

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
2017年7月14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 20170711

エボラブルアジア(6191 東証一部)

発行日:2017/7/14

**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
17 年 9 月期上期は国内航空券の自社媒体直販の取扱高増加で想定内の進捗**

> 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 月期上期決算

- ・17/9 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)決算は、売上高 2,498 百万円(前期比 43.5%増)、営業利益 385 百万円(同 32.1%増)で、通期計画に対する進捗率は、売上高 40.6%、営業利益 38.5%だった。
- ・オンライン旅行事業での航空券の自社媒体直販の取扱高増加により、大幅増収増益となったが、広告宣伝費の増加により、営業利益率は前年同期比 1.4%ポイント低下の 15.4%となった。

◆ 17 年 9 月期業績予想

- ・17/9 期業績について、同社は売上高 6,147 百万円(前期比 53.7%増)、営業利益 1,001 百万円(同 61.9%増)と期初予想を据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)も、17/9 期の業績予想を、売上高 6,288 百万円(同 57.2%増)、営業利益 1,061 百万円(同 71.6%増)と前回予想を据え置いた。自社媒体直販の増収とそれによる売上総利益率の改善が広告宣伝費の増加を吸収する展開を予想する。

◆ 今後の注目点

- ・当センターでは、18/9 期以降、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。広告宣伝費の増加は増収と売上総利益率の上昇で吸収し、19/9 期の営業利益率は 20.3%まで上昇すると予想した。
- ・ただし、新ブランド「Air Trip」の知名度向上を今後目指す予定であり、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る。その戦略の動向に注目している。

【 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)
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	—	未定
2017/9 E	6,288	57.2	1,061	71.6	1,053	84.4	621	82.6	36.9	184.1	0.0
2018/9 E	8,299	32.0	1,506	41.9	1,495	41.9	882	41.9	52.4	245.1	0.0
2019/9 E	10,708	29.0	2,175	44.4	2,164	44.8	1,277	44.8	75.9	333.3	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、過去のEPS、BPS、配当金は現在の株式数を過去に遡及して修正

アップデート・レポート

2/20

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。

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】

	2017/7/7
株価(円)	2,909
発行済株式数(株)	16,832,700
時価総額(百万円)	48,966

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	131.0	78.8	55.5
PBR(倍)	21.3	15.8	11.9
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1 ヵ月	3 ヵ月	12 ヵ月
リターン(%)	-3.0	8.1	70.9
対TOPIX(%)	-2.7	3.0	40.7

【株価チャート】



> 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74%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								
	15/9期	16/9期	17/9期 上期	前年同期比			構成比		
				15/9期	16/9期	17/9期上期	15/9期	16/9期	17/9期上期
オンライン旅行事業	1,717	2,897	1,851	72.3%	68.6%	55.7%	62.3%	72.4%	74.1%
ITオフショア開発事業	1,014	1,220	695	122.0%	20.3%	14.0%	36.8%	30.5%	27.8%
その他事業	158	3	0	41.9%	-97.5%	-79.6%	5.7%	0.1%	0.0%
調整額	-135	-121	-49	—	—	—	-4.9%	-3.0%	-2.0%
合計	2,754	4,000	2,498	89.8%	45.2%	43.5%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益								
	15/9期	16/9期	17/9期 上期	前年同期比			売上高営業利益率		
				15/9期	16/9期	17/9期上期	15/9期	16/9期	17/9期上期
オンライン旅行事業	561	943	587	62.2%	68.0%	36.4%	32.7%	32.6%	31.7%
ITオフショア開発事業	18	82	59	-41.0%	342.1%	30.7%	1.8%	6.8%	8.5%
その他事業	3	0	0	—	—	—	1.9%	-0.8%	-0.6%
調整額	-270	-408	-260	30.7%	50.8%	41.8%	—	—	—
合計	312	618	385	215.2%	97.3%	32.1%	11.4%	15.5%	15.4%

(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

> 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。

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

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。

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。

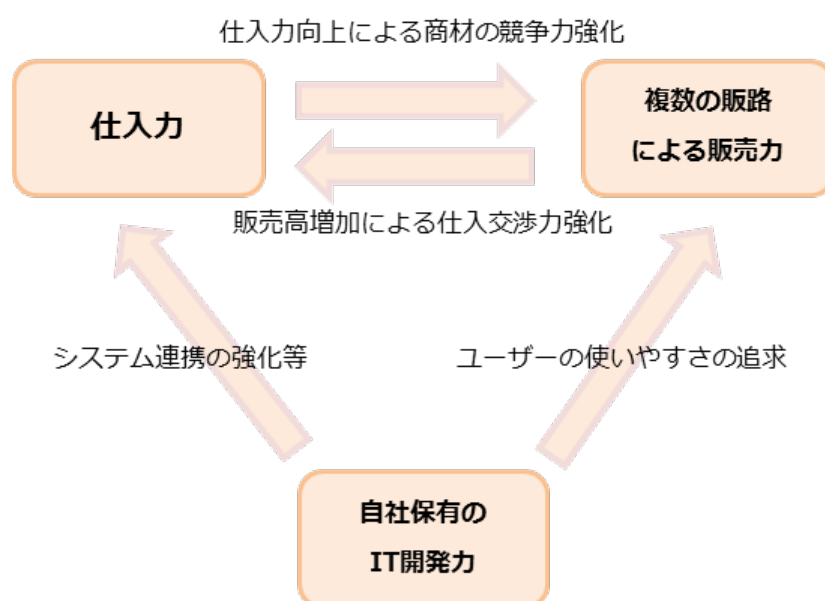
◆ オンライン旅行事業の3つの競争力の源泉

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。

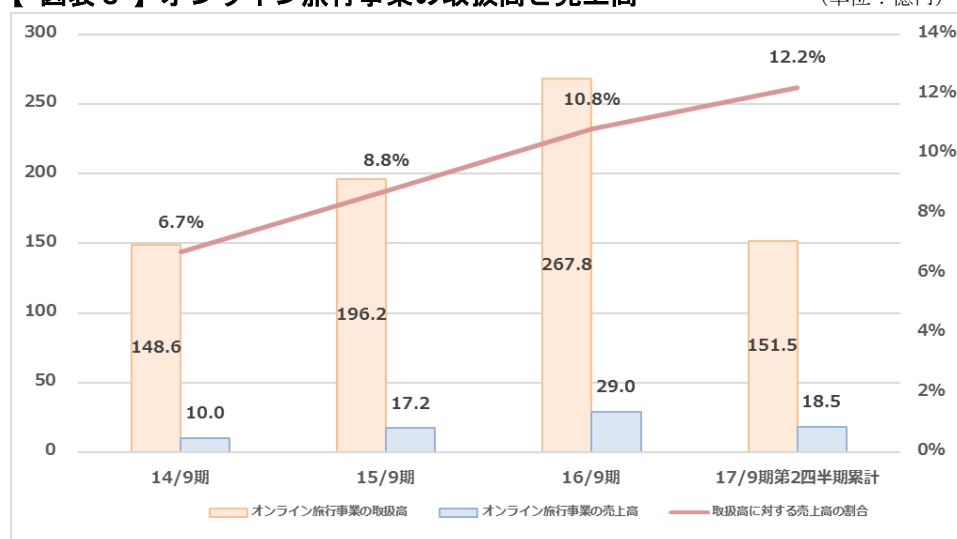
なお、航空会社としては、直販を主としているため、やみくもに代理店を増やす施策は採らない。そのため、OTA としては、こうした航空会社との代理店契約を持つこと自体が、他社に対する参入障壁となっている。

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）。

【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、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

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よう。

◆ 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

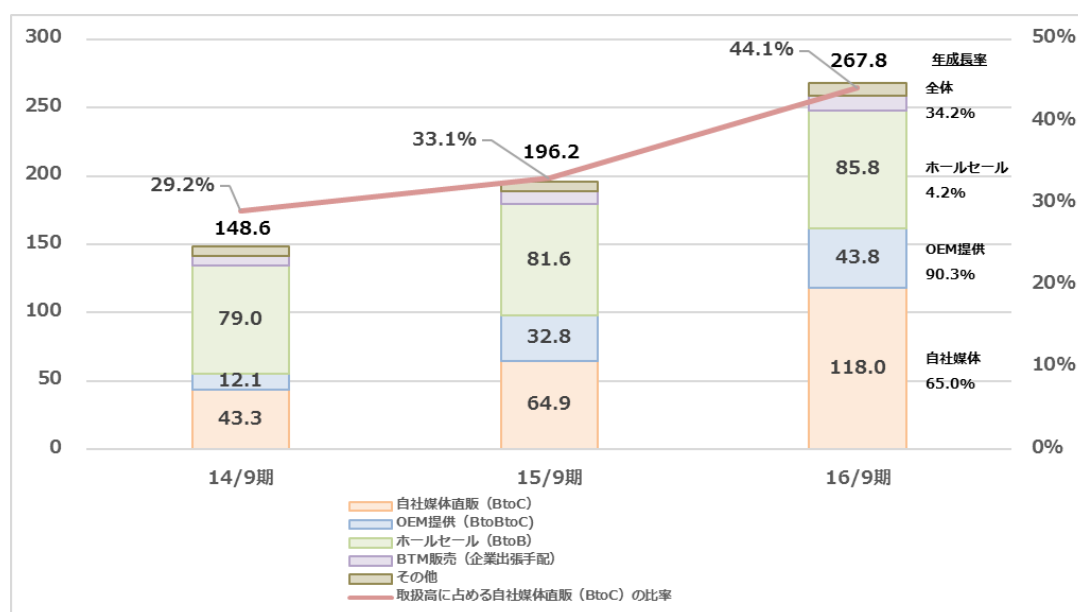
同社では、主に以下の4つの販路で航空券を販売している。多様な販路を有して取扱高を増加させることにより、仕入先に対する交渉力が強まり、仕入力を強化する要因ともなっている。

- (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)。

【 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

17/9 期上期には、その比率は 50%を超過した模様である。また、同社は OEM 提供を初めて行った OTA であり、14/9 期～16/9 期までの 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。

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(新ブランドの「Air Trip」を除く)

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、600 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、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ことになる。この状況では、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、顧客獲得コストがかさむ収益構造となっている。

注3) 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2) 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。

これに対し、「Air Trip」ではリスティング広告を極力行わない。リスティング広告にかか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。既に開始した国内航空券を皮切りに、国内宿泊の販売を開始するとともに、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^{注2}サイトを、「Air Trip」ブランドの下に統合している。

なお、「Air Trip」の最大の特徴となる購入代金に対するポイント還元率は、国内航空券は2%、海外航空券や民泊は1%、国内宿泊は業界最大級の常時7%となっている。

◆ 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。

そのひとつが、CtoC^{注3}型の民泊プラットフォームの構築である。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。

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、17年6月より訪日客向けキャンピングカーレンタル事業を開始した。

開始時は15台のキャンピングカーだが、数年で300台規模の稼働にしている。また、17年5月には、国内での販売強化を目的に、エイチ・アイ・エス(9603 東証一部)と業務提携を行った。

なお、訪日観光事業の業績貢献はまだ小さいため、17/9期上期末の時点では、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。

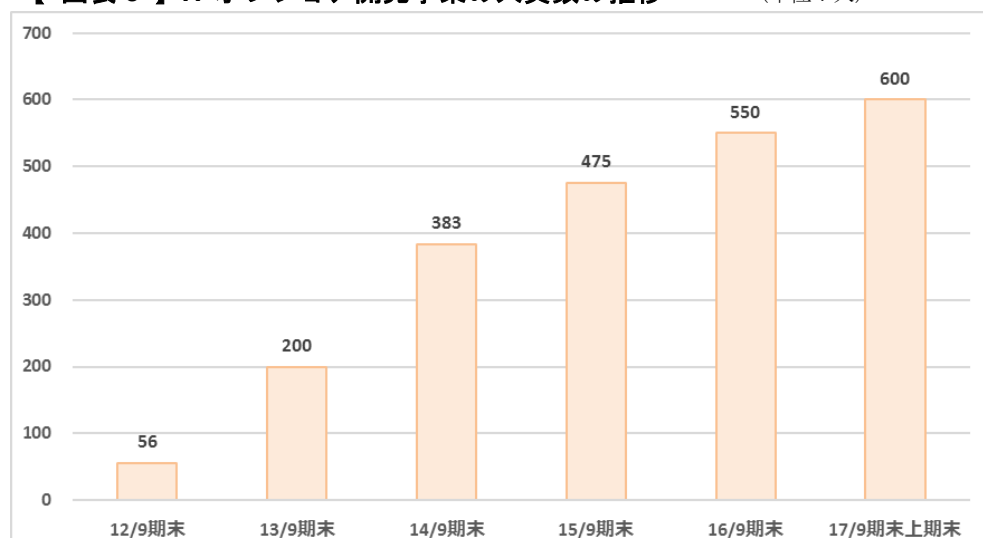
(3) クライアントの多くがオンラインゲームやウェブサービスなど、システム開発を継続し続けなくてはならない業種の企業であり、クライアントのサービスが終了しない限りラボが使われ続ける。そのため、事実上のストック型ビジネスであり、収益が積み上がっていく。

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、既に東南アジアでは日系最大手となっている。17/9期上期末の人員数は約600名に達している(図表6)。

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。

【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

> 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7のようにまとめられる。

【図表7】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れ - 取扱高の多さを背景とした仕入れ - 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

> 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 8 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 8 】 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顧客	・オンライン旅行事業の取扱高	26,784百万円	15,147百万円
			・直販サイトのユーザー数	開示なし	-----
			・リピート率	43%	開示なし
			・取扱高における自社媒体直販の割合 (直販比率)	44.1%	50%超
			・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)	782社
		・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	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)	・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
			・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	-----
	ネットワーク	・オンライン旅行事業の航空券の仕入	・海外ホテル販売のサイトブランド	旅WEB	-----
			・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	ナニワツリスト (仕入高の42.9%) ジャルセールス (仕入高の24.3%)	上期の開示なし
		・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 (「1-(売上高÷取扱高)」を近似値に使用)	89.2%	87.8%
			・オンライン旅行事業の取扱高	26,784百万円	15,147百万円
		・オンライン旅行事業の営業	・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%	50%超
			・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%	上期の開示なし
		・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	550名	600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	550名	600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	-----
			・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	354百万円
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	-----
			・取締役会長による保有	7,697,700株 (46.14%)	6,365,000株 (38.05%)
		・インセンティブ	・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)	2,996,000株 (17.91%) (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)	上期の開示なし
			・従業員数	616名 (連結) 67名 (単体)	上期の開示なし
		従業員	・平均年齢	32.4歳 (単体)	上期の開示なし
			・平均勤続年数	2.6年 (単体)	上期の開示なし
			・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	1,446,300株 (8.6%) *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 16/9 期または 16/9 期末、今回は 17/9 期上期または 17/9 期上期末のもの
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

◆ 17 年 9 月期上期の増収増益は自社媒体直販の取扱高増加が牽引

17/9 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）決算は、売上高が 2,498 百万円（前年同期比 43.5%増）、営業利益が 385 百万円（同 32.1%増）、経常利益が 359 百万円（同 35.2%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益が 248 百万円（同 55.4%増）となった。

期初発表の 17/9 期の会社計画に対する進捗率は、売上高は 40.6%、営業利益は 38.5%であった。

増収を牽引したのが、取扱高が前年同期比 34.1%増となったオンライン旅行事業であり、前年同期比 55.7%の増収となった。販路別には、取扱高が同約 72%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。その結果、オンライン旅行事業に占める直販比率は 50%強まで上昇したものと推察される。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模様である。全体の売上総利益率が 16/9 期上期の 81.1%から 17/9 期上期の 84.1%へ 3.0%ポイント上昇した主要因は、この航空券の調達コストの低下である。

一方、販売費及び一般管理費（以下、販管費）が、16/9 期上期の 1,120 百万円から 17/9 期上期の 1,715 百万円へ 595 百万円増加したが、この増加分のうち、386 百万円が広告宣伝費の増加であった。この多くがオンライン旅行事業の、特に直販サイト「空旅.com」のブランディングに用いられたようである。そのため、17/9 期上期のオンライン旅行事業のセグメント利益は前年同期比 36.4%増となったものの、売上高セグメント利益率は、同 4.5%ポイント低下の 31.7%となった。

一方、IT オフショア開発事業は、雇用エンジニアが 600 名規模まで増員されたことで前年同期比 14.0%の増収となった。この増収により、売上高セグメント利益率は 8.5%となり、16/9 期上期の 7.4%から 1.1%ポイント改善した。

以上より、全体の売上高営業利益率は 15.4%と、16/9 期上期の 16.8%から 1.4%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。

オンライン旅行事業の分野では、17 年 5 月に東京マスターズ（東京都千代田区）を完全子会社とした。東京マスターズは海外出張手配に強みを持つ会社で、外資系企業を中心に 275 社の顧客を持ち、海外出張手配の取扱高は 12 億円である。同社の BTM 販売は国内の出張手配が中心であったため、この完全子会社化により、国内出張と海外出

張の両方に対応できる体制になったと言えよう。

また、17 年 5 月には、出資先であるウィルゲート（東京都渋谷区）から、高速バスや夜行バスの予約サイトである「バスサガス」を 17/9 期中に事業譲受することで合意した。既に同社は飛行機と新幹線の予約に対応できるサービスを提供しているが、バスに対応するサービスが追加されることで、旅行に使われる交通手段の大体をカバーする体制が整うことになる。

IT オフショア開発事業では、17 年 4 月に、同社のベトナム法人の Evolvable Asia Co., Ltd.が、ディー・エヌ・エー（2432 東証一部）の子会社であった Punch Entertainment (Vietnam) Company Limited の持分を取得して子会社化した。モバイルゲーム開発や運用に実績のある 100 名近いエンジニアとともに、ディー・エヌ・エーのゲーム運用事業の一部を継承することとなった。

> 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）であり、期初計画が据え置かれた（図表 9）。

【図表 9】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。17/9 期上期の進捗からしても、その考え方は変わっていないものと推察される。

広告宣伝費は 16/9 期の 1,269 百万円より増額される見込みだが、主にオンライン旅行事業の直販サイトのプロモーションのために使われることとなろう。なお、17/9 期に立ち上げる新ブランド「Air Trip」はプロダクトの整備を優先するため、「Air Trip」への広告宣伝費の投入は限定的と推察される。全体の広告宣伝費の増額を中心に増加した販管費を増収と売上総利益率の改善が吸収し、17/9 期の売上高営業利益率は 16/9 期比 0.8%ポイント改善の 16.3%になるものと同社は予想している。

株主還元に関して、期初時点では、内部留保の蓄積による経営基盤の強化を優先して、無配を継続するとしていたが、東証一部への市場変更を機に、17/9 期の期末配当開始を決定した。ただし、現段階では金額は未定としている。

また、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。

◆ 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)と予想し、前回予想を据え置いた(図表 10)。

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。広告宣伝費は 18/9 期 3,010 百万円、19/9 期 3,779 百万円へと増加するものとした。それでも、増収効果により広告宣伝費率が 17/9 期をピークに徐々に低下するものとして、売上高営業利益率は 19/9 期に 20.3%まで上昇すると予想した。なお、訪日関連事業で手掛けている事業（民泊やキャンピングカーレンタル等）からの売上高は見込んでいない。また、17/9 期より配当開始を決定したが、金額が未定のため、今回の業績予想には配当金額を含めていない。

【 図表 10 】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 11 】 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、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(当センター予想では 47.0%)。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、売上高に対する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。

◆ 光通信への新株予約権の発行の影響

16 年 7 月の光通信(9435 東証一部)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。

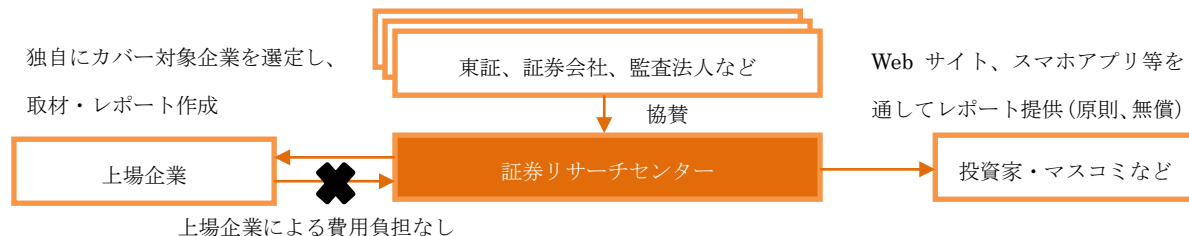
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

エボラブルアジア(6191 東証一部)

発行日:2017/7/14

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

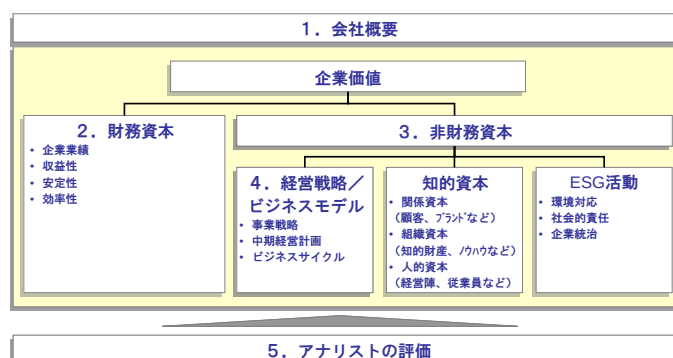
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。