

24/12期1Qの前年同期比減益は一時的 1Qの前期比は既に順次改善

サマリー

● 2024/12期の期初数値目標は下表の通り。連結営業利益は前年実績より420百万円増の800百万円（前年同期比110.3%増）だが、支払利息、構造改革費用、為替変動などの営業外費用や特別損益項目を保守的に見込んでいるため、経常利益は収支均衡、親会社株主に帰属する当期純利益（以下、当期利益）は600百万円の赤字となる（2頁参照）。**2024年の主な取り組みと期待されることは以下の通り：1)日本ではよりデータを重視した効率的なサービス提供を目指す（4Qの在庫調整後、売上総利益率は改善）2)コーチ不足が徐々に解消するとともに、「7 Shots Better」などのマーケティングキャンペーンにより、米国GOLFTECのゴルフレッスンのCash Salesは回復傾向、3) SkyTrakの販売チャネルの拡大を図る。** 期初予想では、これらの施策が下期以降に寄与すると見込んでいる。

● 中期経営計画2024-2026は、大規模な海外成長投資を回収する期間と位置づけられている。連結財務KPI目標は以下の通りである：売上高CAGRは8%超（2023-2026年）、EBITDAマージンは2026年までに10%超（2023/12期実績は8.4%）、営業利益率は2026年までに5%超（2023/12期は0.7%）である。期中平均為替レートは1米ドル=140.00円。2023/12期は、グループEBITDA、営業利益、当期利益の各四半期の前年同期比増減額が順次改善し、4Qには全ての利益レベルで前年同期比増益となった。さらに重要なのは、2022/12月期下期の大型海外投資の後、2023/12期下期のフリーキャッシュフローがプラスに転じたことである（7頁図表参照）。GDOの経営陣は、2018年に米国GOLFTECの株式60%を取得した後、黒字化に成功した実績がある。借入金の急増に伴うリスクは高いものの、主要グループ会社はそれぞれ各市場でNo.1のシェアを有しており、経営陣はGOLFTEC ANYWHERE構想を実行するために必要なものを揃え、英国、オーストラリア、中東の一部の国々を含む米国と日本以外の主要市場に目を向けている。

GDO 24/12期 期初連結業績予想

百万円、%	FY22/12	FY23/13	金額		FY24/12	金額	
	実績	実績	増減	%	期初予想	増減	%
売上高	46,090	52,918	6,827	14.8	57,500	4,582	8.7
・国内	27,593	28,493	899	3.3	30,000	1,507	5.3
・海外（米国）	18,496	24,424	5,928	32.1	27,500	3,076	12.6
EBITDA	4,049	4,465	415	10.3	5,150	685	15.3
・国内	2,639	2,411	(227)	(8.6)	2,550	139	5.7
・海外（米国）	1,409	2,053	643	45.6	2,600	547	26.6
のれん等償却前営業利益	2,262	2,169	(93)	(4.1)	2,513	344	15.8
・国内	2,015	1,762	(253)	(12.6)	1,800	38	2.1
・海外（米国）	246	406	160	65.2	713	307	75.2
のれん等償却費	1,072	1,789	716	66.8	1,712	(77)	(4.3)
● GOLFTEC	-	781	-	-	722	(59)	(7.6)
● SkyTrak関連事業	-	1,007	-	-	990	(17)	(1.7)
営業利益	1,189	380	(809)	(68.0)	800	420	110.3
・国内	2,015	1,762	(253)	(12.6)	1,800	38	2.1
・海外（米国）	(825)	(1,382)	(556)	-	(1,000)	382	-

出所：同社IR決算説明資料およびIR ファクトシートよりSIR作成

米ドル期中平均為替レートの実績と前提：2022/12期実績 131.63円、2023/12期実績 140.66円、2024/12期 期初予想 140.00円。

1Q Follow-up

GDO

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 (5/31)	529
年初来高値 (23/1/9)	694
年初来安値 (24/5/16)	508
10年高値 (22/8/25)	2,250
10年安値 (15/1/23)	348
発行済株式数 (100万株)	18,274
時価総額 (10億円)	9,666
自己資本比率(12/31)	1.9%
24.12 PER (会予)	—x
24.12 EV/EBITDA (会予)	7.1x
24.12 PSR (会予)	0.17x
23.03 PBR (実績)	—x
24.12 DY (会予)	—%

6ヶ月株価日足



アナリスト
クリス・シュライバー CFA
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ターをご覧ください。

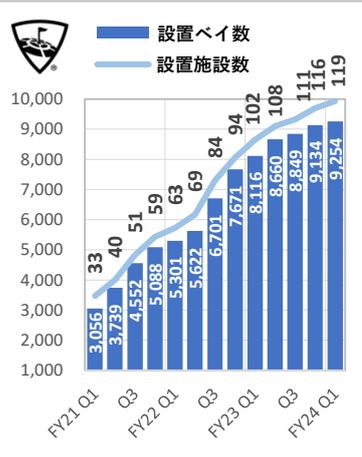
1Qの海外事業売上高はSkyTrak関連事業の貢献により28.7%増
1Qの利益は先行投資費用が影響 (のれん償却費を除いた海外販管費+38.4%)

決算サマリー

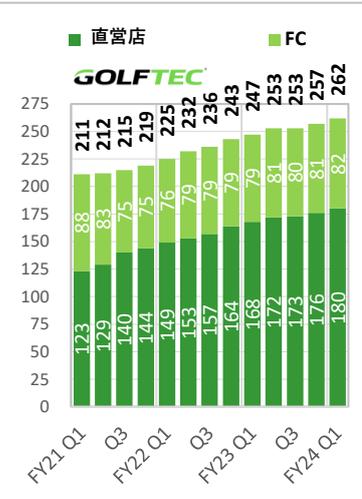
● GDOは5月13日(月)15:00に2024/12期1Q決算を発表した。売上高は前年同期比11.2%増、EBITDAは同55.6%減、営業損失は拡大した。下表の通り、売上高をけん引したのはゴルフ弾道測定器事業と昨年5月に発売したプレミアムモデル「SkyTrak+」である。米国GOLFTECのレッスン事業においては前年後半のCash Salesの不調が会計上1Qに認識される売上高に影響し減少したが、コーチ陣の離職率改善により、1QのCash Salesは7.7%増となった。国内では、主力のゴルフ用品販売の厳しい環境は続いている。しかし、1Qの売上総利益は前年同期比で減少したものの4Qからは改善した。ゴルフ練習場の売上高は前年同期比24.7%増であった。

● 国内では、GDOが環境変化に合わせて販管費をコントロールし、マーケティング活動の効率化、固定費の見直しなどを推進する一方、ゴルフ場事業では主に既存システムの刷新・更新のためのIT・設備投資を行っている。海外(米国)は、物価上昇、積極的なマーケティング活動、ソフトウェア開発の実施、直営のレッスン店舗数増設に伴う運営コストの増加、事業拡大に応じた米国GOLFTEC本社の人員増に加え、平均USDレートがFY23.1Qの132.39円からFY24.1Qの148.62円に上昇したこともあり、のれん等償却費を除く販管費は前年同期比38.4%増となった。

トップトレーサー・レンジ国内導入状況



GOLFTEC 新規出店数



出所：同社IR決算説明資料よりSIR作成

百万円、%	FY23/12	FY24/12	金額	%	FY24/12	金額	%
[J-GAAP]	1Q 実績	1Q 実績	YoY	YoY	期初予想	YoY	YoY
売上高	11,652	12,959	1,307	11.2	57,500	4,582	8.7
● 国内	6,561	6,405	-156	-2.4	30,000	1,507	5.3
ゴルフ用品販売	4,510	4,362	-148	-3.3	GDO		
ゴルフ場予約	1,165	1,132	-32	-2.8			
ゴルフ練習場	329	411	81	24.7			
その他(メディア、レッスン等)	556	499	-57	-10.2			
● 海外(米国)	5,091	6,553	1,462	28.7	27,500	3,076	12.6
ゴルフレッスン	3,179	3,637	457	14.4	GOLFTEC		
ゴルフ用品販売	1,037	1,268	231	22.3			
SkyTrak関連事業	720	1,477	757	105.2			
その他(連結相殺、その他)	153	169	15	10.3			
販管費	4,269	4,869	600	14.1			
人件費	1,445	1,693	248	17.2			
マーケティング関連費	698	816	118	16.9			
IT・設備投資費	528	659	131	24.8			
のれん等償却費	423	459	36	8.7	1,712	-77	-4.3
その他	1,175	1,239	64	5.4			
EBITDA	481	213	-268	-55.6	5,150	685	15.3
● 国内	254	215	-39	-15.5	2,550	139	5.8
● 海外(米国)	227	-1	-228	—	2,600	547	26.6
営業利益	-437	-916	-479	—	800	420	110.5
● 国内	102	45	-57	-55.6	1,800	38	2.2
● 海外(米国)	-540	-962	-422	—	-1,000	382	—
のれん等償却前営業利益	-117	-502	-385	—	712	306	75.4
経常利益	-304	-619	-315	—	0	-353	—
親会社株主に帰属する当期純利益	13	-823	-836	—	-600	-758	—

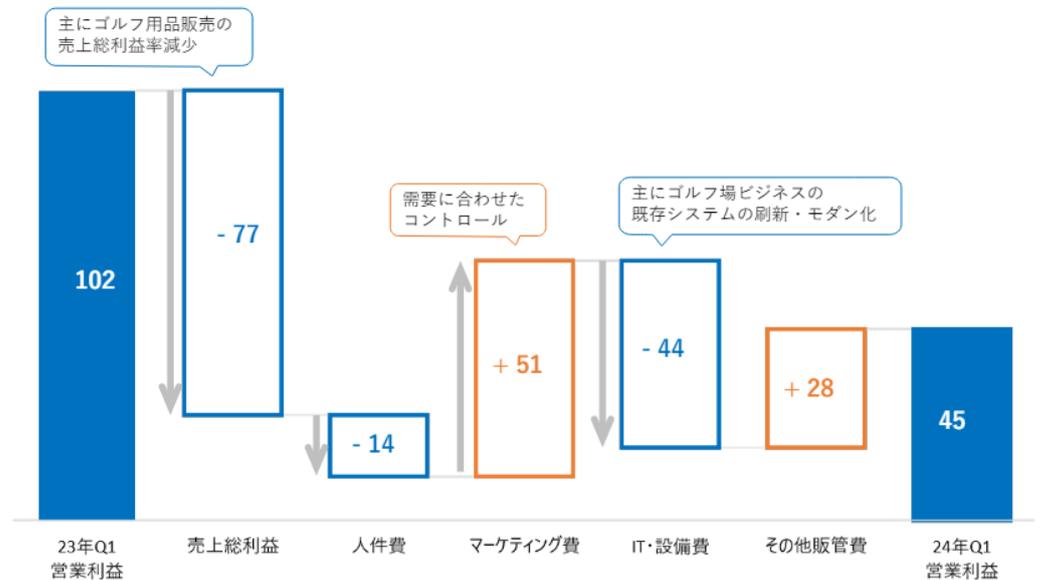
EBITDA = 営業利益 + 減価償却費 + のれん等償却費(のれん及び無形固定資産) + 長期前払費用。出所：GDO IR ファクトシートおよび同社IR決算説明資料よりSIR作成。



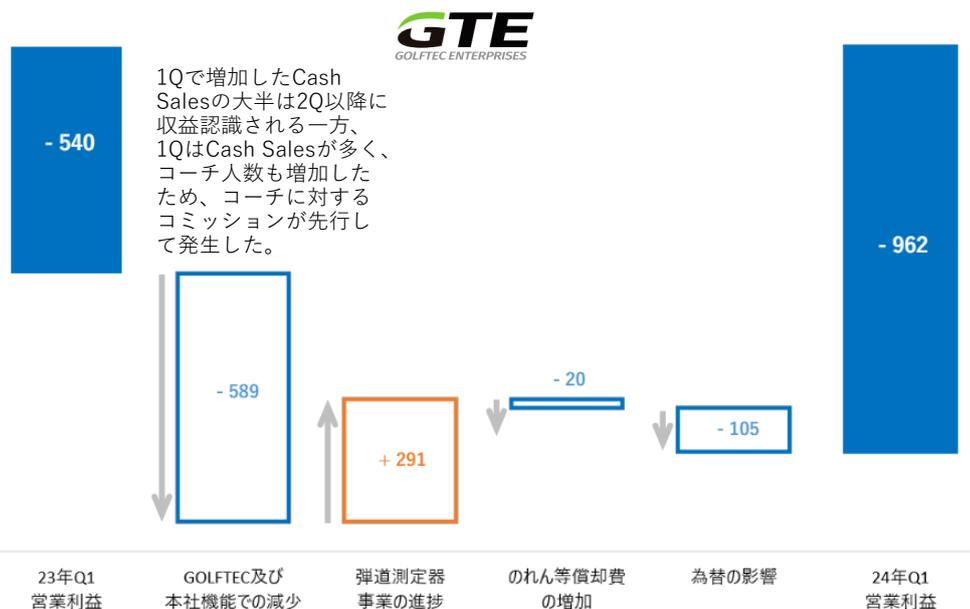
セグメント別営業利益増益分析

- 国内セグメントは、販管費コントロールを継続したものの、ゴルフ場ビジネスの既存システムを刷新・モダン化したことに加え、売上総利益が減少（前四半期比では改善）した影響もあり、営業利益は前年同期比で減少した（計画通り）。
- 海外セグメントは、ゴルフ弾道測定器事業（SkyTrak関連事業）の好調が奏功したものの、GOLFTECの積極的なマーケティングによる販管費の増加（前年同期比38.4%増）、新規センター数の増加や本社スタッフの増員による管理コストの増加、為替の影響などにより営業損失が拡大した。

24/12期 1Q 国内セグメント(上)および海外セグメント(下)の営業利益増減分析(百万円)



出所：同社IR決算説明資料より抜粋



出所：同社IR決算説明資料より抜粋

GDO

TOPICS

海外セグメントP/Lと
連結B/Sの
為替影響分析

GDOグループにとって米ドル高の影響は収益・費用の双方に影響

円安・米ドル高の恩恵を受ける日本の輸出企業とは異なり、GDOの海外セグメント（主に米国GOLFTEC）は、収益・費用、資産・負債が米ドル建てである。その場合、米ドル高の際に日本円で換算すると、利益と資産、損失と負債の両方を拡大させる結果になるということに留意が必要だ。下表は、米国GOLFTECのP/Lを百万ドル（左側）と百万円（右側）で示したものであり、上が2024/12期1Q、下が2023/12期との比較である。

2023/12期の米国GOLFTECの売上高は140.7百万米ドルから173.9百万米ドルへ33.2百万米ドル増加した。期中平均為替レートは2022/12期が131.63円、2023/12期が140.66円であった。円ベースでは、売上高は18,520百万円から24,466百万円に増加した。外貨ベースの増減に起因する増加が4,373百万円、為替の影響に因る増加が1,570百万円だった。2023/12期の営業損失は、前年同期の6.2百万円から9.8百万円へと3.5百万円増加した。この内、4.5百万円はのれん等償却費の増加に因る。円ベースでは、営業損失は825百万円から1,382百万円に拡大した。外貨ベースの増減に起因する増加は467百万円、為替の影響による増加は91百万円であった。下表から言えることは、ドル高により売上高およびEBITDAの前年同期比での増加率が拡大した一方、のれん等償却費および営業損失は前年同期比で悪化したことである。

海外セグメントP/Lへの為替影響

百万米ドル、百万円、%	百万米ドル			百万円		
	FY23/12 1Q 実績	FY24/12 1Q 実績	% YoY	FY23/12 1Q 実績	FY24/12 1Q 実績	% YoY
期中平均為替レート	-	-	-	¥132.39	¥148.62	12.3
売上高	38.4	44.0	14.7	5,091	6,553	28.7
●ゴルフレッスン	24.0	24.4	1.9	3,179	3,637	14.4
●フィッティング販売・EC販売	7.8	8.5	8.9	1,037	1,268	22.3
●ゴルフ弾道測定器 (SkyTrak関連事業)	5.4	9.9	83.7	720	1,477	105.2
●その他	1.1	1.0	(5.8)	153	169	10.3
EBITDA	1.7	0.0	-	227	-1	-
のれん等償却前営業利益	-0.8	-3.3	-	-117	-502	-
のれん等償却費	3.1	3.0	-3.1	423	459	8.7
営業利益	-4.0	-6.4	-	-540	-962	-
百万米ドル、百万円、%	百万米ドル			百万円		
	FY22/12 通期実績	FY23/12 通期実績	% 通期実績	FY22/12 通期実績	FY23/12 通期実績	% YoY
期中平均為替レート	-	-	-	¥131.63	¥140.66	6.9
売上高	140.5	173.6	23.6	18,496	24,424	32.1
●ゴルフレッスン	91.1	93.6	2.7	12,002	13,169	9.7
●フィッティング販売・EC販売	33.5	34.9	4.0	4,416	4,909	11.1
●ゴルフ弾道測定器 (SkyTrak関連事業)	10.5	40.1	280.3	1,388	5,641	306.3
●その他	5.2	5.0	-4.2	688	705	
EBITDA	10.7	14.5	36.3	1,409	2,053	45.6
のれん等償却前営業利益	1.8	2.8	54.6	246	406	65.2
のれん等償却費	8.1	12.7	56.1	1,072	1,789	66.8
営業利益	-6.2	-9.8	-	-825	-1,382	-

出所：同社IR決算説明資料よりSIR作成。

EBITDA = 営業利益 + 減価償却費 + のれん等償却費(のれん及び無形固定資産) + 長期前払費用。



- 同様に、2024/12期1Qの売上高は、38.5百万米ドルから44.3百万米ドルへ5.7百万米ドル増加した。期中平均為替レートは、2023/12期1Qが132.39円、2024/12期1Qが148.62円だった。円ベースでは、売上高は5,098百万円から6,584百万円に増加した。外貨ベースの増減に起因する増加は767百万円、為替の影響による増加は719百万円だった。営業損失は前年同期の4.0百万円から2.3百万円拡大し6.4百万円となった。円ベースでの営業損失は540百万円から962百万円に拡大した。外貨ベースの増減に起因する増加は317百万円、為替の影響による増加は88百万円であった。ここでも留意すべきことは、ドル高が利益と資産、損失と負債を円ベースで拡大させるということである。
- 連結B/Sへの為替影響について、下表では2022年8月のゴルフ弾道測定器事業（SkyTrak関連事業）の買収と、同年11月の米国GOLFTECへの出資比率を60%から98%に引き上げる前の2021/12期を基準としている。2022/12期には、総資産は実質的に2倍、総負債は2.9倍に増加したが、米ドル高に加え、これら2つの主要な取引が大きく反映されている。2022/12期の株主資本には、資金調達の一環としての優先株式6,000百万円が含まれていることに留意したい。2023/12期の有形固定資産（建物、工具、器具及び備品）は、為替の影響に加え、米国GOLFTECの出店増（164→176）などにより増加した。2023/12期及び2024/12期1Qは、為替の影響により、有利子負債の返済に伴う残高の減少ペースが鈍化している。

連結B/Sへの為替影響

百万円	FY21/12 期末	FY22/12 期末	FY23/12 期末	金額 増減	FY24/12 1Q 末	金額 増減
平均為替レート(参考)	¥109.90	¥131.63	¥140.66	¥9.03	¥148.62	¥7.96
流動資産	10,542	14,143	14,772	628	14,856	83
現預金	2,904	2,421	2,793	372	2,461	-332
売掛金	2,689	3,063	3,520	456	3,190	-330
商品	3,219	6,238	6,060	(178)	6,207	146
その他流動資産	1,728	2,421	2,399	(22)	2,998	599
固定資産	11,308	29,381	31,927	2,546	33,120	1,192
有形固定資産	3,814	13,712	16,173	2,460	16,804	631
無形固定資産	6,491	14,748	14,707	(40)	15,284	576
-うち、のれん	4,059	8,479	8,084	(394)	8,320	235
投資その他の資産	1,002	920	1,047	126	1,031	-15
総資産	21,851	43,524	46,700	3,175	47,976	1,276
流動負債	13,621	19,926	22,961	3,035	25,257	2,295
買掛金	2,244	2,893	2,620	(273)	3,468	848
短期借入金*	2,025	7,117	8,264	(1,147)	8,135	-129
契約負債（前受金）	4,751	5,562	6,068	505	7,638	1,570
その他の流動負債	4,599	4,354	6,009	1,656	6,016	6
固定負債	818	21,999	22,006	6	21,820	-185
長期借入金	-	12,961	11,723	(1,237)	11,580	-143
その他固定負債	818	9,038	10,283	1,243	10,240	-42
負債合計	14,440	41,925	44,967	3,041	47,077	2,109
株主資本合計	7,372	1,226	1,323	96	528	-794
その他包括利益累計額	31	347	407	59	368	-38
総資産合計	7,411	1,598	1,732	133	899	-833
負債・純資産合計	21,851	43,524	46,700	3,175	47,976	1,276

出所：同社IR決算説明資料よりSIR作成。

日本の慣例により、百万円未満を切り捨てて表示している。

*注：短期借入金+1年以内に返済予定の長期借入金。

GDO



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

- ✓ GDOのPSRは現在、2018年に米国GOLFTECの株式60%を取得した後のコロナ禍の20年7月安値を下回っている。
- ✓ SIRは、EBITDAがGDOグループの重要指標であることから、EV/EBITDAがGDOにとって最も重要なベンチマークの一つであると考えている。ネット有利子負債の減少時期とベースが不透明なため、EVが急激に膨らんでいるが、絶対額は今後着実に減少していくだろう。
- ✓ GDOは、米国GOLFTECの株式60%の取得に成功し、経営陣が米国と日本以外の主要市場に照準を合わせる中、GOLFTEC ANYWHERE構想を実行するために必要なものを手に入れた。2度目となる稀な投資機会が訪れている。



アナリストの見解

GTEの出資比率
引き上げ 8% → 60%

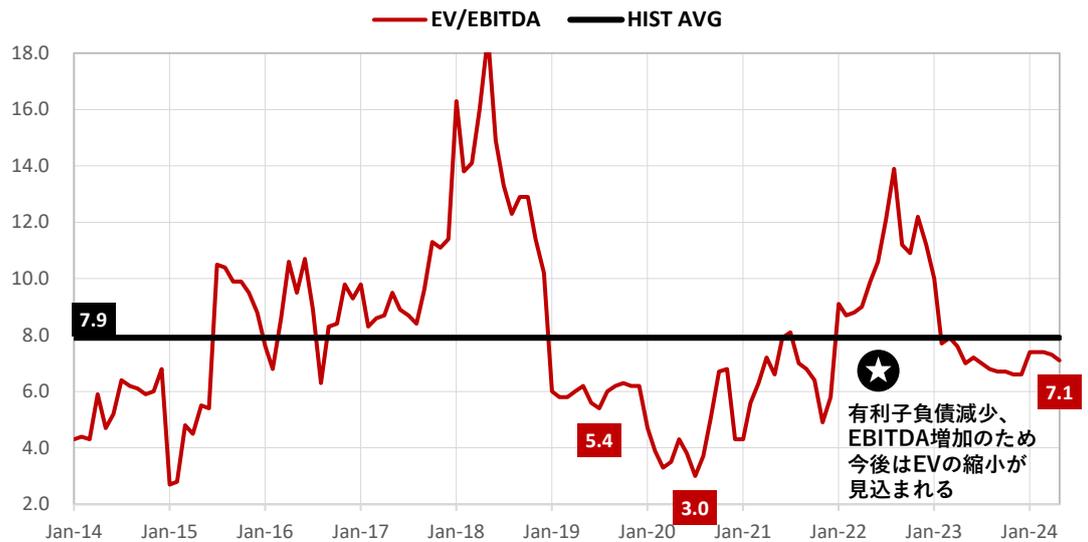
GTEの出資比率引き上げ
60% → 98%

GDO PSR (株価売上高倍率)

GTE GOLFTEC ENTERPRISES

SKYTRAK SkyTrak事業取得

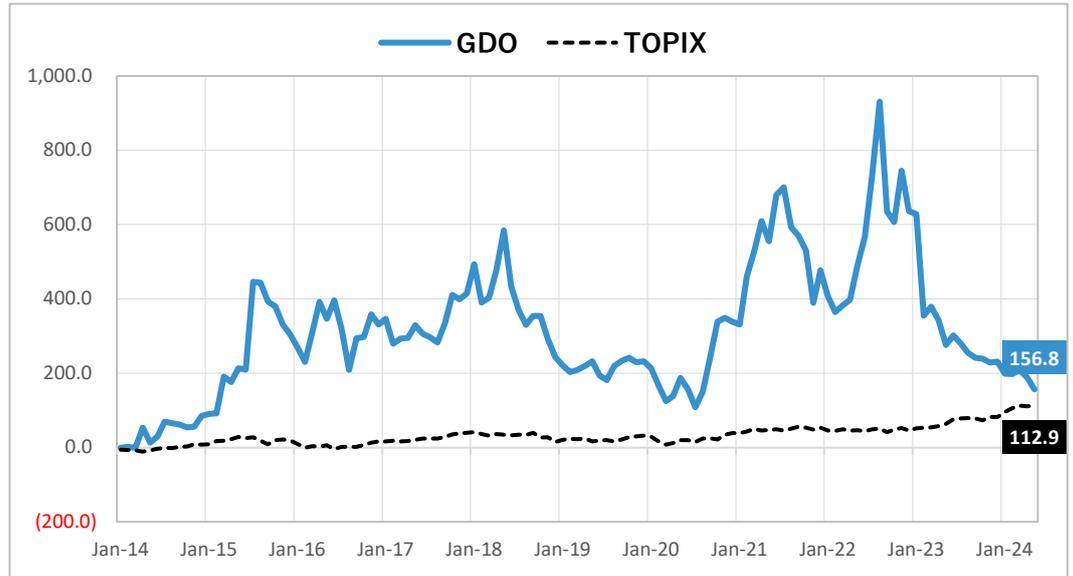
— P/S — HIST AVG



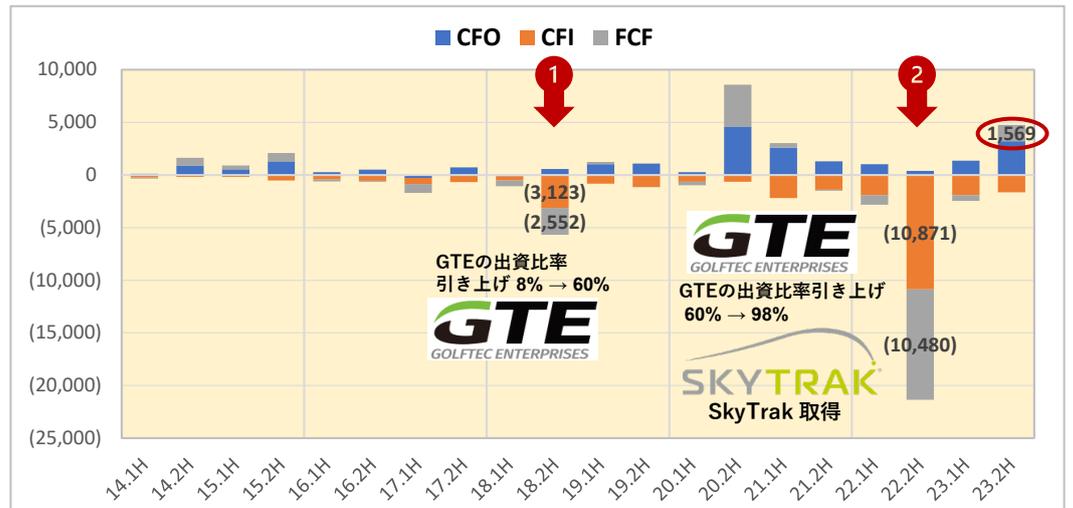
出所：SPEEDAデータよりSIR作成。24/12期のバリュエーションは同社売上高及びEBITDAに基づく。



10年間の月次相対パフォーマンス・チャート



10年間のCashflow推移：フリーキャッシュフローは23/12期下期に黒字転換



出所：SPEEDAよりSIR作成
 CFO=営業活動によるキャッシュフロー CFI=投資活動によるキャッシュフロー FCF=フリーキャッシュフロー

米国GOLFTEC
 24年2月に“7 shots better”
 キャンペーンを実施



7 SHOTS BETTER **20.5 YARDS FARTHER** **1M+ PLAYERS IMPROVED**



GDOグループのミッション：ゴルフ × テクノロジー

GDOグループ主要各社はそれぞれの市場でNo.1である。

① GDOはゴルフ用品のオンライン販売額で最大手であり、受賞歴のあるゴルフニュースポータルサイトを持ち、楽天と市場を2分するオンラインゴルフ場予約を展開する他、日本中のゴルフ練習場にTOPTRACERを導入する国内パートナーでもある。

② GOLFTECはプロのインストラクターによるゴルフレッスンを提供する世界最大の企業。独自のテクノロジーを駆使したスイングの分析・改善やクラブフィッティングサービスを提供する。

③ SkyTrakは一般ゴルファー向けゴルフ弾道測定器シェアNo.1。ゴルフ弾道測定用のホームスタジオを構成するための様々なアクセサリーを提供する。

GOLFTEC ANYWHERE構想の下で、GDOグループが強力なシナジー効果を発揮し、ゴルフをプレーすることで得られる感動や喜びが増すような無限の可能性を提供する。



GDO GROUP

GTE
GOLFTEC ENTERPRISES
GOLFTEC Enterprises LLC
CO, USA

SAN DIEGO DENVER

GDO Sports
GDO Sports, Inc.
CA, USA

GDO
Golf Digest Online Inc.
TOKYO, JAPAN

TOPTRACER RANGE
Japan partner

GDOグループは、世界の舞台でゴルフに特化した総合的なサービスを提供しています。ゴルフダイジェスト・オンラインは日本市場に焦点を当て、米国子会社であるGDOスポーツは米国と日本の橋渡し役。GOLFTECエンタープライズは、世界8カ国、250を超える拠点でGOLFTECセンターのグローバルチェーンを運営しています。

第1位 アメリカ



golfer数 **23.8** 百万人

コース数
14,800
コース

ラウンド数
475
百万ラウンド

用品市場規模
3,585
百万ドル

第2位 日本



golfer数 **7.8** 百万人

コース数
2,270
コース

ラウンド数
90
百万ラウンド

用品市場規模
2,078
百万ドル

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレームー／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

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sessapartners.co.jp