

ホリスティック企業レポート

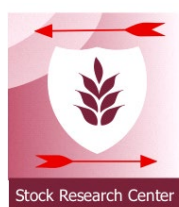
JTOWER

4485 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート

2019年12月20日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20191219

屋内の共用化可能な通信設備を国内外で提供するサービスを展開
携帯電話の 5G 時代を迎え、携帯通信キャリアの設備投資削減等に貢献

アナリスト:松尾 十作 +81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

【 4485 J T O W E R 業種 : 情報・通信業 】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2018/3	756	4.6×	-474	-	-479	-	-577	-	-80.5	-167.1	0.0
2019/3	1,377	82.1	-169	-	-166	-	-214	-	-29.9	-208.9	0.0
2020/3 予	2,439	77.0	-165	-	-258	-	-289	-	-16.8	-	0.0

(注) 2018/3期から連結財務諸表作成、2018/3期増収率は2017/3期単体比、予想は会社予想
2018年8月31日付で1:4の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

【 株式情報 】	【 会社基本情報 】	【 その他 】
株価 3,100円 (2019年12月19日)	本店所在地 東京都 港区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 19,354,472株	設立年月日 2012年6月15日	S M B C 日興証券
時価総額 59,999百万円	代表者 田中 敦史	【監査人】
上場初値 2,620円 (2019年12月18日)	従業員数 100人 (2019年9月末)	有限会社 あずさ監査法人
公募・売出価格 1,600円	事業年度 4月1日～翌年3月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎事業年度終了後から3カ月以内	

> 事業内容

◆ 主たる事業は通信設備を携帯通信キャリアに提供

JTOWER(以下、同社)は、携帯電話の通信設備共用の通信インフラシェアリングを携帯通信キャリアに提供している。同社の通信インフラシェアリングを利用すると、携帯通信キャリアは個別にアンテナ、配線、中継装置などを設置する必要がなくなり設備投資を削減できる。携帯通信設備を敷設している不動産事業者には設備の簡素化、携帯電話ユーザーには契約している携帯通信キャリアを問わず通信環境の改善といったメリットがある。

連結対象(19年9月末時点)は、出資比率 53.0%のナビック、完全子会社 Southern Star Telecommunication Equipment Joint Stock Company(ベトナム)、完全子会社 VIBS PTE.LTD.(シンガポール)、持分法適用会社は出資比率 49.0%の GNI Myanmar Co., Ltd.(ミャンマー)である。

同社グループは通信インフラシェアリング事業の単一セグメントだが、主な事業は国内 IBS (In-Building-Solution) 事業、海外 IBS 事業、ソリューション事業である(図表 1)。新規事業としてタワー事業を企画及び準備をしている。

【 図表 1 】 事業別売上高

(単位:百万円)

事業別	18/3期		19/3期		前期比
	売上高	構成比	売上高	構成比	
国内IBS事業	510	67.4%	863	62.7%	69.3%
海外IBS事業	244	32.4%	455	33.0%	85.8%
ソリューション事業	1	0.2%	59	4.3%	38.0×
合計	756	100.0%	1,377	100.0%	82.1%

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

主要販売先の上位は国内の携帯通信キャリアが占めている(図表 2)。なお、MobiFone service company region 2 は、ベトナム国内の通信事業会社である。

【 図表 2 】 主要販売先

主要販売先	19/3期		20/3期第2四半期累計	
	売上高	構成比	売上高	構成比
NTTドコモ	235	17.1%	199	18.2%
ソフトバンク	275	20.0%	198	18.1%
KDDI	195	14.2%	181	16.5%
UQコミュニケーションズ	62	4.6%	137	12.5%
MobiFone service company region 2	141	10.3%	55	5.1%
KDDIエンジニアリング	27	2.0%	-	-
総売上高合計	1,377	100.0%	1,096	100.0%

(注) %は総売上高合計に対する構成比を示す
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 国内 IBS 事業

同社が独自に開発した通信インフラシェアリングを国内の携帯通信キャリアに提供している。19 年 9 月末時点で、通信インフラシェアリングを導入した物件数は 123 物件であり、商業施設、オフィスビル、ホテル等多岐に亘っている。地域は関東を筆頭に全国に展開している。

【 図表 3 】 通信インフラシェアリングの導入先及び地域別物件数 (19 年 9 月末時点)

導入物件種別	商業施設	オフィスビル	ホテル	複合施設	病院	大学	高層マンション	公共施設	その他
構成比	28%	19%	15%	14%	11%	5%	2%	2%	5%

地域別	北海道	東北	関東	中部	近畿	中国	四国	九州	沖縄
物件数	3件	8件	61件	17件	18件	2件	3件	9件	2件

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 海外 IBS 事業

海外では、ベトナム、ミャンマー、マレーシアでの商用サービスを展開している。

ベトナム国内最大手の Southern Star Telecommunication Equipment Joint Stock Company を 17 年 7 月に買収したことで、海外における商用サービスが始まった。買収時点で Southern Star Telecommunication Equipment Joint Stock Company は経常黒字、最終損益も黒字であった。19 年 9 月末時点でベトナムでの共用設備の導入物件数は 145 物件である。

ミャンマーでは、16 年 10 月に現地会社と合弁で GNI Myanmar Co., Ltd. を設立した。商用サービス開始は 19/3 期で同期の売上高は僅少であり、19 年 9 月末時点ででの共用設備の導入物件数は 5 物件である。

マレーシアでは、20/3 期に完全子会社(非連結)を設立した。マレーシア国内最大手の通信インフラシェアリング会社である edotco Group Sdn Bhd と 19 年 1 月に戦略的事業提携を締結し、商用サービス開始は 21/3 期を計画している。

◆ ソリューション事業

クラウド Wi-Fi ソリューションと SITE LOCATOR サービスの 2 つのサービスを提供している。クラウド Wi-Fi ソリューションは、建物を保有、もしくは管理する不動産事業者向けサービスである。SITE LOCATOR サービスは、建物の屋上の遊休スペースの収益化を考えている不動産事業者と屋上への基地局設置スペースを探している携帯通信キャリアとをマッチングさせるサービスである。

◆ 新規事業のタワー事業

タワー事業は 18 年 10 月から開始した事業だが、屋外の共用化可能な通信設備(鉄塔、コンクリート柱、ポール、アンテナ等)を提供するとして 19 年 9 月末時点では本格展開に向け、各携帯通信キャリアと協議をおこなっている。21/3 期中の商用サービス開始を計画している。

> 特色・強み

◆ 国内 IBS 事業では競合先がない

同社の国内 IBS 事業でのサービス開始は 14 年 9 月であるが、日立製作所(6501 東証一部)が同社のサービス開始時での唯一の競合先であった。日立製作所はエレベーターも製造・販売していることから不動産事業者とのパイプも太く、競争力のある競合先であったが、3 年程前に携帯通信キャリア向けの共用設備に関するサービスから撤退した。日立製作所の撤退後は、国内での競合先は海外の事業者を含めて存在しないと同社は説明している。

◆ スtockビジネス

同社の売上高は、主に通信インフラシェアリングの利用による携帯通信キャリアからの収入である。通信キャリアとの長期契約に基づいているためストック型のビジネスと言える。

> 事業環境

◆ 新規携帯通信キャリアの参入

楽天(4755 東証一部)の子会社である楽天モバイルが 19 年 10 月から携帯通信事業を開始したことで、国内の携帯通信キャリアはこれまでの 3 社体制から 4 社体制となった。楽天モバイルは現在でも東名阪中心に基地局を増設している模様である。楽天モバイルの通信環境改善努力は同社にはビジネスチャンスとなっている。

◆ 第 5 世代移動通信の商用サービス開始

日本においては、第 5 世代移動通信(以下、5G)の商用サービス開始は各社

とも概ね 20 年春の予定である。5G 用周波数は、3.7GHz/4.5GHz 帯とミリ波の 28GHz 帯であり、4G 以前に割り当てられている従来の周波数と比べると直進性が高く、障害物に弱い特性がある。そのため、基地局を多数設置してカバーしていく必要がある。各携帯通信キャリアは既存設備に新たな設備を付加することで 5G にも対応する模様である。

> 業績

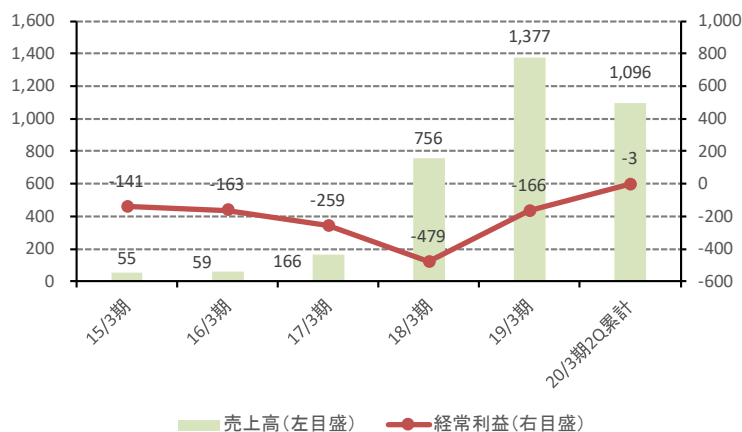
◆ 業績推移

同社の業績は、15/3 期以降開示されている(図表 4)。16/3 期の売上高は前期比 5.6%増と低い伸び率であった。国内の通信インフラシェアリング一物件当たりの契約携帯通信キャリア数(テナンシーレシオ、Tenancy Ratio)は、サービス開始から 16/3 期第 3 四半期まで長らく 1(1 社)に留まっていたためである。経常損失の拡大は、テナンシーレシオを上昇させるために営業及び技術等の人員拡充を図ったために人件費が嵩んだためである。

17/3 期以降は、テナンシーレシオの上昇等を背景に大幅な増収基調となった。18/3 期の経常損失拡大は、IBS 事業拡大のための技術及び営業担当要員による人件費負担増等によるものである。

【 図表 4 】 業績推移

(単位: 百万円)



(注) 17/3 期までは単体決算、18/3 期以降連結決算
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 19 年 3 月期業績

19/3 期業績は、売上高 1,377 百万円(前期比 82.1%増)、営業損失 169 百万円(前期は 474 百万円の損失)、経常損失 166 百万円(同 479 百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純損失 214 百万円(同 577 百万円の損失)であった。

国内 IBS 事業においては、導入物件数が前期末比 54 物件増の 97 物件となったことから、増収率は 69.3%であった。海外 IBS 事業においては、Southern Star Telecommunication Equipment Joint Stock Company ??? がフル寄

与したため、売上高は前期比 85.8%増と大きく伸長した。

売上総利益率は47.0%と前期比 24.7%ポイント改善した。建物に通信インフラシェアリングを構築するための採算性の低い工事売上高の売上構成比が前期比で縮小したためである。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前期比 26.9%増となったものの、販管費率は同 25.8%ポイント改善の 59.3%となり、売上総利益率の改善と相まって営業損失の縮小に貢献した。

◆ 20年3月期第2四半期累計業績

20/3 期第2 四半期累計(以下、上期)業績は、売上高 1,096 百万円、営業利益 10 百万円、経常損失 3 百万円、親会社株主に帰属する四半期純損失 28 百万円であった。

売上総利益率は 51.8%と前通期比 4.8%ポイント改善した。テナンシーレシオが上昇したためである(19年9月末時点 2.8)。販管費率は 50.8%と前通期比 8.5%ポイント改善した。売上総利益率及び販管費率の改善により、営業利益は黒字へと浮上したが、持分法(ミャンマーでの合弁会社)による投資損失 13 百万円と支払利息等により経常損失となった。

◆ 20年3月期の会社計画

同社の 20/3 期計画は、売上高 2,439 百万円(前期比 77.0%増)、営業損失 165 百万円(前期は 169 百万円の損失)、経常損失 258 百万円(同 166 百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純損失 289 百万円(同 214 百万円の損失)である(図表 5)。

国内 IBS 事業は 20/3 期末の導入物件数を前期末比 70 物件増の 167 物件として、売上高は 1,695 百万円(前期比 96.3%増)を見込んでいる。海外 IBS 事業の売上高は 455 百万円(同横ばい)を見込んでいる。前期は一時的な売上高(工事売上高)があったが、今期は工事売上高がなくなる見込みであるため、導入物件数が前期末比 11 物件増の 152 物件と想定されるものの、海外 IBS 事業の売上高は前期比横ばいの見通しである。ソリューション事業は Wi-Fi ソリューションのアクセスポイント(無線 LAN 機能付きの端末を無線で接続するための機器)の機器導入台数の増加、SITE LOCATOR サービスでの不動産事業者と携帯通信キャリアとの基地局設置の成約件数の増加等により売上高は 288 百万円(同 4.9 倍)を見込んでいる。

売上総利益は増収率を上回る前期比 84.9%増の 1,197 百万円を見込んでいる。国内 IBS 事業のテナンシーレシオの上昇を前提に採算改善を見込んでいる。販管費は同 66.7%増の 1,362 百万円を見込んでいる。販管費の負担が大きいことから前期に続き営業損失(165 百万円)の計画である。なお、期末

従業員数は、今後の事業展開のため前期比末比 13 人増の 58 人を計画している。

上場に伴う諸経費を想定していること等から営業外収支は 14 百万円のマイナス(前期は 2 百万円のプラス)となり、経常損失は営業損失を上回る 258 百万円を見込んでいる。特別損益は第 3 四半期以降見込んでいないことから、親会社株主に帰属する当期純損失は 289 百万円を計画している。

【 図表 5 】 業績予想

	19/3期			20/3期予想		
	百万円	構成比	前期比	百万円	構成比	前期比
売上高	1,377	100.0%	82.1%	2,439	100.0%	77.0%
国内IBS事業	863	62.7%	69.3%	1,695	69.5%	96.3%
海外IBS事業	455	33.0%	85.8%	455	30.5%	9.4%
ソリューション事業	59	4.3%	38.0×	288	11.8%	4.9×
売上原価	730	53.0%	24.3%	1,242	50.9%	70.0%
売上総利益	647	47.0%	282.9%	1,197	49.1%	84.9%
販売費及び一般管理費	817	59.3%	26.9%	1,362	55.8%	66.7%
営業利益	-169	-	-	-165	-	-
経常利益	-166	-	-	-258	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-214	-	-	-289	-	-

(注) 予想は会社予想

(出所) 「東京証券取引所マザーズへの上場に伴う当社決算情報等についてのお知らせ」を基に証券リサーチセンター作成

◆ 成長戦略

国内 IBS 事業での成長戦略は、①導入物件数の拡大、②共用設備を利用する携帯通信キャリア数を増やす、③5G 対応による需要の取り込みである。

導入物件数の拡大については、新規件数が 19/3 期では 54 物件、20/3 期上期では 26 物件であった。営業を中心とした人員拡充により引き続き導入物件数の増大に取り組むとしている。

19 年 9 月末時点でのテナンシーレシオは 2.8 とサービス開始当初の 1.0 から大きく向上してきた。19 年 10 月からの楽天モバイルの新規参入による通信基地局への設備投資を同社は不透明として、当面は楽天モバイルを除く携帯通信キャリア 3 社を対象にテナンシーレシオを 3.0 に近づける方針である。

5G については、同社は 5G 対応の設備開発を進めている模様で、20/3 期中にも携帯通信キャリアのニーズを取り込むことで 5G 対応サービスを開始したいとしている。

通信行政を司る総務省は、4G 以前では全国を対象とした商用サービスを提供できる携帯通信キャリアに周波数の割り当てをしてきた。しかしながら、5G では特定のエリアや建物内に限定して、総務省は無線局免許を割り当てる方

針である。同社は無線局免許を得る通信事業者となるためのサポートビジネス、また同社が無線局免許を得る通信事業者として、不動産事業者や工場運営者等の事業者へシステム及び運用管理サービスを提供するビジネスを検討中である。

海外 IBS 事業では、①国内同様に導入物件数の増大及び既存設備での携帯通信キャリアの利用者数増、②同業者からの共用設備運営の譲受、③既存進出国以外の国への進出を挙げている。

タワー事業では、19年7月に締結した日本電信電話(9432 東証一部、以下、NTT)との資本業務提携を梃に成長を図る構えである。NTTグループが保有する設備、工事や保守等のノウハウを吸収して 5G の通信環境整備に取り組む方針である。

> 経営課題/リスク

◆ 役員の保有株比率が高い

代表取締役社長の田中敦史氏、田中氏の資産管理会社、取締役の桐谷裕介氏と祢津信夫氏の上場時点の保有株数は合計で 6,684,500 株、保有株比率は 34.5%に達している。現経営陣は、株主総会の決議事項に関する拒否権を有している。

◆ ベンチャーキャピタルの保有株が多い

上場時のベンチャーキャピタル及び投資事業組合が保有する同社株式は 2,312,600 株と発行済み株式数の 11.9%に達する。ベンチャーキャピタル等が短期間に大量の株式を売却した場合、同社株式の需給バランスが悪化する場合があり、株価が不安定となる可能性がある。

◆ 配当について

同社は、創業以来無配を続けている。株主に対する利益還元を経営の重要課題の一つとして認識しているが、内部留保の充実により経営基盤を強化すること、収益力強化及び収益基盤の多様化のための投資も重要であるとしており、20/3 期についても無配を計画している。

◆ タワー事業

同社が 21/3 期よりサービス開始を予定しているタワー事業は、現時点で競争相手がない国内 IBS 事業と違って、大手資本と競合することが多くなる模様である。同社はNTTと資本業務提携をしたが、タワー事業はNTTグループを中心に展開する模様であることから、NTTドコモ(9437 東証一部)が主要顧客となる可能性が高い。したがって、NTTドコモ以外の携帯通信キャリアが展開する通信設備整備事業等とは競合する可能性がある。

例えば、KDDI (9433 東証一部) とソフトバンクは、地方における 5G の通信設備の早期整備を共同で推進することに合意している。また、東

京電力ホールディングス(9501 東証一部)の完全子会社である東京電力パワーグリッドでは保有している送電鉄塔、無線鉄塔の利用サービスを、関西電力(9503 東証一部)の完全子会社であるオプテージは、通信・放送局用基地局の賃貸サービスを展開している。

【 図表 6 】 財務諸表

損益計算書	2018/3		2019/3		2020/3 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	756	100.0	1,377	100.0	1,096	100.0
売上原価	587	77.7	730	53.0	528	48.2
売上総利益	169	22.3	647	47.0	567	51.8
販売費及び一般管理費	643	85.1	817	59.3	556	50.8
営業利益	-474	-	-169	-	10	1.0
営業外収益	7	-	18	-	11	-
営業外費用	12	-	15	-	25	-
経常利益	-479	-	-166	-	-3	-
税金等調整前当期(四半期)純利益	-560	-	-166	-	-10	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	-576	-	-199	-	-25	-

貸借対照表	2018/3		2019/3		2020/3 2Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	2,781	58.2	2,983	40.3	3,149	36.8
現金及び預金	2,452	51.4	2,329	31.5	1,707	19.9
売上債権	195	4.1	379	5.1	1,283	15.0
固定資産	1,994	41.8	4,412	59.7	5,412	63.2
有形固定資産	1,500	31.4	3,631	49.1	4,645	54.3
無形固定資産	464	9.7	654	8.9	610	7.1
投資その他の資産	29	0.6	125	1.7	156	1.8
総資産	4,776	100.0	7,396	100.0	8,561	100.0
流動負債	986	20.7	2,143	29.0	3,577	41.8
短期借入金	15	0.3	12	0.2	1,037	12.1
未払金	429	9.0	1,019	13.8	717	8.4
前受収益	318	6.7	737	10.0	1,470	17.2
固定負債	1,580	33.1	2,744	37.1	4,129	48.2
長期借入金	150	3.1	300	4.1	300	3.5
長期前受収益	1,024	21.4	2,042	27.6	3,499	40.9
純資産	2,209	46.3	2,508	33.9	854	10.0
自己資本	1,149	24.1	1,549	21.0	854	10.0

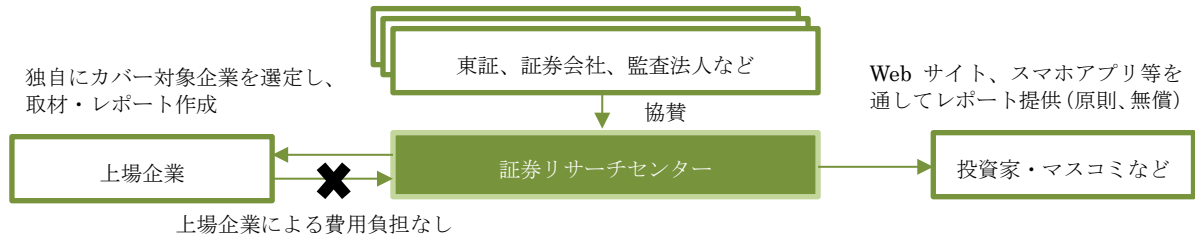
キャッシュ・フロー計算書	2018/3		2019/3		2020/3 2Q累計	
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	888		1,290		1,677	
減価償却費	233		300		274	
投資キャッシュ・フロー	-1,900		-2,110		-2,200	
財務キャッシュ・フロー	2,603		570		-646	
配当金の支払額	-		-		-	
現金及び現金同等物の増減額	1,563		-254		-1,170	
現金及び現金同等物の期末残高	2,261		2,006		829	

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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、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。
- ・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・間接的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、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。