンでは、トップ画面が即「出発駅」「目的駅」入力画面となっている。 ②多くの検索条件を備えた検索エンジンを採用 ③ASP形態でのサービス提供において、顧客（電鉄会社等）の要望に細かく対応
Weakness (弱み)	・ナビゲーション機能を持っておらず、総合ナビが欲しい利用者には物足りない。
Opportunity (機会)	・スマートフォンの普及に伴い、プラットフォームの変更によるサービス単価拡大のチャンスがある。但し、ASP形態については、顧客側がコストを負担することから、高機能（高価格）のサービスが受け入れられるかは未知数。
Threat (脅威)	・有料サービスの内容と同様なコンテンツの無料化サービスの普及

> Porter's 5 forces

◆ 業界内競争と無料化への代替には注意が必要

1. 業界内競争

同社も含めて4社がサービスを提供している。各社とも同様のサービスを展開しており、利用者も4社の中の「この会社の検索サービス」とブランドを認識して使っているわけではないため、既存企業間の競争は厳しいと言えよう。

2. 新規参入の脅威

新たに携帯向けの乗換案内サービスを提供するには、検索エンジン開発やデータ収集に係るコスト、また会員獲得のための広告コストなどの負担が大きいため、新規参入の脅威は小さいと考えられる。

3. 代替品・代替サービスの脅威

路線検索、乗換案内などのサービス自体は、代替される余地は少ない

が、有料サービスが無料サービスに代替されるリスクは存在する。

4. 買い手の競争力

一般にユーザーは同社のサービスでなく、他社のサービスでもほぼ同様のニーズを満たすことはできると考えられる。したがって、買い手(利用者)の方が優位にあると言える。しかし、料金は現在の210円の引下げにつながるような価格に対するセンシティブティはないものと思われ、買い手の価格支配力からのリスクは小さい。

5. 供給者の支配力

同社のサービスに対する供給者はコンテンツを制作する技術者であり、商品開発に関しては内製が基本となるため、自社の技術者の確保が問題になる。現在コンテンツ業界ではアプリやゲームを制作する若い技術者に高い報酬を支払う大手企業があり、いい技術者の確保には高い給与等の提供が必要になっているようだ。

一方、広い意味での供給者としては、同社のコンテンツ配信の入口を司るキャリアも含まれる。キャリアに対する手数料はほぼ一律に決まっているため、現状では支配力によって同社の収益性を圧迫されるリスクは小さいと考えられる。

> ESG活動・分析

環境への配慮は特に、企業としての方針や対応について表明はされていない。社会的責任についても、他のネット関連企業と同様に、社会への効率的なサービスの提供こそが、企業の使命であると考えていることが想定される。

前掲のとおり、同社の『行動指針』は次の3つであり、顧客視点、遵法意識は重要視されている。

- ・ お客様を常に中心に考えよう
- ・ お客様の視点で使い易く、わかり易く
- ・ 法と社会のルールを遵守

これらの行動指針が企業統治とどのような関係性にあるかは、明らかではない。

なお、同社は、コーポレート・ガバナンスの強化充実を経営上の重要な課題の一つとして位置付けており、業務執行、監督機能及び監査機能を明確化するため、経営監視体制として、社外取締役及び社外監査役を選任している。(社外取締役1名及び社外監査役4名を選任)

業績動向と今後の見通し

> 2012/3期の業績

◆ 2012/3 期の業績は会社予想並みを確保か

前期までの二桁増収増益に対して、2012/3 期は従来型携帯電話からスマートフォンへの移行が急速に進んだことから、会員数は大幅に減少し、業績は厳しい状況が続いている。

2012 年 3 月期の会社予想によれば、売上高は 2,781 百万円（対前期比 +4.0%）で営業利益は 680 百万円（同+4.3%）、当期利益は 403 億円（同+7.8%）となっているが、第 3 四半期までの累計はやや苦戦している。しかし、昨年 11 月からのドコモ、今年 1 月からの au でのスマートフォン対応課金システムの稼働により、第 4 四半期はデラックス版会員数が若干持ち直すことを想定して、ほぼ会社計画並みの着地を予想している。

もともと今年に入って会員数を増加させるために、広告宣伝費がかさんだ場合は利益面で予想を下回ること十分考えられる。会社は月次の会員数を公表していないが、足下の会員数の状況と獲得コストの関係が注目される。

> 2013/3期以降の業績

◆ 2013/3 期も業績面では踊り場が予想される

昨年度（2011 年 3 月期）末の有料会員数は、884,659 人、それが 2012 年 12 月末には 802,552 人と△9.3%と大きく減少したことで、2013 年 3 月期の業績は「低い発射台」からのスタートとなり、対前期比での業績は苦戦が予想される。会社が想定しているように、有料会員数の減少が 2012 年第 3 四半期末（2012 年 12 月）で一旦底打ちしたとしても、業績面では 2013/3 期が最も厳しい時期になりそうだ。

我々は、同社の有料会員数はスタンダード会員の落ち込みを新規のデラックス会員数の増加がカバーするようになるのは、2013/3 期の後半以降になると保守的にみており、2013/3 期の有料会員数は 750,000 人程度で推移する可能性が高いと考えている。スタンダード版の新規加入を辞めたことで、800,000 人以上のプレミアム会員を維持できれば、モバイル事業だけで 20 億円近い売上をあげることが可能になり、ASP・ライセンス事業などと併せて 30 億円を超える売上規模が期待できるが、その実現は 2014 年 3 月期になるものと想定する。

やはり現段階では、スマートフォン時代の携帯コンテンツ・ビジネスの評価は、かなり保守的にならざるをえないが、スマートフォンのユーザーサイドの利便性改善とコンテンツの充実が図られれば、会員数の伸びと単価の改善によって同社の業績も再び成長軌道に入る可能性も考えられる。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

同社は1年前の昨年の3月に上場した。公募価格2,780円(分割考慮後695円)に対して初値5,530円(同1,382円)と公募価格の約2倍で寄り付いたが、その後は震災の影響などもあり、株価は急落。しばらくは、4,000円(同1,000円)前後での取引が続いたが、5月の決算発表前後から株価は冴えない展開となった。その後7月の株式分割(4分割)のニュースを好感し、株価は一旦は活気を取り戻しつつあったものの、9月の分割実施以降は再び冴えない展開となり、600円を挟んだ株価展開で推移してきた。

最近はやや値動きが荒い展開が見られるが、ファンダメンタルズを反映したものではなく、トレーディング的な個人投資家の循環物色の影響がみられる。公募価格を基準とした上場来パフォーマンスも、3月末基準ではマイナス(-4.8%)となっている。

> 株主還元

同社は上場直後の決算期末から配当を実施しており、株主還元には積極的である。過去の利益剰余金もあり、無借金であることから、現在は30%程度の配当性向を公約している。

現在の自己資本利益率は20%程度を維持しており、今後も成長性が維持できれば30%の配当性向も合理的である。しかし、既存事業の成長に陰りができれば、新たな成長分野への投資が配当性向の引き上げが必要なことは経営陣も理解することが必要だろう。

> 今後の株価見通し

上場初値が高かったことから、典型的な「初値天井」を付けてしまったことは、今後の株価評価にも影響しそうだ。高い成長期待に添った実績を残すか、時間をかけて将来に事業展開の理解を得ない限り、初値を上回る株価はつきにくいものと考えられる。

足下の株価は、短期筋からの買いによって仕掛けられたような動きも見せているが、本来の成長株として評価されるにはまだ時間がかりそうだ。ただし、配当利回り(3.2%)からみて下値不安は少ない。

> 株価バリュエーション

現在の株価(624円)は2012/3期のPERで10.1倍、2014/3期の予想利益ベースで9.1倍と市場全体の株価位置と比較すると若干割安感はあるが、他の携帯コンテンツ銘柄と比較すると特に割安ではない。

今後は成長銘柄としてみられるのか、配当利回り銘柄と見られるのかによって適正株価は変わってくるが、現在の我々の業績予想に基づけば、保守的に考えて、PERで10倍、配当利回り3.3%を適正評価として、中期的な株価予想は650~700円を想定する。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標 (KPI) を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きく、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
 ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
 ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なる場合があります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
 ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
 ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
 ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます