



2024年10月31日

各 位

会 社 名 株式会社 GENDA
代 表 者 名 代表取締役社長 申 真衣
(コード番号：9166 東証グロース市場)
問 合 せ 先 取締役 CFO 渡邊 太樹
(TEL 03-6281-4781)

よくある質問と回答 (2024年10月)

日頃より、当社へご関心をお持ちいただきありがとうございます。今月、投資家様より頂戴した主な質問とその回答について、下記の通り開示いたします。

なお、本開示は投資家様への情報発信の強化とフェア・ディスクロージャーを目的に、毎月月末を目途に開示するものです。回答内容については、時点のずれによって多少の齟齬が生じる可能性があります。直近の回答内容を最新の当社方針として回答を記載しております。

なお、過去の「よくある質問と回答」は当社ホームページをご覧ください。

<https://genda.jp/ir/faq/>

Q1. Capital Growth Strategies 社 (CGS 社) によるレポートについて教えてください。

当社が行っているロールアップ M&A 戦略の実態、及びそれに伴う非連続な（キャッシュフロー増大による企業価値向上を通じた）株式価値の成長を、投資家の皆様に言語化する目的で、Fidelity 社を中心に海外機関投資家のキャリアを有する CGS 社代表取締役の信実氏にご作成頂きました。

その結果、M&A の企業として重要な「投下資本」に対する「投資回収」の指標（=Incremental ROI）が同業他社対比で最高水準である一方、成長率を加味した EV/EBITDA マルチプルを比較すると、同業他社対比で約 70~80%ディスカウントされている、という結果となりました。

同業他社の選定と成長率予想は CGS 社に基づく一方、上記分析は実際の時価に基づく機械的な計算結果であり、投資家様へのアップサイドを量的にご提示できたと考えております。以下にて、具体的な要旨を申し上げます。

当社は M&A を本業とする会社として、上場以来一貫して「適切なバリュエーションでの M&A」を強調して参りました。具体的には、M&A による「投下資本」（≡対象会社の EV）に対する「投資回収」（≡対象会社の EBITDA）を重視していることを強調しておりました。

しかし、これまでの IR では、M&A 後の対象会社の EBITDA 成長にのみ焦点を当てておりました。たしかに、対象会社のキャッシュフローが増加し投資回収が進むことは一方的に良いことですが、これはあくまで手段であって目的ではなく、最大の目的である「投下資本」に対する「投資回収」の効果測定ができておりませんでした。

そこで今回のレポートでは、「投下資本」に対する「投資回収」の効果測定をするため、対象会社個社ではなく、GENDA 連結の（M&A による）バランスシートの増加分（≡EV）を「投下資本」、（M&A による）営業キャッシュフロー（≡EBITDA）の増加を「投資回収」、として「営業キャッシュフロー増加額 ÷ 投下資本増加額」（=「Incremental ROI」）を測定し、同業他社と比較頂きました。

同業他社は「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 (CGS レポート p19)」と定義されております。同業態を大規模に行う企業は米国に多数存在し、その中でも産業廃棄物サービスでロールアップ M&A を行う Waste Management (Incremental ROI 約 20%)、葬儀サービスでロールアップ M&A を行う Service Corp International (同約 8~9%)、害虫駆除業界でロールアップ M&A を行う Rollins (同約 25%)、及び M&A での成長を実現する代表企業としての Danaher 社 (同約 10%) が採用されております。

対して、当社の同指標は約 25%であり、同業他社比較で最高水準という分析結果となりました（「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 (p18)」）。従って、同業他社対比でバリュエーションが割高であっても正当化されることが定量的に示されています。

しかし、成長率対比での EV/EBITDA マルチプルを計算すると、Waste Management が 1.5x、Service Corp International が 1.1x、Rollins が 2.5x であるところ、当社は 0.3x となっていることが指摘されています（「比較対象企業より約 70~80%ディスカウントされており、客観的に見て割安感が強いと分析している (p1)」）。

成長率対比での EV/EBITDA マルチプルとは「EV/EBITDA マルチプル÷EBITDA 成長率」で計算されます。似たようなアプローチとして「P/E マルチプル÷EPS 成長率」で計算される PEG (Price/Earnings-to-Growth) が一般的ですが、この分析を EBITDA で行ったものとなります。この考え方の背景にあるのは、成長率が高い会社の方が高いマルチプルが正当化される、という考えです。具体例を挙げさせていただきます。

仮に A 社と B 社が同じ EBITDA（例：100 億円）であるとき、A 社は EBITDA 成長率が毎年 10%（110 億円、121 億円、133 億円・・・）で成長するのに対し、B 社が同 20%（120 億円、144 億円、173 億円・・・）で成長する場合、3 年だけでも A 社の EBITDA 成長は 1.3x、B 社は 1.7x と大きな差が出るため、企業価値は A 社<B 社が正当化されます。結果的に、現時点における EBITDA が A 社=B 社でも、企業価値は A 社<B 社であることから、両者の割り算で計算される EV/EBITDA マルチプルも A 社<B 社が正当化されます。

また、成長率だけでなく、キャッシュフロー創出力を測定した数値（CGS 社レポートに於ける Incremental ROI、ROIC、営業 CF 転換率など）などが高ければ、高いマルチプルも正当化されます。

なぜなら、EBITDA はキャッシュフローに近い概念ですが、実態的にはそこから（税金と）事業を維持するために必要な投資（メンテナンス CAPEX）を考慮した定常的なフリーキャッシュフローこそが、理論的な企業価値に影響するためです。つまり、EBITDA が同額でも、EBITDA からキャッシュフローへの転換率が高い企業の方が、理論的な企業価値は高くなるためです。

その観点で CGS レポートでは「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 (p18)。」と評価頂いております。

また、その前提に基づいた上で「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 総出力は、Rollins レベルとはいかない(オーガニック設備投資の必要性と Cash ROIC が大きく異なる)までも、Waste Management のそれと比較的に近い数値である。(中略) 現在株式市場が GENDA に許容している EBITDA 1%あたりのマルチプル (0.3x) は、同社の中長期的な FCF 総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 (p20)」という分析を頂いております。

なお、CGS 社のレポートでは EV/EBITDA マルチプルを中心に、徹頭徹尾キャッシュフロー創出力に基づいた評価が行われておりますが、当社としても M&A を本業とする会社の評価には(一般的な PER に対比して) キャッシュフローに基づくバリュエーションである EV/EBITDA がより経営実態を表しており、適していると考えております。

なぜならば、ロールアップ M&A 型の企業は、自社及び対象会社のキャッシュフローに依拠して資金調達をして M&A を繰り返しますが、資金調達ができないと M&A ができなくなり、結果的に企業価値や株式価値の成長が止まってしまいます。

換言すると、キャッシュフロー自体が成長の源泉であり、今後の成長可能性を示唆する指標となります。キャッシュフローを簡易的に示すうえで最も一般的な指標である EBITDA を、当社の重要視する KPI として今後も投資家の皆様にお示しして参ります。

なお、PER については、キャッシュフローに基づいた評価をする観点、及び海外企業と比較する観点から、当社ホームページ記載の(疑似的な IFRS の当期利益である)「のれん償却前当期利益に基づく PER」がより実態を表していると考えておりますので、ご参考までに当社ホームページに記載しております。

Q2. GENDA の成長の定義とその再現性について教えてください。

成長の定義について

成長は「一株当たり株式価値 (Cash EPS)」の成長であり、その KPI としてキャッシュフローを簡易的に示すうえで一般的な指標である「償却前営業利益 (EBITDA)」を採用しております。

GENDA の成長の再現性について

- ① 投下資本の適切化：適切なバリュエーションでの M&A
- ② 投資回収の極大化：シナジー効果による各社のキャッシュフローの成長
→①②が結果的にもたらす「フライホイール効果」
- ③ レバレッジ効果：低金利を活用した負債調達

以上の3点によって、GENDA の「一株当たり株式価値 (Cash EPS)」の成長が今後も再現可能であると考えております。以下にてそれぞれ詳細をご説明させていただきます。

① 投下資本の適切化：適切なバリュエーションでの M&A

株価算定には様々なアプローチがありますが、理論的なアプローチの1つに DCF 法があり、「将来キャッシュフロー総額 (の現在価値) から純有利負債を控除した株式価値を株数で割ったもの」が「一株当たり株式価値」、つまり株価の理論値が計算できるとされています。

この中で、株式価値に最も大きな影響を与える説明変数は「将来キャッシュフローの総額」です。将来キャッシュフローに対する考え方は、大きく分けて2通り存在します。具体的には、追加投資を行うことで目の前のキャッシュフローを犠牲にして将来キャッシュフローを成長させるか、追加投資を抑制して目の前のキャッシュフローを最大化して株主に還元し、将来のキャッシュフローは安定したものとするか、です。

前者のように、追加投資をして目の前のキャッシュフローを犠牲にする場合は、投下資本と同額以上のキャッシュフローを将来的に生んで投資回収をしないと意味がありません (投下資本 < 投資回収)。更には、上場企業に求められる資本コストを加味して同額以上である必要があるため、絶対額としては同額を有意に上回る必要があります (投下資本 << 投資回収)。

追加投資により将来キャッシュフローを増加させる手段は大きく分けて、オーガニック成長 (新規出店) とインオーガニック成長 (M&A) の2つがあります。この2つは異なるように見えますが、「投下資本に対して投資回収をする経済活動」という観点では、理論上は同じ経済効果となります。

そこで当社は、オーガニック成長（新規出店等）のために一単位の資金を投下することと、インオーガニック成長（M&A）のために一単位の資金を投下することを、同じ「追加投資」として効果測定をしております。具体的には、IRR で資本効率性（≒投下資本に対する投資回収の早さも加味した収益性指標）を測定しております。また株主様へのリターンを正確に判断するため、負債活用によるレバレッジ効果を加味した Equity IRR を使用しております。

但し、特にインオーガニック成長である M&A には投資の「規模」を追求することができるメリットがあります。つまり、投資の検討には IRR だけではなく、キャッシュフローが増えた絶対額である「規模」（=NPV の大きさ）も重要となります。

M&A は一単位の投資対象の「規模」が大きいため、例えるならば、1年でゲームセンターやカラオケを[100]店舗出店したのと同じ株式価値の増大効果を得られます。現実には、1年で [100]店舗の新規出店をすることは不可能であることに鑑みると、適切なバリュエーションであれば、M&A が如何に大きな意味を持つかをご理解頂けると思います。

更に、当社の M&A によるインオーガニック成長は、収益額（NPV）だけでなく収益率（IRR）もオーガニック成長以上となるケースが殆どです。ただ、現在はオーガニック成長（新規出店等）への投資も、インオーガニック成長（M&A）への投資も、IRR の絶対値としてどちらも十分に上場企業としての期待収益率を上回ることで、またそれぞれに資金調達ができていることから、両立を実現しております。

今後も、株主の皆様からお預かりした資金に適切なレバレッジ（負債活用）をかけたうえで、上場企業としての期待収益率を上回ると見込む投資案件に、オーガニックやインオーガニックを問わず投資して参ります。なぜなら、期待収益率を上回る場合、資金調達ができている限りは株主還元するよりも再投資をした方が株式価値の最大化に資するためです。

従って、仮に M&A 後の対象会社のキャッシュフローが成長せずとも、適切なバリュエーションで M&A をすることだけで「一株当たり株式価値（Cash EPS）」の向上が可能となります。そして、この適切なバリュエーションでの M&A そのものに再現性があることについては、CGS レポートの分析により言語化を頂いております（「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 (p3)」）。

② 投資回収の極大化：シナジー効果による各社のキャッシュフローの成長

対象会社の M&A 前後比較でのキャッシュフローが増加することは、投資回収を更に早期化し、IRR 及び NPV を増加させ、結果的に GENDA が目指すべき成長の達成を可能とします。これがロールアップ型 M&A における醍醐味であるシナジー効果です。

前述の①に加え、M&A 後の対象会社各社のキャッシュフロー（EBITDA）が成長しており、その再現性が高いことは既に公表の通りです。①と②を併せて、初期の投下資本（M&A）を適切化し、その後に対象会社のキャッシュフロー成長により、更に投資回収を極大化するサイクルを「フライホイール効果」としてお示しして参りました。

具体的には、4月23日に公表した「[M&A 進捗状況及び第1四半期見通しについて](#)」にて、ゲームセンターの M&A では既に PMI の型を確立しており、宝島、スガイディノス、エービス、アムジー、ワイ・ケーコーポレーション、プレビ、について、全案件での EBITDA 増大（YoY+20% ~+2,970%） に成功させたことを開示しております。

また、ゲームセンター以外でも、6月11日に公表した「[2025年1月期第1四半期決算説明資料](#)」の通り、プライズゲームの景品を企画するフクヤ HD 及び景品卸しを手掛けるアレスカンパニー、カラオケ事業のシン・コーポレーションも EBITDA を増大（それぞれ YoY+142%、+305%、+85%）し、当社のエンタメプラットフォームの活用による無数のクロスセルによるグループ内でのシナジー発現による業績改善が可能であることをお示ししております。

③ レバレッジ効果：低金利を活用した負債調達

ここまでの①及び②によるフライホイール効果のみでも、株式価値の成長は可能ではありません。しかし当社は、低金利を利用した負債活用によって、当社の目指す「一株当たり株式価値（Cash EPS）」の成長の極大化を徹底しております。

「平時」に当社から能動的に金融機関にアプローチして借入取引を開始し、現在は銀行とリース会社の合計で 52 社から実際に借入を行っております。これにより、有事（M&A）の際の速やかな資金調達を可能にしております。直近の公募増資による資本増強により社債の選択肢も出る中、資金調達が M&A 活動のボトルネックとならぬよう善処しております。

以上の通り、適切なバリュエーションでの M&A × M&A 後のシナジー効果による各社のキャッシュフローの成長 × 低金利を活用した負債調達により、当社の目指す「成長」は再現性を持って実現していくことができると考えております。

以 上