

SPONSORED RESEARCH REPORT

Ⅱ 企業調査レポート Ⅱ

ベルトラ

7048 東証グロース市場

2026 年 6 月 5 日

発行: ノーチラス・キャピタル株式会社

NAUTILUS CAPITAL

Nautilus Capital Inc.

<https://nautilus-capital.jp/>

■ 目次

- 第 1 章 エグゼクティブサマリー
 - 第 2 章 市場構造の変化とベルトラの事業機会 — 体験予約市場の成長とベルトラ固有の勝ち筋
 - 第 3 章 事業構造分析 — OTA 事業の利益体質化と LINKTIVITY 成長投資の読み方
 - 第 4 章 中長期成長戦略 — LINKTIVITY 収益化を軸とする成長オプション
 - 第 5 章 経営体制・ガバナンス・資本政策・株主構成
 - 第 6 章 リスクとモニタリング項目
 - 第 7 章 投資家向け確認フレーム — 短期・中期・長期のカタリストとモニタリング項目
 - 第 8 章 Appendix — 財務 3 表サマリーと参考データ
-

■ 第 1 章 エグゼクティブサマリー

OTA 事業の利益体質化と LINKTIVITY の B2B 流通基盤構築で、需要側と供給側の双方に接点を持つ日本発の体験旅行プラットフォームへ進化

STOCK PRICE	MARKET CAP	FY25 REV	FY26E OPM	PBR	ROE (FY25)
¥186	¥6.8B	¥4,582M	7.6%	2.50x	5.45%



5 期業績推移サマリー

項目(百万円)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E
営業収益	493	1,164	3,123	4,305	4,581	5,000
営業利益	△1,098	△795	△67	△176	105	380
当期純利益	△1,157	△794	△58	△408	140	340

注:単位百万円。FY2026E は会社予想。出典:第 29 期～第 36 期有価証券報告書、各期決算短信

会社の定義 — 単なる海外旅行 OTA ではない

ベルトラは、単なる日本人向け体験旅行 OTA ではない。アウトバウンド向け OTA 事業で利益体質を確立しつつ、LINKTIVITY を通じて訪日観光の B2B チケット流通インフラを構築する、需要側と供給側の双方に基盤を持つ複合型旅行企業である。本稿では同社を、「日本人海外旅行のオンライン予約サイト『VELTRA』を運営する OTA 事業と、国内サプライヤーと海外 OTA を接続する B2B チケットプラットフ

オーム LINKTIVITY を併せ持ち、為替・需要サイクルの異なる二つの旅行市場に同時接点を持つ複合型旅行企業」と定義する。

5 期ぶり営業黒字化後の再成長

ベルトラ株式会社(東証グロース:7048)は、コロナ禍後の回復局面を経て、利益体質の再構築と成長投資の両立が問われる局面に入っている。2025 年 12 月期は、連結営業収益 45.81 億円、営業利益 1.05 億円となり、5 期ぶりに営業黒字へ転換した。特に OTA 事業では、広告投資の見直しや費用管理の徹底により、営業利益率が大きく改善した。一方で、LINKTIVITY は、インバウンド向けチケット流通基盤として拡大を続けるものの、現時点では先行投資段階にある。したがって、同社を見るうえでの焦点は、①OTA 事業で改善した収益力が継続するか、②LINKTIVITY が中期的に収益貢献フェーズへ移行できるか、③中期経営計画取り下げ後の新たな成長ストーリーをどのように提示できるか、の 3 点に集約される。

Investment Highlight ① — OTA 事業: 広告費抑制と費用管理により利益体質化が進展

2025 年 12 月期は連結営業収益 45.81 億円(前年比+6.4%)、営業利益 1.05 億円(5 期ぶり営業黒字)、親会社株主帰属純利益 1.40 億円を計上した。最も注目すべき変化は、OTA 事業の営業利益率が前年の 11.2%から 23.2%へ 12.0 ポイント改善した点であり、これは広告投資の見直し、人員・外注費を含む費用管理、不採算領域の整理による利益体質化の成果である。営業費用が前年比 11.6%減少した一方で売上は微増にとどまっており、黒字転換の主因はトップライン拡大ではなく費用効率化にある。今後の焦点は、改善した収益性を維持しつつ、創出キャッシュを LINKTIVITY を中心とする成長投資へどの程度振り向けられるかにある。

Investment Highlight ② — LINKTIVITY: 訪日観光 DXを支える B2B チケット流通基盤として拡大

LINKTIVITY は、鉄道・観光施設等のサプライヤーと、国内外の旅行会社・OTA 等の販売チャネルを接続する B2B チケット流通基盤である。2025 年 12 月期の営業収益は 8.9 億円(前年比+24.0%)となり、グループ営業収益の 19.4%を占めるまで拡大した。

Investment Highlight ③ — 創業者復帰と CxO 体制により、成長戦略と内部統制を再設計

ベルトラは 2026 年 2 月に CxO 体制を導入し、同年 3 月の定時株主総会を経て、創業者である荒木篤実氏が 11 年ぶりに取締役として経営に復帰した。加えて、LINKTIVITY を率いる孔成龍氏も取締役

就任しており、OTA 事業の利益体質化と LINKTIVITY の成長投資を、より経営中枢で接続する体制へ移行している。

Investment Highlight ④ —AI 時代の体験予約市場では、独自在庫・ローカル接点・B2B 基盤が差別化要因に

体験・アクティビティ予約市場は、旅行領域の中でもオンライン化余地が残る成長市場である。一方で、Klook、Viator、KKday、GetYourGuide 等のグローバルプレイヤーは、資金調達、商品拡充、M&A、サプライヤー向け SaaS、AI 連携を通じて競争力を高めており、市場拡大と競争激化が同時に進んでいる。加えて、生成 AI 検索や AI エージェントの普及により、従来の検索流入に依存した OTA 集客モデルは変化を迫られている。今後は、単に商品数を増やすだけでなく、AI や外部プラットフォームから選ばれやすい商品データ整備、独自性の高い在庫、サプライヤーとの深い関係性、外部連携しやすい API・流通基盤が重要になる。

結論 — 黒字継続性、LINKTIVITY 収益化、AI 時代の差別化が評価の焦点

ベルトラの投資論点は、5 期ぶりの営業黒字転換を出発点に、短期・中期・長期で異なる確認軸に整理できる。短期的には、2026 年 12 月期会社予想である営業収益 50.0 億円、営業利益 3.8 億円の達成確度が焦点となる。特に、OTA 事業で改善した営業利益率を維持できるか、広告費や人件費を含む費用管理が継続するか、また資金流出事案後の損失確定・保険回収・再発防止策がどのように開示されるかが確認ポイントとなる。

中期的には、LINKTIVITY が成長投資段階から収益貢献フェーズへ移行できるかが最大の論点である。販売元・販売先ネットワークの拡大は、訪日観光における B2B チケット流通基盤としてのポジションを示しつつある一方、現時点では先行投資により赤字が継続している。今後は、取扱高の拡大、テイクレートの改善、固定費吸収、赤字幅縮小の進捗が、同事業の評価を左右する。

長期的には、AI エージェントやグローバル体験 OTA の台頭により、検索流入に依存した従来型 OTA モデルの前提が変化する可能性がある。その中でベルトラは、グローバル大手と資本力や商品数で正面競争するのではなく、日本人旅行者への理解、国内サプライヤーとの接点、独自性の高い商品在庫、LINKTIVITY を通じた B2B 流通基盤をどこまで収益化できるかが問われる。

以上を踏まえると、同社の評価見直しには、①OTA 事業の利益率維持、②LINKTIVITY の収益化に向けた KPI 改善、③新経営体制下での内部統制強化と成長戦略の再提示、④AI 時代の外部連携・独自在庫戦略の具体化、の 4 点が重要となる。5 期ぶりの黒字転換は評価の出発点であり、今後はその利益継続性と成長投資の回収可能性を、四半期ごとの KPI で確認していく局面に入ったと整理できる。

会社基本情報

会社名	ベルトラ株式会社 (VELTRA Corporation)
-----	-------------------------------

証券コード	7048(東証グロース市場)
代表者	代表取締役社長兼 CEO 二木 渉
設立	1991 年(前身:株式会社アラン)／2012 年 4 月にベルトラ株式会社へ商号変更
本社所在地	東京都中央区
上場	2018 年 12 月(東証マザーズ→現グロース市場)
決算期	12 月
事業内容	OTA 事業(VELTRA、HawaiiActivities 他)／LINKTIVITY／その他
FY2025 連結営業収益	4,582 百万円(5 期ぶり営業黒字化)

沿革とマイルストーン

年月	イベント
1991 年	株式会社アラン設立(前身、自動車関連マーケティング)
2004 年	現地体験型ツアー販売事業を開始(オーストラリア・バリ・ハワイの現地販売会社を買収)
2015 年	二木渉氏が代表取締役社長兼 CEO に就任
2018 年 12 月	東証マザーズ市場へ上場(証券コード 7048)
2019 年	営業収益 43.51 億円(コロナ前ピーク)、株価 1,850 円(上場来高値)
2020 年	コロナショックで営業収益 8.91 億円へ急減、LINKTIVITY のサービス開始
2024 年	ベルトラと JTB、LINKTIVITY と東京メトロ・NTT 西日本がそれぞれ資本業務提携、LINKTIVITY 拡大本格化
2025 年 2 月	中期経営計画(2025～2027)を公表(2027 年営業収益 84 億円・営業利益 14 億円目標)
2025 年 12 月期	営業収益 45.81 億円・営業利益 1.05 億円、5 期ぶり営業黒字化
2026 年 2 月	中期経営計画を取り下げ、ローリングプラン方式へ移行。CxO 体制を導入。LINKTIVITY 資金流出事案発生
2026 年 3 月	創業者・荒木篤実氏が 11 年ぶり取締役復帰、LINKTIVITY 代表・孔成龍氏も取締役新任

■ 第 2 章 市場構造の変化とベルトラの事業機会 — 体験予約市場の成長と、ベルトラ固有の勝ち筋

本章では、ベルトラを取り巻く市場環境を、①体験予約市場のオンライン化、②日本市場におけるアウトバウンドとインバウンドの二重構造、③グローバル体験 OTA との競争環境、の 3 つの観点から整理する。

アウトバウンド市場では日本人海外旅行の回復遅延が残る一方、インバウンド市場では訪日客数・消費額の拡大とチケット流通のデジタル化が進む。この非対称な市場変化を、OTA 事業と LINKTIVITY の双方でどのように取り込めるかが、第 2 章の焦点である。

2-1. 体験旅行市場 — 宿泊・航空券に遅れてオンライン化が進む領域

体験・アクティビティ予約は、旅行領域の中でもオンライン化余地が残るカテゴリーである。航空券・宿泊予約ではオンライン販売が先行して普及した一方、現地ツアー、観光施設チケット、交通パス、アクティビティなどは、サプライヤーの小規模分散性、在庫管理の複雑さ、多言語対応の難しさから、相対的にデジタル化が遅れてきた。

体験旅行市場のマクロ指標

市場・指標	規模・水準	成長率/CAGR	出典
世界の体験・アクティビティ予約市場	2,540 億 USD(2024)	CAGR 約 12%(2024-2030)	Phocuswright, Arival
同オンライン予約比率	約 25%(2024)	上昇基調	Phocuswright
日本人出国者数(アウトバウンド)	1,301 万人(2024)	2019 年の 66%水準	JNTO/法務省
訪日外国人客数(インバウンド)	3,687 万人(2024)	2019 年比+15.6%	JNTO
同訪日消費額	8.1 兆円(2024)	2019 年比+68.8%	観光庁
政府目標(訪日外国人客数)	6,000 万人(2030)	消費額 15 兆円目標	観光庁

ここで見るべきは、世界の体験予約市場が 2,500 億 USD 超の規模を持ち、なお CAGR12%で成長する一方、オンライン化は約 25%にとどまる「未開拓のグローバル市場」であるという事実である。同時に、訪日インバウンド需要は 2024 年に過去最高を更新し、政府目標として 2030 年 6,000 万人・15 兆円が掲げられている。これらの数字は、ベルトラのアウトバウンド OTA 事業と LINKTIVITY 訪日 B2B 基盤の双方が、構造的な需要拡大局面にあることを示している。

一方で、旅行者側では、旅前・旅中にスマートフォン上で体験商品を比較・予約する行動が定着しつつあり、体験予約のオンライン比率は上昇傾向にある。事業者側でも、個別の催行会社が自社で多言語販売・決済・在庫管理・海外送客を担うことは容易ではなく、OTA やチケット流通プラットフォームを活用

するインセンティブが高まっている。

したがって、体験予約市場の成長は、単なる旅行需要の回復ではなく、①市場規模の拡大、②オンライン化率の上昇、③OTA・プラットフォーム経由比率の上昇、という3つのドライバーで捉える必要がある。ただし、この成長余地は同時に、Klook、KKday、GetYourGuide、Viator 等のグローバルプレイヤーや、Google、Airbnb 等の隣接プレイヤーの参入・投資を呼び込んでおり、市場拡大と競争激化が同時に進む局面にある。

2-2. 日本市場の二重構造 — 回復途上のアウトバウンドと拡大するインバウンド

ベルトラの事業環境を理解するうえで重要なのは、日本の旅行市場がアウトバウンドとインバウンドで異なる回復局面にあるという点である。日本人海外旅行は円安・物価高・航空券高の影響を受け、回復ペースが緩やかな一方、訪日インバウンドは訪日客数・消費額ともに拡大基調にある。

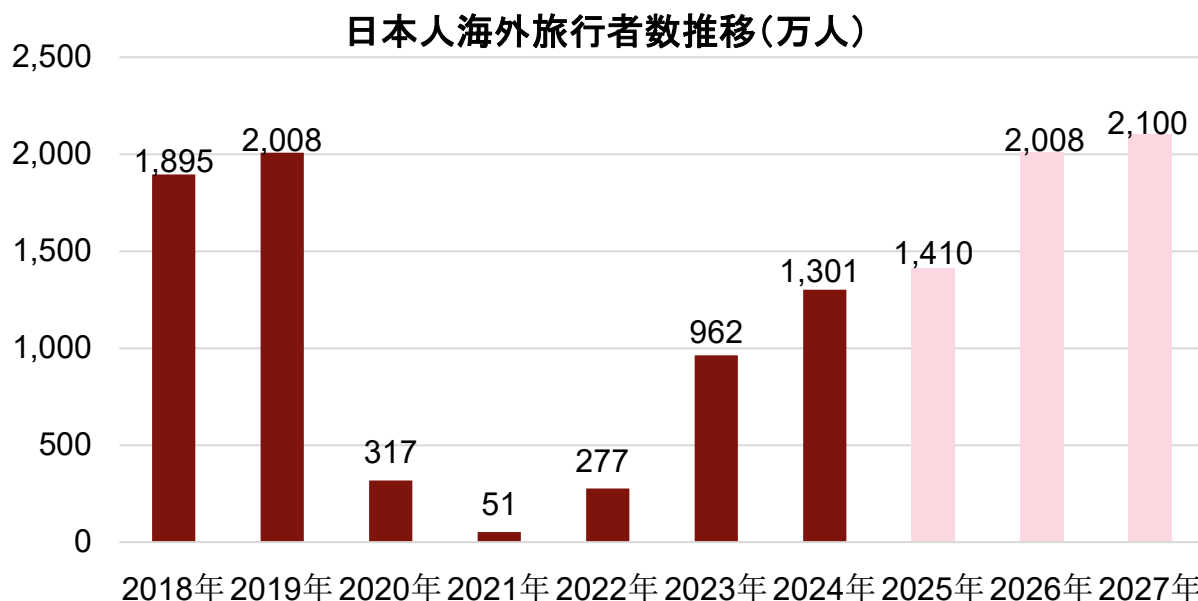
この非対称な市場環境に対し、ベルトラはアウトバウンドでは VELTRA を中心とする OTA 事業、インバウンドでは LINKTIVITY を持つ。したがって、同社の投資論点は、単なる海外旅行需要の回復ではなく、アウトバウンド回復途上の収益管理と、インバウンド拡大を取り込む B2B チケット流通基盤の成長を、併せて評価する必要がある。

アウトバウンド:回復途上だが、FIT 化・オンライン化は進展

日本人海外旅行市場は、コロナ前には大きな市場規模を有していたものの、足元の回復ペースは緩やかである。円安、物価高、航空券価格の上昇、実質賃金の伸び悩みは、海外旅行需要の回復を抑制する要因となっている。特に、欧米など遠距離方面の高単価旅行には逆風が強く、旅行先の近場化や滞在期間の短期化が進んでいる。

一方で、需要の戻りが緩やかであることは、OTA 事業にとって必ずしも一方向のマイナスではない。個人手配旅行、いわゆる FIT の比率は上昇しており、旅行者が航空券・宿泊・現地体験を個別に比較・予約する行動は定着しつつある。したがって、アウトバウンド市場では、総需要の回復ペースに加え、OTA 経由比率、予約件数、手数料単価、広告費率を合わせて見る必要がある。

ベルトラにとっては、短期的には円安・航空券高による需要回復の遅れが逆風となる一方、中期的には FIT 化・オンライン化の進展を背景に、商品ミックスの最適化、近距離アジア商品の拡充、広告費効率の改善を通じて、利益率を維持しながら需要回復を取り込めるかが焦点となる。



注: 単位万人。出典: 観光庁『出国日本人数』、JTB『旅行動向見通し』、太平洋アジア観光協会「アジア太平洋地域訪問者予測 2025-2027」、2025 年～2027 年の数値は予測値

インバウンド: 需要拡大とデジタル流通基盤の不足が同時に進む

訪日インバウンド市場は、アウトバウンドとは対照的に拡大基調にある。訪日客数の回復に加え、一人当たり消費額の増加、長期滞在型旅行の広がり、地方観光・体験消費への関心の高まりが、市場の成長を支えている。円安は、訪日客にとって日本を相対的に割安な高品質旅行先として位置付ける要因にもなっている。

一方で、インバウンド市場の拡大に対し、交通パス、観光施設チケット、現地体験商品のデジタル流通基盤はなお整備途上にある。国内の鉄道会社、観光施設、自治体、現地事業者が、自社単独で海外販売チャネル、多言語対応、決済、在庫管理、QR チケット発券まで担うことは容易ではない。

この点で、LINKTIVITY は、国内サプライヤーと海外 OTA・旅行会社を接続する B2B チケット流通基盤として機能し得る。インバウンド市場の拡大は、単にベルトラの国内体験商品の販売機会を増やすだけでなく、LINKTIVITY の取扱高、販売元数、販売先数、テイクレート改善に接続する可能性がある。

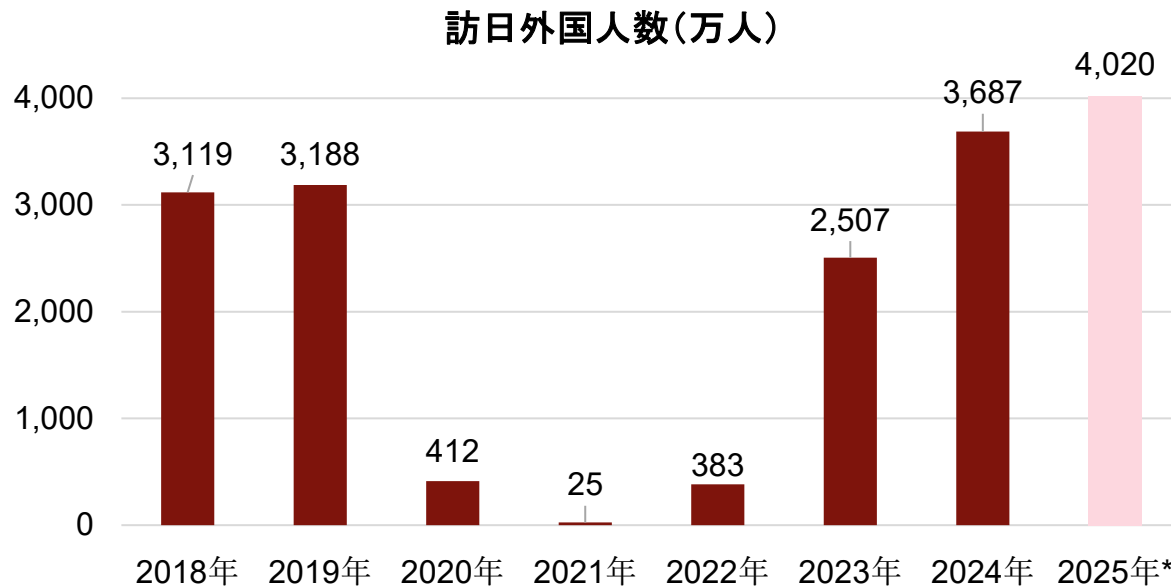
二つの市場、両方にポジション

この二重構造の中で、ベルトラはアウトバウンドでは VELTRA を中心とする OTA 事業、インバウンドでは LINKTIVITY を展開している。これは、同社を単なる日本人海外旅行需要の回復銘柄としてではなく、異なる需要サイクルを持つ二つの旅行市場に接点を持つ企業として評価すべきことを示している。

円安局面では、日本人海外旅行には逆風となる一方、訪日インバウンドには追い風となりやすい。反対に、円高方向に転じれば、アウトバウンド需要の回復には追い風となる一方、インバウンド消費単価には一定の調整圧力がかかり得る。したがって、両市場に事業基盤を持つことは、為替局面による需要変

動を一定程度分散し得る点で、同社のポートフォリオ上の特徴といえる。

ただし、これは完全なヘッジを意味するものではない。地政学リスク、航空券価格の上昇、景気悪化、消費マインドの低下は、アウトバウンド・インバウンド双方に影響し得る。そのため、投資家としては、為替だけでなく、出国日本人数、訪日外客数、予約件数、手数料単価、LINKTIVITY 取扱高を合わせて確認する必要がある。



注: 単位万人。出典: JNTO「訪日外客数」統計データ、観光庁「訪日外国人消費動向調査」、JTB「2025 年の旅行動向見通し」2025 年の数値は予測値

2-3. グローバル体験 OTA の主要プレイヤーとベルトラのポジション

体験旅行 OTA は、グローバルでは数十億ドル規模の調達を行うプレイヤーを輩出するカテゴリーへと成長している。本節では主要プレイヤーを概観し、その中でのベルトラの位置を整理する。

主要プレイヤーの整理

体験旅行 OTA の世界の主要プレイヤーは、概ね地理的フォーカスとビジネスモデル特性によって以下のように整理できる。

Klook(香港・シンガポール、2014 年設立): APAC 圏で最大級の体験 OTA。シリーズ F までで 12 億 USD を調達し、世界 2,700 以上の目的地で 50 万種類超の商品を取り扱う。MAU は 5,000 万人規模に達し、Grab・TikTok などスーパーアプリとの連携や、レンタカー予約 PF の買収による隣接領域拡張を進めている。AI 翻訳・AI チャットボットなど技術投資にも積極的。

KKday(台湾、2014 年設立): APAC(特に台湾、日本、韓国、東南アジア)に強み。シリーズ D までで約 2 億 USD を調達。商品数 35 万種以上に加え、自社開発の予約管理 SaaS「Rezio」をアクティビティ事

業者向けに提供することでサプライヤー側のスティッキネスを強化している。HIS が株主に名を連ねており、JTB・じゃらん・食べログとも商品連携。

GetYourGuide(独・ベルリン、2009 年設立): 欧州発のグローバルプレイヤー。シリーズ F までで約 11 億 USD を調達、KKR・SoftBank Vision Fund・Temasek が出資。「Originals」と銘打った独自企画ツアーで上流の垂直統合を推進し、2021 年にはツアー催行会社 Guidatours を買収。NFL 決勝戦やアカデミー賞で CM を放映するなど、ブランド投資にも積極的。

Viator/Tripadvisor Experiences(米、1995 年設立): 30 万超の商品で「世界最大の旅行体験マーケットプレイス」を呼称、2023 年売上 7.37 億 USD。親会社 Tripadvisor からの集客力に支えられ、欧米豪で確固たるポジション。グループとして予約管理 SaaS「Bokun」を 2018 年に買収するなど、ポルトオン M&A を継続。

Trip.com Group(中国・上海/国際本社シンガポール、1999 年設立、NASDAQ 上場): 航空券・ホテル・鉄道レンタカー・現地ツアーまでバリューチェーン全体をカバーする総合 OTA。Skyscanner、Qunar、Travix など他国 OTA の大型 M&A を通じて中国・アジア圏でポジションを獲得。2023 年売上 63 億ドル。

主要グローバル体験 OTA の事業規模比較

企業	本社/設立	累計調達額	商品数	主戦エリア	特徴
Klook	香港・SG/2014 年	約 12 億 USD	50 万種以上	APAC(特に中華圏・東南アジア)	MAU 約 5,000 万、Grab/TikTok 連携
KKday	台湾/2014 年	約 2 億 USD	35 万種以上	APAC(特に台湾・日本・韓国)	SaaS「Rezio」、HIS が株主
GetYourGuide	独・ベルリン/2009 年	約 11 億 USD	非開示	欧州中心、グローバル	「Originals」独自企画ツアー、KKR/SoftBank 出資
Viator	米/1995 年	Tripadvisor 傘下	30 万種以上	欧米豪	2023 年売上 7.37 億 USD、SaaS「Bokun」
Trip.com	中国上海/1999 年	NASDAQ 上場	総合 OTA	中国・アジア圏	2023 年売上 63 億 USD、Skyscanner 傘下
ベルトラ(参考)	東京/1991 年	東証 G 上場	約 2 万種	日本(アウト・イン 双方)	FY25 売上 45.8 億円、LINKTIVITY 基盤

ここで見るべきは、ベルトラがグローバル大手と同じ土俵で資本金・商品数を競う設計を採っていない点である。Klook の 12 億 USD、GetYourGuide の 11 億 USD といった調達規模に対し、ベルトラの時価総額は約 68 億円(約 4,600 万 USD 相当)であり、商品網羅性や広告投資で正面競争すれば消耗戦に

陥る。同社の差別化は、日本市場特化の編集力と、LINKTIVITY を通じたインバウンド B2B 流通基盤——すなわち需要側の OTA と供給側のチケット流通基盤を併せ持つ点にある。

ベルトラのポジション

グローバル体験 OTA 市場において、ベルトラは資本力、商品数、海外ユーザー基盤の面では Klook、Viator、GetYourGuide 等の大手に劣後する。そのため、同社がグローバル大手と同じ土俵で、商品網羅性や広告投資を競うことは現実的ではない。

一方で、ベルトラには、日本市場に深く根差したプレイヤーとしての強みがある。日本人旅行者向けには、日本語 UI、日本語ガイド付き商品の品揃え、レビュー資産、現地体験商品の編集力が差別化要素となる。また、訪日インバウンド向けには、国内交通・観光施設・現地事業者との接点を活かし、LINKTIVITY を通じて海外 OTA・旅行会社へチケットや体験商品を流通させる基盤を持つ。

したがって、ベルトラの中期的なポジションは、「グローバル大手と規模で競う体験 OTA」ではなく、「日本市場に深く根差し、需要側の OTA と供給側の B2B 流通基盤を併せ持つプレイヤー」と捉えるのが適切である。

2-4. ベルトラの事業機会 — OTA 収益力と LINKTIVITY 基盤の組み合わせ

以上の市場環境と競争ポジションを踏まえると、ベルトラの事業機会は、アウトバウンド需要の単純な回復ではなく、OTA 事業の利益体質化と、LINKTIVITY を中心とする訪日観光向け B2B チケット流通基盤の成長を組み合わせられる点にある。

第一に、アウトバウンド領域では、日本人海外旅行の回復が緩やかである以上、売上成長だけを前提にするのではなく、広告費率、手数料単価、商品ミックス、リピート率を管理しながら、OTA 事業を利益創出基盤として運営することが重要となる。2025 年 12 月期に OTA 事業の営業利益率が大きく改善したことは、この方向性の初期成果と位置付けられる。

第二に、インバウンド領域では、訪日客数・消費額の拡大に対し、交通・観光施設チケットのデジタル流通基盤にはなお整備余地が残る。LINKTIVITY は、国内サプライヤーと海外販売チャネルを接続する B2B 基盤として、まずこの市場機会を取り込むポジションにある。加えて同事業は、訪日インバウンドに閉じず、韓国をはじめとする東アジア市場への横展開も視野に入る。交通・観光チケットの流通基盤というモデル自体が、サプライヤーと販売チャネルの組み合わせを差し替えることで他国にも展開可能な構造を持つ。今後は、販売元・販売先ネットワークの拡大に加え、取扱高、テイクレート、赤字幅縮小が事業評価の中心となる。

第三に、グローバル体験 OTA との競争においては、商品数や広告投資で大手と正面競争するのではなく、日本人旅行者・現地市場への理解、各国サプライヤーとの関係性、独自性の高い商品在庫、提携先との共同企画を通じて、ローカル深耕型の差別化を図る必要がある。この「ローカル深耕×販売チャネル接続」というモデルを横展開できれば、単一国のインバウンド需要に依存しない収益基盤の構築につ

ながる。第四に、生成 AI 検索や AI エージェントの普及により、OTA の集客構造は変化する可能性がある。今後は、検索流入に依存するだけでなく、外部プラットフォームとの連携、商品データの整備、API 接続、サプライヤー側の流通基盤化が重要となる。

したがって、ベルトラの中期的な評価は、OTA 事業で改善した収益力を維持しながら、LINKTIVITY を訪日観光の B2B 流通基盤として収益化できるかに大きく左右される。クルーズ FIT、富裕層向け旅行、美容医療・ウェルネスなどの新規領域は、上記の基盤を活用した成長オプションとして、第 4 章で改めて整理する。

■ 第 3 章 事業構造分析 — OTA 事業の利益体質化と LINKTIVITY 成長投資の読み方

本章では、ベルトラの事業構造を、連結業績、セグメント別収益性、LINKTIVITY の KPI、費用構造、季節性、2026 年 12 月期予想の観点から整理する。

2025 年 12 月期の 5 期ぶり営業黒字化は、単なる旅行需要の回復ではなく、OTA 事業における営業費用抑制と利益率改善によって実現した側面が大きい。一方で、LINKTIVITY は、売上成長とネットワーク拡大を続けるものの、現時点では先行投資により赤字が継続している。

したがって、本章の焦点は、①OTA 事業の利益率改善が持続可能か、②LINKTIVITY のネットワーク拡大が収益化に接続するか、③2026 年 12 月期予想を支える費用構造・季節性・開示情報をどう読むか、の 3 点である。

3-1. 連結業績の推移と GMV・テイクレートの開示論点

連結業績は、2019 年のコロナ前ピーク、2020～2021 年の急減、2023～2024 年の売上回復、2025 年の営業黒字転換という 4 段階で整理できる。営業収益は 2024 年時点でコロナ前ピークに近い水準まで回復した一方、営業利益は 2024 年まで赤字が継続しており、2025 年の黒字転換は収益性改善の初期成果として位置付けられる。

決算期	営業収益	前年比	営業利益	営業利益率	経常利益	当期純利益
2018/12(上場)	3,371	+19.3%	417	12.4%	319	311
2019/12	4,351	+29.1%	845	19.4%	769	522
2020/12	891	△79.5%	△1,334	△149.8%	△1,250	△1,547

決算期	営業収益	前年比	営業利益	営業利益率	経常利益	当期純利益
2021/12	493	△44.7%	△1,098	△222.7%	△1,104	△1,157
2022/12(訂正後)	1,164	+136.2%	△795	△68.3%	△754	△794
2023/12(訂正後)	3,123	+168.4%	△67	△2.1%	△112	△58
2024/12	4,305	+37.8%	△176	△4.1%	△298	△408
2025/12	4,582	+6.4%	105	2.3%	99	141

(単位:百万円。出典:第29期～第36期有価証券報告書、各期決算短信、2022・2023年数値は2025年3月4日提出の訂正有価証券報告書ベース)

取扱高(GMV)については、連結ベースでの通期数値が継続的に開示されていない点が、投資家にとっての注目すべき点である。ベルトラの営業収益は純額表示のコミッション収入であり、取扱高に対する営業収益の比率、すなわちテイクレートは、収益モデルを理解するうえで重要な指標となる。

一方、OTA 事業を含む全社 GMV は継続的には開示されておらず、連結全体のテイクレートを時系列で把握することは難しい。LINKTIVITYについては、決算説明資料上で取扱高や販売元・販売先数の開示が進んでいるため、同事業単体では一定の推計が可能であるものの、全社ベースでの取扱高、セグメント別テイクレート、取扱高と営業収益の関係は、今後の投資家対話における重要な確認項目となる。例えば、FY2024 の LINKTIVITY 営業収益 688 百万円、取扱高 14,314 百万円を用いると、同事業のテイクレートは概算で約 4.8%と推計される。ただし、開示値の定義や対象範囲によって解釈が変わり得るため、継続的な比較には開示定義の確認が必要である。

また、売上総利益・販管費の区分開示が限定的である点も、投資家が収益性を評価するうえでの制約となる。ベルトラの決算短信では、営業収益と営業費用を中心に開示されており、人件費、広告費、外注費、システム投資などの費用構造を同業他社と比較するには一定の限界がある。

これはコミッションモデルのビジネス特性を反映した開示ともいえるが、今後、OTA 事業の利益率維持や LINKTIVITY の赤字幅縮小を評価するうえでは、セグメント別の取扱高、テイクレート、費用構造の追加的な説明が重要となる。

3-2. セグメント再編の意味 — OTA 事業は利益創出基盤、LINKTIVITY は成長投資領域

2025 年 12 月期から、ベルトラは報告セグメントを「OTA 事業」「観光 IT 事業 (LINKTIVITY)」「その他」に整理した。これは、2024 年 12 月期までの「旅行関連事業」単一セグメント開示からの大きな変更であり、OTA 事業と LINKTIVITY の収益性を分けて把握できるようになった点に意味がある。

従来は、決算説明資料上で「海外旅行」「国内旅行」「HawaiiActivities」「LINKTIVITY」「その他」といった収益区分が補足的に示されていたが、2025 年 12 月期からは報告セグメントとして整理された。これにより、投資家は、既存 OTA 事業の収益力と、LINKTIVITY の成長投資負担をより明確に区別して評価できるようになった。

セグメント再編の実質的な意味は、OTA 事業を利益創出基盤、LINKTIVITY を成長投資領域として位置付ける構造を、開示上も明確にした点にある。会社側は、OTA 事業で創出したキャッシュを、スケラビリティの高い LINKTIVITY へ再投資する方針を示しており、セグメント分離は単なる開示形式の変更ではなく、事業ポートフォリオと資本配分の見える化として捉えられる。

新セグメント	2024/12 実績	2025/12 実績	YoY	2024 営利率	2025 営利率
OTA 事業 (営業収益)	約 3,593	3,672	+2.2%	11.2%	23.2%
OTA 事業 (営業利益)	約 404	852	+110.9%	—	—
LINKTIVITY (営業収益)	約 720	890	+24.0%	赤字 (詳細未開示)	△29.4%
LINKTIVITY (営業利益)	(赤字推定)	△262	—	—	—

(単位: 百万円。出典: 2025 年 12 月期決算短信 (2026 年 2 月 13 日))

OTA 事業の営業利益率は、2024 年 12 月期の 11.2% から 2025 年 12 月期には 23.2% へ約 12 ポイント改善した。営業収益の伸びが +2.2% にとどまった一方で、営業費用を前年比 11.6% 削減できたことが、利益率改善の主因である。

費用削減の要因は、主に以下の 3 点に整理できる。

1. 2024 年第 3 四半期に集中投下した TVCM 等の認知拡大投資の抑制
2. グループ全体での人員適正化
3. 業務プロセス見直しによる外注費・業務委託費の圧縮

一方、売上面では、予約件数が増加した一方で手数料単価が低下しており、量の増加と単価下落が一部相殺された。このため、2025 年 12 月期の OTA 事業は、トップライン成長よりも費用管理によって利益率を改善したと整理できる。

一方、LINKTIVITY は 2025 年 12 月期に営業損失 262 百万円を計上しており、収益化にはなお時間を要する。ただし、営業収益は前年比+24.0%と成長しており、赤字の主因は売上停滞ではなく、人材採用、システム開発、提携拡大に伴う先行投資にある。

投資内容は、①エンジニア・営業人材の採用、②QR 認証・E チケット・施設入退場管理等のシステム開発、③東京メトロ、WeChat、ホテル向け端末等の提携・新ソリューション展開、に大別される。会社側も、当面は利益確保よりもシステム・人材・ネットワークへの投資を優先する方針を示しており、同事業は成長投資段階にあると整理できる。したがって、投資家が確認すべきポイントは、連結営業利益の増減だけではない。OTA 事業の利益率が維持されるか、LINKTIVITY の売上成長が赤字幅縮小や将来の黒字化に接続するかを、セグメント別に見る必要がある。

3-3. LINKTIVITY の拡大 — ネットワーク成長を収益化に接続できるか

LINKTIVITY を見るうえでは、営業収益の成長率だけでなく、販売元・販売先ネットワークの拡大を合わせて確認する必要がある。同事業の営業収益は 2025 年 12 月期に 890 百万円(前年比+24.0%)となったが、より重要なのは、国内サプライヤーと海外販売チャンネルを接続するネットワークが継続的に拡大している点である。

販売元、すなわち鉄道・観光施設・自治体等のサプライヤーは、2023 年 Q1 の 245 社から 2025 年 Q3 には 479 社へ拡大した。販売先である国内外の旅行会社・OTA も、同期間に 221 社から 692 社へ増加している。販売元・販売先の双方が拡大している点は、LINKTIVITY が単なる電子チケット販売サービスではなく、国内観光コンテンツを海外販売チャンネルへ接続する B2B 流通基盤として厚みを増していることを示す。

時点	販売元(サプライヤー)	販売先(チャンネル)	LINKTIVITY 営業収益 (百万円)
2023 年 Q1	245	221	—
2023 年 Q4	348	441	2023 通期 462
2024 年 Q4	429	579	2024 通期 688 (+48.9%)

時点	販売元(サプライヤー)	販売先(チャネル)	LINKTIVITY 営業収益 (百万円)
2025 年 Q3	479	692	2025 通期 890 (+24.0%)

注: 販売元・販売先は各時点の社数。営業収益は各通期実績。ただし 2025 年は通期実績を表示。

(出典: FY2025 3Q 決算説明資料 P.28、2024 年 12 月期決算説明資料 P.23)

LINKTIVITY の収益化を評価するうえでは、取扱高と営業収益の関係、すなわちテイクレートの重要となる。FY2024 の LINKTIVITY 営業収益 718 百万円、取扱高 14,314 百万円を用いると、同事業のテイクレートは概算で約 4.8%と推計される。

もっとも、現時点では取扱高の拡大が必ずしも同じペースで営業収益・営業利益に反映されているわけではない。これは、ネットワーク拡大を優先する段階にあること、商品・販売チャネルごとに手数料率が異なること、またシステム・人材投資が先行していることが要因と考えられる。

したがって、投資家が確認すべきポイントは、単に販売元・販売先数が増えるかではなく、取扱高の拡大が、テイクレートの改善、固定費吸収、赤字幅縮小を通じて、どの程度収益性向上に接続するかである。

なお、取り下げ前の中期経営計画では、LINKTIVITY について 2027 年営業収益 1,800 百万円、営業利益 300 百万円、営業利益率 17%が掲げられていた。現在は同中計が取り下げられているため、これらの数値は会社側が当時示していた中期的な収益化イメージとして参考扱いにとどめるべきである。主要導入実績としては、近畿日本鉄道、南海電気鉄道、東京メトロ、東京スカイツリー、大阪観光局、Tokyo City Pass 等が挙げられる。交通機関と観光施設の双方で導入が進んでいる点は、LINKTIVITY が訪日観光におけるチケット流通基盤としての接点を広げていることを示す。

3-4. 費用構造の変化 — 広告費抑制と人員適正化による利益率改善

費用構造を見るうえで重要なのは、人件費と広告費の性格が異なる点である。人件費は、事業再拡大やシステム・営業体制の整備に伴い一定の水準で推移している一方、広告費は 2022 年以降の再成長フェーズで大きく増加した。

特に 2024 年 12 月期は、OTA 事業の認知拡大を目的とした TVCM 等の広告投資が重く、営業利益を押し下げる要因となった。一方、2025 年 12 月期は同投資を抑制し、広告費を含む営業費用管理を強化したことが、5 期ぶり営業黒字化の主因の一つとなった。

期	人件費	広告費	その他費用	人件費率	広告費率
2019/12	1,294	46	1,390	30%	1%
2020/12	1,182	68	688	133%(売上縮小)	8%
2022/12	924	594	919	79%	51%
2023/12	1,356	849	1,386	43%	27%
2024/12	1,752	1,341	約 1,387	41%	31%

(注:会社開示資料に基づき Nautilus Capital 作成。一部費用項目は概算。費用率は営業収益に対する比率。)

取り下げ前の中期経営計画では、OTA 事業において人件費率と広告費率を段階的に改善する方針が示されていた。同中計は 2026 年 2 月に取り下げられているため、数値目標は参考値として扱う必要があるものの、2025 年 12 月期の黒字化は、広告投資の抑制、人員適正化、外注費・業務委託費の見直しを通じて実現しており、費用効率を重視する方向性自体は継続していると見られる。

人員面では、連結従業員数はコロナ前ピーク時から縮小した水準で推移している。これは、コロナ禍での需要急減を受けた組織再編の影響に加え、足元では費用効率を意識した運営を続けていることを示す。一方で、平均年間給与は緩やかに上昇しており、人件費の絶対額を抑えながら、必要な人材への投資を継続している構図と捉えられる。もっとも、広告費抑制と人員適正化は、短期的な利益率改善には寄与する一方、過度に進めれば新規顧客獲得や成長投資を制約する可能性もある。そのため、2026 年以降は、単に費用を抑えることなく、OTA 事業で必要な集客投資を行いながら、LINKTIVITY の成長投資をどの程度吸収できるかが焦点となる。

3-5. 季節性構造 — Q3 偏重の収益パターンと四半期業績の読み方

ベルトラの四半期業績は、第 3 四半期(7~9 月)に収益が偏りやすい季節性を持つ。会社資料でも、OTA 事業については日本の夏休みシーズンに当たる 3Q が最もハイシーズンとなり、例年この時期に年間収益の約 35%を獲得すると説明されている。

実際に、2023 年以降の四半期営業収益を見ると、3Q が年間のピークとなる傾向が確認できる。一方で、2Q は相対的に収益水準が低く、営業赤字となりやすい傾向があるため、四半期ごとの進捗率を評価する際には、季節性を考慮する必要がある。

四半期	2023	2024	2025
1Q	543	980	1,131
2Q	614	835	969
3Q	1,070	1,385	1,337
4Q	894	1,103	1,143
四半期営業利益	2023	2024	2025
1Q	△90	27	56
2Q	△112	△225	△145
3Q	118	△44	181
4Q	17	67	13

注: 営業利益は 2023~2025 年のいずれも 2Q に赤字を計上。3Q が年間収益のピークとなる傾向がある。上半期と下半期の構成比を見ると、2023 年には下期偏重が強まった一方、2025 年は上期 45.8%、下期 54.2%となり、過度な下期偏重はやや緩和している。ただし、同社の収益は依然として 3Q の繁忙期に左右されやすく、通期進捗を評価する際には季節性を前提に見る必要がある。

この季節性を踏まえると、1Q・2Q の進捗率だけで通期業績を判断することは適切ではない。特に 2Q は、過去実績上、営業赤字となりやすい四半期である。一方、3Q は夏休み需要を取り込む最重要四半期であり、通期営業利益の達成確度を判断するうえで、3Q の予約件数、手数料単価、広告費率、LINKTIVITY 取扱高が重要な確認項目となる。

3-6. 2025 年黒字転換の分解 — 売上成長よりも費用抑制が利益改善を牽引

2025 年 12 月期の営業利益は、前期の ▲176 百万円から 105 百万円へ改善し、改善幅は 281 百万円となった。一方、営業収益の増加は 277 百万円(前年比+6.4%)にとどまり、トップラインの急拡大による黒字化ではなかった。

重要なのは、営業収益が増加する一方で、営業費用が前期 4,480 百万円から 4,476 百万円へほぼ横ばいに抑制された点である。つまり、2025 年の黒字転換は、売上増加を費用増加で相殺せず、利益として取り込めたことによって実現した側面が大きい。

一方で、2025 年 12 月期の黒字転換は、当初計画対比では大幅未達であった点にも留意が必要である。2025 年 2 月に公表された中期経営計画の初年度計画では、営業収益 5,400 百万円、営業利益 500 百万円が掲げられていたが、同年 11 月の業績予想修正で営業利益予想は 120 百万円へ引き下げられ、最終実績は 105 百万円となった。

下方修正の主因は、海外旅行事業を中心とする OTA 関連収益の未達である。海外旅行、国内旅行、HawaiiActivities の 3 領域で計画比未達が生じており、アウトバウンド市場の回復遅延と円安継続が、同社の主力収益源に影響した。

すなわち、ベルトラの収益構造はインバウンド関連売上の拡大が進みつつあるものの、現時点では海外旅行事業の比重がなお大きく、アウトバウンド市場の回復遅延や円安継続の影響を受けやすい状態にある。したがって、投資家は 2026 年以降の業績を見るうえで、OTA 事業の営業利益率維持だけでなく、海外旅行需要の回復ペースと、LINKTIVITY を中心とするインバウンド関連売上の拡大を合わせて確認する必要がある。

3-7. 2026 年 12 月期予想の見方 — 利益成長計画と中計取り下げ後のポイント

2026 年 12 月期の会社予想は、営業収益 5,000 百万円(前年比+9.1%)、営業利益 380 百万円(同+261.5%)、経常利益 366 百万円(同+266.7%)、親会社株主に帰属する当期純利益 340 百万円(同+141.3%)である。2025 年 12 月期に 5 期ぶりの営業黒字化を達成した後、2026 年は利益水準を大きく引き上げる計画となっている。

同予想を見るうえでは、売上成長率だけでなく、OTA 事業の利益率維持、LINKTIVITY の赤字幅縮小、マレーシア法人閉鎖後の開発・運営体制再編が、どの程度利益改善に寄与するかが重要となる。ただし、2026 年 12 月期のセグメント別数値予想は公表されておらず、OTA 事業の営業利益率が 2025 年の 23.2%近傍を維持できるか、LINKTIVITY の赤字幅がどの程度縮小するかは、投資家にとっての注目すべき点となる。

また、2025 年 2 月に公表された中期経営計画は、2026 年 2 月に取り下げられた。今後は、固定的な 3 カ年計画ではなく、毎期の市場環境を反映させるローリングプラン方式へ移行する方針である。これは柔軟な経営判断を可能にする一方、中期的な成長目線や KPI の見通しが見えにくくなる可能性もある。旧中計で掲げられていた 2027 年の営業収益 84 億円、営業利益 14 億円、営業利益率 17%、ROE20%、グローバル売上比率 30%は、会社コミットメントではなく、当時示された中期的な方向性を示す参考値として扱うべきである。

3-8. 事業構造の変遷 — コロナ禍後の回復から収益性重視への転換

ベルトラの事業構造は、2018 年上場以降、3 つの局面を経て現在に至っている。第一に、2020 年のコロナショックにより、2019 年 12 月期に 4,351 百万円だった営業収益は 2020 年 12 月期に 891 百万円まで減少し、その後も営業赤字が継続した。第二に、2023~2024 年には旅行需要の回復と広告投資により営業収益は 4,305 百万円まで回復したものの、広告費・人件費を含む費用負担が重く、営業赤字からは脱却できなかった。第三に、2025 年 12 月期には広告投資の抑制、人員適正化、外注費・業務委託費の見直しにより、OTA 事業の営業利益率が 23.2%へ改善し、連結でも 5 期ぶりに営業黒字化した。

開示面では、2023 年以降に LINKTIVITY の取扱高、販売元数、販売先数の開示が進み、2025 年 12 月期からは報告セグメントが「OTA 事業」「観光 IT 事業 (LINKTIVITY)」「その他」に整理された。一方で、OTA 事業全体の GMV、セグメント別テイクレート、地域別・顧客属性別売上、売上総利益・販管費の区分などは、引き続き投資家対話上の注目すべき点となる。

結論: 2026 年は OTA 利益率維持と LINKTIVITY 収益化を検証する局面

ベルトラの事業構造は、2025 年を境に、売上回復を優先する局面から、収益性を重視する局面へ移行した。OTA 事業は営業利益率 23.2%、営業利益 852 百万円を計上する利益創出基盤となり、連結でも 5 期ぶりの営業黒字化を達成した。一方、LINKTIVITY は、営業損失 262 百万円を計上しつつも、営業収益は前年比+24.0%で成長し、販売元 479 社・販売先 692 社までネットワークを拡大した。

この構造を踏まえると、2026 年 12 月期の焦点は、OTA 事業で改善した収益性を維持しながら、LINKTIVITY の成長投資をどの程度吸収できるかにある。会社予想では営業収益 5,000 百万円、営業利益 380 百万円が掲げられており、営業利益は 2025 年実績の 105 百万円から大きく増加する計画である。ただし、セグメント別の数値予想は開示されていないため、OTA 事業の利益率維持と、LINKTIVITY の赤字幅縮小がそれぞれどの程度寄与するかを四半期ごとに確認する必要がある。

投資家が注視すべき論点は 3 つに整理できる。第一に、OTA 事業の利益率改善が持続するかである。2025 年の黒字転換は広告費抑制や人員適正化による費用管理の寄与が大きく、今後は手数料単価、予約件数、広告費率、アウトバウンド需要の回復ペースを合わせて確認する必要がある。

第二に、LINKTIVITY のネットワーク拡大が収益化に接続するかである。販売元・販売先の拡大は、同事業が訪日観光向け B2B チケット流通基盤として厚みを増していることを示す。一方で、現時点では先行投資により赤字が継続しており、取扱高の拡大が、テイクレート改善、固定費吸収、赤字幅縮小を通じて、どの程度収益性向上につながるかが焦点となる。

第三に、中計取り下げ後のローリング経営が、投資家に対する説明責任と単年度業績コミットメントを両立できるかである。固定的な 3 力年計画を取り下げたことは、変化の大きい旅行市場に対応する柔軟性を高める一方、中期的な成長目線や KPI が見えにくくなる可能性もある。今後は、2026 年 12 月期予想の進捗、LINKTIVITY の収益化状況、資金流出事案後の内部統制強化、ならびに新たな成長方針の提示が、投資家対話上の主要論点となる。

投資家対話における主な論点

2026 年は、OTA 事業の利益率維持、LINKTIVITY の赤字幅縮小、資金流出事案後の内部統制強化を四半期ごとに確認する局面である。

論点	確認すべき KPI	見方
----	-----------	----

OTA 事業の利益率維持	営業利益率、広告費率、予約件数、手数料単価	2025 年の利益率改善が一過性か、持続可能かを確認
LINKTIVITY の収益化	取扱高、販売元数、販売先数、テイクレート、営業損益	ネットワーク拡大が赤字幅縮小に接続するかを確認
2026 年会社予想	営業収益 50 億円、営業利益 3.8 億円、四半期進捗	Q3 偏重を踏まえて進捗を見る
費用構造	広告費、人件費、外注費、システム投資	費用抑制と成長投資のバランスを確認
内部統制	資金流出事案の損失確定、回収可能性、再発防止策	LINKTIVITY 拡大に見合う管理体制があるかを確認
中計取り下げ後の説明	新たな KPI、ローリング計画、成長方針	中期的な成長目線が再提示されるかを確認

主要 KPI 推移サマリー

第 3 章で扱った各論を、主要 KPI の時系列で集約する。投資家としては、以下の指標を四半期ごとに継続的に追跡することで、ベルトラの構造変化と成長の「再現性」を点検できる。

指標	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
連結営業収益(百万円)	493	1,164	3,123	4,305	4,582
OTA 事業 営業利益率(%)	赤字	赤字	2.0	11.2	23.2
OTA 事業 営業収益(百万円)	—	—	2,521	3,593	3,672
LINKTIVITY 営業収益(百万円)	—	78	462	688	890
LINKTIVITY 営業損益(百万円)	—	—	—	△132	△262
LINKTIVITY 取扱高(億円)	—	—	89	143	—
LINKTIVITY 販売元数	—	—	167	245	479
LINKTIVITY 販売先数	—	—	134	221	692
連結営業利益(百万円)	△1,098	△795	△67	△176	105

注：各期決算短信、有価証券報告書より集計。FY2025 の LINKTIVITY 取扱高は推計。OTA セグメント数値はセグメント開示開始(FY2023～)以降のみ。

■ 第 4 章 中長期成長戦略－LINKTIVITY 収益化を軸とする成長オプション

第 3 章で見た通り、ベルトラは 2025 年 12 月期に 5 期ぶりの営業黒字化を達成し、OTA 事業は利益創出基盤としての位置付けを強めた。一方で、同社の中長期的な成長余地は、OTA 事業単体の再拡大よりも、LINKTIVITY の収益化、新規領域への選択的投資、AI 時代の外部プラットフォーム連携にある。

本章では、同社の成長戦略を、①LINKTIVITY の収益化、②交通・観光施設チケット流通基盤の拡張、③クルーズ FIT・富裕層旅行・美容医療等の新領域投資、④AI 時代の外部連携・商品データ戦略、の 4 つの観点から整理する。

重要なのは、これらを同列の成長施策として扱うのではなく、収益化確度と投資リードタイムに応じて優先順位を付けて見ることである。現時点では、LINKTIVITY の取扱高拡大と赤字幅縮小が中期成長ストーリーの中核であり、新領域投資はその周辺に位置する成長オプションとして評価するのが適切である。

4-1. 中計取り下げとローリング型経営への移行 – 固定 3 カ年計画から、実行確度重視の経営へ

ベルトラは 2026 年 2 月、2025 年 2 月に公表した中期経営計画を取り下げ、固定的な 3 カ年計画から、毎期の市場環境を反映させるローリングプラン方式へ移行した。会社側は、海外旅行市場の回復ペースが当初想定より緩やかであること、円安の長期化、アウトバウンド需要の回復遅延などを理由として挙げている。

この変更は、単に成長目標を引き下げたというより、経営管理の前提を見直したものと捉えるべきである。旧中計では、2027 年 12 月期に営業収益 84 億円、営業利益 14 億円、営業利益率 17%、ROE20%、グローバル売上比率 30%という高い目標が掲げられていた。一方で、2025 年 12 月期は海外旅行事業を中心に計画未達となり、同年 11 月には通期業績予想が下方修正された。こうした状況を踏まえれば、固定的な 3 カ年目標を維持するよりも、単年度ごとの実行確度と利益成長を重視する方針へ切り替えたことには一定の合理性がある。

会社側は、ローリングプラン方式への移行を「実効性」と「柔軟性」を重視した経営へのシフトと説明している。二木 CEO も、海外旅行市場の回復遅延を踏まえ、固定的な 3 カ年計画を維持するのではなく、毎期の市場環境を反映させる経営管理へ移行する方針を示している。外部アナリストも、この動きを、成長速度を追う局面から収益の質を高める局面への移行として整理している。

一方で、投資家の視点では、中計取り下げにより中期的な成長目線が見えにくくなった点には留意が必要である。旧中計の定量目標は、会社コミットメントとしては取り下げられたが、LINKTIVITY の拡大、グローバル売上比率の向上、新規領域投資といった方向性自体は、現行戦略の中にも残っていると整理できる。したがって、今後は単年度予想の達成度に加え、ローリング方式の中でどのような KPI と中期的な成長方針が再提示されるかが重要な注目すべき点となる。

なお、同時期には子会社 LINKTIVITY における資金流出事案も発生しており、ローリング型経営への移行は、成長戦略の見直しだけでなく、内部統制・ガバナンス強化とも並行して進むことになる。詳細なガ

バナンス論点は第 5 章で扱う。

4-2. OTA 事業の収益力改善とクルーズ FIT — 利益創出基盤化と高単価領域への展開

OTA 事業は、2025 年 12 月期における収益性改善の中心となった。営業利益率は 2024 年 12 月期の 11.2%から 2025 年 12 月期には 23.2%へ改善し、営業費用も前年比で 11.6%削減された。TVCM 等の認知拡大投資を抑制し、人員適正化や外注費・業務委託費の見直しを進めたことで、同事業はグループ全体の利益創出基盤としての位置付けを強めている。

一方で、海外旅行事業や HawaiiActivities は計画を下回っており、円安、物価高、航空券価格の上昇、ハワイ・北米方面の回復遅延、アジア圏での競争激化など、アウトバウンド需要を取り巻く逆風は残る。そのため、今後の OTA 事業では、売上規模の回復だけでなく、広告費効率、リピート率、高付加価値商品の販売比率を管理しながら、利益率を維持できるかが焦点となる。

この中で、クルーズ FIT は高単価領域への展開として注目される。ベルトラは 2025 年 3 月に「VELTRA クルーズ」を開始し、MSC クルーズジャパン、カーニバル・ジャパン等との提携を通じて、リアルタイム予約可能な航路を拡大している。多言語・多通貨対応に加え、旅行会社向け専用予約サイトの提供も始めており、既存 OTA 上の商品拡充だけでなく、B2B 販売基盤としての展開余地もある。

会社側は 2028 年までに約 2 万人、50 億円規模のクルーズ FIT 市場創出を目標として掲げている。ただし、この数値は現時点ではビジョン的な位置付けが強く、投資家としては、予約件数、客単価、提携船会社数、B2B 販売先数、実際の取扱高を確認する必要がある。OTA 事業の中長期的な評価は、既存海外旅行領域の需要回復に加え、クルーズ FIT のような高単価・高付加価値領域をどこまで収益化できるかに左右される。

4-3. LINKTIVITY の成長戦略 — 収益確保フェーズへの移行と、交通・観光 DX 基盤の拡張

LINKTIVITY は、ベルトラの中長期成長戦略における中核ドライバーである。2025 年 12 月期の LINKTIVITY は営業収益 8.9 億円、前年比+24.0%と高成長を維持した一方、先行投資負担により営業損失 2.62 億円を計上した。したがって、同事業の評価軸は、単なる売上成長から、取扱高拡大をどの程度収益化に接続できるかへ移りつつある。

同社は新方針のもと、LINKTIVITY を「収益確保フェーズ」へ移行させる方針を示している。これは、これまで進めてきた販売元・販売先ネットワーク拡大、QR 認証・E チケット等のシステム開発、東京メトロや Tencent Japan 等との提携を、売上成長だけでなく、赤字幅縮小や将来の黒字化に接続させる段階に入ったことを意味する。

具体的な成長ドライバーとしては、第一に東京メトロとの資本業務提携がある。Tokyo City Pass の発

売・対象施設拡充、Tokyo Subway Ticketとの組み合わせ、QRコード乗車・タッチ決済対応などにより、訪日客向けの都市内移動と観光施設チケットを一体で流通させる基盤が整いつつある。これは、LINKTIVITY が単なる電子チケット販売システムではなく、交通・観光施設・海外 OTA を接続する B2B 流通基盤として機能し得ることを示している。

第二に、中国インバウンド向けの WeChat 連携である。JR 東海・JR 西日本・JR 九州と連携した新幹線 QR コードチケット販売や、Tencent Japan との協業は、中国人訪日客に対する販売接点を拡大する取り組みである。一方で、足元では中国人訪日客数の変動リスクも大きく、短期的には国別需要のボラティリティに左右されやすい点には留意が必要である。

第三に、ホテル・交通・観光施設を横断する接点の拡大である。Triplabo Kiosk、GO タクシー連携、QR 改札認証システム、各鉄道会社・観光施設との連携は、訪日客の旅行中接点を押さえる取り組みとして位置付けられる。これらは単体では小さな施策に見えるが、利用者接点とチケット流通量が積み上げられ、LINKTIVITY の取扱高拡大と固定費吸収に寄与する可能性がある。

投資家が確認すべきポイントは、導入実績の件数そのものではなく、取扱高、テイクレート、販売元・販売先数、既存提携先の取扱深度、LINKTIVITY の営業損益である。LINKTIVITY は成長ストーリーの中心にある一方、2025 年時点では赤字が継続しており、2026 年以降は「ネットワーク拡大」から「収益化」への移行が実績として確認されるかが焦点となる。

【参考】LINKTIVITY 黒字化に向けた簡易シミュレーション

LINKTIVITY の黒字化に必要な水準を、現状の費用構造から逆算してみる。2025 年 12 月期は、営業収益 8.9 億円、営業損失 2.62 億円であり、営業費用は約 11.5 億円(前年比+34%)と推計される。仮に営業費用が現状水準(11.5 億円)で頭打ちになると仮定すれば、黒字化には営業収益が 11.5 億円以上へ拡大する必要がある。

ここで注意すべきは、テイクレートの解釈である。FY2024 の LINKTIVITY 営業収益(約 6.9 億円)を取扱高(約 143 億円)で割ると、表面上のテイクレートは約 4.8%となる。ただし、この営業収益には、チケット流通プラットフォームの手数料に加え、マーケティング受託やシステム開発受託の収益が含まれていると見られる。交通パスや観光施設チケットは、定価が定まり値引き原資の薄い商材であるため、チケット流通単体のテイクレートは、Klook・KKday 等の体験アクティビティ(手数料率 10~25%程度)と比べて構造的に低くなりやすい。仮に受託収益が LINKTIVITY 営業収益の 4~5 割を占めると置くと、チケット流通単体の実質テイクレートは概算で 2.4~2.9%程度と推定される。取扱高から必要収益を逆算する際は、この実質テイクレートを用いるのが保守的かつ実態に近い。

仮に保守的に実質テイクレートを 2.5%と置くと、黒字化に必要な営業収益を満たすには、取扱高で約 350 億円相当が一つの目安となる(チケット流通以外の受託収益が一定程度上乗せされることを織り込んだ水準)。これに対し、取扱高の実績・予測は、FY2024 が約 143 億円、FY2025 は第 3 四半期までで約 190 億円、通期では約 260 億円が見込まれる。足元の年率成長(+20~30%)が続けば、取扱高 350 億円水準への到達は数年内の射程に入り、来期(2026 年 12 月期)以降、黒字化が視野に入ってくる展

開も想定される。

ただし、これは固定費が現状で頭打ちになることを前提とした単純化したシミュレーションであり、実際には販売元・販売先の追加開拓、システム開発、提携先深耕に伴う投資が継続する可能性がある。また、チケット流通と受託収益の構成比は開示されておらず、実質テイクレートや受託収益の水準には不確実性が残る。したがって、LINKTIVITY の黒字化は、(1)取扱高の年率 20~30%成長、(2)実質テイクレートの維持または改善、(3)固定費の伸び抑制、の 3 条件が組み合わさることが前提となり、その実現度合いに応じて、2026~2028 年頃にかけて段階的に視野に入ってくると整理できる。

注: 上記は公開情報に基づく簡易試算であり、会社予想・コミットメントを示すものではない。実際の収益化時期は、提携進捗、テイクレート水準、固定費吸収ペースの組み合わせによって変動する。

4-4. 新領域投資の位置付け — クルーズ FIT、REI、Trambellir は成長オプションとして評価

ベルトラの新領域投資は、既存 OTA 事業や LINKTIVITY と比べると、現時点での業績寄与は限定的である。一方で、クルーズ FIT、富裕層向け旅行、ウェルネス・美容医療は、いずれも高単価・高付加価値領域であり、同社が従来の現地体験予約から提供範囲を広げるための成長オプションと位置付けられる。

富裕層向け旅行では、REI が試験サービスとして開始されている。コンセプトは、既製品型の旅行商品ではなく、コンシェルジュによる対話と AI によるパーソナライズを組み合わせたオーダーメイド型体験である。富裕層旅行市場は単価が高く、利益率改善にも寄与し得るが、当面は会員数、成約率、顧客単価、リピート率といった KPI の開示が乏しく、事業規模を評価するには追加的な進捗確認が必要である。

ウェルネス・美容医療領域では、Trambellir Sdn Bhd との独占契約が注目される。これは、ベルトラが美容医療ブランドを自社で立ち上げたというより、Trambellir が持つ世界各国のクリニック・ウェルネス機関の在庫を、ベルトラの OTA プラットフォーム上で販売する独占供給契約と整理するのが正確である。ベルトラは予約・決済・集客を担い、Trambellir はクリニック選定、医療相談、施術後フォローを担う構図であり、キャピタルライトなパートナー連携型の新規事業といえる。

この領域の戦略的意義は、「旅先での体験」を観光・アクティビティから、心身の自己投資・ウェルネス領域へ拡張する点にある。韓国美容クリニックでの試験販売において一定の反響があったことは前向きな材料だが、現時点では取扱高、登録クリニック数、予約件数、手数料率などの定量 KPI は開示されていない。そのため、投資家としては、現段階では業績貢献を織り込むというより、将来の高単価領域へのオプションとして評価するのが適切である。

取り下げ前の中期経営計画では、新規事業全体で 2027 年営業収益 4 億円が掲げられていたが、同中計は取り下げ済みであり、現時点では会社コミットメントではない。したがって、新領域投資を見るうえでは、売上目標そのものよりも、各施策が既存 OTA の顧客基盤、LINKTIVITY の販売ネットワーク、外部

パートナーとの連携を活かした低リスクな拡張になっているかを確認する必要がある。

4-5. 資本業務提携先との協業進捗 — 東京メトロ・NTT 西日本は顕在化、JTB・オープンドアは可視化が焦点

ベルトラは、オープンドア、NTT 西日本、JTB、東京メトロとの資本業務提携を通じて、OTA 事業と LINKTIVITY の双方で外部パートナーとの連携を進めてきた。現時点では、提携ごとに業績貢献の見え方には濃淡がある。

最も進捗が可視化されているのは、LINKTIVITY を通じた東京メトロとの連携である。Tokyo City Pass、Tokyo Subway Ticket、QR 乗車・タッチ決済対応など、具体的な商品・サービス展開が進んでおり、交通と観光施設チケットを組み合わせた訪日客向け流通基盤としての実装が進んでいる。NTT 西日本との連携も、観光 DX や地域観光領域での展開余地を持つが、個別 KPI の開示は限定的である。

一方、JTB との提携は、共同開発アクティビティや販売連携の可能性を持つものの、現時点では定量的な業績貢献は十分に可視化されていない。オープンドアについては、「トラベルコ」との送客連携や同社による株式保有拡大が確認されるが、こちらも提携による増分売上や送客件数などの KPI は開示されていない。

したがって、資本業務提携の評価においては、提携発表の有無ではなく、実際に取扱高、送客数、販売商品数、共同開発商品の売上、LINKTIVITY の販売チャネル拡大にどの程度接続しているかを見る必要がある。現時点では、東京メトロとの連携が最も実装フェーズに近く、JTB・オープンドアについては、今後の KPI 開示と業績貢献の可視化が投資家対話上の注目すべき点となる。

提携先	主な連携領域	進捗の見え方	今後の注目すべき点
東京メトロ	LINKTIVITY、都市交通、Tokyo City Pass	高	取扱高、利用者数、対象施設拡大
NTT 西日本	観光 DX、地域観光	中	個別案件の KPI、地域展開
JTB	共同商品開発、販売連携	低～中	共同開発商品の売上、送客数
オープンドア	トラベルコ送客、資本関係	中	送客件数、予約転換率、保有方針

4-6. 2026 年 12 月期予想と成長戦略の整合性 — 利益成長計画を支える 3 つの前提

2026 年 12 月期の会社予想は、営業収益 50 億円、営業利益 3.8 億円、経常利益 3.66 億円、親会社株主に帰属する当期純利益 3.4 億円である。2025 年 12 月期に 5 期ぶりの営業黒字化を達成した後、2026 年は営業利益を大きく引き上げる計画となっている。

この利益成長計画は、大きく3つの前提に支えられている。

第一に、OTA 事業の構造改革効果が通期で継続することである。2025 年は広告費抑制、人員適正化、外注費・業務委託費の見直しにより利益率が改善したが、2026 年も広告費効率と高付加価値商品比率を維持しながら、予約件数を積み上げられるかが焦点となる。

第二に、LINKTIVITY が収益確保フェーズへ移行し、赤字幅を縮小できることである。同事業は売上成長とネットワーク拡大を続けているが、2025 年時点では営業赤字が継続している。2026 年予想の達成には、取扱高拡大をテイクレート改善、固定費吸収、提携先深耕へ接続し、成長投資を損益面で吸収していくことが必要となる。

第三に、マレーシア法人の機能を国内へ統合し、開発・運営体制を再編することによる固定費効率化である。これは短期的には一時費用を伴う可能性がある一方、中期的には開発拠点の集約、意思決定スピードの向上、運営効率改善につながる施策と位置付けられる。

もっとも、2026 年予想についてはセグメント別の数値前提が開示されていない。そのため、投資家としては、OTA 事業の利益率維持、LINKTIVITY の赤字幅縮小、開発・運営体制再編の効果が、それぞれの程度営業利益 3.8 億円の達成に寄与するのかを四半期ごとに確認する必要がある。

結論：成長速度よりも、収益化確度と実行力が評価軸となる

ベルトラの中長期成長戦略は、旧中計で掲げた高成長目標を一度取り下げたことで、成長速度そのものを訴求する段階から、収益化確度と実行力を確認する段階へ移行した。これは成長戦略の撤回ではなく、OTA 事業の利益創出力を土台に、LINKTIVITY の収益化、新領域投資、資本業務提携をより投資規律を持って進める方針転換と捉えられる。

成長ドライバーの中心は、引き続き LINKTIVITY である。東京メトロ連携、WeChat 新幹線 QR、交通・観光施設チケット流通、ホテル・タクシー連携などを通じて、訪日観光向け B2B 流通基盤としての厚みは増している。一方で、2025 年時点では営業赤字が継続しており、2026 年以降はネットワーク拡大を収益化に接続できるかが最大の焦点となる。

新領域では、クルーズ FIT、REI、Trambellir を通じたウェルネス・美容医療領域が、将来の高単価・高付加価値オプションとして位置付けられる。ただし、現時点では定量 KPI の開示が限定的であり、業績貢献を本格的に評価するには、予約件数、取扱高、顧客単価、提携先数、手数料率などの開示が必要となる。

投資家視点での注目すべき点は3つである。第一に、旧中計の取り下げ後、ローリング方式のもとで単年度予想を着実に達成できるか。第二に、LINKTIVITY が「収益確保フェーズ」へ移行し、赤字幅縮小と成長継続を両立できるか。第三に、JTB・オーブンドアを含む資本業務提携や新領域投資について、実際の KPI と業績貢献がどこまで可視化されるかである。

したがって、第4章での結論は、ベルトラの評価軸が売上成長率から、営業利益率、投資規律、

LINKTIVITY の収益化、成長オプションの選別へ移ったという点にある。2026 年は、ローリング型経営の初年度として、同社が「柔軟な経営判断」と「投資家に対する説明責任」を両立できるかを確認する局面となる。

■ 第 5 章 経営体制・ガバナンス・資本政策・株主構成

創業者・荒木篤実氏が 2026 年 3 月 24 日付で取締役として経営復帰し、同時にリンクティビティ代表・孔成龍氏も取締役に新任——ベルトラはここ数か月で経営体制を抜本的に再編した。背景には、2026 年 1 月上旬に連結子会社リンクティビティで発生したビジネスメール詐欺(BEC)による約 5,000 万円の資金流出と、これを受けた中期経営計画の取り下げ(2026 年 2 月 13 日)、CxO 体制の導入(同 2 月 18 日)がある。会社は決算プレスリリース(2/13)で「意思決定の迅速化(攻め)とガバナンスの徹底(守り)を両輪に」と公式に表明し、最大株主にして創業者の荒木氏を取締役会に招き入れる構造改革に踏み切った。本章では、(1)創業者復帰を含む新経営体制、(2)子会社不正事案とガバナンス対応、(3)資本提携の進展による株主構成の変容、(4)無配継続下の資本政策——を機関投資家の視座で整理する。

5-1. 創業者復帰と経営体制の再編 — 筆頭株主としての規律と創業期 DNA の再注入

2026 年 3 月、ベルトラの創業者である荒木篤実氏が取締役に復帰した。荒木氏は同社の前身であるアラン株式会社の創業者であり、Paxalan S.à r.l.を通じて同社株式を実質的に保有する筆頭株主でもある。上場後は経営執行から距離を置いていたが、今回の取締役復帰により、最大株主としての視点を取締役会に直接反映しやすい体制となった。

荒木氏の復帰は、単なる人事変更というより、同社が中計取り下げ後のローリング型経営へ移行する中で、創業期からの事業理解と株主目線を経営監督に取り込む動きと捉えられる。特に、OTA 事業の収益性改善、LINKTIVITY の収益化、新領域投資の選別が求められる局面では、創業者の関与が意思決定のスピードや事業判断に影響を与える可能性がある。

一方で、荒木氏は筆頭株主でもあるため、取締役会における役割、執行への関与度合い、少数株主との利益整合性は、今後の投資家対話における注目すべき点となる。創業者復帰をポジティブに評価するには、同氏の知見が事業成長とガバナンス強化の双方にどう活かされるかを、今後の開示・説明を通じて確認する必要がある。

5-2. CxO 体制と経営陣のスキルセット — テクノロジー、変革、LINKTIVITY を補完する体制へ

経営執行面では、CEO 二木渉氏を中心に、CFO、CSO、COO/CTrO、CTO、LINKTIVITY 代表を含む CxO 体制が整備されつつある。二木氏は 2015 年から代表取締役社長兼 CEO を務めており、海外事業、OTA 運営、上場後の経営を継続的に担ってきた人物である。

財務・管理面では CFO 皆嶋純平氏、戦略面では CSO 小林鉄平氏がそれぞれ経営を支える。一方、

2025 年には COO 兼 CTrO としてバート真弓氏、CTO として林佑樹氏が就任しており、業務変革、テクノロジー、AI 活用、プロダクト開発の機能強化が進められている。

また、LINKTIVITY 代表の孔成龍氏が取締役に加わることで、LINKTIVITY の成長戦略を取締役会レベルで議論しやすい体制となった。LINKTIVITY はベルトラの中期成長ドライバーである一方、先行投資負担や子会社管理体制の課題も抱えるため、事業成長と内部統制の双方をどのように両立するかが重要となる。

したがって、今後の経営体制を見るうえでは、創業者復帰そのものだけでなく、CEO、創業者、LINKTIVITY 代表、外部 CxO がどのように役割分担し、OTA 事業の利益率維持と LINKTIVITY 収益化を実行するかが注目すべき点となる。

5-3. 取締役会構成とガバナンス上の注目すべき点 — 独立性は確保される一方、多様性・任意委員会・子会社管理が焦点

ベルトラは監査等委員会設置会社であり、取締役会には複数の独立社外取締役が含まれている。社外取締役比率は過半を占める水準にあり、形式面では一定の独立性が確保されている。監査等委員会も独立社外取締役で構成され、財務、法務、会計、ガバナンスの各領域を補完する体制となっている。

また、社外取締役には Viator 創業者のロッド・カスバート(Rod Cuthbert)氏が含まれており、体験旅行市場に関する国際的な知見を取締役会に取り込める点は特徴的である。これは、ベルトラがグローバル体験 OTA との競争環境を理解し、LINKTIVITY や新領域投資を検討するうえで有用な人的資本といえる。

一方で、機関投資家の視点では、いくつかの注目すべき点が残る。第一に、女性取締役が不在である点は、多様性開示への関心が高まる中で改善余地がある。第二に、任意の指名・報酬諮問委員会の設置状況や運用状況については、開示上の確認が必要である。第三に、創業者であり筆頭株主でもある荒木氏、ならびに子会社 LINKTIVITY 代表の孔氏が取締役に加わることで、事業推進力は高まる一方、利益相反管理や子会社監督の実効性については、丁寧な説明が求められる。

したがって、同社のガバナンス評価では、社外取締役比率だけでなく、取締役会が事業成長、内部統制、少数株主保護をどの程度バランスよく監督できるかを見る必要がある。

5-4. LINKTIVITY 資金流出事案と内部統制対応

2026 年 2 月、子会社 LINKTIVITY において約 5,000 万円の資金流出事案が開示された。同社は、悪意ある第三者によるなりすまし・送金指示に起因する事案として説明しており、警察への相談、関係金融機関への対応、保険適用の確認を進めている。

本件を受け、会社は代表取締役社長兼 CEO、CFO、LINKTIVITY 代表による役員報酬の一部自主返納を公表した。また、送金指示に対する確認手続、銀行届出印の管理、承認フロー、二段階認証、従業

員教育などの再発防止策を示している。

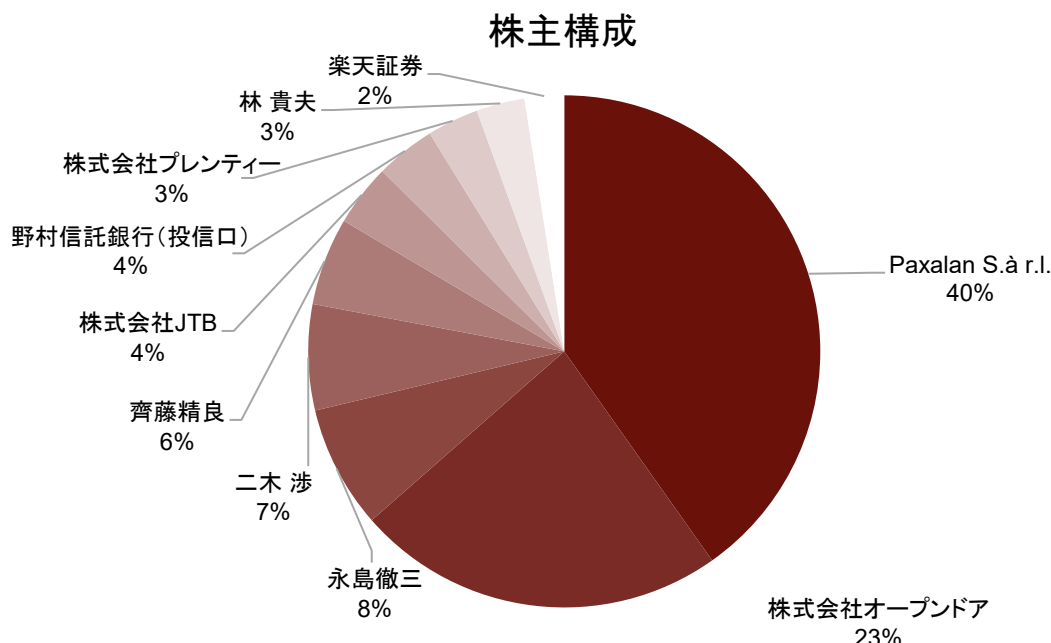
本件は、LINKTIVITY の成長性そのものを否定するものではない。一方で、同事業がベルトラの中期成長ドライバーである以上、子会社管理、送金権限、印章管理、承認プロセス、親会社によるモニタリングの実効性は、今後の重要な注目すべき点となる。

特に、LINKTIVITY は東京メトロ、Tencent Japan、鉄道会社、観光施設、海外 OTA 等との連携を拡大しているため、事業成長に見合った管理体制の整備が不可欠である。投資家としては、最終損失額、回収可能性、保険適用の有無に加え、再発防止策が実際にどの程度運用へ落とし込まれるかを確認する必要がある。

5-5. 大株主構成と資本提携の変化

順位	株主名	持株比率	区分・備考
1	Paxalan S.à r.l.	25.16%	創業者・荒木篤実氏が実質支配する資産管理会社
2	株式会社オープンドア	14.61%	トラベルコ運営、政策投資家
3	永島徹三	4.85%	元代表取締役・創業期メンバー
4	二木 渉	4.18%	代表取締役社長兼 CEO
5	齊藤精良	3.47%	元経営陣
6	株式会社 JTB	2.45%	2024 年 1 月資本業務提携
7	野村信託銀行(投信口)	2.36%	機関投資家
8	株式会社プレンティー	2.04%	事業会社
9	林 貴夫	1.91%	個人
10	楽天証券	1.56%	個人株主集計

注: 定時株主総会資料より Nautilus Capital 作成



ベルトラの株主構成では、創業者である荒木篤実氏が実質支配する Paxalan S.à r.l. が筆頭株主であり、創業者系株主の存在感が大きい。また、代表取締役社長の二木氏も一定の株式を保有しており、創業者・現経営陣・元経営陣を含むオーナー系株主の影響力は引き続き大きい。

加えて、オープンドア、JTB、東京メトロ、NTT 西日本といった事業会社・資本提携先が株主または子会社株主として関与している点も特徴である。特に、東京メトロは LINKTIVITY への出資を通じて、Tokyo City Pass や Tokyo Subway Ticket などの具体的な協業を進めており、資本提携が事業展開に接続している事例といえる。

一方で、提携先ごとに業績貢献の可視性には濃淡がある。東京メトロとの連携は具体的なサービス展開が進んでいるが、JTB やオープンドアとの提携については、送客数、共同開発商品の売上、予約転換率などの定量 KPI は十分に開示されていない。資本提携を投資家が評価するには、提携発表そのものではなく、取扱高、送客数、共同商品の売上、LINKTIVITY の販売網拡大への寄与を見る必要がある。

また、創業者系株主と政策保有株主の存在感が大きいことは、長期的な経営安定性につながる一方、流動性、少数株主との利益整合性、資本政策の柔軟性にも影響し得る。したがって、今後は大株主構成の安定性と、資本提携が実際の事業成長にどの程度寄与するかを合わせて確認する必要がある。

5-6. 無配継続と資本政策

ベルトラは、創業以来無配を継続しており、2025 年 12 月期および 2026 年 12 月期予想においても配当は 0 円とされている。会社側は、内部留保の充実と成長投資を優先する方針を示しており、現時点で配当開始時期や具体的な株主還元指標は公表されていない。

同社は 2025 年 12 月期に 5 期ぶりの営業黒字化を達成し、2026 年 12 月期には営業利益 3.8 億円を予想している。これにより、今後は単に黒字化を達成する段階から、利益成長をどのように再投資と株主還元へ配分するかが問われる局面に入る。

もっとも、LINKTIVITY の収益化、新領域投資、システム開発、内部統制強化など、引き続き資金需要は存在する。そのため、短期的に配当開始を前提に見るよりも、同社が黒字化後の資本配分方針として、成長投資、内部留保、株主還元の優先順位をどのように説明するかが重要となる。

また、譲渡制限付株式報酬や業績連動報酬の整備は、経営陣と株主の利害を一致させるうえで前向きな要素である。今後は、ROE、営業利益率、フリーキャッシュフロー、配当性向、自己株式取得の可能性など、株主還元に関する定量的な方針が示されるかが注目すべき点となる。

結論：経営体制再構築の実効性が、2026 年以降の信認回復を左右

ベルトラは、2026 年に入り、創業者復帰、LINKTIVITY 代表の取締役就任、CxO 体制の導入、ローリング型経営への移行を通じて、経営体制を再構築している。これは、5 期ぶり営業黒字化後の利益成長を継続し、LINKTIVITY の収益化と新領域投資を実行するための体制整備と位置付けられる。

一方で、子会社資金流出事案は、成長投資領域である LINKTIVITY の管理体制に対する注目すべき点を浮き彫りにした。社外取締役比率や監査等委員会の構成など、形式面で一定の独立性は確保されているものの、子会社管理、内部統制、女性取締役不在、任意委員会の開示状況、創業者・政策保有株主との利益整合性については、引き続き投資家対話上の論点となる。

資本政策についても、黒字化後の新たな段階に入った。これまで同社は内部留保と成長投資を優先し、無配を継続してきたが、2026 年以降は利益成長、LINKTIVITY 収益化、内部統制強化、株主還元のバランスをどのように説明するかが重要となる。

したがって、本章の結論は、経営体制の刷新そのものを評価するのではなく、それが実際に業績成長、LINKTIVITY の収益化、内部統制強化、資本政策の明確化につながるかを確認する必要がある、という点にある。

■ 第 6 章 リスクとモニタリング項目

ベルトラのリスクは、外部環境、競争環境、戦略実行、内部統制、資本政策にまたがる。ただし、本章ではリスクを網羅的に列挙するのではなく、2026 年以降の業績と企業価値評価に影響しやすい主要論点に絞って整理する。

主力の OTA 事業では、円安、航空券価格、アウトバウンド需要の回復遅延が収益の制約要因となる。一方、LINKTIVITY は訪日需要の拡大を取り込む成長ドライバーであるが、国別インバウンド構成、提携先ネットワーク、システム投資回収の影響を受ける。

したがって、同社を見るうえでは、リスクの有無そのものではなく、これらの不確実性を管理しながら、OTA 事業の利益率維持と LINKTIVITY の収益化を進められるかが重要となる。

6-1. 外部環境リスク — 円安・アウトバウンド回復遅延とインバウンド需要変動

OTA 事業は、日本人アウトバウンド需要への依存度が高く、円安、航空券価格上昇、現地物価高、国際情勢の変化によって需要回復が遅れる可能性がある。2025 年 12 月期に海外旅行事業が計画を下回ったことから、主力領域がなお外部環境に左右されやすいことが確認できる。

一方、LINKTIVITY は、訪日インバウンド需要の拡大を取り込む成長ドライバーである。ただし、訪日需要は国別構成や地政学的要因の影響を受けやすい。特に中国・香港からの訪日需要が変動した場合、鉄道・観光施設チケット、WeChat 連携、新幹線 QR コードチケット販売などに短期的な影響が生じる可能性がある。

投資家が確認すべき指標は、日本人出国者数、為替水準、航空券価格、訪日客数、国別インバウンド構成、LINKTIVITY の取扱高・営業収益である。

6-2. 競争環境リスク — グローバル OTA と AI 時代の流入構造変化

体験・アクティビティ予約市場では、Klook、Viator、KKday、GetYourGuide、Trip.com などのグローバルプレイヤーが、商品数、資本力、サプライヤー向け SaaS、外部プラットフォーム連携を通じて競争力を高めている。ベルトラは日本人旅行者向けの編集力、国内サプライヤー接点、LINKTIVITY を通じた B2B 流通基盤に強みを持つ一方、商品数や広告投資で大手と正面競争することは現実的ではない。

加えて、AI 検索・AI エージェント・外部プラットフォーム上で旅行商品の比較・予約が進めば、従来の SEO や自社サイト流入に依存した集客構造が変化する可能性がある。今後は、自社サイト上のコンテンツだけでなく、商品データの構造化、API 連携、独自在庫、レビュー情報、外部プラットフォームとの接続性が重要になる。

したがって、競争環境を見るうえでは、ベルトラが広告投資で大手と競うのではなく、日本市場でのローカル接点、LINKTIVITY のサプライヤー基盤、外部 PF・AI エージェント対応をどこまで進められるかが注目すべき点となる。

6-3. 戦略実行リスク — LINKTIVITY 収益化と新領域投資の進捗

戦略実行上の最大のリスクは、LINKTIVITY のネットワーク拡大を収益化に接続できるかである。同事業は売上成長と販売元・販売先ネットワークの拡大を継続しているが、2025 年 12 月期時点では営業赤字が残っている。取扱高の拡大が、テイクレート改善、固定費吸収、赤字幅縮小に結び付かなければ、成長投資の回収時期が後ろ倒しになる可能性がある。

新領域投資についても、クルーズ FIT、REI、Trambellir／美容医療・ウェルネスはいずれも高単価領域として魅力がある一方、現時点では定量 KPI の開示が限定的である。投資家が業績貢献を評価するには、予約件数、取扱高、顧客単価、提携先数、手数料率などの開示が必要となる。

また、資本業務提携については、東京メトロとの協業は具体化している一方、JTB やオーブンドアとの連

携は、送客件数、共同商品の売上、予約転換率などの KPI が十分に可視化されていない。提携の評価は、発表件数ではなく、実際に取扱高・売上・利益にどの程度つながるかで判断すべきである。

6-4. 内部統制・資本政策・開示 KPI の注目すべき点

ガバナンス・内部統制については、子会社 LINKTIVITY における資金流出事案を受け、送金権限、承認フロー、親会社によるモニタリング、再発防止策の実効性が注目すべき点となる。ただし、本件は第 5 章で詳述した通り、LINKTIVITY の成長性そのものを否定するものではなく、成長投資領域の拡大に見合う管理体制を整備できるかという論点として扱うべきである。

資本政策については、同社が 5 期ぶり営業黒字化を達成した一方で、無配を継続している点が注目すべき点となる。もっとも、LINKTIVITY の収益化、新領域投資、システム開発、内部統制強化などの資金需要も残るため、短期的な株主還元よりも、黒字化後の資本配分方針をどのように説明するかが重要である。

したがって、投資家が確認すべき点は、①資金流出事案の最終損失額・回収可能性・再発防止策、②黒字化後の成長投資と株主還元の優先順位、③LINKTIVITY や新領域投資に関する KPI 開示の充実、の 3 点に絞られる。

結論: リスクを管理しながら利益成長を積み上げられるか

ベルトラのリスクは、外部環境、競争環境、戦略実行、内部統制、資本政策にまたがる。ただし、同社は 2025 年 12 月期に 5 期ぶりの営業黒字化を達成しており、リスク評価は悲観一辺倒ではなく、収益性改善の持続可能性と合わせて見る必要がある。

2026 年以降の焦点は、OTA 事業の利益率維持、LINKTIVITY の赤字幅縮小、新領域投資の KPI 開示、資金流出事案後の内部統制強化である。これらの進捗が確認できれば、同社に対する信認回復につながる可能性がある。

したがって、本章の結論は、リスクの多さではなく、それらを管理しながら利益成長と KPI 開示を積み上げられるかが、ベルトラの評価を左右するという点にある。

■ 第 7 章 投資家向け確認フレーム — 短期・中期・長期のカタリストとモニタリング項目

本章では、これまでの分析を踏まえ、投資家がベルトラを評価するうえで確認すべき論点を整理する。ベルトラの投資ストーリーは、単なる旅行需要回復ではなく、OTA 事業の利益体質化、LINKTIVITY の収益化、新領域投資のオプション価値、ならびにローリング型経営への移行後の実行力に集約される。2025 年 12 月期の 5 期ぶり営業黒字化により、同社は赤字継続企業から利益成長を検証する局面へ移行した。一方で、旧中期経営計画の取り下げ、LINKTIVITY の赤字継続、子会社資金流出事案、外部環境の変動など、投資家が確認すべき論点も残る。

したがって、今後の評価は、2026 年 12 月期会社予想の達成、OTA 事業の利益率維持、LINKTIVITY の赤字幅縮小、新領域 KPI の開示、内部統制強化の進捗を四半期ごとに確認する形になる。

7-1. 投資ストーリーの整理 — OTA 利益基盤 × LINKTIVITY 収益化 × 新領域オプション

ベルトラの投資ストーリーは、3 つの要素に分解できる。

第一に、OTA 事業の利益体質化である。2025 年 12 月期に OTA 事業の営業利益率は 23.2%へ改善し、同事業はグループの利益創出基盤としての位置付けを強めた。今後は、この利益率が一過性ではなく、広告費効率、予約件数、手数料単価、リピート率を通じて維持されるかが焦点となる。

第二に、LINKTIVITY の収益化である。同事業は販売元・販売先ネットワークを拡大し、訪日観光向け B2B チケット流通基盤としての存在感を高めている。一方で、2025 年時点では営業赤字が継続しており、取扱高拡大をテイクレート改善、固定費吸収、赤字幅縮小へ接続できるかが最大の注目すべき点である。

第三に、新領域投資のオプション価値である。クルーズ FIT、REI、Trambellir／美容医療・ウェルネスは、いずれも高単価・高付加価値領域として魅力がある。ただし、現時点では定量 KPI の開示が限定的であり、業績貢献を本格的に評価するには、予約件数、取扱高、顧客単価、提携先数、手数料率などの開示が必要となる。

7-2. 短期カタリスト — 2026 年会社予想の進捗と 3Q 繁忙期が最初の検証ポイント

短期的な最大のカタリストは、2026 年 12 月期会社予想の進捗である。同社は営業収益 50 億円、営業利益 3.8 億円を予想しており、2025 年実績から大幅な利益成長を見込んでいる。

OTA 事業は、現地体験ツアーやアクティビティの予約が、旅行者の長期休暇が集中する 7～9 月の夏休み期間に偏重する構造的な季節性を持つ。このため、人件費・広告費といったコストが通年で平準的

に発生する一方、収益は下期に集中しやすく、上期(H1)は営業赤字となり、繁忙期を含む下期(H2)でこれを取り返して通期収益を確定させる年間プロファイルとなりやすい。実際、ベルトラの通期営業損益も、上期の先行費用を 3Q 以降の収益拡大が吸収できるかどうかで黒字着地の成否が決まる構造にある。

したがって投資家にとっては、1Q・2Q の進捗(=必ずしも黒字を意味しない先行投資局面)を過度に悲観せず、収益が偏重する 3Q の繁忙期において、予約件数、手数料単価、広告費率、LINKTIVITY 取扱高がどのように推移し、上期の赤字をどこまで回収できるかを見極めることが重要となる。また、資金流出事案後の内部統制対応も短期的な注目すべき点である。最終損失額、回収可能性、保険適用、再発防止策の運用状況が明確になれば、ガバナンス面での不確実性は一定程度低下する可能性がある。短期的には、同社が「5 期ぶり黒字化」を一過性の改善にとどめず、2026 年も利益成長を継続できるかが、株式市場からの信認回復に直結する。

7-3. 中期カタリスト — LINKTIVITY 収益化と新領域 KPI の可視化

中期的なカタリストは、LINKTIVITY の収益化である。東京メトロ、Tencent Japan、鉄道会社、観光施設、海外 OTA との連携が拡大する中で、同事業が取扱高を伸ばしつつ、赤字幅を縮小できるかが最も重要な論点となる。

特に、投資家が確認すべきなのは、販売元数・販売先数の増加そのものではなく、既存提携先の取扱深度、テイクレート、固定費吸収、営業損益の改善である。LINKTIVITY が「成長投資段階」から「収益確保フェーズ」へ移行していることを実績で示せれば、同社の中期成長ストーリーの説得力は高まる。

新領域では、クルーズ FIT、REI、Trambellir／美容医療・ウェルネスに関する KPI 開示がカタリストとなる。予約件数、GMV、顧客単価、提携先数などが開示されれば、現時点ではオプションとして扱われている新領域の業績貢献を、より具体的に評価できるようになる。

7-4. 長期カタリスト — AI 時代の差別化と新領域収益化のオプション価値

長期視点では、AI 時代の旅行流通構造の変化と、新領域投資の本格収益化が、ベルトラの企業価値を左右するカタリストとなる。

第一に、AI エージェントや生成 AI 検索の普及により、旅行商品の比較・予約フローは、SEO や自社サイト集客に依存した従来モデルから、外部プラットフォーム・AI 連携モデルへ移行する可能性がある。この環境下で重要となるのは、自社サイトのトラフィックではなく、AI や外部 PF に選ばれやすい商品データの構造化、独自在庫の確保、API 連携基盤、サプライヤーとのリレーションシップである。ベルトラは、日本人旅行者向けの編集力、国内サプライヤー接点、LINKTIVITY の B2B 流通基盤を活かし、新たな流通構造の中で差別化ポジションを築けるかが長期的な評価軸となる。

第二に、新領域投資(クルーズ FIT、REI、Trambellir／美容医療・ウェルネス)の本格収益化である。現

時点ではいずれも先行投資段階にあり、業績寄与は限定的だが、高単価・高付加価値領域として将来のオプション価値を持つ。予約件数、取扱高、顧客単価、提携先数、手数料率といった KPI が開示され、四半期ごとに業績貢献が確認できるようになることが、再評価の前提となる。

第三に、グローバル展開の可能性である。HawaiiActivities を除く海外向け売上は現時点では限定的だが、LINKTIVITY の B2B 流通基盤が海外 OTA や旅行会社との接続を深めることで、訪日商品の海外販売チャネルへの拡張が進む可能性がある。長期的には、Klook、Viator、GetYourGuide といったグローバル大手とは異なるポジショニング——日本市場・訪日観光特化の B2B インフラ事業者——として、独自の評価軸が形成される余地がある。

これらは長期のオプション価値であり、現時点で定量的な業績貢献を見積もることは困難である。投資家としては、AI 連携・外部 PF 対応に関する具体策の開示、新領域 KPI の開示充実、LINKTIVITY のグローバル販売チャネル拡大の進捗を、長期視点で確認していくことになる。

7-5. アップサイド／ダウンサイドシナリオ — 営業利益のレンジ感

2026 年 12 月期会社予想の営業利益 3.8 億円を基準として、OTA 事業の利益率と LINKTIVITY の赤字幅縮小ペースを感度軸に、アップサイドとダウンサイドのレンジ感を以下のように整理できる。

シナリオ	OTA 営業利益率	LINKTIVITY 営業損益	全社共通費	連結営業利益(イメージ)
アップサイド	24～25%	0.3 億円	△4.7 億円	4.5～5.0 億円
ベース	23%	0 億円	△4.7 億円	3.8 億円
ダウンサイド	18～20%	△1.5 億円	△4.7 億円	2.0～2.5 億円

注: 連結営業利益は「OTA 営業利益+LINKTIVITY 営業損益+全社共通費」で算出。OTA 営業利益は OTA 営業収益 (FY2025 実績の 36.7 億円程度と仮置き) に各シナリオの利益率を乗じて試算。全社共通費△4.7 億円は本社管理部門費用△4.5 億円+新規事業損失△0.2 億円で、FY2025 実績(△4.84 億円)と同水準を全シナリオ共通で固定。各数値は感度軸を簡略化した試算であり、会社予想・コミットメントを示すものではない。実際の業績は外部環境、為替、提携進捗、内部統制対応等の影響を受ける。

ベルトラのアップサイドは、OTA 事業の利益率維持と LINKTIVITY の収益化が同時に進む場合に生じる。具体的には、2026 年 12 月期会社予想を達成し、OTA 事業の営業利益率が 2025 年水準を維持しながら、LINKTIVITY の赤字幅が縮小するケースである。加えて、クルーズ FIT や Trambellir などの新領域で KPI が開示され、資本業務提携の業績貢献が可視化されれば、中期成長ストーリーの再評価につながる可能性がある。

一方、ダウンサイドは、アウトバウンド需要の回復遅延、円安継続、LINKTIVITY の赤字継続、資金流出事案後の内部統制対応の遅れが重なる場合である。特に、2026 年 12 月期会社予想に対して進捗が弱い場合、旧中計取り下げ後のローリング型経営に対する信頼性が低下する可能性がある。

したがって、同社の評価は、単に旅行需要が回復するかどうかではなく、外部環境の変動を受けながら

も、利益率改善と成長投資の収益化を両立できるかに左右される。

7-6. バリュエーション・サマリー — 株価指標と過去レンジから見る位置感

ベルトラ(東証グロース:7048)の主要株価指標は、2026 年 4 月時点で以下の通りである。

指標	数値	備考
株価	186 円	2026 年 4 月時点(終値ベース)
時価総額	約 68 億円	発行済株式数 36,599,580 株
PER(予想)	19.9 倍	2026/12 期会社予想ベース
PBR(実績)	2.50 倍	2025/12 期実績ベース
ROE(実績)	5.45%	2025/12 期実績ベース
配当利回り	0.00%	無配継続
自己資本比率	28.3%	2025/12 期実績ベース

過去の株価レンジを見ると、過去 1 年高値は 354 円(2025 年 5 月 15 日)、過去 1 年安値は 153 円(2025 年 12 月 12 日)であり、コロナ前 2019 年 3 月のピーク水準(上場来高値 1,850 円)と比べて大きく低い位置にある。

2026/12 期会社予想ベースの PER19.9 倍は、グロース市場の旅行関連銘柄としては中程度の水準であり、利益成長計画(営業利益+261.5%、当期純利益+141.3%)を踏まえれば必ずしも割高とは言えない。一方で、ROE5.45%は資本効率としては中位にとどまり、無配継続の現状と合わせると、株主還元面での魅力は限定的である。

したがって、株価の再評価には、(1) 2026/12 期会社予想の達成、(2) OTA 事業の利益率維持、(3) LINKTIVITY の収益化進捗、(4) 資本配分方針の明確化、の 4 点が前提となる。これらの進捗が開示されることで、利益成長の再現性に対する市場評価が高まり、PER・PBR 水準の見直しにつながる可能性がある。

7-7. 国内旅行関連企業との財務比較

ベルトラを国内の上場旅行関連企業と財務指標で並べると、規模・収益性・市場評価の三軸で同社の現在地が見えやすくなる。比較対象は、(1)旅行大手のエイチ・アイ・エス(9603)、(2)航空券 OTA のアドベンチャー(6030)、(3)旅行比較サイトのオープンドア(3926)の 3 社。各社の事業特性は異なるが、いずれも日本市場ベースの旅行関連プレイヤーとして、ベルトラの相対位置を測る基準になる。

企業(コード)	時価総額	売上高	PER 予	PBR 実	ROE 実
ベルトラ(7048)	68 億円	45.8 億円	19.9 倍	2.50 倍	5.45%

企業 (コード)	時価総額	売上高	PER 予	PBR 実	ROE 実
HIS (9603)	約 810 億円	3,731 億円	10.6 倍	1.71 倍	8.78%
アドベンチャー (6030)	約 140 億円	200 億円	13.7 倍	2.10 倍	15.1%
オーブンドア (3926)	約 99 億円	24 億円	赤字	2.45 倍	△2.55%

注:2026 年 4 月時点の各社開示情報・株価データに基づき Nautilus Capital 集計。HIS は 2025 年 10 月期実績、アドベンチャーは 2025 年 6 月期実績、オーブンドアは 2025 年 3 月期実績ベース。各社事業特性が異なるため、単純な倍率比較は参考値として扱う。

この比較から見えるのは、ベルトラの PER19.9 倍が同業の中では中位、PBR2.50 倍は相対的に高めという位置づけである。HIS は旅行大手として規模優位を持つ一方、業績回復期で相対的に控えめな PER にとどまる。アドベンチャーは skyticket 基盤で高 ROE15.1%を実現し PBR2.10 倍まで買われている。オーブンドアはトラベルコ運営で赤字継続中、PBR2.45 倍は流通株式比率の問題などを反映する。問われるのは、ベルトラが PBR2.50 倍の正当化のために ROE5.45%をどこまで引き上げられるかである。アドベンチャー水準の ROE15%帯まで改善できれば、現在の PBR はむしろ控えめに映る可能性がある。

7-8. Opportunity — 再評価を促す 3 つの条件

第一に、OTA 事業の利益体質の継続性である。2025/12 期に OTA 事業の営業利益率が 11.2%から 23.2%へ改善した事実は、広告投資の見直しと費用管理が利益体質として定着しつつあることを示唆する。2026/12 期会社予想営業利益 3.8 億円(前期比+261.5%)が達成され、利益率 24%超が四半期ベースで持続できれば、市場は「一過性の費用削減」ではなく「構造的な収益力の確立」として評価軸を切り替える。問われるのは、四半期ごとの広告費率・人件費率・予約件数・手数料単価の推移である。

第二に、LINKTIVITY の収益化フェーズ移行である。2025/12 期の LINKTIVITY は営業収益 8.9 億円(前年比+24.0%)・営業損失 2.62 億円であり、販売元 479 社・販売先 692 社へとネットワークは厚みを増している。同事業の取扱高が 2027~2028 年にかけて 350 億円水準に達すれば、現在の固定費構造のもとで黒字化が視野に入る。これが実績として確認されれば、ベルトラの評価軸は「赤字を続ける成長投資」から「利益貢献フェーズへ移行した B2B インフラ事業」へ大きく転換する。市場が次に確認したいのは、四半期ごとの取扱高・テイクレート・販売元/販売先数の進捗である。

第三に、新領域・資本業務提携の業績可視化である。クルーズ FIT、REI、Trambellir/美容医療、東京メトロ・JTB・オーブンドアとの資本業務提携は、いずれもオプション価値として現状の株価には織り込まれていない。これらの領域から定量 KPI(予約件数、取扱高、顧客単価、提携先数)が開示され、業績への寄与が確認できれば、市場は「日本市場特化の B2B 流通プラットフォーム」というベルトラ独自のポジショニングを再評価する余地が生まれる。とりわけクルーズ FIT は、会社が 2028 年までに約 2 万人・50 億円規模の市場創出を目標として掲げており、進捗開示が再評価のきっかけとなる可能性がある。

7-9. Anti-thesis — 株価が伸び悩む 3 つのリスク

第一に、アウトバウンド需要の回復遅延と為替リスクである。OTA 事業は依然として日本人海外旅行需要への依存度が高く、円安・物価高・航空券価格上昇が長期化すれば、2026/12 期会社予想の達成は困難になる。2025/12 期も海外旅行事業を中心に当初計画(営業利益 500 百万円)から大幅未達となり、最終実績は 105 百万円にとどまった。同様の未達が 2026 年に再現されれば、ローリング型経営への信認自体が揺らぐ。投資家としては、出国日本人数・為替水準・航空券価格・予約件数の四半期推移を継続的にモニタリングする必要がある。

第二に、LINKTIVITY の赤字長期化と内部統制リスクである。販売元・販売先のネットワーク拡大は順調だが、固定費の伸びが取扱高拡大を上回れば、黒字化時期はさらに後ろ倒しになる。加えて 2026 年 2 月に発生した子会社資金流出事案(約 5,000 万円)は、成長投資領域における管理体制の脆弱性を露呈した。子会社管理・送金権限・印章管理・承認プロセスの実効的な強化が確認されない限り、機関投資家は同事業へのリスクプレミアムを高く設定し続ける可能性がある。とりわけ、最終損失額・回収可能性・保険適用の確定開示が遅延すれば、ガバナンス面での不確実性が長期化する。

第三に、グローバル大手・AI 時代の流通変化への対応遅延である。Klook は累計 12 億 USD、GetYourGuide は 11 億 USD の調達額で商品拡充・SaaS 開発・AI 連携を加速している。資本力の差は構造的であり、ベルトラが正面競争を選べばマーケティング消耗戦に陥る。さらに生成 AI 検索・AI エージェントの普及により、検索流入依存型の集客モデル自体が変化する可能性がある。同社が「日本市場特化の B2B 流通基盤」という差別化軸を維持できず、グローバル大手との競争に巻き込まれた場合、利益率の継続的な低下圧力に晒される。AI 連携・外部 PF 対応の具体策が明示されない限り、長期成長ストーリーには疑念が残る。

結論:再評価の鍵は、利益成長の再現性と KPI 開示の充実

ベルトラは、2025 年 12 月期に 5 期ぶりの営業黒字化を達成し、赤字継続企業から利益成長を検証する局面へ移行した。OTA 事業は利益創出基盤としての役割を強め、LINKTIVITY は中期成長ドライバーとしてネットワークを拡大している。一方で、旧中計の取り下げ、LINKTIVITY の赤字継続、資金流出事案、外部環境の変動など、投資家が確認すべき不確実性も残る。

今後の再評価には、2026 年 12 月期会社予想の達成、OTA 事業の利益率維持、LINKTIVITY の赤字幅縮小、新領域 KPI の開示、内部統制強化の進捗が必要となる。特に、ローリング型経営へ移行した後は、固定的な中期計画よりも、四半期ごとの実績と KPI 開示が投資家との信頼関係を左右する。

したがって、ベルトラを見るうえでの最終論点は、成長ストーリーの有無ではなく、利益成長の再現性を実績で示し、その進捗を投資家が検証できる形で開示できるかにある。

■ 第 8 章 Appendix — 財務 3 表サマリーと参考データ

本章は、本レポート本文で参照したベルトラ株式会社の財務指標を、損益計算書(PL)・貸借対照表(BS)・キャッシュフロー(CF)の 3 表サマリーとして時系列で整理したものである。詳細な勘定科目内訳および注記事項については、各期の有価証券報告書および決算短信を参照されたい。

8-1. 損益計算書サマリー(連結、5 期実績+FY2026 会社予想)

項目(百万円)	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E
営業収益	493	1,164	3,123	4,305	4,581	5,000
YoY(%)	—	+136.0	+168.3	+37.8	+6.4	+9.1
売上総利益	—	—	—	—	—	—
販管費	—	—	—	—	—	—
営業利益	△1,098	△795	△67	△176	105	380
営業利益率(%)	△222.7	△68.3	△2.1	△4.1	2.3	7.6
経常利益	△1,104	△754	△112	△298	99	366
特別損益	△61	+1	+9	△110	+42	—
税前利益	△1,157	△793	△58	△408	140	340
当期純利益	△1,157	△794	△58	△408	140	340
EPS(円)	△31.6	△21.7	△1.59	△11.15	3.84	9.29

8-2. 貸借対照表サマリー(連結、主要指標)

項目	FY2022 末	FY2023 末	FY2024 末	FY2025 末
総資産(百万円)	4,052	6,466	8,584	9,323
現金及び現金同等物(百万円)	3,473※	3,695	5,166	5,686
総負債(百万円)	2,671	5,106	5,696	6,353
純資産(百万円)	1,381	1,360	2,888	2,970
自己資本(百万円)	1,353	1,327	2,496	2,639
自己資本比率(%)	33.4	20.5	29.1	28.3
BPS(円)	38.14	37.31	68.20	72.11
ROE(%)	赤字	赤字	赤字	5.45
ROA(%)	赤字	赤字	赤字	約 1.5

出典: 各期決算短信・有価証券報告書より Nautilus Capital 集計。FY2022 末現預金は推計値。FY2025 末は 2026 年 2 月 13 日開示の決算短信ベース。FY2022・FY2023 末の発行済株式数は有価証券報告書原本を参照のこと。

8-3. キャッシュフロー・主要指標サマリー(連結)

項目 (百万円)	FY2023	FY2024	FY2025
営業活動による CF	+1,192	+459	+920
投資活動による CF	△352	△436	△388
財務活動による CF	+8	+1,352	±0
フリーCF (営業+投資)	+840	+23	+532
現金及び現金同等物 期末残高	3,695	5,166	5,686
1 株配当 (円)	0	0	0
配当性向 (%)	—	—	—

出典: 各期決算短信より Nautilus Capital 集計。FY2024 の財務活動によるキャッシュフロー+1,352 百万円は第三者割当増資による調達。換算差額は含まず。

8-4. 株価・市場評価指標(2026 年 4 月時点)

指標	水準	備考
株価	186 円	2026 年 4 月時点(過去 1 年安値 153 円～高値 354 円)
時価総額	約 68 億円	発行済株式数 36,599,580 株ベース
PER(予想)	19.9 倍	FY2026E 当期純利益 340 百万円ベース
PBR(実績)	2.50 倍	FY2025 末純資産 2,970 百万円ベース
ROE(実績)	5.45%	FY2025 純利益 141 百万円ベース
自己資本比率	28.3%	FY2025 末
配当利回り	0%	無配継続中
発行済株式数	36,599,580 株	潜在株式数 1,000 株(新株予約権)
上場来高値	1,850 円	2019 年 3 月(コロナ前ピーク)
上場市場	東証グロース市場	2018 年 12 月上場

注: 株価・PER・PBR 等の指標は 2026 年 4 月時点。出典: 有価証券報告書より Nautilus Capital 集計。FY2026E 業績予想は会社公表ベース(2026 年 2 月 13 日開示)。上場来高値はコロナ禍前のアウトバウンド需要ピーク水準を示す参考値。

■ 重要事項・免責事項

本レポートは、一般的な情報提供を目的として作成されたものであり、特定の有価証券の取得、売却、保有その他の投資行動を推奨または勧誘するものではありません。

作成にあたっては、ベルトラ株式会社(東証グロース:7048)に関する公開 IR 情報、適時開示資料、有価証券報告書、決算短信、会社プレスリリース、業界メディア報道、第三者調査資料等の公知情報を参照しています。これらの情報を基礎として、機関投資家読者向けに、同社の事業構造、収益構造、経営戦略、ガバナンス、リスク等を整理・分析することを目的としています。

記載された情報、見解、意見、評価、見通し等は、執筆時点における執筆者独自の判断によるものであり、将来の業績、株価、市場動向等を保証するものではありません。また、将来予想に関する記述には複数の不確実性およびリスクが含まれており、実際の結果は記述と大きく異なる可能性があります。

本資料は、投資勧誘、有価証券の売買推奨、投資助言を目的とするものではありません。投資判断は、読者ご自身の責任において、最新の開示情報および市場環境を踏まえ、必要に応じて専門家の助言を受けた上で行ってください。本資料に基づく投資判断、取引その他の行為によって生じたいかなる損害についても、執筆者および発行者は一切の責任を負いません。

数値情報は公開資料に基づきますが、転記、集計、解釈の過程で誤りが含まれる可能性があり、その正確性、完全性、最新性を保証するものではありません。最新かつ正確な情報については、必ず会社の公式 IR 資料をご参照ください。

なお、本資料はスポンサードリサーチとして作成されており、執筆者または発行者は対象会社から作成に係る対価を受領しています。ただし、分析、見解、評価は、公開情報に基づく執筆者独自の判断によるものです。

本資料の著作権は執筆者または発行者に帰属します。無断での複製、転載、配布、改変は固くお断りいたします。