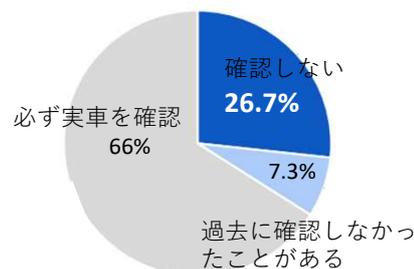


## プロトコーポレーション | 4298

東証 1 部

中古車購入者の実車確認比率

中古車情報サイト運営の大手である同社は、競合のカーセンサーとシェアを二分する業界最大手である。日本の自動車登録台数は2014年に6000万台に乗せて以降成長で推移しているが、人口減少、若者の自動車離れのトレンド下で自動車産業も数の成長よりも電動化やMaaSなど質と新サービス重視に転換している。低成長時代の中古車ビジネスモデルはどう変わっていくのだろうか？



同社決算説明会資料より

(百万円)	売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS	配当
FY2018/3	62,111	3,674	3,735	519	12.9	50
FY2019/3	62,251	4,565	5,004	3,159	78.8	50
FY2020/3	59,127	5,136	5,354	4,991	124.3	27.5
FY2021/3 CE	-	-	-	-	-	-

主な指標	
株価(6/26)	1,090
年初来高値(20/02/03)	1,973
年初来安値(20/03/13)	741
10年間高値(20/02/03)	1,438
10年間低値(12/05/14)	525
時価総額(億)	456
自己資本比率	70.3%
FY3/20 P/E (act)	14.51x
FY3/19 P/B (act)	1.33x
FY3/19 ROE (act)	16.7%
FY3/20 DY (act)	-

## 事業モデル

同社の主力事業はグーネット（中古車販売情報サイト）である。取引を成立させるプラットフォームではなく、中古車店から広告料を受け取り商品情報を掲載する広告モデルである。広告料とシステム利用料に分かれるが、合わせた月額平均単価は8万円である。全国に中古車店は36,600店があるが同社の顧客数はおよそ14,000店で市場のほぼ40%を占めている。いふなれば中古車店にとっては集客インフラとして無くてはならない存在だ。過去には複数の新規参入があったが多くが撤退し今ではカーセンサーとシェアをほぼ二分しているという。一見2社の寡占状態で落ち着いた業界に見えるが、シェア獲得/維持の営業努力は惜しんでいないようだ。大型店は両社とも使う傾向があるが、中規模以下はどちらか1社に絞る店舗が多いという。同社ではコンサルティング力と付加価値で価格競争を避ける戦略だ。特に差別化の効果が大きいのがグー査定と呼ばれるサービスで、同社が第三者の立場で車の査定を行い、その結果を広告に載せることで効果が格段に違うという。中古車の目利きは素人には容易でない上にネットだけで成約する顧客にとっては価値の高い情報である。ちなみに実車を確認をしないで購入する顧客は全体の1/3を占めるといふ（同社IR資料）。

営業担当者が店舗への窓口となるが同社は人材の質にこだわっている。営業マンは全員正社員で店舗マーケティングにアドバイスを行える経験と知識を持ち、店舗に寄り添った支援をしているという。

## 今後の成長ドライバー 3つ

## ①DataLine SalesGuide（新車領域）

新車ディーラー向けの販売支援システム（SaaS）である。新車ディーラーはメーカー系列で各社とも販売システムが異なる。商談の多くにおいて下取り価格が重要な要素となるが、系列メーカー以外の車の価格提示が容易ではない。自社系列であれば素早く見積もりが出せるが、そうでないと歯切れが悪く時間もかかる。

Share Price Chart  
52 weeks

## ブル

健全なBS、改善傾向にあるROE。先行投資ステージを終えた新規事業が収益貢献期入り。

## ベア

新型コロナによるビジネス機会の喪失。消費者マインドの悪化が顧客の出稿意欲を減退させる。

SESSAリサーチチーム  
research@sessapartners.co.jp

Quick Lookはスポットでの銘柄の紹介を目的としており継続的なフォローアップは予定していません。

しかし、同社は日本の中古車市場の40%を抑えておりどのメーカーでも正確な査定価格が提示できる。新車販売ではメーカー系列に捕らわれることなく商談を進められるメリットは大きい。乗換提案システムの単価は1店舗当たり1.1万円と低い。まずは低単価で普及を優先し、プレゼンスが得られればオプションサービスを投入することで店舗当たりの単価を引き上げる戦略だ。

### ②ゲーネットピット（整備工場の広告サイト・オンライン予約）



日本でオンラインでのネットワーク化が進んでいない業種のひとつとして自動車整備工場がある。整備工場向けのネットワークサービスでは競合がなく同社の独壇場である。全国には約92,000の整備工場があるが（国土交通省統計）、同社と契約している工場は3,480しかない（2020年3月）。整備工場に情報発信の場を提供し、ブログでアピールしたり作業料金の明示をすることで集客効果が大きいという。最近では予約受付もオンラインで可能となり広告料だけでなく送客での課金も始めた。現在の売上は約6億円だが今後は送客課金についても拡大できるとみている（同社IR部）。

### ③オートウェイ（子会社、輸入タイヤ/ホイールのネット販売）



日本のタイヤメーカーはブリジストンを筆頭に、高い利益率を確保するため製造、流通、販売を抑える垂直統合モデルである。消費者は高いプレミアムを払わされていると言えるが、それに風穴を開けるのが同社のオートウェイである。注文が入れば輸入タイヤ、ホイールを提携整備工場/GSへ送り、顧客はそこに車を持ち込み装着してもらう。価格は国内標準品と比べて1/2から1/3というから激安だ。2017年3月期から黒字転換し2020年3月期は売上は129億円、経常利益6.7億円と利益貢献が定着してきた。

### 新型コロナの影響

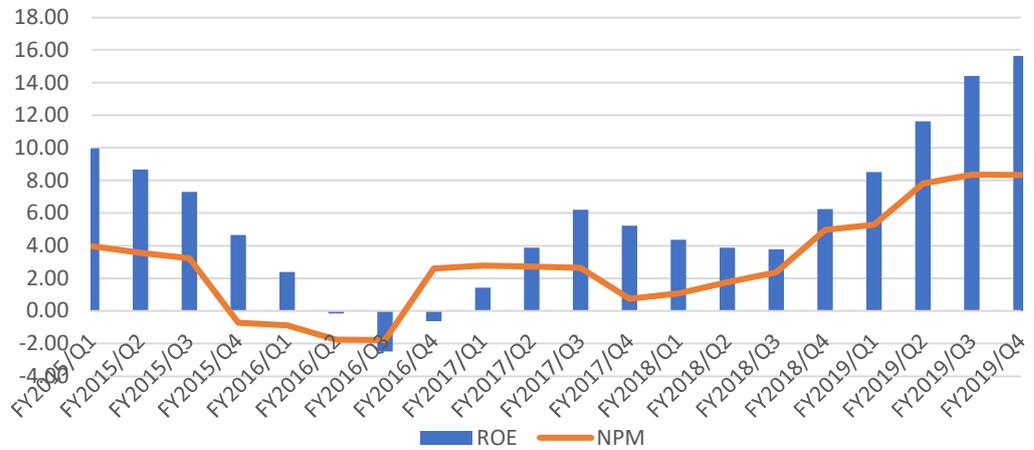


同社は新型コロナの影響は2-3ヶ月後に出てくるとして2021年3月期の会社予想を非開示とした。顧客である中古車販売店では来客が減少しているため非対面での商談を可能とする機能もシステムに組み込み販売店を支援している。同社の営業活動においても新規顧客開拓は対面でないと難しく、しばらく業績のモメンタム低下は避けられなさそうだ。しかし同社ではオリジナル事業である紙媒体の情報誌を持っており出版コストは年10億円以上とのことだ。リストラ余地がありそうだが今後の経営課題をとらえているようだ。

次頁のグラフはRoEと純利益率のトレンド（過去12ヶ月累計）である。ゲーネットピットへの先行投資、海外減損が重かったFY2016をボトムに純利益率、ROEの改善傾向は顕著である。同社の物販事業のウェイトは低いので資産回転率の上昇よりも利益率のさらなる改善が今後のROEの押し上げ要因になる。上記①②③事業は立ちあげてから相応の時間が経過しているが、会社の期待通り今後収益貢献できればNPMが伸長、ROEの押し上げ、株価の再評価につながるだろう。

株主リターンに主眼をおいた経営陣の姿勢は評価できる。RoEとEPSを最重要視し、ROICを基軸として事業ポートフォリオを管理再構築している。外人投資家からも長年、高い支持を得ている。過去5年間の外人株主持株比率は30%程度（Fidelity, Schroderなどが保有）で推移している点はその証左であろう。

四半期ROE, NPM推移(% , TTM)



出所：SPEEDAデータよりSESSAパートナーズ作成

RoEにプラスの評価を得て、当社株式のPBRはまずまずの水準。しかしながらPERは年々縮小し、キャッシュカウ型ビジネスとして評価が定着しつつある。当社のPERはネットコンテンツ銘柄として最安の一つであり、EPS成長を重要視する経営陣には心外の評価であろう。しかしながら、注力中のAI導入やDX化が実を結び、さらに新事業の利益貢献が顕在化するならば、大きなアップサイドのある現在の低位のPERはチャンスであるといえる。

## LEGAL DISCALIMER

### ディスクリーマー

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都渋谷区広尾5-3-18

[research@sessapartners.co.jp](mailto:research@sessapartners.co.jp)