

# ホリスティック企業レポート

## エボラブルアジア

### 6191 東証一部

アップデート・レポート  
2018年4月27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 20180424

# エボラブルアジア(6191 東証一部)

発行日: 2018/4/27

## 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 18年9月期は引き続き「Air Trip」のブランディング戦略の進捗に注目する局面

### > 要旨

#### ◆ 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。オンライン旅行会社としては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。

#### ◆ 17年9月期決算

・17/9 期決算(日本基準)は、売上高 5,534 百万円(前期比 38.3%増)、営業利益 730 百万円(同 18.1%増)で、期初公表の通期計画に対する達成率は、売上高が 90.0%、営業利益が 73.0%に留まった。  
・オンライン旅行事業で航空券販売の新ブランド「Air Trip」が立ち上がったが、そのブランディングのために広告宣伝費が増加し、売上高営業利益率は前期比 2.3%ポイント低下の 13.2%となった。

#### ◆ 18年9月期業績予想

・18/9 期業績について、同社は、売上収益 7,050 百万円、営業利益 1,500 百万円と予想している(18/9 期より IFRS 適用のため前期比はなし)。  
・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、18/9 期の業績予想を、売上収益 7,019 百万円、営業利益 1,449 百万円とした。「Air Trip」が牽引する形での取扱高の増加と、そのための広告宣伝費の増加を見込むが、増収効果により売上収益営業利益率が改善する展開を予想する。

#### ◆ 今後の注目点

・当センターでは、19/9 期以降、オンライン旅行事業の取扱高の年 30~40%の拡大が牽引し、全社の売上収益は年 30~40%の増収が続くと予想した。広告宣伝費の増加は増収で吸収し、20/9 期の売上収益営業利益率は 22.2%まで上昇すると予想した。  
・ただし、広告宣伝費のかけ方次第で利益水準が変動する可能性もあり、「Air Trip」のブランディング戦略の進捗に注目している。

### 【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)
2016/9	4,000	45.5	618	97.7	571	87.0	340	97.3	22.2	136.4	0.0
2017/9	5,534	38.3	730	18.1	695	21.7	420	23.5	25.1	163.9	7.0
2018/9(I) CE	7,050	—	1,500	—	—	—	881	—	52.1	—	10.0
2018/9(I) E	7,019	—	1,449	—	—	—	857	—	50.7	—	10.0
2019/9(I) E	9,805	39.7	2,034	40.4	—	—	1,139	0.0	67.3	—	13.0
2020/9(I) E	12,758	30.1	2,836	39.4	—	—	1,588	0.0	93.9	—	18.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、(I)：IFRSによる開示

2018/9期よりIFRS導入予定 2018/9期以降はIFRSベースの数値で、そのため2018/9期の前期比は表示なし

IFRS移行に関して詳細の開示がないため、2018/9期以降は損益計算書の予想のみとし、BPSの予想はなしとした

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】

	2018/4/20
株価(円)	2,063
発行済株式数(株)	17,331,900
時価総額(百万円)	35,755

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	82.2	40.7	30.7
PBR(倍)	12.6	—	—
配当利回り(%)	0.3	0.5	0.6

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-5.4	-14.1	-23.4
対TOPIX(%)	-7.2	-10.0	-33.0

### 【株価チャート】



### アップデート・レポート

2/22

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ず、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。

**> 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力、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。

**◆ 訪日旅行事業も育成**

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が創出**

17/9期に報告セグメントが変更となり、同社の事業は、オンライン旅行、ITオフショア開発、投資事業の3つのセグメントに分類されることとなった(図表1)。17/9期からは、ITの受託開発を行うその他事業が報告セグメントから外れることとなった。注力中の訪日旅行事業はオンライン旅行事業に含まれる。17/9期時点で売上高の70.4%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)

報告 セグメント		売上高								
		15/9期	16/9期	17/9期	前期比			構成比		
					15/9期	16/9期	17/9期	15/9期	16/9期	17/9期
	オンライン旅行事業	1,717	2,897	3,894	72.3%	68.6%	34.2%	62.3%	72.4%	70.4%
	ITオフショア開発事業	1,014	1,220	1,661	122.0%	20.3%	36.1%	36.8%	30.5%	30.0%
	投資事業	—	—	103	—	—	—	—	—	1.9%
	その他事業	158	3	—	41.9%	-97.5%	—	5.7%	0.1%	—
	その他	—	—	1	—	—	—	—	—	0.0%
	調整額	-135	-121	-126	—	—	—	-4.9%	-3.0%	-2.3%
	合計	2,754	4,000	5,534	89.8%	45.2%	38.3%	100.0%	100.0%	100.0%

報告 セグメント		営業利益								
		15/9期	16/9期	17/9期	前期比			売上高営業利益率		
					15/9期	16/9期	17/9期	15/9期	16/9期	17/9期
	オンライン旅行事業	561	943	964	62.2%	68.0%	2.2%	32.7%	32.6%	24.8%
	ITオフショア開発事業	18	82	163	-41.0%	342.1%	97.2%	1.8%	6.8%	9.8%
	投資事業	—	—	68	—	—	—	—	—	66.1%
	その他事業	3	0	—	—	—	—	1.9%	-0.8%	—
	その他	—	—	0	—	—	—	—	—	-0.8%
	調整額	-270	-408	-465	30.7%	50.8%	41.8%	—	—	—
	合計	312	618	730	215.2%	97.3%	18.2%	11.4%	15.5%	13.2%

(出所) エポ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

## > ビジネスモデル

### 注1) OTA

Online Travel Agentの略。

インターネット上で取引を行う旅行会社のことを言う。

OTAの取扱商品には、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。

### 注2) 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。

## ◆ 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<sup>※1</sup>としては国内最大手である。

## ◆ 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。

ユーザーの視点に立つと、LCC<sup>※2</sup>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。

## ◆ シンプルな商流の中に散りばめられている3つの競争力の源泉

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

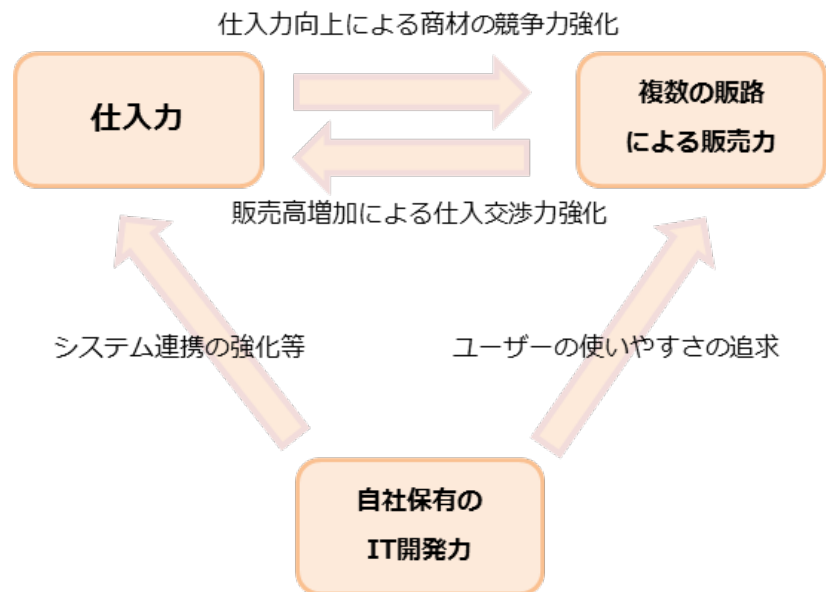
ものである。商流自体はシンプルだが、各所に同社の競争力の源泉が見て取れる。

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、国内の航路を持つ全航空会社 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。

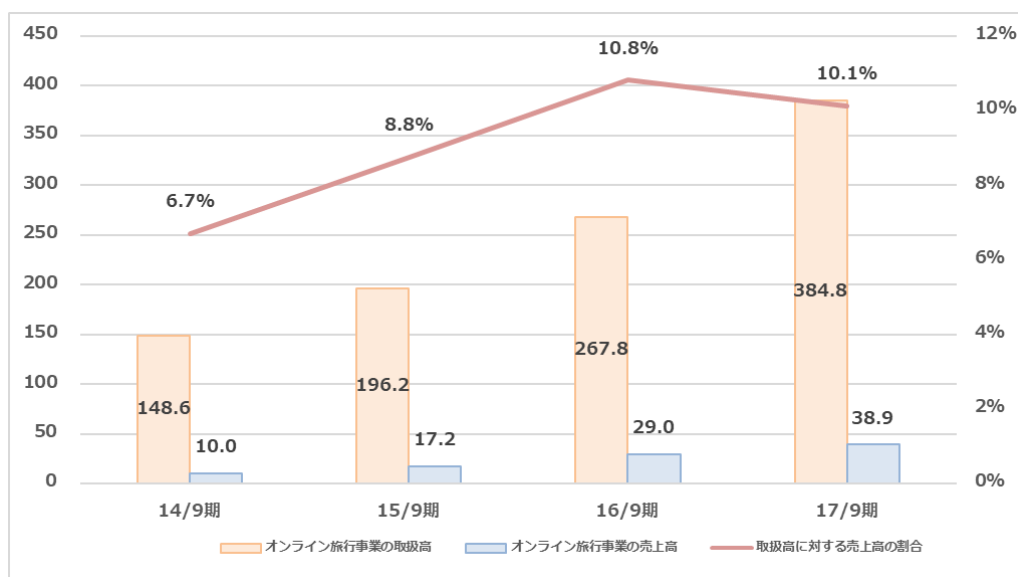
一方、OTA が航空券を販売することは、航空会社に対し、送客という貢献をしていることを意味する。そのため、OTA の取扱高が増加するほど貢献度の高さが航空会社に評価され、OTA の仕入交渉力が上昇していくことになる。

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。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が、オンライン旅行事業の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、16/9 期までは年を追うごとに上昇していったが、17/9 期は低下に転じた(図表 3)。これは、リスティング広告にかけていた費用をユーザーへの還元に戻す販売方法を採用「Air Trip(エアトリ)」(後述)経由の販売が増えた影響と推察される。

【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、16/9 期までの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た。なお、17/9 期からは販路別の取扱高の開示がなくなった。

#### ◆ 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 IT オフショア開発を行う EVOLABLE ASIA CO., LTD. という子会社を持ち、800 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。

#### ◆ 「Air Trip」へのブランド集約による収益構造の変化を志向

航空券の OTA には、現在のところ、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傾向が強い。このことは、特定のサイトへのロイヤリティが低く、リピート率が低いことを意味しており、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ことになる。OTA にとっては、毎回リスティング広告の費用を払うこととなり、顧客獲得コストがかさむ低利益率の収益構造の原因となっている。

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。

この状況を打破すべく、「Air Trip」ではリスティング広告を極力行わない方針を採っている。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。当初は個別サイトとしてプレオープンしていた海外航空券や民泊<sup>注3</sup>サイトを、「Air Trip」ブランドの下に統合している。

◆ 訪日旅行事業

16/9 期に新しい部署を設けて以降、航空券の周辺分野の事業開発を行っている。

- (1) キャンピングカー
- (2) 民泊プラットフォーム
- (3) 両替

訪日客向けキャンピングカーレンタル事業は、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、17年6月よりサービスを開始している。キャンピングカー15台で事業を開始したが、数年で300台規模の稼働にするとしている。17年5月にはエイチ・アイ・エス(9603 東証一部)で、17年9月には JTB のウェブ戦略を担う iJTB でそれぞれ販売が開始された。また、パーク24(4666 東証一部)傘下のタイムズモビリティネットワークス(広島県広島市)が運営するタイムズカーレンタルとの提携で貸出拠点の増加を図っている。

CtoC<sup>注4</sup>型の民泊プラットフォームの構築も進んでいる。民泊のビジネスは、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4月に「Air Trip 民泊」がグランドオープンした。現在は、特区民泊と簡易宿所の掲載を開始した段階だが、「Air Trip」ブランドで展開することで、旅行に不可欠な移動手段との同時提供という利便性も付加価値としていく。

両替事業には、17年3月に子会社 AirTrip Exchange を設立して参入し

注4) 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。



た。これまで、ビジョン(9416 東証一部)が運営する東京・新宿歌舞伎町のインバウンド観光ビル「歌舞伎城」、イオン(8267 東証一部)が運営するイオン那覇ショッピングセンター、東京・渋谷センター街中心部の3カ所の両替所をオープンするとともに、17年8月に両替事業に強みを持つスターキャピタル(東京都港区)の社長に対する第三者割当増資を実施し、ノウハウの吸収を行ってきた。

なお、これらの訪日旅行事業の業績貢献はまだ小さいため、17/9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<sup>注5</sup>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で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。
- (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なくてはならない業種の企業であり、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、

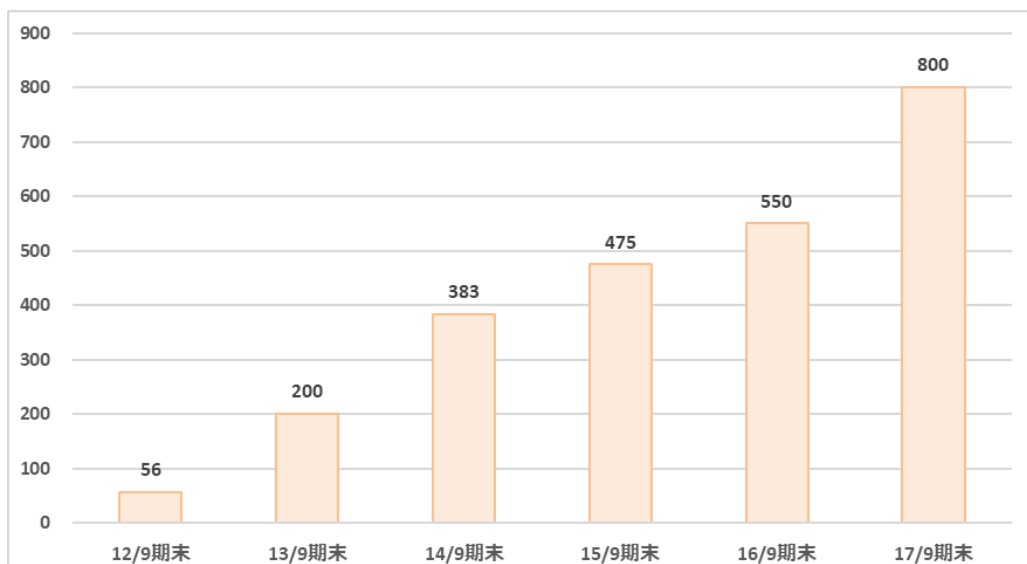
#### 注5) アジャイル型開発

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。

既に東南アジアでは日系最大手となっている。17/9 期末の人員数は約 800 名に達している (図表 4)。

【 図表 4 】 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

#### ◆ 投資事業

17/9 期より報告セグメントとなった投資事業では、既存事業とのシナジーが見込まれる成長企業への投資を行っている。ベンチャーキャピタルではなく、事業会社からの出資を希望する成長企業の需要に応えるとしている。

17/9 期には投資先を 22 社まで増やし、17/9 期末の営業投資有価証券は 1,100 百万円となっている。また、17/9 期には 1 件の投資回収があり、利益に貢献している。

### > 強み・弱みの分析

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源 (強み、弱み)、及び外部環境 (機会、脅威) は、図表 5 のようにまとめられる。

【 図表 5 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オンライン旅行事業                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> <li>- 取扱高の多さを背景とした仕入力</li> <li>- 4つの販路を通じた販売力（中でも直販サイトとOEM提供）</li> <li>- 自前で保有するIT開発リソースと体制</li> </ul> </li> <li>・ITオフショア開発事業                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- ベトナムにおいて日系最大手の開発体制を保有</li> <li>- ラボ型開発に特化</li> </ul> </li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オンライン旅行事業の自社サイトのブランド力の低さ                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> </ul> </li> <li>・現社長及び現会長への依存度が高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オンライン旅行事業                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 旅行商品販売のEC化率の上昇</li> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul> </li> <li>・訪日外国人数の増加</li> <li>・ベトナムのオフショア開発の需要の増加</li> <li>・事業投資やM&amp;Aの機会</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・航空会社の方針変更の可能性</li> <li>・新規参入の増加や他のOTAとの競争の激化</li> <li>・新ブランド「Air Trip」の立ち上げの不発</li> <li>・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）</li> <li>・事業投資やM&amp;Aが期待する効果をもたらさない可能性</li> <li>・今後増えていくグループ会社を管理する能力が未知数</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

## > 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 6 に示し、KPI の数値をアップデートした。

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 6 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	・オンライン旅行事業の取扱高	15,147百万円	38,476百万円	
		・直販サイトのユーザー数	開示なし	----	
		・「Air Trip」のユーザー数	(今回新設)	44万人	
		・リピート率	開示なし	----	
		・取扱高における自社媒体直販の割合 (直販比率)	50%超	開示なし	
		・OEM提供先	開示なし	----	
		・BTM (法人出張契約) クライアント数	782社	1,152社	
	・訪日旅行事業の顧客	・OEM提供先	開示なし	----	
	・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	----	
	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	「Air Trip」へ統合中	
・国内航空券販売のサイトブランド			空旅.com	「Air Trip」へ統合中	
・海外航空券販売のサイトブランド			CAS Tour	「Air Trip」へ統合中	
・海外ホテル販売のサイトブランド			旅WEB	「Air Trip」へ統合中	
・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	----
ネットワーク	・主要仕入先	・ナニワツーリスト (仕入高の42.9%) ・ジャルセールス (仕入高の24.3%) (16/9期)	ナニワツーリスト (仕入高の57.2%) ジャルセールス (仕入高の16.9%)		
	・オンライン旅行事業の営業	・業務提携先	光通信	----	
組織資本	・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 (「1-(売上高÷取扱高)」を近似値に使用)	87.8%	85.6%	
	・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	15,147百万円	38,476百万円	
		・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)	50%超	開示なし	
		・取扱高における媒体別の割合 (自社媒体直販以外)	上期の開示なし	開示なし	
	・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	600名規模	800名規模	
	・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	600名規模	800名規模	
	・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	354百万円	609百万円	
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	・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	----
		・インセンティブ	・取締役会長による保有	6,365,000株 (38.05%)	6,365,000株 (37.62%)
			・代表取締役社長による保有	2,996,000株 (17.91%) (資産管理会社の保有分)	2,996,000株 (17.71%) (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 (16/6期末)	----
			・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	上期の開示なし	89百万円 (5名)	
	従業員	・企業風土	・従業員数	616名 (連結) 67名 (単体) (16/9期末)	866名 (連結) 91名 (単体)
			・平均年齢	32.4歳 (単体) (16/9期末)	32.8歳 (単体)
		・インセンティブ	・平均勤続年数	2.6年 (単体) (16/9期末)	2.8年 (単体)
			・従業員持株会	なし	----
・ストックオプション	1,446,300株 (8.6%) *取締役の分を含む	3,106,600株 (18.4%) (17年12月27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、前回は17/9期上期または17/9期上期末、今回は17/9期または17/9期末のもの  
前回と変更しないものは----と表示

(出所) エボラブルアジア有価証券報告書、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

## ▶ 決算概要

### 注6) IFRSでの開示

IFRSでの開示の場合、「売上高」は「営業収益」、「当期純利益」は「当期利益」となるのが一般的だと考えられる。

当レポートでは、同社の17/9期有価証券報告書での表記を優先し、17/9期のIFRSの参考数値の開示については、「売上高」、「当期純利益」という表現を用いている。

### ◆ 17年9月期は増収増益も、日本基準では期初計画未達

17/9期決算(日本基準)は、売上高が5,534百万円(前期比38.3%増)、営業利益が730百万円(同18.1%増)、経常利益が695百万円(同21.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益が420百万円(同23.5%増)となった。期初発表の17/9期の会社計画に対する達成率は、売上高は90.0%、営業利益は73.0%であった。

なお、18/9期より開始予定のIFRSでの開示<sup>注6</sup>(非監査の参考数値)によると、売上高が5,633百万円、営業利益が1,008百万円、親会社の所有者に帰属する当期純利益が765百万円となった。

取扱高が前期比44.2%増となったオンライン旅行事業が全体の増収を牽引し、セグメント売上高は同34.2%の増収となった。販路別の詳細の開示がなくなったが、OEM提供(BtoBtoC)の伸びが大きかった模様である。そのため、主力の自社媒体直販も伸びたものの、オンライン旅行事業に占める直販比率は50%程度に留まっているものと推察される。

一方、オンライン旅行事業のセグメント利益は同2.2%増に留まり、売上高セグメント利益率は同7.8%ポイント低下の24.8%となった。主に広告宣伝費の増加によるものであり、17/9期上期は直販サイト「空旅.com」のブランディングに用いられ、17/9期下期は、新ブランド「Air Trip」のブランディングに用いられた。

なお、全社の17/9期の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は3,866百万円で、16/9期の2,703百万円から1,163百万円増加した。この増加分のうち、627百万円が広告宣伝費の増加であった。このことから、広告宣伝費をかけた状況がうかがえよう。

一方、ITオフショア開発事業は、雇用エンジニアが800名規模まで増員されたことで前期比36.1%の増収となった。この増収効果で費用増を吸収し、売上高セグメント利益率は前期比3.2%ポイント改善の10.7%となった。

また、17/9期より投資事業が新たに報告セグメントに加わった。同事業では、68百万円のセグメント利益があった。

その他、新規事業やM&Aの推進のために全社費用をかけたこともあり、全体の売上高営業利益率は13.2%と、16/9期の15.5%から2.3%ポイント低下した。

## > 最近の変化

### ◆ 積極的な買収・投資が続く

同社は、最近も積極的な買収・投資を続けている。以下、主だったものを取り上げる。

### ◆ まぐまぐの連結子会社化

17年10月にまぐまぐ(東京都品川区)の発行済株式数の85.7%を取得し、連結子会社とした。まぐまぐの純資産4.6億円に対し、投資金額は11.5億円であった。

まぐまぐは、メールマガジン配信サービス「まぐまぐ!」を始め、ウェブメディア「MAG2NEWS」や「MONEY VOICE」、スマホアプリ「mine」を運営する会社である。「まぐまぐ!」はメールマガジンプラットフォームの老舗で業界最大手であり、750万人のメルマガ会員を抱えている。また、ウェブメディアでも、月間ユニークユーザー300万人、月間1,500万ページビューを得ている。

「Air Trip」のブランディングを進める同社にとり、まぐまぐが保有する会員基盤やメディア力を用いてプロモーションを加速することが、子会社化の最大の目的と位置づけている。そのため、まぐまぐの事業はオンライン旅行事業に分類されている。また、将来的にはまぐまぐの株式上場を目指すとしている。

### ◆ エヌズ・エンタープライズの完全子会社化

17年10月に、日本航空の専売認可代理店であるエヌズ・エンタープライズ(大阪府大阪市)を完全子会社とした。この子会社化を通じて、国内旅行商品(パッケージ商品)分野に本格参入することとなった。同時に、その国内旅行商品を「Air Trip」で販売することにより、「Air Trip」の商品ラインナップの拡充を図り、集客につなげていくとしている。

エヌズ・エンタープライズは、17/9期に約50億円の取扱高の実績を持つ。18/9期には100億円の取扱高を目標としており、オンライン旅行事業全体の取扱高の増加に貢献する見込みである。

## > 今後の業績見通し

### ◆ 18年9月期会社計画

18/9期の会社計画(IFRS)は、売上収益7,050百万円(前期比25.1%増)、営業利益1,500百万円(同48.8%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益881百万円(同35.1%増)である(図表7)。18/9期よりIFRSによる業績開示に移行するため、前期比は17/9期業績をIFRSで示した場合の参考数値との比較である。

【 図表 7 】エボラブルアジアの 18 年 9 月期の業績計画

(単位:百万円)

	15/9期 実績	16/9期 実績	17/9期		18/9期	
			実績 日本基準	(参考) IFRS	会社計画 IFRS	前期比
取扱高	20,655	27,782	40,016	40,016	70,000	74.4%
売上高 (日本基準)	2,754	4,000	5,534	-	-	-
オンライン旅行事業	1,717	2,897	3,894	-	-	-
ITオフショア開発事業	1,014	1,220	1,661	-	-	-
投資事業	-	-	103	-	-	-
その他事業	158	3	-	-	-	-
その他	-	-	1	-	-	-
調整額	-135	-121	-126	-	-	-
売上収益 (IFRS)	-	-	-	5,633	7,050	25.1%
売上総利益	2,025	3,321	4,597	-	-	-
売上総利益率	73.5%	83.0%	83.1%	-	-	-
営業利益	312	618	730	1,008	1,500	48.8%
売上高営業利益率						
(売上収益営業利益率)	11.4%	15.5%	13.2%	17.9%	21.2%	-
オンライン旅行事業	561	943	964	-	-	-
ITオフショア開発事業	18	82	163	-	-	-
投資事業	-	-	68	-	-	-
その他事業	3	0	-	-	-	-
その他	-	-	0	-	-	-
調整額 (全社費用)	-270	-408	-465	-	-	-
経常利益	305	571	695	-	-	-
売上高経常利益率	11.1%	14.3%	12.6%	-	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	172	340	420	652	881	35.1%
(親会社の所有者に帰属する当期利益)						
売上高当期純利益率	6.3%	8.5%	7.6%	11.5%	12.5%	-
(売上収益当期利益率)						

(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

取扱高や売上収益、営業利益のセグメント別の開示はないが、取扱高については、オンライン旅行事業の伸びが全体の増加を牽引する展開が想定されていると考えられる。一方で、「Air Trip」のブランディングにかける広告宣伝費が高水準で推移し、オンライン旅行事業のセグメント利益率が大きく改善する可能性は低く、その分を、IT オフショア開発事業の利益の増加、投資事業の利益貢献がカバーするものと推察される。

その結果、18/9 期の売上収益営業利益率は 17/9 期比 3.4%ポイント改善の 21.3%になるものと社は予想している。

株主還元に関して、東証一部への市場変更を機に、17/9 期から 1 株当たり 7 円の配当 (期末配当のみ) を開始した。18/9 期は 3 円増配の 10 円の配当 (期末配当のみ) を予定している。配当性向は、17/9 期の 27.9%に対し、18/9 期は 19.4%になるとしている。

#### ◆ 18年9月期第1四半期決算

18/9期第1四半期業績(日本基準)は、売上高1,606百万円(前年同期比33.6%増)、営業利益87百万円(同55.9%減)、経常利益86百万円(同57.0%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益39百万円(同73.5%減)であった。また、日本基準での取扱高は11,281百万円と同56.9%増となった。

未監査の暫定値であるが、IFRSでの開示だと、売上収益は1,630百万円、営業利益は137百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益は79百万円になるとのことである。IFRSでの取扱高は、12,778百万円となった。

期初の予定通り、「Air Trip」のブランディング活動ではテレビ広告を開始し、広告宣伝費を中心とした成長投資のための費用がかさんだことにより、前年同期比で減益となった。なお、第1四半期決算公表時において、期初計画は据え置かれている。

#### ◆ 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、17/9期までの実績と18/9期よりIFRSでの開示に移行することを踏まえ、18/9期以降の業績予想を見直すとともに、IFRSベースに修正した。なお、IFRSベースでの開示情報が不足しているため、18/9期以降の予想は損益計算書のみとし、貸借対照表とキャッシュ・フロー計算書の予想は行わないこととした。

当センターでは、同社の18/9期業績について、売上収益7,019百万円(前期比24.6%増)、営業利益1,449百万円(同43.7%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益857百万円(同12.0%増)と予想した(前期比は17/9期実績の非監査のIFRSベースでの参考数値との比較)(図表8-9)。利益については、会社計画とほぼ同じ水準となった。

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52.0%増の608億円を見込む。ブランド集約の効果により、「Air Trip」の伸びが全体を牽引する展開を想定する。売上収益の取扱高に対する割合を7.9%と設定し、オンライン旅行事業の売上収益は4,620百万円と予想した。

(2) ITオフショア開発事業は、17/9期末の768人の人員が18/9期末に1,000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収益(内部調整後)は2,298百万円になると予想した。



(3) 投資事業は、18/9 期第 1 四半期に計上された 100 百万円の売上収益のみを織り込んだ。

(4) 売上総利益率は 83.5%、販管費は 4,411 百万円と予想した。費用のうち大きなウエイトを占めるのが広告宣伝費で、オンライン旅行事業の売上収益の 48.0%に相当する 2,217 百万円と想定した。費用増はあるものの、売上収益の増加の効果が上回り、18/9 期の売上収益営業利益率は 20.6%と、17/9 期の 17.9%より 2.7%ポイント上昇するものと予想した(会社計画は 21.3%)。

19/9 期以降は、オンライン旅行事業の取扱高の拡大(19/9 期は前期比 40%増、20/9 期は同 30%増)が牽引し、全社の売上収益は、19/9 期が同 39.7%増、20/9 期が同 30.1%増で推移すると予想した。売上総利益率は 18/9 期と変わらず、広告宣伝費は 19/9 期 3,104 百万円、20/9 期 3,783 百万円へ増加するものとした。それでも、増収効果により売上収益営業利益率は 20/9 期の 22.2%まで上昇すると予想した。

【 図表 8 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書、IFRS) (単位:百万円)

	15/9期 (日本)	16/9期 (日本)	17/9期 (IFRS)	18/9期CE (IFRS)	18/9期E (IFRS) (今回)	18/9期E (日本) (前回)	19/9期E (IFRS) (今回)	19/9期E (日本) (前回)	20/9期E (IFRS)
<b>共通</b>									
取扱高	20,655	27,887	40,116	70,000	60,883	47,745	85,215	60,512	110,791
オンライン事業	19,618	26,784	38,476	-	58,484	46,135	81,877	58,592	106,441
ITオフショア開発事業	878	1,099	1,534	-	2,298	1,610	3,037	1,920	3,850
投資事業	0	0	103	-	100	-	300	-	500
その他事業	158	3	1	-	-	0	-	0	-
<b>損益計算書 (IFRS)</b>									
売上収益	-	-	5,633	7,050	7,019	-	9,805	-	12,758
前期比	-	-	-	25.2%	24.6%	-	39.7%	-	30.1%
<b>事業別</b>									
オンライン旅行事業	-	-	-	-	4,620	-	6,468	-	8,408
ITオフショア開発事業	-	-	-	-	2,482	-	3,280	-	4,158
投資事業	-	-	-	-	100	-	300	-	500
その他事業	-	-	-	-	-	-	-	-	-
調整額	-	-	-	-	-183	-	-243	-	-308
売上総利益	-	-	-	-	5,861	-	8,187	-	10,653
前期比	-	-	-	-	-	-	39.7%	-	30.1%
売上総利益率	-	-	-	-	83.5%	-	83.5%	-	83.5%
販売費及び一般管理費	-	-	-	-	4,411	-	6,153	-	7,817
売上収益販管費率	-	-	-	-	62.9%	-	62.8%	-	61.3%
うち広告宣伝費	-	-	-	-	2,217	-	3,104	-	3,783
売上収益広告宣伝費率	-	-	-	-	31.6%	-	31.7%	-	29.7%
対オンライン旅行事業売上収益の割合	-	-	-	-	48.0%	-	48.0%	-	45.0%
営業利益	-	-	1,008	1,500	1,449	-	2,034	-	2,836
前期比	-	-	-	48.8%	43.7%	-	40.4%	-	39.4%
売上収益営業利益率	-	-	17.9%	21.3%	20.6%	-	20.7%	-	22.2%
<b>事業別</b>									
オンライン旅行事業	-	-	-	-	277	-	517	-	756
ITオフショア開発事業	-	-	-	-	252	-	340	-	438
投資事業	-	-	-	-	90	-	270	-	450
その他事業	-	-	-	-	-	-	-	-	-
会社費用等	-	-	-	-	828	-	906	-	1,190
税引前当期利益	-	-	-	-	1,429	-	2,034	-	2,836
前期比	-	-	-	-	-	-	0.0%	-	0.0%
売上収益税前利益率	-	-	-	-	20.4%	-	20.7%	-	22.2%
親会社の所有者に帰属する当期利益	-	-	765	881	857	-	1,139	-	1,588
前期比	-	-	-	15.1%	12.0%	-	0.0%	-	0.0%
売上収益当期純利益率	-	-	13.6%	12.5%	12.2%	-	11.6%	-	12.4%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) エポラブルアジア有価証券報告書、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

【 図表 9 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書、日本基準) (単位:百万円)

	15/9期 (日本)	16/9期 (日本)	17/9期 (日本)	18/9期CE (IFRS)	18/9期E (IFRS) (今回)	18/9期E (日本) (前回)	19/9期E (IFRS) (今回)	19/9期E (日本) (前回)	20/9期E (IFRS)
<b>損益計算書(日本基準)</b>									
売上高	2,754	4,000	5,534	-	-	8,299	-	10,708	-
前期比	89.8%	45.2%	38.3%	-	-	32.0%	-	29.0%	-
事業別									
オンライン旅行事業	1,717	2,897	3,894	-	-	6,689	-	8,788	-
ITオフショア開発事業	1,014	1,220	1,661	-	-	1,610	-	1,920	-
投資事業	0	0	103	-	-	-	-	-	-
その他事業	158	3	1	-	-	0	-	0	-
調整額	-135	-121	-126	-	-	0	-	0	-
売上総利益	2,025	3,321	4,597	-	-	6,971	-	8,995	-
前期比	83.7%	64.0%	38.4%	-	-	32.0%	-	29.0%	-
売上総利益率	73.5%	83.0%	83.1%	-	-	84.0%	-	84.0%	-
販売費及び一般管理費	1,712	2,703	3,866	-	-	5,465	-	6,820	-
売上高販管費率	62.2%	67.6%	69.9%	-	-	65.9%	-	63.7%	-
うち広告宣伝費	661	1,269	1,896	-	-	-	-	-	-
売上高広告宣伝費率	24.0%	31.7%	34.3%	-	-	-	-	-	-
対オンライン旅行事業の売上高の割合	38.5%	43.8%	48.7%	-	-	-	-	-	-
営業利益	312	618	730	-	-	1,506	-	2,175	-
前期比	215.2%	97.7%	18.2%	-	-	41.9%	-	44.4%	-
売上高営業利益率	11.4%	15.5%	13.2%	-	-	18.1%	-	20.3%	-
事業別									
オンライン旅行事業	561	943	964	-	-	2,274	-	3,032	-
ITオフショア開発事業	18	82	163	-	-	136	-	172	-
投資事業	-	-	68	-	-	-	-	-	-
その他事業	3	0	0	-	-	0	-	0	-
会社費用等	-270	-408	-465	-	-	-905	-	-1,029	-
経常利益	305	571	695	-	-	1,495	-	2,164	-
前期比	227.2%	87.0%	21.8%	-	-	41.9%	-	44.8%	-
売上高経常利益率	11.0%	14.2%	12.6%	-	-	18.0%	-	20.2%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	172	340	420	-	-	882	-	1,277	-
前期比	283.3%	97.3%	23.5%	-	-	41.9%	-	44.8%	-
売上高当期純利益率	6.2%	8.5%	7.6%	-	-	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報告書、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

【 図表 10 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	15/9期 (日本)	16/9期 (日本)	17/9期 (日本)	18/9期CE (IFRS)	18/9期E (IFRS)	18/9期E (日本)	19/9期E (IFRS)	19/9期E (日本)	20/9期E (IFRS)
<b>貸借対照表 (日本基準)</b>									
現金及び預金	638	2,356	2,139	-	-	4,360	-	6,190	-
受取手形及び売掛金	609	1,104	1,386	-	-	1,931	-	2,469	-
商品及び製品、仕掛品	75	274	45	-	-	370	-	450	-
その他	196	289	847	-	-	386	-	386	-
流動資産	1,520	4,024	5,518	-	-	7,048	-	9,496	-
有形固定資産	60	40	366	-	-	83	-	54	-
無形固定資産	154	305	1,334	-	-	500	-	630	-
投資その他の資産	327	470	619	-	-	478	-	478	-
固定資産	543	817	2,320	-	-	1,062	-	1,163	-
資産合計	2,064	4,841	7,478	-	-	8,110	-	10,660	-
支払手形及び買掛金	668	1,293	1,558	-	-	2,285	-	2,996	-
未払法人税等	72	134	188	-	-	347	-	503	-
未払金及び未払費用	283	398	642	-	-	746	-	963	-
短期借入金	325	225	655	-	-	225	-	225	-
1年以内返済予定の長期借入金	18	19	122	-	-	19	-	9	-
その他	119	209	351	-	-	209	-	209	-
流動負債	1,486	2,280	3,519	-	-	3,833	-	4,906	-
長期借入金	99	87	622	-	-	48	-	39	-
その他	80	102	110	-	-	102	-	102	-
固定負債	180	189	733	-	-	151	-	142	-
純資産合計	397	2,371	3,226	-	-	4,125	-	5,611	-
(自己資本)	341	2,276	2,773	-	-	3,775	-	5,044	-
<b>キャッシュ・フロー計算書 (日本基準)</b>									
税金等調整前当期純利益	303	572	695	-	-	1,495	-	2,164	-
減価償却費	63	89	149	-	-	120	-	144	-
売上債権の増減額 (-は増加)	-239	-488	25	-	-	-451	-	-538	-
棚卸資産の増減額 (-は増加)	83	-198	230	-	-	-59	-	-80	-
仕入債務の増減額 (-は減少)	154	621	208	-	-	477	-	710	-
法人税等の支払額	-35	-127	-160	-	-	-360	-	-515	-
その他	1	138	72	-	-	180	-	216	-
営業活動によるキャッシュ・フロー	331	604	216	-	-	1,402	-	2,102	-
有形固定資産の取得による支出	-36	-29	-294	-	-	-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	-467	-	-	-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	-547	-	-	0	-	0	-
敷金の差入による支出	-9	-95	-63	-	-	0	-	0	-
その他	-30	-168	79	-	-	0	-	0	-
投資活動によるキャッシュ・フロー	-167	-456	-1,312	-	-	-204	-	-253	-
短期借入金の増減額 (-は減少)	98	-95	416	-	-	0	-	0	-
長期借入金の増減額 (-は減少)	117	-18	488	-	-	-19	-	-19	-
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	-	1,585	22	-	-	0	-	0	-
配当金の支払額	-	-	0	-	-	0	-	0	-
その他	0	5	20	-	-	0	-	0	-
財務活動によるキャッシュ・フロー	216	1,476	942	-	-	-19	-	-19	-
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	380	1,616	-146	-	-	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	2,078	-	-	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報告書、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

## > 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、噴火や地震等の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。

### ◆ のれんの処理について

同社は積極的に M&A を行っており、日本基準の貸借対照表には、17/9 期末 724 百万円、18/9 期第 1 四半期末 1,934 百万円のものれんが計上されている。のれんは IFRS では償却はされず、IFRS 移行後は償却負担はかからない。しかし被買収企業の収益性が著しく低下した際は、減損の対象となることがあり、その際は全体の収益に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 広告宣伝費のかけ方

17/9 期の売上高に対する広告宣伝費の割合は 34.3%であった。「Air Trip」のブランディングが続くため、18/9 期も高い水準であることが見込まれよう。当センターでは、18/9 期以降の広告宣伝費について、金額は増額されるものの、売上収益広告宣伝費率は緩やかに低下していくと予想している。しかしながら、広告宣伝費をかける方が良いか、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。

### ◆ ニュースフローの多さ

同社は投資事業を通じて投資を行うほか、M&A にも非常に積極的である。そのため、多くの投資案件が発生しており、日々のニュースフローに事欠かない状況である。そのため、短期的な株価動向に影響を与えうるニュースフローが出てきやすいと考えられる。

### ◆ 株主優待制度

同社は配当とは別に、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。

将来、この株主優待制度の内容が大きく変更される場合、株価動向に影響を及ぼす可能性が出てこよう。

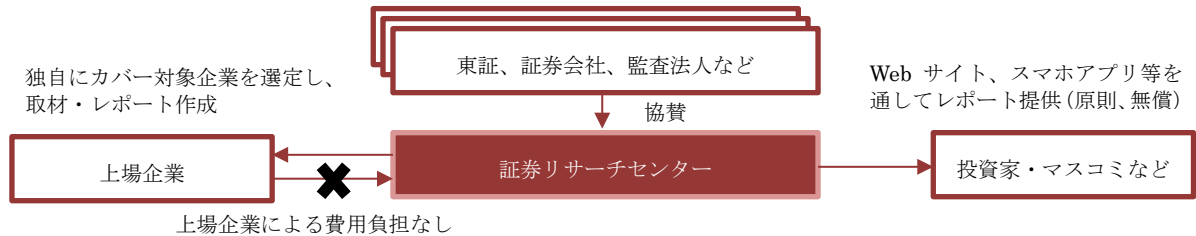
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を17年3月17日より開始いたしました。

同社は17年3月31日に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

## 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

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と、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。