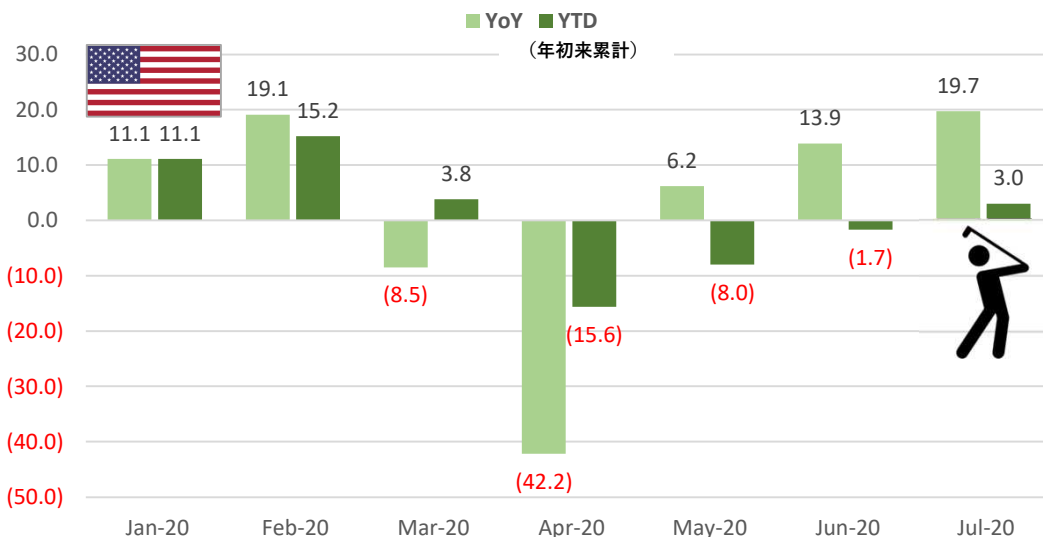


解き放たれた「キャビンフィーバー」 コースの雄大な自然の安全性に群がる留保需要

概要

- 例年、第2四半期(4~6月期)は、GDOにとって書き入れ時(2020年6月22日付 First Lookの末尾の季節性分析を参照)であるが、今年は新型コロナウイルスが原因でステイホーム要請が出され、ゴルフコースや室内レッススタジオが休業を余儀なくされたために、20年12月期の業績は大幅に悪化している。上半期の業績では新型コロナウイルスの影響はそれほどではないように見えるが、四半期別で見れば影響は顕著である。全体/日本/海外の売上高は、第1四半期には前年比+7%/+4%/+18%だったが、第2四半期には-24%/-17%/-48%に悪化した。海外事業のEBITDAは第2四半期にマイナスになった。また、コーチの雇用を維持したことでSG&A(販売費及び一般管理費)の削減を十分に行えず、売上げ急減の影響を補えなかったため、海外事業の第1四半期、第2四半期は共に営業赤字に陥った。しかし、6月以降は日本事業、海外事業共に回復基調となっている。
- 短期的には収益への影響は大きいですが、中核利益の力強さを示すポイントがいくつもある。第一に、将来の成長を左右するGDOクラブの会員数は第1四半期、第2四半期共に連続して増加ペースが加速しており、第2四半期には会員数が12万人増加(前年比+11.8%)した。日本でのゴルフ用品オンライン販売は、6月以降は前年比でプラスを回復した。第二に、下のグラフが示す通り、米国ではこれまで手控えていたプレイヤーの需要は極めて旺盛である。米国ゴルフ振興財団(NGF)によれば、全米に16,000強あるゴルフコースのうち過半数が3月と4月に休業したために、今年の春には2,000万ラウンドのプレー機会損失が生じたが、6月と7月にプレーされたラウンド数はそれぞれ13.9%、19.7%増加し、2000年のデータ記録開始以降の最高値を付けた。GDOの株価は、米国での事業展開に対する懸念が原因で出遅れているが、PBRで見ても1.2倍前後でダブルボトムを形成しており、今後は米国事業に起因する出遅れを挽回する可能性を秘めている

米国で行われるゴルフラウンド数の月次動向：2020年のYTDは7月に好転



出所：National Golf Foundation月次レポートを元に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(9/28)	718
年初来高値(20/9/28)	720
年初来安値(20/4/6)	414
10年高値(18/6/4)	1,500
10年安値(12/10/16)	70.4
発行済株式数(百万株)	18.274
時価総額(10億円)	13.12
EV(10億円)	16.35
自己資本比率	30.3%
FY12/19 P/E (act)	36.6x
FY12/19 EV/EBITDA	6.62x
FY12/19 P/B (act)	2.08x
FY12/19 DY (act)	1.32%

株価チャート(週足)



出所：SPEEDA

Chris Schreiber CFA

クリス・シュライバー
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の四半期動向

[日本基準]	FY12/18				FY12/19				FY12/20	
百万円、%	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
売上高	5,199	6,727	6,303	8,508	7,553	9,175	8,873	8,671	8,070	6,955
・国内	5,199	6,727	6,303	7,014	5,948	7,129	6,912	6,851	6,173	5,892
・海外	—	—	—	1,494	1,604	2,046	1,961	1,819	1,896	1,063
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
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%
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
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%
人件費	729	767	784	945	938	979	1,074	1,026	1,000	1,004
マーケティング関連費	309	570	465	555	472	665	594	497	524	353
営業関連費	752	884	911	1,327	1,254	1,302	1,294	1,301	1,247	1,202
のれん償却	2	2	2	87	85	84	79	85	85	85
その他	82	145	98	244	247	252	229	210	237	180
EBITDA	161	386	269	711	211	775	590	892	427	(102)
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%
・国内	197	537	359	782	292	552	471	740	383	219
・海外	(35)	(141)	(90)	(71)	(80)	222	119	151	44	(322)
営業利益	45	275	133	349	(147)	409	229	486	42	(488)
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%
・国内	87	423	231	644	164	427	343	599	254	89
・海外	(42)	(147)	(99)	(294)	(312)	(17)	(113)	(112)	(211)	(511)
経常利益	44	264	167	346	(152)	409	228	486	39	(479)
当期純利益	(20)	157	177	65	(203)	284	123	154	(45)	(564)
[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
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
1年内返済予定の長期借入金	0	0	0	666	666	666	666	666	666	666
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
純負債	16	(42)	(2,610)	(2,736)	(2,333)	(2,634)	(2,438)	(2,782)	(3,130)	(3,226)
純資産	5,897	6,058	6,219	6,207	5,862	6,059	6,108	6,315	6,149	5,563
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
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
[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
ゴルフテック スタジオ数	10	11	197	200	202	206	208	209	207	208
うち、国内スタジオ数	10	11	11	12	12	12	12	13	13	13
グループ人員数	550	586	989	1,046	1,081	1,108	1,129	1,138	1,148	1,127
GDO会員数 (百万人)	3.43	3.53	3.62	3.72	3.79	3.90	4.01	4.13	4.24	4.36

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

20年12月期第2四半期の決算概要

上半期の連結決算は、売上高が前年比-10%、EBITDAが同-67%となり、営業利益は大幅な赤字に転じた。上半期の業績は、新型コロナウイルスが原因のステイホーム要請、それに3月下旬~5月に顕著だったゴルフコースや室内レッススタジオの休業から深刻な影響を被った。6月以降は、日本、海外共に急速に回復している。部門別売上高は、日本が前年比-8%、海外が同-19%だった。事業別売上高は、主力のゴルフ用品オンライン販売が-3%で比較的堅調だったが、高利益率のゴルフコース予約は-13%、室内スタジオレッスンは-22%となった。その一方で、将来の成長を左右するGDOクラブの会員数の伸びは注目に値し、実際に上半期に増加ペースが加速した。(3ページ下段のグラフを参照)

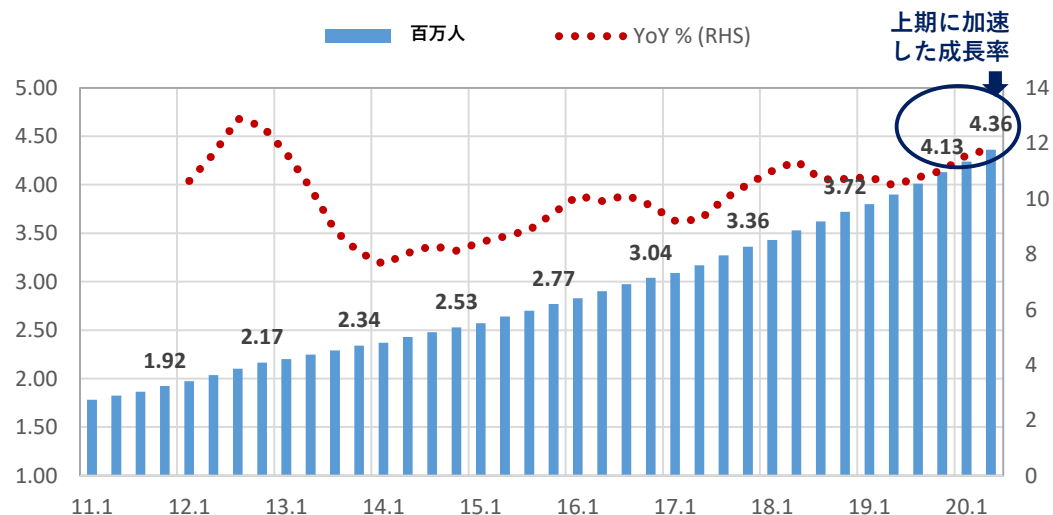
四半期別の売上高を見ると、新型コロナウイルスの影響は明らかである。全体/日本/海外の売上高は、第1四半期には前年比+7%/+4%/+18%だったが、第2四半期には-24%/-17%/-48%に悪化した。2ページの表が示す通り、海外事業のEBITDAは第2四半期にマイナスに転じ、第1四半期、第2四半期共に営業赤字に陥った。同社によれば、コーチの雇用を維持したことでSG&A(販売費及び一般管理費)の削減を十分に行えず、売上げ急減の影響を補えなかったことがUS GOLTEC Enterprises LLC (GTE)の上半期の赤字の原因である。GTEは全てのセンターを3月24日から休業にし、5月3日以降徐々に営業の再開を進め、6月15日には全センターが営業を再開した。一方、米国の経済は着実に再始動し始めており、PGAツアーは6月に再開し、GTEの売上げは急回復している。

GDO連結業績動向

[J-GAAP] JPY mn, %	Net Sales	YoY	Oper. Profit	YoY	Ord. Profit	YoY	Profit ATOP	YoY	EPS (¥)	DPS (¥)	BPS (¥)
18.12 H1	11,927	23.6	321	3.6	309	(1.8)	137	(14.4)	7.5	4.0	331.6
18.12 H2	14,812	24.2	484	(46.5)	514	(43.6)	244	(55.4)	13.3	5.5	339.7
19.12 H1	16,729	40.3	262	(18.3)	257	(16.8)	80	(41.4)	4.4	4.0	331.6
19.12 H2	17,546	18.5	717	48.2	715	39.1	278	14.2	15.2	5.5	345.6
20.12 H1	15,026	(10.2)	(446)	TR	(440)	TR	(610)	TR	(33.4)	0.0	304.5
20.12 H2 CE	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
15.12 FY	18,047	12.6	828	86.7	816	86.7	430	138.3	26.8	5.5	275.0
16.12 FY	19,309	7.0	1,073	29.6	1,089	33.4	611	42.1	34.2	7.0	300.0
17.12 FY	21,574	11.7	1,214	13.1	1,226	12.5	707	15.7	38.7	9.0	329.3
18.12 FY	26,739	23.9	805	(33.7)	823	(32.9)	381	(46.1)	20.8	9.5	339.7
19.12 FY	34,274	28.2	979	21.7	972	18.1	359	(5.8)	19.6	9.5	345.6
20.12 FY CE	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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			

出所：決算短信よりSessaパートナーズが集計。

GDOクラブ会員数の四半期推移：2Qに12万人の増加（前年比+11.8%）



出所：GDOファクトブックよりSessaパートナーズ作成。

主な事業にCOVID-19による様々な影響

【ゴルフ用品EC販売】 月次売上高（オンライン）



【ゴルフ用品中古販売】 月次売上高（リアル）



【ゴルフ場予約】 月次送客人数（オンライン）



【海外子会社】 GOLFTECの月次売上高（リアル） ※会計上の売上高



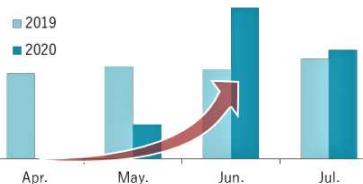
ゴルフコース予約
(高利益率事業):

プレーヤー数が減少した上、単価もスループレー(ゴルフ場運営者の利益にとって重要な昼食などの休憩を挟まずにプレーすること)やセルフプレーの増加が原因で下落した。GDOには、少額のフィーにプレーヤー数を乗じた金額が支払われる。

緊急事態宣言の発令以降、利用者数は着実に回復基調を辿っている。GDOは、徐々に新プレースタイル(直前予約、スループレー、1組2名様プレーの2サム)へシフトしている。

前述したように、自然豊かな屋外でのプレーであり、ソーシャルディスタンスが確保しやすいといった点で比較的安全であることが、ゴルフの利点である。これまで手控えていたプレーヤーの需要が戻りつつある。

GTEのキャッシュ売上高は6月以降急回復(DM corp. centers)



出所：2Q決算説明会資料

トピック：
国内新規事業のゴルフ練習場事業



TOPTRACER RANGE (TTR) は、スキルの向上に熱心な可能性を秘めたゴルファーやアベレージプレーヤーをターゲットとするハイテク機器とソフトウェアを導入した新たな取り組みである。GDOは、米国の総合ゴルフエンターテインメント企業であるTOPTRACERと事業提携した。TOPTRACERとの契約では、費用と利益は折半され、定額料金制と都度払い料金制を組み合わせたビジネスモデルを採用している。

全日本ゴルフ練習場連盟のデータによれば日本には2018年時点で練習場が3,491あり、『レジャー白書2019』によればゴルフ練習場利用者数はおよそ660万人である。TTRの導入は、ハイテク機器の導入によってユーザーの利用満足度を高めることが狙いである。TTRによって正確なショットの弾道記録が、各打席に設置されたモニター上で可視化され、分析される。(下の写真を参照)。

TOPTRACER RANGE の機能: プレーヤーは、セットアップスペースに設置されえたモニターで全てのショットのリプレイをチェックできる。TTRには、かつてはゴルフ練習場では体験できなかったクラブ会員によるバーチャルラウンド、ニアピン、ドラコン、シンプルな弾道測定、弾道やキャリーの分析、それにポイントゲームといったデータやエンターテインメントを提供する機能がある。

同社は、当初は関東と関西をTTRの導入対象地域としていたが、中部でも導入を開始した。TTRの導入数は着実に増えている。当初の無料お試し期間が終了して有料サービスへ移行することで、同事業の収益化が着実に進んでいる。下表は契約済み練習場数と打席数の推移であり、グラフはTTRの月間利用者数が大幅に増加していることを示している。



出所：同社ウェブサイト

ゴルフ練習場にデバイスとソフトウェアを導入した「TOPTRACER RANGE」(TTR) 事業が好調に推移

	施設数	打席数
2019年12月末	11	876
2020年上期増減	+ 5	+747
2020年6月末	16	1,623
2020年下期増減(予)	+8	+589
2020年12月末(予)	24	2,212

出所：2Q決算説明会資料



COVID-19 Case Tracker
(9月19日現在)

米国

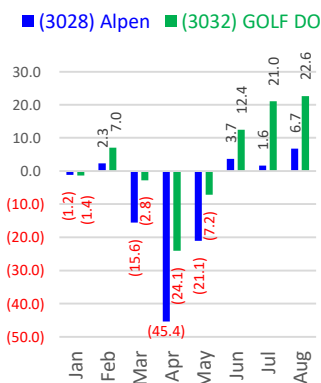


日本



出所：CDC,WHO,その他

同業他社の既存店売上高



出所：それぞれ会社資料より
Sessaパートナーズ作成。

GDOの現在の株価は、子会社のGOLFTEC Enterprises LLCを通じた米国市場での事業展開を悪材料として織り込んだようだ。しかし、表紙のグラフが示す通り、米国市場は急回復しており、今では年初来の売上高が前年比+3%になっている。GTEは全てのセンターを3月24日から休業にし、5月3日以降徐々に営業の再開を進め、6月15日には全センターが営業を再開した。GDOの株価はPBRで見て1.2倍前後(上半期のPBR：1.35倍)でダブルボトムを形成しており、今後は米国事業に起因する出遅れを挽回する可能性を秘めている。

ゴルフ関連同業他社の評価比較 (9月19日終値)

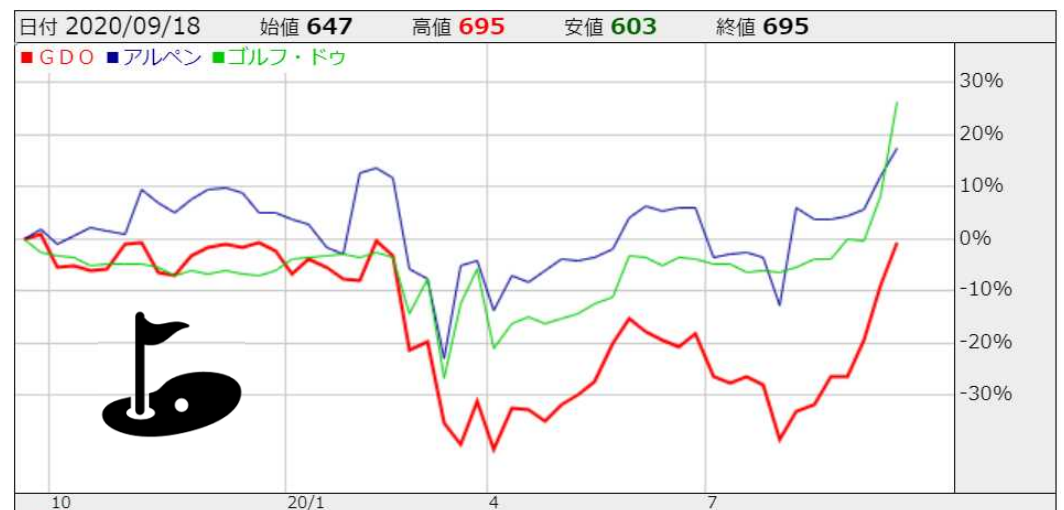
会社名	時価総額 10億円	前期	ヒストリカルPER (x)		P/E (x) CE	P/B (x) act*	自己資本 比率	ROE act	DOE act	
			3年平均	高値						安値
3028 Alpen	80.7	20/6	30.7	46.2	19.0	21.6	0.79	56.3%	0.0%	1.6%
3319 GDO	12.7	19/12	28.1	51.5	15.2	—	2.28	32.3%	5.7%	2.8%
3032 GOLF DO	1.0	20/3	15.8	25.5	8.7	—	2.65	14.2%	11.5%	0.0%

出所：それぞれの決算短信、株探Premium、日経オンラインよりSessaパートナーズ作成。*GDOは上期

GDO 3年間の株価とヒストリカルPER



1年間の相対パフォーマンス



注：ここでの同業他社は、既存店売上高を発表している会社に基づいて選択されている。

APPENDIX

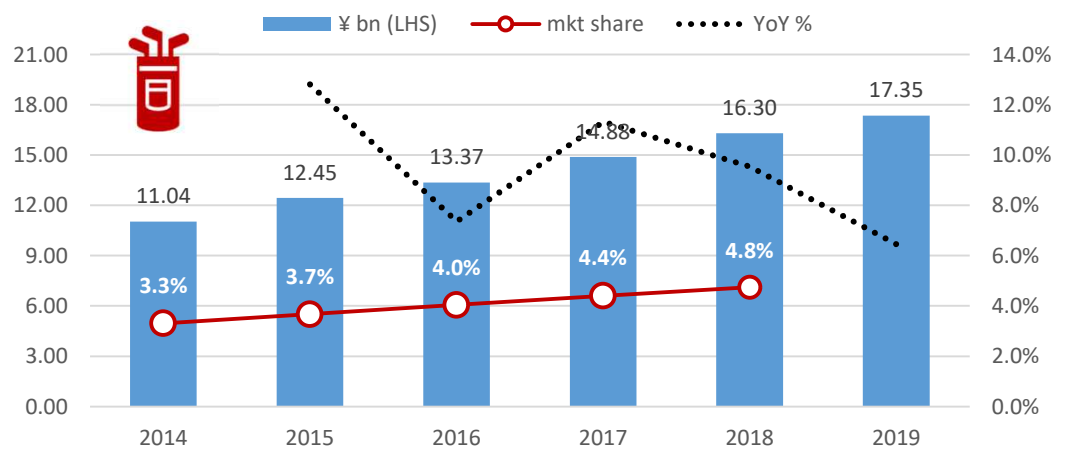


GDOの今後の売上高ならびに利益成長の主なけん引役

- ① **日本の売上高:** EC比率の上昇
- ② **米国の売上高:** カスタムフィッティング/販売の強化
- ③ **日本の利益:** SG&Aの管理
- ④ **米国の利益:** 詳細は新中期経営計画で発表の予定*

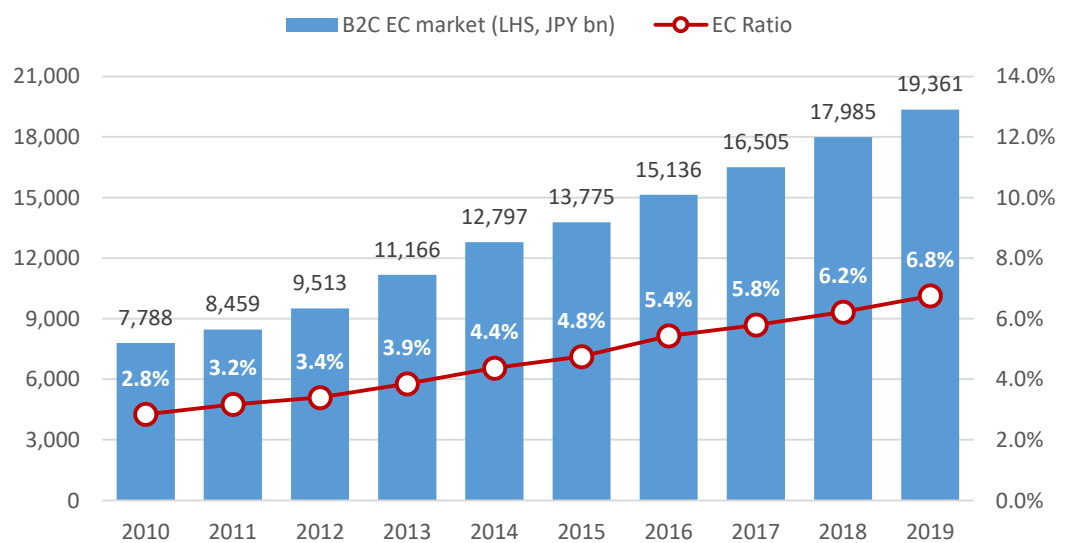
*注記: 中期経営計画の発表は新型コロナウイルスが原因で年末に延期された。

GDOショップのゴルフ用品の販売動向（主にオンライン、10億円）、前年比推移と市場シェア



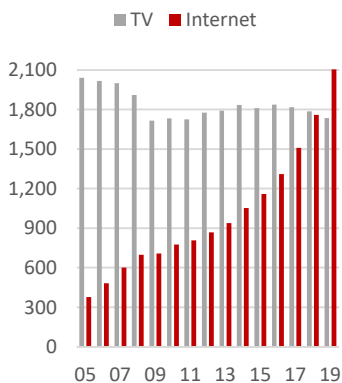
出所：日本生産性本部『レジャー白書』、矢野経済研究所『ゴルフ産業白書』、GDO IR

経済産業省：日本のB2C電子商取引市場（10億円単位）とEC化率



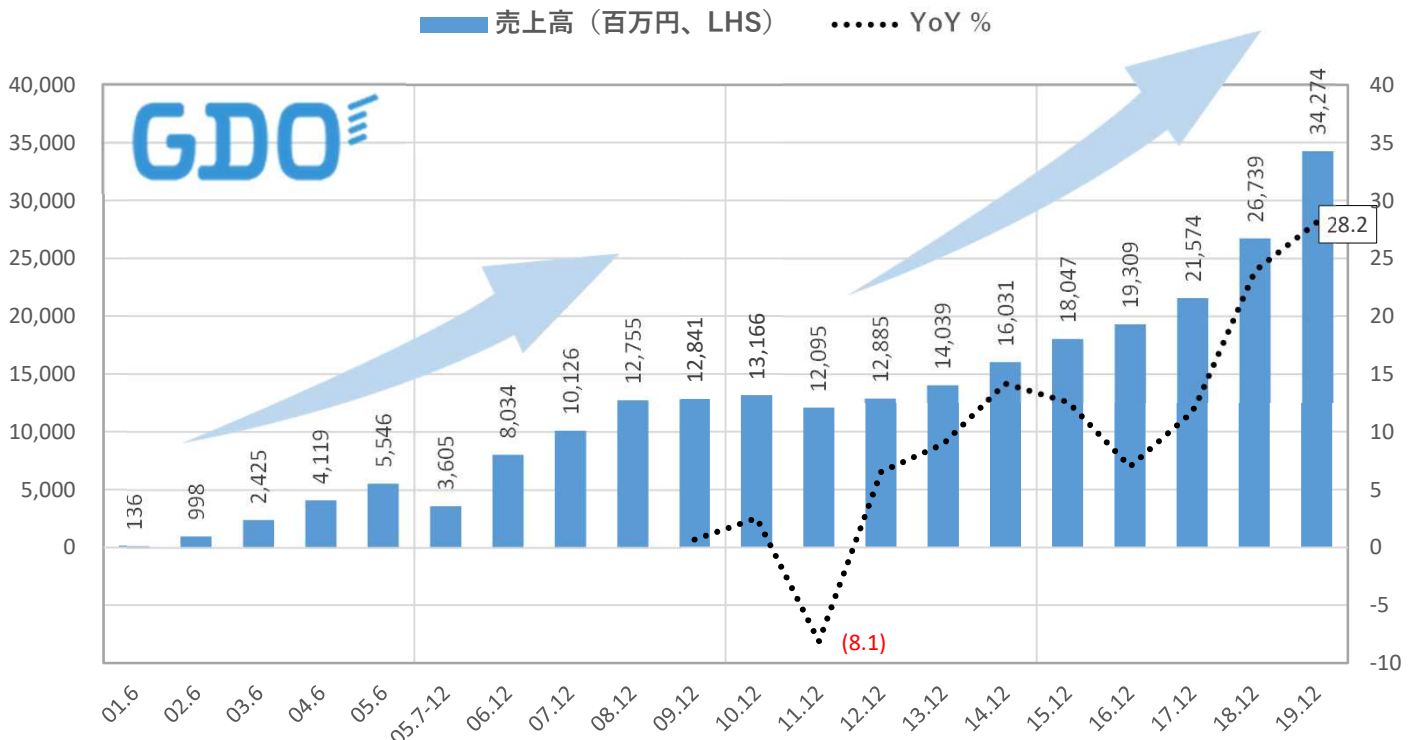
出所：経済産業省（METI）『2019年電子商取引市場調査』、2020年7月22日

2019年に初めて2.1兆円のインターネット広告がテレビを上回った



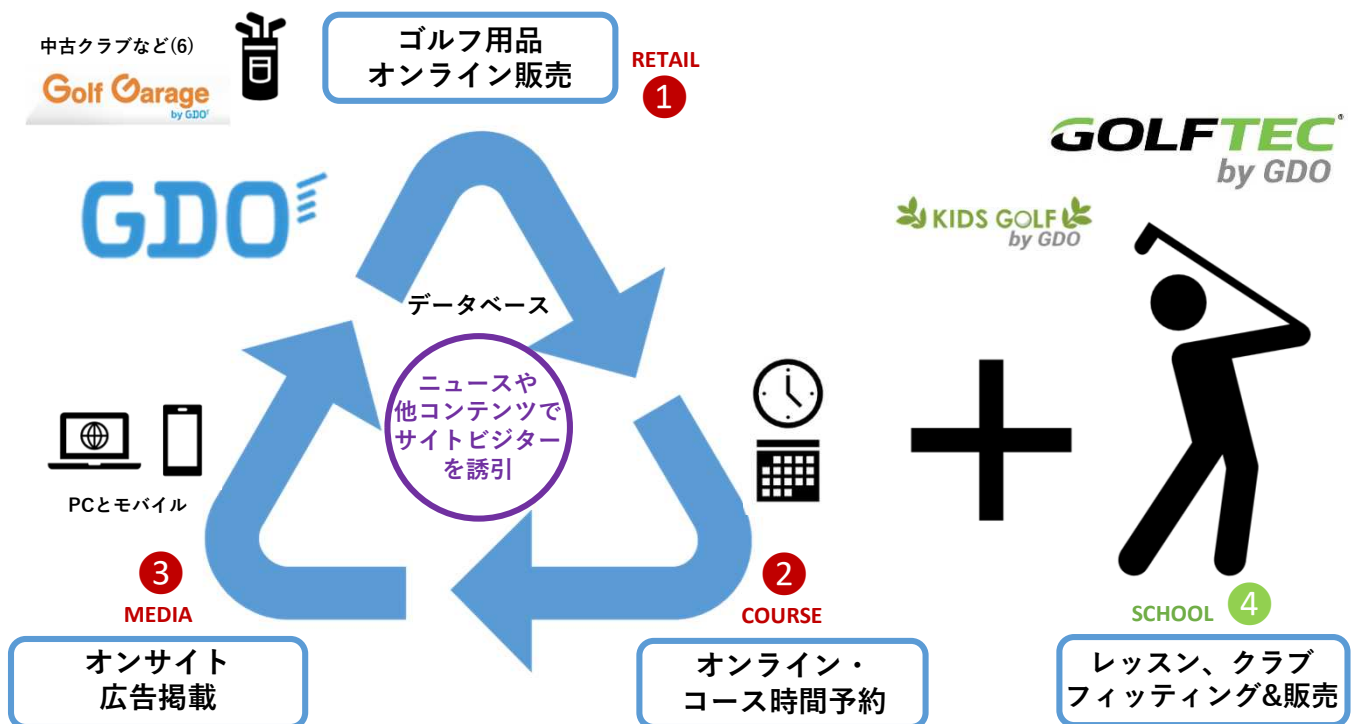
出所：電通「2019年日本の広告費」

GDOのこれまでの実績：減収は創業以来1期のみ



出所：有価証券報告書、決算説明会資料、GDO IR

日本におけるGDOの4大ビジネスの概要：中核は“オンリーワン”のGDOゴルフ専用ポータルサイト



出所：Sessaパートナーズ作成

GDO連結財務ハイライト

百万円、%	FY12/15 act	YoY %	FY12/16 act	YoY %	FY12/17 act	YoY %	FY12/18 act*	YoY %	FY12/19 act	YoY %
売上高	18,047	12.6	19,309	7.0	21,574	11.7	26,739	23.9	34,274	28.2
<i>セグメント別</i>										
・国内	18,047	12.6	19,309	7.0	21,574	11.7	25,245	17.0	26,842	6.3
・海外	—	—	—	—	—	—	1,495	—	7,432	397.3
<i>内訳 (全体に占める%)</i>										
・国内	100.0%	—	100.0%	—	100.0%	—	94.4%	—	78.3%	—
・海外	—	—	—	—	—	—	5.6%	—	21.7%	—
<i>事業別</i>										
・小売 (オンラインゴルフ用品販売)	12,450	12.8	13,367	7.4	14,081	5.3	16,301	15.8	17,354	6.5
・ゴルフ場 (プレイ予約)	4,715	14.8	5,106	8.3	5,806	13.7	6,929	19.3	7,475	7.9
・メディア (ニュースコンテンツ、広告販売)	812	2.0	811	(0.2)	874	7.7	971	11.1	846	(12.9)
・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
<i>内訳 (全体に占める%)</i>										
・小売 (オンラインゴルフ用品販売)	69.0%	—	69.2%	—	65.3%	—	61.0%	—	50.6%	—
・ゴルフ場 (プレイ予約)	26.1%	—	26.4%	—	26.9%	—	25.9%	—	21.8%	—
・メディア (ニュースコンテンツ、広告販売)	4.5%	—	4.2%	—	4.0%	—	3.6%	—	2.5%	—
・レッスン (+クラブフィッティング/販売)	—	—	—	—	3.7%	—	9.5%	—	25.1%	—
売上総利益	7,372	13.4	8,012	8.7	8,850	10.5	10,475	18.4	13,656	30.4
<i>総利益率 (%)</i>										
	40.9%	—	41.5%	—	41.0%	—	39.2%	—	39.8%	—
販売管理費	6,544	8.0	6,939	6.0	7,636	10.0	9,671	26.6	12,677	31.1
対売上高比率 (%)	36.3%	—	35.9%	—	35.4%	—	36.2%	—	37.0%	—
EBITDA	1,458	36.9	1,577	8.2	1,645	4.3	1,537	(6.6)	2,469	60.6
<i>EBITDA マージン (%)</i>										
・国内	1,458	36.9	1,577	8.2	1,645	4.3	1,876	14.0	2,057	9.6
・海外	—	—	—	—	—	—	(338)	—	412	—
営業利益	828	86.7	1,073	29.6	1,214	13.1	805	(33.7)	979	21.7
<i>営業利益率 (%)</i>										
・国内	828	86.7	1,073	29.6	1,337	24.6	1,387	3.7	1,535	10.7
・海外	—	—	—	—	(123)	—	(582)	—	(556)	—
経常利益	816	86.7	1,089	33.4	1,226	12.5	823	(32.9)	972	18.1
税金等調整前当期純利益	768	82.1	1,009	31.4	1,127	11.7	765	(32.1)	786	2.7
親会社に帰属する当期純利益	430	138.3	611	42.0	707	15.7	381	(46.1)	359	(5.8)

*GolfTEC Enterprises LLCの8% → 60%の出資額増加は2018年7月2日(3Q)に完了、同社のP/Lは2018年4Q(10-12月)から連結に反映。

B/S、CF、主要財務指標 百万円、%	FY12/15 act	FY12/16 act	FY12/17 act	FY12/18 act*	FY12/19 act
資産合計	9,174	8,712	10,806	18,237	19,565
現金及び預金	2,841	1,509	1,534	1,701	1,997
短期借入金	1,000	—	950	2,435	3,446
一年以内返済予定の長期借入金	—	—	—	667	667
長期借入金	—	—	—	1,335	667
有利子負債合計	1,000	0	950	4,437	4,780
純資産合計	4,882	5,417	6,020	6,207	6,316
自己資本比率 (%)	53.2%	62.2%	55.7%	34.0%	32.3%
流動比率 (%)	171.7%	197.7%	171.2%	94.4%	89.2%
純D/Eレシオ (x)	(0.38)	(0.28)	(0.10)	0.44	0.44
ROA (%)	10.1%	12.2%	12.6%	5.7%	5.1%
ROE (%)	12.3%	11.9%	12.4%	6.2%	5.7%
営業活動によるキャッシュフロー	1,861	756	435	442	2,124
投資活動によるキャッシュフロー	(720)	(994)	(1,255)	(3,527)	(1,953)
フリーキャッシュフロー	1,140	(238)	(820)	(3,084)	171
財務活動によるキャッシュフロー	998	(1,095)	845	3,236	129
発行済株式数 (000)	17,747	18,053	18,274	18,274	18,274
期中平均発行済株式数 (000)	16,054	17,893	18,256	18,274	18,274
1株当たり当期純利益 (円)	26.80	34.16	38.73	20.84	19.63
1株当たり配当金 (円)	5.50	7.00	9.00	9.50	9.50
配当性向 (%)	20.5%	20.5%	23.2%	45.6%	48.4%
1株当たり純資産額 (円)	274.97	299.96	329.34	339.69	345.61

出所：決算短信、決算説明会資料、GDOファクトブックに基づきSessaパートナーズが編纂。

千円単位で報告された数字は、百万円単位で四捨五入。

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