

3319 ゴルフダイジェスト・オンライン

Sponsored Research
2021年8月20日

Sessa Investment Research

会社通期予想を上方修正

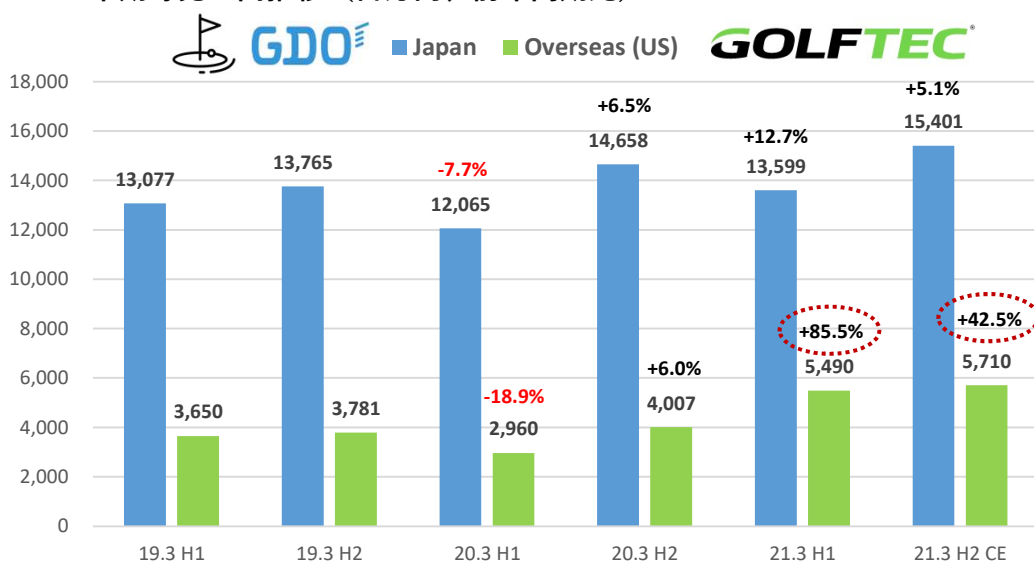
営業利益+32%、純利益+47%の増額

2Qの海外売上高は過去最高、海外営業利益は初の黒字化

サマリー

- GDOは、8月12日15:00に2009/12期2Q決算を発表するとともに、通期の業績予想を大幅に修正した。上半期の業績は、売上高+27.0%、EBITDA+5.5%、営業利益+14億円と、前年同期の営業損失から大幅に改善した（詳細はP3上段の表を参照）。GDOの2Q業績は過去最高となったが、この結果には海外事業が大きく貢献している。海外事業は上半期で売上高が25億円増（+85%、下のグラフ参照）、EBITDA、営業利益がそれぞれ8億円改善し、連結売上高の大半を占めるに至った。
- この好調な業績の要因は、中期経営計画で定めた通り、GOLFTEC直営センターの増設を目標に積極的な投資を行ったことにある。年間22ヶ所の増設を目標としているところ、上半期だけで13ヶ所（新規開設5ヶ所、買収8ヶ所）増設し、初年度目標を大幅に上回るペースで進行している。また、カスタムクラブフィッティングやグッズ販売の強化も進んでいる（中期経営計画の取り組み概要はP10参照）。
- 株価は、GTEの株式の過半数を取得すると発表した時の水準を超えた。これは、GTEが連結業績に本格的に貢献していると市場が評価し始めたことを意味する。GDOの株価は、上半期の決算発表と通期ガイダンスの大幅な上方修正以降、好材料が出たことによる利食い売りなどで約15%調整された。しかし、現在のバリュエーションは過去の倍率とほぼ一致しており、中期経営計画における2023/12期の営業利益目標が前回ピークの2017/12期の2倍である点は織り込まれていない可能性が高いとSIRでは考えている。

GDO 半期毎売上高推移（百万円、前年同期比）



出所: 決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

2Q Follow-up



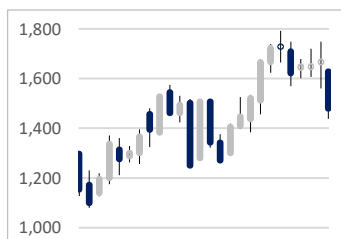
フォーカスポイント:

日本最大級のゴルフ総合サイト運営をベースにオンライン・ゴルフ用品販売、ゴルフ場予約、メディア広告掲載などを展開している。世界最大級のゴルフレッスンスクールを買収。

主要指標

株価 (8/18)	1,479
年初来高値 (21/7/13)	1,793
年初来安値 (21/1/15)	814
10年高値 (21/7/13)	1,793
10年安値 (12/10/16)	70.4
発行済株式数 (100万株)	18.274
時価総額 (10億円)	27.027
自己資本比率	33.8%
21.12 P/E (CE)	34.0x
21.12 EV/EBITDA (CE)	8.0x
21.12 P/B (2Q act)	3.86x
20.12 ROE (act)	4.12%
21.12 DY (CE)	0.64%

6ヶ月株価チャート (週足)



出所: SPEEDA

クリス・シュレイバー CFA
Company Specialist
research@sessapartners.co.jp



本レポートは株式会社ゴルフダイジェスト・オンラインからの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレームをご覧ください。

GDO連結財務ハイライト (四半期推移)

[日本基準]	FY12/18				FY12/19				FY12/20				FY12/21	
百万円、%	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
連単倍率 (倍)	1.04	1.04	1.04	1.26	1.32	1.34	1.34	1.32	1.36	1.19	1.33	1.31	1.36	1.48
売上高	5,199	6,727	6,303	8,508	7,553	9,175	8,873	8,671	8,070	6,955	8,973	9,691	8,677	10,412
・国内	5,199	6,727	6,303	7,014	5,948	7,129	6,912	6,851	6,173	5,892	6,983	7,674	6,348	7,251
・海外	—	—	—	1,494	1,604	2,046	1,961	1,819	1,896	1,063	1,990	2,016	2,328	3,161
売上総利益	1,922	2,647	2,395	3,510	2,851	3,693	3,503	3,607	3,138	2,339	3,559	4,039	3,494	4,526
対売上高比率	37.0%	39.3%	38.0%	41.3%	37.7%	40.3%	39.5%	41.6%	38.9%	33.6%	39.7%	41.7%	40.3%	43.5%
販売費及び一般管理費	1,876	2,371	2,261	3,160	2,999	3,283	3,273	3,121	3,095	2,827	2,916	3,397	3,267	3,795
対売上高比率	36.1%	35.2%	35.9%	37.1%	39.7%	35.8%	36.9%	36.0%	38.4%	40.6%	32.5%	35.1%	37.7%	36.4%
人件費	729	767	784	945	938	979	1,074	1,026	1,000	1,004	978	1,118	1,111	1,124
マーケティング関連費	309	570	465	555	472	665	594	497	524	353	480	661	572	954
対売上高比率	5.9%	8.5%	7.4%	6.5%	6.2%	7.2%	6.7%	5.7%	6.5%	5.1%	5.3%	6.8%	6.6%	9.2%
IT・設備投資費	323	321	329	478	477	489	488	519	502	505	485	495	509	549
のれん償却	2	2	2	87	85	84	79	85	85	85	84	83	85	100
その他	511	708	679	1,093	1,024	1,065	1,035	993	982	878	888	1,039	988	1,065
EBITDA	161	386	269	711	211	775	590	892	427	(102)	1,023	1,019	617	1,161
対売上高比率	3.1%	5.7%	4.3%	8.4%	2.8%	8.4%	6.6%	10.3%	5.3%	-1.5%	11.4%	10.5%	7.1%	11.2%
・国内	197	537	359	782	292	552	471	740	383	219	904	795	538	712
・海外	(35)	(141)	(90)	(71)	(80)	222	119	151	44	(322)	119	224	78	449
営業利益	45	275	133	349	(147)	409	229	486	42	(488)	643	641	227	730
営業利益率	0.9%	4.1%	2.1%	4.1%	-1.9%	4.5%	2.6%	5.6%	0.5%	-7.0%	7.2%	6.6%	2.6%	7.0%
・国内	87	423	231	644	164	427	343	599	254	89	773	663	407	576
・海外	(42)	(147)	(99)	(294)	(312)	(17)	(113)	(112)	(211)	(577)	(130)	(21)	(179)	154
経常利益	44	264	167	346	(152)	409	228	486	39	(478)	706	641	232	731
当期純利益	(20)	157	177	65	(203)	284	123	154	(45)	(564)	468	404	106	525
[B/S]														
現金及び預金	1,466	1,658	1,373	1,700	1,833	1,440	1,412	1,996	2,293	2,327	2,374	2,873	3,173	2,998
短期借入金	1,450	1,700	1,981	2,435	2,500	2,408	2,517	3,446	4,424	4,554	2,183	1,471	1,465	1,609
1年内返済予定の長期借入金	0	0	0	666	666	666	666	666	666	666	666	666	333	333
長期借入金	0	0	2,002	1,335	1,000	1,000	667	666	333	333	—	—	—	—
有利子負債	1,450	1,700	3,983	4,436	4,166	4,074	3,850	4,778	5,423	5,553	2,849	2,137	1,798	1,942
純負債/ネットキャッシュ	16	(42)	(2,610)	(2,736)	(2,333)	(2,634)	(2,438)	(2,782)	(3,130)	(3,226)	(475)	736	1,375	1,056
純資産	5,897	6,058	6,219	6,207	5,862	6,059	6,108	6,315	6,149	5,563	5,997	6,356	6,472	7,006
純資産合計	11,293	11,732	17,140	18,236	18,564	17,812	18,441	19,564	19,562	18,376	17,960	17,994	19,172	20,724
自己資本比率 (%)	52.2	51.6	36.3	34.0	31.6	34.0	33.1	32.3	31.4	30.3	33.4	35.3	33.8	33.8
[非財務情報]														
ゴルフコース店舗数	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6	6	6	6	6
ゴルフテックスタジオ数	10	11	197	200	202	206	208	209	207	208	207	207	211	212
うち、GDOスタジオ数	10	11	11	12	12	12	12	13	13	13	13	13	13	12
グループ人員数	550	586	989	1,046	1,081	1,108	1,129	1,138	1,148	1,127	1,087	1,081	1,119	1,192
GDO会員数 (万人)	343	353	362	372	379	390	401	413	424	436	451	464	476	491

出所: P/Lと補足情報はIR Factbook、B/Sは決算短信よりSESSAパートナーズ作成。

20代の新規プレーヤーなどを中心とした好調なビジネス環境を踏まえ、GDOは上の表の通り、2Qにマーケティング関連費用を約10億円投入した。これは売上高の9.2%を占め、四半期として過去最高の金額となった。

GDOクラブ会員数は2Qで15万人増加し、前年同期比+12.8%を達成した (P9上段のグラフ参照)。また、2020/12期の20代の新規入会者数は+70%であった。

2021/12期 GDO 改定連結業績予測サマリー

[日本基準]	FY12/20	YoY	FY12/21	YoY	FY12/21	YoY	修正幅
百万円、%	act	%	期初会予	%	修正会予	%	修正額
	33,691	(1.7)	37,800	12.2	40,200	19.3	2,400
・日本	26,724	(0.4)	27,800	4.0	29,000	8.5	1,200
・海外	6,967	(6.3)	10,000	43.5	11,200	60.8	1,200
EBITDA	2,370	(4.0)	2,850	20.3	3,250	37.1	400
・日本	2,304	12.0	2,100	(8.9)	2,300	(0.2)	200
・海外	66	(84.0)	750	11.4x	950	14.4x	200
営業利益	839	(14.3)	1,100	31.1	1,450	72.8	350
・日本	1,780	15.9	1,500	(15.7)	1,700	(4.5)	200
・海外	(941)	RE	(400)	RS	(250)	RS	150
経常利益	908	(6.6)	1,090	20.1	1,440	58.6	350
純利益 ATOP	261	(27.1)	540	106.5	795	204.0	255

出所: 決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成。RE = red expanded, RS = red shrank

売上高および利益の高い伸びが際立っているが、海外部門の好調さが注目される

これは、中期経営計画で掲げた米国GOLFTEC直営店の積極的な拡大に向けた投資によるもの（P10の概要参照）。

B/Sののれんの増加約14億円の内訳は、FCセンターの取得による12億円と円安の影響2億円（103→110）である。

GTEは上半期に直営店を13増設し、下半期の計画も増えてきたため、中期経営計画の目標である通期22施設増設に向けて順調に進んでいる（26施設程度修正される見込み）。

2021/12期上期 GDO 連結業績会社予想

(日本基準)	FY12/19	FY12/20	YoY	FY12/21	YoY		
百万円、%	1H act	1H act	修正額 %	1H act	修正額 %		
売上高	16,728	15,026	(1,702)	(10.2)	19,090	4,064	27.0
・日本	13,077	12,065	(1,012)	(7.7)	13,599	1,534	12.7
・海外	3,650	2,960	(690)	(18.9)	5,490	2,530	85.5
売上総利益	6,545	5,477	(1,068)	(16.3)	8,020	2,543	46.4
販管費	6,282	5,923	(359)	(5.7)	7,062	1,139	19.2
EBITDA	986	325	(661)	(67.0)	1,778	1,453	447.1
・日本	844	603	(241)	(28.6)	1,250	647	107.3
・海外	141	(277)	(418)	TR	528	805	TB
営業利益	262	(445)	(707)	TR	958	1,403	TB
・日本	591	343	(248)	(42.0)	983	640	186.6
・海外	(329)	(789)	(460)	RE	(24)	765	RS
経常利益	256	(439)	(695)	TR	963	1,402	TB
純利益 ATOP	80	(610)	(690)	TR	632	1,242	TB

出所: 決算説明会資料よりSEESAパートナーズ作成。

TR = turned red, RE = red expanded, RS = red shrank, TB = turned black.

IT、設備投資、株主還元で23億円を実施



海外事業：17億円
 ✦ 米国GOLFTECの直営店+13店（FC店直営化8店含む）
 ✦ ソフトウェア開発等。

新規事業：1.7億円
 ✦ トップトレーサー・レンジの新規導入等



国内事業：3.3億円
 ✦ GDOのビジネスの根幹を支えるシステム基盤の拡充
 ✦ サービス強化のための投資



2021年12月期 中間配当4.0円、期末配当5.5円を予定。

出所: 決算説明会資料

GOLFTEC増設数は中期経営計画で定めた年間22の目標値を超えて推移

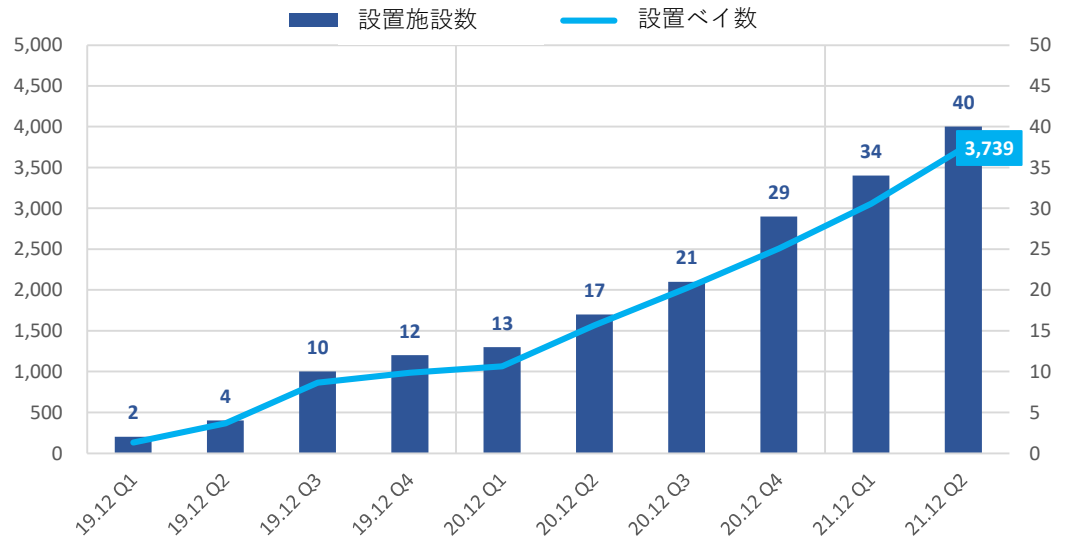
スタジオ数	直営店	FCセンター	合計スタジオ数
FY12/20 Q4 end	116	91	207
新規開設	4	0	4
買収	3	(3)	0
閉店	0	0	0
FY12/21 Q1 end	123	88	211
新規開設	1	0	1
買収	5	(5)	0
閉店	0	0	0
FY12/21 Q2 end	129	83	212
1H change	13	(8)	5

出所: 決算説明会資料よりSEESAパートナーズ作成。

New High-Tech Driving Ranges



ゴルフ場へのTop Tracer Range導入数推移



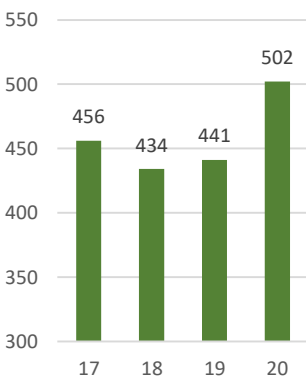
出所: GDO決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

Top Tracer Rangeの上半期の新規導入台数は+11台で、MTPの年間目標である+50台を下回っている。これは、新型コロナウイルスの拡大に伴いゴルフ練習場事業者が導入を若干延期したことによる。しかしGDOによると、下半期の受注はある程度見えてきており、今後の新規導入数は着実に増加していくものと考えられている。

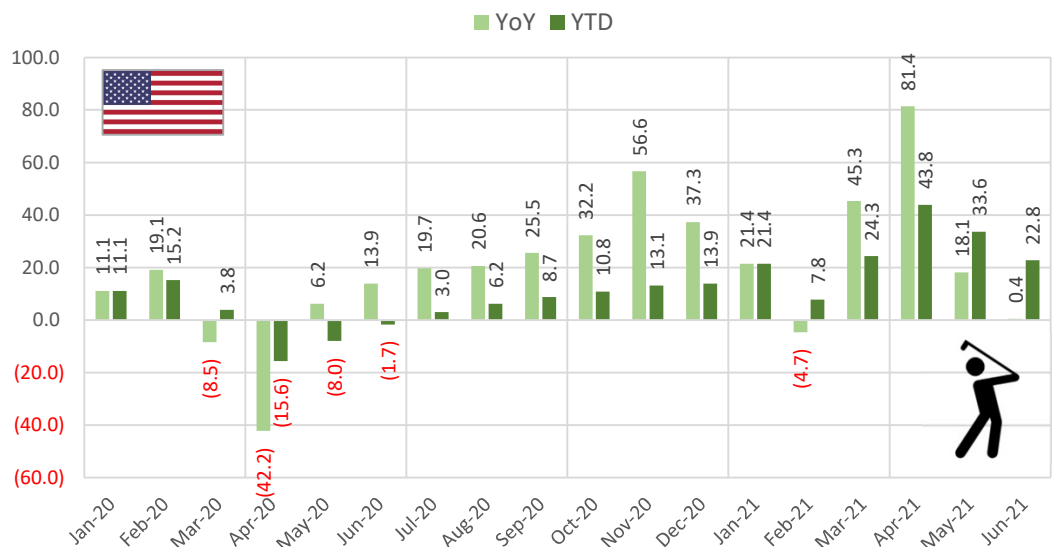
下のNGF月次米国ラウンド数のデータを見ると、2021年6月は+0.4%に減速しているが、前年比のベースが高いため、伸び率が鈍化するの時間の問題だった。二桁の高成長を永遠に維持することはできないが、NGFの調査チームは、20代、30代の若者の間で新規プレイヤーが多い好調なビジネス環境は当分続くだろうと指摘している。

米国ゴルフ財団「NGF」による月間総ラウンド数の推移

米国の総ラウンド数 (百万)



出所: NGF



出所: NGF月次National Gold Rounds Played ReportよりSESSAパートナーズ作成



東証新市場区分への対応

GDOは、7月に東証から「プライム市場」へ移行するための基準を満たしているという通知を受け取った。同時に、GDOは、新しいコーポレートガバナンスコードに準拠するために、引き続きガバナンスを強化している。同社は、2021年6月28日、取締役の指名・報酬に関する手続の公平性・客観性・透明性の強化を目的とした任意組織として、2021年7月1日より指名・報酬諮問委員会を設置すると発表した。委員会の構成メンバーは取締役会の決議によりその決定されるが、少なくとも3名のメンバーで構成され、その過半数は独立した社外取締役であることとした。2021年度の委員は以下のとおりである。

- ・ 代表取締役社長 石坂信也氏
- ・ 取締役副社長 吉川雄大氏
- ・ 社外取締役 岩澤俊典氏
- ・ 社外取締役 水戸重之氏
- ・ 社外取締役 高橋真木子氏

また、ESG/サステナビリティ経営を強化するために以下のような施策が実施された。

「多様性を認める働き方」を追求した人事制度改革を実施。リモート勤務、オフィス出勤、またはその両方を選択することができる管理システムが設けられた。また、コアタイム制度が廃止され、代わりに05:00から22:00までのフレックスタイム制度が導入されている。

GDO



また、同社は茅ヶ崎市と「シティプロモーションに関する連携協定」を締結し、GDO茅ヶ崎ゴルフリンクスの運営を開始した。同ゴルフ場は日本国内で最もカジュアルでローカルコミュニティのための多様なゴルフコースを目指しているが、広域避難場所としての指定を受け、また、単にゴルフプレーだけでなくその他のイベントを企画・開催することで地域社会への貢献を目指している。

GDOは、このようなコーポレートガバナンスコードへの準拠に基づいて、第4四半期にはプライム市場への上場を申請する予定である。





パフォーマンス & バリュエーション:
SESSA Smart Charts

- ✓ 好調な海外業績 (GTE) を背景に、株価はGTEの買収前の水準を超えた
- ✓ 会社予想に基づくバリュエーションは過去平均を僅かに上回る程度であり (P/Eは下記参照)、中期経営計画における2023/12期の営業利益目標が前回ピークの2017/12期の2倍である点は織り込まれていない可能性が高い
- ✓ 3028 アルペンは2021/6期のゴルフ売上が前年比+17.8%であると公表した。(次ページの上段左のグラフを参照)
- ✓ 2Q業績が大幅に上方修正されたことを受け、短期筋の利益確定売りにより株価は14.9%下落した。引き続き成長する見通しのため、以降の下げ幅は限定的と思われる

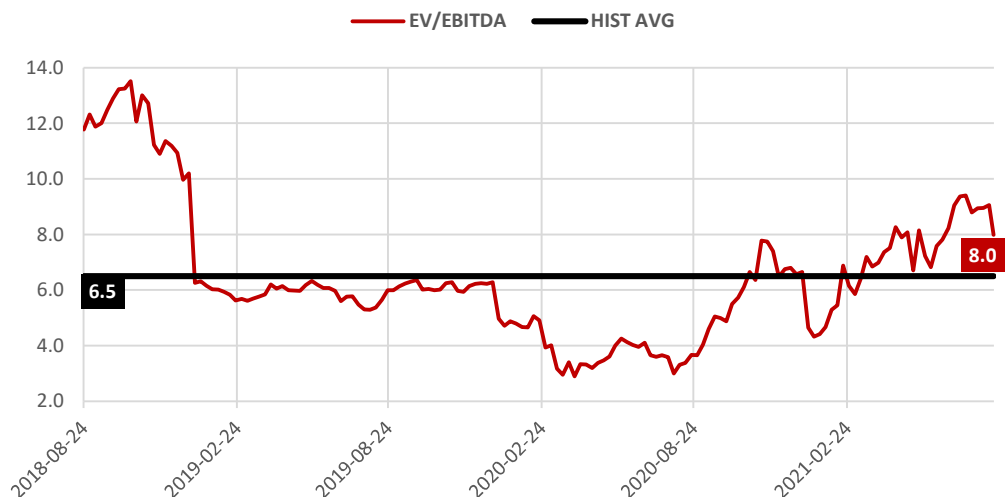
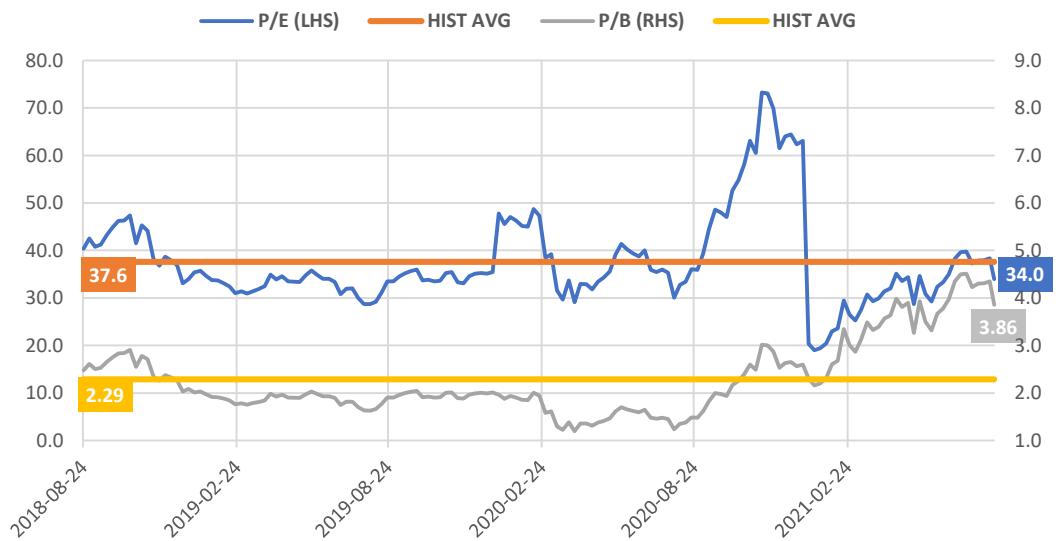


アナリストの視点

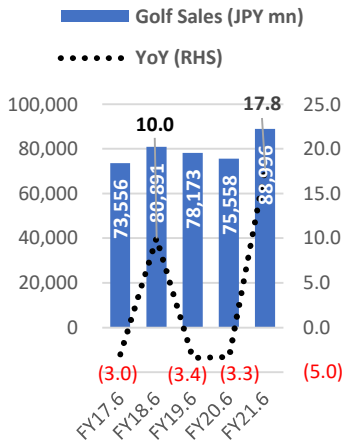
3年間の週足チャートとバリュエーション



P/E, P/B, EV/EBITDAの推移 (倍)



アルペンゴルフ小売販売



出所: アルペン企業データより
SESSAパートナーズ作成

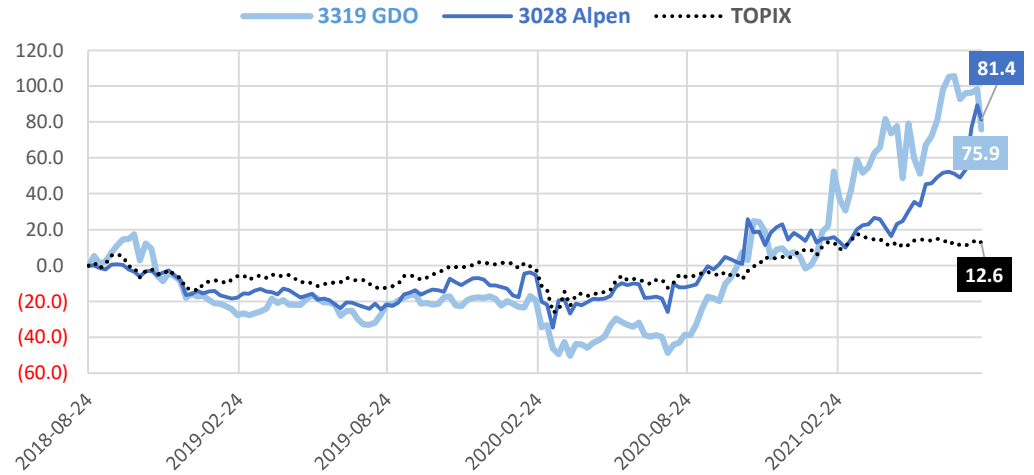
GOLFTEC社
2020年に25周年を迎える



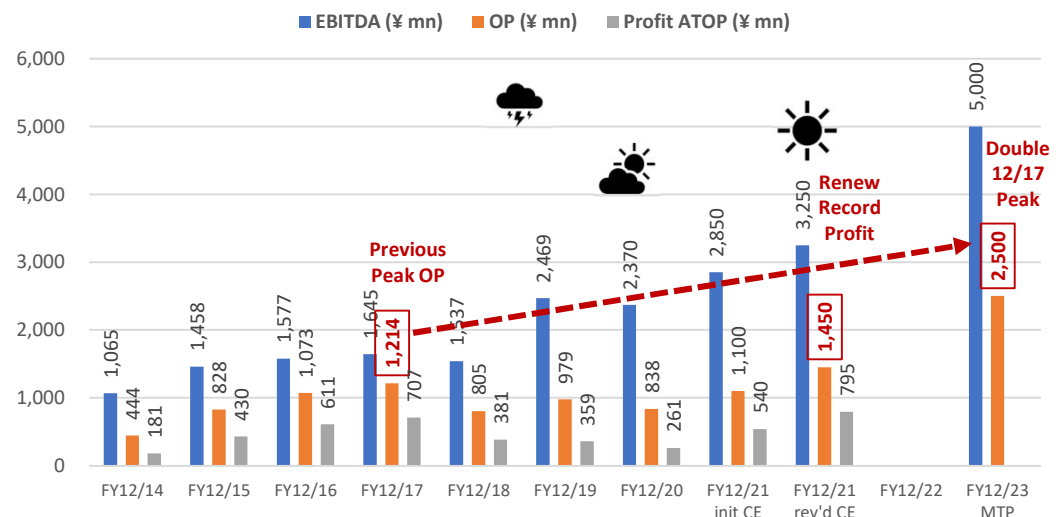
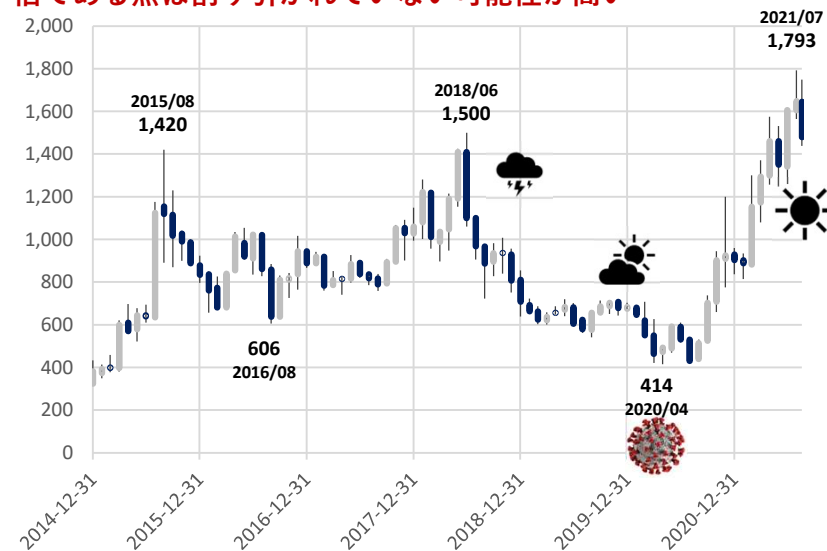
1995年以降の総レッスン数:
2019年8月 9,714,522
2020年8月 10,546,495



3年間の週間相対パフォーマンス



GDOの株価はGDE買収発表時の水準を超えた;
中期経営計画における2023/12期の営業利益目標が前回ピークの2017/12期の2倍である点は割り引かれていない可能性が高い

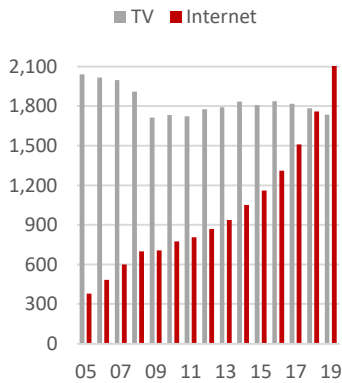


出所: 決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成。月次株価はSPEEDAデータより。

補足資料

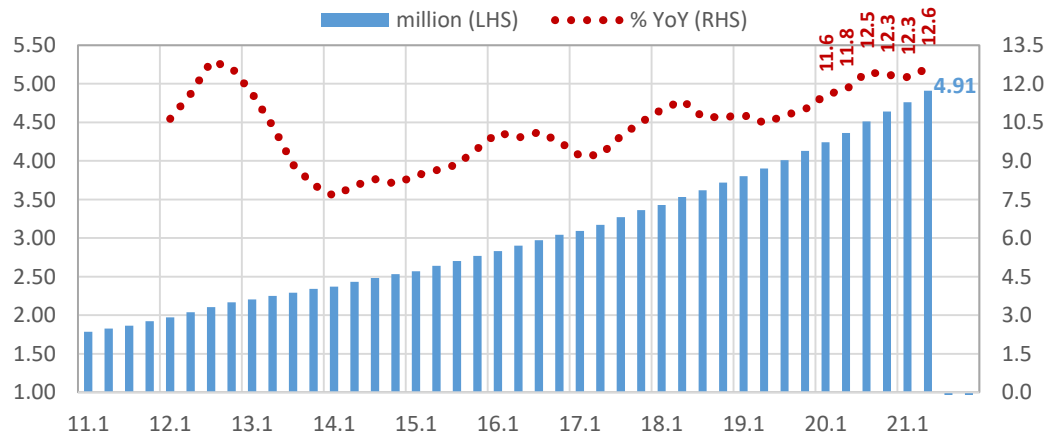


2019年にインターネット広告費は2兆1000億円に達し、初めてテレビ広告費を上回った



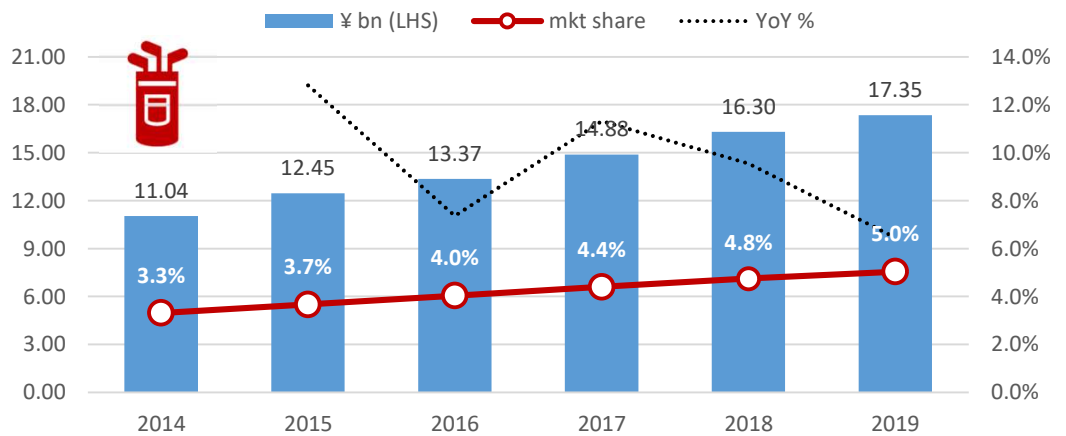
出所: 株式会社電通「2019年日本の広告費」

GDOクラブ会員数の四半期推移: 2021/12期に15万人増加 (前年比+12.6%)



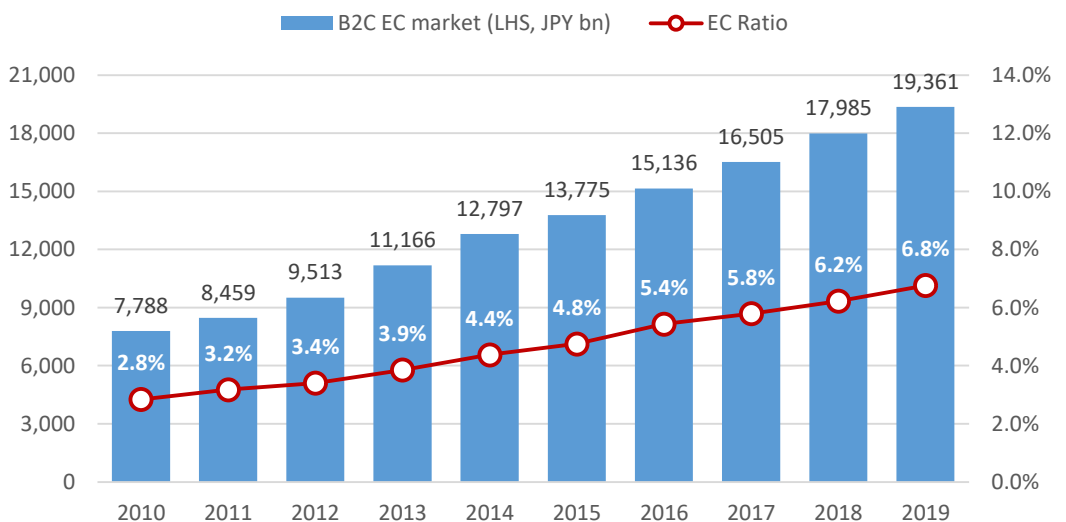
出所: GDO IR ファクトシートよりSESSAパートナーズ作成

GDOゴルフショップの用品売上高 (主にオンライン、10億円) 、前年比ならびに市場シェアの推移



出所: 日本生産性本部「レジャー白書」、GDO IR

経済産業省: 日本のBtoC-EC市場規模の推移 (10億円) ならびにEC比率



出所: 経済産業省「2019年版電子商取引に関する市場調査」(2020年7月22日発行)



新中期経営計画
2021~2023
「Lead the Way」

新中期経営計画2021~2023「Lead the Way」の主な取り組み

「ゴルフで世界をつなぐ」が同社のスローガンであり、ユニバーサルスポーツであるゴルフの普及により、人々の生活を豊かにし、スポーツを通して人々の相互理解を後押しすることがミッションである。同社は、これまでの歩みを3つの段階に分けて捉えている。最初の10年間はゴルフ場オンライン予約とゴルフ用品オンライン販売を立ち上げ、システムインフラとマーケティングインフラを構築、拡充した創業期であり、次の10年間はゴルフレッスン分野での新事業の開始、GTEの株式の過半数取得による米国市場への本格参入、コスト&利益分担方式による日本のゴルフ練習場へのハイテク機器設置に関するTOPGOLFとの提携を行った第二創業期、そして今後はゴルフ事業のポテンシャルを認識した上での世界市場への挑戦段階（新成長期）である。

発表された新中計のタイトルは「Lead the Way」であり、ゴルフ事業の次世代化で、具体的には日米市場でデジタルトランスフォーメーションの推進を目指している。ゴルフ関連事業への投資と開発を手掛ける米国のGDO Sports、ゴルフレッスン指導の最大手であり、カスタムクラブのフィッティング&販売も手掛けるGolfTEC Enterprisesという米国主力2子会社を通して、同社は屋内/屋外でのゴルフ指導、テクノロジーを活用した屋内練習、クラブフィッティング/カスタムクラブ販売といった「ゴルフインフラメント事業」において、市場での地位確立と市場シェアの獲得を目指している。新中計では、今後3年間に年間22か所のセンターを新設するために45億円を投じるというアグレッシブな目標を掲げている。

2020年末時点で同社は207か所のセンターを運営している。その内訳は直営が116ヶ所、FCセンターが91ヶ所（日本：13ヶ所）であり、米国市場ではセンター数を最大375まで拡大できる余地があると考えている。しかし、GolfTECの株式取得に伴うのれんは約41億円であり、2028年までの10年間に定額法で減価償却していくことになるため、新中計期間中は海外部門の小幅な営業赤字が続く見込みである（下表参照）。

日本では、同社はゴルフ練習場のTOPTRACER RANGEハイテク練習設備を導入するための投資を増やしており、今後3年間に年間50以上の新規導入を目指して18億円を投じる計画である。同社はゴルフ場予約についても2桁増を目標とし、ゴルフ用品オンライン販売の粗利益率については2019年比で1ポイントの引き上げを目指している。更に、国内レッスン事業を黒字転換することが今年の目標である。

GDOグループ新中期経営計画 2021~2023 「Lead the Way」

(日本基準)	FY12/19	YoY	FY12/20	YoY	FY12/21	YoY	FY12/23	FY12/23
百万円、%	Act	%	act	%	期初会予	%	新中計	3年 CAGR
売上高	34,274	28.2	33,691	(1.7)	37,800	12.2	46,000	10.9
・日本	26,842	6.3	26,724	(0.4)	27,800	4.0	32,500	6.7
・海外	7,432	397.3	6,967	(6.3)	10,000	43.5	13,500	24.7
EBITDA	2,469	60.6	2,370	(4.0)	2,850	20.3	5,000	28.3
・日本	2,057	9.6	2,304	12.0	2,100	(8.9)	3,500	15.0
・海外	412	TB	66	(84.0)	750	11.4x	1,500	183.3
営業利益	979	21.7	839	(14.3)	1,100	31.1	2,500	43.9
・日本	1,535	10.7	1,780	15.9	1,500	(15.7)	2,700	14.9
・海外	(556)	RS	(941)	RE	(400)	RS	(200)	RS

出所: IR Factbook及び決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレイマー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や情報は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都渋谷区広尾5-3-18

info@sessapartners.co.jp