

GENDA (9166 JP)

現状の株価水準が織り込む EBITDA 永久成長率は低すぎる

2025年2月12日

エグゼクティブサマリー

前回のイニシエーションレポート（2024年10月18日）発行後、有難いことに多くの反響を頂いた。そこで今回は、GENDA に対する我々の Valuation 分析に対し、さらに俯瞰的な視点を加える目的で、リバース DCF 分析を行った。通常の DCF 分析では、様々な前提条件のもと将来 FCF の現在価値を求めるが、特に FCF のターミナルバリューの前提（永久成長率）によって理論株価が大きく変動するため、分析結果が恣意的になりやすい。一方リバース DCF 分析は、DCF 分析のゴールである理論株価（将来 FCF の現在価値）を現在の株価とし、そのターミナルバリューにどの程度の永久成長率が織り込まれているかを分析する手法である。通常の DCF 分析は理論株価を算出するが、リバース DCF は今の株価が織り込む永久成長率を逆算するため、投資分析上の恣意性を低減できるメリットがある。

リバース DCF 分析を含む本レポートの結論は以下の通り：

○ **現在の株価水準が織り込んでいる同社の EBITDA 及び FCF の永久成長率は年率マイナス二桁%であり、これは低すぎる且つ現実的ではないと CGS は考えている。**つまり、それだけ現在の Valuation が割安だという分析結果であり、イニシエーションレポートで記した成長率 1%あたりの Valuation 分析とも結論は一致している。

○ **リバース DCF 分析の前提変数値を、コンサバティブな前提へ変えたとしても上記の結論は変わらない。**例えば、EBITDA 成長率が FY1/2029 から年率 15%・10%に急減速する前提を置いたとしても、現在の株価が織り込む EBITDA の永久成長率はマイナス圏である。それだけ、現在の株価水準が割安であるということを示唆している。

○ CGS の予想数値は市場予想と大きく異なっているが、**我々は GENDA に対する中長期の市場コンセンサス予想値は参考にならないと考えている。**理由は、同社の M&A について、公表されたもの以外はほとんどコンセンサスに織り込まれていないと推定しているため。さらに言えば、コンセンサスベースで見えているマルチプルは、今後の M&A による CF 創出寄与を考慮していないということであり、実際にはもっと割安ということが言える。今後の M&A を概算値として織り込んだ予想数値・マルチプルは、CGS レポートを参照されたい。

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（2025年2月10日）2,927円

時価総額 2,246億円

年度(1月決算)	F25E	F26E	F27E	F28E
Cash EPS	70	102	152	219
Cash P/E	42x	29x	19x	13x
EV/EBITDA	16x	12x	9x	7x
P/B	7x	6x	5x	4x
配当利回り	0%	0%	0%	0%
ROE	15%	14%	17%	21%
Cash ROIC	14%	12%	12%	13%
営業 CF 転換率*	58%	64%	67%	68%
Incremental ROI**	5%	20%	22%	27%

*営業 CF 転換率 = 営業 CF ÷ EBITDA

**Incremental ROI = 営業 CF 増加額 ÷ 投下資本増加額

現状の株価水準が織り込んでいる EBITDA 永久成長率はマイナス二桁%

GENDA のリバース DCF 分析について、まず結論を言う。現在の株価が織り込んでいる同社の EBITDA 及び FCF の永久成長率は年率マイナス二桁%であり、これは低すぎる且つ現実的ではないと CGS は考えている。つまり、それだけ現在の株価および Valuation が割安だという分析結果であり、イニシエーションレポートで記した成長率 1%あたりの Valuation 分析とも結論は一致している。図表 1 及び図表 2 に、リバース DCF の分析結果を載せているので参照されたい。

今回リバース DCF 分析を行うにあたり、CGS の現在のモデル予想値が FY1/2028 までであるため、FY1/2029 から FY1/2035 までの EBITDA 成長率と FCF/EBITDA 転換率については変数として、今後 10 年間の FCF を算出した。これらの変数と割引率については恣意性が疑われるリスクがあるため、投資家視点に立ち、あくまで現実的な範囲で出来る限りコンサバティブな数値を使用している。したがって、図表 1 の EBITDA と FCF の長期予想には、調査対象企業である GENDA の意向は一切含まれていない。

図表 1：現在の株価が織り込んでいる同社の EBITDA 及び FCF の永久成長率は年率マイナス二桁%

GENDA: リバース DCF 分析											
変数											
EBITDA CAGR											
FY1/2029E ~ 2031E:	30%										
FY1/2032E ~ 2035E:	20%										
FCF/EBITDA 転換率											
FY1/2029E ~ 2031E:	30%										
FY1/2032E ~ 2035E:	40%										
FY1/2036E ~ :	50%										
現在の株価	¥2,900										
割引率	10%										
<-----CGS 予想値 -----> <-----変数による予想 ----->											
	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	
	(百万円) FY1/2026E	FY1/2027E	FY1/2028E	FY1/2029E	FY1/2030E	FY1/2031E	FY1/2032E	FY1/2033E	FY1/2034E	FY1/2035E	
EBITDA	22,840	33,108	44,731	58,151	75,596	98,275	117,929	141,515	169,818	203,782	
成長率 (年率)	55%	45%	35%	30%	30%	30%	20%	20%	20%	20%	
FCF (営業CF - 設備投資)	-733	4,105	10,651	17,445	22,679	29,482	47,172	56,606	67,927	81,513	
FCF/EBITDA 転換率	-3%	12%	24%	30%	30%	30%	40%	40%	40%	40%	
FCFの現在価値											
FY1/2026E ~ 2035E:	164,605										
FY1/2036E ~ (ターミナルバリュー):	86,250										
企業価値 (EV)	250,855										
ネットデット*	18,523										
少数株持ち分*	1,293										
時価総額	231,039										
希薄化発行済株式数*	79.7										
理論株価 (円)	2,900										
現株価のターミナルバリューが織り込む期待永久成長率											
FCF CAGR (FY1/36~) =										-19.4%	
EBITDA CAGR (FY1/36~) =										-24.5%	
*FY1/2025 3FQ 時点の数値。発行済株式数には、3月3日に完了予定のアクトプロの外貨両替機事業買収に伴う株数増加 (1.39百万株) は含めていない。											
(出所: CGS)											

図表 1 の分析では、変数である EBITDA 成長率が、FY1/2029 以降は年率 30%、FY1/2032 以降は年率 20% に減速しながら、10 年後の FY1/2035 には約 2,000 億円の EBITDA 水準に達する前提を置いている。また、FCF/EBITDA 転換率についても、本来同社のビジネスモデルが持つ 50% 水準に 10 年かけて少しずつ近づいていく前提としている。割引率については、現在のグローバル金利水準をベースに、イニシエーションレポートで記した通り 10% を使用した。尚、グローバル機関投資家のファンドのハードルレートは二桁% であり、DCF の割引率においてコンサバに一律 10% を求める例は多々あるため、現実的な割引率水準である。これらの前提に基づけば、現在の株価が示唆する EBITDA の永久成長率は年率マイナス約 25% である。**永久成長率として、全く現実的ではない大幅な年間減益率が、現在の株価水準に織り込まれている**ことが分かるであろう。

一方、図表 1 で使用した CGS の変数値について、さらにコンサバティブな値で分析結果を見たいという考えの投資家もいるであろう。図表 2 に、今後 10 年間の EBITDA 成長率及び FCF/EBITDA 転換率の変数について、様々な前提値で現在の株価に織り込まれている EBITDA 永久成長率を確認できるよう、センシティブリティ分析を加えた。しかしながら、前提値を変えたところで前述の結論は変わらない。例えば、EBITDA 成長率が、FY1/2029 から年率 15% に急減速し、その後もさらに 10% 程度の増益率に減速する前提を置いたとしても、現在の株価が織り込む EBITDA の永久成長率はマイナス圏である。FCF/EBITDA 転換率に至っては、10 年間でほとんど FCF 転換率の改善がないという前提でも、現在の株価は EBITDA の大きなマイナス永久成長率を織り込んでいることになる。それだけ、現在の株価水準が割安であるということを示唆している。

図表 2：異なる変数前提値によるセンシティブリティ分析；コンサバな前提値を取っても、ターミナルバリューは FY1/36 以降 EBITDA のマイナス成長を織り込んでいることが分かる。

現株価のターミナルバリューが織り込む EBITDA CAGR (FY1/36~)					
		EBITDA CAGR (FY1/29E ~ 31E)			
		15%	20%	25%	30%
EBITDA CAGR (FY1/32E ~ 35E)	10%	-2.9%	-5.4%	-8.6%	-12.5%
	15%	-5.7%	-8.9%	-12.9%	-17.9%
	20%	-9.1%	-13.1%	-18.1%	-24.5%
	25%	-13.0%	-18.0%	-24.4%	-32.5%

FCF/EBITDA 転換率 (FY1/29E ~ 31E)					
		0%	10%	20%	30%
FCF/EBITDA 転換率 (FY1/32E ~ 35E)	10%	-7.2%	-8.2%	-9.4%	-10.7%
	20%	-9.3%	-10.7%	-12.2%	-13.9%
	30%	-12.1%	-13.8%	-15.8%	-18.2%
	40%	-15.7%	-18.1%	-21.0%	-24.5%

(出所：CGS)

尚、仮に EBITDA の永久成長率を 0% とした場合、図表 1 のコンサバティブな 10 年予想及び割引率前提でも、算出される時価総額は現在の約 2.5 倍という計算になる。もちろん、GENDA が今後 10 年で、図表 1 の予想水準を超える FCF を創出できる場合、永久成長率 0% 前提でもさらにアップサイドは大きく高まることになる。ただし前述の通り、これら通常の DCF 分析は、特に永久成長率や割引率を変えることによって理論株価が大きく変動するため、我々が算出するアップサイドに恣意性が疑われるリスクはどうしても排除できない。今回、通常の DCF ではなくリバース DCF を行ったのはこのためであり、長期投資家には、現在の株価が織り込む永久成長率についての現実性を考えながら割安度合いを判断してもらいたい。

GENDA の市場コンセンサス予想値は参考にならない

最後に、CGS の予想財務数値が市場予想値と大きく異なっていることに関し補足を加える。結論的には、CGS では GENDA に対する中長期の市場コンセンサス予想値は参考にならないと考えている。理由は、同社の M&A について、公表されたもの以外はコンセンサス予想にほとんど織り込まれていないと推定しているため。

図表 3 (百万円)	FY1/2026E	FY1/2027E	FY1/2028E
EBITDA :			
CGS 予想値	22,840	33,108	44,731
市場コンセンサス	18,950	22,500	24,400
差 (%)	21%	47%	83%

市場コンセンサスは Bloomberg を参考 (2025 年 2 月時点)

図表 3 で示した通り、GENDA の EBITDA 予想において市場コンセンサスと CGS 予想値は大きく異なっている。FY1/2028 時点では、EBITDA 予想値に約 200 億円もの差が存在している。この差の要因は、今後の M&A を、同社の M&A 規律に基づき概算値として予想に織り込んでいるかどうかであると我々は考えている。図表 4 (イニシエーションレポート図表 8 から引用) からも、CGS が予想する今後 3 年間の M&A の増益寄与額によって、コンセンサス EBITDA との 200 億円の差はほぼ説明できる。

図表 4 : CGS 予想値の増益ドライバー ; 市場コンセンサスとの差は、将来の M&A を考慮しているかどうかで説明ができる

(単位 百万円)	EBITDA	減価償却費	EBITA	のれん代償却	営業利益
FY1/2025 CGS 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
FY1/2028 CGS 予想	44,731	17,098	27,633	5,630	22,003

(出所 : CGS)

実際にどんな M&A をしてくるか蓋を開けてみないと分からないという議論は理解できるが、GENDA の成長モデル上、今後の M&A をほとんど考慮していないコンセンサスはあまり参考にならない。さらに言えば、コンセンサスベースで見えているマルチプルは、今後の M&A による CF 創出寄与を考慮していないということであり、実際にはもっと割安ということになる。今後の M&A の増益貢献余地を概算値として予想に織り込んだ Valuation については、CGS 予想値に基づくマルチプルを参照されたい。

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	
	10	6	5	4	4				
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	70.0	101.5	152.3	218.5	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はありません。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。