

ホリスティック企業レポート エボラブルアジア 6191 東証マザーズ

フル・レポート
2017年3月17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 20170314

ベトナムでの IT オフショア開発も手掛ける国内航空券のオンライン販売最大手 今後の成長を占う新ブランド「Air Trip」のブランドの浸透度合いに注目

1. 会社概要

- エボラブルアジア(以下、同社)は、国内航空券のオンライン販売の最大手である。唯一国内の全航空会社との代理店契約を持つことを背景とした仕入れ、複数の販路を通じた販売力、自前で保有する IT 開発力の 3 点を強みに、取扱高を伸ばしてきている。

2. 財務面の分析

- 11/9 期以降の売上高は、実質的に 5 期連続の増収で、年平均 43.0%ペースで拡大してきた。この期間、経常利益は年平均 95.1%の増益だったが、受託開発案件で損失が発生した 13/9 期だけは減益を経験した。
- 航空券のオンライン販売の同業より、規模と収益性は同社が上回る。一方、安全性や収益性で、宿泊予約サイト運営企業を下回るが、今後、比較企業の水準まで収益性を引き上げる余地があることを示唆している。

3. 非財務面の分析

- 同社の知的資本の源泉は、オンライン事業の仕入、営業、IT 開発という組織資本に属する一連のプロセスにあると考える。また、自前の IT 開発力が、販売強化と仕入強化の好循環を支えてきた。これらより、関係資本の顧客が増加し、国内航空券のオンライン旅行代理店最大手になったと考える。

4. 経営戦略の分析

- 対処すべき課題として、オンライン旅行事業での国内航空券販売の収益構造の改善、ブランディング、取扱商材の拡大が挙げられる。
- オンライン旅行事業での新ブランド「Air Trip」は、収益構造を変える可能性があることと、将来的に総合旅行のプラットフォームとなりうることから、この立ち上げに注力し、ブランディング等のコストを投入するとしている。

5. アナリストの評価

- 証券リサーチセンターでは取扱高を増やすための同社の戦略は適切であると評価している。新ブランド「Air Trip」の成否は、今後の同社の成長スピードを左右するもので、当面は、成功の必要条件であるブランドの浸透度合いを注視したい。

アナリスト:藤野敬太

+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

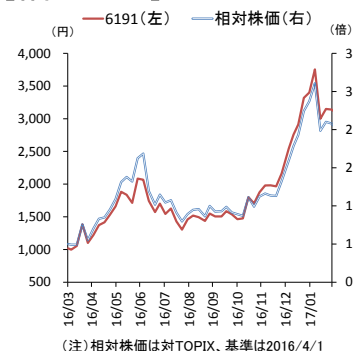
【主要指標】

2017/3/10			
株価(円)	3,080		
発行済株式数(株)	16,684,200		
時価総額(百万円)	51,387		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	138.7	82.8	58.2
PBR(倍)	22.6	16.6	12.5
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	1.7	42.4	262.4
対TOPIX(%)	-0.8	37.4	210.1

【株価チャート】



【6191 エボラブルアジア 業種: サービス業】

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)
2015/9	2,754	89.8	312	215.2	305	227.2	172	283.3	12.6	24.9	0.0
2016/9	4,000	45.2	618	97.7	571	87.0	340	97.3	22.2	136.4	0.0
2017/9 CE	6,147	53.7	1,001	61.9	961	68.2	594	74.8	35.7	—	0.0
2017/9 E	6,288	57.2	1,061	71.6	1,053	84.4	621	82.6	37.2	185.7	0.0
2018/9 E	8,299	32.0	1,506	41.9	1,495	41.9	882	41.9	52.9	247.3	0.0
2019/9 E	10,708	29.0	2,175	44.4	2,164	44.8	1,277	44.8	76.5	336.3	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

16年3月の上場時に769,500株(分割後ベース2,308,500株)の公募増資を実施(オーバーアロットメント分149,500株(同448,500株)を含む)

16年7月27日に1:3の株式分割を実施

フル・レポート

2/36

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

➤ 事業内容

◆ 国内航空券のオンライン販売の最大手

エボラブルアジア(以下、同社)は、オンライン旅行事業を中核事業としている。現会長と現社長がそれぞれ、国内航空券をオンラインで販売する企業を創業して経営していたが、規模の拡大を目指して合流し、同社が設立された。国内の全航空会社との代理店契約を持つ仕入れ、複数の販路による販売力、サイト構築やシステム連携を行う自社保有のIT開発力という3つの競争力の源泉を活かして取扱高を増やし、国内航空券のオンライン販売の最大手となった。

◆ 東南アジアで日系最大手となったオフショア開発事業も展開

オンライン旅行事業の競争力の源泉のひとつであるIT開発力は、ベトナムの子会社がベースとなっている。この開発体制をもとに、ITオフショア開発事業を展開している。日系のクライアントの要望に基づいて人員を雇用し、専属チームを組成してクライアントの指揮下で開発を行う方式(ラボ型開発)に特化している。一般の受託開発に比べて、赤字になるリスクは低く、第二の収益の柱となっている。

◆ 訪日旅行事業の育成を開始

国内航空券の販売、ベトナムでのITオフショア開発に続き、外国人の訪日旅行に関する需要に対応する事業の開拓に注力し始めている。海外向けの国内航空券の販売のほか、民泊プラットフォームの構築やキャンピングカーレンタル等に着手した。同社は事業投資に積極的なスタンスをとっており、訪日旅行事業の分野を中心に、資本提携やM&A等を手掛けている。

◆ 利益の大半はオンライン旅行事業が創出

同社の事業は、オンライン旅行、ITオフショア開発、その他事業の3つのセグメントに分類される(図表1)。ITの受託開発を行うその他事業はほぼ消失する見込みである。一方、訪日旅行事業はオンライン旅行事業に含まれる。現在、全売上高の約73%を占めるオンライン旅行事業が利益の大半を創出している。

【図表1】セグメント別売上高・営業利益

(単位:百万円)

	売上高						営業利益					
	15/9期	16/9期	前期比		構成比		15/9期	16/9期	前期比		営業利益率	
			15/9期	16/9期	15/9期	16/9期			15/9期	16/9期	15/9期	16/9期
オンライン旅行事業	1,717	2,897	72.3%	68.6%	62.3%	72.4%	561	943	62.2%	68.0%	32.7%	32.6%
ITオフショア開発事業	1,014	1,220	122.0%	20.3%	36.8%	30.5%	18	82	-41.0%	342.1%	1.8%	6.8%
その他事業	158	3	41.9%	-97.5%	5.7%	0.1%	3	0	—	—	1.9%	-0.8%
調整額	-135	-121	—	—	-4.9%	-3.0%	-270	-408	30.7%	50.8%	—	—
合計	2,754	4,000	89.8%	45.2%	100.0%	100.0%	312	618	215.2%	97.3%	11.4%	15.5%

(出所) エボラブルアジア有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 国内航空券のオンライン販売の最大手

同社の中核事業であるオンライン旅行事業は、国内航空券を中心に旅行商材のインターネット販売を行っている。同社は、国内航空券の OTA (Online Travel Agent) としては国内最大手である。

OTA とは、インターネット上で取引を行う旅行会社のことである。OTA の取扱商品としては、宿泊施設の宿泊や航空券等の手配旅行、宿泊と航空をセットにしたダイナミックパッケージ、宿泊施設とユーザーが直接契約する宿泊仲介等が該当する(実店舗で営業する旅行会社によるオンライン販売は通常 OTA とは扱われない)。

◆ 航空券の流通

航空券は元々、航空会社が乗客に販売するものである。航空会社による直販が中心だが、直販しきれない分もあるため、一定割合をパートナー企業に販売している。

航空券を販売するパートナー企業には、JTB (東京都品川区) のような実店舗で販売する旅行会社のほか、オンラインのみで販売する OTA がある。OTA はさらに、ダイナミックパッケージを主に取り扱う会社と、航空券単独で販売する会社があり、同社は、航空券単独で販売する独立系の OTA である。

注1) LCC

Low-Cost Carrierの略。

効率化の向上によって低い運航費用を実現し、低価格かつサービスが簡素化された航空輸送サービスを提供する航空会社のことを言う。

ユーザーの視点に立つと、LCC ^{注1}等の航空会社の増加等により、航空券を購入する方法の選択の幅が広がっている。そのため、複数の航空会社を比較検索した上で航空券を購入するという需要が高まっており、OTA が増加する一つの背景となっている。

◆ 商流はシンプルだが...

他の OTA と同様、同社の商流は、航空会社や旅行代理店から、航空券や宿泊等の旅行商材を仕入れ、複数の販路を通じて販売するというものである。商流自体はシンプルだが、各所に同社の競争力の源泉が散りばめられている。

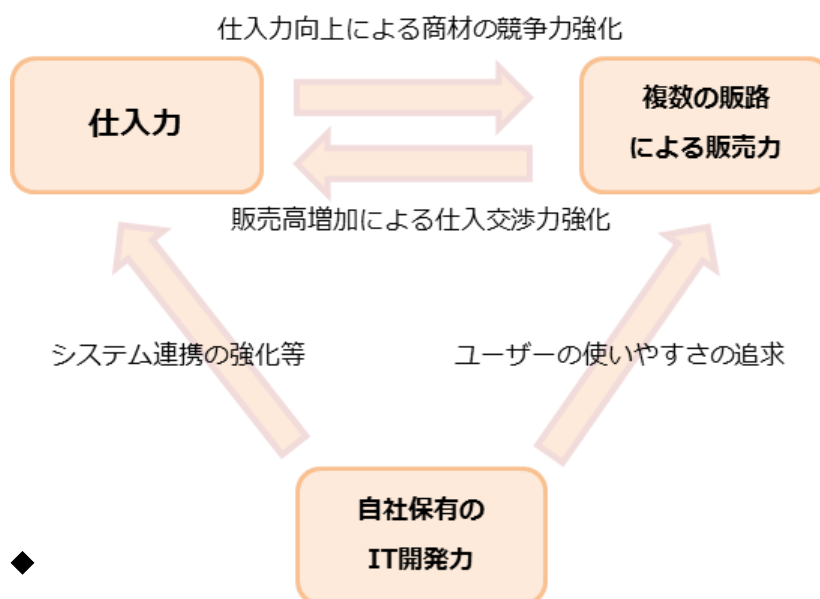
◆ オンライン旅行事業の3つの競争力の源泉

同社のオンライン旅行事業の競争力の源泉として、以下の3点が挙げられる。

- (1) 仕入力
- (2) 複数の販路による販売力
- (3) 自社保有の IT 開発力

複数の販路を通じて販売を強化し、取扱高を増やすことで仕入交渉力を強化して仕入力を向上させる。仕入力の向上によって取り扱う商材の競争力を強化して、販売を強化するという好循環を実現している。そして、それを支えるのが、自社で保有する IT 開発力という構図となっている（図表 2）。

【 図表 2 】 オンライン旅行事業の 3 つの競争力の源泉



（出所）証券リサーチセンター

オンライン旅行事業の競争力の源泉 1：仕入力

OTA の競争力を決定する最大の要因は、航空券の仕入力である。仕入力は、取り扱い可能な航空会社の数、航空会社ごとの料率及び取扱高によって左右される。特に前者は、比較検索の需要の増加を背景に、重要な要因となっている。

同社は、国内の全航空会社 15 社と代理店契約を締結している唯一の OTA である。さらに、16 年 11 月に独立系 OTA として初めて ANA ホールディングス（9202 東証一部）傘下の全日本空輸との認可代理店契約（通常の代理店契約より強い）を締結し、販売力を強化している。

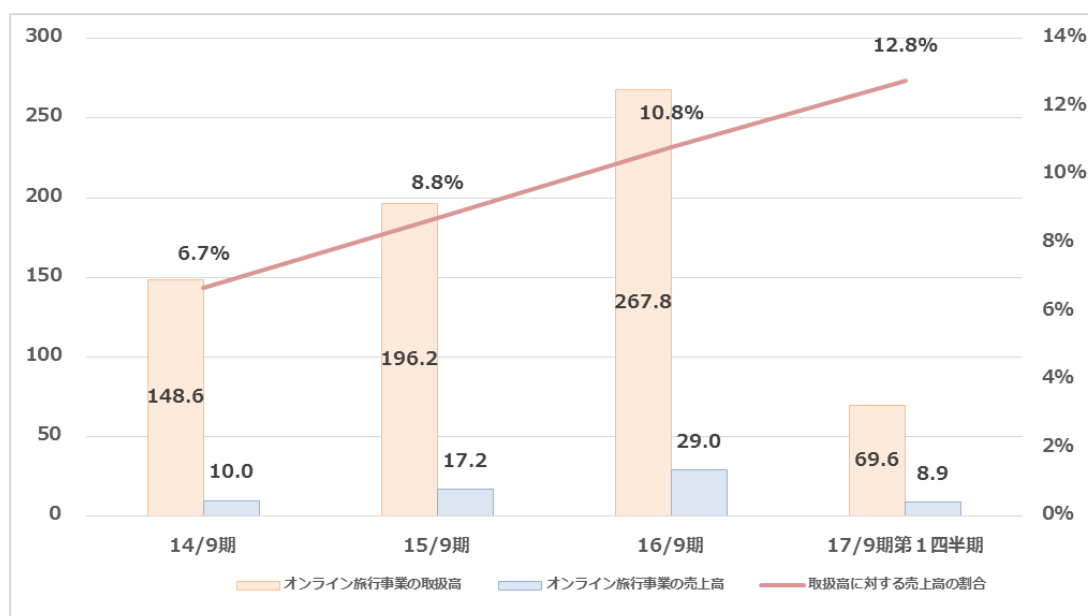
なお、航空会社としては、直販を主としているため、やみくもに代理店を増やす施策は採らない。そのため、OTA としては、こうした航空会社との代理店契約を持つこと自体が、他社に対する参入障壁となっている。

一方、OTA が航空券を販売することは、航空会社に対し、送客という貢献をしていることを意味する。そのため、OTA の取扱高が増加するほど貢献度の高さが航空会社に評価され、OTA の仕入交渉力が上昇していくことになる。

同社は、航空券代金から仕入価格を差し引いた手数料を売上高として計上している。そのため、取扱高に対する売上高の割合が、仕入交渉力を示すひとつの目安となる。この割合は、年を追うごとに上昇している（図表 3）。航空会社ごとに料率が異なることや、オンライン旅行事業の取扱高や売上高に航空券の販売以外のものが含まれるため、完全に正確な数値とは言えないものの、仕入交渉力が強くなっていることを示唆していよう。

【図表 3】オンライン旅行事業の取扱高と売上高

(単位：億円)



(出所) エボラブルアジア有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ オンライン旅行事業の競争力の源泉 2：複数の販路による販売力

同社では、主に以下の 4 つの販路で航空券を販売している。多様な販路を有して取扱高を増加させることにより、仕入先に対する交渉力が強まり、仕入力を強化する要因ともなっている。

(1) 自社媒体直販 (BtoC)：

PC やスマホの自社ブランドサイトで販売

(2) OEM 提供 (BtoBtoC)：

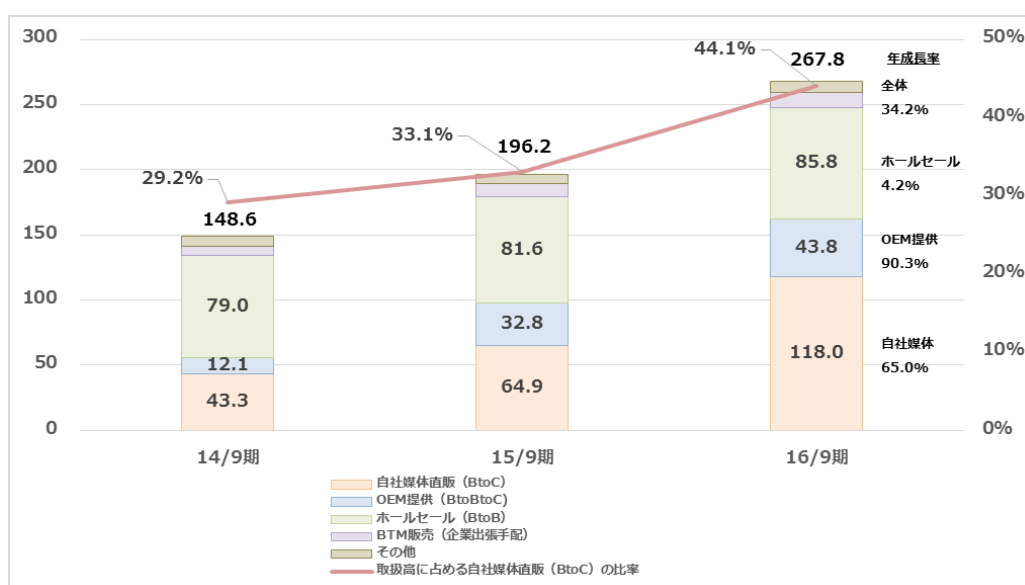
他社ウェブ媒体へ旅行コンテンツの検索・予約エンジンを提供

- (3) ホールセール (BtoB) :
旅行会社に対する旅行商品の卸売り
- (4) BTM 販売 (企業出張手配) :
法人向け出張手配サービスをクラウドサービスで提供

14/9 期まではホールセールが最も取扱高が大きい販路であったが、直近 2 年は自社媒体直販 (BtoC) の拡大が著しく、16/9 期の同社の取扱高 267.8 億円の 44.1%が自社媒体直販となっている(図表 4)。また、同社は OEM 提供を初めて行った OTA であり、直近 2 年の OEM 提供の年平均伸び率は 90.3%と販路の中で最も高い。

【図表 4】オンライン旅行事業の取扱高の販路別の推移

(単位:億円)



(出所) エボラブルアジア有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

なお、同社の自社媒体は一つのブランドに統一されているわけではなく、複数の媒体によって構成されている(図表 5)。

【図表 5】オンライン旅行事業の自社媒体(16 年 9 月期末)

業務内容	サイト名称	特徴
総合旅行販売	TRIP STAR	・総合旅行商品(国内航空券、新幹線、海外ホテル)の予約が可能 ・スマートフォンやモバイルにも対応
	エアーズゲート	・国内航空券、国内ツアー商品の予約サービス
	e航空券.com	・国内航空券の予約サービス
国内航空券販売	空旅.com	・国内航空券、国内ツアー商品の予約サービス
海外航空券販売	CAS Tour	・海外格安航空券の専門サイト
海外ホテル販売	旅WEB	・海外ホテル予約に特化した直販サイト
		・40,000軒以上の宿泊施設をオンライン上で空室検索可能

(出所) エボラブルアジア有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ オンライン旅行事業の競争力の源泉 3：自社保有の IT 開発力

オンライン旅行事業では、IT 開発力が競争力を左右する。ユーザーに対しては、比較検索への需要の高まりもあって、システムやサービスの使い勝手が集客や販売に影響を与える。一方、代理店契約を締結した航空会社とはシステム連携を進め、航空券の予約や手配業務の自動化を進める必要がある。また、新しくサービスを始めるにしても、IT 開発が必要となる。

同社は、ベトナムにて IT オフショア開発を行う EVOLABLE ASIA Co., LTD. という子会社を持ち、550 名規模の開発リソースを保有している。自前で開発力を持つことにより、迅速で柔軟なシステム開発・運用を可能としている。

◆ 新ブランド「Air Trip」で収益構造の変化を志向

「Air Trip」は、17/9 期より立ち上げた新ブランドである。

航空券の OTA には、ユーザーの大半が認知しているようなブランド力を持つサイトが存在していない。そのため、同社を含めた従来のサイトは、集客を、検索連動のリスティング広告に頼らざるを得ない状況にある。価格志向が強いユーザーは、検索によって格安航空券を探すため、特定のサイトへのロイヤリティが低く、リピート率が低い。そのため、次に航空券を購入する時も、再度検索を行って格安の航空券を探し求める。OTA にとっては、1 回ごとにリスティング広告の費用を払うこととなり、広告費がかさむ収益構造となっている。

これに対し、「Air Trip」ではリスティング広告を行わない。リスティング広告にかける分の広告費をユーザーにポイント還元する(航空券購入代金の 2%) ことにより、最も「おトクな」サイトとしてのブランドを確立し、リピート率を上げることで利益率を上げていくことを意図している。同時に、他の OTA に対する競争優位性を高めていく計画でもある。

また、「Air Trip」が高いブランド力を構築することを前提に、総合旅行サービスのプラットフォームとしていく予定である。既に開始した国内航空券を皮切りに、「Air Trip」ブランドでの取扱い商材を増やしていく予定である。

◆ 訪日観光事業

16/9 期に新しい部署を設け、訪日旅行需要に対応する訪日観光事業に本格着手した。従前からの海外代理店やウェブ媒体への日本国内航空券の横断検索や予約販売システムの OEM 提供(7 カ国語対応)を行うとともに、航空券の周辺分野の事業開発を行っている。

注2) CtoC

Consumer to Consumerの略。

個人間、とりわけ一般消費者同士の間で行われる商取引のこと。また、個人間の取引を仲介する事業やサービスを指すこともある。

注3) 民泊

元々は民家に泊まることを意味していた。今は、宿泊用に提供された個人宅の一部や空き別荘、マンションの空室等に宿泊することを指す。または、個人宅や投資物件を有料で貸し出すビジネスのことを指すこともある。

そのひとつが、CtoC^{注2)}型の民泊プラットフォームの構築である。民泊^{注3)}のビジネスは、潜在需要は大きいものの、今後の法律の整備を待たねばならない部分が残る分野である。同社では、法律の整備と歩調を合わせながら、まずは日本人向けのサービスとして立ち上げ、その後、多言語化を進めながら、海外からの旅行者にも対応していく予定である。具体的には、17年1月に「Air Trip 民泊」としてプレオープンしたのに続き、4月にグランドオープンする予定である。現在は、特区民泊と簡易宿所の掲載を開始した段階である。

また、16年7月にM&Aで子会社化したエルモンテ RV ジャパン(米国シェア第2位のエルモンテ RV 社の日本での総代理店)を通じて、訪日客向けキャンピングカーレンタル事業の準備も進めている。17/9期は15台のキャンピングカーで始める予定だが、数年で300台規模の稼働にするとしている。

なお、訪日観光事業の業績貢献はまだ小さいため、17/9期第1四半期末の時点では、セグメント上はオンライン旅行事業に含まれている。

◆ IT オフショア開発事業

オンライン旅行事業の競争力の源泉の一つであるIT開発力を支えるのが、ベトナムにて自前で保有している開発リソースである。この開発リソースを活用して、IT オフショア開発事業を展開している。

同社のシステム開発の最大の特徴は、他社が行うような受託開発を行わず、ラボ型開発に特化している点にある。

ラボ型開発とは、クライアントごとに専属チームを組成して派遣する方法である。ラボ型開発では、クライアントにとっては、一定水準以上の質のリソースを正社員として雇用するより安価に確保でき、また、クライアント側が開発の指示系統を持つため、開発途中のブラックボックス状態を避けることができる。ゲームやウェブ開発で主流となっているアジャイル型開発^{注4)}を行う企業にとっては、同社のラボ型開発を使うことのメリットが大きい。

同社にとっても以下のメリットがある。

- (1) クライアントからの依頼でエンジニアを雇用してチームとして派遣する形をとるため、エンジニアの稼働率はほぼ100%を維持できる。

注4) アジャイル型開発

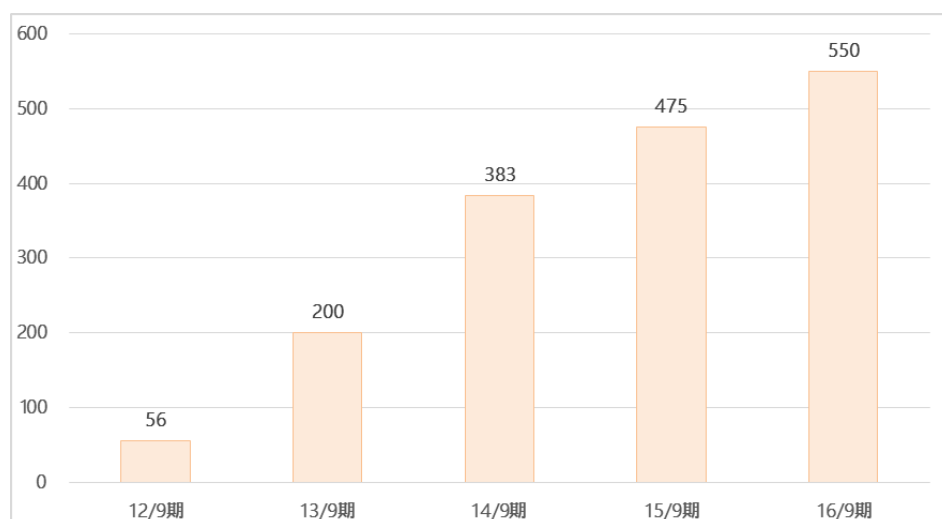
アジャイルとは元々は「すばやい」という意味である。システム開発の分野では、短い開発期間単位を採用することで、リスクを最小化しようとする手法のことを言う。ウェブサービスの開発では、アジャイル型開発が用いられることが多いとされている。

- (2) 開発遅延が起きたことで余計にかかったエンジニアの費用はクライアントが負担するため、同社にとって、案件が赤字になるリスクはない。
- (3) クライアントの多くがオンラインゲームやウェブサービスなど、システム開発を継続し続けなくてはならない業種の企業であるため、クライアントのサービスが終了しない限りラボが使われ続ける。そのため、事実上のストック型ビジネスであり、収益が積み上がっていく。

IT オフショア開発事業は 12/9 期に開始されたが、以降陣容を拡大し、既に東南アジアでは日系最大手となっている。16/9 期末の人員数は 550 名に達している（図表 6）。

【 図表 6 】 IT オフショア開発事業の人員数の推移

(単位：人)



(出所) エボラブルアジア成長可能性に関する説明資料、決算説明会資料より
証券リサーチセンター作成

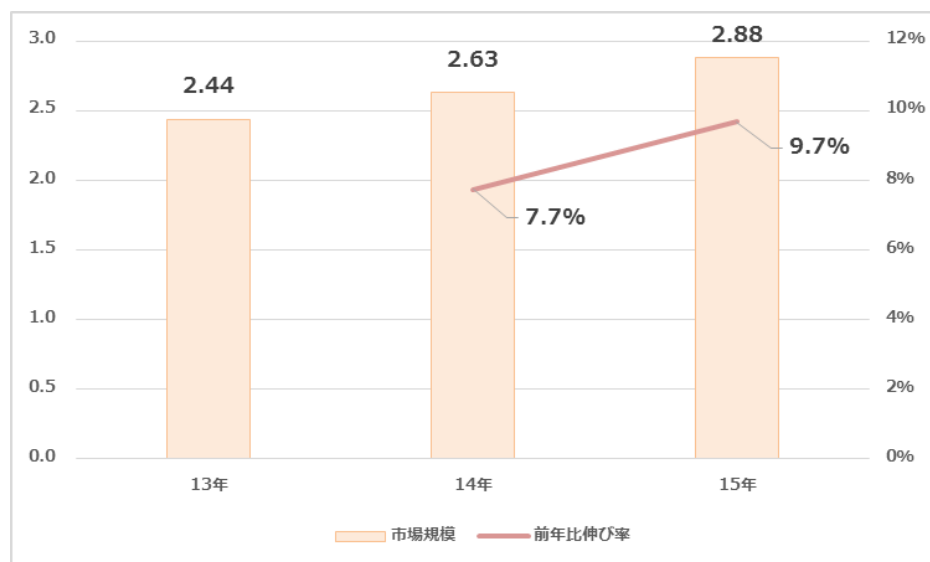
> 業界環境と競合

◆ 旅行サービス分野における EC 市場規模

旅行の予約はオンライン販売との親和性が高いと言われており、インターネットの普及に応じて成長してきた分野である。15 年の旅行サービス分野の EC 市場規模は 2.88 兆円となり、前年比 9.7%の成長を遂げている（図表 7）。

少し古いデータとなるが、日本旅行業協会の「数字が語る旅行業 2016」によると、14 年の旅行総消費額は 25.5 兆円（国内旅行 18.8 兆円、訪日旅行 2.2 兆円、海外旅行 4.5 兆円）とされている。そのため、EC 化率は約 10%ということになる。訪日旅行が牽引する形での旅行総消費額全体の拡大と EC 化率の上昇により、旅行サービス分野の EC 市場規模はまだ拡大の余地が大きいと考えられる。

【図表 7】旅行サービス分野の BtoC-EC 市場規模の推移



(出所) 経済産業省

「我が国経済社会の情報化・サービス化に係る基盤整備（電子商取引に関する市場調査）報告書」より証券リサーチセンター作成

◆ 国内航空券購入の際の選択肢の増加

日本の航空市場は、航空法の下、1980 年代までは大手 3 社の寡占状態にあったが、90 年代に定期運送航空会社の国内幹線への新規参入が認められるなど規制緩和が進み、スカイマーク（東京都大田区 参入時はスカイマーク・エアラインズ）やエア・ドゥ（北海道札幌市 参入時は北海道国際航空）が参入した。また、00 年の航空法改正により航空運賃の設定が原則自由となった。

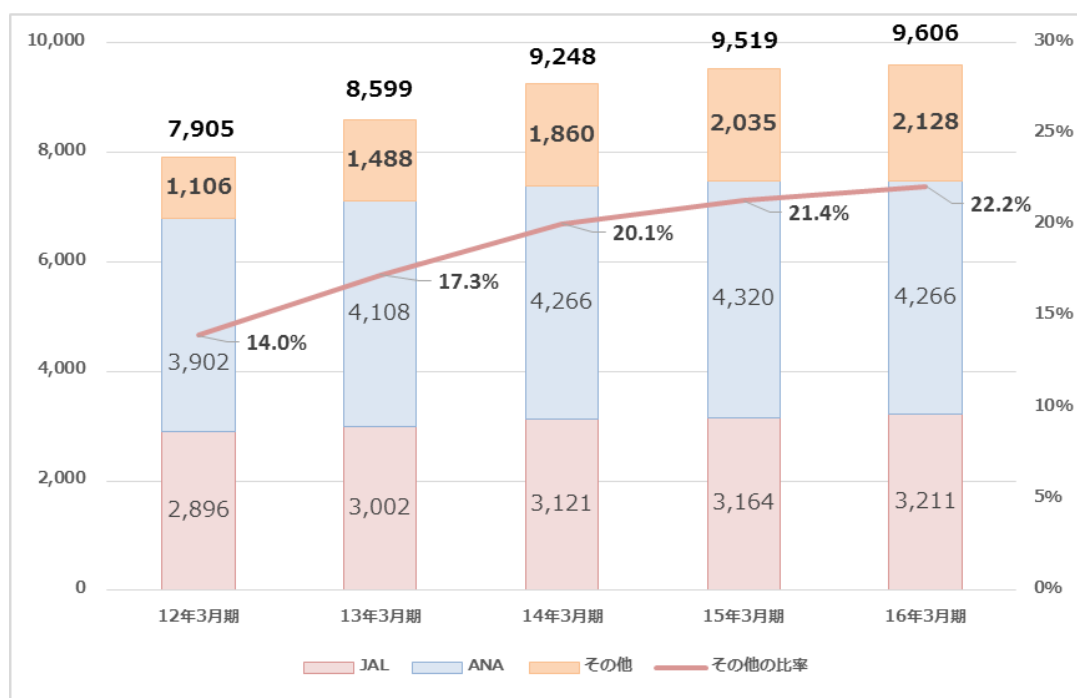
04 年に大手 3 社の一角の日本エアシステムが日本航空（9201 東証一部）に統合されて大手 2 社体制となったが、12 年にジェットスター・

ジャパン（千葉県成田市）、Peach Aviation（大阪府泉南郡）、バニラ・エア（千葉県成田市 参入時はエアアジア・ジャパン）の LCC3 社が新規参入した。そのため、12 年を「LCC 元年」と呼ぶことがある。

その結果、国内航空会社の旅客数に占める大手 2 社以外（新興航空会社と LCC の合計）の比率は上昇し、16 年 3 月期には 22.2%に達している（図表 8）。また、JTB 総合研究所の「LCC 利用者の意識と行動調査 2015」でも、国内線 LCC の利用率は 15 年 7 月の時点で 22.5%となっている。これらを踏まえると、LCC の利用率は 20%台に達し、ユーザーにとって選択肢が増え、航空券購入時に比較検討したいというニーズが高まっていることを示唆していよう。

【図表 8】国内航空会社の旅客数の推移

（単位：万人）



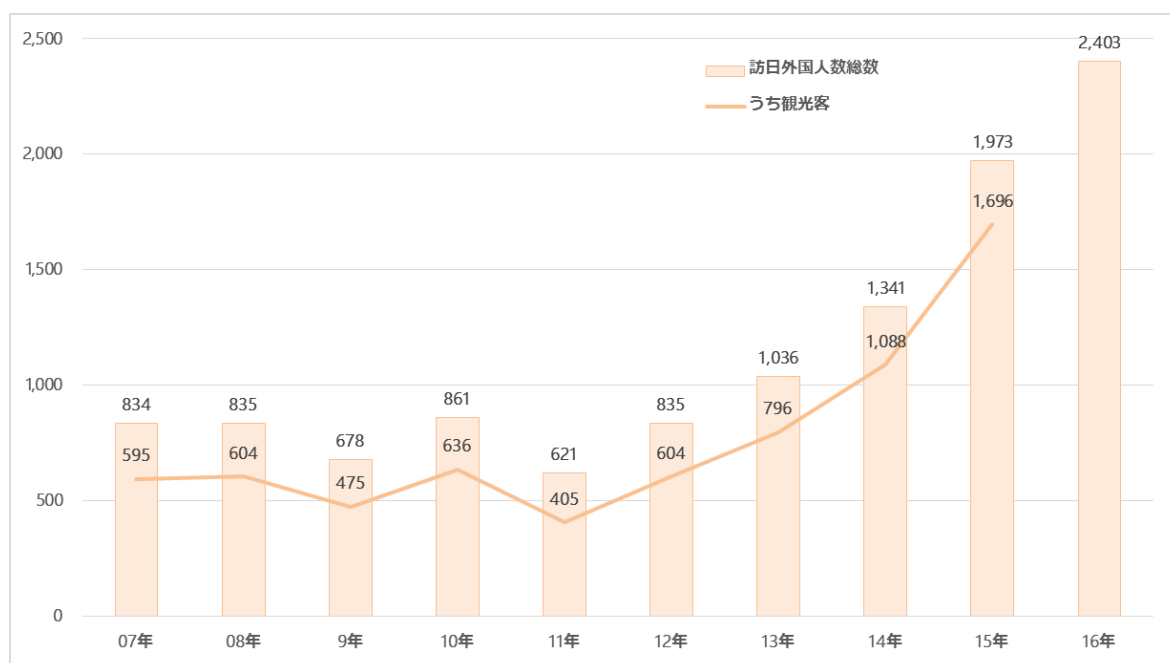
（出所）ANA ホールディングスアニュアルレポートより証券リサーチセンター作成

◆ 訪日外国人数

国内の旅行消費額の構成要素のうち、今後最も伸びる可能性があるのが、訪日外国人による旅行消費である。訪日外国人は政府の施策による後押しがあって直近数年で大きく増加し、16 年には 2,403 万人に達している（図表 9）。政府は現在、20 年に 4,000 万人という目標を定めている。

【 図表 9 】 訪日外国人数の推移

(単位:万人)



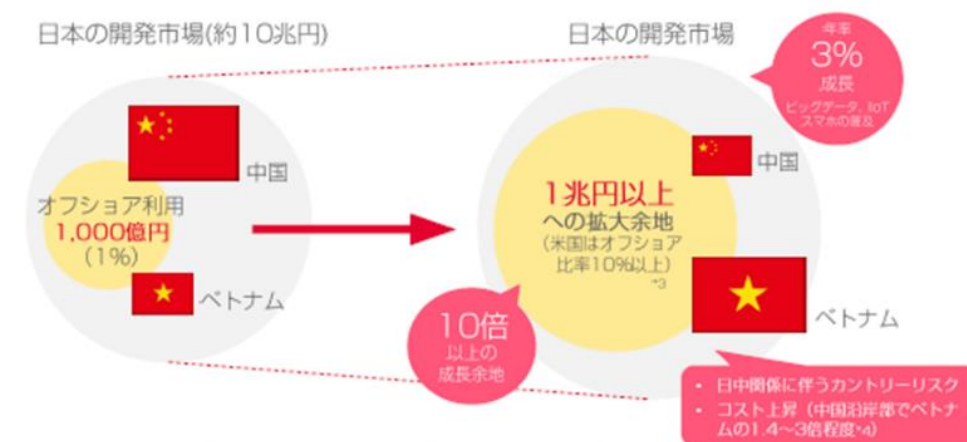
(出所) 日本旅行業協会「数字が語る旅行業 2016」、日本政府観光局「訪日外客数・出国日本人数」より
証券リサーチセンター作成

◆ IT オフショア開発でのベトナム市場の可能性

日本の IT 開発市場は 10 兆円あり、オフショア開発が利用されているのはそのうちの 1%程度と言われている。オフショアの多くが中国に向かっているのが現状である。

今後、日本の IT 開発市場は緩やかな成長に留まっても、オフショアの利用率が米国並み(10%以上)に近づくとしたら、現在の 10 倍の市場規模となる可能性がある。さらに、カントリーリスクやコスト上昇によってオフショアの先が分散されれば、ベトナムのシェアの上昇余地は大きいと考えられる(図表 10)。

【 図表 10 】 オフショアの市場規模の可能性



(出所) エボラブルアジア成長可能性に関する説明資料

◆ 競合 ～ オンライン旅行事業

国内線の航空券の販売では、8割弱が日本航空や全日本空輸といった大手航空会社の直販が占めている。残りは、航空会社のパートナー企業が販売している。

航空券を販売するパートナー企業には、JTBのような実店舗で販売する旅行会社と、オンラインのみで販売するOTAがある。

OTAはさらに、航空券を宿泊とセットで販売するOTAと、航空券単独で販売するOTAがある。前者には、楽天(4755 東証一部)が運営する「楽天トラベル」、リクルートホールディングス(6098 東証一部)の子会社のリクルートライフスタイル(東京都千代田区)が運営する「じゃらん」、ヤフー(4689 東証一部)が運営する「ヤフートラベル」がある。

後者のうち、国内航空券単独のオンライン販売に限ると、ネットの普及やLCCの拡大等によって、かつては100社近くが乱立していたが、現在、同社が取扱高首位となる。他には「スカイチケット」を運営するアドベンチャー(6030 東証マザーズ)、「さくらトラベル」を運営するさくらトラベル(東京都中央区)が上位となる。

◆ 競合 ～ IT オフショア開発事業

ベトナムでの日系のオフショア開発を行う企業は、100社近くはある模様である。また、同社が特化しているラボ型開発を行う企業も20社近くは確認できる。得意分野の違いはあるが、規模では同社がトップクラスと言って間違いなさそうである。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ～ 会長と社長がそれぞれ学生時代に起業

取締役会長の大石崇徳氏は、大学在学中の 95 年に、大学生の団体旅行の手配業務を行う株式会社アイ・ブイ・ティを創業した。また、代表取締役社長の吉村英毅氏は、大学在学中の 03 年に株式会社 Valcom を創業し、オンライン旅行事業を開始した。当時、国内航空券のオンライン旅行業ではガリバーと言える企業はなく、格安航空券のウェブ販売を行う会社が 100 社近く存在していた時期もあったようである。

なお、Valcom では 05 年頃から旅行コンテンツの他社への OEM 供給を開始しており、後の成長の礎を築いた。

◆ 沿革 2 ～ 会長と社長が共同で旅キャピタルを設立

両社とも単独で取扱高は 10 億円程度まで成長したが、競合するよりは一緒になって拡大することを志向し、07 年に吉村氏と大石氏が共同で、旅キャピタル（同社）を設立した。航空券の仕入は大石氏が、販売は吉村氏が主に担当し、お互いの強みを活かした役割分担で事業拡大を進めていった。

旅キャピタル設立後、アイ・ブイ・ティが運営していた「e 航空券.com」を事業取得するとともに、Valcom を子会社化して、Valcom が運営していた「エアーズゲート」のサービスを承継した。なお、アイ・ブイ・ティは 09 年に同社に吸収されている。

◆ 沿革 3 ～ 航空券販売の販路の拡大

その後、同社は国内航空券の取扱高を増やすべく、販路の拡大を続けていった。09 年には、パラダイムシフト（東京都中央区）より「CAS Tour」の事業を取得した。また、11 年にはワンストップで複数の商材を提供できる統一ブランドの「TRIP STAR」のサービスを開始するとともに、同年、法人向け出張サービスを開始した。また、14 年には株式会社空旅.com から「空旅.com」の営業権を譲り受け、サービスラインナップに加えた。

◆ 沿革 4 ～ IT オフショア開発事業の開始

オンライン旅行事業の競争力を支えるのはシステム開発力である。同社では、11 年に東京での自社開発からベトナムでの開発に体制を移していった。その翌 12 年、ベトナムの開発チームの活用を志向し、ソルテックグループとの合併により、EVOLABLE ASIA Co., LTD. をベトナムに設立し、IT オフショア開発事業を立ち上げた。

事業がオンライン旅行事業と IT オフショア開発事業の二本柱となったことに伴い、13 年に、旅キャピタルから、エボラブルアジアに社名を変更した。

◆ 沿革 5 ～ マザーズ上場後は M&A と新規事業の展開を加速

16 年 3 月に東京証券取引所マザーズに株式を上場した後は、両事業の拡大を進めるとともに、キャンピングカーのレンタル事業を営む株式会社エルモンテ RV ジャパン、国内の高級旅館の宿泊予約サイトを運営する株式会社らくだ倶楽部を買収するなど、M&A を積極的に手掛けている。また、訪日旅行事業、民泊事業、シェアリングエコノミービジネスの展開を強化している。

◆ 企業理念

同社は、企業理念として、「One Asia アジアは一つとなり世界をリードする」を掲げている。そして、「ひとつのアジアとして経済圏が巨大化するなかで、人の移動と仕事の移動を通じて、アジアを繋ぐ架け橋となることを目指す」としている。

◆ 株主

有価証券届出書と 16/9 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 11 の通りである。

16 年 9 月末時点で、取締役会長の大石崇徳氏が筆頭株主で 46.14%を保有している。第 2 位が吉村ホールディングス（代表取締役社長の吉村英毅氏の資産管理会社）の 23.44%で、会長と社長の 2 名で 69.58%を保有する。それ以外では、第 3 位と第 9 位にベンチャーキャピタルの FENOX VENTURE COMPANY、第 4 位にベクトル(6058 東証一部)の保有が確認される。自社株は存在しない。

【 図表 11 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前			16年9月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
大石 崇徳	2,715,900	57.20%	1	7,697,700	46.14%	1	取締役会長 上場時に150,000株(16年8月の株式分割考慮前) 売り出し
吉村ホールディングス株式会社	1,404,000	29.57%	2	3,912,000	23.44%	2	代表取締役社長の資産管理会社 上場時に100,000株(同上) 売り出し
FENOX VENTURE COMPANY 9.L.P.	269,100	5.67%	3	405,000	2.42%	3	
株式会社ベクトル	76,500	1.61%	5	229,500	1.37%	4	
MSIP CLIENT SECURITIES	0	0.00%	-	225,200	1.34%	5	
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	0	0.00%	-	148,500	0.89%	6	
日本証券金融株式会社	0	0.00%	-	102,200	0.61%	7	
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	0	0.00%	-	100,421	0.60%	8	
FENOX VENTURE COMPANY 3.L.P.	42,300	0.89%	7	81,900	0.49%	9	
野村信託銀行株式会社(投信口)	0	0.00%	-	77,800	0.46%	10	
笹沼 泰助	127,200	2.68%	4	-	-	-	上場時に127,200株(同上) 売り出し
山下 大介	76,500	1.61%	5	-	-	-	
FENOX VENTURE COMPANY 8.L.P.	18,600	0.39%	8	-	-	-	
薛 悠司	15,000	0.32%	9	-	-	-	子会社取締役
株式会社ヒトキインキュベーター	3,000	0.06%	10	-	-	-	役員により過半数が所有される会社
(大株主上位10名)	4,380,600	92.26%	-	12,980,221	77.81%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	336,600	7.09%	-	1,495,800	8.97%	-	16年12月28日時点
発行済株式総数	4,748,100	100.00%	-	16,682,400	100.00%	-	

(出所) エボラブルアジア有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、11/9 期以降の数値が開示されており、売上高の 16/9 期までの年平均成長率は 14.3%減となる（同社は 14/9 期から連結決算のため、11/4 期の単体の数値と比較）。これは 12/9 期までは航空券の販売金額を売上高とするグロス計上だったものが、13/9 期からは手数料のみを売上高とするネット計上へ、会計処理の方法が変更されたためである。ネット計上の方法で算出した場合の 11/9 期の売上高は 670 百万円となり、実質的に年平均成長率 43.0%の増収だったことになる。

当該期間の経常利益の年平均成長率は 95.1%であったが、13/9 期に一度減益を経験した。これは、IT オフショア開発事業において受注した受託開発案件で損失が発生したためである。それ以降、受託開発は行わず、赤字が発生しないラボ型開発に特化したこともあり、オンライン旅行事業の増収がそのまま増益に直結する形で増益基調を取り戻した。

◆ 16 年 9 月期は上場時会社計画を上回り大幅増益

16/9 期は、売上高が前期比 45.2%増の 4,000 百万円、営業利益が同 97.7%増の 618 百万円、経常利益が同 87.0%増の 571 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 97.3%増の 340 百万円と、大幅増収増益となった。上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高が 109.0%、営業利益が 128.6%となった。

増収及び増益を牽引したのが、取扱高が前期比 36.5%増となったオンライン旅行事業であった。販路別には、同 81.7%増と大きく伸びた自社媒体直販が全体の伸びを牽引した。

取扱高の拡大はバイイングパワーの上昇につながり、航空券の調達コストが低下した。売上総利益率が 15/9 期の 73.5%から 16/9 期の 83.0%へ 9.5%ポイント上昇した主要因が、この調達コストの低下である。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、15/9 期の 1,712 百万円から 16/9 期の 2,703 百万円へ 991 百万円増加した。この増加分のうち、608 百万円が広告宣伝費の増加で、さらに、訪日旅行事業に対する先行投資もあった。それでも増収効果によって、16/9 期のオンライン旅行事業の売上高セグメント利益率は 32.6%と、15/9 期の 32.7%とほぼ同水準を維持した。また、IT オフショア開発事業の売上高セグメント利益率も 15/9 期の 2.1%から 16/9 期は 7.5%へ改善した。これらの結果、全体の営業利益率は 15/9 期の 11.4%から 16/9 期には 15.5%へ大きく改善した。

◆ 東証マザーズ上場時の公募増資により自己資本増強

16 年 3 月の東証マザーズ上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、15/9 期末に 16.5%であった同社の自己資本比率は、16/9 期末には 47.0%まで上昇し、財務の安全性が大きく改善されたと言える。

> 他社との比較

◆ 航空券や宿泊予約のサイトを運営する企業と比較

航空券や宿泊予約のサイトの運営を主要業務とする上場企業と財務指標を比較した。

比較対象企業は、格安航空券予約販売サイト「Skyticket (スカイチケツト)」の運営を主力とするアドベンチャー、旅行比較サイト「トラベルコちゃん」の運営を主力とするオープンドア (3926 東証一部) に加え、高級ホテル・旅館の宿泊予約の一休 (非上場) とした (図表 12)。一休は 16 年 3 月にヤフーに買収されて非上場となったが、16/3 期までの決算情報が開示されている。

同社と同じ国内航空券の OTA 大手であるアドベンチャーとの比較では、成長性と安全性は似たような水準にあるが、規模と収益性は総じて同社が上回っている。国内航空券の OTA の業界全体が成長期であるということで、規模の拡大が収益性向上につながりやすい状況になっていると考えられる。

一方、オープンドアや一休との比較では、成長性は同社が上回るが、安全性や収益性は総じて同社が下回っている。これは同じオンライン旅行業であっても、宿泊予約の方が先に市場が成立、拡大したことが背景にあると考えられる。今後同社が成長を続けた場合、現在のオープンドアや一休の収益性の水準まで改善できる余地があることを示していると言えよう。

【 図表 12 】 財務指標比較：航空券や宿泊予約のサイトを運営する企業

項目	銘柄	コード	エボラブルアジア		アドベンチャー	オーブンドア		一休
			6191		6030	3926		2440 (注)
			直近決算期	16/9期	(参考)	16/6期	16/3期	(参考)
規模	売上高	百万円	4,000	－	2,683	2,468	－	7,822
	経常利益	百万円	571	－	276	840	－	2,775
	総資産	百万円	4,841	－	2,559	3,285	－	9,782
収益性	自己資本利益率	%	26.0	15.0	13.3	23.9	19.8	15.2
	総資産経常利益率	%	16.5	11.8	12.4	30.4	25.6	27.7
	売上高営業利益率	%	15.5	－	10.7	34.4	－	35.4
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	60.8	－	61.6	14.1	－	17.3
	経常利益（同上）	%	193.1	－	－	62.6	－	17.6
	総資産（同上）	%	68.9	－	90.2	24.1	－	3.1
安全性	自己資本比率	%	47.0	－	45.7	82.4	－	63.9
	流動比率	%	176.5	－	173.3	514.3	－	226.3
	固定長期適合率	%	33.1	－	37.8	13.9	－	30.4

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出（前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出）
 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷（自己資本＋固定負債）
 アドベンチャーは3期前の経常利益が赤字
 エボラブルアジアは14/9期より連結決算のため、3期前は単体の数値
 エボラブルアジアとオーブンドアは期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標は、参考情報として、期初と期末の平均値でなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記する
 一休はヤフーによる買収で非上場となったが、直近の16/3期の決算広告が開示されているため、比較対象に加えた
 (出所) 各社有価証券報告書、決算公告より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は取扱高を増す好循環を生み出す一連のプロセスにある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 13 に示した。

同社の知的資本の源泉は、オンライン事業の仕入、営業、IT 開発という組織資本に属する一連のプロセスにあると考える。販路の強化等で営業力が強まり、取扱高が増えることで仕入交渉力が強まる。仕入条件が良くなれば、販売する商材の競争力が増し、販売が増すことにつながる。そして、自前で IT 開発を行える体制を構築してきたことが、この好循環を支えてきた。これらの一連のプロセスにより、関係資本である顧客が増え、国内航空券の OTA 最大手のポジションを築くことができたと考える。

【 図表 13 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・オンライン旅行事業の顧客	・オンライン旅行事業の取扱高	26,784百万円
			・直販サイトのユーザー数	開示なし
			・リピート率	43%
			・取扱高における自社媒体直販の割合 (直販比率)	44.1%
			・OEM提供先	開示なし
			・BTM (法人出張契約) クライアント数	667社 (16/9期末) 722社 (17/9期第1四半期末)
	・訪日旅行事業の顧客	・OEM提供先	開示なし	16/9期は新規67社増
	・ITオフショア開発事業の顧客	・ラボ数 (クライアント数)	開示なし	16/9期は新規23社増
	ブランド	・オンライン旅行事業の運営サイト (自社媒体)	・総合旅行販売の新サイトブランド	AIR TRIP
			・総合旅行販売のサイトブランド	TRIP STAR エアーズゲート e航空券.com
			・国内航空券販売のサイトブランド	空旅.com
			・海外航空券販売のサイトブランド	CAS Tour
			・海外ホテル販売のサイトブランド	旅WEB
	ネットワーク	・オンライン旅行事業の航空券の仕入	・代理店契約を結んでいる航空会社数	15社 OTA業界で唯一国内線全航空会社と直接契約
			・主要仕入先	ナニフツーリスト (仕入高の42.9%) ジャルセールス (仕入高の24.3%)
		・オンライン旅行事業の営業	・業務提携先	光通信
組織資本	プロセス	・オンライン旅行事業の仕入	・代理店契約を結んでいる航空会社数	15社 OTA業界で唯一国内線全航空会社と直接契約
			・仕入の料率 (「売上高÷取扱高」を近似値として使用)	10.8%
		・オンライン旅行事業の営業	・オンライン旅行事業の取扱高	26,784百万円
			・販路の種類	4種類
			・取扱高における自社媒体直販の割合 (直販比率)	44.1%
			・取扱高における媒体別の割合 (自社媒体直販以外)	OEM提供 16.4% ホールセール販売 32.0% BTM販売 4.3%
		・オンライン旅行事業のIT開発	・ベトナム子会社の開発リソース	550名
		・ITオフショア開発事業の体制	・ベトナム子会社の開発リソース	550名
		・事業ポートフォリオ構築及び 事業投資先 (M&A含む) の選定	・ベトナム子会社の開発拠点	3拠点 (ホーチミン、ハノイ、ダナン)
			・特になし	特になし
	知的財産 ノウハウ	・ITオフショア開発事業の案件管理	・特になし	特になし
		・ソフトウェア	・貸借対照表上のソフトウェア	202百万円
人的資本	経営陣	・社長をはじめとする経営陣の認識及び知見 ・インセンティブ	・OTA業界に携わっている年数	現会長の創業から22年 現社長の創業から14年
			・取締役会長による保有	7,697,700株 (46.14%)
			・代表取締役社長による保有	3,912,000株 (23.44%) (資産管理会社の保有分)
			・社長及び会長以外の取締役の持株数 (監査役は除く)	0株
			・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	直近の開示なし
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	70百万円 (4名)
			・従業員数	616名 (連結) 67名 (単体)
			・平均年齢	32.4歳 (単体)
	従業員	・企業風土 ・インセンティブ	・平均勤続年数	2.6年 (単体)
			・従業員持株会	なし
			・ストックオプション	1,495,800株 (8.9%) (16年12月28日時点) *取締役の分を含む

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は16/9期、または16/9期末のものとする

(出所) エボラブルアジア有価証券報告書、四半期報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態はサービス業に属し、国内航空券等のオンライン販売を主力事業としていることもあり、IR 資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「One Asia アジアは一つとなり世界をリードする」を企業理念に掲げ、「ひとつのアジアとして経済圏が巨大化するなかで、人の移動と仕事の移動を通じて、アジアを繋ぐ架け橋となることを目指す」という経営方針のもと、本業のオンライン旅行事業と IT オフショア開発事業を通じて社会に貢献する方針を採っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は7名で構成され、うち2名が社外取締役である。

社外取締役の森部好樹氏は、日本興業銀行（現みずほ銀行）で長くキャリアを積んだ後、興銀証券の取締役、ビックカメラ（3048 東証一部）の取締役、興和の代表取締役社長、オンデーズの代表取締役社長、共同広告社の代表取締役社長を歴任してきた。現在は、有限会社ロッキングホースの代表取締役との兼任である。

社外取締役の小俣泰明氏は、伊勢丹データーセンター、NTT コミュニケーションズを経て、クルーズ（2138 東証 JQS）の取締役技術統括担当執行役員、トライフォートの代表取締役 CVO/CTO を歴任した。現在は、アルサーガパートナーズの代表取締役との兼任である。

同社は監査役会設置会社であり、監査役会は常勤監査役1名、非常勤監査役3名（うち社外監査役2名）で構成されている。

常勤監査役の若林嗣弘氏は、日清食品、Robert Bosch Japan、Jaguar Japan、Barclay Japan、モバイルキャスト、New City Property Service を経て、同社に入社した。同社で監査役に就任した後は、エルモンテ RV ジャパンの監査役、かんざしの監査役、らくだ倶楽部の監査役を兼任している。

非常勤監査役の天屯吉明氏は、伊勢善、大京化学を経て、衆議院議員公設第一秘書に就任した。その後、TKMC を設立して代表取締役に就任した。その後、同社の社外取締役、エレテックコーポレーションの専務取締役に歴任した。現在は、TKMC の代表取締役との兼任である。

非常勤監査役で社外監査役の岡田雅仁氏は、富士銀行(現みずほ銀行)で長くキャリアを積んだ後、すまいの取締役、コスモライフの常務取締役を歴任した。現在は、M&E コンサルティングの代表取締役との兼任である。

非常勤監査役で社外監査役の森田正康氏は、スペースアルクの取締役、NPO 教育支援協会の理事、アルクの取締役を歴任してきた。現在は、ヒトメディア、ヒトトキインキュベーターの2社の代表取締役のほか、株式会社代々木高校、English Central、Classi、AMPLE、GLOBAL EDUCATION PARTNERS、English Central Inc.、ポリグロッツ、ハイアス・アンド・カンパニー(6192 東証マザーズ)各社の取締役、オープンエイトの社外取締役との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 国内航空券販売の収益構造の改善

国内航空券の OTA の業界では、ウェブサイトとにかくに集客するかが鍵となるため、どの OTA もウェブ広告に大きな費用をかけざるを得ないという構造的な問題を抱えている。

同社では、国内航空券販売の業界において、消費者の誰もが知っているようなブランドが確立されていないことがその最大の要因と捉えており、そのような業界におけるガリバーブランドの確立を目指している。17/9 期より立ち上げた「Air Trip」はそのための新ブランドであり、これをどれだけ早く育成できるかが喫緊の最大の課題となろう。

国内航空券 OTA 業界におけるガリバーブランドを確立することで、競争を優位に進めるとともに、事業の収益性を高めることを目指すとしている。

◆ ユーザーに対するブランディング

「Air Trip」は検索連動のリスティング広告をなるべく使わずにレポートユーザーを集めるモデルである。そのため、ユーザーが「Air Trip」と聞いた時に、航空券販売サイト、または旅行サイトであることを惹起できるほどにブランドを浸透させる必要がある。そのため、同社では、「Air Trip」の立ち上げと同時に、そのブランディングのために費用をかけるとしている。

◆ オンライン旅行事業における取扱商材の拡大

同社のオンライン旅行事業における売上高は、国内航空券の販売に関わる収入が中心となっている。消費者のニーズに沿って複数の旅行商品を組み合わせ提供できるようにする必要性から、取扱商材の多様化を進めるとしている。このことは、商材が偏りすぎるもののリスクを軽減することにもつながる。

> 今後の事業戦略

◆ オンライン旅行事業～新ブランド「Air Trip」の立ち上げ

国内航空券販売の業界で、誰もが認知しているガリバーブランドの育成を目指し、新ブランドの「Air Trip」を立ち上げた。

「Air Trip」は、従来のサイトとは異なる収益構造になるよう設計されている。従来のサイトは、検索連動のリスティング広告による集客を前提として成り立っている。当然、広告費がかさむ収益構造である。これに対し、「Air Trip」ではリスティング広告を行わず、その分の広

告費を顧客にポイント還元する。この顧客への還元をもって、最も「おトクな」サイトとしてのブランドを確立し、リピート率を上げることで利益率を上げていくとしている。

なお、「Air Trip」は総合旅行サービスのプラットフォームとしていく方針であり、既に開始した国内航空券を皮切りに、取扱い商材を増やしていく予定である。例えば、東日本旅客鉄道(9020 東証一部)との契約で開始となった新幹線予約販売は、現在は BtoC サイトの「TRIPSTAR」での取り扱いだが、近いうちに「Air Trip」での提供を予定している。

◆ オンライン旅行事業～出張需要への対応の強化

同社の推計によると、ビジネス利用の国内線の市場規模は約 5,000 億円とのことである。同社は既にクラウドサービスの形態で BTM 販売を行っているが、当分野でのシェアは 0.2%程度に留まっており、シェア拡大の余地が大きいと見ている。

そのため、BTM 販売については、営業パートナーの拡大と航空券以外の商材の追加により、出張需要への対応を強化する。なお、16 年 7 月の光通信(9435 東証一部)との業務提携は、BTM の販売先の紹介を狙ったものである。

◆ 訪日旅行事業～サービスの追加

訪日旅行事業では、既に CtoC 型民泊プラットフォームの構築や、キャンピングカーレンタルに着手している。各々を競争力のある事業に育成していくのと同時に、訪日観光客の需要に対応するサービスをさらに追加していく。

◆ IT オフショア開発～規模の拡大

IT オフショア開発の事業戦略はまずは規模の拡大である。16 年時点でラボ人員は 550 名だが、20 年までに 3,000 名まで増やすことを目標としている。また、現在はベトナム 3 拠点にラボが置かれていて、その最適化を図りつつ、ベトナム内外での拠点開設も進めていく。

また、現在の案件の多くは、日系企業からのものである。そのため、規模の拡大のためにも、日系企業以外からの案件の拡大を図る必要がある。そのため、既にシリコンバレーに設けられている拠点を通じて、欧米企業からの案件の獲得を目指していく。

◆ 投資及び M&A

同社は、16/9 期には、国内宿泊のらくだ倶楽部や、キャンピングカーレンタルのエルモンテ RV ジャパンといった旅行関連企業を子会社化した。また、旅行関連以外でも、ウェブマーケティング支援のウィルゲート（東京都渋谷区）やサイバーセキュリティクラウド（東京都渋谷区）といったシナジーのある企業への投資を行った。

17/9 期より新事業として「投資事業」を開始するとしており、今後も事業投資及び M&A を積極的に行うとしている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 14 のようにまとめられる。

【 図表 14 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・オンライン旅行事業 - 国内の全航空会社との代理店契約を持つ唯一のOTAであることを背景とした仕入力 - 取扱高の多さを背景とした仕入力 - 4つの販路を通じた販売力（中でも直販サイトとOEM提供） - 自前で保有するIT開発リソースと体制 ・ITオフショア開発事業 - ベトナムにおいて日系最大手の開発体制を保有 - ラボ型開発に特化
弱み (Weakness)	・オンライン旅行事業の自社サイトのブランド力の低さ - その結果としての、集客コストをかけ続けなくてはならない収益構造 ・現社長及び現会長への依存度が高い事業運営
機会 (Opportunity)	・オンライン旅行事業 - 旅行商品販売のEC化率の上昇 - LCCの社数及び旅客数の増加を背景とした横断検索需要の高まり - 新ブランド「Air Trip」の立ち上げが軌道に乗った際の収益改善余地 ・訪日外国人数の増加 ・ベトナムのオフショア開発の需要の増加 ・事業投資やM&Aの機会 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	・自然災害やテロといったことが発生することで航空需要そのものが減退する可能性 ・航空会社の方針変更の可能性 ・新規参入の増加や他のOTAとの競争の激化 ・新ブランド「Air Trip」の立ち上げの不発 ・ITオフショア開発事業で採用が進まない可能性（特に日本語ができるエンジニア） ・事業投資やM&Aが期待する効果をもたらさない可能性 ・今後増えていくグループ会社を管理する能力が未知数

(出所) 証券リサーチセンター

「ビジネスモデル」の項でも記載した通り、国内航空券の OTA は一時期 100 社近くが存在していた。その中から同社が抜け出し、国内航空券の OTA 最大手となったのは、オンライン旅行事業の競争力の源泉を的確に認識し、その強化を行ってきたためである。

「ビジネスモデル」の項で述べた 3 つの競争力の源泉のうち、「仕入力」と「複数の販路」は鶏と卵の関係である。取扱高が多くなれば仕入力が増し、仕入力が増せば価格競争力が強くなって、取扱高が増加する。

同社はまず取扱高を増やすことに注力し、販路の種類を増やしていった。OTA の中で OEM 提供を同社が初めて行ったというのは、その象徴と言えよう。当然、OEM 提供は誰もが出来ることではない。取り扱うことができる旅行商材が一通り揃っていることと、OEM 先のものに合わせてシステムをカスタマイズする IT 開発力をそなえていることが必要条件となる。そのような要件をひとつずつ構築していったことで、国内航空券の取扱高に関して OTA 最大手というポジションを構築するに至った。

> 経営戦略の評価

◆ 新ブランド「Air Trip」は大きな挑戦

同社は 17/9 期より新ブランド「Air Trip」の立ち上げを開始した。この「Air Trip」によって、集客のために多くの広告費をかけざるをえなかった現在の収益モデルを変えることができるか、また、「Air Trip」ブランドの下で周辺の旅行商材を提供する総合旅行プラットフォームに育つかどうか焦点となろう。「Air Trip」の成否は、今後の同社の成長のスピードを占うと言っても過言ではない。

「Air Trip」による収益改善やプラットフォーム化は、「Air Trip」が誰もが知るブランドに育っていることが前提になる。そのため、当面は、「Air Trip」に関連するブランディング活動の動向に注目したい。

◆ 訪日旅行事業はじめ多くの投資案件が出てこよう

同社は M&A を含めた事業投資や業務提携に積極的であり、これからも訪日旅行事業を中心に、多くの案件が出てこよう。しかし、その多くは全体の業績に貢献してくるまでに、最低でも 1~2 年を要するものが多い。今後、高い頻度でこうした案件のニュースリリースが出てくると予想されるが、個々に期待するよりも、まずは「Air Trip」の立ち上げの進捗に着目しておきたい。

> 今後の業績見通し

◆ 17 年 9 月期会社計画

17/9 期の会社計画は、売上高 6,147 百万円（前期比 53.7%増）、営業利益 1,001 百万円（同 61.9%増）、経常利益 961 百万円（同 68.2%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 594 百万円（同 74.8%増）である（図表 15）。

【 図表 15 】 エボラブルアジアの 17 年 9 月期の業績計画

(単位:百万円)

	15/9期	16/9期	17/9期	
	実績	実績	会社計画	前期比
取扱高	20,655	27,782	35,366	27.3%
売上高	2,754	4,000	6,147	53.7%
オンライン旅行事業	1,717	2,897	—	—
ITオフショア開発事業	1,014	1,220	—	—
その他事業	158	3	—	—
調整額	-135	-121	—	—
売上総利益	2,025	3,321	—	—
売上総利益率	73.5%	83.0%	—	—
営業利益	312	618	1,001	61.9%
売上高営業利益率	11.4%	15.5%	16.3%	—
オンライン旅行	561	943	—	—
ITオフショア開発	18	82	—	—
その他事業	3	0	—	—
調整額(全社費用)	-270	-408	—	—
経常利益	305	571	961	68.2%
売上高経常利益率	11.1%	14.3%	15.6%	—
親会社株主に帰属する当期純利益	172	340	594	74.8%
売上高当期純利益率	6.3%	8.5%	9.7%	—

(出所) エボラブルアジア決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

売上高や営業利益のセグメント別の開示はないが、利益成長の大半はオンライン旅行事業の国内航空券の取扱高の増加によるものとしている。取扱高の増加に加え、自社媒体直販の構成比の上昇による利益率上昇を見込んでいる模様である。

一方、17/9 期に立ち上げる新ブランド「Air Trip」は、オンライン旅行事業の収益構造を大きく改善しうる施策ではあるが、まずは知名度を上げる必要があるため、先行して広告宣伝費の増加が見込まれる。それでも増収と売上総利益率の改善によって販管費の増加を吸収し、営業利益率は 16/9 期の 15.5%に対し、17/9 期は 16.3%と 0.8%ポイントの上昇を予想している。

株主還元に関して、内部留保の蓄積による経営基盤の強化を優先して、無配を継続する。代わりに、投資インセンティブの向上を目指し、保有株式数に応じて年 2 回、ポイントを付与する株主優待制度を用意している。10,000 ポイントで、国内全空港発着便が 50%オフとなる同社オリジナル航空券 2 枚が提供される。また、1 年以上保有の株主に対して付与ポイントが増加するなど、長期保有のインセンティブもつけている。

◆ 17 年 9 月期第 1 四半期決算

17/9 期第 1 四半期は、売上高 1,202 百万円（前年同期比 44.3%増）、営業利益 198 百万円（同 38.7%増）、経常利益 201 百万円（同 45.0%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 147 百万円（同 79.4%増）であった。取扱高は同 26.3%増の 7,270 百万円であり、取扱高、売上高、営業利益のいずれも、第 1 四半期としては過去最高となった。通期の会社計画に対する進捗率は、売上高は 19.6%、営業利益は 19.8%となった。

セグメント別の売上高は、オンライン旅行事業が前年同期比 58.1%増、IT オフショア開発事業が同 16.6%増となった。前者は、取扱高の増加に加え、航空券の調達コストが低下したと考えられる。

売上総利益率は 83.8%となり、前年同期の 80.9%から 2.9%ポイント上昇した。オンライン旅行事業の自社媒体直販の構成比上昇が要因と考えられる。一方、販管費は 809 百万円と、前年同期より 279 百万円増加したため、営業利益率は 16.5%と、前年同期より 0.7%ポイント低下した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の 17/9 期業績について、会社計画を若干上回る売上高 6,288 百万円(前期比 57.2%増)、営業利益 1,061 百万円(同 71.6%増)、経常利益 1,053 百万円(同 84.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 621 百万円(同 82.6%増)を予想する(図表 16)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) オンライン旅行事業の取扱高は、前期比 32.5%増の 354 億円を見込む。16/9 期と同様、自社媒体直販の高い伸びが全体を牽引する展開を想定する。その結果、オンライン旅行事業の売上高は、同 71.5%増の 4,968 百万円と予想する。

(2) IT オフショア開発事業は、16/9 期末の 550 人の人員が 17/9 期末に 650 人になるものとした。その結果、IT オフショア開発事業の売上高は前期比 20.1%増の 1,320 百万円になると予想した。

(3) 売上総利益率は 84.0%と、16/9 期の 83.0%より 1.0%ポイント上昇するものと予想した。オンライン旅行事業での自社媒体直販の構成比上昇が貢献するものとした。

(4) 販管費は、16/9 期の 2,703 百万円に対し、17/9 期は 4,221 百万円と 1,518 百万円増加するものとした。増加分の大きな割合を占めるのが広告宣伝費である。「Air Trip」のブランディングに費やすとして、16/9 期の 1,269 百万円に対し、17/9 期は 2,335 百万円まで増加すると予想した。売上高に対する広告宣伝費の比率（以下、広告宣伝費率）は 47.0%となろう（16/9 期は 43.8%）。それでも、17/9 期の売上高営業利益率は 16.9%と、16/9 期の 15.5%より 1.4%ポイント上昇するものと予想した（会社計画は 16.3%）。

18/9 期以降は、オンライン旅行事業の取扱高の年 27～30%の拡大が牽引し、全社の売上高は年 29～32%の増収が続くと予想した。増収効果のほか、広告宣伝費率が 17/9 期をピークに徐々に低下するため、売上高営業利益率は 19/9 期に 20.3%まで上昇すると想定した。なお、訪日関連事業で手掛けている事業（民泊やキャンプカーレンタル等）からの売上高は見込んでいない。

【 図表 16 】 証券リサーチセンターの業績等の予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	15/9期	16/9期	17/9期CE	17/9期E	18/9期E	19/9期E
損益計算書						
売上高	2,754	4,000	6,147	6,288	8,299	10,708
前期比	89.8%	45.2%	53.7%	57.2%	32.0%	29.0%
事業別						
オンライン旅行事業	1,717	2,897	—	4,968	6,689	8,788
ITオフショア開発事業	878	1,099	—	1,320	1,610	1,920
その他事業	158	3	—	0	0	0
取扱高	20,655	27,887	—	36,809	47,745	60,512
オンライン事業	19,618	26,784	—	35,489	46,135	58,592
ITオフショア開発事業(売上高と同じ)	878	1,099	—	1,320	1,610	1,920
その他事業(売上高と同じ)	158	3	—	0	0	0
売上総利益	2,025	3,321	—	5,282	6,971	8,995
前期比	83.7%	64.0%	—	59.0%	32.0%	29.0%
売上総利益率	73.5%	83.0%	—	84.0%	84.0%	84.0%
販売費及び一般管理費	1,712	2,703	—	4,221	5,465	6,820
売上高販管費率	62.2%	67.6%	—	67.1%	65.9%	63.7%
営業利益	312	618	1,001	1,061	1,506	2,175
前期比	215.2%	97.7%	61.9%	71.6%	41.9%	44.4%
売上高営業利益率	11.4%	15.5%	16.3%	16.9%	18.1%	20.3%
事業別						
オンライン旅行事業	561	943	—	1,664	2,274	3,032
ITオフショア開発事業	18	82	—	105	136	172
その他事業	3	0	—	0	0	0
会社費用等	-270	-408	—	-708	-905	-1,029
経常利益	305	571	961	1,053	1,495	2,164
前期比	227.2%	87.0%	68.2%	84.4%	41.9%	44.8%
売上高経常利益率	11.0%	14.2%	15.6%	16.8%	18.0%	20.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	172	340	594	621	882	1,277
前期比	283.3%	97.3%	74.8%	82.6%	41.9%	44.8%
売上高当期純利益率	6.2%	8.5%	9.7%	9.9%	10.6%	11.9%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) エボラブルアジア有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 17 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書) (単位: 百万円)

	15/9期	16/9期	17/9期CE	17/9期E	18/9期E	19/9期E
貸借対照表						
現金及び預金	638	2,356	—	3,181	4,360	6,190
受取手形及び売掛金	609	1,104	—	1,479	1,931	2,469
商品及び製品、仕掛品	75	274	—	311	370	450
その他	196	289	—	386	386	386
流動資産	1,520	4,024	—	5,358	7,048	9,496
有形固定資産	60	40	—	110	83	54
無形固定資産	154	305	—	394	500	630
投資その他の資産	327	470	—	478	478	478
固定資産	543	817	—	982	1,062	1,163
資産合計	2,064	4,841	—	6,341	8,110	10,660
支払手形及び買掛金	668	1,293	—	1,807	2,285	2,996
未払法人税等	72	134	—	244	347	503
未払金及び未払費用	283	398	—	565	746	963
短期借入金	325	225	—	225	225	225
1年以内返済予定の長期借入金	18	19	—	19	19	9
その他	119	209	—	209	209	209
流動負債	1,486	2,280	—	3,073	3,833	4,906
長期借入金	99	87	—	67	48	39
その他	80	102	—	102	102	102
固定負債	180	189	—	170	151	142
純資産合計	397	2,371	—	3,098	4,125	5,611
(自己資本)	341	2,276	—	2,897	3,775	5,044
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	303	572	—	1,053	1,495	2,164
減価償却費	63	89	—	86	120	144
売上債権の増減額 (—は増加)	-239	-488	—	-375	-451	-538
棚卸資産の増減額 (—は増加)	83	-198	—	-37	-59	-80
仕入債務の増減額 (—は減少)	154	621	—	514	477	710
法人税等の支払額	-35	-127	—	-215	-360	-515
その他	1	138	—	70	180	216
営業活動によるキャッシュ・フロー	331	604	—	1,097	1,402	2,102
有形固定資産の取得による支出	-36	-29	—	-95	-15	-15
有形固定資産の売却による収入	1	1	—	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-82	-120	—	-149	-189	-238
関係会社株式の取得・売却による収支	-10	-39	—	0	0	0
連結の範囲の変更を伴う 子会社株式の取得による支出	—	-5	—	0	0	0
敷金の差入による支出	-9	-95	—	-7	0	0
その他	-30	-168	—	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-167	-456	—	-252	-204	-253
短期借入金の増減額 (—は減少)	98	-95	—	0	0	0
長期借入金の増減額 (—は減少)	117	-18	—	-19	-19	-19
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	—	1,585	—	0	0	0
配当金の支払額	—	—	—	0	0	0
その他	0	5	—	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	216	1,476	—	-19	-19	-19
現金及び現金同等物の増減額 (—は減少)	380	1,616	—	825	1,178	1,829
現金及び現金同等物の期首残高	228	608	—	2,225	3,050	4,229
現金及び現金同等物の期末残高	608	2,225	—	3,050	4,229	6,058

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) エボラブルアジア有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 航空需要の減退の可能性

同社の業績は航空需要に根差すものであるため、自然災害やテロといった航空需要を減退させるような事象が起きた場合には、業績に影響を与える可能性がある。

◆ 広告宣伝費のかけ方

16/9 期の売上高に対する広告宣伝費の割合は 43.8%であった。新ブランドの立ち上げもあり、17/9 期も高い水準であることが見込まれる。広告宣伝費のかける方が良いか、抑えた方が良いかは経営判断次第であるため、期中に経営判断が変更になった場合は、利益の出方に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施およびその時期については現時点では未定である。

◆ 光通信への新株予約権の発行の影響

16 年 7 月の光通信との業務提携に際し、166,200 株相当（発行済株式数の 1.00%）の新株予約権が付与された。この業務提携は、オンライン旅行事業の BTM 販売先と、IT オフショア開発事業の顧客の紹介を狙ったもので、紹介した販売先や顧客からの売上高が一定水準以上になると、行使が可能となる仕組みとなっている。

◆ 東証一部または二部市場への変更申請

同社は 16 年 11 月 14 日の取締役会で、17/9 期中に東京証券取引所の本則市場（東証一部または二部）への変更申請を行う目標とすることを決議し、公表した。また、東証一部への市場変更に必要な流通株式比率の充足を図る目的で、取締役会長の 大石崇徳氏 と 吉村ホールディングス（代表取締役社長の 吉村英毅氏の資産管理会社）より、16 年 11 月 29 日に発行済株式数の 4.3%、17 年 2 月 16 日に同 9.2%の株式が売却された。さらに、17 年 1 月 20 日には本則市場への変更申請を実施した。この一連の動きを踏まえ、東証一部への市場変更への期待が株価形成に影響を与えている可能性がある。

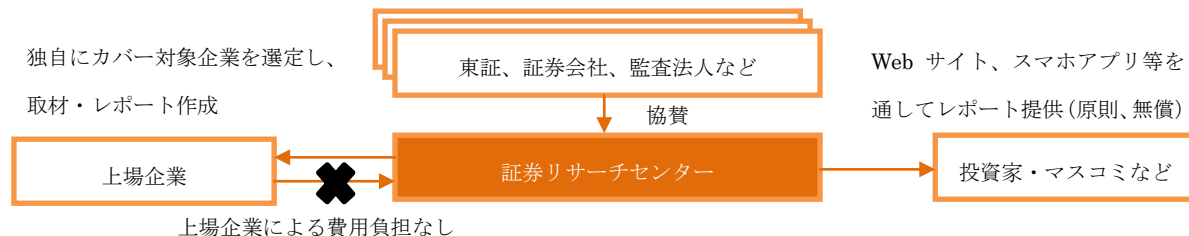
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

エボラブルアジア(6191 東証マザーズ)

発行日:2017/3/17

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。



■ 協賛会員

(協賛)			
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	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	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 パートナース	いちよし証券株式会社
宝印刷株式会社	株式会社プロネクス		

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」
ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI（業績指標）を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

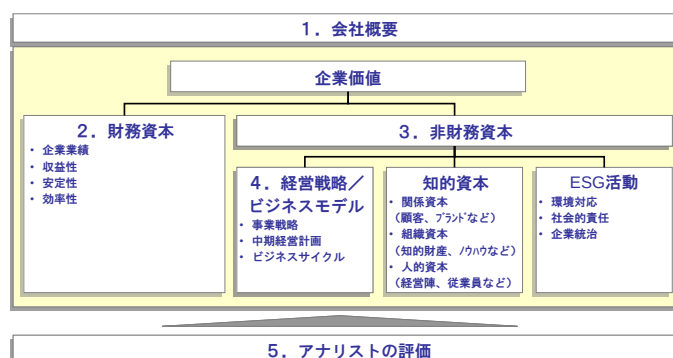
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ 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 Ratio)

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

■ 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

■ 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

■ 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

■ 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、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。特に記載のないかぎり、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ことがあります。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、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。