

GENDA (9166 JP)

投資規律厳格化による FCF 黒字化経営のインパクト分析

エグゼクティブサマリー

2026 年 1 月 7 日

GENDA は、今期第 2・第 3 四半期決算の発表時に、M&A を含む成長投資を厳選し、来期よりフリーキャッシュフロー (FCF=EBITDA - 税金 - 設備投資) 黒字化を図ることで、全社的な公募増資に関する戦略転換を行う旨を発表した。CGS では、この戦略転換を、同社の Valuation の観点で重要視しており、常務取締役 CFO である渡邊氏との議論を元に、具体的なインパクトについて独自に定量分析を行った。同社の戦略について、CGS の結論は以下の通り：

◦ **GENDA は、キャピタルアロケーション戦略において、M&A・オーガニック成長投資双方の投資規律を厳格化する。** 具体的には、M&A は中核領域のロールアップに集中し、中核領域以外は限定的に厳選。オーガニック成長投資では、非ゴーイングコンサーン前提での期待 IRR ハードルレートの引き上げ、及び既存事業に従来課していた 10% の売上成長条件の撤廃により、投資効率とのバランスをとる経営に舵を切った。特にオーガニック成長投資においては、IRR 及び NPV の良好な国内ゲームセンターの新規出店及び米国ゲームセンターの Add on 型投資に対し、優先的に資金投下を行っていく。

◦ **キャピタルアロケーション戦略転換の結果、FCF が来期より黒字化。来期は 50 億円の FCF 創出を目指す。** CGS では、今後 3 年間（2026 年 1 月期～2028 年 1 月期）で同社の投下資本は約 1,720 億円増加すると予想。それに対し、今回の戦略転換で、来期よりゲームセンター事業以外の設備投資を中心に減少・効率化され、FCF（2027 年 1 月期～2029 年 1 月期）は約 270 億円増益すると予想した。つまり、**FCF ベースの Incremental ROI は、これまでのマイナスから今後 3 年間で約 16% に大幅改善する見込み (CGS 予想)** であり、同社株式の中長期 Valuation にとって大きくポジティブに効いてくると考えている。

◦ また M&A 自体の厳選に加え、黒字化する FCF を、従来エクイティファイナンスを含め 100% 外部調達に頼っていた M&A 資金に充当できることにより、**今後 3 年間は M&A 待機資目的の公募増資を行わない方針を発表**。ただし、魅力的な大型買収案件の実施にエクイティファイナンスを必要とする場合はこの限りではないが、CGS では、M&A の規模が CGS 予想に織り込んでいる毎期 400 億円水準を大幅に超過しない限り、新株発行によるエクイティファイナンスのリスクは当面は限定的であり、デットファイナンス及び自己株活用での株式対価型買収により、同社の連続的な M&A は中期的に継続可能と判断した。

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 (2026 年 1 月 6 日) 702 円

時価総額 1,277 億円

年度(1 月決算)	F25E	F26E	F27E	F28E
Cash EPS	42	67	94	121
Cash P/E	17x	10x	7x	6x
EV/EBITDA	8.8x	6.1x	4.4x	3.5x
P/B	2.0x	1.7x	1.4x	1.1x
配当利回り	0%	0%	0%	0%
ROE	8%	17%	20%	21%
Cash ROIC	10%	10%	10%	10%
FCF 転換率*	-311%	41%	43%	55%
Incremental ROI**	-25%	24%	5%	14%

*FCF 転換率 = FCF ÷ 当期純利益

**Incremental ROI = FCF 増加額 (FY) ÷ 投下資本増加額 (FY-1)

FCF 黒字化に向けたキャピタルアロケーション方針の転換と背景

GENDA は、2026 年 1 月期第 2・第 3 四半期決算発表の中で、キャピタルアロケーション戦略の転換を発表した。具体的には、M&A については、同社の中核であるゲームセンター・カラオケ領域のロールアップに集中し、中核領域以外の M&A は限定的に厳選。オーガニック成長投資についても、投資規律をより厳格化し、過去継続していた FCF (=EBITDA - 税金 - 設備投資) の赤字を来期以降黒字に転換していく方針へと変更した。この意思決定に至った背景として、まずこれまで M&A のスピードを優先するために実施してきた M&A 待機資金目的の公募増資が、同社の想像以上に短期的な株価の需給懸念につながったことがあり、今回資本市場と整合的な M&A 戦略に修正を図る。加えて、過去数年間のオーガニック成長投資の中で、特にゲームセンター以外の領域で実際の IRR に当初の想定比で乖離が見られたこともある。また、財務レバレッジをかけながら M&A を図る同社の戦略において、取引銀行・リース会社が 50 社を超える中で、債権者的一部から FCF がマイナスな状態での継続的な借入増加に対する指摘もあった。それらの課題点に対し、今回スピード感を持って方針転換の決定を行い、M&A・オーガニック成長投資双方の規律の修正に向かう形である。

図表 1: GENDA はキャピタルアロケーションの方針転換による FCF 黒字化を発表。

戦略の修正

当社戦略を、資本市場と整合的なM&A戦略に修正

変えないこと

- エンターテイメント業界のM&Aにより「連続的な非連続な成長」を実現する
- 全てのM&A案件は、EPS向上に寄与するものだけを実行する

変えること

- ① 全社的な公募増資に関する戦略修正
 - 以下②③の戦略修正を通じ、過去2回実施した「M&A待機資金目的の公募増資」を、最低でも今後3年間行わない
- ② M&A(インオーガニック)の戦略修正
 - 原則として中核領域のロールアップM&Aに集中する
 - 中核領域以外のM&Aは、限定的に厳選する(結果的にM&A件数を減らしつつ、全社の成長性の維持に寄与する案件に厳選する)
- ③ 既存事業(オーガニック)の戦略修正
 - 既存事業の成長投資を厳選し、既存事業のFCFを来期50億円創出する

(出所: 会社資料)

尚、オーガニック成長投資における具体的な投資規律の変更点としては、まず従来 10%以上としていた期待 IRR のハードルレートを 15%に引き上げる。同社の期待 IRR の評価は、各事業でゴーイングコンサーンを前提としておらず、限られた一定の投資回収期間の中での判断となる(例: 7 年間で IRR 15%なら、4 年回収となり ROIC は 25%)。その上で、既存事業に従来課していた 10%の売上成長条件は今回撤廃し、投資効率とのバランスを図っていく。これらの規律に基づき、オーガニック成長投資においては、IRR 及び NPV の良好な国内ゲームセンターの新規出店及び米国ゲームセンターの Add on 型投資に対し、優先的に資金投下を行っていく。また、北米事業に対するリソースをオペレーション改善の PMI に注力させる目的で、北米の M&A は当面休止する方針。CGS では、これらの戦略転換により、同社の今後の Incremental ROI とエクイティファイナンスリスクの 2 点で大きなインパクトがあると考えている。

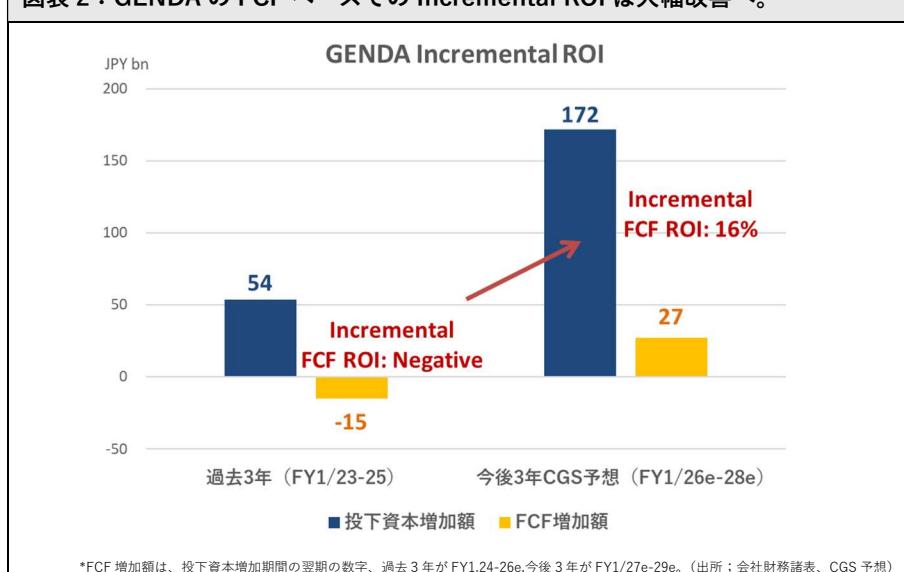
投資規律厳格化により、今後3年間の Incremental ROI は FCF ベースで 16%と大幅改善。新株発行によるエクイティファイナンスリスクも当面は限定的。

1. FCF ベースの Incremental ROI へのインパクト

投資家にとって、今回のキャピタルアロケーション戦略の転換の大きなインプリケーションの1つは、企業価値の源泉である FCF が今後創出されるということである。同社は、まず来期で 50 億円の FCF 創出（グロース Capex 投下前の定常状態で 165 億円）を目指している。その上で分析すべきポイントは、今後どの程度の効率性をもって FCF が創出されながら成長していくかであり、この点について今回分析を行った。結論的には、今後3年間の FCF ベースでの Incremental ROI (=FCF 増加額 ÷ 投下資本増加額) は、これまでのマイナスから約 16%へと大幅改善へ向かうと考えている。尚、この定量分析は CGS 独自の予想モデルを基にしている。

GENDA は 2025 年 1 月期から設備投資を大幅に拡大し、前期に続いて今期も FCF はマイナスの予想である。結果的に、同社は過去3期で投下資本を約 540 億円増加させ、それに対する FCF の累計増加額としては今期含め約 150 億円のマイナスで着地すると CGS は分析している。従来 CGS では、CF ベースの Incremental ROI を重視する中で、これまでの同社のように FCF が赤字の企業については、営業 CF ベースでのリターンをキャピタルアロケーションの質として分析してきた。一方、今後は企業価値の源泉である FCF が黒字化することで、純粋に FCF (=営業 CF - 設備投資) ベースで Incremental ROI を計ることが可能となり、投資家は同社のキャピタルアロケーションの質をより本質的に評価することができる。CGS では、今後3年間（2026 年 1 月期～2028 年 1 月期）で、同社の投下資本は約 1,720 億円増加すると予想。それに対し、FCF (=営業 CF - 設備投資) は約 270 億円のプラス（2027 年 1 月期～2029 年 1 月期）になると予想する。今回の戦略転換により、来期以降の設備投資が、ゲームセンター事業以外（今期の成長投資の約 3 割）を中心に厳選・効率化され、今期の約 270 億円から大きく減少するため。つまり FCF ベースの Incremental ROI は、これまでのマイナスから今後3年間で約 16%に大幅改善する見込みであり、同社株式の中長期 Valuation にとって大きくポジティブに効いてくると考えている。

図表 2 : GENDA の FCF ベースでの Incremental ROI は大幅改善へ。

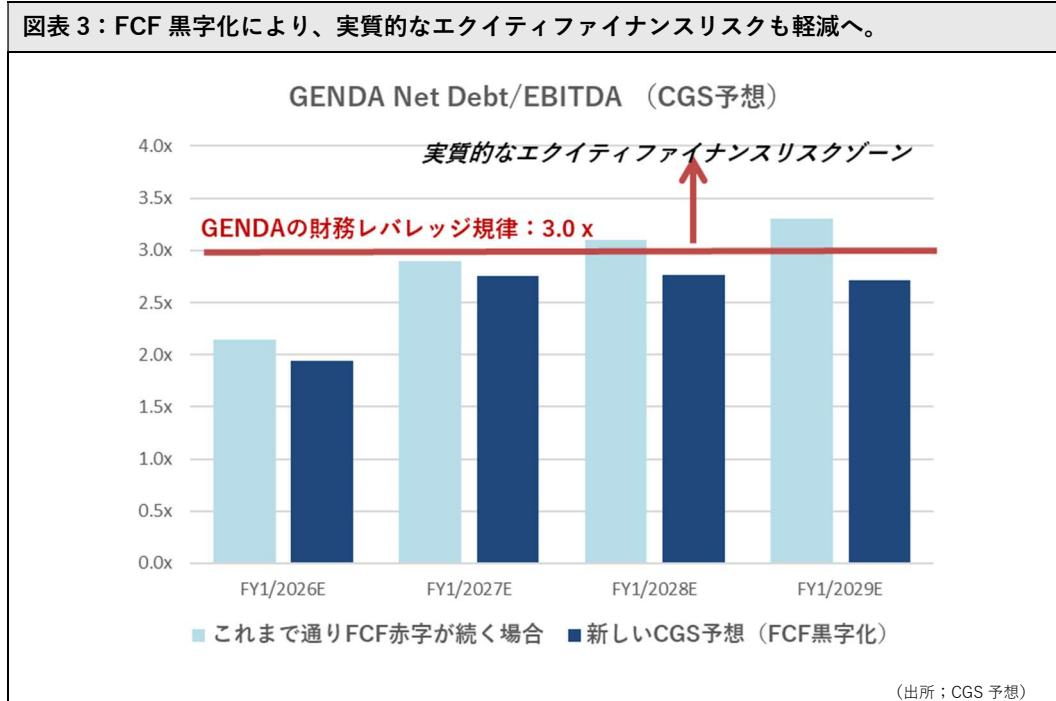


2. エクイティファイナンスリスクへのインパクト

また今回の戦略転換は、投資家にとって、同社のエクイティファイナンスリスクを考える上でも大きなインパリケーションがある。結論的には、M&A 自体の厳選に加え、黒字化する FCF を、従来エクイティファイナンスを含め 100%外部調達に頼っていた M&A 資金に充当できることで、同社は少なくとも今後 3 年間は M&A 待機資目的の公募増資を行わない方針をコミットした。一方、同社経営陣は、魅力的な大型買収案件の実施にエクイティファイナンスを必要とする場合はこの限りではないとコメントしているが、CGS では、M&A の規模が CGS 予想に織り込んでいる毎期 400 億円水準を大幅に超過しない限り、公募増資のリスクは当面は限定的と考えている。

同社の財務レバレッジ規律は Net Debt/EBITDA 倍率で 3 倍までを目安としている。CGS が従来より予想数値に織り込んでいる毎期 400 億円規模の M&A の実行を前提とした場合、これまで通り FCF が赤字の状態が続くと、2028 年 1 月期には Net Debt/EBITDA 倍率が 3 倍を超過するため、新たなエクイティファイナンスの必要性が予想された。一方で、今回の戦略転換により、FCF が黒字化することで、M&A が CGS 予想の毎期 400 億円水準を大幅に超過しない限り、Net Debt/EBITDA 倍率は 2.7 倍前後をキープしながら、デットファイナンスのみによる買収戦略の推進が実質的に可能と分析した。また直近の同社株 Valuation の下落 (CGS 予想ベースで EV/EBITDA 4.4x (FY1/2027e)) から、同社は今期第 3 四半期決算発表と合わせて最大 30 億円の自社株買いを発表しており、今後適切なタイミングで株式対価の M&A に活用することで、新株発行によるエクイティファイナンス需要をさらに軽減していく方針であることも CGS は確認している。以上から、CGS が想定している M&A の規模 (毎期 400 億円水準; 自己株式を使った M&A は含まない) を今後大幅に超えない限りは、新株発行によるエクイティファイナンスのリスクは当面限定的であり、デットファイナンス及び自己株活用での株式対価型買収により、同社の連続的な M&A は継続可能と予想している。

図表 3: FCF 黒字化により、実質的なエクイティファイナンスリスクも軽減へ。



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	164,301	210,891	262,436	316,558	316,558	373,845	252,504
売上原価	42,738	86,328	126,791	162,625	202,224	243,749	243,749	276,645	199,478
総利益	12,959	25,458	37,511	48,267	60,212	72,808	72,808	97,200	53,026
販売管理費	7,589	17,493	27,662	27,239	30,907	35,936	35,936	44,415	32,451
営業利益	5,370	7,965	9,849	21,027	29,305	36,872	36,872	52,785	20,575
税前利益	4,414	6,690	8,757	19,328	27,073	34,183	34,183	49,728	18,568
税金	217	3,166	4,716	7,115	9,931	12,174	12,174	17,615	6,709
少数株主持ち分	18	219	0	0	0	0	0	0	0
当期利益	4,178	3,304	4,041	12,213	17,143	22,009	22,009	32,113	11,859
EBIT	5,370	7,965	9,849	21,027	29,305	36,872	36,872	52,785	20,575
減価償却費・のれん代償却	2,732	7,426	12,697	11,498	15,621	20,005	20,005	23,580	16,008
EBITDA	8,102	15,391	22,545	32,525	44,926	56,877	56,877	76,365	36,583
減価償却費	2,549	6,077	8,979	11,498	15,621	20,005	20,005	23,580	16,008
のれん代償却	181	1,349	3,718	0	0	0	0	0	0
EBITA	5,553	9,314	13,567	21,027	29,305	36,872	36,872	52,785	20,575
買収費用除くEBITA	5,652	10,471	14,567	22,027	30,605	37,472	37,472	53,385	21,175
のれん代償却前当期利益	4,359	4,653	7,759	12,213	17,143	22,009	22,009	32,113	11,859
買収費用除くのれん代償却前当期利益	4,511	5,931	8,759	13,213	18,443	22,609	22,609	32,713	12,459
希薄化後期末株式数	138.1	156.1	184.0	181.9	181.9	181.9	181.9	181.9	181.9
GAAP EPS	30	21	22	67	94	121	121	177	65
Cash EPS	32	30	42	67	94	121	121	177	65
買収費用除くCash EPS	33	38	48	73	101	124	124	180	69
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%	16.8%	12.9%	11.8%	11.4%	11.4%	11.9%	12.9%
売上高営業利益率	9.6%	7.1%	6.0%	10.0%	11.2%	11.6%	11.6%	14.1%	8.1%
売上高EBITDA比率	14.5%	13.8%	13.7%	15.4%	17.1%	18.0%	18.0%	20.4%	14.5%
キャッシュフロー表:									
当期利益	4,178	3,304	4,041	12,213	17,143	22,009	22,009	32,113	11,859
減価償却費・のれん代償却	2,549	7,426	12,697	11,498	15,621	20,005	20,005	23,580	16,008
運転資金増減	184	-2,130	-1,360	-1,819	-3,938	-3,527	-3,527	-4,740	-2,123
営業CF	7,602	8,890	15,377	21,892	28,826	38,487	38,487	50,953	25,744
設備投資	-5,132	-11,693	-27,931	-16,871	-21,520	-26,274	-26,274	-31,029	-20,958
FCF(営業CF-設備投資)	2,470	-2,803	-12,554	5,021	7,307	12,213	12,213	19,924	4,786
買収資金	-3,861	-7,019	-50,000	-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	-62,554	-34,979	-32,693	-27,787	-27,787	-30,076	-20,214
自社株買い	4,084	10,053	16,952	-1,500	0	0	0	0	0
有利子負債増減	3,912	15,415	43,000	38,000	33,000	28,000	28,000	35,000	15,000
現預金増減	5,242	20,475	-2,602	1,521	307	213	213	4,924	-5,214
CF換算率									
営業CF/EBITDA	94%	58%	68%	67%	64%	68%	68%	67%	70%
FCF/当期利益	59%	-85%	-311%	41%	43%	55%	55%	62%	40%

*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。また、2026 年度からは IFRS 基準での予想。

CGS による業績予想モデル（続き）

	(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
貸借対照表:										
現預金	12,379	25,649	23,047	24,568	24,874	25,087	25,087	30,946	14,263	
売掛債権	3,689	7,021	8,321	9,525	12,572	15,164	15,164	17,909	12,096	
在庫	4,374	8,235	9,607	11,186	14,464	17,434	17,434	19,786	14,267	
流動資産	23,567	45,646	45,715	50,019	56,651	62,426	62,426	73,382	45,367	
有形固定資産	12,581	31,466	65,919	83,292	101,191	119,460	119,460	132,394	101,138	
長期投資	135	769	769	769	769	769	769	769	769	
無形固定資産	5,698	21,290	60,072	88,072	116,072	144,072	144,072	173,322	100,197	
固定資産	28,574	68,722	141,957	187,330	233,229	279,498	279,498	321,682	217,301	
総資産	52,141	114,368	187,672	237,350	289,879	341,924	341,924	395,063	262,669	
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	6,564	7,529	9,916	11,952	11,952	13,565	9,781	
流動負債	16,892	39,770	41,081	42,046	44,433	46,469	46,469	48,082	44,298	
長期有利子負債	11,370	30,861	73,861	111,861	144,861	172,861	172,861	200,861	120,861	
固定負債	15,585	38,907	81,907	119,907	152,907	180,907	180,907	208,907	128,907	
総負債	32,477	78,677	122,988	161,953	197,340	227,376	227,376	256,989	173,205	
純資産	19,664	35,690	64,684	75,397	92,540	114,548	114,548	138,074	89,463	
負債純資産合計	52,141	114,367	187,672	237,350	289,879	341,924	341,924	395,063	262,669	
CCC										
売上債権回転日数	19	17	18	16	17	17	17	17	17	
在庫回転日数	28	27	28	25	26	26	26	26	26	
買掛債務回転日数	20	18	19	17	18	18	18	18	18	
運転資金日数(CCC)	28	26	27	25	26	26	26	26	26	
Cash ROIC	25%	15%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	13%	7%
ネット有利子負債/EBITDA	0.7	1.0	2.1	2.8	2.8	2.7	2.7	2.3	3.2	

*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。また、2026 年度からは IFRS 基準での予想。

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。