

# ホリスティック企業レポート ベルトラ

## 7048 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート  
2018年12月28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 20181227

## 国内外の現地体験ツアー専門のオンライン予約サイト VELTRA(ベルトラ)を運営 観光ツアーや文化体験など幅広い商品ラインナップが特徴

アナリスト:佐々木 加奈

+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

### 【7048 ベルトラ 業種: サービス業】

決算期	営業収益 (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)
2016/12	2,312	46.0	19	-	-169	-	-714	-	-25.0	12.1	0.0
2017/12	2,825	22.2	89	4.5×	35	-	35	-	1.5	20.2	0.0
2018/12 予	3,346	18.4	392	4.4×	286	8.0×	141	4.0×	5.3	-	0.0

(注) 連結決算導入は2016/12期から、2016/12期の前期比は2015/12期単体数値との比較。2018/12期の予想は会社予想

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	565円 (2018年12月26日)	本店所在地
発行済株式総数	28,110,000株	東京都中央区
時価総額	15,882百万円	設立年月日
上場初値	514円 (2018年12月25日)	1991年11月13日
公募・売出価格	384円	代表者
1単元の株式数	100株	二木 涉
		従業員数
		142人 (2018年10月)
		事業年度
		1月1日~12月31日
		定時株主総会
		毎年3月
		【主幹事証券会社】
		野村証券
		【監査人】
		有限責任監査法人トーマツ

### > 事業内容

#### ◆ 現地体験型オプションツアー専門オンライン予約サイトを運営

ベルトラ(以下、同社)は、海外及び国内の現地体験型オプションツアー(以下、現地体験ツアー)専門のオンライン予約サイト「VELTRA(ベルトラ)」を運営している。同社は、91年にマーケティング関連の企画、コンサルティングを行う目的で設立され、04年に海外アクティビティの予約サイト「Alan1.net(現 VELTRA)」の運営を開始した。連結子会社は8社で(図表1)、旅行関連事業の単一セグメントである。

#### 【図表1】連結子会社

会社名	所在地	事業内容
LINKTIVITY PTE.LTD.	シンガポール	インバウンド部門の支援として訪日B2Bビジネスを展開
VELTRA Inc.	米国	催行地をハワイに特化した「Hawaii Activities」を運営
VELTRA Holdings Inc.	米国	VELTRA Inc.の持株会社
City Discovery Inc.	米国	「CityDiscovery」の会計拠点
VELTRA PHILIPPINES,INC.	フィリピン	英語圏カスタマーサービス、掲載商品情報作成の拠点
VELTRA SAS	フランス	欧州を中心とした英語圏及びCityDiscoveryのマーケティング拠点
貝魯多情報技術(上海)有限公司	中国	中国本土向けのマーケティング拠点
VELTRA Malaysia Sdn.Bhd.	マレーシア	ITシステムの開発拠点

(注) VELTRA SAS 及び貝魯多情報技術(上海)有限公司は清算手続き中(VELTRA SASは19年1月に、貝魯多情報技術(上海)有限公司は19年9月に清算完了予定)。

(出所) ベルトラ届出目録見書を基に証券リサーチセンター作成

事業は、主に日本人の海外旅行向けのサービスを提供する「海外旅行部門」、訪日旅行者向けのサービスを提供する「インバウンド部門」、グローバルな旅行者向けに世界各地のサービスを提供する「グローバル部門」、システム開発などを行う「その他」に分類される。18/12期第3四半期累計期間の営業収益は「海外旅行部門」が91.6%を占めている(図表2)。

【 図表 2 】 部門別営業収益

(単位:百万円)

収益区分	17/12期			18/12期第3四半期累計	
	営業収益	前期比	構成比	営業収益	構成比
海外旅行部門	2,403	28.1%	85.0%	2,258	91.6%
インバウンド部門	33	142.5%	1.2%	47	1.9%
グローバル部門	352	-11.4%	12.5%	159	6.5%
その他	36	49.3%	1.3%	-	-
合計	2,825	22.2%	100.0%	2,465	100.0%

(注) 17/12 期は第 3 四半期決算を開示していないため 18/12 期第 3 四半期累計期間の前年同期比は記載なし。

(出所) ベルトラ届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

「VELTRA」は、日本語、英語、中国語(簡体字及び繁体字)、韓国語の4言語に対応しており、国内及び世界 145 カ国、約 5,000 社の催行会社と直接契約している。提供する商品は、観光ツアー、文化体験、グルメツアー、ショー・エンターテインメント、スパ・エステ、クルーズなど幅広いラインナップとなっている。

旅行者が「VELTRA」を利用する際の流れは以下の通りで、全てオンライン上で完結するしくみである。

- ① 旅行者は、同社グループと契約した催行会社が提供する現地体験ツアーの商品情報を「VELTRA」で検索・閲覧する。
- ② 体験したい現地体験ツアーを見つけたら、会員情報を登録し、予約申し込みを行う。
- ③ 予約は同社経由で催行会社に依頼され、予約確定後に**バウチャー注1**が発券される。
- ④ 旅行者はバウチャーを提示して現地体験ツアーに参加し、ツアー参加後に体験談を投稿する。

注 1) バウチャー

予約・代金支払いと引き換えに発行される。提示することによってサービスを受ける証票のこと。

#### ◆ 収益構造

同社は、国内及び海外で現地体験ツアーを運営する催行会社と直接契約を締結し、受託販売を行っている。同社の収益は、催行会社からの手数料収入で、金額はツアー代金、手数料率、「VELTRA」を通じての予約数によって決まる。手数料率については、催行会社ごとに相対で決定しており、一律ではない。

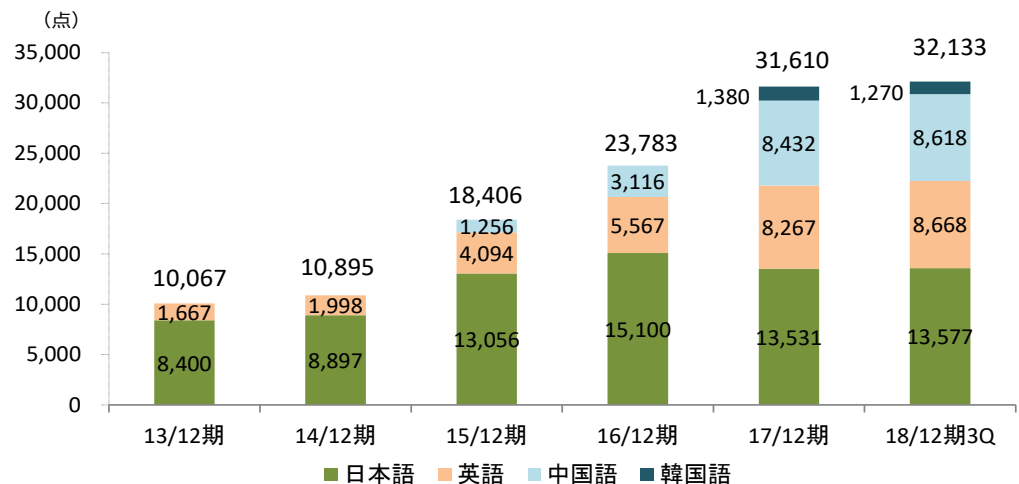
また、同社は旅行事業者との業務提携を行っており、旅行事業者のホームページ経由での現地体験ツアーの申し込みもある。17/12 期及び 18/12 期第 3 四半期累計期間における旅行事業者経由の営業収益は全体の 10%程度である。

> 特色・強み

◆ 豊富な商品ラインナップ

上述の通り同社は、国内及び世界 145 カ国、約 5,000 社の催行会社と直接契約しており、多様な商品をサイトに掲載している。主力である日本語サイトを運営する海外旅行部門では、18 年 9 月末現在 13,577 点の商品、その他の言語を含む全体では 32,133 点の商品を取り扱っている(図表 3)。

【図表 3】取扱商品数の推移



(注) 期末時点の取扱商品数  
(出所) ベルトラ届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

注 2) API 連携  
API とは Application Programming Interface の略で、自社のシステムと他社のシステムと連携すること。

注 3) UX  
User Experience の略称で、ウェブサイトの訪問者がサービスを通じて得られる体験のこと。

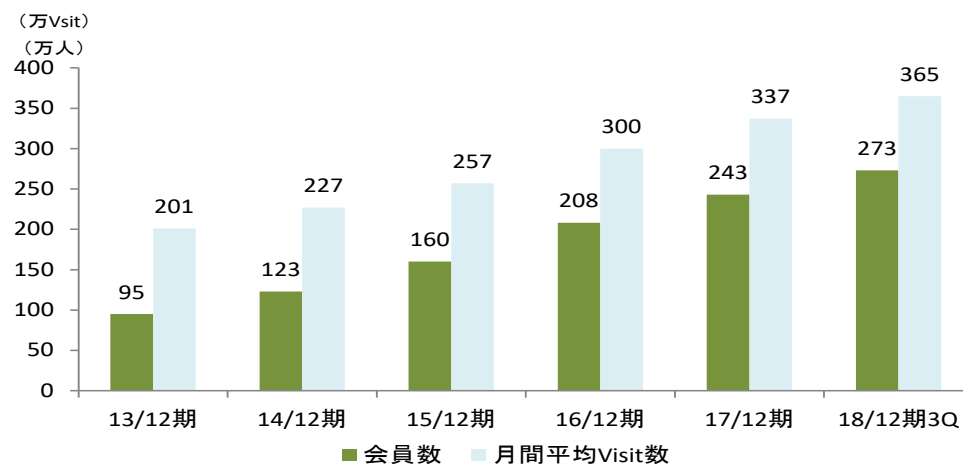
注 4) UI  
User Interface の略称で、デザインやフォント、外観などユーザーの視覚に触れる全ての情報のこと。

◆ 商品企画、提供、顧客管理などに IT を活用

同社は、商品の企画・制作、集客・販売促進、顧客管理、商品の改善といった一連の流れに IT を活用することで、オリジナリティの高い商品を効率的に提供している。商品企画については、実際に参加した旅行者の体験談やカスタマーサービスからのフィードバックをもとに、ニーズを分析し、現地の催行会社と共同して行う。一部の催行会社との間では、API 連携<sup>注 2</sup>をしており、旅行者が商品を予約する際には、各社の商品の空き状況がリアルタイムで確認できる仕組みを構築している。また、商品内容が多岐にわたり内容を把握しにくい現地体験ツアーにおいて、スムーズな検索、申込みを実現するため、ユーザーフレンドリーな UX<sup>注 3</sup>と UI<sup>注 4</sup>のシステム改善を進めている。

また、会員のリピート率向上のため、購入代金に応じてポイントを付与するポイントプログラムを導入している(1ポイント=1円、予約代金の1%を付与)。ポイントは体験談の投稿に対しても付与され(1投稿に100ポイントを付与)、次のツアー参加時に代金の一部として利用できる仕組みになっている。こうした施策により同社の会員数(「VELTRA」の掲載商品を購入するために会員登録を行った旅行者数)及び月間平均 Visit 数(ウェブサイトへの訪問数)は順調に増加している(図表 4)。

【 図表 4 】 会員数、月間平均 Visit 数の推移



(注) 会員数は期末時点の会員数、月間平均 Visit 数は各期の月平均値  
(出所) ベルトラ届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 多言語に対応し、充実した顧客サービスを提供

注5) ロイヤリティ

同社グループのサービスに対して利用者が感じる信頼や愛着のこと。

同社は、ツアー体験による顧客ロイヤリティ<sup>注5</sup>を最大化するために NPS<sup>注6</sup>を採用し、NPS の向上を全社の目標にしている。実際に参加した旅行者からのアンケート結果などを基に、サービスの改善に継続的に取り組んでいる。

注6) NPS

Net Promoter Score の略で、顧客のロイヤリティを測る指標のこと。

また、同社は旅行者に予約の機会を提供するだけでなく、旅先での文化や言語の壁などの不安を解消し、安心して旅行できる状況を提供することにも注力している。そのためにカスタマーサービスを東京、ホノルル、ロンドン、マニラに設置しており、365 日体制で英語、日本語、中国語、韓国語での対応を行っている。

注7) B2C

Business to Consumer の略で、企業と消費者の取引のこと。

◆ 旅行関連企業へのインフラ供給

同社が築いてきた催行会社約 5,000 社との直接契約と、それを支える B2C<sup>注7</sup> ビジネス向けのインフラを基盤とし、一万社以上の国内・海外オンライン旅行事業者、対面対応(オフライン)の旅行事業者、同社とフランチャイズ契約している旅行事業者などに対して、B2B2C<sup>注8</sup> ビジネス向けのシステムを提供している。

注8) B2B2C

Business to Business to Consumer の略で、企業と消費者の取引を行う法人の支援をするビジネスのこと。

現在、各事業者とのシステム連携強化を進めると同時に、提携先のマイルなどの企業通貨を現地体験ツアーの支払いに利用できるサービスの拡大を進めている。

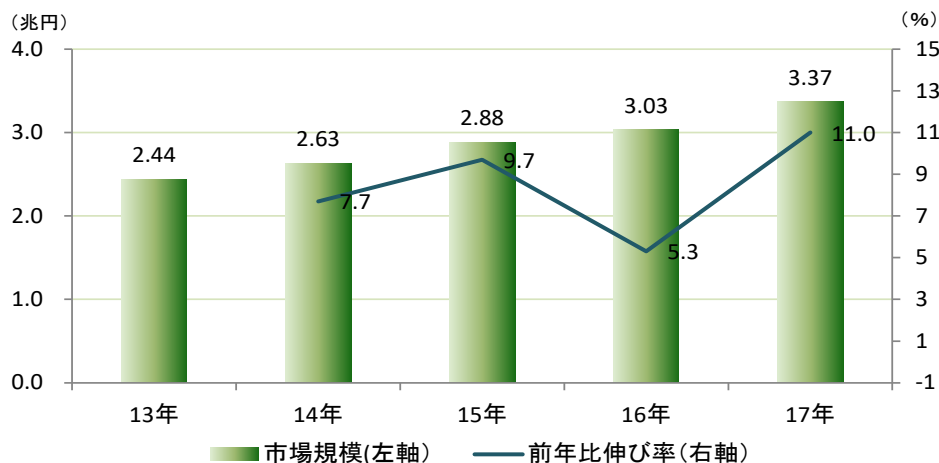
> 事業環境

◆ 旅行サービス分野における EC 市場は拡大基調

経済産業省の「電子商取引に関する市場調査」によると、17 年の旅行サービス分野の EC 市場規模は約 3.3 兆円、前年比 11.0%の成長となった。旅行サービスの予約は、予約という情報のやり取りで完結するため、インターネット

トとの親和性が高い分野であり、インターネットの普及とともに成長を遂げている。(図表5)。

【図表5】オンライン旅行サービス市場の推移



(出所) 経済産業省「電子商取引に関する市場調査」を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ 訪日外国人数は高い伸びが続く

訪日外国人数については、為替の円安傾向やビザの緩和、LCC<sup>注9</sup>の浸透や路線の拡充などを追い風に高い伸びが続いており、日本政府観光局によれば17年の訪日外国人数は過去最高となる2,869万人(前年比19.3%増)となった。中国からの訪日客は735万人(同15.4%増)、韓国からの訪日客は714万人(同40.3%増)と大きな規模となっている。今後も、観光立国を目指す政府による様々な取り組みや、東京オリンピック・パラリンピック、大阪万博の開催などにより、訪日外国人数は継続的に伸びることが予想される。

#### ◆ 競合

同社の競合先としては、航空券やオプションツアー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)、航空券予約サイトの運営が主力事業であるエボラブルアジア(6191 東証一部)、ネット専業の旅行会社である旅工房(6548 東証マザーズ)などがある。実店舗も展開する旅行会社には、エイチ・アイ・エス(9603 東証一部)、KNT-CTホールディングス(9726 東証一部)などがある。

ただ、同社は航空券やパッケージツアーの取扱いをせず、現地体験ツアーの提供に特化する点が他社と一線を画している。

#### ◆ 過去の業績推移

同社の業績は、13/12期以降の5期分が開示されている(図表6)。取扱商品数並びに会員数の増加に伴い、営業収益は順調に拡大している。利益面では、16/12期は為替差損171百万円を営業外費用に計上したことで、169百万円の経常損失となった。

注9) LCC

Low Cost Carrierの略で、効率的な運営により低価格の運賃で運航サービスを提供する航空会社。

## > 業績

【 図表 6 】 業績推移



(注) 連結決算導入は16/12期から。15/12期までは単体数値。  
 (出所) ベルトラ届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 17年12月期業績

17/12期業績は、営業収益2,825百万円(前期比22.2%増)、営業利益89百万円(同4.5倍)、経常利益35百万円(前期169百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益35百万円(同714百万円の損失)であった。部門別の営業収益は、海外旅行部門が2,403百万円(前期比28.1%増)、インバウンド部門が33百万円(同142.5%増)、グローバル部門が352百万円(同11.4%減)、その他が36百万円(同49.3%増)である。

取扱エリア、取扱商品数の拡大により「VELTRA」を通じての予約数が順調に増加し、海外旅行部門、インバウンド部門の増収につながった。一方、グローバル部門は、フランスで発生したテロの影響で訪仏旅行客が減ったことが主因で減収となった。

積極的な採用に伴う人件費の増加、広告宣伝費の増加を営業収益の伸びで吸収し、営業利益率は16/12期の0.9%から3.2%へ改善した。経常損益は為替差損が16/12期の171百万円から17/12期は47百万円に減少したことで黒字転換した。親会社株主に帰属する当期純利益は、16/12期に計上した減損損失527百万円(子会社に係るのれんに関するもの)がなくなったことで、水準は低いながらも黒字転換した。

◆ 18年12月期第3四半期

18/12期第3四半期累計期間の業績は、営業収益2,465百万円、営業利益278百万円、経常利益202百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益73百万円であった(前年同期は第3四半期決算を開示していないため、前年同期比較なし)。18/12期第3四半期実績の18/12通期の会社計画に対する進捗率は、営業収益73.7%、営業利益70.9%であった。

部門別の営業収益は、海外旅行部門が2,258百万円、インバウンド部門が47百万円、グローバル部門が159百万円、その他はシステム開発受託収入がなかったため0百万円である。

営業利益率は11.3%と17/12期通期の水準から8.1%ポイント上昇した。これは、営業収益が順調に伸び、広告宣伝費や人件費の増加を吸収したことが主因と推定される。営業利益と経常利益の差は、為替差損72百万円を営業外費用に計上したために生じている。特別利益はなかった一方、関係会社事業整理損65百万円を特別損失に計上した。

#### ◆ 18年12月期の会社計画

同社の18/12期計画は、営業収益3,346百万円(前期比18.4%増)、営業利益392百万円(同4.4倍増)、経常利益286百万円(同8.0倍増)、親会社株主に帰属する当期純利益141百万円(同4.0倍増)である(図表7)。

【図表7】18年12月期の会社計画

(単位:百万円)

	16/12期	17/12期	18/12期	
	実績	実績	会社計画	前期比
営業収益	2,312	2,825	3,346	18.4%
海外旅行部門	1,876	2,403	3,087	28.5%
インバウンド部門	13	33	56	70.8%
グローバル部門	397	352	202	-42.5%
その他	24	36	-	-
営業利益	19	89	392	4.4×
営業利益率	0.9%	3.2%	11.7%	-
経常利益	-169	35	286	8.0×
経常利益率	-	1.3%	8.5%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-714	35	141	4.0×

(注) 予想は会社予想

(出所) ベルトラ適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

海外旅行部門は、商品数の増加に伴い海外旅行客が増加し、営業収益増につながると見ており、営業収益は同3,087百万円(同28.5%増)と想定している。

インバウンド部門は、訪日外国人客の増加が続いている環境下、特に中国からの旅行者数増加が見込めることから、営業収益は56百万円(同70.8%増)と想定している。

グローバル部門は、17/12期と同様にVisit数が減少傾向にあることから、営業収益は202百万円(同42.5%減)と想定している。



営業費用は、広告宣伝費の増加、社員の増員予定数 20 名に係る人件費の増加を勘案し 2,954 百万円(前期比 8.0%増)を見込んでいる。営業利益予想は前期の 4 倍超の水準で、営業外収益は 3 百万円、営業外費用は 109 百万円を見込んでいる。主な営業外費用は、為替差損と上場関連費用である。

#### ◆ 成長戦略

同社は、取扱商品数の拡充、インバウンド部門の拡大などに注力し、持続的な事業規模拡大を図る考えである。

取扱商品数の拡充のために、既存の催行会社との連携強化に努めている。同社は、約 5,000 社に及ぶ催行会社とのリレーションシップを強化すると同時にシステム連携の強化を進め、商品の安定供給及びユニークで魅力的な商品開発に注力する考えである。また、新たな催行会社との契約も進める考えで、世界各国の催行会社へのコンタクトを積極化している。

インバウンド部門については、20 年の東京オリンピック・パラリンピック開催に向けて、訪日外国人数が更に増加することが予想されている。同社では訪日外国人向けのサービスを拡充し、利用者数の増加を図ることで、インバウンド部門の成長加速を目指す考えである。サービス拡充の一策として、東京、京都、大阪といった主要都市以外の全国都道府県における現地体験ツアー商品の開発に取り組んでいる。

### > 経営課題/リスク

#### ◆ 為替変動について

同社は現地催行ツアーの中でも、海外の商品を主力としており、代金の決済に際し、外貨建の取引を行っていることから為替変動リスクがある。また、連結財務諸表作成にあたっては、在外連結子会社財務諸表を円貨換算しており、為替変動により期間損益の円貨換算額が増減するリスクがある。

#### ◆ スtock・オプション行使における株式価値の希薄化について

同社は同社グループの取締役、従業員に対するインセンティブを目的としたストック・オプション制度を採用している。現在付与している新株予約権(18 年 10 月末現在の新株予約権による潜在株式数 1,329 千株、発行済株式数の 4.7%)に加え、今後付与される新株予約権が行使された場合には、株式価値が希薄化する可能性がある。

#### ◆ 配当

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題の一つと位置付けている。しかし、現在は財務体質の強化と事業拡大に向けた投資が先行するため、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。

【 図表 8 】 財務諸表

損益計算書	2016/12		2017/12		2018/12 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
営業収益	2,312	100.0	2,825	100.0	2,465	100.0
営業費用	2,292	99.1	2,736	96.8	2,186	88.7
営業利益	19	0.9	89	3.2	278	11.3
営業外収益	3	-	5	-	2	-
営業外費用	192	-	59	-	79	-
経常利益	-169	-	35	1.3	202	8.2
税引前当期(四半期)純利益	-692	-	35	1.3	136	5.5
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	-714	-	35	1.2	73	3.0

貸借対照表	2016/12		2017/12		2018/12 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	3,453	94.3	3,221	87.7	3,942	87.9
現金及び預金	2,303	62.9	2,265	61.7	2,770	61.8
売上債権	-	-	-	-	-	-
棚卸資産	-	-	-	-	32	0.7
固定資産	209	5.7	451	12.3	543	12.1
有形固定資産	35	1.0	39	1.1	35	0.8
無形固定資産	82	2.2	337	9.2	444	9.9
投資その他の資産	91	2.5	73	2.0	63	1.4
総資産	3,663	100.0	3,672	100.0	4,485	100.0
流動負債	3,027	82.6	2,588	70.5	3,476	77.5
営業未払金	1,106	30.2	1,075	29.3	1,515	33.8
短期借入金	500	13.6	-	-	-	-
1年内返済予定の長期借入金	98	2.7	197	5.4	197	4.4
固定負債	318	8.7	545	14.9	397	8.9
長期借入金	318	8.7	545	14.9	397	8.9
純資産	317	8.7	538	14.7	611	13.6
自己資本	290	7.9	538	14.7	611	13.6

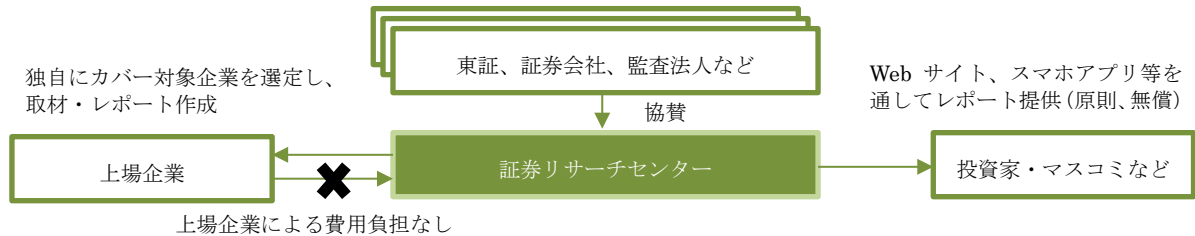
キャッシュ・フロー計算書	2016/12		2017/12	
	(百万円)		(百万円)	
営業キャッシュ・フロー	151	311		
減価償却費	34	35		
投資キャッシュ・フロー	-454	-380		
財務キャッシュ・フロー	1,162	32		
配当金の支払額	-	-		
現金及び現金同等物の増減額	717	-38		
現金及び現金同等物の期末残高	2,315	2,277		

(出所) ベルトラ届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

## 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・間接的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、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。