

GENDA (9166 JP)

Player One の買収 ROI*分析；高い投資効率を維持し高成長を継続

*CF ベースでの ROIC の実力値を分析するため、買収先の B/S 連結タイミングに対する年間 CF の連結寄与の遅れを考慮し、

「Cash ROIC = 1年後の M&A コスト調整後 FCF または IFRS ベースの税引き後営業利益 ÷ 投下資本」で計算。

エグゼクティブサマリー

2025 年 4 月 30 日

GENDA は 4 月 9 日、米国及びカナダでゲームセンター・ミニロケの運営及びゲーム機の卸売・販売を手掛ける Player One Amusement Group を傘下に持つ Pixel Intermediate Holding Corporation（以下 Player One）の買収を発表した。買収金額は、同社史上最大となる US\$170 million（現在の為替 143.5 円/US\$で約 245 億円）。加えてシナジーを除くベースでの買収 EV/EBITDA マルチプルは 8.5 倍と、これまでの同社の買収案件対比でプレミアムを乗せているため、投資家にとっては本件の買収 ROI 及び今後の同社の ROIC について分析し理解する必要があると CGS は考えている。

本レポートでは、Player One の中期的な買収 ROI を CF ベースで分析し、過去の買収案件対比で表面上割高にうつる本買収の期待リターンを算出した。また、GENDA の中長期的な資本効率に対する影響についても分析し、同社の今後の CF 創出力を、投資効率の観点から投資家目線で評価した。

本レポートの結論は以下の通り：

- Player One の買収 ROI は、今期及び来期で予定されているゲーム機の入替え・追加施策によるシナジー創出をドライバーに、FCF ベースで約 10%の Cash ROIC 水準と分析。また、買収資金の大部分を借入金で充当する予定（約 8 割で試算）で、買収 ROE は中期的に約 60%超まで高まると予想。これらから、資本コスト対比で十分な資本効率を連結可能と CGS は考えている。

- 本買収における期待 ROI にとってのリスク要因は、シナジー創出が期待値に届かないこと、そして米中の関税影響である。関税について、仮に米国の対中国関税が 65%水準に落ち着いた場合、Player One にとって FCF ベースの ROIC で約 1%の押し下げ影響であり、本買収 ROI への影響は軽微である。

- CGS では、同社は中期的に約 15%の連結 Cash ROIC を維持し、同社のバイサイド WACC 水準と推定される約 10%のハードルレートに対してスプレッドをしっかりと確保した状態で高成長を継続すると予想。同社の市場コンセンサスには、公表された案件以外の M&A はほとんど織り込まれていない。CGS 予想ベースの EV/EBITDA (FY1/2027)は現在 6.8 倍であり、引き続き CGS では同社の Valuation にアップサイドが存在すると考えている。

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（2025 年 4 月 28 日）1,081 円

時価総額 1,758 億円

年度(1月決算)	F25E	F26E	F27E	F28E
Cash EPS	56	90	144	206
Cash P/E	19x	12x	8x	5x
EV/EBITDA	9.9x	6.8x	5.0x	3.8x
P/B	3.7x	3.1x	1.9x	1.3x
配当利回り	0%	0%	0%	0%
ROE	13%	17%	21%	20%
Cash ROIC	13%	14%	14%	15%
営業 CF 転換率*	69%	61%	60%	61%
Incremental ROI**	21%	7%	17%	15%

*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

Player One の買収 ROIC は FCF ベースで約 10%、買収 ROE は 60%超を予想。

4月9日に GENDA が買収を発表した Player One は、米国及びカナダでゲームセンターを 104 店舗、ミニロケを約 2,000 箇所運営する、北米地域で最大手の一角を占めるアミューズメントグループである。1975 年創業の老舗で、AMC エンターテインメントをはじめ世界最大級の映画館チェーンと長期的な取引があり、安定した CF が見込める。また、GENDA の北米既存事業と比較して、1 拠点当たりのゲーム機の設置台数が多いことも特徴である。買収金額は、同社史上最大となる US\$170 million (約 245 億円；現在の為替 143.5 円/US\$を使用。現状、買収の支払いに関して為替は予約されていない) で、シナジーを含まないベースでの買収 EV/EBITDA マルチプルは 8.5 倍と、これまでの同社の買収案件対比でプレミアムを乗せている。こういった場合、買収対象事業は確かに魅力的ながらも、買収 ROI の質に対しては疑問を持つ投資家が存在するのは当然であろう。この点について、CGS では、以下の通り Player One の中期的な買収 ROI を CF ベースで分析し、過去の買収案件対比で表面上割高にうつる本買収の期待リターンを算出した。

Player One の買収 ROI 分析について、まず結論を言う。今期及び来期で予定されているゲーム機の入れ替え・追加施策によるシナジー創出をドライバーに、本買収の期待 ROIC は FCF ベースで約 10%と分析した。尚、買収資金の大部分を借入金で充当する予定 (約 8 割で試算) で、これにより買収 ROE は中期的に約 60%超水準まで高まると予想する。これらから、資本コスト対比で十分な資本効率を追加的に連結可能と結論付けた。

図表 1：Player One の買収 ROI 分析						
Player One 買収分析 (CGS 予想)						
USD mn	26年1月期E	27年1月期E	28年1月期E	29年1月期E	30年1月期E	
Player One P/L *2025年7月連結						
売上高	80	180	200	210	220	
EBITDA	10	22	28	32	35	
Player One 投下資本						
初期投下資本	170					
追加投下資本	6	13	8	8	9	
合計投下資本	176	189	197	205	213	
Player One C/F						
営業CF	8	18	22	26	28	
設備投資	6	13	8	8	9	
メンテナンスCapEx	2	4	4	4	5	
グロスCapEx	4	9	4	4	4	
FCF	2	5	15	18	19	
Cash ROIC						
FCFベース ROIC		8%	9%	10%	11%	
営業CFベース ROIC		12%	13%	14%	15%	
Cash ROE						
FCFベース ROE		43%	52%	57%	66%	
営業CFベース ROE		66%	75%	82%	91%	

* 買収 Cash ROIC：翌期の FCF または営業 CF ÷ 投下資本、買収 Cash ROE：翌期の FCF または営業 CF ÷ 初期投下資本の 20% (出所：CGS)

本買収の ROI を考える上で、重要となるドライバーはやはりシナジー創出である。GENDA は、今期から来期にかけて US\$約 13million のグロス投資を実施し、Player One のゲーム機の入れ替え・追加、及び新規出店

を予定している。具体的には、ゲーム機 5 台以下の拠点（売上の 5%）は Kiddleton 式のゲーム機に入れ替え、ゲーム機 5 台超の拠点（売上の 65%）については Kiddleton 式のゲーム機を追加していく。GENDA は、2024 年 10 月に買収した National Entertainment Network（NEN）についても、同様の施策を打っており、実績として NEN の既存店売上は平均+201%（約 3 倍）を記録している。CGS では、Player One の既存店売上施策に関しても、Kiddleton 式のゲーム機導入により NEN と同様の既存店平均増収率が見込めると考え、我々の予想の前提とした。尚、**US\$13million のグロース投資を実施し、そのシナジーとして期待通り NEN と同様の既存店増収率が達成された場合の CF の増加額は US\$8million 程度と試算される。つまり、CF ベースの期待 Incremental ROI は約 60%であり、GENDA の北米事業における 1 拠点の投資回収期間実績（12~24 カ月）とも合致していることから、図表 1 の CGS 予想値は現実的な期待シナジー水準に基づいていると言える。**また、Kiddleton 式のゲーム機導入に加え、景品についても既存のゲーム機を順次日本の Kawaii コンテンツに入れ替えていく計画（大きな投資は不要）であり、日本の人気 IP をドライバーとしたさらなる既存店売上増加の可能性については、CGS 予想値に対するアップサイド要因として記しておく。

一方で、本買収における期待 ROI にとってのリスク要因は、シナジー創出が期待値に届かないこと、そして米中の関税影響である。ここでは、米中の関税影響について少し深掘りする。現状、GENDA の北米事業では、Kiddleton 式のゲーム機と景品の大部分を中国から輸入している。したがって、米国の対中国関税が、CF 上はゲーム機の設備投資額、そして PL 上はその減価償却と景品原価を通して、米国内の売上（売上の約 60%）に影響する。CGS と GENDA の経営陣との議論では、景品に対する関税影響は 1 プレイ 1 ドルという廉価なビジネスモデルゆえ、プレイ単価等への転嫁が可能である旨の確認が取れている。一方、投資家にとってより重要なリスクはゲーム機の設備投資額であり、最終的に Player One の投下資本に影響するため上記で試算した買収 ROI が変わる可能性がある。尚、本レポートを執筆している 4 月 25 日時点では、米トランプ大統領の“(the high tariffs on Chinese goods would) come down substantially, but it won't be zero” という発言が報道されており、ウォールストリートジャーナル紙はホワイトハウスの高官の話として 50-65%水準（国の安全保障上の脅威でない品目は 35%）とレポートしている。仮に、**報道の通り米国の対中国関税が 65%水準に落ち着いた場合、本件の買収 ROIC にどれほどの影響があるか図表 2 で試算した。具体的には、Kiddleton 式のゲーム機の輸入の内、米国内の売上分（60%）に対して、65%の関税をかけて試算した。結論的には、Player One にとっては FCF ベースの ROIC で約 1%の押し下げ影響と軽微であり、本買収 ROI への影響は限定的と言える。**

図表 2：米国の対中国関税（65%前提）の買収 ROI 影響

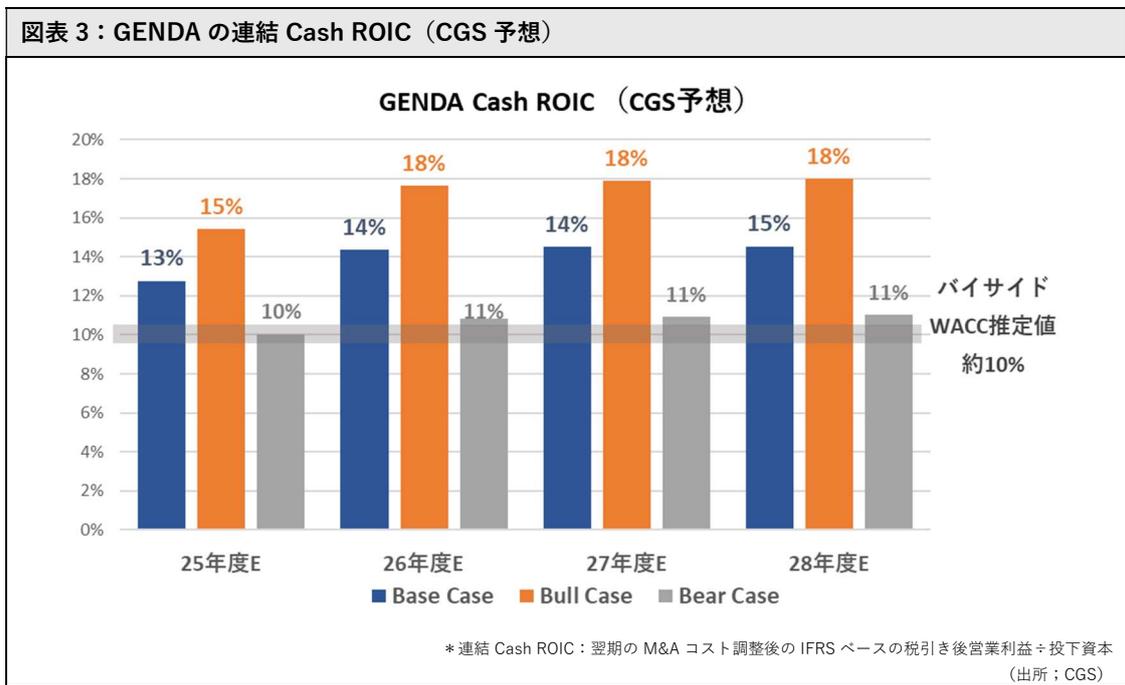
Player One 買収ROI	26年1月期E	27年1月期E	28年1月期E	29年1月期E	30年1月期E
FCFベース ROIC					
関税影響抜き		8%	9%	10%	11%
関税65%ケース		7%	8%	8%	10%
影響		-1.0%	-1.1%	-1.1%	-1.1%

(出所：CGS)

尚、GENDA は関税影響の極小化のために、中国からはゲーム機の部品のみを輸入とし、米国内で組立を行う製造体制への変更を検討しており、実際の関税による買収 ROI への影響は図表 2 で試算した数値よりもさらに軽微になる可能性は十分考えられる。CGS では、同社経営陣のリスク要因に対する迅速な執行に期待している。

中期的な連結 Cash ROIC は約 15%、対 WACC スプレッドを確保し高成長継続へ

最後に、同社史上最大規模となった Player One を今期 7 月に連結し、今後も中期的に M&A による成長モデルを継続する前提で、GENDA の連結 Cash ROIC の期待水準を分析した。結論的には、CGS のベースケースでは、**中期的に約 15% の Cash ROIC を維持し、同社のバイサイド WACC 水準と推定される約 10% のハードルレートに対してスプレッドをしっかりと確保した状態で高成長を継続すると予想する。**今期以降 2028 年 1 月期まで、CGS が予想する投下資本の積み上げ額は約 1,130 億円。一方、その投下資本増加分から創出される営業 CF の増加分は約 180 億円と予想。これらから、**CGS がキャピタルアロケーションの質の観点で重要視している Incremental ROIC は同期間で約 16% と、投資規律のとれた優秀な水準が続くと考えている。**



上記の通り、資本コストを上回る投資効率の M&A が今後も継続される可能性が高い中で、同社の市場コンセンサスには、公表された案件以外の M&A はほとんど織り込まれていない (図表 4 参照)。CGS は、GENDA の成長モデル上、今後の M&A を考慮していないコンセンサスは参考にならないと考えている。**同社の EV/EBITDA (FY1/2027) も、コンセンサスベースでは約 9 倍だが、CGS 予想ベースでは 6.8 倍であり、CGS は引き続きアップサイドが存在すると考えている。**同社の Valuation に関しては、2024 年 10 月発行のイニシエーション、及び 2025 年 2 月発行の Valuation 分析にて詳細に分析をしているので、それらも合わせて参照されたい。

図表 4 (百万円)	FY1/2026E	FY1/2027E	FY1/2028E
EBITDA：			
CGS 予想値	24,510	34,797	48,360
市場コンセンサス	20,700	22,500	-
差 (%)	18%	55%	NA

市場コンセンサスは Bloomberg を参考 (2025 年 4 月 25 日時点)

CGS による業績予想モデル

	(百万円)	23年度	24年度	25年度E	26年度E	27年度E	28年度E	28年度E		
								Base Case	Bull Case	Bear Case
損益計算書:										
売上高		55,697	111,786	168,801	226,010	289,420	356,204	356,204	423,385	280,838
売上原価		42,738	86,328	130,263	174,283	223,017	274,277	274,277	313,305	221,862
総利益		12,959	25,458	38,538	51,727	66,403	81,927	81,927	110,080	58,976
販売管理費		7,589	17,493	27,115	33,604	36,674	39,118	39,118	46,440	35,684
営業利益		5,370	7,965	11,423	18,123	29,729	42,808	42,808	63,640	23,291
税前利益		4,414	6,690	10,331	16,386	27,347	39,782	39,782	60,246	20,947
税金		217	3,166	5,223	8,086	12,728	17,535	17,535	25,310	10,024
少数株持ち分		18	219	0	0	0	0	0	0	0
当期利益		4,178	3,304	5,108	8,300	14,620	22,247	22,247	34,936	10,923
EBIT		5,370	7,965	11,423	18,123	29,729	42,808	42,808	63,640	23,291
減価償却費・のれん代償却		2,732	7,426	13,087	16,674	18,631	21,217	21,217	25,088	16,212
EBITDA		8,102	15,391	24,510	34,797	48,360	64,025	64,025	88,728	39,503
減価償却費		2,549	6,077	9,494	10,956	10,913	11,499	11,499	13,620	9,119
のれん代償却		181	1,349	3,593	5,718	7,718	9,718	9,718	11,468	7,093
EBITA		5,553	9,314	15,016	23,841	37,447	52,526	52,526	75,108	30,384
買収費用除くEBITA		5,652	10,471	16,016	24,841	38,747	53,126	53,126	75,708	30,984
のれん代償却前当期利益		4,359	4,653	8,701	14,018	22,338	31,965	31,965	46,404	18,016
買収費用除くの前当期利益		4,511	5,931	9,701	15,018	23,638	32,565	32,565	47,004	18,616
希薄化後期末株式数		138.1	156.1	156.1	156.1	156.1	156.1	156.1	156.1	156.1
GAAP EPS		30	21	33	53	94	143	143	224	70
Cash EPS		32	29.8	55.7	89.8	143.1	204.8	205	297	115
買収費用除くCash EPS		33	38	62	96	151	209	209	301	119
配当金		0	0	0	0	0	0	0	0	0
Payout Ratio		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
売上高原価比率		76.7%	77.2%	77.2%	77.1%	77.1%	77.0%	77.0%	74.0%	79.0%
売上高総利益率		23.3%	22.8%	22.8%	22.9%	22.9%	23.0%	23.0%	26.0%	21.0%
売上高販売管理費比率		13.6%	15.6%	16.1%	14.9%	12.7%	11.0%	11.0%	11.0%	12.7%
売上高営業利益率		9.6%	7.1%	6.8%	8.0%	10.3%	12.0%	12.0%	15.0%	8.3%
売上高EBITDA比率		14.5%	13.8%	14.5%	15.4%	16.7%	18.0%	18.0%	21.0%	14.1%
キャッシュフロー表:										
当期利益		4,178	3,304	5,108	8,300	14,620	22,247	22,247	34,936	10,923
減価償却費・のれん代償却		2,549	7,426	13,087	16,674	18,631	21,217	21,217	25,088	16,212
運転資金増減		184	-2,130	-1,209	-3,797	-4,207	-4,429	-4,429	-5,878	-2,744
営業CF		7,602	8,890	16,986	21,177	29,043	39,034	39,034	54,146	24,391
設備投資		-5,132	-11,693	-19,412	-20,341	-20,259	-21,372	-21,372	-25,403	-16,850
FCF(営業CF-設備投資)		2,470	-2,803	-2,427	836	8,784	17,662	17,662	28,742	7,541
買収資金		-3,861	-7,019	-45,000	-40,000	-40,000	-40,000	-40,000	-50,000	-25,000
配当金支払い		0	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF(営業CF-投資CF-配当金)		-2,732	-4,222	-47,427	-39,164	-31,216	-22,338	-22,338	-21,258	-17,459
自社株買い		4,084	10,053	0	0	0	0	0	0	0
有利子負債増減		3,912	15,415	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	50,000	30,000
現預金増減		5,242	20,475	-4,427	3,836	11,784	20,662	20,662	28,742	12,541
CF転換率										
営業CF/EBITDA		94%	58%	69%	61%	60%	61%	61%	61%	62%
FCF/当期利益		59%	-85%	-48%	10%	60%	79%	79%	82%	69%

*注：GENDA は 2025 年 3 月 31 日に 1 株を 2 株に分割する株式分割を実施。過去（2023 年度、2024 年度）の株式数についても分割を反映済。

CGS による業績予想モデル（続き）

貸借対照表:	(百万円)	23年度	24年度	25年度E	26年度E	27年度E	28年度E	28年度E		
								Base Case	Bull Case	Bear Case
現金		12,379	25,649	21,222	25,058	36,842	57,504	57,504	68,818	44,059
売掛債権		3,689	7,021	8,086	10,827	13,864	17,064	17,064	20,282	13,453
在庫		4,374	8,235	9,513	12,728	16,287	20,030	20,030	22,881	16,202
流動資産		23,567	45,646	43,563	53,354	71,734	99,339	99,339	116,721	78,455
有形固定資産		12,581	31,466	63,884	93,269	122,616	152,490	152,490	175,358	118,987
長期投資		135	769	769	769	769	769	769	769	769
無形固定資産		5,698	21,290	45,822	60,104	92,386	122,668	122,668	149,918	81,793
固定資産		28,574	68,722	125,672	169,339	230,968	291,124	291,124	341,242	216,746
総資産		52,141	114,368	169,235	222,693	302,702	390,463	390,463	457,964	295,201
短期有利子負債		7,620	20,424	20,424	20,424	20,424	20,424	20,424	20,424	20,424
買掛債務		3,213	5,253	6,387	8,546	10,935	13,449	13,449	15,363	10,879
流動負債		16,892	39,770	40,904	43,063	45,452	47,966	47,966	49,880	45,396
長期有利子負債		11,370	30,861	73,861	116,861	159,861	202,861	202,861	230,861	150,861
固定負債		15,585	38,907	81,907	124,907	167,907	210,907	210,907	238,907	158,907
総負債		32,477	78,677	122,811	167,970	213,359	258,873	258,873	288,787	204,303
純資産		19,664	35,690	46,424	54,723	89,343	131,590	131,590	169,177	90,898
負債純資産合計		52,141	114,367	169,235	222,693	302,702	390,463	390,463	457,964	295,201
CCC										
売上債権回転日数		19	17	17	17	17	17	17	17	17
在庫回転日数		28	27	27	27	27	27	27	27	27
買掛債務回転日数		20	18	18	18	18	18	18	18	18
運転資金日数(CCC)		28	26	26	26	26	26	26	26	26
Cash ROIC		25%	17%	13%	14%	14%	15%	15%	18%	11%
ネット有利子負債/EBITDA		0.7	1.0	2.0	2.7	2.6	2.4	2.4	1.9	3.0

*注：GENDA は 2025 年 3 月 31 日に 1 株を 2 株に分割する株式分割を実施。過去（2023 年度、2024 年度）の株数についても分割を反映済。

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。