

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 >>>](#)

2026年3月17日 (火)

執筆：客員アナリスト

吉林拓馬

FISCO Ltd. Analyst **Takuma Yoshibayashi**



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
1. 2025年12月期の業績概要	01
2. 2026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	05
■ 業績動向	07
1. 2025年12月期の業績概要	07
2. 財務状況と経営指標	09
3. キャッシュ・フロー	10
■ 今後の見通し	11
■ 中長期の成長戦略	12
1. ローリング型経営への舵切り	12
2. 量的成長から質的成長へのパラダイムシフト	12
3. 不祥事を契機とした内部統制の抜本的強化	13
4. 監督と執行の分離による「CxOモデル」の導入	14
5. アナリストの視点	14
■ 株主還元策	15

要約

環境変化に即応する機動的経営へ移行、 収益性改善で筋肉質化し成長投資を加速へ

ベルトラ<7048>は、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 (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ン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. 2025年12月期の業績概要

2025年12月期の連結業績は、営業収益が前期比6.4%増の4,581百万円、営業利益が105百万円(前期は175百万円の損失)、経常利益が99百万円(同298百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益が140百万円(同407百万円の損失)となった。営業収益はOTA事業、観光IT事業ともに増収となった。とりわけ観光IT事業では、子会社であるリンクティビティ(株)が展開するチケットプラットフォームが大きく伸長した。訪日外国人数の拡大を背景に、鉄道パスや観光施設チケットなどの取扱商品を拡充し、販売チャネルを広げたことが奏功した。営業費用は前期比4百万円減となった。人件費は、リンクティビティにおいて人員数が増加したものの、OTA事業での組織集約と業務効率化が進み、同31百万円減少した。広告費はマーケティング投資の最適化により同142百万円減少し、収益性改善に貢献した。その結果、営業損益は黒字へ転換した。黒字化は2019年12月期以来であり、事業構造の改善と需要回復を着実に取り込んだ成果と評価されよう。収益基盤の回復が顕在化した点はポジティブである。

2. 2026年12月期の業績見通し

同社の2026年12月期の連結業績は、営業収益が前期比9.1%増の5,000百万円、営業利益が同261.5%増の380百万円、経常利益が同266.7%増の366百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同141.3%増の340百万円の見通しである。OTA事業では、既に確立された収益基盤を一段と高める方針である。勝率の高い市場・商品・チャネルに経営資源を集中し、顧客獲得コストの最適化とリピート率向上により営業レバレッジの最大化を図る。加えて、企画・開発・運用が一体となった自律型小規模チームを基軸とする職能横断モデルを本格導入することで、ガバナンス強化と意思決定の迅速化を進める。観光IT事業では、サービス領域の拡張を継続しながらも投資規律を強化し、収益確保フェーズへの移行を図る。インバウンド需要については保守的な前提を置き、外部環境に過度に依存しない計画とする一方で、既存販売網の深耕やパートナー連携強化により安定的な成長を目指す。これまでの先行投資を回収する収益化フェーズへ移行し、安定的に高い利益を創出できる体制の構築を目標とする。

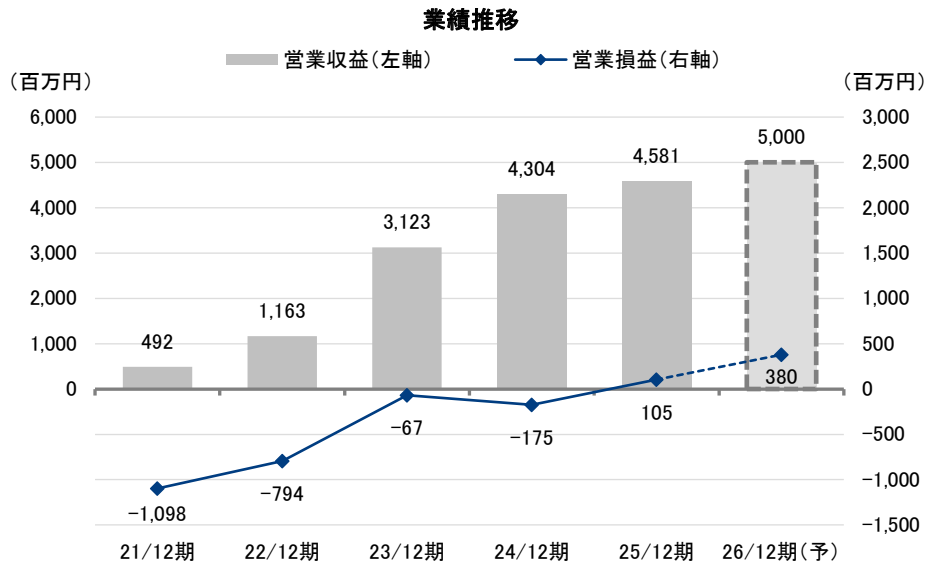
要約

3. 中長期の成長戦略

同社は2026年2月13日に中期経営計画を取り下げ、固定的な3ヶ年計画を掲げる方式から、単年度ごとの計画の必達にコミットする経営スタイルへ移行する。海外旅行需要の回復が想定より緩やかに推移するなかで、楽観的な前提に依拠するのではなく、最新の事業環境を踏まえた実行可能性の高い業績予想を策定し、その達成を最重視する方針である。目標水準を単に引き下げるのではなく、確度の高い利益成長を着実に積み上げることで市場の信頼回復を図る考えである。OTA事業では「選択と集中」を徹底し、高収益体質の維持・強化を図る。利益率の低い商品や販路への投資は抑制し、高付加価値商品の販売比率を引き上げる。広告出稿については費用対効果を厳格に精査し、自然検索経由の流入拡大やリピーター比率の向上により集客コストの抑制を進める。固定費についても、人員配置の最適化や業務プロセスの効率化を推進し、少数精鋭で運営できる体制へ移行する。成長投資は、インバウンド需要の取り込みが見込まれる領域へ重点配分する。観光IT事業のサービスであるLINKTIVITYは、交通機関や観光施設向けにチケット流通基盤を提供するBtoB型モデルであり、ストック性の高い収益構造を有する。訪日外国人客数は回復基調にあり、空港、鉄道、観光施設におけるデジタル化需要は拡大していることから、これらの流通基盤を担うLINKTIVITYを中長期的な収益源へと育成する方針である。

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
- ・ 2025年12月期は営業黒字に転換、OTA事業の収益性が大幅に改善
- ・ 2026年12月期は大幅増益の見通し、構造改革による収益基盤強化と成長投資に注目
- ・ 計画運営の在り方を見直し利益主導型マネジメントへ移行、質的成長の加速を目指す



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ナルツアー専門の 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、海外からの受注により、東京モーターショーのイベント開催に関わる調査などを行っていた。もともと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楽天 (現 楽天グループ) <4755>に売却、この売却益を元手に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など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、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、ゼロから事業を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の二本渉 (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ほか、現地の事業会社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、時差など、旅行者と事業者の間に障壁が多く、事業を見直す必要があった。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検討したうえで、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た (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」の運営など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だったものの、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。2024年1月には(株)JTB、同年3月には東京地下鉄<9023>(以下、東京メトロ)との資本業務提携(東京メトロとはリンクティビティが実施)も実施している。持続的成長に向けて協業を推進することにより、日本人観光客向け海外アクティビティ事業とチケットプラットフォーム事業をさらに伸ばしていく構えだ。加えて、2024年8月にはチケットプラットフォーム事業の韓国における展開を強化するため、韓国ソウル市にLINKTIVITY KOREA INC.を設立した。韓国・中国エリアでのサプライヤー獲得と連携強化を加速させるなど、プラットフォームとしての優位性が一段と強固なものとなっている。

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)(現 ベルトラ(株))設立
2003	ゴルフ場予約専門サイト「GORA」事業を楽天(株)(現 楽天グループ(株))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」を運営する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 Lumpur 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City Discovery 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 PHILIPPINES, INC.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	VELTRA KOREA Inc.設立
2020	連結子会社リンクティビティ(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
2023	監査等委員会設置会社へ移行 (株)JTBとアクティビティ事業で資本業務提携
2024	リンクティビティが東京地下鉄(株)とインバウンド向けチケットプラットフォーム事業で資本業務提携 チケットプラットフォーム事業の韓国における展開を強化することを目的に、LINKTIVITY KOREA INC.を韓国ソウル市に設立

出所：有価証券報告書、決算説明資料、決算短信よりフィスコ作成

会社概要

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。事業区分は、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、心の底から実感できるような本物の体験としている。



出所：会社概要資料より掲載

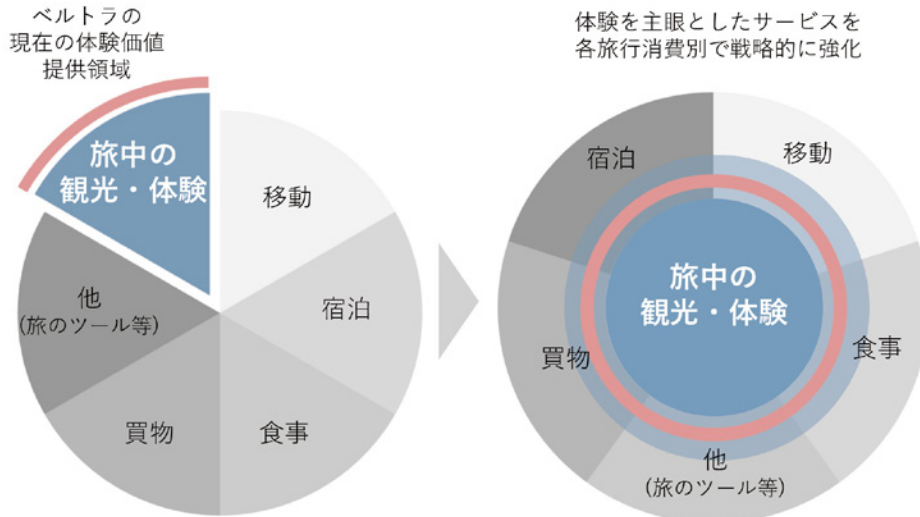
(1) OTA事業

現地体験ツアーオンライン予約サイト（「VELTRA」及び「HawaiiActivities.com」）、クルーズ専門サイト「VELTRAクルーズ」、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、旅行商品だけにとどまらない「心ゆさぶる体験」ができる商品ラインナップとサービスの質を誇っている。

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、日本を含む世界150ヶ国・22,000種類以上の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おり、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、マリンスポーツ、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かに取り揃えている。そのなかでも同社の体験価値提供領域は、これまで観光ツアーやクルーズなどの観光・体験領域が大きなウエイトを占めてきた。海外旅行市場の回復が想定よりも遅れているなかで、今後は旅行中の体験価値を再定義し、観光・体験以外の旅行消費活動領域においても価値の提供を強化する方針だ。食や移動・宿泊などのフェーズにおいて体験を主眼としたサービスの拡充を推進し、価値提供領域を広げることで業績の拡大に結び付けていく構えだ。

会社概要

観光・体験以外のフェーズも強化



出所：決算説明資料より掲載

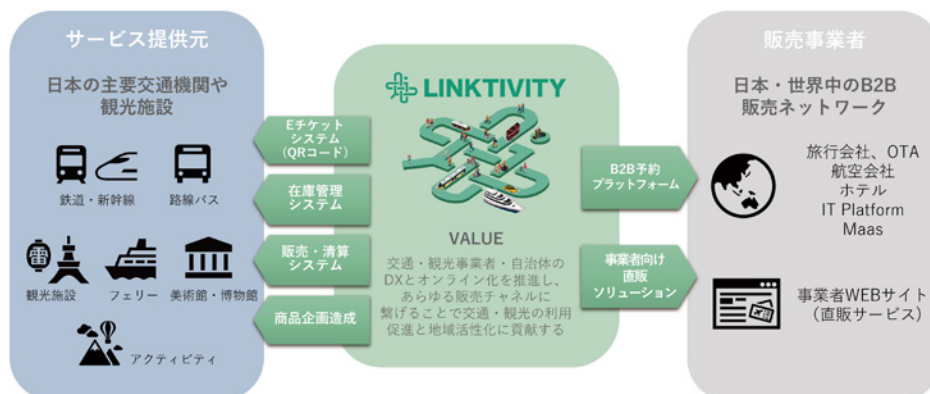
また、同社はこれらの現地体験ツアーを現地の価格のまま提供している。旅先で予約しても出発前に予約しても現地と同価格で予約することができるため、需要が高まっている。

(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・観光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、プラットフォーム基盤が拡大しており、2025年12月期末のサプライヤー数は前期比164社増の710社、販売チャネル数は同67社増の492社と順調に拡大している。

交通機関・観光施設チケットプラットフォーム



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

会社概要

チャンネルマネジャーとしてのLINKTIVITYは、顧客の様々な課題に対して、販売サイトの構築や運営・マーケティングを支援する直販ソリューション、企画商品を造成しパッケージ・バンドル販売を可能にする企画商品、クラウドによりローコストで入退場関連の機器を提供する入退場ソリューションなどのサービスを提供している。なお、チャンネルマネジャーとは「海外・国内OTA、旅行会社、ホテルなど、複数の販売先に対する契約や精算などの一括管理を可能にするシステム」を指す。インバウンド市場が盛り上がるなか、同サービスの有用性やコスト面などが顧客から評価され、導入が加速している状況だ。

LINKTIVITYが提供する主なサービス

**観光施設向け
直販ソリューションの提供**

観光施設の公式B2Cサイトの構築、マーケティング支援
例：Tokyo Skytree®

施設や交通チケットなどを組み合わせた企画商品の造成販売を可能に
例：Tokyo Skytree® Enjoy Pack

チケット単品

チケット + TeamLab Planets (施設)

チケット + 東京メトロ (交通)

チケット + 着物レンタル(体験)

**鉄道事業者・観光施設向け
デジタル・インフラソリューションの提供**

観光鉄道向けEチケット & 基幹システムの提供
例：嵯峨野トロッコ列車



観光施設向けEチケット & 基幹システムの提供
例：大阪通天閣、浜島クルーズ等



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

業績動向

2025年12月期は営業黒字に転換、OTA事業の収益性が大幅に改善

1. 2025年12月期の業績概要

2025年12月期の連結業績は、営業収益が前期比6.4%増の4,581百万円、営業利益が105百万円(前期は175百万円の損失)、経常利益が99百万円(同298百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益が140百万円(同407百万円の損失)となった。

営業収益はOTA事業、観光IT事業ともに増収となった。とりわけ観光IT事業では、子会社であるリンクティビティが展開するチケットプラットフォームが大きく伸長した。訪日外国人数の拡大を背景に、鉄道パスや観光施設チケットなどの取扱商品を拡充し、販売チャンネルを広げたことが奏功した。取扱高は市場全体の成長率を上回って拡大しており、同事業はグループの成長ドライバーとしての存在感が一段と高まったと言える。OTA事業についても海外旅行需要の回復を捉え、体験型商品の販売が堅調に推移したことが増収に寄与した。

業績動向

営業費用は前期比4百万円減となった。人件費は、リンクティビティにおいて人員数が増加したものの、OTA事業での組織集約と業務効率化が進み、同31百万円減少した。広告費はマーケティング投資の最適化により同142百万円減少し、収益性改善に貢献した。取扱高の拡大に伴い、決済手数料や業務委託費などのその他費用は同169百万円増加した。

その結果、営業利益は105百万円となり、前期の175百万円の損失から黒字へ転換した。黒字化は2019年12月期以来であり、事業構造の改善と需要回復を着実に取り込んだ成果と評価されよう。収益基盤の回復が顕在化した点はポジティブである。

2025年12月期 連結業績

(単位：百万円)

	24/12期		25/12期		前期比	
	実績	営業収益比	実績	営業収益比	増減額	増減率
営業収益	4,304	-	4,581	-	276	6.4%
営業費用	4,480	104.1%	4,476	97.7%	-4	-0.1%
営業利益	-175	-4.1%	105	2.3%	280	-
経常利益	-298	-6.9%	99	2.2%	397	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	-407	-9.5%	140	3.1%	548	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

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期比2.2%増の3,672百万円、営業利益は同110.9%増の852百万円となった。営業収益については、訪日外国人需要の回復を背景として国内事業が堅調に推移したことに加え、法人向けサービスの拡大や高付加価値商品の販売比率上昇が増収に寄与した。特に、単価の高い体験型商品の販売強化やリピーターの増加が客単価の底上げにつながっている模様である。

コスト面については、2025年12月期は高収益体質への転換を掲げ、広告出稿の選別、マーケティングROIの改善、人員配置の最適化や業務プロセスの見直しなどを徹底し、営業費用が前期比11.6%減少した。集客効率を重視した広告運用への転換や、固定費の変動費化を含むコスト構造の見直しが奏功した。その結果、営業利益は大幅増益となり、営業利益率も前期比12.0ポイント改善した。黒字化が一過性の需要回復に依存したものでなく、収益構造そのものの改善に基づくものである点が評価される。

また、クルーズ専門サイト「VELTRAクルーズ」の立ち上げや法人向けサービスの強化、官公庁と連携した国内観光施策への参画など、新領域の開拓にも着手している。クルーズ分野では専門性の高い商品ラインナップを拡充することで顧客層の拡大を図り、法人向けでは福利厚生やインセンティブ旅行などの需要取り込みを進めている。加えて、官公庁案件への関与は安定的な取扱高の積み上げに寄与する可能性がある。従来の海外・国内アクティビティ販売に依存しない収益源の多角化を進めており、外部環境の変動に左右されにくいポートフォリオの構築が進展している。持続的に利益を創出できる事業基盤への転換が着実に進んでいると考える。

業績動向

(2) 観光IT事業

観光IT事業の営業収益は前期比24.0%増の891百万円、営業損失は262百万円（前期は132百万円の損失）となった。増収の主な要因は、主力のチケットプラットフォーム事業がインバウンド需要の回復を的確に取り込み、取扱高を伸ばしたことにある。訪日客の移動・観光需要の高まりを背景として、交通・体験商品を中心に流通が拡大した。併せて、取扱商品の拡充と販売ネットワークの強化を推進した結果、サプライヤー数は前期比164社増の710社、販売チャンネル数は同67社増の492社と拡大し、プラットフォームとしての厚みと送客力が一段と高まった。

商品面では、タクシーアプリ「GO」や「Tokyo City Pass」など交通周辺商材を拡充し、旅行者の移動ニーズを取り込む体制を整備した。また、韓国・中国エリアへ展開を広げるなど、日本発のプラットフォームモデルの海外展開にも着手し、将来的な成長余地の開拓を進めている。

一方で、営業損失が拡大した要因はITインフラ事業への戦略的な先行投資である。QR改札機導入支援など新領域への展開に伴い、システム開発投資、営業・開発体制の強化を目的とした人員増強などを実施したことが費用増につながった。なお、これらは中長期的な収益基盤の確立を見据えた投資であり、短期的な損益悪化は成長段階における一時的なものと捉えられる。足元では収益性よりも事業基盤の拡充を優先する局面にあり、プラットフォーム基盤の拡大とITインフラ領域の強化を並行して進めることで、将来的な事業規模の拡大と収益性の改善が期待される。

商流拡大により資産規模が拡大、 利益計上により財務基盤の強化が進む

2. 財務状況と経営指標

2025年12月期末の資産合計は、前期末比738百万円増加し9,323百万円となった。このうち、流動資産は同490百万円増加し8,336百万円となった。主に、現金及び預金が520百万円増加したことによる。固定資産は同248百万円増加し、986百万円となった。主に、ソフトウェアの取得が117百万円、ソフトウェア仮勘定が93百万円それぞれ増加したことによる。

負債合計は、前期末比657百万円増加し6,353百万円となった。このうち、流動負債は同657百万円増加し6,353百万円となった。これは主に営業未払金が389百万円、前受金が230百万円それぞれ増加したことによる。固定負債は、同横ばいであった。

純資産合計は、前期末比81百万円増加し2,969百万円となった。これは主に、親会社株主に帰属する当期純利益の計上により、利益剰余金が140百万円増加したことによる。

自己資本比率は28.3%と前期末比0.8ポイント低下したものの、これはLINKTIVITYの取引拡大に伴い売掛金や前受金が増加したことが主因であり、事業規模の拡大に起因する運転資本の増加が反映されたものである。利益の計上により純資産は増加しており、収益回復の動きは着実に財務面にも表れている。

業績動向

財務全体を見ると、資産規模は拡大し、営業黒字化により自己資本の積み上げも進んだ。負債の増加は事業成長に伴う商流拡大の結果であり、資金繰り面での大きな懸念は生じていないと見ている。業績は改善基調にあり、今後は利益の積み上げによる自己資本の充実とキャッシュ創出力の強化がどの程度進むかが注目点となる。

連結貸借対照表及び経営指標

(単位：百万円)

	24/12期末	25/12期末	増減
流動資産	7,846	8,336	490
現金及び預金	5,166	5,686	520
固定資産	738	986	248
資産合計	8,584	9,323	738
流動負債	5,695	6,353	657
営業未払金	3,261	3,651	389
前受金	1,845	2,076	230
固定負債	0	0	0
負債合計	5,696	6,353	657
純資産合計	2,888	2,969	81
【経営指標】			
自己資本比率	29.1%	28.3%	-0.8pp

出所：決算短信よりフィスコ作成

3. キャッシュ・フロー

2025年12月期の営業活動によるキャッシュ・フローは920百万円の収入となった。主な増加要因は、仕入債務の増加392百万円、前受金の増加231百万円などで、主な減少要因は前渡金の増加149百万円などである。投資活動によるキャッシュ・フローは388百万円の支出となった。これは主に、固定資産の取得による支出400百万円などによる。フリー・キャッシュ・フロー(営業活動によるキャッシュ・フロー+投資活動によるキャッシュ・フロー)は531百万円の収入であり、本業で創出した資金で成長投資を十分に賄える状態にある。需要回復を背景に、キャッシュ創出力が安定してきたと評価できる。財務活動によるキャッシュ・フローは0百万円の収入となった。その結果、現金及び現金同等物の期末残高は前期末比520百万円増の5,686百万円と積み上がった。財務基盤は一段と強化されており、今後の成長投資や不測の環境変化にも対応できる資金余力が高まったと見る。

連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	24/12期	25/12期
営業活動によるキャッシュ・フロー (a)	459	920
投資活動によるキャッシュ・フロー (b)	-436	-388
財務活動によるキャッシュ・フロー	1,352	0
フリー・キャッシュ・フロー (a)+(b)	23	531
現金及び現金同等物の期末残高	5,166	5,686

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2026年12月期は大幅増益の見通し。 構造改革による収益基盤強化と成長投資に注目

同社の2026年12月期の連結業績は、営業収益が前期比9.1%増の5,000百万円、営業利益が同261.5%増の380百万円、経常利益が同266.7%増の366百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同141.3%増の340百万円の見通しである。

同社は2026年12月期を、売上成長の最大化を追求する局面から、収益基盤の強化とキャッシュ創出力の向上を優先する局面へ転換する1年と位置付けている。営業収益は着実な拡大を見込む一方で、組織体制の再構築や拠点の最適化により固定費の圧縮と生産性向上を推進し、営業利益は前期比3.6倍の水準へ拡大する計画である。

OTA事業では、既に確立された収益基盤を一段と高める方針である。勝率の高い市場・商品・チャンネルに経営資源を集中し、顧客獲得コストの最適化とリピート率向上により営業レバレッジの最大化を図る。加えて、マレーシア法人の機能を国内へ統合し開発拠点を集約するとともに、企画・開発・運用が一体となった自律型小規模チームを基軸とする職能横断モデルを本格導入することで、ガバナンス強化と意思決定の迅速化を進める。国内開発リソースについても戦略的優先順位に基づく再配置を行い、高付加価値領域への集中を図ることで、組織全体の投資対効果を高める方針である。これらの施策は短期的なコスト最適化にとどまらず、中期的なキャッシュ創出力の底上げにつながると見られる。

観光IT事業では、サービス領域の拡張を継続しながらも投資規律を強化し、収益確保フェーズへの移行を図る。インバウンド需要については保守的な前提を置き、外部環境に過度に依存しない計画とする一方で、既存販売網の深耕やパートナー連携強化により安定的な成長を目指す。LINKTIVITYについては、これまでの先行投資を回収する収益化フェーズへ移行し、安定的に高い利益を創出できる体制の構築を目標とする。損失幅の縮小にとどまらず、黒字化を視野に入れた事業運営へ段階的に転換していく方針である。

なお、特別利益としてマレーシア法人閉鎖に伴う分配利益、特別損失として子会社における資金流出事案に伴うコストを見込んでいるものの、純額での業績影響は限定的と見込まれる。

筆者は、今回の構造改革が単なるコスト削減に終わらず、組織の機動力向上と資本効率改善に結び付くかが最大の注目点と考える。特に営業レバレッジがどの程度顕在化し、営業利益率やフリー・キャッシュ・フローが安定的な拡大基調へ転じるかを注視したい。また、創出したキャッシュが高付加価値領域やデータ活用分野へ再投資され、顧客単価、LTV、リピート率などの改善につながるかも重要である。トップライン成長と収益性向上を両立することができれば、同社の企業価値評価が見直される可能性があると考ええる。

今後の見通し

2026年12月期 連結業績見通し

(単位：百万円)

	25/12期		26/12期		前期比	
	実績	営業収益比	予想	営業収益比	増減額	増減率
営業収益	4,581	-	5,000	-	418	9.1%
営業費用	4,476	97.7%	4,620	92.4%	143	3.2%
営業利益	105	2.3%	380	7.6%	274	261.5%
経常利益	99	2.2%	366	7.3%	266	266.7%
親会社株主に帰属する 当期純利益	140	3.1%	340	6.8%	199	141.3%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略

計画運営の在り方を見直し利益主導型マネジメントへ移行、 質的成長の加速を目指す

1. ローリング型経営への舵切り

同社は2026年2月13日、2025年12月期～2027年12月期を対象とする中期経営計画を取り下げ、単年度ごとの計画の必達にコミットする経営スタイルへ移行すると公表した。従来計画は海外旅行市場の回復を前提としていたが、円安の長期化や物価上昇により日本人の海外旅行需要の回復が想定より緩やかに推移している。加えて、生成AIの普及により旅行予約の検索経路や顧客接点が変化し、競争環境の先行き不透明感が高まった。

2025年12月期は、海外旅行事業の収益が期初計画を下回り、費用抑制策を講じたものの、2025年11月14日に通期業績予想の下方修正を行った。外部環境の変動が大きいなかで固定的な3ヶ年計画を維持すれば、実態との乖離が拡大する懸念があると判断した。今後は単年度ごとの予算達成と収益基盤の強化を重視する方針へ転換する。

2. 量的成長から質的成長へのパラダイムシフト

同社は、売上規模の拡大を最優先する経営から、収益性を重視する経営へと軸足を移す。取扱高や流通総額の拡大を追う段階から、利益率の改善とキャッシュ創出力の強化を重視する段階へ移行する局面にある。量的成長から質的成長へと転換し、安定的にキャッシュを創出できる事業ポートフォリオの構築を目指す。以下の3点が重点方針である。

中長期の成長戦略

(1) 機動的な経営判断

計画運営の在り方を見直し、固定的な3ヶ年計画を掲げる方式から、外部環境や需要動向の変化を随時反映する「ローリング方式」へ移行する。海外旅行需要の回復が想定より緩やかに推移するなかで、楽観的な前提に依拠するのではなく、最新の事業環境を踏まえた実行可能性の高い業績予想を策定し、その達成を最重視する方針である。目標水準を単に引き下げるのではなく、確度の高い利益成長を着実に積み上げることで市場の信頼回復を図る考えである。

(2) 高収益体質の維持・強化

OTA事業では「選択と集中」を徹底し、高収益体質の維持・強化を図る。利益率の低い商品や販路への投資は抑制し、高付加価値商品の販売比率を引き上げる。広告出稿については費用対効果を厳格に精査し、自然検索経由の流入拡大やリピーター比率の向上により集客コストの抑制を進める。商品構成の見直しとマーケティング効率の改善を通じて、売上成長と利益拡大を両立させる構造を整える。

固定費についても、人員配置の最適化や業務プロセスの効率化を推進し、少数精鋭で運営できる体制へ移行する。規模の拡大に依存しない収益モデルを確立し、高い営業利益率を安定的に維持できる体制を構築する。

(3) 成長分野への投資集中

成長投資は、インバウンド需要の取り込みが見込まれる観光IT事業及びクルーズ事業などの新規領域へ重点配分する。観光IT事業のLINKTIVITYは、交通機関や観光施設向けにチケット流通基盤を提供するBtoB型モデルであり、ストック性の高い収益構造を有する。訪日外国人客数は回復基調にあり、空港、鉄道、観光施設におけるデジタル化需要は拡大している。これらの流通基盤を担うLINKTIVITYを中長期的な収益源へと育成する方針である。

新規領域であるクルーズ事業については、従来のイベント型モデルとは異なる戦略を採用する。他社が高価格帯商品を特定日程に集中して販売する手法を主軸としてきたのに対し、同社はオンライン完結型の販売体制を構築する。AIを活用して販売ページを効率的に生成し、商品情報の拡充や価格比較の利便性を高めることで、集客コストを抑えつつ販売機会の最大化を図る。取扱商品も高額・長期滞在型に偏らず、比較的価格が抑えられた短期プランも提案することで、クルーズ旅行初心者層や限られた休暇で参加したい層の取り込みを目指す。

3. 不祥事を契機とした内部統制の抜本的強化

子会社リンクティビティにおいて、2026年1月上旬に代表者を装った第三者の指示に基づく不正送金が発生し、約50百万円が流出した。従業員がSNSへ誘導され、虚偽の送金依頼に応じて銀行窓口で振込を行った事案である。発覚後は警察への相談や金融機関への口座凍結依頼を行い、被害回復に努めている。

中長期の成長戦略

本件はビジネスメール詐欺の一類型であり、多くの企業で発生している外部起因の犯罪である。一方で、例外的な銀行窓口振込や届出印管理に関する規程整備が十分でなかった点、緊急の非対面指示に対する本人確認手続が制度化されていなかった点は統制上の課題である。同社は原因を特定し、再発防止策を策定した。非対面送金指示へのコールバック確認の義務化、窓口振込と届出印管理規程の改定、承認手続の厳格化、不正対策教育の定期実施、金融機関との連携強化などである。例外処理を含む実務フローを見直し、グループ全体の内部統制水準を引き上げる局面にある。

ガバナンス再構築の観点では、単なる再発防止策の列挙にとどまらず、ガバナンス体制の実効性をいかに担保するかが重要となる。子会社を含む資金管理権限の明確化と本社によるモニタリング強化、一定金額以上の送金に対する二重承認・第三者確認の制度化、内部監査部門による定期的な抜き打ち検証と取締役会への直接報告、インシデント発生時の迅速かつ透明性の高い情報開示の徹底などが求められる。リスク管理能力の向上と内部統制の実効性が客観的に示されれば、ガバナンスに対する市場の懸念は徐々に後退し、中長期的な企業価値の毀損リスクも限定的との評価につながると見ている。本件は同社グループ全体の統制基盤を再構築する契機になると考える。

4. 監督と執行の分離による「CxOモデル」の導入

同社は2026年3月の定時株主総会を機に、取締役会の構成見直しとCxO体制の導入を実施する。最大のねらいは、経営の監督と執行の分離による戦略執行スピードの向上と機動力の強化である。取締役会は「中長期戦略の決定及び経営執行の監督」に専念し、社外取締役を中心とする構成により客観性と透明性の高い経営監視を維持する。他方で、執行側はCEOの下にCFO、CHRO兼CAO、CTrO兼COO、CTO、CSOとCxOを配置し、機能別に権限と責任を明確化する。

併せて、サクセッションプランの推進も重要な柱である。共同創業者である荒木篤実(あらかきあつみ)氏を取締役に招聘し、創業時のベンチャー精神を継承しつつ、同氏の国内外における豊富な経営経験を活用する。創業者が監督側に回り、CxOが執行を担うことで、将来のグループを担うリーダーの育成及び段階的な経営承継プロセスの構築を進める設計である。

加えて、成長モデルの再構築と連結グループ経営の深化も本体制のポイントである。子会社のリンクティビティの代表取締役社長である孔成龍(こうせいりゅう)氏を親会社の取締役に迎えることで、同社の高成長をけん引してきた事業知(現場知)をグループ全体の戦略立案に直接反映させる体制を整える。子会社トップが親会社の意思決定に参画することで、連結ベースでの業績管理及びリスク管理の高度化を図り、グループ経営を一段と高い次元へ引き上げるねらいがある。

5. アナリストの視点

中期経営計画を取り下げてローリング方式へ移行したことは、外部環境の変動を前提にした現実的な経営へ舵を切ったことを意味する。計画の形式よりも実行の確実性と利益の積み上げを重視する姿勢が鮮明になったことで、成長の速度を競う段階から収益の質を高める段階へ移ったと評価できる。

中長期の成長戦略

今回の転換で重要なのは、事業規模の拡大を最優先するモデルから、収益性とキャッシュ創出力を重視するモデルへ重心が移った点である。体験型旅行予約を主力とする同社のOTA事業は、為替、景気動向、国際情勢の影響を受けやすい。訪日外国人需要は回復基調にあるが、円安や物価高の影響で旅行者の消費行動は変動しやすい環境が続くなかで、集客効率の改善、広告投資の最適化、商品ミックスの見直しなどにより収益性を高める体制へ切り替えることは理にかなっている。短期的には売上成長率が緩やかになる可能性はあるが、中長期では安定した利益基盤の構築につながると見ている。

成長戦略の柱は、OTA事業の収益性を高めながら、観光IT事業へ重点投資する2層構造にある。子会社のリンクティビティが手掛けるチケット流通基盤は、鉄道や観光施設チケットのデジタル化が進むなかで存在感を高めている。QRコード型電子チケットの普及や多言語対応の需要拡大を背景として、交通機関や観光施設との接続が進む余地は大きい。BtoC中心の従来モデルにストック性が高いBtoB基盤を組み合わせることで、取扱高に依存しにくい収益源の育成が可能となるだろう。

新領域であるクルーズ事業については、採算性を重視した拡大方針を採っている。国内クルーズ市場は訪日客の回復や富裕層需要の取り込みを背景に持ち直しつつあるものの、競争は激しい。同社は既存大手と同じ価格競争に入るのではなく、販売チャネルやターゲット層を再設計し、独自のポジションを築く戦略を採っている。価格帯の工夫やオンライン販売の強化により市場の裾野を広げ、利益を確保しながら段階的に拡大する考えである。

組織面では、監督と執行の役割分担を再設計し、意思決定の迅速化をねらう合理的な施策と考える。社外取締役中心の取締役会は客観的な監視機能を高め、ガバナンス水準の底上げに資する可能性が高い。一方で、CEO配下にCxOを配置する体制は権限委譲を進め、事業拡大局面での機動力向上に寄与するだろう。荒木氏が監督側に回る設計も、経験の継承と世代交代を両立させる布陣として妥当である。実効性はCxO間の連携と評価制度の整備にかかっていると見ている。

同社は売上成長だけでなく、利益の質と持続性を重視する段階へ入った。外部環境の回復に依存する姿勢から、自社の収益構造を鍛え直す方向へ転換した点が注目に値する。収益モデルの再設計と事業ポートフォリオの見直しを着実に進めば、営業利益率やフリー・キャッシュ・フローの安定度が高まる公算が大きく、中長期的な企業価値向上が期待される。

■ 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つと認識している。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おり、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・表示したものです。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、企業から報酬を受け取って作成されています。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、理由のいかなを問わず、いかなる責任も負いません。

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、配布等することは強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