

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## ベルトラ

7048 東証グロース市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2023年10月16日(月)

執筆：客員アナリスト

**清水陽一郎**

FISCO Ltd. Analyst **Yoichiro Shimizu**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2023年12月期第2四半期の業績概要	01
2. 2023年12月期の業績見通し	01
3. 中長期の成長戦略	02
■ 会社概要	03
1. 沿革	03
2. 事業概要	04
■ 業績動向	07
1. 2023年12月期第2四半期の業績概要	07
2. 財務状況と経営指標	11
■ 今後の見通し	12
■ 中長期の成長戦略・トピックス	15
1. 事業ポートフォリオの拡大と成長投資	16
2. 今後の成長戦略	17
3. 各事業の投資戦略と進捗状況	17
■ 株主還元策	20

## ■ 要約

**旅行需要が回復するなか、営業収益は前年同期比 225.6% 増と急伸。  
経費コントロールにより、損失幅も大幅縮小。  
2023年12月期以降は成長投資をさらに加速させ、  
事業多角化によるシェア拡大と企業価値の最大化を目指す**

ベルトラ<7048>は、国内最大級の現地体験型オプショナルツアー専門のオンライン予約サイト「VELTRA（ベルトラ）」を運営する。同社は「旅先で何が体験できるか」に焦点を当て、オンライン化の加速と個人旅行へのニーズの高まりを受け、世界各地の体験型オプショナルツアーの専門予約サイトとして成長を遂げてきた。旅先でできる体験を情報発信することで「VELTRA changes TRAVEL」（旅行の定義を「何が体験できるかで旅先を探す」に変える）という意味から、「ベルトラ」と名付けた。

### 1. 2023年12月期第2四半期の業績概要

2023年12月期第2四半期の連結業績は、営業収益が前年同期比 225.6% 増の 1,157 百万円、営業損失が 203 百万円（前年同期は 488 百万円の損失）となった。新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）の影響が薄れ、旅行需要が回復するなかで HawaiiActivities を除くすべての事業（海外旅行事業、国内旅行事業、観光 IT 事業）が前年同期比で急伸し、営業収益を押しあげた。特に海外旅行事業及び LINKTIVITY が好調で、2022年12月期下期から徐々に旅行需要が回復傾向にある状況下で 2023年4月29日に日本における渡航制限が撤廃されたことを背景に、海外旅行事業の営業収益は同 15.0 倍の 647 百万円に急回復した。LINKTIVITY に関しても、インバウンド市場が回復するなか、営業収益は同 9.6 倍の 201 百万円に急伸した。また、国内旅行事業に関しても全国旅行支援などの需要喚起策を受け業績は好調に推移し、営業収益は同 2.1 倍の 130 百万円に急拡大した。一方で営業損失は 203 百万円となった。これは、2024年12月期以降の成長の実現に向けて成長投資のアクセルをより踏み込んだことが要因だ。ただ、大幅な増収に加えて継続した固定費のコントロールを実施したことなどにより、損失幅は前年同期比で大きく縮小した。

### 2. 2023年12月期の業績見通し

2023年12月期の連結業績見通しについて同社は、営業収益で前期比 294.0% 増の 3,420 百万円、営業損失で 103 百万円（前期は 794 百万円の損失）を見込んでいる。2022年12月期までのサバイバル期間を終えた同社は、2023年12月期をコロナ禍前（2019年）の水準を上回る持続的な成長を実現するために成長投資を実施する時期として捉えている。追加投資として約 6.4 億円を設定し、海外旅行事業、国内旅行事業、LINKTIVITY の各種施策に投資することにより、2024年12月期にコロナ禍前を上回る収益を実現する方針だ。将来の業績拡大に向けた成長投資と営業収益の増加に伴い発生する広告費用等の変動費の増加や旅行需要の回復期における海外旅行事業部門、並びにシステム開発部門の人員増強を中心とした人材投資などによりコスト水準は増加するものの、コロナ禍に実施された諸施策により旅行需要が回復してきていることから、海外旅行事業及び LINKTIVITY を中心に収益が順調に拡大し、営業損失幅は大きく縮小する見通しだ。特に、同社事業の繁忙期（夏休みシーズン）以降は営業収益の増加が投資コストを上回り、営業黒字に転換することを想定している。

要約

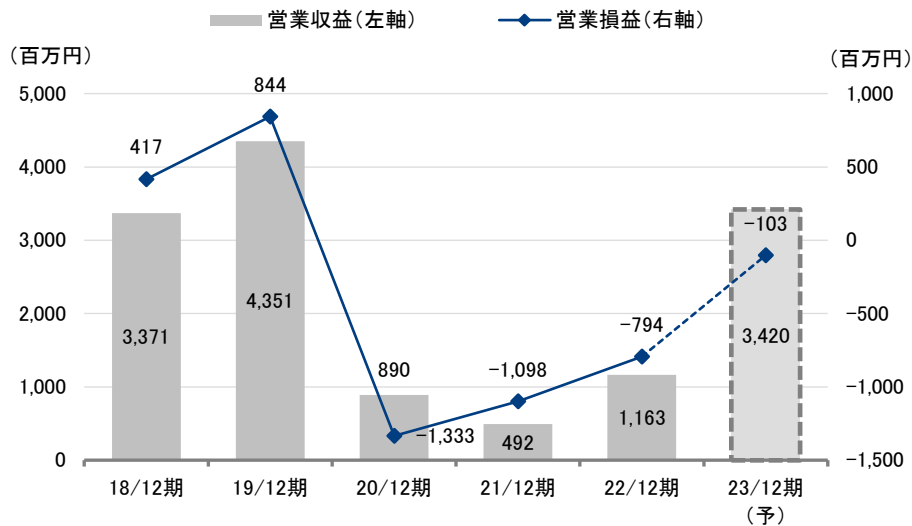
### 3. 中長期の成長戦略

同社は、2020年12月期より事業ポートフォリオの再構築と拡大に取り組んでいる。現地体験ツアーのオンライントラベルエージェント（以下、OTA）として「VELTRA」を中心とした事業拡大を推進しながら、同社の競争優位性の源泉となる経営資源を最大限に活用し、旅行業に留まらない事業多角化を行うことで、さらなるシェアの拡大と企業価値の最大化を目指している。そのうえで、2024年12月期にコロナ禍前を上回る収益拡大を実現し、中長期的な成長を実現していくために、2023年12月期からは成長投資のアクセルをさらに踏み込んでいく計画だ。2023年12月期第2四半期においても各事業において投資を実行し、観光需要の回復を確実に業績の回復（営業収益の増加と営業損失幅の縮小）に結実させた。今後も将来の成長加速を現実のものとするために、OTA事業から安定して生み出した資金をLINKTIVITYや新規サービスに再投資し、さらなる事業ポートフォリオ拡大と収益基盤の拡大に注力していく。また、収穫逡増型のLINKTIVITYの業績が伸長するにしたがって、連結ベースの収益性も向上することを想定しており、2026年12月期には営業利益率30%超を目指している。

#### Key Points

- ・国内最大級の現地体験型オプションツアー専門のオンライン予約サイト「VELTRA」を運営
- ・2023年12月期第2四半期は旅行需要が回復するなか営業収益が急伸。継続した固定費のコントロールにより損失幅も大幅縮小
- ・2023年12月期は営業収益が前期比294.0%増の3,420百万円、営業損失が103百万円を見込む。成長投資を実行するものの、営業収益の拡大により各利益は前期の実績を大きく上回る想定
- ・経営資源を最大限に活用し、旅行業に留まらない事業多角化を行うことで、さらなるシェアの拡大と企業価値の最大化を目指す

#### 業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### 国内最大級の現地体験型オプションツアー専門の オンライン予約サイト「VELTRA」を運営

#### 1. 沿革

同社は、日産自動車 <7201> 海外事業部のメンバーだった3人が1991年に立ち上げた会社であり、創業時は主に自動車関連のマーケティングを展開していた。当時は海外の自動車メーカーが日本展開を模索していた時期であり、海外からの受注を受けて、東京モーターショーのイベント開催を受けた調査などを行っていた。元々一事業にフォーカスするのではなく多角的に事業を展開しており、それらの事業のうち、2000年にスタートしたゴルフのオンライン予約（GORA）ビジネスが急成長したことにより、この事業を楽天（現 楽天グループ <4755>）に売却、この売却益を元手にして2004年から現在の事業を開始した。旅行業界では宿泊や航空券等の販売は既にオンライン化が進んでおり、旅先の体験だけオンライン化が進んでいなかった。また、現地での体験ツアーやアクティビティは無数にあり、これらはオフラインではなく、eコマースのスケールメリットを確実に生かせると考え、ゼロからスタートする意味があると判断した。

2004年の事業開始当初は旅行業としてのノウハウもアクティビティ事業会社とのコネクションもなかったものの、同年、オーストラリア、バリ島、ハワイにてオフラインを中心にアクティビティ販売を行っていた会社を買収した。なお、現代表取締役社長兼 CEO の二木渉（ふたぎわたる）氏は創業から4代目の社長であり、2015年に代表取締役社長に就任した。加速するテクノロジーの進化への対応、IPO、そしてさらなる成長を目指すため、創業者から経営を引き継いだ。

ただし、事業開始当初はグローバルなオンライン市場がなかったビジネスであったほか、現地の事業会社自身がオンラインで予約を受けて顧客と直接接点を持つこと自体がなかった。さらに、各国の文化の違い、言葉の違い、価値観の違い、時差等、旅行者と事業者の間に障壁が多く、事業の見直しを図る必要があった。このため、顧客が現地体験ツアーに参加する手段をオンラインでどう実現できるかを改めて再定義したうえで、経営資源を集中させた。その後は事業を拡大し、ビーチリゾート周辺だけではなく、アジア、ヨーロッパ、アメリカなどへと拡大していった。

グローバル展開を進めるなか、2012年には英語サイトを開設し、訪日旅行事業を開始した。また、システム開発についても体制を強化し、国内でのエンジニア採用を開始したほか、マレーシアに開発拠点を置き、システム会社を完全に内製化した。2015年には中国語サイト（繁体字・簡体字）を開設、2016年には City Discovery SAS の全株式を取得、2017年には韓国 12CM Inc.（ワンツーシーエム）との事業提携により韓国語サイトを開設するなどグローバル展開を推進している（現在、経営資源を日本市場に選択・集中させており、多言語展開は休止中）。

### 会社概要

なお、同社とシナジーが見込めるとして、2020年12月に、旅行比較サイト「トラベルコ」の運営等の旅行関連事業を展開するオープンドア<3926>と資本業務提携を締結した。2021年12月には、子会社のリンクティビティ(株)が西日本電信電話(株)(NTT西日本)に対して第三者割当増資を実施し、資本・業務提携を行った。また、新株予約権行使による資金調達を実施しており、2022年12月期で955百万円を調達した。コロナ禍の影響により厳しい事業環境ではあったものの、コロナ禍収束後(アフターコロナ)を見据えて事業面・財務面で積極的な展開を見せ、攻めと守りの経営を両立させてきた格好だ。

### 沿革

年	内容
1991	マーケティング関連のコンサルティング業務としてアラン株式会社(現ベルトラ株式会社)設立
2003	ゴルフ場予約専用サイト「GORA」事業を楽天<4755>(現楽天グループ)に営業譲渡
2004	アクティビティ専門サイト「Alan1.net」(現「VELTRA」)の事業開始 北米市場向けのハワイ現地ツアー予約サイト「HawaiiActivities.com」(運営 White Publishing, Inc (現 VELTRA Inc.))の全株式を取得
2012	グローバル事業展開を目的にブランド名を「Alan1.net」から「VELTRA」に商号変更。社名もアランからベルトラへ変更 英語サイトを開設。訪日旅行事業を開始 マレーシア クアラルンプールにシステム開発会社として VELTRA Malaysia Sdn Bhd. (マレーシア)を設立
2015	中国語サイト(繁体字・簡体字)開設
2016	主に英語圏市場を対象としたグローバル市場向けの現地ツアー予約サイト「CityDiscovery.com」を運営する CityDiscovery SAS の全株式を取得
2017	パリ現地法人を VELTRA SAS に社名変更し、VELTRA グループでの営業拠点とする マニラ現地法人を VELTRA Philippine に社名変更し、VELTRA グループでの CS 拠点とする 韓国 12CM Inc. との事業提携にて韓国語サイト開設 シンガポールに LINKTIVITY PTE.LTD. を設立し、B2B 向けビジネスを本格開始
2018	東京証券取引所マザーズ市場へ上場
2019	ベルトラ코리아(株)(VELTRA KOREA Inc.)設立
2020	リンクティビティ(株)設立
2021	オープンドア<3926>と資本業務提携
2022	東京証券取引所市場再編に伴い、グロース市場へ移行

出所：有価証券報告書、決算説明資料よりフィスコ作成

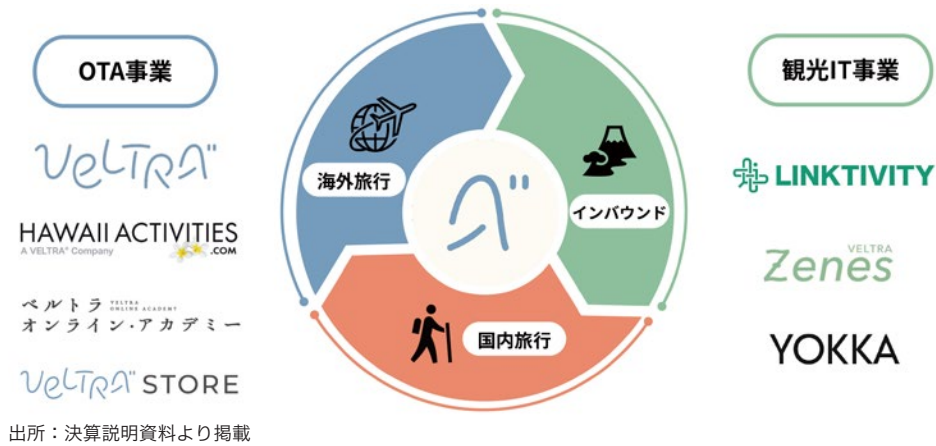
## 2. 事業概要

同社は、既存の旅行会社の枠組みを超え、国内から海外、旅行前から旅行後、オンラインからオフラインまで、「心ゆさぶる体験」※に出会うためのソリューションを提供している。事業領域は旅行関連事業を収益区分別に分類し、「OTA 事業」と「観光 IT 事業」より構成される。

※ 同社では「心ゆさぶる体験」を、世界中の文化や自然、それを伝える人々の素晴らしさについて、心のそこから実感できるような本物の体験のこととしている。

## 会社概要

## 事業区分



## (1) OTA 事業

現地体験ツアーオンライン予約サイト（「VELTRA」及び「HawaiiActivities」）、オンライン体験サービス「VELTRA Online Academy（オンライン・アカデミー）」、同社商品を法人サイトで販売する「法人サービス」を展開している。圧倒的な会員基盤に加え、旅行商品だけに留まらない「心ゆさぶる体験」ができる商品を提供している。

中核事業の「VELTRA」は日本人をターゲットとする国内最大級のアクティビティ予約サイトで、世界150ヶ国・14,500種類（前年同期比1,600種類増加）の海外オプションツアーを予約できる。また、「HawaiiActivities」は催行地をハワイに特化した英語サイトで、在米旅行者を中心にサービスを提供している。これらは旅行中のフェーズに限定して事業展開している。宿泊や航空券等の販売は既にオンライン化が進んでおり、旅先の体験だけオンライン化が進んでいなかった。また、現地での体験ツアーやアクティビティは無数にあり、これらはオフラインではなく、インターネットでのスケールメリットを存分に生かせると考え、経営資源を集中し、旅先の体験である観光ツアー、ショー・エンターテインメント、世界遺産、スパ・エステ、文化体験、テーマパーク、クルーズ、ネイチャーツアー、グルメツアー、ウォータースポーツ、空港送迎をはじめとした旅のツールなど、「旅ナカ」と呼ばれる現地での体験やアクティビティをバラエティ豊富に取り揃えている。また、これらの現地体験ツアーを現地の価格のままで提供している。旅先で予約しても出発前に予約しても現地と同価格で予約することができるため、旅行前にプランを立てるうえでの需要が高まっている。

一方、2020年からはコロナ禍のニューノーマル（新常態）にいち早く対応したサービスを順次開始している。「VELTRA Online Academy」は、世界150ヶ国のネットワークから厳選された人気ガイドがオリジナルのオンライン体験を提供するもので、利用者は自宅にいながらにして旅行気分を味わうことができる。



会社概要

(2) 観光 IT 事業

観光関連事業者の IT インフラを提供するほか、子会社のリンクティビティがチケットプラットフォーム事業を展開している。

チケットプラットフォーム事業では、交通機関・公共施設チケットプラットフォームによってあらゆる交通機関や観光施設がシームレスにつながることを目指している。様々なサービスを連携する MaaS や電子チケット化を推進する動きが高まるなか、インバウンド需要だけでなく、国内向けの販売チャネルも強化しており、国内の鉄道会社や各都道府県施設などをベースとした販売元は 275 社（2023 年 6 月末時点。2020 年 12 月末は 24 社）、販売先は世界 280 社（同、2020 年 12 月末は 112 社）と順調に拡大している。

交通機関・公共施設チケットプラットフォーム



出所：決算説明資料より掲載

2020 年より強化中の観光メディア事業では、新たな顧客層へのアプローチ、既存顧客とのコミュニケーション維持を目的としたメディアを複数運営している。一例を挙げると、2020 年 5 月からウィズコロナ（新型コロナウイルス感染症流行下）時代に世界のリアルな「今」を届ける旅情報メディア「VELTRA Kite（ベルトラ カイト）」を公開しているほか、2021 年 3 月には日常の新たな体験や趣味のアイデアを提案する新オンラインメディア「YOKKA（よっか）」を開始した。



## 業績動向

### 2023年12月期第2四半期は旅行需要の回復を取り込み大幅な増収、成長投資とコストコントロールを両立し、損失幅も大幅縮小

#### 1. 2023年12月期第2四半期の業績概要

2023年12月期第2四半期の連結業績は、営業収益が前年同期比225.6%増の1,157百万円、営業損失が203百万円（前年同期は488百万円の損失）、経常損失が233百万円（同435百万円の損失）、親会社株主に帰属する四半期純損失が254百万円（同464百万円の損失）となった。営業収益は前年同期比で急伸、各利益は損失幅を大きく縮小させた。営業収益に関しては、コロナ禍の影響が薄れ、旅行需要が回復するなかでHawaiiActivitiesを除くすべての事業（海外旅行事業、国内旅行事業、観光IT事業）が前年同期比で急伸したことが寄与した。営業損益に関しては、中長期的な成長の実現に向けて成長投資を積極的に実施したことが影響したものの、営業収益の大幅な増加に加えて、経費を適正水準にコントロールなどにより、前年同期比で損失幅を大きく縮小させた。これを受け、業績予想と比較しても営業損益がプラス316百万円、経常損益がプラス304百万円、親会社株主に帰属する四半期純損益がプラス307百万円となり、各段階利益が期初の想定を大きく上回って着地した。

#### 2023年12月期第2四半期 連結業績

(単位：百万円)

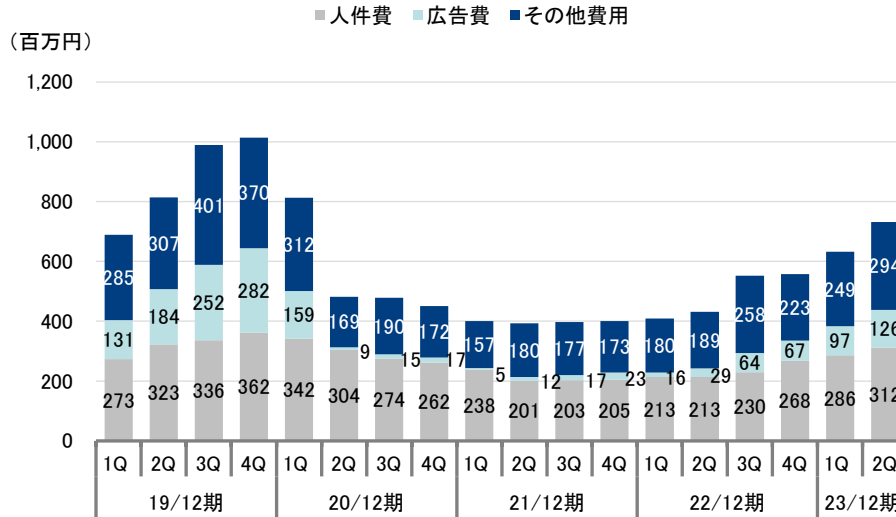
	22/12期2Q		23/12期2Q		増減	
	実績	営業収益比	実績	営業収益比	額	率
営業収益	355	-	1,157	-	802	225.6%
営業費用	844	237.4%	1,361	117.5%	516	61.2%
営業損益	-488	-137.4%	-203	-17.5%	285	-
経常損益	-435	-122.5%	-233	-20.1%	202	-
親会社株主に帰属する 四半期純損益	-464	-130.7%	-254	-22.0%	209	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

世界的なコロナ禍が顕在化した2020年3月以降、同社は広告宣伝費の大幅な削減、役員報酬の減額など、全社的なコストの見直しを行ってきた。コロナ禍の影響が薄れ、旅行需要が回復するなかで、コスト水準の維持に引き続き努めながら、取扱高の拡大に応じて広告宣伝費を段階的に拡大させていくほか、人材投資に関しても生産性を意識しながら増員に注力していく方針だ。特に人材に関しては、2023年12月期第2四半期時点で242名まで拡大している（前期末は188名）。増員した人員を各事業やシステム開発部門に配分することにより、旅行需要の回復を確実に業績に取り込むことができる体制の構築を図っている。

業績動向

固定費の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

事業別の状況は以下のとおりである。

(1) OTA 事業

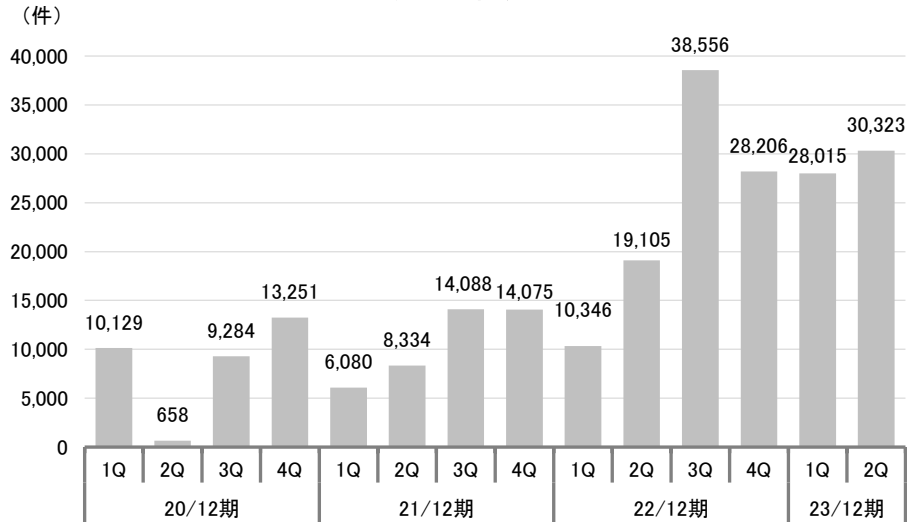
OTA 事業の営業収益は前年同期比 211.0% 増の 919 百万円と急伸した。HawaiiActivities の営業収益が前年同期比で減収を強いられたものの、日本における渡航制限の撤廃や政府による需要喚起策などを受け、国内旅行事業、海外旅行事業がそろって好調だった。

a) 国内旅行事業

国内旅行事業の営業収益は前年同期比 113.1% 増の 130 百万円となった。新型コロナワクチン接種の進展による経済・社会活動の正常化やウズコロナ政策の下で 2022 年 10 月から開始された「全国旅行支援」による政府の需要喚起策などを受け、国内旅行市場が著しい回復を見せるなか（国内旅行における日本人の延べ宿泊数は 2019 年と同水準まで回復）、商品数を増やしたことにより予約数も前年同期比で伸長したことが営業収益の急伸に寄与した。2023 年 12 月期第 2 四半期末時点の商品数は前年同期比 30.4% 増の 7,300 個、予約数は前年同期比 58.7% 増の 30,323 件だった。

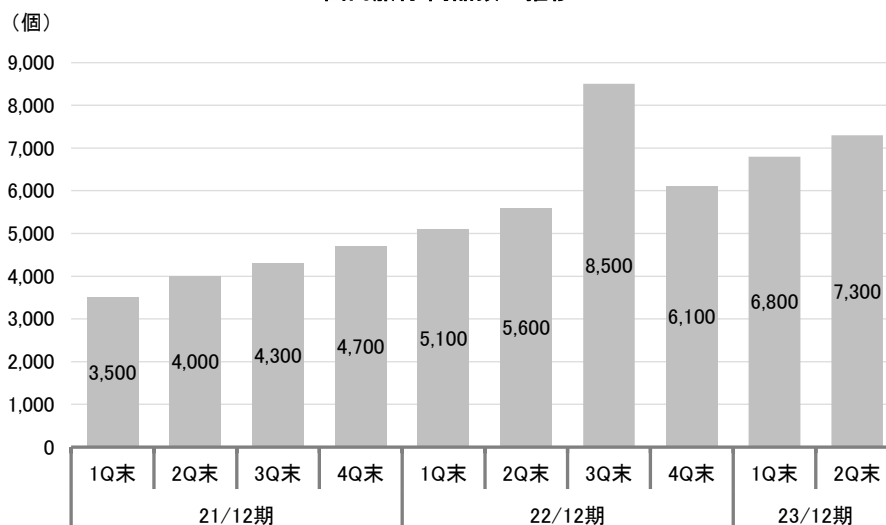
## 業績動向

## 国内旅行 予約数の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## 国内旅行 商品数の推移



出所：決算説明資料、事業計画書よりフィスコ作成

**b) 海外旅行事業**

海外旅行事業の営業収益は前年同期比 1404.7% 増の 647 百万円と急伸した。2022 年 12 月期下期から徐々に旅行需要が回復傾向にある状況下で 2023 年 4 月 29 日に日本における渡航制限が撤廃されたことを背景に、2023 年 1 月から 6 月における出国日本人者数は同 476.1% 増の 361 万人となり、6 月単月で見るとコロナ禍前の 46% まで回復した。このように海外旅行需要が回復するなかで、確実に商品数を回復させたことにより予約数が順調に増加し、営業収益が伸長した。そのほか、為替が円安となり顧客当たりの手数料単価が前年同期比で上昇傾向にあることも営業収益を押し上げる要因となった。円安は一般的に、海外旅行事業にとってマイナス要因と思われがちだが、このように顧客単価の上昇という形で業績にプラス要因となる点も見逃せない。

業績動向

### c) HawaiiActivities

HawaiiActivitiesの営業収益は前年同期比26.6%減の141百万円となった。米国本土からのハワイ旅行者は回復傾向にあり、コロナ禍前の2019年同期と比較した旅行者回復率は3%減と市場自体は回復傾向にあったものの、前年同期にあったリベンジ消費マインドの低下が落ち着いたほか、競合企業の台頭もあり、営業収益は前年同期比で減収となった。ただ、同社予約回復率は81%増と、市場の回復率(3%減)を大幅に上回っている。これはコロナ禍においても現地のサプライヤーとのリレーションを継続したことにより提供できる商品数が多いことが理由である。米国本土からのハワイ旅行者数がさらに回復してくるなかで、顧客のニーズに応えることができる商品を多くラインナップしているということは競争優位になることが考えられ、回復する顧客ニーズをしっかりと業績の拡大に結び付けることが可能になると弊社では推察する。また、競合の台頭に関しては、YouTubeやSNSを活用したプロモーション、アーリーブッキングの推進による顧客との信頼関係の構築などの独自の施策により差別化を図っていく構えである。なお、HawaiiActivitiesでは常時650種類の商品を提供している。

### (2) 観光 IT 事業

観光 IT 事業の営業利益は前年同期比297.9%増の237百万円となった。このうち、チケットプラットフォーム事業であるLINKTIVITYの営業収益は同857.1%増の201百万円に急伸した。2022年10月からの入国制限の撤廃、2023年の水際対策の終了などの各種施策を受け、2023年1月から6月までの訪日外客数は同2010.2%増の1,071万人と急回復した。訪日外客数がコロナ禍前の69.0%まで回復するなか、サプライヤー及び販売チャネルの新規開拓に注力したことにより、同プラットフォームを通じた鉄道・施設チケットの予約取扱高が大きく伸長した。取扱高は前期末比136.5%増の2,559百万円まで拡大しており、訪日外客数の回復率を上回る成長スピードを見せた。これを受け、2023年12月期第2四半期の営業収益(連結ベース)に占める割合は、前年同期比11.5ポイント上昇の17.4%まで高まっている。このことは、同社が進める事業ポートフォリオの拡大が順調に進捗していることの証左と言えるだろう。また、LINKTIVITYは収獲逓増型サービスであるため、営業収益構成比が今後高まっていくにつれ、連結ベースの収益性も向上することが期待できると弊社では見ている。

## 営業損失幅縮小、OTA 事業の予約数伸長等により 営業キャッシュ・フローはプラス転換。 今後は、自己資本比率も安定して推移すると想定

### 2. 財務状況と経営指標

2023年12月期第2四半期末の資産合計は前期末比1,714百万円増加し5,766百万円となった。流動資産は同1,485百万円増加し5,164百万円となった。これは主に、旅行需要が回復し取扱高が増加するなかで、仕入債務及び前受金が増加したことなどにより現金及び預金が265百万円増加したほか、営業未収入金が1,147百万円増加したことによる。固定資産は投資その他の資産に含まれる投資有価証券が100百万円、差入保証金が119百万円それぞれ増加したことなどにより同228百万円増加し、601百万円となった。流動負債は同1,910百万円増加し4,581百万円となった。これは主に、OTA事業の予約数増加により、営業未払金が607百万円、前受金が1,286百万円それぞれ増加したことによる。純資産合計は同195百万円減少し1,185百万円となった。これは主に、親会社株主に帰属する四半期純損失254百万円を計上したことによる利益剰余金の減少によるものである。これらの結果、自己資本比率は20.1%（前期末は33.4%）となった。収益改善による仕入債務及び前受金の増加により流動負債が増加した結果、自己資本比率は同13.3ポイント低下したものの、キャッシュ・フローにはプラスに寄与しており、財務状況は改善している。同社はビジネスモデルの性質上、事業が回復してくると仕入債務や前受金といった負債が増加する傾向にある。こうした特性と2023年12月期においては成長投資を実施していることなどにより、自己資本比率が低下したものの、投資が収穫期に入りしっかりと利益剰余金が積み上がってくるようになれば自己資本比率も安定して推移していくものと弊社では見ている。

#### 連結貸借対照表及び経営指標

(単位：百万円)

	22/12 期末	23/12 期 2Q 末	増減
流動資産	3,678	5,164	1,485
現金及び預金	2,799	3,065	265
固定資産	372	601	228
資産合計	4,051	5,766	1,714
流動負債	2,670	4,581	1,910
有利子負債	500	500	-
固定負債	0	0	0
負債合計	2,670	4,581	1,910
純資産合計	1,381	1,185	-195
【経営指標】			
自己資本比率	33.4%	20.1%	-13.3pt

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

業績動向

2023年12月期第2四半期の営業活動によるキャッシュ・フローは499百万円の収入となった。主な増加要因は減価償却費70百万円、仕入債務の増加596百万円、前受金の増加1,273百万円などで、主な減少要因は売上債権の増加1,140百万円、税金等調整前四半期純損失233百万円などであった。投資活動によるキャッシュ・フローは303百万円の支出となった。これは主に、固定資産の取得による支出84百万円、敷金の差入による支出119百万円及び投資有価証券の取得による支出100百万円による。財務活動によるキャッシュ・フロー4百万円の収入となった。これは主に、株式の発行による収入4百万円による。この結果、現金及び現金同等物の四半期末残高は前期末比265百万円増の3,065百万円となった。コロナ禍の影響を受け、2020年12月期以降キャッシュ・フローは大幅に悪化したが、2023年12月期第2四半期は旅行需要が本格的に回復するなかでOTA事業の予約数増加による前受金の増加及び営業損失幅の縮小等により、営業活動によるキャッシュ・フローがプラスに転じた。今後も損失幅の縮小、さらには利益計上とともに営業キャッシュ・フローもプラスで推移すると弊社では見ている。

連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	22/12期2Q	23/12期2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	-42	499
投資活動によるキャッシュ・フロー	6	-303
財務活動によるキャッシュ・フロー	674	4
現金及び現金同等物の四半期末残高	1,942	3,065

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 2023年12月期は旅行需要の回復により、営業収益の急伸を見込む。 トップラインの拡大により、成長投資と損失縮小を両立

2023年12月期の連結業績見通しについて同社は、営業収益で前期比294.0%増の3,420百万円、営業損失で103百万円（前期は794百万円の損失）、経常損失で139百万円（同753百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純損失で189百万円（同794百万円の損失）を見込んでいる。将来の持続的成長に向けて成長投資を果敢に実行していくものの、海外旅行事業及びLINKTIVITYを中心とした収益の伸長により、営業損益以下の各損益に関しても損失幅が大幅に縮小する見通しだ。



## 今後の見通し

2022年12月期までのサバイバル期間を終えた同社は、2023年12月期をコロナ禍前の水準を上回る持続的な成長を実現するために成長投資を実施する時期として捉えている。追加投資として約6.4億円を設定し、海外旅行事業、国内旅行事業、LINKTIVITYの各種施策に投資することにより、2024年12月期にコロナ禍前を上回る収益を実現する方針だ。将来の業績拡大に向けた成長投資と営業収益の増加に伴い発生する広告費用等の変動費の増加や旅行需要の回復期における海外旅行事業部門、並びにシステム開発部門の人員増強を中心とした人材投資などによりコスト水準は増加するものの、コロナ禍に実施された諸施策により旅行需要が回復してきていることから、海外旅行事業及びLINKTIVITYを中心に収益が順調に拡大し、営業損失幅は大きく縮小する見通しだ。特に、同社事業の繁忙期（夏休みシーズン）以降は営業収益の増加が投資コストを上回り、営業黒字に転換することを想定している。実際、足元の夏休み商戦は活況だったという。2023年8～9月の業績は予想達成に向けての重要なファクターであり、その意味で業績予想達成の確度は高まっていると言えるだろう。

2023年12月期下期の各事業の方針と取り組みは、以下のとおりである。

**(1) 国内旅行事業**

国内旅行市場に関しては、2022年10月から開始された「全国旅行支援」による政府の需要喚起策などを受け著しい回復が見られ、同年10月から12月は2019年の日本人宿泊者数を上回る推移を見せていた。2023年5月から新型コロナウイルス感染症の位置付けが5類に移行されたこともあり、市場環境は今後も好調に推移することが想定される。市場環境の見通しが明るいなか、「国内旅行市場の商品数拡大・プロモーション強化」に引き続き注力し、さらなる業績の拡大を目指す。具体的には、全国規模で新商品を拡充していく。特に、国立公園関連のアクティビティの商品企画に注力し、文化や自然を体験できるようなアドベンチャーーツーリズムを提供することにより、旅行者に付加価値を提供していく（なお同社は、2022年3月に、環境省より国立公園オフィシャルパートナーに認定された）。これらの施策により、予約数をさらに伸長させ、2023年12月期第3四半期に70,000件、第4四半期には50,000件の予約を獲得し、2023年12月期で前期比2倍の予約数獲得を目指す。

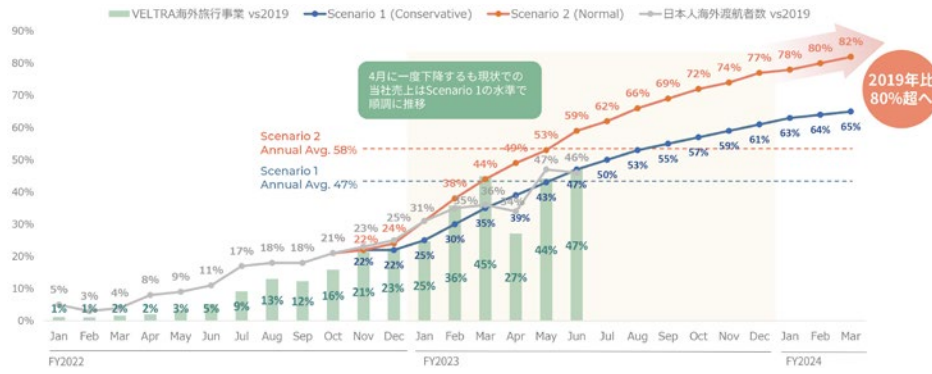
**(2) 海外旅行事業**

海外旅行市場の動向に関しては、先行する欧米及びインバウンドマーケットの市場回復状況をもとに、基本シナリオであるScenario1（年平均47%の回復）をベースとした売上計画に加え、新型コロナウイルス感染症の5類移行など外部環境の変化を考慮したScenario2（年平均60%の回復率）の2パターンを想定している。それによると、保守的な想定であるScenario1では、2023年12月時点の回復率が61%、Scenario1をベースとしたScenario2では、同77%を見込んでいる。いずれのシナリオにせよ、海外旅行市場は今後緩やかに回復することを想定しており、市場環境の見通しは明るいと言えるだろう。また、既述のとおり2023年8～9月の夏休み商戦は活況を呈したという。このことも市場が順調に回復していることの証左であると弊社では考える。また、2023年6月時点の夏季運航スケジュール（2023年5～10月）は週合計で2019年比72%まで回復することが見込まれている。今後各航空会社において、コロナ禍で減少した人員の補充が進むにつれて便数もさらに増加していくことが期待され、このことも同社業績にとってプラス要因となることが考えられる。



今後の見通し

海外旅行市場 収益の回復シナリオ



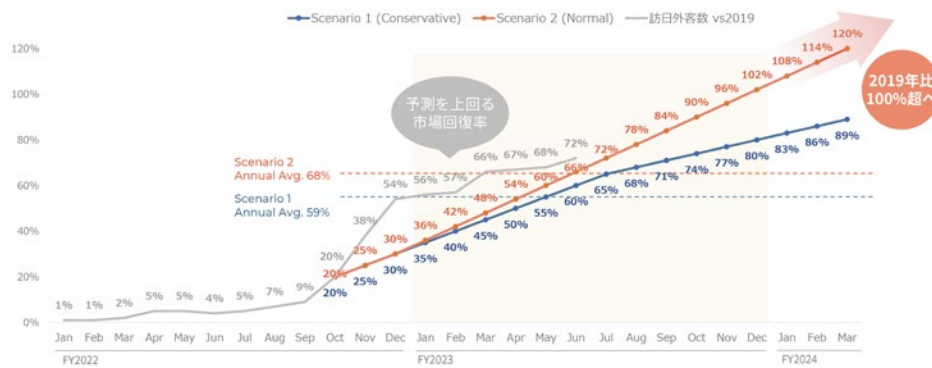
注：同社独自の予測値  
出所：決算説明資料より掲載

市場環境の緩やかな回復が見通されるなかで同社は、「海外旅行市場の新商品獲得」に引き続き注力していく。具体的には、コロナ禍で日本語ツアーが減少したことを受け、日本語対応のツアー商品を再拡充していく方針だ。また、音声ガイドなどのテクノロジーを活用したツアー商品も企画し、旅行者がより手軽かつストレスフリーに現地の魅力を体験することができる商品の拡充にも注力していく。HawaiiActivitiesに関しては、「ハワイ各島群島の販売強化」という方針を掲げている。2023年8月にマウイ島で発生した山火事を受け、現在は計画を練り直しているものの、実際にマウイ島に渡航する観光客が回復してきた段階で、ハワイ各島群島のツアー商品を拡充していく方針だ。

(3) チケットプラットフォーム事業 (LINKTIVITY)

インバウンドマーケットの市場環境に関しては、日本人海外旅行マーケットよりも回復が早い Scenario1 (年平均約 60% の回復率) を基本シナリオとして、中国の政策次第では中国人渡航者のさらなる増加も見込まれることから Scenario2 (2024年に2019年比100%を超える) も作成している。それによると、保守的な想定である Scenario1 では、2023年12月時点の回復率が80%、中国渡航者の増加が寄与した場合の Scenario2 では、同102%と想定している。

インバウンドマーケット 市場回復予測



注：同社独自の予測値  
出所：決算説明資料より掲載

今後の見通し

市場環境の急速な回復が見込まれるなか、引き続きサプライヤー及び販売チャネルの新規開拓に注力し、取扱高をさらに拡大させていく計画だ。また、LINKTIVITYで使用されているQRコード発行システム、在庫管理システムなどの各種ソフトウェアを顧客企業にソリューションとして提供するなど、ビジネスモデルの拡張にも注力していく方針だ。

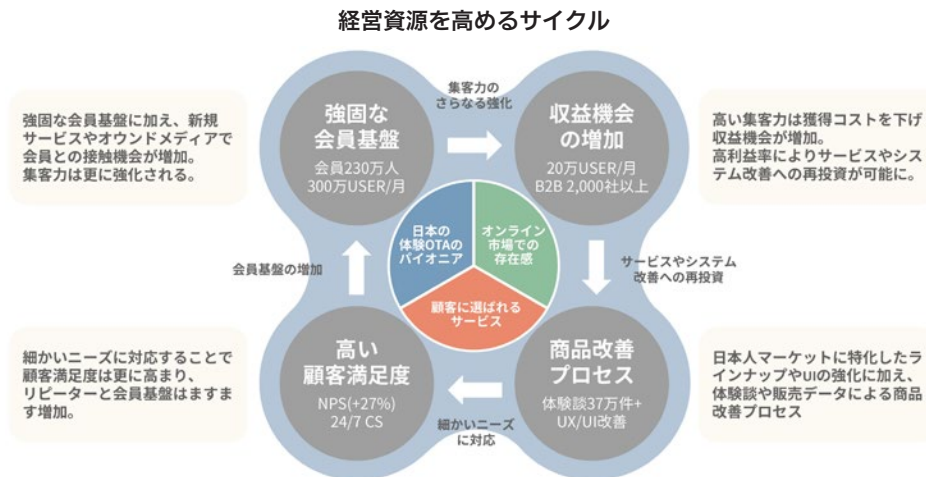
既述のとおり、2023年12月期第2四半期において同事業の取扱高は、訪日外客数の回復率を上回る伸びを見せた。足元では福島第一原子力発電所の処理水放出が中国人観光客に与える影響が懸念されるものの、影響は軽微であることが想定される。これは、同事業は2023年1月から6月にかけて訪日外客数に占める中国人が相対的に低いなかでも取扱高を伸長させたことが理由だ。サプライヤー及び販売チャネルの増加に伴い、今後も順調に取扱高が伸長していくことが想定される。

このように、旅行需要の回復が進むなか、下期に向けても好調な業績が継続することが期待される。成長投資を実行することにより、各利益は黒字転換とはいかないものの、これらの投資は2024年12月期以降の成長加速に向けた種まきである。2024年12月期以降のさらなる営業収益の拡大と利益の積み上げに期待したい。

## ■ 中長期の成長戦略・トピックス

**経営資源を最大限に活用し旅行業に留まらない事業多角化を行うことで、さらなるシェアの拡大と企業価値の最大化を目指す。成長投資の加速により、コロナ禍前を超える収益拡大を目指す**

同社の経営資源は、長年にわたって築いてきた「世界各地のネットワークと圧倒的な品揃え」に加え、「一気通貫のマーケティング力」と「築き上げられたサービスのクオリティ」である。これらの経営資源を生かすための再投資を行うことで新たな価値を生み出し、さらなるシェアの拡大と企業価値の最大化を目指している。



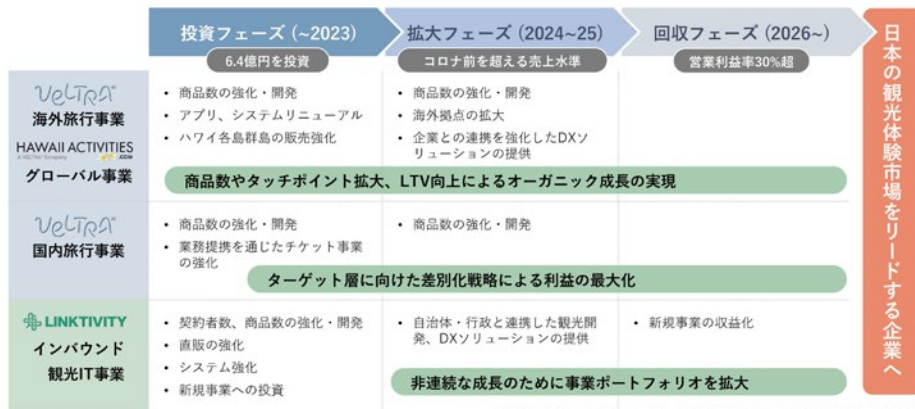
出所：決算説明資料より掲載

### 1. 事業ポートフォリオの拡大と成長投資

同社は、2020年12月期より事業ポートフォリオの再構築と拡大に取り組んでいる。現地体験ツアーのOTAとして「VELTRA」を中心とした事業拡大を推進しながら、同社の競争優位性の源泉となる経営資源を活用した観光IT事業を強化し、OTAとしての事業拡大に留まらない事業多角化を進め、旅行回復と新たな観光IT事業との2軸で企業価値最大化を目指している。そのうえで、2024年12月期にコロナ禍前を上回る収益拡大を実現し、中長期的な成長を実現していくために、2023年12月期からは成長投資のアクセルをさらに踏み込んでいく計画だ。具体的には、約6.4億円の投資を実施し、海外旅行事業、グローバル事業（HawaiiActivities）、国内旅行事業、観光IT事業（LINKTIVITY）の各事業に振り分ける。海外旅行事業においては「商品数の強化・開発」「アプリ、システムリニューアル」、グローバル事業（HawaiiActivities）においては「ハワイ各島群島の販売強化」国内旅行事業においては「商品数の強化・開発」、「業務提携を通じたチケット事業の強化」、観光IT事業（LINKTIVITY）においては「契約者数、商品数の強化・開発」「直販の強化」「システム強化」「新規事業への投資」と各事業において方針と施策を策定し、成長投資資金を投じていく。

2023年12月期上期においても各ポートフォリオで積極的な展開が見られたことから、トップライン成長のポテンシャルは着実に高まってきている。また、「旅行」を軸に、テクノロジーを活用した裾野の広いサービス展開を進めることで、同社の事業ドメインや企業イメージは徐々に変わると見られており、それに伴って顧客との接触機会増加や収益機会の多様化が図られていくものと弊社では予想している。

#### 事業ポートフォリオの拡大と各事業における投資項目



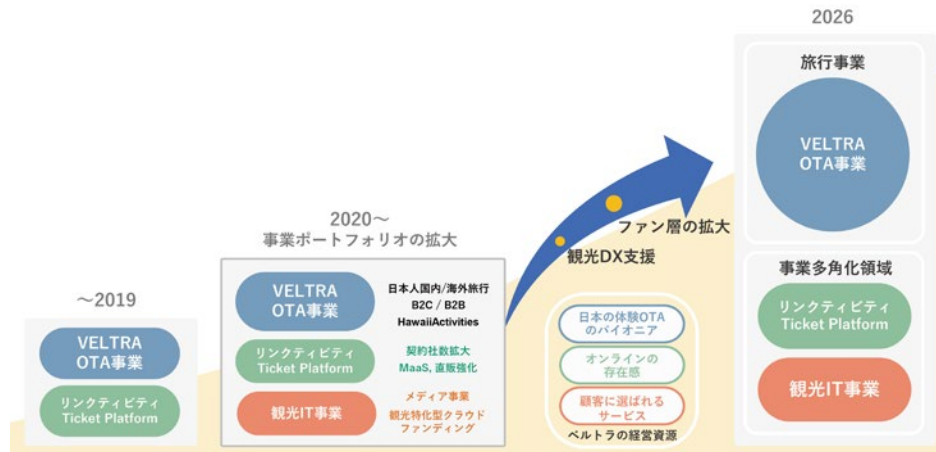
※次回の本資料の開示については、2024年3月中旬までの実施を予定しております。

出所：「事業計画及び成長可能性に関する事項について」より掲載

## 2. 今後の成長戦略

同社は2022年12月期～2026年12月期の成長戦略として、新規サービスやタッチポイント拡充により「ファンの獲得」や「観光DX」を推し進め、旅行マーケットの再開時には顧客・市場に選ばれる圧倒的なポジションの確立を掲げている。さらに、競争優位性の源泉となる経営資源を最大限に活用しつつ、旅行業に留まらない事業多角化を行うことで新たな価値を生み出し、さらなるシェアの拡大と企業価値の最大化を目指している。同社の使命であり企業理念でもある国際交流、人と人との本物のつながりを大切にしたい新サービスを提供することで、関わるすべての人とともに持続的に成長し、独自の存在感で観光産業と国際交流をリードしていく方針だ。

### 2022年12月期～2026年12月期の成長戦略



出所：「事業計画及び成長可能性に関する事項について」より掲載

## 3. 各事業の投資戦略と進捗状況

### (1) OTA 事業

将来的な旅行マーケットの本格的な回復が見えてきたなかで、アプリ・システムリニューアルによる利便性の向上に加え、商品数やタッチポイントを拡大することで、LTV（顧客生涯価値）向上によるオーガニック成長の実現を目指していく。

#### a) 海外旅行事業

既述のとおり、日本における渡航制限が2023年4月29日に撤廃され、出国日本人者数が順調に回復しているなかで、「商品数の強化・開発」、「アプリ、システムリニューアル」に資金を投じ、顧客への訴求力と競争力を高めていく。「アプリ、システムリニューアル」に関しては2023年12月期～2024年12月期に第1弾として約1.7億円をプロジェクト開発に投資することを計画しているほか、「商品数の強化・開発」に関しては、2019年の水準まで回復させ、市場の回復をしっかりと自社の業績拡大に取り込むことができる商品体制の構築に注力していく。海外旅行事業の商品数は回復してきており、施策は順調な進捗を見せていると言えるだろう（2023年12月期第2四半期末時点で9,100個、2020年12月期第1四半期の87.5%まで回復）。今後も、市場環境の変化や顧客ニーズを的確に捉え、新商品の開発に反映させていく。



**b) グローバル事業 (HawaiiActivities)**

同事業においては、「ハワイ各島群島の販売強化」に注力していく。現在は、2023年8月に起きたマウイ島の山火事を受け、今できる活動を模索している段階だ。具体的には、山火事で被災した地域や住民向けに募金活動を行っている。ただ、ハワイは在米旅行者の目的地としてのニーズが高いことから、マウイ島の状況が落ち着いた際には、商品数の強化やキャンペーンを実施することでニーズの取り込みに注力していく方針だ。

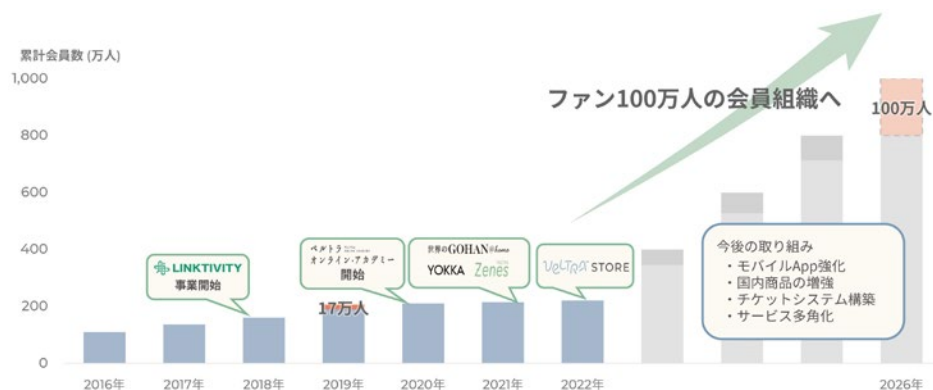
**c) 国内旅行事業**

2022年末の段階で2019年の日本人宿泊者数を上回り、今後も新型コロナウイルス感染症の5類移行でさらなる宿泊者数の増加が見込まれるなかで、「商品数の強化・開発」「業務提携を通じたチケット事業の強化」に資金を投じていく。商品数に関しては、2023年12月期第2四半期末時点で7,300個と2020年12月期第1四半期の2,500個を既に大幅に上回っており、順調な進捗を見せている。今後は、シェアの拡大が狙える独身・子育て世代・中高年夫婦を主なターゲットに設定し、ファンを育成することで競合との差別化を図っていく方針だ。また、チケット事業の強化に関しても順調な進捗を見せており、2023年2月にアソビュー(株)、同年3月にはオランダのTigets International BVと戦略的業務提携を開始している。これらの提携により日本・世界の人気観光施設のチケット販売をより一層強化し、利用者の利便性とロイヤリティ向上に結び付けていく。2026年12月期には2022年12月期比で取扱商品数を2,300商品増、予約数を同10万件増にする計画だ。

このように、市場環境を踏まえ、そこに自社の強みや企業イメージを融合させた新サービスの展開と、今後のさらなるサービス拡充を進める姿勢は、今後もトップラインを伸ばすポテンシャルを高めるものとして、弊社では期待している。なお、同社は中期計画として、2026年までにOTA事業でファン※100万人の会員組織を目指している。目標達成に向け、国内商品の増強やサービスの多角化を通じた顧客とのタッチポイントを拡大し、既存会員のアクティブ化と新規ファンの獲得を推進している。ファンの増加によって顧客1人当たりの単価上昇と業績の拡大を実現していく考えだ。

※ 同社サービスを年2回以上利用する顧客と定義している。

**中期計画**



出所：決算説明資料より掲載

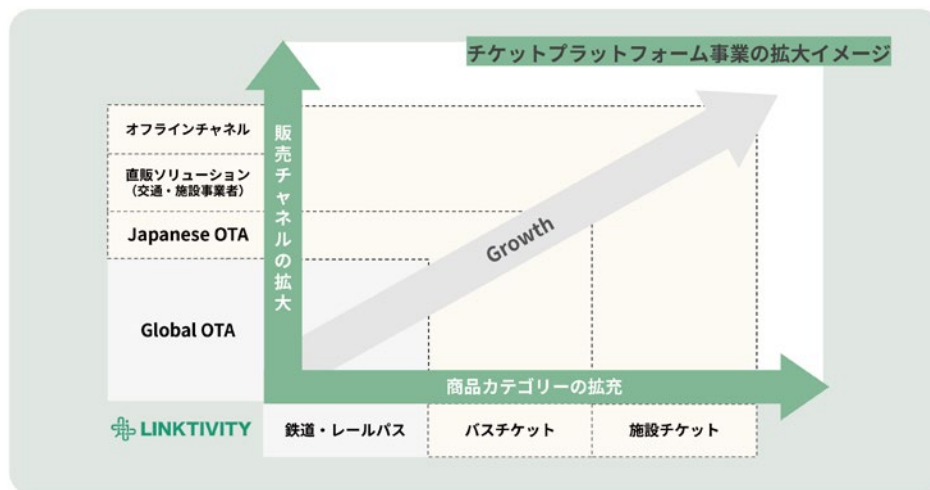
(2) 観光 IT 事業

a) チケットプラットフォーム事業 (LINKTIVITY)

チケットプラットフォーム事業では、市場規模の拡大が見込まれるインバウンド市場において、既存の訪日旅行者向け鉄道プラットフォームという位置付けから、さらに商品カテゴリー、販売チャネルを拡大し、TAM(獲得可能な最大市場規模)を広げることで成長を加速させていく。

インバウンド需要が拡大し、取扱高が訪日外客数の回復率を上回るスピードで成長している同事業においては、「契約者数、商品数の強化・開発」「直販の強化」「システム強化」「新規事業への投資」「企業連携強化、DXソリューションの拡大」などに注力していく。契約者数に関しては、販売元が2023年12月期第2四半期末時点で275社(2021年12月期末は90社)、販売先が同280社(同167社)と順調に拡大している。今後もインバウンド市場の回復による利用者数の増加と、契約社数・販売商品の拡大により取扱高の成長を加速させていき、2030年12月期には契約社数3,000社以上に拡大させる計画だ。また、新規事業への投資としてはQRコード発行システム、在庫管理システムなどの各種ソフトウェアの外販を検討しているほか、企業連携に関しては全日本空輸(株)(ANA)との協業など、実績も積み上がっており企業のDX化に貢献している。

成長戦略



出所：決算説明資料より掲載

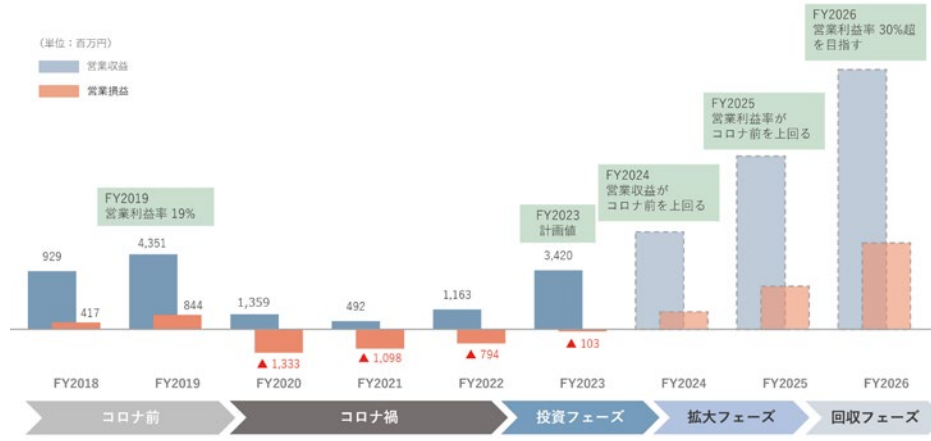
b) メディア事業

収益化を目指し、サービス内容の取捨選択及びコンテンツ強化を推進している。同社では、運営メディアを通じて自社サービスへの送客や広告収入の計上などを見込んでおり、既存サービスのトップライン成長や新たな収益源の獲得などが期待できる。

このように海外旅行事業、グローバル事業、国内旅行事業、観光 IT 事業へ成長投資を実施することにより、今後はトップラインの拡大に加えて、営業利益率も改善していくことを想定している。2024年12月期に営業収益がコロナ禍前を上回った後、2025年12月期には営業利益率がコロナ禍前を超え、2026年12月期には営業利益率が30%超まで高まることを想定している。これは、収穫逡増サービスであるLINKTIVITYの営業収益構成比が高まるのが根拠となっている。同事業に関しては足元で非常に好調であり、今後も市場環境も明るい見通しである。そうしたなかで、同社の収益性が高まっていく可能性は十分にあると弊社では考える。

中長期の成長戦略・トピックス

旅行マーケット回復後の成長シナリオ



出所：「事業計画及び成長可能性に関する事項」より掲載

## 株主還元策

### 当面は事業拡大のための投資を優先

同社は、将来の事業の発展及び財務基盤の長期安定を経営の最重要課題の1つとして認識しており、そのために内部留保を行い、事業拡大のための投資及び財務基盤の安定化に充当することが、株主利益の最大化につながると考えている。このため、今後も当面は内部留保の充実を図る方針だ。ただし、株主優待制度については、世界150ヶ国の現地体験型オプションツアーの強みを生かした動きが今後出てくることが見込まれる。



#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp