

ホリスティック企業レポート

バリューゴルフ

3931 東証マザーズ

フル・レポート
2017年6月2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 20170530

ゴルファーのプレー予約マッチングサービス「1人予約ランド」を運営 ゴルフ事業の強化とグループシナジーの追求により収益力の向上を目指す

1. 会社概要

・バリューゴルフ(以下、同社)は、ゴルファーのプレー予約マッチングサービス「1人予約ランド」を運営する情報サービス会社である。1人予約ランドの運営や広告・プロモーションサービスの提供などを行うゴルフ事業を主体に、求人・ブライダルメディア向け原稿制作を請負う広告メディア制作事業や、医療書籍出版を中心としたメディカル事業を兼営している。

2. 財務面の分析

・12/1期～17/1期の期間では、1人予約ランドの急速な成長や、買収したゴルフ用品販売子会社の業績への寄与などにより、売上高は年平均19.4%、経常利益は同18.6%増加した。
・他社との比較では、収益性、成長性の観点で魅力的な水準にある。

3. 非財務面の分析

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、事業者とその顧客の問題を同時に解決する同社の能力を知的資本の源泉として注目している。

4. 経営戦略の分析

・同社は、1人予約ランドへの積極投資やゴルフ用品販売子会社の買収などによるゴルフ事業の強化や、グループシナジーの追求を進め、収益力の向上を目指している。

5. アナリストの評価

・当センターでは、ゴルフ事業の成長持続とメディカル事業の回復を見込み、18/1期は会社計画を上回る前期比79.9%増収、105.5%営業増益を予想している。19/1期以降も1人予約ランドやゴルフ用品販売を中心とした収益拡大を想定し、19/1期は前期比25.1%営業増益、20/1期は同16.7%営業増益を見込んでいる。
・当センターは、1人予約ランドやECの強化を目指す同社の戦略は成果を生むと考えているものの、シニア顧客の活用に重点を置くグループシナジーの追求については、若者層の取り込みとの両立が必要と考えている。

アナリスト: 大間知淳

+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

【主要指標】

2017/5/26	
株価(円)	1,612
発行済株式数(株)	1,735,100
時価総額(百万円)	2,797

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	47.0	20.8	16.5
PBR(倍)	3.9	3.3	2.7
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	7.0	4.3	-4.2
対TOPIX(%)	4.5	2.0	-15.8

【株価チャート】



【3931 バリューゴルフ 業種: 情報・通信業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2016/1	997	5.7	130	110.2	129	158.0	94	281.5	69.4	159.8	0.0
2017/1	1,586	59.0	92	-28.5	89	-31.2	58	-38.2	34.3	411.2	0.0
2018/1	CE	2,693	69.8	160	72.5	148	65.8	100	58.0	—	0.0
2018/1	E	2,854	79.9	191	105.5	182	103.6	134	77.3	488.6	0.0
2019/1	E	3,221	12.9	239	25.1	232	27.5	170	98.0	586.5	0.0
2020/1	E	3,532	9.7	279	16.7	273	17.7	199	114.7	701.3	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。15年10月31日付で1:100の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 競合他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ ゴルフ事業を中心とした事業構成

バリューゴルフ(以下、同社)は、ゴルファーのプレー予約マッチングサービス「1人予約ランド」を運営する情報サービス会社である。「1人予約ランド」などのASPサービスの運営やゴルフ用品の販売、広告・プロモーションサービスなどを行うゴルフ事業を主体に、求人・ブライダルメディア向け原稿制作を請負う広告メディア制作事業や、医療書籍出版を中心としたメディカル事業を兼営している。

17/1期の売上高構成比は、ゴルフ事業87.3%、広告メディア事業11.1%、メディカル事業1.6%であり、ゴルフ事業が主力事業である(図表1)。

【図表1】バリューゴルフの17年1月期のセグメント別業績(単位:千円)

	セグメント別	16/1期	17/1期		
				増減率	構成比
売上高		997,505	1,586,174	59.0%	100.0%
	ゴルフ	693,122	1,385,268	99.9%	87.3%
	広告メディア制作	215,863	175,219	-18.8%	11.1%
	メディカル	88,518	25,686	-71.0%	1.6%
営業利益		130,027	92,958	-28.5%	—
営業利益率		13.0%	5.9%	—	—
	ゴルフ	288,299	317,084	10.0%	—
	広告メディア制作	51,272	39,365	-23.2%	—
	メディカル	13,370	-13,922	—	—
	調整額	-222,914	-249,568	—	—

(出所) バリューゴルフ決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ ゴルフ事業で展開するサービスは多岐にわたっている

(注1) ゴルフ用品等の販売について、同社は「ECサービス」という用語を使用しているが、ジープの売上高の半分程度は店舗での販売であるため、証券リサーチセンターでは、ECサイトと店舗での販売を合わせた状況を指す場合はゴルフ用品等の販売という表現を使用している。

ゴルフ事業で展開するサービスは多岐にわたっている。大別すると、1) 契約ゴルフ場に提供するASPサービス、2) 主としてゴルフ場やゴルフ関連企業からの対価を収益として計上する広告・プロモーションサービス、3) 主としてゴルフ場に対して各種の経営指導などを行うサポートサービス(以上を単体が展開している)、4) 子会社であるジープが展開するゴルフ用品等の販売^{注1}となっている。

ASPサービスを構成するアプリケーションサービスとしては、1人予約ランドの他に、固定の月額利用料制の「リピ増くん・リピ増モバイル」、「ゴルフ場ホームページ管理システム」が挙げられる。リピ増くん・リピ増くんモバイルは、サービスを契約したゴルフ場のホームページに「WEB予約」、「スマートフォン予約」「混雑状況表示」などの予約・集客に必要な各種機能を提供し、コースを利用するゴルファーに向けたフロントサイドのASPサービスであり、ゴルフ場ホームペ

ージ管理システムは、ゴルフ場のホームページ専用の各種機能(予約管理、イベント告知、協議結果報告、顧客管理など)をコースの経営者や従業員に提供するバックオフィスのASPサービスである。

広告・プロモーションサービスは、「月刊バリューゴルフ」、「バリューゴルフプレミア」、「バリューゴルフWEB」、「格安プレー券」、「バリューゴルフレッスン」「イベント・トラベル」によって構成される。

月刊バリューゴルフは、ゴルフ場の料金情報、割引クーポン、レッスン情報等を掲載したゴルファー向けフリーペーパーである。月1回、ゴルフ場、ゴルフ練習場、ゴルフショップ等のゴルフ関連施設にて無料で配布しており、ゴルフ場、ゴルフ関連企業、一般企業からの情報掲載による広告料を収益源としている。

バリューゴルフプレミアは、JCBカード会員でゴルフ関連施設における決済履歴のある人の中から、決済額上位者の自宅に年4回郵送する無料のゴルフ・トラベル情報誌であり、月刊バリューゴルフと同じ収益モデルとなっている。

バリューゴルフWEBは、1人予約ランド、月刊バリューゴルフの電子版、格安プレー券のECサイト「バリューゴルフショップ」、ゴルファー専門のコミュニティサイト「Gサークル」等の同社グループが展開する各種ゴルフ関連サービスを統合したポータルサイトである。ゴルフ場や企業からの広告料を主要な収益源としている。

格安プレー券は、契約するゴルフ場から閑散期、閑散日のプレー券を同社が仕入れ、バリューゴルフショップを通して、通常料金の半額程度でゴルファーに販売する商品である。

バリューゴルフレッスンは、コースで行うグループ形式のゴルフレッスンであり、バリューゴルフWEBにおいて、レッスンの開催日時、ゴルフ場、講師、料金などを掲示し、予約を受け付けている。

イベント・トラベルは、国内外で企画・催行する各種ゴルフ関連イベントやゴルフ旅行であり、1人予約ランドなどを通じて参加者を募集している。

◆ 1人予約ランドは業界に先駆けて開発したユニークなサービス

1人予約ランドとは、通常は3~4人、最低でも2人で一組を作らないと利用できないゴルフ場を1人でも予約可能とし、インターネット上で同じゴルフ場を同じ日にプレーしたいゴルファー同士の予約をマッチングするサービスであり、業界で初めて同社が開発した。この

サービスの実現により、1) ゴルフがしたいけどプレー仲間がない、2) 同伴者と予定が合わないのでプレーができない、3) 急に予定が空いた際に、プレー日直前の予約が取りにくい、4) 全国色々なコースでプレーしたいが、そのコースの会員(メンバー)に知り合いがない、いたとしても同伴者を募るのが難しいといったゴルファーの不満や悩みを同社が解決した。

ゴルフ場は経営方法によって、メンバーシップコースとパブリックコースに分かれている。メンバーシップコースは、会員権の発行を通じて資金を集め、運営されているゴルフ場である。メンバーシップコースはメンバーのプレーが優先される。非会員のゴルファー(ビジター)がプレーするにはメンバーの同伴か紹介が原則として必要であったが、ゴルフ場が集客に苦勞するようになった近年では、メンバーシップコースの多くにおいて、メンバーの紹介や同伴がなくても、電話やネットを通じた予約、プレーを受け入れている。

一方、会員権を発行しないでプレー料金のみで運営するのがパブリックコースであり、その多くは公営であるが、民営のコースも存在している。日本のゴルフ場の約9割がメンバーシップコースであり、パブリックコースは約1割に過ぎない。

メンバーシップコースでは、メンバーは、1人で希望日に予約を入れ(あるいは予約なしでコースに行き)、1人で来場した他のメンバーとプレーしたり、2人や3人の組に入ってプレーしたりすることが出来るが、会員権を持たないビジターは事前予約が必須になる。また、パブリックコースにおいては、全てのゴルファーが事前予約を行う必要がある。

1人予約ランドが普及する前は、メンバーシップコースのビジターやパブリックコースでプレーしたいゴルファーは、2~3人の同伴者を見つけて連絡をとり、日程を調整した上で、ゴルフ場に電話やネットで利用日と人数を伝えて予約をとる形式が主流であった。当日の予約が既に埋まっていると、他のコースに連絡を取り、結局、何コースにも電話しなければ予約がとれないなど、予約の手間が悩みの種となっていた。

こうした状況の中、同社が開発した1人予約ランドは、接待や付き合いではなく、純粋にゴルフを数多くプレーしたいゴルファーに大いに歓迎されただけでなく、バブル崩壊以降、法人需要が激減したゴルフ場運営事業者からも有力な集客手段として徐々に認知されてきた。

17/1期における1人予約ランドのKPIを見てみると、期末時点の契

約ゴルフ場数と登録会員数が 732 コース、330,939 人、年間エントリー数が 1,041 千件であり、過去数期間において着実な伸びを見せている (図表 2)。

【図表 2】1 人予約ランドの各種 KPI の推移

	11/1期	12/1期	13/1期	14/1期	15/1期	16/1期	17/1期
期末契約ゴルフ場数 (コース)	36	185	289	393	482	580	732
純増数 (同上)	—	149	104	104	89	98	152
期末登録会員数 (千人)	2	14	50	95	160	238	331
純増数 (同上)	—	12	36	45	65	78	93
年間予約エントリー数 (千件)	—	—	145	348	554	792	1,041

参考	10年度	11年度	12年度	13年度	14年度	15年度	16年度
期末全国ゴルフ場数 (コース)	—	—	2,408	2,389	2,336	2,317	—
全国ゴルフ場の延べ利用人数 (千人/年度)	—	—	86,744	86,746	86,505	87,753	—

(注) 参考の年度は 4 月から翌年 3 月、全国ゴルフ場の延べ利用人員数は、70 歳以上などの非課税利用人員を含む

(出所) バリューゴルフ有価証券届出書、決算説明会資料、総務省資料、一般社団法人日本ゴルフ場経営者協会資料より証券リサーチセンター作成

◆ ゴルフ事業はジープの買収で売上高が急増した

17/1 期のゴルフ事業の売上高が前期比 99.9% 増と大幅な増加を示した一番の理由は、16 年 9 月にゴルフ用品等の販売を手掛けるジープを買収したことである (図表 3)。

【図表 3】ゴルフ事業の業績推移

(単位: 百万円)

	サービス別	14/1期	15/1期	16/1期	17/1期			増減率
		通期	通期	通期	上期	下期	通期	
売上高		578	651	693	385	999	1,385	99.9%
	ASPサービス	227	264	313	—	—	—	—
	広告・プロモーションサービス	307	281	312	—	—	—	—
	サポートサービス	43	106	67	—	—	—	—
	単体ゴルフ事業合計	578	651	693	385	375	760	9.8%
	ゴルフ用品等の販売	—	—	—	—	624	624	—
営業利益		140	192	288	163	153	317	10.0%
営業利益率		24.3%	29.6%	41.6%	42.5%	15.3%	22.9%	—

(注) ゴルフ用品等の販売はジープの 16 年 9 月から 17 年 1 月の 5 ヶ月分の売上高、営業利益と営業利益率は全社費用が配賦されていない

(出所) バリューゴルフ決算短信、有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

ジープは、WEB ショップ「ジーパズ ゴルフショップ」と店舗 (新橋と葛西の 2 店) でゴルフ用品を販売する小売業者である。並行輸入ゴルフクラブ販売のパイオニア的存在であり、首都圏の倉庫から翌日

配送する体制を整備しており、楽天(4755 東証一部)などのインターネットモールにおいて、多数の表彰実績を有している。90年の創業以来、国内外のメーカーとの長年の取引実績を積み重ねた結果、業界有数の商品調達力を誇っている。

ジーパズ ゴルフショップの約10万人の会員を1人予約ランドなどのサービスへ誘導し、ゴルフ事業の成長を加速させることを目的に、同社はジーブの株式の100%を取得した(取得額159百万円、のれん金額147百万円、のれんは5年の均等償却)。

ジーブの業績は13/9期から15/9期において、売上高は16~17億円、営業利益は0.0~0.4億円で推移していた。17/1期決算においては、買収後の16年9月から17年1月までのジーブの業績(売上高624百万円、経常利益40百万円、当期純利益48百万円)が加算された一方、買収に伴う費用(20百万円)及びのれん償却額(12百万円)が計上された。

一方、ジーブを除いた単体によるゴルフ事業の17/1期の売上高は前期比9.8%の増加にとどまった。17/1期の連結決算においては、ジーブの業績が5ヵ月しか反映されていないものの、有価証券報告書の開示によると、16年2月から17年1月までのジーブの売上高は1,498百万円と試算されるため、17/1期の期初に買収が完了していたと仮定すると、ゴルフ事業売上高においてジーブの占める比率は66%程度に達していたと推測される。

◆ 広告メディア制作事業は求人・ブライダル広告を中心に展開

広告メディア制作事業は、主に求人やブライダル分野の広告を中心に掲載している情報誌や情報WEBサイトの制作業務を大手広告メディア企業などから受託している。同社は、取材から原稿制作、校正、画像加工まで制作工程を一括して受託できる体制を持ち、委託者からの原稿制作委託料収入を収益として計上している。

求人広告では、同社と連結子会社のスクラム社が、リクルートホールディングス(6098 東証一部)及び凸版印刷(7911 東証一部)の連結子会社や、テンプレホールディングス(2181 東証一部、17年7月にパーソルホールディングスに社名変更予定)の連結子会社であるインテリジェンス(08年上場廃止)などから業務を受託している。

ブライダル広告では、同社単体がリクルートグループから業務を請負っている。広告メディア制作事業の主な業務の状況は図表4の通りである。

【 図表 4 】 広告メディア制作事業の主要業務の状況

広告分野	主要媒体	発行/運営企業	業務委託企業	業務受託企業
求人	はたらいく	リクルートジョブズ	トッパンエディトリアルコミュニケーションズ	バリューゴルフ
	とらばーゆ	リクルートジョブズ	トッパンエディトリアルコミュニケーションズ	バリューゴルフ
	リクナビNEXT	リクルートキャリア	リクルートコミュニケーションズ	バリューゴルフ
	an	インテリジェンス	インテリジェンス	スクラム
	DODA	インテリジェンス	インテリジェンス	スクラム
	マイナビ転職	マイナビ	sky's the limit	バリューゴルフ
	マイナビバイト	マイナビ	sky's the limit	バリューゴルフ
	バイトル	ディップ	sky's the limit	バリューゴルフ
ブライダル	女の転職	キャリアデザインセンター	sky's the limit	バリューゴルフ
	ゼクシィ	リクルートマーケティングパートナーズ	リクルートコミュニケーションズ	バリューゴルフ
	ゼクシィnet	リクルートマーケティングパートナーズ	リクルートコミュニケーションズ	バリューゴルフ

(出所) バリューゴルフ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

広告メディア制作事業は、少数の大手顧客からの業務受託に依存している結果、特定顧客への販売実績の総売上高に対する割合が 16/1 期まで開示対象となっていた (図表 5)。17/1 期においては、ジープの買収による売上高の拡大があり、総売上高の 10%を超える顧客はいなくなったが、同事業における特定顧客に対する依存度の高さに変化はないと推測される。

【 図表 5 】 主要顧客に対する販売実績の推移 (単位:千円)

主要顧客	14/1期			15/1期			16/1期		
	金額	割合		金額	割合		金額	割合	
		連結全体	事業内		連結全体	事業内		連結全体	事業内
インテリジェンス	63,618	8.4%	35.6%	122,912	13.0%	48.4%	108,177	11.1%	50.1%
リクルートコミュニケーションズ	104,661	13.8%	58.5%	100,150	10.6%	39.4%	-	-	-

(出所) バリューゴルフ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ **メディカル事業では地域医療機関に関する書籍を出版している**

メディカル事業は、連結子会社であるバリューメディカルが、地域の医療機関の色々な取り組みなどを紹介する書籍を発行する事業である。発行部数の大半は、対象となる医療機関が自らバリューメディカルから買い取って、関係者に配布、分売しており、一般的な出版取次のルートを通していない。

バリューメディカルは、17/1 期第 2 四半期より、医療機関向けの従業員/顧客 (患者) 満足度調査「ES/CS 調査サービス」の提供を開始したが、17/1 期の納入実績はなかった模様である。

➤ ビジネスモデル

◆ 1人予約ランドとゴルフ用品等の販売がゴルフ事業の柱

ゴルフ事業の各種サービスの中核は、1人予約ランドとゴルフ用品等の販売であると見られる。同社は各サービスの売上高を継続的には開示していないが、17/1期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算説明会資料においては、1人予約ランド、月刊バリューゴルフ、バリューゴルフWEB、バリューゴルフレッスンの売上高を公表している(図表6)。

【図表6】17年1月期上期におけるゴルフ事業のサービス別売上状況 (単位:千円)

サービス別売上高	16/1期上期	17/1期上期	増減率	構成比
1人予約ランド	98,933	127,472	28.8%	33.0%
月刊バリューゴルフ	81,146	107,533	32.5%	27.9%
バリューゴルフWEB	13,052	19,649	50.5%	5.1%
バリューゴルフレッスン	23,096	48,286	108.9%	12.5%
その他	105,944	82,820	-21.8%	21.5%
ゴルフ事業合計	322,171	385,760	19.7%	100.0%

(出所) バリューゴルフ 17/1期上期決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

そこで、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社が公表したその他の資料も用いて、17/1期におけるゴルフ事業の主要サービス別売上高の構成比を推測してみた。

17/1期の数値が唯一開示されていて、かつ、最も大きいサービスが、9月から連結したジープが担当するゴルフ用品等の販売であり、5ヵ月分ではあるものの、その構成比は、17/1期下期において62.5%、17/1期においても45.1%を占めていた。

次に大きいサービスが、1人予約ランドと思われる。17/1期上期の売上高は127百万円であり、構成比は33.0%である。契約ゴルフ場数や年間エントリー数の伸びを考慮して、当センターでは、ジープの買収が反映された17/1期においても、構成比は18~22%であったと推測した。

1人予約ランドに次ぐと思われるのが、月刊バリューゴルフである。掲載コースの拡大により広告料収入が増えている模様であるが、当センターでは、17/1期の構成比は14~18%と推測した。

その次に位置すると見られるのが、バリューゴルフレッスンである。開催会場数が急増した結果、上期の売上高は前年同期比倍増した。下期も大きく伸びた模様であり、17/1期の構成比は、7~8%と推測した。

次に、各サービスの利益貢献度について考えてみたい。ジープは開示

されている経常利益(5ヵ月分)が40百万円(のれん償却額12百万円の控除前)であり、営業外収益(為替差益)と営業外費用(支払利息、支払手数料など)の存在を考慮してもゴルフ事業の営業利益(17/1期下期153百万円)に対する影響は大きいと言える。

一方、ジープは、小売ビジネスであるため、売上総利益率が同社のビジネスの中でもかなり低く、連結ベースの売上総利益率を押し下げる存在であることにも注意したい。ジープを連結した影響が完全に反映された17/1期第4四半期における同社の売上総利益率は35.9%と、買収前の17/1期上期の66.9%から大きく低下している。

1人予約ランドについて、同社はその収益性を明らかにしていないものの、当センターでは、主要なコストはサーバ費用(変動費)が少しある程度で、利益率はかなり高く、ゴルフ事業における利益の中核を形成していると考えている。

一方、月刊バリューゴルフは、媒体制作費(固定費)や配送コストの負担がかかるため、その収益性は1人予約ランドよりも低いと見られ、レッスンについては、会場となるコースやレッスンプロに支払う諸費用(ほぼ変動費)が嵩むため、利益率はかなり低いと推測される。

よって、当センターでは、同社のゴルフ事業の柱は、1人予約ランドとジープが展開するゴルフ用品等の販売と判断し、その動向を中心に同事業を分析するつもりである。

◆ 広告メディア制作事業は労働集約的なビジネス

広告メディア制作事業の主なコストは、制作業務を行うスタッフの人的費用であり、固定費率が高いコスト構造となっている。また、制作量よりも制作単価の変動に収益性が左右されやすい傾向にあり、近年、情報誌(紙媒体)から情報サイト(ネット媒体)へのシフトが進行する中、同事業の利益率は低下傾向にある。同社は、求人広告の中でも単価の低いアルバイト分野から単価が高い正社員分野へのシフトを進め、収益性の改善に取り組んでいる。

◆ メディカル事業は変動費を中心としたコスト構造

メディカル事業のコストは、主に編集費、印刷費、調査費などの変動費によって構成され、部門専任の従業員は僅か1人(17/1期末)と固定費は比較的少ないコスト構造である。また、書籍の単価は、レイアウトの構成(カラーとモノクロの比率など)やページ数などによって変動し、1件当たりの収益性に影響を与えている。

◆ ES/CS サービスの料金体系

17/1 期からサービス提供を始めた職員満足度調査の料金体系は、調査対象人員 300 名までの基本料金（分析セグメント数 30）が 40 万円、対象人員を追加する場合は 1 人につき 700 円、分析セグメントを追加する場合は 1 セグメントにつき 1 万円となっている。

一方、患者満足度調査の料金体系は、入院（通院）患者数 300 名までの基本料金（分析セグメント数 30）が 15～20 万円、対象人員を追加する場合は 1 人につき 700 円、分析セグメントを追加する場合は 1 セグメントにつき 1 万円となっている。

◆ 販管費は人件費や減価償却費などの固定費が中心

販売費及び一般管理費（以下、販管費）の中心を占めるのは、従業員の給料及び手当、役員報酬、法定福利費などの人件費や、減価償却費などの固定費である。

◆ 1 人予約ランドはゴルフ場に対する B to B to C ビジネス

同社は、展開するサービスについて、そのビジネスモデルを B to C、B to B、B to B to C に大まかに分類している。そこで当センターでは、同社の主張に沿いながら、より細かいレベルで各サービスのビジネスモデルを分類してみた。

1 人予約ランドは、登録会員にとっては、手軽にゴルフ場でプレーを行えるツールであるが、ゴルフ場にとっては、コースの稼働率を維持、向上させるための販促手段と言える。同社は、1 人予約ランドの会員に対して、登録時や、予約・プレー時の料金を課しておらず、月会費や年会費も徴収していない。同社の収益は、1 人予約ランドを通じた予約サービスを契約ゴルフ場に提供する対価としての手数料のみである。よって、1 人予約ランドはゴルフ場の集客を支援する B to B to C ビジネスと言えよう。

1 人予約ランドの料金体系は、現状は 1) 完全固定料金制、2) 予約者一人当たり一定金額を受け取る完全従量料金制、3) 固定料金に加え予約者が一定数を超えた場合には追加料金を受け取るミックス型の 3 形態となっている。

サービス開始から 15 年春までは 1) の完全固定料金制だけであったが、1 人予約ランドの集客効果が向上したことから、売上高の拡大を目指して、新たな契約については同年 4 月に、2) と 3) の料金体系に移行した。その結果、1 コース当たりの売上高は大幅に上昇した模様である。

◆ **ゴルフ用品等の販売はゴルファーに対する B to C ビジネス**

ゴルフ用品等の販売は、ジープにおいて、18/1 期第 1 四半期から開始したゴルフ場内のショップ向けの商品供給 (B to B to C ビジネス) も手掛けているものの、基本的には一般ゴルファーに対する B to C ビジネスである。同社が買収する以前においてはジープの EC 比率は 50%程度であったが、同社グループに入ってそのネットビジネスのノウハウを活用した結果、足元では EC 販売が大幅に拡大しており、EC 比率が急上昇している模様である。

◆ **バリューゴルフレッスンもゴルファーに対する B to C ビジネス**

バリューゴルフレッスンの対象者は 1 人予約ランドの登録会員に限られるが、同社の契約ゴルフ場で実施されることから受講者はゴルフ場にコース利用料を含むレッスン料金を支払っている。しかしながら、料金の全額は同社の売上高に計上されることから、ゴルファーに対する B to C ビジネスである。

◆ **格安プレー券とトラベルもゴルファーに対する B to C ビジネス**

格安プレー券は、同社がゴルフ場から仕入れてゴルファーに販売している B to C ビジネスである。トラベルについても、ツアー参加者は同社が契約する旅行代理店に料金を支払うものの、同社のサービスの対象はゴルファーであるため、B to C ビジネスである。

◆ **サポートサービスはゴルフ場向けの B to B ビジネス**

サポートサービスは、一部を除いてゴルフ場に対して様々な経営サポートを行っているが、ASP サービスのように直接的な集客支援ではないため、同社では B to B ビジネスに分類している。

◆ **その他のゴルフ事業のサービスは B to B to C ビジネス**

ゴルフ事業を構成するその他のサービスはいずれも B to B to C ビジネスに分類される。

月刊バリューゴルフは、読者をゴルファーとしているが、フリーペーパーであり、その収益はゴルフ場を中心とした、消費者向けビジネスを展開する企業からの広告料によって形成されている。バリューゴルフプレミア、バリューゴルフ WEB についても、ゴルフ場を中心とした企業からの広告料収入を収益源としている。1 人予約ランド以外の ASP サービスについても基本的にはゴルフ場に対して集客支援を目的とするサービスを提供している。

◆ **広告メディア制作事業とメディカル事業は B to B ビジネス**

広告メディア制作事業とメディカル事業はいずれも B to B ビジネスに分類される。

広告メディア制作事業は情報誌・情報サイト運営会社やその広告制作会社から同社が一部の業務の受託している事業構造である。一方、メディカル事業においても、同社の顧客は書籍の一般読者ではなく、医療機関である。

以上のことから、同社が提供するサービスのビジネスモデルは、図表7のようにまとめられる。

【図表7】サービス別ビジネスモデル

セグメント	サービス	ビジネスモデル	主な顧客
ゴルフ事業	1人予約ランドなどのASPサービス	B to B to C	ゴルフ場
	サポートサービス	B to B	ゴルフ場
	月刊バリューゴルフ、バリューゴルフプレミア、バリューゴルフWEB	B to B to C	ゴルフ場、ゴルフ関連企業
	バリューゴルフレッスン、トラベル、格安プレー券	B to C	ゴルファー
	ゴルフ用品等の販売	B to C	ゴルファー
広告メディア制作事業	求人、プライダル広告分野の情報誌や情報サイトの制作受託	B to B	情報誌・情報メディア運営企業
メディカル事業	書籍出版、ES/CS調査サービス	B to B	医療機関

(出所) バリューゴルフ有価証券報告書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> 業界環境と競合

◆ 国内ゴルフ場市場は約9,000億円と言われている

同社の主力事業であるゴルフ事業の対象領域は、主として国内ゴルフ場のプレー市場と国内ゴルフ用品市場である。

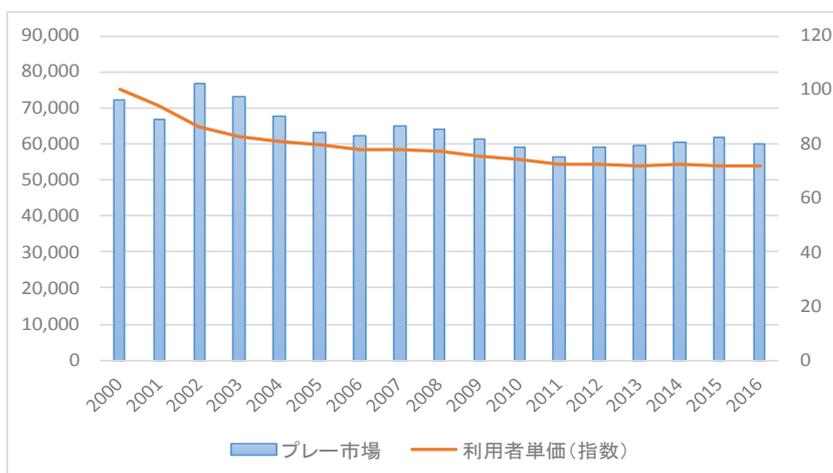
しかしながら、全国ベースでゴルフ場の売上高を毎年調査している公的な統計はなく、業界団体などの資料で数年前の概算数値が記載されている状況である。当センターで確認できた範囲では、15年2月に発表された公益社団法人日本プロゴルフ協会の経営戦略会議の資料によると、92年に1兆9,610億円であったゴルフ場市場は、13年には9,010億円に落ち込んだ模様である。また、ゴルフ人口(推定)は、94年の約1,200万人から12年には840万人に、ゴルフ用品市場は、91年の6,260億円から13年には3,400億円に減少したと記載されている。

一方、経済産業省の特定サービス産業動態統計調査では、調査対象を北海道、宮城県、東京都、愛知県、大阪府、広島県、香川県、福岡県に限定したゴルフ場の統計データを公表し続けている。全国データではないため、地域的な天候や自然災害、景況感などによる格差の影響はあるものの、業界のトレンドを知る上では参考になる。

同調査によると、利用料金収入（総売上高からキャディーフィーと食堂・売店の売上高を除いたもの）の総額は、16年で60,048百万円となっている。調査が開始された00年の72,431百万円から、02年には76,645百万円に増加したものの、利用者の減少に加えてプレー単価の下落が進行し、10年には600億円を割り込んだ。

11年には東日本大震災の発生により、一部のコースが被害を受けたほか、プレーを控える動きもみられた。プレー単価の下落は続いているものの、利用者数の増加により市場規模はその後やや回復したが、最近は一進一退の推移を続けている（図表8）。

【図表8】ゴルフ場のプレー市場の推移（単位：百万円）

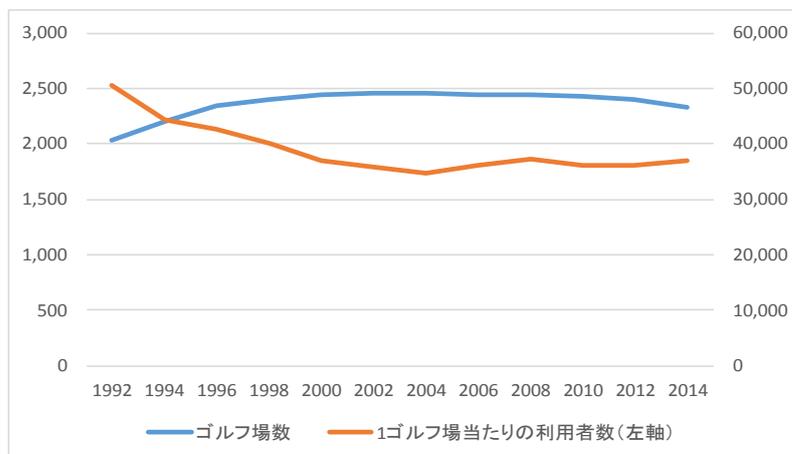


(注) 利用者単価は、利用料金収入を利用者数で控除した数値を2000年=100として指数化

(出所) 経済産業省特定サービス産業動態統計調査より証券リサーチセンター作成

◆ゴルフ場利用者の減少は同社にとってはポジティブな側面もある
 全国ゴルフ場の延べ利用者数の推移については、一般社団法人日本ゴルフ場経営者協会がデータを公表している。同協会によれば、延べ利用者数はピークであった92年度の102,325千人から14年度には86,505千人に落ち込み、1ゴルフ場当たりの利用者数は92年度の50,456人から14年度には37,031人に減少した（図表9）。同社にとって、ゴルフ場の利用者数の落ち込みは市場の縮小を意味するためネガティブと言えるが、1ゴルフ場当たりの利用者数の減少はゴルフ場による集客支援ニーズの高まりに繋がるため同社にとってはポジティブな面もある。

【 図表 9 】 ゴルフ場数と 1 ゴルフ場当たりの利用者数の推移 (単位: 人)



(注) 数値は年度ベース

(出所) 一般社団法人日本ゴルフ場経営者協会資料より証券リサーチセンター作成

◆ ゴルフに関するネット関連サービスは 3 社の争い

同社は、主力とするゴルフ事業において、インターネットメディア及びシステム提供を主な事業領域としており、主たる競合企業としては、楽天とゴルフダイジェスト・オンライン (3319 東証一部) が存在する。

楽天は、楽天 GORA というゴルフ関連のインターネットサービスを提供しており、ゴルフ場のネット予約 (1,900 コース以上に対応)、ゴルフ場やレッスン情報の提供などを行っているほか、主力事業の楽天市場においてはゴルフ用品のネット販売サービスも提供している。

一方、ゴルフダイジェスト・オンラインは、ゴルフ用品の販売を中心としたリテールビジネス、ゴルフ場予約サービス (15 年時点で海外を含めて 2,064 コースに対応) やゴルフ場向け ASP サービスなどを展開するゴルフ場ビジネス、ゴルフニュースなどのコンテンツを配信して広告料収入などを得るメディアビジネスを展開している

同社のゴルフ場の中心サービスである 1 人予約サービスについては、両社とも行っているが、1 人予約に限定した契約コースや予約エントリー数などの数値は開示されていない。同社によれば、競合 2 社の 1 人予約システムは、通常の組予約システムに 1 人予約機能を付与しただけであり、1 人予約ならではの細やかな機能に差がある。

2 社が開示している予約サービスの対応コース数についても通常の組予約ベースのコース数であり、1 人予約が可能なコース数は同社を

大幅に下回ると同社は推測している。加えて、同社の契約コース数が全て有料契約であるのに対し、2社の対応コース数の中には無料で対応しているゴルフ場も含まれていると同社では認識している。

また、1人予約ランドの特徴として、知らない者同士でも一度、一緒にプレーするとゴルフ仲間になることが多く、その後は1人予約ランドのお誘い機能を利用して再び同じ組でプレーする会員も少なからず存在している模様である。つまり、1人予約ランドはネット上だけでなく、リアルでも結びついている SNS 的なサービスであり、会員の多さとサービス開始からの期間の長さが差別化要因となり、他のサービスへの会員の流出は少ないようである。

同社によれば、2社のサービスで1人予約をしているユーザー数は同社よりも少ない模様である。結果、1人予約のエントリー数(プレー数)でも2社を大きく引き離していると同社は推測している。

◆最大の競合先はゴルフダイジェスト・オンラインと思われる

同社は、ゴルフ事業だけではなく、広告メディア制作事業、メディカル事業を兼営しており、同様の事業構成を持つ会社は見当たらない。また、現時点においては、収益の大部分はゴルフ事業に依存しており、ゴルフ事業において競争状態にある相手を同社の競合企業とみなしても差し支えないと判断した。

当センターは、ゴルフダイジェスト・オンライン(以下、GDO)が同社の最大の競合企業であると考えた。GDOの事業領域はほぼ同社と重なっており、ゴルフ用品の販売を中心としたリテールビジネス(16/12期売上高13,367百万円、セグメント利益3,175百万円)、ゴルフ場予約サービスやゴルフ場向けASPサービスを主体としたゴルフ場ビジネス(同5,105百万円、4,227百万円)の事業規模はいずれも同社のゴルフ事業(17/1期売上高1,385百万円)を大幅に上回っているからである。

ゴルフ場予約に関する数値に関しても、同社が1人予約のみで、GDOは大半が通常の組予約と想定されるという違いもあるが、いずれもGDOの数値が同社の数値を上回っている(図表10)。

GDOのゴルフ場予約サービスを利用するにはGDOクラブの会員になることが必要となるが、会員になると、ゴルフ場の予約やGDOのゴルフショップでのゴルフ用品の購入などによってポイントが付与される。GDOクラブの会員数は16年12月末時点で304万人となっており、国内ゴルファーの4割以上が会員となっている模様である。

【 図表 10 】 バリューゴルフと GDO の会員数とゴルフ場予約サービスの状況

	会員数 (万人)	予約可能コース数			ゴルフ場予約延べ利用者数 (千人)		
	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
バリューゴルフ	43	482	580	732	554	792	1,041
ゴルフダイジェスト・オンライン	304	1,935	2,064	2,000超	4,349	4,856	-

(注) バリューゴルフの数値は翌年の1月期又は翌年1月末、GDOの数値は表示年の決算期又は決算期末、バリューゴルフの会員数はジープの会員数を含む、予約可能コース数の数値は、バリューゴルフは1人予約ラウンドの契約ゴルフ場数、GDOは通常の組予約、ゴルフ場予約延べ利用者数は、バリューゴルフは1人予約ラウンドの年間エントリー数(予約不成立も含む)、GDOは実際にプレーした人数

(出所) バリューゴルフ決算説明会資料、GDO16/12期補足説明資料より証券リサーチセンター作成

また、GDOで予約してゴルフ場でプレーした人数は15年で4,856千人であり、国内ゴルフ場延べ利用者数の5.5%がGDOを通じて予約したとしている。

楽天は、国内最大級の複合型インターネットサービス会社であることから、楽天グループのゴルフサービスである楽天GORAの数値をほとんど開示していない。よって、同社の有力な競合企業であることは間違いないと見られるものの、当センターでは楽天GORAとの比較は困難であると判断した。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 水口社長が03年に始めた広告関連事業が前身

同社は、代表取締役社長である水口通夫氏が、ブライダル情報誌の広告制作受託業務及び不動産広告コンサルティング事業を目的として03年1月に設立した株式会社スリーベースが前身となっている(08年1月に吸収合併)。

◆ 創業9ヵ月目にフリーペーパーを発行してゴルフ事業を開始

スリーベースは、創業当初、水口社長の出身会社であるリクルートグループから受注した仕事に依存していたが、同社の経営陣は、下請けの地位から脱却し、市場が大きく、リクルートが手掛けていない事業を自ら運営することを模索していた。

その中で見つけ出したのが、03年10月に創刊したゴルファー向けフリーペーパー「月刊バリューゴルフ 関東版」であった。当時、同社の役職員にゴルフ情報誌を制作したことがある者はいなかったものの、有料誌との差別化が出来ていたこと、効率的な配布場所を選出したこと、情報の網羅性と新鮮度にこだわったこと等により、開始後すぐに大きな反響が得られた。

手ごたえを感じた同社は、将来の IPO を視野に入れて、04 年 2 月に株式会社バリューゴルフを設立した上で、月刊バリューゴルフ関東版の制作・発行業務をスリーベースから移管し、業務を分離した。

05 年 2 月には、「月刊バリューゴルフ 関西版」を創刊し、関東に次いでゴルフ場が集中していた関西に進出した。

同年 5 月に、Web による組単位での一般的なゴルフ場予約代行サービスを開始したものの、先行していた楽天 GORA と GDO の牙城は崩せず、半年後には撤退した。

04 年にゴルファー向けに開発した組単位の予約システムをコース事業者向けに改良し、ゴルフ場向け顧客管理・集客支援 ASP システム「リピ増くん」の提供を開始した。同システムは、07 年にモバイル版を投入するなど、ゴルフ場のニーズへの対応が良く、短期間で軌道に乗った模様である。

あるレッスンプロゴルファーから提案があり、09 年にレッスンサービスの提供を始めた。開始当初はゴルフ練習場で実施していたが、既に多くの練習場で同種のレッスンが行われていたため、集客が伸びなかった。そこで、月刊バリューゴルフに広告を掲載しているコースで、ラウンドしながら教えたり、使用していないホールを利用して同じ場所から何度も打たせたりする形式のレッスンを導入したところ、ゴルファーが飛びついた。今では練習場でのレッスンは行わず、全てゴルフコースで実施している。

◆ 10 年に開始した 1 人予約ランドが飛躍の契機に

1 組 3~4 人の組単位の予約が常識であった時代において、1 人でも予約が出来るという斬新的なアイデアをベースに ASP システムの形でゴルフ場に提供したのが、10 年 4 月に開始した「1 人予約ランド」であった。月刊バリューゴルフで宣伝し、3~4 コースでテスト運用を始めたところ、3 ヶ月目には 50 人の集客に成功し、手ごたえを感じた同社は本格展開を決定し、契約コースの開拓に乗り出した。

◆ 12 年以降は子会社の設立や M&A によるにグループ力強化に注力

12 年 3 月にインテリジェンスから求人広告制作業務を受託するにあたり、連結子会社のスクラムを設立した。

13 年 10 月にバリューメディカルの全株式を取得し、医療分野に特化した出版サービスであるメディカル事業を開始した。

16年3月、同社は東京証券取引マザーズ市場に上場した。

16年9月にジープの全株式を取得し、ゴルフ事業におけるゴルフ用品販売、特にECサービスの本格展開を開始した。

◆ 社長を始め取締役の過半がリクルートグループの出身

同社の取締役7名のうち、4名がリクルートグループでの勤務経験を有している。

同社社長の水口通夫氏は、81年に日本リクルートセンター（現リクルートホールディングス）に入社後、一貫して住宅・不動産情報誌の営業に携わり、マーケティングソリューションディビジョン長を経験した。02年に大学時代の先輩が経営する広告事業を営むフィールド社（未上場）に転職した後、03年に同社の前身となるスリーベースを設立した。

佐藤久美子取締役は、92年にリクルート（現リクルートホールディングス）に入社後、各種情報誌の営業・企画業務を経験し、水口社長の部下として働いた後、01年にフィールド社に転職、03年に水口社長と共にスリーベースの設立に参画し、取締役に就任した。

吉田一彦取締役は、84年にリクルート（現リクルートホールディングス）に入社後、住宅・不動産情報誌の営業・マーケティング業務に携わり、05年に同社に転職し、06年に取締役に就任した。

社外取締役である田中壽夫氏もリクルートグループで長期の勤務経験を持っている。

◆ 経営理念

同社は、「私たちは、フェアな経済活動を通じて常に新しい価値を創造し、社会に貢献します。私たちは、個人を尊重し、個人の可能性に期待し、個人の成長を全力で支援します」という経営理念と共に、「世の中の『したい』を具現化し、生活を豊かにする情報を発信し続けるリーディングカンパニーを目指す」という経営ビジョンを有している。

◆ 株主

17/1期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表11の通りである。

17年1月末時点において、代表取締役社長の水口通夫氏が筆頭株主であり、同氏の資産管理会社による保有分と合わせ、発行済株式総数

の 44.4%を所有する。社長の保有分（間接保有分を含む）に、佐藤久美子取締役、吉田一彦取締役、渡辺和昭取締役、岡村達也取締役、山上陽平取締役の保有分を加えると 50.5%に達している。

その他の株主には、取引先であるゼネラルアサヒと北斗社、個人投資家、金融機関、従業員持株会が名を連ね、大株主上位 11 名が 80.6%の株式を保有している。

【 図表 11 】 大株主の状況

株主（敬称略）	17年1月末時点			備考
	株数（株）	割合	順位	
水口通夫	690,600	39.80%	1	代表取締役社長
株式会社ゼネラルアサヒ	371,000	21.38%	2	
株式会社MMパートナー	80,500	4.63%	3	代表取締役社長の資産管理会社
渡邊薫	54,800	3.15%	4	
株式会社SBI証券	40,800	2.35%	5	
佐藤久美子	32,200	1.85%	6	取締役
バリューゴルフ従業員持株会	28,400	1.63%	7	
中村剛	25,000	1.44%	8	
株式会社北斗社	25,000	1.44%	8	
吉田一彦	24,800	1.42%	10	取締役
渡辺和昭	24,800	1.42%	10	取締役
(大株主上位11位)	1,397,900	80.56%	-	
発行済株式総数	1,735,100	100.00%	-	

(出所) バリューゴルフ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は 11/1 期以降の数値が開示されている。13/1 期までは同社単体の数値であるものの、連結子会社の設立や買収が比較的最近であることから、同社の営業利益率が一定のレベルを上回った 12/1 期の単体決算と 17/1 期の連結決算を用いて業績の推移を見ると、1 人予約ランドの急速な成長や 16 年 9 月に子会社化したジープの業績寄与などにより、売上高は年平均 19.4%、経常利益は同 18.6%増加した(図表 12)。

【図表 12】パリュールゴルフの業績推移

(単位: 百万円)

	11/1期単	12/1期単	13/1期単	14/1期連	15/1期連	16/1期連	17/1期連
売上高	557	654	663	757	943	997	1,586
売上総利益	—	—	—	502	591	667	742
売上総利益率	—	—	—	66.4%	62.7%	66.9%	46.8%
販売費及び一般管理費	—	—	—	481	529	537	649
販管費率	—	—	—	63.5%	56.2%	53.8%	41.0%
営業利益	—	—	—	21	61	130	92
営業利益率	—	—	—	2.9%	6.6%	13.0%	5.9%
経常利益	9	38	48	15	50	129	89
	1.6%	6.0%	7.3%	2.1%	5.3%	13.0%	5.6%
当期純利益	6	4	17	2	24	94	58
従業員数(人)	31	33	37	61	62	60	66

(注) 11/1 期から 13/1 期までは未監査

(出所) パリュールゴルフ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 17 年 1 月期決算は前期比 59.0%増収、28.5%営業減益

17/1 期決算は、売上高が前期比 59.0%増の 1,586 百万円、営業利益が同 28.5%減の 92 百万円、経常利益が同 31.2%減の 89 百万円、当期純利益が同 38.2%減の 58 百万円となった(図表 13)。

16 年 3 月 15 日に公表された期初計画に対する達成率は、売上高が 129.5%、営業利益は 41.6%、経常利益は 40.5%、当期純利益は 43.9%であった。売上高については、16 年 9 月に実施したジープの買収によって計画を大きく上回ったものの、広告メディア制作事業とメディカル事業の不振により、営業利益は大幅な計画未達を余儀なくされた。

ジープの買収による影響を織り込んで 16 年 11 月に発表された修正計画に対する達成率は、売上高が 95.1%、営業利益は 92.0%、経常利益は 85.6%、当期純利益は 89.2%であった。売上高については、ジープが 28 百万円、メディカル事業が 31 百万円、想定を下回り、計画未達の主因となった。

【 図表 13 】 17 年 1 月期の業績

(単位: 千円)

	セグメント別	16/1期	17/1期							増減率
		通期	第1四半期	第2四半期	上期	第3四半期	第4四半期	下期	通期	
売上高		997,505	234,253	268,159	502,412	477,375	606,387	1,083,762	1,586,174	59.0%
	ゴルフ	693,122	176,065	209,695	385,760	439,955	559,553	999,508	1,385,268	99.9%
	広告メディア制作	215,863	53,790	45,248	99,038	37,021	39,160	76,181	175,219	-18.8%
	メディカル	88,518	4,397	13,216	17,613	398	7,675	8,073	25,686	-71.0%
売上総利益		667,157	158,432	177,531	335,963	188,934	217,714	406,648	742,611	11.3%
売上総利益率		66.9%	67.6%	66.2%	66.9%	39.6%	35.9%	37.5%	46.8%	-
販売費及び一般管理費		537,129	156,840	131,608	288,448	183,826	177,379	361,205	649,653	20.9%
販管費率		53.8%	67.0%	49.1%	57.4%	38.5%	29.3%	33.3%	41.0%	-
営業利益		130,027	1,592	45,923	47,515	5,107	40,336	45,443	92,958	-28.5%
営業利益率		13.0%	0.7%	17.1%	9.5%	1.1%	6.7%	4.2%	5.9%	-
	ゴルフ	288,299	69,325	94,571	163,896	62,313	90,875	153,188	317,084	10.0%
	営業利益率	41.6%	39.4%	45.1%	42.5%	14.2%	16.2%	15.3%	22.9%	-
	広告メディア制作	51,272	12,480	11,054	23,534	5,641	10,190	15,831	39,365	-23.2%
		23.8%	23.2%	24.4%	23.8%	15.2%	26.0%	20.8%	22.5%	-
	メディカル	13,370	-5,243	-754	-5,997	-5,739	-2,186	-7,925	-13,922	-
		15.1%	-119.2%	-5.7%	-34.0%	-1442.0%	-28.5%	-98.2%	-54.2%	-
	調整額	-222,914	-74,970	-58,948	-133,918	-57,108	-58,542	-115,650	-249,568	-
経常利益		129,860	232	45,290	45,522	1,567	42,308	43,875	89,397	-31.2%
経常利益率		13.0%	0.1%	16.9%	9.1%	0.3%	7.0%	4.0%	5.6%	-
当期(四半期)純利益		94,288	-3,300	29,154	25,854	-3,022	35,464	32,442	58,296	-38.2%

(出所) バリューゴルフ決算短信を基に証券リサーチセンター作成

人件費の抑制などから販管費率は前期の 53.8%から 41.0%に改善したものの、物販ビジネスであるジープの買収の影響などを受けて、売上総利益率が前期の 66.9%から 46.8%に急低下したため、営業利益率の悪化を余儀なくされた。

セグメント別の業績は、ゴルフ事業が前期比 99.9%増収、10.0%営業増益、広告メディア制作事業が同 18.8%減収、23.2%営業減益、メディカル事業が同 71.0%減収、営業赤字化(16/1 期 13 百万円→17/1 期 13 百万円の損失)であった。

ゴルフ事業の売上高は、買収したジープの寄与を除くと、760 百万円(前期比 9.8%増)であった。サポートサービスにおいて、ゴルフ場の運営受託から WEB サポートへの転換を進めたことなどが影響し、期初計画(857 百万円)を下回った。各サービス別の売上高は非開示であるが、前期比では、主力サービスである 1 人予約ランドやレッスンの収入が増収をけん引した模様である。

17/1 期決算に反映されたジープの売上高 (16 年 9 月から 17 年 1 月までの 5 ヶ月分) は、624 百万円であった。有価証券報告書によると、16 年 2 月から 8 月までの売上高は 874 万円であり、単純合計すると、16 年 2 月から 17 年 1 月までの 1 年間の売上高は 1,498 百万円であった (図表 14)。

【 図表 14 】 ジープの業績推移

(単位: 千円)

	14/9期	15/9期	16年2月-8月	16年9月-17年1月	16年2月-17年1月
売上高	1,704,885	1,646,321	874,278	624,484	1,498,762
営業利益	9,292	38,161	2,876	—	—
経常利益	240,815	46,877	—	40,955	—
経常利益率	14.1%	2.8%	—	6.6%	—
当期純利益	229,167	46,137	—	48,945	—

(注) 17/1 期連結決算に加算されたのは 16 年 9 月から 17 年 1 月までの数値であり、16 年 2 月から 17 年 1 月までの数値は参考のため算出

(出所) パリューゴルフ有価証券報告書、16 年 8 月 2 日リリースを基に証券リサーチセンター作成

ゴルフ事業の営業利益は前期比 28 百万円増加したが、ジープ買収に伴うのれん償却額 (12 百万円) や取得費用など合計 32 百万円を除くと、前期比 61 百万円の増加であったと同社は説明している。連結決算に反映されたジープの経常利益 (営業利益は非開示) は 40 百万円であったが、のれん償却額や取得費用を含めると、17/1 期についての利益押し上げ効果は限定的だった。

広告メディア制作事業の売上高は、16/1 期末に獲得した制作案件が軌道に乗った一方で、期初に予定していた新ジャンル及び新メディアの受託の遅れや、主力顧客の発注方針の変更及び紙媒体から WEB 媒体へのシフトに伴う受託量及び受託単価の落ち込みにより、前期比 40 百万円の減少となった。部門従業員数の減少 (16/1 期末 28 人→17/1 期末 23 人) などによるコスト削減があったものの、営業利益は同 11 百万円減少した。

メディカル事業については、新サービスである医療機関向け ES/CS サービスに人的資源を集中させた結果、書籍の受注件数は目標を確保したものの、出版サービスの納品スケジュールに大幅な遅延が発生したため、同事業の売上高は前期比 62 百万円の大幅減少を余儀なくされた。出版サービスのコストには変動費が多く含まれているものの、売上高の大幅な減少に伴い、営業損益は同 27 百万円悪化した。

セグメント利益の調整額 (赤字額) は、各セグメントの費用に配分し

ていない全社費用であるが、上場維持費用などの増加に伴い、前期比 26 百万円増加 (セグメント利益は減少) した。

◆増資とジープの買収によって負債純資産合計は大幅に増加した

17/1 期末の負債及び純資産の合計は、新規上場時の公募増資による資本金及び資本剰余金の増加 (前期末比 437 百万円増) や、利益剰余金の増加 (同 58 百万円増)、ジープ買収などによる有利子負債の増加 (同 541 百万円増) により、16/1 期末の 505 百万円から 1,619 百万円に急増した。

資産サイドにおいては、資金調達による現金及び預金の増加 (同 439 百万円増)、ジープの買収による商品在庫の増加 (同 341 百万円増)、有形固定資産の増加 (同 31 百万円増)、のれんの増加 (同 135 百万円増) が主な変動科目となっている。

> 競合他社との比較

◆ ゴルフ場やゴルファーを主要顧客とする企業と比較

ゴルフ場やゴルファーを主要顧客とする企業として、GDO とゴルフ・ドゥを比較対象として選定した (図表 15)。なお、楽天については、ゴルフ関連ビジネスは主要事業ではないため、対象から外している。

【 図表 15 】 競合企業との財務指標比較

項目	銘柄	コード	バリューゴルフ	ゴルフダイジェスト・オンライン	ゴルフ・ドゥ
			3931	3319	3032
		直近決算期	17/1 期	16/12 期	17/3 期
規模	売上高	百万円	1,586	19,309	4,969
	経常利益	百万円	89	1,089	103
	総資産	百万円	1,619	8,712	2,564
収益性	自己資本利益率	%	12.5	11.9	13.7
	総資産経常利益率	%	8.4	12.2	4.1
	売上高営業利益率	%	5.9	5.6	2.1
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	27.9	11.2	4.8
	経常利益 (同上)	%	78.0	55.5	—
	総資産 (同上)	%	50.1	9.1	2.3
安全性	自己資本比率	%	44.1	62.2	24.6
	流動比率	%	330.4	197.7	154.3
	固定長期適合率	%	22.5	45.7	46.6

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその 3 期前との対比で算出、ゴルフダイジェスト・オンラインの 3 期前は単体の数値を使用、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) バリューゴルフ及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

規模についてはゴルフダイジェスト・オンラインがその他2社を大きく上回る。ゴルフ・ドゥとの比較では、同社の売上高や総資産の小ささが目立つが、経常利益はほぼ同水準である。

安全性に関しては、同社は自己資本比率ではゴルフダイジェスト・オンラインよりも低い位置にあるものの、流動比率や固定長期適合率では一番良好な数値を持ち、全体としてみれば、やや優位なポジションにあると言えよう。

収益性については、同社とゴルフダイジェスト・オンラインが同程度の良好な数値を示している。ゴルフ・ドゥは自己資本利益率の数値こそ良好であるが、自己資本比率の低さがその理由である。ゴルフ・ドゥは、物販ビジネスであるため、売上高営業利益率を大きく引き上げるのは難しいと考えられる。

成長性については、買収の影響もあり、同社が全ての項目で最も高い数値となった。ただ、当センターが重視している経常利益の伸び率では買収による押し上げ効果は限定的であるため、実態ベースの成長性においても同社が最も良好な数値であると言えよう。

以上のことから、全体的には、収益性、成長性で魅力的な水準にあると言えよう。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 事業者と利用者の問題を同時に解決する能力に注目

同社の知的資本の中核を形成しているのは、1人予約ランドに関連した関係資本、組織資本、人的資本であると当センターでは考えている(図表 16)。

【 図表 16 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値		
関係資本	顧客	・1人予約ランド会員数は順調に拡大している	・1人予約ランド会員数	330,939人	
		・1人予約ランドの契約ゴルフ場数も急拡大している	・1人予約ランド契約ゴルフ場数	732コース	
		・買収によってWEBショップ「ジープーズゴルフショップ」の会員を獲得した	・ジープーズゴルフショップ会員数	10万人超	
		・広告メディア制作事業の主力顧客はリクルートグループとインテリジェンス			
	ブランド	・ゴルフアークやゴルフ場において、「バリューゴルフ」や「1人予約ランド」のブランドは浸透しているが、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・月刊バリューゴルフの発行年数	14年	
			・1人予約ランドのサービス提供年数	7年	
			・1人予約ランドの年間エントリー数	1,041千件	
			・上場からの経過年数	1年	
	事業パートナー	・ゴルフ・ドゥと17年5月に販促面での業務提携を開始 ・アコーディアゴルフやゴルフ場業務基幹システムベンダー大手の三和コンピュータと1人予約ランドのシステム連携等での業務提携を開始			
	組織資本	プロセス	・ネットによる1人予約を組み合わせ、ゴルフ場の集客を支援する新しいサービスを創造したことで、事業者の課題とその顧客の悩みを同時に解決した		
			・ネットによる集客、サポートだけではなく、スタッフがゴルフ場やゴルフ練習場などに訪問して、営業やサポートを行っている		
・1人予約ランドとシナジー効果が期待できる周辺事業への進出やM&Aに注力している					
知的財産 ノウハウ		・1人予約ランドはアクティブなゴルファーのSNS的な存在となっており、ネットを通じて得られたゴルフ仲間の存在が、サービスの利用中止や他社のサービスへの乗り換えを抑制する要因となっている	・退会数 (退会率)	非開示	
人的資本	経営陣	・社長の情報誌業界において豊富な経験を有し、創業以来、同社を経営している	・社長の業界経験年数と社長就任年数	36年、14年	
		・社長を始め、取締役の過半はリクルートグループの出身			
	従業員	・ネットを利用して、事業者の課題や一般消費者の悩みを同時に解決するビジネスを生み出した創造的な社風			
		・インセンティブ制度	・ストックオプション	71,900株 (4.1%)	
		・従業員持株会	28,400株 (1.6%)		

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は17/1期または17/1期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は、取締役、監査役、社外協力者の保有分を含む

(出所) バリューゴルフ有価証券届出書、報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社の飛躍のきっかけは、ゴルフをやらない従業員が発した「なぜ1人ではゴルフの予約が出来ないのか」という疑問を出発点に、水口社長が中心になってゴルフ場の集客を支援するサービスを生み出したことにある。

1人予約ランドが始まる以前は、会員権を持たないゴルファーは、ゴルフをしたくても一緒にプレーする仲間がいなかったり、予定が合わなかったりすると、2~3人の同伴者を集められず、プレーを断念し

ていた。一方、ゴルフ場は、利用者の減少や、競争激化によるプレー料金の下落に苦しんでいた。

同社は1人でもゴルフの予約を可能とするシステムを構築し、その予約を組み合わせることで、知り合いでなくても同じ日時に同じ組でプレーするゴルファーのグループを生みだし、ゴルフ場から紹介フィーを受け取る新サービスを創造した。

事業者の課題とその顧客の悩みを同時に解決した同社の能力は、ゴルファー向けのフリーペーパービジネスを通じて培われたものと考えられるが、当センターではゴルフ事業以外にも応用できる可能性があると考えており、同社の今後の事業展開に注目している。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は現時点では環境に対する対外的な活動を行っていないものの、フリーペーパーや書籍、各種情報誌などの紙媒体の制作や出版にかかわっているため、将来的には緑化運動に取り組みたいとしている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は企業の重要な使命として、雇用の確保と拡大を挙げている。そのためには、様々な新サービスを生みだしたいとしている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、取締役7名(うち、社外取締役は1名)で構成されている。

社外取締役の田中壽夫氏は、リクルートグループで長年の経営経験を持っている。自ら設立した株式会社フューチャートの相談役を兼任しており、15年11月から同社の社外取締役に就任している。

監査役会は、監査役3名(うち、社外監査役は2名)で構成されている。常勤監査役の志治正紀氏は同社の元関西支社長である。社外監査役の栗原章氏は公認会計士であり、辻広司氏は弁護士である。

17年1月期の株主総会招集通知によれば、17/1期に開催された16回の取締役会において、田中取締役は14回、栗原監査役と辻監査役は全16回に出席した。17/1期中に開催された13回の監査役会においては、栗原監査役と辻監査役は全13回に出席しており、経営監視体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 周辺事業の収益力の向上

同社の各事業別の業績推移を見ると、ゴルフ事業は1人予約ランドの拡大と共に増収増益を継続している一方、広告メディア制作事業は15/1期をピークに減収減益を継続し、14/1期に立ち上げたメディカル事業は過去4期中、直近の17/1期を含め3期で赤字となっている。

主力事業であるゴルフ事業が堅調であるため、2つの周辺事業の不振はある程度カバーされているものの、同社の企業規模では、周辺事業であっても不振事業の存在は会社全体の成長力を抑制する要因として大きな問題であり、その収益力の向上は喫緊の課題である。

◆ ゴルフ事業における収益源の多様化

同社は、ゴルフ事業において、多種多様なサービスを提供しているが、その中心はゴルフ場から徴収する各種手数料である。その原資は、コースを利用するゴルファーから受け取るプレー料金であるため、ゴルフ場からの収入であっても間接的にはゴルファーから収益を得ていることになるが、ゴルフ市場全体を見れば、ゴルファーから直接的に収益を得るルートを持つ意味は大きい。

ゴルファーが支払う料金の全額を同社の売上高として計上するものの中では、レッスンサービスが順調に拡大してきているものの、その収入金額やゴルフ事業の売上高に占める比率はまだ大きくはない。ゴルフ事業において、ゴルファーから直接収益を得る仕組みを強化することは、事業の拡大に寄与するだけでなく収益源の多様化にも繋がるため、同社にとって大きな課題の一つと言える。

◆ 若者層を取り込む商品やサービスの開発

同社は、1人予約ランドを利用するアクティブなシニア層を中心とした30万人を超えるゴルファーの会員基盤を強みとしているが、裏を返せば、30代以下のサービス利用者が少ない点に課題を抱えている。

同社の有価証券届出書では、15年10月時点の1人予約ランドの登録会員数の年齢分布状況によると、当時の22.0万人の会員数の内、50代以上の比率が63.7%に達するのに対し、30代以下の比率は8.4%に過ぎず、当センターでは、長い目で見れば、現時点から若者層を取り込む商品やサービスの開発にも取り組むべきと考えている。

> 今後の事業戦略

◆ 1人予約ランドへの積極投資

同社は、ゴルフ事業の中核サービスである1人予約ランドの強化を続ける方針を打ち出している。これまでは、契約ゴルフ場数の増強に重

点を置いていたが、18/1 期においては、契約ゴルフ場数の増強に加え、登録会員数の拡充にも注力して、1 人予約ランドを通じた年間エントリー数の伸びを加速させる計画を公表している。なお、同社は長期的な目標として、1 人予約ランドの契約ゴルフ場数は 1,800 コース、登録会員数は 100 万人を掲げている。

会員数を増やため、同社は買収したジープが保有する EC 会員を 1 人予約ランドに誘導するほか、17 年 5 月に提携したゴルフ・ドウのオンラインショップでバナー広告を掲載すると共に、その直営店舗で定期的にチラシを配布するとしている。

◆ ゴルフ事業における EC 売上の拡大

同社は、16 年 9 月にゴルフ用品を販売するジープを子会社化し、ゴルフ事業のサービスラインナップの充実を図った。ジープの売上高の約半分は EC 売上である模様だが、1 人予約ランドの会員へのマーケティングを強化するほか、商品の品揃えを拡充するなど、EC 売上が飛躍的に拡大することを目指している。

◆ 高単価商品への注力等による広告メディア制作事業の収益改善

高単価商品である新メディアとの取引拡大を目指し、同社は広告メディア制作事業の制作スタッフの研修を強化してきた。結果として、求人広告分野において、アルバイト情報から正社員情報に中心領域をシフトし、収益性の改善を図る方針である。また、新ジャンルの開拓も狙っており、業務の受託量の増加にも注力している。

◆ 新サービスの貢献などによるメディカル事業の黒字化

17/1 期は赤字であったメディカル事業においては、納品が遅れていた出版サービスを正常化させると共に、17/1 期第 2 四半期より開始した ES/CS サービスを軌道に乗せ、同事業の黒字化を目指している。

同社は健康・未病に関連した新サービスへの展開を表明していたが、プライベートメディカルパートナーズ株式会社(未上場)と 17 年 4 月に法人代理店契約を締結し、がん予防メディカルクラブ「まも〜る」の会員募集を開始すると発表した。同サービスの 18/1 期業績へ与える影響について開示はないが、大きな寄与はないものと見られる。

◆ ユーザーとメディアの相互活用によるグループシナジーの追求

ユーザー層が重なるゴルフ事業の会員をメディカル事業へ誘導する施策を検討しているほか、広告メディア制作事業のメディア制作のノウハウや人材を他の 2 事業でも活用するなど、グループ間のシナジー効果を追求するグループ戦略を推進したいとしている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 17 のようにまとめられる。

【 図表 17 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 30万人を超えるアクティブで健康的なシニア層を中心とする1人予約ランドのWeb会員 ・ 1人予約サービスの対応ゴルフ場数で業界トップクラスの契約数を誇る ・ ネットとリアルを複合的に活用してビジネスを構築する能力 ・ 事業者の課題とその顧客の悩みを同時に解決し、新しいサービスを創造する能力
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ ゴルフ事業以外の事業は足元で苦戦している ・ ゴルフ場に収益の大部分を依存している ・ 商品やサービスの利用者が40代以上に偏っており、若者層の取り込みが出来ていない ・ 事業規模は競合企業よりも小さい
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 1人予約ランドの会員数と契約ゴルフ場数はまだ拡大余地が大きい ・ ゴルフ事業の中での商品やサービスの充実 ・ シニア層に向けた新サービスの創出
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 少子高齢化によるゴルファー人口やプレー回数の大幅な減少 ・ 天候、気候変動及び自然災害によるゴルフ場の閉鎖や利用者の落ち込み ・ 広告メディア制作事業における大手顧客の外注政策の変更

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 1人予約ランドの強化は成果を上げると見られる

同社は1人予約ランドへの積極投資を継続する戦略を採っているが、当センターでもこの方針を評価している。1人予約ランドは会員数と契約コース数をバランス良く増やすことで、予約エントリー数の拡大につながられるサービスである。17/1期下期以降の会員数の増強策が効果を上げてくると、ゴルフ場の新規契約にも好影響が及ぶほか、既存の契約ゴルフ場においても、1人予約ランドの利用を増やす動きが出てくると予想され、両面で同サービスの成長を支えるであろう。

◆ ゴルフ事業における EC 売上の拡大は課題の解決に寄与

当センターは、ゴルフ場に収益の大部分を依存しているゴルフ事業の収益源を多様化させることが同社の課題と認識している。ゴルフ用品を販売するジープ買収の意義は、ゴルフのプレー市場に大きく依存していた同事業の領域を、ゴルフ用品の小売市場にも広げたことだけではなく、ゴルファーから直接、料金を徴収し、売上高に計上できる点において、収益源の多様化につながることにもある。よって、当センターは今回の買収を同社の課題の解決に寄与するものとして高く評価しており、両社のシナジー効果による EC 販売の更なる拡大に期待している。

◆ **グループシナジーの追求と若者層の取り込みの両立が必要**

同社はグループ間のシナジーを追求する方針から、メディカル事業を始め、シニア層をターゲットユーザーとする新規事業への展開を強化する方針を採っている。1人の会員を2つ以上のサービスのユーザーに出来れば、会員1人当たりの売上高を高められるため、当センターでもグループ間のシナジーを追求すべきだと考えているものの、同社の戦略がシニア層の会員基盤の活用に軸足を置き過ぎていると感じている。

シニア層の会員は消費意欲が高く、魅力的なユーザーである一方で、収益に貢献する期間が短い場合もあるのではないかと思われる。よって、シニア層に注力するだけでなく、若者層を取り込む商品やサービスの開発を通じて、会員数の拡大と年齢層の分散にも配慮すべきではないかと当センターでは考えている。

> **今後の業績見通し**

◆ **18年1月期会社計画は69.8%増収、72.5%営業増益**

18/1期の会社計画は、売上高 2,693 百万円（前期比 69.8%増）、営業利益 160 百万円（同 72.5%増）、経常利益 148 百万円（同 65.8%増）、当期純利益 100 百万円（同 72.7%増）である（図表 18）。

【図表 18】バリューゴルフの過去の業績と 18 年 1 月期の計画

(単位: 百万円)

	セグメント別	15/1期	16/1期	17/1期	18/1期	
		実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		943	997	1,586	2,693	69.8%
	ゴルフ事業	651	693	1,385	—	—
	広告メディア制作事業	254	215	175	—	—
	メディカル事業	37	88	25	—	—
売上総利益		591	667	742	—	—
売上総利益率		62.7%	66.9%	46.8%	—	—
販売費及び一般管理費		529	537	649	—	—
販管費率		56.2%	53.8%	41.0%	—	—
営業利益		61	130	92	160	72.5%
営業利益率		6.6%	13.0%	5.9%	6.0%	—
	ゴルフ事業	192	288	317	—	—
	広告メディア制作事業	76	51	39	—	—
	メディカル事業	-5	13	-13	—	—
	調整額	-201	-222	-249	—	—
経常利益		50	129	89	148	65.8%
経常利益率		5.3%	13.0%	5.6%	5.5%	—
当期純利益		24	94	58	100	72.7%

(出所) バリューゴルフ有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

1人予約ランドの KPI (期末契約ゴルフ場数、期末登録会員数、期中エントリー数) の計画値のほかには期初予想の前提は開示されておらず、セグメント別の業績予想も不明である (図表 19)。

【 図表 19 】 1人予約ランドの KPI の会社計画

	15/1期	16/1期	17/1期	18/1期会社計画
期末契約ゴルフ場数 (コース)	482	580	732	900
純増数 (同上)	89	98	152	168
期末登録会員数 (千人)	160	238	331	450
純増数 (同上)	65	78	93	119
年間予約エントリー数 (千件)	554	792	1,041	1,350

(出所) バリューゴルフ決算説明会資料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の業績予想

当センターでは、同社の 18/1 期業績を、売上高 2,854 百万円 (前期比 79.9%増)、営業利益 191 百万円 (同 105.5%増)、経常利益 182 百万円 (同 103.6%増)、当期純利益 134 百万円 (同 130.2%増) と予想する (図表 20)。

会社計画に対しては、売上高は 161 百万円、営業利益は 31 百万円上回ると見込んでいる。

セグメント別には、ゴルフ事業は前期比 88.7%増収、28.7%営業増益と予想した。1) ジープの業績が 12 ヶ月反映されることや、2) 買収後、ゴルフ用品の EC 売上高が拡大していると思われること、3) 1人予約ランドを中心に単体のサービスも順調に拡大すると想定したことから、売上高については大幅に増加すると見込んだ。

一方、営業利益率については、単体のゴルフ事業に比べて収益性が低いジープの売上高構成比が大きく上昇することや、単体のゴルフ事業において人員を増強すると見られることから、17/1 期の 22.9%から 15.6%に低下すると予想した。

広告メディア制作事業は、事業環境は依然として厳しいものの、単価の高い新規媒体向けの売上増加を背景に、前期比 2.7%増収、1.6%営業増益と見込んだ。

メディカル事業は、17/1 期の受注高 (49 百万円、前期比 124.2%増) と、17/1 期末の受注残高 (41 百万円、前期末比 148.4%増) が大幅に回復したことを受けて、売上高は前期比 133.6%増加し、営業損益は 17/1 期の 13 百万円の赤字から 3 百万円の黒字に転換すると予想した。

【 図表 20 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位: 百万円)

	16/1期	17/1期	18/1期CE	18/1期E	19/1期E	20/1期E
損益計算書						
売上高	997	1,586	2,693	2,854	3,221	3,532
前期比	5.7%	59.0%	69.8%	79.9%	12.9%	9.7%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
ゴルフ事業	693	1,385	-	2,614	2,966	3,262
広告メディア制作事業	215	175	-	180	190	200
メディカル事業	88	25	-	60	65	70
営業利益	130	92	160	191	239	279
前期比	110.2%	-28.5%	72.5%	105.5%	25.1%	16.7%
営業利益率	13.0%	5.9%	5.9%	6.7%	7.4%	7.9%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
ゴルフ事業	288	317	-	408	460	504
広告メディア制作事業	51	39	-	40	45	50
メディカル事業	13	-13	-	3	4	5
調整額	-222	-249	-	-260	-270	-280
経常利益	129	89	148	182	232	273
前期比	158.0%	-31.2%	65.8%	103.6%	27.5%	17.7%
経常利益率	12.9%	5.6%	5.5%	6.4%	7.2%	7.7%
当期純利益	94	58	100	134	170	199
前期比	281.5%	-38.2%	72.7%	130.2%	26.7%	17.1%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) バリューゴルフ決算短信を基に証券リサーチセンター作成

19/1 期は、前期比 12.9%増収、25.1%営業増益と見込んだ。

セグメント別には、ゴルフ事業については、1 人予約ランドとジープの EC 販売を中心とした売上高の拡大により、前期比 13.5%増収、12.7%営業増益と予想した。

広告メディア制作事業については、新媒体向けの売上高の拡大が続き、前期比 5.6%増収、12.5%営業増益と見込んだ。一方、メディカル事業については、ES/CS 調査サービスが徐々に契約を増やすと考え、前期比 8.3%増収、33.3%営業増益と予想した。

20/1 期は、前期比 9.7%増収、16.7%営業増益と見込んだ。

セグメント別には、19/1 期と同様な理由に基づいて、ゴルフ事業については、前期比 10.0%増収、9.6%営業増益と、広告メディア制作事業は、前期比 5.3%増収、11.1%営業増益と、メディカル事業については、前期比 7.7%増収、25.0%営業増益と予想した。

【 図表 21 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位: 百万円)

	16/1期	17/1期	18/1期CE	18/1期E	19/1期E	20/1期E
貸借対照表						
現預金	305	745		732	772	862
売掛金	145	210		227	245	259
商品	0	342		399	456	502
その他	7	48		73	71	68
流動資産	459	1,346		1,432	1,545	1,692
有形固定資産	7	38		35	27	19
無形固定資産	13	165		118	85	53
投資その他の資産	23	65		65	65	65
固定資産	44	269		218	178	138
繰延資産	1	3		1	0	0
資産合計	505	1,619		1,652	1,723	1,830
買掛金	41	79		86	94	100
短期借入金	—	100		100	100	100
1年内償還予定の社債	30	20		20	10	—
1年内返済予定の長期借入金	32	86		94	94	83
その他	94	121		119	127	134
流動負債	197	407		421	426	418
社債	50	30		10	0	0
長期借入金	36	454		359	265	181
その他	3	14		14	14	14
固定負債	90	498		384	279	195
純資産合計	217	713		847	1,017	1,216
(自己資本)	217	713		847	1,017	1,216
(非支配株主持分+新株予約権)	0	0		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	129	89		182	232	273
減価償却費	14	13		13	14	13
のれん償却額	—	12		29	29	29
売上債権の増減額 (—は増加)	-46	23		-17	-17	-14
棚卸資産の増減額 (—は増加)	2	-5		-57	-57	-45
仕入債務の増減額 (—は減少)	6	-33		7	7	6
その他	-11	-47		0	0	0
法人税等の支払額	-32	-30		-49	-54	-67
営業活動によるキャッシュ・フロー	63	22		107	154	194
有形固定資産の取得による支出	0	-0		-4	0	0
無形固定資産の取得による支出	0	—		-10	0	0
その他	9	236		0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	8	235		-14	0	0
短期借入金の増減額 (—は減少)	—	-409		0	0	0
長期借入金の増減額 (—は減少)	-66	178		-86	-94	-94
株式発行による収入	—	427		0	0	0
社債の償還による支出	-36	-30		-20	-20	-10
その他	—	3		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-102	170		-106	-114	-104
現金及び現金同等物に係る換算差額	—	10		0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (—は減少)	-31	439		-13	39	89
現金及び現金同等物の期首残高	306	275		715	702	742
現金及び現金同等物の期末残高	275	715		702	742	832

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) パリューゴルフ決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点**◆ 当面は配当が見送られる公算が大きい**

同社は、未だ成長段階にあるとの認識の下、経営基盤強化を目的とした内部留保の充実を図るため、創業以来、無配を継続している。

将来的には、事業拡大に必要な内部留保とのバランスを考えながら、株主への利益還元を検討する方針を持っているものの、配当を実施する条件となる内部留保の水準や財務指標は公表しておらず、配当というかたちでの株主への還元は、しばらくは見送られる公算が大きいと予想される。

◆ 収益の大部分はゴルフ場から得ている

同社が主力とするゴルフ事業の中でも、ASP サービス、広告・プロモーションサービス、サポートサービスのほとんどは、ゴルフ場から収益を得ている。ゴルフ場の中には経営環境が厳しい企業もあり、一時よりは減少したものの、今後も破綻に追い込まれる企業が出てくると見られ、ゴルフ場への過度な依存には与信面でリスクが存在する。

また、1人予約ランドを中心に、同社は多くのゴルフ場にサービスを提供することで顧客の分散を図っているが、ゴルフはレジャー、スポーツ産業のなかでも料金が高額であるため、景気の影響を受けるほか、大きな事件や自然災害などがあつた際は、自粛ムードの広がりから利用が手控ええられる可能性もあろう。

◆ 広告メディア制作事業は少数の大手顧客に依存している

広告メディア制作事業は、情報誌発行企業などの少数の大手企業を顧客としており、同社では相手先との長期的な信頼関係の構築に努めている。しかしながら、同事業の中心となっている求人・ブライダル分野における広告の減少や、情報誌の廃刊、雑誌からネットへの急速な移行、外注業者への発注比率の引下げ、事業再編などが起こつた場合は同社の業績に悪影響を及ぼす可能性があり、注意が必要である。

◆ ゴルファー人口やゴルフ場総利用者数は将来減少が予想される

年齢を重ねてもプレーが出来るため、ゴルフは幅広い層に浸透しているスポーツであるが、結果として、ゴルファーにおいても高齢者の比率が高まっており、業界では、「2020年問題」と称して、70歳を超えた団塊の世代がゴルフから大量に引退することが懸念されている。

少子化によって、ゴルフを始める若者も減少しているため、近年はほぼ横ばいで推移していたゴルファー人口やゴルフ場の総利用者数は長期的には減少する可能性が高いと見られる。

同社においてもゴルファー人口やゴルフ場の総利用者数の減少はマ

マーケットの縮小に繋がるためネガティブな要因となる。しかしながら、市場が縮小する環境においては、顧客であるゴルフ場が販売促進を強化すると予想される。よって、ゴルフ場が、同社の1人予約ランドに対して提供する予約枠を拡大したり、同社の提供する他のサービスの利用を増やしたりする可能性も増すと考えられるため、ポジティブな面も出てくると想定される。

どちらの面が強くなるかは、市場の縮小のスピードと同社のサービスの優位性のバランスで決まると見られ、当センターではその動向を注意深く見守っていくつもりである。

◆ 下期にやや収益が偏るゴルフ事業の季節性

同社全体、特にゴルフ事業の収益の柱である1人予約ランドの売上高には、ゴルフ場が集客に苦勞する時期に需要の山が来るが季節性がある。これは、契約ゴルフ場の中には、常に一定規模の枠を1人予約ランドに提供するコースだけではなく、通常の方法だけでは予約が入りにくい5月の連休、8月、年末年始を中心に1人予約ランドに提供する枠を増やしているコースが少なからず存在しているためである。

ゴルファーが暑さでプレーを控える8月と、家族と過ごす時間が増える5月の連休や年末年始はゴルフ場にとっては閑散期となるが、同社にとっては繁忙期になるという逆の季節性が同社には生じている。

16/1期においては、ゴルフ事業における下期の売上高と営業利益の構成比は、53.5%と59.1%であった。上期末よりも下期末の1人予約ランドの会員数や契約ゴルフ場数が多い影響も多少はあるものの、基本的には季節性によるものと同社では説明している(図表22)。

【図表22】ゴルフ事業の半期ベースの業績推移

(単位:千円)

	期			期			期(買収影響除)		
	上期	下期	通期	上期	下期	通期	上期	下期	通期
売上高	322,171	370,951	693,122	385,760	999,508	1,385,268	385,760	375,024	760,784
構成比	46.5%	53.5%	100.0%	27.8%	72.2%	100.0%	50.7%	49.3%	100.0%
営業利益	117,870	170,429	288,299	163,896	153,188	317,084	163,896	144,557	308,453
構成比	40.9%	59.1%	100.0%	51.7%	48.3%	22.9%	53.1%	46.9%	100.0%

(注) ジープ買収の影響を除く17/1期の営業利益は、ジープの営業利益が開示されていないため、近似値としてジープの経常利益を控除し、買収費用やのれん償却額を加算して試算

(出所) パリューゴルフ決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

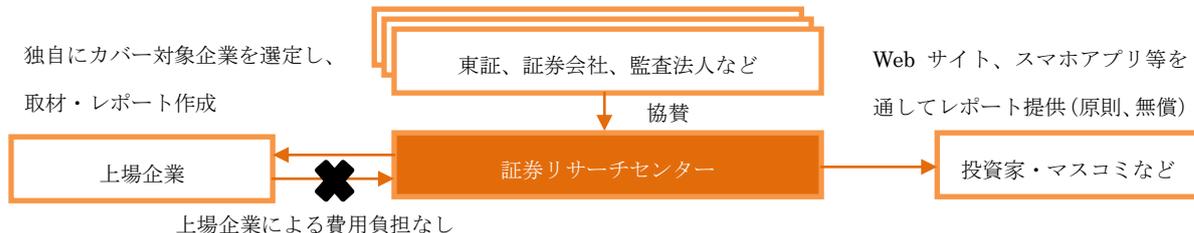
17/1期においては、ジープの買収による影響を除いて試算した数値ではむしろ上期の売上高と営業利益の構成比がやや高くなっている。こ

これは、1人予約ランドにおける下期偏重の季節性は依然としてあるものの、戦略の見直しにより、17/1期に大幅減収となったサポートサービスの売上高が上期に対して下期に更に落ち込んだことなどが影響したものと見られる。

ゴルフ事業の収益がやや下期に偏る季節性は、1人予約ランドに比べて需要の変動が少ないと見られるジープの子会社化により多少軽減すると考えられるが、その程度が確認できるまでは注意を継続すべきであろう。

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。



■ 協賛会員

(協賛)			
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	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	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		

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

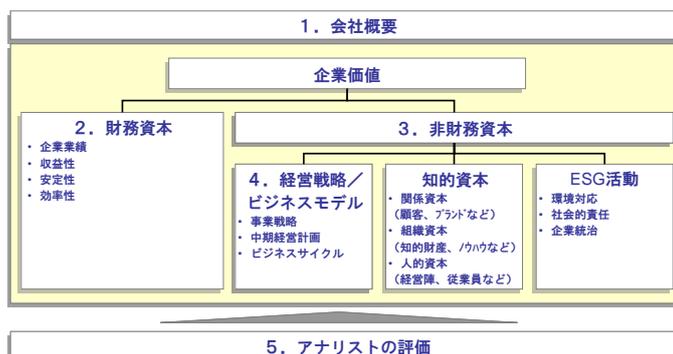
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、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。