

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

アップデート・レポート
2018年5月18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 20180515

バリューゴルフ (3931 東証マザーズ)

発行日:2018/5/18

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 買収したゴルフ用品販売子会社が業績の大幅回復をけん引した

> 要旨

◆ ゴルファーのプレー予約マッチングサービス等を展開

- ・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ゴルフ用品等の販売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。

◆ 18年1月期決算は96%増収、78%営業増益

- ・18/1期決算は、96.1%増収、77.7%営業増益、72.9%経常増益であった。広告メディア制作事業の苦戦は続いたものの、16年9月に買収したゴルフ用品等の販売子会社ジープの貢献などにより、前期に落ち込んだ営業利益は急回復した。

◆ 19年1月期の会社計画は12%増収、30%営業増益

- ・19/1期について同社は、1人予約ランドやジープの成長などを背景に、11.8%増収、30.4%営業増益を計画している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、全事業の売上高予想を減額したことや、広告メディア制作事業の営業利益を大幅に減額したことから、19/1期の業績予想を見直し、売上高は3,756百万円→3,588万円(前期比15.4%増)に、営業利益は239百万円→218百万円(同32.0%増)に引き下げた。

◆ 19年1月期以降も営業増益が継続すると予想

- ・当センターでは、1人予約ランドなどの単体ゴルフ事業とジープが成長の両輪になると想定し、20/1期は前期比18.4%、21/1期は同14.0%の営業増益を予想している。

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】

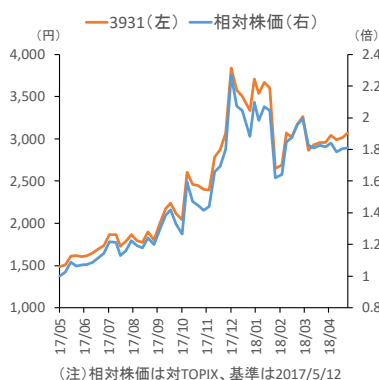
	2018/5/11
株価(円)	3,065
発行済株式数(株)	1,791,600
時価総額(百万円)	5,491

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	38.1	30.6	25.9
PBR(倍)	6.2	5.2	4.3
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(%)	2.5	0.7	89.4
対TOPIX(%)	1.5	-0.8	65.5

【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)
2017/1	1,586	59.0	92	-28.5	89	-31.2	58	-38.2	34.3	411.2	0.0
2018/1	3,110	96.1	165	77.7	154	72.9	139	139.7	80.5	492.2	0.0
2019/1 CE	3,478	11.8	215	30.4	203	31.6	175	25.4	97.8	—	0.0
2019/1 E	3,588	15.4	218	32.0	209	35.3	179	28.2	100.0	592.2	0.0
2020/1 E	3,907	8.9	258	18.4	252	20.6	212	18.5	118.5	710.7	0.0
2021/1 E	4,213	7.8	294	14.0	289	14.7	241	13.6	134.6	845.2	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/16

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 事業内容

◆ ゴルフ事業が9割以上を占める事業構成

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」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としている。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も兼営している。

18/1期の売上高構成比は、ゴルフ事業93.7%、広告メディア制作事業3.9%、メディカル事業2.4%であり、ゴルフ事業が全体の9割以上を占めている(図表1)。

【図表1】バリューゴルフの18年1月期のセグメント別業績(単位:千円)

	セグメント別	17/1期		18/1期	
				増減率	構成比
売上高		1,586,174	3,110,400	96.1%	100.0%
	ゴルフ	1,385,268	2,912,782	110.3%	93.7%
	広告メディア制作	175,219	121,707	-30.5%	3.9%
	メディカル	25,686	75,910	195.5%	2.4%
営業利益		92,958	165,182	77.7%	100.0%
営業利益率		5.9%	5.3%	-	-
	ゴルフ	317,084	415,713	31.1%	94.9%
	広告メディア制作	39,365	17,552	-55.4%	4.0%
	メディカル	-13,922	4,590	-	1.1%
	調整額	-249,568	-272,673	-	-

(注) 営業利益の構成比は調整額控除前

(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

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) ゴルフ場やゴルフ関連企業向けが中心の広告・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^注となっている。

(注) 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4割弱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。

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」「インドアレッスン」「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回の発行で、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、広告料を収益源としている。

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。

インドアレッスンは、17年9月に株式会社ゴルフスタジアムから事業譲受したインドアゴルフスクール事業であり、「バリューゴルフ大崎」として営業を開始した。取得額は15百万円であり、のれん(負ののれん)は発生していない。16/8期における譲受事業の売上高は107百万円である。18/1期には5カ月間の業績が連結決算に反映されているが、少額であるため金額は開示されていない。

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のイベントや旅行であり、同社のサイト等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、利用したいゴルフ場の会員（メンバー）でないのなら、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が、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る。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いない、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、そのコースのメンバーに知り合いがいない、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。

18/1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が900コース、登録会員数が425,109人、年間エントリー数が1,308千件であり、過去数期間、着実に増加している(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	18/1期
期末契約ゴルフ場数(コース)	36	185	289	393	482	580	732	900
純増数(同上)	—	149	104	104	89	98	152	168
期末登録会員数(千人)	2	14	50	95	160	238	331	425
純増数(同上)	—	12	36	45	65	78	93	94
年間予約エントリー数(千件)	—	—	145	348	554	792	1,041	1,308

参考	10年度	11年度	12年度	13年度	14年度	15年度	16年度	17年度
期末全国ゴルフ場数(コース)	—	—	2,408	2,389	2,336	2,317	2,282	—
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	85,744	—

(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

◆ ジープによるゴルフ用品等の販売が同社の中核事業になった

ジープは、並行輸入ゴルフクラブ販売のパイオニア的存在であり、WEB ショップ「ジーパズ ゴルフショップ(以下、ジーパズ)」と店舗(新橋と葛西の2店)の流通チャネルを持っている。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。

約10万人のジーパズ会員を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16年9月にジープの全株式を取得した(取得額159百万円、のれん金額147百万円、5年の均等償却)。買収前のジープの業績については、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(図表3)。

【 図表 3 】 ジープの業績推移

(単位:千円)

	14/9期	15/9期	16年2月	16年9月	16年2月	18/1期	
	通期	通期	-8月	-17年1月	-17年1月	通期	増減率
売上高	1,704,885	1,646,321	874,278	624,484	1,498,762	2,092,388	39.6%
営業利益	9,292	38,161	2,876	—	—	—	—
経常利益	240,815	46,877	—	40,955	—	132,006	—
経常利益率	14.1%	2.8%	—	6.6%	—	6.3%	—
当期純利益	229,167	46,137	—	48,945	—	141,300	—

(注) 17/1 期連結決算に反映されたのは 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) バ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

17/1 期においては、16 年 9 月から 17 年 1 月までのジープの業績（売上高 624 百万円、経常利益 40 百万円、当期純利益 48 百万円）が連結決算に加算された一方、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。

通期で貢献した 18/1 期において、ジープはゴルフ事業の売上高の 71.8%、連結売上高の 67.3%を占める同社の中核子会社となった。買収後のジープの業績は、同社による支援が奏功し、EC 販売を中心に急速な拡大を見せている。

◆ 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、同社と連結子会社スクラムが、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、パーソルホールディングス（2181 東証一部）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。

主な受託媒体では、リクルートグループが発行・運営するものとしては、「リクナビ NEXT」、「ゼクシィ」、「ゼクシィ net」が、インテリジェンスが発行・運営するものとしては、「DODA」が挙げられる。

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おり、特定顧客への販売実績の総売上高に対する割合が 16/1 期まで開示されていた（図表 4）。17/1 期以降では、ジープを買収した影響

により総売上高の 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 4 】 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、連結子会社バリューメディカルが、地域の医療機関の取り組みなどを紹介した書籍を発行する事業である。発行部数の大半は、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。

新サービスである医療機関向けの従業員/顧客（患者）満足度調査「ES/PS 調査サービス」は、18/1 期から売上高が計上されている。

> **SWOT分析**

◆ **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 5 のようにまとめられる。前回までは、ゴルフ場に収益の大部分を依存しているという点を弱みに挙げていたが、18/1 期において、不特定多数のゴルファーを顧客とするジープの業績が同社グループの過半を占める状態となったことを受けて、この点を削除した。

【 図表 5 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 40万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の収益は近年低迷している ・ 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的大幅な減少 ・ 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

> 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

同社の競争力を知的資本の観点から分析した結果について、KPI の数値を中心にアップデートした(図表 6)。

【図表 6】知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値(前回)	数値(今回)	
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	425,109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	900コース
		・買取によって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	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	・ゴルフアワード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	15年
			・1人予約ランドのサービス提供年数	7年	8年
			・1人予約ランドのエントリー数	1,041千件	1,308千件
			・上場からの経過年数	1年	2年
	事業パートナー	・ゴルフ・ドットと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が存在が、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	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	37年、15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%)	15,400株(0.9%)
		・従業員持株会	28,400株(1.6%)	開示対象外	

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 17/1 期または 17/1 期末、今回は 18/1 期または 18/1 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率

(出所) バリューゴルフ有価証券報告書、四半期報告書、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、人的資本であると証券リサーチセンター(以下、当センター)では考えている。1人予約ランドの提供によって、事業者の課題と利用者の悩みを同時に解決した同社の能力を当センターは高く評価しており、ゴルフ事業以外への応用についても期待している。

> 決算概要

◆ 18年1月期は96%増収、78%営業増益、73%経常増益

18/1期決算は、売上高3,110百万円(前期比96.1%増)、営業利益165百万円(同77.7%増)、経常利益154百万円(同72.9%増)、当期純利益139百万円(同139.7%増)であった(図表7)。

【 図表 7 】 18 年 1 月期の業績

(単位:千円)

	セグメント別	17/1期		18/1期									
		通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		1,586,174	59.0%	726,645	824,412	1,551,057	208.7%	765,493	793,850	1,559,343	43.9%	3,110,400	96.1%
	ゴルフ	1,385,268	99.9%	686,441	761,015	1,447,456	275.2%	732,212	733,114	1,465,326	46.6%	2,912,782	110.3%
	広告メディア制作	175,219	-18.8%	38,923	32,735	71,658	-27.6%	24,605	25,444	50,049	-34.3%	121,707	-30.5%
	メディカル	25,686	-71.0%	1,281	30,661	31,942	81.4%	8,676	35,292	43,968	444.6%	75,910	195.5%
売上総利益		742,611	11.3%	222,307	262,875	485,182	44.4%	231,905	263,076	494,981	21.7%	980,163	32.0%
売上総利益率		46.8%	-	30.6%	31.9%	31.3%	-	30.3%	33.1%	31.7%	-	31.5%	-
販売費及び一般管理費		649,653	20.9%	196,690	203,412	400,102	38.7%	200,352	214,527	414,879	14.9%	814,981	25.4%
販管費率		41.0%	-	27.1%	24.7%	25.8%	-	26.2%	27.0%	26.6%	-	26.2%	-
営業利益		92,958	-28.5%	25,616	59,464	85,080	79.1%	31,552	48,550	80,102	76.3%	165,182	77.7%
営業利益率		5.9%	-	3.5%	7.2%	5.5%	-	4.1%	6.1%	5.1%	-	5.3%	-
	ゴルフ	317,084	10.0%	92,882	117,500	210,382	28.4%	100,155	105,176	205,331	34.0%	415,713	31.1%
			22.9%		13.5%	15.4%	14.5%		13.7%	14.3%	14.0%		14.3%
	広告メディア制作	39,365	-23.2%	13,572	4,613	18,185	-22.7%	2,844	-3,477	-633	-	17,552	-55.4%
			22.5%		34.9%	14.1%	25.4%		11.6%	-	-		14.4%
	メディカル	-13,922	-	-9,782	9,508	-274	-	-3,567	8,431	4,864	-	4,590	-
			-		31.0%	-	-		23.9%	11.1%	-	6.0%	-
	調整額	-249,568	-	-71,058	-72,155	-143,213	-	-67,879	-61,581	-129,460	-	-272,673	-
経常利益		89,397	-31.2%	24,196	55,434	79,630	74.9%	28,455	46,494	74,949	70.8%	154,579	72.9%
経常利益率		5.6%	-	3.3%	6.7%	5.1%	-	3.7%	5.9%	4.8%	-	5.0%	-
当期(四半期)純利益		58,296	-38.2%	20,105	48,820	68,925	166.6%	22,494	48,336	70,830	118.3%	139,755	139.7%

(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

16年9月に買収したジープの売上高への貢献が、5カ月間であった17/1期の624百万円から2,092百万円に急増したことが大幅増収の主因である。ジープを除いたベースでは、前期の961百万円から1,018百万円(前期比5.9%増)への増加にとどまった。

物販ビジネスであるジープの売上高構成比が17/1期の39.4%から67.3%に上昇したことや、事業譲受で受け入れたインドアスクールのレッスンプロの労務費が計上されたことなどから、売上総利益率は前期の46.8%から31.5%へと急低下した。

ジープの子会社化及び好業績による賞与の引上げ等による人件費の増加や、オフィス増床及び事業譲受による家賃の増加等はあったものの、販売費及び一般管理費(以下、販管費)の伸びは全体としては抑制されたため、販管費率は前期の41.0%から26.2%へと大幅に低下した。結果、営業利益率は前期の5.9%から5.3%への低下にとどまった。

当期純利益の伸びが経常利益の伸びを大きく上回ったのは、繰越欠損金を抱えているジープの利益貢献が大きくなったことで、連結ベースの税負担が大幅に縮小したためである。

◆ **ジープの通期での貢献と成長がゴルフ事業の業績拡大をけん引**
セグメント別では、ゴルフ事業が、売上高 2,912 百万円(前期比 110.3%増)、営業利益 415 百万円(同 31.1%増)と急成長した。

特に、16年9月に子会社化したジープが通期で貢献したことと、ジープ自体が大きく成長したことがゴルフ事業の業績拡大をけん引した(図表8)。

【図表8】ゴルフ事業の業績推移

(単位:千円)

	サービス別・会社別	14/1期	15/1期	16/1期	17/1期	18/1期	
		通期	通期	通期	通期	通期	増減率
売上高		578	651	693	1,385	2,912	110.3%
	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	760	820	7.8%
	ゴルフ用品等の販売(ジープ)	—	—	—	624	2,092	—
営業利益		140	192	288	317	415	31.1%
	営業利益率	24.3%	29.6%	41.6%	22.9%	14.3%	—
	単体ゴルフ事業合計	140	192	288	275	275	-0.1%
		24.3%	29.6%	41.6%	36.3%	33.6%	—
	ゴルフ用品等の販売(ジープ)	—	—	—	41	140	—
		—	—	—	6.6%	6.7%	—
減価償却費		23	20	12	10	10	-1.6%
のれん償却額		—	—	—	12	29	140.0%
EBITDA		164	213	300	339	455	34.0%
EBITDAマージン		28.4%	32.7%	43.4%	24.5%	15.6%	—
ゴルフ事業期末従業員数		—	—	25	36	46	27.8%
	うち単体	—	—	25	23	30	30.4%
	うちジープ	—	—	—	13	16	23.1%

(注) ジープの17/1期業績は16年9月から17年1月までの5カ月分、ジープの営業利益は証券リサーチセンターの推測数値、単体の営業利益はのれん償却額の控除後、営業利益と営業利益率には全社費用が配賦されていない

(出所) バリューゴルフ有価証券報告書、届出書を基に証券リサーチセンター作成

前述したように、ジープの売上高は、5カ月間の寄与にとどまった17/1期では624百万円であったが、18/1期には2,092百万円に急増した。同社は、連結決算に反映されていない期間(16年2月から16年8月)を含めた16年2月から17年1月のジープの売上高が1,498百万円であったと開示している。よって、18/1期の実質的な増収率は39.6%と試算され、ジープ自体の成長もゴルフ事業の拡大に大きく貢献したと言えよう。同社の支援によって急拡大したジープのEC比率は買収前の約50%から直近では60~65%に上昇している模様である。

ジープの経常利益は、17/1期の40百万円(5カ月間)から18/1期には132百万円に拡大した。営業利益は非開示であるが、当センターが試算したところ、17/1期の41百万円(同)から18/1期には140百万

円に拡大しており、ゴルフ事業における利益拡大のけん引役となった。

ジープを除いたゴルフ事業の売上高は、前期の 760 百万円から 820 百万円（前期比 7.8%増）へと増加した。同事業のサービス別売上高は公表されていないが、1人予約ランドやコースレッスンサービスが増収、月刊バリューゴルフやバリューゴルフ Web によって構成される広告ビジネスが微増収、サービス提供形態をゴルフ場常駐型から Web による遠隔サポート型に変更したサポートサービスが減収となった模様である。また、期中に買収したバリューゴルフ大崎は 30 百万円前後の売上高を計上したものと見られる。

ジープを除いた営業利益については、利益率が高い1人予約ランドの増収が貢献したものの、利益率が低いレッスンサービス（コース及びインドア）の増収による寄与は小さいことや、1人予約ランドの販促費や、サーバー関連費用、人件費（賞与、給料及び手当）が増加したこと、ジープののれん償却額の計上が 17/1 期の 5 カ月分から 1 年分に増えたことなどを受けて、伸び悩んだものと推測される。

また、同社は、報告セグメントに帰属しない一般管理費である「セグメント利益又はセグメント損失の調整額」の増加（17/1 期 249 百万円の損失→18/1 期 272 百万円の損失）においても、ジープに対する支援費用の増加が含まれていると説明している。のれん償却額と調整額を考慮すると、利益に占めるジープの実質的な貢献度は、表面上の利益額よりも少ない点には注意が必要である。

なお、広告メディア制作事業の人員がシフトしたこと等を受けて、ゴルフ事業の期末従業員数は 17/1 期末の 36 人から 46 人へと増加した。

18/1 期（または、18/1 期末）における 1人予約ランドの KPI はいずれも前期比（または、前期末比）で増加したものの、登録会員数と期中エントリー数の数値は会社計画を下回ったため、1人予約ランドの売上高は同社の計画ほどには伸びなかったと推測される（図表 9）。

【 図表 9 】 1人予約ランドの KPI の推移

	15/1期	16/1期	17/1期	18/1期会社計画	18/1期
期末契約ゴルフ場数（コース）	482	580	732	900	900
純増数（同上）	89	98	152	168	168
期末登録会員数（千人）	160	238	331	450	425
純増数（同上）	65	78	93	119	94
年間予約エントリー数（千件）	554	792	1,041	1,350	1,308

（出所）バリューゴルフ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 広告メディア制作事業の業績悪化は継続した

広告メディア制作事業は、売上高 121 百万円（前期比 30.5%減）、営業利益 17 百万円（同 55.4%減）と業績悪化が継続した。

高単価の制作案件の取り込みや、業務の効率化に加え、ゴルフ事業への人員シフトを進めたものの（広告メディア制作事業の従業員数は 17/1 期末の 23 人から 12 人に減少）、大手顧客による紙媒体から WEB への移行による売上高の減少と収益性の悪化が影響し、営業利益率は前期の 22.5%から 14.4%へと大幅に低下した。

半期ベースにおいても、18/1 期上期（売上高 71,658 千円、営業利益 18,185 千円）に対して 18/1 期下期（売上高 50,049 千円、営業損失 633 千円）の落ち込みは大きく、厳しい環境が続いている。

◆ メディカル事業は黒字に転換した

メディカル事業は、売上高 75 百万円（前期比 195.5%増）、営業利益 4 百万円（前期は 13 百万円の営業損失）と黒字に転換した。

新サービスである ES/PS サービスが大学病院、自治体病院に対して各 1 件納品されたのに加え、主力サービスである書籍出版においては、独立行政法人国立病院機構に属する病院に初めて納品したほか、自治体系病院及び大学病院等へ合計 9 書籍を納品し、売上高が急回復した。

営業損益は黒字に転換したものの、ES/PS サービスの収益性は書籍出版に比べて低いため、18/1 期の営業利益率は 6.0%と、黒字を計上していた 16/1 期の 15.1%を下回った。

◆ 借入金の返済や利益蓄積によって自己資本比率は上昇した

ジープの業容拡大に伴い、売掛金が前期末比 63 百万円、商品在庫が同 69 百万円増加したほか、本社ビルの増床とインドアゴルフスクールの事業譲受に伴い、建物が同 30 百万円、敷金及び保証金が同 28 百万円増加したため、総資産は前期末の 1,619 百万円から 1,756 百万円に拡大した。

一方、未払法人税等が前期末比 20 百万円、社債が同 20 百万円、長期借入金（1 年内返済予定を含む）が同 86 百万円減少したため、負債合計は同 31 百万円縮小した。利益蓄積などによって自己資本は同 168 百万円増加したことから、自己資本比率は前期末の 44.1%から 50.2%に上昇した。

> 業績見通し

◆ バリューゴルフの19年1月期予想

同社の19/1期計画は、売上高3,478万円(前期比11.8%増)、営業利益215百万円(同30.4%増)、経常利益203百万円(同31.6%増)、当期純利益175百万円(同25.4%増)である(図表10)。

【図表10】過去の業績と19年1月期の会社計画

(単位:百万円)

	セグメント別	15/1期	16/1期	17/1期	18/1期	19/1期	
		実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		943	997	1,586	3,110	3,478	11.8%
	ゴルフ	651	693	1,385	2,912	—	—
	広告メディア制作	254	215	175	121	—	—
	メディカル	37	88	25	75	—	—
売上総利益		591	667	742	980	—	—
売上総利益率		62.7%	66.9%	46.8%	31.5%	—	—
販売費及び一般管理費		529	537	649	814	—	—
販管費率		56.2%	53.8%	41.0%	26.2%	—	—
営業利益		61	130	92	165	215	30.4%
営業利益率		6.6%	13.0%	5.9%	5.3%	6.2%	—
	ゴルフ	192	288	317	415	—	—
	広告メディア制作	76	51	39	17	—	—
	メディカル	-5	13	-13	4	—	—
	調整額	-201	-222	-249	-272	—	—
経常利益		50	129	89	154	203	31.6%
経常利益率		5.3%	13.0%	5.6%	5.0%	5.9%	—
当期純利益		24	94	58	139	175	25.4%

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

同社はセグメント別計画を公表していない。重点施策として、1) 1人予約ランドの更なる拡大、2) ゴルフ用品等の販売におけるプライベートブランド商品の開発、3) バリューゴルフ大崎における物販の開始(18年3月)や、インドアレッスンとコースレッスンの間での受講者の相互誘導、4) メディカル事業におけるサプリメントの開発等の検討、5) 内製化によるトラベルサービスの強化を掲げている。

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)の計画値は図表11の通りである。

【図表11】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	19/1期会社計画
期末契約ゴルフ場数(コース)	482	580	732	900	1,080
純増数(同上)	89	98	152	168	180
期末登録会員数(千人)	160	238	331	425	550
純増数(同上)	65	78	93	94	125
年間予約エントリー数(千件)	554	792	1,041	1,308	1,800

(出所) バリューゴルフ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

契約ゴルフ場数については、大手ゴルフ場グループとの契約による増加が見込まれており、例年以上の純増数を計画している。つれて、契約ゴルフ場数の拡大が、登録会員数と年間予約エントリー数の伸びにも好影響を与えると想定している。

プライベートブランド商品については、第一弾としてゴルフシューズの販売を17年12月から開始した。19/1期についても、ゴルフボールや手袋などの複数商品を展開する予定としているが、ゴルフ用品等の販売に占める比率はまだ低水準にとどまると推測される。

トラベルサービスにおいては、旅行者である株式会社日本旅行協会の全株式を18年2月に4百万円(アドバイザー費用等1百万円を含む)で取得し、子会社化した(のれん金額16百万円、のれんは5年の均等償却)。ゴルフ事業におけるトラベルサービスの内製化や新たな事業の柱の構築を目指すとしている。なお、日本旅行協会の16年12月期の売上高は48百万円、営業損失は2百万円であった。

◆ 証券リサーチセンターの19年1月期予想

当センターは、全体に亘って19/1期予想を見直した結果、売上高を3,756百万円→3,588百万円、営業利益を239百万円→218百万円、経常利益を229百万円→209百万円、当期純利益を182百万円→179百万円に減額した。前期比では16.2%増収、27.7%営業増益から、15.4%増収、32.0%営業増益へと修正した(図表12)。

【図表12】中期業績予想

(単位:百万円)

	18/1期	19/1期CE	旧19/1期E	19/1期E	旧20/1期E	20/1期E	21/1期E
売上高	3,110	3,478	3,756	3,588	4,072	3,907	4,213
前期比	96.1%	11.8%	16.2%	15.4%	8.4%	8.9%	7.8%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
ゴルフ	2,912	-	3,527	3,418	3,828	3,722	4,014
広告メディア制作	121	-	160	110	170	116	121
メディカル	75	-	69	60	74	69	78
営業利益	165	215	239	218	279	258	294
前期比	77.7%	30.4%	27.7%	32.0%	16.7%	18.4%	14.0%
営業利益率	5.3%	6.2%	6.4%	6.1%	6.9%	6.6%	7.0%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
ゴルフ	415	-	491	506	535	559	610
広告メディア制作	17	-	45	12	50	15	17
メディカル	4	-	6	0	7	4	7
調整額	-272	-	-303	-300	-313	-320	-340
経常利益	154	203	229	209	271	252	289
前期比	72.9%	31.6%	27.9%	35.3%	18.3%	20.6%	14.7%
経常利益率	5.0%	5.8%	6.1%	5.8%	6.7%	6.5%	6.9%
当期純利益	139	175	182	179	210	212	241
前期比	139.7%	25.4%	27.2%	28.2%	15.4%	18.5%	13.6%

(注) CE:バリューゴルフ予想、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より証券リサーチセンター作成

主な修正点は、以下の通りである。

(1) ゴルフ事業

売上高については、2月に子会社となった日本旅行協会の貢献を新たに見込んだ一方、18/1期の実績が想定を下回った単体ゴルフ事業の数値を減額したため、予想を109百万円引き下げた。

一方、営業利益については、18/1期の実績が想定を上回った単体のゴルフ事業の数値を増額したことから、予想を15百万円引き上げた。

(2) 広告メディア制作事業

売上高については、18/1期下期の実績が想定を大きく下回ったことから、予想を50百万円減額した。営業利益については、人件費などのコストは削減されていたものの、売上高減額の影響が大きいことから、予想を33百万円減額した。

(3) メディカル事業

18/1期の受注高(40百万円、前期比18.1%減)と、受注残高(18百万円、前期末比54.4%減)が想定以上に不振であったことから、売上高予想を9百万円、営業利益予想を6百万円引き下げた。

(4) 調整額

各セグメントに配分していない全社費用である調整額については、18/1期実績が想定ほどには増加していなかったことから、前回予想に比べ3百万円費用が減少すると見込んだ。

結果、会社計画に対して売上高は110百万円、営業利益は3百万円上回ると予想した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは18/1期実績や同社の施策を踏まえ、前回の20/1期予想を見直すと共に、21/1期予想を新たに策定した。

20/1期予想においては、売上高を165百万円、営業利益を21百万円減額した。

ゴルフ事業については、日本旅行協会の貢献を新たに織り込んだ一方、単体のゴルフ事業の想定を引き下げたため、売上高を106百万円減額

した。一方、単体のゴルフ事業において、18/1 期の収益性が想定を上回ったことを踏まえ、営業利益は 24 百万円増額した。

広告メディア制作事業については、18/1 期の実績を踏まえ、売上高を 54 百万円、営業利益を 35 百万円減額した。メディカル事業については、18/1 期における受注高の低迷を踏まえ、売上高を 5 百万円、営業利益は 3 百万円減額した。調整額（全社費用）については、積極的な事業拡大姿勢を考慮し、7 百万円増額した。

21/1 期予想については、売上高 4,213 百万円（前期比 7.8%増）、営業利益 294 百万円（同 14.0%増）と予想した。主力のゴルフ事業は、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 7.8%増収、9.1%営業増益と見込んだ。

広告メディア制作事業は、単価の高い新媒体向けの販売が増加すると想定し、前期比 4.3%増収、13.3%営業増益と見込んだ。メディカル事業は、ES/PS サービスの拡大と収益性の改善が進むと想定し、前期比 13.0%増収、75.0%営業増益と見込んだ。

➤ 投資に際しての留意点

◆ ジープの業績拡大などによって留意点の一部を除外する

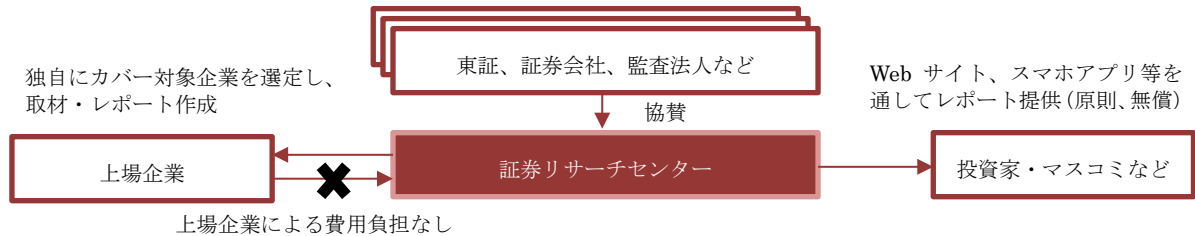
当センターでは、過去に発行したレポートで、1) 当面は配当が見送られる公算が大きい点、2) 収益の大部分をゴルフ場から得ている点、3) 広告メディア制作事業は少数の大手顧客に依存している点、4) ゴルファー人口やゴルフ場総利用者数は将来減少が予想される点、5) ゴルフ事業には下期にやや収益が偏る季節性がある点を投資に際しての留意点に挙げていた。

16 年 9 月に子会社化したジープがグループの中核事業となったことや、インドアゴルフスクール運営事業や旅行事業を買収したことによって、ゴルフ場への収益の依存度が低下すると共に、ゴルフ事業における季節性も大幅に軽減した。よって、2) と 5) の留意点については、今回、留意点から除外することにする。

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

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ため、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。