

2Qの国内事業は前四半期比で改善 → 下期の黒字化に向けて順調に推移

決算サマリー

● GDOは8/8（木）15:00に2024/12期上半期の連結決算を発表し、16:00から石坂CEO、吉川COO、中村CFOによるオンライン決算説明会を開催した。主要な数字は、売上高が前年同期比10.2%増、EBITDAが同26.9%減で、営業損失が拡大したため親会社株主に帰属する当期利益は赤字となった。これらの数字は表面的には厳しい状況のように見えるが、2Qのみの利益トレンドがすべての水準で前四半期比で改善していることは注目に値する（下表の赤枠参照）。

● 海外（米国）事業の売上高は、米ドル高（上期平均レート134.98→152.35、上期末レート141.82→161.14）が追い風となり、前年同期比+23.2%となった。ドルベースの売上高は+9.2%（レッスン+5.7%、クラブフィッティング・ギア+12.9%、ローンチモニター+22.6%）。しかし、プロコーチの確保や本社機能への先行投資などコスト増に加え、ドル高によるのれん・無形固定資産償却費の増加（863百万円→942百万円、前年同期比9.2%増）が利益を圧迫した（ドルベースでは6.3百万ドル→6.1百万ドル、同3.3%減）。GOLFTEC直営店は、コーチの定着率向上、SkyTrakとのシナジー効果、サービスの最適化など、既存スタジオの収益回復に注力するため、2Qより新規出店を休止し、2025年より出店を再開する。

● 国内では、主力のリテールビジネスにインフレ圧力が続く厳しい環境下にあるものの、出荷コストの見直しが段階的に完了したほか、在庫管理の改善も進み、粗利益率の改善に向けて着実に進捗している。なお、2Qのみの利益は、前四半期比では改善したが（下記赤枠参照）、前年同期比ではゴルフ場ビジネスを主としたIT・設備投資により減少した。

GDO 2024/12期上半期連結決算概要

百万円、%	FY24/12			FY24/12			FY24/12		
[J-GAAP]	1Q実績	金額	%	2Q単独	金額	%	上期実績	金額	%
		YoY	YoY		YoY	YoY		YoY	YoY
売上高	12,959	1,306	11.2	14,959	1,280	9.4	27,918	2,586	10.2
● 国内	6,405	-156	-2.4	7,538	108	1.5	13,943	-48	-0.3
● 海外（米国）	6,553	1,462	28.7	7,421	1,173	18.8	13,975	2,635	23.2
売上高総利益	3,952	120	3.2	5,025	147	3	8,978	268	3.1
販管費	4,869	600	14.1	5,213	533	11.4	10,083	1,133	12.7
EBITDA	213	-268	-55.6	1,008	-181	-15.2	1,222	-449	-26.9
● 国内	215	-39	-15.5	660	-22	-3.2	876	-61	-9.5
● 海外（米国）	-1	-228	-	347	-159	-31.4	346	-387	-52.8
営業利益（のれん等償却前営業利益）	-456	-442	-	295	-343	-53.8	-161	-785	-
のれん等償却費	459	36	8.5	483	43	9.8	942	79	9.2
営業利益	-916	-479	-	-187	-384	-	-1,104	-864	-
● 国内	45	-57	-55.6	487	-35	-6.7	533	-91	-14.7
● 海外（米国）	-962	-422	-	-675	-351	-	-1,637	-772	-
経常利益	-619	-314	-	138	-425	-75.5	-480	-739	-
当期純利益（ATOP）	-823	-837	-	-216	-480	-	-1,040	-1,318	-

出所：同社決算資料及びIRファクトブックよりSIR作成

2Q Follow-up

GDO

Focus Points:

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フォーカス企業。中価格帯の弾道測定器事業SkyTrakを買収し、オフコースゴルフにも領域を拡大。

主要指標

株価 (8/21)	420
年初来高値 (24/1/9)	694
年初来安値 (24/8/20)	420
10年高値 (22/8/25)	2,250
10年安値 (15/1/23)	348
発行済株式数 (百万株)	18.274
時価総額 (10億円)	7.675
自己資本比率(6/30)	1.2%
24.12 PER (会予)	—x
24.12 EV/EBITDA (会予)	7.1x
24.12 PSR (会予)	0.14x
23.12 PBR (実績)	—x
24.12 DY (会予)	—%

6ヶ月株価日足



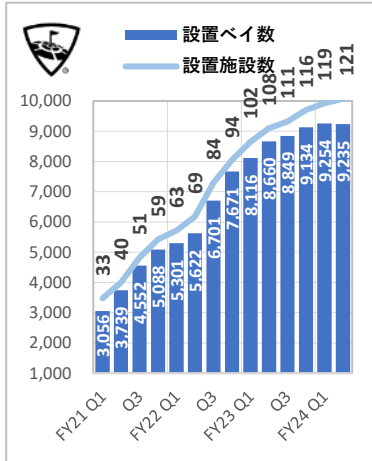
アナリスト
クリス・シュライバー CFA
research@sessapartners.co.jp



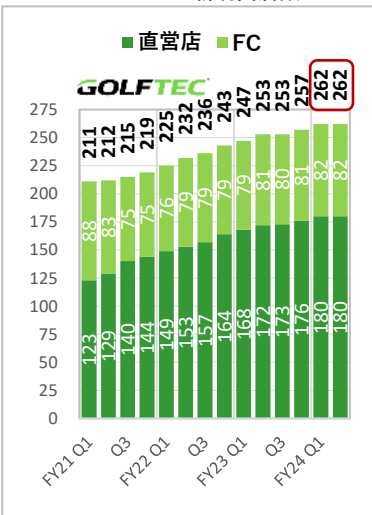
本レポートは株式会社ゴルフダイジェスト・オンラインからの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレマーをご覧ください。



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

✓ 日本の上期営業利益はリテールビジネスの粗利率が2Qから回復しているものの、1Qの77百万円の粗利減少により、前年同期比 91百万円減の 533百万円 (-14.7%) となった。1Q、2Qともに主なマイナス要因は、ゴルフ場業務システムの刷新・モダン化に伴うIT関連費用であった。

百万円、%	差額	%	
	YoY	YoY	
1Q 営業利益	45	-57	-55.6
2Q 営業利益	487	-35	-6.7
上期 営業利益	533	-91	-14.7

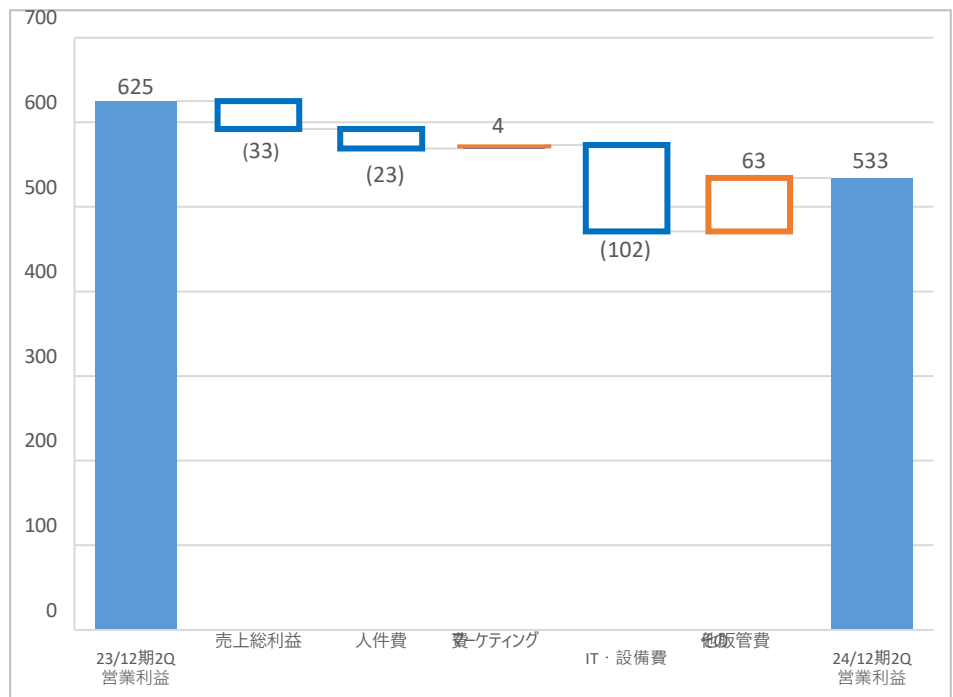
- 事業別の売上高動向で注目されるのは、国内海外・両セグメントの主力事業である国内・リテールビジネスと海外・ゴルフレッスンが、それぞれ2Qに入り前年同期比で大きく改善したことである（赤枠参照）。リテールビジネスの販売環境は厳しいものの、「下取り割」（17%増）や中古品販売（34%増）など独自のサービスが好調で、3月後半から粗利率は改善傾向にある。ゴルフレッスン事業のGOLFTECは、2023年後半のコーチ不足が響いたが、離職率の低下が下支えとなり、夏の繁忙期に向けてCash Salesが徐々に回復している。

24/12期 2Q累計事業別売上高と販管費の推移

百万円、%	FY24/12	金額	%	FY24/12	金額	%	FY24/12	金額	%
[J-GAAP]	1Q 実績	YoY	YoY	2Q 実績	YoY	YoY	上期実績	YoY	YoY
売上高	12,959	1,306	11.2	14,959	1,280	9.4	27,918	2,586	10.2
・国内	6,405	-156	-2.4	7,538	108	1.5	13,943	-48	-0.3
リテールビジネス	4,362	-148	-3.3	5,077	151	3.1	9,439	3	0
ゴルフ場ビジネス	1,132	-33	-2.8	1,455	-31	-2.1	2,587	-64	-2.4
練習場ビジネス	411	82	24.9	441	46	11.6	852	127	17.5
その他(メディア、レッスン等)	499	-57	-10.3	563	-58	-9.3	1,063	-115	-9.8
・海外(米国)	6,553	1,462	28.7	7,421	1,173	18.8	13,975	2,636	23.2
ゴルフレッスン	3,637	458	14.4	4,090	792	24	7,727	1,250	19.3
ゴルフ用品販売	1,268	231	22.3	1,846	445	31.8	3,115	676	27.7
ゴルフ弾道測定器	1,477	757	105.1	1,382	36	2.7	2,859	792	38.3
その他(連結相殺、その他)	169	16	10.5	101	-100	-49.8	271	-84	-23.7
販管費	4,869	600	14.1	5,213	533	11.4	10,083	1,133	12.7
対売上高比率	37.6%	0.9%	-	34.9%	0.7%	-	36.1%	0.8%	-
人件費	1,693	248	17.2	1,691	132	8.5	3,385	381	12.7
マーケティング関連費	816	118	16.9	1,063	181	20.5	1,880	299	18.9
IT・設備投資費	659	131	24.8	687	126	22.5	1,347	258	23.7
のれん等償却費	459	36	8.5	483	43	9.8	942	79	9.2
その他	1,239	64	5.4	1,287	49	4.0	2,527	113	4.7

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。

24/12期 2Q累計 国内セグメントの営業利益増減分析(百万円)



出所：同社IR決算説明資料よりSIR作成



- 1QフォローアップレポートのTOPICS「海外セグメントP/Lと 連結B/Sの為替影響分析」で説明したように、GDOグループにとって米ドル高は損益に影響し、利益と資産、損失と負債の両方を円換算で拡大させる。このことは、下のグラフからも明らかである。

✓弾道測定器事業SkyTrakは、プレミアムモデル「SkyTrak+」やホームスタジオ機器の販売が好調に推移し、引き続き営業利益に貢献。

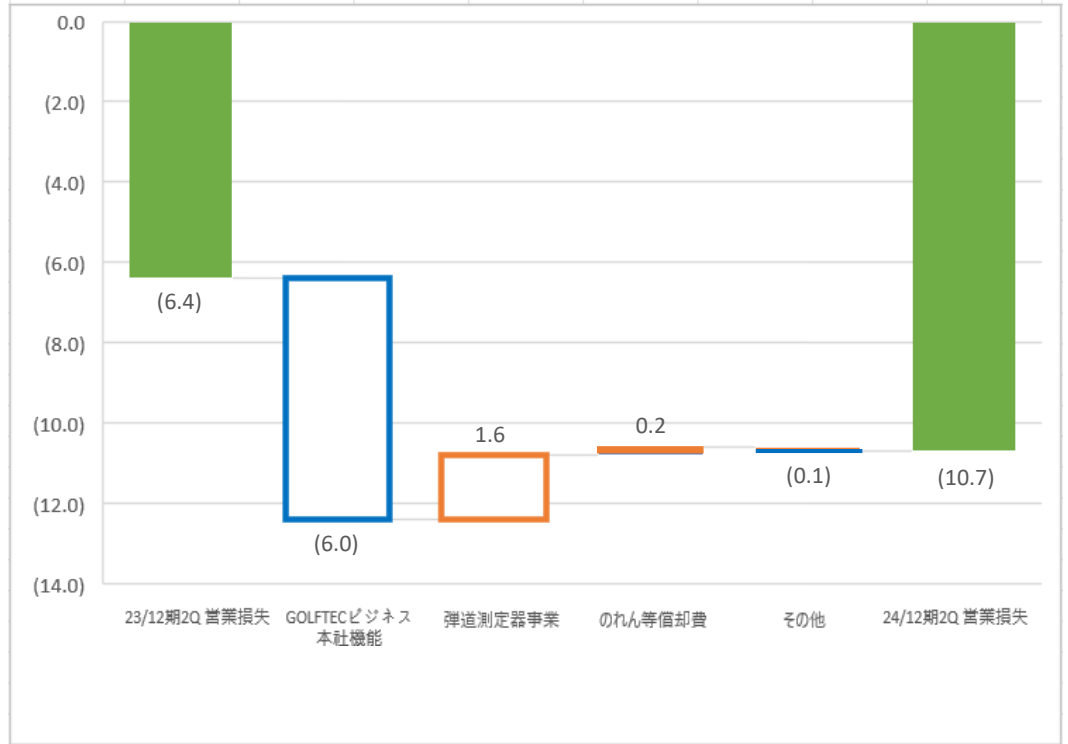
✓しかしながら、コーチ増員、積極的なマーケティング、直営店の新設や幹部の採用による管理費の増加、本社スタッフの増員、インフレなど、主にGOLFTEC事業における販管費の増加により営業赤字は拡大した。

✓円ベースでは、海外販管費（のれんおよび無形固定資産償却費を除く）が前年同期比34.9%増、円安の影響により同11.4%増となった。為替のマイナス影響も186百万円あった。

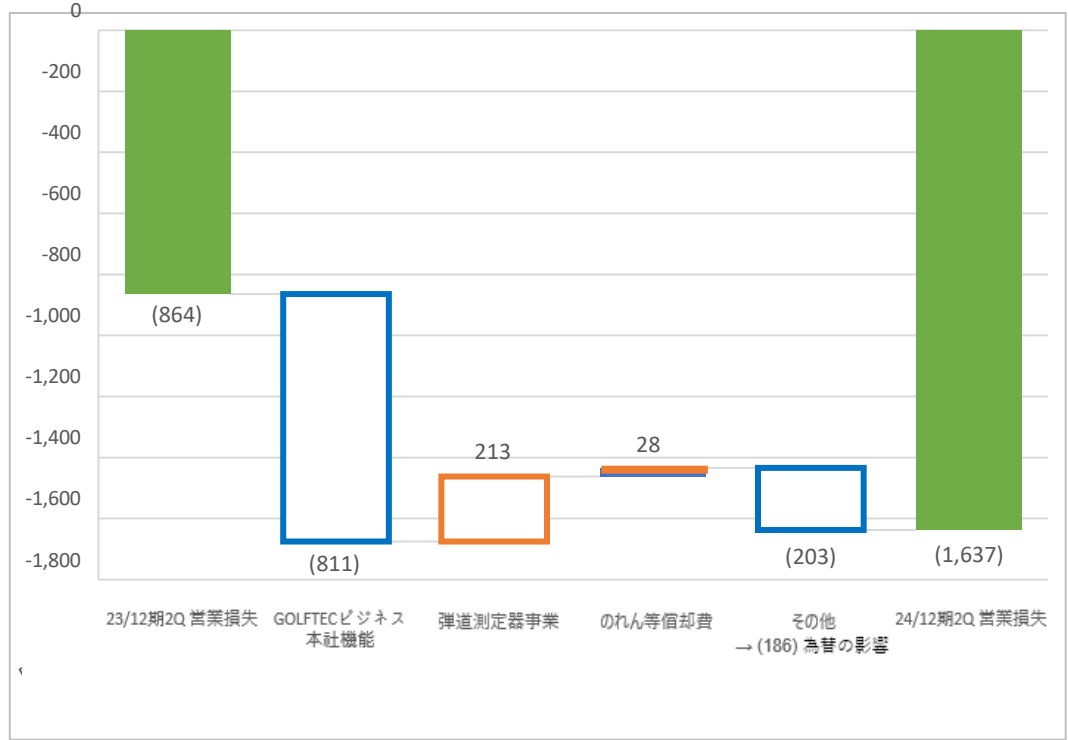
✓営業利益要因分析とは別に、円安が連結B/Sに与えた主な影響としては、ネット有利子負債が1Q末の26,720百万円から2Q末には28,883百万円（8.1%増）に増加したことが挙げられる。EV（企業価値）は基本的に自己株式を除いた時価総額+ネット有利子負債で計算されるため、EV/EBITDAの低下を緩やかにする効果がある。

百万円、%	差額	のれん等	
	YoY	償却費	
1Q 営業損失	-962	-422	459
2Q 営業損失	-675	-351	483
上期 営業損失	-1,637	-772	942

24/12期 2Q累計 海外セグメントの営業利益増減分析(百万米ドル)



24/12期 2Q累計 海外セグメントの営業利益増減分析(百万円)



出所：同社IR決算説明資料よりSIR作成

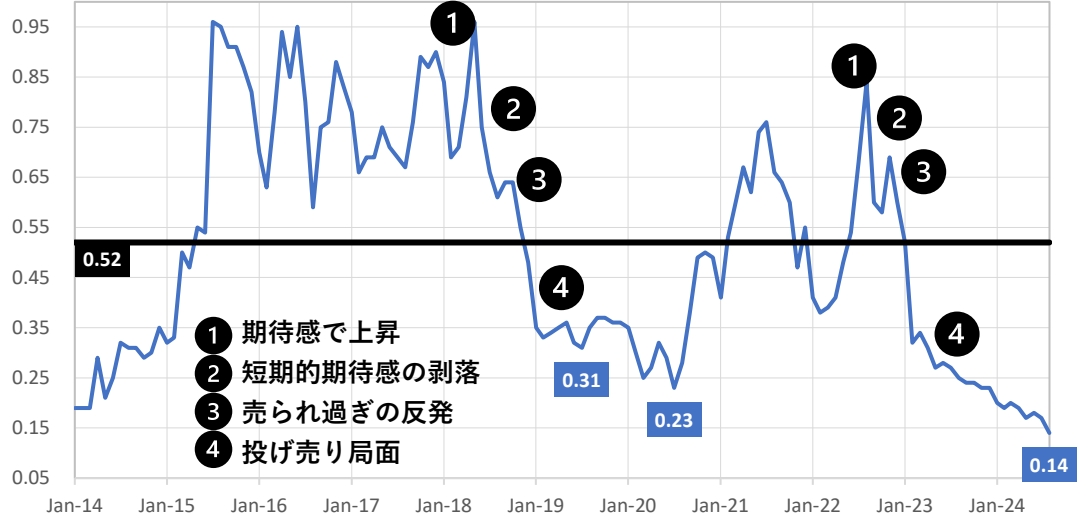


パフォーマンス & バリュエーション: **SESSA Smart Charts**

- ✓ 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月安値を大幅に下回っている。
- ✓ 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ものを手に入れた。



アナリストの見解



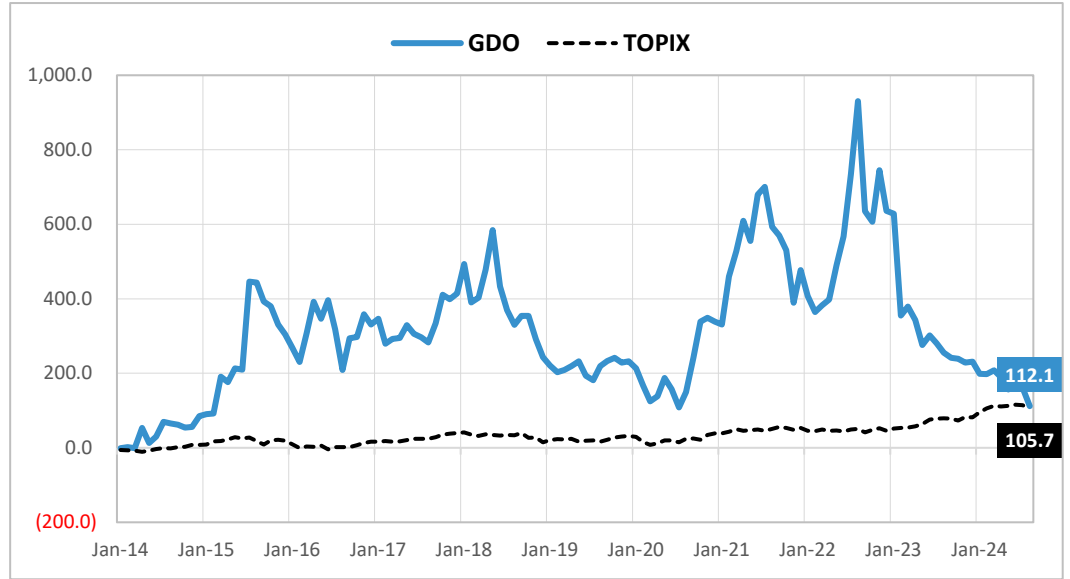
出所：SPEEDAデータよりSIR作成。24/12期のバリュエーションは同社売上高及びEBITDAに基づく。



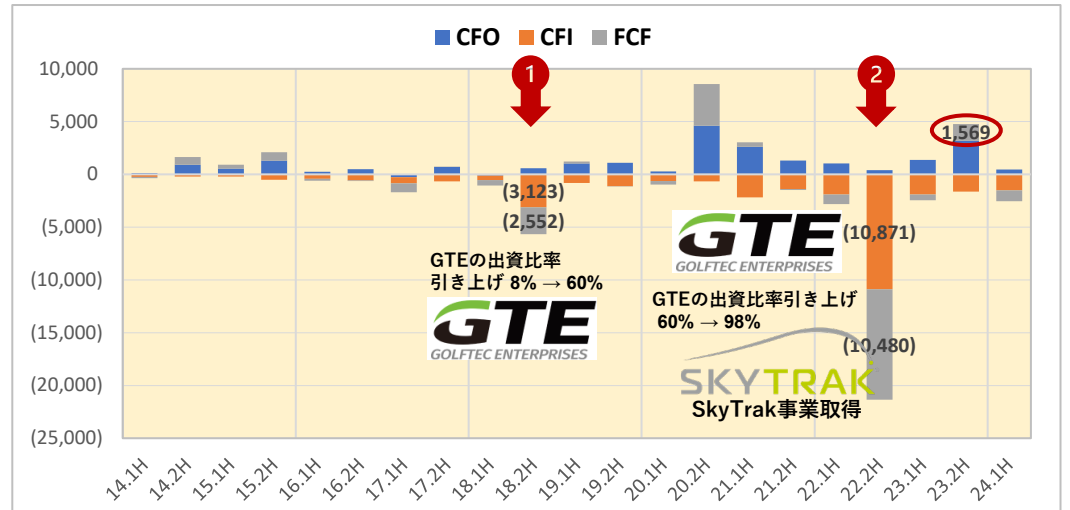
SkyTrak+
プレミアム ローンチモニター



10年間の月次相対パフォーマンス・チャート



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



出所：SPEEDAよりSIR作成

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 FCF=フリーキャッシュフロー

GOLFTECマンハッタンセンター
(ニューヨーク州)
4月17日-18日グランドオープン

旗艦センターとして、スカイトラックのショールームを併設する等、新しいデザインのセンター設計

一部の既存店舗も、マンハッタンセンターのデザインに沿ってリニューアル予定



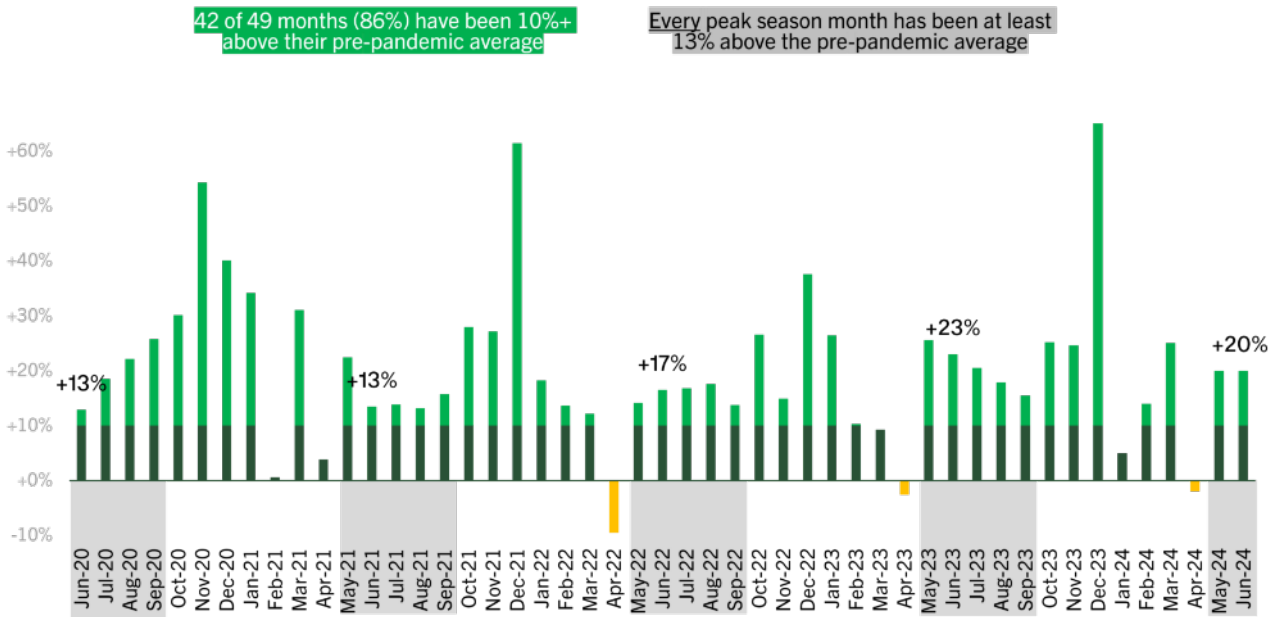
GDO



NGFが全米ラウンドのプレー数と用具小売売上高の今年中間データを公表

- 米国ゴルフ財団(NGF)とゴルフデータテックによる2024年6月の全国ラウンド数レポートによると、年間累計ラウンド数は、記録的な年となった2023年と比べて2.0%増加した。これは前年同期比では控えめな数字に見えるが、**ゴルフ需要がコロナ前の平均的な水準に戻るのではないかと懸念に反して、NGFの分析では、米国のゴルフ需要が依然として過去最高水準にあることが強調されている。**2017年～2019年の月平均を比較の基準とすると、過去49ヶ月のうちコロナ禍前に相当する月（黄色の棒グラフ、すべて4月）を下回ったのは3ヶ月のみであった。全てのピークシーズン月（グレーでハイライトされた5月～9月）では最小でも13%増となり、コロナ禍前の平均を上回っている。NGFのレポートは、ゴルフは天候や景気の影響を受けやすいものであるが、「ゴルフボール」のオンライン検索数が依然として高水準であることを指摘し、このトレンドが継続する蓋然性も概ね高いと結論づけている。
- ゴルフ用品メーカーから提供されたデータに基づき、NGFが米国のゴルフクラブ及びボールの出荷量の累積販売指数（2019年1月＝100）を作成したところ、2021年の販売量は2019年比で+34%、2023年の販売量は2021年比で+13%と、力強い成長が続いている。2024年5月末時点のデータに基づくと、ゴルフクラブとボールの売上高は前年比+3.0%、パンデミック前との比較では+55.0%となっている。ボールの伸び率は+7.0%で、クラブが+1.0%であるのに対し、ラウンド数のデータを反映している。いずれにせよ、プレーヤーの増加に伴い、ゴルフ用品の需要は伸び続けている。

米国内・月別ラウンド数
比率変化 対 コロナ禍前の同月平均(2017-19年)



出所：米国ゴルフ財団(NGF)による分析(2024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。

NGF



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

TOPTRACER RANGE
Japan partner

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重点を置いており、米国子会社であるGDO Sportsは米国と日本の橋渡し役。GOLFTEC Enterprisesは、世界250か所以上に広がるGOLFTECトレーニングセンターや、世界的ベストセラーの一般向けゴルフ弾道測定器SkyTrakなど、国際的なブランドポートフォリオを運営している。

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

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