

## 株式会社オーブドア

(3926 東証1部) 発行日 2017年11月30日

## 成長性に死角なし、

## 旅行比較サイト(メタサーチ)は高成長セクター、特に日本では

これまで、オンライン旅行市場は、利便性や価格の面での優位性を武器に急成長(日本では年率15%程度の成長率)し、旅行市場の約4割を占めるほどになっている。最近では、外資系の参入などもあってユーザーにとって選択肢の幅は拡大したものの、どのオンライン旅行業者が最もお得なのか検索する手間が増大。また一方で、ホテルや航空会社などのサプライヤー側もwebを通じた直販に力を入れ、サプライヤーとオンライン旅行業者との競合も生じてきていた。このような環境下、比較サイト(メタサーチサイト)の存在が浮上し、普及が急速に進んでいる。欧米では5-6割のオンライン予約者がメタサーチ経由ともいわれている。近年、大手オンライン旅行業者によるメタサーチのM&Aが盛んに行われてきたが、逆にこれは、メタサーチが高成長セクターとして注目を浴びている分野である証左と考えられる。日本では、欧米ほどメタサーチサイトの認知が進んでいなかったが、最近、外資系のトリバゴが積極的にTVCMを行って、メタサーチサイトへの認知が急速に進んできている。

## オーブドアが展開するトラベルコの優位性は高い

メタサーチの優位性は、提携サイト数の多さなど情報量の多寡とさまざまなニーズに対応できるきめ細やかさがキイ・ポイントとなっている。オーブドアが展開するトラベルコは、国内系サイトの中で最も提携サイト数が多く、外資系のメタサイトが強いといわれる海外ホテルやエアラインに関して、中国最大予約サイトCtripグループのスカイスクナーと連携するなど、検索力が他社比較優位にある。また、自前のシステム部隊を持っているため、きめ細かなニーズに対応して、システムの変更が柔軟に行える体制になっている。例えば、ツアー間の比較だけでなく、ツアーと航空券と宿を別々に予約した場合とどちらがお得かという比較までできるなど、ユーザーにとってメリットのある設計ができています。また、オンライン旅行業者の提示価格の変更をリアルタイムで反映させており、サーバーも自前であるため、クラウドにした場合と比べレスポンスも早い。顧客層はF1といわれる若い女性が多く、これまで彼女たちの口コミで支持されてきたが、TVCMを行うことで認知率も急速に立ち上がってきた。

## 100倍前後のPERは妥当か？

現在、トラベルコの認知率は26.9%ほどであるが、70%まで上昇していく可能性を考慮すると、月間平均のユニーク・ユーザー数は、2016年度の373万人から、1400-1500万人まで拡大すると見込まれる。売上も、2021年度には100億円近くまで、営業利益は2016年度の約5倍の48億円程度まで拡大するものと試算される。

11月28日現在の今期予想PERは100倍前後で、PERでは判断しにくい領域まで株価が上昇してきた。DCF法による試算では、日本のトラベルコ事業の価値は織り込み済みであり、良品計画やユニクロ、あるいはエムスリーのように、日本で成功したユニークなビジネスモデルを海外(特に東南アジア)に輸出し成功した場合の価値を考慮しなければならない段階にある。台湾やタイなどでのポテンシャルが人口に比例すると仮定すれば、一概に割高と結論付けることはできない。

見出し

## ベーシックレポート

フェアリサーチ株式会社

鈴木 壯

会 社 概 要	
所 在 地	東京都港区
代 表 者	関根大介
設 立 年 月	1997年4月
資 本 金	648百万円
上 場 日	2015年12月
U R L	www.opendoor.co.jp
業 種	情報通信
従 業 員 数	138人(連結)
主要指標 2017/11/28 現在	
株 価	6,470
52 週高値終値	6,780
52 週安値終値	2,725
発行済株式数	10,420,000
売 買 単 位	100株
時 価 総 額	67,417百万円
会社予想配当	0.0円
予想当期利益ベースEPS	46.5~69.8円
予 想 P E R	92.7~139.1倍
実 績 B P S	324.38円
実 績 P B R	19.9倍

(注)EPS、PER、BPS、PBRは自己株式数除く発行済株式数ベース。

業績動向	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 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	年度終値株価 円	
										高値	安値
2015/3 通期実績	1,989	+11.2	332	35.4	337	31.7	400	167.8	40.19	NA	NA
2016/3 通期実績	2,468	+24.1	849	155.2	840	149.4	536	33.8	53.39	5710	3800
2017/3 通期実績	2,996	+21.4	999	17.6	1,006	19.7	632	18.0	61.60	3585	2480
2018/3 2Q実績	2,065	+45.8	570	-3.2	574	-3.7	344	-6.9	33.39	4845	2725
2018/3 通期会社予想	3,700~ 4,000	+23.5~ +33.5	800~1,200	-19.9~ +20.1	800~1,200	-20.5~ +19.3	480~720	-24.1~ +13.8	46.54~ 69.81		

## 会社概要・ビジネスモデル

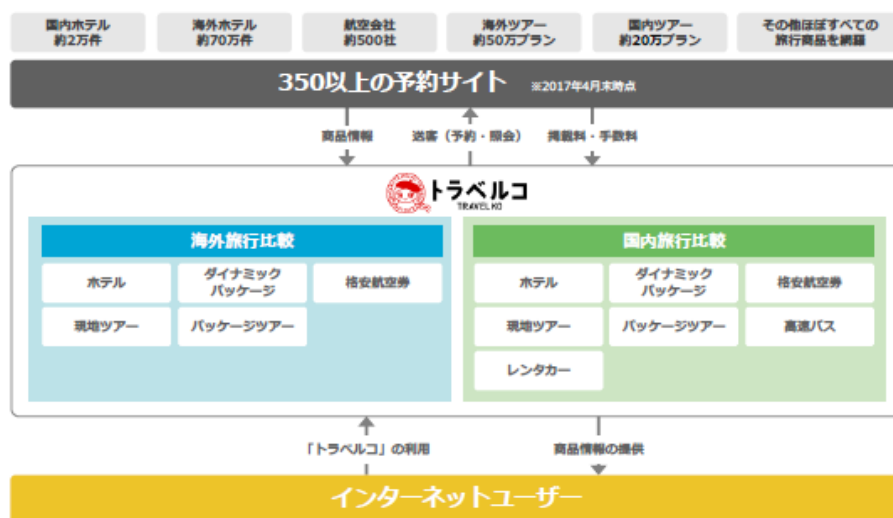
## ＜ビジネスモデル＞

オープンドアは旅行比較サイト「トラベルコ」の運営を主にする会社であり、比較サイトを経由して成約した場合の成功報酬が基本的なビジネスモデルである。

株式会社オープンドアは、旅行比較サイト「トラベルコ」の運営、旅行商品の販売等による「旅行関連事業」を営んでいる会社である。子会社 1 社（ホテルスキップ社）で海外ホテル予約サイトも運営しているが、圧倒的に親会社の存在が大きい（売上の 98%が親会社）。

旅行比較サイトは、国内外複数予約サイトの料金をまとめて表示して比較するサイトで、この数年でこのような比較サイトの認知・利用が急速に高まっている。最近では、「トリバゴで検索！」や「トラベルコちゃん」の TVCM で比較サイトの認知度が急上昇している。これまでは、利便性や価格の面で、楽天トラベルやじゃらんのようなオンライン旅行業者（略して OTA と呼ばれている）が急速に成長してきたが、外資参入など OTA 業者が増加してくるにつれて、どの OTA が最もお得なプランを見つけるため、比較サイト（メタサーチサイトと呼ばれている）の存在が浮上してきた。

比較サイトは、基本的には、各 OTA サイトの料金を表示しているだけで、自ら旅行商品を販売しているわけではない。ユーザーが、比較サイト上で自分に最適なプランを見つけて、その部分をクリックすると、そのプランを提供している OTA の予約サイトに移動して、一定額が比較サイトに成功報酬としてキックバックされるというのが基本的なビジネスモデルとなっている。

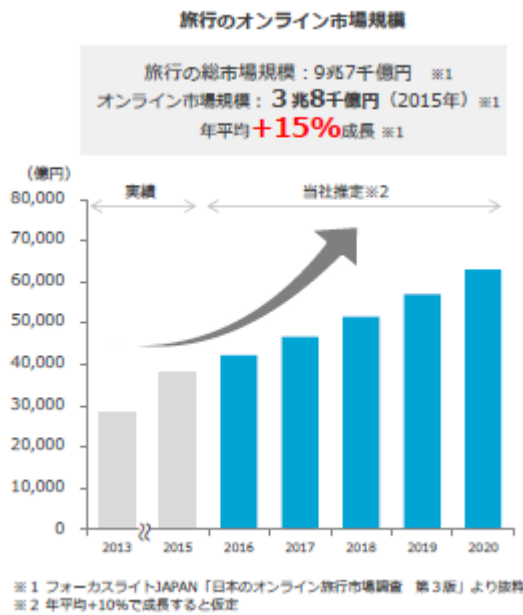


（出所）オープンドア会社説明会資料

## ＜業界環境＞

オンライン旅行市場は 2 桁成長が見込まれる

OTA 市場は、2000 年頃以降、インターネットの普及とともに、利便性や価格の面でユーザーの支持を得て、急速に成長してきた。消費者庁の調査資料「オンライン旅行取引サービスの動向整理」（2016 年 9 月）によれば、世界の OTA 市場は、2010 年 4938 億ドルであったものが、2015 年には 8082 億ドルへ拡大している（年率 10%成長）。オープンドアの会社説明会資料によると、2015 年の日本の旅行市場規模は 9.7 兆円で、うちオンライン市場は 3.8 兆円で前年比 15%増、今後も 10%成長を見込んでいる。



（出所）オープンドア会社説明会資料

近年メタサーチ（比較サイト）の普及が急速に浸透  
 欧米では6割ともいわれる

高成長に目をつけた大手  
 OTAによるメタサーチサイ  
 トの買収が活発化  
 M&Aで資金力がつき、モバ  
 イルへの対応や新興国へ  
 進出が進む

ただし、OTAの発展により、ユーザーにとって選択肢の幅は拡大したものの、それが最もお得なのか検索する手間が増大、また一方で、ホテルや航空会社などのサプライヤー側もwebを通じた直販に力を入れ、サプライヤーとOTAとの競合も生じてきていた。このような環境下、比較サイト（メタサーチサイト）の存在が急浮上し、普及が進んできた。EyeforTravel社の調査（2014年11月時点）では、米国の旅行予約者のうち57.46%がメタサーチを使用、インドでも38.49%の普及率となっている。ここ数年は、この成長性に目をつけた大手OTAによるメタサーチサイトの買収が活発化してきた。例えば、KAYAKは世界最大のOTAであるプライスラインの傘下に（2012年）、ドイツのトリバゴは、世界2位のOTA業者の米国エクスペディアに買収され（2014年）、英国のスカイキャナーは中国最大の予約サイトCtripの傘下に入った（2016年）。大手の傘下になったことで、資金力が増大し、今後はMobile機器への対応や新興国への進出でより多くの集客を目指す方向にある。

メタサーチの競争優位性は、まずその情報量の豊富さに由来する。情報量が多いほどサイトへの集客が多くなるうえ、よりお得な価格を提示することができる。次の競争優位性は、さまざまな顧客ニーズに対応した、きめ細やかな対応がポイントである。そのために絶えずメタサーチ・エンジン改良やオプションなどの細やかなデータ収集が必要になってくる。したがって、規模の経済が働きやすい業態である。

### ＜オーブンドア収益構造＞

固定課金から従量課金へシフトが進行中

オーブンドアの収益構造は、以下の 3 つからなる。

#### ① 従量課金収入

トラベルコ経由で成約した場合、OTA 業者から收受する成功報酬

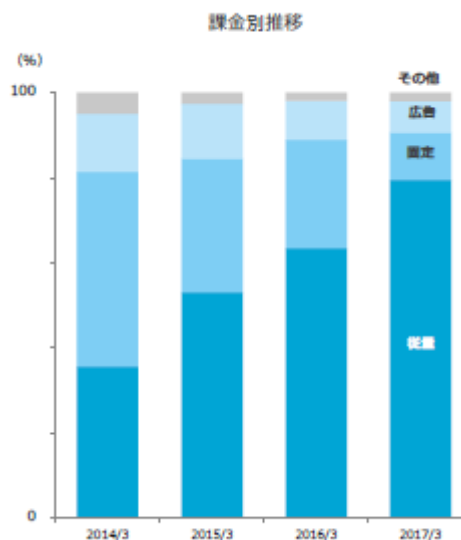
#### ② 固定収入

OTA 業者がトラベルコに旅行商品を掲載する場合、トラベルコのシステム利用料金として月額固定で支払われるもの

#### ③ 広告収入

トラベルコ上の広告スペースに広告を掲載する場合、掲載料を広告主から收受する

このうち、①従量課金収入の比率が年々高まってきており、2015 年 3 月期は従量料金とその他の比率が半々であったが、2017 年 3 月期では従量料金の売上全体に占める比率が 8 割程度まで上昇し、固定課金から成果に応じた従量課金へ移行している。この傾向は今後も続くと考えられる。



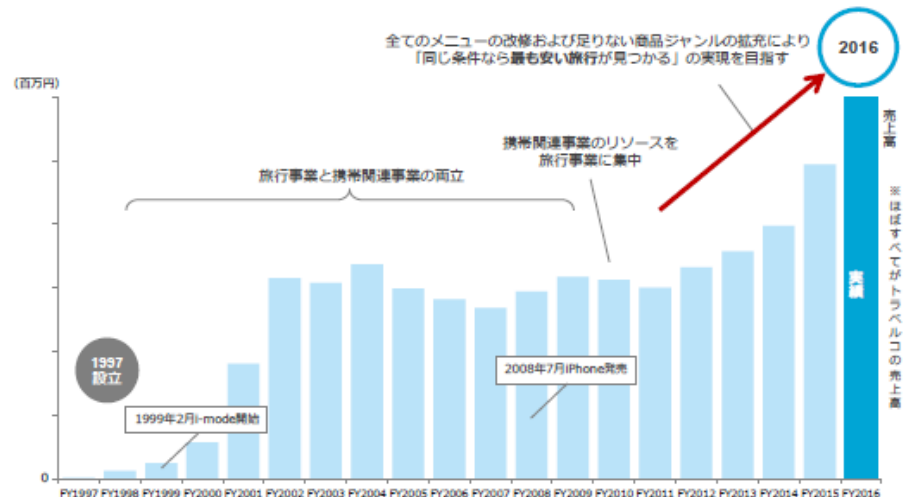
(出所)オーブンドア会社説明会資料

### ＜経営者と沿革＞

沿革からみえる時代を読む先見性とシステム構築力

オーブンドアは 1997 年に設立され、1999 年に携帯の i-mode が始まる時代背景の下、旅行事業と携帯関連事業の 2 本立てで運営されてきた。しかし、2008 年の iPhone 発売を契機として国内の携帯関連事業の環境が変化中、2010 年から携帯関連事業のリソースを旅行事業に集中させ売上が急速に成長するようになった。携帯関連事業で培われたシステム構築の技術と人材がトラベルコのシステム構築と絶え間ない改良に活かされているものと思料される。創業以来、同社を率いてきたのは、現社長の関根氏(49 歳)で、創業時は 29 歳、上記の業態変化を見ると時代を読む先見性を持った起業家であるといえる。

## これまでの歩み



(出所)オーブンドア会社説明会資料

## ＜トラベルコの強み＞

提携サイト数 No.1 からくる  
圧倒的情報量

きめ細かなサービスとそれを  
支える自前のシステム部  
隊

最近では、トリバゴの TVCM 旋風で旅行比較サイトの認知度が急上昇しているが、国内系ではトラベルコ、Yahoo!トラベル、フォートラベル、外資系ではトラベルコ、KAYAK、スカイスクナーなど複数存在し、競合している。特に、近年、個人旅行やインバウンド旅行の増加で外資系の進出が増えてきた。このように多くの比較サイトが出てきたが、連携する OTA の数や種類で、すなわち情報収集力で検索結果に差が生じており、それが比較サイトの優劣を決定している。トラベルコは、国内ホテル分野での提携サイト数が最多であり、日系の比較サイトが弱いとされる海外ホテルやエアラインの分野でも、中国最大予約サイト Ctrip グループのスカイスクナーと連携するなど外資系との提携が奏功し、検索力が他社比較優位にある。2017 年 4 月現在の提携サイト数は 350 以上あり、最近行われた調査(日経トレンディ 2017 年 11 月号)で、トラベルコは地域を問わず最安値が見つかるサイトとして取り上げられている。会社側でも、国内の比較サイトのなかで最も Share が高いと自認しており、取扱額は年間 1000 億円を超えているようだ。

また、同じ OTA でも、同一の商品の提示価格は、比較サイト毎に異なるようである。トラベルコは OTA から最安値を入手していると自認している。また、OTA の提示価格の変更をリアルタイムで反映させている。

トラベルコの場合、自前のシステム部隊(従業員の 4 割がシステム要員)を持っているため、システムの変更が柔軟に行える。例えば、パッケージツアー間の比較だけでなく、ツアーと航空券と宿を別々に予約した場合とどちらがお得かという比較までできるといったように、ユーザーにとってメリットのあるきめ細やかなサービスができるなど絶えず改良がおこなわれている。外資系のサイトは、規模を活かして情報量は豊富であるが、ホテルやエアラインの単純比較が主流で、きめ細やかさではトラベルコに軍配が上がる。

## ＜トラベルコのリスク＞

国内市場の成長の壁を超えるため海外（特に東南アジア）にトラベルコのビジネスモデルを輸出

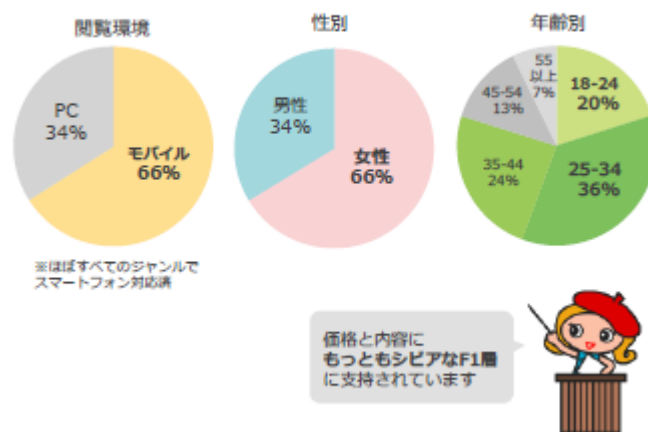
旅行業として、大規模な天災や疫病の流行、地政学的リスクは避けて通れないが予見不能であるが、これは同業他社も同様である。

トラベルコ独自のリスクは、外資系比較サイトが圧倒的資金力を背景に TVCM を通じて認知度を上げ、トラベルコからシェアを奪うことであるが、オープンドアも TVCM を通じて認知度を上昇させており、今のところシェアを奪われている様子はない。むしろ、積極的なトリバゴの TVCM のおかげで旅行比較サイト全般の認知度が上昇し、トラベルコにも好影響が出ている可能性がある。また、TVCM 費用も年間 10 億円を超えない範囲で、効率的な投下を考慮して、旅行の不需要期には CM を行わないなどの工夫をしている。したがって、競争に巻き込まれ、CM 費用が際限なく拡大していく懸念も今のところ杞憂に過ぎないようである。

懸念すべきポイントがあるとすれば、向こう 5-10 年程度は高成長が見込まれるが、国内の人口減少から、いずれ成長の壁に当たることであろう。同社では、2014 年 10 月から海外（特に東南アジア）向けに、「Travelko」のブランドで、エアチケットとホテルを対象とした多言語旅行比較サイトを開設し運営している。また、中国最大の予約サイト Ctrip との提携や民泊サイト Airbnb との提携などでインバウンドへの対応もとられている。さらに、2017 年 9 月から、台湾ユーザー向けに台湾国内のパッケージツアー商品比較サービスを開始するなど、日本人向けのトラベルコと同様のサービスレベルのサイトを東南アジア各国で順次提供していく計画である。

また、トラベルコの弱みとして、顧客層が若い女性（F1 層）に偏っており、男性やビジネス客層が薄いことを挙げる向きもあるが、むしろ価格に敏感な層に強く、まだ浸透する余地が残されていると考えることもできる。

ユーザー属性※2



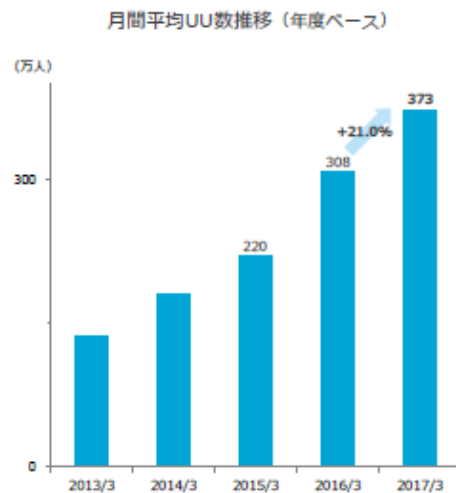
※2 2016/4 - 2017/3の当社アクセス解析データ

(出所)オープンドア会社説明会資料

### <トラベルコの中期展望>

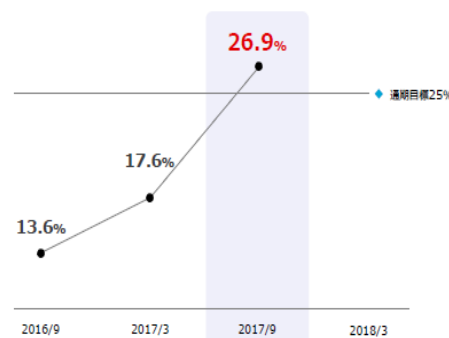
国内の旅行市場全体の伸びはほぼ横ばいであるが、OTA 市場は年率 2 桁の伸び率で成長中である。オープンドアの会社説明会資料によると、2015 年の旅行の総市場規模は 9.7 兆円で、うちオンライン市場は 3.8 兆円で前年比 15% 増、今後も 10% 成長を見込んでいる(前出)。

このような環境下、トラベルコの月間平均ユニーク・ユーザー(以下 UU と略す。Web のアクセス数の数え方の一種で、特定のユーザーが同一デバイスでひと月の間に何度アクセスしても一人としてカウントする方式のサイト訪問者数)は 2015 年度 308 万人と前年比 40% 増、2016 年度 373 万人前年比 21% 増と急成長している。



<=2017 年 8 月は 530 万人程度

### TVCM 効果で認知率は急上昇



出典：オープンドア自社調査（2017年9月）  
調査対象：全国の18-59歳男女10,000名(10代は除く)のインターネット  
もしくはスマホを所持する世帯を対象とした調査結果

(出所)オープンドア会社説明会資料（2018 年 3 月期第2四半期）

最終的に、認知率は 70% 程度、ユニーク・ユーザー数は 1400-1500 万人まで拡大する

会社側によると、月間平均 UU 数はサイトの認知率に約 1 年遅れて連動していると考えており、TVCM 効果で認知率が足元で急速に上昇してきていることから、当面は高成長が維持されるであろうと推察される。2017 年 8 月の月間平均 UU 数は TVCM による認知率の上昇から、530 万人程度に拡大しているということである。他のサイトの例などから、認知率の上限が 70% と推測されることから、月間平均 UU 数は最終的には 1400-1500 万人まで(2016 年度 373 万人)、約 4 倍に拡大する余地があると計算される。

メタサイトの料率を2%と推定

トラベルコの優位性は不変で成約率と客平均単価は一定とおく

すると、2021 年度には、売上げは 100 億円近くまで、営業利益は 2016 年度実績の 5 倍程度に拡大する

次に、UU 数から売上げの成長軌道を試算する。従量部分売上＝月間平均 UU 数 × 12 か月 × 成約率(Conversion Rate) × 客単価 × 料率とし、以下いくつかの大胆な推定をおいて売上の成長軌道を推定する。

一般に OTA の料率は旅行代金の 10%程度といわれているが、旅行比較サイトの料率については定説がない。弊社では、足元の推定取扱高(年間 1000 億円超)と従量部分の売上の比較から平均2%と推量する。

また、従量部分の比率は 2016 年度 80%程度から上昇し、最終的に 95%程度となるものと仮定する。成約率や客単価について、会社からの開示情報はないが、トラベルコの優位性が崩れないという前提を置けば、2016 年度における成約率 × 客単価の部分＝取扱高／年間 UU 数＝2830 円は、将来も不変として試算する。

(仮にさらに分解するとすれば、次のような計算もできよう。ただし、あくまで、仮定の上に仮定を重ねた試算なので注意されたい。まず、成約率であるが、海外の調査(EyeforTravel 社「The Future of Metasearch 2015」)では、旅行比較サイトの Conversion Rate は 5-6%程度であるということが分かっている。仮に 5.5%と置くと、平均客単価は 5.1 万円前後と計算される。ところで、観光庁による主要旅行業者の旅行取扱状況調査(2016 年)では、日本人の国内旅行の平均客単価は 3 万円程度、海外旅行が 20 万円程度で、全体の件数のうち、国内旅行が 92%で海外旅行が8%程度である。トラベルコの場合は、顧客に F1 層が多いこと、海外はアジア向けパッケージツアーが比較的多いことを勘案して、件数ベースの国内旅行比率が 85%、海外旅行比率が 15%、客単価が国内旅行 3 万円、海外旅行 17 万円と設定すると、平均客単価が 5.1 万円となり、売上比率も、会社側公表のように国内旅行と海外旅行が半々という計算になる。)

成約率や客単価を一定とし、UU 数の拡大と従量部分の比率の変化から求めた売上の軌道は、2016 年度実績 30 億円に対し、2020 年度は 2 倍以上の 80 億円、2021 年度には 98 億円と 100 億円近くに達し、その後は認知率の飽和に従って緩やかな伸びとなっていく。

売上原価の 66%が労務費を占めるが、それはシステム開発要員の人件費である。この開発要員を毎年 10-20 名ずつ増員するとして設定、販管費も毎年 10 億円の CM 費用とそれ以外の部分について売上げの伸びの半分の伸びと仮定すると、営業利益ベースで、2016 年度実績の 10 億円から 2020 年度で約 4 倍の 39 億円、2021 年度では 48 億円まで拡大する予想となる。



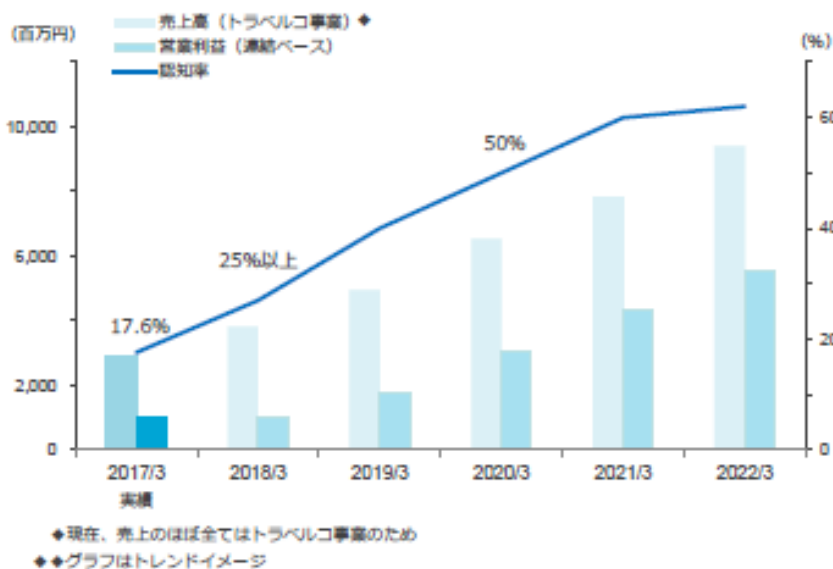
## 認知率・UU数・売上の軌道

年度		Mar-16	Mar-17	Mar-18	Mar-19	Mar-20	Mar-21	Mar-22	Mar-23	Mar-24	Mar-25	Mar-26	Mar-27
		(2016.Sep)	(2017.Mar)	(est)	(f)	(f)	(f)	(f)	(f)	(f)	(f)	(f)	(f)
認知率	(%)	13.6	17.6	30	40	45	55	60	63	65	67	69	70
月間平均UU数	(user/月)	308	373	530	779	946	1,113	1,280	1,370	1,425	1,470	1,514	1,548
従量部分の売上 (弊社推定)	(百万円)	1,481	2,397	3,600	5,294	6,429	7,563	8,697	9,303	9,681	9,983	10,286	10,513
従量部分の比率 (弊社推定)		0.6	0.8	0.9	0.9	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
売上	(百万円)	2,468	2,997	4,000	5,882	6,767	7,961	9,155	9,792	10,190	10,509	10,827	11,066
売上原価	(百万円)	493	541	680	882	1,015	1,194	1,373	1,469	1,529	1,576	1,624	1,660
原価率	(%)	20.0%	18.0%	17.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
販管費	(百万円)	1,126	1,457	2,200	2,729	2,807	2,914	3,009	3,055	3,082	3,104	3,125	3,140
販管費比率	(%)	45.6%	48.6%	55.0%	46.4%	41.5%	36.6%	32.9%	31.2%	30.2%	29.5%	28.9%	28.4%
営業利益	(百万円)	850	999	1,120	2,271	2,944	3,853	4,773	5,268	5,579	5,829	6,078	6,266
営業利益率	(%)	34.4%	33.3%	28.0%	38.6%	43.5%	48.4%	52.1%	53.8%	54.8%	55.5%	56.1%	56.6%

(出所) 各種資料よりフェアリサーチ作成

なお、上記の試算は、オーブンドア社の会社説明会資料の参考資料で提示されている「トラベルコ事業の中期成長イメージ」とほぼ合致すると考えられる。

## トラベルコ事業の中期成長イメージ(会社想定)



(出所)オーブンドア会社説明会資料

### ＜株価は割高か割安か＞ 株価は 8 月以降急上昇

2018 年 3 月期上期の業績は順調だが、予想 PER は 100 倍前後

オーブドア社の株価は、2017 年 8 月前半までは 3 千円台で推移していたが、良好なファンダメンタルズを反映して、8 月後半から急伸し、11 月 27 日には一時 6900 円台まで上昇した。

足元の業績は高成長を維持し順調である。2018 年 3 月期上期の売上高が前年比 +45.8%増加しており、営業利益も、表面上前年比では-3.2%と落ち込んでいるが、一時的に発生した本社移転費用(約 52 百万円)や前上期には行っていなかった TVCM 費用(弊社推定上期 5 億数千円、TVCM は前 4Q から開始)を勘案すると、大幅増益軌道を維持していると判断できる。また会社計画がレンジで発表されているが、期初予想から変更はないものの、レンジの上方で推移するものと見込まれる。仮に上限の場合の EPS は 69.81 円で、11 月 28 日時点での PER は 92.7 倍となる。

#### 2018 年 3 月期第 2 四半期決算概要と通期会社予想

	2017/3		増減額	前年同期比	進捗率	2018/3 通期予想
	2Q (黒) 実績	2Q (黒) 実績				
売上高	1,416	2,065	+648	+45.8%	55.8% ~ 51.6%	3,700 ~ 4,000
売上原価	271	295	+24	+9.0%	43.5% ~ 43.5%	680 ~ 680
売上総利益	1,145	1,769	+624	+54.5%	58.6% ~ 53.3%	3,020 ~ 3,320
販売費及び一般管理費	556	1,199	+642	+115.6%	65.9% ~ 47.6%	1,820 ~ 2,520
営業利益	589	570	-18	-3.2%	71.3% ~ 47.5%	800 ~ 1,200
経常利益	596	574	-22	-3.7%	71.8% ~ 47.8%	800 ~ 1,200
当期純利益	369	344	-25	-6.9%	71.8% ~ 47.8%	480 ~ 720
営業利益率	41.6%	27.6%	-14.0P	-	-	20.0% ~ 32.4%

高い成長性が見込まれるとはいえ、6000 円台の株価が、トラベルコ事業の価値をどの程度織り込んでいるのか考えるため、DCF 法でトラベルコ事業の価値を試算してみた。

日本のトラベルコ事業の成長性は織り込み済みであるが、良品計画やユニクロ、あるいはエムスリーのように日本で成功したユニークなビジネスモデルを東南アジアに輸出し成功した場合の価値まで考慮すれば、一概に割高と結論付けることはできない。

試算結果は、DCF バリュウーにネットキャッシュを加えた一株当たりの価値が 5207 円で、現在(11 月 28 日)の株価を 2 割程度下回る。(一般に株式市場が要求する ROE が 8%であり、有利子負債はないので、割引率 8%を適応した。永久成長率は長期平均的なインフレ率並みの 2%と設定。ちなみに、割引率 7%の場合 6267 円、割引率 6.5%の場合 6975 円、割引率 6%の場合 7861 円と試算される。)

ただし、これは、国内のトラベルコ事業のみの価値である。台湾の人口が 2017 年 9 月で 2335 万人(外務省)であり、日本の人口の 2 割ほどで、台湾の事業が日本の事業と人口当たり同じようなポテンシャルを持っているとすれば、ほぼ現在の株価は日本と台湾のトラベルコ事業の価値を織り込んでいるといえる。

同社では、さらに東南アジア各国(例えばタイの人口は 6910 万人:IMF 推計)に同事業を拡大する予定であること、インバウンド事業の拡大も見込めることから、上記試算値 × 1.2 倍の現在の株価は必ずしも割高とまでは言えない。

## Open Door DCF Value試算表

(百万円)

FY	Mar-15	Mar-16	Mar-17	Mar-18 (est)	Mar-19 (f)	Mar-20 (f)	Mar-21 (f)	Mar-22 (f)	Mar-23 (f)	Mar-24 (f)	Mar-25 (f)	Mar-26 (f)	Mar-27 (f)
売上	1,988.9	2,468.3	2,996.9	4,000.0	5,882.4	6,766.9	7,961.1	9,155.2	9,792.1	10,190.2	10,508.6	10,827.1	11,065.9
前年比	11.2%	24.1%	21.4%	33.5%	47.1%	15.0%	17.6%	15.0%	7.0%	4.1%	3.1%	3.0%	2.2%
売上原価	553.5	492.5	540.9	680.0	882.4	1,015.0	1,194.2	1,373.3	1,468.8	1,528.5	1,576.3	1,624.1	1,659.9
原価率	27.8%	20.0%	18.0%	17.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
販管費	1,102.4	1,126.1	1,456.7	2,200.0	2,729.4	2,807.4	2,913.7	3,008.8	3,054.9	3,082.4	3,103.8	3,124.8	3,140.1
販管費比率	55.4%	45.6%	48.6%	55.0%	46.4%	41.5%	36.6%	32.9%	31.2%	30.2%	29.5%	28.9%	28.4%
営業利益	333.0	849.7	999.3	1,120.0	2,270.6	2,944.4	3,853.2	4,773.1	5,268.4	5,579.2	5,828.5	6,078.2	6,265.9
営業利益率	35.4%	155.2%	17.6%	12.1%	102.7%	29.7%	30.9%	23.9%	10.4%	5.9%	4.5%	4.3%	3.1%
営業外収益	4.3	1.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
営業外費用	0.2	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
経常利益	337.1	840.6	1,006.2	1,127.0	2,277.6	2,951.4	3,860.2	4,780.1	5,275.4	5,586.2	5,835.5	6,085.2	6,272.9
特益	321.6	38.4	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
特損	30.6	0.0	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税引前利益	628.2	879.0	1,003.9	1,127.0	2,277.6	2,951.4	3,860.2	4,780.1	5,275.4	5,586.2	5,835.5	6,085.2	6,272.9
法人税率	228.9	342.9	371.1	417.0	842.7	1,092.0	1,428.3	1,768.6	1,951.9	2,066.9	2,159.1	2,251.5	2,321.0
税率	36.4%	39.0%	37.0%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%
少数株主持ち分	-1.5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
当期純利益	400.7	536.1	632.8	710.0	1,434.9	1,859.4	2,431.9	3,011.5	3,323.5	3,519.3	3,676.4	3,833.7	3,951.9
EPS			61.6	69.1	139.7	181.0	236.7	293.1	323.5	342.6	357.9	373.2	384.7
FCF	264.3	535.7	578.0	573.8	1,155.6	1,742.5	2,264.6	2,844.2	3,246.9	3,481.6	3,651.6	3,808.9	3,940.0
FCF/share			55.9	55.9	112.5	169.6	220.4	276.9	316.1	338.9	355.5	370.8	383.5
				永久成長率		2.0%		DCF=>		4,909.9		Total	
				割引率		8.0%		Net Cash/share		297.6		5,207.5	
				うち Terminal value								3,197.7	

## フェアリサーチ株式会社

104-0033 東京都中央区新川1-6-12 AIビル茅場町

電話 03-6403-9217

メール [info@fair-research-inst.jp](mailto:info@fair-research-inst.jp)HP <http://fair-research-inst.jp>

## ディスクレーマー

- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。