

# 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11月26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 20181120

# バリューゴルフ (3931 東証マザーズ)

発行日: 2018/11/26

## 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 上期は大幅減益となったものの、20年1月期以降は業績回復を予想する

### > 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。

#### ◆ 19年1月期上期決算は2%減収、63%営業減益

- ・19/1期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、1.7%減収、63.1%営業減益、66.5%経常減益であった。前上期が好調であったゴルフ用品等の販売子会社ジープとメディカル事業の落ち込みや、広告メディア制作事業の不振継続、管理コストの増加等により、大幅減益となった。

#### ◆ 19年1月期の会社計画は9%営業減益に下方修正された

- ・19/1期上期実績と8月に買収した産経旅行の状況等を踏まえて、同社は前期比11.8%増収、30.4%営業増益としていた19/1期計画を、31.2%増収、8.6%営業減益に修正した。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、ジープや、広告メディア制作事業、メディカル事業の予想を減額したことや、産経旅行の買収の影響を織り込んだことから、19/1期の業績予想を見直し、売上高は3,588百万円→4,068百万円(前期比30.8%増)に、営業利益は218百万円→130百万円(同21.2%減)に修正した。

#### ◆ 20年1月期以降は業績回復を予想する

- ・当センターでは、1人予約ランド等を中心とする単体ゴルフ事業の成長に、ジープの業績回復や産経旅行の収益貢献が加わると想定し、20/1期は前期比36.1%、21/1期は同26.0%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】

	2018/11/16
株価(円)	1,336
発行済株式数(株)	1,792,600
時価総額(百万円)	2,395

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	16.6	25.1	17.6
PBR(倍)	2.7	2.5	2.2
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(%)	-3.9	-12.9	-53.2
対TOPIX(%)	-2.9	-7.2	-48.5

#### 【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	4,080	31.2	150	-8.6	137	-11.1	114	-17.9	64.0	—	0.0
2019/1 E	4,068	30.8	130	-21.2	121	-21.6	95	-31.8	53.2	545.1	0.0
2020/1 E	5,381	32.3	177	36.1	168	38.8	136	43.1	76.1	621.2	0.0
2021/1 E	5,748	6.8	223	26.0	216	28.4	175	28.4	97.7	718.8	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

2/18

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<sup>注1</sup>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・リピ増くんモバイル」、「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

(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3~4割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。

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、競技結果報告、顧客管理等）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。

格安プレー券とは、契約するゴルフ場から閑散期、閑散日のプレー枠を同社が仕入れ、バリューゴルフショップを通してゴルファーに販売している通常料金の半額程度でプレーできるチケットである。

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、料金等を掲示し、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。ゴルフスタジアムの16/8期の売上高は107百万円である。18/1期連結決算には5カ月間の業績が反映された。

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。

トラベルサービスにおいては、第3種の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している。なお、日本旅行協会の16/12期の売上高は48百万円、営業損失は2百万円であった。

◆ 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)	2,432	2,413	2,405	2,386	2,336	2,317	2,282	2,257
全国ゴルフ場の延べ利用人数(千人/年度)	88,092	84,327	86,745	86,746	86,505	87,753	85,780	85,538

(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「ジープーズ ゴルフショップ(以下、ジープーズ)」と店舗(新橋、葛西の路面店と、バリューゴルフ大崎の施設内)の流通チャンネルを持っている。楽天(4755 東証一部)等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 万人のジープーズ会員を 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 期連結決算においては、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。

通期で貢献した 18/1 期においては、同社による支援が奏功し、EC 販売を中心に販売が大幅に拡大した。結果、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。

#### ◆ 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等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。

主な受託媒体としては、「リクナビ NEXT」、「ゼクシィ」（以上、リクルートグループ）、「DODA」（インテリジェンス）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等を紹介した書籍を発行している。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。

【図表 5】SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ゴルフ事業以外の事業の収益は近年低迷している</li> <li>・ 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</li> <li>・ 事業規模は競合企業よりも小さい</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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</li> <li>・ ゴルフ事業の中での商品やサービスの充実</li> <li>・ シニア層に向けた新サービスの創出</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> </ul>

(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「ジーパズゴルフショップ」の会員を獲得した	・ジーパ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	2.5年 (18年11月時点)
	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					
知的財産ノウハウ		・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			
		・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	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 ・従業員持株会	71,900株 (4.1%) 28,400株 (1.6%)	15,400株 (0.9%) 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

◆ 19年1月期上期は2%減収、63%営業減益、67%経常減益

19/1 期第 2 四半期累計期間 (以下、上期) の決算は、売上高 1,525 百万円 (前年同期比 1.7%減)、営業利益 31 百万円 (同 63.1%減)、経常利益 26 百万円 (同 66.5%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益 18 百万円 (同 73.3%減) であった (図表 7)。



【 図表 7 】 19 年 1 月期上期の業績

(単位: 千円)

	セグメント別	18/1期						19/1期			
		上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		1,551,057	765,493	793,850	1,559,343	3,110,400	96.1%	740,702	784,474	1,525,176	-1.7%
	ゴルフ	1,447,456	732,212	733,114	1,465,326	2,912,782	110.3%	711,729	768,018	1,479,747	2.2%
	広告メディア制作	71,658	24,605	25,444	50,049	121,707	-30.5%	22,406	17,032	39,438	-45.0%
	メディカル	31,942	8,676	35,292	43,968	75,910	195.5%	6,566	-577	5,989	-81.2%
売上総利益		485,182	231,905	263,076	494,981	980,163	32.0%	223,175	249,351	472,526	-2.6%
売上総利益率		31.3%	30.3%	33.1%	31.7%	31.5%	-	30.1%	31.8%	31.0%	-
販売費及び一般管理費		400,102	200,352	214,527	414,879	814,981	25.4%	217,791	223,338	441,129	10.3%
販管費率		25.8%	26.2%	27.0%	26.6%	26.2%	-	29.4%	28.5%	28.9%	-
営業利益		85,080	31,552	48,550	80,102	165,182	77.7%	5,384	26,012	31,396	-63.1%
営業利益率		5.5%	4.1%	6.1%	5.1%	5.3%	-	0.7%	3.3%	2.1%	-
	ゴルフ	210,382	100,155	105,176	205,331	415,713	31.1%	87,736	113,458	201,194	-4.4%
		14.5%	13.7%	14.3%	14.0%	14.3%	-	12.3%	14.8%	13.6%	-
	広告メディア制作	18,185	2,844	-3,477	-633	17,552	-55.4%	5,154	-1,748	3,406	-81.3%
		25.4%	11.6%	-	-	14.4%	-	23.0%	-	8.6%	-
	メディカル	-274	-3,567	8,431	4,864	4,590	-	-5,689	-6,611	-12,300	-
		-	-	23.9%	11.1%	6.0%	-	-	-	-	-
	調整額	-143,213	-67,879	-61,581	-129,460	-272,673	-	-81,817	-79,086	-160,903	-
経常利益		79,630	28,455	46,494	74,949	154,579	72.9%	4,820	21,883	26,703	-66.5%
経常利益率		5.1%	3.7%	5.9%	4.8%	5.0%	-	0.7%	2.8%	1.8%	-
当期(四半期)純利益		68,925	22,494	48,336	70,830	139,755	139.7%	3,015	15,409	18,424	-73.3%

(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

中核子会社であるジープにおいて商品ミックスが悪化したことや、事業譲受で受け入れたインドアスクール「バリューゴルフ大崎」(17年9月に譲受)と、日本旅行協会(18年2月に譲受)の原価率が同社の事業の中でも高い水準にあると見られること等から、売上総利益率は前年同期の31.3%から31.0%へと低下した。

ジープにおいて運送料金の値上がりの影響を受けたことや、本社オフィス増床や事業譲受によって家賃が増加したこと、管理部門の強化に係る費用が増加したこと等により、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前年同期比10.3%増加したため、販管費率は前年同期の25.8%から28.9%へと上昇した。結果、営業利益率は前年同期の5.5%から2.1%へと大幅に低下した。

四半期純利益の減益率が経常利益の減益率よりも大きくなったのは、繰越欠損金を抱えているジープの減益率が大きくなったことで、連結ベースの法人税等の負担率が上昇したためである。

◆ 牽引役だったジープの業績不振によりゴルフ事業も減益

セグメント別では、ゴルフ事業は、売上高 1,479 百万円（前年同期比 2.2%増）、営業利益 201 百万円（同 4.4%減）と、増収ながら減益となった。

ゴルフ事業は、他事業とは異なり、これまで増益を続けていた（図表 8）。しかしながら、18/1 期の業績拡大を牽引したジープの業績が落ち込んだ 19/1 期上期は、一転、減益を余儀なくされた。

【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

ゴルフ事業の柱であるジープの業績数値は、19/1 期上期においては開示されていない。同社によれば、前年同期とは異なり、主力ブランドのゴルフクラブに目立ったヒット商品がなかったことや、猛暑の影響を受けて店舗販売が大幅に落ち込んだことから、ジープの売上高は前年同期の約 10 億円から約 9 億円に減少した模様である。EC 販売は比較的堅調であったため、18/1 期では 60~65%だった EC 販売比率は、19/1 期上期においては 65~70%に上昇した模様である。

相対的に利益率が高いゴルフクラブの比率が低下する一方、利益率が低いボールや手袋等の小物類の比率が上昇する等、商品ミックスの悪化に伴い売上総利益率が低下したほか、運送会社による運賃の値上げ

が影響したこと等から販管費率も悪化し、営業利益は大幅減益となったと見られる。

逆算すると、ジープを除いたゴルフ事業については、売上高が前年同期の4~5億円から5~6億円に増加したと推測される。

サービス別では、1人予約ランドやコースレッスンサービス、広告サービス(月刊バリューゴルフ及びバリューゴルフ Web)、サポートサービス(ゴルフ場経営支援)が増収となったほか、17年9月に買収したバリューゴルフ大崎(インドアレッスン)と、18年2月に買収した日本旅行協会の貢献が加わり、ゴルフ事業の売上高を押し上げた。

ジープを除いたゴルフ事業の営業利益については、バリューゴルフ大崎と日本旅行協会の利益貢献はほとんどないと想定されるものの、1人予約ランドやサポートサービスの増収効果によって増益となったと推測される。

19/1期上期(または、19/1期上期末)における1人予約ランドのKPIはいずれも前年同期比(または、前年同期末比)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の通期計画を達成するにはやや困難なペースで推移している(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期上期	18/1期	19/1期上期	19/1期会社計画
期末契約ゴルフ場数(コース)	482	580	732	813	900	1,000	1,080
前期末比純増数(同上)	89	98	152	81	168	100	180
期末登録会員数(千人)	160	238	331	383	425	472	550
前期末比純増数(同上)	65	78	93	52	94	47	125
期中予約エントリー数(千件)	554	792	1,041	730	1,308	947	1,800

(出所) バリューゴルフ決算説明会資料、1人予約ランド月次情報より証券リサーチセンター作成

18年8月には、海外の募集企画旅行の取り扱いが可能な第1種の旅行業者である株式会社産経旅行の全株式を700千円(アドバイザー費用等600千円を含む)で取得し、子会社化した(暫定ベースののれん金額108百万円)。産経旅行は外国人スタッフによる在日外国人向けの旅行等に強みを持ち、在日外国人の家族が訪日する際の手続きを引き受ける等、インバウンド向けサービスも展開している。

同社では、従来の国内とアウトバウンドの需要だけでなく、インバウンド需要にも対応可能となったことから、トラベル事業を新たなセグメントとして独立させ、ゴルフ事業やメディカル事業との連携を強化して、本格的な事業展開に乗り出すことを検討している。なお、産経旅行の17/12期の取扱高は2,626百万円、売上高は188百万円、営業損失は18百万円、当期純損失は8百万円であった。

#### ◆ 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 39 百万円（前年同期比 45.0%減）、営業利益 3 百万円（同 81.3%減）と業績悪化が継続した。

ブライダル分野は小幅な減少にとどまったものの、主力の求人分野については、市場環境の悪化を受けて主要顧客が外注削減に動いたため、売上高は計画を大幅に下回った。

想定以上の業績悪化を受けて、同社は、広告メディア制作事業の人員を削減したものの、地方拠点の閉鎖に伴う一時的な費用の発生等もあり、営業利益率は前年同期の 25.4%から 8.6%へと大幅に低下した。

#### ◆ メディカル事業は営業損失が拡大した

メディカル事業は、売上高 5 百万円（前年同期比 81.2%減）、営業損失 12 百万円（前年同期は 274 千円の営業損失）と損失が拡大した。

新サービスである医療機関向けの従業員/患者満足度調査「ES/PS 調査サービス」の納品はあったものの、主力サービスである書籍出版においては、上期の納品を見込んでいた案件が下期に延期となったため、売上高が大幅に減少した。

営業損益については、売上高の減少に加え、ES/PS サービスの収益性が書籍出版に比べて低いことや、新サービスの開発費用が発生したこともあり、営業損失の拡大を余儀なくされた。

#### ◆ 短期借入金の増加等によって自己資本比率は低下した

18/1 期末と 19/1 期上期末と比べると、現金及び預金は 702 百万円から 586 百万円に減少した。一方、季節要因とバリューゴルフ大崎でのゴルフ用品の販売開始に伴い、商品在庫は 411 百万円から 580 百万円に増加した。結果として、総資産は前期末の 1,756 百万円から 1,876 百万円に拡大した。

一方、短期借入金が前期末比 150 百万円増加したこと等を受けて、負債合計は同 98 百万円増加した。一方、利益蓄積等による自己資本の増加は同 19 百万円にとどまったことから、自己資本比率は前期末の 50.2%から 48.0%に低下した。

### > 業績見通し

#### ◆ バリューゴルフは 19 年 1 月期の会社予想を修正した

19/1 期の期初計画は、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）、親会社株主に帰属する当期純利益 175 百万円（同 25.4%増）であったが、

上期業績の発表時に、売上高 4,080 百万円 (同 31.2%増)、営業利益 150 百万円 (同 8.6%減)、経常利益 137 百万円 (同 11.1%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 114 百万円 (同 17.9%減) に修正された (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/子会社	15/1期	16/1期	17/1期	18/1期	19/1期		増減率
		実績	実績	実績	実績	会社期初計画	会社修正計画	
売上高		943	997	1,586	3,110	3,478	4,080	31.2%
	ゴルフ	651	693	1,385	2,912	3,324	3,016	3.5%
	ジープ	—	—	624	2,092	2,290	2,001	-4.4%
	その他	651	693	760	820	1,034	1,015	23.7%
	広告メディア制作	254	215	175	121	71	47	-61.4%
	メディカル	37	88	25	75	83	37	-51.3%
	産経旅行	—	—	—	—	—	980	—
売上総利益		591	667	742	980	1,114	1,161	18.4%
売上総利益率		62.7%	66.9%	46.8%	31.5%	32.0%	28.5%	—
販売費及び一般管理費		529	537	649	814	899	1,010	23.9%
販管費率		56.2%	53.8%	41.0%	26.2%	25.8%	24.8%	—
営業利益		61	130	92	165	215	150	-8.6%
営業利益率		6.6%	13.0%	5.9%	5.3%	6.2%	3.7%	—
	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	—	—	—
	産経旅行	—	—	—	—	—	—	—
	調整額	-201	-222	-249	-272	—	—	—
経常利益		50	129	89	154	203	137	-11.1%
経常利益率		5.3%	13.0%	5.6%	5.0%	5.8%	3.4%	—
当期純利益		24	94	58	139	175	114	-17.9%

(注) セグメントと子会社の 19/1 期売上高会社計画は外部顧客ベースと仮定。ゴルフ事業のその他は証券リサーチセンターの推測 (出所) バリューゴルフ 有価証券届出書、決算短信、ニュースリリース、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

売上高の修正については、以下の点が理由として挙げられている。

- 1) 18 年 8 月に子会社化した産経旅行の下期の売上高を 980 百万円 (売上高の計上基準を買収前から変更) と予想したこと
- 2) 上期の売上高が想定を下回ったジープの売上高を従来予想の 2,290 百万円から 2,001 百万円に減額したこと
- 3) 既存顧客からの受注が大幅に落ち込んでいる広告メディア制作事業の売上高を従来予想の 71 百万円から 47 百万円に減額したこと
- 4) 出版サービスのスケジュールの遅れが下期にも影響する見通しとなったメディカル事業の売上高を従来予想の 83 百万円から 37 百万円に減額したこと

営業利益の修正については、原価率が高いと推測される産経旅行の子会社化に伴い、売上原価を従来予想の 2,364 百万円（原価率 68.5%）から 2,919 百万円（同 71.5%）に増額したことや、産経旅行の販管費 115 百万円と、買収による一時的な費用やのれん償却額（合計 12 百万円）を計上することに伴い、販管費の予想も増額したことによる。

◆ 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 3,588 百万円→4,068 百万円、営業利益を 218 百万円→130 百万円、経常利益を 209 百万円→121 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 179 百万円→95 百万円に修正した。前期比では 15.4%増収、32.0%営業増益から、30.8%増収、21.2%営業減益へと修正した（図表 11）。

【 図表 11 】証券リサーチセンターの 19 年 1 月期業績予想

(単位: 百万円)

	セグメント/子会社	18/1期				19/1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		1,551	1,559	3,110	96.1%	1,525	-1.7%	2,542	63.1%	3,588	4,068	30.8%
	ゴルフ	1,447	1,465	2,912	110.3%	1,479	2.2%	1,524	4.0%	3,418	3,004	3.1%
	広告メディア制作	71	50	121	-30.5%	39	-45.0%	7	-84.9%	110	47	-61.4%
	メディカル	31	43	75	195.5%	5	-81.2%	31	-29.5%	60	37	-51.3%
	産経旅行	-	-	-	-	-	-	980	-	-	980	-
営業利益		85	80	165	77.7%	31	-63.1%	98	23.3%	218	130	-21.2%
	営業利益率	5.5%	5.1%	5.3%	-	2.1%	-	3.9%	-	6.1%	3.2%	-
	ゴルフ	210	205	415	31.1%	201	-4.4%	248	21.2%	506	450	8.3%
	広告メディア制作	14.5%	14.0%	14.3%	-	13.6%	-	16.3%	-	14.8%	15.0%	-
	メディカル	25.4%	-	14.4%	-	8.6%	-	-	-	10.9%	-	-
	産経旅行	0	4	4	-	-12	-	12	152.9%	0	0	-
	調整額	-	11.1%	6.0%	-	-	-	39.7%	-	0.0%	0.0%	-
	調整額	-143	-129	-272	-	-160	-	-139	-	-300	-300	-
経常利益		79	74	154	72.9%	26	-66.5%	94	26.1%	209	121	-21.6%
	経常利益率	5.1%	4.8%	5.0%	-	1.8%	-	3.7%	-	5.8%	3.0%	-
当期(四半期)純利益		68	70	139	139.7%	18	-73.3%	76	8.6%	179	95	-31.8%

(注) E: 証券リサーチセンター予想、産経旅行はセグメントの扱いが未定であるため独立して表記した。

(出所) バリューゴルフ決算短信、ニュースリリース、会社ヒアリング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、上期の実績が想定を下回ったジープの数値を減額したため、予想を 414 百万円引き下げた。

一方、営業利益については、上期実績が想定を上回ったと推測される単体のゴルフ事業の数値を増額したものの、想定を下回ったと推測されるジープの数値を大幅に減額したため、予想を 56 百万円引き下げた。

(2) 広告メディア制作事業

売上高については、上期実績が想定を下回ったことに加え、同社の通期予想の修正を受けて、事業環境が極めて悪化していると判断したことから、予想を 63 百万円減額した。営業利益については、人件費等のコスト削減が強化されているものの、売上高減額の影響が大きいことから、予想を 32 百万円減額し、赤字に転落すると予想した。

(3) メディカル事業

売上高については、上期実績が想定を下回ったことから、23 百万円減額した一方、コスト削減が想定よりも進んでいることを考慮し、収支均衡を見込んでいた営業利益については予想を据え置いた。

(4) 産経旅行

産経旅行については、同社の他のトラベルサービスと共に旅行事業として独立したセグメントになる可能性があるが、現時点では未定であるため、同社のニュースリリースでの記載に従い、産経旅行として区分表示した。

売上高については、同社が売上高の計上基準を変更したこともあり、同社の予想と同額とした。営業利益については、買収前の状況と、買収後の間接費用の削減の可能性を考慮し、のれん償却額（半期 10 百万円）を反映したベースで、収支均衡と予想した。

(5) 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、上期実績がほぼ想定通りであったことから、前回予想を据え置いた。

結果、会社計画に対して売上高は 12 百万円、営業利益は 20 百万円下回ると予想した。

> 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、19/1 期上期実績や同社の施策を踏まえ、20/1 期以降についても前回予想を見直した (図表 12)。

20/1 期予想においては、売上高を 1,474 百万円増額する一方、営業利益を 81 百万円減額した。

【 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	旧21/1期E	21/1期E
売上高	3,110	4,080	3,588	4,068	3,907	5,381	4,213	5,748
前期比	96.1%	31.2%	15.4%	30.8%	8.9%	32.3%	7.8%	6.8%
セグメント/子会社	-	-	-	-	-	-	-	-
ゴルフ	2,912	3,016	3,418	3,004	3,722	3,205	4,014	3,462
広告メディア制作	121	47	110	47	116	35	121	40
メディカル	75	37	60	37	69	41	78	46
産経旅行	-	980	-	980	-	2,100	-	2,200
営業利益	165	150	218	130	258	177	294	223
前期比	77.7%	-8.6%	32.0%	-21.2%	18.4%	36.1%	14.0%	26.0%
営業利益率	5.3%	3.7%	6.1%	3.2%	6.6%	3.3%	7.0%	3.9%
セグメント/子会社	-	-	-	-	-	-	-	-
ゴルフ	415	-	506	450	559	483	610	528
広告メディア制作	17	-	12	-20	15	-10	17	0
メディカル	4	-	0	0	4	1	7	2
産経旅行	-	-	-	0	-	23	-	33
調整額	-272	-	-300	-300	-320	-320	-340	-340
経常利益	154	137	209	121	252	168	289	216
前期比	72.9%	-11.1%	35.3%	-21.6%	20.6%	38.8%	14.7%	28.4%
経常利益率	5.0%	3.4%	5.8%	3.0%	6.5%	3.1%	6.9%	3.8%
当期純利益	139	114	179	95	212	136	241	175
前期比	139.7%	-17.9%	28.2%	-31.8%	18.5%	43.1%	13.6%	28.4%

(注) CE: バリューゴルフ予想、E: 証券リサーチセンター予想、産経旅行はセグメントの扱いが未定であるため、独立して表記した。

(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

ゴルフ事業については、単体のゴルフ事業の想定をやや引き上げたものの、19/1 期上期の業績悪化と 19 年 10 月の実施可能性が高まった消費増税の影響を考慮して、ジープの想定を引き下げたため、売上高を 517 百万円減額した。営業利益についても、単体のゴルフ事業の増額をジープの減額が上回ったため、76 百万円引き下げた。

広告メディア制作事業については、事業環境の悪化とコスト削減の取り組みを踏まえ、売上高を 81 百万円、営業利益を 25 百万円減額した。メディカル事業については、業績回復ペースが緩やかになると考え、売上高を 28 百万円、営業利益は 3 百万円減額した。

産経旅行については、通期で貢献することや、同社グループとのシナジー効果が徐々に発現すると想定したことから、売上高 2,100 百万円、営業利益 23 百万円と予想した。



21/1 期予想については、20/1 期とほぼ同様な理由により、売上高を 1,535 百万円増額する一方、営業利益を 71 百万円減額した。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ ジープの業績変動が同社の連結業績に大きな影響を与える点と産経旅行の収益性が改善する可能性を追加した

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) 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、3) 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を投資に際しての留意点に挙げていた。

19/1 期上期において、広告メディア制作事業やメディカル事業の不振以上にジープの業績悪化が同社グループの利益減少に影響したと当センターでは推測している。

ジープの利益率は、単体のゴルフ事業に比べて低いことから、当センターではその業績変動リスクを過小評価していた。しかしながら、グループの売上高や営業利益に占める比率が極めて高くなったことや、販売商品が生活必需品ではなく、ヒット商品や天候等に左右されやすい傾向にあることを考慮すると、ジープの業績変動リスクは同社グループのビジネスの中でも高く、グループ全体に大きな影響を与えるものであると、当センターは見方を改めた。

18 年 8 月に子会社化した産経旅行は、買収前において、3 期連続営業損失を計上しているものの、同社のゴルフ事業とは、営業面や間接費用面でのシナジー効果が期待されている。加えて、同社では、メディカル事業で関係を構築した医療機関と連携して、メディカルツーリズムのサービス化に向けた取り組みを推進する意向を持っており、産経旅行を活用した新サービスが早期に始まる可能性もある。

当センターでは、ゴルフ事業とのシナジー効果の一部についてのみ、産経旅行の営業利益の予想に織り込んでいるが、ゴルフ事業とのシナジー効果が想定以上に増大したり、メディカル事業とのシナジー効果が発現したりすれば、産経旅行の収益性は当センターの予想を上回って改善する可能性がある。

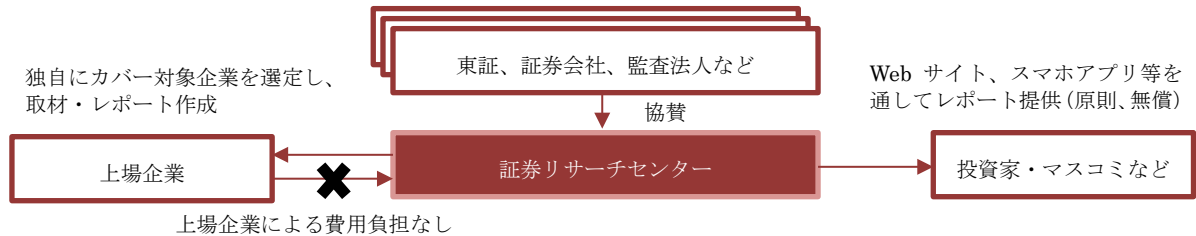
よって、当センターでは、今回、ジープの業績変動が同社の連結業績に大きな影響を与える点と、産経旅行等の旅行事業の収益性が改善する可能性を新たな留意点に加えることにした。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を17年6月2日より開始いたしました。  
新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

## 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。