

## 2023/12期 通期ガイダンスを下方修正 SkyTrak+の年末商戦に大きな期待

### 決算概要

- GDOは11月13日(月)15:00に2023/12期3Q連結(1-9月)決算を発表した。売上高は前年同期比15.6%増(セグメント別の説明は2-4頁参照)、EBITDAは同4.4%減、営業利益は大幅な赤字(セグメント別営業利益率分析は5頁参照)となった。経常利益は、営業損失に加えて支払利息の増加により同73.8%減少した。株主に帰属する当期純利益は同90.5%減となった。これは主に、2022年2月に米国で実施された新型コロナウイルス対策であるPPPローンプログラムの債務免除に伴う特別利益が消失したことなどによる。
- 国内市場は厳しい市場環境が続くと予想されるため、2023/12期の通期ガイダンスは下方修正された。海外事業については、特にクリスマス商戦に向けた新機種「SkyTrak+」の4Qの販売台数の正確な見通しが困難なため、レンジ表記とした。通期見通しの詳細は下表の通り。2023年12月期の平均為替レートは123.0円/米ドル→139.0円に見直し、期末日レートを145.0円とした。
- 下方修正前である2023/12期EBITDAのガイダンス58億円では上期決算後のEV/EBITDAは7.0倍であったが、41.2億円~45.0億円という新たな想定レンジでは9.7倍~8.8倍となる。2024/12期EBITDA予想とEVの構成項目であるネット有利子負債の動向を確認しようとする、ボトムを確認するには時間を要する可能性がある。GDOはGOLFTECの株式60%の取得に成功したが、SIRでは市場は短期的なリスクとGDOグループのGOLFTEC ANYWHERE構想の成長ポテンシャルとのバランスを測っていると見ている。

### GDO 23/12期 3Q累計(1-9月) 連結決算概要

百万円、%	FY23/12	AMT	PCT	FY23/12	FY23/12	率	
[J-GAAP]	9ヶ月実績	YoY	YoY	期初予想	修正予想	YoY*1	
<b>売上高</b>	<b>38,383</b>	<b>5,177</b>	<b>15.6</b>	<b>53,000</b>	<b>52,300 ~ 53,300</b>	<b>13.5</b>	<b>15.6</b>
・国内	20,841	897	4.5	30,000	28,300		2.6
ゴルフ用品販売*2	13,884	329	2.4				
ゴルフ場予約	4,071	194	5				
ゴルフ練習場	1,132	388	52.3				
その他(メディア、レッスン等)	1,754	-15	-0.8				
・海外	17,542	4,279	32.3	23,000	24,000 ~ 25,000	29.8	35.2
ゴルフレッスン	9,965	979	10.9				
ゴルフ用品販売*2	3,720	220	6.3				
ゴルフ弾道測定器 NEW	3,339	3,102	14.1x				
その他(連結相殺、その他)	516	-21	-4.0				
<b>EBITDA</b>	<b>2,699</b>	<b>-123</b>	<b>-4.4</b>	<b>5,800</b>	<b>4,120 ~ 4,500</b>	<b>1.8</b>	<b>11.1</b>
・国内	1,444	-270	-15.8	3,150	2,200		-16.6
・海外(米国)	1,255	146	13.2	2,650	1,920 ~ 2,300	36.3	63.2
<b>営業利益</b>	<b>-290</b>	<b>-1,211</b>	<b>-</b>	<b>2,050</b>	<b>100 ~ 555</b>	<b>-91.6</b>	<b>-53.3</b>
・国内	961	-286	-23.0	2,500	1,600		-20.6
・海外(米国)	-1,251	-925	-	-450	-1,500 ~ -1,045		-
のれん等償却費	1,331	717	116.9				
経常利益	268	-758	-73.8	1,226	380 ~ 700		-
親会社株主に帰属する当期純利益	137	-1,308	-90.5	550	100 ~ 500	-70.5	47.5

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。

注: \*1前年同月比および前年同月比増減率は、レンジ推定の場合は中間値に対して算出。

\*2米国クラブフィッティング売上を含む。

### 3Q 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 (11/28)	669
年初来高値 (23/1/23)	1,595
年初来安値 (23/11/17)	628
10年高値 (22/8/25)	2,250
10年安値 (14/2/4)	168
発行済株式数 (100万株)	18.334
時価総額 (10億円)	12.265
自己資本比率 (6/30)	3.38%
23.12 PER (会予)	41.6x
23.12 EV/EBITDA (会予)	9.2x
23.12 PSR (会予)	0.24x
23.03 PBR (実績)	7.74x
23.12 DY (会予)	1.39%

#### 6ヶ月株価日足



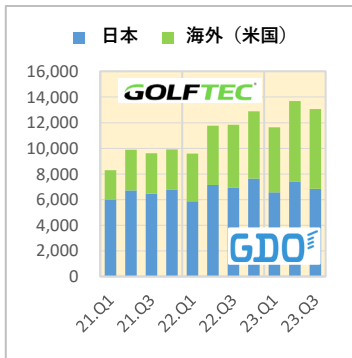
アナリスト  
クリス・シュライバー CFA  
[research@sessapartners.co.jp](mailto:research@sessapartners.co.jp)



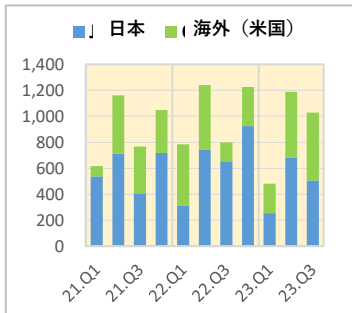
本レポートは株式会社ゴルフダイジェスト・オンラインからの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレマーをご覧ください。



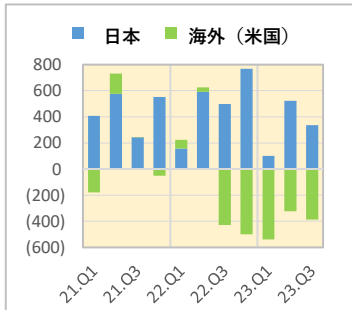
売上高 (百万円)



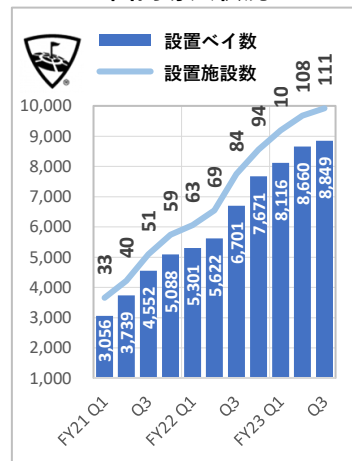
EBITDA (百万円)



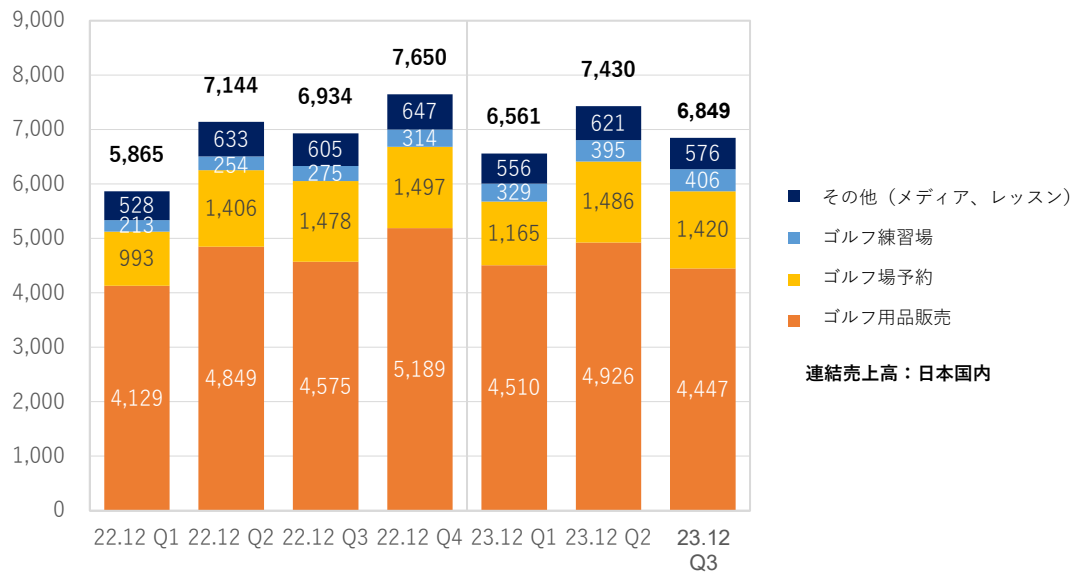
営業利益 (百万円)



トップトレーサー・レンジ 国内導入状況



国内セグメント・サービス別売上高の四半期推移 (百万円)



国内セグメント:ゴルフ用品販売、ゴルフ場予約が低調

● 3Q累計連結売上高は全事業・サービスが前年同期比増収となったものの、下表の四半期別推移における3Q (7-9月期)に限ると、国内セグメントのゴルフ用品販売 (同2.8%減)、ゴルフ場予約 (同3.9%減) が低調だった。ゴルフ用品販売は、商品価格の上昇を受けた需要減や在庫調整によって売上総利益率が低下した。豪雨や長引く猛暑といった悪影響に加え、他のレジャーが活性化したことでゴルフ場予約の客数が約10%減少し、販管費の抑制では補えなかった。

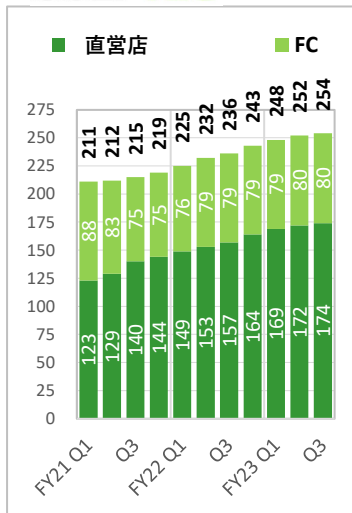
海外セグメント・サービス別売上高の四半期推移 (百万円)

[J-GAAP]	FY22/12	FY22/12	FY22/12	FY22/12	FY23/12	FY23/12	FY23/12	FY23/12
百万円、%	1Q実績	2Q実績	3Q実績	4Q実績	1Q実績	2Q実績	3Q実績	9ヶ月実績
売上高	9,585	11,767	11,852	12,884	11,652	13,679	13,051	38,383
YoY	15.5	19	23.3	30	21.6	16.2	10.1	15.6
●国内 <b>GDO</b>	5,865	7,144	6,934	7,650	6,561	7,430	6,849	20,841
YoY	-1.8	6.2	7.3	12.4	11.9	4.0	-1.2	4.5
ゴルフ用品販売	4,129	4,849	4,575	5,189	4,510	4,926	4,447	13,884
YoY					9.2	1.6	-2.8	2.4
ゴルフ場予約	993	1,406	1,478	1,497	1,165	1,486	1,420	4,071
YoY					17.3	5.7	-3.9	5
ゴルフ練習場	213	254	275	314	329	395	406	1,132
YoY					54.5	55.5	47.6	52.3
その他 (メディア、レッスン)	528	633	605	647	556	621	576	1,754
YoY					5.3	-1.9	-4.8	-0.8
●海外 (米国) <b>GOLFTEC</b>	3,720	4,622	4,918	5,234	5,091	6,248	6,202	17,542
YoY	59.8	46.2	56	68.9	36.9	35.2	26.1	32.3
ゴルフレッスン	2,672	3,101	3,212	3,015	3,179	3,298	3,487	9,965
YoY					19	6.4	8.6	10.9
ゴルフ用品販売 (フィッティング)	844	1,341	1,314	916	1,037	1,401	1,281	3,720
YoY					22.9	4.5	-2.5	6.3
ゴルフ弾道測定器	-	-	236	1,151	720	1,346	1,272	3,339
YoY					-	-	5.4x	14.1x
その他 (連結相殺、その他)	204	179	154	150	153	201	161	516
YoY					-25.00	12.3	4.5	-4.00

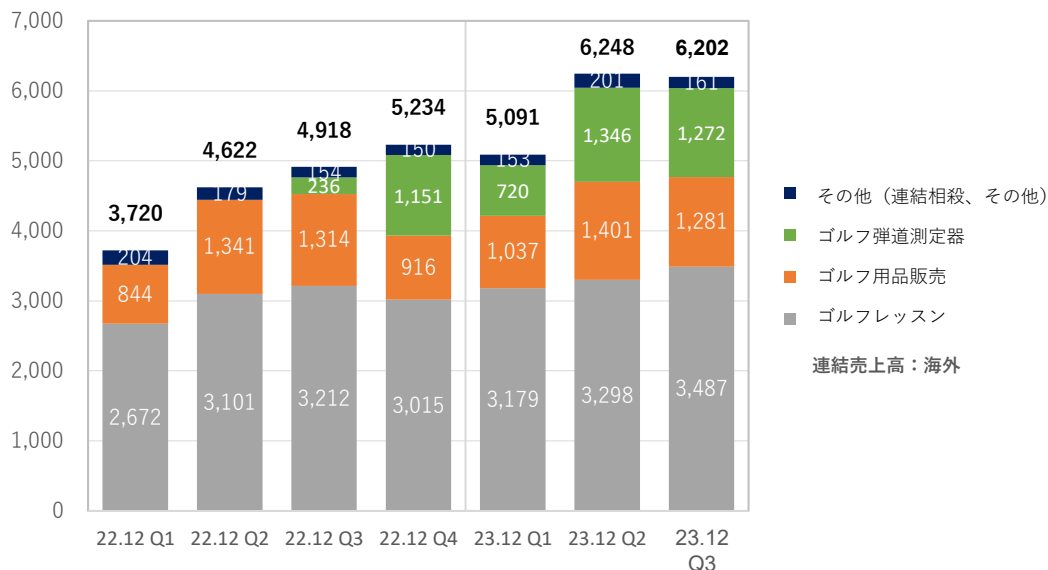
出所: GDO IR ファクトシートおよび同社IR決算説明資料よりSIR作成。



GOLFTEC 新規出店数



海外セグメント・サービス別売上高の四半期推移 (百万円)

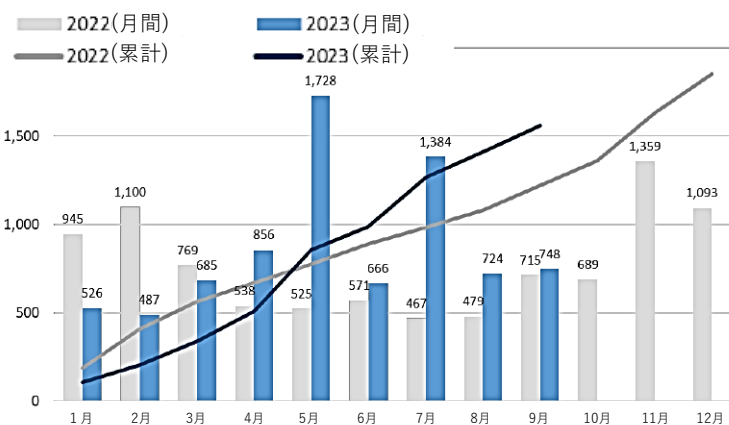


海外セグメント:のれん等償却費増で営業損失計上

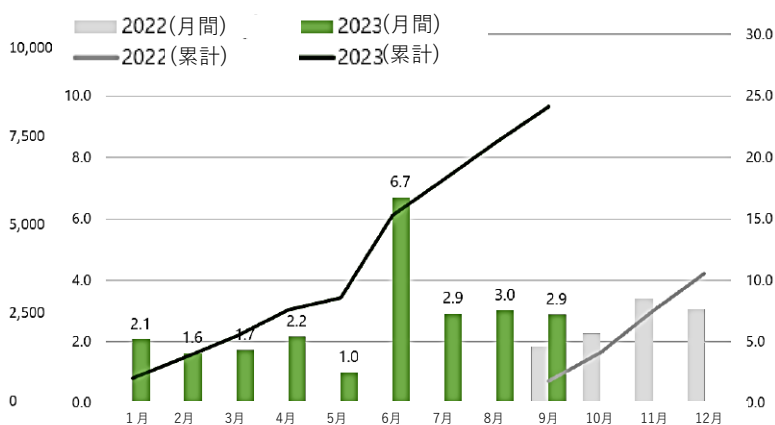
- 海外セグメントは、GOLFTEC直営店の順調な増加や米国内ラウンドの好調（7頁参照）によってゴルフレッスンが前年同期比10.9%増となったほか、5月にプレミアムモデルの新機種「SkyTrak+」を発売するなど、ゴルフ弾道測定器事業の新たな業績寄与が大きかったものの、ゴルフ用品販売（クラブフィッティング）は値上げの影響を受け苦戦した（3Q単体では2.5%減）。
- 3Q累計の連結営業損益は赤字となった。SkyTrak事業買収に伴うのれん・無形資産償却費が四半期毎に平準的に発生し、四半期平均で約4億4,400万円の損失となったことが要因。しかし、のれん等償却前営業利益は2Qが1億1,600万円、3Qが8,000万円の黒字だった。今後はゴルフ弾道測定器の旧モデル「SkyTrak」やホームスタジオセットの年末商戦に期待がかかる。新プレミアムモデル「SkyTrak+」にとっては初の年末商戦であり、正確な予測が困難なため、GDOは通期ガイダンスをレンジ表記に変更した。

ゴルフ弾道測定器事業の月次推移 (左:台数、右:百万ドル)

「SkyTrak」及び「SkyTrak+」販売個数の月次推移



ゴルフ弾道測定器事業の月次売上高推移 (百万ドル)



出所: 同社3Q決算発表資料より抜粋

**国内事業の売上高：**予想以上に厳しい市場環境（物価上昇の影響による主力のゴルフ用品販売の需要衰退、コロナ禍以降の他のレジャー再開等）のため、国内事業セグメントの売上高増減率は+4.5%と限定的だった。

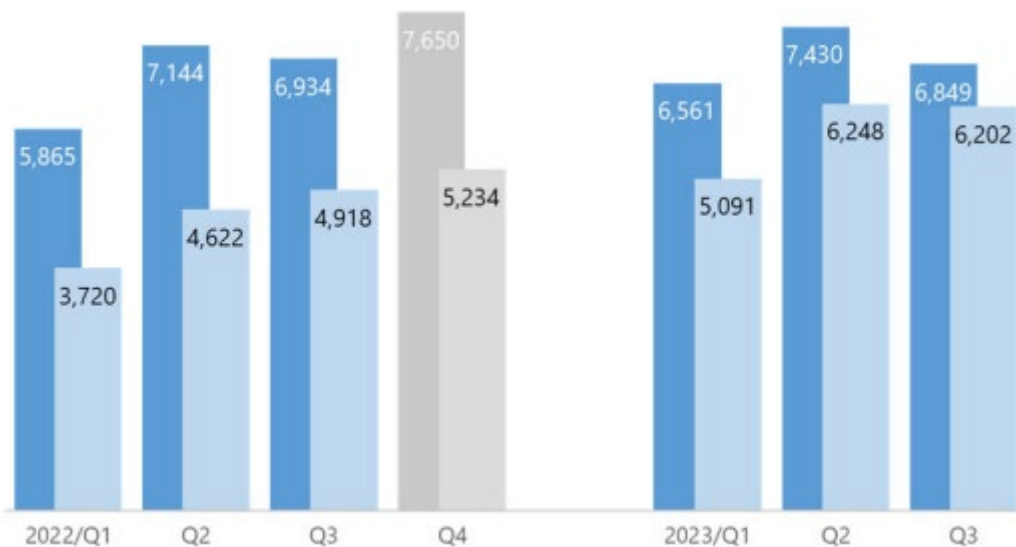
**海外事業の売上高：**海外事業においては、ゴルフ弾道測定器事業の進捗（5月末に発売した新プレミアムモデル「SkyTrak+」の順調な売上と為替の影響により大幅増収（32.3%増）となった。

**SkyTrak+  
プレミアム ローンチモニター**



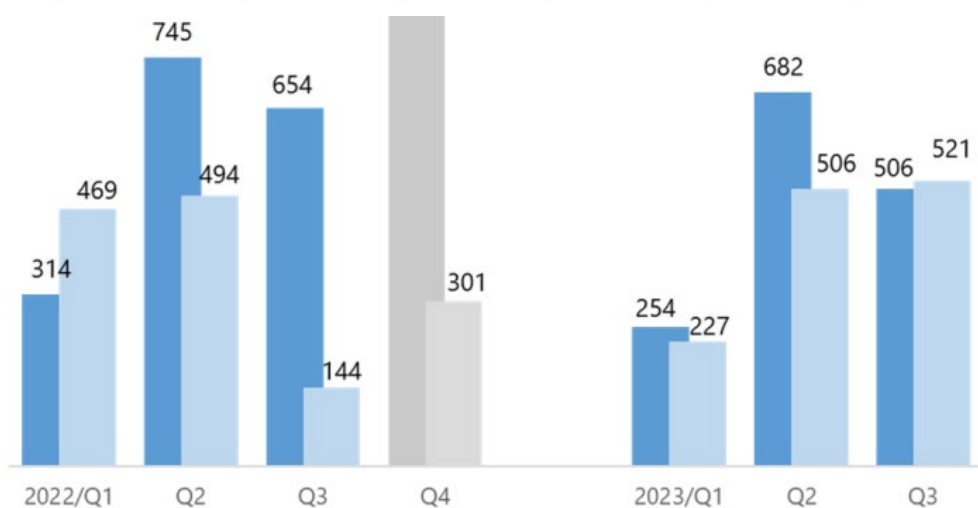
セグメント別連結売上高推移（百万円）

	22年	23年	前年比	
連結売上高	33,205	38,383	+5,177	+15.6%
■ 国内	19,943	20,841	+897	+4.5%
■ 海外	13,262	17,542	+4,279	+32.3%



セグメント別EBITDA（百万円）

	22年	23年	前年比	
連結EBITDA	2,823	2,699	- 123	- 4.4%
■ 国内	1,714	1,444	- 270	- 15.8%
■ 海外	1,108	1,255	+ 146	+ 13.2%

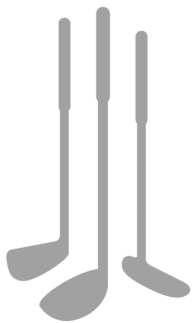




**営業利益の要因分析:**  
**営業損失 290百万円 (前年同期比 1,211百万円減)**  
 のれん・無形資産の償却費の増加、およびゴルフ弾道測定器事業における季節的な先行費用の発生等による。

**国内セグメントの営業利益:**  
**962百万円 (同286百万円減、23.0%減)**  
 ゴルフ用品販売の売上総利益率の低下および猛暑の影響により3Qでゴルフ場ビジネスが減少したことによる。

**海外セグメントの営業利益:**  
**営業損失1,252百万円 (前年同期比925百万円の損失拡大)**  
 売上高と売上総利益は増加したものの、のれん・無形資産の償却費の増加 (1,331百万円、前年同期比613百万円増) やゴルフ弾道測定器事業の季節的な先行費用の発生等により、営業損失は拡大した。



出所：4-5頁の図表・グラフ全て  
 同社3Q決算発表資料より抜粋

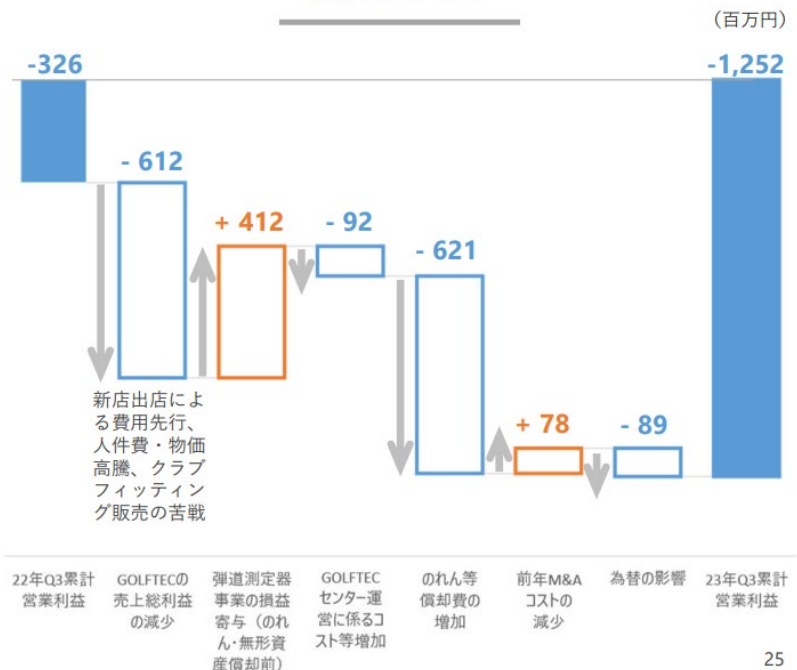
9ヶ月累計 セグメント別連結営業利益 (百万円)

	22年	23年	前年比	
連結営業利益	921	-290	-1,211	- %
■ 国内	1,248	961	- 286	- 23.0%
■ 海外	- 326	- 1,251	- 925	- %

国内セグメント



海外セグメント





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

✓ GDOのPSRは、2018年に米国GOLFTECの60%の株式を取得した後、現在はコロナ禍中の7月20日以来の最安値圏にある。

● EBITDAはGDOグループの重要指標であることから、EV/EBITDAはGDOにとって重要なベンチマークの一つであると考えられる。下方修正前の2023/12期ガイダンスEBITDA58億円に基づき、上期決算後のEV/EBITDAを7.0倍としていたが、41.2億円～45.0億円という新たなレンジでは9.7倍～8.8倍となる。2024/12期EBITDAやEVの構成要素であるネット有利子負債を確認しようとする、ボトムを確認するには時間を要する可能性がある。

✓ GDOはGOLFTECの株式60%の取得に成功したが、SIRでは市場は短期的なリスクとGDOグループのGOLFTEC ANYWHERE構想の成長ポテンシャルとのバランスを測っていると見ている。



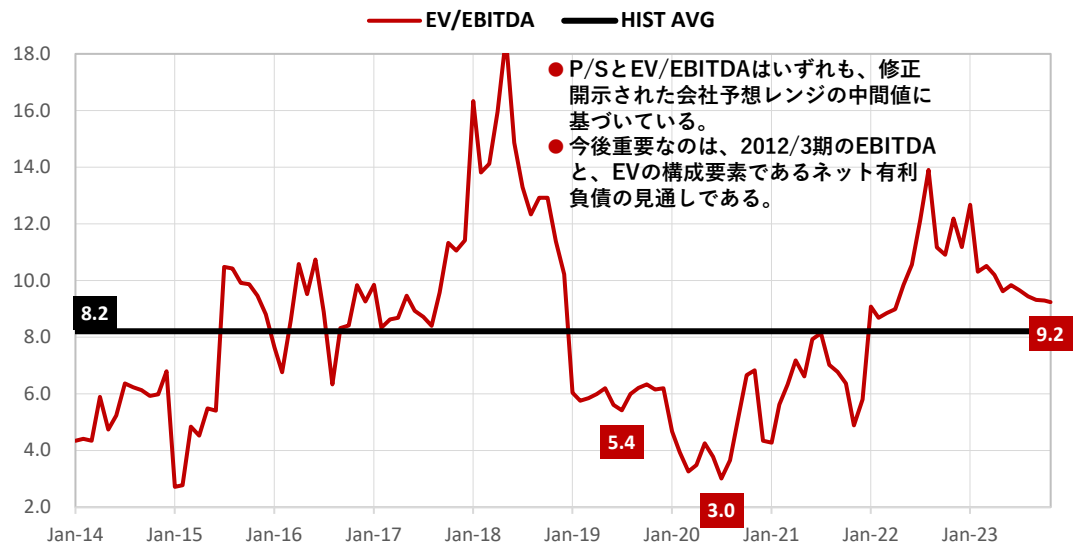
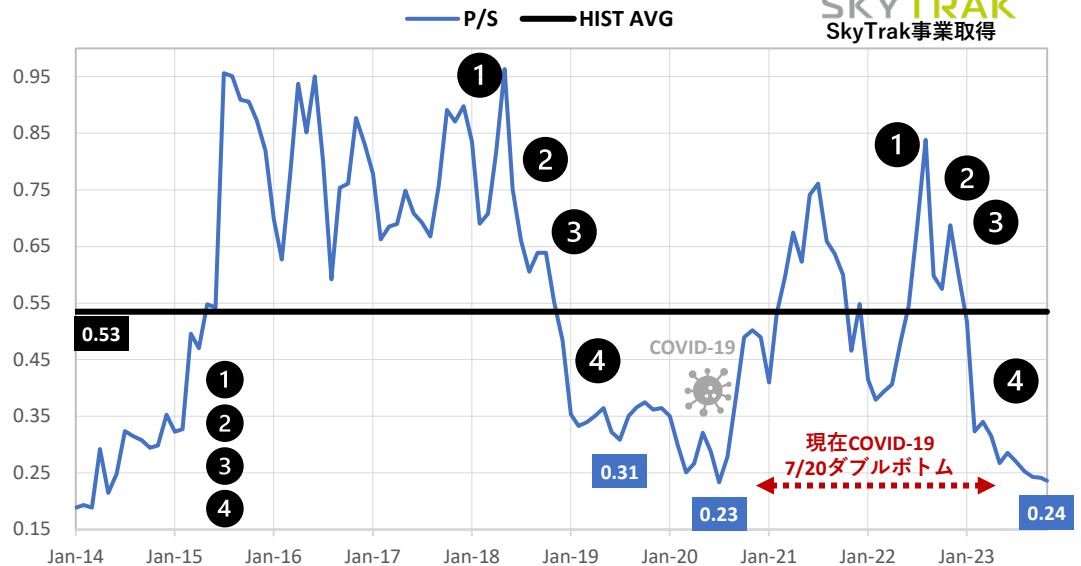
アナリストの見解

GDO PSR (株価売上高倍率)

GTEの出資比率  
引き上げ 8% → 60%



GTEの出資比率引き上げ  
60% → 98%





GOLFTEC社CEO  
ジョー・アッセル氏  
NGFのボードメンバーでもある

NGFが隔週でゴルフ業界動向を配信する「Fortnight」でまとめられた米国ゴルフ市場の主要トレンドについては、NGFのウェブサイトで開催されている。  
[\(https://www.ngf.org/fornight/\)](https://www.ngf.org/fornight/)

ここで掲載する図表に関しては、NGFの使用許諾条件を順守してオリジナルのまま再掲する。



株式会社ゴルフダイジェスト・オンライン  
創業者・代表取締役社長  
石坂信也氏

NGF月次全米ラウンド数レポート



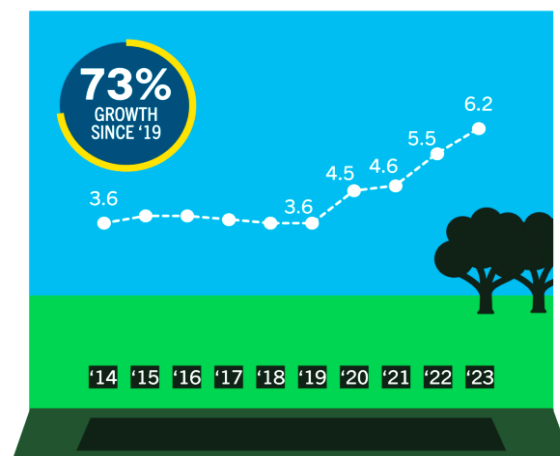
%	CY2018		CY2019		CY2020		CY2021		CY2022		CY2023	
	YoY	YTD	YoY	YTD	YoY	YTD	YoY	YTD	YoY	YTD	YoY	YTD
1月	-5.4	-5.4	2.8	2.8	11.1	11.1	21.4	21.4	-12.1	-12.1	7.1	7.1
2月	-8.5	-7.2	-12.1	-5.3	19.1	15.2	-4.7	7.8	13	-0.2	-2.8	1.8
3月	-3.8	-5.6	0.1	-2.7	-8.5	3.8	45.3	24.3	-14.3	-7.5	-2.3	-0.2
4月	-13.5	-8.9	6.8	1	-42.2	-15.6	81.4	43.8	-12.9	-9.8	7.8	3.1
5月	5.3	-4.1	-5.4	-1.3	6.2	-8.0	18.1	33.6	-6.8	-8.7	10	5.5
6月	-1.2	-3.3	0	-1	13.9	-1.7	0.4	22.4	2.7	-5.7	5.5	5.5
7月	-1.6	-2.9	-0.1	-0.7	19.7	3	-3.9	16.1	2.5	-4.0	3.2	5.0
8月	-1.6	-2.7	3.5	0	20.6	6.2	-7.3	11.3	3.9	-2.6	0.1	4.1
9月	-7.2	-3.3	4.7	0.6	25.5	8.7	-8	8.4	-1.7	-1.5	1.6	3.8
10月	-10.3	-3.9	4.0	0.9	32.2	10.8	-1.8	7.4	-1.1	-2.4		
11月	-18.8	-4.7	9.8	1.3	56.6	13.1	-17.6	5.6	-9.5	-2.8		
12月	-7.7	-4.8	83	1.5	37.3	13.9	1.9	5.5	-26.1	-3.7		

出所:NGFが公表したゴルフ・データテックの月次ラウンド数レポートよりSIR作成

米国のシミュレーションゴルフ参加者は2019年の360万人から2023年の620万人へと73%増

●2023年11月16日付のFortnight記事「シミュレーションゴルフが本格的に急成長を遂げる」の中で、米国ゴルフ財団（NFG）は過去4年間のシミュレーター供給の高い伸びについて言及している。NGFのデータベースにはシミュレーターを設置する事業者が1,600社以上あり（NGFは2016年に約200社のシミュレーター業者を確認したのみだった）、TOPTRACERを設置するゴルフ練習場などの商業施設が拡大しているという。この数には、シミュレーション施設をもつゴルフ用品販売店や（GOLFTECのような）レッスンプロバイダー、True Specのようなクラブフィッティング専門店は含まれていない。シミュレーションゴルフのユーザーの53%は非ゴルファーである。シミュレーターが普及し進化することで、新しいテクノロジーが導入され、製造コストが下がり、一般向け弾道測定器メーカーにとってはビジネスチャンスが広がると同記事は指摘している。

米国のシミュレーションゴルフ参加者数  
6歳以上、百万人



出所：米国ゴルフ財団（NGF）による分析（2023年11月）  
データはNGFの許可なく再利用できないため上図はオリジナルのまま転載。





オフコースとオンコースの参加人口増の相乗効果



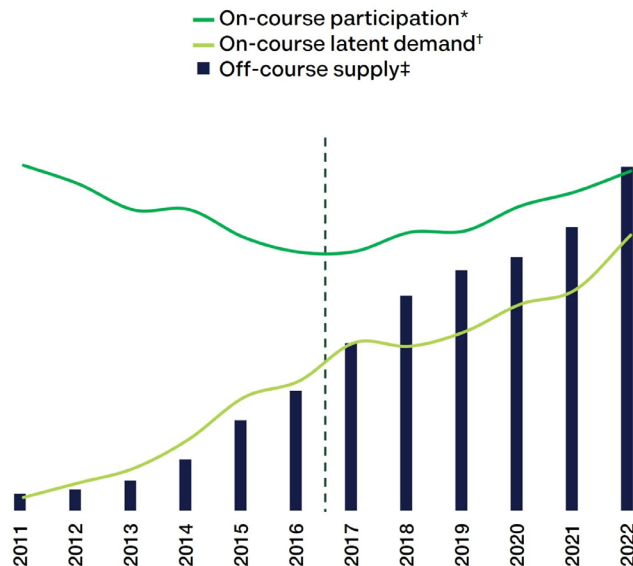
これがGDOグループの「GOLFTEC Anywhere」(GTA)構想の最も重要な要素

オフコースの供給がオンコースのビギナーの参入を促す？

- 2023年8月10日付のFortnightの記事「The Largest-Growing Sport in America」において、過去10年間でゴルフ参加人口（オンコースとオフコースの両方）が、2012年の2,930万人から2022年の4,110万人（CAGR+3.44%）へと急増していること、そしてその伸びは最速ではないかもしれないが、明らかに最大の伸びであることを強調した。そして記事は「オフコースが新たにオンコースの参加者の参入を促しているのか？」との問いを投げかけている。より詳細なデータに基づく分析がないため明確に断定することは難しいが、1)今日のオンコースの参加人口である2,560万人の推定10%、すなわち250万人がのオフコースでの経験がオンコースでのプレーにつながったと考えられる。2)一方、オンコースの約半分のプレーヤーがオフコースに「再び参加」している、3)オフコースの体験をした初心者はオンコースでゴルフを始める意欲が5倍も高い。4)オンコースのビギナーがオフコースでの経験を持つ割合は5年前は40%だったのに対し、今日ではおよそ3分の2になっている、と同記事は指摘している。
- その後、同誌のリサーチチームは信頼できるデータを基に関係性を示す証拠を探し始めた。彼らが作成した下図において、主要市場でオフコースプレーヤーの増加が「クリティカルマス」に達する中、オンコースの需要はついに転換点を迎えたと結論づけた。はっきりと分かった重要な点は、2つの間に強いシナジーがある（オフコースがオンコースの需要を奪ってしまうのではなく、オンコースの需要拡大につながる）ということだ。



米国のゴルファー数、意欲、オフコースの供給 需要の転換点を図解



出所：米国ゴルフ財団 (NGF) 2023年8月  
データはNGFの許可なく再利用できないため上図はオリジナルのまま転載



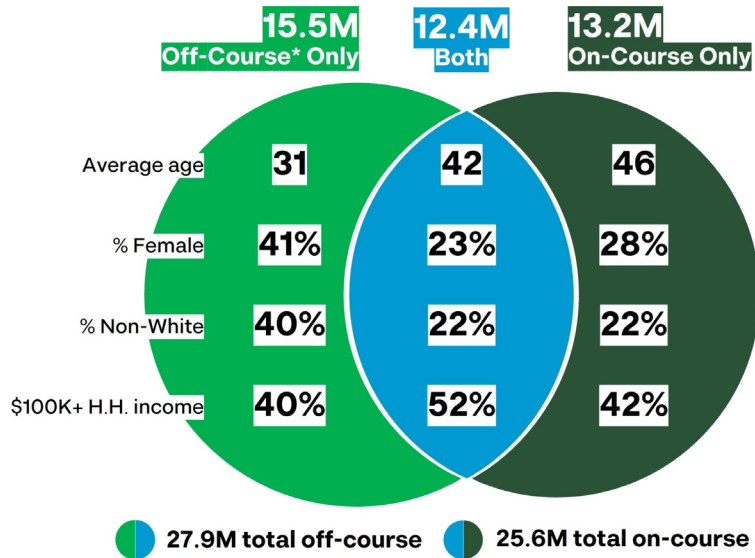


**2022年の米国のゴルフ参加人口は記録的な増加となり過去最高を更新**

Fortnightの2023年2月23日の記事「Golf's Biggest Participation Jump」において、NGFは次頁の2図で2つの重要な点を指摘した。具体的には1)過去3年間で女性と有色人種の参加人口が顕著に増加したほか、ジュニア層（6~17歳）の約100万人の純増は目覚ましく、オンコースの年齢層の中で最大の増加となった。全体では僅か340万人であるが、若年ゴルファー層の比率はオンコースで13%、オフコースで25%超となり2006年以来で最高水準となった。2) オフコース全体の参加人口（2,790万人）が、初めてオンコースの参加人口（2,560万人）を上回った。



**2022年米国のゴルフ参加人口**  
総参加者数4,110万人

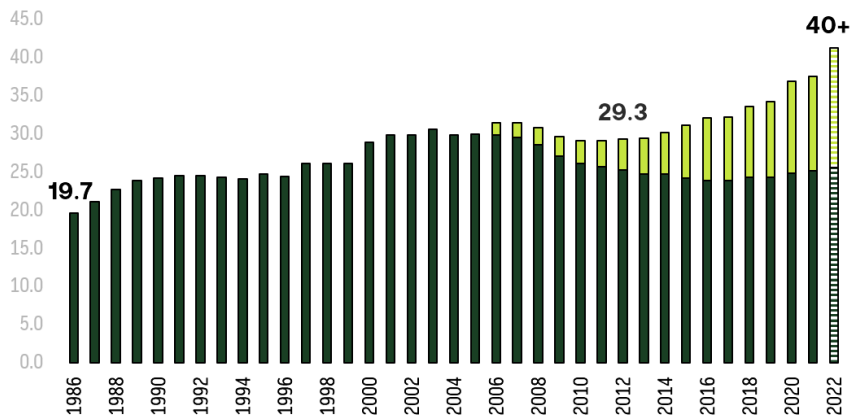


出所：米国ゴルフ財団(NGF) 2023年1月  
オフコースのゴルフには、ゴルフエンターテイメント会場（TopfolfやDrive Shackなど）、スタンドアローンのゴルフ練習場、シミュレーターやスクリーン設備を備えた数百のゴルフ施設を含む。データはNGFの許可なく再利用できないため上図はオリジナルのまま転載



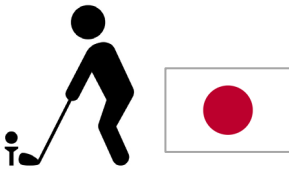
**米国のゴルフ参加総人口**  
オンコース・オフコースのプレーを含む  
(6歳以上のゴルファー数)

■ On-course ■ Off-course only



出所：Physical Activity Council (PAC) 調査およびNGF「Participation and Engagement survey (PES)」2022年10月  
データはNGFの許可なく再利用できないため上図はオリジナルのまま転載。

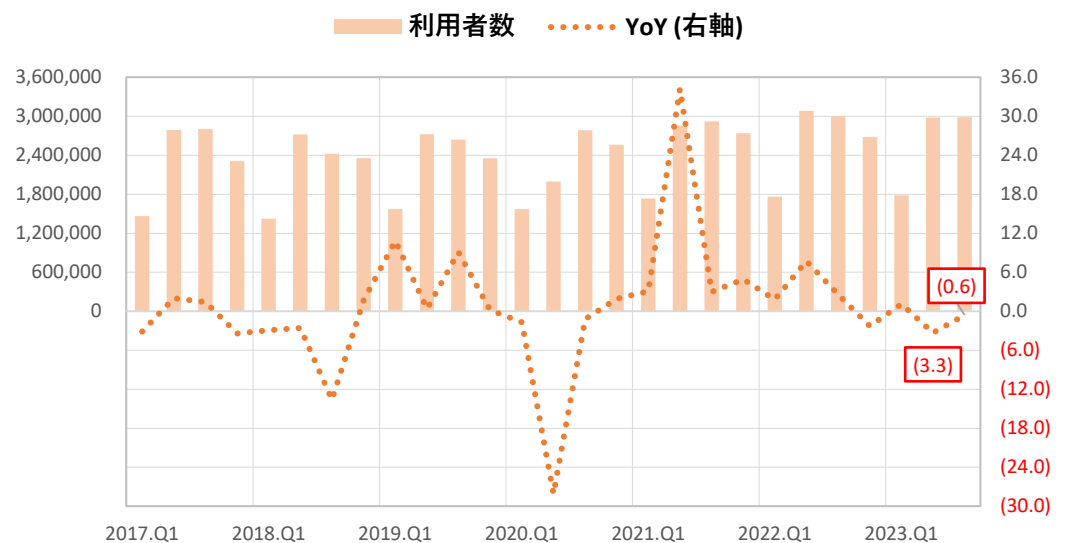
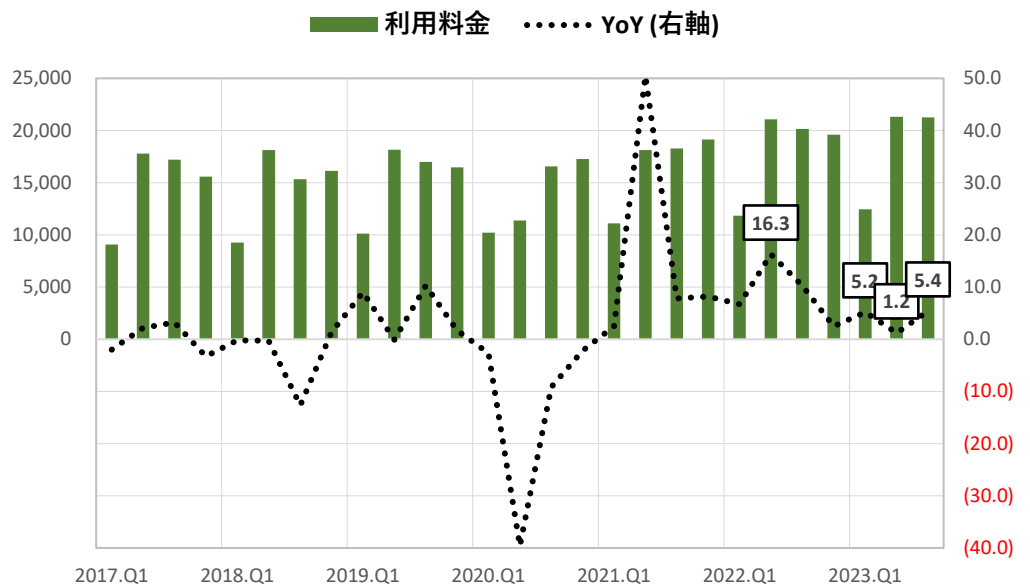




全般的な国内状況は米国市場よりも弱い

- 下に示す経済産業省の利用料金・利用者数に関する四半期推移データを見ると日本は7頁に示した米国ラウンド数よりも弱い状況だ。GDOによると、昨年2Qからの利用料金値上げは前年同期比で概ね一巡したという。
- 天候不順（豪雨、長引く猛暑化など）に加え、利用料金の値上げが一定の客離れを招いたほか、政府が今年5月に新型コロナウイルス感染症を5類（インフルエンザと同じ）に引き下げたことにより、他のレジャーとの競合が見られ、ゴルフ需要はやや落ち着いている。
- 2023年の利用料金総額の四半期推移は、1Q 5.2%増、2Q 1.2%増、3Q 5.4%増となった。2023年の利用者総数の四半期推移は1Q 1.1%増、2Q 3.3%減、3Q 0.6%減だった。

経済産業省 特定サービス産業動態統計調査：ゴルフコース（四半期推移）



出所：経済産業省データよりSIR作成



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

TOKYO

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](mailto:info@sessapartners.co.jp)