

GENDA(9166 JP)

強いCF創出力を誇る、質の高いM&A巧者

エグゼクティブサマリー

GENDAは、アミューズメント施設やカラオケなどエンターテインメント業界において急成長を遂げている企業グループ(持株会社)である。弊社(以下、CGS)では、同社の最大の強みは、M&Aを成長ドライバーに、強いキャッシュフロー(CF)創出力を持っていることと考えている。特に、CGSが企業のCF創出力の質を計る上で重要視しているIncremental ROI(投下資本増加額に対する営業CF増加額のリターン)が約25%と、M&Aを成長戦略とするグローバル企業対比でも非常に優秀な数値を叩き出しており、CGSではこの水準が中長期的に維持されると予想している。そしてその中長期的なCF創出力を、GENDAと同様に成熟業界においてロールアップ型M&Aで成長する海外企業のValuationと比較した場合、GENDAの利益成長率1%あたりのEV/EBITDA倍率は、同比較対象企業より約70~80%ディスカウントされており、客観的にみて割安感が強いと分析している。

本レポートでは、同社のエクイティストーリーを主に以下の3つのポイントから考察し、解説していく。また、投資家の方々により深くエクイティストーリーを理解していただくために、代表取締役社長である申氏、及び取締役CFOである渡邊氏との議論の記録も掲載している(後日、バフェットコードに動画掲載予定)。

同社のエクイティストーリーの3つのポイントは以下の通り:

① GENDAのM&A戦略は、成功する可能性が高い。

プロ人材の集結、ロールアップ型を主体としていること、買収後の施策とその成果等、M&A戦略を支える構想、人的リソース、仕組みがそろっている。また日本において、高齢化に伴う未曾有の事業承継ニーズと、相対的に低いマルチプルで買収できる合理性が税制上存在すること、そして同国の低金利は、連続的に期待リターンの高いM&Aを可能にする大きな構造要因である。

② 27年度のEBITDAは23年度比5.5倍強の447億円になると予想。

本レポートの作成にあたり将来のM&A等に一定の前提・仮説を置いて27年度までの業績モデルをCGSがシミュレーションした。特に注目すべきは、シナジー効果が大きく発現すると想定される米国事業である。

③ 同社の利益成長1%あたりのマルチプルに上昇余地が残されている。

CGSが重視する利益成長1%あたりのValuationを、4つのドライバー(資本効率、CF転換率、利益成長のボラティリティ、及びキャピタルアロケーションの質)で分析した。その結果、GENDAと同様に、成熟業界においてロールアップ型M&Aで成長する海外企業のValuationと比較した際、客観的にみてGENDAは割安感が強く、同社のValuationに大きな上昇余地が残されていると考える。

CGSでは、2040年に世界一のエンタメ企業を目指すGENDAが、その第一フェーズとして、事業承継を軸に日本のエンタメ企業のロールアップをしていくことは合理的な選択肢だと考えている。そして世界に誇る日本のアニメ文化のフィジカルプラットフォームとして、世界を席巻していく未来に期待している。

株式会社Capital Growth Strategies

チームリサーチ

research@capital-gs.co.jp

株式会社GENDA(9166 JP)

株価(2024年10月17日)

2,498円

時価総額

1,914億円

年度(1月決算)	F24E	F25E	F26E	F27E
キャッシュEPS	70	102	152	219
キャッシュP/E	36x	25x	16x	11x
P/E	48x	37x	25x	17x
P/B	6x	5x	4x	3x
ROE	15%	14%	17%	21%
EV/EBITDA	14x	11x	8x	6x
配当利回り	0%	0%	0%	0%
Cash ROIC	14%	12%	12%	13%
営業CF転換率	58%	64%	67%	68%
営業CF増加額+ 投下資本増加額	5%	20%	22%	27%

目次

エグゼクティブサマリー	01
エクイティストーリー① GENDAのM&A戦略は、成功する可能性が高い	03
エクイティストーリー② 27年度のEBITDAは23年度比5.5倍の447億円へ*	08
エクイティストーリー③ 成長1%あたりのマルチプルに大きな拡大余地がある	14
会社概要とビジネスモデル	21
TAM(Total Addressable Market)への考察	23
リスク要因	25
CEO・CFOとの対談	26
CGSによる業績予想モデル	31

*CGSによる業績予想

エクイティストーリー① GENDAのM&A戦略は、成功する可能性が高い

サマリー:

GENDAのM&A戦略は、人材(M&A、事業運営、DXのプロ)、構想(ロールアップ型が主軸)、仕組み(会議体、買収案件のソーシング、買収後のシナジーなど)などの経営基盤と、日本の優位な外部環境(高齢化、税制度、低金利)に支えられており、継続的な成功が可能と考える。特に買収後のシナジーは、既に高いパフォーマンスを実証している。さらにDXチームにおいては、差別化されたモデル構築に寄与することが期待されている。

以下、理由を述べる。

I. M&Aのプロ人材が集結している。持ち株会社GENDAは、エンタメ事業に精通した経営人材、M&Aプロセスに精通した金融・弁護士・会計士人材、DX人材などのプロフェッショナルで構成され、高いパフォーマンスが発揮できている。そのため、外部に頼る部分が少なく、スピード(決定、執行)が速く、買収金額も抑えられている。

II. 外部環境も、重要なサポート要因である。日本には、オーナー経営者の高齢化に伴う未曾有の事業承継ニーズ、比較的割安で買収できる合理性が存在する。これらは世界でも稀な条件であり、大いに注目すべきポイントであろう。また、低金利も日本での投資環境を優位にしている。

III. ゲームセンター業界やカラオケ業界に対するロールアップ型(比較的小規模事業者が多い業界で連続的に同じ業界の企業を買収していく手法)が主軸のため、経営リスクが小さい一方で、スケールメリットを出し易く、結果的に買収金額を抑えられる。

IV. PMIによるシナジー効果(Post Merger Integration、M&A成立後に行われる統合作業=買収シナジー)が順調に発現している。

V. 既に34件のM&Aを実行しており、今後買収される企業からの信用度が高まり易い。また、グループ内の人脈を通じたダイレクトソーシングに加え、100社以上のM&A仲介会社とのネットワークも活かし、年間のソーシング案件数は約200件に上る。これらは信用力と人的ネットワークの結果とも言える。

VI. GENDAのEV/EBITDAは14倍(24年度CGS予想)であり、EV/EBITDA数倍の企業を買収することや買収後のシナジー効果を発揮することで、企業価値を高め易い。自社株を活用した買収も容易になる。資金回収も早く、低金利の恩恵(GENDAの借入金利は1%台)も受ける。

以下、上記の重要ポイントについて詳細を述べる。

I. プロ人材が集結

○ 本社105名のうち、34名が管理系人材、71名がテック系人材である。管理系人材の内訳として、M&Aチームが約20名(経営幹部含まず)、人事総務等管理系スタッフが十数名。M&Aチームには、外資系投資銀行出身者(申社長、渡邊CFOはゴールドマンサックス出身)、コンサルティングファーム出身者、FAS出身者、M&Aファイナンスの銀行出身者、弁護士、公認会計士、など多彩なM&A人材が集結している。そのため、ソーシング(買収候補企業の収集や調査)から、デューデリジェンス(被買収企業の経営状況、財務状況、リスク要因等の調査)を含めた買収実務、買収後のPMIまで、トータルに行える。また、専門部隊のため、多数の案件を同時並行で執行することが可能になっている。

エクイティストーリー① GENDAのM&A戦略は、成功する可能性が高い

○ M&Aに関しては、「投資委員会」で審議された後、取締役会で決議される。投資委員会は、片岡会長、申社長、渡邊CFO、羽原CSOの4名の社内取締役と執行役員の下宮氏(アミューズメント施設事業最高責任者)の計5名で構成。5名で総株式数の約2割を保有し、株主の代表として「1株あたりの株式価値」の向上に資するかどうかを吟味している。また、片岡会長はソーシングを含めたM&A業務に主要な時間を費やしているとのこと。

○ テック系人材の採用を積極的に行い、PMIIにDXを活用している。同社のテック系人材が買収した企業に入り、システム整備などのサポートを行う。また、現場の問題解決に、積極的にDXを活用している。ゲームセンターやカラオケボックスの現場作業は外部から見えにくい、エクセルやマンパワーを使った非効率な作業も多い。そのため、DXの余地が大きい。また、自社アプリ等を通してデジタルマーケティングの施策向上にも寄与していく予定。決算説明会では、アプリのクーポン(回数券)を使った集客事例やプライズゲーム景品の調達フローのDX化事例などが紹介されている。

II. 世界でも稀な外部環境も、重要なサポート要因

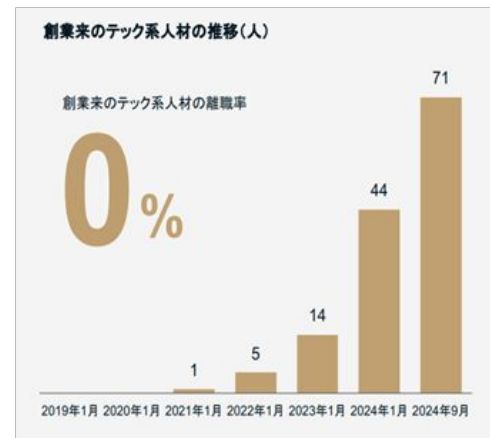
○ GENDAが連続的なM&Aを行える背景には、次の外部要因も大きい: ①高齢化に伴う事業承継ニーズの拡大、②相対的に低い買収Valuationを可能にする合理的な理由の存在、③低金利。

① GENDAのM&A戦略の背景には、日本の未曾有の事業承継ニーズがあることは大いに注目すべきであろう。優良な事業に後継者がおらず受け皿を求めているという現象が、至る所で発生している。

② 加えて、事業承継のM&Aでは、通常のM&Aでは考えにくい相対的に低いValuationが、合理的に正当化出来る。オーナー経営者の事業承継のM&Aでは、売却しないという選択肢よりも、通常より低めのValuationでの売却を選ぶ方がメリットになる要素が多いからである。例えば、将来の事業利益には法人税、所得税など高い税金がかかり、そのうえ事業を保有しオーナーが亡くなった際には相続税が最高で55%かかる。しかし、今事業売却を選べば、20.3%のキャピタルゲイン課税という相対的に低い税率で、将来分の資金を、健康寿命のうちに手に入れることが出来る。エンタメ業界では、FCF/ EBITDAの転換率は平均50%前後である(差分は主に税金と設備投資)。つまり、将来FCF6-10年分での売却は、EBITDA3-5年分での売却と同じ程度の金額となり、EV/EBITDA3-5倍が正当化されることになる。

③ 最後に、日本の低金利は、同社のM&A戦略にとって投資利回りという視点で見ても投資家の利益に大きく影響している。例えば、上記のEBITDA3~5年回収モデルのM&Aは、EBITDAベースで20~30%、FCFで10~15%での運用利回りとなる。つまり、金利1%で資金を借りて、年率10~15%のFCFリターンで運用できる投資となる。加えて、財務レバレッジ効果で株主資本に対するリターンは飛躍的に高まる。例えば、EBITDA10億円、FCF5億円の会社を、EV 40億円 (EV/EBITDA4.0倍)で、38億円の借入れと2億円の自己資金(尚、同社のM&Aは全額負債が主)で買収したケースを考えよう。FCF 5億円に対して、金利は僅か2,700万円(38億円×1%×(1-30%))、同社のM&A借入条件である8年均等返済とすると、株主のリターン(IRR)は約32%となる。そしてこれはPMI効果を全く含まない数値である。仮にEBITDAが1年目のみ30%成長と仮定するだけで株主資本に対するIRRは約100%まで高まるため、この場合、投資された株主資本は毎年倍増していくことが期待できる(具体例は、後述するIV.期待できるシナジー効果の事例1を参照されたい)。別の見方をすれば、資本コストを10%、永久成長率を0%と仮定すると、FCF5億円÷10%で企業価値は50億円、負債38億円を控除して株式価値は12億円。つまり一つの投資で株主資本2億円を12億円に増やすM&Aが、日本の低金利による財務レバレッジで実現できるというわけだ。全額借入など、対象会社のCFに依拠しない資金調達ができるのも事業会社としての強みである。

図表1: GENDA のテック系人材の推移



(出所: 会社決算説明会資料)

エクイティストーリー① GENDAのM&A戦略は、成功する可能性が高い

Ⅲ.ロールアップ型中心の M&Aスタイル

○ ロールアップ型M&Aとは、比較的小規模事業者が多い業界で連続的に同じ業界の企業を買収していく手法。GENDAは、ゲームセンター市場でロールアップ型M&Aを駆使して急成長を実現してきた。34社の買収案件のうち、16件は国内ゲームセンターの買収である。

○ ロールアップ型M&Aの利点は、①スケールメリットを出し易い(重複機能の統合でコストを削減)、②シナジー効果が創出しやすい(GENDAからのサポート、ノウハウ移管、グループ企業との連携)、③急成長が可能、④ブランド強化と市場での存在感向上、⑤低Valuationでの買収が可能で資金回収が早い、⑥業界再編の促進による競争緩和。

○ 国内でのゲームセンターのロールアップ型M&Aの余地はまだ十分にあると考える。ゲームセンターでのGENDAのシェアは10%強で3位。上位5社で市場(金額)の5割程度のシェアを握るが、残り5割に100社程度の中小企業が存在する。これらの中小企業を買収することによる成長余地は大きい。他のゲームセンター企業はM&Aに積極的ではなく、またGENDAほどのM&A執行能力を持ち合わせているとは思えない。

図表 2：国内ゲームセンター市場の各社売上規模

(単位 百万円)	23年度実績	24年度計画
バンダイナムコアミュージズメント*	85,400	90,000
イオンファンタジー	64,400	67,000
GENDA	50,000	63,000
タイトー*	61,500	NA
ラウンドワン	49,500	49,500
5社計	310,800	
カプコン	19,300	22,000

(注) バンダイナムコアミュージズメントの売上には海外売上を含む。
タイトーの売上には機器売上を含む。

(出所；各社の決算説明会資料等から CGS 作成)

Ⅳ.期待できるシナジー効果

○ 買収した企業を順調に成長させ、シナジー効果を得て業績拡大に寄与させている。非製造業の買収後のシナジーは、①売上拡大、②原価低減(購買スケールメリット、ミックス改善、値上げによるマージン向上等)、③機能統合や生産性向上による販売管理費削減、になる。

○ 毎月行われる「GENDAグループ経営会議」でシナジーを管理している。この会議は各グループ会社のトップが参加し、お互いギブ&テイクの方針のもと、シナジー企画案をその場で即時に意思決定を行っている。

エクイティストーリー① GENDAのM&A戦略は、成功する可能性が高い

図表3：GENDA グループ経営会議によるシナジー管理体制



○ PMIの能力を発揮しているいくつかの事例を示す。

(事例1)ゲームセンターの早い資金回収

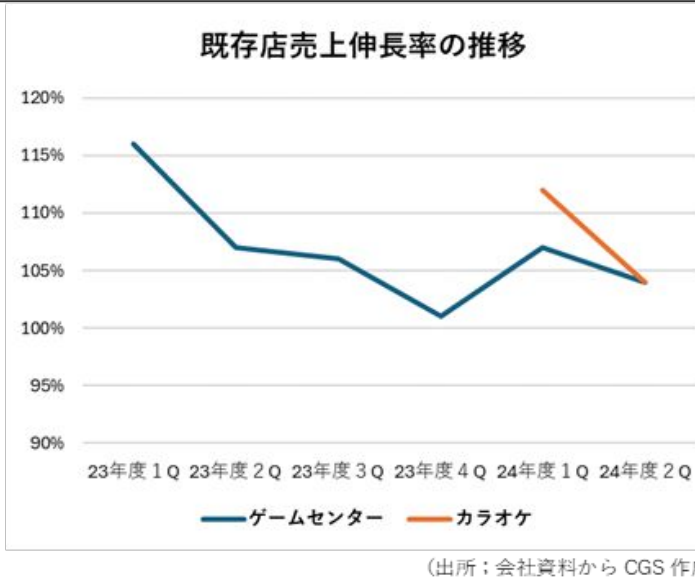
プライズゲームが主要なゲームセンターでは、スケールメリットが大きい。例えば、驚異的な売上成果の出たTWICE景品の独占的なキャンペーンは、5店舗では扱えないが、GENDAグループに加われれば取り扱いが可能となる。結果として、M&A後のゲームセンターは全てがEBITDAを大きく伸ばしている。GENDAの開示資料によると、20店舗の宝島は2年強、18店舗のスガイティノスと4店舗のエービスは1.5年で資金回収が完了しているなど、相当に早いペースでの資金回収が実証されている。

(事例2)ゲームセンターやカラオケボックスでの売上拡大。

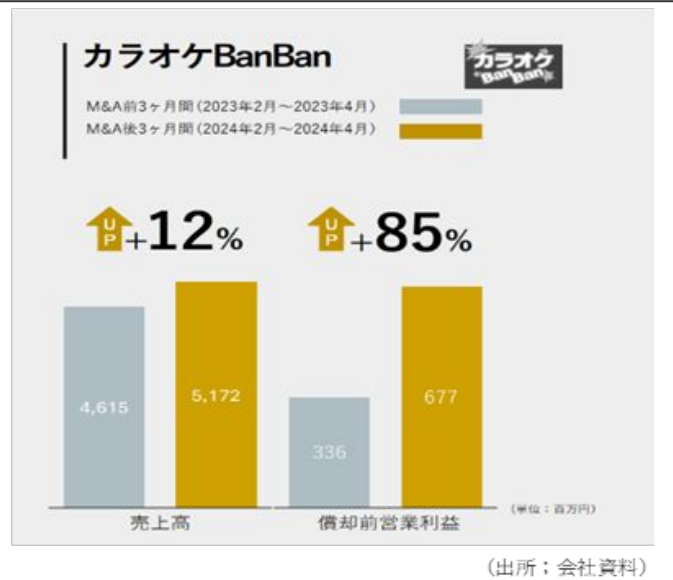
24年度の既存店売上は、ゲームセンターで1Q7%増、2Q4%増、カラオケボックスで1Q12%増、2Q4%増と好調に推移している。ゲームセンターの限界利益率は70%、カラオケボックスの限界利益率は90%と高いため、売上拡大の効果は大きい。カラオケボックスのEBITDAは、買収後3ヶ月で85%増加した。ゲームセンターでは、GiGOの優良景品の共有化、アニメ等IPを使った企画、プライズゲーム主体への改装、アプリ販促共有など、様々な営業施策が展開されている。カラオケボックスでは、料金設定の適正化、ゲームセンターとの販促連携、IPコラボ、などの売上拡大策を実行。売上拡大で収益性が上がるだけでなく、従業員のモチベーションを高める効果も期待できる。

エクイティストーリー① GENDAのM&A戦略は、成功する可能性が高い

図表 4 : GENDA 既存店売上伸長率



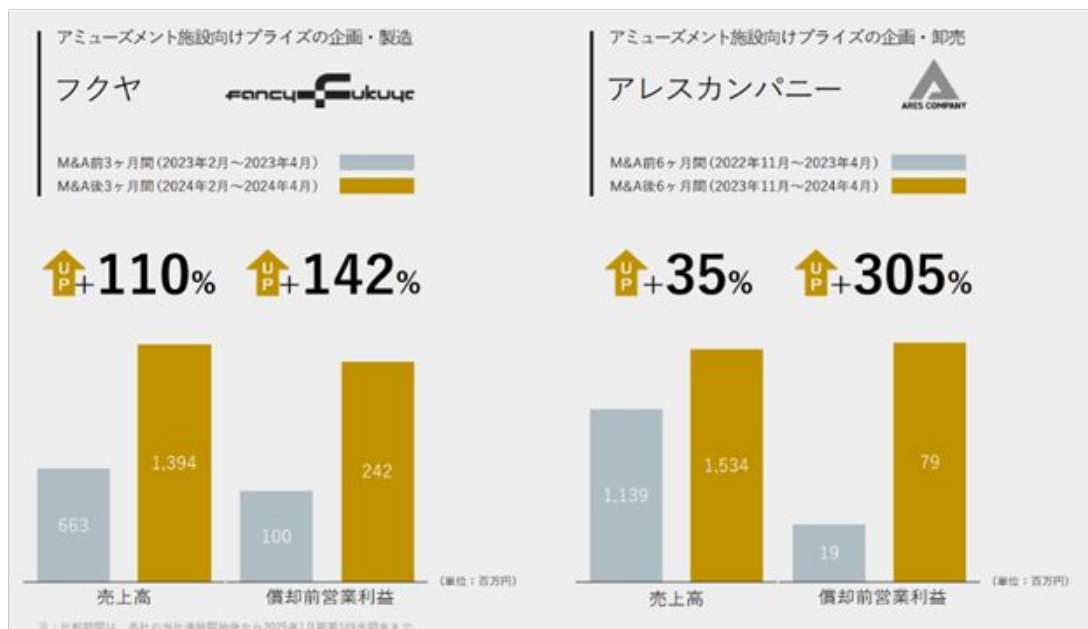
図表 5 : GENDA による買収後シナジー創出例 (シン・コーポレーション)



(事例3)プライズ企業(ゲームセンターの景品)の業績伸長。

23年10月に株式会社アレスカンパニー、24年1月に株式会社フクヤホールディングスをそれぞれ買収し、その後売上増と収益性が向上した。GENDAグループ向けの売上が伸びた他、取引先と商品のクロスセルも売上増に貢献した。仕入れや機能の共有化によるコスト削減等により、収益性の向上に繋がった。

図表 6 : GENDA による買収後シナジー創出例 (プライズ企業)



(出所：会社資料)

エクイティストーリー② 27年度のEBITDAは23年度比5.5倍の447億円へ*

*CGSによる業績モデルに基づく予想

サマリー:

M&A等で前提条件を設けCGSが業績モデルをシミュレーションした結果、27年度のEBITDA 447億円(23年度比5.5倍)、EBITA 276億円(同5.0倍)、キャッシュEPSは219円(同3.5倍)となった。EBITAでは、M&Aの貢献と北米事業他シナジー効果が大きい。北米事業は、買収予定のNEN店舗のリニューアル効果(改装する店舗の売上が80%増になる前提)で27年度までに37億円のEBITA増を見込む。リニューアル効果がさらに大きければ、利益の上積みも期待できよう。

※同社は、将来のM&Aの不確実性を鑑み、中長期経営目標を公表していない。CGSでは、M&Aを含め一定の前提を置いて、27年度までの業績予想作成を試みた。M&Aやその後のシナジーは前提通りに行かないリスクが高い点を注意して頂き、将来業績の数字のイメージを持って頂きたい。

○ CGS予想におけるM&Aにおける前提条件は、以下の通りである。

- ① M&A投資額は、24年度180億円(株式交換分による取得分を含めれば212億円、公表済みの案件のみ)、25年度以降は年間300億円。全て借入金による現金での買収で、エクイティファイナンスは想定しない。
- ② 25年度以降のM&A投資の買収ValuationはEV/EBITDA5倍。
- ③ 300億円のM&A投資に対するリターン・資産は、売上360億円、EBITDA60億円、EBITA36億円、総資産300億円、のれん代150億円。ただし、初年度は半分の6ヶ月分。
- ④ 年間のM&Aアドバイザー費用は10億円(のれん代同様に税効果のない費用)。
- ⑤ PMI効果や設備投資で、買収後3年後にEBITDAは20%増加。

○ M&A以外の主だった前提条件は、以下の通りである。

- ① 売上高の8-10%の設備投資を毎年実施する(新店投資+既存店投資)。
- ② 既存事業の売上成長率は年7%(新店効果5%+既存店成長2%)。
- ③ 米国のNENは27年度に売上高が1.6倍(23年度比)、売上高EBITDA比率20%(北米事業全体で19%)の企業に成長する。

○ 上記の前提で作成したCGS業績モデルのシミュレーションは以下の通り。

27年度(28年1月期)の売上高2,495億円(24年度からのCAGR 31%)、EBITDA447億円(同CAGR 45%)、EBITA(のれん償却前営業利益)276億円(同CAGR 43%)、キャッシュEPS(のれん代償却を除くEPS)は219円(同CAGR 46%)。詳細は図表7~12を参照されたい。

エクイティストーリー② 27年度のEBITDAは23年度比5.5倍の447億円へ*

*CGSによる業績モデルに基づく予想

○ CGSは、同社同様にEBITDA、EBITA(のれん償却前営業利益)、キャッシュEPSを重要視したい。同社の成長ドライバーがM&Aである以上、のれん代償却を除いた指標が同社の実態に近いと考える。

図表7： GENDA の中長期成長予想 (CGS 予想値)

(単位 百万円)	23年度	24年度E	25年度E	26年度E	27年度E	CAGR*
売上高	55,697	109,798	152,568	199,750	249,478	31%
EBITDA	8,102	14,700	22,840	33,108	44,731	45%
(売上比)	14.5%	13.4%	15.0%	16.6%	17.9%	
EBITA	5,553	9,357	13,154	19,511	27,633	43%
(売上比)	10.0%	8.5%	8.6%	9.8%	11.1%	
のれん代償却	181	1,380	2,630	4,130	5,630	60%
営業利益	5,370	7,977	10,524	15,381	22,003	40%
のれん償却前当期利益	4,359	5,339	7,737	11,608	16,661	46%
当期利益	4,178	3,959	5,107	7,478	11,031	41%
キャッシュEPS	63	70	101	152	219	46%
EPS	60	52	67	98	145	41%
BPS	281	445	512	610	748	19%
ネット有利子負債	6,611	18,053	48,786	74,751	94,845	

* 24年度E～27年度EまでのCAGR

(出所：CGS 予想モデル)

○ 図表8に、EBITDA、EBITA、営業利益について24年度予想と27年度を比較し、要因別に増加額を表示した。EBITAで見た場合、183億円増加する予想だが、内訳は、①25年度以降のM&A寄与100億円、②北米事業の寄与34億円、③24年度国内M&A寄与23億円(うちPMI効果13億円)、④既存国内事業(主にゲームセンター)の増益40億円、⑤本社経費増△13億円となる。

図表8： GENDA の中長期成長ドライバー予想 (CGS 予想値)

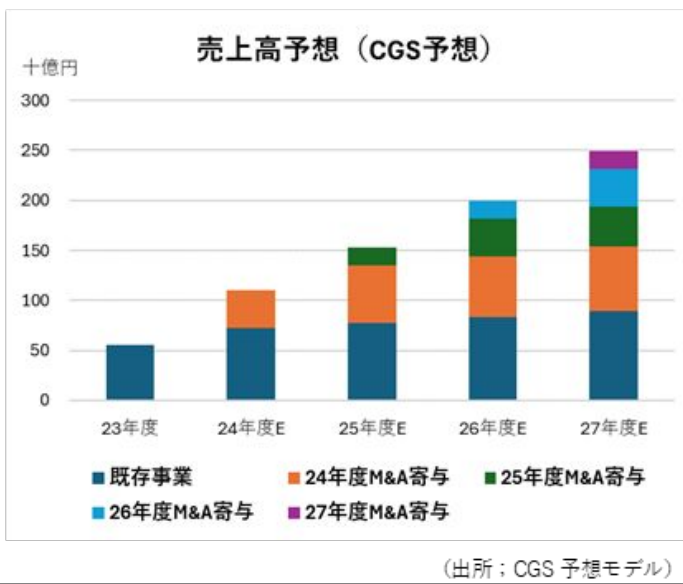
(単位 百万円)	EBITDA	減価償却費	EBITA	のれん代償却	営業利益
24年度予想	14,700	5,343	9,357	1,380	7,977
既存事業増減	6,816	2,855	3,961	0	3,961
米国事業増減	4,700	1,300	3,400	260	3,140
24年度国内M&A寄与	3,261	1,000	2,261	240	2,021
25年度M&A寄与	7,144	2,800	4,344	1,500	2,844
26年度M&A寄与	6,426	2,600	3,826	1,500	2,326
27年度M&A寄与	3,000	1,200	1,800	750	1,050
本社経費増	-1,316	0	-1,316	0	-1,316
増減合計	30,031	11,755	18,276	4,250	14,026
27年度予想	44,731	17,098	27,633	5,630	22,003

(出所：CGS 予想モデル)

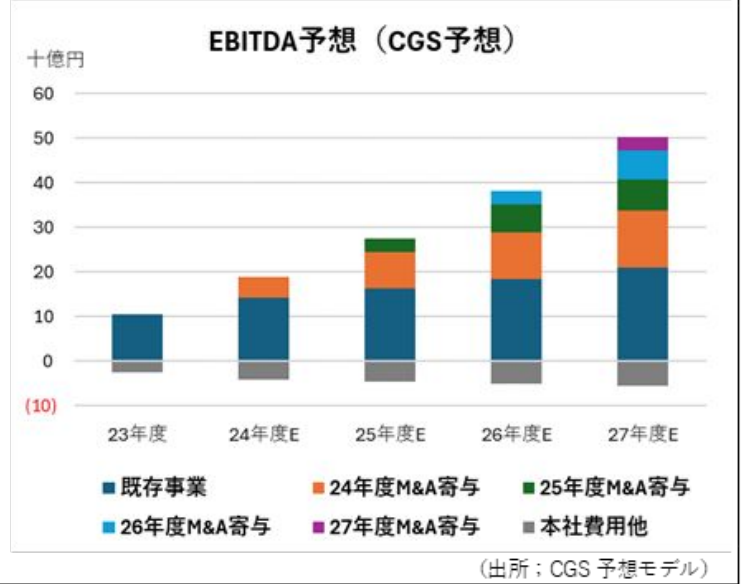
エクイティストリー② 27年度のEBITDAは23年度比5.5倍の447億円へ*

*CGSによる業績モデルに基づく予想

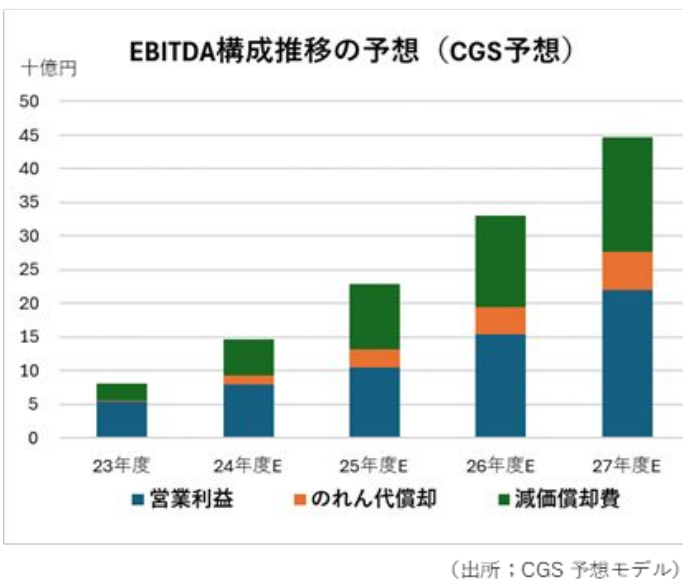
図表9：売上高成長予想と成長ドライバー



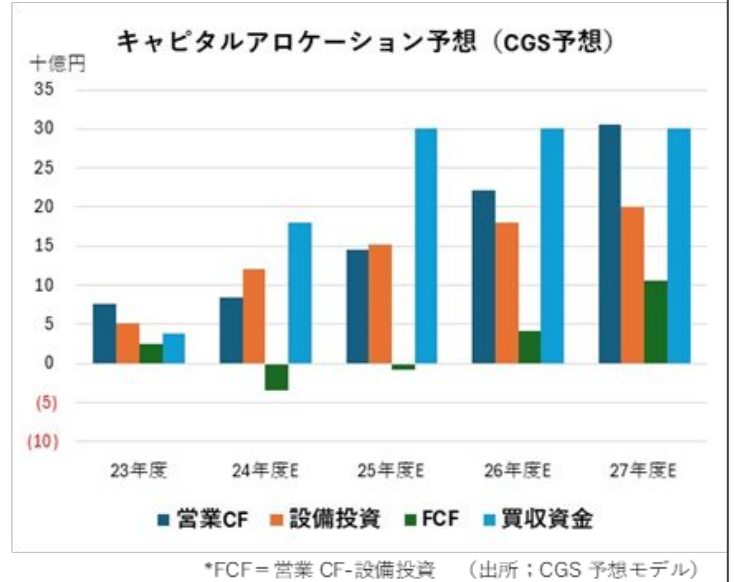
図表10：EBITDA 成長予想と成長ドライバー



図表11：EBITDA 構成要素の予想



図表12：キャピタルアロケーション予想



○ 25年度以降のM&AのEV/EBITDA倍率の前提を5倍としたのは、過去の実績からの判断。M&Aの買収金額とEBITDA両方が公開されている案件は、シラム、音通、NENの3社で、買収時のEV/EBITDAは、各々1.8倍、5.8倍、3.6倍。シン・コーポレーションは買収金額51億円(78.59%出資)のみ有報で開示されている。シン・コーポレーションの24年度のEBITDAは20億円と予想(CGS予想)され、シナジー込みのEV/EBITDAは3.3倍となる。また、23年度に実行した13件のM&A投資額は72億円(有報開示)と推定され、同13件合計の24年度のEBITDA14億円(CGS予想、24年度上半期の公表EBITDA7億円の2倍で推定)でのEBITDA倍率は約5倍。ただし、買収した企業に多くの現預金(31億円)があり、実際のEV/EBITDA倍率は3倍程度である。以上から、CGSのEV/EBITDA倍率5倍の前提は、無理な水準ではないと考える。

エクイティストーリー② 27年度のEBITDAは23年度比5.5倍の447億円へ*

*CGSによる業績モデルに基づく予想

図表 13: GENDA の過去の買収 Valuation 及び予想モデル上の買収前提 (CGS 予想値)

(単位 百万円)	買収金額	EV	売上高	EV/S	EBITDA	EV/EBITDA	参考
		"A"	"B"	"A/B"	"C"	"A/C"	
シン・コーポレーション	5,108	6,500	17,927	0.4x	NA		78.59%出資
シトラム	4,000	1,980	2,290	0.9x	1,100	1.8x	
音通	6,700	6,300	4,500	1.4x	1,080	5.8x	
NEN	4,060	4,060	14,000	0.3x	1,120	3.6x	
300億円買収のモデル(CGS予想)	30,000	30,000	36,000	0.8x	6,000	5.0x	

(出所: 会社資料、CGS 予想モデル)

北米アミューズメント事業のシナジー効果は期待大

○ CGSは、特に米国事業の成長に注目している。24年度の米国事業の売上(Kiddleton社)は40億円、EBITDAは6億円の予想(会社予想と同じ)だが、NEN(National Entertainment Network)の買収効果(PMI効果含む)は大きく、27年度には売上高284億円、EBITDA53億円に拡大すると予想する。

○ このように米国事業が急拡大し、かつ成功を収めると考える主要因は、24年年内に買収予定のNENの機器や景品を魅力ある日本の「Kawaii」スタイルにリニューアルする効果が大きく、1店舗あたりの売上を80%程度引き上げることが十分に可能であると予想するためである。

図表 14: 「Kawaii」を軸に展開する GENDA の米国事業

日本の「Kawaii」を全米に展開!

ここでしか手に入らない商品や体験を提供し、独自性を追求。グループ内のシナジー効果を活かし、グローバルに展開。筐体は伍彩が提供し、プライズはアレスとフクヤから輸出し、日本の「Kawaii」をKiddletonとNENが米国8,800箇所に提供。

GENDA



「Kawaii」全米へ



(出所: 会社資料)

エクイティストーリー② 27年度のEBITDAは23年度比5.5倍の447億円へ*

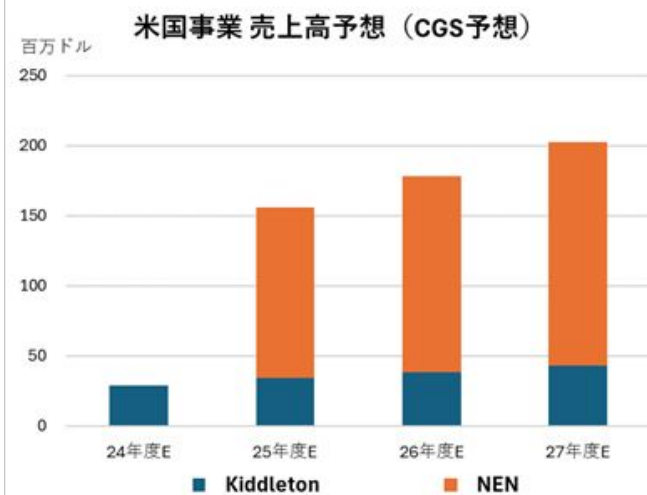
*CGSによる業績モデルに基づく予想

○ NENは、全米最大の約8,000カ所のミニロケアミューズメント施設を運営している企業。主な店舗は、ウォルマートやデニーズなどの店内にある。ミニロケアミューズメントとは、無人営業の小規模なアミューズメント施設のことを指す。GENDAは、2019年にラウンドワンと合弁(Kiddleton)で、米国のアミューズメント施設の運営を開始。22年には100%子会社化し、ミニロケ中心に規模を拡大してきた。Kiddleton運営で成功してきた「Kawaii」スタイルのプライズゲームは、NENのロケーションでも十分に通用するとCGSは考えている。既に、リニューアルテストを何カ所か実施しており、結果は良好のようだ。

○ CGSの27年度の北米事業の売上予想は、以下のグラフの通り284億円。前提は、NENの8,000カ所のうち6,000カ所程度が25-27年度の3年間で順次リニューアルされ、リニューアルした拠点の売上は80%増になる前提。NENの売上は23年度で1億ドルだが、27年度には1.6億ドル、224億円(140円/ドル前提)を見込む。リニューアルによる売上増を80%増の前提としたのは、「kawaii」スタイルのKiddletonのミニロケの1店あたり売上高が、NENの3倍であることから導き出しているが、未知数の部分も大きいいため保守的な数字とした。

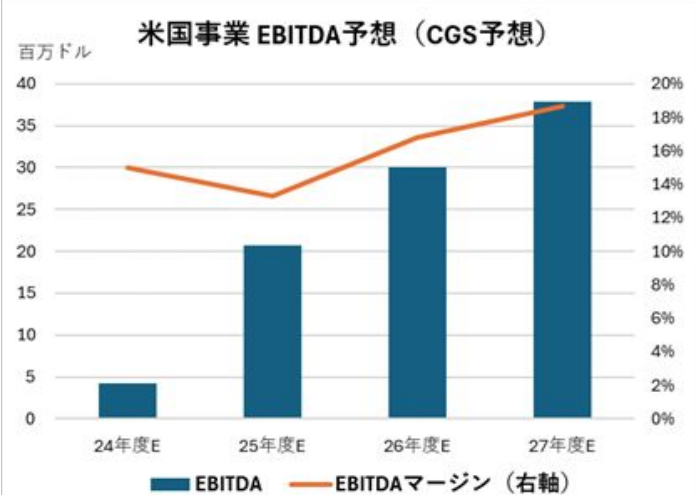
○ 北米事業のEBITDAは、27年度に53億円を見込んだ。24年度のKiddletonのEBITDAは6億円、23年度のNENのEBITDAは11億円(140円/ドル前提)。計17億円のEBITDAが3倍強増加するシナリオである。北米事業の売上高EBITDAマージンは、27年度で19%を予想する。同マージンは、Kiddletonの24年度予想で15%、NENの23年度実績で8%に過ぎないが、リニューアルによる増収効果が大きく貢献すると考える。

図表 15：米国事業の売上高成長予想とドライバー



(出所：CGS 予想モデル)

図表 16：米国事業の EBITDA 成長予想



(出所：CGS 予想モデル)

○ EBITDAマージンが大幅に上昇すると見込むのは、プライズゲームの限界利益率が5割強と高く、増収効果が大きいいため。図表17にその試算モデルを示した。NEN店舗の75%を占める6,000店の売上が80%増加すれば、売上高は84億円、限界利益は46億円増加する。売上増やベースアップ等に伴う減価償却費以外の固定費増を13億円見込むと(情報がなため仮の推定値)、33億円のEBITDA増と計算できる。なお、リニューアル店舗の売上が2倍になれば、CGS予想よりさらに12億円の限界利益増効果が見込める。

エクイティストーリー② 27年度のEBITDAは23年度比5.5倍の447億円へ*

*CGSによる業績モデルに基づく予想

図表 17: プライズゲームの高い限界利益率が、EBITDA マージン拡大へ寄与する

	店舗数	23年度売上	27年度売上E	23⇒27成長率	売上増加分	限界利益増
リニューアル店舗	6,000	\$75	\$135	180%	\$60	\$33
非リニューアル店舗	2,000	\$25	\$25	100%	\$0	\$0
計		\$100	\$160	160%	\$60	\$33
円ベース (140円/ドル)		JPY 14,000	JPY 22,400		JPY 8,400	JPY 4,620

*売上・限界利益単位：百万ドル、百万円

参考；リニューアル売上2倍シナリオ

	店舗数	23年度売上	27年度売上E	23⇒27成長率	売上増加分	限界利益増
リニューアル店舗	6,000	\$75	\$150	200%	\$75	\$41
非リニューアル店舗	2,000	\$25	\$25	100%	\$0	\$0
計		\$100	\$175	175%	\$75	\$41
円ベース (140円/ドル)		JPY 14,000	JPY 24,500		JPY 10,500	JPY 5,775

*売上・限界利益単位：百万ドル、百万円

(出所：CGS 予想モデル)

○ ミニロケは投資回収が早いという点も強調しておきたい。3年間のリニューアル投資額は50億円程度を想定した。1店あたりの投資額は80万円の前提(4つのクレーンがセットで1台×各店2台程度)。3年間のEBITDA増が33億円想定なので、投資後1年半でリニューアル投資は回収できる計算になるため、この点はミニロケの大きな優位性である。米国のプライズマシンの償却期間は12年(日本は10年)と長いいため減価償却費負担も小さく、EBITDAのみならず営業利益への貢献も大きい(EBITDA増のうち9割弱が営業利益増貢献)と考える。

○ 北米事業では、増収施策以外にもDXの水平展開やコスト削減シナジー策が計画されている。

図表 18: 増収以外にも多くのシナジー創出策が存在する

Kiddletonのミニロケ運営において、多くのシナジーが期待できる

売上向上施策

予定	プライズの調達 GENDAグループだからこそ仕入れができる日本のKawaii景品をNENの全米約8000拠点に展開することが可能
予定	ゲーム機のクオリティ向上 クールなデザインの筐体を仕入れることで、店舗の雰囲気向上
予定	DXの水平展開 GENDAのテックチームを活用したデジタル展開の加速

コスト削減施策

予定	ゲーム機の調達コスト低下 GENDAグループの中国現地法人(伍彩)から輸出することで、グループ内企業の取引が増加し、かつ機動的な対応が可能
予定	メンテナンス・ネットワークの拡大 NENが有する全米に渡る独自のメンテナンス・ネットワークを活用することによる効率的な修繕体制の構築
予定	営業体制の効率化 自社スタッフにより各拠点を網羅するNENの強固な営業体制と、パートタイマーを中心とするエリア統括スタッフを配置するKiddletonの柔軟性を組み合わせ、各拠点に合わせた最適な管理体制を構築できる

(出所：会社資料)

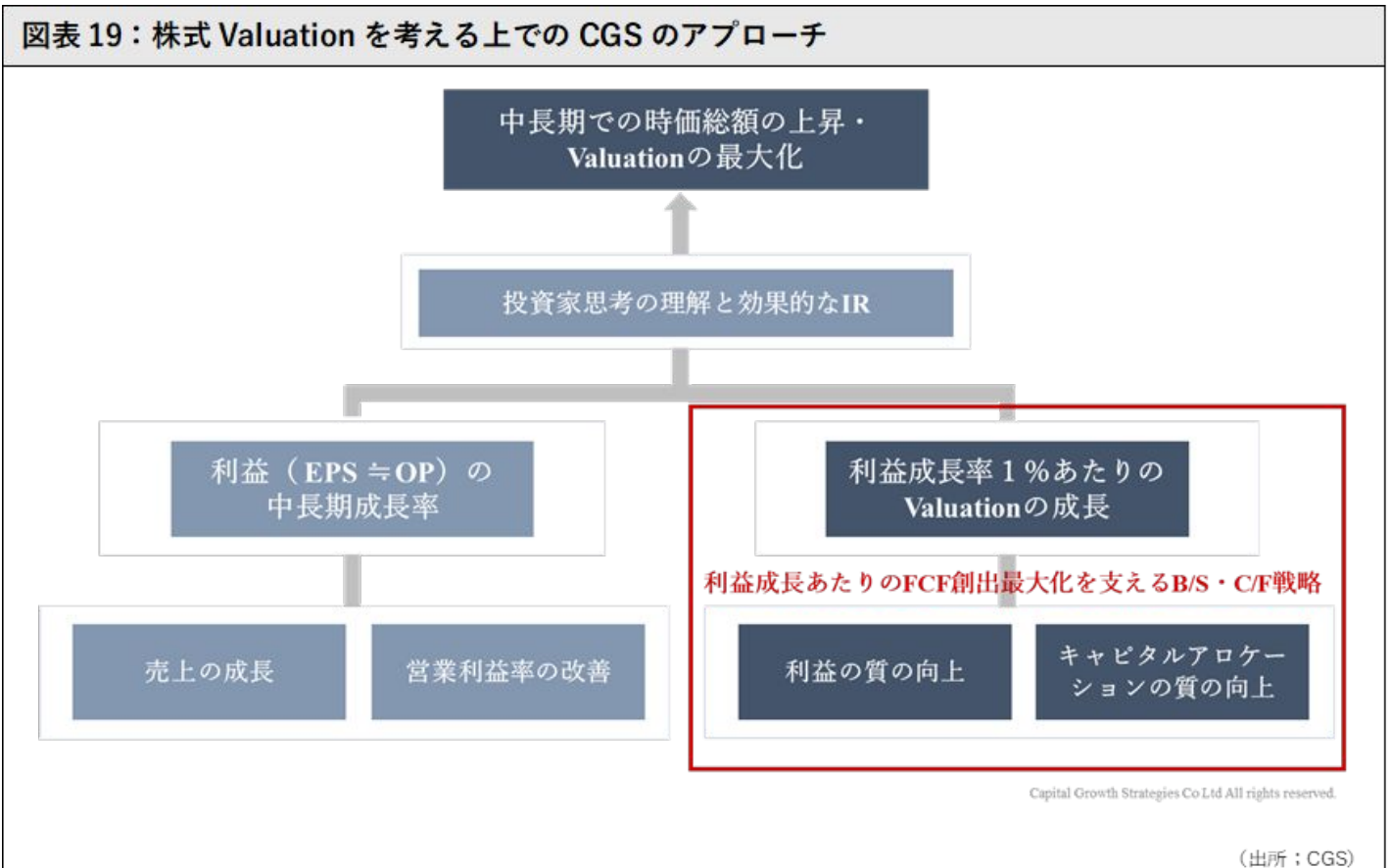
エクイティストーリー③ 成長1%あたりのマルチプルに大きな拡大余地がある

サマリー:

利益成長率1%あたりのValuationドライバーを4つの指標;資本効率、CF転換率、利益成長のボラティリティ、キャピタルアロケーションの質で分析。CF転換率に多少の悪化はありながらも、M&Aを中心としたキャピタルアロケーションによるCF創出力は強く優秀。GENDAと同様にロールアップ型M&Aで成長するグローバル企業と比較した場合、同社のEBITDA成長1%あたりのマルチプルには大きな上昇余地が残されている。

ここまでGENDAの成長ストーリーを解説してきたが、ここからは株式市場がこのGENDAの期待成長率に対して、将来的にどの程度のマルチプルを許容し得るかという点について考えていく。これを考える上で、CGS経営陣がこれまで長年に渡る投資プロフェッショナル経験上重要視しているのは、利益成長率1%あたりに株式市場が払うマルチプルである。

図表 19：株式 Valuation を考える上での CGS のアプローチ



中長期での期待利益成長率が年率10%の企業群をとっても、ある企業はEV/EBITDAで15倍の評価が許容され、また別の企業はEV/EBITDAが7倍しか許容されない。これは、それぞれの利益成長率1%に対して株式市場が許容するマルチプルが異なるため、またそれが変化するためである。営業利益の期待成長率だけ見て投資検討を行うと、過去対比や競合対比で株式Valuationのロジックが見えづらくなるのはこの利益成長率1%あたりのValuationが主要な要因であり、中長期投資家にとって非常に重要な分析項目となる。

エクイティストーリー③ 成長1%あたりのマルチプルに大きな拡大余地がある

CGSでは、この利益成長率1%あたりのValuationのドライバーを以下の通りに定義している。これらは、言い換えるならば利益成長1%あたりのフリーキャッシュフロー（FCF）創出力のドライバーであり、同じ年率10%の利益成長でも、よりFCF創出力が高い企業が株式市場から高いマルチプルを許容される。CGSでは、このアプローチを用いて、各調査対象企業の経営陣が目指す中長期成長率に対し、現金利環境下で株式市場が許容し得るマルチプルをフェアに分析する。尚、これらはCGS独自の投資分析に基づく中長期投資家視点の見解であり、各Valuationドライバーや財務モデルに対する調査対象企業の意向は一切含まれていない。

図表 20：CGS が重要視する「利益成長 1%あたりの Valuation」のドライバー

利益の質：

- ① 対バランスシートでの収益性（資本効率）
- ② キャッシュフロー（CF）転換率
- ③ 利益成長のボラティリティ

キャピタルアロケーションの質：

- ④ キャッシュの使い方の変化 & 投下資本増加分に対する、CF ベースの ROI の変化

（出所：CGS）

それでは、今後のGENDAの利益成長1%あたりのValuationドライバーについて分析していく。

① 対バランスシートでの収益性(資本効率)

まず資本効率(ROIC、ROE)について見ていく。特にROICについては、企業の期待利益を創出するために、将来の営業CFからどの程度投下資本に投資する必要があるか(=将来FCFをどの程度残せるか)を評価できる指標であるため、利益成長あたりのFCF創出力の観点からCGSとして非常に重要視している。

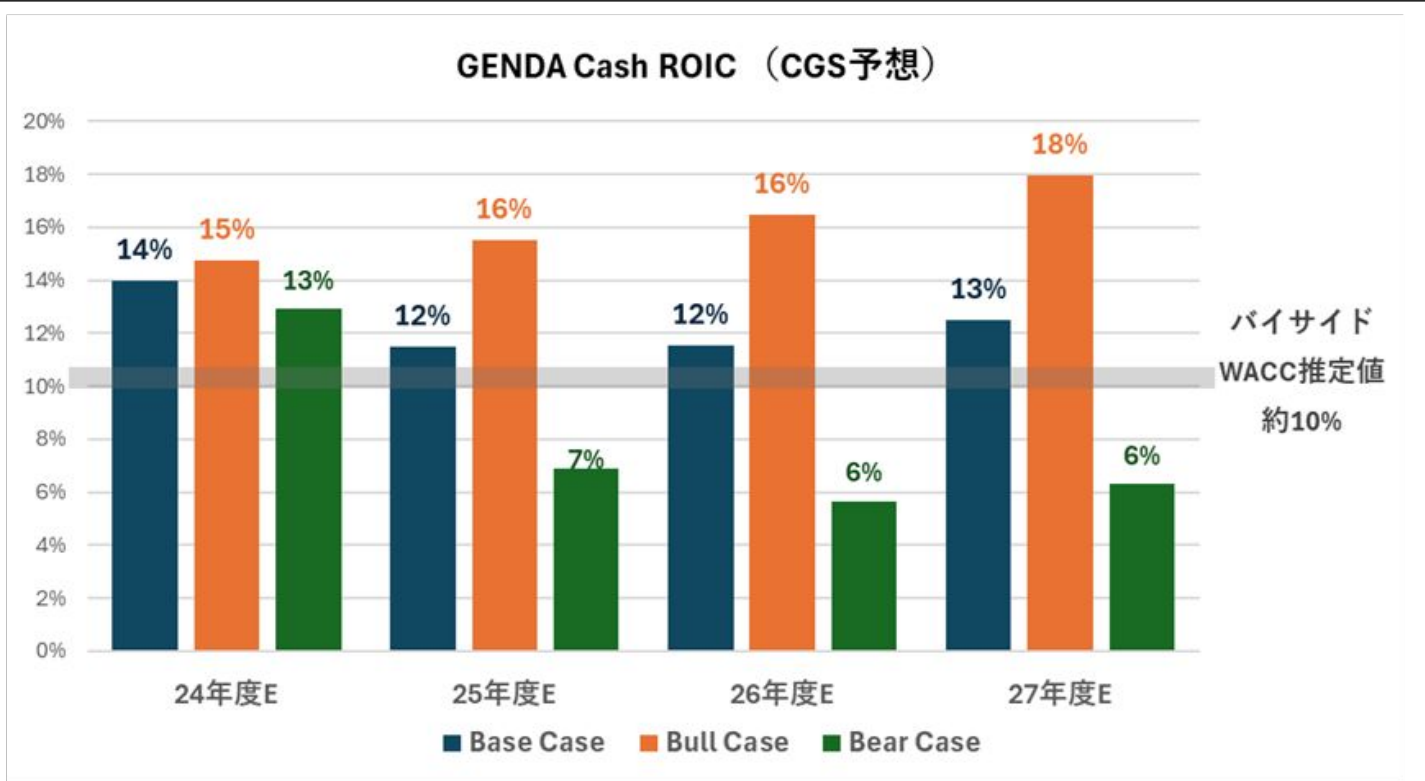
通常、ROICはNOPAT(税引後営業利益)を分子に計算するが、GENDAの場合、日本会計基準特有ののれん償却費を調整する必要がある。CGSは、こののれん償却費調整後の税引後営業利益をCash NOPATと定義し、GENDAのCash ROIC(のれん償却費調整後ROIC)を分析していく。

CGSの予想モデルは、今後3年間で、平均EV/EBITDA5倍の買収を毎年300億円行う前提となっている(強気ケースは、平均EV/EBITDA4倍の買収を毎年400億円投下前提)。また、買収後の収益性に関するシナジー創出については、買収後約3年間で買収対象のEBITDAマージンを20%(同社のエンタメ・プラットフォーム事業の買収影響を除くEBITDAマージンと同等)に近い収益性まで改善させていく前提としている。

エクイティストーリー③ 成長1%あたりのマルチプルに大きな拡大余地がある

これらの財務モデルに基づけば、同社のCash ROICは、今期(2025年1月期)の約14%から若干の悪化を経て、約12~13%を維持しながら利益成長を続けていく予想となる(尚、強気ケースではCash ROICは約18%まで改善する)。同社の場合、Cash ROICのドライバーは、言わずもがな今後の平均買収Valuationと買収後のシナジー創出力であり、CGSの基本ケースと強気ケースの数値差に表れている通り、この2点に対する執行が今後のCash ROICを大きく左右することになる。尚、このCash ROIC 12~13%という数値について、今期から若干の悪化となる点は、利益成長1%あたりのValuationにとって多少ネガティブである。しかし、現グローバル金利環境に基づく同社のバイサイドWACC(日本の金利水準を基に計算される理論WACC値とは異なり、グローバル投資家がグローバル金利ベースで日本企業に求めるWACC値)は約10%とCGSでは推定しており、ROIC-WACCスプレッドはプラス圏で維持されながらの高利益成長となるため、(利益成長1%あたりのValuationの多少の棄損要因ではありつつも)時価総額の拡大には寄与する。逆に言えば、今後このCash ROICが10%を割ってくると、或いはグローバル金利水準がさらに大きく上昇していく(=同社のバイサイドWACCが大きく上昇する)と、今後の買収による利益成長が、時価総額拡大に繋がりにくくなるだろう。

図表 21 : CGS 予想モデルに基づく GENDA の Cash ROIC 予想



(出所: CGS)

② CF転換率

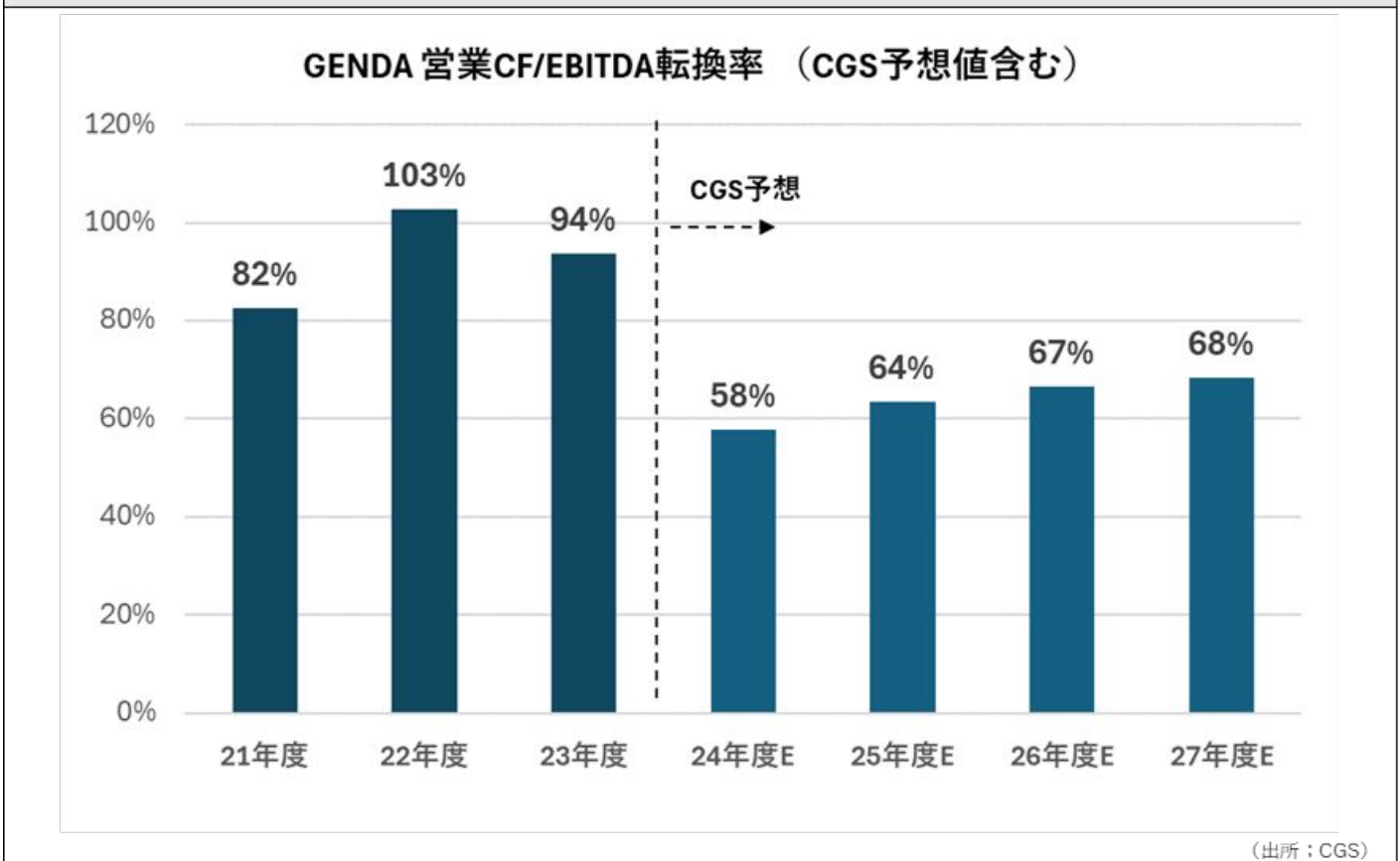
損益計算書の利益は、減価償却費やのれん償却費等、ノンキャッシュ項目を多く含んでいる会計上の利益であり、CFとはイコールにならない。この損益計算書上の会計利益を、いかにCFとしての利益として創出できるかを評価する指標がCF転換率であり、特に海外の中長期投資家が、利益成長あたりのFCF創出力を計る上で重要視している。具体的には、EBITDAから営業CFへの転換率(営業CF/EBITDA転換率)や当期純利益からFCFへの転換率(FCF転換率)を評価し、これらの主なドライバーはキャッシュコンバージョンサイクル(CCC)である。尚、CGSでは、FCFを営業CFー設備投資と定義して分析している。

エクイティストーリー③ 成長1%あたりのマルチプルに大きな拡大余地がある

GENDAの場合、FCFはオーガニック設備投資の影響を大きく受けるため、設備投資影響前の営業CF/EBITDA転換率を見て、今後の同社の本質的なCF転換力を計る。同社の営業CF/EBITDA転換率は、前期(2024年1月期)までは実効税率も低く且つ買収に伴う運転資本増加の影響も限定的で、非常に高い数値(平均転換率93%)を示していた。一方で、今期から実効税率が平準化するためある程度仕方のないことではあるが、今期以降、実質的なCCCの変化はなくとも、この転換率は中期的に60~70%程度まで悪化するとCGSでは予想する。この点だけを見ると、利益成長あたりのFCF創出力が弱まることとなり、利益成長1%あたりのValuationにはネガティブである。

今後、実行税率が平準化したベースのCF転換率において、中長期投資家として本質的に注目すべきは、同社の買収対象のCCCが、連結時に同社のCCCに対してどのような影響を与え得るか、及び同社の買収後のPMIIによってCCCを改善し、買収による運転資本増加影響を部分的にオフセットできるかである。CGSの予想モデルでは、この2点については、同社既存事業に対してニュートラルな影響を前提としているが、中長期的にCF転換率にとってアップサイドにもリスク要因にもなり得るファクターであり、今後の経営陣の執行に注目したい。

図表 22 : CGS 予想モデルに基づく GENDA の営業 CF/EBITDA 転換率



③ 利益成長のボラティリティ

次は利益成長のボラティリティについてである。5年後に営業利益が2倍になる企業であっても、リニアに増益し2倍を達成する場合と、増益・減益を繰り返し、5年目のみ営業利益が2倍になって達成する場合には、同期間のFCF創出額が当然異なる(結果、業績ボラティリティの違いが資本コストに影響する)。同じ期待成長率でも、シクリカル業界のValuationが、非シクリカル業界のそれと比べてディスカウントされがちなのは主にこのためであり、利益成長率1%のFCF創出力(Valuation)にとっての重要要素である。

エクイティストーリー③ 成長1%あたりのマルチプルに大きな拡大余地がある

通常CGSでは、売上や限界利益率のボラティリティ要因を分析するが、GENDAの場合M&Aによる成長が主なため、通常のオーガニック成長企業の分析手法が当てはまらない。一方で、同社のM&Aによる(M&A案件の進捗によってボラティリティが一定程度存在する)非連続での増益ストーリーは、株式市場にある程度知られていると考えられる。したがって同社の場合は、減益等の新たな収益ボラティリティが起これない限り、今後のM&Aによる利益成長のボラティリティが、追加的に同社の株式Valuationに対して影響を及ぼす度合いは高くないと考える。

④ キャッシュの使い方の変化 & 投下資本増加分に対するCFベースのROIの変化

最後に、今後のキャピタルアロケーションの質の変化を見ていく。CGSでは、今後のキャピタルアロケーションを通じて、まずキャッシュの使い方がどう変化するか、そしてその結果、追加的に増加する投下資本に対し、CFをどれだけ増加させることができそうか(Incremental ROI)に注目している。

GENDAの場合、前期においては、事業投資に使われたキャッシュのうち57%をオーガニック投資、43%をM&Aに投下している。今期はこのM&Aの割合が約60%程度まで増加するが、規模の拡大に伴ってオーガニックでのメンテナンス投資も合わせて増加するため、事業投資のうち約40%程度がオーガニック投資向けというキャッシュアロケーション構造は、今後数年間も続くとCGSは予想している。

この上で投資家が注目すべきは、それらの将来投資がどれだけの追加リターンをもたらすかである。これを計るため、同社の投下資本増加分に対する、CFベースのIncremental ROIが、過去から将来にわたってどう変化し得るかを分析していく。

本来であれば、過去長期(5~10年以上)から将来(今後3~5年)までを比較するところだが、同社の場合、上場後開示がされている過去3期分からの比較となる。同社の投下資本は、2022年1月期から2024年1月期まで約155億円増加。これに対し、同社は営業CFを同期間で約29億円、2025年1月(CGS予想)まで含めると約38億円積み上げる計算になる。つまり、過去のIncremental ROIは約20~25%のレンジであり、これはCGSの長年の投資経験上優秀な数字である。

株式Valuationにとっては、ここからこのIncremental ROIがどう変化していくかが重要であるため、将来のIncremental ROI予想を合わせて見ていく。CGSの予想モデル上は、来期(2026年1月期)以降、M&Aと設備投資により投下資本が毎年約300~340億円増加する。この増加分に対するROIとして、来期から2028年1月期にかけて、営業CFベースで年間約75~85億円の増加が見込まれる。つまり、同社の今後のキャッシュアロケーションによるIncremental ROIは、営業CFベースで年率平均約25%となる。この数値は、後述する他業界でロールアップ型のM&A成長戦略をとるグローバル企業と比較しても非常に優秀な数字であり、過去の優秀なキャピタルアロケーションの質が今後も継続できる可能性を示している。

同社のIncremental ROIがCGSの予想数値に達しない可能性をもたらす主なリスク要因は、今後の買収Valuation、買収後のシナジー・PMI(前述のCCCのPMIを含む)、そしてオーガニック設備投資の増加度合いである。特にオーガニック投資の期待ROIは、これまでの実績を分析するに、M&Aの期待ROIよりも低い傾向があると推測できるため、オーガニック投資に今後どれだけ振り向けていくかが、同社のキャピタルアロケーションの質の観点からも重要な要素となっていく。中長期投資家は、この点を含め引き続き同社の執行に注目されたい。

エクイティストーリー③ 成長1%あたりのマルチプルに大きな拡大余地がある

以上の分析から、同社の今後の利益成長あたりのFCF創出力(=利益成長1%あたりのValuationドライバー)について予想を行った結果、以下のとおりである。

図表 23 : GENDA の利益成長 1%あたりの Valuation (FCF 創出力) ドライバー予想

	GENDA (現在)		Base Case	Bull Case	Bear Case
Cash ROIC	14%		13%	18%	6%
営業CF 転換率	90%	3年後 の変化	70%	70%	70%
利益成長 ボラティリティ	中 (M&A影響)		中 (M&A影響)	中 (M&A影響)	中 (M&A影響)
営業CF増加額 ÷ 投下資本増加額	20~25%		約25%	約30%	約15%
			改善・優秀	概ね中立	悪化・弱い

(出所: CGS)

最後に、同社の利益成長あたりのFCF創出力プロファイルに対し、今の金利環境下で株式市場がどれほどのマルチプルを許容し得るかを分析していく。通常は、エクイティストーリーに共通部分が多い同業界の競合で、成長率と、利益成長あたりのFCF創出力が同社予想値と似ている企業を抽出し、それらに対して、株式市場が許容しているマルチプルから考えるのが望ましい。しかし今回の場合、ゲーム・エンタメ業界共通のエクイティストーリーというよりは、ロールアップ型のM&Aを主軸とした同社特有のエクイティストーリーであることを考慮し、幅広い業界の中で、成熟市場でのロールアップ型のM&Aを成長戦略としているグローバル企業を比較対象とした。具体的には、アメリカの産業廃棄物サービス大手 Waste Management(WM US)、葬儀サービス大手のService Corp International(SCI US)、及びペストコントロール大手 Rollins(ROL US)である。これら3社に加え、成熟市場におけるロールアップ型M&Aに特化しているわけではないが、積極M&A戦略で株式市場から評価の高いライフサイエンス企業大手Danaher(DHR US)を長期的な参考企業として比較した。

これらの比較対象企業において、過去5~10年の事業投資に使われたキャッシュの中でM&Aが占める比率は、Waste ManagementとService Corp Internationalが共に約30%(GENDAと同様にオーガニック設備投資が大きい)、DanaherとRollinsは約85~90%(特にRollinsはオーガニックの設備投資が軽いビジネスモデルのため)であり、各社ともM&Aを重要な成長戦略と位置付けてきた。以下に、比較対象企業の現在の利益成長1%あたりのValuation(FCF創出力)ドライバーを、GENDAのCGS予想値と比較したものを纏めている。

エクイティストーリー③ 成長1%あたりのマルチプルに大きな拡大余地がある

図表 24 : GENDA の利益成長 1%あたりの FCF 創出力・Valuation 比較

	GENDA (Base Case)	Waste Management	Service Corp International	Rollins	Danaher
時価総額(\$bn)	\$1.3bn (2024年10月現在)	\$83bn	\$11bn	\$24bn	\$195bn
成長モデル	エンタメ業界におけるロールアップ型M&A	産業廃棄物サービス業界におけるロールアップ型M&A	葬儀サービス業界におけるロールアップ型M&A	ペストコントロール業界におけるロールアップ型M&A	医療・ライフサイエンス業界における積極的なM&A
EV/EBITDA	14x (2024年10月現在)	15x	11x	30x	25x
EBITDA CAGR (3年予想)	約45% (CGS予想)	約10%	約10%	約12%	約12%
EBITDA成長1%あたりのマルチプル	0.3x (2024年10月現在)	1.5x	1.1x	2.5x	2.0x
Cash ROIC	13% (CGS 3年予想)	10%	5%	25%	10%
営業CF 転換率	70% (CGS 3年予想)	80%	70%	70%	90%
利益成長 ポラティリティ	中	中	高	中	中
営業CF増加額 ÷ 投下資本増加額	約25% (CGS 3年予想)	約20%	8~9%	約25%	約10%

*比較対象企業の予想値はBloomberg上のコンセンサスを使用。

GENDA対比優秀
概ね同程度
GENDA対比弱い

(出所: CGS)

今回、成熟市場におけるロールアップ型M&A成長モデルとして比較対象とした3社及びDanaherは、どれも期待成長率が約10~12%のレンジであるが、株式市場が許容しているEV/EBITDAマルチプルは大きく異なっている。特に、ペストコントロール大手 Rollinsは、利益成長あたりのFCF創出力が強く、その分同等の期待成長率でも最も高いマルチプルが付与されている。

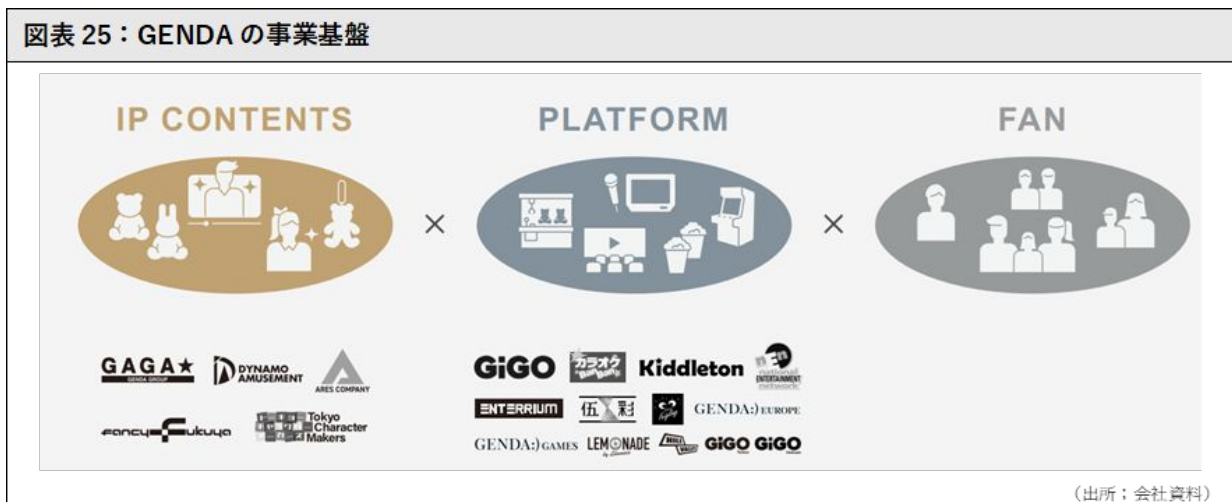
GENDAのCGS予想モデルに基づけば、同社の利益成長あたりの期待FCF創出力は、Rollinsレベルとはいかない(オーガニック設備投資の必要性和Cash ROICが大きく異なる)までも、Waste Managementのそれと比較的近い数値である。実際には、GENDAとWaste Managementの利益成長あたりのマルチプルを比較検討する場合、両社の株式流動性が大きく異なるため、GENDAには流動性ディスカウントを考慮する必要がある。しかしそれを考慮しても、現在株式市場がGENDAに許容しているEBITDA成長1%あたりのマルチプル(0.3x)は、同社の中長期的なFCF創出力を客観的に見ても割安であり、今後の期待成長率を踏まえれば現在のEV/EBITDA倍率には大きな拡大余地が存在し得るとCGSは考えている。

会社概要とビジネスモデル

会社概要

○ GENDAは、アミューズメント施設(ゲームセンター)やカラオケなどエンターテインメント業界において急成長を遂げている企業(持ち株会社)である。社名は、「Global Entertainment Network for Dreams and Aspiration(夢と志のためのグローバルエンターテインメントネットワーク)」を意味する。同社は、「世界中にもっと楽しい時間を広める」という使命を掲げ、「2040年に世界一のエンタメ企業になる」ビジョンを掲げている。アニメや映画などのIPコンテンツと、ゲームセンター、カラオケボックスなどの消費者との懸け橋になるプラットフォームの両方を買収し融合させることで、使命とビジョンの達成を目論む。

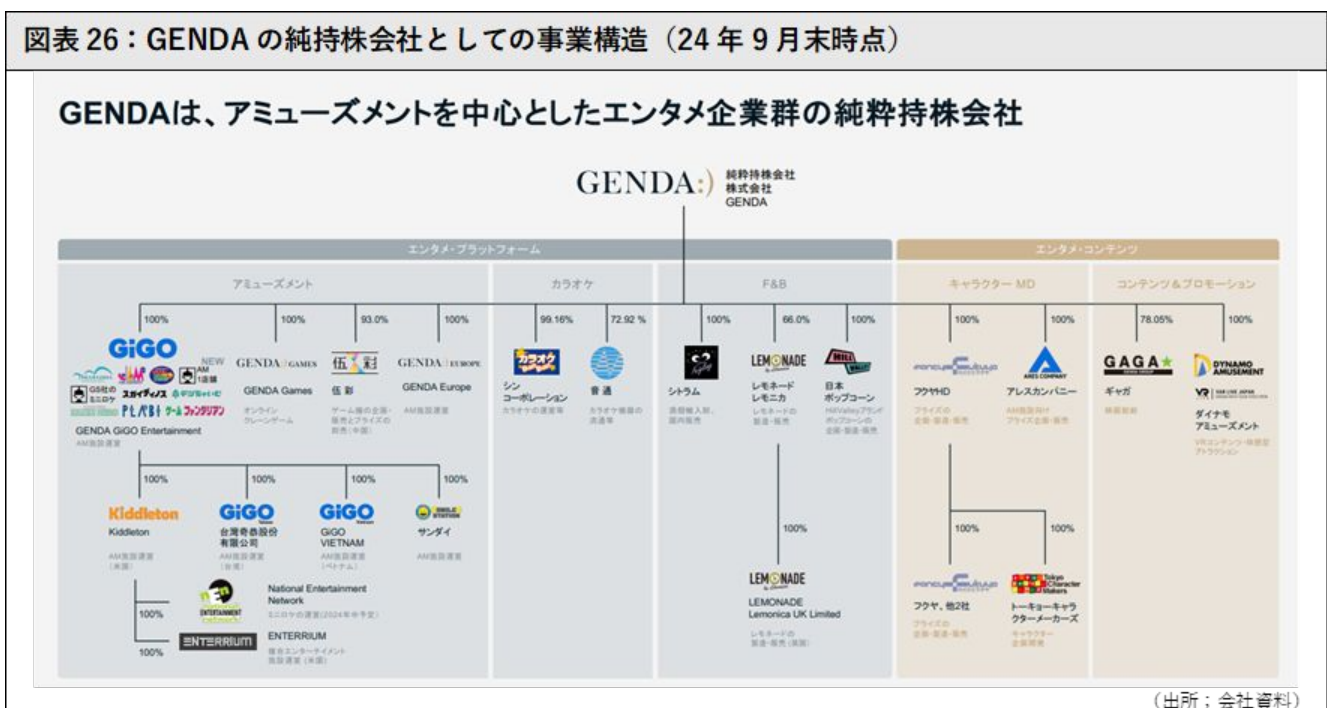
図表 25 : GENDA の事業基盤



(出所：会社資料)

○ 2018年に、ミダスキャピタル(プライベート・エクイティ・ファンド)の支援のもと、元イオンファンタジー社長の片岡尚氏(現会長)と、元ゴールドマンサックス証券会社の申真衣氏(現社長)が共同設立したミダスエンターテインメントが前身。2020年8月に現社名に変更し、同12月にセガサミーHDからセガ エンターテインメントを買収して飛躍の基盤を築いた。

図表 26 : GENDA の純持株会社としての事業構造 (24年9月末時点)



(出所：会社資料)

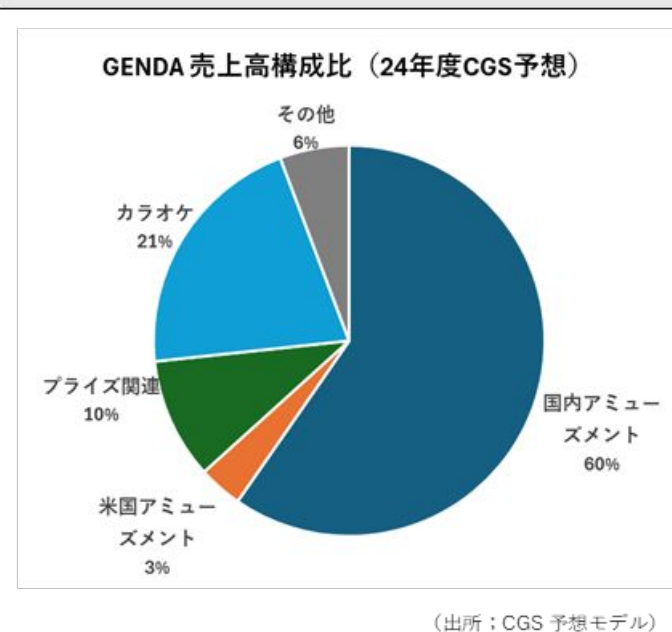
会社概要とビジネスモデル

ビジネスモデル

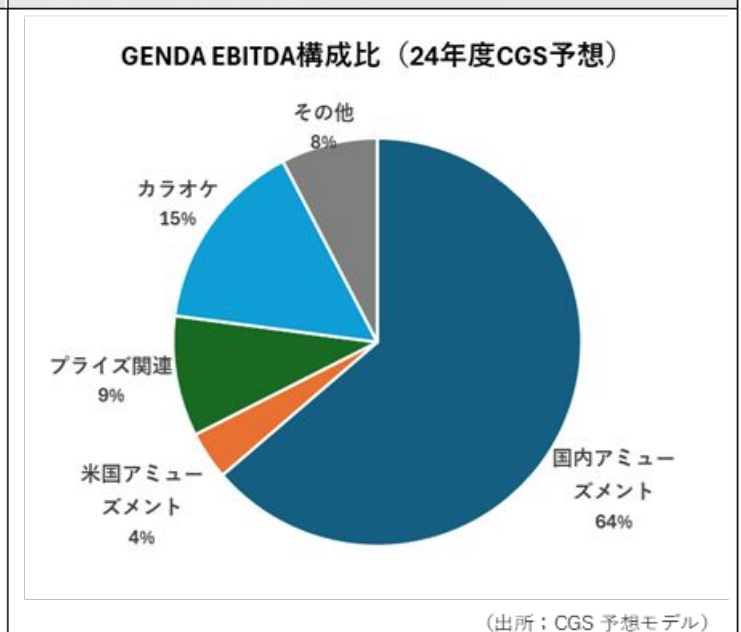
○24年度の売上高及びEBITDA予想の構成比は、図表27・28の通り。売上高の60%、EBITDAの64%は国内アミューズメント事業(主に「GiGO」ブランドのゲームセンター)が占める。、24年9月末時点のゲームセンター店舗数は333店。都市型店舗、ショッピングセンター型店舗、郊外型店舗の売上が各々1/3ずつだが、足元は都市型店舗の伸びが牽引する。プライズゲーム(主にクレーンゲーム)が主軸。プライズゲームは、以下の特徴から収益を上げやすいと考えられる。

- ① **安定した収益モデル** ;景品の多様性により消費者の飽きから回避できるためリピート化がし易く、設備も10年以上使用可能、
- ② **多様な市場やユーザーに対応可能** ;景品を多様化することで若者からファミリー層まで幅広いユーザーに対応できる、
- ③ **景品在庫リスクが低く、限界利益が高い** ;景品の多くは小型で低単価のため在庫リスクが低く、限界利益率は70%程度と高い、
- ④ **アニメなどエンターテイメント IPとのシナジーを出しやすい** 。

図表 27 : GENDA 売上高構成比 (CGS 予想)



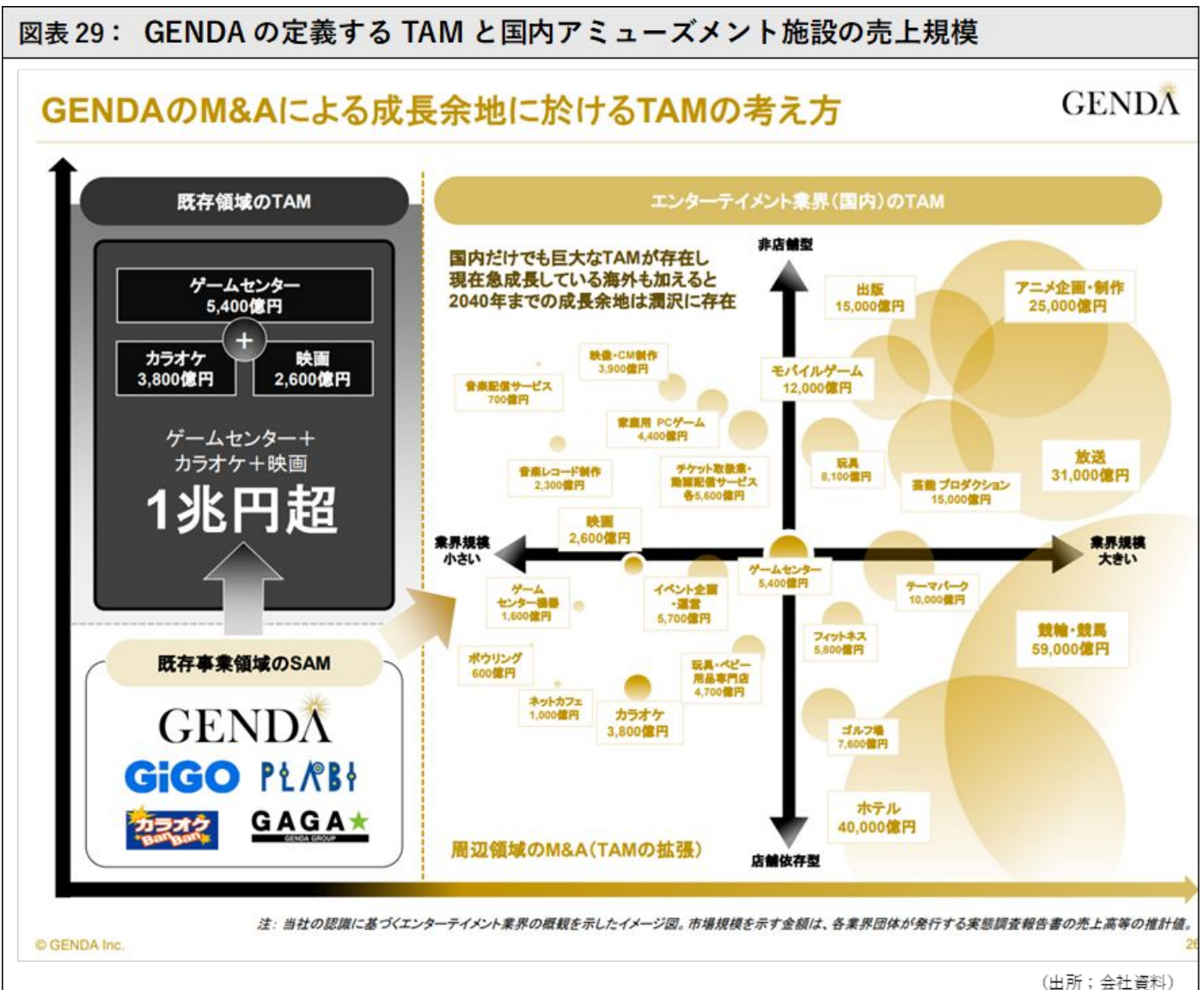
図表 28 : GENDA EBITDA 構成比 (CGS 予想、買収費用を除くベース)



TAM (Total Addressable Market) への考察: カラオケ市場に成長余地有り

○ TAMとは、「各々の企業や事業が実現できる最大の市場規模を表す指標」。GENDAの場合は、「世界一のエンタメ企業になる」というビジョンにおいて、M&Aのターゲットとしている市場とその規模のマップと言い換えられる。図表29は、会社側が示しているM&Aターゲットの国内のTAMの考え方。なお、図表にあるSAMとは、Serviceable Available Marketの略称で、「実際に獲得しうる最大の市場規模」という意味である。

図表 29: GENDA の定義する TAM と国内アミューズメント施設の売上規模



○ この幅広い領域の中で、どの新しい分野で今後のM&Aが実行されるかを現時点で予想するのは難しい。ただし、競輪競馬のようなギャンブル市場にまで手を広げるかどうかは別にしてパチンコのような規制業種には、興味を持っていない。一方で、エクイティストーリー②に示したようにNENのPMIが成功すれば、米国でのアミューズメント施設市場でのM&Aポテンシャルは高まる。また、欧州にも拠点を開設することが公表されており、欧州でのM&Aの可能性もあろう。ここでは、SAMの領域であるカラオケボックス市場について、追加コメントをする。

TAM(Total Addressable Market)への考察:カラオケ市場に成長余地有り

○ シン・コーポレーションを買収して24年に参入したカラオケボックス市場も、ゲームセンター同様にロールアップ型M&Aの余地が大きい。GENDAは、業界3位でシェアは5%程度と推定される(会社推定の市場規模3,800億円からシェア算出)。図表30に、各社の店舗数を列挙した。6位以降は100店舗未満のチェーンであり、未上場の中小企業が多い。全国カラオケ事業者協会の発行する「カラオケ白書2024」によると、カラオケボックス施設(1箇所に2部屋以上のボーカスペースを有する施設)は8,298施設。上位10社の店舗数は2,298店舗(上位5社で2,000店舗)なので、中小の運営企業が多く存在していることは推定できる。

○ GENDAのカラオケ事業の24年度の売上高EBITDA比率は10%(CGS予想)。カラオケボックス最大手のコシダカホールディングスの同比率は21%(23年度実績)。採算性の面でも、改善の余地はあると考える。

○ 「カラオケ白書2024」によると、カラオケ機器メーカーの市場は540億円、同ディストリビューターの市場は約1,500億円。カラオケボックス運営以外のカラオケ関連市場にも、参入余地はあろう(既に8月に音通を買収済み)。

図表 30 : 国内カラオケボックス店舗数

ランキング	運営企業	チェーン名	直近店舗数
1	コシダカHD	カラオケまねきねこ	658
2	第一興商	ビッグエコー、カラオケCLUB DAM	508
3	GENDA	カラオケBanBan	366
4	B&V(非上場)	カラオケ館	197
5	TOAI(非上場)	ジャンカラ	181
6	AOKI HD	コート・ダジュール	90
7	東亜事業協同組合(非上場)	カラオケJOYJOY	87
8	ポナー(非上場)	コロケ倶楽部	72
9	歌広場(非上場)	カラオケルーム歌広場	69
10	ブラザー工業	JOYSOUND直営店	69
	合計		2,297

(出所;決算資料及び各社HP等からCGSが作成)

リスク要因

買収価格の上昇リスク

○ 被買収企業が大型化する過程で、買収のEV/EBITDA倍率が上昇していく可能性。CGSの業績モデルはEV/EBITDA5倍でM&Aが実行されていく前提。GENDAのEV/EBITDAを超える10倍以上の買収の可能性は低いと考えるが、6-8倍での買収が増えていく可能性はあろう。

買収後のPMIが機能しない会社が出てくるリスク

○ アミューズメント施設事業以外の領域で、オペレーションに問題を抱える可能性。同社はゲームセンター運営に関しては、豊富な知識と人材を有する。しかし、24年度に買収したカラオケ事業を含め今後買収していく事業に関し、ゲームセンター程の経営資源があるとは限らない。それらの事業は、外部環境に影響されやすい可能性もある(M&Aの失敗例において外部環境が悪化したときに露呈するパターンが多い)。PMIの攻めの部分である営業企画、購買、DXにおいてGENDAは力を入れているが、守りの部分でもある人事総務、財務経理、内部統制などの横串機能に関する情報開示は少ない。M&Aによる規模拡大に管理体制が追い付かず、問題が生じる可能性はあろう。

CF創出力が低下するリスク

○ CCC(キャッシュ・コンバージョン・サイクル)が劣る企業の買収により、運転資金が増え、CF創出力が低下し、Valuationが低下するリスク。

CEO・CFOとの対談(議事録) *後日、バフェットコードにて対談の動画を掲載予定**サマリー:**

○ GENDAは、成長戦略としてM&Aを中心に据えつつ、オーガニック成長とバランスを取るアプローチをとる。いずれの投資に対しても高いIRR(内部収益率)のハードルレートを求め、実際に投資チャンスは多い。

○ 将来のM&A候補は、既存事業周辺が優先されるものの、エンターテインメント業界全般で幅広く検討可能。ただし法的に整備されていない業種は対象外。アメリカでのNEN買収に関しては、知見、人材も揃っており、高いシナジー効果が期待できる。中長期的に、アメリカでもロールアップ型M&Aは可能。

○ M&AにおけるCFの創出能力を重視している。CCCの最適化も大事だが、B/Sやシナジー効果を見て総合的に判断している。買収時の投資金額にはシナジー効果を織り込まないが、多くの案件で買収後の大きなシナジー効果が実現できており、結果的にリターンが大きい。

CGS信実: 本日は、株式会社GENDA代表取締役社長申様および取締役CFOの渡邊様をお招きし、中長期投資家が投資検討時に気になる可能性の高いピックに関して、我々のレポートに加えて経営陣の生の声を反映させるため、対談の時間を頂いております。



CGS信実: GENDAは、M&Aを成長ドライバーの主軸として、ゲームセンターやカラオケなど様々な企業を買収し、成長を続けています。一方で、オーガニックの成長投資である設備投資も、今期120億円(会社売上高ガイダンス1,100億円の約11%に相当)が予定されています。オーガニックの成長投資とM&A、各々に対する投資機会と投資規律をどのように考えていらっしゃるか、ご説明頂けますか。

GENDA申社長: M&Aも、新規出店を含むオーガニック成長も、投資という観点で見れば同じであるという考え方です。どちらに対しても、同じIRRのハードルレートを設けています。どちらも両立できないという状態になる場合は、取捨選択という可能性があると思います。今の財務は制限を設けず積極的に投資可能な状態にあり、どちらにも非常に魅力的な投資機会がありますので、積極的にM&Aも新規出店も行っています。ただし、規模の観点で見ると、M&Aで一度に取得できる事業サイズは新規出店に比べると大きいいため、絶対額ということでM&Aが優先してくるシチュエーションはあると思います。

CEO・CFOとの対談(議事録) *後日、バフェットコードにて対談の動画を掲載予定

CGS信実: 投資規律という意味で、2つの投資にどのような差が出てくるのでしょうか。CGSでは、キャピタルアロケーションが株式Valuationをドライブする非常に重要な要素として位置付けており、投資家目線においても重要な分析要素になっています。2つの異なる投資対象があり、財務資本や人的資本が有限の中、どのようにアロケーションの優先順位を付けていくかに関し、ご意見をいただけますか。

GENDA申社長: どちらにも、同じIRRのハードルバーを優に上回るような投資機会が見えています。そのため、そこが制約になってはいませんし、取捨選択しなければいけないという財務状況にも至っておりません。投資をしても十分なリターンがある状況です。

GENDA渡邊CFO: M&Aとオーガニックのキャピタルアロケーションの考え方ですが、M&Aの方が大きな資金を動かせるメリットはありますが、一方で自分たちが能動的にコントロールできるメリットがオーガニックにはあります。M&Aは、最終局面まで買収先の意向を最大限配慮する必要があります。やはり、この両輪はどうしても必要になると考えています。

CGS信実: M&Aに関して、さらに質問をさせていただければと思います。IR開示資料の中で、テーマパーク、映画館、フィットネスと幅広いエンターテインメントのTAM(買収可能対象)を定義されています。買収戦略において、投資対象として見ているターゲットの業界の特徴、投資対象としない対象外の特徴が、もしあれば教えていただけますか。

GENDA申社長: ターゲットとしている市場は、エンターテインメント領域全てと考えています。しかし、その中でやはり優先順位はあり、今運営している事業から距離が近い方が優先順位は高くなります。GENDAの売上の7割近くはゲームセンター関連の売上ですから、その周辺領域の方が、より優先順位が高いという状態にあります。投資対象としない領域に関する質問に対しては、法的な整備が十分になされていない領域は投資対象外としています。

CGS信実: 御社は比較的飽和した業界の中で、小規模な企業のロールアップ型買収を繰り返していく戦略の印象があります。もう少し統合された業界でも、投資対象となりますか。

GENDA申社長: 主力のゲームセンターのロールアップ戦略で言うと、お考えの通り比較的小さい事業者さんが数多くある市場です。そこを統合していくメリットが大きく、プライオリティになっています。ただし、それだけに拘っている訳ではなく、常に広い視野を持って多くの会社さんを勉強させて頂きながら、その時その時で最適な戦略を取っていきたいと思っています。

CGS信実: 今年6月に、アメリカのミニロケ事業を展開するNEN(National Entertainment Network)の買収を発表しました。今後海外と国内のM&Aの投資選択に関し、経営者としてどのように優先度を付けて考えていくのか、教えて下さい。

GENDA申社長: 海外のM&Aの場合、PMIのコストが国内に比べて当然高い、つまり何かしらの調節弁やValuationへの配慮が必要だと理解しています。その差を考えても、NENのValuationは、非常に納得感のある水準であると思っています。同時に、NENの事業は非常に解像度が高く、様々な面でメリットが大きいと思っています。我々がオーガニックで5年間やってきた事業とよく似ており、既存の延長線上にあるためです。

CEO・CFOとの対談(議事録) *後日、バフェットコードにて対談の動画を掲載予定

CGS信実: 海外と国内のM&Aの投資規律に関しては、先ほど海外のPMIコストが高いとコメントされましたが、どの程度異なるのでしょうか。その際のハードルレートになるWACCの考え方は国内と海外で変えていますか。

GENDA申社長: 一概にどの程度違うべきというものは有りませんが、買収のデューデリジエンスをしていくときに追加的に必要なマネジメントコストをValuationに組み込んだ上で、投資の意思決定をしています。つまり、国内も海外も同じハードルレートですが、その前提となる事業計画の中にマネジメントコストを含めて差を織り込んでいます。

GENDA渡邊CFO: 海外のハードルレートに必要な期待収益率は高いと思われるものに合わせていますので、NENは期待リターンを大きく上回るような案件だと考えています。

CGS信実: アメリカで買収したミニロケ事業について、今後どのような拡大戦術が可能かということに関し、お話を伺います。今後新規出店などオーガニックの設備投資で拡大していくのか、それともさらなるアメリカでの買収、出来ればロールアップ型の買収ポテンシャルがあるのか、どのようにお考えでしょうか。

GENDA申社長: NENはすでに約8,000箇所の拠点を持ったミニロケ事業者ですから、拠点数を増やすことより、今ある拠点の収益率を上げていくということに、まずフォーカスしたいと思っています。その方法として、我々が今までアメリカでのオーガニックでやってきたビジネスのやり方を移植するような形(日本風のゲーム機や日本風の景品を導入していく)により、大きな売上と利益のリフトアップができると考えています。

アメリカでの追加的なM&Aとかロールアップの可能性についてですが、業態上、数店舗の小規模な買収が可能な形態を取っており、M&Aの機会は積極的に探していきたいと思っています。

CGS信実: 国内と海外のPMIのマネジメントの体制というのは、どのようなスタイルでしょうか。

GENDA申社長: 国内では、1つの業態を1つの会社にまとめられる事業はコア企業に集約していき、管理していく方針です。ゲームセンターがその形式です。それ以外の会社に関しては、ホールディングスにぶら下げるような形で関与していきます。海外のM&AのPMIコストは、新しい国に進出していくときに人の採用など非常に大きいコストが掛かってしまいます。市場の理解にも、時間やコストがかかります。しかし、アメリカに関しては、我々が5年程度事業をしてきたこともあり、人材もあり、マーケットのことも知っています。他の国へ新規に出ていく場合とは、全く違う状況です。

CGS信実: アメリカのPMIも、GENDA自身の独自の体制をお持ちということですね。因みに、中長期目線で見て米国以外の海外の投資の魅力度はどのように考えていますか。

GENDA申社長: クレーンゲームや日本のゲームセンターの文化は、世界中で受け入れられると思っていますし、広い市場が広がっていると考えていますが、米国が非常に大きくて伸びしろのある市場だと考えていますので、今のフォーカスは米国になります。

CEO・CFOとの対談(議事録) *後日、バフェットコードにて対談の動画を掲載予定

CGS信実: 渡邊さんにも、お伺いしたいと思います。GENDAはキャッシュEPSを非常に重視されていて、ここはグローバル投資家の視点と合っていると思います。キャッシュEPSの増大がPLで貢献することは重要ですが、やはり企業価値の源泉であるフリーキャッシュフロー創出の他のドライバーを考えることも重要だと考えます。例えば、BSの資本効率や、買収先のCCC(キャッシュ・コンバージョン・サイクル)モデルの違いによる連結ベースでのキャッシュフロー創出力への影響などです。買収した企業を連結した時に、全体のキャッシュコンバージョンモデルが改善するのか、一定なのか、悪化するのか、といった視点も含め、総合的なフリーキャッシュフローの創出力の管理が、買収において重要だと考えています。買収時のBS、CCCモデル、キャッシュフロー創出力などPL以外の指標に関して、PMIの取り組みがあれば教えてくださいませんか。

GENDA渡邊CFO: おっしゃる通り、GENDAのM&A戦略において、M&Aのフリーキャッシュフローの創出能力というのが、ファイナンスや投資回収において非常に重要です。GENDAも、そこに一番注力しています。PLの分かりやすい指標として、キャッシュEPSを重要視しています。GENDAがM&Aをして大きくなっていくと、フリーキャッシュフローの総額が増加し、理論上比例して企業価値は拡大しますが、株数がキャッシュフローの増加率を超過してしまうと、時価総額は増えても株価は下がった、という状況になってしまう可能性があります。そのため、キャッシュEPSで管理している状況です。

このキャッシュフローの創出能力は、開示している通り、シナジーを出すことで増えています。いくつかPMIの成功事例を挙げます。ゲームセンターでは、今までジョインして下さった6社中6社全てがEBITDAで大きな成長を遂げています。カラオケでは、EBITDAが前同比で85%増加しています。ゲームセンターの上流であるプライズゲームの景品企画製造を行っているフクヤ、あるいはその商社であるアレスカンパニーでは、EBITDAが前同比で各々150%、300%増加しています。これらのトラックレコードから、一緒に同じグループとしてエンタメ事業を運営していくことにより、一定程度シナジーの再現性はあるだろう、と言えるでしょう。なお、M&A時には、買収後のシナジー効果は考慮せずにハードルレートをクリアできる基準で投資判断しています。

キャピタルアロケーションの議論に対し、2つの点で経営側から見ている実務の世界と異なるのでは、と感じている点についてお話しします。1点目は、M&Aサイドのお話。M&Aは案件ごとにファイナンスを検討しますが、買収資金とそこから出てくるキャッシュフローの割合が非常に良い、ということが重要です。相手方のバランスシートにネットキャッシュがあった場合、キャッシュフロー創出の役割とは別に、もともとの投資資金が抑えられるメリットがあります。2点目は、オーガニックサイドのお話です。現場では、やはり士気が重要です。例えば、ゲームセンターで日本一になる目標のために、現場は日々努力をし、目標達成に近いところまで来ています。そのような現場の士気高揚はとても大事です。そのため、オーガニック投資に制約が出るのが、本当の全体最適にはならないのでは、と考えています。一定程度のハードルレートを超えていれば投資資金を付けるべきであると考え、キャピタルアロケーションの全体をなるべく大きくしていくことを意識しながら経営しています。

CGS信実: 例えば、買収した先が在庫の非常に多いビジネスモデルだったとします。その場合、買収した後のPMI策として、買収先のCCCの最適化に関してどのようにお考えなのか、お聞かせ頂けますか。

CEO・CFOとの対談(議事録) *後日、バフェットコードにて対談の動画を掲載予定

GENDA渡邊CFO: 改善できることは、当然させていただきます。ただし、GENDAのモットーとして、マージャーとアクイジションで対応が異なる点は、ご理解して頂きたいと思います。マージした場合は改善することは多々あるでしょう。一方で、アクワイヤーした場合は基本的にホールディング傘下で、経営自由度が高く、大きな手術はしない、という考え方の元で運営しています。その範囲内で可能であることは、実行しようと思っています。

買収対象会社のCCCサイクルがGENDA全体に対して相対的に良くない場合でも、それを補うほどの投資リターンがあると思えば企業価値向上になるとの考えのもと、M&Aを実行していこうと思っています。例えば、前述したアレスカンパニーです。この会社は買収後のEBITDAが前同比で約4倍になりました。この会社の取得価格は非開示ですが、EV/EBITDA4倍で取得していた場合、シナジー効果を含めればほぼEV/EBITDA1倍で取得したことと同じ効果があると思っています。このように、取得後のCCCやキャッシュフロー指標の改善が、取得価格を結果的に下げたという効果もありますので、この方法でやっていけると考えています。

CGS信実: つまり、全体最適の中で、CCCなど一部のキャッシュフロー創出力が多少悪化しても、総合的にキャッシュフロー創出力が改善すれば企業価値につながる、という考えで経営されていると、理解しました。

以上、中長期投資家目線で投資判断上、気になるポイントを議論させていただきましたが、最後に何か経営陣として、これはというメッセージがあればよろしく願いいたします。

GENDA申社長: 今日は、有難うございました。GENDAは、ここまでM&Aを武器に成長し、これからも引き続きM&Aを成長ドライバーにしていきたいと思っています。M&Aを成長戦略の軸としているため、将来について解像度高くお話しすることが難しいというジレンマを抱えていますが、これから起こることに対し我々自身が一番ワクワクしています。是非投資家の皆様にも、それを心待ちにしてワクワクして頂きたいなと思っています。

CGSによる業績予想モデル

(百万円)	23年度	24年度E	25年度E	26年度E	27年度E	27年度E		
						Base Case	Bull Case	Bear Case
損益計算書:								
売上高	55,697	109,798	152,568	199,750	249,478	249,478	296,520	210,009
売上原価	42,738	83,776	115,748	150,678	187,108	187,108	216,460	161,707
総利益	12,959	26,022	36,820	49,072	62,369	62,369	80,060	48,302
販売管理費	7,589	18,045	26,296	33,691	40,366	40,366	41,306	40,634
営業利益	5,370	7,977	10,524	15,381	22,003	22,003	38,755	7,668
税前利益	4,414	7,553	9,811	14,267	20,541	20,541	37,292	6,206
税金	218	3,576	4,704	6,789	9,510	9,510	15,810	4,055
少数株持ち分	18	18	0	0	0	0	0	0
当期利益	4,178	3,959	5,107	7,478	11,031	11,031	21,482	2,151
EBIT	5,370	7,977	10,524	15,381	22,003	22,003	38,755	7,668
減価償却費・のれん代償却	2,732	6,723	12,316	17,728	22,728	22,728	22,774	22,057
EBITDA	8,102	14,700	22,840	33,108	44,731	44,731	61,529	29,725
減価償却費	2,549	5,343	9,686	13,598	17,098	17,098	15,894	17,677
のれん代償却	181	1,380	2,630	4,130	5,630	5,630	6,880	4,380
EBITA	5,553	9,357	13,154	19,511	27,633	27,633	45,635	12,048
買収費用除くEBITA	5,572	10,357	14,154	20,511	28,633	28,633	46,635	13,048
のれん代償却前当期利益	4,359	5,339	7,737	11,608	16,661	16,661	28,362	6,531
買収費用除くのれん代償却前当期利益	4,378	6,339	8,737	12,608	17,661	17,661	29,362	7,531
希薄化後期末株式数	69.1	76.2	76.2	76.2	76.2	76.2	76.2	76.2
GAAP EPS	60	52	67	98	145	145	282	28
Cash EPS	63	70	101	152	219	219	372	86
買収費用除くCash EPS	63	83	115	165	232	232	385	99
配当金	0	0	0	0	0	0	0	0
Payout Ratio	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
売上高原価比率	76.7%	76.3%	75.9%	75.4%	75.0%	75.0%	73.0%	77.0%
売上高総利益率	23.3%	23.7%	24.1%	24.6%	25.0%	25.0%	27.0%	23.0%
売上高販売管理費比率	13.6%	16.4%	17.2%	16.9%	16.2%	16.2%	13.9%	19.3%
売上高営業利益率	9.6%	7.3%	6.9%	7.7%	8.8%	8.8%	13.1%	3.7%
売上高EBITDA比率	14.5%	13.4%	15.0%	16.6%	17.9%	17.9%	20.8%	14.2%

CGSによる業績予想モデル

(百万円)	23年度	24年度E	25年度E	26年度E	27年度E	27年度E		
						Base Case	Bull Case	Bear Case
キャッシュフロー表:								
当期利益	4,178	3,959	5,107	7,348	10,641	10,641	21,092	1,761
減価償却費・のれん代償却	2,549	6,723	12,316	17,928	23,328	23,328	23,374	22,657
運転資金増減	184	-2,179	-2,899	-3,193	-3,360	-3,360	-4,496	-2,329
営業CF	7,602	8,504	14,524	22,083	30,609	30,609	39,970	22,089
設備投資	-5,132	-12,000	-15,257	-17,978	-19,958	-19,958	-17,791	-21,001
FCF(営業CF-設備投資)	2,470	-3,496	-733	4,105	10,651	10,651	22,178	1,088
買収資金	-3,861	-18,000	-30,000	-30,000	-30,000	-30,000	-40,000	-20,000
配当金支払い	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF(営業CF-投資CF-配当金)	-2,732	-21,496	-30,733	-25,895	-19,349	-19,349	-17,822	-18,912
自社株買い	4,084	10,054	0	0	0	0	0	0
有利子負債増減	3,912	15,000	27,000	26,500	20,000	20,000	20,000	20,000
現預金増減	5,242	3,558	-3,733	605	651	651	2,178	1,088
CF転換率								
営業CF/EBITDA	93.8%	57.8%	63.6%	66.7%	68.4%	68.4%	65.0%	74.3%
FCF/当期利益	59.1%	-88.3%	-14.3%	55.9%	100.1%	100.1%	105.2%	61.8%
貸借対照表:								
現預金	12,379	15,937	12,204	12,809	12,855	12,855	9,298	18,044
売掛債権	4,126	6,317	8,778	11,492	14,354	14,354	17,872	11,507
在庫	4,373	5,738	7,928	10,320	12,816	12,816	13,047	12,405
流動資産	23,567	30,681	31,599	37,311	42,713	42,713	42,906	44,645
有形固定資産	12,581	22,738	43,308	62,488	79,749	79,749	91,804	66,916
長期投資	135	135	135	135	135	135	135	135
無形固定資産	5,698	19,318	31,688	42,558	51,928	51,928	64,678	39,178
固定資産	28,574	52,351	85,291	115,341	141,972	141,972	166,777	116,389
総資産	52,141	83,032	116,890	152,653	184,685	184,685	209,683	161,034
短期有利子負債	7,620	7,620	7,620	7,620	7,620	7,620	7,620	7,620
買掛債務	3,213	4,590	6,342	8,256	10,253	10,253	11,861	8,861
流動負債	16,892	18,269	20,021	21,935	23,932	23,932	25,540	22,540
長期有利子負債	11,370	26,370	53,370	79,870	99,870	99,870	99,870	99,870
固定負債	15,585	30,585	57,585	84,085	104,085	104,085	104,085	104,085
総負債	32,477	48,854	77,606	106,020	128,017	128,017	129,625	126,625
純資産	19,664	34,177	39,284	46,632	56,668	56,668	80,058	34,410
負債純資産合計	52,141	83,032	116,890	152,653	184,685	184,685	209,683	161,034
CCC								
売上債権回転日数	21	21	21	21	21	21	22	20
在庫回転日数	28	25	25	25	25	25	22	28
買掛債務回転日数	20	20	20	20	20	20	20	20
運転資金日数(CCC)	29	26	26	26	26	26	24	28
ROE	27%	15%	14%	17%	21%	21%	31%	5%
ROIC	15%	9%	8%	8%	9%	9%	15%	3%
Cash ROIC	18%	10%	8%	9%	9%	9%	15%	4%
ネット有利子負債/EBITDA	0.7	0.8	1.5	1.9	1.9	1.9	1.5	2.6

Disclaimer

本レポートは、対象となる企業（以下「対象企業」といいます。）の依頼を受けて株式会社Capital Growth Strategies（以下「株式会社CGS」といいます。）が作成したものです。株式会社CGSは、レポート作成以外の業務で対象企業から報酬を得る可能性があります（株式会社CGSは、対象企業から、本レポートの作成に係る業務の報酬を得ています）。

本レポートは、対象企業に関して参考となる情報提供を目的として作成されており、投資の勧誘・推奨・助言を行うものではなく、またそれらを意図したものでもありません。投資に関する決定は、投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。本レポートに記載されている仮説、見解、分析、業績予想等は、公表資料や取材等を通じた情報をもとに株式会社CGSが作成したものであり、当該企業によるものではありません。株式会社CGSは、本レポートに記載された情報の正確性、完全性を保証するものではありません。本レポート記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果としてお客様に何らかの損害が発生した場合においても、株式会社CGSはいかなる責任も追いません。

本レポートの著作権を含む知的財産権は、株式会社CGSに帰属しており、株式会社CGSの事前の書面による承認なしに複製、修正・加工、販売、表示、送信、配布することは固く禁止されます。株式会社CGSの取締役、従業員は、対象企業の証券を保有している場合があります。本レポートの内容は、今後予告なしで変更される場合があります。