

GOLFTEC事業が黒字化

中期経営計画「Lead THE WAY」(2021-2023)は前倒しで順調に進捗

サマリー

- GDOの歴史において減収は2度しかない。東日本大震災のあった11/12期の8%減と、コロナ禍の影響を受けた20/12期の2%減である(P17参照)。しかし、12月決算に移行した06/12期以降、**21/12期までの15年間のCAGRは、売上高が11.2%増、営業利益は31.8%増を達成した**。更に重要なのは、2018年7月に連結子会社化したGOLFTEC Enterprises (以下GTE) が利益貢献を始め、高い利益率を誇る同事業が業績拡大を牽引する新たな局面に移行したことである。
- 前期の業績推移を振り返ると、21年8月12日に21/12期上期決算の発表時に通期会社予想を上方修正した。海外セグメントが予想以上に上振れしたことにより、売上高見通しを期初発表の会社予想比6%増、営業利益は同32%増に引き上げた。その後22年1月31日に再び通期予想を修正し、営業利益を前回発表した会社予想比18%増、当期純利益を同30.2%増に引き上げた。そして今年2月10日に発表した21/12期決算は、売上高が前年比17.5%増、営業利益は同103.4%増となった(日本国内で多額のマーケティング費用を投じたが、GTE連結化後初めて過去最高益を更新)。20/12期通期の会社予想は、売上高を前年比10.9%増、営業利益を同23.1%増とした。
- GDOが2018年にGTEの買収を決断を下した際には、長期間にわたり損失を計上すると見られていた。しかしながら、GTEの取得は、認知度の高いブランドを活かして巨大な米国市場に参入するための巧みな手法であったと言える。買収後にいくつかの問題を解決し、明確な成長プランを策定したことでGTE事業は軌道に乗り出したと言えよう。中期経営計画では年間22店舗の出店計画であるが、21/12期は28店舗増となり、22/12期は33店舗増の目標としている。今年後半もしくは来年初頭には中計の23/12期目標を上方修正する可能性がある。一方、株価バリュエーションは魅力的な低水準と言えよう。

4Q Follow-up



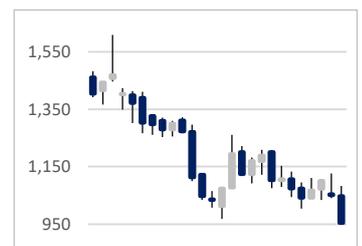
フォーカスポイント:

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(2/25)	954
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(13/1/4)	82.0
発行済株式数(100万株)	18,274
時価総額(10億円)	17,433
自己資本比率(9/30)	33.9%
22.12 P/E (CE)	9.2x
22.12 EV/EBITDA (CE)	3.8x
21.12 P/B (act)	2.35x
21.12 ROE (act)	15.1%
22.12 DY (CE)	1.00%

6ヶ月株価週足



Source: SPEEDA data

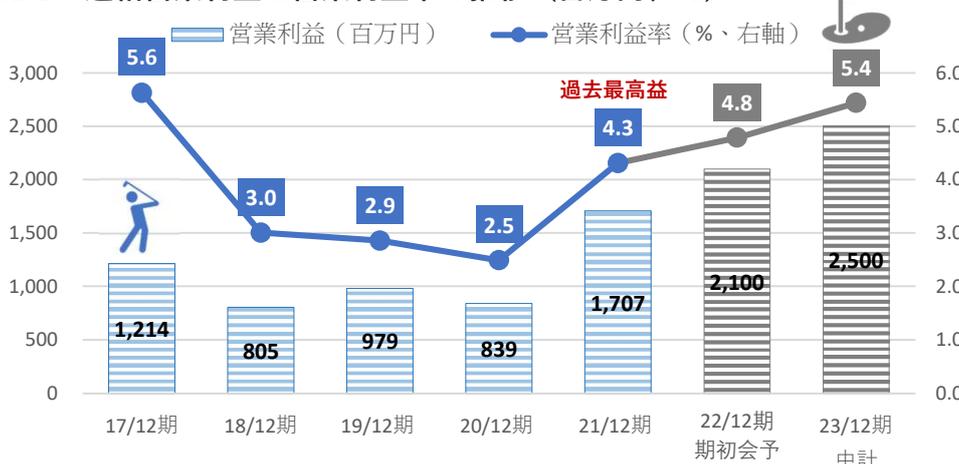
アナリスト
クリス・シュライバー
CFA

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ームをご覧ください。

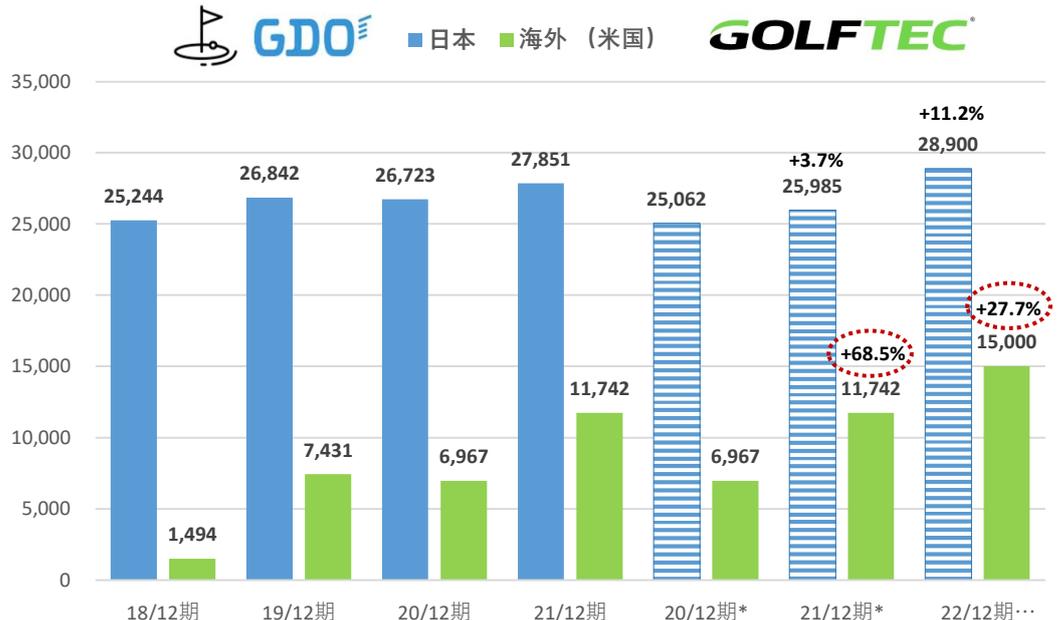
GDOの連結営業利益と営業利益率の推移(百万円、%)



出所:同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成



GDOのセグメント別売上高の推移 (百万円、% 前年比)



出所: 同社IR決算説明資料よりSESSAパートナーズ作成 注: 2018/12期第4四半期よりGOLFTECを連結化
*日本の売上高は2022/12期より新収益認識基準を適用 (2020年と2021年は当該基準等を適用した場合の資産金額)

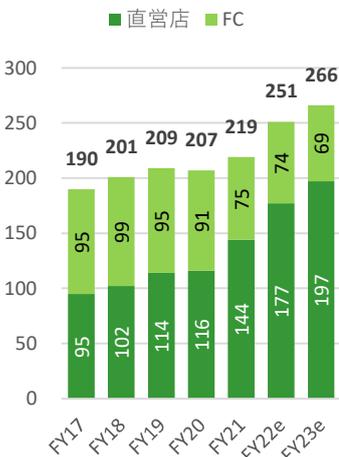
中期経営計画で明示されていた通り、日本と米国で多額の投資を計画通り実行したが、21/12期は驚くべき好決算となった。また将来の成長に向け、下半期に日本で大幅にマーケティング費用が増額されたが、利益がそれを上回って伸長し、修正後の業績予想をさらに上回る結果となった。下記の図表に示す通り、GOLFTECの店舗数は前年から12店舗増加し219店舗に達した。新設が12店舗、FCから直営の移行が16店舗となり、直営店が28店舗増加する一方でFC店は移行分の16店舗が減少した。22/12期には33店舗増を目標としており、中期経営計画の年間22店舗増をはるかに上回る見通しである。

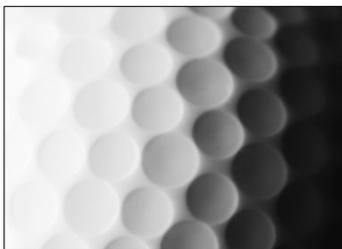
GOLFTECの店舗数は中期経営計画の年間数値目標である直営店22店舗を上回る拡大ペース

	直営店 店舗	FC店 店舗	合計 スタジオ数
20/12期第4四半期末	116	91	207
新設	4	0	4
FC店直営化	3	(3)	0
退店	0	0	0
21/12期第1四半期末	123	88	211
新設	1	0	1
FC店直営化	5	(5)	0
退店	0	0	0
21/12期第2四半期末	129	83	212
新設	3	0	3
FC店直営化	8	(8)	0
退店	0	0	0
21/12期第3四半期末	140	75	215
新設	4	0	4
FC店直営化	0	0	0
退店	0	0	0
21/12期第4四半期末	144	75	219
対前年増減数	28	(16)	12

出所: IR決算説明資料よりSESSAパートナーズ作成

GOLFTEC 出店計画を修正





GDO21/12期連結業績サマリー

百万円、%	売上高	前年同期比	営業利益	前年同期比	経常利益	前年同期比	純利益 ATOP	前年同期比
17.12 FY	21,574	11.7	1,214	13.1	1,226	12.5	707	15.7
18.12 FY	26,739	23.9	805	(33.7)	823	(32.9)	381	(46.1)
19.12 FY	34,274	28.2	979	21.7	972	18.1	359	(5.8)
20.12 FY	33,691	(1.7)	839	(14.3)	908	(6.6)	261	(27.1)
21.12 FY	39,595	17.5	1,707	103.4	1,716	89.0	1,036	296.1
22.12 FYe*	43,900	10.9	2,100	23.0	2,100	22.4	1,900	83.4
17.12 Q1	4,233	0.6	(36)	TR	(32)	TR	(43)	TR
17.12 Q2	5,412	7.8	345	5.9	346	4.9	203	(1.8)
17.12 Q3	5,632	13.8	419	6.0	420	4.4	271	6.0
17.12 Q4	6,296	22.8	485	65.7	491	66.1	276	115.7
18.12 Q1	5,199	22.8	45	TB	44	TB	(20)	RS
18.12 Q2	6,728	24.3	276	(20.2)	264	(23.6)	157	(22.7)
18.12 Q3	6,303	11.9	134	(68.1)	168	(60.1)	178	(34.4)
18.12 Q4	8,509	35.1	350	(27.9)	347	(29.4)	66	(76.1)
19.12 Q1	7,553	45.3	(147)	TR	(153)	TR	(204)	RE
19.12 Q2	9,175	36.4	410	48.6	409	54.8	284	80.8
19.12 Q3	8,874	40.8	230	72.0	228	36.2	124	(30.6)
19.12 Q4	8,672	1.9	487	39.1	487	40.4	155	135.3
20.12 Q1	8,071	6.8	43	TB	39	TB	(45)	RS
20.12 Q2	6,955	(24.2)	(488)	TR	(479)	TR	(565)	TR
20.12 Q3	8,973	1.1	643	179.7	706	209.4	468	278.7
20.12 Q4	9,692	11.8	642	31.8	641	31.7	404	160.8
21.12 Q1	8,677	7.5	228	432.8	232	493.5	106	TB
21.12 Q2	10,413	49.7	731	TB	731	TB	526	TB
21.12 Q3	10,097	12.5	247	(61.7)	258	(63.4)	159	(66.0)
21.12 Q4	10,407	7.4	501	(21.9)	494	(22.9)	245	(39.5)

出所: 同社決算短信よりSESSAパートナーズ作成

下記の図表に修正後の21/12期業績予想と20/12期実績のサマリーを示している。各段階利益で2桁成長を達成する中、海外セグメントがその大きな要因となっていることは注目に値することである。P6の会社側が示した営業利益の増減分析を見れば、前述したGOLFTEC直営店の大幅増が計画前倒しで進む中、高い利益率を誇る米国事業の売上総利益の増加が利益拡大につながったことは明らかだ。ただし、人件費の急騰やGOLFTEC店舗の新設に係る地代家賃の増加等その他販管費が急増したほか、日本ではリピート率にフォーカスしたターゲットマーケティング費用を集中投下したことが利益拡大を一部相殺した。(P4参照)

GDOの修正後の21/12期通期連結業績予想と20/12期通期実績

[日本基準]	20/12期	前年比	21/12期	前年比	21年	前年比	21/12期	前年比
百万円、%	実績	%	期初会予	%	8月12日 修正会予	%	実績	%
売上高	33,691	(1.7)	37,800	12.2	40,200	19.3	39,595	17.5
・日本	26,724	(0.4)	27,800	4.0	29,000	8.5	27,852	4.2
・海外	6,967	(6.3)	10,000	43.5	11,200	60.8	11,743	68.5
EBITDA	2,370	(4.0)	2,850	20.3	3,250	37.1	3,595	51.7
・日本	2,304	12.0	2,100	(8.9)	2,300	(0.2)	2,376	3.1
・海外	66	(84.0)	750	11.4x	950	14.4x	1,218	18.5x
営行利益	839	(14.3)	1,100	31.1	1,450	72.8	1,707	103.4
・日本	1,780	15.9	1,500	(15.7)	1,700	(4.5)	1,778	(0.1)
・海外	(941)	RE	(400)	RS	(250)	RS	(71)	-
経常利益	908	(6.6)	1,090	20.1	1,440	58.6	1,716	89.0
Q4純利益(ATOP)	261	(27.1)	540	106.5	795	204.0	1,036	296.1

出所: IR決算説明資料よりSESSAパートナーズ作成 RE = 赤字拡大, RS = 赤字縮小



2021/12期の営業利益、17.07億円は過去最高益である2017/12期の12.14億円を上回った。

四半期連結業績ハイライト

[日本基準]	FY12/18				FY12/19				FY12/20				FY12/21			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
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	1.51	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	10,097	10,407
・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	6,944	7,308
・海外	—	—	—	1,494	1,604	2,046	1,961	1,819	1,896	1,063	1,990	2,016	2,328	3,161	3,153	3,099
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	4,314	4,690
売上総利益率	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%	42.7%	45.1%
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	4,067	4,189
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%	40.3%	40.3%
人件費	729	767	784	945	938	979	1,074	1,026	1,000	1,004	978	1,118	1,111	1,124	1,126	1,359
マーケティング費用	309	570	465	555	472	665	594	497	524	353	480	661	572	954	990	788
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%	9.8%	7.6%
IT / 設備投資	323	321	329	478	477	489	488	519	502	505	485	495	509	549	613	640
のれん償却	2	2	2	87	85	84	79	85	85	85	84	83	85	100	125	132
その他	511	708	679	1,093	1,024	1,065	1,035	993	982	878	888	1,039	988	1,065	1,211	1,268
EBITDA	161	386	269	711	211	775	590	892	427	(102)	1,023	1,019	617	1,161	767	1,049
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%	7.6%	10.1%
・日本	197	537	359	782	292	552	471	740	383	219	904	795	538	712	408	717
・海外	(35)	(141)	(90)	(71)	(80)	222	119	151	44	(322)	119	224	78	449	358	331
営業利益	45	275	133	349	(147)	409	229	486	42	(488)	643	641	227	730	246	501
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%	2.4%	4.8%
・日本	87	423	231	644	164	427	343	599	254	89	773	663	407	576	243	551
・海外	(42)	(147)	(99)	(294)	(312)	(17)	(113)	(112)	(211)	(577)	(130)	(21)	(179)	154	3	(50)
経常利益	44	264	167	346	(152)	409	228	486	39	(478)	706	641	232	731	258	494
親株主に帰属する四半期純利益	(20)	157	177	65	(203)	284	123	154	(45)	(564)	468	404	106	525	159	244
[貸借対照表]																
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	2,375	2,904
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	1,773	2,025
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	50	—
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	1,823	2,025
正味現金(純負債)	16	(42)	(2,610)	(2,736)	(2,333)	(2,634)	(2,438)	(2,782)	(3,130)	(3,226)	(475)	736	1,375	1,056	552	879
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	7,115	7,411
総資産	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	21,173	21,851
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	33.6	33.9
[非財務情報]																
ゴルフガレージ店舗数	5	5	5	5	5	5	5	5	6	6	6	6	6	6	6	6
GOLFTECスタジオ数	10	11	197	200	202	206	208	209	207	208	207	207	211	212	215	219
うち、GDOスタジオ数	10	11	11	12	12	12	12	13	13	13	13	13	13	12	12	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	1,245	1,285
GDO会員数(万人)	343	353	362	372	379	390	401	413	424	436	451	464	476	491	504	517

出所: P/L及び補足情報はIR Fact Book、B/Sは決算短信よりSESSAパートナーズが作成。



連結財務ハイライト

[日本基準]	17/12期	前年比	18/12期	前年比	19/12期	前年比	20/12期	前年比	21/12期	前年比
百万円、%	実績	%	実績	%	実績	%	実績*	%	実績	%
売上高	21,574	11.7	26,739	23.9	34,274	28.2	33,691	(1.7)	39,595	17.5
セグメント別										
• 日本	21,574	11.7	25,245	17.0	26,842	6.3	26,724	(0.4)	27,852	4.2
• 海外	—		1,495	—	7,432	397.3	6,967	(6.3)	11,743	68.5
内訳(全体に占める%)										
• 日本	100.0%		94.4%		78.3%		79.3%		70.3%	
• 海外	—		5.6%		21.7%		20.7%		29.7%	
事業別										
• 小売(主にゴルフ用品のオンライン販売)	14,081	5.3	16,301	15.8	17,354	6.5	17,896	3.1	18,245	2.0
• ゴルフ場(プレイ予約)	5,806	13.7	6,929	19.3	7,475	7.9	6,962	(6.9)	6,747	(3.1)
• その他(メディア、新事業)	874	7.7	971	11.1	846	(12.9)	972	14.9	1,867	92.1
• レッスン(+クラブフィッティング/販売)	800	—	2,530	216.2	8,597	239.9	7,858	(8.6)	12,734	62.1
内訳(全体に占める%)										
• 小売り(ゴルフ用品のオンライン販売)	65.3%		61.0%		50.6%		53.1%		46.1%	
• コース(ゴルフ場予約)	26.9%		25.9%		21.8%		20.7%		17.0%	
• その他(メディア、練習場事業)	4.0%		3.6%		2.5%		2.9%		4.7%	
• レッスン(+クラブフィッティング/販売)	3.7%		9.5%		25.1%		23.3%		32.2%	
売上総利益	8,850	10.5	10,475	18.4	13,656	30.4	13,076	(4.3)	17,025	30.2
総利益率(%)	41.0%		39.2%		39.8%		38.8%		43.0%	
販売費及び一般管理費	7,636	10.0	9,671	26.6	12,677	31.1	12,237	(3.5)	15,319	25.2
対売上高比率(%)	35.4%		36.2%		37.0%		36.3%		38.7%	
EBITDA	1,645	4.3	1,537	(6.6)	2,469	60.6	2,370	(4.0)	3,595	51.7
EBITDA マージン(%)	7.6%		5.7%		7.2%		7.0%		9.1%	
• 日本	1,645	4.3	1,876	14.0	2,057	9.6	2,304	12.0	2,376	3.1
• 海外	—		(338)		412	TB	66	(84.0)	1,218	18.5x
営業利益	1,214	13.1	805	(33.7)	979	21.7	839	(14.3)	1,707	103.4
営業利益率(%)	5.6%		3.0%		2.9%		2.5%		4.3%	
• 日本	1,337	24.6	1,387	3.7	1,535	10.7	1,780	15.9	1,778	(0.1)
• 海外	(123)		(582)	RE	(556)	RS	(941)	RE	(71)	RS
経常利益	1,226	12.5	823	(32.9)	972	18.1	908	(6.6)	1,716	89.0
税金等調整前当期純利益	1,127	11.7	765	(32.1)	786	2.7	830	5.6	1,531	84.5
親株主に帰属する四半期純利益	707	15.7	381	(46.1)	359	(5.8)	261	(27.1)	1,036	296.1

*GolfTEC Enterprises LLCの持ち株比率の8.1%⇒60.0%への引き上げは2018年7月(Q3)に完了し、FY2018Q4から連結対象になった

連結B/S、CF/S、1株当たりの主要項目

B/S、CF、主要財務指標	17/12期	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期
百万円、%	実績	実績	実績	実績*	実績
総資産	10,806	18,237	19,565	17,994	21,852
現金及び預金	1,534	1,701	1,997	2,873	2,905
短期借入金	950	2,435	3,446	1,472	2,026
1年内返済予定の長期借入金	—	667	667	666	—
長期借入金	—	1,335	667	—	—
有利子負債合計	950	4,437	4,780	2,138	2,026
純資産	6,020	6,207	6,316	6,357	7,411
自己資本比率(%)	55.7%	34.0%	32.3%	35.3%	33.9%
流動比率(%)	171.2%	94.4%	89.2%	87.0%	77.4%
純D/Eレシオ(x)	(0.10)	0.44	0.44	(0.12)	(0.12)
ROA(%)	12.6%	5.7%	5.1%	4.8%	8.6%
ROE(%)	12.4%	6.2%	5.7%	4.1%	15.1%
営業活動によるキャッシュフロー	435	442	2,124	4,888	3,920
投資活動によるキャッシュフロー	(1,255)	(3,527)	(1,953)	(1,285)	(3,580)
フリーキャッシュフロー	(820)	(3,084)	171	3,603	339
財務活動によるキャッシュフロー	845	3,236	129	(2,704)	(373)
発行済株式数(千)	18,274	18,274	18,274	18,274	18,274
期中平均発行済株式数(千)	18,256	18,274	18,274	18,274	18,274
1株当たり当期純利益(円)	38.73	20.84	19.63	14.31	56.68
1株当たり配当金(円)	9.00	9.50	9.50	5.50	9.50
配当性向(%)	23.2%	45.6%	48.4%	38.4%	16.8%
1株当たり純資産額(円)	329.34	339.69	345.61	347.85	405.17

出所:決算短信、IR Fact BookよりSESSAパートナーズ作成。百万未満の数字は四捨五入



先進技術の導入: オプティモーション
 業界初となる、ワイヤレス、センサーレス環境で、データに基づくレッスンを実現。

New High-Tech Driving Ranges



21年12月期：IT投資、設備投資は34.9億円となった



海外事業：24.7億円
 ❖ 米国ゴルフテックの直営店+28店舗（FC店直営化16店含む）
 ❖ ソフトウェア開発等
 新規事業：3.0億円
 ❖ トップトレーサー・レンジの新規導入等

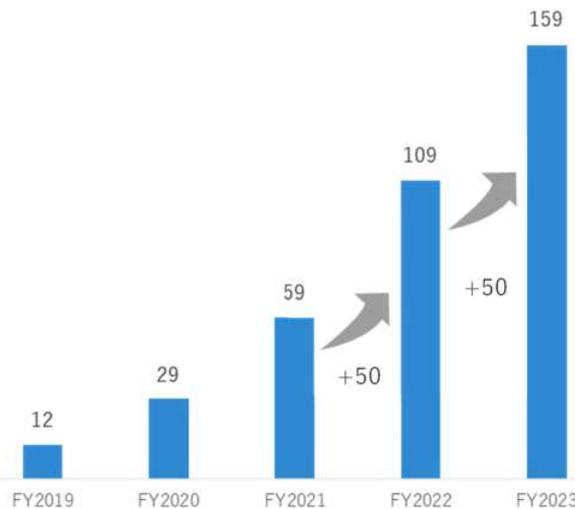


国内事業：7.2億円
 ❖ GDOのビジネスの根幹を支えるシステム基盤の拡充
 ❖ サービス強化のための投資



2021年12月期 中間配当 4.0円を実施
 期末配当は 5.5円を予定

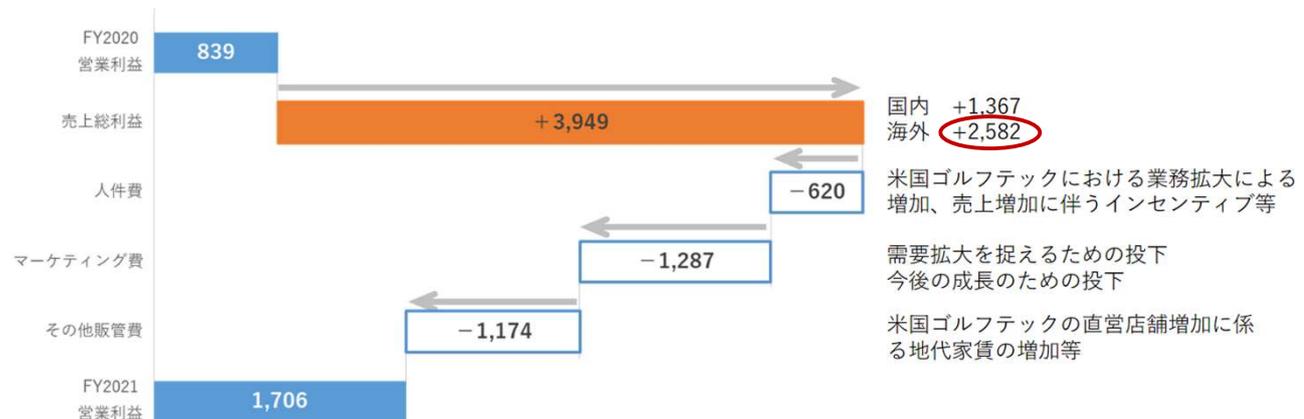
ゴルフ場へのTop Tracer Range導入加速



- コロナの影響による工事期間の延長や営業自粛のなかでも、売上高は前年比+177%
- 甲信越・北陸地区、九州地区に初導入
- +30施設増、+2,583Bay
- ユーザー数+129%

出所：同社IR決算説明資料

営業利益増減分析（単位：百万円）：利益率の高い海外事業がけん引役となり営業利益が大幅増



出所：同社IR資料



中期経営計画の23/12期の売上高目標を1年前倒して達成する見込み。

中期経営計画では年間22店舗の増加を見込むのに対し、21/12期は28店舗増加し、22/12期は33店舗増を計画。

新収益認識基準適用後の2022年度見通し

[日本基準] 百万円、%	20/12期 実績	21/12期 実績	前年比 %	22/12期 期初会予	前年比 %	23/12期 中計(参考)	前年比 %
売上高	32,029	37,728	17.8	43,900	16.4		
・日本	25,062	25,985	3.7	28,900	11.2		
・海外	6,967	11,742	68.5	15,000	27.7		
売上高 (新収益認識準適用前)	33,690	39,594	17.5	46,000	16.2	46,000	0.0
・日本	26,723	27,851	4.2	31,000	11.3	32,500	4.8
・海外	6,967	11,742	68.5	15,000	27.7	13,500	(10.0)
EBITDA	2,370	3,595	51.7	4,350	21.0	5,000	14.9
・日本	2,304	2,376	3.1	2,800	17.8	3,500	25.0
・海外	66	1,218	18.5x	1,550	27.3	1,500	(3.2)
営行利益	838	1,706	103.6	2,100	23.1	2,500	19.0
・日本	1,780	1,778	(0.1)	2,100	18.1	2,700	28.6
・海外	(941)	(71)	RS	0	BE	(200)	TR
経常利益	907	1,715	89.1	2,100	22.4		
純利益(ATOP)	261	1,035	296.6	1,900	83.6		
のれん償却費	434	541	24.7	643	18.9		
のれん償却前営業利益	1,273	2,248	76.6	2,744	22.1		

出所:「2021年12月期決算説明資料」の一部訂正に関するお知らせ (IRニュース、2月15日)



修正されたGOLFTEC出店計画

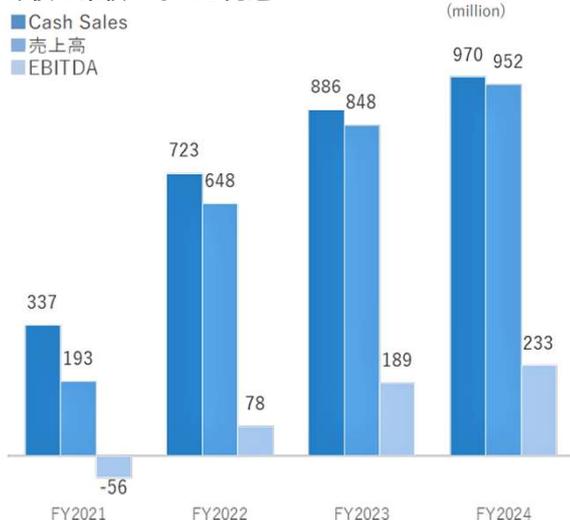


出所:同社IR決算説明資料(上下)

- 中期経営計画では年間22店舗の増加を見込むのに対し、**21/12期は28店舗増加しており、22/12期は33店舗増を目標とする。**
- ゴルファー人口及び所得水準は保守的な想定に基づいても、中期的には**米国直営店が現在の倍となる400店舗に拡大する可能性がある。**

新規出店による将来の利益貢献

2021年度に新規出店した直営店舗が今後の業績に与える見込み



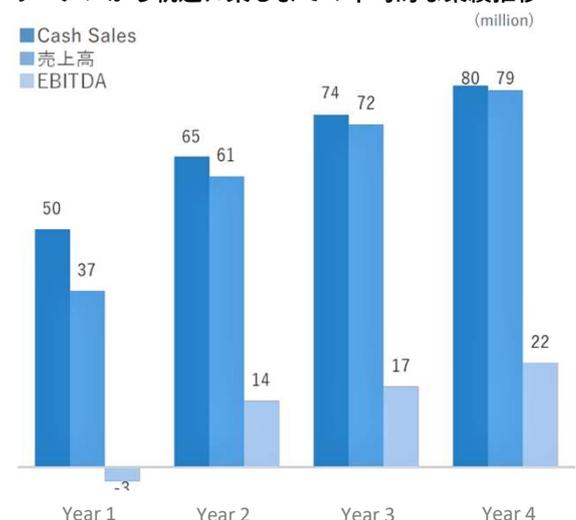
想定為替レート:

左図
2021年度1ドル=109.9円、2022年度以降1ドル=100円

右図
1ドル=100円

(参考)

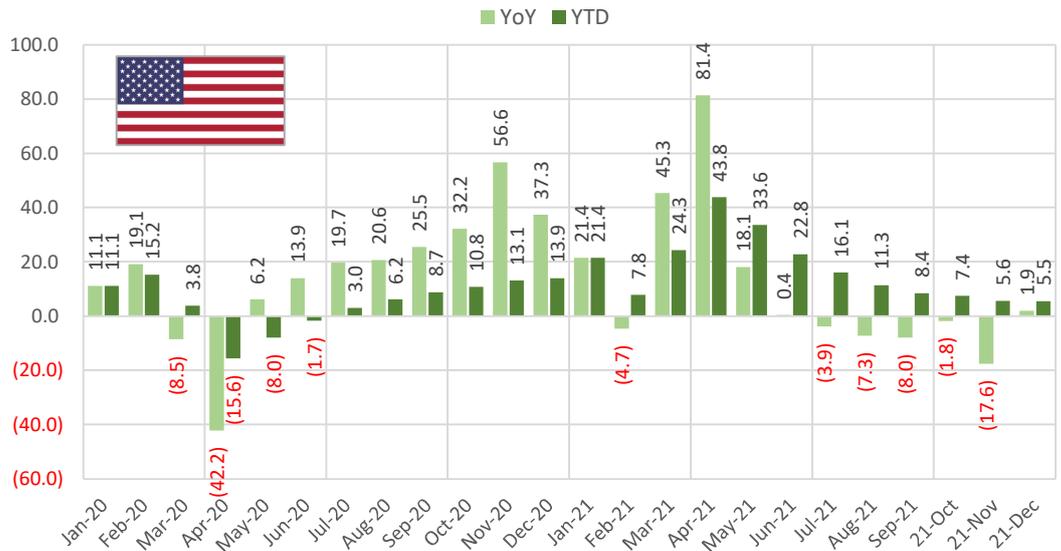
新設直営店1店舗当たりの、オープンから軌道に乗るまでの平均的な業績推移





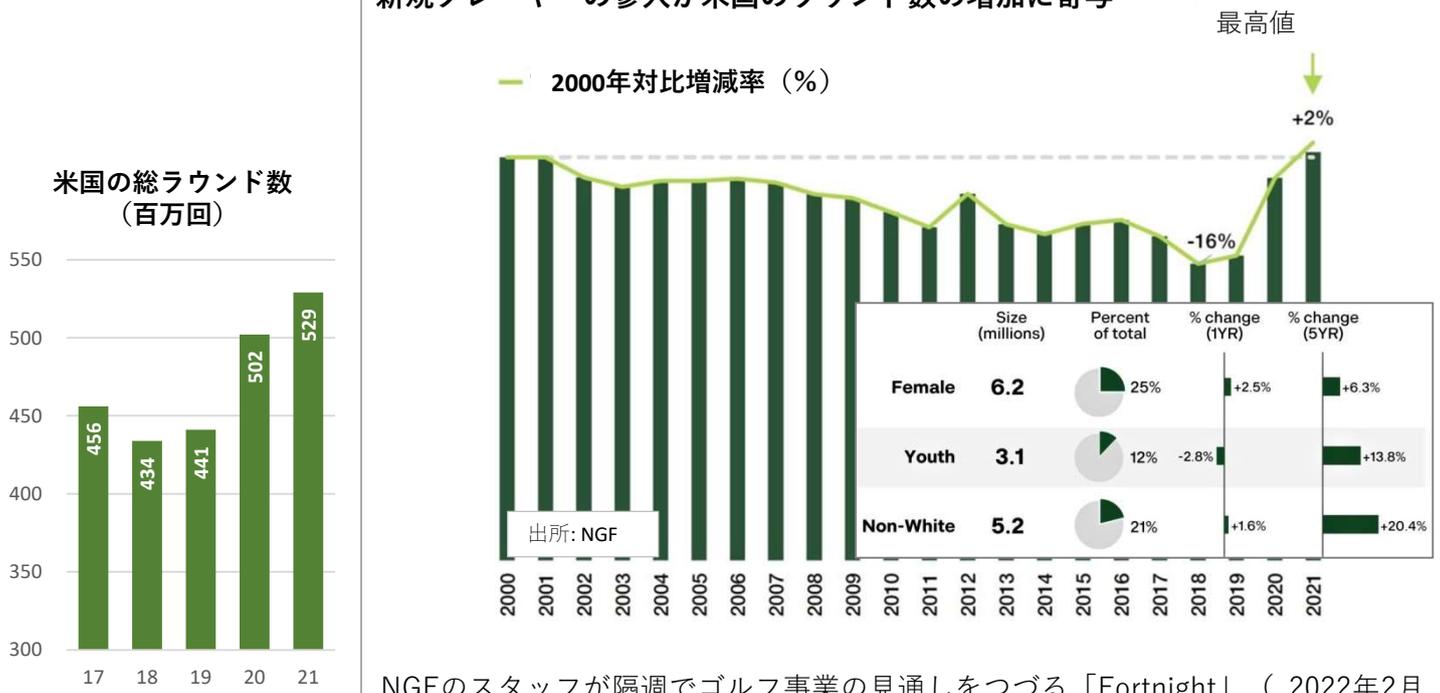
米国のゴルフ市場は差し迫った需要の急減に直面していない。右下の図表に示す通り、20代の若年層や女性、非白人など、数百万人の新たなプレイヤーの参入により、米国のラウンド数は過去最高を記録している。

米国ゴルフ財団「NGF」による月間総ラウンド数の推移



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

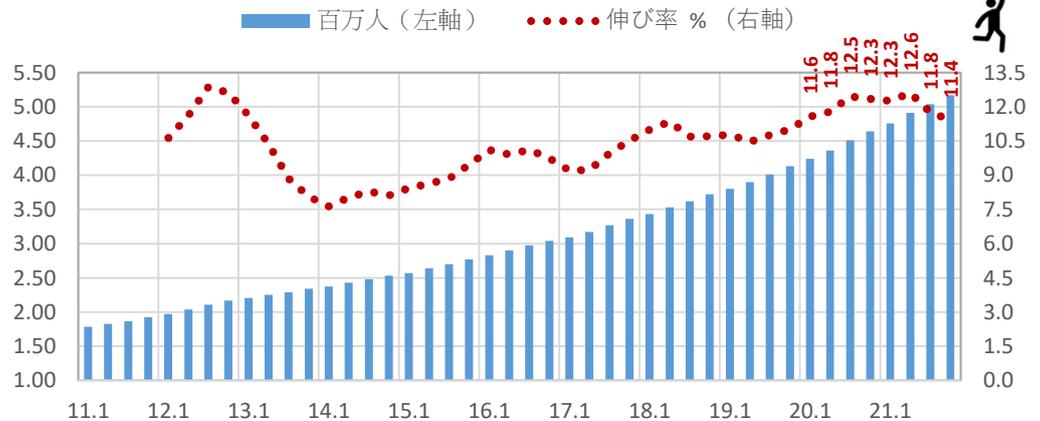
新規プレイヤーの参入が米国のラウンド数の増加に寄与



NGFのスタッフが隔週でゴルフ事業の見通しをつづる「Fortnight」（2022年2月17日版）には興味深い分析が記されている。同誌によれば2000年から2019年の間に年間25ラウンド以上回るプレイヤーの数は半減したという。インターネットとソーシャルメディアの急速な普及が影響し、人々の余暇の過ごし方に変化をもたらしているという。コロナ前は週末の朝にゴルフをプレーする人口は漸減していたが、コロナ禍において、感染リスクの低いレジャーであることが認知されたゴルフには数百万人の新たなプレイヤーが現れその魅力にとりつかれているという。これにより20年以上減少していたプレイヤー数はわずか6ヶ月で元の水準を回復した。このページの上段の図表は、急拡大した需要が2021年下半期に徐々に減少したことを表すラウンド数の推移を示している。しかしながら、NGFは数百万人の新規プレイヤーがゴルフを始めたことを考えれば、短期間で需要が急減する**可能性は低い**と考えているが、長期間で見ればこのように需要は変動すると指摘している。

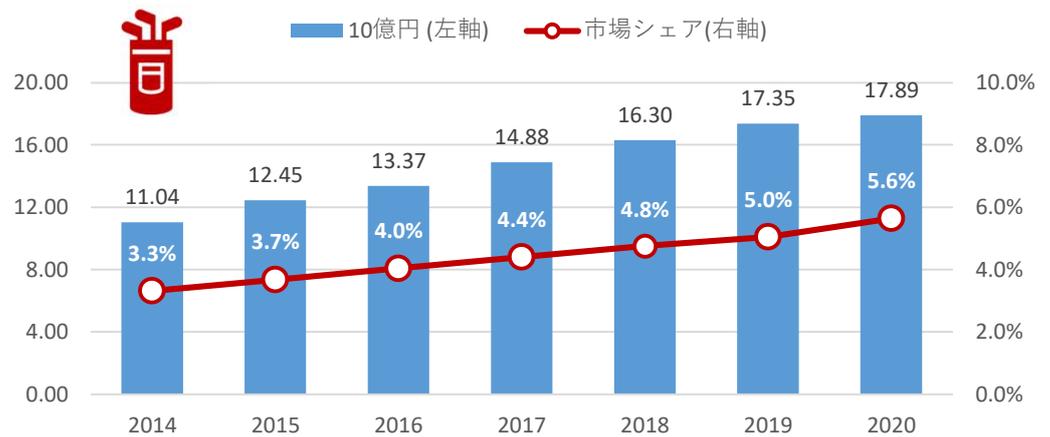


GDOクラブ会員数の四半期推移: 2021年Q4に53万人増加し517万人に到達した



出所: GDO IR ファクトシートよりSESSAパートナーズ作成

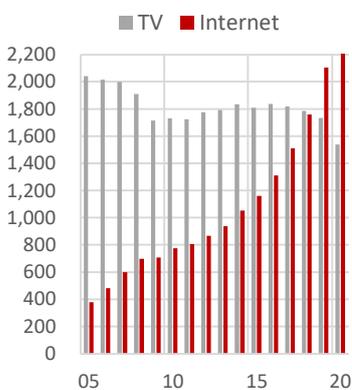
GDOゴルフショップの用品販売売上高 (主にオンライン) と市場シェアの推移



出所: 日本生産性本部「レジャー白書」、GDO IRよりSESSAパートナーズ作成

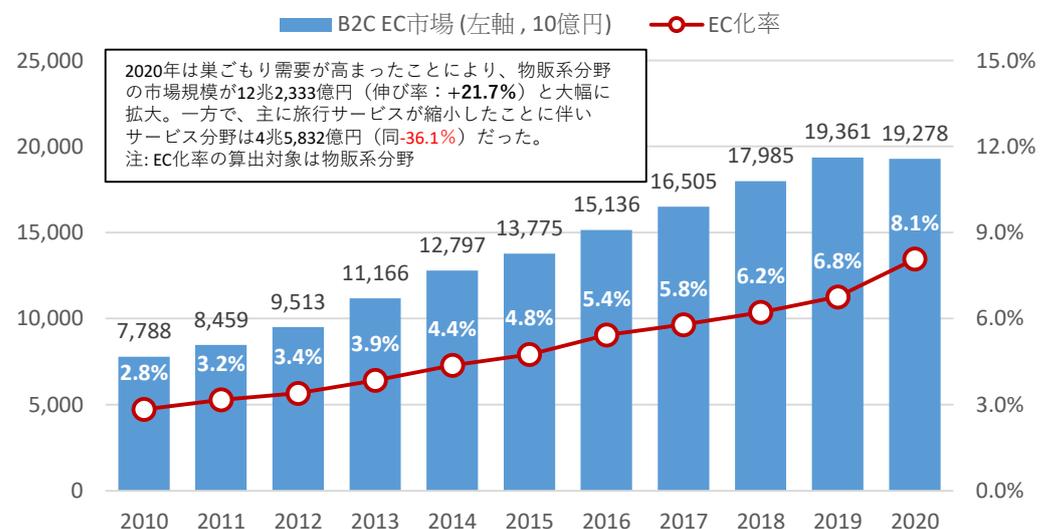


2019年にインターネット広告費は2兆1000億円に達し、初めてテレビ広告費を上回った



出所: 株式会社電通「2019年日本の広告費」

経済産業省: 日本国内のB2C-EC市場規模とEC化率



出所: 経済産業省「2020年版電子商取引に関する市場調査」(2021年7月30日発行)



新中期経営計画
2021~2023
「Lead the Way」

ゴルフダイジェスト・オンライン
創業者兼代表取締役社長
石坂信也氏



GolfTEC Enterprises LLC
共同創業者兼CEO
ジョー・アッセル氏



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	前年比	FY12/20	前年比	FY12/21	前年比	FY12/23	FY12/23
百万円、%	実績	%	実績	%	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 Fact Book及び決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成



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

✓ P12上段の相対パフォーマンスチャートに示すように、コロナ禍において、ゴルフが感染リスクの低いレジャーであることが認知され、プレー需要の高まりに伴って株価は上昇したが、その上昇幅のほとんどを失った。

✓ GDOの株価はレンジの中間である1,000円まで下落しており、現在のPERは9.2倍と、過去平均を72%下回る水準である。

✓ GTEは2020年のCARE ACT（米国コロナ経済対策法）により給与保証融資を受けたが、その返済が免除対象と認定されたことから22/12月期には709百万円の特別利益が計上される見込みである。この特別利益を取り除いたとしてもPERは13.9倍であり過去平均を57%下回っている。

✓ **3.8倍のEV/EBITDAは過去平均を32%下回り、2.35倍のPBRは過去平均に戻った。**



Analyst's view

3年間の週足チャートと出来高推移

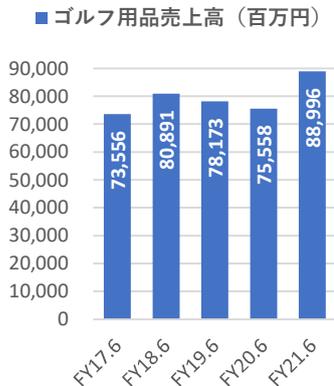


P/E、P/B、EV/EBITDAの推移（倍）



出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成。※利益は会社予想に基づく。

アルペン小売販売額



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周年を迎えた



95年以降の累計レッスン回数:

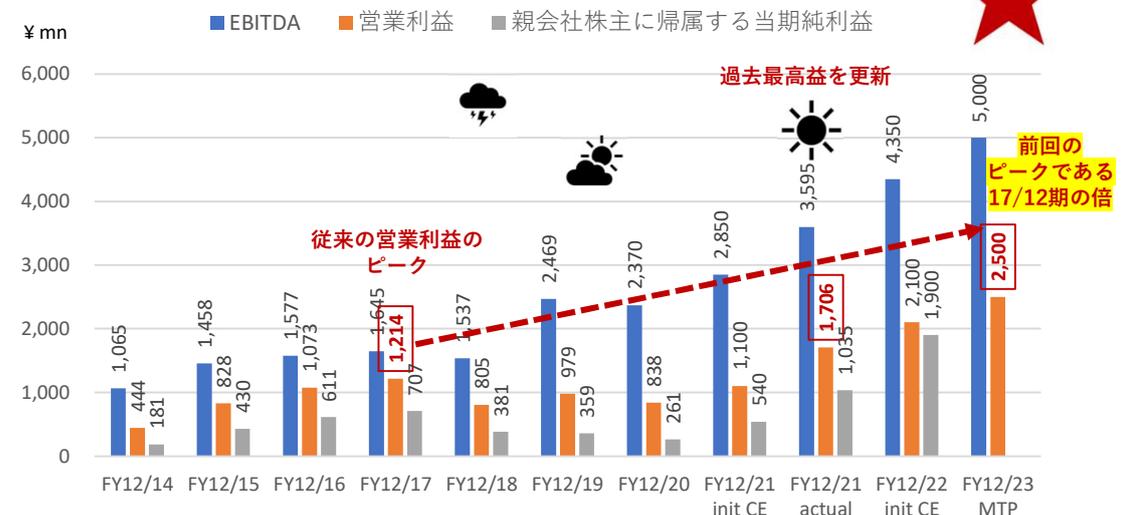
- 2021年3月 11,127,806回
- 100万人以上の受講生
- 平均で7ストローク改善
- 700人以上のゴルフテック認定コーチ
- PGA (全米プロゴルフ協会) プロフェッショナルの在籍が最多
- 世界中に200以上のスタジオを設置
- 米国内で37州、6か国に展開



3年間の週間相対パフォーマンス



GDOの株価はGTE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倍である点は織り込まれていない可能性が高い



出所: 同社IR決算説明資料よりSESSAパートナーズ作成。株価データ: SPEEDA

経済産業省 特定サービス産業動態統計調査：ゴルフ場とゴルフレッスン練習場

下部は 前年 同期比	売上高 (百万円)				合計	利用者数		平均 営業 日数	下部は 前年 同期比	売上合計 (百万円)	練習場	
	合計	利用 料金	キャディ フィー	食堂/ 売店		合計	会員				非会員	利用者数
CY2018	88,832	58,859	15,086	14,886	8,925,758	2,609,821	6,315,937	306.6	CY2018	28,785	19,180,742	14,066
CY2019	91,758	61,776	14,703	15,279	9,296,106	2,690,441	6,605,665	312.3	CY2019	29,103	19,502,580	14,056
CY2020	79,892	55,443	12,185	12,264	8,912,524	2,919,206	5,993,318	304.7	CY2020	30,951	21,281,859	15,491
CY2021	92,363	64,889	13,632	13,843	10,027,609	3,191,036	6,836,573	301.8	CY2021	36,792	24,948,524	15,608
	(4.6)	(3.4)	(6.7)	(6.4)	(4.9)	(3.6)	(5.4)		CY2018	(5.3)	(3.4)	
	3.3	4.5	(0.1)	2.0	4.4	3.8	4.6		CY2019	1.6	2.1	
	(17.3)	(15.2)	(18.1)	(24.9)	(8.4)	3.1	(13.2)		CY2020	(1.3)	2.4	
	14.1	15.5	10.3	11.4	10.4	6.9	12.1		CY2021	12.9	11.1	
2019.Q1	15,109	10,127	2,373	2,609	1,572,768	520,472	1,052,296	59.8	2019.Q1	6,688	4,474,986	14,104
Q2	26,801	18,163	4,307	4,331	2,725,293	765,176	1,960,117	86.0	Q2	7,915	5,349,314	14,203
Q3	25,443	17,008	4,326	4,109	2,641,772	736,219	1,905,553	88.2	Q3	7,288	4,818,086	14,149
Q4	24,405	16,477	3,697	4,231	2,356,273	668,574	1,687,699	78.4	Q4	7,212	4,860,194	14,056
2020.Q1	14,930	10,226	2,155	2,549	1,573,987	547,294	1,026,693	60.3	2020.Q1	6,963	4,717,709	13,589
Q2	15,956	11,372	2,520	2,064	1,994,790	705,499	1,289,291	81.4	Q2	6,251	4,497,569	13,711
Q3	24,148	16,560	3,897	3,690	2,782,391	875,417	1,906,974	86.9	Q3	8,669	5,929,630	15,513
Q4	24,858	17,285	3,612	3,961	2,561,356	790,996	1,770,360	76.1	Q4	9,067	6,136,951	15,491
2021.Q1	15,579	10,778	2,241	2,560	1,698,223	593,327	1,104,896	55.2	2021.Q1	8,474	5,734,881	15,467
Q2	24,848	17,647	3,722	3,479	2,789,584	903,710	1,885,874	83.5	Q2	10,021	6,789,735	15,476
Q3	25,349	17,818	3,949	3,582	2,859,342	879,478	1,979,864	86.2	Q3	9,003	6,178,892	15,476
Q4	26,587	18,646	3,719	4,222	2,680,460	814,521	1,865,939	76.9	Q4	9,294	6,245,016	15,608
2019.Q1	8.7	9.0	8.2	7.8	10.8	10.7	10.9		2019.Q1	2.1	3.8	
Q2	(1.3)	(0.1)	(3.6)	(3.4)	0.4	0.3	0.4		Q2	(1.4)	(1.0)	
Q3	8.6	10.3	4.8	6.3	9.1	7.8	9.6		Q3	7.4	7.0	
Q4	0.3	1.7	(5.8)	0.5	0.2	(1.1)	0.7		Q4	(0.9)	(0.6)	
2020.Q1	(4.1)	(2.7)	(8.2)	(6.7)	(1.7)	2.8	(4.1)		2020.Q1	3.2	5.7	
Q2	(42.2)	(39.6)	(40.8)	(54.5)	(28.1)	(9.8)	(35.3)		Q2	(21.7)	(15.7)	
Q3	(11.0)	(9.2)	(12.2)	(17.1)	(1.2)	10.6	(6.0)		Q3	4.9	9.5	
Q4	(4.5)	(2.2)	(4.8)	(13.5)	1.9	10.0	(1.4)		Q4	10.9	12.3	
2021.Q1	0.9	1.9	0.2	(2.9)	3.0	3.1	2.9		2021.Q1	8.3	7.8	
Q2	50.6	50.1	42.4	63.0	33.6	21.8	39.8		Q2	42.7	33.9	
Q3	5.0	7.6	1.3	(2.9)	2.8	0.5	3.8		Q3	3.9	4.2	
Q4	7.0	7.9	3.0	6.6	4.7	3.0	5.4		Q4	2.5	1.8	
2021.Jan	4,513	3,115	666	731	493,014	183,603	309,411	17.3	2021.Jan	2,726	1,812,669	15,551
Feb	4,772	3,282	706	785	528,867	198,999	329,868	16.5	Feb	2,738	1,846,244	15,349
Mar	6,293	4,380	869	1,044	676,342	210,725	465,617	21.3	Mar	3,010	2,075,968	15,467
Apr	7,807	5,477	1,136	1,194	854,580	267,294	587,286	26.1	Apr	3,268	2,228,776	15,474
May	8,813	6,347	1,304	1,162	988,241	337,250	650,991	29.1	May	3,559	2,394,949	15,476
Jun	8,228	5,822	1,282	1,123	946,763	299,166	647,597	28.3	Jun	3,193	2,166,010	15,476
Jul	8,967	6,267	1,384	1,317	991,166	302,691	688,475	29.3	Jul	2,907	1,997,981	15,395
Aug	7,606	5,302	1,211	1,093	877,852	267,381	610,471	28.4	Aug	2,877	1,982,558	15,471
Sep	8,776	6,249	1,355	1,172	990,324	309,406	680,918	28.5	Sep	3,219	2,198,353	15,476
Oct	10,237	7,137	1,519	1,581	1,066,481	322,250	744,231	29.6	Oct	3,287	2,260,706	15,472
Nov	9,033	6,370	1,218	1,445	898,198	274,168	624,030	26.3	Nov	3,214	2,154,221	15,599
Dec	7,318	5,139	983	1,196	715,781	218,103	497,678	21.0	Dec	2,793	1,830,089	15,608
2021.Jan	(8.1)	(7.1)	(6.7)	(13.4)	(4.5)	(2.8)	(5.6)		2021.Jan	9.4	7.8	
Feb	0.4	1.6	(1.2)	(3.0)	3.7	11.7	(0.7)		Feb	7.3	7.3	
Mar	9.0	9.8	7.6	6.2	8.8	1.1	12.5		Mar	8.3	8.3	
Apr	84.2	82.3	69.9	109.9	61.2	38.6	73.9		Apr	67.0	55.4	
May	54.2	51.4	46.1	83.0	30.8	21.0	36.4		May	50.2	36.4	
Jun	25.7	27.6	21.7	20.7	17.9	10.7	21.4		Jun	18.4	15.2	
Jul	23.3	25.9	16.3	19.3	15.5	9.4	18.4		Jul	1.6	0.7	
Aug	(9.5)	(7.6)	(10.2)	(17.1)	(10.8)	(13.5)	(9.6)		Aug	2.2	2.5	
Sep	3.6	6.9	(0.3)	(7.6)	5.4	6.8	4.7		Sep	7.6	9.2	
Oct	12.5	14.0	7.4	11.0	8.6	9.9	8.0		Oct	2.7	3.5	
Nov	2.9	3.7	(0.2)	2.1	1.7	(1.7)	3.3		Nov	4.8	2.3	
Dec	4.8	5.3	0.5	6.7	2.8	(0.3)	4.2		Dec	(0.3)	(0.9)	

出所：経済産業省特定サービス産業動態統計月次調査。

連結貸借対照表:資産の部

(単位:千円)

	前連結会計年度会計年度 (2020年12月31日)	当連結会計年度 (2021年12月31日)
資産の部		
流動資産		
現金及び預金	2,873,076	2,904,770
売掛金	2,640,033	2,689,067
商品	2,898,380	3,219,906
仕掛品	783	601
貯蔵品	160,822	72,934
前払費用	782,383	1,159,200
その他	296,704	511,919
貸倒引当金	△11,686	△15,871
流動資産合計	9,640,497	10,542,529
固定資産		
有形固定資産		
建物及び構築物	3,299,870	3,299,870
機械装置及び運搬具	1,850	1,850
工具、器具及び備品	1,551,456	1,551,456
リース資産	13,506	13,506
建設仮勘定	174,422	174,422
減価償却累計額	△2,158,613	△2,158,613
有形固定資産合計	2,882,493	2,882,493
無形固定資産		
のれん	2,568,926	4,059,538
ソフトウェア	1,062,704	1,444,948
その他	873,981	986,719
無形固定資産合計	4,505,612	6,491,206
投資その他の資産		
投資有価証券	13,986	10,467
繰延税金資産	234,706	252,395
敷金及び保証金	605,431	626,411
その他	118,668	120,546
貸倒引当金	△7,000	△6,925
投資その他の資産合計	965,792	1,002,895
固定資産合計	8,353,898	11,308,982
資産合計	17,994,395	21,851,512

出所:同社決算短信(連結財務諸表サマリー)

連結貸借対照表: 負債の部と純資産の部

(単位: 千円)

	前連結会計年度会計年度 (2020年12月31日)	当連結会計年度 (2021年12月31日)
負債の部		
流動負債		
買掛金	2,089,043	2,244,851
短期借入金	1,471,876	2,025,715
1年内返済予定の長期借入金	666,400	-
リース債務	1,001	276
未払金	1,130,346	1,801,457
未払法人税等	479,727	258,382
前受金	2,951,641	4,751,412
賞与引当金	76,975	140,000
ポイント引当金	289,580	322,183
株主優待引当金	36,648	29,782
訴訟損失引当金	-	69,012
その他	1,885,527	1,978,350
流動負債合計	11,078,769	13,621,424
固定負債		
リース債務	1,191	1,022
繰延税金負債	165,299	146,883
役員退職慰労引当金	102,252	109,002
資産除去債務	287,436	286,779
その他	2,921	275,028
固定負債合計	559,100	818,715
負債合計	11,637,870	14,440,140
純資産の部		
株主資本		
資本金	1,458,953	1,458,953
資本剰余金	2,447,104	2,447,104
利益剰余金	2,604,322	3,466,545
自己株式	△296	△422
株主資本合計	6,510,084	7,372,180
その他の包括利益累計額		
為替換算調整勘定	△153,558	31,654
その他の包括利益累計額合計	△153,558	31,654
新株予約権	-	7,536
純資産合計	6,356,525	7,411,371
負債純資産合計	17,994,395	21,851,512

出所: 同社決算短信 (連結財務諸表サマリー)

連結損益計算書

(単位：千円)

	前連結会計年度会計年度 (2020年12月31日)	当連結会計年度 (2021年12月31日)
売上高	33,690,631	39,594,705
売上原価	20,614,876	22,569,362
売上総利益	13,075,754	17,025,342
販売費及び一般管理費	12,236,801	15,318,646
営業利益	838,953	1,706,696
営業外収益		
受取利息	39	84
受取配当金	451	-
不動産賃貸料	13,538	14,098
受取補償金	8,058	6,367
助成金等収入	63,939	-
その他	14,043	7,987
営業外収益合計	100,070	28,538
営業外費用		
支払利息	27,388	13,847
有価証券評価損	770	3,519
その他	3,045	2,168
営業外費用合計	31,204	19,535
経常利益	907,818	1,715,698
特別利益		
新株予約権戻入益	-	1,611
資産除去債務履行差額	-	49,564
特別利益合計	-	51,175
特別損失		
固定資産除却損	75,170	128,473
賃貸借契約解約損	-	41,542
訴訟損失引当金繰入額	-	65,940
投資有価証券売却損	2,732	-
特別損失合計	77,903	235,955
税金等調整前当期純利益	829,915	1,530,918
法人税、住民税及び事業税	652,457	545,172
法人税等調整額	△84,018	△50,076
法人税等合計	568,438	495,095
当期純利益	261,477	1,035,822
親会社株主に帰属する当期純利益	261,477	1,035,822

出所:同社決算短信 (連結財務諸表サマリー)

連結包括利益計算書

(単位：千円)

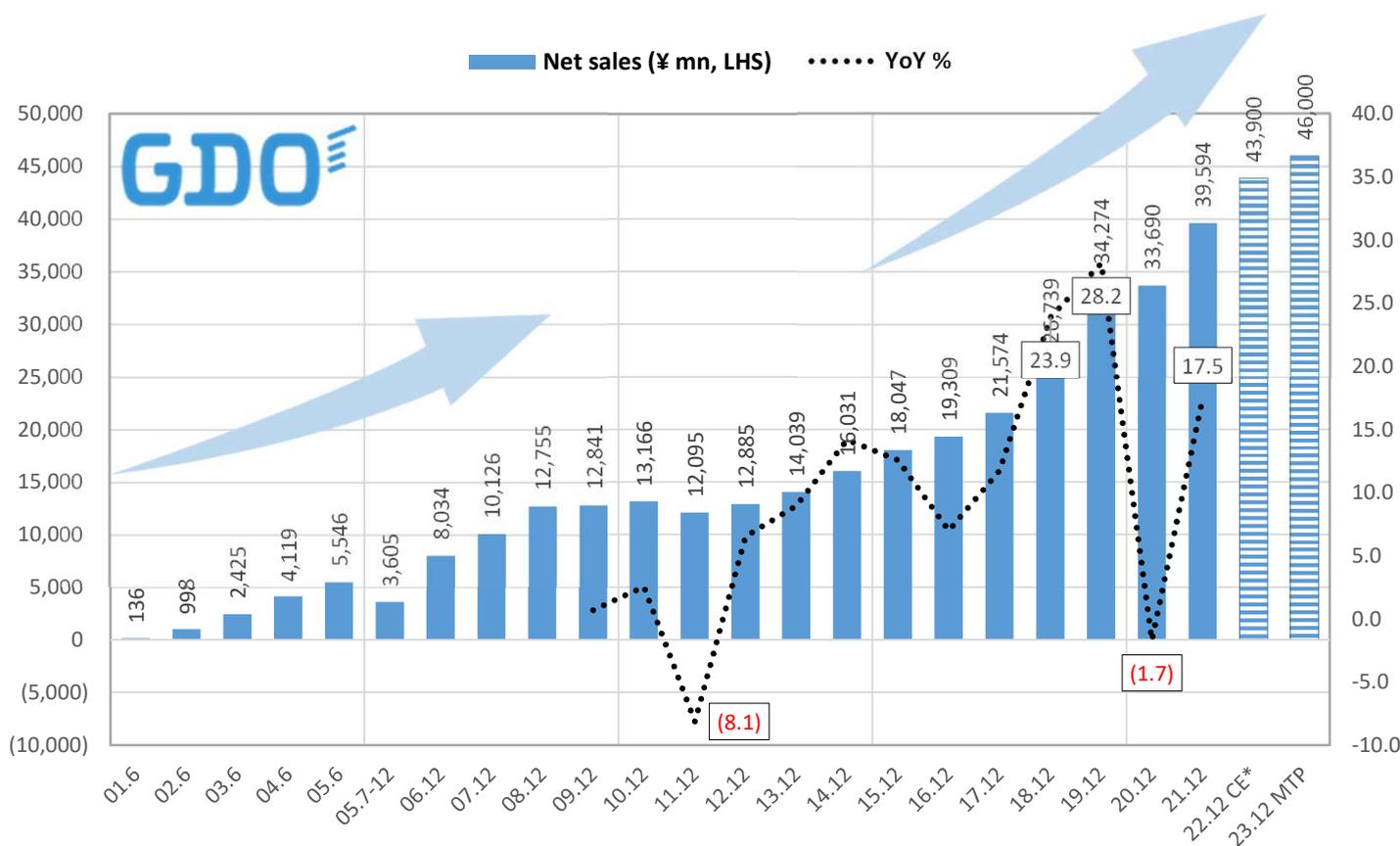
前連結会計年度会計年度
(2020年12月31日)

当連結会計年度
(2021年12月31日)

当期純利益	261,477	1,035,822
その他の包括利益		
その他有価証券評価差額金	2,020	-
為替換算調整勘定	△121,971	185,213
その他の包括利益合計	△119,951	185,213
包括利益	141,525	1,221,036
(内訳)		
親会社株主に係る包括利益	141,525	1,221,036

出所:同社決算短信 (連結財務諸表サマリー)

GDO連結売上高: 継続的に拡大 2度だけ減少 (ともに自然災害後)



*注: GDO の国内売上高は2022年度より「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号)等を適用。

A新収益認識基準適用後の2022年度見通しと適用前の数値の比較はP7の図表を参照

出所:SPEEDAとGDOIのR資料よりSESSAパートナーズ作成

連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：千円)

	前連結会計年度会計年度 (2020年12月31日)	当連結会計年度 (2021年12月31日)
営業活動によるキャッシュ・フロー		
税金等調整前当期純利益	829,915	1,530,918
減価償却費	1,190,591	1,443,241
のれん償却額	338,897	443,803
ポイント引当金の増減額 (△は減少)	58,627	32,603
貸倒引当金の増減額 (△は減少)	2,769	3,132
賞与引当金の増減額 (△は減少)	69,878	63,024
役員退職慰労引当金の増減額 (△は減少)	△5,748	6,750
株主優待引当金の増減額 (△は減少)	9,861	△6,865
訴訟損失引当金の増減額 (△は減少)	-	65,940
受取利息及び受取配当金	△491	△84
支払利息	27,388	13,847
固定資産除却損	75,170	128,473
投資有価証券売却損益 (△は益)	2,732	-
売上債権の増減額 (△は増加)	△19,658	△8,181
たな卸資産の増減額 (△は増加)	1,766,810	△178,906
仕入債務の増減額 (△は減少)	△607,013	115,589
前受金の増減額 (△は減少)	543,620	1,178,673
その他の資産の増減額 (△は増加)	138,797	△518,738
その他の負債の増減額 (△は減少)	846,741	340,593
その他	118,815	48,710
小計	5,387,709	4,702,523
利息及び配当金の受取額	491	945
利息の支払額	△25,546	△8,280
法人税等の支払額	△474,635	△775,611
営業活動によるキャッシュ・フロー	4,888,018	3,919,578
投資活動によるキャッシュ・フロー		
事業譲受による支出	△63,488	△1,373,385
有形固定資産の取得による支出	△872,629	△1,288,403
無形固定資産の取得による支出	△349,977	△902,528
投資有価証券の売却による収入	11,460	-
貸付けによる支出	△177	△226
貸付金の回収による収入	668	426
敷金の回収による収入	600	13,841
敷金の差入による支出	△11,422	△26,462
その他	-	△3,355
投資活動によるキャッシュ・フロー	△1,284,967	△3,580,093
財務活動によるキャッシュ・フロー		
短期借入金の純増減額 (△は減少)	△1,933,984	468,142
長期借入金の返済による支出	△667,333	△666,400
リース債務の返済による支出	△1,835	△893
配当金の支払額	△100,780	△173,330
自己株式の取得による支出	△50	△126
財務活動によるキャッシュ・フロー	△2,703,984	△372,607
現金及び現金同等物に係る換算差額	△22,526	64,817
現金及び現金同等物の増減額 (△は減少)	876,540	31,694
現金及び現金同等物の期首残高	1,996,536	2,873,076
現金及び現金同等物の期末残高	2,873,076	2,904,770

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分析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