

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
2017年11月24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 20171121

バリューゴルフ (3931 東証マザーズ)

発行日: 2017/11/24

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の貢献により、業績は回復期に入った

> 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している

・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月期上期決算は209%増収、79%営業増益

・18/1期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、208.7%増収、79.1%営業増益、74.9%経常増益であった。メディカル事業や広告メディア制作事業の苦戦は続いたものの、1人予約ランドの拡大や、17/1期に買収したゴルフ用品等の販売子会社ジープの貢献により、前期に落ち込んだ営業利益は急回復した。

◆ 18年1月期の会社計画は70%増収、73%営業増益を維持

・18/1期について、69.8%増収、72.5%営業増益、65.8%経常増益を予想している計画を、同社は据え置いた。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、ジープの業績予想を引き上げる一方、人件費などのコストの想定も引き上げたため、18/1期の業績予想を見直し、売上高は2,854百万円→3,232万円(前期比103.8%増)に、営業利益は191百万円→187百万円(同101.3%増)に修正した。

◆ 18年1月期上期から業績は回復期に入った

・当センターでは、1人予約ランドなどゴルフ事業で展開するサービスの拡大に、買収したジープの成長が加わることで、18/1期上期から業績は回復期に入ったと判断している。

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】

	2017/11/17
株価(円)	2,396
発行済株式数(株)	1,735,100
時価総額(百万円)	4,157

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	69.8	29.1	22.8
PBR(倍)	5.8	4.9	4.0
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(%)	-3.0	29.8	52.5
対TOPIX(%)	-2.9	19.0	27.1

【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	72.7	58.0	—	0.0
2018/1 E	3,232	103.8	187	101.3	179	100.3	143	145.4	82.5	493.7	0.0
2019/1 E	3,756	16.2	239	27.7	229	27.9	182	27.2	104.9	598.6	0.0
2020/1 E	4,072	8.4	279	16.7	271	18.3	210	15.4	121.0	719.6	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

2/15

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

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。

(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。

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、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、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。

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、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
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 カ月分の売上高、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、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「ジープズ ゴルフショップ」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。

ジープズ 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、同社はジープの株式の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）。

ジープの業績は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、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、ジープ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、ジープの業績が5カ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月までのジープの売上高は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プの占める比率は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、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。

広告メディア制作事業で受託している主な媒体を見ると、リクルートグループが発行・運営するものとしては、「はたらいく」、「とらば一ゆ」、「リクナビNEXT」、「ゼクシィ」が、インテリジェンスが発行・運営するものとしては、「an」、「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期においては、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。

新サービスの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」は、18/1期第1四半期に初めて売上高が計上された。

> **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。

【図表5】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	383,991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	813コース
		・買取によってWEBショップ「ジーバースゴルフショップ」の会員を獲得した	・ジーバース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	・ゴルフアークやゴルフ場において、「パリューゴルフ」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	・月刊パリューゴルフの発行年数	14年	14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(通期)	730千件(半期)
			・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					
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、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 ・従業員持株会	71,900株(4.1%) 28,400株(1.6%)	非開示 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 期上期または 18/1 期上期末のもの。

カッコ内は発行済株式数に対する比率

(出所) パ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月期上期は209%増収、79%営業増益、75%経常増益

18/1 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の決算は、売上高 1,551 百万円(前年同期比 208.7%増)、営業利益 85 百万円(同 79.1%増)、経常利益 79 百万円(同 74.9%増)、四半期純利益 68 百万円(同 166.6%増)であった(図表7)。

16年9月に買収したジープにおいて、複数のヒット商品があったことや、同社単体による販売支援が奏功したことにより、半期ベースの売上高は、17/1期上期502百万円、17/1期下期1,083百万円、18/1期上期1,551百万円と急拡大した。

【図表7】18年1月期上期の業績

(単位:千円)

	セグメント別	17/1期						18/1期			
		上期	第3四半期	第4四半期	下期	通期	増減率	第1四半期	第2四半期	上期	増減率
売上高		502,412	477,375	606,387	1,083,762	1,586,174	59.0%	726,645	824,412	1,551,057	208.7%
	ゴルフ	385,760	439,955	559,553	999,508	1,385,268	99.9%	686,441	761,015	1,447,456	275.2%
	広告メディア制作	99,038	37,021	39,160	76,181	175,219	-18.8%	38,923	32,735	71,658	-27.6%
	メディカル	17,613	398	7,675	8,073	25,686	-71.0%	1,281	30,661	31,942	81.4%
売上総利益		335,963	188,934	217,714	406,648	742,611	11.3%	222,307	262,875	485,182	44.4%
売上総利益率		66.9%	39.6%	35.9%	37.5%	46.8%	-	30.6%	31.9%	31.3%	-
販売費及び一般管理費		288,448	183,826	177,379	361,205	649,653	20.9%	196,690	203,412	400,102	38.7%
販管費率		57.4%	38.5%	29.3%	33.3%	41.0%	-	27.1%	24.7%	25.8%	-
営業利益		47,515	5,107	40,336	45,443	92,958	-28.5%	25,616	59,464	85,080	79.1%
営業利益率		9.5%	1.1%	6.7%	4.2%	5.9%	-	3.5%	7.2%	5.5%	-
	ゴルフ	163,896	62,313	90,875	153,188	317,084	10.0%	92,882	117,500	210,382	28.4%
	広告メディア制作	42.5%	14.2%	16.2%	15.3%	22.9%	-	13.5%	15.4%	14.5%	-
	メディカル	23,534	5,641	10,190	15,831	39,365	-23.2%	13,572	4,613	18,185	-22.7%
	調整額	23.8%	15.2%	26.0%	20.8%	22.5%	-	34.9%	14.1%	25.4%	-
		-5,997	-5,739	-2,186	-7,925	-13,922	-	-9,782	9,508	-274	-
		-	-	-	-	-	-	-	31.0%	-	-
		-133,918	-57,108	-58,542	-115,650	-249,568	-	-71,058	-72,155	-143,213	-
経常利益		45,522	1,567	42,308	43,875	89,397	-31.2%	24,196	55,434	79,630	74.9%
経常利益率		9.1%	0.3%	7.0%	4.0%	5.6%	-	3.3%	6.7%	5.1%	-
当期(四半期)純利益		25,854	-3,022	35,464	32,442	58,296	-38.2%	20,105	48,820	68,925	166.6%

(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

一方、物販ビジネスであるジープの売上高構成比が、17/1期下期の約58%(5カ月分)から18/1期上期には約64%に上昇したことなどから、半期ベースの売上総利益率は、17/1期上期の66.9%から、17/1期下期37.5%、18/1期上期31.3%と急低下した。

ジープの子会社化などによる人件費の増加や、オフィス増床による家賃の増加などはあったものの、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、半期ベースの販管費率は、17/1期上期の57.4%から、17/1期下期33.3%、18/1期上期25.8%と大幅に低下した。

四半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。

◆ **ジープの子会社化と収益性の向上がゴルフ事業の業績をけん引**

セグメント別では、ゴルフ事業は、売上高 1,447 百万円（前年同期比 1,061 百万円増）、営業利益 210 百万円（同 46 百万円増）と、業績回復をけん引した。

16 年 9 月に子会社化したジープの数値について、同社は売上高が約 10 億円、営業利益が約 0.3 億円と説明している。但し、営業利益の貢献額は、のれん償却額（14 百万円）の他にも、バリューゴルフ単体で負担している共通費（管理部門の人件費やシステム費用など）の内、管理会計上、ジープに配賦された額を控除した金額であるため、単体のコスト軽減を含めた実質的な利益への貢献は更に大きかったものと推測される。

裏を返せば、ジープの買収による影響を除くと、ゴルフ事業の業績はそれほど伸びていないことになる。同事業のサービス別売上高は公表されていないが、1 人予約ランドやレッスンサービスが増収、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、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ほぼ横ばいとなった結果、ジープを除いた同事業の増収額は 1 億円未満であった模様である。

収益性が高い 1 人予約ランドの増収が寄与したものの、サーバー増強や、賞与の増加、広告メディア事業からの人員シフト等が影響し、ジープの影響を除いた同事業の営業利益は、伸び悩んだものと見られる。

1 人予約ランドの KPI の状況としては、契約ゴルフ場数は、17/1 期末の 732 コースから 18/1 期上期末に 813 コースへ、登録会員数は、同じく 33.1 万人から 38.3 万人へと増加した。下期偏重の季節性がある期中エントリー数は、18/1 期会社計画の 1,350 千件に対し、18/1 期上期は 730 千件と順調な進捗となった（図表 8）。

【 図表 8 】 1 人予約ランドの KPI の推移

	15/1期	16/1期	17/1期	18/1期上期	18/1期会社計画
期末契約ゴルフ場数 (コース)	482	580	732	813	900
純増数 (同上)	89	98	152	81	168
期末登録会員数 (千人)	160	238	331	383	450
純増数 (同上)	65	78	93	52	119
年間予約エントリー数 (千件)	554	792	1,041	730	1,350

(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 71 百万円（前年同期比 27.6%減）、営業利益 18 百万円（同 22.7%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、ゴルフ事業への人員シフトを進めたことで、同事業の営業利益率は前年同期の 23.8%から 25.4%に改善したものの、大手顧客による紙媒体から WEB への移行が継続し、減収減益を余儀なくされた。

しかしながら、17/1 期下期との比較では、5.9%減収、14.9%営業増益であり、業績悪化には歯止めがかかりつつある。

◆ メディカル事業の赤字は縮小した

メディカル事業は、売上高 31,942 千円（前年同期比 81.4%増）、営業損失 274 千円（前年同期は営業損失 5,997 千円）と赤字が縮小した。

新サービスである ES/CS サービスの初納品が 18/1 期第 1 四半期に完了したほか、同第 2 四半期に書籍を 4 版出版し、売上高が急回復した。

第 2 四半期だけでは、9,508 千円の営業黒字を計上しており、5 四半期継続していた営業損失から脱却した。

◆ ジープの売上拡大によって売掛金や商品在庫が増加した

17/1 期末と 18/1 期上期末を比べると、売掛金は、210 百万円から 272 百万円へ、商品在庫は、342 百万円から 489 百万円へと大幅に増加した。売掛金と商品在庫について、同社は、ジープの売上増加の影響が大きいとしており、在庫に過剰感はないと説明している。

> 業績見通し

◆ バリューゴルフの 18 年 1 月期予想

18/1 期業績について同社は、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）を見込む期初予想を据え置いた（図表 9）。

同社の業績は、ゴルフ事業を中心に、通常、下期偏重である。18/1 期上期業績の通期計画に対する進捗率は売上高、利益共に 50%を上回っているものの、同社は通期計画を上方修正しなかった。

同社はセグメント別の数値計画を公表していない。今回、上期は前年同期比減収であったサポートサービス（ゴルフ事業）の売上高については、契約ゴルフ場数の増加により、通期では前年並みになる見通しと説明している。

17年9月、東京都品川区にあるゴルフスクール事業を譲り受け、インドア・ゴルフスクール運営事業に進出した。譲受事業の16/8期の売上高が107百万円であったが、営業損益やのれんの金額などについての開示はなかった。

【図表9】過去の業績と18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	
		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、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの18年1月期予想

当センターは、全体に亘って18/1期予想を見直した結果、売上高を2,854百万円→3,232百万円、営業利益を191百万円→187百万円、経常利益を182百万円→179百万円、当期純利益を134百万円→143百万円に修正した。前期比では79.9%増収、105.5%営業増益から、103.8%増収、101.3%営業増益へと修正した(図表10)。

主な修正点は、以下の通りである。

(1) ゴルフ事業

上期の実績が想定以上であったジープの数値を引き上げたことや、買収したインドア・ゴルフスクール運営の寄与(5カ月分)を見込んだことにより、売上高予想を404百万円引き上げた。

一方、売上総利益率が低いジープの売上高を増額したことによる利益増額要因よりも、上期のコスト増加から予想される通期のコスト増加による利益減額要因が上回ると想定し、営業利益予想を4百万円引き下げた。なお、インドア・ゴルフスクール運営については、詳細が開示されていないため、営業損益は収支均衡と予想した。

【 図表 10 】証券リサーチセンターの18年1月期業績予想

(単位：百万円)

	セグメント別	17/1期				18/1期						
		上期	下期	通期	増減率	上期	増減率	下期E	増減率	旧通期E	通期E	増減率
売上高		502	1,083	1,586	59.0%	1,551	208.7%	1,680	55.1%	2,854	3,232	103.8%
	ゴルフ	385	999	1,385	99.9%	1,447	275.2%	1,570	57.1%	2,614	3,018	117.9%
	広告メディア制作	99	76	175	-18.8%	71	-27.6%	78	2.8%	180	150	-14.4%
	メディカル	17	8	25	-71.0%	31	81.4%	32	297.1%	60	64	149.2%
営業利益		47	45	92	-28.5%	85	79.1%	102	124.5%	191	187	101.3%
	営業利益率	9.5%	4.2%	5.9%	-	5.5%	-	6.1%	-	6.7%	5.8%	-
	ゴルフ	163	153	317	10.0%	210	28.4%	226	48.0%	408	437	37.8%
	広告メディア制作	42.5%	15.3%	22.9%	-	14.5%	-	14.4%	-	15.6%	14.5%	-
	メディカル	23	15	39	-23.2%	18	-22.7%	21	37.8%	40	40	1.6%
	調整額	-5	-7	-13	-	0	-	3	-	3	3	-
	調整額	-	-	-	-	-	-	10.2%	-	5.0%	4.7%	-
	調整額	-133	-115	-249	-	-143	-	-149	-	-260	-293	-
経常利益		45	43	89	-31.2%	79	74.9%	99	126.7%	182	179	100.3%
	経常利益率	9.1%	4.0%	5.6%	-	5.1%	-	5.9%	-	6.4%	5.5%	-
当期(四半期)純利益		25	32	58	-38.2%	68	166.6%	74	128.5%	134	143	145.4%

(注) 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

(2) 広告メディア制作事業

上期の実績が想定を下回っていたことから、売上高予想を30百万円引き下げた。一方、人件費などのコストは想定よりも削減されていたことから、営業利益については前回予想を据え置いた。

(3) メディカル事業

上期の実績が想定をやや上回ったことから、売上高予想を4百万円引き上げた。一方、想定していなかった一時的な費用が上期に計上されていたことから、営業利益については前回予想を据え置いた。

(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、上期の実績が想定以上に膨らんでいたことから、前回予想に比べ33百万円費用が増加すると見込んだ。

(5) 当期純利益

営業利益及び経常利益については、前回予想をやや減額した一方、当期純利益については、前回予想をやや増額したのは、利益予想を増額したジープが繰越欠損金を抱えていることにより、連結ベースの法人税の負担が前回予想よりも少なくなったためである。

結果、会社計画に対して売上高は 539 百万円、営業利益は 27 百万円、当期純利益は 43 百万円と上回ると予想した。

18/1 期下期の取り組みとして同社は、1) 人予約ランドにおいて、1) 外部企業とのシステム連携、2) ユーザーファーストの使いやすいサイト開発、3) 一般的な組予約と 1 人予約枠の融合などを進めているが、収益に与える影響について具体的な数値は示されていないため、今回の予想には織り込んでいない。

> 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 期上期実績を踏まえ、19/1 期以降についても、前回の業績予想を見直した (図表 11)。

【 図表 11 】 中期業績予想

(単位：百万円)

	17/1期	18/1期CE	旧18/1期E	18/1期E	旧19/1期E	19/1期E	旧20/1期E	20/1期E
売上高	1,586	2,693	2,854	3,232	3,221	3,756	3,532	4,072
前期比	59.0%	69.8%	79.9%	103.8%	12.9%	16.2%	9.7%	8.4%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
ゴルフ事業	1,385	-	2,614	3,018	2,966	3,527	3,262	3,828
広告メディア制作事業	175	-	180	150	190	160	200	170
メディカル事業	25	-	60	64	65	69	70	74
営業利益	92	160	191	187	239	239	279	279
前期比	-28.5%	72.5%	105.5%	101.3%	25.1%	27.7%	16.7%	16.7%
営業利益率	5.9%	5.9%	6.7%	5.8%	7.4%	6.4%	7.9%	6.9%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
ゴルフ事業	317	-	408	437	460	491	504	535
広告メディア制作事業	39	-	40	40	45	45	50	50
メディカル事業	-13	-	3	3	4	6	5	7
調整額	-249	-	-260	-293	-270	-303	-280	-313
経常利益	89	148	182	179	232	229	273	271
前期比	-31.2%	65.8%	103.6%	100.3%	27.5%	27.9%	17.7%	18.3%
経常利益率	5.6%	5.5%	6.4%	5.5%	7.2%	6.1%	7.7%	6.7%
当期純利益	58	100	134	143	170	182	199	210
前期比	-38.2%	72.7%	130.2%	145.4%	26.7%	27.2%	17.1%	15.4%

(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

19/1 期予想においては、売上高を 535 百万円増額した一方、営業利益は据え置いた。

ゴルフ事業については、ジープとインドア・ゴルフスクール運営を中心に想定を見直し、売上高を 561 百万円、営業利益を 31 百万円増額した。広告メディア制作事業については、18/1 期上期の実績を踏まえ、売上高を 30 百万円減額した一方、営業利益は据え置いた。メディカル事業については、18/1 期上期の実績を踏まえ、売上高を 4 百万円、営業利益は 2 百万円増額した。調整額（全社費用）については、33 百万円を増額した。

20/1 期予想については、売上高を 540 百万円増額する一方、営業利益は据え置いた。

ゴルフ事業については、ジープとインドア・ゴルフスクール運営を中心に想定を見直し、売上高を 566 百万円、営業利益を 31 百万円増額した。広告メディア制作事業については、18/1 期上期の実績を踏まえ、売上高を 30 百万円減額した一方、営業利益は据え置いた。メディカル事業については、18/1 期上期の実績を踏まえ、売上高を 4 百万円、営業利益は 2 百万円増額した。調整額（全社費用）については、33 百万円を増額した。

> 投資に際しての留意点

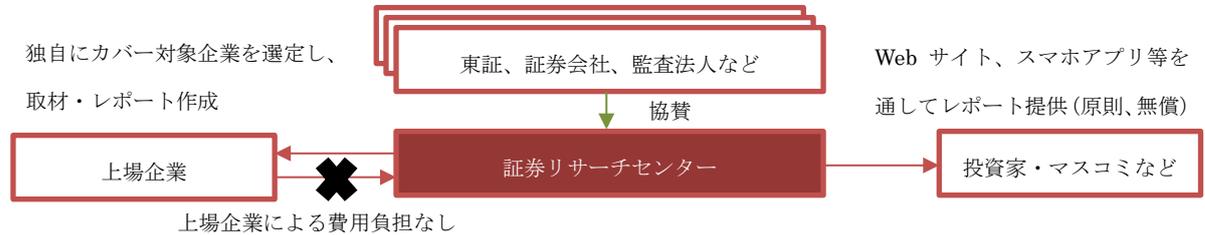
◆ ジープの業績拡大などによって状況にはやや変化がある

当センターでは、前回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。

子会社化したジープの売上高が大きく伸びていることや、インドア・ゴルフスクール運営事業を買収したことから、2) と 5) の留意点については、リスクがやや軽減しているものの、留意点から除外するかについては、18/1 期通期の状況を見た上で判断することにした。

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)

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社
新日本有限責任監査法人

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

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。