COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

企業調査レポート

サイネックス

2376 東証１部

企業情報はこちら >>>

2017 年 8 月 31 日（木）

執筆：客員アナリスト
浅川裕之
FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**

FISCO
FISCO Ltd.
http://www.fisco.co.jp

目次

■要約 01
1. 出版事業は順調な拡大が続く。『わが街事典』は再版需要が成長エンジンに 01
2. WEB・ソリューション事業には高い成長ポテンシャルがあると期待 01
3. 業績は順調に推移。2018 年 3 月期の利益見通しは控え目な印象 01

■会社概要 02
1. 沿革 02
2. 経営方針 03
3. 事業の概要 05

■業績の動向 07
1. 2017 年 3 月期決算 07
2. 2018 年 3 月期第 1 四半期決算 08

■事業部門別詳細と中長期の考え方 09
1. 出版事業 09
2. WEB・ソリューション事業 13
3. ロジスティクス事業 14
4. M&A による成長戦略 16

■今後の見通し 16

■株主還元策 19

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

地方創生のプラットフォームを担う『社会貢献型企業』としての役割と、収益成長とを両立させている

サイネックス <2376> は地域密着型情報発信企業。50 音別無料電話帳『テレパル 50』の発行からスタートし、市町村の行政情報などを網羅した無料行政情報誌『わが街事典』を全国展開している。Web を活用してふるさと納税支援や地域特産品の販売なども行っており、地方創生を総合的に支援する社会貢献型企業であることを経営方針としている。

1. 出版事業は順調な拡大が続く。『わが街事典』は再版需要が成長エンジンに

主力の出版事業のうち、『わが街事典』の 2017 年 3 月期の発行自治体数は 183 と過去最高を記録した。注目すべきはその内訳で、新規発行自治体 72 に対して再版発行自治体は 111 と大きく増加した。『わが街事典』の既発行自治体数は 720 超となっている。弊社では『わが街事典』事業の対象自治体数は 900 ～ 1,000 程度と推測しているが、既発行自治体数が 700 を大きく超えてきたことで、再版需要が今後の成長エンジンになるとみている。

2. WEB・ソリューション事業には高い成長ポテンシャルがあると期待

WEB・ソリューション事業は、中長期的に成長が期待される。ふるさと納税の存在感がますます高まる中、関連サービスが順調に拡大している。また地域の特産品を EC で販売する『わが街とくさんネット』や地方への送客支援の『わが街トラベル』も順調に拡大が続いている。最近では、クラウド型で自治体公式ホームページや自治体公式アプリの運用を支援するサービスや、健康寿命増進システム『わが街ヘルスケア』を開始した。WEB・ソリューション事業の足元の収益性は低いが、中長期的な成長ポテンシャルは大きいと弊社では考えている。

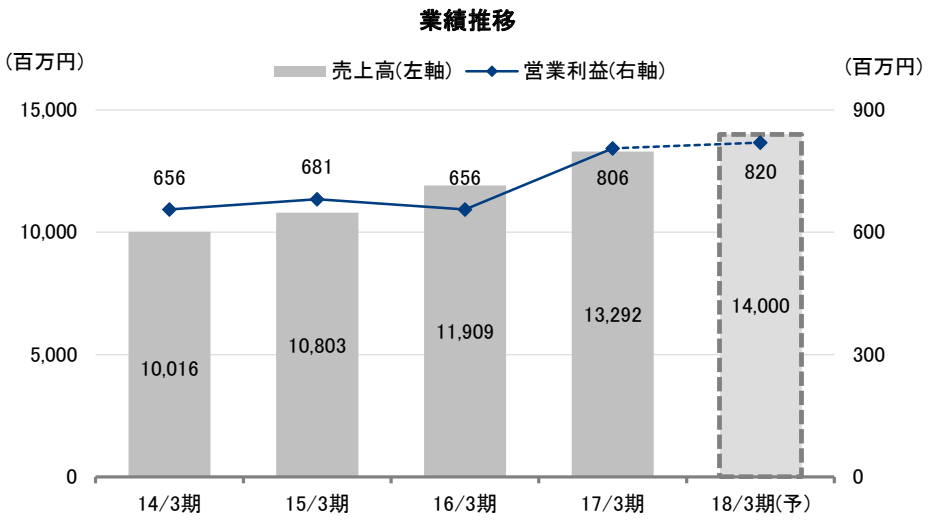
3. 業績は順調に推移。2018 年 3 月期の利益見通しは控え目な印象

2017 年 3 月期は、売上高 13,292 百万円（前期比 11.6% 増）、営業利益 806 百万円（同 22.8% 増）と、大幅増収増益で着地した。出版事業が順調に増収増益となったほか、ロジスティクス事業も子会社のフル連結化で収益を拡大させた。2018 年 3 月期は、売上高 14,000 百万円（前期比 5.3% 増）、営業利益 820 百万円（同 1.6% 増）を予想している。売上高は買収子会社のフル寄与による増収を予想しているものの、利益は横ばいの見通しだ。弊社では前期から事業環境が大きく変化する要因はないと考えており、利益見通しについては控え目という印象を持っている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

Key Points

- 地方創生のプラットフォームの役割を担う“『社会貢献型』企業へ”という経営理念がすべての出発点
- 『わが街事典』は再版需要に大きな成長余地。『テレパル 50』とのベストミックスで高収益性を実現
- M&A は成長戦略の重要な一角。印刷系やソフト・IT 系企業に可能性があるとみる



出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

地域密着型の電話帳制作事業からスタート。地域行政情報誌『わが街事典』で飛躍

1. 沿革

同社は 1953 年、三重県松阪市において電話帳及び各種名簿の作成事業を目的に、近畿電話通信社として創業した。1966 年に法人へ改組し本社を大阪市に置いた。その後全国に支店網を広げて営業地盤の拡充を図り、電話帳『テレパル 50』を軸に順調に業容を拡大させた。

転機は 2000 年代半ばに訪れた。電話帳作成の業務プロセスの本質は地域密着型の情報誌発行であり、同社はその知験を生かして地域行政情報誌の発行事業への進出を決定した。2006 年に大阪府和泉市との間で官民協働事業『暮らしの便利帳』発行協定を締結し、2007 年 5 月に初の『市民便利帳』を発行した。これを皮切りに地域行政情報誌の発行事業が急速に拡大し、『わが街事典』の統一ブランドを導入した。2017 年 6 月末現在では全国 720 超の自治体と共同発行を行っている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

同社はまた、IT 活用による地域支援を目指し、2012 年には EC（e コマース）サイト『わが街とくさんネット』の運営を開始し、また 2013 年にはふるさと納税支援のための『わが街ふるさと納税』をオープンした。2014 年には茨城県笠間市との間で初のふるさと納税事務に関する一括業務代行協定を締結し、現在に至っている。

株式市場には 2003 年 11 月に大阪証券取引所ヘラクレス市場に上場した。その後 2015 年 6 月に東京証券取引所市場第 2 部に上場市場を変更したのち、2016 年 12 月に東京証券取引所第 1 部に指定された。

沿革

年月	項目
1953年	三重県松坂市において近畿電話通信社として創業し、電話帳及び各種名簿の企画・製作・出版を開始。
1966年 2月	法人に改組し、（株）商工通信を設立（大阪市阿倍野区）。近畿、関東、九州方面に積極的に進出し、支店網の拡大と営業地盤の拡充を図る
1985年11月	CI を導入し、電話帳に『テレパル 50』とブランド名を冠し、マーク、社名ロゴを一新
1991年 4月	関連会社 6 社を合併し、商号を（株）サイネックスに変更
2000年 7月	『テレパル 2001』を進化させ、地域情報サイト『CityDO!』を開始
2003年	創業 50 周年。11 月に大阪証券取引所ヘラクレス市場に上場
2007年 5月	大阪府和泉市において官民協働事業による『市民便利帳』（現・『わが街事典』）を発行
2007年11月	ヤフー <4689> と資本・業務提携契約を締結
2008年 5月	オーバーチュア（株）（現・ヤフー）からオンライン代理店に認定される
2009年 7月	市民便利帳等の地域行政情報誌のブランドとして『わが街事典』を導入
2012年10月	官民協働による『わが街とくさんネット』の運営開始
2013年12月	ふるさと納税制度の情報発信を目的に『わが街ふるさと納税』をオープン
2014年 7月	茨城県笠間市とふるさと納税制度の一括業務代行協定締結
2015年 6月	東京証券取引所第 2 部に上場市場を変更
2015年10月	郵便発送代行事業の（株）エルネットを連結子会社化
2016年10月	無料情報誌出版事業の（株）サンマークを連結子会社化
2016年11月	地域プロモーション動画の投稿・配信サイト『わが街プロモーション』をオープン
2016年12月	東京証券取引所第 1 部銘柄に指定

出所：ホームページよりフィスコ作成

“ 地方創生のプラットフォームの役割を担う『社会貢献型企業』へ ” という経営理念がすべての出発点

2. 経営方針

同社は創業以来 60 年以上にわたり、地域別電話帳『テレパル 50』の発行を通じて、常に地方とともに歩んできた。この間、日本では東京への一極集中が進む一方、地方の衰退が進行してきた。地方・地域とともに歩んできた同社は、地方に権限と財源を持たせて “ 独立自尊 ” の体制を確立することが重要であるとの信念を持つに至った。それが同社の “ 地方創生のプラットフォームを担う『社会貢献型企業』を目指す ” という経営理念へとつながっている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

その具体的なあり方として同社は「官民協働事業」の推進を掲げている。行政、企業、住民などが一体となり、地域を活性化させて公共を支えようという考え方だ。同社は官と民とをつなぐ存在として貢献することを目指している。地方は、財政逼迫、人口減少、地域経済の衰退など、数多くの問題を抱えている。これらの解決には権限と財源について地方が主導権を有する地方分権体制が不可欠だが、その実現は簡単ではない。そうした現実の中で、地方が再生を果たす現実的方策として、官民の協働こそがカギになるというのが同社の実際の事業展開のベースとなっている。「PPP（Public-Private Partnership）」というスローガンのもと、自治体と民間企業である同社が協働で取り組むことで、官と民という異分子結合による化学反応で相乗効果を生み出そうという発想だ。

「官民協働事業の推進」という理念は、同社が手掛けるすべての事業において貫かれている。地方自治体との取引を収益源とする企業は数多いが、同社のように地方自治体の財政負担を伴うことなく自社の収益を確保し、自治体と住民の価値を高めて地方再生へつなげようというビジネスモデルの企業は非常に数が少ない。まして、そうした事業を全国展開している企業はさらに少数だ。同社の経営方針は、他に例を見ないユニークなもので、そこに同社の潜在成長性の源泉があると弊社では考えている。

官民協働による地方創生のイメージ図

出所：決算説明会資料より掲載

同社は現在、720 を超える自治体との連携が進んでおり、そのバックヤードを生かして、地域や地方自治体のパートナーとして、地方創生を支援していくプラットフォームの役割を目指している。1）公共の領域、2）地域経済の領域、3）公共と地域経済の両方にまたがる領域の 3 つに分類される。1）公共の領域は、『わが街事典』やジャンル別情報特化型の情報誌、ふるさと納税、地方自治体の広報活動を支援するデジタルサイネージ、シティプロモーション、クラウド型アプリや CMS が含まれる。2）地域経済の領域は、Nasse や特産品や観光集客の e コマース、DM ソリューションやポスティングが含まれる。3）公共と地域経済の両方にまたがる領域は、地域別電話帳『テレパル 50』と健康増進ヘルスケア事業である。同社のリソースを生かし、このような領域に精通した企業と協業して、地方創生プラットフォーム企業として邁進していく考えだ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

地方創性プラットフォーム構想

出所：決算説明会資料より掲載

3 事業部門で構成。現状では出版事業が収益の中核

3. 事業の概要

同社の事業は、出版事業、WEB・ソリューション事業、ロジスティクス事業の 3 部門から成っている。従来はプリントメディア事業、IT メディア事業、DM 事業という構成だったが、2017 年 3 月期から現在の形へと変更した。出版事業は紙媒体の事業で、具体的には地域行政情報誌『わが街事典』と地域別電話帳『テレパル 50』の発行が主な内容となっている。WEB・ソリューション事業は『CityDO!』や『わが街とくさんネット』などの各種ポータルサイトの運営や EC 事業を行っている。ロジスティクス事業は、DM（ダイレクトメール）発送代行業務とポスティング業務がその内容だ。業容としては DM 発送代行業務が圧倒的に大きい。

事業セグメントの新旧比較

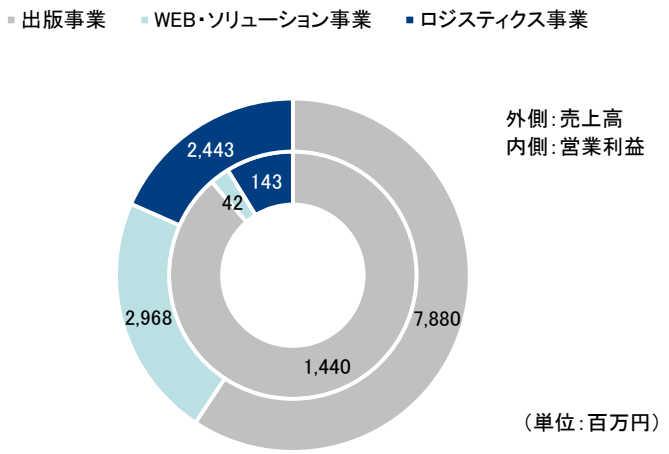
旧セグメント	新セグメント	主な事業・サービス
プリントメディア事業	出版事業	『わが街事典』、『テレパル 50』などの発行
IT メディア事業	WEB・ソリューション事業	ふるさと納税一括業務代行、『CityDO』・『わが街プロモーション』等 各種ポータルサイト運営、e コマースなど
DM 事業	ロジスティクス事業	郵便発送代行事業（エルネット）、 ポスティング事業（サイネックス・ネットワーク）

出所：会社資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

2017 年 3 月期実績ベースの各事業部門の売上高構成は、出版事業が 59.3%、WEB・ソリューション事業が 22.3%、ロジスティクス事業が 18.4% となっている。一方、セグメント営業利益は、出版事業が 88.5%、WEB・ソリューション事業が 2.6%、ロジスティクス事業が 8.8% と、出版事業の占める割合が際立っている。全国の地方自治体に浸透するとともにビジネスモデルを確立した出版事業が収益の中核であり、WEB・ソリューション事業は将来のポテンシャルは非常に大きいものの、足元は育成中の事業も多いため収益貢献度ではまだこれからという状況だ。ロジスティクス事業は、収益性は低いが安定した事業となっている。

事業別売上高内訳（2017年3月期実績ベース）



出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

業績の動向

M&A 子会社の収益貢献と主力事業の順調な伸長により、2017 年 3 月期は増収増益で着地

1. 2017 年 3 月期決算

同社の 2017 年 3 月期決算は、売上高 13,292 百万円（前期比 11.6% 増）、営業利益 806 百万円（同 22.8% 増）、経常利益 853 百万円（同 32.2% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 559 百万円（同 40.5% 増）と増収増益で着地した。期初予想に対しても、売上高、利益ともに上回り、極めて順調な決算となった。

2017 年 3 月期決算の概要

（単位：百万円）

	16/3 期			17/3 期					
	2Q 累計	下期	通期	2Q 累計	下期	通期（予想）	通期（実績）	前期比	予想比
売上高	5,500	6,409	11,909	6,608	6,683	13,000	13,292	11.6%	2.2%
営業利益	202	454	656	392	413	720	806	22.8%	12.0%
売上高営業利益率	3.7%	7.1%	5.5%	5.9%	6.2%	5.5%	6.1%	-	-
経常利益	215	430	645	371	482	720	853	32.2%	18.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	120	277	398	234	324	450	559	40.5%	24.4%

出所：決算短信よりフィスコ作成

出版事業は売上高 7,880 百万円（前期比 6.2% 増）、営業利益 1,440 百万円（同 10.2% 増）と増収増益で着地した。2017 年 3 月期も『わが街事典』発行自治体数は新規・再版合計で 183 自治体となり、前期の 171 自治体から増加した。上半期の発行自治体数は 87 自治体でややスローな出だしとなったが下半期に入り順調な発行ができた。電話帳の『テレパル 50』も計画どおりの進捗だったとみられる。また、同社は 2016 年 10 月 3 日付で（株）サンマークを子会社化した。2017 年 3 月期下半期の業績にサンマークの貢献が加わり、出版事業の収益拡大に大きく貢献した

WEB・ソリューション事業は売上高 2,968 百万円（前期比 6.7% 減）、営業利益 42 百万円（同 185.6% 増）と減収ながら増益となった。『わが街ふるさと納税』や EC の『わが街とくさんネット』等の同社がイニシアチブを取る中核事業は好調に推移した。一方でインターネット広告代理店業務の一部を見直して人的資源の効率的配置を行った影響で売上高は減収となった。利益面では収益性の高い中核事業が順調に拡大したことで増益となった。

ロジスティクス事業は売上高 2,443 百万円（前期比 86.5% 増）、営業利益 143 百万円（同 50.3% 増）と、大幅増収増益となった。ロジスティクス事業は 2015 年 10 月に（株）エルネットを子会社化してスタートした事業だ。2016 年 3 月期は半年分の連結だったのに対して 2017 年 3 月期はフル連結となったことで増収増益率が大きくなっている。DM 発送の需要は、インターネット全盛にあってもなお根強く、エルネットの業容は順調に拡大したもようだ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

事業セグメント別業績推移

（単位：百万円）

	16/3 期		17/3 期			
	2Q 累計	通期	2Q 累計	前年同期比	通期	前期比
外部売上高						
出版事業	3,599	7,417	3,843	6.8%	7,880	6.2%
WEB・ソリューション事業	1,860	3,182	1,654	-11.1%	2,968	-6.7%
ロジスティクス事業	40	1,309	1,110	2662.4%	2,443	86.5%
売上高合計	5,500	11,909	6,608	20.2%	13,292	11.6%
営業利益						
出版事業	545	1,307	715	31.3%	1,440	10.2%
WEB・ソリューション事業	16	14	-15	-	42	185.6%
ロジスティクス事業	30	95	81	167.4%	143	50.3%
小計	592	1,417	781	32.0%	1,627	14.8%
調整額	-389	-760	-388	-	-820	-
営業利益合計	202	656	392	93.9%	806	22.8%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 2018 年 3 月期第 1 四半期決算

同社の 2018 年 3 月期第 1 四半期決算は、売上高 2,950 百万円（前年同期比 0.1% 減）、営業利益 31 百万円（同 50.7% 減）、経常利益 49 百万円（同 78.0% 増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 31 百万円（同 290.4% 増）であった。

出版事業は売上高 1,886 百万円（前年同期比 7.4% 増）、営業利益 240 百万円（同 0.0% 増）と増収で着地した。官民協働による行政情報誌『わが街事典』は、愛媛県西予市や山形県上山市などで新たに発行するとともに、和歌山市や茨城県つくば市などで再版を発行し、37 の地方自治体と共同発行し、累計の発行自治体数は 724 となった。

WEB・ソリューション事業は売上高 577 百万円（前年同期比 9.0% 減）、営業損失 10 百万円（前年同期は 33 百万円の損失）と減収ながら営業損失は縮小した。ふるさと納税制度の一括業務代行に関する協定を愛知県常滑市などと締結し、累計の協定締結自治体数は 95 となった。また、『わが街とくさんネット』等の e コマースによる販売も拡大に努めた。

ロジスティクス事業は売上高 482 百万円（前年同期比 14.0% 減）、営業利益 9 百万円（同 76.7% 減）であった。郵便発送代行事業は代理店を中心に積極的な受注活動に取り組み、ポスティング事業も新規顧客の開拓に努めたものの、減収減益となった。

不動産事業は売上高 3 百万円、営業利益 1 百万円であった。収益は連結子会社サンマークの不動産賃貸によるものである。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

事業部門別詳細と中長期の考え方

『わが街事典』は再版需要に大きな成長余地。『テレパル 50』とのベストミックスで高収益性を実現

1. 出版事業

（1）出版事業の全体像

出版事業は同社の創業事業である地域別電話帳『テレパル 50』と、地域行政情報誌『わが街事典』の紙媒体商品を取り扱っている。現状の商品構成としては、『テレパル 50』と『わが街事典』がおおよそ半々とみられる。ただし、『わが街事典』事業の中には、総合的な地域行政情報誌である『わが街事典』に加え、派生商品と言える“子育て”や“防災”などの各テーマ別・ジャンル別便利帳も含まれており、近年はテーマ別・ジャンル別便利帳の発行も急速に伸びてきている状況だ。

（2）『わが街事典』事業

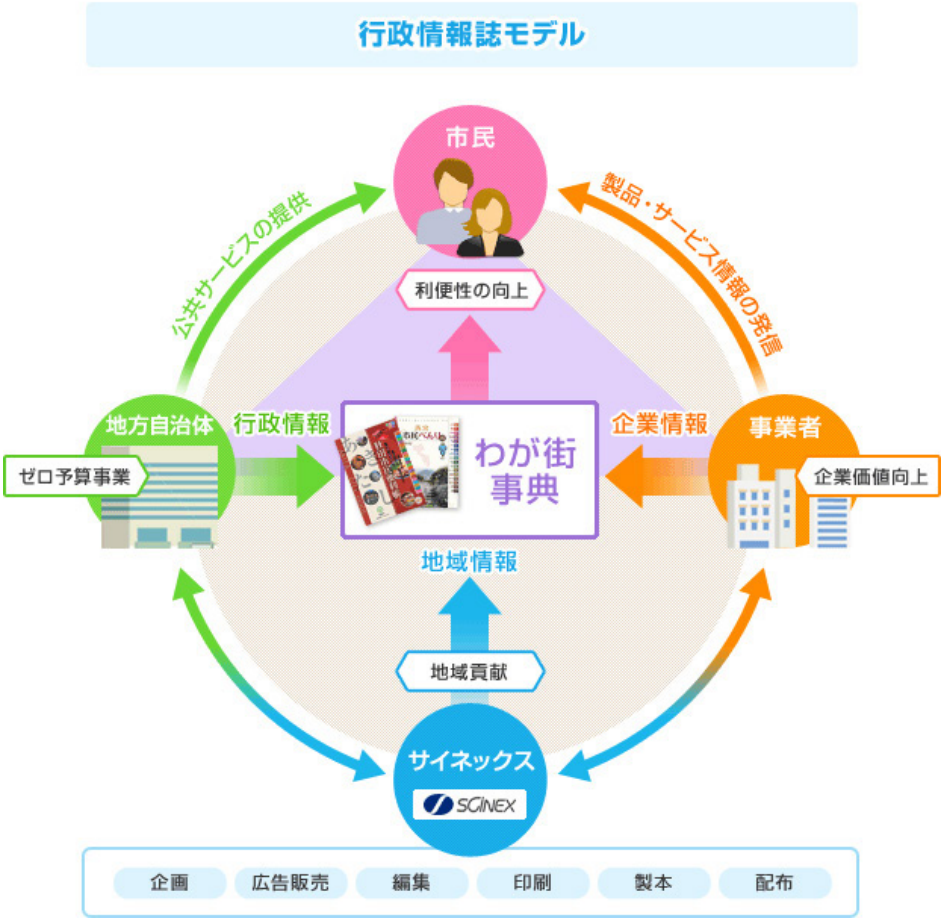
a）事業モデル

現在の中核商品である『わが街事典』（出版物の名称としては「○○市便利帳」等となることも多い）は自治体ごとに制作され、製本された上で当該自治体の全世帯に無料配布される地域行政情報誌だ。内容は当該自治体についての歴史や文化などの知識やレジャー・イベント情報などから、最も重要な行政情報（各種制度や手続き・窓口の案内など）や防災情報、医療機関情報、交通機関の情報などが網羅されたものとなっている。2006 年に大阪府和泉市の市民便利帳を発行したのが第 1 号案件だ。

『わが街事典』の発行事業は、同社と当該自治体の官民協働事業であり、発行は同社と自治体の共同発行という体裁となる。自治体にとっては資金負担がないゼロ予算事業であり、行政情報の提供などで協力する。一方、同社は『わが街事典』の広告スペースを各種事業者に販売し、その広告収入が同社の収入となる。同社の業務は、『わが街事典』の企画・制作・広告枠の販売及び各戸への配本ということになる。当該地域の事業者を広告主とすることで、自治体、住民、事業者の 3 者を“三方よし”の関係でつなぐことになる。同社は“三方よし”実現を徹底的に追求し、地方再生のプラットフォームの役割を果たしている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

『わが街事典』のビジネスモデル



出所：ホームページより掲載

b）事業の成長性と収益性

同社はこれまで全国 720 超の自治体と『わが街事典』の共同発行を行ってきた（2017 年 6 月末時点）。日本の市町村（東京 23 区を含む）数は 1,741（市区部 814、町村 927、2016 年 10 月現在）で、理論上はこのすべての自治体が協働事業の対象となるが、小規模な町村は広告主となる事業者数も限定されるため、市区部と一定規模の人口を有する町村を合わせた 900 ～ 1,000 自治体が現実的な共同事業の対象自治体数と弊社では推測している。

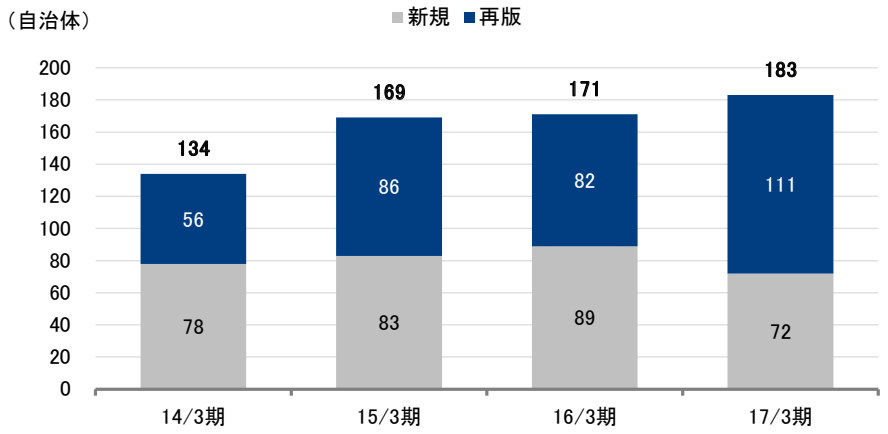
『わが街事典』事業の競合相手は、全国ベースで展開している事業者は存在していない。地域・エリアごとには類似事業を行っている事業者は存在しているが、事業モデルが同社とは少し異なるケースも多く、同社自身は直接の競合とは認識しないケースも多いもようだ。また、同社自身が全国に 50 超の営業拠点を展開して地域密着型営業に努めているため、地元企業との競合においても、“ 地元性 ” の観点で不利になるケースはないもようだ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

以上のような状況を総合的に判断して、弊社では、全国 1,741 自治体のうち、半数の 850 ～ 900 自治体は、『わが街事典』の共同発行者として取り込めるものとみている。前述のように、既に 720 超の自治体が『わが街事典』を発行済みであるため、事業としての成長性が限定的と考える向きがあるかもしれないが、そうではない。情報は日々更新される性質を有するため、再版需要が存在する。過去の事例から、平均すると 2 ～ 3 年に 1 度の割合で再版する傾向にある。

2017 年 3 月期は 183 自治体が発行し、年間発行自治体数としては過去最高を更新した。内訳を見ると、新規発行自治体数が 72 と前期比 17 減少したのに対して、再版自治体数が 111 と同 29 増加している点が注目される。720 の自治体が 3 年ごとに再版すると仮定すれば、1 年当たりでは 240 となり、これだけでも足元の年間発行自治体数を上回る。すべての自治体が再版を行うわけではなく、サイクルもバラバラであるため、計算どおりにはいかないが、再版需要だけで同社の事業はまだ成長余地があることは容易にイメージできるだろう。

『わが街事典』の発行自治体数の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

成長性を考える上でのもう 1 つのポイントは、テーマ別・ジャンル別の便利帳だ。前述のように、これら『わが街事典』からの派生商品の発行数は近年、急速に伸びている。テーマが限定されているため、物理的な編集・制作の時間も短く、生産効率は高いと弊社では想定している。一方で、広告主を獲得する上では、包括的な『わが街事典』と比べて対象が限定されることも考えられる。ただしこの点は、後述するように IT との融合化の中で、広告獲得における改善余地はまだまだ大きいと考えており、懸念するには当たらないと考えている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

c）事業の収益性

『わが街事典』事業の収益性は、個別案件の中には低いケースもあるものの、事業全体として見た場合には、同社の全社平均を上回る利益率を確保できているのは疑いない。事業セグメント別営業利益構成比において、出版事業セグメントが 88.5%（2017 年 3 月期実績ベース）を占めている点が明確にそれを物語っている。

同社は三重県松阪市に一貫製作工場を擁しており、そこで CTP（computer to plate、コンピューターでの原稿作成から直で印刷原版を作ること。工期短縮、経費節減に寄与）や UV 印刷機（紫外線を活用した速乾システムを採用した印刷機。リードタイム短縮に貢献）などの最新機器を用いて出版物を製作している。1 工場体制ということで災害リスクなどはあるものの、全国の印刷物を 1 ヶ所で集中的に生産する体制が、出版事業の高い収益性に大きく貢献していると弊社ではみている。

収益性の今後の方向性について、弊社ではまだ向上の余地はあると考えている。それは、営業部員の習熟度の向上によるものだ。『わが街事典』は『テレパル 50』と比較して 2 つのハンディキャップがある。1 つは自治体との共同作業であるため、制作・出版のスケジュールが自治体側の要求などで強い制約を受けることだ。もう 1 つは 2007 年開始ということで、歴史が浅いことだ。このうち、歴史が浅い点については、再版自治体の増加と、同社の営業担当者自身の習熟度向上により、様々な点で改善が顕著になってきている。具体的には広告主の獲得のスピード向上や、編集・制作期間の短縮化などで、1 版当たりの生産効率が上昇している。この点は今後もまだ改善余地が期待できると弊社では期待している。

（3）『テレパル 50』事業

a）事業モデル

『テレパル 50』は一般家庭に無料配布する 50 音別電話帳であり、事業モデルは『わが街事典』と同じだ。すなわち、広告枠を販売した広告料収入が同社の収入となる。『わが街事典』との違いは、地方自治体のような協働事業者がおらず、同社の独自企画で事業が進められるという点だ。同社は、広告主でもある地元商工会との連携を図りながら、地域に密着した中小事業者向けに広告を販売することで、地域社会に不可欠な存在となることを目指した商品づくりを行っている。

商品性の面では、1）全通信キャリアの電話番号情報掲載、2）地域情報の拡充、3）利便性向上、などに注力している。類似品には NTT（日本電信電話 <9432>）のタウンページがあるが、紙面づくりや情報の内容、コンセプトが大きく異なり、利用者の視点からは、競合よりもむしろ相互補完関係にあると言えると弊社では見ている。

b）事業の成長性と収益性

スマートフォンを含む携帯電話の世帯普及率が約 95% という現状を踏まえると、『テレパル 50』は今後も存在できるかという視点がまず必要だと言える。この点について、弊社ではまったく懸念していない。そもそも『テレパル 50』が存在するために必要なものは、広告主である事業者側からのニーズだと弊社では考えている。この点については、特に地方において電話帳経由の集客事例がまだまだ多いと想定され、『テレパル 50』の存在意義は当分続くと弊社では考えている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

しかし同時に、同社が『テレパル 50』で積極的に成長を追求しているわけではないと、弊社ではみている。上述のような事業環境を考えれば、アグレッシブな成長シナリオを描くのは難しい。同社は年間に 1,200 地区を対象に約 1,000 万部の発行を基準としてこの事業を行っており、この水準が今後も継続していくという姿を弊社では想定している。

『テレパル 50』事業の最大の価値は、この事業が完全に同社の単独事業であるため、出版・発行のスケジュールが同社の都合で決定できるということだ。さらに言えば、より小さい単位で発行することや 60 年以上に及ぶ長い歴史の中でデータベースや制作・発行のノウハウやプロセス等が確立している点も大きい。要は、機敏に動けるということだ。同社はこの 2 つの特長を生かして、繁閑の差が大きい『わが街事典』事業が造る“谷”を『テレパル 50』で埋めている。これこそが 『テレパル 50』の最も大きな価値だと弊社では考えている。前述のように、同社は松阪市の工場で出版事業のすべての製品を製作している。工場稼働率を常に一定以上に維持できる点が出版事業の高い利益率に貢献していると言える。

自治体の情報発信やプロモーションを ICT 活用で支援。収益のポテンシャルも高いと期待

2. WEB・ソリューション事業

（1）事業の概要

WEB・ソリューション事業の内容は多岐にわたっているが、1）自治体の情報発信・プロモーションの支援、2）EC（各地の特産品、旅行商品）、及び 3）広告代理店事業（ヤフー事業）の 3 つに大別できる。1）と 2）についてはその実現のための手法として、様々なポータルサイトを設営・運営しているということだ。

こうした WEB・ソリューション事業もまた、同社の経営理念である“地方創生のプラットフォームの役割を担う『社会貢献型企業』へ”に沿って事業展開されていることは言うまでもない。すなわち、地方の自治体や住民から収益を上げるのではなく、彼らをサポートすることで第 3 者から収益を獲得することを収益モデルの原則としているということだ。

WEB・ソリューション事業の主な事業内容

セグメント	主な事業・サービス	概要
WEB・ソリューション事業	電子書籍版『わが街事典』	『わが街事典』のネット配信
	地域情報サイト『CityDO!』	地域情報のポータルサイトの運営
	『わが街ふるさと納税』	ふるさと納税関連の一括業務代行
	『わが街プロモーション』	動画の投稿・配信サイトの運営
	ヤフー事業	広告代理店事業
	『わが街とくさんネット』	各地の特産品の販売サイト
	『食彩ネット』	各地の食材の販売サイト
	トラベル事業	各地方への旅行商品の販売
	自治体公式サイト支援事業	自治体支援クラウドサービス
	『わが街 NAVI』	映像パネルを活用した広報活動支援
	『わが街ヘルスケア』	健康寿命延伸情報システム

出所：フィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

（2）事業の進捗状況

現状の収益の柱は、『わが街ふるさと納税』や EC の『わが街とくさんネット』とみられる。ふるさと納税に関しては高額返礼品について議論が起こったものの、制度自体は依然として自治体側・納税者側ともに根強い需要があり、制度が続く限り、市場拡大は続くと弊社ではみている。ふるさと納税の一括業務代行に関する協定を結んだ自治体数も順調に拡大が続いている。

2017 年 3 月期において新たにスタートしたものの 1 つに、自治体向けクラウドサービスの『わが街アプリ』がある。これはスマートフォンでの利用を前提に、子育て、防災、観光、ゴミ出しの 4 つの領域に関して地域住民の生活支援を図る、自治体公式アプリの作成・運営を支援するサービスだ。また、同じクラウドサービスとして、『わが街ホームページ』も開始した。これは同社が自治体向けに開発したクラウド型の CMS（コンテンツマネジメントシステム）だ。自治体特有のニーズ（災害に備えた 24 時間稼働、自治体特有の組織・意思決定構造への対応、障害発生時の迅速対応）などを盛り込んだ、自治体公式サイトの運営ツールだ。ほとんどの自治体はホームページを開設済みであるが、スマートフォンや SNS との連携などを活用して、真に利用価値のあるものを目指す点がこれら新サービスの特長・強みとなっている。

同社は地方自治体に最も近いところで事業を行ってきた企業の 1 つであるが、自治体からお金をとることを収益モデルとしていないところが他社と大きく異なる点だ。WEB・ソリューション事業は、IT 技術を活用することで“三方よし”を実現しながら収益化を図る多種多様のビジネスを創出できる可能性があると弊社ではみている。現状の事業セグメントの収益性はまだ低いものの、ポテンシャルは非常に高いと弊社では考えている。今後、どのような施策で採算性向上に取り組んで行くか、見守りたい。

EC 全盛の中、紙媒体広告の見直しで DM 需要は緩やかな伸びが続く

3. ロジスティクス事業

（1）事業の概要

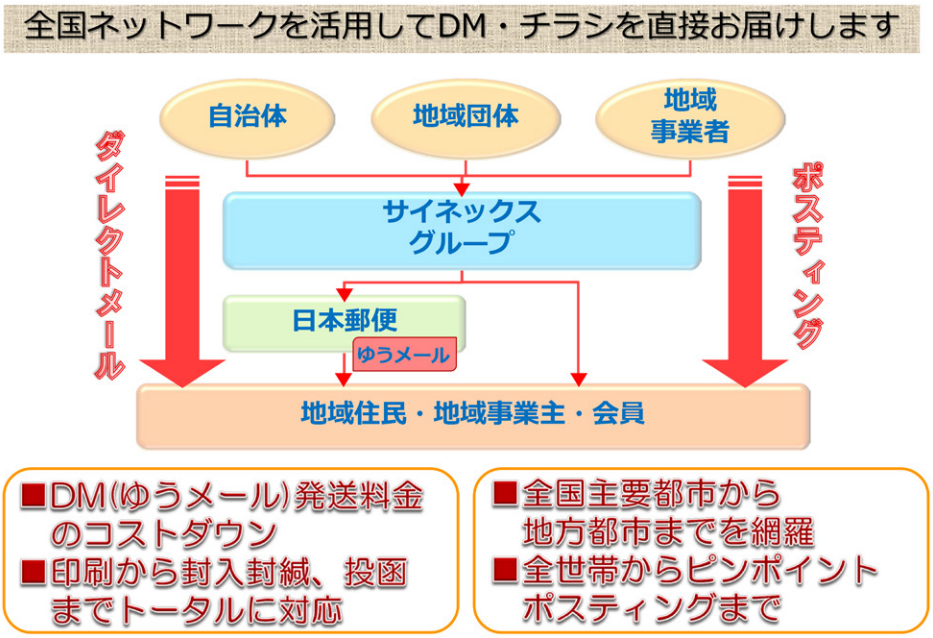
ロジスティクス事業は、2015 年 10 月にウイルコホールディングス <7831> から DM 発送代行事業を営む子会社エルネットの全株式を取得してスタートした事業だ。その後、同社の連結子会社である（株）サイネックス・ネットワークのポスティング事業と合わせて、2016 年 4 月からロジスティクス事業となった。ポスティング事業は『わが街事典』や『テレパル 50』の配本が中心とみられるため、ロジスティクス事業の中核事業はエルネットの DM 発送代行事業ということになる。

DM 発送代行事業のビジネスモデルは、日本郵便（株）の“ゆうメール”について、スケールメリットを生かして大口割引契約に基づく特別料金で郵送する枠を仕入れ、その枠を使って割安に郵便を送る小口にして顧客（自治体や事業者など）に販売するというものだ。顧客のメリットとしては、郵送料金のコストダウンを図れることがある。

またエルネットでは、DM の編集・制作、封筒制作、封入封緘、宛名印字、郵便番号仕訳、郵便局差出等、一連の業務をワンストップで受託するサービスも提供している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

ロジスティクス事業の事業モデル



出所：決算説明会資料より掲載

（2）事業の成長性と進捗状況

EC 全盛の現況においても、紙媒体の DM 需要は緩やかながら着実に伸びている。EC やリアル店舗という買い方の手法と、紙媒体やネット広告といった宣伝の手法とは、1 対 1 の対応関係にあるわけではなく、“EC 拡大のためにはインターネット広告が有効 ” という考え方は既に過去のものとなっている。こうしたことを背景に DM など紙媒体の見直しが進んでいると考えている。

エルネットがフル連結となった 2017 年 3 月期のロジスティクス事業の売上高は 2,443 百万円（外部売上高）となった。同社は事業セグメント別売上高予想を開示していないが、弊社では過去のエルネットの業績をもとに、2017 年 3 月期のセグメント売上高は 2,200 ～ 2,300 百万円と想定していた。実績はこれを 100 百万円以上上回っており、この差が同事業の持つ成長性を表していると考えられる。前述のような EC の成長、及び EC と紙媒体広告の有効性の再認識の動きから、この傾向は今後も継続すると弊社では考えている。

収益性についても改善の余地はあると考えている。ゆうメールの発送枠を再販するという事業モデルであるため、この点で大きく利益を伸ばすことは期待しにくい。しかし、DM の制作から発送までを一貫して請け負う注文が増えれば、そこで利益を伸ばすことは期待できる。利益率の伸長はなかなか進まない可能性もあるが、利益額の伸長は DM 制作で着実に伸ばせると弊社では考えている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

M&A は成長戦略の重要な一角。印刷系やソフト・IT 系企業に可能性があるとみる

4. M&A による成長戦略

同社は 2015 年 10 月にエルネットを、2016 年 10 月にサンマークをそれぞれ子会社化した。このように、M&A もまた同社の成長戦略おいては重要な位置を占めるものと弊社では考えている。

どういう業種・業態の企業が M&A の対象として最適かは一概には言い難い。同社の『わが街事典』と競合する事業を手掛ける事業者は地域・エリアごとに点在しているが、それらの買収は必ずしも有効とは弊社では考えていない。同社自身が地域密着型営業の徹底で、各地の地元経済界に浸透しているためだ。

1 つの例としては、現在の松阪工場 1 工場体制を補完するべく印刷系企業の M&A は有効ではないかと考えている。最新鋭の松阪工場をフル稼働させて高収益につなげている現状からすれば無駄と考える見方もあろうが、災害リスク等への備えは重要だと考えている。また、ソフトウェア・IT 系企業の M&A も可能性があると考えている。紙媒体とネットの融合は同社の大きなテーマだ。AR や VR の技術の活用はその 1 つのアプローチだと考えている。また同社の WEB・ソリューション事業の一段の成長を図る上でも ICT 分野の充実は不可欠だと言えるだろう。今後の展開を見守りたい。

今後の見通し

2018 年 3 月期もサンマークのフル寄与で大幅増収見通し。利益予想は控え目な印象

2018 年 3 月期について同社では、売上高 14,000 百万円（前期比 5.3% 増）、営業利益 820 百万円（同 1.6% 増）、経常利益 860 百万円（同 0.7% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 560 百万円（同 0.1% 増）を予想している。増収ながら利益面では前期比横ばい圏という予想だ。

2018 年 3 月期業績見通しの概要

（単位：百万円）

	16/3 期	17/3 期		18/3 期	
	通期（実績）	通期（実績）	前期比	通期（予想）	前期比
売上高	11,909	13,292	11.6%	14,000	5.3%
営業利益	656	806	22.8%	820	1.6%
売上高営業利益率	5.5%	6.1%	-	5.9%	-
経常利益	645	853	32.2%	860	0.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	398	559	40.5%	560	0.1%

出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

今後の見通し

同社は事業セグメント別見通しを公表していない。弊社では各事業セグメントについて以下のように考えている。

出版事業は前期比大幅増収となると考えられる。2016 年 10 月に子会社化したサンマークの業績がフル連結されるためだ。同社の業容は売上高で 800 百万円～ 1,000 百万円と推定されるため、2018 年 3 月期はフル連結化だけで 400 百万円～ 500 百万円の増収インパクトが期待される。『わが街事典』は、2017 年 3 月期は 183 自治体での出版と高水準であったが、2018 年 3 月期も同様の水準が続くとみている。既出版自治体数が 700 を大きく超えており、平均 2 ～ 3 年に 1 回という再版サイクルから見て、2018 年 3 月期も再版分が需要を押し上げると弊社ではみている。『テレパル 50』も例年どおり堅調に推移すると考えている。

WEB・ソリューション事業については、基本的には前期比増収に転じてくると考えている。わが街ふるさと納税やわが街とくさんネット等が 2017 年 3 月期同様順調に推移する一方、広告代理店事業の見直しが一段落してそこでの減収に歯止めがかかると想定しているためだ。仮に広告代理店事業の事業見直しと人材配置の効率化を継続するならば、同セグメントの売上高は前期比減収となる可能性もある。利益面では、増収・減収どちらの場合でも順調に拡大すると弊社ではみている。広告代理店事業の利幅は薄いとみており、中核事業の売上げの伸長が利益の拡大をもたらすとみているためだ。

ロジスティクス事業は 2017 年 3 月期決算においてエルネットの業績がフル連結化されたため、2017 年 3 月期実績が基準となる。ロジスティクス事業の中心は DM 発送代行業だが、これは EC 全盛の中で改めて販促手法として見直されている。高い成長率は期待しにくいが、前期比横ばい～微増収は十分確保できると弊社では考えている。

利益については、前述の売上高についての見方が正しければ、現在の会社予想は控え目だと弊社では考えている。サンマークは数千万円の営業利益を計上していると弊社では推定している。またわが街事典が期待どおり増収となればそれに見合って利益もついてくると期待される。Web・ソリューション事業でも中核事業拡大で増益が期待される。これらを総計すれば、前期比 30 百万円～ 50 百万円程度の前期比増益は十分可能性があると考えている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

損益計算書

（単位：百万円）

	16/3 期	17/3 期	18/3 期（予）
売上高	11,909	13,292	14,000
YOY	10.2%	11.6%	5.3%
売上総利益	6,355	6,838	-
売上高総利益率	53.4%	51.4%	-
販管費	5,698	6,031	-
売上高販管費率	47.8%	45.4%	-
営業利益	656	806	820
YOY	-3.6%	22.8%	1.6%
売上高営業利益率	5.5%	6.1%	5.9%
経常利益	645	853	860
YOY	-18.4%	32.2%	0.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	398	559	560
YOY	-14.0%	40.5%	0.1%
EPS（円）	74.03	103.23	91.71
配当（円）	10.00	12.50	12.50
1 株当たり純資産（円）	968.51	1,089.26	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

貸借対照表

（単位：百万円）

	15/3 期	16/3 期	17/3 期
流動資産	5,458	5,058	6,518
現預金	4,009	3,151	4,778
売掛金	996	1,408	1,176
棚卸資産	203	160	171
固定資産	3,481	3,891	4,385
有形固定資産	1,269	1,444	1,698
無形固定資産	124	376	599
投資等	2,087	2,070	2,087
資産合計	8,940	8,950	10,904
流動負債	2,582	2,620	2,769
買掛金	400	717	692
短期借入金等	350	350	426
固定負債	1,372	1,369	1,483
株主資本	5,044	4,988	6,602
資本金	750	750	750
資本剰余金	552	552	1,137
利益剰余金	4,019	4,362	4,898
自己株式	-277	-676	-183
その他包括利益累計額	-59	-27	48
純資産合計	4,984	4,960	6,651
負債・純資産合計	8,940	8,950	10,904

出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

キャッシュ・フロー計算書

（単位：百万円）

	15/3 期	16/3 期	17/3 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	261	-54	1,146
投資活動によるキャッシュ・フロー	-2	-448	-302
財務活動によるキャッシュ・フロー	-59	-454	837
現預金増減	200	-957	1,685
期首現預金残高	3,248	3,448	2,490
期末現預金残高	3,448	2,490	4,176

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 株主還元策

2017 年 3 月期は 12.5 円配を実施。成長に向けて内部留保を高めるステージ

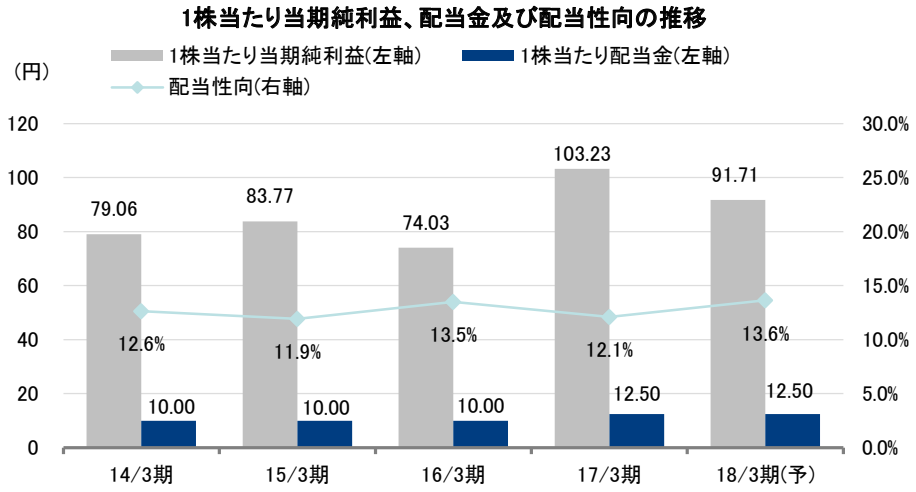
同社は株主還元については配当をもって行うことを基本とし、安定的な利益配分を年 1 回、継続して行うことを基本方針としている。金額については、業績などを総合的に勘案して適切な配当を実施するとしている。

2017 年 3 月期について同社は、事前予想どおり、前期比 2.5 円増配の 12.5 円の配当を実施した。配当性向は 12.1% だった。前述のように、2017 年 3 月期決算は通期予想に対して上振れで着地したが配当引き上げは見送られた。2018 年 3 月期については前期比横ばいの 12.5 円の配当予想を公表している。予想 1 株当たり当期純利益は 91.71 円でそれに基づく配当性向は 13.6% となる。

同社の慎重な配当政策の背景には、将来の成長に向けて内部留保を高めようという基本観があるものと弊社ではみている。同社は成長戦略として M&A の積極活用を志向している。直近の実績には 2015 年のエルネット、2016 年のサンマークの連結子会社化がある。また M&A 以外にも自治体との連携や自治体支援の様々な取り組みを模索中だ。地方創生を成長源とする同社の事業モデルは他に例を見ないユニークなものであり、目先の配当よりも同社ならではの成長投資に資金を投下することが株主リターンの最大化につながると弊社では考えている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

株主還元策



出所：決算短信よりフィスコ作成

同社はまた、個人投資家層の充実を目的に、株主優待制度も実施している。内容は、毎年 3 月 31 日現在の株主名簿に基づき、保有株式数に応じて 1,000 円相等から 3,000 円相等の QUO カードを贈呈するというものだ。将来的には優待商品が『わが街とくさんネット』の商品などに拡大することを期待したい。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“ＪＡＳＤＡＱ ＩＮＤＥＸ”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願いします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ