

## フリーキャッシュフローは23/12期下期に黒字転換 希少な投資機会、2度目が到来

### サマリー

- 2023/12期の連結営業利益は前年比68%減、連結当期純利益は同53%減、2024/12期会社予想の連結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度目となる希少な投資機会の到来である。

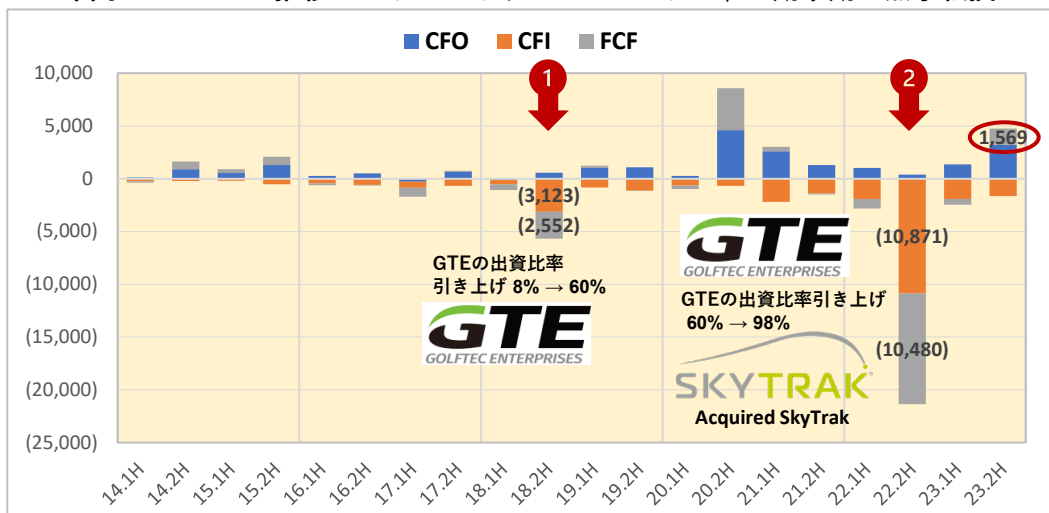
### GDO 23/12期 四半期利益推移: 4Qは全事業で前年同期比増益

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
<b>EBITDA</b>	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
<b>営業利益</b>	-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



## Full Report

# GDO

### フォーカスポイント:

世界2大ゴルフ市場を中心にゴルフ関連事業を展開するテクノロジードリブン・グループ。手頃な価格の弾道測定器事業SkyTrakの買収により、オフコースゴルフにも領域を拡大している。

### 主要指標

株価 (4/8)	606
年初来高値 (23/1/23)	1,595
年初来安値 (24/3/6)	558
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)	11.074
自己資本比率(12/31)	3.70%
24.12 PER (会予)	—x
24.12 EV/EBITDA (会予)	7.6x
24.12 PSR (会予)	0.19x
23.12 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](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。

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



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

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る。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る。



トップトレーサー・レンジ  
日本のパートナー

第1位 アメリカ



ゴルファー数 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



ゴルファー数 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

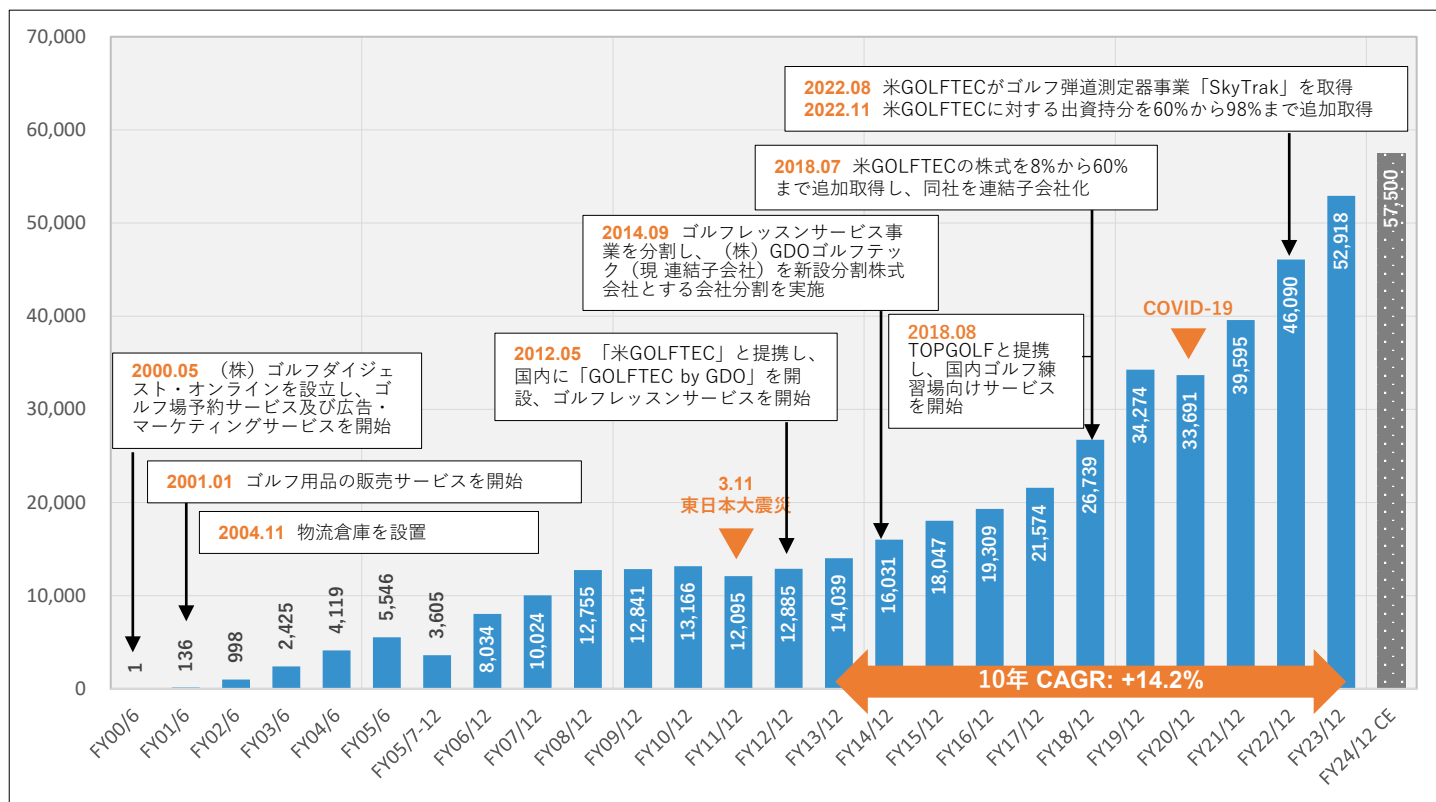


目次

- ① グループ：事業内容および沿革 4
- ② ゴルフ市場：米国・国内ゴルフ業界と「GOLFTEC ANYWHERE」構想 8
- ③ 決算：23/12期 通期決算および24/12期業績予想 17
- ④ インサイト：大株主、株価・バリュエーション 23



GDOグループ成長の軌跡：連結売上高が減収となったのは25年で過去2回だけ（百万円）



出所：SPEEDA決算データ、GDO企業サイトよりSIR作成。

# GDO

## PART ① グループ



### 高効率かつ拡張性のあるビジネスモデル: ゴルフ全般に特化したメディアを中核に据えたITベースの自己補強型エコシステム

- GDOはインターネットバブル絶頂期の2000年5月に設立された。創業者兼CEOの石坂信也氏は三菱商事に10年在籍し、ハーバード大学MBAを修了している。彼が目指したのは、ゴルフに特化したメディアプラットフォームを構築し、メディアを中核にしてITベースの事業を開発することである。当初のモデルは「トライシクルモデル」である小売り(ゴルフ用品EC)、ゴルフ場(ゴルフ場ネット予約)、メディア(広告)であった。
- GDOサイト全体のPV数は約1.5億/月(※過去最高値)、ユニークユーザーは897万人(※2022年9月時点)にのびている。同サイトでは、国内外のトーナメント最新情報をはじめ、最新のゴルフニュースを随時配信している。GDOニュースの配信は、GDOウェブサイトだけでなく、Yahoo! ニュース、LINE NEWS、SmartNews、スポーツナビなど様々なサイトで掲載されており、多くのユーザーとのタッチポイントを作っている。GDOニュースは「LINE NEWS AWARDS」のスポーツ部門において、2016年以降、2019年から2022年までの4年連続を含む5度の最優秀賞を受賞している。
- GDOゴルフショップ(オンライン)では、国内外約390を超えるメーカーから取扱商品点数約14万点のゴルフ用品を販売している。物流倉庫は元日を除く364日稼働で、毎日14時までの注文は即日出荷で提供。独自のサービスとして1) 新品のクラブを試打できるサービス「TRYSHOT」2) 中古クラブを売却する際の下取り割引などを提供している。国内のゴルフ用品市場における売上高は全体4位、EC市場においては1位\*(シェア13.3%)を誇っている。\*2020年度

### グループ事業図：2つのセグメント、3つの主要グループ会社と提供サービス



出所：2023年12月期有価証券報告書とGDO企業サイトよりSIR作成。

GDO



GDOゴルフ速報



GDOゴルフSHOP



GDOスコア



GDOゴルフ場予約

GOLFTEC

最先端のスイング診断



1対1のレッスン



TECFIT™によるカスタム  
クラブフィッティング



- ゴルフ用品の販売ビジネスは売上高に対する貢献が最も高いが、ゴルフ場予約ビジネス（ゴルフ場のネット予約）は利益貢献が最も高い事業となる。全国を網羅するスタンドアロンプラットフォームによるゴルフ場オンライン予約の市場は、基本的に「楽天GORA」と「GDO」に二分されている。まずGDOゴルフ場予約サイトにログインし、希望日時、ゴルフ場、プレー人数を入力する。会員が実際にゴルフ場でプレーした後、プレー人数に応じて、一人当たり数百円の手数料がゴルフ場からGDOへ支払われる。予約がキャンセルされた場合は手数料は発生しない。この事業にとって最大のリスク要因は、台風、大雨、洪水、地震といった天候や自然災害となる。
- メディア事業（オンサイト広告掲載）は、国内No.1ゴルフメディアとして様々なコンテンツを有しており、今後はデータ活用と結び付けていく。

### 米国GOLFTECの株式過半数取得に至るまでのタイムライン

- 日本におけるGOLFTECのマスターフランチャイズを獲得したGDOは、2012年以降、順調に新規スタジオを開設し、事業の存続と独自技術の強さに強い自信を持っていた。2016年、米国の親会社であるGOLFTECエンタープライズ（GTE）の経営陣と協議し、GDOは8%の株式を取得することに合意した。事業拡大資金の確保に対応する（それはどの成長企業にとっても成長のためには避けて通れない悩みの種だが）一方で、GTEは新たな問題に直面した。あるゴルフ用品メガストアの閉鎖により、それらの店舗に出店していたスタジオに見合う新たなロケーションを急遽見つけなければならなくなった。Golfsmithは、2004年にストア内レッスンの提供に関してGTE(2010年8月時点で57店舗に展開)と提携した。オンライン販売へのシフトが続く中で、Golfsmithは 過剰な店舗拡大(109店舗)と不適切なメガサイズフォーマットが禍いして、2016年9月に連邦破産法第11条の適用を申請した。
- 2018年にGTEはGDOに新たな資金提供を打診し、その際にGDOは過半数の株式取得を希望した。米国は世界最大のゴルフ市場であるのは確かだが、GDOの経営陣は、自分たちが米市場に参入するには無名で、当時の事業ポートフォリオで事業基盤を築ける見込みがないままに挑戦することは無謀な試みであると理解していた。1991年3月にセブンイレブンジャパンがSouthland Corporationの69.9%の株式を取得した事例と次の2点において極めて似通っている。① ビジネスモデルの実行可能性を強く信じていること② 米国市場で事業基盤を構築する方法が他にないこと。GDOは、2018年7月に持ち株比率を8%⇒60%に引き上げ、2018/12期4Q(10月-12月) からGTEを連結対象とした。2022/12期4Qにマイナス資本は解消された。
- 同時期の2018年8月、GDOは日本国内のゴルフ練習場に「TOPTRACER RANGE」を導入するための提携を結んだ。TOPTRACER（当初の社名はProtracer）は、2006年にスウェーデンのITエンジニアによって設立され、国際トーナメントのテレビ中継でゴルフボールの飛行経路を画面上のグラフィックで追跡する技術を開発した。そして2012年、テレビ中継と同じ技術をゴルフ練習場に設置できるように開発され、まったく新しい未開拓のターゲット層だった一般のゴルフ練習場利用者が打ったショットを追跡・分析できるようになった。Topgolf Entertainment Group (Topgolf Internationalは現在Topgolf Calloway Brands Corp.(NYSE: MODG)に入っている) は2016年にTOPTRACERを買収した。Topgolf(旧Target Oriented Practice Golf)は2000年に英国で設立。ゴルフ練習場に独自のRFID技術と大型のダーツボード型ターゲットを導入し、新たなゲーム体験を提供している。

GDO



OPTIMOTION



- 初代トップトレーサー・レンジは2017年に導入され、インタラクティブなソーシャルエクスペリエンスを通じて、あらゆる技術水準のプレイヤーが地域の練習場でプロゴルファーのようなゴルフ体験をできるようになった。現在では32か国で利用できる。TOPTRACERの事業提携契約の下、GDOとTopgolfは、設置したゴルフ練習場の利用者数に応じて、設置投資費用と従量課金による収益を分配している。2023年12月期末時点で、国内116施設に9,204ベイを設置した。

### GOLFTEC はゴルフ指導の世界的リーダー

- 2023年末時点において世界で255か所、1000人のインストラクターを雇用している（PGAレッスンプロの世界最大の雇用者）GOLFTECは、ゴルフレッスンとゴルフ上達指導事業において世界的リーダーである。1995年にコロラド州デンバーで設立されたGOLFTECは、高度な技術を駆使し、事実に基づいた指導により、ゲーム上達指導の業界リーダーとして地位を確立している。業界で27年以上、GOLFTECは1,400万回のレッスンをを行い、経験豊富なゴルフプロの個別指導戦略によって生徒の96%が上達を実感できる成功率を誇っている。高度な訓練を受けたコーチと独自のティーチング・テクノロジーであるTECSWINGとOptiMotionの組み合わせが、顕著な成果をもたらしている。
- GOLFTECは、ゴルフ指導提供の成功に加え、全米屈指のクラブフィッティングを提供する企業としての地位も確立している。最近では、同社の47店舗が「Golf Digest」誌の2021-2022年版「米国ベストクラブフィッター」に選ばれ、大きな評価を得た。
- また、同社は、米国ビジネス誌「Fast Company（2022年版）」が52部門において選出する「世界で最も革新的な企業」のスポーツ部門で10社中3位に入賞した。この記事では、2021年7月に発表されたGOLFTECの最先端動画解析技術「OPTIMOTION」が取り上げられ、HDカメラとAIを駆使してスイング映像を3Dで再現する独自のモーションキャプチャー・計測システムであることと、そのすべてがワイヤレス、センサーレスという業界初の環境で行われたことが紹介された。
- 2022年8月、GOLFTECは一般ゴルファー向け弾道測定器のシェアNo.1である「SkyTrak」の事業を譲受した。これにより、パフォーマンスを追跡し、より楽しく、より上達するために必要なデータや分析をゴルファーに提供する機会を拡大させた。さらに事業譲受の一環として、世界中のより幅広いゴルファー層にGOLFTECの上達体験を提供するため、現在のSkyTrakユーザー体験の向上のみならず、コーチングやデータ、デジタルプラットフォームを有効活用する革新的なソリューション創造を促すための投資を行っている。米国GOLFTECの共同創業者兼CEOのJoe Assell（ジョー・アッセル）氏は、「分析データとパーソナライズされた最適なレッスンがゴルフ上達への近道だ」という同じ信念を持つ2社が統合されました。将来に向けて親会社であるゴルフダイジェスト・オンラインと連携し、「GOLFTEC ANYWHERE」というコンセプトで、従来のGOLFTECでの個室レッスンを飛び出し、その先にある上達体験を世界中のあらゆる場所で提供できるようになることにワクワクしています」と述べている。

### 2022年8月にGOLFTEC ANYWHERE構想が始動

- SkyTrak事業の譲受に伴うシナジーとしては1) SkyTrak利用者へのGOLFTECのレッスン提供、2)GOLFTECデータベースへのSkyTrakの販売、3)マーケティングシナジー、4)コスト削減と購買力向上が挙げられる。2024年、SkyTrakはゴルフ練習場への設置等のビジネス市場を狙う。**GOLFTEC ANYWHERE構想により、世界中のゴルファーにとってスキルとゴルフ体験向上の可能性は無限に広がっている。上達を求めるあらゆるゴルファーは 1)GOLFTECコーチとマンツーマントレーニング、2)ゴルフ場や練習場で、3)自宅用ゴルフシミュレーターを通じて、世界クラスの体験を得られる。**

ゴルフダイジェスト・オンライン(GDO) 会社沿革

年月	事項
2000年5月	東京都港区にて、インターネットによる総合ゴルフサービスの提供を目的として、(株)ゴルフダイジェスト・オンラインを設立。オンライン・ゴルフ場予約サービス及び広告・マーケティングサービスを開始
2001年1月	ゴルフ用品のインターネット販売サイト「GDO SHOP.com」(現：GDOゴルフショップ)をオープン
2001年8月	ゴルフ場運営・集客サービスを開始
2002年11月	「ゴルフダイジェスト・オンラインカード」を(株)ディーシーカード(現：三菱UFJニコス(株))との提携により事業化
2003年1月	中古ゴルフ用品買取サービスを開始
2003年3月	ゴルフ場予約に関するASPサービス「GDO Web Pack」の提供を開始
<b>2004年4月</b>	<b>東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場</b>
2004年11月	千葉県浦安市に物流センターを設置
2005年7月	米PGA TOUR,INC所有のオリジナルデジタルコンテンツをインターネット配信開始
2006年3月	本社を東京都港区虎ノ門に移転
2006年8月	物流センターを千葉県習志野市に移設
2007年5月	(株)テレビ東京と共同出資するテレビ東京ゴルフダイジェスト・オンラインLLC合同会社を設立
2007年8月	「ゴルフパラダイス」のブランドで中古ゴルフクラブの買取販売を行う、(株)エイコーの全株式を取得し連結子会社化
2007年10月	連結子会社である(株)エイコーの商号を(株)ゴルフパラダイスに変更
2009年10月	連結子会社である(株)ゴルフパラダイスを吸収合併
2009年11月	持分法適用会社であるテレビ東京ゴルフダイジェスト・オンラインLLC合同会社から一部の事業を譲り受け、同社は解散
2010年5月	ゴルフ場向けソフトウェアの開発・販売を行う(株)インサイトの全株式を取得し連結子会社化
2011年10月	(株)ロイヤリティマーケティングと提携し、ゴルフ場向けポイントサービス「Golfers Ponta」サービスを開始
2012年5月	米国No.1ゴルフレッスンチェーンを展開するGOLFTEC Enterprises LLC(以下、「米国GOLFTEC」)と提携し、国内に「GOLFTEC by GDO」を開業、ゴルフレッスンサービスを開始
2012年6月	(株)インサイトを新たに設立し、連結子会社である(株)インサイトからゴルフ関連以外のビジネスを承継
2012年7月	ゴルフ関連ビジネスを行う(株)インサイトを吸収合併
2014年9月	ゴルフレッスンサービス事業を分割し、新設分割により設立した(株)GDOゴルフテック(現 連結子会社)を新設分割株式会社とする会社分割を実施 中古ゴルフクラブの買取販売を行う直営店舗の店舗名を「ゴルフパラダイス」から「ゴルフガレージ」へ変更
<b>2015年5月</b>	<b>東京証券取引所市場第二部へ市場変更</b>
<b>2015年9月</b>	<b>東京証券取引所市場第一部銘柄に指定</b>
2016年4月	米GOLFTECと資本業務提携
2016年11月	本社を所在地(東京都品川区東五反田)に移転 ジュニア向けゴルフスクールの運営を行うキッズゴルフ(株)の全株式を取得し連結子会社化
2017年1月	2012年6月に設立した連結子会社である(株)インサイトを吸収合併
2017年3月	米国カリフォルニア州にゴルフ関連ビジネス開発事業を行うGDO Sports, Inc.(以下、「GDO Sports」)を設立
2018年7月	米GOLFTECの株式を8%から60%にまで追加取得し、同社を連結子会社化
2018年8月	スウェーデンの会社TOPGOLF SWEDEN ABと提携し、ゴルフ練習場向けサービスを開始
2020年1月	連結子会社である(株)GDOゴルフテックが、同じく連結子会社であるキッズゴルフ(株)を吸収合併
<b>2022年4月</b>	<b>東京証券取引所の市場区分の見直しにより市場一部からプライム市場へ移行</b>
2022年8月	連結子会社である米GOLFTECが新たにGOLFTEC ST LLCを設立、SkyTrakグループが展開するゴルフ用弾道測定器の企画・開発・販売に関わる全事業を取得
2022年11月	米GOLFTECへの出資比率を60%から98%に引き上げ
2023年1月	連結子会社(株)GDOゴルフテックの吸収合併(簡易合併・略式合併)

出所: 同社2023年12月期有価証券報告書及びIRプレスリリースよりSIR作成



PART ②  
ゴルフ市場



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「Fortnight」誌発行の「隔週ゴルフビジネス・パースペクティブ」にて、要約された米国ゴルフ市場の主要動向が会員に関係なく一般公開されている：  
[\(https://www.ngf.org/fortnight/\)](https://www.ngf.org/fortnight/)

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。



NGF 月間全米コースラウンド数レポート

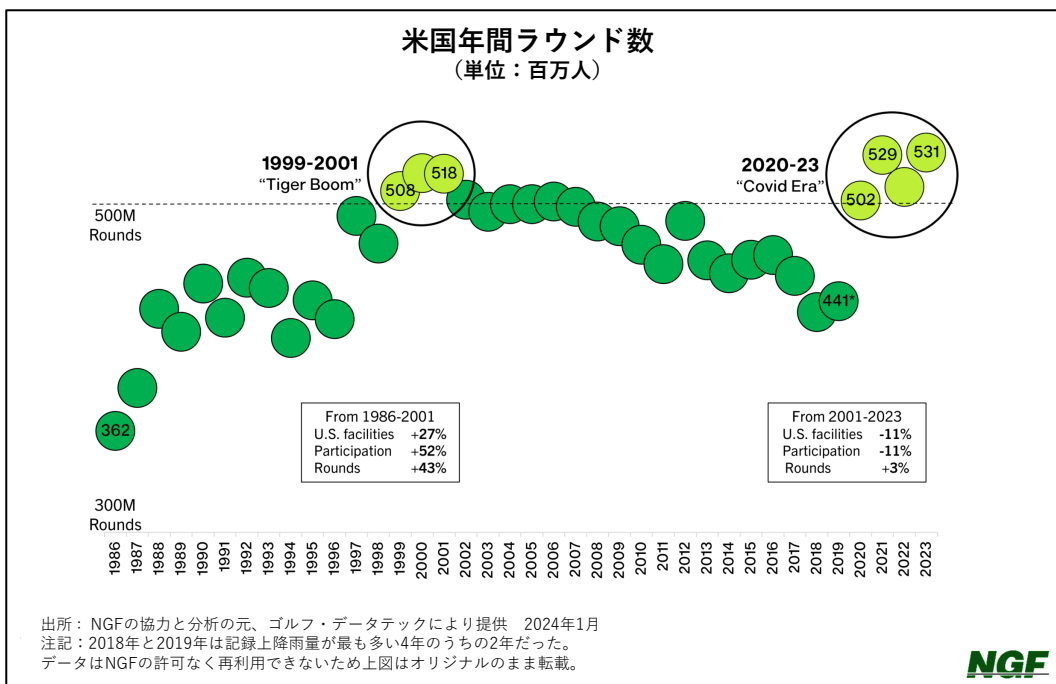


%	CY2018		CY2019		CY2020		CY2021		CY2022		CY2023	
	YOY	YTD	YOY	YTD	YOY	YTD	YOY	YTD	YOY	YTD	YOY	YTD
1月	-5.4	-5.4	2.8	2.8	11.1	11.1	21.4	21.4	-12.1	-12.1	7.1	7.1
2月	-8.5	-7.2	-12.1	-5.3	19.1	15.2	-4.7	7.8	13	-0.2	-2.8	1.8
3月	-3.8	-5.6	0.1	-2.7	-8.5	3.8	45.3	24.3	-14.3	-7.5	-2.3	-0.2
4月	-13.5	-8.9	6.8	1	-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	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	3.2	5
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	0.9	32.2	10.8	-1.8	7.4	-1.1	-2.4	-1	3.3
11月	-18.8	-4.7	9.8	1.3	56.6	13.1	-17.6	5.6	-9.5	-2.8	8.2	3.6
12月	-7.7	-4.8	83	1.5	37.3	13.9	1.9	5.5	-26.1	-3.7	23.9	4.2

出所：米国ゴルフ財団(NGF)、Golf Datatech社による月間ラウンドレポートからSIR作成

2023年、5億3100万回のラウンド数で過去最高記録。2021年のCOVID時ピークと1999年から2001年のタイガー・ウッズ・ブームを上回る

- 2024年2月1日付の「Fortnight」の記事「米国コースラウンド数、最高記録か」において、NGFは、11月までのラウンド数が前年同月比で着実に増加した後、記録的な暖冬となった12月にラウンド数が爆発的に増加し、2023年は過去最高の5億3100万回を記録したことを指摘している。また、COVIDによるラウンド数急増が今でも堅調に推移しているいくつかの要因を挙げた。**オンコースの参加者は前年比で2001年以来最大の純増を記録（前年比100万人増）**。平日のラウンド数の増加は、仕事時間の柔軟性が高まったことと、2023年が史上4番目に暖かい年だったためゴルフ天候が全般的に良好であったことによる。パンデミック時は、記録的に雨が多かった2018年と2019年に比べゴルフ天候がはるかに良好であったため、オンコース参加者が増加し、最悪と言われるコロナ禍でもゴルフ業界にとっては最大の好機となった。年間プレー数水準は過去4年間で3回、3%以上増加した（上表参照）。

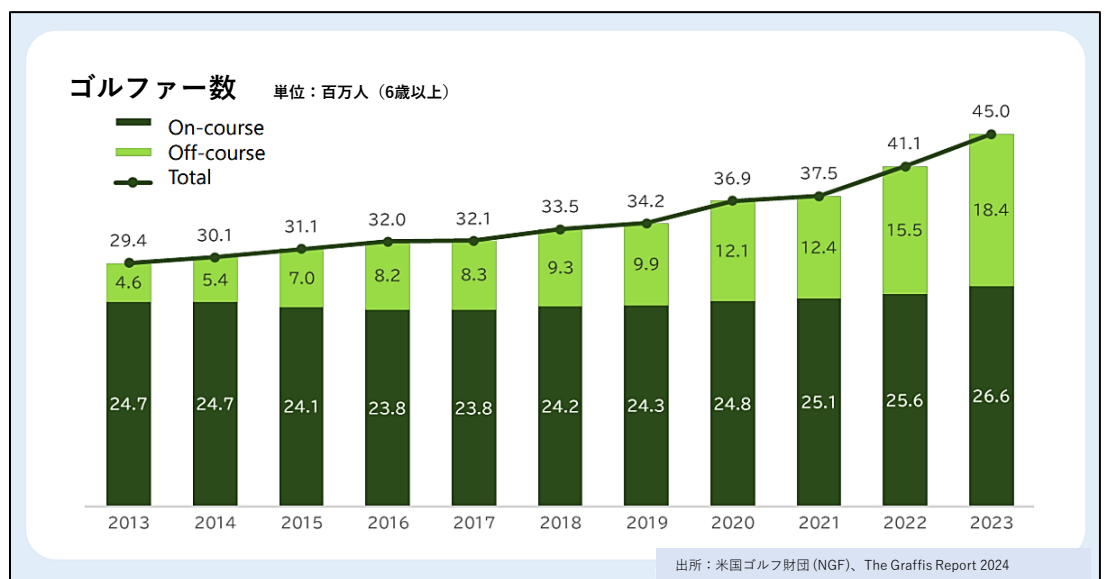
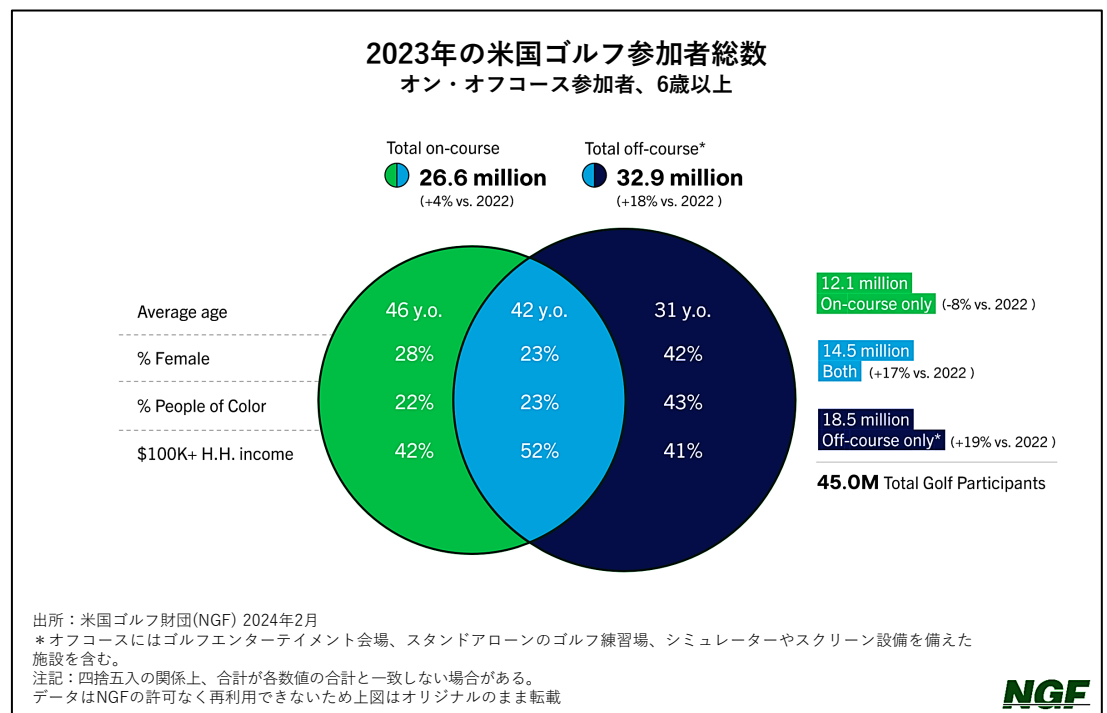






**GOLFTEC ANYWHERE構想が2022年8月に始動**

● 2024年2月15日付「Fortnight」記事「ゴルフ参加者最新情報—より大きく、より若く、よりクールに」に掲載されたNGFのデータ（下記グラフ）は、総参加者数が4,110万人から4,500万人（前年比390万人増、9.5%増）と、またもや好調な伸びを示している。オンコース総参加者は2,560万人から2,660万人へ（前年同期比100万人増、3.9%増）、オフコース総参加者は1,550万人から1,840万人へ（前年同期比290万人増、18.7%増）。これらのデータからGDOグループにとっての重要ポイントは、1) **米国でのビジネスチャンスの拡大**、2) **ゴルフレッスンとゴルフ弾道測定器の成長機会の拡大**である。オフコースとオンコースの相乗効果は、GDOグループの「GOLFTEC Anywhere」（GTA）構想の真髄である。COVIDが終わったにもかかわらず、参加者数は力強い成長を続けている。



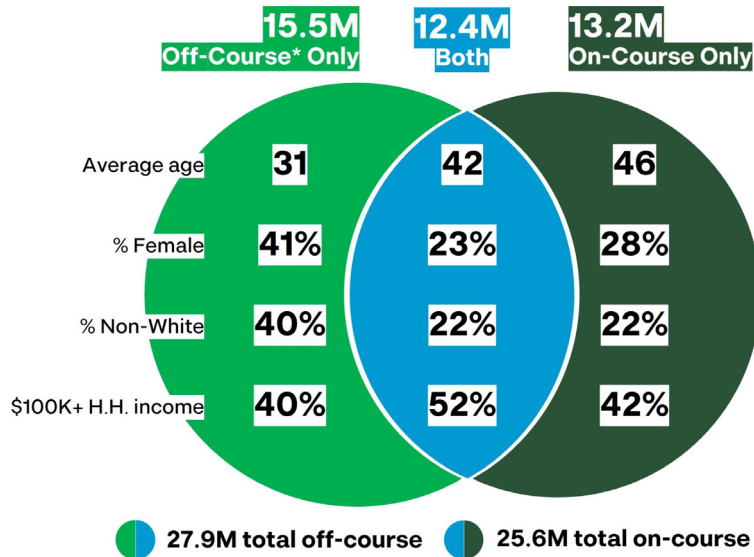
出所：2023/12期GDO社IR決算説明資料より抜粋



**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

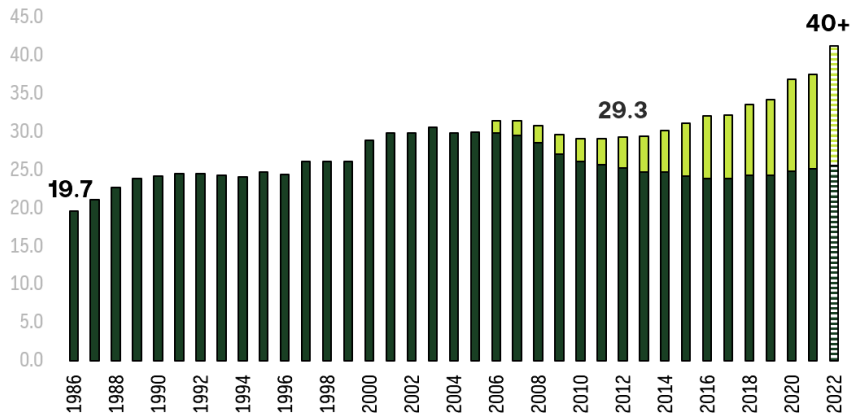


出所：米国ゴルフ財団(NGF) 2023年1月  
オフコースのゴルフには、ゴルフエンターテイメント会場（TopfolfやDrive Shackなど）、スタンドアロンのゴルフ練習場、シミュレーターやスクリーン設備を備えた数百のゴルフ施設を含む。データはNGFの許可なく再利用できないため上図はオリジナルのまま転載



**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。

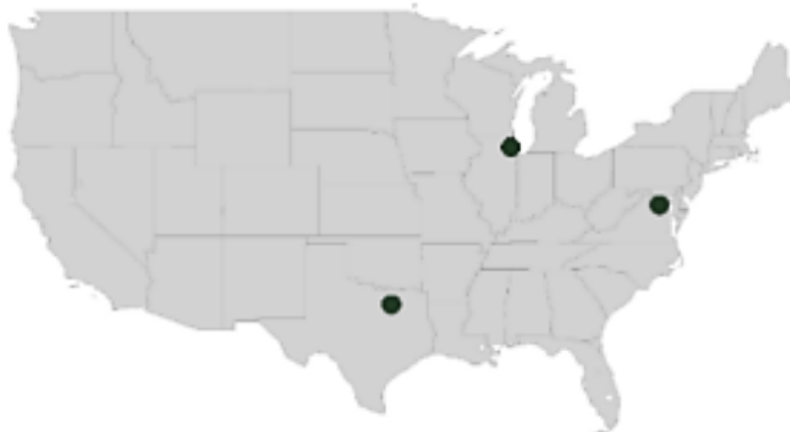




2006年→2023年にオフコースゴルフ施設が激増

- GDOは、4QのIR決算説明資料の中でNGFの「The Graffis Report 2024」から2つの資料を取り上げている。その資料によると、ゴルフ総人口（6歳以上）が2013年の2,940万人から4,500万人（1,560万人増、CAGR4.45%増）に増加した。また、オンコースのゴルファー数が2,470万人から2,660万人（190万人増、CAGR 0.74%増）に増加した一方、オフコースのゴルファー数は460万人から1,840万人（1,380万人増、CAGR14.87%増）もの増加となっており、オフコースのゴルファー数が増加数全体の88%を占めている。これらのことからGDOグループは2つの重要なことを学ぶことができる。それは1) **米国でのビジネスチャンスの拡大**、2) **ゴルフレッスン及びゴルフ弾道測定器の成長可能性の拡大**である。

2006



●大型ゴルフエンタテインメント施設（3か所）（例：TOP GOLF）

NGFは、2006年にはシミュレーター事業を積極的に追跡していなかったが、供給はまばらであったと思われる。

2023



- 大型ゴルフエンタテインメント施設（～100か所）（例：TOP GOLF）
- シミュレーター付ゴルフ場施設（～800か所）
- シミュレーター付ゴルフ事業（～700か所）（例: GOLFTEC）

出典出所：2023/12期GDO社IR決算説明資料より抜粋。原典原出所：NGF「The Graffis Report 2024」



オフコースとオンコースの参加人口増の相乗効果



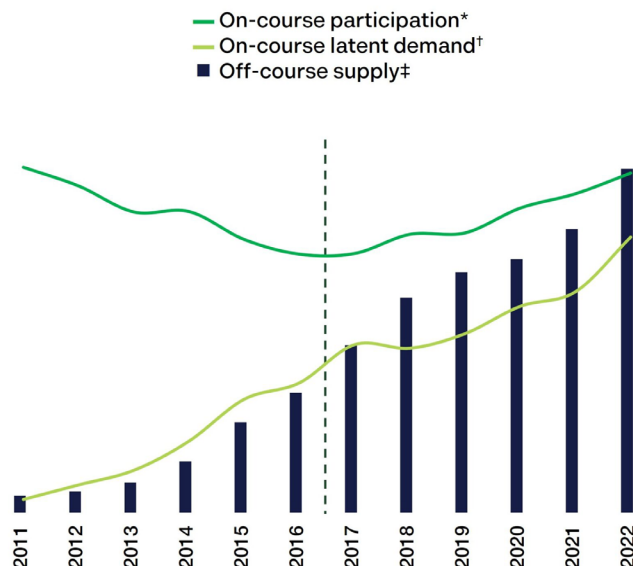
これがGDOグループの「GOLFTEC Anywhere」(GTA)構想の最も重要な要素

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

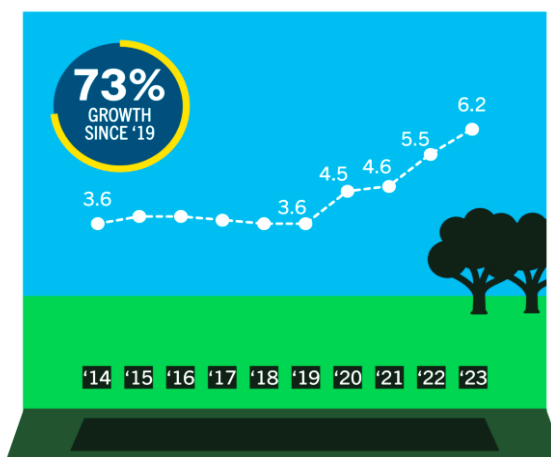


# GDO

## 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（NGF）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。

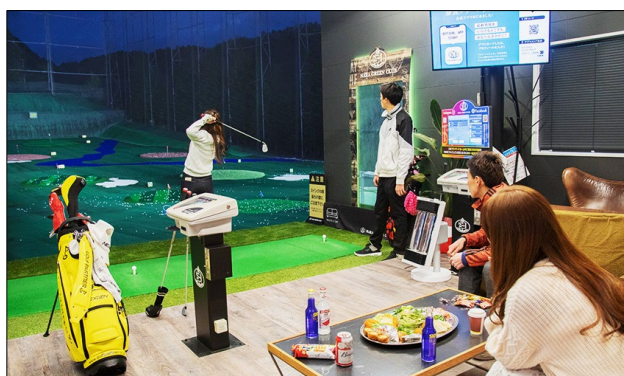
### 米国のシミュレーションゴルフ参加者数 6歳以上、百万人



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。

NGF

### GDOが「TOPTRACER RANGE」日本導入の成長拡大化を切り開く





# GOLFTEC ANYWHERE: THE VISION

*Deliver a world class golf experience anywhere  
a golfer seeks improvement*



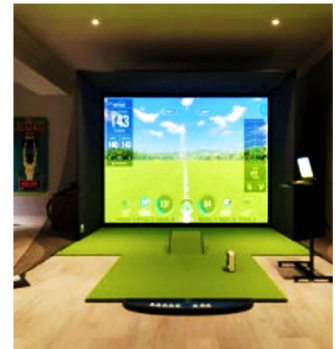
### In Person

Work on-on-one with a GOLFTEC Coach at one of over 220+ Training Centers worldwide



### On-The-Go

Features like swing analysis and game tracking turn a phone into a golfer's best friend.



### At Home

Residential golf simulator are becoming increasingly popular. With UI/UX enhancements, golfers would see faster improvement and additional entertainment.

## GOLFTEC社とSKYTRAK事業のシナジーの実現

### GOLFTEC

マンツーマンレッスン  
米国シェアNo.1

- 個人レッスン、クラブフィッティングの世界的リーダー
- 年間レッスン150万回以上 (2021年実績)
- 世界に235店舗展開
- 認定コーチ900人以上
- 65万人の生徒
- 2021年度売上107百万ドル

### SKYTRAK

一般ゴルファー向け  
ゴルフ弾道測定器  
シェアNo.1

- 一般ゴルファー向け測定機器の第一人者
- 4.5万人の会員組織
- 測定データ
- 会員基盤は急拡大中
- 2021年度売上46百万ドル

### GOLFTEC ANYWHERE

いつでもどこでも世界クラスの体験

- 世界中のゴルファーと接点を持つ可能性
- ゴルフテックブランドの拡大
- ゴルフテックの次世代化

#### GOLFTEC × SKYTRAK のSYNERGY

- 「SkyTrak」利用者にゴルフテックのレッスンを提供
- ゴルフテック生徒への「SkyTrak」販売
- マーケティングシナジー
- コスト削減

出所：上下図共に同社 IR 資料「米国GOLFTEC社によるSKYTRAK事業の取得について」(2022年8月10日発表)  
より抜粋 [https://company.golfdigest.co.jp/files/topics/2085\\_ext\\_01\\_0.pdf](https://company.golfdigest.co.jp/files/topics/2085_ext_01_0.pdf)

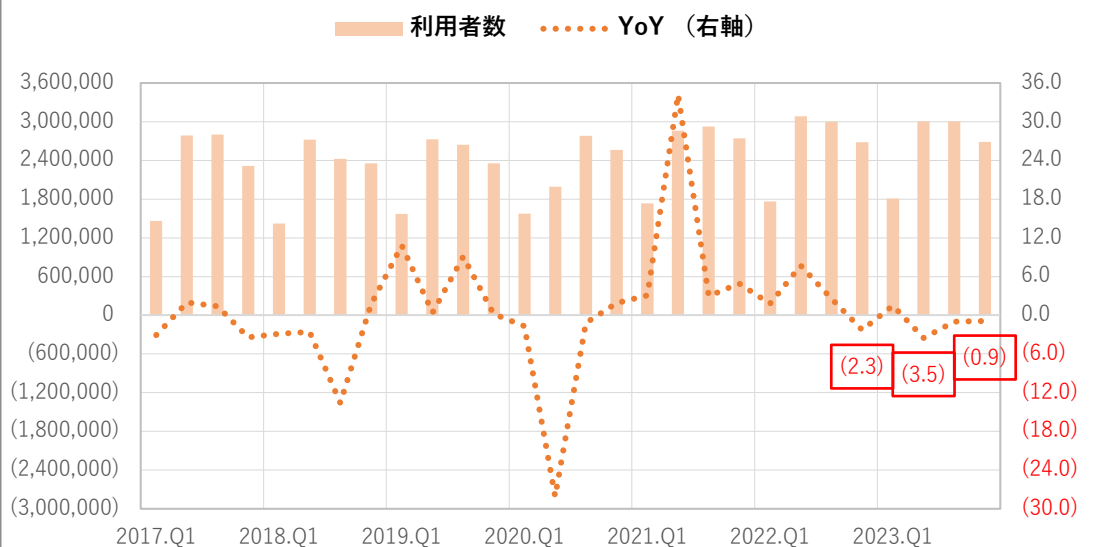
GDO



全般的な国内状況は米国市場よりも弱い

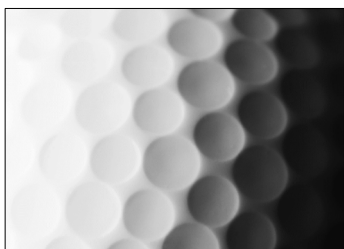
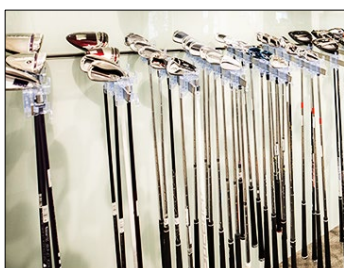
- 下に示す経済産業省の利用料金・利用者数に関する四半期推移データを見ると日本は8頁に示した米国ラウンド数よりも弱い状況だ。GDOによると、昨年2Qからの利用料値上げは前年同期比で概ね一巡したという。
- 天候不順（豪雨、長引く猛暑化など）に加え、利用料金の値上げが一定の客離れを招いたほか、政府が昨年5月に新型コロナウイルス感染症を5類（インフルエンザと同じ）に引き下げたことにより、他のレジャーとの競合が見られ、ゴルフ需要はやや落ち着いている。

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



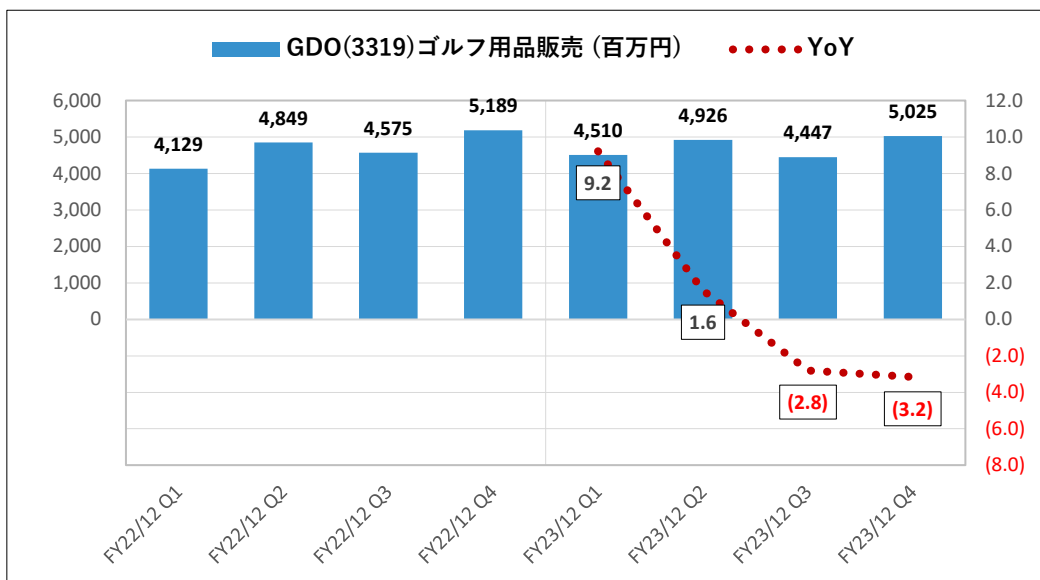
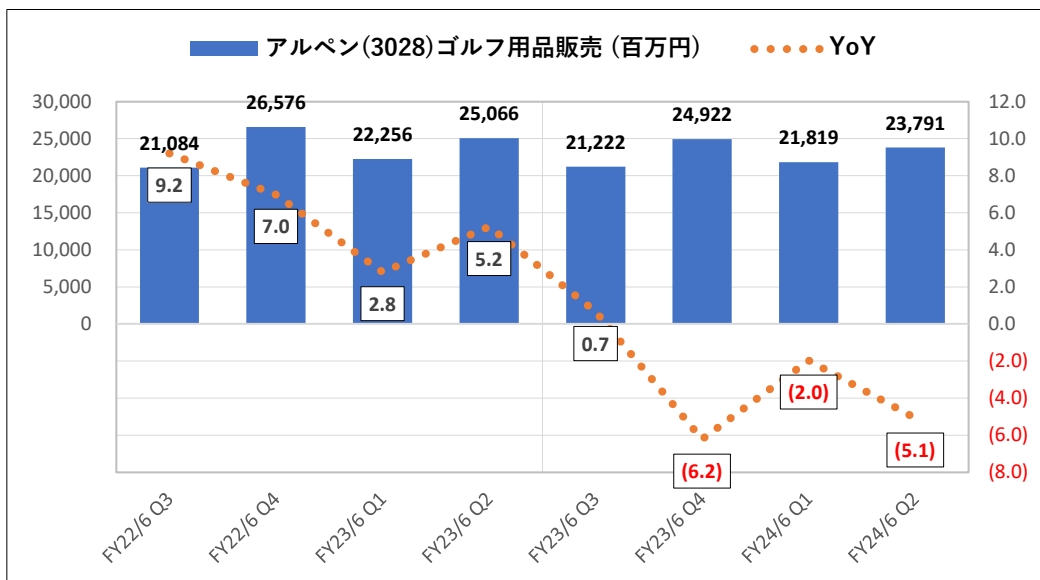
千葉物流センター



2023年下期のゴルフ用品販売は厳しい状況となった

- 国内実店舗ゴルフ用品小売No.1のアルペン（証券コード：3028）とオンラインゴルフ用品小売No.1のGDO（証券コード：3319）の四半期推移を比較すると、下記の通り7-9月期と10-12月期が同様に落ち込んでおり、物価上昇による需要の減少と、在庫調整による売上総利益率の低下の背景が示されている。

ゴルフ用品販売売上高四半期推移（国内）



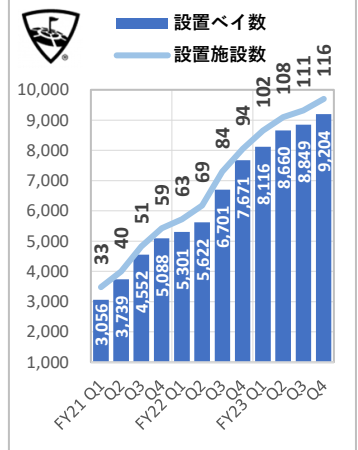
出所：両社IR決算説明資料よりSIR作成



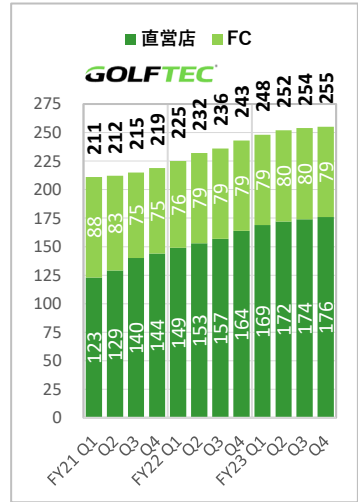
# GDO

## PART ③ 決算

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：両グラフとも同社IR決算説明資料よりSIR作成

## 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。

### 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		
	金額	YoY	% YoY	金額	YoY	% YoY	金額	YoY	% YoY
<b>[J-GAAP]</b>									
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)			
<b>EBITDA</b>	<b>4,465</b>	<b>416</b>	<b>10.3</b>	<b>1,765</b>	<b>540</b>	<b>44.1</b>	<b>5,150</b>	<b>685</b>	<b>15.3</b>
・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
<b>営業利益</b>	<b>380</b>	<b>(810)</b>	<b>(68.1)</b>	<b>670</b>	<b>402</b>	<b>150.0</b>	<b>800</b>	<b>420</b>	<b>110.5</b>
・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。

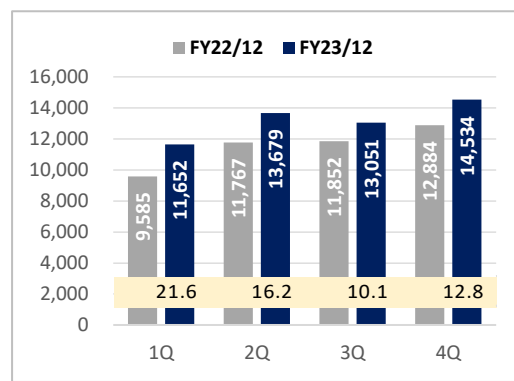
出所：GDO IR ファクトシートおよび同社IR決算説明資料よりSIR作成。



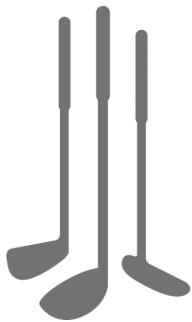
決算説明：売上高

● 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。

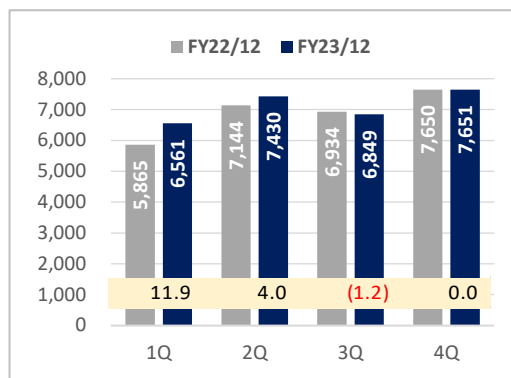
連結売上高 (百万円、%YoY)



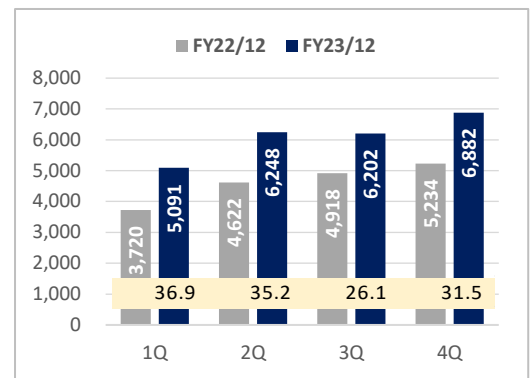
連結売上高成長への寄与が最も小さかったのは主力のゴルフ用品販売であり、物価上昇の影響を受けた。  
(165百万円増、前年比0.9%増)



国内売上高 (百万円、%YoY)

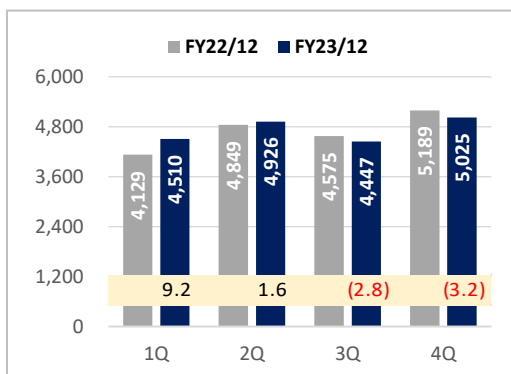


海外売上高 (百万円、%YoY)

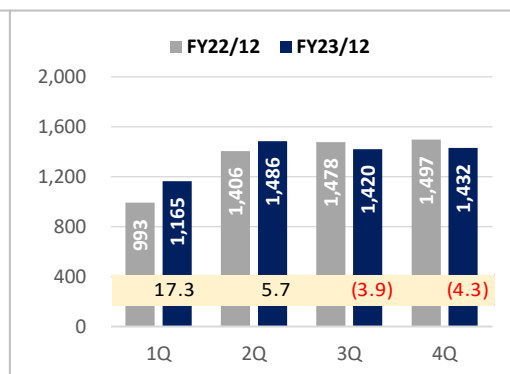


出所：GDO IR ファクトシートおよび同社IR決算説明資料よりSIR作成

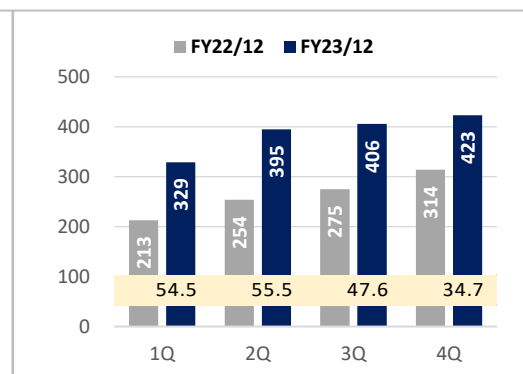
国内ゴルフ用品販売 (百万円、%YoY)



国内ゴルフ場予約 (百万円、%YoY)

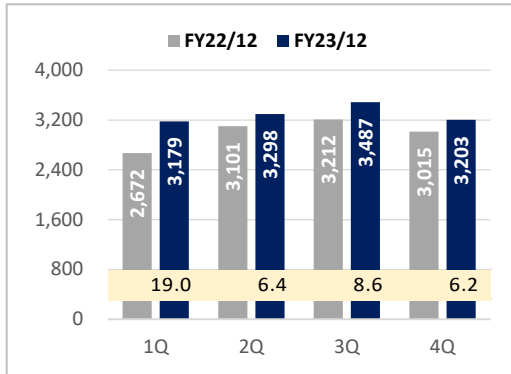


国内ゴルフ練習場 (百万円、%YoY)

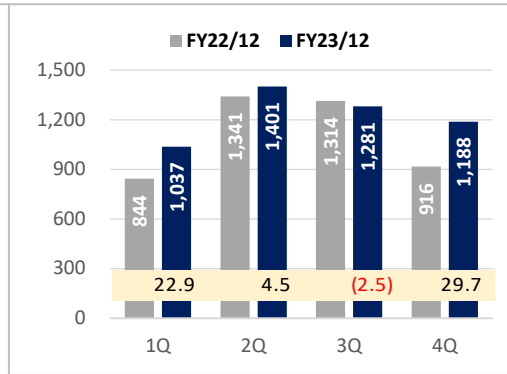


出所：GDO IR ファクトシートおよび同社IR決算説明資料よりSIR作成

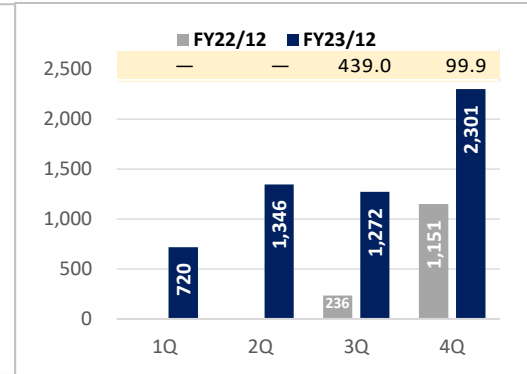
海外ゴルフレッスン (百万円、%YoY)



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

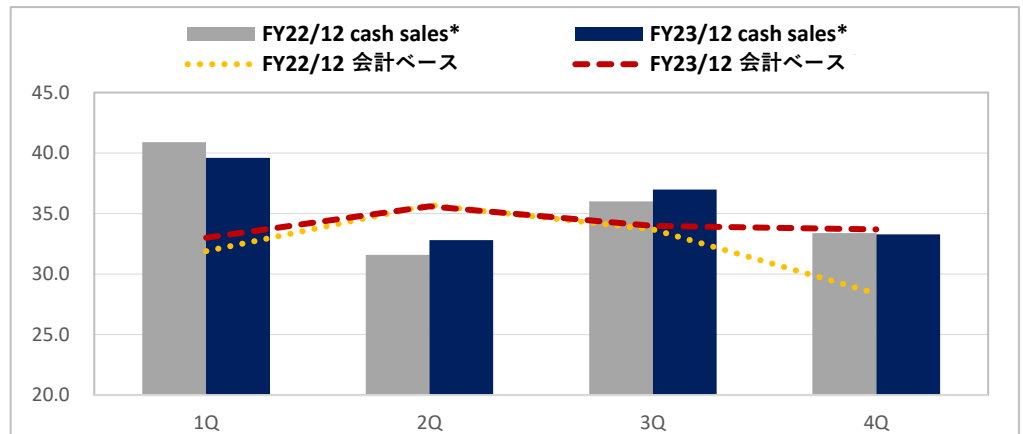
連結売上高の増加に最も貢献したのは、2023年5月下旬発売のプレミアムモデル「SkyTrak+」による、ゴルフ弾道測定器事業の通年寄与であった。(4,253百万円増、前年比306%増)

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打席に及ぶ新規導入数の好調が売上高拡大をけん引し（17頁表参照）、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（17頁表参照）。
- 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)



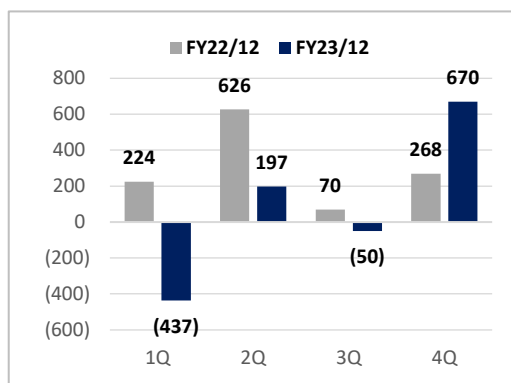
出所：同社IR決算説明資料よりSIR作成。注\*：cash sales=6ヶ月レッスンチケット購入額



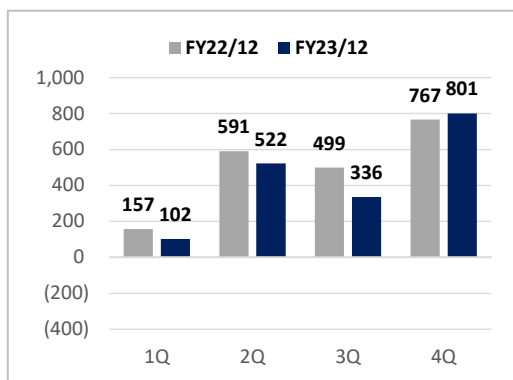
**決算説明：営業利益**

- 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。

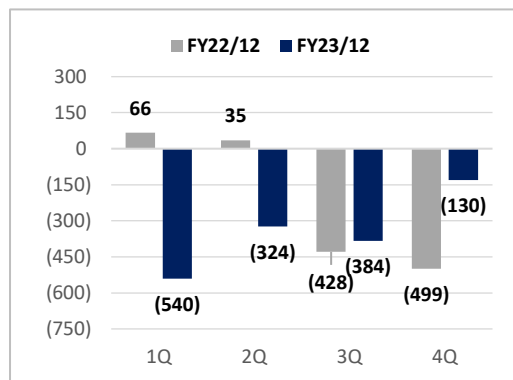
連結営業利益（百万円、%YoY）



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**

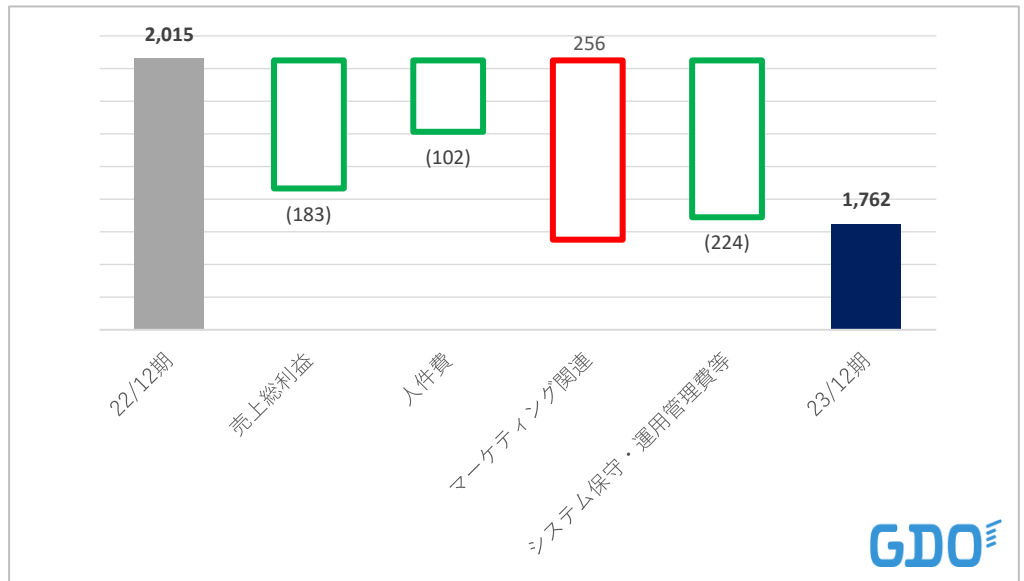
- 経常利益は、前年比528百万円増の353百万円だった。支払利息の増加（476百万円増）があったものの、為替差益（380百万円増）、助成金収入（250百万円増）など営業外収益の増加に加え、為替差損が生じず（825百万円減）、資金調達費用も減少（400百万円減）するなど営業外費用の減少による。
- 親会社株主に帰属する当期純利益は、前年比181百万円減の158百万円（同53.2%減）となった。経常利益が前年比528百万円増加したものの、前期にコロナ救済ローン債務免除益（米国中小企業庁の給与保護プログラム、もしくは雇用維持のためのPPPローン）865百万円を特別利益に計上した反動などによる。



営業利益増減分析

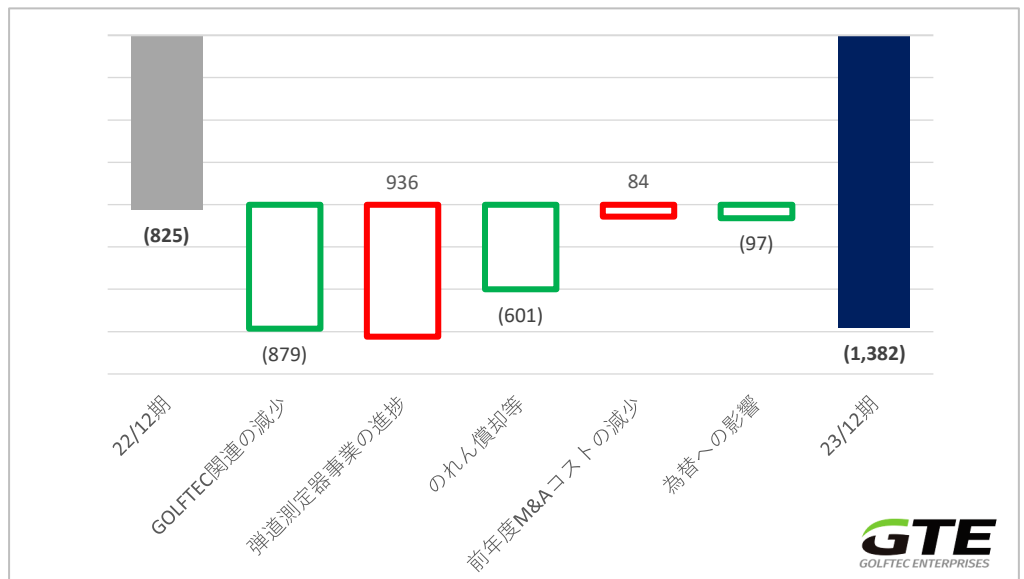
- 国内セグメントの営業利益が253百万円減少（前年比12.6%減）した主な要因は、主力のゴルフ用品販売の売上総利益率が低下したこと、需要が物価上昇の影響を受けたこと、売上総利益率が在庫調整の影響を受けたこと（売上総利益は183百万円減）である。
- 海外セグメントの営業損失が556百万円拡大し、-1,382百万円となった主な要因は、のれん及び無形資産償却費の増加（影響額は-601百万円）である。

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り上げの低下、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（17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。

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	-

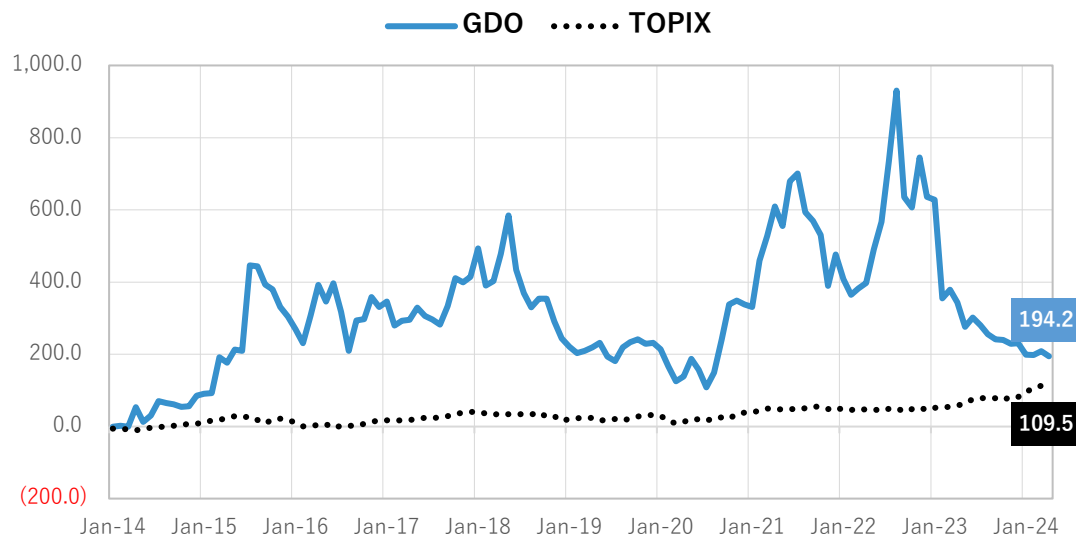
※為替レート：2023/12期（実績） 期間平均1米ドル=140.66円、2024/12期（見通し） 期間平均1米ドル=140.00円

出所：同社IR決算説明資料より抜粋

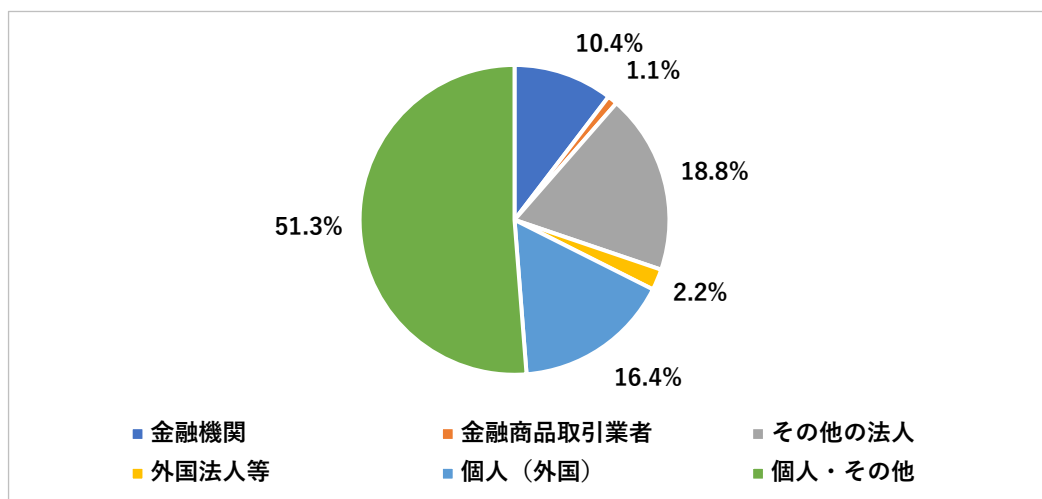
# GDO

PART ④  
インサイト

## 10年間相対パフォーマンス



## 所有者別状況(2023年12月31日時点)



出所：2023年12月期有価証券報告書よりSIR作成

## GDO 大株主の状況 (2023年12月31日時点)

氏名又は名称	所有株式数	所有株式数の割合*
① 石坂信也	3,241,200	17.68%
② (株)ゴルフダイジェスト社	1,750,000	9.55%
③ (株)モーターマガジン社	1,600,000	8.73%
④ 日本マスタートラスト信託銀行(株) (信託口)	1,314,500	7.17%
⑤ 木村玄一	1,150,000	6.27%
⑥ 木村正浩	900,000	4.36%
⑦ (株)日本カストディ銀行 (信託口)	269,300	1.47%
⑧ (株)日本カストディ銀行 (年金特金口)	198,200	1.02%
⑨ NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN (CASHPB)	140,300	0.77%
⑩ 伊藤修武	136,700	0.75%
● 上位10 合計	10,600,200	57.82%

出所：2023年12月期有価証券報告書よりSIR作成 \*自己株式を除く

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、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

GTEの出資比率  
引き上げ 8% → 60%

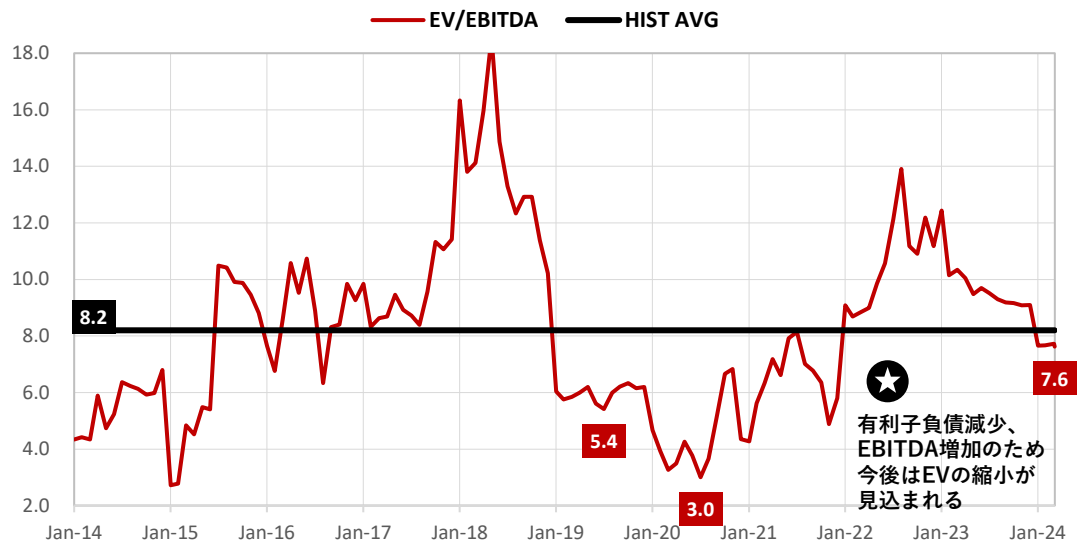
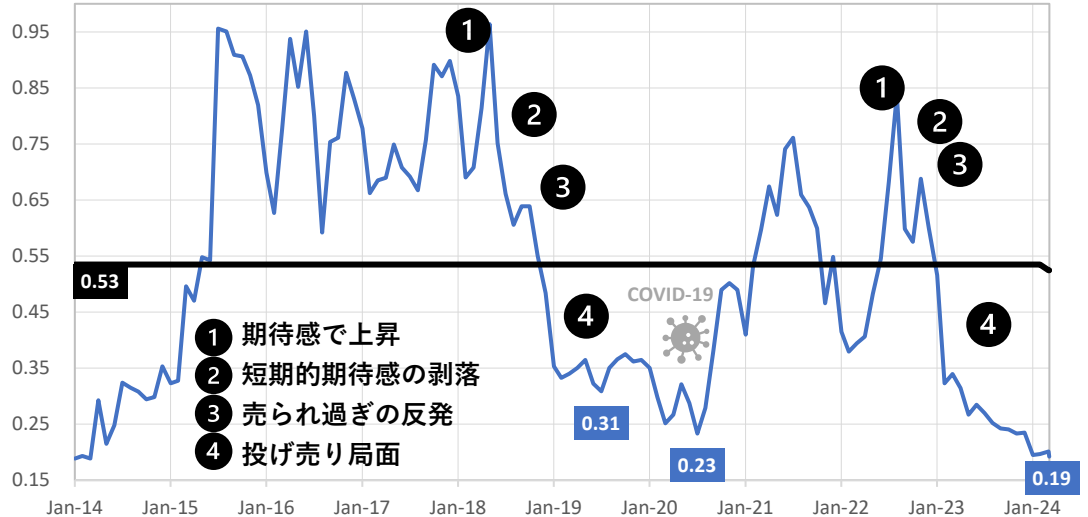
GTEの出資比率引き上げ  
60% → 98%

GDO PSR (株価売上高倍率)

GTE GOLFTEC ENTERPRISES

SKYTRAK SkyTrak事業取得

— P/S — HIST AVG



出所：SPEEDAの株価・収益データよりSIR作成。24/12期のバリュエーションは同社予想の売上高及びEBITDAに基づく。



**GDO**

GDO グループ  
CEO 経歴

**株式会社ゴルフダイジェスト・オンライン (GDO)**

創業者・代表取締役社長 石坂信也氏

- ◎ 1990年4月 三菱商事(株)入社
- ◎ 1999年6月 米国ハーバード大学MBA修了
- ◎ 2000年5月 株式会社ゴルフダイジェスト・オンライン (GDO) 設立  
代表取締役社長 執行役員 最高経営責任者 (現任)
- ◎ 2016年4月 GolfTEC Enterprises, LLC (米国) 取締役
- ◎ 2017年4月 GDO Sports, Inc. (米国) 代表取締役社長 (現任)
- ◎ 2017年11月 (一社)日本スピードゴルフ協会 代表理事 (現任)
- ◎ 2018年7月 GolfTEC Enterprises, LLC (米国) 取締役会長 (現任)

**GOLFTEC Enterprises LLC (GTE)**

共同創業者兼CEO Joe Assell (ジョー・アッセル) 氏

- ▶ 米国ゴルフ財団(NGF)理事
- ▶ PGA REACH -ナショナルトラスティ
- ▶ PGA全米雇用委員会
- ▶ PGA米国イノベーションファンド理事
- ▶ PGA of Americaゴルフ・エグゼクティブ・オブ・ザ・イヤー2021受賞
- ▶ ゴルフマガジン誌2021年の「ゴルフ業界で最も影響力のある25人」に選出

**GOLFTEC ST LLC (SKYTRAK)**

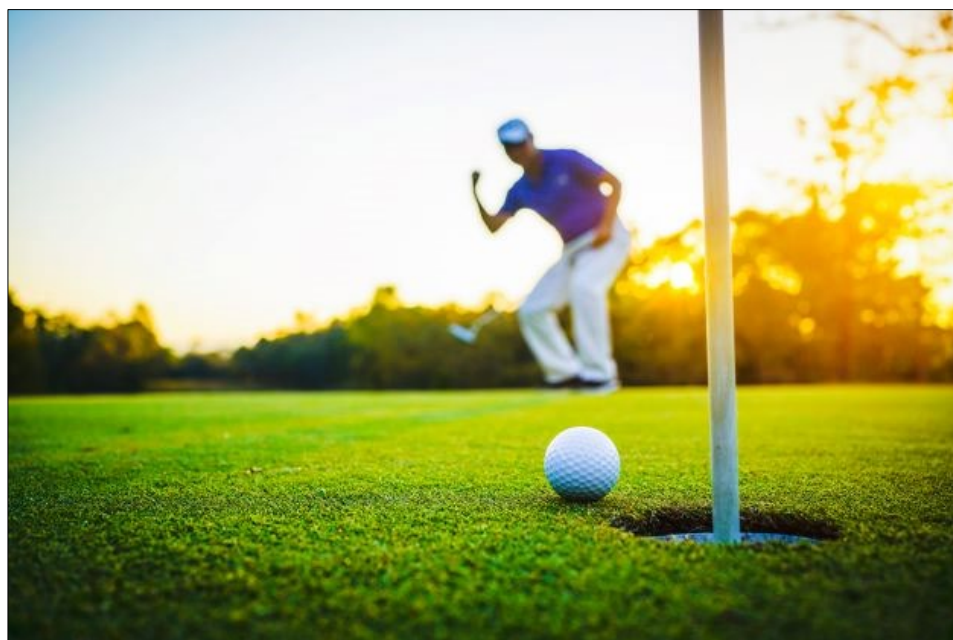
CEO Jeff Foster (ジェフ・フォスター) 氏

- ◆ スカイトラック社CEO兼ゴルフテック社CSO (最高戦略執行役員)
- ◆ 「GOLFTEC ANYWHERE」構想の推進

**経歴**

- ◆ バッファローグループ最高収益責任者 (CRO) 兼代表取締役社長
- ◆ ゴルフチャンネル、GolfNow & エマージングビジネス担当シニアバイスプレジデント
- ◆ ゴルフチャンネル、ニューメディア担当バイスプレジデント
- ◆ ゴルフチャンネル、ゴルフデジタル担当バイスプレジデント

⇒ GDOグループの経営陣は、GDOグループを次のレベルに引き上げる計画を実行している



## 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)