

2024年7月30日

業種 情報・通信

ゼンリン（東証プライム-9474）

～オートモーティブとIoT堅調推移により1Qは営業赤字が大幅に縮小～

投資評価

前回 今回
2+ → 2+
2024/4/30 Outperform

アナリスト
高田 悟

主要指標

9474

(2024年7月29日現在)

株価	920 円
時価総額	527 億円
予想PER (25/3期)	21.1 倍
予想PER (26/3期)	17.7 倍
実績PBR	1.06 倍
予想配当	30.0 円
予想配当利回り	3.26 %
配当性向	68.8 %
予想ROE	5.02 %
予想DOE	3.45 %
発行済株式数	57,301 千株
売買単位	100 株
(注1) 予想はT.I.W.	
(注2) DOEは株主資本配当率(配当性向 * ROE)	

要旨・投資のポイント

＜投資評価は「2+」を維持、大幅な赤字減少がポジティブ＞

- 29日、同社は25/3期1Q（4-6月）決算を発表。同社業績は固定費が年間を通じて発生する一方で、売上が期末に集中する傾向があるため通常1Qは大きな営業赤字となる場合が多い。しかし、今期1Qは前年から営業赤字の大幅な減少をみるポジティブな決算となった。カーナビ向けやストック型サービスなどの高収益率商材の販売堅調が大幅な赤字縮小を牽引したことが高く評価できよう。更には、1Qの順調なスタートにより、価格改定効果拡大やストック型ビジネスの積み上げなどにより大幅営業増益を目指す同社25/3期計画の達成の確度が高まったとTIWではみることから、投資評価は「2+」を維持する。

＜1Qの営業赤字は前年の13.44億円→2.74億円へ減少＞

- 1Qの営業利益は▲2.74億円（前年同期▲13.44億円）となった。オートモーティブ事業とIoT事業の販売堅調による売上構成の改善が大幅な赤字減少を牽引した。オートモーティブ事業の販売堅調には市場回復やカーナビゲーションデータとアプリケーションのセット販売による単価アップに伴うカーナビ向け販売増が寄与した。また、IoTの販売堅調にはAPIサービス（同社の地図提供機能を顧客が顧客システムに取り込み生産性向上等に繋げることができるサービスでストック型）の販売増が貢献した。

業績推移

9474

単位: 百万円、円、%

連結通期	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	DPS
2023/3	58,933	0	1,799	-33	2,104	-31	2,770	-24	51.4	27.0
2024/3	61,335	4	1,981	10	2,060	-2	2,078	-25	38.9	28.5
2025/3 会社予	64,300	5	3,600	82	3,700	80	2,500	20	46.8	30.0
TIW予	64,300	5	3,600	82	3,700	80	2,500	20	43.6	30.0
2026/3 TIW予	68,000	6	4,250	18	4,450	20	2,980	19	52.0	31.0
2027/3 TIW予	70,500	4	4,750	12	4,950	11	3,320	11	57.9	32.0
2025/3 コンセンサス予想	63,050	3	3,430	73	3,530	71	2,310	11	43.3	28.5
2026/3 コンセンサス予想	64,290	2	4,205	23	4,305	22	2,860	24	53.6	32.0
2027/3 コンセンサス予想	68,500	7	4,475	6	4,625	7	3,135	10	-	32.5

出所: 会社データ、T.I.W.、アイフィスジャパン 注: T.I.W.の予想EPSは発行済株式数(自社株を含む)で計算

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

1Qは大幅増収、営業利益は売上構成改善により赤字が大幅に縮小、3期ぶりの増益

カーナビゲーション用データ販売とIoT事業でのAPIサービス堅調が寄与

事業別売上高ではIoTの売上高が前年をしっかりと上回る

オートモーティブは大幅増収

1Qの着地は非公表の社内計画を上回ったもよう

TIWでは25/3期の営業利益予想は大幅営業増益を見込む同社計画並みとした予想を現時点では据え置く

ただし、同社計画には上振れ余地があるとみる

アナリスト見解

- 1Qは売上高が141億円（前年同期比10.4%増）、営業利益が▲2.74億円（前年同期は▲13.44億円となった）。オートモーティブ関連でカーナビゲーション用データの増収に加えて、IoT関連でAPIサービスが堅調に推移したことにより大幅増収。営業利益はベースアップなどにより人件費が増加したが、売上構成改善（採算の高いカーナビゲーション用データ販売とストック型のAPIサービス堅調による）により赤字が大幅に縮小し3期ぶりの増益となった。
- 事業別売上高はプロダクトが34億円（前年同期比2.7%増）、公共ソリューションが12億円（同1.0%減）、マーケティングソリューションが16億円（同1.2%増）、IoTが33億円（同9.6%増）、オートモーティブが43億円（同27.7%増）となった。プロダクトはストック型のGISパッケージシリーズ好調により増収。公共ソリューションは受託案件の前期反動減によし微減収。マーケティングソリューションは「らくらく販促マップ」の受託オプション「セレクトサービス」堅調により微増収。IoTはZENRIN Maps APIが堅調に推移し増収。オートモーティブはカーナビ向け地図データライセンスが増加し大幅増収となった。
- 1Qの着地はIoTとオートモーティブ事業の堅調推移により非公表の同社社内計画を売上、営業利益ともに上回ったもようである。増収とはいえプロダクトの売上高が社内想定を下回ったもようであり、オートモーティブの利益が想定を上回るが一部一時的な増益要因があったこと、まだ1Qで25/3期はスタートしたばかりである、などからTIWでは同社計画並みとした25/3期予想を現時点では据え置く。ただし、プロダクト事業には1Qの遅れの挽回のチャンスがあるとみること、カーナビ向けやストック型サービスなどの高収益率商材の販売堅調推移が見込めることなどから、大幅営業増益を見込む通期計画は1Q決算公表時点では期初予想が据え置かれているが上振れ余地があるとみている。今後、必要があれば見直すことにする。
- 同社業績は、地図データベース整備費用等の固定費が年間を通じて発生する一方で、売上高が4Q（1-3月）に集中する傾向があるため、通常、1Qの営業利益は大きな赤字となる場合が多い。しかし、25/3期1Qは大幅増収となり損益分岐点近くまで赤字が縮小したこと、カーナビ向けやストック型サービスなどの高収益率商材の販売堅調が大幅な赤字縮小を牽引したことなどが1Q決算では高く評価できる。加えて、1Qの順調な発進により、価格改定効果の拡大やストック型ビジネスの積み上げなどにより大幅営業増益を目指す通期計画の達成の確度が高まったとTIWではみることから投資評価は「2+」を維持する。

【会社概要】

1974年設立。地図情報サービス国内最大手。住宅地図情報を全国展開。コンピュータ黎明期の1980年代に住宅地図のデータベース化に成功。1990年代に世界初のGPSカーナビゲーションソフトの開発に成功。カーナビゲーションやネット配信などに強い。プロダクト事業（企業向け住宅地図商品）、公共ソリューション事業（官公庁向け住宅地図帳、データ）、オートモーティブ事業（カーナビゲーション用データ・コンテンツ、自動運転・先進運転支援関連等）、IoT事業（位置情報サービス・ソリューションの提供等）、マーケティングソリューション事業（マーケティングソリューションの提供等）などの事業を展開する。

【ビジネスモデルの特徴】

全国約70拠点をベースとした住宅地図データベースの維持、更新が事業の基盤。データベースを基に住宅地図関連情報を利用する事業者（不動産、物流、交通等）、中央省庁、地方自治体、カーナビゲーションメーカーなどへ住宅地図帳、GISパッケージなどの販売や、住宅地図関連サービスやカーナビゲーション用データの提供などを図っている。カーナビゲーションで使用される地図データは業界トップ。B to Bのビジネスおよび売り切り型で取引予算の関係などから業績が4Q（1-3月）に偏る傾向がある。このため、近年はストック型商品（クラウドでのパッケージ等）の展開などにより収益の安定確保を強化している。

【リスク要因】

自動車生産の大幅な減少、物流や交通量などの減少、国内景気の悪化、官公庁予算の縮小、など。

【四半期業績推移】

四半期決算データ										
単位：百万円										
9474										
ゼンリン										
	2024年3月					2025年3月				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	累計
売上高	12,793	14,360	14,860	19,322	61,335	14,130				14,130
前年同期比	4.4%	5.0%	4.1%	3.2%	4.1%	10.5%				10.5%
営業利益	-1,344	-237	477	3,085	1,981	-274				-274
前年同期比	na	na	256.0%	16.4%	10.1%	na				na
経常利益	-1,378	-248	529	3,157	2,060	-255				-255
前年同期比	na	na	56.0%	14.9%	-2.1%	na				na
純利益	-989	-232	350	2,949	2,078	9				9
前年同期比	na	na	-60.4%	13.9%	-25.0%	na				na
売上高営業利益率	-10.5%	-1.7%	3.2%	16.0%	3.2%	-1.9%				-1.9%
自己資本比率	68.8%	67.1%	65.8%	65.3%	-	67.6%				-
純資産	45,286	47,675	46,931	49,321	-	49,884				-
総資産	65,751	71,018	71,201	75,402	-	73,765				-

データ出所：アイフィスジャパン

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切かつ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【関連テーマ/チェックリスト】

9474

【企業戦略・ビジネスモデル】	【業積・財務】	【コーポレートアクション】	【テーマ】
✓ 高付加価値戦略 低価格戦略 多角化戦略 選択集中戦略 知財・研究開発型 装置型・インフラ型 ✓ 労働集約型 FC・ファブレス型 オーナー・同族企業 子会社・系列企業 グローバル化積極推進 ESG積極推進	上方修正期待 下方修正懸念 円高メリット 円安メリット 業績変動大(市況) 業績回復傾向 高ROE(10%以上) 高成長率 景気連動強い 景気連動弱い ✓ 財務体質強固 財務体質脆弱	✓ 増配・復配期待 分割期待 ✓ 自社株買い期待 株主優待積極的 増資・ファイナンスの可能性 減配懸念 市場変更の可能性 株式流動性良好 株式流動性低い 外国人持株比率20%超 M&A積極姿勢 MBOの可能性有	規制緩和関連 新興国関連 資源関連 次世代エネルギー関連 公共投資関連(復興含む) 設備投資関連 個人消費関連 シルバー関連 ✓ ITテクノロジー関連 ナノテク・バイオ関連 環境関連 大型新製品期待

注: 上記チェックリストは担当アナリストの定性的判断に基づくものです。

【Fモデルによる理論株価推計】

ゼンリン

9474

(2024年7月29日現在)

株価	920 円
----	-------

Fモデルによる理論株価	928 円
現株価との乖離	0.8 %

当期利益(今期)	2,500 百万円
当期利益(来期)	2,980 百万円
来期EPS成長率	19.2 %
現預金	13,988 百万円
有利子負債	2,003 百万円
自己資本	49,876 百万円
総資産	73,765 百万円
時価総額	52,717 百万円
株数	57,301 千株
株主数	17,174 名

Fモデルによる妥当PBR	1.07 倍
収益力・成長性寄与分	0.83 倍
財務内容寄与分	0.24 倍
PER(今期)	21.09 倍
PER(来期)	17.69 倍
実績PBR	1.06 倍
今期予想ROE	5.02 %
ネットD/Eレシオ	-0.24 倍
割引率(資本コスト)	7.25 %
負債コスト	2.00 %

「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [\text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率}] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【株価チャート】



【投資評価】

2+		Outperform
過去の投資評価	株価(円)	
2024年4月30日	2+	860
2024年3月14日	2+	834
2023年10月31日	2+	889
2023年9月11日	2+	914
2023年5月29日	2+	897
2023年3月30日	2+	845

【アナリスト・インプレッション®】

担当カバレッジ 内での 注力度	業績予想の 蓋然性	株価見通し				株価変動性
		短期		中期	長期	
		~3ヶ月以内	3ヶ月~12ヶ月	12ヶ月~36ヶ月	36ヶ月~	
高い	高い	非常に強気	非常に強気	非常に強気	非常に強気	大きい
普通	やや高い	強気	強気	強気	強気	普通
低い	普通	普通	普通	普通	普通	普通
		弱気	弱気	弱気	弱気	
		非常に弱気	非常に弱気	非常に弱気	非常に弱気	小さい

●投資評価（対象期間：3~12ヶ月）

取材・調査・分析活動を通じた業界動向や企業業績見通し、財務状況、PER、PBR、配当利回り、TIW標準モデルによる理論株価、株式流動性、マーケット環境を勘案した上で各アナリストが株価の市場平均に対する見通しについて最終判断を行っております。1: Buy（買い）、1S: Speculative Buy（投機的買い）、2+: Outperform（市場平均を上回る）、2: Neutral（中立）、2-: Underperform（市場平均を下回る）、3: Sell（売り）。（注：過去の投資評価に付帯して表示されている株価は、レポート発行日の前営業日終値です）

●アナリスト・インプレッション®

アナリストが自ら担当する各企業に対する調査および分析の注力度を加味し、業績予想の蓋然性を勘案のうえ、短期的、中期的、そして長期的の定性的な株価見通しを示すものです。

高田悟（たかだ さとる）プロフィール

立教大学社会学部卒。生命保険会社、米系投資銀行を経て2007年12月より現職。外国債券投資をベースに生保海外現法にて欧州株式市場の調査を担当、そして融資審査業務と15年超の資産運用経験を持つ。アナリストとして自動車、自動車部品を担当。銘柄選択は「企業の存在意義とそのバリュー」を最も重視する。（社）日本証券アナリスト協会検定会員

アナリストによる宣言

私、高田悟は本調査レポートに表明された見解が、対象企業と証券に対する私個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また私は過去・現在・未来において、本レポートで特定の推奨を行うことに対して直接または間接に報酬を受けていないことを証明します。

利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。担当アナリスト並びにTIWと本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切かつ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>