

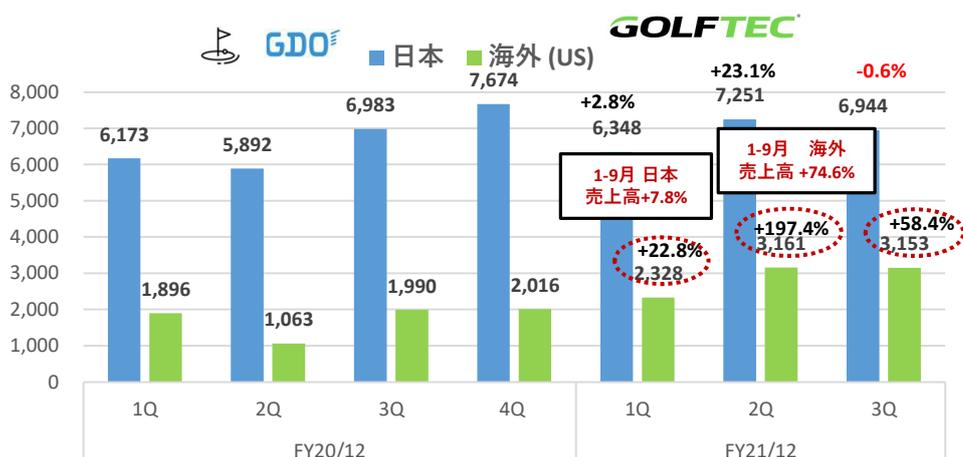
GOLFTEC事業が軌道に乗り出す

高い利益率を誇る米国事業の高成長が業績拡大をけん引

サマリー

- Q3累計の売上高は前年同期比+21.6%、EBITDAは同+88.8%、営業利益は同+510.6%だった。海外セグメントの高成長が業績拡大を力強くけん引。海外売上高は同+74.6%（増加額全体の71.2%）、EBITDAは黒字に転じ、前年同期からの改善幅は10億4,400万円（増加額全体の87.1%）となった。また、営業利益は損失がほぼ解消し、前年同期比でみた改善幅は8億9,800万円（増加額全体の89.1%）だった。米国と日本で高水準の投資を実施したことを考慮すると、これらの業績指標は良好なものであったといえる。2021年1~9月期に、米国子会社のGOLFTECは16店のFC店直営化と8店の新設を行っており、合計店舗数は116店から140店（+24）に増加した。増加店舗数は通期目標である22店をすでに上回っている状況だ。
- 決算発表の翌日の株価は12.9%下落した。これはQ3のみの売上高が+12.5%、営業利益が-61.7%、Q4の営業利益予想が-46.0%だったことに市場がネガティブに反応したもようだ。ただし、株価が大幅に下落するなか、まず1~9月期における利益面の高い進捗率が見落とされている。営業利益と親会社株主に帰属する四半期純利益の進捗率は、それぞれ83.1%、99.5%にも上り、目標値を超える余地を残している。また、利益の減少は高水準の投資を実施したためである。この投資には米国GOLFTECのFC店直営化や国内マーケティングが含まれている。投資を通じてこれらの取り組みが将来の成長に寄与することが見込まれる。
- GDOが2018年にGolfTEC Enterprises LLC（以下GTE）の株式の過半数を取得する決断を下した際には、長期間にわたり損失をもたらすものと見られていた。しかしながら、GTEを子会社化したことは高い認知度を誇る優良企業の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いえる。内部で生じているいくつかの問題を解決するとともに明確な成長プランを打ち立てたことで、今まさにGOLFTEC事業は軌道に乗り出した。一方株価に関しては1,000円台に下落している。コロナ禍中において、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い株価は上昇したが、その上昇分を失ったことになる。現在のPERは24.3倍と、過去平均を33%下回っている。

GDO 半期毎売上高推移（百万円、前年同期比）



出所: 同社IRファクトシートよりSESSAパートナーズ作成

3Q 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 (11/18)	1,051
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(9/30)	33.6%
21.12 P/E (CE)	24.2x
21.12 EV/EBITDA (CE)	5.6x
21.12 P/B (3Q act)	2.70x
20.12 ROE (act)	4.12%
21.12 DY (CE)	0.90%

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。



Q3決算サマリー

カバーページの要点に加え、修正後の通期の営業利益予想が14.5億万円と、2017/12期以来で初めて過去最高益を塗り替える見通しであることも重要な点である。また、Q3累計の営業利益の進捗率が83.1%と高いことを考慮すると、この数値目標の達成に疑問の余地はない。

下表に示すように、GOLFTECの直営店拡大のペースが非常に早い。Q3累計で24店舗増加しており、すでに通期目標である22店舗を上回っている。一方、Q3とQ4の営業利益が大幅な減少となっている。次ページのSESSAパートナーズが作成した営業利益の要因分析で詳細をみていく。

GDOの2021年12月期Q3決算短信（連結）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	Profit 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)	650	(33.6)	839	(13.7)	908	153.0
21.12 FYe	40,200	19.3	1,450	123.1	1,440	71.6	795	(12.4)
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	453	(7.0)	573	17.6	1,050	578.0
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 Q4e	11,013	13.6	245	(46.0)	219	(61.8)	4	(99.6)
進捗率								
Q3累計5年平均	71.8%		56.2%		55.7%		43.5%	
21.12 1-9月	72.6%		83.1%		84.8%		99.5%	
利益率								
Q3 5年平均	—		5.2%		5.5%		3.7%	
21.12 Q3	—		2.4%		2.6%		1.6%	

出所: 同社決算短信よりSESSAパートナーズ作成

注: profit ATOP = 親株主に帰属する四半期純利益. TR: 赤転. TB:黒転, RE: 赤字拡大, RS: 赤字縮小

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
FY20/12 Q4末	116	91	207
新設	4	0	4
FC店直営化	3	-3	0
退店	0	0	0
FY21/12 Q1末	123	88	211
新設	1	0	1
FC店直営化	5	-5	0
退店	0	0	0
FY21/12 Q2末	129	83	212
新設	3	0	3
FC店直営化	8	-8	0
退店	0	0	0
FY21/12 Q3末	140	75	215
3Q累計増減数	24	-16	8

出所: IR決算説明資料よりSESSAパートナーズ作成





なぜQ3単独の売上高が+12.5%であったにもかかわらず、営業利益は-61.7%となったのか？

売上総利益をみると、高い利益率を誇るGOLFTEC事業の高成長が売上総利益の高さにつながっていることが分かる。そのため、コスト高が利益減少の要因であることは明らかである。

カバーページで言及したように、中期経営計画の施策を忠実に実施したことがコスト高の直接的な要因であり、それゆえ計画通りであると言える。まず、コロナ禍により圧縮を迫られていた日本国内のマーケティング費用は、対売上高比率がQ2に9.2%、Q3に9.8%へ上昇している。また国内のインフラである基幹システムへの投資に伴う減価償却費を計上している。

また、GOLFTECの直営店増加が人件費の上昇につながった（P4の人員数の推移を参照）。加えて販管費内の「その他」の項目には、直営店舗急増に係る地代家賃の増加を含んでいる。これらすべての取り組みは将来の成長に寄与することが見込まれる。

GDOの営業利益の要因分析

百万円、%	20.12 Q1	20.12 Q2	20.12 Q3	20.12 Q4	21.12 Q1	21.12 Q2	21.12 Q3
売上高	8,070	6,855	8,973	9,691	8,677	10,412	10,097
・日本	6,173	5,892	6,983	7,674	6,348	7,251	6,944
・海外(米国)	1,896	1,063	1,990	2,016	2,328	3,161	3,153
売上高 前年比					7.5	51.9	12.5
・日本					2.8	23.1	(0.6)
・海外(米国)					22.8	197.4	58.4
売上高 増減額					607	3,557	1,124
・日本					175	1,359	(39)
・海外(米国)					432	2,098	1,163
売上総利益	3,138	2,339	3,559	4,039	3,494	4,526	4,314
売上総利益率	38.9%	34.1%	39.7%	41.7%	40.3%	43.5%	42.7%
売上総利益 前年比					11.3	93.5	21.2
売上総利益 増減額					356	2,187	755
販管費	3,095	2,827	2,916	3,397	3,267	3,795	4,067
・人件費	1,000	1,004	978	1,118	1,111	1,124	1,126
・マーケティング費用	524	353	480	661	572	954	990
対売上高比率	6.5%	5.1%	5.3%	6.8%	6.6%	9.2%	9.8%
・IT/設備投資*	502	505	485	495	509	549	613
・のれん償却	85	85	84	83	85	100	125
・その他	982	878	888	1,039	988	1,065	1,211
販管費 前年比					5.6	34.2	39.5
・人件費					11.1	12.0	15.1
・マーケティング費用					9.2	170.3	106.3
・IT/設備投資*					1.4	8.7	26.4
・のれん償却					0.0	17.6	48.8
・その他					0.6	21.3	36.4
販管費 増減額					172	968	1,151
・人件費					111	120	148
・マーケティング費用					48	601	510
・IT/設備投資*					7	44	128
・のれん償却					0	15	41
・その他					6	187	323
営行利益	42	(488)	643	641	227	730	246
・日本	254	89	773	663	407	576	243
・海外(米国)	(211)	(577)	(130)	(21)	(179)	154	3
営行利益 増減額					185	1,218	(397)
・日本					153	487	(530)
・海外(米国)					32	731	133

減価償却費	298	302	294	297	304	335	389
減価償却費 前年比					2.0	10.9	32.3
減価償却費 増減額					6	33	95

*注: 販管費及び一般管理費内のIT/設備投資は減価償却費を含む
出所: 同社IRファクトシートよりSESSAパートナーズ作成

GDO四半期連結業績ハイライト

[日本基準] 百万円、%	FY18/12				FY19/12				FY20/12				FY21/12		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
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
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
・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
・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
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
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%
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
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%
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
マーケティング費用	309	570	465	555	472	665	594	497	524	353	480	661	572	954	990
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%
IT / 設備投資	323	321	329	478	477	489	488	519	502	505	485	495	509	549	613
のれん償却	2	2	2	87	85	84	79	85	85	85	84	83	85	100	125
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
EBITDA	161	386	269	711	211	775	590	892	427	(102)	1,023	1,019	617	1,161	767
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%
・日本	197	537	359	782	292	552	471	740	383	219	904	795	538	712	408
・海外	(35)	(141)	(90)	(71)	(80)	222	119	151	44	(322)	119	224	78	449	358
営行利益	45	275	133	349	(147)	409	229	486	42	(488)	643	641	227	730	246
営行利益率	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%
・日本	87	423	231	644	164	427	343	599	254	89	773	663	407	576	243
・海外	(42)	(147)	(99)	(294)	(312)	(17)	(113)	(112)	(211)	(577)	(130)	(21)	(179)	154	3
経常利益	44	264	167	346	(152)	409	228	486	39	(478)	706	641	232	731	258
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	237
[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
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
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
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
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
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
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
[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
GOLFTECスタジオ数	10	11	197	200	202	206	208	209	207	208	207	207	211	212	215
うち、GDOスタジオ数	10	11	11	12	12	12	12	13	13	13	13	13	13	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
GDO会員数(万人)	343	353	362	372	379	390	401	413	424	436	451	464	476	491	504

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

GDOの修正後の2021年12月期通期連結業績予想サマリー

[日本基準] 百万円、%	FY12/20 実績	前年比 %	FY12/21 期初会予	前年比 %	FY12/21 修正会予	前年比 %	増減額	増減率
売上高	33,691	(1.7)	37,800	12.2	40,200	19.3	2,400	6.3
・日本	26,724	(0.4)	27,800	4.0	29,000	8.5	1,200	4.3
・海外	6,967	(6.3)	10,000	43.5	11,200	60.8	1,200	12.0
EBITDA	2,370	(4.0)	2,850	20.3	3,250	37.1	400	14.0
・日本	2,304	12.0	2,100	(8.9)	2,300	(0.2)	200	9.5
・海外	66	(84.0)	750	11.4x	950	14.4x	200	26.7
営行利益	839	(14.3)	1,100	31.1	1,450	72.8	350	31.8
・日本	1,780	15.9	1,500	(15.7)	1,700	(4.5)	200	13.3
・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	32.1
Q4純利益(ATOP)	261	(27.1)	540	106.5	795	204.0	255	47.2

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



修正後の2021/12期営業利益は14.5億円と、従来の最高益である2017/12期の12.14億円を上回る見込み。

GDOの連結財務ハイライト

[日本基準]	FY12/15	前年比	FY12/16	前年比	FY12/17	前年比	FY12/18	前年比	FY12/19	前年比	FY12/20	前年比
百万円、%	実績	%	実績	%	実績	%	実績*	%	実績	%	実績	%
売上高	18,047	12.6	19,309	7.0	21,574	11.7	26,739	23.9	34,274	28.2	33,691	(1.7)
<i>セグメント別</i>												
• 日本	18,047	12.6	19,309	7.0	21,574	11.7	25,245	17.0	26,842	6.3	26,724	(0.4)
• 海外	—	—	—	—	—	—	1,495	—	7,432	397.3	6,967	(6.3)
<i>内訳(全体に占める%)</i>												
• 日本	100.0%	—	100.0%	—	100.0%	—	94.4%	—	78.3%	—	79.3%	—
• 海外	—	—	—	—	—	—	5.6%	—	21.7%	—	20.7%	—
<i>事業別</i>												
• 小売(主にゴルフ用品のオンライン販売)	12,450	12.8	13,367	7.4	14,081	5.3	16,301	15.8	17,354	6.5	17,896	3.1
• 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	6,962	(6.9)
• その他(メディア、新事業)	812	2.0	811	(0.2)	874	7.7	971	11.1	846	(12.9)	972	14.9
• 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	7,858	(8.6)
<i>内訳(全体に占める%)</i>												
• 小売(ゴルフ用品のオンライン販売)	69.0%	—	69.2%	—	65.3%	—	61.0%	—	50.6%	—	53.1%	—
• コース(ゴルフ場予約)	26.1%	—	26.4%	—	26.9%	—	25.9%	—	21.8%	—	20.7%	—
• その他(メディア、新事業)	4.5%	—	4.2%	—	4.0%	—	3.6%	—	2.5%	—	2.9%	—
• レッスン(+クラブフィッティング/販売)	—	—	—	—	3.7%	—	9.5%	—	25.1%	—	23.3%	—
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	13,076	(4.3)
<i>総利益率(%)</i>												
	40.9%	—	41.5%	—	41.0%	—	39.2%	—	39.8%	—	38.8%	—
販売費及び一般管理費	6,544	8.0	6,939	6.0	7,636	10.0	9,671	26.6	12,677	31.1	12,237	(3.5)
対売上高比率(%)	36.3%	—	35.9%	—	35.4%	—	36.2%	—	37.0%	—	36.3%	—
EBITDA	1,458	36.9	1,577	8.2	1,645	4.3	1,537	(6.6)	2,469	60.6	2,370	(4.0)
<i>EBITDA マージン(%)</i>												
	8.1%	—	8.2%	—	7.6%	—	5.7%	—	7.2%	—	7.0%	—
• 日本	1,458	36.9	1,577	8.2	1,645	4.3	1,876	14.0	2,057	9.6	2,304	12.0
• 海外	—	—	—	—	—	—	(338)	—	412	TB	66	(84.0)
営業利益	828	86.7	1,073	29.6	1,214	13.1	805	(33.7)	979	21.7	839	(14.3)
<i>営業利益率(%)</i>												
	4.6%	—	5.6%	—	5.6%	—	3.0%	—	2.9%	—	2.5%	—
• 日本	828	86.7	1,073	29.6	1,337	24.6	1,387	3.7	1,535	10.7	1,780	15.9
• 海外	—	—	—	—	(123)	—	(582)	RE	(556)	RS	(941)	RE
経常利益	816	86.7	1,089	33.4	1,226	12.5	823	(32.9)	972	18.1	908	(6.6)
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	830	5.6
親株主に帰属する四半期純利益	430	138.3	611	42.0	707	15.7	381	(46.1)	359	(5.8)	261	(27.1)

*GolTEC 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P/Lが連結対象になった

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	FY12/15	FY12/16	FY12/17	FY12/18	FY12/19	FY12/20
百万円、%	実績	実績	実績	実績*	実績	実績
総資産	9,174	8,712	10,806	18,237	19,565	17,994
現金及び預金	2,841	1,509	1,534	1,701	1,997	2,873
短期借入金	1,000	—	950	2,435	3,446	1,472
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	1,000	0	950	4,437	4,780	2,138
純資産	4,882	5,417	6,020	6,207	6,316	6,357
自己資本比率(%)	53.2%	62.2%	55.7%	34.0%	32.3%	35.3%
流動比率(%)	171.7%	197.7%	171.2%	94.4%	89.2%	87.0%
純D/Eレシオ(x)	(0.38)	(0.28)	(0.10)	0.44	0.44	(0.12)
ROA(%)	10.1%	12.2%	12.6%	5.7%	5.1%	4.8%
ROE(%)	12.3%	11.9%	12.4%	6.2%	5.7%	4.1%
営業活動によるキャッシュフロー	1,861	756	435	442	2,124	4,888
投資活動によるキャッシュフロー	(720)	(994)	(1,255)	(3,527)	(1,953)	(1,285)
フリーキャッシュフロー	1,140	(238)	(820)	(3,084)	171	3,603
財務活動によるキャッシュフロー	998	(1,095)	845	3,236	129	(2,704)
発行済株式数(千)	17,747	18,053	18,274	18,274	18,274	18,274
期中平均発行済株式数(千)	16,054	17,893	18,256	18,274	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	14.31
1株当たり配当金(円)	5.50	7.00	9.00	9.50	9.50	5.50
配当性向(%)	20.5%	20.5%	23.2%	45.6%	48.4%	38.4%
1株当たり純資産額(円)	274.97	299.96	329.34	339.69	345.61	347.85

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

海外セグメントの高成長が業績拡大に大きく寄与。海外売上高は+74.6%（増加額全体の71.2%）、EBITDAは黒字に転じ、前年同期からの改善幅は10.44億円（増加額全体の87.1%）となった。営業利益は損失がほぼ解消し、前年同期比でみた改善幅は8.98億円（増加額全体の89.1%）だった。米国と日本で高水準の投資を実施したことを考慮すると、Q3累計のこれらの業績指標は良好なものであったといえる。

2021年1~9月期に、米国子会社のGOLFTECは16店のFC店直営化と8店の新設を行っており、合計店舗数は116店から140店（+24）に増加した。増加店舗数は通期目標である22店をすでに上回っている。

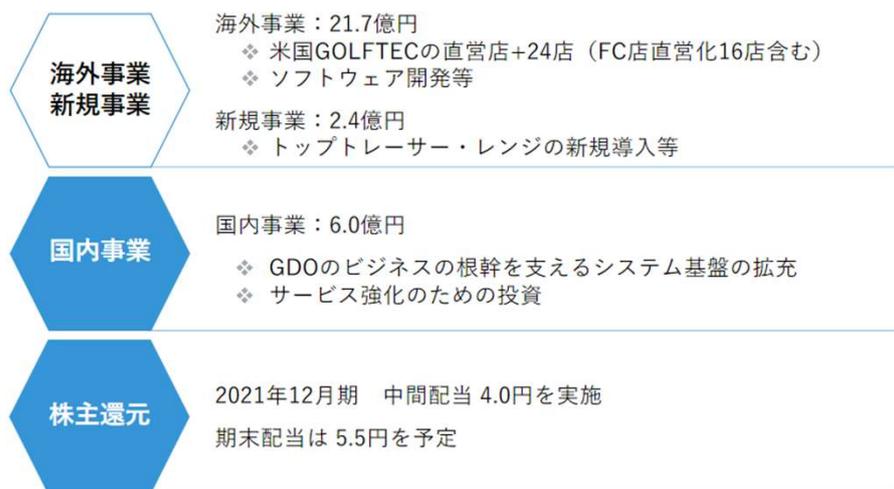
2021/12期（1-9月期）GDO連結業績サマリー

(日本基準) 百万円、%	FY12/19		FY12/20		前年比		FY12/21		前年比	
	上期実績	上期実績	修正額	%	上期実績	修正額	%			
売上高	25,602	23,998	(1,604)	(6.3)	29,187	5,189	21.6			
・日本	19,990	19,048	(942)	(4.7)	20,543	1,495	7.8			
・海外	5,612	4,950	(662)	(11.8)	8,643	3,693	74.6			
売上総利益	10,048	9,036	(1,012)	(10.1)	12,334	3,298	36.5			
販管費	9,556	8,839	(717)	(7.5)	11,129	2,290	25.9			
EBITDA	1,577	1,348	(229)	(14.5)	2,546	1,198	88.9			
・日本	1,316	1,507	191	14.5	1,659	152	10.1			
・海外	260	(158)	(418)	TR	886	1,044	TB			
営業利益	492	197	(295)	(59.9)	1,205	1,008	510.6			
・日本	935	1,117	182	19.5	1,226	109	9.8			
・海外	(443)	(919)	(476)	RE	(21)	898	RS			
経常利益	485	266	(219)	(45.1)	1,221	955	358.5			
純利益 ATOP	203	(142)	(345)	TR	791	933	TB			

出所: 決算説明会資料よりSEESAパートナーズ作成。

TR = 赤転、RE = 赤字拡大、RS = 赤字縮小、TB = 黒転

2021/12期（1-9月期）にはIT投資、設備投資、株主還元を30億円を投じる

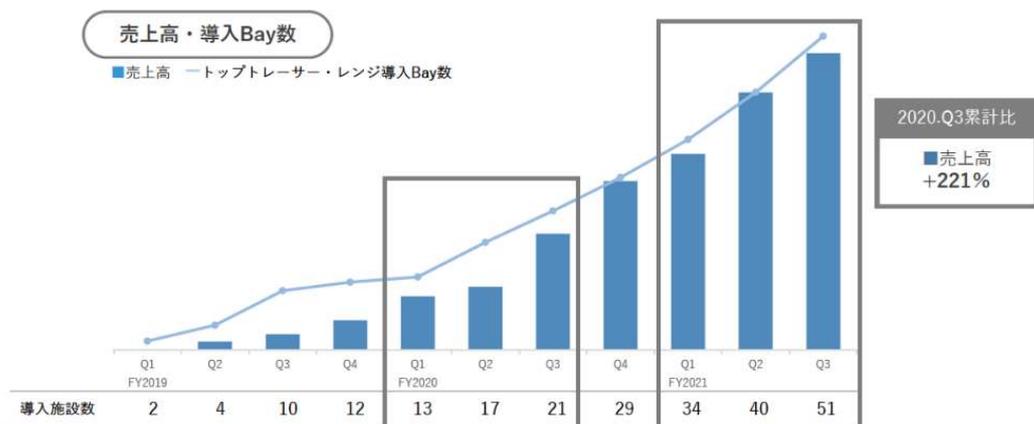


出所: 同社決算説明資料より

New High-Tech Driving Ranges



ゴルフ場へのTop Tracer Range導入数推移



出所: 同社決算説明資料より

GOLFTEC

2021/12期 (Q3累計) インクルーブメント事業(GOLFTECレッスンとクラブフィッティング)の売上高は+69%



サービス別売上高 (単位: 百万円)

■ ゴルフ用品販売事業 ■ ゴルフ場予約事業 ■ インクルーブメント事業 ■ その他事業



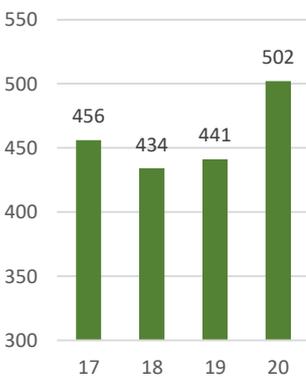
出所: 同社決算説明会資料より

Top Tracer Rangeの上半期の新規導入台数は+11台で、中計の年間目標である+50台を下回っている。これは、新型コロナウイルス感染症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、3Qの導入数は、新たに甲信越と北陸エリアで開始したこともあり、+11台と導入ペースは回復している。4Qには新たに九州へ拡大の予定で同社は+8と計画している。

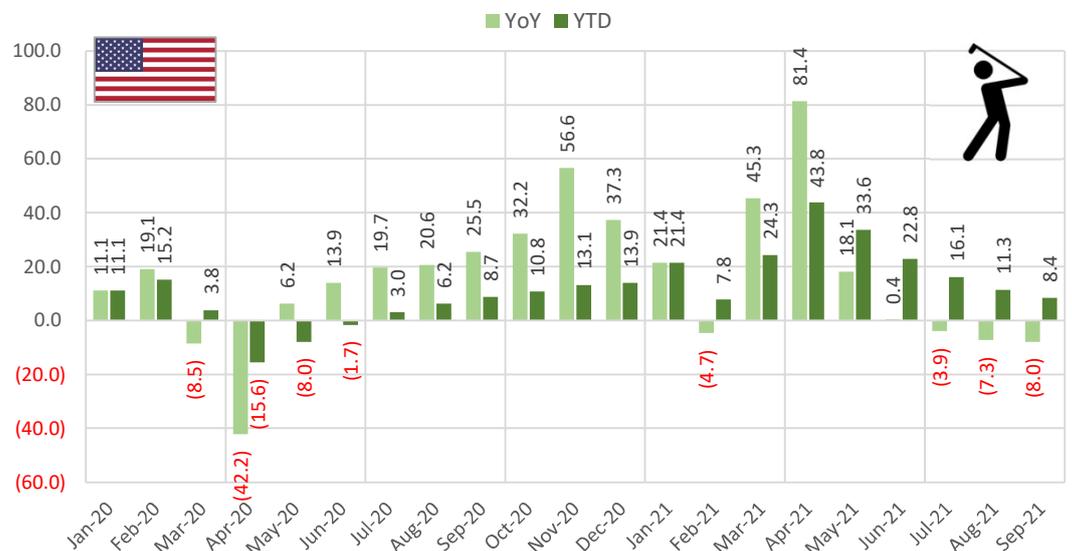
下の表に示すように、NGF月次米国ラウンド数は3ヶ月連続で減少した。主な要因として、NGFは前年のベースが高かったことを挙げている。一方で、全体としては近年よりも高い水準を維持しており、20代、30代の若年層の新規プレイヤーが多いと指摘する。P13に示すように、8月の日本国内のゴルフ場利用者数が減少している要因として、今年は雨の日が多かったことが影響しているが、ドライビングレンジであれば天候の影響を受けない。

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 (百万回)



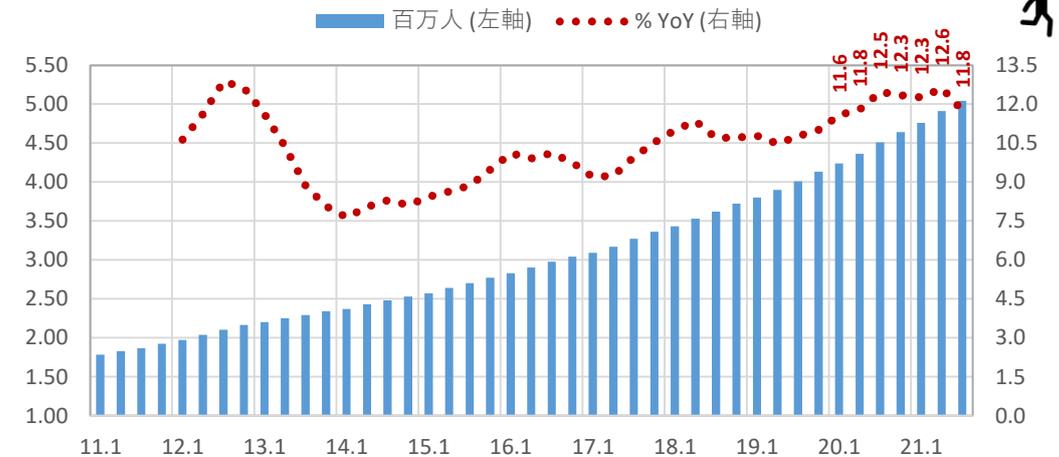
出所: NGF



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

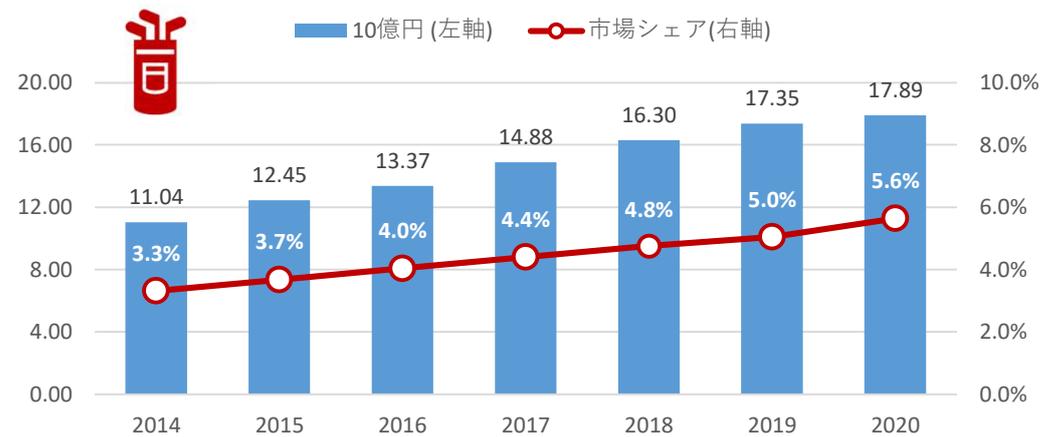


GDOクラブ会員数の四半期推移: Q3には500万人に到達した



出所: GDO IR ファクトシートよりSESSAパートナーズ作成

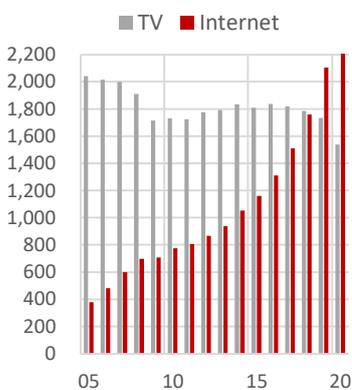
GDOゴルフショップの用品販売売上高 (主にオンライン) と市場シェアの推移



出所: 日本生産性本部「レジャー白書」、GDO IR

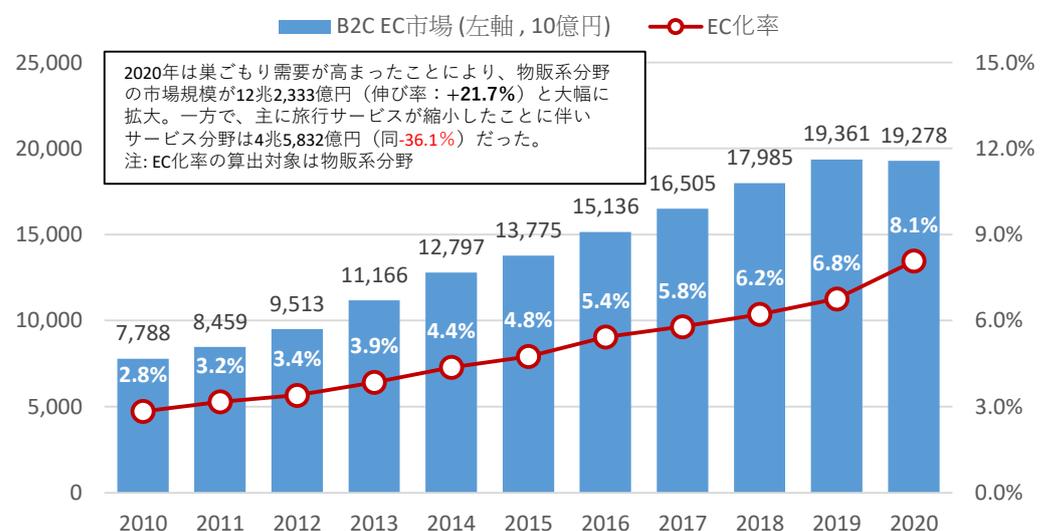


2019年にインターネット広告費は2兆1000億円に達し、初めてテレビ広告費を上回った



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)



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

- ✓ P10上段の相対パフォーマンスチャートに示すように、コロナ禍下において、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24.3倍と、過去平均を33%下回っている。
- ✓ EV/EBITDAは割高になってきていたが、現在は過去平均を若干下回る水準まで低下。
- ✓ P10の中期経営計画の利益目標を重ね合わせた長期チャートに示すように、短期的にコスト高が見込まれるものの、高い利益率を誇るGOLFTEC事業の高成長がけん引し、GDOの業績は力強く成長している。

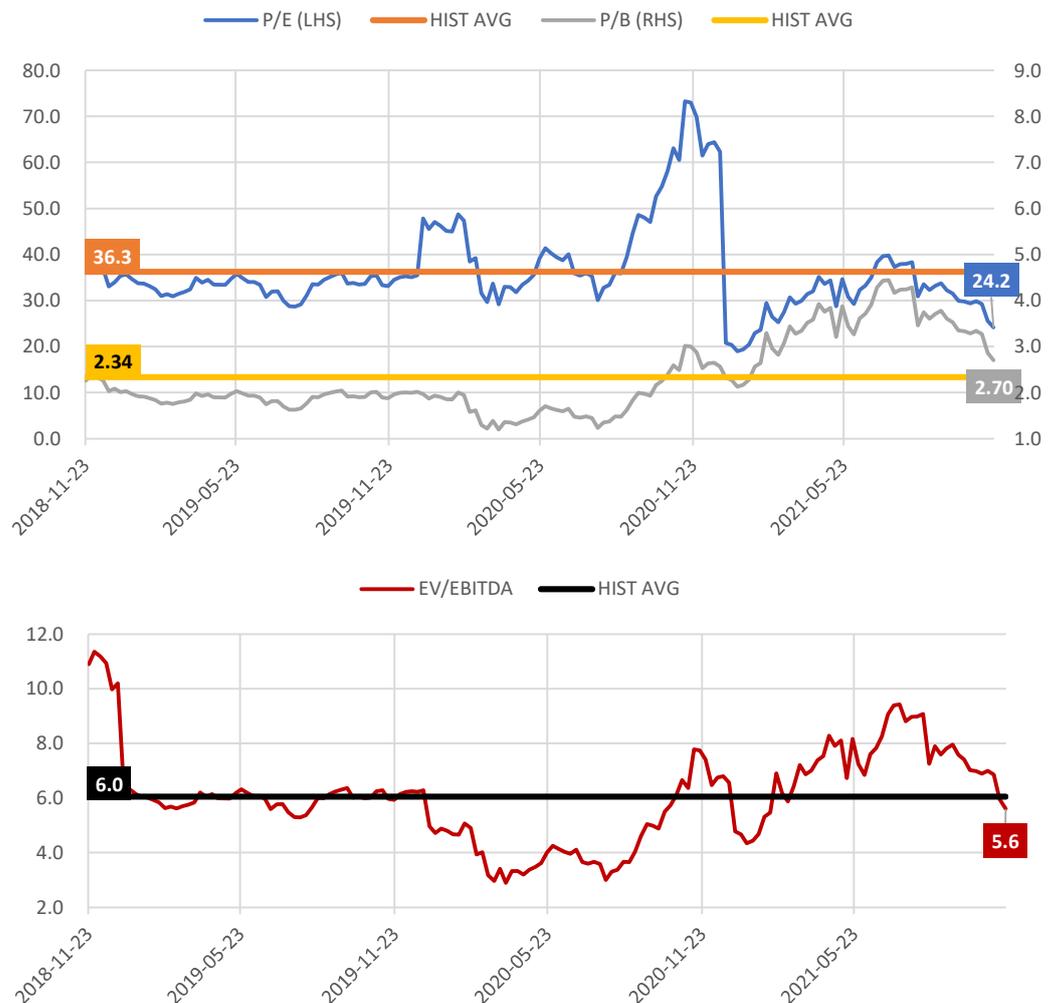


アナリストの視点

3年間の週足チャートとバリュエーション

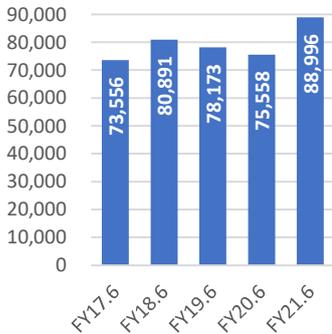


P/E, P/B, EV/EBITDAの推移 (倍)



アルペン小売販売額

■ ゴルフ用品売上高(百万円)



出所: アルペン企業データより
SESSAパートナーズ作成

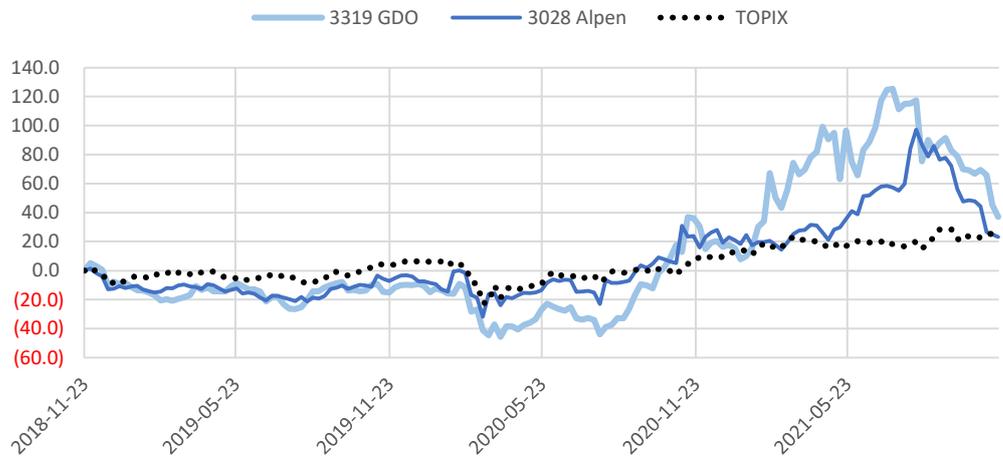
GOLFTEC社 2020年に25周年を迎えた



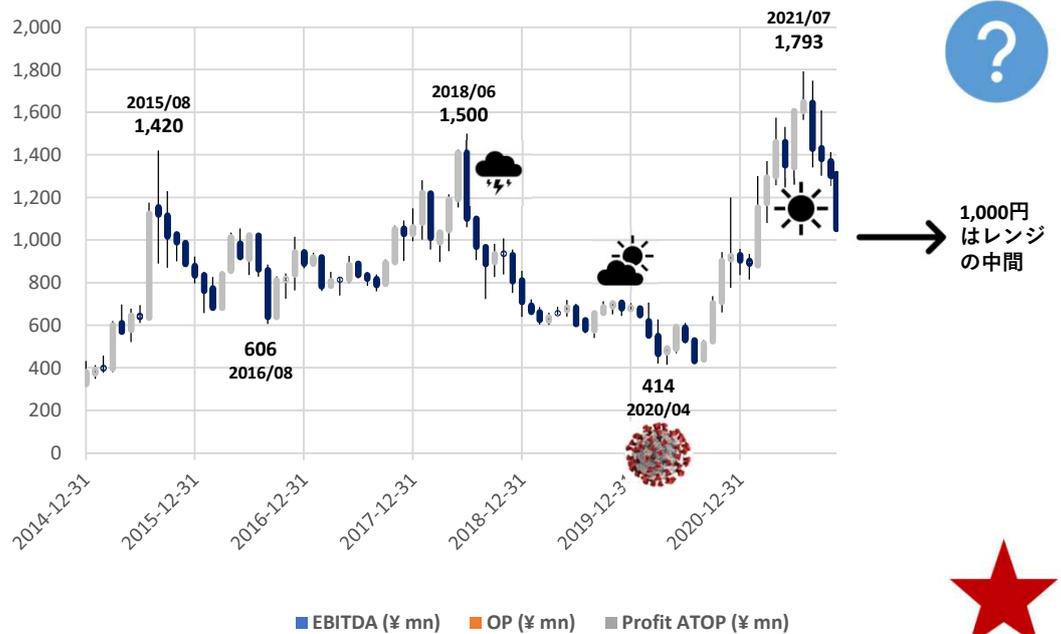
- 95年以降の累計レッスン回数:
2021年3月 11,127,806回
- 100万人以上の受講生
 - 平均で7ストローク改善
 - 700人以上のゴルフテック認定コーチ
 - PGA (全米プロゴルフ協会) プロフェッショナルの在籍が最多
 - 世界中に200以上のスタジオを設置
 - 米国内で37州、6 各国に展開



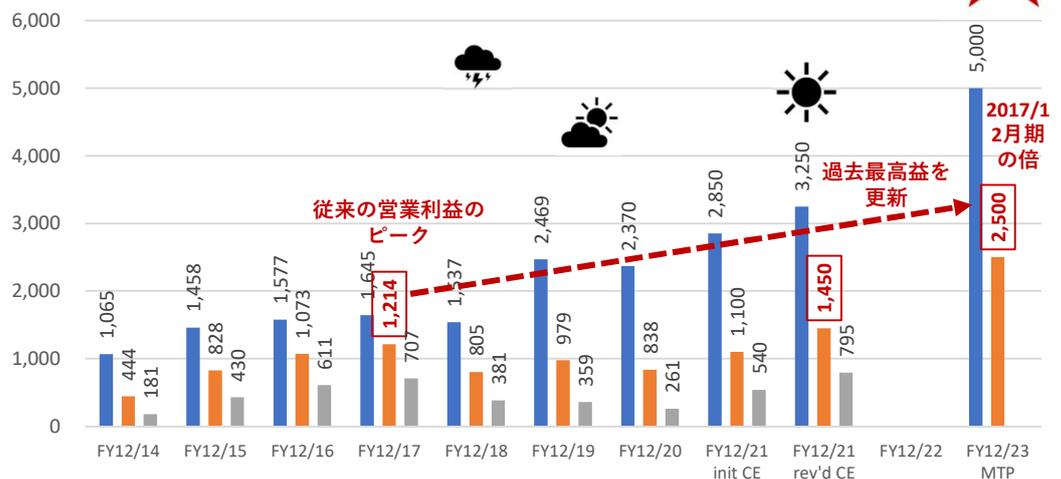
3年間の週間相対パフォーマンス



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



1,000円はレンジの中間



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



新中期経営計画
2021~2023
「Lead the Way」

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



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



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。

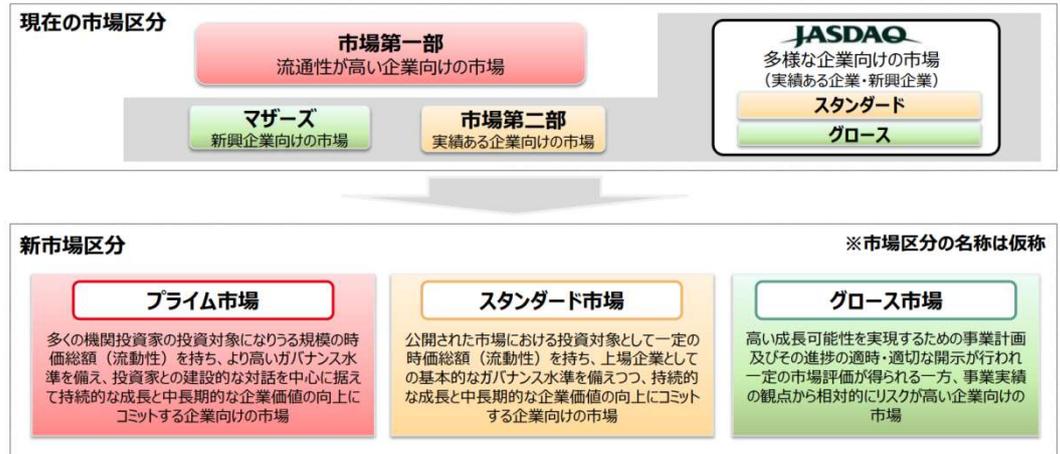
GDOグループ新中期経営計画 2021~2023 「Lead the Way」

(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



東証の新市場区分への移行の概要（2022年4月4日適用）



出所：「新市場区分の概要等について」、日本取引所グループ（JPX）
<https://www.jpx.co.jp/equities/market-restructure/market-segments/index.html>

実施スケジュール（2021年7月現在）

- 2021年6月30日：新市場区分の上場維持基準に適合しているか否かを確認
- 2021年7月9日：東証からの第1回判定の個別通知
- 9月～12月：上場会社による新市場区分の選択申請手続（上場基準、CGコードに基く）
- 2022年1月11日：新市場区分の一覧公表（JPX ウェブサイト）
- 2022年4月4日：新市場区分への移行
- 2022年10月：初回判定で流通株式時価総額百億円未満の銘柄の改善状況を確認
- 2023年10月：再評価（段階的のウェイト低減を停止するか継続するかを判断）

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CGC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次のような施策がある。「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。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。同ゴルフ場は日本で最もカジュアルで地元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も受けた。また、ゴルフ以外のイベントを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CGCへの準拠に基づいて、9月30日にプライム市場への上場を申請した。



2021年7月1日より指名・報酬諮問委員会を設置し、その過半数は社外取締役で構成される。

GDOは2021年9月30日プライム市場への上場申請を行った。今後は、2022年4月4日に予定される新市場区分への一斉移行に向け、東京証券取引所の定める申請スケジュールに従い、所定の手続きを進めていく方針。

GDO



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
CY2018	(4.6)	(3.4)	(6.7)	(6.4)	(4.9)	(3.6)	(5.4)		CY2018	(5.3)	(3.4)	(5.3)
CY2019	3.3	4.5	(0.1)	2.0	4.4	3.8	4.6		CY2019	1.6	2.1	1.6
CY2020	(17.3)	(15.2)	(18.1)	(24.9)	(8.4)	3.1	(13.2)		CY2020	(1.3)	2.4	(1.3)
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
2019.Q1	8.7	9.0	8.2	7.8	10.8	10.7	10.9		2019.Q1	2.1	3.8	(1.0)
Q2	(1.3)	(0.1)	(3.6)	(3.4)	0.4	0.3	0.4		Q2	(1.4)	(1.0)	(0.1)
Q3	8.6	10.3	4.8	6.3	9.1	7.8	9.6		Q3	7.4	7.0	0.1
Q4	0.3	1.7	(5.8)	0.5	0.2	(1.1)	0.7		Q4	(0.9)	(0.6)	(0.1)
2020.Q1	(4.1)	(2.7)	(8.2)	(6.7)	(1.7)	2.8	(4.1)		2020.Q1	3.2	5.7	(3.9)
Q2	(42.2)	(39.6)	(40.8)	(54.5)	(28.1)	(9.8)	(35.3)		Q2	(21.7)	(15.7)	(3.8)
Q3	(11.0)	(9.2)	(12.2)	(17.1)	(1.2)	10.6	(6.0)		Q3	4.9	9.5	(2.3)
Q4	(4.5)	(2.2)	(4.8)	(13.5)	1.9	10.0	(1.4)		Q4	10.9	12.3	(1.8)
2021.Q1	0.9	1.9	0.2	(2.9)	3.0	3.1	2.9		2021.Q1	8.3	7.8	1.8
Q2	50.6	50.1	42.4	63.0	33.6	21.8	39.8		Q2	42.7	33.9	0.9
Q3	5.0	7.6	1.3	(2.9)	2.8	0.5	3.8		Q3	3.9	4.2	(0.2)
2020.Jan	4,749	3,244	688	816	493,087	179,596	313,491	20.0	2020.Jan	2,217	1,491,939	13,868
Feb	4,596	3,125	689	782	486,965	169,491	317,474	18.8	Feb	2,272	1,525,913	13,868
Mar	5,586	3,856	778	951	593,935	198,207	395,728	21.6	Mar	2,474	1,699,857	13,589
Apr	4,099	2,905	644	550	506,382	183,455	322,927	24.9	Apr	1,742	1,272,465	12,612
May	5,528	4,054	860	614	721,331	265,073	456,258	28.0	May	2,110	1,557,030	13,324
Jun	6,329	4,413	1,015	900	767,077	256,971	510,106	28.5	Jun	2,400	1,668,074	13,711
Jul	7,271	4,977	1,190	1,104	858,398	276,685	581,713	29.1	Jul	2,861	1,984,111	15,314
Aug	8,403	5,737	1,348	1,318	984,062	309,106	674,956	29.3	Aug	2,816	1,933,287	15,508
Sep	8,473	5,846	1,359	1,268	939,931	289,626	650,305	28.5	Sep	2,992	2,012,232	15,513
Oct	9,102	6,263	1,414	1,424	982,154	293,261	688,893	29.5	Oct	3,199	2,185,131	15,513
Nov	8,775	6,140	1,221	1,415	882,941	279,043	603,898	25.8	Nov	3,068	2,105,191	15,489
Dec	6,981	4,881	978	1,121	696,261	218,692	477,569	20.8	Dec	2,800	1,846,629	15,491
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
2020.Jan	(2.8)	(1.4)	(7.0)	(4.7)	(2.9)	(1.0)	(4.1)		2020.Jan	4.2	6.7	(1.8)
Feb	14.9	16.6	9.8	12.8	12.2	13.7	11.3		Feb	13.1	12.4	(1.3)
Mar	(16.5)	(15.0)	(20.6)	(19.6)	(10.0)	(1.7)	(13.6)		Mar	(5.3)	(0.3)	(3.9)
Apr	(48.2)	(46.3)	(45.1)	(58.9)	(37.1)	(22.1)	(43.4)		Apr	(32.7)	(26.1)	(11.4)
May	(45.3)	(41.1)	(45.3)	(63.0)	(29.4)	(8.1)	(37.8)		May	(24.4)	(17.4)	(6.5)
Jun	(34.1)	(32.6)	(32.9)	(41.5)	(19.1)	(0.6)	(26.1)		Jun	(7.9)	(3.3)	(3.8)
Jul	(18.6)	(17.2)	(19.3)	(23.9)	(7.7)	7.5	(13.6)		Jul	5.4	9.5	(3.2)
Aug	1.1	2.7	(1.0)	(3.3)	10.8	22.2	6.2		Aug	10.4	13.0	(2.1)
Sep	(14.2)	(12.0)	(15.2)	(22.4)	(5.9)	3.0	(9.6)		Sep	(0.2)	6.3	(2.3)
Oct	(6.4)	(3.9)	(6.7)	(16.3)	1.4	10.6	(2.2)		Oct	11.8	13.1	(2.3)
Nov	(5.5)	(3.2)	(6.2)	(14.6)	1.7	14.8	(3.5)		Nov	9.9	11.7	(2.0)
Dec	(0.3)	1.4	0.2	(8.3)	3.1	3.8	2.6		Dec	10.9	12.1	(1.8)
2021.Jan	(8.1)	(7.1)	(6.7)	(13.4)	(4.5)	(2.8)	(5.6)		2021.Jan	9.4	7.8	0.2
Feb	0.4	1.6	(1.2)	(3.0)	3.7	11.7	(0.7)		Feb	7.3	7.3	(1.1)
Mar	9.0	9.8	7.6	6.2	8.8	1.1	12.5		Mar	8.3	8.3	1.8
Apr	84.2	82.3	69.9	109.9	61.2	38.6	73.9		Apr	67.0	55.4	9.7
May	54.2	51.4	46.1	83.0	30.8	21.0	36.4		May	50.2	36.4	3.8
Jun	25.7	27.6	21.7	20.7	17.9	10.7	21.4		Jun	18.4	15.2	0.9
Jul	23.3	25.9	16.3	19.3	15.5	9.4	18.4		Jul	1.6	0.7	0.5
Aug	(9.5)	(7.6)	(10.2)	(17.1)	(10.8)	(13.5)	(9.6)		Aug	2.2	2.5	(0.2)
Sep	3.6	6.9	(0.3)	(7.6)	5.4	6.8	4.7		Sep	7.6	9.2	(0.2)

出所：経済産業省特定サービス産業動態統計月次調査。

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