

本日公表のM&A 2件について

2024.12.24

① ㈱GENDA GiGO Entertainmentが㈱ハローズの全株式を取得

GiGOにハローズ53店舗が加わり、遂に国内ゲームセンター売上シェア日本一へ王手！

今までロールアップM&Aにより加わった国内ゲームセンターは「**全社**」がM&A前後で増益を達成しており、確立したPMIの型をハローズにも導入予定。

具体的には、GiGO「339店舗」だからこそ可能なGiGO限定のIPコラボ(“キャンペーン”)や、当社ブランド「GiGO PRIZE」(限定プライズ)の横展開を中心に、売上を向上。

また、筐体 / プライズ / 修繕 / 清掃 / 制服 / 備品など、大小含めた一括購買 / 一括発注により、ロールアップM&Aの妙味であるコスト効率化を実施。

更に、GENDA単体の7割を占めるテックチームによる、業界革新的なDX施策による店舗運営の効率化を推進。

GiGO

 2020年12月 株式取得 (85.1%)	 2021年4月 事業譲受	 2021年12月 事業譲受	 2022年1月 株式取得 (100%)	 2022年10月 事業譲受	 2022年10月 吸収分割
 2023年9月 資産譲受	 2023年9月 完全子会社化	 2023年10月 固定資産等譲受	 2023年11月 グローバルソリューションズ より資産譲受	 2023年12月 吸収分割	 2023年12月 経営権の獲得
 2024年2月 株式取得 (82.45%)	 2024年5月 株式取得 (100%)	 2024年6月 株式取得 (100%)	 2024年11月 持分取得 (100%)	 2024年10月 マタハリエンターテインメント より吸収分割	 2025年2月(予定) 吸収分割

国内アミューズメント施設 **339** 店舗 / 国内ミニロケ **821** 箇所

ハローズ



国内アミューズメント施設 **53** 店舗 / 国内ミニロケ **63** 箇所

国内アミューズメント施設 **392** 店舗 / 国内ミニロケ **884** 箇所

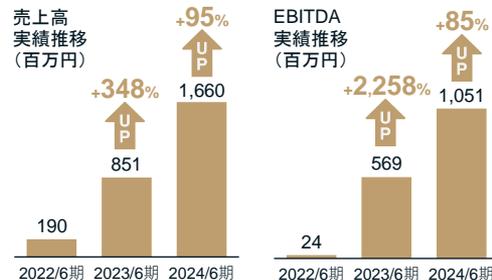
② 国内で650箇所以上展開する外貨両替機事業を取得

ミニロケ事業のノウハウを活かし、エンタメ経済圏拡大へ

■ アクトプロの外貨両替機事業について

アクトプロは外貨両替機のパイオニアとして、インバウンドの国内観光を支えるプラットフォームである外貨両替機「SMART EXCHANGE」を650箇所以上に設置

「SMART EXCHANGE」は10か国語、世界12地域通貨に対応両替の自動化、省スペース、利便性などを実現し、駅や空港、ホテル、店舗などで、インバウンドの即時の現金需要に対応



■ 連続的な非連続な成長に最適なバリュエーション / 対価で合意

対象企業のバリュエーションは、前期実績ベースでEV / EBITDA 4.7x、PER 8.7x

EBITDA to FCFが約50%のゲームセンター対比、一度機械を置けばメンテナンスCapexが限定的な同事業のEBITDA to FCFは約70%と、キャッシュフロー創出力がゲームセンター対比で良いため、上記EV / EBITDA 4.7xはゲームセンターのM&A換算で3.4xに相当

また、上記は「過去実績」ベースなので、M&A対価に対する「既存」拠点のみでの投資回収期間に相当するが、実際のM&A後の投資回収は「将来業績」によるゲームセンターの成長率を大幅に上回る同事業の成長実績に加え、足元過去最高である訪日客数をおよそ倍増させるという政府目標といったマクロ環境は追い風更に、「新規」投資1台の投資回収期間は過去実績で約1.4年と、M&Aの回収期間よりも早いため、規律を持った成長投資により更なる投資回収の早期化を可能に

対象会社の株式は、70%をGENDA株式との株式交換+ 30%を現金で取得。

PER 8.7xの対象会社株式に対し、70%分はPER 38.7xのGENDA株式を交換し、30%分はPER 29xの公募増資のM&A資金を充当するため、Cash EPSは大幅増

急成長事業に対し、現金対比でアップサイドのあるGENDA株式を対価とすることで、バリュエーション規律を保ちつつ借入余力温存を実現念願の株式対価M&Aの2件目の成功例であり、GENDAの目指す連続的な非連続な成長に最適な仕上がり

注：上記の「EBITDA to FCF」はEBITDAとFCFの割合（FCF÷EBITDA）を示しています。その背景として、実際の投資回収の原資はEBITDAではなく、そこから税金やメンテナンスCapex（維持更新投資）を控除したFCFとなるため、M&Aの成否の判断に投資回収を据える当社として重要な投資判断基準としております。一方で、FCFは単年のCapex額で大きく変動する為、簡易的にEV / EBITDA倍率を参考指標とするのが一般的です。PER 38.7xは、公表前日の2024年12月23日終値ベースの、のれん償却前当期利益の会社予想54億円に基づくPERです。

② 国内で650箇所以上展開する外貨両替機事業を取得(続き)

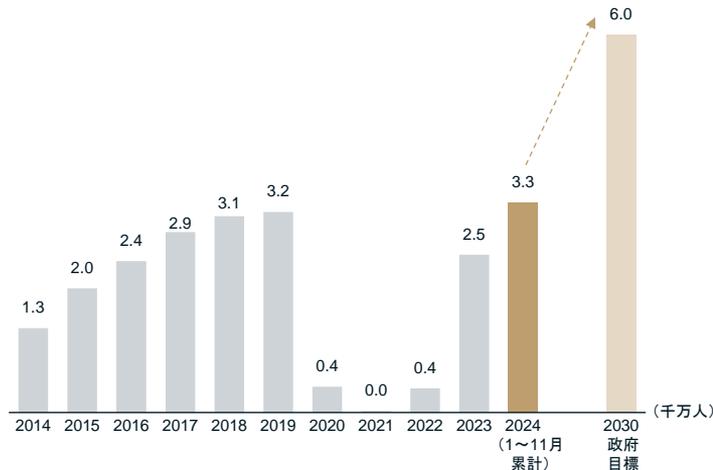
GENDAとの親和性 = インバウンド × 日本アニメ × ゲームセンター × ミニロケ × 外貨両替機

訪日客数は過去最高を記録

2024年の訪日客は、過去最高の2019年を11か月累計で超過
日本への旅行は今や世界中の人々にとってのエンターテインメント

日本政府の2030年の訪日外国人数目標は2024年の約倍増を計画
外貨両替機は足元のマクロだけでなく、国策の追い風を享受

訪日外客数



出所: 日本政府観光客。2023年以前は通年、2024年は1月~11月実績

日本アニメ × ゲームセンター

世界のアニメ市場規模は一貫して成長を続け、2023年で3兆円を突破
特に「海外」の成長が著しく、遂に2022年では海外が国内を逆転

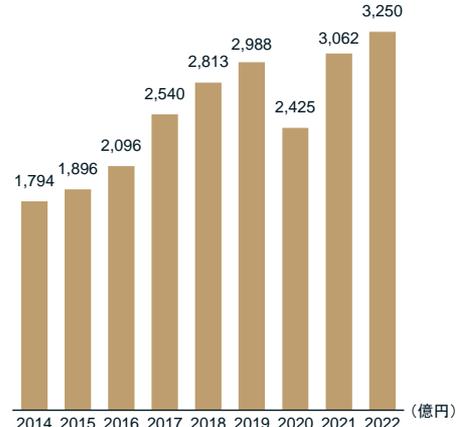
時を同じくして、アニメのオフラインプラットフォームのプライズゲームも拡大
インバウンドの目的の1つは日本アニメ文化を体感すること

アニメ市場規模推移



出所: 一般社団法人日本動画協会「アニメ産業レポート2023」

プライズゲーム国内市場規模推移



出所: 一般社団法人日本アミューズメント産業協会「アミューズメント産業界の実態調査」

② 国内で650箇所以上展開する外貨両替機事業を取得(続き)

GENDAとの親和性 = インバウンド × 日本アニメ × ゲームセンター × ミニロケ × 外貨両替機

■ ゲームセンター × インバウンド

インバウンドによる来店が9割を占めるGiGO大阪道頓堀本店は、GiGOのGENDA参画前も含めた史上最高の単店月間売上を記録

GiGOでもインバウンド客が多い全国14店舗に同社外貨両替機を設置
(2024年11月末時点)



大阪道頓堀本店



■ ミニロケ事業 × 外貨両替機

外貨両替機事業は、当社が展開中のミニロケとビジネスモデルが類似
GENDA営業網やノウハウの共有等により双方の利益の伸長が期待



外貨両替機 約650箇所以上



国内ミニロケ 821箇所



海外ミニロケ 約10,478箇所

M&A及び資本取引トラックレコード

今回の2件を加えて、M&Aトラックレコードは合計38件に

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
									
2018年6月 株式取得(100%)	2019年7月 合併会社設立(50%)	2020年12月 株式取得(85.1%)	2021年4月 事業譲受	2021年10月 資本提携	2021年12月 事業譲受	2022年1月 完全子会社化	2022年1月 株式取得(100%)	2022年6月 資本提携	2022年10月 事業譲受
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
									
2022年10月 吸収分割	2023年9月 資産譲受	2023年9月 完全子会社化	2023年9月 完全子会社化	2023年10月 固定資産等譲受	2023年10月 株式取得(66.0%)	2023年10月 株式取得(100%)	2023年11月 株式取得(78.05%)	2023年11月 グローバル・ソリューションズ より資産譲受	2023年11月 持分取得(100%)
21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
									
2023年12月 吸収分割	2023年12月 経営権の獲得	2023年12月 Pino Pino Zaurus Limited 株式取得(100%)	2024年1月 株式取得(100%)	2024年2月 株式取得(82.45%)	2024年2月 株式取得(78.59%)	2024年5月 株式取得(100%)	2024年6月 株式取得(100%)	2024年6月 事業譲受	2024年11月 持分取得(100%)
31	32	33	34	35	36	37	38	NEW	
								...	
2024年7月 完全子会社化(100%)	2024年8月 株式取得(72.92%)	2024年10月 マタハリエンターテイメント より吸収分割	2024年9月 アトムより 固定資産譲受	2025年2月(予定) 吸収分割	2024年12月 カラオケの鉄人より 固定資産譲受	2025年3月(予定) 株式取得(100%)	2025年3月(予定) 株式取得+ 株式交換(100%)		

■ エンタメ・コンテンツ ■ エンタメ・プラットフォーム

注: 取得比率及び取得箇所数は案件公表日時点の情報を記載。

来期業績

来期業績見込みを再度上方修正

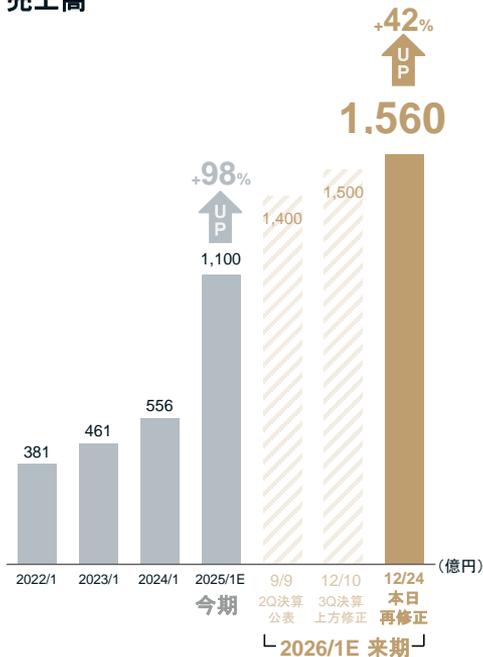
来期業績予想を対外公表している理由は、主に今期公表済みM&Aにより、(M&Aを織り込んでいない)今期の期初業績予想と、本日時点の実力値が乖離しているため。

来期業績予想を再度上方修正している理由は、本日新たに公表した2件のM&Aの通年寄与想定を上乗せたため。

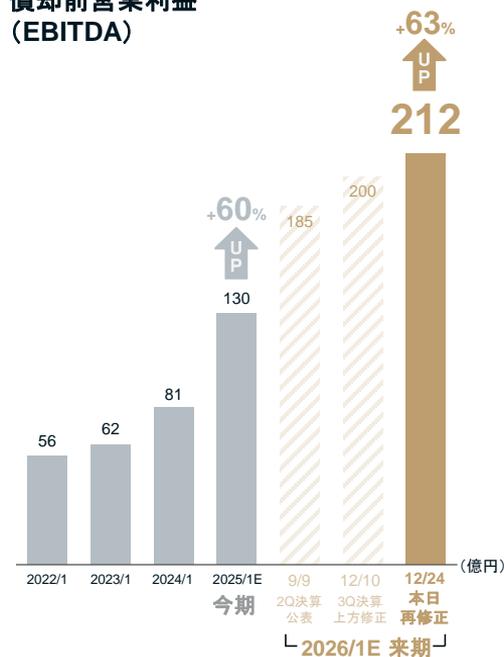
今回の2件のM&A関連費用は1.6億円で、(今期ではなく)来期2026/1期に計上予定であるため、下記EBITDA及びのれん償却前当期純利益は、1.6億円減額後の数値。

また、上記は本日以降で1件もM&Aが無い前提であるため、今期末及び通期決算に向けた今後のM&Aの発表に応じて順次上方修正を想定。

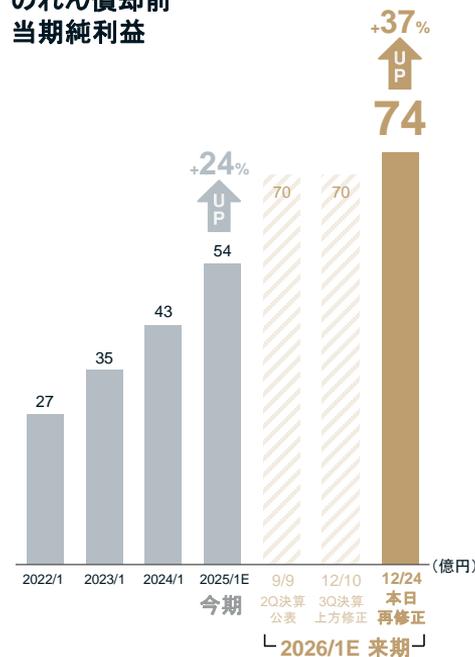
売上高



償却前営業利益 (EBITDA)



のれん償却前当期純利益



M&A F&B：株式会社シトラムの株式取得(株式80%+借入20%)

株式対価のM&Aで「Cash EPS増加」をするには「自社PER > 対象会社PER」が重要

$$\textcircled{1} \quad \text{M \& A 前 Cash EPS} = \frac{\text{GENDAのれん償却前当期純利益}}{\text{GENDA既存株数}} \quad \textcircled{2} \quad \text{M \& A 後 Cash EPS} = \frac{\text{GENDAのれん償却前当期純利益} + \text{対象会社のれん償却前当期純利益}}{\text{GENDA既存株数} + \text{GENDA新規発行株数}}$$

M&Aに於いて「Cash EPSを増加させる」ということは、「**①M&A前Cash EPS < ②M&A後Cash EPS**」となる必要があります。

新株を発行するM&AでCash EPSが増加する場合、「**株数の増加率 < 利益の増加率**」、つまり「**株数が増加しても、それよりも更に利益が増加する**」ということになります。

従って、GENDAの新規株式発行によるM&Aで株数が増加しても、(それよりも更に利益が増加した結果)Cash EPSが増加するM&Aが存在します。

その判断基準は、最終的に「『**自社PER**』が『**対象会社PER**』より大きいか」に収斂します(詳細はAppendix)。以下、例示的に3分類をお示しさせていただきます。

M&A対価が「株式のみ」の場合、Cash EPSは「**自社PER**」 > 「**対象会社PER**」

分母の「新規発行されるGENDA株数」は「対象会社の株式価値(÷GENDA株価)」で決定されます。

従って、「対象会社のれん償却前当期純利益」に対する「対象会社の株式価値」、つまり「対象会社のPER」が「GENDAのPER」と比較して低いかどうか、が分水嶺です。

M&A対価が「株式と借入」の場合、Cash EPSは「**自社PER**」 > 「**対象会社PER × 株式での取得割合**」

たとえば買取対価が「60%株式・40%借入」の場合、「対象会社の株式価値(÷GENDA株価)」で決定される増加株数は、

株式のみ(100%株式・0%借入)と異なり60%分のみに限定されるため、結果的に「対象会社のPER × 60%」が「GENDAのPER」と比較して低いかどうか、が分水嶺です。

M&A対価が「借入のみ」の場合、Cash EPSは **極大化**

分母の「新規発行されるGENDA株数」がゼロで、分子の「対象会社のれん償却前当期純利益」のみが純増するためCash EPSは極大化します。

ただし、全額借入であれば割高なM&Aでも正当化されるわけではなく、対象会社の利益対比で著しく割高なM&A価額を全額借入で調達した場合は金利負担の絶対額が利益増加を打ち消すうえ、そもそも金融機関としても著しく割高なM&Aに対して全額負債で資金提供をすることはありません。

注：一過性のM&A関連費用は加味しない前提。借入コストが十分に低いことが前提。また、現在の国内金融環境及び市場環境見通しの範囲内(一定の金利上昇を含む)であれば、前提は不変。PERについては、Cash EPSの増減を検査する観点から、Cash EPSベースのPER、つまりのれん償却前当期純利益ベースでのPERでの比較。

株式対価M&Aの考え方

株式対価のM&Aでも、「GENDA PER > 対象会社PER」ならば「Cash EPSは増加」

従って、M&Aの対価として株式を交付することで株数が増加しても、当社PER対比でPERが低い対象会社であれば、Cash EPSは希薄化せずむしろ増大する。

$$\textcircled{1} \quad \text{M \& A 前 Cash EPS} = \frac{\text{GENDAのれん償却前当期純利益}}{\text{GENDA発行済み株数}}$$

$$\textcircled{2} \quad \text{M \& A 後 Cash EPS} = \frac{\text{GENDAのれん償却前当期純利益} + \text{対象会社のれん償却前当期純利益}}{\text{GENDA発行済み株数} + \text{GENDA新規発行株数}}$$

GENDA PER > 対象会社PER のとき

$$\frac{\text{GENDA時価総額}}{\text{GENDAのれん償却前当期純利益}} > \frac{\text{対象会社時価総額}}{\text{対象会社のれん償却前当期純利益}}$$

GENDA時価総額 = GENDA株数 × GENDA株価
対象会社株式価値 = GENDA新規発行株数 × GENDA株価 なので

$$\frac{\text{GENDA発行済み株数} \times \text{GENDA株価}}{\text{GENDAのれん償却前当期純利益}} > \frac{\text{GENDA新規発行株数} \times \text{GENDA株価}}{\text{対象会社のれん償却前当期純利益}}$$

両辺を「GENDA株価」で除算

$$\frac{\text{GENDA発行済み株数}}{\text{GENDAのれん償却前当期純利益}} > \frac{\text{GENDA新規発行株数}}{\text{対象会社のれん償却前当期純利益}}$$

左辺の分母と右辺の分子を入れ替え

$$\frac{\text{GENDA発行済み株数}}{\text{GENDA新規発行株数}} > \frac{\text{GENDAのれん償却前当期純利益}}{\text{対象会社のれん償却前当期純利益}}$$

分子分母をひっくり返す

$$\frac{\text{GENDA新規発行株数}}{\text{GENDA発行済み株数}} < \frac{\text{対象会社のれん償却前当期純利益}}{\text{GENDAのれん償却前当期純利益}}$$

両辺に1を足す

$$1 + \frac{\text{GENDA新規発行株数}}{\text{GENDA発行済み株数}} < 1 + \frac{\text{対象会社のれん償却前当期純利益}}{\text{GENDAのれん償却前当期純利益}}$$

分子分母を整理

$$\frac{\text{GENDA発行済み株数} + \text{GENDA新規発行株数}}{\text{GENDA発行済み株数}} < \frac{\text{GENDAのれん償却前当期純利益} + \text{対象会社のれん償却前当期純利益}}{\text{GENDAのれん償却前当期純利益}}$$

左辺の分子と右辺の分母を入れ替え

$$\frac{\text{GENDAのれん償却前当期純利益}}{\text{GENDA発行済み株数}} < \frac{\text{GENDAのれん償却前当期純利益} + \text{対象会社のれん償却前当期純利益}}{\text{GENDA発行済み株数} + \text{GENDA新規発行株数}}$$

① M & A 前 Cash EPS < ② M & A 後 Cash EPS

よって「GENDA PER > 対象会社PER」であれば「① < ②」であり、Cash EPSは増加する

注: 対象会社ののれん償却前当期純利益が黒字である前提。一過性のM&A関連費用は加味しない前提。PERはCash EPSベースでのPER、つまりのれん償却前当期純利益でのPERを示す。

(ご参考)11月29日公表の「よくある質問と回答(11月)」より抜粋 リンク: [「よくある質問と回答\(11月\)」](#)

Q2. 具体的にどのようなシナジーがうまれているのか？

当社ではグループ内で無数のシナジーが発生しており、当社ではそれを細部まで言語化しております。

添付は社内の経営会議で使用している最新のグループシナジーテーブルです。(注:前ページに掲載)

あくまで一例ではありますが、ご紹介させていただきます。



たとえば、**ゲームセンター**と**カラオケ**は、一見異なるビジネスや客層であるように見えて、新規出店の考え方は同じであり、空きテナントの情報量が重要となります。今までは**ゲームセンター**約330店舗の運営企業としてテナント情報を集めていた中、**カラオケ**約360店舗が加わり、**カラオケ側**のテナント情報を含めて店舗開発を一体化することで、店舗開発能力が向上しています。またそれにより、**カラオケ**では出店の採算が合わないが**ゲームセンター**なら可能(或いはその逆)ということも可能となりました。既存店でも、**カラオケ**単体ではスペースが広すぎる店舗を**ゲームセンター**に変えて収益性を改善するなども行われています。また、店舗立地が重複している地域では、両者の割引クーポンを配布して新規の来客を喚起しております。



プライズ企画の**フクヤ**は、**ゲームセンター**のバリューチェーンの上流に位置しておりますが、**GiGO**の業容拡大のみならず、**GENDA**として**Kiddleton**や**NEN**を通して北米に日本の**Kawaii**商品の需要を大きく創出したことで、取引量が飛躍的に上昇しております。M&Aなかりせば外部に流出していた利益を連結化で取り込むことだけでも大きな株式価値の向上効果がありますが、商品ごとの売れ行きも適時に共有しており、細かい軌道修正が可能となっております。同様のことは**プライズ**の商社機能を持つ**アレス**にも発現しております。

(次ページへ)

(ご参考)11月29日公表の「よくある質問と回答(11月)」より抜粋 リンク: [「よくある質問と回答\(11月\)」](#)

Q2. 具体的にどのようなシナジーがうまれているのか？(続き)

(前ページより続く)



レモネードやクライナーについても、単体では難しかった営業機能が飛躍的に向上しました。グループインにより、カラオケBanBanでは約360店舗全店のグランドメニューでレモネードとクライナーの商品が流通しており、既存のゲームセンターでも出店をしております。また、ゲームセンターがショッピングセンターに新規出店する際にも相乗りが可能となっております。



更にカラオケ機器の流通を行う音通が加わったことで、カラオケBanBanとの取引高が向上し、そしてそれにより本来であれば社外に流出していた利益もグループで取り込むことができしております。また、音通の顧客であるナイトマーケット向けにクライナーの営業が可能となりました。クライナーを扱うシトラム社は、M&A前は社員ゼロで営業機能を有してはおりませんでした。追加コストなく、多方面での販売チャンネルにアクセスが可能となっております。



映画配給会社のGAGAも、配給映画について、池袋サンシャイン60通りに面する「GiGO総本店」の大型デジタルサイネージで大々的に宣伝したり、ゲームセンターの店員が映画広告を載せたTシャツを着たり、カラオケでは映画のキャラクターの部屋や飲食物を用意したりと、こちらもまた単体では困難であったクロスセルのシナジーを無数に発現しております。

以上は、言語化されているシナジーの一部の抜粋ではありますが、様々なシナジーが出ている理由は、幅広く見えるエンタメ領域も、大局的に見れば、上流領域の「コンテンツ」から下流領域の「プラットフォーム」まで、お客様(エンタメのファンであるユーザー)視点では地続きであるためです。「IP→プラットフォーム→ファン」というエンタメ業界の構造に基づき、無数にクロスセルのシナジーが存在しております。

ゲームセンターのロールアップM&Aによるシナジーはもちろん存在しますが、ゲームセンターに限定したM&Aよりも更に、地続きであるエンタメ領域に特化したM&Aには多くのシナジー創出余地があります。以上から、GENDAならではのエンタメ経済圏によるエンタメコングロマリットの形成には多くのメリットがあると考えております。

(ご参考) 本日公表の「通期業績予想の修正(上方修正)に関するお知らせ」の抜粋

当社のM&Aに対する経営方針についてのご説明

当社としては、単年の決算年度ごとの業績は重要な指標の1つだと考えており、上場企業として必須な定点観測だと考えております。しかし、数ある上場企業の中から「連続的な非連続な成長」を標榜する当社を選んで下さり、大切なご資産を託して下さいの投資家の皆様にも報いるためには、単年業績を瞬間的に極大化するのではなく、中長期的な業績を極大化させる意思決定をすることだと考えております。

従って、単年業績の極大化を重視しすぎるが故に、目前に実行可能であるM&Aがあるにも関わらず投資を実行せず、結果的に中長期的な非連続な成長を逸する、とういうことは回避しなければならないと考えており、中長期的な業績を極大化できる機会があれば、逃すことなく適時適切に敢行することが重要だと考えております。

既に潤沢なキャッシュフローを創出しているものの、未だ創業7年目で上記の志向を持つ当社は、一般的な「スタートアップ企業」と類似しています。つまり当社は成熟した定常状態ではなく、創出されたキャッシュフローを再投資することで、投下資本を大きく上回るキャッシュフローを生み出す成長の道筋が見えている状態です。

従って今は、短期的な利益の極大化を追求してキャッシュフローを溜め込むのではなく、2040年に世界一のエンタメ企業となることを目指して成長を実現し、安定期を迎えた際にキャッシュフローで株主還元をするまでの成長過程です。そして、それまでの道のりを支えて下さる投資家の皆様には、毎年のキャッシュフローをM&A及び事業に再投資して成長することで、大いにキャピタルゲインで還元させて頂きたいと思っております。

また、だからこそ、M&Aが主な投資である当社は「M&Aの規律」に基づく適切な投資判断を重視しています。M&Aに於いては、名目的な利益ではなくキャッシュフローが最も重要な指標となります。当社が実行するM&Aは、当社が支払うキャッシュフローに対して、対象会社から得られるキャッシュフローが(資本コストに基づく時間的価値を考慮した上で)上回ると見込むもののみです。従って、日本会計基準を適用する当社に於いてキャッシュフロー指標を重視する観点で、償却前営業利益(EBITDA)、のれん償却前当期純利益、Cash EPSをKPIとしております。

以上の考えに基づき、今期残り約5ヶ月の間もM&Aを発表していく想定でございますが、特にM&A発表のタイミングが年度後半となったことにより、対象会社の業績が一過性費用を控除した後に「今期」にはプラス寄与せずとも「来期以降」の当社連結業績を大きく成長させられるものであったときは、投資を敢行することを選択致します。

既報の通り、M&A後の企業群のPMIが想定以上に奏功しており、各事業自体は堅調である中、当社は本業であるM&A活動を精力的に行っております。特に、直近の約100億円の公募増資を経て借入余力も大きく拡大し、M&Aのパイプラインは過去最大の規模となっております。これらをいち早く遂行し、連続的な非連続な成長の果実を投資家の皆様にお届けできるように邁進致します。

(ご参考)11月29日公表の「よくある質問と回答(11月)」再掲 リンク: [「よくある質問と回答\(11月\)」](#)

Q1. 主軸であるゲームセンター以外のM&Aが多いが、シナジーやPMIは大丈夫か？

世界一のエンタメ企業を目指す当社は、M&Aのターゲットを市場規模が5,400億円のゲームセンター業界に限定することなく、エンタメ業界全体をターゲットとしております。**エンタメ業界の各社が同一企業群となることで、実態的には無数のクロスセルのシナジーが発生しており、結果的にゲームセンター以外でもグループイン後で大きく業績が伸びております。**

ゲームセンターではない会社で、連結への影響が大きい具体例として、フクヤ及びシン・コーポレーションがありますが、**M&A直後の1期目となる今年度で、それぞれ創業71年来・創業35年来の最高益の達成が確実となっております。これは、シナジー無しでは説明が困難だと考えております。**

その前提ではありますが、M&Aにおいて、シナジーやPMIはあくまで手段であり、目的ではありません。**M&Aを成功させるために目的とすべきは「M&Aにより獲得したキャッシュフロー総額が、支払ったM&A対価を上回ること」**です。それに対して、**シナジーやPMIを目的としてしまうという「手段の目的化」がM&Aの失敗の典型例だと考えております。**以下、詳細についてご説明いたします。

・当社に於けるM&Aの失敗の定義は、M&Aの結果として資金を減らしてしまうこと

まず、当社に於けるM&Aの失敗の定義を記載させていただきます。当社に於けるM&Aの失敗の定義は「M&Aにより獲得したキャッシュフロー総額が支払ったM&A対価を下回ること」、つまりM&Aをしたことで結果的に資金を減らしてしまった状態を指します。理由は次の通りです。

株式会社である以上、株式価値の最大化が求められます。株式価値の最大化には企業価値の最大化が必要です。企業価値の最大化にはキャッシュフローの最大化が必要です。それに関わらず、「M&Aで支払った金額>M&Aで獲得したキャッシュフロー総額」となるのは、M&Aを行った結果キャッシュフローを失ったことになるので、株式価値を毀損します。

当社では、株式価値を毀損するようなM&A、つまり「M&Aにより獲得したキャッシュフロー総額が、支払ったM&A対価を下回ること」を「M&Aの失敗」と定義しております。**換言すれば、「M&Aにより獲得したキャッシュフロー総額が、支払ったM&A対価を(現在価値ベースで)上回ること」が「M&Aの成功」の定義となり、これを目的化しております。**

・M&Aの失敗の典型例は、シナジーやPMIを目的とってしまう「手段の目的化」

M&Aによる目的は上述の通りであり、シナジーやPMIはあくまでキャッシュフローを増加させる手段となります。しかし、「シナジーやPMI」という手段を目的とってしまう「手段の目的化」が、M&Aの失敗の典型例だと考えております。具体的には「**既存事業とシナジーが出そうだしPMIで伸ばせそうだから(取得価格に関わらず)M&Aをする**」ということです。

特定の分野でM&Aを積極的に続けた際に、シナジーが出そうだ、という理由だけで、**取得価格を気にせずM&Aを続けてしまうと、実際にシナジーが出たとしても、取得価格がそれを上回るほど高く、結果的に投資回収に失敗するケースがあります。**あくまでキャッシュフローを目的化すべきであり、シナジーやPMIを目的化することは、M&Aの失敗の典型例となります。

(ご参考)11月29日公表の「よくある質問と回答(11月)」再掲 リンク: [「よくある質問と回答\(11月\)」](#)

Q1. 主軸であるゲームセンター以外のM&Aが多いが、シナジーやPMIは大丈夫か？(続き)

(前ページより続く)

・ M&Aに於いて、シナジーの目的化による失敗が起きやすい背景

そういった失敗が起きやすい背景には、M&Aの持つ以下の特性があると考えています。

- ・ 高い金額を支払ってさえしまえばM&Aが容易にでき、直後にPLを増加させられる
- ・ 一方で、取得価格が適切だったかが判明するのは、M&Aから数年後である
- ・ M&Aは工数が多いためサンクコストが大きく、現場はできることならM&Aを完遂したい
- ・ その解決策として、シナジーを大義名分として、取得価格に対する牽制機能が甘くなるという特性です。この誘惑に負け「シナジーが出そうだから(多少高値に目を瞑って)M&Aをしよう」という、手段の目的化が典型的な失敗の原因となっていると当社は分析しております。

・ シナジーやPMIは大丈夫か？という疑問の前提は「M&A=割高である」という思想

M&Aに際して「シナジーやPMIは大丈夫か？」という一般的な疑問があります。この疑問の根柢にあるのは「M&Aにおける取得金額は、対象会社単独のキャッシュフロー対比では基本的に割高であり、シナジーやPMIにより対象会社のキャッシュフローを増加させないとそもそも回収できず、M&Aが失敗に終わる」という考え方です。

しかし、M&A=割高である、という前提は、正しい前提ではありません。当社のターゲットであるエンタメ業界では、業歴が長く安定した業態、ネットキャッシュのバランスシート、事業承継ニーズなど、M&Aに適した構造が存在しております。詳細については、下記スポンサードリサーチレポートをご覧ください。(参考: [2024年10月18日「Capital Growth Strategies\(インシヤルレポート\)」](#))

・ GENDAは、投資会社のM&A目線を用いて、エンタメ領域に特化したM&Aをする事業会社当社としては、シナジーやPMIありきでM&Aをするのではなく、あくまで適切な価格でのM&Aを最重要視しております。キャッシュフロー増加を目的としないM&Aは失敗となり、それが担保されるかどうか投資判断軸となります。前述の誘惑を認知したうえで、手段の目的化を避け、株式価値の理論に忠実な投資を心掛けております。

そのうえで、クロスセルのシナジーが無数に発生しております。実際に発生しているシナジーの具体例をQ2で、それゆえにGENDAは投資会社ではなく事業会社であるということQ3で、コングロマリットの合理性をQ4で、そしてGENDAの戦略とAspirationの「世界中の人々の人生をより楽しく」との繋がりをQ5でご説明させていただきます。

(ご参考)11月29日公表の「よくある質問と回答(11月)」再掲 リンク:[「よくある質問と回答\(11月\)」](#)

Q3. エンタメコングロマリットに合理性はあるのか？

GENDAがエンタメコングロマリットに近づくほど、コングロマリットディスカウントが起こるのではないかと？

結論、GENDAのエンタメ経済圏では、**コングロマリットによる複雑性に対するディスカウント**を相殺して余りある「**コングロマリットプレミアム**」が実現できると考えております。以下に詳細を説明させていただきます。

・コングロマリットディスカウントとは

複数の事業を持つ会社の企業価値が、個別の事業の事業価値の合計より低く評価される現象です。これは基本的に投資家が「わかりにくさ」を嫌うことから起こります。

・GENDAでは、コングロマリットプレミアムが実現できると考える理由

GENDAは真逆の「コングロマリットプレミアム」を実現させていきたいと考えています。つまり個々の事業の価値の合計よりも、グループ全体の価値の方が高く評価され続ける状態です。なぜそれを実現できるのか、以下5点で説明します。

① ボラティリティの抑制: 企業価値の増加(と、それによる株式価値の増加) 「個々のエンタメ企業は低く評価されている」

エンタメは千変万化、栄枯盛衰であり、今、世の中に受け入れられているものが「来年も再来年も受け入れられるか」「売上利益を維持できるか」という視点で、ボラティリティを避ける投資家からは低く評価されやすい傾向にあります。個々の事業ではボラティリティだとしても、GENDAでは適切な事業ポートフォリオを形成することにより、このボラティリティを超越していきます。つまり「個々の事業では良くない年もある可能性はあるが、グループトータルでは毎年力強く成長しつづける」という状態を作ることを目指しています。

→ 各社単体に投資するには、ボラティリティを許容する必要がある分、期待リターンが**上昇し、資本コストも高くなります**。しかし、エンタメコングロマリットを形成することで、GENDA全体としてボラティリティが減少し、資本コストが減少します。キャッシュフローの割引率である**資本コストの減少により、キャッシュフロー総額の現在価値が上昇し、企業価値が上昇します**。

(ご参考)11月29日公表の「よくある質問と回答(11月)」再掲 リンク:[「よくある質問と回答\(11月\)」](#)

Q3. エンタメコングロマリットに合理性はあるのか？

GENDAがエンタメコングロマリットに近づくほど、コングロマリットディスカウントが起こるのではないかと？(続き)

(前ページより続く)

② 資本構成の最適化: 株式価値の増加

「個々のエンタメ企業は unnecessary キャッシュを持っている」

①と同様の理由で、個々のエンタメ企業自身も「将来のボラティリティ」に備えて、当面 unnecessary キャッシュを持つことが多くあります。GENDAではグループ全体で資金をマネジメントすることにより、急な資金需要には備えつつ、残りの資金を次の成長のための投資に回していきます。

→「モジリアーニ・ミラーの命題(MM命題)」に基づくと、MM命題の第1命題では「完全な資本市場では資本構成は企業価値には影響を与えない」ことが理論的に証明されています。一方で、企業価値が一定であっても、資本構成によって株式価値を増加することができます。余剰資金の活用、及び、適切な負債活用により、最適資本構成に近づく事で、株式価値を増加させることができます(また、現実には完全な資本市場ではなく、税金や倒産リスクが存在する為、最適資本構成の追求により企業価値も増加します)。また、各社単体では出会えなかった金融機関とも連結ベースで取引が可能となり、株式対比で資本コストの低い負債の有効活用が可能となり、これもまた企業価値増加に繋がります。

③ PLシナジー: 企業価値の増加(と、それによる株式価値の増加)

グループ内で無数のクロスセルシナジーの実現

Q2で記載した、地続きのエンタメ業界で発生する無数のクロスセルシナジーが発生します。

→ 子会社各社のPLの改善により、キャッシュフローが増加し、企業価値が増加します。

④ 世界中へのIR: 企業価値の増加(と、それによる株式価値の増加)

投資家への丁寧で真摯な説明

GENDAでは世界中の投資家への説明に力を入れています。個々の企業のままでは出会えなかった投資家へ、それぞれの事業の魅力とグループの魅力をしっかりと理解して頂く努力を続けていきます。

→ 世界中に投資家層を広げていくことで、資本コストの低い投資家や資金と出会うことが可能となり、資本コストが下がることで、企業価値が増加します。

(ご参考)11月29日公表の「よくある質問と回答(11月)」再掲 リンク: [「よくある質問と回答\(11月\)」](#)

Q3. エンタメコングロマリットに合理性はあるのか？

GENDAがエンタメコングロマリットに近づくほど、コングロマリットディスカウントが起こるのではないか？(続き)

(前ページより続く)

⑤ ブランディング:企業価値の増加(と、それによる株式価値の増加)

GENDAのファンになってくださる方を増やしていきます。それにより採用、出店、仕入れ、販売、事業提携、M&A、資金調達等、あらゆる面で個々の企業が個別に動いた時以上の効果をグループとして実現していきます。

→ ①～④以外の点で各社のPL改善や資本コストの減少により、企業価値が増加します。

GENDAがコングロマリットとなることで、一定の複雑性によるコングロマリットディスカウントの発生は避けられないかもしれません。しかし、エンタメ特有の事由も含めた上記①～⑤のような企業価値や株式価値の増加の効果が存在し、それらがディスカウントを相殺して余りある効果を発揮し、結果的に個々の事業の価値の合計よりも、グループ全体の価値の方が高く評価され続けるコングロマリットプレミアムが生じると考えております。

(ご参考)11月29日公表の「よくある質問と回答(11月)」再掲 リンク: [「よくある質問と回答\(11月\)」](#)

Q4. GENDAは投資会社なのではないか？

当社は、投資会社ではなく事業会社です。当社は事業会社でありながら、投資会社と同様にM&Aを戦略の中心に据えており、投資会社と同様の判断基準でM&Aを行いますが、対象領域はエンターテインメント領域に限定しており、実態的にはエンタメ領域で無数のシナジーが発生しており、投資会社ではなく事業会社であると考えております。

まず、投資会社と事業会社の定義をする必要があるため、当社の考えに基づく定義を記載させていただきます。

・当社の考える「投資会社」の定義について

シナジーに関係なく、投資として成立する、つまりM&Aによるキャッシュフローが増加するならばM&Aを選択する、というのが投資会社です。投資会社がM&AをしたA社とB社について「両社は何ら関係ないが、なぜそれぞれM&Aをしたのか？」という疑問を持つ人はいません。なぜなら投資会社は「A社、B社、それぞれが独立の投資として成立する(投下資本対比でキャッシュフローを回収できる)からだ」という前提が存在していることが自明だからです。

・当社の考える「事業会社」の定義について

特定の領域で事業をし、それぞれシナジーを生み、単独の会社として存在するよりも多くの価値を生み出す状態の会社だと考えております。事業会社もM&Aをすることがありますが、事業会社がM&Aをすることだけをもって、投資会社と見做されることはありません。あまりに無関係な業界のM&Aをし続ける場合はそのおそれがありますが、あくまで単独で事業を行うよりも同一グループで行う方がシナジーが存在する場合は、事業会社と見做されると考えております。

・GENDAは投資会社と同様の判断基準でM&Aを行う事業会社

当社は事業会社でありながら投資会社と同様にM&Aを戦略の中心に据えており、投資会社と同様の判断基準でM&Aを行いますが、対象領域はエンターテインメント領域に限定しており、実態的にはエンタメ領域で無数のシナジーが発生しており、投資会社ではなく事業会社であると考えております。

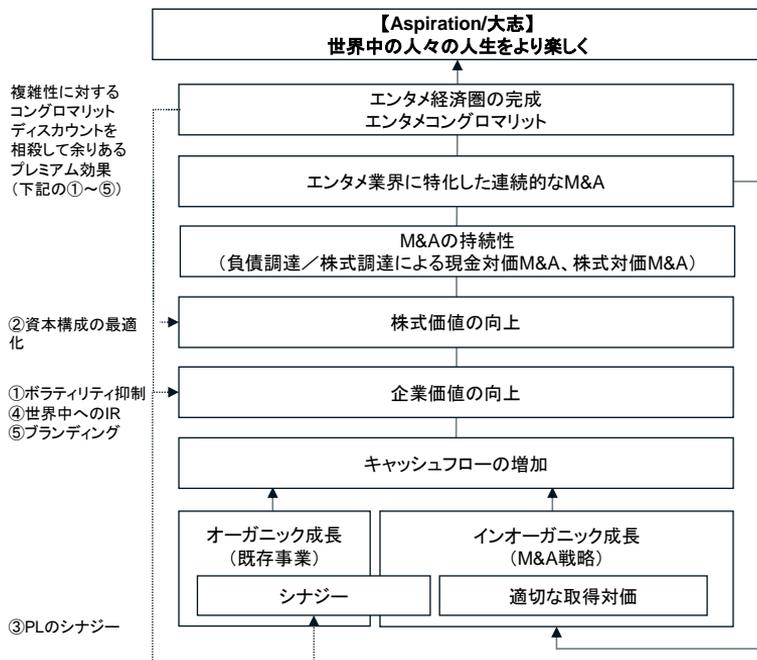
投資会社として、全く無関係な企業を複数保有する場合は、通常のコングロマリットディスカウントにより、各企業群の企業価値の合計よりもグループ全体の企業価値が低下するケースはあります。一方、GENDAでは上述のコングロマリットプレミアムにより、事業会社としてM&A戦略を行うメリットを享受して参ります。

また、PERなどのマルチプル指標は、理論的には成長率によって計算されるため、M&Aによる高い成長率を維持することで正当化して参りたいと考えております。

(ご参考)11月29日公表の「よくある質問と回答(11月)」再掲 リンク: [「よくある質問と回答\(11月\)」](#)

Q5. GENDAの戦略は、Aspirationの「世界中の人々の人生をより楽しく」とどう繋がるのか？

本資料の記載に基づく、GENDAの戦略とAspirationの関係は以下の通りです。



GENDAは、人が人らしく生きるために「楽しさ」は不可欠と考え、「世界中の人々の人生をより楽しく」をAspiration(アスピレーション=大志)に掲げております。

GENDAはこのAspirationを叶えるため、「2040年までに世界一のエンタメ企業になる」ことをVision(ビジョン=野望)とし、達成のための成長戦略として「エンタメ業界でのM&A」を通じて「連続的な非連続な成長」を続け、「GENDAならではのエンタメ経済圏の完成」を目指しております。

事業ポートフォリオを多様化することにより、千変万化、栄枯盛衰なエンタメ事業のボラティリティを超越するとともに、GENDAがエンタメコングロマリットとなることで、個々のエンタメ企業に無数のシナジーが生まれ、新しい価値を生み出し続けてまいります。

(ご参考)10月31日公表の「よくある質問と回答(10月)」再掲 リンク: [「よくある質問と回答\(10月\)」](#)

Q1. Capital Growth Strategies 社(CGS 社)によるレポートについて教えてほしい。

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定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\(p1\)](#)」)。

(ご参考)10月31日公表の「よくある質問と回答(10月)」再掲 リンク: [「よくある質問と回答\(10月\)」](#)

Q1. Capital Growth Strategies 社(CGS 社)によるレポートについて教えてほしい。(続き)

(前ページより続く)

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)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和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EBITDA1%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。

(ご参考)10月31日公表の「よくある質問と回答(10月)」再掲 リンク: [「よくある質問と回答\(10月\)」](#)

Q1. Capital Growth Strategies 社(CGS 社)によるレポートについて教えてほしい。(続き)

(前ページより続く)

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一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。

(ご参考)10月31日公表の「よくある質問と回答(10月)」再掲 リンク: [「よくある質問と回答\(10月\)」](#)

Q2. GENDA の成長の定義とその再現性について教えてほしい。

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。

(ご参考)10月31日公表の「よくある質問と回答(10月)」再掲 リンク:[「よくある質問と回答\(10月\)」](#)

Q2. GENDA の成長の定義とその再現性について教えてほしい。(続き)

(前ページより続く)

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、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」が大きいと、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幸いです。

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、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ない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)」)。

(ご参考)10月31日公表の「よくある質問と回答(10月)」再掲 リンク:[「よくある質問と回答\(10月\)」](#)

Q2. GENDA の成長の定義とその再現性について教えてほしい。(続き)

(前ページより続く)

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 (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。

ディスクレーマー

本資料は、株主・投資家などの皆さまに
当社の経営方針、計画、財務状況などの情報をご理解いただくことを目的としており、
当社の株式の購入、売却など、投資を勧誘するものではありません。

本資料への情報・資料の掲載には注意を払っておりますが、
掲載された情報の内容が正確であるか、更新時期が適切かどうか
などについて一切保証するものではありません。
また、掲載された情報またはその誤りやデータのダウンロードなど、
本資料に関連して生じた損害または障害などに関しては、
その理由の如何に関わらず、当社は一切責任を負うものではありません。

本資料に掲載されている、当社の現在の計画、見通し、戦略などのうち、
歴史的事実でないものは、将来の業績などに関する見通しであり、
これらは、現在入手可能な情報をもとにした当社の経営陣の判断に基づいており、
リスクや不確定な要因を含んでいます。
実際の業績は、経済情勢、エンターテインメント業界における競争状況などさまざまな要因により、
これら業績などに関する見通しとは大きく異なる可能性があります。

Thank you :)