

フリーキャッシュフローは23/12期下期に黒字転換 4Qは全ての利益レベルで前年同期比増益を達成

サマリー

- 2023/12期の営業利益は前年比68%減、当期純利益は同53%減、2024/12期会社予想の当期純利益は赤字と、表面的には厳しい収益環境を示しているように見えるかもしれない。しかし、精査してみると、収益は着実に改善しており、2026/12期までの新中期経営計画では、海外における成長投資の回収を目指している。下表に示すように、グループEBITDA、営業利益、当期純利益は前年同期比の増減額が順次改善しているほか、4Qは9つの利益レベル全てにおいて前年同期比で増益となった。さらに重要なのは、2022/3期下期の大型海外投資に続き、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り、GDOの経営体質の強さを物語っている。
- GDOの経営陣は、2018年に米国GOLFTEC(GTE)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まるものの、**主要グループ各社はそれぞれの市場で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パーツを揃え、米国と日本以外の主要市場に目を向けている。**2度目となる稀な投資機会の到来である。

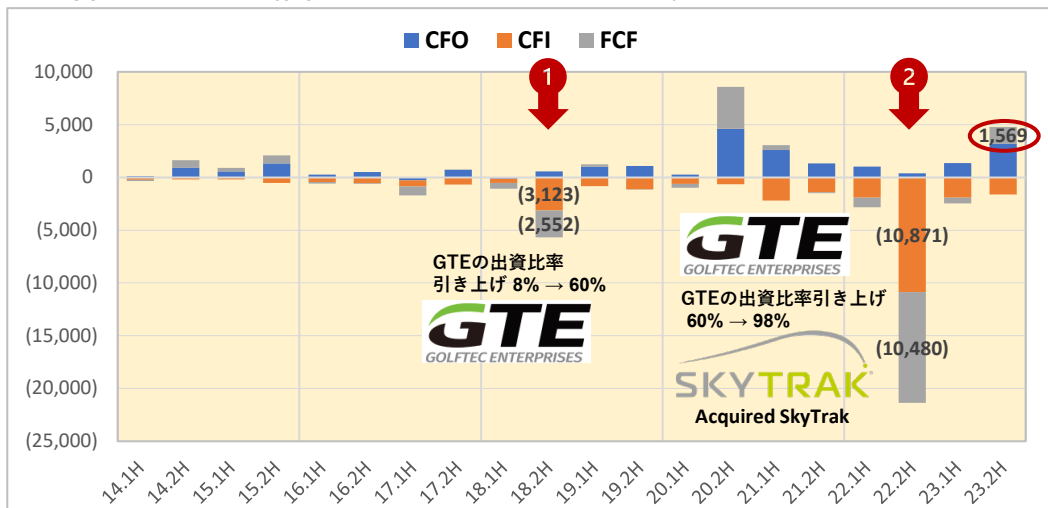
GDO 23/12期 四半期利益推移: 4Qは全事業で前年同期比増益

百万円、%	FY23/12				増減額 YoY			
	1Q 実績	2Q 実績	3Q 実績	4Q 実績	1Q	2Q	3Q	4Q
EBITDA	481	1,189	1,027	1,765	(303)	(51)	229	540
・国内	254	682	506	967	(60)	(63)	(148)	43
・海外(米国)	224	506	521	798	(245)	12	377	497
営業利益	(437)	197	(50)	670	(661)	(429)	(120)	402
・国内	102	522	336	801	(55)	(69)	(163)	34
・海外(米国)	(540)	(324)	(384)	(130)	(606)	(359)	44	369
のれん等償却前営業利益	(117)	116	80	327	(348)	(103)	243	367
経常利益	(304)	563	9	84	(528)	(74)	(155)	1,286
当期純利益	13	264	(140)	21	(923)	(198)	(187)	1,128

*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、下図グラフはSPEEDAデータよりSIR作成

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



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
FCO=フリーキャッシュフロー

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 (2/28)	621
年初来高値 (23/1/23)	1,595
年初来安値 (24/2/21)	590
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)	12,518
自己資本比率(12/31)	3.70%
24.12 PER (会予)	—x
24.12 EV/EBITDA (会予)	7.7x
24.12 PSR (会予)	0.20x
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マーをご覧ください。

新中期経営計画：海外成長投資の回収を目指す

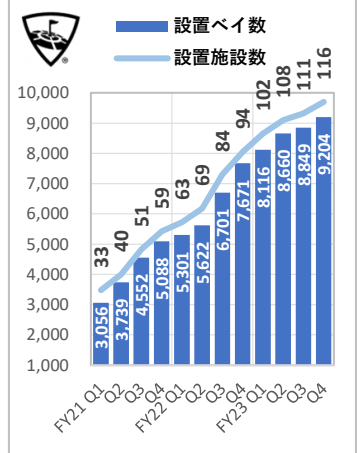
新中計 2024-26 KPI目標：売上高CAGR 8%、EBITDAマージン10%、営業利益率 5%以上

決算概要

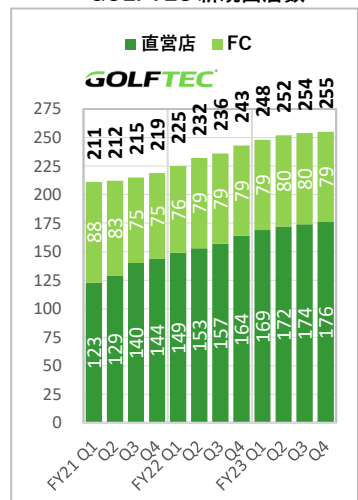
● GDOは2月14日(水)15:00に2023/12期通期決算を発表した。売上高は前年同期比14.8%増、EBITDAは同10.3%増、営業利益は68%減、当期純利益は53%減と前年11月13日に発表された下方修正とほぼ同じ結果となった。下表左から2番目の欄に示すように、売上成長に貢献した最大の要因は、新たに取得したゴルフ弾道測定器事業でのプレミアムモデル「SkyTrak+」の発売である。米国GOLFTECのレッスン事業はコーチの離職率が上がり苦戦した。営業利益の減少は、国内セグメントでは主力のゴルフ用品販売事業において物価上昇の影響や在庫調整を進めたことで売上総利益率が低下したこと、海外セグメントではのれん及び無形資産償却費の増加によるものである。当期純利益はシンジケートローンの支払利息の増加、および前年のコロナ救済ローン債務免除の消滅による影響を受けた。

● 通期では減益であるが下表の通り4Q単独の利益はすべての項目で改善している。特にキャッシュフローが大幅に改善し、フリーキャッシュフローはプラスに転じたことに注目したい。営業キャッシュフローはEBITDAの増加と在庫の減少、投資キャッシュフローは前年のSkyTrak事業（現ゴルフ弾道測定器事業）買収のための多額の支出が減少したことにより改善した。2024/12期会社予想の当期純利益の赤字には、支払利息および構造改革費用に関する保守的な想定が含まれている。

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

GDO 23/12期 通期決算概要 及び 24/12期予想

百万円、%	FY23/12 実績			FY23/12 4Q 実績			FY24/12 期初予想		
[J-GAAP]	金額	YoY	% YoY	金額	YoY	% YoY	金額	YoY	% YoY
売上高	52,918	6,828	14.8	14,534	1,650	12.8	57,500	4,582	8.7
・国内	28,493	900	3.3	7,651	1	0.0	30,000	1,507	5.3
ゴルフ用品販売	18,909	165	0.9	5,025	(164)	(3.2)			
ゴルフ場予約	5,504	129	2.4	1,432	(65)	(4.3)			
ゴルフ練習場	1,555	497	47.0	423	109	34.7			
その他(メディア、レッスン等)	2,523	108	4.5	770	123	19.0			
・海外(米国)	24,424	5,928	32.1	6,882	1,648	31.5	27,500	3,076	12.6
ゴルフレッスン	13,169	1,167	9.7	3,203	188	6.2			
ゴルフ用品販売	4,909	493	11.2	1,188	272	29.7			
ゴルフ弾道測定器	5,641	4,253	306.4	2,301	1,150	99.9			
その他(連結相殺、その他)	705	16	2.3	188	38	25.3			
販管費	17,443	2,634	17.8	4,037	(40)	(1.0)			
人件費	5,706	690	13.8	1,180	(18)	(1.5)			
マーケティング関連費	2,910	237	8.9	589	(18)	(3.0)			
IT・設備投資費	2,416	490	25.4	639	125	24.3			
のれん等償却費	1,789	717	66.9	458	(1)	(0.2)	1,712	(77)	(4.3)
その他	4,622	500	12.1	1,171	(128)	(9.9)			
EBITDA	4,465	416	10.3	1,765	540	44.1	5,150	685	15.3
・国内	2,411	(228)	(8.6)	967	43	4.7	2,550	139	5.8
・海外(米国)	2,053	644	45.7	798	497	165.1	2,600	547	26.6
営業利益	380	(810)	(68.1)	670	402	150.0	800	420	110.5
・国内	1,762	(253)	(12.6)	801	34	4.4	1,800	38	2.2
・海外(米国)	(1,382)	(556)	—	(130)	369	—	(1,000)	382	—
のれん等償却前営業利益	406	160	65.0	327	367	—	712	306	75.4
経常利益	353	528	—	84	1,286	—	0	(353)	—
親会社株主に帰属する当期純利益	158	(181)	(53.4)	21	1,128	—	(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。

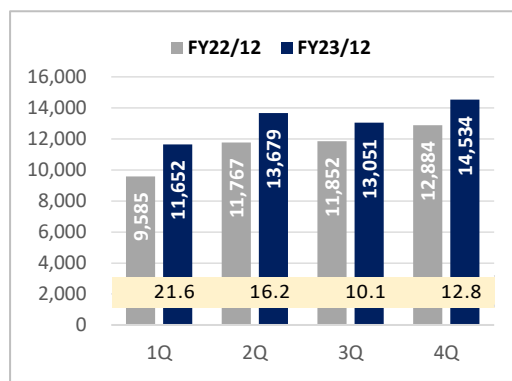
出所：GDO IR ファクトシートおよび同社IR決算説明資料よりSIR作成。



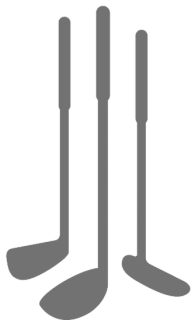
決算説明：売上高

● 前頁の決算サマリー表は、2023/12期及び4Q単体の前年同期比推移を示したものである。下図及び次頁上部のグラフは、四半期ごとの推移を示している。2023/12期の売上高は前年比14.8%増となったが、セグメント別の動向は、国内が3.3%増、海外が32.1%増だった。国内セグメントのサービス別売上高推移を示した本ページ下部の3つのグラフから分かるように、国内では物価上昇によるゴルフ用品の需要減退の影響が、特にゴルフキャディバッグなど単価の高いアイテムに顕著に表れ、1桁台前半の成長となった。ゴルフ場ビジネスは、前年同期比での値上げ効果が一巡したことに加え、猛暑や豪雨などの天候の影響、ポストコロナにおける他のレジャー活動の回復に伴う競争もあり、3Q以降に苦戦を強いられた。

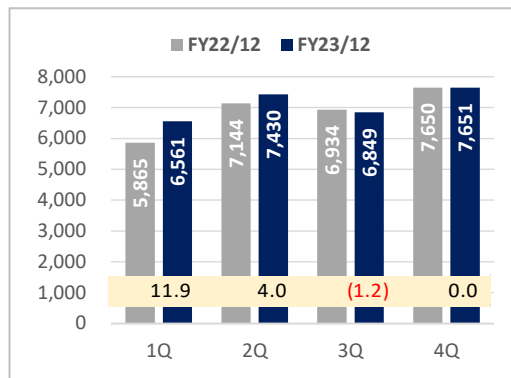
連結売上高 (百万円、%YoY)



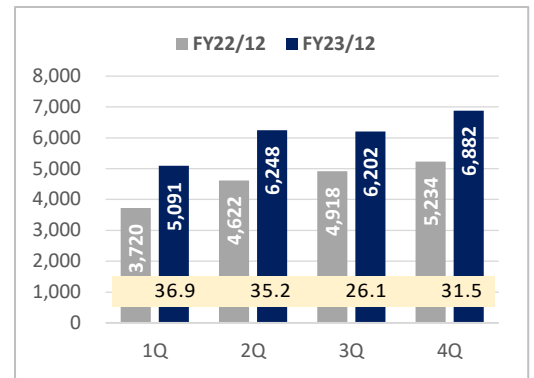
連結売上高成長への寄与が最も小さかったのは主力のゴルフ用品販売であり、物価上昇の影響を受けた。
(+165百万円、前年比0.9%増)



国内売上高 (百万円、%YoY)

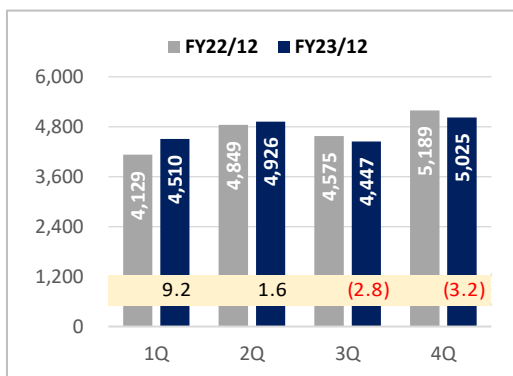


海外売上高 (百万円、%YoY)

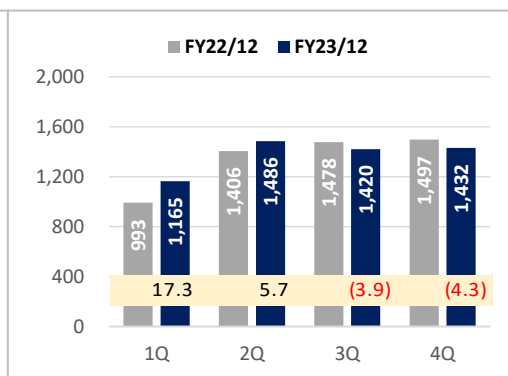


出所：GDO IR ファクトシートおよび同社IR決算説明資料よりSIR作成

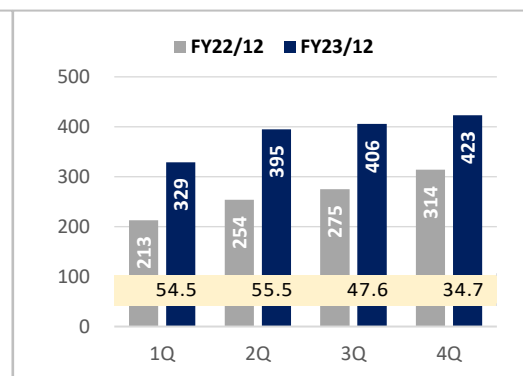
国内ゴルフ用品販売 (百万円、%YoY)



国内ゴルフ場予約 (百万円、%YoY)

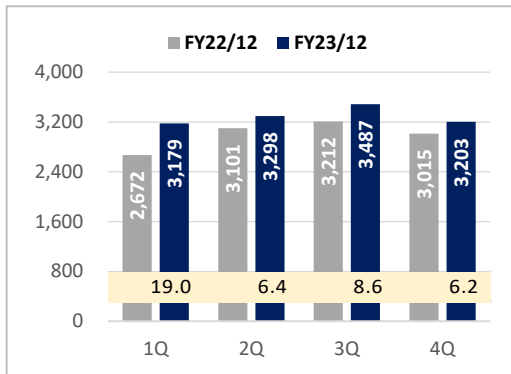


国内ゴルフ練習場 (百万円、%YoY)

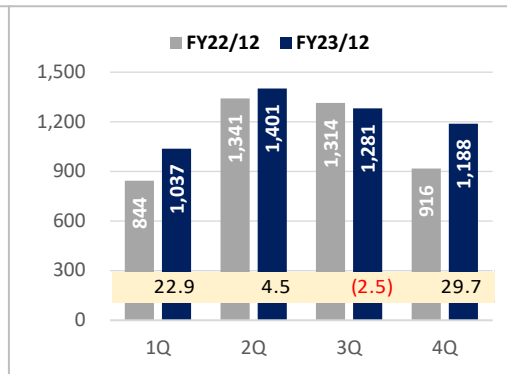


出所：GDO IR ファクトシートおよび同社IR決算説明資料よりSIR作成

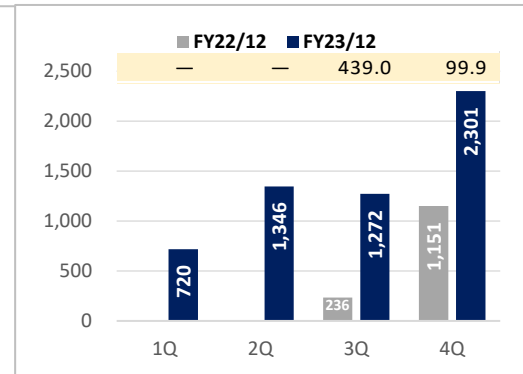
海外ゴルフレッスン (百万円、%YoY)



海外ゴルフ用品販売
クラブフィッティング販売 (百万円、%YoY)



海外ゴルフ弾道測定器 (百万円、%YoY)



出所：同社IRファクトシートおよび決算説明資料よりSIR作成

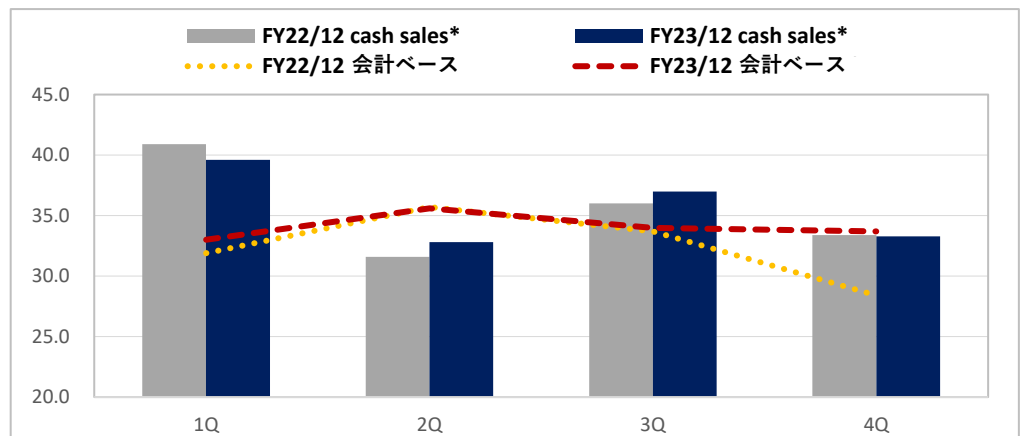
連結売上高の増加に最も貢献したのは、2023年5月下旬発売のプレミアムモデル「SkyTrak+」による、ゴルフ弾道測定器事業の通年寄与であった。(4,253百万円増、前年比306%増)

SkyTrak+
プレミアム ローンチモニター



- ゴルフ練習場事業の売上高は497百万円増加（前年比47%増）だった。22施設1,654打席（2頁グラフ参照）に及ぶ新規導入数の好調が売上高拡大をけん引し、年間利用者数は1,200万人を突破した。トップトレーサー・レンジを導入したゴルフ練習場は、2022年以降、国内市場全体の利用者数が減少する中で、利用者数、客単価ともに2桁台後半の伸びを達成している。
- 海外セグメントの売上高は、米ドルベースで前年比23.6%増となった。内訳は、ゴルフレッスンが同2.7%増、ゴルフ用品販売（クラブフィッティング販売、EC販売）が同4.2%増、ゴルフ弾道測定器が同280%増だった。期中平均為替レートは、2022/12期の1米ドル=131.63円 → 2023/12期は140.66円であった。円ベースの売上高の内訳は、ゴルフレッスンが9.7%増、ゴルフ用品販売（クラブフィッティング販売、EC販売）が11.1%増、ゴルフ弾道測定器が306%増だった。下図は、ゴルフレッスンのCash Sales（有効期限6カ月チケット売上高は重要な先行指標）の推移を示したものだが、計画を下回った主要な要因は、米国の労働市場が逼迫し、離職率が上昇したことによるコーチ不足である。直営店の新規出店ペースは、20店舗→12店舗へと計画通りに鈍化した（2頁グラフ参照）。
- 2023/12期の売上高を押し上げた最大の要因は、ゴルフ弾道測定器の通年寄与であり、年末商戦のピーク時が好調に推移した（右上グラフ参照）。買収後の統合（PMI）が完了し、従来の中間卸業者を中心とした販売先から、ウェブサイト（skytrakgolf.com）を通じたユーザーへの直接販売の比率が徐々に高まっている。

米国GOLFTEC ゴルフレッスンCash Sales売上高推移 (百万米ドル)



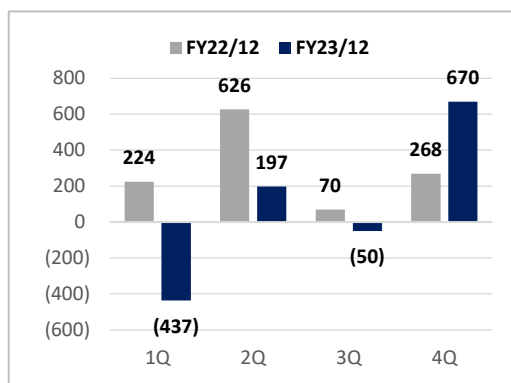
出所：同社IR決算説明資料よりSIR作成。注*：cash sales=6ヶ月レッスンチケット購入額



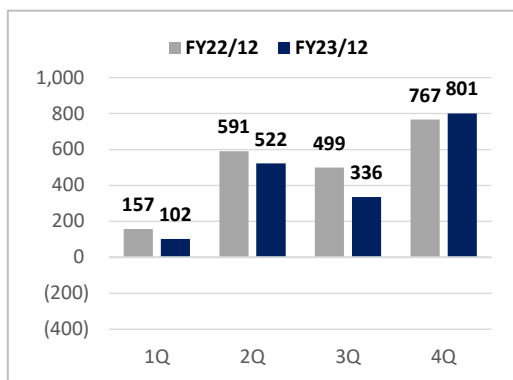
決算説明：営業利益

- 営業利益は810百万円減（前年比68.1%減）の380百万円だった。次頁の営業利益要因分析から分かるように、国内では、主力のゴルフ用品販売の売上総利益率が低下したこと、需要が物価上昇の影響を受けたこと、売上総利益率が在庫調整（アパレルなど）の影響を受けたことが営業利益の減少要因となった。また海外では、のれん及び無形資産償却費が増加したことにより営業利益が減少した。以下のグラフから読み取れる重要なことは、4Qが両セグメントとも前年同期比で増益となったことだ。海外セグメントにおけるのれん等償却前営業利益は、160百万円増の406百万円（前年比65.0%増）となった。

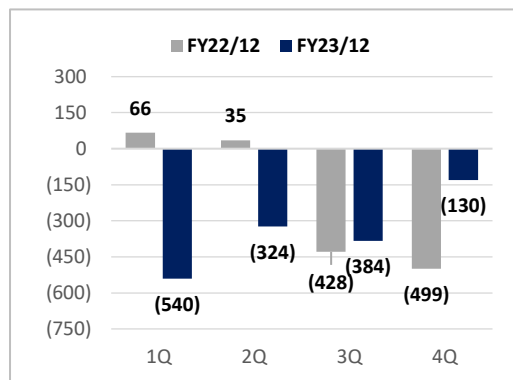
連結営業利益（百万円、%YoY）



国内営業利益（百万円、%YoY）



海外営業利益（百万円、%YoY）



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

決算説明：経常利益および親会社株主に帰属する当期純利益

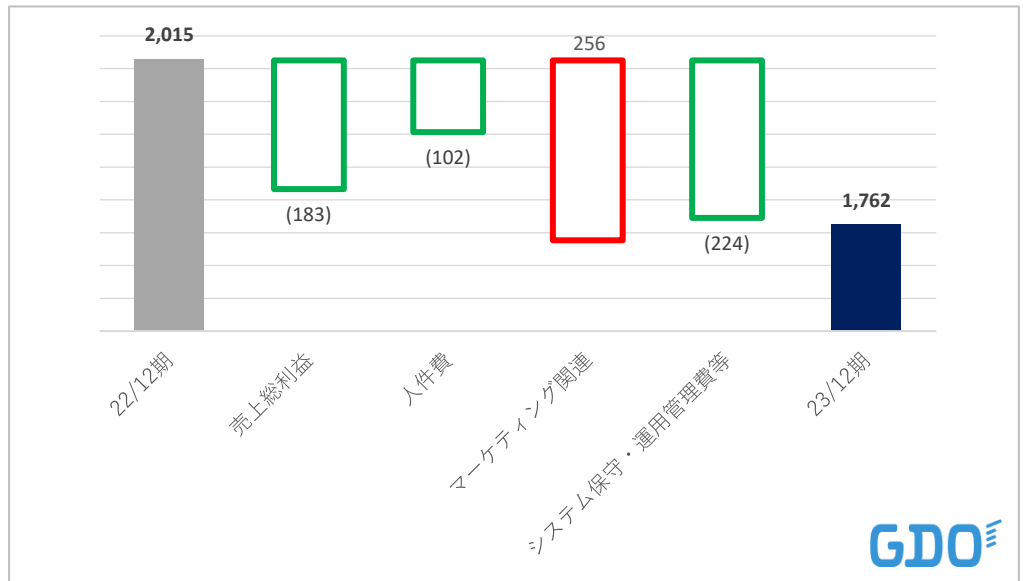
- 経常利益は、前年比528百万円増の353百万円だった。支払利息の増加（476百万円増）があったものの、為替差益（380百万円増）、助成金収入（250百万円増）など営業外収益の増加に加え、為替差損が生じず（825百万円減）、資金調達費用も減少（400百万円減）するなど営業外費用の減少による。
- 親会社株主に帰属する当期純利益は、前年比181百万円減の158百万円（同53.2%減）となった。経常利益が前年比528百万円増加したものの、前期にコロナ救済ローン債務免除益（米国中小企業庁の給与保護プログラム、もしくは雇用維持のためのPPPローン）865百万円を特別利益に計上した反動などによる。



営業利益増減分析

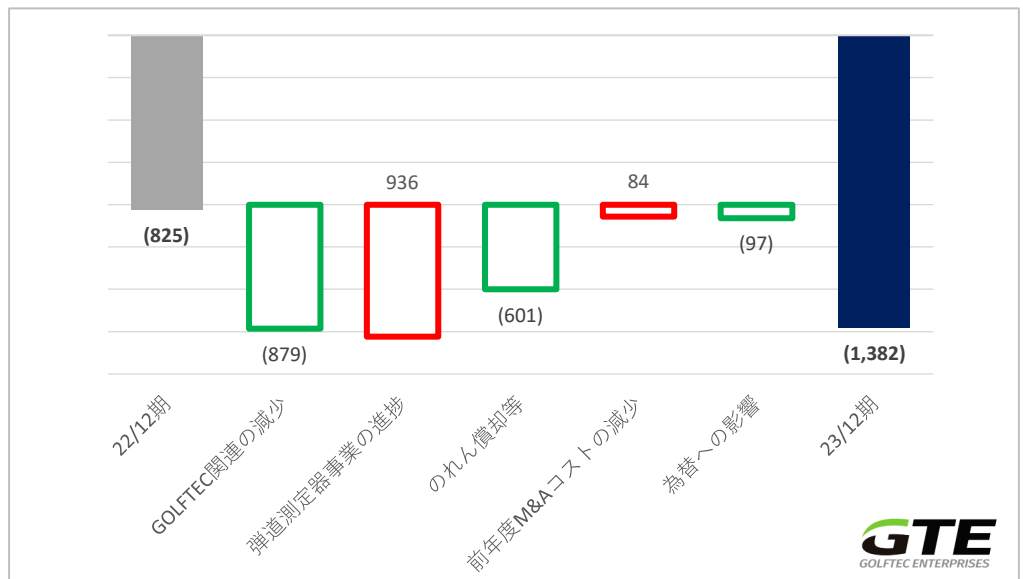
- 国内セグメントの営業利益が253百万円減少（前年比12.6%減）した主な要因は、主力のゴルフ用品販売の売上総利益率が低下したこと、需要が物価上昇の影響を受けたこと、売上総利益率が在庫調整の影響を受けたこと（売上総利益は183百万円減）である。
- 海外セグメントの営業損失が556百万円拡大し、-1,382百万円となった主な要因は、のれん及び無形資産償却費の増加（影響額は-601百万円）である。

2023/12期 国内セグメント 営業利益増減分析（単位：百万円）



出所：同社IR決算説明資料よりSIR作成

2023/12期 海外セグメント 営業利益増減分析（単位：百万円）



出所：同社IR決算説明資料よりSIR作成

- ▼ ゴルフ用品販売の売上総利益率は需要低迷に伴う在庫調整によって減少
- ▼ ビジネス拡大による人員増加、人事制度移行に伴う一時費用の増加
- ▲ マーケティング関連費用は需要に合わせてコントロール
- ▼ システム保守・運用管理費の高騰、業務委託費の増加

- ▼ GOLFTEC店舗でのコーチ不足による売上げの低下、人件費、店舗関連費用の増加
- ▲ 弾道測定器事業の通年寄与
- ▼ のれん及び無形資産 (SkyTrak) 償却の通期影響
- ▲ 前年度M&Aコストの減少
- ▼ 円安により営業損失が拡大



中期経営計画2024-2026のKPIと24/12期の会社予想

- 2024/12期会社予想の数値目標は以下の通りである。営業利益は420百万円増の800百万円（前年比110.3%増）だが、営業外及び特別項目にて、支払利息、構造改革費用、為替変動等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は600百万円の赤字となる（2頁表参照）。
- 中期経営計画2024-2026は、主要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）、売上高EBITDAマージンは10%超（2023/12期実績は8.4%）、売上高営業利益率は5%超（2023/12期は0.7%）である。為替レート（期間平均）は2024年から2026年までの各年度で1米ドル=140.00円。
- 国内セグメントでは「golferや世の中に対する存在感と影響力の増大」を、海外セグメントでは「ゴルフ技術の向上、ゴルフエンターテインメントのために、いつでもどこでも、世界最高のソリューションの提供」を目指している。各セグメントのサービス別の具体的な戦略や、各ゴルフ市場の展望については、次のフルレポートで紹介する。

2024/12期 計画

- ▶ 2024年も2023年同様ののれん・無形資産の償却費は平準的に発生。のれん等償却前営業利益は成長
- ▶ Q1は季節変動要因により、前年同様営業利益はマイナス見込み

	2023年実績							2024年見通し			
	Q1	Q2	上期	Q3	Q4	下期	通期	上期	下期	通期	前年比
売上高	11,652	13,679	25,332	13,051	14,534	27,586	52,918	28,171	29,330	57,500	+ 8.7 %
国内	6,561	7,430	13,992	6,849	7,651	14,500	28,493	14,500	15,500	30,000	+ 5.3 %
海外	5,091	6,248	11,339	6,202	6,882	13,085	24,424	13,671	13,830	27,500	+ 12.6 %
EBITDA	481	1,189	1,671	1,027	1,765	2,793	4,465	2,055	3,095	5,150	+ 15.3 %
国内	254	682	937	506	967	1,474	2,411	980	1,570	2,550	+ 5.7 %
海外	227	506	734	521	798	1,319	2,053	1,075	1,525	2,600	+ 26.6 %
のれん等償却前営業利益	-14	638	624	416	1,128	1,545	2,169	817	1,696	2,513	+ 15.8 %
国内	102	522	625	336	801	1,137	1,762	635	1,165	1,800	+ 2.1 %
海外	-117	116	-1	80	327	407	406	182	531	713	+ 75.2 %
のれん・無形固定資産の償却費 (海外)											
GOLFTEC	188	195	383	206	191	397	781	361	361	722	- 7.6 %
ゴルフ弾道測定器事業	234	245	480	261	266	527	1,007	505	485	990	- 1.7 %
営業利益	-437	197	-239	-50	670	620	380	-50	850	800	+ 110.3 %
国内	102	522	625	336	801	1,137	1,762	635	1,165	1,800	+ 2.1 %
海外	-540	-324	-864	-387	-130	-517	-1,382	-685	-315	-1,000	-

出所：同社IR決算説明資料より抜粋

GDO



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

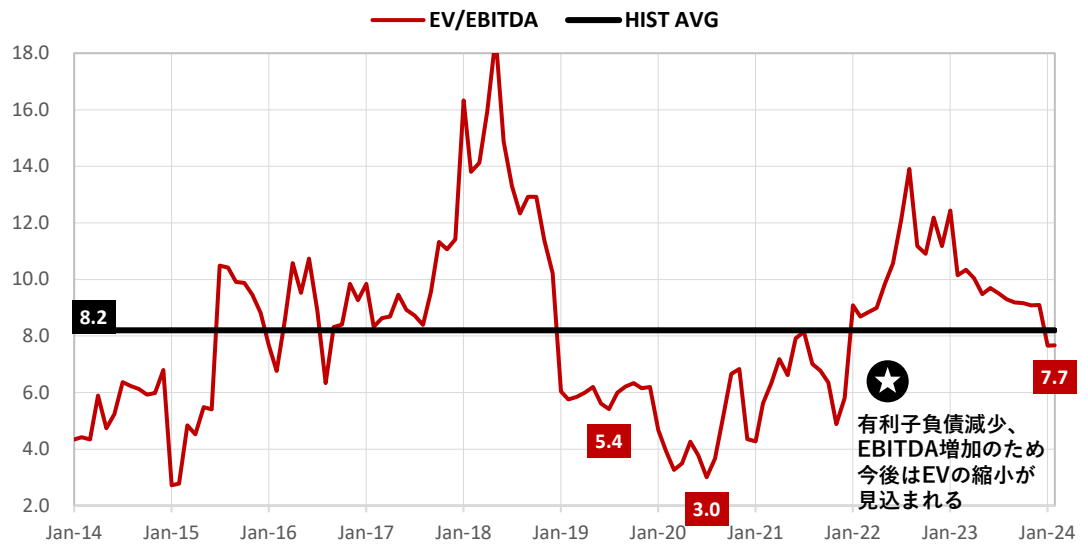
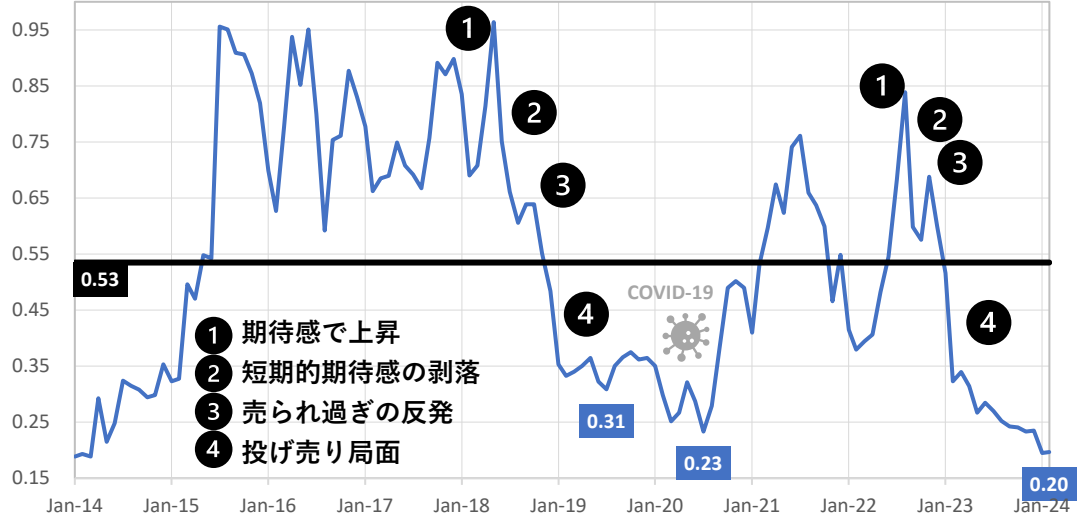
✓ GDOのPSRは現在、2018年に米国GOLFTECの株式60%を取得した後のコロナ禍の20年7月安値を下回っている。

✓ 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%の取得に成功したが、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パーツを手に入れた。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



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。



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

TOKYO

GDO
Golf Digest Online Inc.
TOKYO, JAPAN

GDO Sports
GDO Sports, Inc.
CA, USA

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／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