

# ホリスティック企業レポート ベストワンドットコム 6577 東証マザーズ

ベーシック・レポート  
2019年7月26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 20190723

## 個人のクルーズ旅行に特化したオンライン旅行会社 当面はクルーズ市場の拡大を追い風とした成長の持続が見込まれる

### 1. 会社概要

- ・ベストワンドットコム(以下、同社)は、主に個人顧客を対象としたクルーズ旅行に特化したオンライン旅行会社である。

アナリスト:藤野敬大  
+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

### 2. 財務面の分析

- ・開示のある13/7期以降増収が続いてきたが、マーケティング施策や将来への投資を増やした14/7期と16/7期は経常減益となった。ただし、その翌期には大幅な利益増となっており、18/7期は最高益を更新した。
- ・オンラインで予約・販売が完結するサービスを提供する上場企業との比較では、収益性及び成長性指標では突出した優位性はない。安全性の指標には優位性があるが、現預金が積み上がっているためであり、今後の資金の使い方によって評価が変わってくる可能性がある。

#### 【主要指標】

	2019/7/19
株価(円)	3,360
発行済株式数(株)	1,241,400
時価総額(百万円)	4,171

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	48.6	39.7	29.1
PBR(倍)	6.3	5.5	4.6
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

### 3. 非財務面の分析

- ・会社の知的資本の源泉は、創業者ファミリーの存在という人的資本にある。創業者及びその弟である現在の代表取締役社長が強固なものにしたビジネスモデルを通じて、クルーズ旅行商品の販売に関するノウハウが蓄積され、同社の競争力の源泉となっていく。その結果、クルーズ商品を提供する船会社と顧客という関係資本が積み上げられていった。

#### 【株価パフォーマンス】

	1 か月	3 か月	12 か月
リターン(%)	10.5	29.1	-39.4
対TOPIX(%)	9.6	33.6	-32.1

### 4. 経営戦略の分析

- ・対処すべき課題として、既存事業での競争激化への対応、サービスブランドの認知度向上、インバウンド需要への対応が挙げられる。
- ・クルーズ旅行関連のプラットフォームとしての地位を確立し、関連するサービスを全て同社のサイトにおいてワンストップで提供できるようになることが、同社の中長期の目標である。そのために、既存ビジネスの強化、他社との提携、取扱商品拡充の3軸での成長戦略を描いている。

#### 【株価チャート】



### 5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、ニッチ分野でのポジショニングと顧客接点に関するプロセスの内製化によるノウハウ蓄積を競争力の源泉としている点の評価する。プラットフォーム化という中長期目標の達成に向けて増加が見込まれるM&Aや出資を評価・管理する体制の強化が課題となろう。

#### 【6577 ベストワンドットコム 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)
2017/7	1,196	27.6	48	324.5	51	815.8	34	594.7	35.4	259.9	0.0
2018/7	1,587	32.7	120	147.8	115	122.9	77	123.1	69.2	536.4	0.0
2019/7 CE	2,170	36.7	154	27.8	150	30.1	100	29.3	82.1	-	0.0
2019/7 E	2,224	40.1	159	31.9	155	34.4	103	33.5	84.7	611.6	0.0
2020/7 E	2,957	33.0	220	38.4	214	38.1	142	38.1	115.6	727.7	0.0
2021/7 E	3,599	21.7	281	27.9	276	29.0	183	29.0	149.0	877.4	0.0

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想

18年4月の上場時に91,300株(分割後ベースで182,600株)の公募増資を実施(オーバーアロットメント分16,300株(同32,600株)を含む)

18年2月8日付で1:60、19年2月1日付で1:2の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

## 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

#### ◆ 個人顧客対象のクルーズ旅行に特化したオンライン旅行会社

ベストワンドットコム(以下、同社)は、個人顧客を対象としたクルーズ旅行に特化したオンライン旅行会社である。現在、同社が運営するウェブサイトは、主力の「ベストワンクルーズ」のほか、ハネムーンを検討している20~30代のカップル向けの「HUNEMOON(フネムーン)」、高級船専門で連結子会社が運営する「ファイブスタークルーズ」の3サイトである(18年12月にリリースした、インバウンド需要向けに7カ国語に対応する「cruisebookjapan.com」は除く)。

従来、クルーズ旅行は、パッケージ旅行に組み込まれる形で提供されることがほとんどで、旅行期間が長く、ラグジュアリー感が強く、料金も高額であった。対して同社は、クルーズチケットの提供を主体としているため、顧客は短期間のものから長期間のものまで選択でき、料金も比較的低額のものから高額のものまで幅広い。クルーズチケット販売中心で展開している企業は少なく、同社は同分野で先行していると言える。

#### ◆ 売上高は前期比約30%増の成長を続けている

同社は旅行業の単一セグメントで、セグメント情報及び詳細な販売区分の開示はない。

同社の売上高は、クルーズ乗船券やパッケージツアー、航空券等の販売金額であり、顧客が旅行に出発した日に売上高が計上される出発日基準を採用している。予約されたもののまだ出発日を迎えていない分は旅行前受金として計上されるため、旅行前受金は将来の売上高の先行指標とも言えよう。

18/7期は売上高が前期比32.7%増、旅行前受金は前期末比29.7%増であり、ともに約30%増のペースを継続している。

【図表1】売上高・旅行前受金の推移

(単位:百万円)

	金額			前期(末)比		
	16/7期	17/7期	18/7期	16/7期	17/7期	18/7期
売上高	937	1,196	1,587	34.9%	27.6%	32.7%
旅行前受金(期末)	324	428	555	—	32.2%	29.7%
旅行前受金(期中平均)÷売上高	—	31.4%	31.0%	—	—	—

(注) 16/7期より連結業績の開示のため、16/7期の前期比は15/7期の単体との比較

(出所) ベストワンドットコム有価証券届出書、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

◆ 事業領域の中心はカジュアルなクルーズ旅行

クルーズ旅行に参加しようとする、他の旅行会社では、パッケージツアー(募集型企画旅行)が主体となる。パッケージツアーは既製品のようなものであり、個人の嗜好に対応した細やかなカスタマイズが難しく、また、添乗員同行等が含まれることが多いために高額になりやすい。

一方、同社の場合、パッケージツアーの取り扱いもあるが、中心となるのはクルーズチケットの販売(手配旅行)である。そのため、低価格のものから高価格のものまで、また、短期間のものから長期間のものまで、多様なニーズへの対応が可能となっている。結果として、クルーズ旅行の機会を比較的安価な価格帯でカジュアルに提供することが可能になっており、クルーズ旅行人口の裾野の拡大に寄与している。

裾野拡大に寄与していることは、顧客の年齢分布にも表れている。クルーズ旅行は時間とお金に余裕がないとできないというイメージが強く、実際に日本のクルーズ旅行者全体では、60歳以上の参加者が56.5%を占めている。一方、同社の顧客のうち、60歳以上の参加者は36.5%に留まっており、全体と比べて顧客層が若い。メインサイトの「ベストワンクルーズ」の主要ターゲット顧客層は、40~60代の現役世代のアクティブ層に定められている(図表2)。

【図表2】クルーズ旅行のスタイルの違い

項目	従来	ベストワンドットコム
主体となる提供スタイル	パッケージツアー(募集型企画旅行)	クルーズ・チケットの販売(手配旅行)
雰囲気	ラグジュアリー	カジュアル
旅行商品の選択肢	少ない	多い
カスタマイズ	難しい	易しい
添乗員	同行する	同行しない
旅行期間	長期間	短期間~長期間
料金	高額	低額~高額
中心となるターゲット層	時間があるリタイア層	現役層(40~60代のアクティブ層)

(出所) ベストワンドットコム有価証券報告書、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

カジュアルなクルーズ旅行が多いということは、顧客にとって選択肢が多いことを意味しており、その分、商品数も豊富となる。19年1月末時点で、同社は国内外の船会社63社と契約し、22,123コースが同社のウェブサイトに掲載されている。他社は多いところでも同社の1/5程度の掲載数であると推察され、同社の商品数の多さは圧倒的と考えられる。

◆ インターネットに特化した販売チャネル

販売チャネルはインターネット販売に特化しており、現在3つのサイトを中心に運営している(図表3)。

【図表3】ベストワンドットコムが運営するウェブサイト

サイト名	中心価格帯のイメージ (1人1泊当たり)	旅行期間のイメージ	主な顧客対象
ベストワンクルーズ	1万円	5~7泊	40~60代の現役層
HUNEMOON(フネムーン)	2~3万円	10~11泊	クルーズを検討していなかった 20~30代のハネムーンナー
ファイブスタークルーズ	4~5万円	10~11泊	富裕層 シニア層

(出所) ベストワンドットコム有価証券報告書、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

メインサイトは「ベストワンクルーズ」であり、中心価格帯(1人1泊当たり、以下同じ)は約1万円で、5~7泊の旅行が多い。サイト別の売上高の開示はないが、同社の売上高の大半が「ベストワンクルーズ」を通じたものと推察される。なお世の中には1人1泊5,000円くらいの価格帯の商品もあるが、その価格帯のものは同社では対象としていない。

「ベストワンクルーズ」の主要顧客層が40~60代の現役層であるのに対し、20~30代のハネムーンナーにアプローチするサイトが「HUNEMOON(フネムーン)」である。ハネムーンという特別なイベント向けに提供する商品群を取り扱うため、中心価格帯は2~3万円で、旅行期間も10~11泊が多い模様である。

連結子会社が運営する「ファイブスタークルーズ」は、富裕層やシニア層を主要顧客層としており、高級船及びカジュアル船のスイート客室に宿泊するクルーズ旅行に特化している。中心価格帯は4~5万円で、旅行期間も10~11泊が多い模様である。

これらのほか、スマホアプリ「Cruiseee!」、インバウンド需要向けに7カ国語に対応する「cruisebookjapan.com」もリリースしている。

◆ インターネット販売に特化することで生じる強み

販売チャネルをインターネットに特化することにより、実店舗を構えることで発生する固定費を抑制することができる。それだけでなく、24時間対応のオンライン予約が可能となるために、顧客の需要への対応力が強化されるというメリットも享受している。

クルーズ旅行の場合、顧客は、空室や料金の問い合わせを行い、その

回答を得てから検討を始めることが多いという。店舗での営業の場合は、どうしても営業時間が限られ、問い合わせに対する回答の連絡方法についても制約を受けることが多い。しかし、24 時間対応のオンライン予約の場合は、そうした制約が少なく、店舗での営業では捉えきれない需要への対応を可能とし、成約率の向上につながっている。

◆ インターネット販売を支える主要業務の内製化

24 時間対応のオンライン予約に合わせ、電話・メール対応を行う専門オペレーターを常時設置し、商品提案を行っている。この専門オペレーターは外部に業務委託せず、自社の社員が担当している。多店舗でなく一拠点で接客対応しているため、顧客情報や提案ノウハウ、商品知識の共有が進みやすく、提案力の強化につながっている。

同社は、ウェブサイトの構築やウェブマーケティングも内製化しており、IT 技術及び集客や顧客のリピーター化等のマーケティング面でのノウハウや知見を社内に蓄積している。

このように、主要業務を内製化することによって顧客満足度を上げる体制が構築されている。

◆ 船会社との関係

24 時間対応のオンライン予約を可能としているのと同じくらい特徴的なのは、船会社との API 連携<sup>注1</sup>である。18 年 7 月末時点で同社のウェブサイトに掲載されている 19,505 コースのうち、API 連携によって提供されているコースは 11 社 5,653 コースとなっている(図表 4)。

注1) API連携

APIは、Application Programming Interfaceの略。

あるシステムの汎用性の高い機能を外部から手軽に利用できるように提供する仕組みのこと。

同社のケースで言えば、船会社各社が持つ予約システムの機能や情報を、同社のウェブサイトで利用することができるようになることである。

【 図表 4 】 API 契約のある提携船会社

提携船会社	船会社の国	API契約 開始年月	掲載コース数 (18年7月末時点)
セレブリティクルーズ	米国	16年7月	486
ロイヤルカリビアンインターナショナル	米国	16年7月	1,104
アザマラクルーズ	米国	16年7月	494
ブルマントウールクルーズ	スペイン	16年6月	152
コスタクルーズ	イタリア	16年9月	723
MSCクルーズ	イタリア	16年9月	1,160
ノルウェージャンクルーズライン	米国	16年9月	380
カーニバルクルーズ	米国	17年2月	367
セレスティアルクルーズ	ギリシャ	17年5月	3
シルバーシークルーズ	モナコ	18年5月	362
ウィンドスタークルーズ	米国	18年7月	422
API契約によるコース数の合計			5,653
「ベストワンクルーズ」取り扱いコース総数			19,505
「ベストワンクルーズ」取り扱いコース数に占める割合			29.0%

(出所) ベストワンドットコム有価証券報告書、決算説明会資料より  
証券リサーチセンター作成

また、カジュアルなクルーズ旅行が多いことは、同社と船会社との力関係にも影響している。

一般的に、ラグジュアリーに分類される船でのクルーズ旅行は人気が高く、すぐに売り切れる。そのため、船会社からすると、旅行会社に販売してもらいインセンティブは低く、その分、旅行会社の取り分は少なくなる。一方、ラグジュアリーに分類されない船でのクルーズ旅行の場合、空室を減らすために旅行会社に販売してほしいと考えることが多く、その分、旅行会社の取り分は多くなる。従って、カジュアルなクルーズ旅行の取り扱いが多いほど、旅行会社にとっては利益率が高くなる傾向にある。

同社の場合、販売量が増えるほど仕入時の価格交渉力が強まる構図になるため、増収が利益率改善につながりやすい傾向にあると言える。

なお、一定数以上を販売した場合に、船会社からオーバーライドコミッションと呼ばれる追加インセンティブが支払われることがある。オーバーライドコミッションの獲得により、原価の割り戻しという形で同社の原価率の改善、収益性の向上につながることになる。ただし、過去の仕入に対して事後的に支払われるものであるため(同社にとっては原価の割り戻しとなるため)、四半期くらいの短期で見た場合の業績の大きな変動要因になっている。

#### ◆ ホテル事業

クルーズ旅行以外の旅行分野及び旅行分野以外への多面展開を図るのが同社の中長期の戦略である。その一環として、ホテル事業への参入を開始した。ホテル事業を進めることで、OTA<sup>注2</sup>商材の多角化につなげていこうとしている。

ホテル事業への参入の第一弾として、同社は18年12月にえびす旅館(京都府京都市)を買収した。えびす旅館は、京都駅から徒歩7分のところに立地する、客室数9室(最大宿泊人数27名)のインバウンド需要向けのホステル型宿泊特化型施設である。施設そのものは15年に新築された。

えびす旅館を運営することで、ホテルや旅館の運営ノウハウを蓄積し、多店舗展開につなげていく方針である。現在、福岡、金沢、東京、横浜で、物件を探している模様である。宿泊施設をグループ内で持つことにより、ホテル泊付きクルーズツアーといった独自商品の開発につなげるほか、インバウンドマーケティングに活用するといった効果を期待している。

#### 注2) OTA

Online Travel Agencyの略で、インターネット上のみで取引を行う旅行会社を指す。

#### ◆ 積極的な投資

同社は、クルーズ旅行に関係する周辺分野への企業に対してベンチャー投資を積極的に行っていく方針である。本業とのシナジー効果の追求やキャピタルゲインの確保を指すとしている。既に旅行メディアのトラベルブック(東京都中央区)、多言語サイト運営のための翻訳や運用の人材を提供するインバウンドテクノロジー(東京都品川区)、SNS マーケティングの支援を行うラブラルマーケティンググループ(東京都中央区)といった出資先がある。

➤ 業界環境と競合

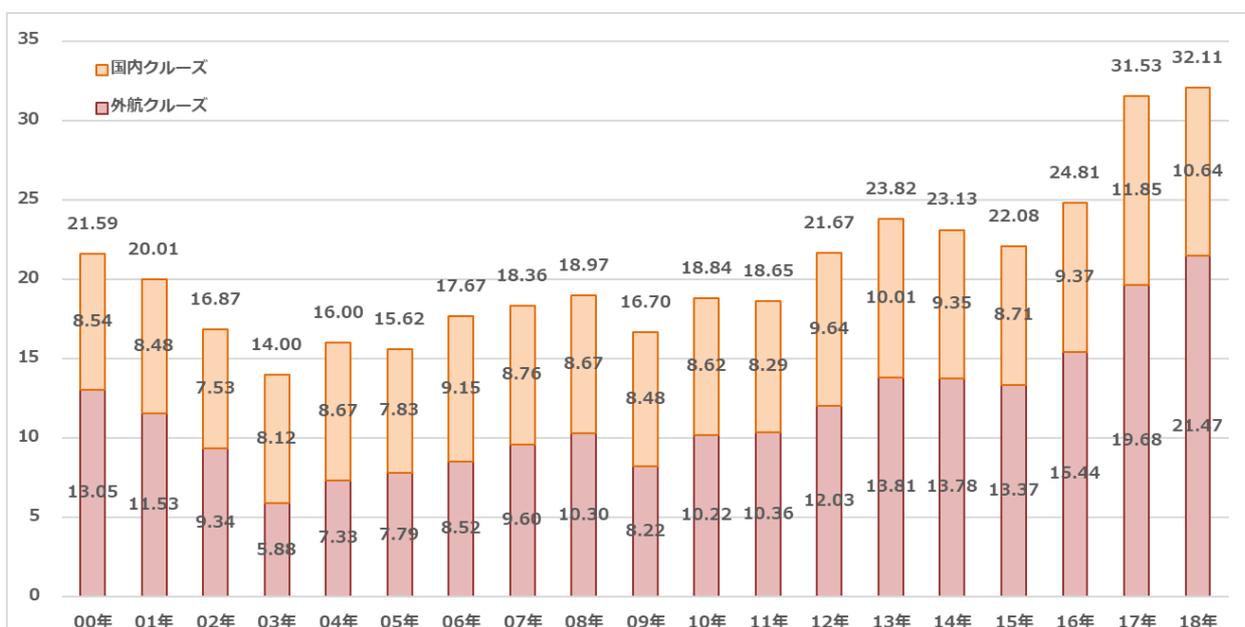
◆ クルーズ旅行市場の動向 ~ 需要サイド (1)

クルーズ旅行の市場規模については、需要と供給の両サイドの観点で推計及び予測が出されている。

需要サイドの観点では、クルーズ旅行者の人数が重要であろう。国土交通省の「2018年の我が国のクルーズ等の動向について」によると、日本人のクルーズ利用客数は、18年に32.11万人で過去最高となった。内訳は国内クルーズが10.64万人、外航クルーズが21.47万人であり、最近では外航クルーズの伸びが目立つ状況が続いている(図表5)。

【図表5】日本人のクルーズ旅行者の推移

(単位:万人)

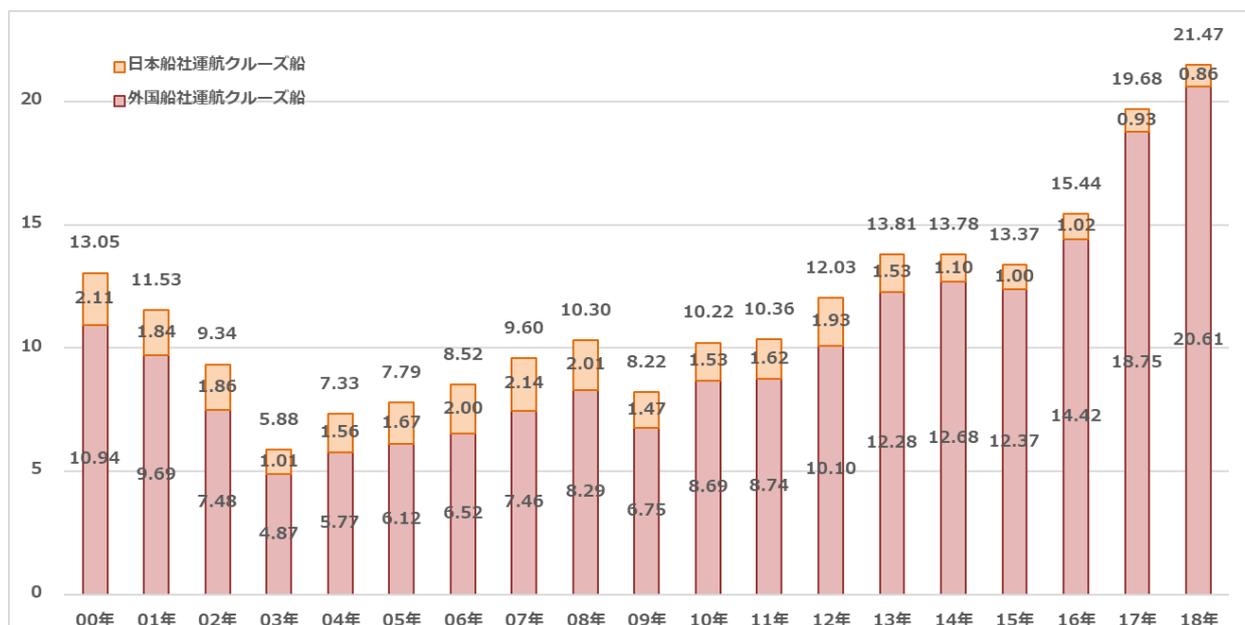


(出所) 国土交通省「2018年の我が国のクルーズ等の動向について」より証券リサーチセンター作成

日本人の外航クルーズに限定してみると、18年の外航クルーズの21.47万人のうち、日本船社の利用は0.86万人、外国船社の利用は20.61万人であり、圧倒的に外国船社の利用が多い。日本船社の外航クルーズ船は18年4月時点で3隻のみで、06年3月に「飛鳥II」が就航して以来増加していないため、日本船社による外航クルーズの利用者数は増えていない。一方、外国船による航路開拓が進んでおり、外国船社の外航クルーズが伸びを牽引している状況がうかがえる(図表6)。

【 図表 6 】 外航クルーズを利用する日本人旅行者の推移

(単位:万人)



(出所) 国土交通省「2018年の我が国のクルーズ等の動向について」より証券リサーチセンター作成

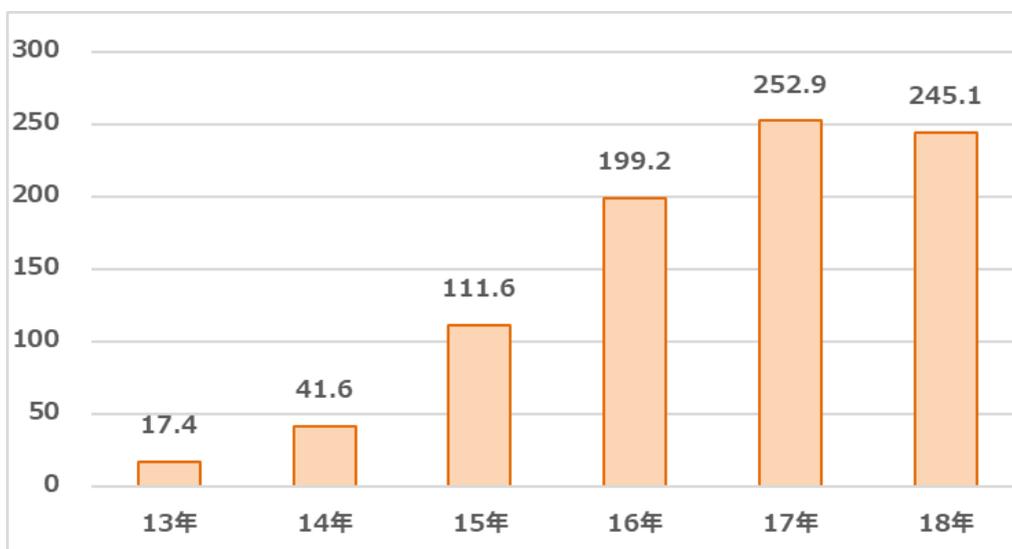
◆ クルーズ旅行市場の動向 ~ 需要サイド (2)

外国人のクルーズ船による入国者数は、17年 252.9 万人、18年 245.1 万人となった。18年には日本人のクルーズ旅行者の 11 倍強の規模になっており、インバウンド需要を支える一因となっている(図表 7)。18年が減少に転じているのは、中国発クルーズの旅客数が減少に転じたことが影響している。

なお、外国人の入国者の増加は同社の業績には直接は影響しないものの、後述する寄港回数増加に向けて日本の港湾が整備されるなど、間接的な恩恵もあると考えられる。

【 図表 7 】 クルーズ船による外国人入国者数の推移

(単位:万人)



(出所) 国土交通省「2018年の我が国のクルーズ等の動向について」より証券リサーチセンター作成

#### ◆ クルーズ旅行市場の動向 ~ 供給サイド

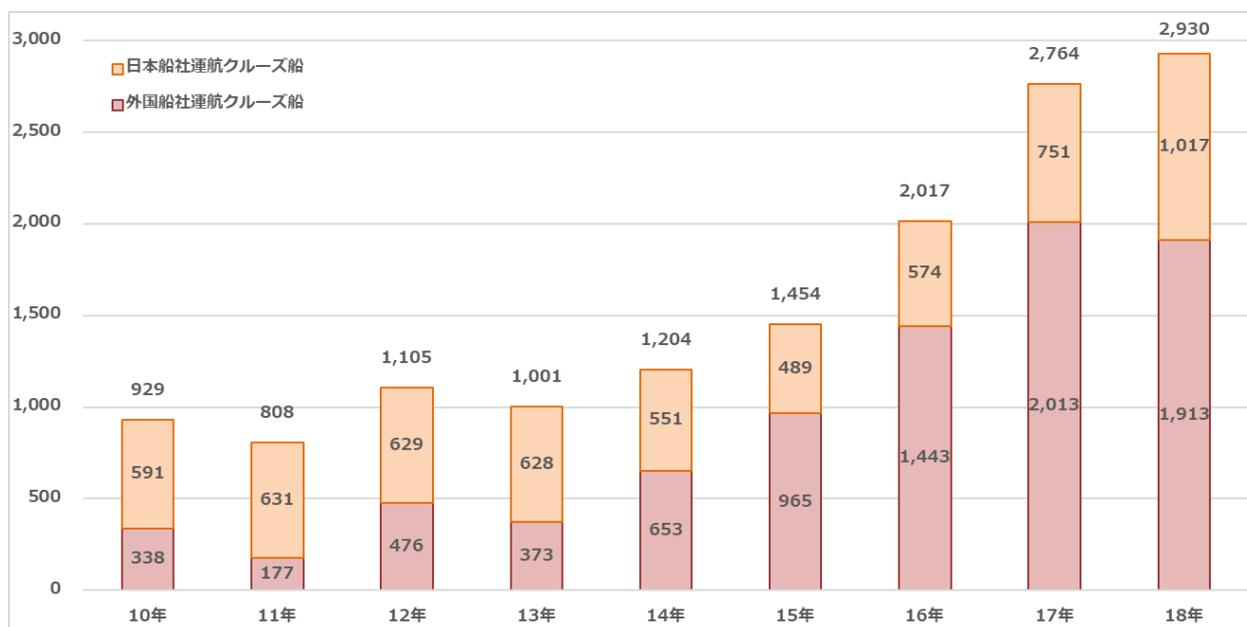
供給サイドの観点では、日本国内の港への寄港回数の推移が重要である。クルーズ船の寄港回数は、17年 2,764回、18年 2,930回であった。18年は全体では増加しているものの、内訳は、日本船が 1,017回と前期比 266回の増加となった一方、外国船が 1,913回と同 100回の減少となった(図表 8)。

日本船の寄港回数は増加しているものの、「飛鳥Ⅱ」、「ぱしふいっくびいなす」、「にっぽん丸」の3隻のクルーズ船による寄港に限られるため、今の水準から大きく増加することは期待しづらい。一方、需要に応じて日本へ寄港したりしなかったりという変動要因があり、絶対的に数が多い外国船の日本港への就航状況が、今後も全体の寄港回数の増減に影響し続けることになろう。

なお、寄港回数の増加は、単純に需要の増加に対応したという要因もあるだろうが、訪日クルーズ旅客を 20年までに 500万人にするという目標のもと、港湾法改正や、寄港地情報の一元的な発信といった政策が後押ししている面もある。

【 図表 8 】 国内港への寄港回数の推移

(単位:回)



(出所) 国土交通省「2018年の我が国のクルーズ等の動向について」より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 競合

日本の客船だけでなく、海外の客船でのクルーズ旅行を取り扱う旅行会社はいくつもあるが、同社のような手配旅行中心のオンライン専門の会社は見当たらない。クルーズ旅行については、ほとんどの旅行会社が、パッケージツアー中心の品揃えとなっていると考えられる。

その上で、クルーズ旅行の販売の取り組み方によって、いくつかの類型で分類できる。

クルーズ旅行専門の旅行会社として展開している企業としては、84年創業の日本で最初のクルーズ専門旅行会社とされる、クルーズのゆたか倶楽部(東京都千代田区)や、99年創業で、エイチ・アイ・エス(9603 東証一部)傘下に入ったクルーズプラネット(東京都千代田区)がある。

クルーズ専門店を設置している企業には、クラブツーリズム(東京都新宿区)や、JTB(東京都品川区)グループのPTS(東京都豊島区)、阪急交通社(大阪府大阪市)がある。また、JTBをはじめとした大手旅行会社でも、店舗内にクルーズデスクを設置し、クルーズ旅行を取り扱っている。

他には、「にっぽん丸」を運航する商船三井客船(東京都港区)と同じ商船三井(9104 東証一部)グループのエムオーツーリスト(東京都港区)、「飛鳥II」を運航する郵船クルーズ(神奈川県横浜市)と同じ日本郵船(9101 東証一部)グループの郵船トラベル(東京都千代田区)もあるが、取り扱う船会社が限定されていると考えられる。

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 沿革 1 ~ 現代表取締役社長の実姉により創業

同社は、現代表取締役社長の澤田秀太氏の実姉で、現取締役管理部長の米山実香氏によって05年9月に設立された。米山氏はエヌ・ティー・ティー・データ(9613 東証一部)に3年強、システムエンジニアとして勤務しており、ウェブサイト構築のスキルを有していた。そのスキルを活かせる事業機会を模索した結果、クルーズ旅行のオンライン販売に行き着いた。クルーズ旅行は当時、パッケージ商品の一部として大手旅行代理店で取り扱われることがほとんどで、時間とお金の余裕がある高齢者層が顧客の中心であった。そのため、クルーズ船のチケットを単体で販売するサービスはほとんど存在していなかった。

### ◆ 沿革 2 ~ 現代表取締役社長へ交代

米山氏によって同社が創業されたのと同じ05年に澤田氏は日興コーポリアル証券(現SMB C日興証券)に入社し、06年に澤田ホールディングス(8699 東証JQS)の取締役、さらに07年にはエイチ・エス証券(東京都新宿区)の取締役に就任した。

転機が訪れたのは、12年である。代表取締役社長の米山氏はその頃、結婚した後に子どもに恵まれ、育児に時間を費やす必要が生じていた。社長としての業務に専念することが難しくなっていたために、12年9月に、澤田氏に代表取締役社長を交代することとなった。

### ◆ 沿革 3 ~ クルーズ旅行に特化した事業拡大

従来は、規模の拡大をいわずらに追求することなく、手堅い黒字経営を続けることが基本方針であった。しかし、社長交代を機に、将来の成長のための先行投資が活発に行われるようになった。特にネットに特化したウェブ集客については積極的に投資を行っていった。

その結果、同社のクルーズ旅行の取り扱いが増えていった。さらに、14年9月に、若者のクルーズ需要を開拓するために、ハネムーンクルーズ専門サイト「HUNEMOON(フネムーン)」を開設したほか、14年12月には第1種旅行業に変更登録して自社企画旅行の販売を開始し、顧客層と取扱商品の幅を広げていった。また、16年3月には、澤田氏の母が経営していた富裕層向けクルーズ旅行に特化して展開するファイブスタークルーズを完全子会社とした。

こうして事業を拡大していった後に、18年4月に東京証券取引所マザーズに上場した。

なお、上場の直前の17年11月には航空券の予約サイトを運営するアドベンチャー(6030 東証マザーズ)と、上場直後の18年5月にはNTTドコモ(9437 東証一部)とそれぞれ販売業務提携を行い、販売チャネルの多様化も進めている。

#### ◆ 企業理念

同社は、企業理念として、「クルーズ旅行を通じてすべてのお客様に初めての感動体験を "Life-Changing Experience" クルーズをもっと身近に もっと手軽に」を掲げている。この企業理念のもと、若い旅行者や、まだクルーズ旅行を経験したことがない人に向けて、気軽に安心してクルーズ旅行に行くための環境づくりを行い、新しい旅行スタイルを経験するきっかけを提供していくとしている。

#### ◆ 株主

有価証券届出書と19/7期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表9の通りである。

19年1月末時点で、代表取締役社長の澤田秀太氏が筆頭株主で34.83%を保有している。第2位は創業者で取締役の米山実香氏(澤田秀太氏の姉)の11.80%、第3位は澤田秀太氏の母の澤田まゆみ氏が代表取締役を務める有限会社秀インターの9.51%と、澤田ファミリーが占める。上位3名までの合計は56.14%となる。なお、上場前は、この3名で74.16%の保有であった。

澤田ファミリー関係の上位3名以外の大株主には、上場前より保有のあった個人やファンド、役員のほか、機関投資家や個人投資家が名を連ねている。

【 図表 9 】 大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			19年1月末時点			19年2月1日時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
澤田 秀太	228,000	42.70%	1	215,000	34.83%	1	430,000	34.83%	1	代表取締役社長 上場時に7,000株(現行株数ベース14,000株)売り出し
米山 実香	84,000	15.73%	2	72,800	11.80%	2	145,600	11.80%	2	創業者 代表取締役社長の実姉 上場時に9,000株(現行株数ベース18,000株)売り出し
有限会社秀インター	84,000	15.73%	2	58,700	9.51%	3	117,400	9.51%	3	代表取締役社長の母が代表取締役を務める会社 上場時に9,000株(現行株数ベース18,000株)売り出し
株式会社SBI証券	0	0.00%	-	35,100	5.69%	4	70,200	5.69%	4	
諸藤 周平	30,000	5.62%	5	21,000	3.40%	5	42,000	3.40%	5	上場時に9,000株(現行株数ベース18,000株)売り出し
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	0	0.00%	-	10,000	1.62%	6	20,000	1.62%	6	
岡村 茂樹	0	0.00%	-	5,400	0.87%	7	10,800	0.87%	7	
MICイノベーション4号投資事業 有限責任組合	39,000	7.30%	4	5,200	0.84%	8	10,400	0.84%	8	
日本証券金融株式会社	0	0.00%	-	5,200	0.84%	8	10,400	0.84%	9	
小川 隆生	0	0.00%	-	5,100	0.83%	10	10,200	0.83%	9	取締役
SMB Cベンチャーキャピタル1号投資事業 有限責任組合	30,000	5.62%	5	-	-	-	-	-	-	
みずほ成長支援投資事業有限責任組合	30,000	5.62%	5	-	-	-	-	-	-	
宮前 幸央	9,000	1.69%	8	-	-	-	-	-	-	
(大株主上位10名)	534,000	100.00%	-	433,500	70.23%	-	867,000	70.23%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	30,300	5.67%	-	18,600	3.00%	-	37,200	3.00%	-	
発行済株式総数	534,000	100.00%	-	620,700	100.00%	-	1,241,400	100.00%	-	

(注) 19年2月1日付で1:2の株式分割を実施

(出所) ベストワンドットコム有価証券届出書、四半期報告書、会社ヒアリング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、13/7期以降の数値が開示されている。15/7期までは単体決算での開示だったが、16年3月にファイブスタークルーズを完全子会社化したことにより、16/7期より連結決算の開示もしている。

13/7期以降、増収を続けてきたが、経常利益は増益と減益を繰り返してきた。

15/7期に大幅増収増益となっているのは、14/7期に減益になってまで広告宣伝費をかけて行ったマーケティング施策の効果が15/7期の売上高につながったためである。15/7期には売上高経常利益率は8.7%まで上昇した。

16/7期には将来への投資として人件費や広告宣伝費等の販売費及び一般管理費(以下、販管費)を増やしたために大幅減益となったが、17/7期はクルーズ旅行の取り扱いの増加による増収と広告施策の効率化による広告宣伝費の抑制により、利益回復につながった。

#### ◆ 18年7月期は過去最高益

18/7期は、売上高が1,587百万円(前期比32.7%増)、営業利益が120百万円(同147.8%増)、経常利益が115百万円(同122.9%増)、親会社株主に帰属する当期純利益が77百万円(同123.1%増)と増収増益となった。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92.1%、営業利益が103.0%、経常利益が95.4%、親会社株主に帰属する当期純利益が97.9%となった。

詳細な情報の開示はないが、18/7期の増収は、クルーズ旅行市場の拡大を背景に、同社のウェブサイトからの顧客の増加が要因となった模様である。

売上総利益率は前期比5.2%ポイント改善の21.3%となった。高利益率のクルーズ旅行の販売が好調であったことと、実績に基づくオーバーライドコミッション等の原価割り戻しの増加が改善の要因となった。一方、人員の増加や広告宣伝費の増加により、売上高販管費率は13.7%と同1.7%ポイントの悪化となった。販管費の項目の中でも、売上高広告宣伝費率は同2.2%ポイント上昇の4.7%となり、上昇が目立った。それでも売上総利益率低下の影響が上回り、売上高営業利益率は7.6%と同3.5%ポイントの改善となった。

#### ◆ 上場時の増資と同時に借入も増え、財務の安全性の改善は限定的

18年4月の上場時に公募増資及び第三者割当増資を行ったものの、

17/7 期末に 24.5%であった同社の自己資本比率は、18/7 期末には 30.4%までの上昇に留まった。ホテル事業や不動産事業への参入や、事業に関連する分野の有望ベンチャー企業への投資や M&A を視野に、増資での資金調達をしたものの、長期借入金を大幅に増やしたためである。

## > 他社との比較

### ◆ 旅行商品をオンラインで予約・販売する企業と比較

旅行業界において、オンラインで予約・販売が完結するサービスを提供する上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、海外旅行を中心に旅行商品のオンライン販売に特化する旅工房(6548 東証マザーズ)、国内航空券を中心とした予約サイト「スカイチケット」を運営するアドベンチャー、海外旅行の現地体験ツアーのオンライン予約サービスを運営するベストラ(7048 東証マザーズ)とした(図表 10)。

広く旅行業界と言っても、取扱商品のジャンル、事業規模、競争環境の違いがあるために単純比較が難しい部分はあるが、収益性と成長性については突出して優位にあるとはいわずらく、収益性を示す自己資本利益率や総資産経常利益率は、期中の資金調達による影響を除いたベースでは、他社を下回る結果となった。

一方、安全性の指標は総じて他社より優位にある。特に流動比率の高さは突出している。これは、上場時の増資に加え、長期借入金の増加によって現預金が積み上がっていることが主な要因だと考えられる。その資金がどのように使われるかによって評価は変わっていくものと考えられる。

【 図表 10 】 財務指標比較：旅行商品をオンラインで予約・販売する企業

項目	銘柄	コード	ベストワンドットコム		旅工房	アドベンチャー	ベルトラ
			6577	(参考)	6548	6030	7048
直近決算期			18/7期	(参考)	19/3期	18/6期	18/12期
規模	売上高	百万円	1,587	-	29,304	15,093	3,371
	経常利益	百万円	115	-	333	511	319
	総資産	百万円	2,146	-	6,903	10,724	5,111
収益性	自己資本利益率	%	16.6	11.8	15.7	22.8	32.5
	総資産経常利益率	%	7.0	5.4	6.0	7.1	7.3
	売上高営業利益率	%	7.6	-	1.1	3.6	12.4
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	31.7	-	10.5	115.4	28.7
	経常利益(同上)	%	24.2	-	13.8	51.2	-7.3
	総資産(同上)	%	68.6	-	35.5	77.9	21.4
安全性	自己資本比率	%	30.4	-	20.3	12.8	26.9
	流動比率	%	248.5	-	111.6	126.2	129.2
	固定長期適合率	%	5.9	-	57.8	60.8	42.5

(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)

ベストワンドットコムは16/7期より、ベルトラは16/12期より連結決算のため、3期前は単体の数値との比較

ベストワンドットコム及びベルトラ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

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

##### ◆ 知的資本の源泉は、創業者ファミリーの存在にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 11 に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本に属する経営陣、具体的には、創業者ファミリーの存在にある。まずは、現在も取締役を務める創業者の米山実香氏が、いち早くクルーズチケット販売中心のビジネスモデルを開始して新しい市場を創出した。その後、創業者の弟である代表取締役社長の澤田秀太氏のもとで、内製化したオペレーションと顧客接点といったプロセスを磨き上げ、同社の当分野での先行優位性を確かなものとした。

この過程において、サイトの運営開始以降 13 年にわたってクルーズ旅行商品の販売に関するノウハウを蓄積し、同社の競争力の源泉となっていた。そうした組織資本の強化は、クルーズ旅行商品を提供する船会社と顧客という関係資本の積み上げにつながっていった。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・「ベストワンクルーズ」(メインサイト)の顧客の動向	・月間ページビュー	75万PV(18年8月月間) 100万PV超過(19年5月月間)
		「ベストワンクルーズ」以外の顧客	・ユニークユーザー	16万ユニークユーザー(18年8月月間) 22万ユニークユーザー(19年5月月間)
			・無料会員登録数	開示なし
			・年間利用者数	1万人以上
			・顧客の年齢層	50歳代以下の割合が60.0%(18/7期)
	・HUNEMOON(フネムーン)のユーザー		開示なし	
	ブランド	・船会社からの評価	・ファイブスタークルーズのユーザー	開示なし
			・ロイヤルカリビアンインターナショナル	優秀セールス賞2017・2018連続受賞
			・コスタアワードオンライン部門FIT	優秀賞2017受賞
	ネットワーク	・クルーズ商品を提供する船会社 ・API契約のある船会社 ・協業先	・取り扱い船会社数	63社(19年1月末時点)
・契約のある船会社数と掲載コース数			11社 5,653コース	
・販売における協業			アドベンチャー NTTドコモ ベネフィット・ワン	
組織資本	顧客接点	・取り扱いコース数	22,123件(19年1月末時点)	
		・取り扱い船会社数	63社(19年1月末時点)	
		・取り扱い客船数	416件(19年1月末時点)	
	プロセス	・顧客接点	・運営サイト	3サイト (ベストワンクルーズ HUNEMOON(フネムーン) ファイブスタークルーズ) 多言語対応サイト「cruisebookjapan.com」を含めると 4サイト
			・専門オペレーター	24時間対応 専任担当制 担当者人数は開示なし
			・ホテル事業	えびす旅館
			・内製化されたオペレーション	・旅行部門の従業員数 17名(18/7期末) ・エンジニアの数 開示なし
	知的財産 ノウハウ	・販売・マーケティング ・クルーズ旅行商品の販売に関するノウハウの蓄積	・自社サイト経由の販売比率	開示はないが相当に高いと推察
			・運営実績	06年1月の「ベストワンクルーズ」のサイト運営開始から 13年経過
			・代表取締役社長による経営	12年2月の就任以来7年経過
人的資本	経営陣	・創業から(代表取締役社長の姉)の経営への関与	05年9月の創業から6年超の代表取締役社長として経営 12年2月以降取締役または監査役として関与して9年経過	
		・澤田ファミリーの株式保有	693,000株(56.14%) *創業者、代表取締役社長、資産管理会社の保有合計	
		・代表取締役社長による保有	430,000株(34.83%)	
	インセンティブ	・代表取締役社長以外の取締役の持株数(監査役は除く)	150,000株(12.08%)	
		・役員報酬総額(取締役) *社外取締役は除く	14百万円(4名)(18/7期)	
		・従業員数	22名(18/7期末)	
	従業員	企業風土	・平均年齢	28.6歳(単体)(18/7期末)
			・平均勤続年数	3.1年(単体)(18/7期末)
			・従業員持株会	なし
		インセンティブ	・ストックオプション	37,200株(3.00%)(19年4月末) *取締役保有分含む

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は19/7期上期、または19/7期上期末のものとする

(出所) ベストワンドットコム有価証券報告書、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 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、「クルーズ旅行を通じて全てのお客様に初めての感動体験をクルーズ旅行をもっと身近にもっと手軽に "Life-Changing Experience"」のコンセプトのもと、クルーズ旅行に行くための環境を整備し、新しい旅行スタイルを経験する機会を提供することを通じて、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5名の取締役で構成され、うち1名が社外取締役である。社外取締役の高木洋平氏は、第一東京弁護士会に登録する弁護士で、LN 法律事務所のパートナーを務めている。

同社の監査役会は常勤監査役1名を含む3名の監査役で構成される。3名とも社外監査役である。常勤監査役の小笠司朗氏は、日本不動産銀行(現あおぞら銀行)、福山証券(現むさし証券)、警視庁職員信用組合、ゼクタ、大林組(1802 東証一部)でキャリアを積んできた。非常勤監査役の野村宜弘氏は、公認会計士並びに税理士の資格を持つ。同じく非常勤監査役の高梨良紀氏は、東邦監査法人のパートナーとの兼任である。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 既存事業での競争激化への対応とシェアの拡大

クルーズチケットの販売を主体に展開するというモデルでは、会社には先行優位性がある。それでも、パッケージツアーとしての提供を主体に行ってきた大手旅行会社等がクルーズチケットの販売に本格的に参入しようという動きがあり、会社は、競争が激しくなっているという認識を持っている。

会社は競争力の源泉とも言うべき海外クルーズ船を中心とした品揃えの豊富さを維持するため、コース登録総数の増加を引き続き行っていく。同時に、会社に登録、掲載すればクルーズチケットが売れるという船会社からの信頼を保つために、販売量を増やす必要がある。シェアの拡大のためにも、販売量と登録コース数を同時に増やす循環を維持していくことが大きな課題と言えよう。

#### ◆ サービスブランドの認知度向上

クルーズチケット販売の分野で一定の知名度はあるとしても、会社のサービスブランドの認知度はまだまだ上げられる余地が大きいことから、認知度向上が課題のひとつとなっている。競争激化への対応及びシェアの拡大のためにも、クルーズ旅行なら会社のサービスが真っ先に想起されるようになることが理想であり、そうした状況に近づくために、広告宣伝や広報を行っていくとしている。

#### ◆ インバウンド需要への対応

会社はこれまで国内居住者向けにクルーズ旅行を提供してきたため、日本語のサイトのみでの展開となっていた。一方、クルーズ船による外国人入国者数の推移を見ると、18年こそ前年比で減少しているものの、クルーズ旅行を経験した訪日外国人旅行者は大きく増加してきた(図表7)。

そうしたインバウンド需要の高まりに対応すべく、会社は、ウェブサイトが多言語化を進めるとしている。18年12月には、クルーズ検索・予約ができる多言語対応の「cruisebookjapan.com」というサイトをオープンしている。現在7カ国語に対応しており、このウェブサイトの育成を進めていく方針である。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ クルーズ旅行関連のプラットフォーム化が中長期的な目標

会社は、クルーズ旅行関連のプラットフォームとしての地位を確立し、関連するサービスを全て会社サイトにおいてワンストップで提供できるようにすることを志向している。

そのために、既存ビジネスの強化、他社提携、取扱商品拡充の3軸での成長戦略を描いている。

既存ビジネスの強化については、販売チャネルの強化と商品力の強化を図るとしている。前者では多言語対応サイトの開設によるインバウンド需要への対応やスマートフォン向けアプリケーションの開発を、後者ではチャータークルーズや添乗員同行ツアーといった商品の提供を模索している。

他社提携については、旅行会社や旅行商品取り扱い会社との連携を進めるとしている。既に17年11月には格安航空券予約サイト「skyticket(スカイチケット)」を運営するアドベンチャーと提携し、「skyticket」への同社のクルーズ旅行商品の掲載が始まっている。また、18年5月よりNTTドコモが運営する「dトラベル」にもクルーズ商品の掲載を開始している。

取扱商品の拡充は、航空券やホテル、海外旅行保険、現地送迎等のクルーズ旅行に付随して申し込まれる商品・サービスを中心にラインナップを増やしていく方針である。なお、えびす旅館を買収して参入したホテル事業も、クルーズ旅行に付随する商材を提供する役割を担うことになるものと捉えられよう。

## 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 12 のようにまとめられる。

【 図表 12 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・クルーズ旅行に特化したオンライン専業というビジネスモデル</li> <li>- 手配旅行(チケット販売)主体の販売</li> <li>- 検索から相談、オンライン予約(一部)まで可能なプラットフォームの確立</li> <li>- ウェブ集客の内製</li> <li>- 10年以上にわたって蓄積されてきた接客力</li> <li>- インターネット専業(無店舗)での展開による相対的に高い効率性や収益性</li> <li>・業界内でのポジション</li> <li>- 海外の船会社とのAPI連携の多さ</li> <li>- オンライン専業の競合の少なさ</li> <li>・現役世代の割合が高いユーザー層</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・まだまだ低い知名度</li> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・四半期ごとの業績変動の大きさ</li> <li>・代表取締役社長への依存度の高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日本に寄港するクルーズ船の増加</li> <li>・API連携する船会社の増加</li> <li>・日本人の間でのクルーズ旅行の普及</li> <li>・クルーズ旅行に対するインバウンド需要の取り込み</li> <li>・旅行業界の周辺業態の企業との提携</li> <li>・異業種の企業との提携                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 他社媒体の活用の余地</li> </ul> </li> <li>・クルーズ旅行以外の旅行商品やサービスの投入</li> <li>・上場による知名度の上昇</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・レジャー需要の減退の可能性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 景気悪化</li> <li>- 自然災害や疫病の蔓延、戦争やテロの脅威等</li> </ul> </li> <li>・クルーズ船が寄港する港湾付近での大規模な自然災害や事故が発生する可能性</li> <li>・旅行業界の大手の参入等によるチケット販売への競争の激化の可能性</li> <li>・日本に寄港するクルーズ船の減少の可能性</li> <li>・船会社との手数料率等の急な改変の可能性(オーバーライドコミッション等)</li> <li>・金利上昇の可能性</li> <li>・M&amp;Aや出資といった投資が不発に終わる可能性(減損対象になる等)</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 旅行業界のニッチ分野におけるポジショニングと顧客接点の部分でのノウハウの蓄積を評価

同社は、旅行業界の中で、オンライン専業の形でクルーズチケット販売に特化するビジネスモデルを確立した。ありそうでなかった分野で

ニッチながらも新しい市場を創出した点、その中で先行者利益を確保できるポジションを構築できた点は評価できよう。

同社は、集客や接客、商品提案といったプロセスを内製化している。顧客接点に関する部分でのノウハウの蓄積が進んでいるのはこの内製化のためであり、競争力の源泉となっている。

ポジショニングとプロセス内製化によるノウハウ蓄積で土台を固めたところに、クルーズ旅行市場の拡大という追い風があり、直近の業績拡大につながっていると考えられる。

#### ◆ M&A や出資の管理体制の整備が課題

同社は、既存のクルーズチケット販売での成長を続けると同時に、プラットフォーム構築の名のもと、クルーズ旅行に関連するサービスも全て同社のサイト内でワンストップで提供できるようにすることを中長期の目標としている。今後、関連する企業の M&A や出資を行う機会が増えていくことが想像されよう。実際に 19/7 期中にえびす旅館の買収を行っているほか、複数の出資案件も抱えている。さらにそうした投資のための資金も準備している模様である。

そうすると、投資効率の観点からも、投資案件の選択及び投資後の管理の体制を整備することが課題となつてこよう。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 19 年 7 月期会社計画

19/7 期の会社計画は、売上高 2,170 百万円(前期比 36.7%増)、営業利益 154 百万円(同 27.8%増)、経常利益 150 百万円(同 30.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 100 百万円(同 29.3%増)である(図表 13)。第 3 四半期まで経過しているが、期初計画は据え置かれている。

売上高に関する詳細な開示はなく、18 年 7 月末時点の受注状況をもとに、マーケット全体の伸び率を踏まえた想定になっている模様である。

一方、売上総利益率は、18/7 期の 21.3%に対し、19/7 期は 19.8%まで 1.5%ポイント低下すると同社は計画している。18/7 期の原価率改善の要因となった、高利益率のクルーズチケットの販売や、実績に基づくオーバーライドコミッションについて慎重に想定したためと考えられる。販管費は、人件費の増加等により 58 百万円増加するが、売上高販管費率は 12.7%と、増収効果によって 18/7 期より 1.0%ポイント低下の想定である。それでも売上総利益率低下の影響が上回り、

19/7 期の売上高営業利益率は 7.1%と、前期比 0.5%ポイントの低下が予想されている。

【 図表 13 】 ベストワンドットコムの 19 年 7 月期の業績計画

(単位:百万円)

	16/7期連	17/7期連	18/7期連	19/7期連	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	937	1,196	1,587	2,170	36.7%
売上総利益	147	192	338	430	26.9%
売上総利益率	15.7%	16.1%	21.3%	19.8%	-
営業利益	11	48	120	154	27.8%
売上高営業利益率	1.2%	4.1%	7.6%	7.1%	-
経常利益	5	51	115	150	30.1%
売上高経常利益率	0.6%	4.3%	7.3%	6.9%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	4	34	77	100	29.3%
売上高当期純利益率	0.5%	2.9%	4.9%	4.6%	-

(出所) ベストワンドットコム有価証券報告書、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

#### ◆ 19 年 7 月期第 3 四半期決算

19/7 期第 3 四半期累計期間(以下、3Q 累計)は、売上高 1,522 百万円(前年同期比 39.1%増)、営業利益 104 百万円(同 2.5%増)、経常利益 102 百万円(同 5.3%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益 69 百万円(同 3.3%増)であった。通期計画に対する進捗率は、売上高が 70.1%、営業利益が 67.5%である。3Q 累計としては、売上高、営業利益とも過去最高となった。

19/7 期第 2 四半期累計期間(以下、2Q 累計)の段階では、売上高は前年同期比 9.7%増、営業利益は同 75.6%減と物足りなさを感じさせる内容であったが、3Q 累計で挽回した格好となった。

特に変化が著しかったのが売上総利益である。2Q 累計の売上総利益率は 18.2%まで低下したが、3Q 累計では 21.2%まで回復した。これは、オーバーライドコミッションの入金、5 月のゴールデンウィーク期間の高利益率商品の販売増が奏功したためである。

#### ◆ 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 19/7 期業績について、売上高 2,224 百万円(前期比 40.1%増)、営業利益 159 百万円(同 31.9%増)、経常利益 155 百万円(同 34.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 103 百万円(同 33.5%増)と予想した。売上高は会社計画をやや上回り、利益はほぼ会社計画並みでの水準を予想する(図表 14)。

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) クルーズ旅行の売上高は、期末コース登録総数と、1 コース当たり売上高を推算して予想した。19/7 期末の期末コース登録総数は、前期末の 19,505 コースより 7,500 コース増の 27,005 コースとした。また、売上高を期末コース登録総数で割った 1 コース当たり売上高は、18/7 期の 81.4 千円に対し、19/7 期は 82.4 千円へ若干上昇するものとした。品揃えの豊富さという同社の競争力の源泉を示す期末コース登録総数の増加が増収を牽引するものとして予想を組み立てた。

(2) クルーズ旅行以外では、買収したえびす旅館の売上高が計上されるものとした。

(3) 売上総利益率は、18/7 期の 21.3%に対し、19/7 期は 19.8%まで 1.5%ポイント低下するものとした(会社計画も 19.8%)。会社計画の前提と同様、18/7 期の原価率改善に寄与したオーバーライドコミッションが特に大きく発生しないという前提に立った。販管費は、人員増による人件費の増加を主な要因として、18/7 期の 218 百万円に対し、19/7 期は 281 百万円へ増加すると予想した(会社計画では 276 百万円)。なお、広告宣伝費も金額では増加する見込みとしているが、増加率が抑制される見込みから、売上高広告宣伝費率は 18/7 期の 4.7%に対して 19/7 期は 4.0%と予想した。これらの結果、19/7 期の売上高営業利益率は 7.2%と、前期比で 0.4%ポイント低下するものと予想した(会社計画は 7.1%)。

20/7 期以降の業績について、20/7 期は前期比 33.0%、21/7 期は同 21.7%、22/7 期は同 16.5%の増収が続くと予想した。クルーズ旅行については、引き続き、期末コース登録総数の増加に伴い売上高も増加していくものとした。期末コース登録総数ベースでの 1 コース当たり売上高も少しずつ切り上がっていくものとした。一方、クルーズ旅行以外では、えびす旅館の通年寄与以外は、特に業績予想には含めていない。

売上総利益率は 19/7 期と同水準で推移するものとした、また、販管費は、引き続き人員増による人件費の増加を中心に想定し、売上高広告宣伝費率は 19/7 期と同じ 4.0%を維持するものとした。増収によって売上高販管費率は徐々に低下していくことで、売上高営業利益率は 20/7 期 7.4%、21/7 期 7.8%、22/7 期 8.0%と緩やかに上昇していくものと予想した。

【 図表 14 】証券リサーチセンターの業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	16/7期連	17/7期連	18/7期連	19/7期連CE	19/7期連E	20/7期連E	21/7期連E	22/7期連E
<b>損益計算書</b>								
売上高	937	1,196	1,587	2,170	2,224	2,957	3,599	4,192
前期比	34.9%	27.7%	32.7%	36.7%	40.1%	33.0%	21.7%	16.5%
期末コース登録数(コース)	-	-	19,505	-	27,005	34,005	40,505	46,505
1コース当たり売上高(千円)	-	-	81.4	-	82.4	87.0	88.9	90.2
売上総利益	147	192	338	430	440	585	712	830
前期比	-	30.7%	76.3%	26.9%	30.0%	33.0%	21.7%	16.5%
売上総利益率	15.7%	16.1%	21.3%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
販売費及び一般管理費	135	143	218	276	281	365	430	494
売上高販管費率	14.5%	12.0%	13.7%	12.7%	12.6%	12.4%	12.0%	11.8%
営業利益	11	48	120	154	159	220	281	335
前期比	-	324.5%	147.8%	27.8%	31.9%	38.4%	27.9%	19.2%
売上高営業利益率	1.2%	4.1%	7.6%	7.1%	7.2%	7.4%	7.8%	8.0%
経常利益	5	51	115	150	155	214	276	331
前期比	-90.6%	815.8%	122.9%	30.1%	34.4%	38.1%	29.0%	19.8%
売上高経常利益率	0.6%	4.3%	7.3%	6.9%	7.0%	7.2%	7.7%	7.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	4	34	77	100	103	142	183	220
前期比	-	594.7%	123.1%	29.3%	33.5%	38.1%	29.0%	19.8%
売上高当期純利益率	0.5%	2.9%	4.9%	4.6%	4.6%	4.8%	5.1%	5.3%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ベストワンドットコム有価証券届出書、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 15 】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)

	16/7期連	17/7期連	18/7期連	19/7期連CE	19/7期連E	20/7期連E	21/7期連E	22/7期連E
<b>貸借対照表</b>								
現金及び預金	386	660	1,548	-	1,641	1,805	1,965	2,115
売掛金	-	-	-	-	0	0	0	0
たな卸資産	-	-	-	-	0	0	0	0
旅行前払金	180	313	417	-	589	783	953	1,111
その他	45	90	100	-	108	108	108	108
流動資産	612	1,064	2,067	-	2,339	2,697	3,028	3,335
有形固定資産	1	4	7	-	160	163	166	169
無形固定資産	6	14	19	-	86	88	89	90
投資その他の資産	37	48	48	-	177	177	177	177
固定資産	45	67	75	-	424	428	433	437
繰延資産	-	-	4	-	2	1	0	0
資産合計	657	1,132	2,146	-	2,766	3,127	3,461	3,772
買掛金	-	-	-	-	0	0	0	0
未払法人税等	0	21	30	-	26	35	46	55
未払金	16	18	35	-	44	59	71	83
旅行前受金	324	428	555	-	778	1,035	1,259	1,467
短期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	37	92	196	-	242	277	317	326
その他	13	14	14	-	14	14	14	14
流動負債	391	574	832	-	1,106	1,422	1,710	1,947
長期借入金	121	279	660	-	900	802	665	518
その他	-	-	-	-	8	8	8	8
固定負債	121	279	660	-	909	811	673	527
純資産合計	145	277	653	-	751	893	1,077	1,297
(自己資本)	145	277	653	-	751	893	1,077	1,297
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>								
税金等調整前当期純利益	7	51	115	-	155	214	276	331
減価償却費	1	2	2	-	5	16	16	16
売上債権の増減額 (-は増加)	-	-	-	-	0	0	0	0
たな卸資産の増減額 (-は増加)	-	-	-	-	0	0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0	0
旅行前受金の増減額 (-は減少)	110	104	127	-	222	256	224	207
旅行前払金の増減額 (-は増加)	-30	-133	-104	-	-171	-194	-169	-157
法人税等の支払額	-22	0	-30	-	-56	-61	-82	-101
その他	-1	-34	12	-	6	-179	-157	-145
営業活動によるキャッシュ・フロー	63	-9	123	-	162	245	278	308
固定資産の取得による支出	-4	-13	-10	-	-194	-21	-21	-21
投資有価証券の取得・売却による支出	-3	-5	5	-	-128	0	0	0
敷金及び保証金の回収・差入による収支	-	-4	-	-	0	0	0	0
その他	-3	-	-	-	-48	1	1	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-11	-23	-4	-	-371	-19	-19	-21
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	107	213	484	-	287	-62	-97	-137
株式の発行による収支	-	97	285	-	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0	0
その他	-	-	-	-	8	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	107	310	769	-	295	-62	-97	-137
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	152	280	888	-	86	163	160	149
現金及び現金同等物の期首残高	233	386	666	-	1,554	1,641	1,805	1,965
現金及び現金同等物の期末残高	386	666	1,554	-	1,641	1,805	1,965	2,115

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ベストワンドットコム有価証券届出書、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

### ◆ クルーズ旅行需要の減退の可能性

同社の業績はクルーズ旅行需要に左右されるものであるため、噴火や地震等の自然災害、クルーズ船の事故、テロといった旅行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。

また、最近の日韓関係の悪化により、飛行機のチャーター便の運航を取りやめたというケースも出てきた。船会社の判断次第であるが、このような状況がクルーズ船においても起きないとは限らない。

### ◆ 短期業績の変動の大きさ

クルーズチケットを仕入れて販売するのが基本的な収益構造だが、オーバーライドコミッションのようなコミッションのルールが存在する。こうしたコミッションは、原価割り戻しという形で計上されるため、売上高の計上とは異なるタイミングで計上される。そのため、四半期といった短期業績を大きく変動する要因になる可能性がある。

### ◆ 広告宣伝費のかけ方が利益に及ぼす影響

同社の利益の出方は、広告宣伝費のかけ方に大きく影響を受ける。将来の需要喚起のために広告宣伝費をかける場合は、費用が先行し、当該期間の利益を押し下げることにも想定される。

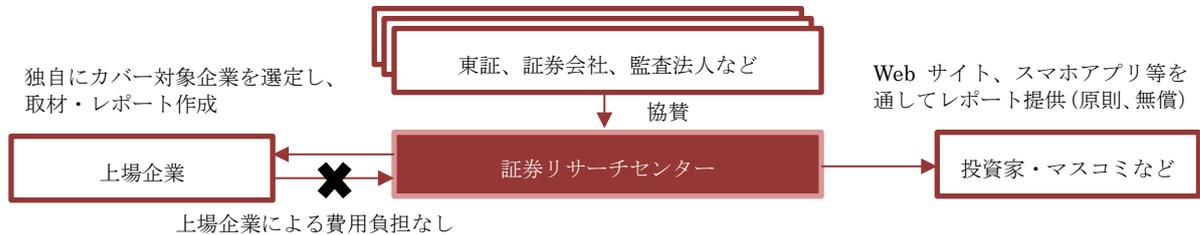
### ◆ 配当について

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。配当の実施及びその時期については現時点では未定である。

## 証券リサーチセンターについて

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

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



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### アナリストによる証明

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

### 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接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ため、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。