

## アミューズメントを核に M&A とエンタメ・金融・IT の三位一体経営でエンタメ経済圏を構築

GENDA (以下、同社) は、アミューズメントを核としたエンタメ企業群の純粋持株会社であり、独自の M&A 専門チームが成長ドライバーの役割を担う。傘下のエンタメ企業群は、ゲームセンター等アミューズメント施設やカラオケボックス、フード&ビバレッジ等のエンタメ・プラットフォーム領域、及びキャラクター商品、映画配給、VR ゲーム等のエンタメ・コンテンツ領域でそれぞれの事業を展開する。同社のエクイティストーリーは、M&A による非連続な成長と、エンタメ・金融・IT 分野の異能集団の求心力で、エンタメ企業群のシナジーを活性化し、スパイラルな成長を持続することである。

同社は 2018 年 5 月設立後、コロナ禍の 2020 年 12 月にセガエンタテインメント (現 GENDA GiGO Entertainment) を譲受けたことが、その後の飛躍の原点となった。創業者は、イオンファンタジー (4343 東証プライム) 元社長の片岡尚会長とゴールドマン・サックス証券元マネージングディレクターの申真衣社長である。プライベートエクイティ (PE) ファンドを運用するミダスカピタルが創業時からの筆頭株主であり、同社はミダス企業群の代表銘柄でもある。ゲームセンター施設運営業界では、同社を含む大手 5 社が 5 割弱の市場シェア、残りの 5 割強は 100 社以上の中小企業群が占める。系列大手 3 社に対し、独立系の同社は M&A を強みに合従連衡の中心的存在である。同社は 2040 年に世界一のエンタメ企業を目指すと言明し、将来の大型 M&A も含むロードマップを描く。

同社の企業 DNA は、エンタメ、金融、テクノロジーの三位一体経営である。業界を超えたプロ集団の柔軟な発想とスピード感、実行力が、M&A のソーシング力及び PMI によるシナジー効果を高める上で、模倣困難性となっている。M&A 企業である同社の業績は、EBITDA とのれん償却前当期純利益が最重要指標である。25/1 期会社予想は、売上高 1,000 億円 (前期比 79.5%増)、EBITDA130 億円 (同 60.5%増)。年末年始が商戦期のカラオケ事業が加わる 25/1 期は下期偏重となる。

同社株は 2023 年 7 月 28 日に上場し、足元のバリュエーションは PER25.8 倍、EV/EBITDA14.5 倍、PBR5.3 倍である。同業・競合企業比較では、系列大手が低迷する一方、独立系の同社とラウンドワン (4680 東証プライム) が健闘する。同社は、当面は成長投資に資金を投入することが、株主共通価値に沿うと考え無配だが、2024 年 6 月 1 日付で、普通株式 1 株につき 2 株の割合で分割し、株主優待制度も新設した。

### 直近 1 年間の株価・出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 主要指標

株価 (24/6/26、終値)	1,608
年初来高値 (24/3/7)	1,995
年初来安値 (24/1/18)	1,365
52週高値 (24/3/7)	1,995
52週安値 (23/7/28)	803
発行済株式数 (千株)	69,058
時価総額 (百万円)	111,045
EV (百万円)	117,649
自己資本比率 (実績、%)	37.2%
25/1 PER (会予、倍)	25.8
24/1 PBR (実績、倍)	5.3
24/1 EV/EBITDA倍率 (実績、倍)	14.5
25/1 配当利回り (会予、%)	無配

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 日本基準-連結

決算期	売上高	前期比	EBITDA	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	のれん償却前 当期純利益	前期比	当期純利益	前期比	EPS	DPS
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)
19/1期 (単体)	177	-	-	-	-	-	72	-	-	-	41	-	1.1	0.0
20/1期 (単体)	667	276.8%	-	-	-	-	71	-1.4%	-	-	47	14.6%	1.2	0.0
21/1期 (単体)	1,019	52.8%	-	-	-	-	-272	-	-	-	-526	-	-11.1	0.0
22/1期 (連結)	38,111	-	5,600	-	4,024	-	3,939	-	-	-	2,727	-	46.8	0.0
23/1期 (連結)	46,091	20.9%	6,272	12.0%	4,244	5.5%	4,011	1.8%	3,576	-	3,494	28.1%	55.0	0.0
24/1期 (連結)	55,697	20.8%	8,102	29.2%	5,370	26.5%	5,216	30.0%	4,359	21.9%	4,178	19.6%	58.5	0.0
25/1期 1Q実績 (連結)	24,685	105.8%	3,277	49.2%	2,059	23.3%	2,015	22.4%	1,456	-10.0%	1,223	-22.8%	16.5	
25/1期 会社予想 (連結)	100,000	79.5%	13,000	60.5%	7,000	30.4%	6,600	26.5%	5,400	23.9%	4,300	2.9%	62.3	0.0

## 目次

エグゼクティブサマリー.....	3
1. ビジネスモデル.....	5
1) 純粋持株会社 (GENDA) .....	5
2) アミューズメント/カラオケ.....	9
3) フード&ビバレッジ.....	18
4) キャラクター・マーチャダイジング (景品) .....	18
5) コンテンツ&プロモーション.....	19
2. 創業者の履歴書、大株主の概要.....	20
1) 片岡尚氏 (代表取締役会長、創業者) .....	20
2) 申真衣氏 (代表取締役社長、創業者) .....	21
3) 大株主の状況.....	21
4) ミダスキャピタル 吉村英毅氏 (ミダスの代表パートナー、同創業者) .....	21
3. 企業 DNA、模倣困難性.....	22
4. 経営戦略論からの分析～ポジショニングの強み.....	23
5. 財務体質.....	24
6. 当面の業績動向.....	26
7. 中長期展望.....	29
8. 市場動向及びバリューチェーン.....	31
1) アミューズメント施設を中心とするエンタメ業界動向.....	31
2) アミューズメント施設業界をクレーンゲームが牽引.....	33
9. 同業・競合及びベンチマーク企業との比較.....	35
1) 同業・競合企業.....	35
2) ベンチマーク企業 (比較対象企業) .....	36
10. 株価動向とバリュエーション.....	38
11. ESG 経営とガバナンスの強化.....	41
12. リスク要因.....	42

## エグゼクティブサマリー

### エクイティストーリー

同社のエクイティストーリーは、M&Aによる非連続な成長と、エンタメ・金融・IT分野出身の異能集団の求心力で、エンタメ企業群のシナジーを活性化し、スパイラルな成長を持続することである。M&A 専門チームを持つ純粋持株会社が、多様なエンタメ企業群を構築する司令塔の役割を担う。同社は特定分野の割安な企業を連続的にM&Aすること（ロールアップ）で、非連続な成長を加速することを目指す。同社はこの独自のM&A戦略を一言で「連続的な非連続な成長」と呼ぶ。

### 企業DNAと模倣困難性

同社の企業DNAは、エンタメ、金融、テクノロジーの三位一体経営である。業界を超えたプロ集団の柔軟な発想とスピード感、実行力が、M&Aのソーシング力及びPMIによるシナジー効果を高める上で、模倣困難性となる。創業者は、イオンファンタジー元社長の片岡尚会長とゴールドマン・サックス証券元マネージングディレクターの申真衣社長である。同社には、系列大手アミューズメント企業、IT企業、金融企業、広告代理店他、錚々たる大企業から経営幹部やスタッフが集結する。

### ブルーオーシャンへのポジショニング

同社は2018年5月設立後、コロナ禍の2020年12月にセガエンタテインメント（現GENDA GiGO Entertainment）を譲受けたことが、その後の飛躍の原点となった。ゲームセンター施設運営業界では、同社を含む大手5社が5割弱の市場シェア、残りの5割強は100社以上の中小企業群が占める。系列大手3社は中小アミューズメント企業へのM&Aの食指の動きが鈍く、独立系の同社が実質的に買手を一手に引受ける買手市場（ポジショニング）である。結果、他業界と比べると比較的マルチプルが低い割安案件を連続して取得（ロールアップ）しやすい事業環境にある。同社には旧態依然とした既存エンタメ業界は宝の山（ブルーオーシャン）に映る。

### PMIによる競争優位の獲得

同社のポジショニングの強みは、「PMI（Post Merger Integration）による競争優位の獲得」であるとSA社は考える。PMIとはM&A成立後の統合プロセスのことであり、規模の経済やサプライチェーンの構築、IT技術による効率化、等によりシナジー効果を得ることが目的である。既存エンタメ業界は買手市場であることから、取得コストが低く、PMI効果が生じやすい。同社が年内買収の契約を締結したNational Entertainment Network（NEN）の取得価格はEV/EBITDAマルチプル3.6倍である。同社は既に米国子会社Kiddleton他で実証済みの、グループ内シナジー効果や景品価値改善手法を適用することで、NENのEBITDAを更に成長できると考えている。

### 「ワクワク感」の創出

同社は様々な形で展開されるエンタメ領域をM&AやIT技術により再編し、業界や国境を超えたエンタメ経済圏を構築することを目指す。単なる合従連衡ではなく、エンタメ業界の近代化による価値創出が目的である。同社は2040年に世界一のエンタメ企業を目指すことを宣言し、将来の大型M&Aも含むロードマップを描く。同社は人々に「ワクワク感」を届けるエンタメ企業であると同時に、同社の成長ストーリーは従業員、投資家を始め全てのステークホルダーにも「ワクワク感」を醸成する可能性を秘めているとSA社は考える。同社は誕生したばかりの企業だが、その強い企業DNAにより大樹に育つ日も近いであろう。

### 業績見通し

M&A企業である同社の業績は、EBITDAとのれん償却前当期純利益が最重要指標である。25/1期会社予想は、売上高1,000億円（前期比79.5%増）、EBITDA130億円（同60.5%増）。年末年始が商戦期のカラオケ事業が加わる25/1期は下期偏重となる。

### 株価バリュエーション

\*比較対象企業（M&Aを主業とする企業）

SHIFT（3697 東証プライム）

ジャパンエレベーターサービスHD（6544 同）

ヨシムラ・フード・HD（2884 同）

同社は2023年7月28日上場し、足元のバリュエーションはPER25.8倍、EV/EBITDA14.5倍、PBR5.3倍となっている。類似企業比較では、系列大手が低迷する一方、独立系の同社とラウンドワンが健闘している。同社が比較対象とするM&Aが主業の異業種企業3社\*（後述）は、PER35~46倍、EV/EBITDA16~28倍、PBR5~14倍と、同社と比べて高いバリュエーションを形成する。当該3社がM&Aを主戦略として高成長を遂げてきた実績が評価された結果である。同社のPER25.8倍、EV/EBITDA14.5倍は当該3社比較では依然として割安である。

図表 1. GENDA の事業ポートフォリオ

経営管理 M&A	純粋持株会社 (GENDA)				
事業領域	エンタメ・プラットフォーム			エンタメ・コンテンツ	
事業名	アミューズメント	カラオケ	フード&ビバレッジ	キャラクター・ マーチャンダイジング	コンテンツ&プロモーション
事業内容	アミューズメント施設運営、機器レンタル GENDA GiGO Entertainment GENDA Games 宝島 スガイドノス プレビ Kiddleton ENTERRIUM NEN GiGO台湾 伍彩匯業(広州)貿易有限公司 札幌、東北、愛知/岐阜、中国、九州地方、他	カラオケボックス運営  シン・コーポレーション	飲食、文化PR レモネード・レモニカ 日本ポップコーン GENDA GiGO Entert'mt	景品 (クレーンゲーム用) フクヤ アレスカンパニー トーキョーキャラクターメーカーズ	VRゲーム ダイナモアミューズメント ハシラス VAR LIVE JAPAN  映画配給 ギャガ
事業主体 地域					
商品・ サービス イメージ 画像					

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

注) 売上構成比 (24/1期) : アミューズメント 94.2%、フード&ビバレッジ 1.8%、キャラクターMD 1.4%、コンテンツ&プロモーション 1.5%、その他 1.1%

図表 2. セグメント別、主要事業別の売上高、セグメント利益、EBITDA (単位：百万円)

セグメント	主要事業 (百万円)	売上高		セグメント (百万円)	23/1期		24/1期		主要事業 (百万円)	25/1期会予	
		23/1期	24/1期		売上高	セグ利益	売上高	セグ利益		売上高	EBITDA
エンタメ・ プラットフォーム	アミューズメント	44,433	52,455	エンタメ・ プラットフォーム	45,807	6,151	54,060	7,992	国内AM (GiGO他)	63,000	8,800
エンタメ・ コンテンツ	フード&ビバレッジ	636	994	エンタメ・ プラットフォーム	716	33	2,363	4	海外AM (Kiddleton他)	4,000	600
	キャラクターMD (景品)	2	808	調整額	-432	-1,940	-726	-2,626	景品 (フクヤ、アレス)	10,000	1,000
	コンテンツ&プロモーション	285	818	合計	46,091	4,244	55,697	5,370	カラオケ	20,000	1,900
	その他	16	11						その他 (F&B、映画、他)	3,000	700
	合計	45,374	55,088						合計	100,000	13,000
	その他の収益 (リース収益)	717	608								
	外部顧客への売上高	46,091	55,697								

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 1. ビジネスモデル

### 1) 純粋持株会社 (GENDA)

#### 独自の M&A 専門チーム

同社は、アミューズメントを核としたエンタメ企業群の純粋持株会社であり、独自の M&A 専門チーム（会長、社長、CFO、CSO の取締役 4 名と執行役員 1 名で構成する投資委員会、CFO を中心に弁護士や公認会計士を含むファイナンス/M&A チーム 8 名）が成長ドライバーの役割を担う。傘下のエンタメ企業群は、ゲームセンター等アミューズメント施設やカラオケボックス、フード&ビバレッジ等のエンタメ・プラットフォーム領域、及びキャラクター商品、映画配給、VR ゲーム等のエンタメ・コンテンツ領域でそれぞれの事業を展開する。

#### 人員構成と企業 DNA

純粋持株会社の社員数約 100 名（24/5 末）の内訳は、M&A チーム約 20 名（幹部約 10 名、スタッフ約 10 名）、エンジニア約 60 名、人事・総務約 20 名の構成である。M&A した子会社の人事・総務等の管理機能を統括する為、今後も社員数の増加を見込む。エンジニア集団は同社グループの DX 化を一手に担うことで、経営効率化やシナジー効果に寄与している。同社の企業 DNA は、エンタメ、金融、テクノロジーの三位一体経営である。業界を超えたプロ集団の柔軟な発想とスピード感、実行力が、M&A のソーシング力及び PMI によるシナジー効果を高める上で、模倣困難性となっている。

#### 飛躍への転機

同社は 2018 年 5 月設立後、コロナ禍の 2020 年 12 月にセガエンタテインメント（現 GENDA GiGO Entertainment）を譲受けたことが、後の飛躍の原点となった。創業者は、イオンファンタジー出身の片岡尚会長とゴールドマン・サックス出身の申真衣社長である。PE ファンドを運用するミダスカピタルが創業時からの筆頭株主であり、同社はミダス企業群の代表銘柄でもある。

#### 7 期目で売上高 1,000 億円の大台

同社は 2021 年 8 月に純粋持株会社体制に移行し、2022 年 1 月期より連結決算を開始した。同社は設立 5 年後の 2023 年 7 月 28 日、東証グロース市場に上場（IPO）した。同社は 7 期目の 25/1 期には連結売上高が 1,000 億円の大台に乗ると予想する。1,000 億円の内、IPO 前に M&A した子会社の寄与が 7 割程度、IPO 後 24/1 期に M&A した子会社が残る 3 割程度を占める見込みである（25/1 期中に M&A 予定の子会社寄与は含まない）。

#### M&A 及び資本取引トラックレコード

同社の M&A 及び資本取引トラックレコード 30 件（24/6/11 迄発表分）の内訳は、IPO 前 11 件、IPO 後 19 件である。M&A 戦略の一丁目一番地である「ゲームセンターのロールアップ」は 16 件を占める。残り 14 件はカラオケ、映画、飲食、景品、VR ゲーム等のゲームセンター以外のアミューズメントや周辺領域である。

#### TAM

同社は国内エンタメ業界の TAM に関して、既存領域だけでも 1 兆円超（ゲームセンター 5,400 億円+カラオケ 3,800 億円+映画 2,600 億円=1 兆 1,800 億円）と見込む。同社の 25/1 期売上高会社予想 1,000 億円は当該領域で市場シェア約 10%を占める。同社の現在のターゲット領域は店舗依存型でかつ業界規模が比較的小さいエンタメ・プラットフォームが中心だが、数年後には業界規模が大きいエンタメ・コンテンツの拡充も図りたい考えである。

#### グローバルエンタメ経済圏の構築

同社は更に、エンタメ大国の米国や台湾にも拠点を拡大し、グローバルエンタメネットワーク（エンタメ経済圏）の構築を進める。同社は 24/6/11、全米約 8,000 カ所のミニロケ（スタッフの常駐しないゲームコーナー）事業を運営する National Entertainment Network, LLC (NEN) を年内に買収すると発表した。NEN はウォルマートやデニーズの店舗内に無人のゲームコーナーを運営する、米国最大規模のミニロケ運営会社である。因みに、同社の社名 GENDA は Global Entertainment Network for Dreams and Aspiration の頭文字に由来する。同社は 2040 年に世界一のエンタメ企業を目指すと言明し、将来の大型 M&A も含むロードマップを描く。

#### 連続的な非連続な成長

同社の M&A 戦略は「オーガニック成長 x インオーガニック成長」を基盤とする。同社は特定分野で

オーガニック成長する企業を連続的に M&A すること（ロールアップ）で、インオーガニック成長による非連続な成長を加速することを目指す。同社はこの独自の M&A 戦略を一言で「連続的な非連続な成長」と呼ぶ。欧米では M&A を繰り返すことにより成長する企業をシリアルアクワイアラー（Serial Acquiror）と呼ぶ。

## M&A に関する財務規律

同社の M&A ファイナンスに於ける財務規律の考え方は、以下の通りである。

### ① 大型 M&A の資金調達には借入による調達が基本

直近の大型 M&A 3 件（フイヤ、プレビ、シン・コーポレーション）は全額有利子負債で調達した。融資・リースの取引金融機関は 40 社（2024 年 2 月 1 日時点）となり、資金調達先の分散と機動的なファイナンスを実現可能なメインバンクとの関係性を構築している。

### ② Debt Capacity（追加の負債調達可能額）を、Net Debt/EBITDA 指標で規律付け

同指標は「EBITDA を 1 年間のキャッシュフロー創出力と仮定して、手元現金での返済を含め、借金完済に何年かかるか」を大まかに図る指標である。足元では 1.6x（≒上記の年数が 1.6 年）であるが、今後の M&A 対象会社の EBITDA も加算することで、Debt Capacity は増大する。

## M&A 企業としての同社の強み

M&A 企業としての同社の強みは、主業のゲームセンターが現金商売でキャッシュフローが安定しており、借入による M&A 資金の調達がし易いこと、及び割安な M&A 案件のソーシング力であると SA 社は考える。加えて、M&A により店舗・ゲーム機を居抜きで取得することで、新規設備投資を抑制できる。この様にエントリーポジションを低くし、有利に展開できる同社のメリットは以下の通りである。

## M&A による好循環の成長サイクル

平均の買収バリュエーションを EV/EBITDA 倍率 3 倍とし、全て借入金で調達すると仮定すると、次の様な成長シナリオが想定される。3 年経過すると EBITDA の成長によりフルデットで買収した案件の借入金相当の回収が完了する為、買収価値が 3 年後からはフルに株主価値に乗る（買収案件のネットデットがゼロになる為）。この段階で M&A リスクが低く抑えられたことで、3 年経過後は EBITDA の X 倍（5～6 倍程度と想定）が、同社の追加買収資金の余力（銀行がファイナンスできるレバレッジの上限）となる。割安な M&A を進めることで、内部留保が蓄積し、将来の大型案件に向けた財務強化が更に増すという、M&A による好循環の成長サイクルが形成される。

## マルチプルのアービトラージ

株式市場での同社の EV/EBITDA 倍率（マルチプル）と買収時のエントリー倍率の差がそのまま、買った瞬間から価値の増大につながる。即ち、マルチプルのアービトラージが効くことで、現在のエントリーバリュエーション水準であれば、M&A を繰り返す程、企業価値が増大することになる。この仕組みこそが、同社のポジショニングの強み「PMI による競争優位の獲得」であり、PMI により買収企業の EBITDA を増やし、同社のマルチプルまで高めることで、企業価値を増大することができる。

## PMI 及びシナジー発現の施策会議

同社は毎月実施する「GENDA グループ経営会議」で、各子会社トップが一同に会し、業務報告に加えて、グループ横断でのシナジー発現に向けた施策を議論する。同社は子会社間のシナジー効果を「GIVE&TAKE」の総当たり表で測定し管理している。各子会社が他の子会社全てに対し、相互に「GIVE（〇〇で貢献している）& TAKE（〇〇して頂いている）」の総当たり表を作成し、相互シナジー効果を言語化し、透明化することで、客観的かつフェアな判定が行える。シナジー効果の具体例を以下に示す。

## PMI によるシナジー効果の具体例

### ① カラオケ x ミニロケ

### ① カラオケ店でのミニロケ（小規模ゲームセンター）出店

シン・コーポレーションが運営するカラオケ BanBan のカラオケ店 350 店舗に、GENDA Games が運営するミニロケ出店が決定した。アレス及びフイヤがクレーンゲームの景品仕入れを行い、中国子会社の伍彩が筐体の仕入れを担当する。カラオケ BanBan のオフライン・プラットフォーム（カラオケボックス）では、アニメファンがアニメソングを歌った後に、アニメ景品をゲットできるようクレーンゲームと

の接点を増設した。商取引をグループ内で完結することで、従来であれば外部に流出していた利益を、グループ内で落とすことになる。いわゆる、クロスセルにより顧客の LTV (Life Time Value) を最大化する、マーケティング手法の一つである。施設運営の面でも、通常ゲームセンターがビルの 1 階が適するのに対し、そうでない上階をカラオケボックス店とすることで、建物の有効活用に繋がり、特に都市型の店舗を有機的に展開することができる利点も生じる。

## ② 映画 x エンタメ・プラットフォーム

② 映画コンテンツ配信をグループ内のエンタメ・プラットフォームを通じて、キャンペーン展開

ギャガが配信する映画「デッドデッドデーモンズデデデデストラクション」の IP コンテンツで装飾したコラボルームを、カラオケ BanBan のカラオケボックスでオープンした。作品の登場人物をイメージしたコラボドリンクも発売した。また、ゲームセンターでは GiGO の店舗限定プライズ及び限定カプセルトイの提供、及び限定ポップコーンの発売等も行った。

## ③ 全国展開 (大都市 x 地方)

③ 地方の店舗強化を加速

同社は北海道をはじめ、東北、愛知県・岐阜県、九州に地盤を置くローカルアミューズメント店舗を次々に傘下に治めてきた。ローカルなアミューズメント施設運営会社は、同社グループに加わることで、人気ゲーム機への転換や人気景品の共同調達など規模の経済の恩恵を受けられる。同社にとっても全国展開によるブランドの浸透などウィンウィンの関係が構築できる。

## ④ GiGO 店舗 x 飲料

④ GiGO x レモネード・レモニカ

レモネード・レモニカはスタンド型レモネード専門店の運営を行う会社である。新企画のキャラクターコラボレーションをレモネード・レモニカと GiGO 全店舗で共同実施する。国内 GiGO 店舗への新規出店に加えて、中東・イギリスなど海外展開も加速する。

## ⑤ NEN x Kiddleton、フクヤ他

⑤ NEN と Kiddleton、他グループ企業との連携

同社は NEN のミニロケの年間平均売上高を Kiddleton と同レベルに近付けることが可能だとしている。その方法は、①プレイ費の値上げ、②来客数増によるプレイ数増、③景品を日本風の「Kawaii」商品へ入替、等がある。NEN の営業利益率 3.1%も改善の余地がある。同社が NEN を取得した後は、2024 年内にミニロケを NEN と Kiddleton 合わせて全米 8,800 か所に増やす計画である。更に、1 拠点当たりの売上高が NEN の 3 倍である Kiddleton のノウハウを組み込み、メンテナンスネットワークの統合、現金回収やプライズ補充などのオペレーションの統合、Kiddleton を含む GENDA グループのプライズ調達機能及びゲーム機器調達機能の活用、クレジットカードリーダーの設置やデジタル会員制度を想定している。特に、Kiddleton で実証済みである日本型のプライズで既存の米国型のプライズを置き換えることで、1 拠点当たりの売上を増やす効果を期待する。NEN の取得により、フクヤとアレスでプライズを、中国の伍彩で筐体を提供し、GENDA グループ一丸で日本の「Kawaii」を全米に輸出するビジネスモデルが完成することになる。

## M&A の規律

同社は「M&A の規律」を以下の通り定めている。

- 「株主価値の極大化」と同時に、「一株当たりの株式価値の極大化」を追求する。具体的には、「Cash EPS (のれん償却前一株当たり利益) の極大化」の追求である。これは疑似的な IFRS での当期純利益に基づく EPS かつキャッシュフロー (CF) を重視した指標である。
- 「M&A での業績成長」は、必ずしも「一株当たりの株式価値」を向上させるとは限らない。その M&A が「Cash EPS を上げるか」が判断基準

「Cash EPS」の極大化を追求するための 4 要素は以下の通り。

- ① エントリーバリュエーション：買収価格は M&A に於いて最重要ファクターであり、エントリータイミ

ングを誤らないことが原点。

- ② ファイナンス：潤沢なフリーキャッシュフロー（FCF）を梃に、自己資金の拠出額を極小化して希薄化を抑制し、株式リターンを極大化を追求する。
- ③ PMI：PMI 効果が見込める業界中心に M&A を行うが、PMI ありきの高値掴みは避ける。
- ④ 投資委員会：委員 5 名の保有株合計は全株式の 4 分の 1（新株予約権による潜在株式数を含む割合）に相当し、株主代表として株主目線の Cash EPS 向上に資するかを吟味する。

## M&A ソーシング

M&A 会社としての同社は、M&A ソーシング年間件数を KPI としている。24/1 期はソーシング件数 170 件に対し、M&A 発表件数は 11 件である（IPO により M&A 活動期間は 8 月～1 月の半年間のみ）。同社は 25/1 期のソーシング件数 200 件を見込むが、あくまで目安であり必達 KPI ではない。同社は M&A ソーシングに関しては、VC（Venture Capital）や PE ではなく、仲介会社を通して直接ソーシングしている。

## 買手市場

エンタメ業界は特にアミューズメント業界において、中小企業が多く、経営難や後継者不足等により買手市場となっている。当該業界の買手側も大手 5 社中 3 社が系列大手であり、アミューズメント施設運営事業は傍流の位置づけで、系列大手は M&A の食指が動きにくい状況である。実質的に独立系の同社が買手を一手に引受ける買手市場（ポジションング）であり、他業界と比べると比較的マルチプルが低い割安案件を連続して取得（ロールアップ）しやすい環境にあると SA 社は考える。

## 飛躍の原点

セガサミーホールディングス（6460 東証プライム）がセガエンタテインメントを手放した時には、構造改革費用として 200 億円の特別損失を計上した。これは即ち、セガエンタテインメントが保有していた固定資産などの帳簿価格を、株式譲渡による回収可能額まで減価したことによるものである。セガエンタテインメントは、減損損失を計上した 20/3 期以降、ゲーム機器の減価償却費を大幅に削減し、営業利益を出しやすい体質になった。その直後の 2020 年 12 月に同社がセガエンタテインメントの株式 85.1%を取得したことが、その後の同社の飛躍の原点と云える。

## ファンド会社の別動隊

セガサミーホールディングスは 21/3 期においてセガエンタテインメントの株式の売却額 0 を計上し売却による利益を得ていない（出所：セガサミーホールディングスの有価証券報告書）。同社がセガエンタテインメントのゲームセンター事業を買収した当時、同社の筆頭株主はミダスキャピタルで、上場直前は 56.65%の同社株式を保有していた（24/1 末は 43.74%、筆頭株主。出所：同社目論見書及び有価証券報告書）。同社の M&A の原点はファンドであり、同社の M&A 機能は実質ファンド会社の別動隊の役割を担っていると SA 社は考える（後述する「ミダス企業群」を参照）。

図表 3. GENDA の成立立ち及び M&A、資本取引トラックレコード (2024 年 6 月 11 日迄発表分)

	年	月	案件	資本形態	事業内容、コメント	
IPO前 (独自)	2018年	5月	ミダスエンターテイメント(現GENDA)設立		ミダスキャピタル、片岡尚(現会長)、申真衣(現社長)の共同出資	
	2019年	6月	伍彩匯業(広州)貿易有限公司設立	91.75%株式所有	中国でのAM機器レンタル・AM用景品卸売(当時の出資比率59%)、現在約700台レンタル中	
	2021年	5月	GENDA Games設立	100%子会社	AM機器のレンタル・オンラインクレーンゲームの運営、現在約5,000台レンタル中	
	2021年	8月	GENDAを純粋持株会社体制へ移行		グループ各社の事業成長の支援および経営管理、M&A	
IPO前 (M&A)	①	2018年	6月	エスピーエスエス	100%株式取得	エンタメ企業に対するセールスプロモーション支援
	②	2019年	7月	Kiddleton	50%合併出資	米国におけるAM施設の運営(同年9月、ラウンドワンと合併契約締結)、約140店舗
	③	2020年	12月	GENDA GiGO Entertainment	85.1%株式取得	AM施設の運営・オンラインクレーンゲームの運営(元セガエンタテインメント)
	④	2021年	3月	ENTERRIUM	施設譲受	バンダイナムコの北米複合エンタメ施設を取得し運営、KiddletonがENTERRIUM LLC設立
	⑤		10月	ダイナモアミューズメント	資本提携	VRコンテンツ・体感型アトラクション
	⑥	2022年	12月	GiGO台湾	100%株式取得	AM施設の運営
	⑦		1月	GENDA GiGO Entertainment	100%株式取得	AM施設の運営・オンラインクレーンゲームの運営
	⑧	2022年	1月	宝島	100%株式取得	AM施設運営等
	⑨		6月	ハシラス	資本提携	VRコンテンツ企画・制作・開発
	⑩		10月	スガイディノス	事業譲受	ゲームセンター、ホーリング事業を譲受、映画館事業への出資
	⑪		10月	エービス	吸収分割	ゲームセンター事業譲受
IPO後 (M&A)	⑫	2023年	9月	でじチャイム	資産譲受	スマホを使ってスタッフを呼び出すクラウドチャイム
	⑬		9月	Kiddleton	100%株式取得	米国におけるAM施設の運営、米国400か所以上のミニロケ展開
	⑭		9月	ダイナモアミューズメント	100%株式所有	VRコンテンツ、体感型シアターアトラクション、VR等の企画・制作・販売
	⑮		10月	MAXIMO HERO	固定資産等譲受	札幌のAM施設運営
	⑯		10月	レモネード・レモニカ	66%株式取得	レモネードの製造・販売(スタンド型レモネード専門店の運営)
	⑰		10月	アレスカンパニー	100%株式取得	玩具、雑貨、食品等のメーカーと、アミューズメント施設向けプライズを企画し仕入れ卸売販売する映画配給等。2009年以降15年間で米国アカデミー賞「作品賞」の受賞作7本、2018年以降6年間でカンヌ国際映画祭最高作品賞「パルムドール」受賞作4本配給
	⑱		11月	ギャガ	78.05%株式取得	グローバルソリューションズより資産譲受
	⑲		11月	ミニロケ(117か所)	資産譲受	Hill Valleyブランドのポップコーンの企画・製造・販売
	⑳		12月	ワイ・ケーコーポレーション	吸収分割	東北のAM施設「スーパーババ」(6店舗)の運営
	㉑		12月	AM施設(1店舗、中国)	経営権の獲得	中国のAM施設(1店舗)の運営
	㉒	12月	Pino Pino Zaurus Limited	100%株式取得	日本とロンドンの貿易業務、両国の飲食や製造、文化を伝えるPR事業を展開	
	㉓	2024年	1月	フクヤホールディングス	100%株式取得	景品の企画・製造・販売。国内外4子会社。GENDAとは伍彩匯業(廣州)貿易有限公司への資本参加やトーキーキャラクターメーカーズを共同設立するなど提携を強めていた
	㉔		2月	ブレビ	100%株式所有	AM施設(全国45店舗)運営。食品スーパー、衣料品チェーン店内の無人店舗(363か所)
	㉕		2月	シン・コーポレーション	78.59%株式取得	カラオケボックス「カラオケBan Ban」の運営(全国372店舗)等
㉖	5月		サンダイ	100%株式取得	九州のAM施設(9店舗)、ミニロケ(192か所)の運営等	
㉗	6月	アメックス	100%株式取得	愛知県及び岐阜県のAM施設(3店舗)運営等		
㉘	6月	VAR LIVE JAPAN	事業譲受	VRゲーム事業		
㉙	年内	National Entertainment Network	100%株式取得	ミニロケ事業運営: 米国約 8,000か所、取得価格: 29百万ドル		

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2) アミューズメント/カラオケ

### アミューズメント施設(ゲームセンター)運営

#### 全国展開で海外にも拠点構築

同社はアミューズメント施設運営を日本全国(GENDA GiGO Entertainment、他)を中心に、海外では米国(Kiddleton、他)及び台湾(GiGO 台湾)で展開している。アミューズメント店舗数は国内 322 店舗、海外 11 店舗、他にミニロケ拠点が国内 796 箇所、海外 443 箇所ある(24/5 末時点)。2020 年 12 月、同社がセガエンタテインメントの株式 85.1%を取得した時点で譲受けたアミューズメント施設 193 店舗から 129 店舗増加し、新規出店や M&A に伴い今後も増加し続ける。同社によると現在、赤字店舗は殆どないとのことである。

#### 設備投資先行型

アミューズメント施設運営のビジネスモデルは、基本的に設備投資先行型である。まず、コスト面では、①施設オーナーから施設を賃貸し賃借料を支払い、②アミューズメントマシン販売会社から機器を購入又はレンタルし、機器の仕入れ又はレンタル費用を支払い、③景品販売会社から景品を購入し景品の仕入れ費用を支払う。収入面においては、アミューズメント施設に来店する顧客に各種ゲーム機器の使用環境を提供し、ゲームプレイ代金を現金又は電子マネーで受取る。施設で働く従業員(主に臨時雇用者)は、売上管理やシステム及び機器の保守・整備・調整、顧客への

アドバイスなど各種サービスを提供する。

図表 4. アミューズメント施設 (ゲームセンター) 運営



出所：会社資料

## 投資回収の鍵

ゲームセンターの国内市場を見ると、機器の使用にかかるオペレーション (AM 施設運用) 売上高が 2019 年度約 5,400 億円に対し、AM 機器製品販売高 (筐体、景品類、コンテンツ課金・シェアモデル等含む) が約 1,650 億円と、多額の設備投資が行われる (出所：日本アミューズメント産業協会)。アミューズメント施設運営は、設備投資が先行し減価償却費負担が大きい業態である。ゲーム機器は流行に左右され易く、一定の期間毎に機器の入替えが必要となる。回転率や稼働率を高め、投資回収を如何に早められるかが収益率を左右する鍵となる。プライズゲームは筐体の使用年数が 10 年程度と比較的長く、景品の入替えにより流行やブームに対応できる特徴がある。設備投資・景品等のコストやコンテンツ課金に関しては、大量仕入れやゲーム機稼働台数など規模の経済がコスト削減の鍵となり、中小規模事業者を中心に合従連衡の要因となる。

## プライズゲームの特徴

ゲーム機器の約 7 割を占めるプライズゲーム (主にクレーンゲーム) は、限界利益率 70%とのことである (同社)。即ち、損益分岐点売上高での変動費率が 30%となる。変動費 = 景品価格 × 景品獲得率で決まるので、1 回のプレイ代 100 円とすると、景品価格が上がるごとに (上限 1,000 円) 景品獲得率は下がる (景品獲得までのプレイ回数が増える)。店舗側は、ゲーム機の稼働率を高め安定した収益を確保する為に、様々な工夫をする。例えば、景品の魅力度や希少性 (非売品) が高ければ、顧客は途中で諦めずにプレイし続ける心理が働く。また、プレイ代 1 回 200 円とし、景品獲得率を上げる選択肢も提供する。ゲーム機器ごとに景品獲得率の違いや規則性が異なるので、これらの調整を店舗側が行うと、プレイヤーが一足先に見抜いて景品を獲得する駆引きが行われる。SNS の普及により、プレイヤーは景品獲得に到る (又は至らずとも) 自身の物語をアピールし楽しむことが、クレーンゲームの人気を高める要因の一つとなっている。

## 3 種類の店舗形態

アミューズメント施設運営の店舗形態は、①都市型、②ショッピングセンター型、③ロードサイド型に分かれる。競合他社を含め店舗規模は、③が大規模、①②が中小規模から大規模までカテゴリーに分かれた展開となっている。同社は他社対比においてバランスの良い店舗立地や形態を取ること、過去の多様な出店形態のノウハウにより柔軟な出店を可能とする。同社によると 3 形態の売上高はほぼ 3 等分でバランス化しているとのことである。

## 都市型

都市型は、主に首都圏・関西圏等の駅前・繁華街にある店舗で、駅からのアクセスが良く、最新のゲームやコラボカフェ等様々なエンターテインメントを用意している。店舗は1棟借り、複数階を利用して階層ごとに顧客ニーズに合ったゲームジャンルを展開する。メリットは利便性と集客力の高さ、デメリットは賃借料や人件費の高さであり、単位面積当たりの平均売上が比較的に大きくなる。同社は池袋に世界最大規模の旗艦店（GiGO 総本店）を擁し、地下1階から3階まで4フロア947坪に、クレーンゲーム269台、体感音楽ゲーム118台、ビデオ大型カードゲーム72台、プリントシール機18台、キッズカードゲーム他30台、カプセルトイ自販機155面「GORON!」（2023年9月開店当初）等を揃える。加えて、人気コンテンツのコラボ企画も注力し、「GiGOのたい焼き」や日本のグルメポップコーン「ヒルバレー」コーナーも常設し、没入型の体験も味わえるエンターテインメント施設として、同社の新しい試みを発信するアンテナショップの役割も兼ねている。

## ショッピングセンター型

ショッピングセンター型は、主に郊外の大型商業施設内にある店舗で、子供から大人まで一般の幅広い顧客層を対象とする。ゲーム初心者でも気軽に楽しめるように普遍的で幅広いジャンルのゲームを用意し、アミューズメント施設に屋内体験型施設を付帯するなど複合施設を展開する。メリットは新規顧客開拓に適し、デメリットは競合企業が多いことである。

## ロードサイド型

ロードサイド型は、全国の主要幹線道路沿いに位置し、敷地内単独での店舗であり、車でアクセスが良く、駐車場が完備している。ファミリーで来店しやすく、店舗独自のイベント開催や季節に応じた装飾を施すなど地域密着を意識した店舗づくりを行う。メリットは地代など賃借料の安さ、デメリットは平日、休日の稼働率（来店客数）の格差、等である。

図表 5. 立地やターゲットに応じた3つの店舗形態で運営



出所：会社資料

## キャッシュレス化

課金は伝統的にワンコイン（100円中心）の現金投入である。プレイヤー側にとって自己管理がしやすく、特に親の監視下にある子供のプレイに向いている。店舗側にとっては、現金収入が得られクレジットカード会社等への手数料が省けるメリットがある一方、売上集計の手間がかかり、値上げやサービスの多様化がしにくいデメリットもある。ラウンドワン等のプリペイドカード導入による1プレイ110円への値上げに対し、同社はスマホアプリを導入し200円/プレイにして景品獲得率を2倍にする等のキャッシュレス化効果が奏功している模様だ。同社によるとキャッシュレス導入店舗比率は60%以上（セガエンターテインメントが元々キャッシュレス化で先行していた）、同決済比率は現時点10%程度で相当な伸びしろがある。また、キャッシュレス顧客単価は現金払い顧客単価と比べて23/1期1.4倍、24/1期2倍に上昇した。特に、都市型店舗ではキャッシュレス化の効果が大きく、売上の二桁成長が続く。

日本アミューズメント産業協会のアンケート調査によると（出所：JAIA press、2023年7月

号)、全店舗でキャッシュレス決済導入比率 27.6%、全設置台数で同比率 13.7%なので、同社のキャッシュレス化は業界平均を大きく上回る。同アンケート調査では、キャッシュレス決済導入企業の 27.3%が売上高向上、27.3%が新規顧客獲得増、50%が集金業務軽減に繋がったと答える一方、40.9%が管理の手間が増えた(手数料支払への抵抗感もあり)と回答している。

## 「プライズパス」によるサブスク化

同社は「プライズパス」を導入し、サブスク化によるキャッシュフローの安定効果を狙う。「プライズパス」は、顧客が月額 500 円支払うことで毎月 1,000 円分の利用券が得られるサービス商品である。いわゆる回数券のようなもので、顧客にお得感を提示することで、スマホアプリ「GiGO アプリ」の使用率を高める効果を狙う。特にライトユーザーの来店頻度や課金額に顕著な効果が見られる。100 円コイン投入のフロー型より利益率は下がるが、前受金収入増による運転資金の確保や顧客の固定化によるストック収益増、他の商品・サービスへの誘導(コラボ/クロスセル効果)等も期待する。

## 「GiGO アプリ」の効果

顧客向け会員アプリ「GiGO アプリ」の累計会員数は、2024 年 1 月 676 千人超となり、着実に会員数が増加している。「GiGO アプリ」は回数券やサービス券の配布、「プライズパス」サービスの提供等、キャッシュレス決済機能と紐づけられることで多彩なサービス展開が可能となる。「プライズパス」会員数は 2024 年 1 月末 7,142 人で「GiGO アプリ」累計会員数の 1.1%程度である。同社の定点観測によると、「GiGO アプリ」をダウンロードした顧客の、入会時期別で見た利用総額は、期が進むごとに増加しており、入会した顧客が継続的にプレイし、リピート率が高まるとのことである。

図表 6. アミューズメント施設店舗数、ミニロケ拠点数の月次推移 (単位: 箇所)

年	月	店舗数						ミニロケ拠点数		
		合計	国内AM	国内F&B	国内カラオケ	国内その他	海外	合計	国内	海外
2023年	5月	250	246				4	70	65	5
	6月	252	247				4	75	70	5
	7月	256	251				5	87	79	8
	8月	256	251				5	95	85	10
	9月	261	252				9	266	86	180
	10月	263	253				10	299	84	215
	11月	321	254	58			9	453	199	254
	12月	328	260	58			10	496	209	287
2024年	1月	329	262	56			11	514	206	308
	2月	757	312	55	370	9	11	898	569	329
	3月	757	313	55	369	9	11	924	566	358
	4月	755	313	55	368	9	10	998	600	398
	5月	759	322	55	368	5	11	1239	796	443

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 売上高の成立ち

アミューズメント施設運営事業の売上高を算定する要素は、「店舗数 x 1 店舗当たり平均売上高」、「稼働台数 x 1 台当たり平均売上高」、「顧客数 x 1 顧客当たり平均売上高」となる。24/1 期のアミューズメント施設既存店売上高 43,200 百万円は、22/1 期末既存店約 230 店舗の寄与によるものなので、1 店舗当たり平均年間売上高 = 43,200 百万円 ÷ 230 店舗 = 約 188 百万円となる(全国平均 44.7 百万円、出所: 日本アミューズメント産業協会)。同社の店舗平均売上規模は全国平均より大きく約 4.2 倍である。

## 設置稼働台数

日本アミューズメント産業協会は、全国のアミューズメント施設のゲーム機設置台数 425,119 台及び売上高 449,195 百万円の機種別内訳を開示している(2021 年度)。機種別 1 台当たり年間平均売上高は、プライズゲームが約 150 万円、他の機種はその半分以下である。同社の 24/1 期のアミューズメント施設既存店売上高 43,200 百万円の約 7 割がプライズゲーム機と仮定すると、設置稼働台数 = 43,200 百万円 x 0.7 ÷ 150 万円 + 43,200 百万円 x 0.3 ÷ 65 万円 = 約 40,000 台(内プライズゲーム 20,000 台)が算出できる。台数ベースでの同社シェアは 10%弱である。同社の 1 店舗当たり設置稼働台数 = 40,000 台 ÷ 260 店舗 = 約 150 台となる。

## 1 店舗当たり年間平均売上高

25/1 期売上高会社予想 1,000 億円の内、アミューズメント施設既存店 323 店舗(24/2 末)

による売上高会社予想を 670 億円 (内、海外 40 億円) とすると、1 店舗当り年間平均売上高 = 67,000 百万円 ÷ 323 店舗 = 約 207 百万円となる。同様に、25/1 期から年間売上高にフルに寄与するカラオケボックス 368 店舗 (24/2 末) による売上高会社予想を 200 億円とすると、1 店舗当り年間平均売上高 = 20,000 百万円 ÷ 368 店舗 = 約 54 百万円と算出できる。

## 1 台当たり平均稼働率

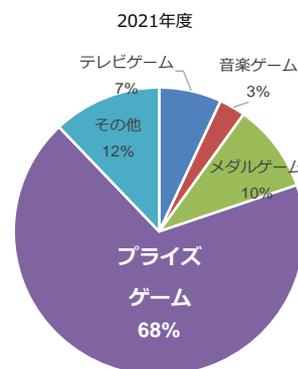
ここで、25/1 期のアミューズメント施設既存店の 1 店舗当り年間平均売上高 207 百万円 ÷ 100 円 = 約 2 百万回が 1 店舗当り年間総プレイ回数となり、2 百万回 ÷ 1 店舗当り設置稼働台数 150 台 = 13,000 回が 1 台当り年間平均プレイ回数となる。これは 1 カ月平均 1,100 回、1 日平均 36 回、1 時間平均 3 回 (1 日 12 時間稼働前提) が 1 台当り平均プレイ回数となる。1 回のプレイに 3 分掛かるとすると、9 分 ÷ 60 分 = 15% が 1 台当りの平均稼働率となる。実際には、平日と休日の稼働率の差は数倍となり、また時間帯の稼働率のばらつきもある。

図表 7. 業務用ゲーム機市場の推移

AM施設運用 (業務用ゲーム機) 2021年度	売上高 (百万円)	構成比 (%)	台売上高 (千円)	設置台数 (台)
テレビゲーム	31,206	6.9%	664	46,984
音楽ゲーム	13,083	2.9%	666	19,638
メダルゲーム	44,548	9.9%	545	81,682
プライズゲーム	306,108	68.1%	1,499	204,242
その他	54,250	12.1%	748	72,573
合計	449,195	100.0%	1,057	425,119



AM施設運用売上高構成比



出所：日本アミューズメント産業協会データよりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ミニロケ拠点

同社は専用店舗と共に、小規模無人店舗運営ミニロケの拠点数を増やしている。ミニロケは、店頭のアセントや空き区画の有効活用として、各種店舗に自由に設置できる。カラオケ店や映画館、飲食店等の空きスペースに設置することで、フロア当たりの売上高を増やし、キャラクターのコラボ企画など販促による相乗効果も狙える。専用店舗と比べて、稼働率を高められ、対投資効果が高く、収益性も比較的高い。同社は、24/5 末現在、国内 796、海外 443 の合計 1,239 カ所でミニロケを展開する。海外 (米国) は Kiddleton の約 400 カ所に NEN の約 8,000 カ所が年内に加わることで、ミニロケ拠点数が合計 8,800 カ所に拡大する。国内ではプレビがミニロケ 363 カ所 (食品スーパー、衣料品チェーン店内) 及びアミューズメント施設 45 店舗を運営する。同社によると米国内のミニロケは国内と比べて収益性が高いとのことである。

## 設備投資

同社の設備投資額は、23/1 期 5,468 百万円、24/1 期 6,067 百万円である。上場時に調達した資金の充当額は、24/1 期 1,118 百万円 (アミューズメント施設の新設 550 百万円、既存アミューズメント施設の改装 57 百万円、アミューズメントマシンの購入 511 百万円) だった。25/1 期計画は 3,012 百万円 (同 1,180 百万円、同 343 百万円、同 1,489 百万円) で、2 年間の合計額 4,130 百万円となる。当初計画充当額 5,473 百万円との差額は、グリーンシュエーションの行使結果によるものである。

## 投資回収

当初計画充当額を基に、新規出店平均コストが約 1 億円/店舗、アミューズメントマシン平均購入単価約 125 万円が算出できる。新規出店コストは、立地、規模、条件等によって変わる。アミュー

ズメントマシンは、ビデオゲーム機の方がプライズゲーム機より高額で投資回収が長いので、同社はビデオゲーム機からプライズゲーム機への置換えを進めてきた。家庭用ビデオゲーム機に影響され市場が縮小するビデオゲーム機よりも、キャラクター・景品人気で10年超の長期間稼働が可能なプライズゲーム機の収益性がより高いからである。プライズゲームの人気は主に景品の入替えて担保できる為に、筐体の交換があまり必要なく投資効果が高い。同社によるとゲーム機の投資回収は3~4年位が目安とのことである。ゲーム機筐体の単価125万円とすると、プライズゲーム機の年間平均売上高150万円であれば1年で筐体自体の投資回収できるが、運用コスト(電気代、施設賃料、スタッフの人件費、減損、景品、他)を含めた全コストの投資回収は3~4年が目途となる。

**図表 8. 上場時に調達した資金の充当額 (当初計画)**

具体的な用途	本件充当額	支出予定時期
アミューズメント施設の新設	1,730	24/1期及び25/1期
既存アミューズメント施設の改装	400	24/1期及び25/1期
アミューズメントマシンの購入	3,343	24/1期及び25/1期
合計	5,473	

アミューズメント施設の新設 (単位: 百万円) 毎期10店舗以上の新規出店計画

	本件充当額	施設の名称等	開業時期	面積
24/1期	550	GiGO豊島区店舗	23/9頃	約950坪
		GiGO南船橋	23/11頃	約138坪
		GiGO札幌すすきの駅前	23/11頃	約107坪
25/1期	1,180	新規出店12店舗(約1億円/店舗)	-	-
合計	1,730			

既存アミューズメント施設の改装 (単位: 百万円)

	本件充当額	施設の名称等	実施時期	面積
24/1期	50	GiGO LECT広島	23/9頃	約219坪
25/1期	350	既存店改装		
合計	400			

	本件充当額	主な種類	台数	台単価
24/1期	500	プライズゲーム機	340	1.25
		ビデオゲーム機他	60	
25/1期	2,843	プライズゲーム機	1000	1.25
		ビデオゲーム機他	600	
		メダル貸機、両替機	1600	0.53
合計	3,343			

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成 (推定含む)

## ALL.Net 利用料

同社は ALL.Net 利用料の優遇措置 (独立第三者間取引より低廉な取引条件となっている) が、足元の好調な業績動向により、前倒して 25/1 期から通常レベルに見直される見込みであるとしている。ALL.Net はセガが提供するアミューズメント機器用ネットサービスのことであり、ビデオゲーム機に適用される (プライズゲームは適用外)。

## コンテンツ課金、IP 使用料

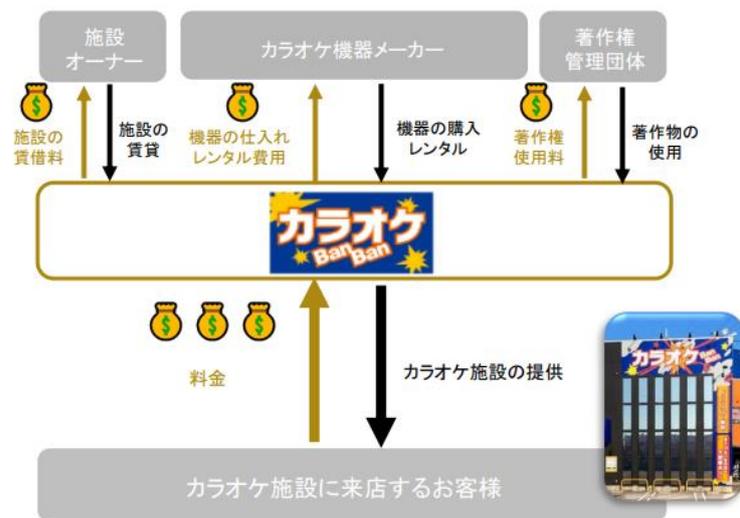
日本アミューズメント産業協会によると、2021 年度国内向け AM 機器製品販売高 143,134 百万円の内訳は、コンテンツ課金・シェアモデル等の売上 46,769 百万円 (構成比 32.7%)、景品類 35,132 百万円 (同 24.5%)、ゲーム用カード・チップ類 16,671 百万円 (同 11.6%)、プライズゲーム 15,690 百万円 (同 11.0%)、テレビゲーム 10,622 百万円 (同 7.4%)、他 18,250 百万円 (同 12.8%) である。同社は AM 施設運用売上高に加えて、景品類の販売高の寄与が大きい。一方、同社は AM 機器製品を外部から購入し、IP 使用料などコンテンツ課金される収益構造となっている。



## 市場規模の推移

全国カラオケ事業者協会によると、カラオケのユーザー市場規模（カラオケボックス、酒場、旅館・ホテルなどを含む）は、一時 1 兆円を超えていたが徐々に減少し、コロナ禍前の 2019 年度には約 5,767 億円になっていた。コロナ禍でカラオケボックス運営者への休業やスナックなど酒場でのカラオケ停止の要請などが影響し、2020～21 年度に大幅に落ち込んだ。2022 年度は、集客の回復により約 3,879 億円（前年度比 62%増）と復調するも、2019 年度の規模に比べて未だ 7 割の水準で、コロナ禍前までは回復していない。カラオケボックスの主要運営者上位 5 社（店舗数）は、第一興商 679 店舗（飲食店舗含む）、コシダカホールディングス 630 店舗、シン・コーポレーション 392 店舗、B&V202 店舗、TOAI174 店舗である。一方、業務用カラオケの主要メーカーは、第一興商とエクシング（ブラザー工業（6448 東証プライム）の完全子会社）の 2 社のみである。

図表 10. カラオケボックス運営



出所：会社資料

## 海外アミューズメント事業

### 米国ミニロケ最大手の NEN を買収

同社は 24/6/11、全米約 8,000 カ所のミニロケ（スタッフの常駐しないゲームコーナー）事業を運営する National Entertainment Network, LLC（NEN）を年内に買収すると発表した。NEN はウォルマートやデニーズの店舗内に無人のゲームコーナーを運営する、米国最大規模のミニロケ運営会社である。同社では既に米国の 100%子会社 Kiddleton が、全米約 400 カ所以上（24/5 末時点）でミニロケ事業を行っている。

### Kiddleton のシナジー効果

Kiddleton は米国市場に存在しなかった日本式の小型プライズゲーム機と、日本風の「Kawaii」デザインのプライズ（景品）を取り扱っており、「ここでしか手に入らない商品、ここでしかできない経験」にこだわり、独自性を持って事業展開している。尚、Kiddleton は同社グループ企業から部材を調達することで（小型プライズゲーム機は伍彩汇业（广州）贸易有限公司、プライズはアレスカンパニー及び FUKUYA USA INC.）、グループ内のシナジー効果をグローバルに享受する。

### NEN はメンテの自社工場を保有

NEN は全米をカバーするメンテナンスネットワークを有しており、テキサス州 Grand Prairie にはゲーム機器の修理、ラッピング、保管を行う自社工場も有している。QR コードを読み込んでフリープレイを体験させるシステムなど DX 化にも取り組んでおり、積極的な事業拡大と革新的な姿勢を持つオペレーターである。

## NEN と Kiddleton、他グループ企業との連携

同社が NEN を取得した後は、2024 年内にミニロケを NEN と Kiddleton 合わせて全米 8,800 カ所に増やす計画である。更に、1 拠点当たりの売上高が NEN の 3 倍である Kiddleton のノウハウを組み込み、メンテナンスネットワークの統合、現金回収やプライズ補充などのオペレーションの統合、Kiddleton を含む GENDA グループのプライズ調達機能及びゲーム機器調達機能の活用、クレジットカードリーダーの設置やデジタル会員制度を想定している。特に、Kiddleton で実証済みである日本型のプライズで既存の米国型のプライズを置き換えることで、1 拠点当たりの売上を増やす効果を期待する。NEN の取得により、フクヤとアレスでプライズを、中国の伍彩で筐体を提供し、GENDA グループ一丸で日本の「Kawaii」を全米に輸出するビジネスモデルが完成することになる。

## NEN 買収による同社企業価値向上への貢献

NEN の業績は 21/12 期赤字から急回復し、23/12 期は売上高 1 億ドル、EBITDA8 百万ドルであった。同社は 3 年かけてゲーム機を入替えながら 1 店舗当り売上高を増やす計画である。取得価格 29 百万ドルは EV/EBITDA3.6 倍だが、同社のマルチプル 15.6 倍に同化し例えば 5~6 倍へと上げられることで、NEN 買収完了時点で既にマルチプルの差額分が同社の企業価値増分として寄与する。更に、買収後に実際の PMI のシナジー効果により Kiddleton の収益性に近付き EBITDA が成長することで、同社の次の M&A の企業価値増シナリオが与信として担保される好循環を生む（「企業価値増の好循環によるスパイラル効果」）。実際、同社の Debt Capacity には余力があり、24/1 期と同様に全額を銀行借入れで調達する予定だ。希薄化を招かない為、Cash EPS は単純増加となる。

## NEN の 1 ミニロケ当たり年間平均売上高、Kiddleton はその 3 倍

NEN の 1 ミニロケ当たり年間平均売上高は 1 億ドル ÷ 8,000 = 12,500 ドルとなる。Kiddleton の同売上高を NEN の 3 倍とすると、12,500 ドル × 3 = 37,500 ドル。Kiddleton の総ミニロケ約 400 拠点 × 37,500 ドル = 15 百万ドル（約 22.5 億円、1 ドル = 150 円換算）。Kiddleton の 25/1 期売上高会予 40 億円 - ミニロケ拠点売上高 22.5 億円 = 17.5 億円が通常のゲームセンター 11 店舗（海外 11 店舗を全て Kiddleton と仮定）で、1 店舗当り年間平均売上高 = 17.5 億円 ÷ 11 店舗 = 約 1.6 億円となる。

## NEN の売上増の施策

同社は NEN のミニロケの年間平均売上高を Kiddleton の同レベルに近付けることが可能だとする。その方法は、①プレイ費の値上げ、②来客数増によるプレイ数増、③景品を日本風の「Kawaii」商品への入替、等がある。NEN の営業利益率 3.1%も改善の余地がある。NEN の EBITDA8 百万ドル - 営業利益 3 百万ドル = 5 百万ドルが償却費（設備投資、のれん）となる。NEN の EBITDA マージン 8%は、Kiddleton の同 15%と比べて大きな開きがある。因みに、同社子会社プレビの 1 か所当り年間平均売上高約 12 百万円（アミューズメント施設も含む）は、NEN や Kiddleton を下回るが、プレビの営業利益率 7.3%は NEN の同 3.1%を上回る。

図表 11. NEN と Kiddleton のシナジーを活かした米国ミニロケ事業拡大

NEN : National Entertainment Network (千US\$)				NEN (US\$) 23/12期	
	21/12期	22/12期	23/12期		
売上高	67,409	99,904	100,276	売上高	100 mn
営業利益	-1,576	3,064	3,079	EBITDA	8 mn
OPM	-	3.1%	3.1%	同マージン	8.0%
経常利益	-690	4,048	1,693	EV/EBITDA	3.6x
当期純利益	-862	4,048	1,693		
純資産	4,724	8,771	9,975		
取得価格	51,377	49,961	37,642		
アドバイザー費用等			29,000		
合計額			31,000		
Kiddleton (千US\$)				Kiddleton (百万円) 25/1期会予	
	20/12期	21/12期	22/12期		
売上高	142	4,592	8,946	売上高	4,000
				EBITDA	600
				同マージン	15.0%

シナジー効果  
(店舗当り売上 3 倍)

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 12. 日本の「Kawaii」を全米に展開



出所：会社資料

### 3) フード&ビバレッジ

#### 補完事業的な位置付け

エンタメ・プラットフォーム事業領域のフード&ビバレッジ事業の中核企業は、レモネード・レモニカ、日本ポップコーン、LEMONADE Lemonica UK Limited、GENDA GiGO Entertainment である。当該事業の売上高は 24/1 期 994 百万円と、他事業と比較してボリュームが少なく、現時点ではシナジー効果を狙う補完事業的な位置付けである。

#### コラボ企画・商品

ギャガが配信する映画「デッドデッドデーモンズデデデデストラクション」作品の登場人物をイメージしたコラボドリンクを発売した。また、ゲームセンターでは GIGO の店舗限定プライズ及び限定カプセルトイの提供、及び限定ポップコーンの発売等も行った。レモネード・レモニカはスタンド型レモネード専門店の運営を行う会社である。新企画のキャラクターコラボレーションを GiGO 全店舗で実施する。国内 GiGO 店舗への新規出店に加えて、中東・イギリスなど海外展開も加速する

### 4) キャラクター・マーチャンダイジング (景品)

#### フクヤホールディングス

エンタメ・コンテンツ事業領域に属するキャラクター・マーケティング事業の中核企業は、フクヤホールディングス (フクヤ) とアレスカンパニー (アレス) である。フクヤは全国 5,000 店舗以上のアミューズメント施設に向けて、プライズゲームの景品を企画・製造・販売する。同社とは伍彩匯業(广州)貿易有限公司への資本参加やトーキョーキャラクターメーカーズを共同設立するなど提携を強めてきた。同社は 24/1、フクヤの全株式を取得し子会社化した。

#### アレスカンパニー

アレスは、全国各地の玩具・雑貨・食品等のメーカーからプライズ商品を仕入れる調達網を有し、全国のアミューズメント施設に対し、その時々でプライズとして展開するのに最適な商品を卸売販売している。アレスが GENDA GiGO Entertainment の景品購買業務の一端を担い、同社グループがアレスに対し新規取引先を紹介するなどシナジー効果が大きい。同社は 23/10、アレスの全株式を取得し子会社化した。

#### シナジー効果による業績拡大

フクヤの業績は 21/3 期から 23/3 期にかけて連続増収増益で、営業利益率も每期改善し 23/3 期 9.9%と高水準である。25/1 期 1Q 決算は、M&A 後と M&A 前の前年同期比で、売上高 110%増、EBITDA142%増と大幅な増収増益となった。アレスも同様に 21/2 期から 23/2 期にかけて連続増収増益、営業利益率も 23/2 期 5.5%へと每期上昇している。23/11~24/4 の半年間の M&A 後と M&A 前の前年同期比で、売上高 35%増、EBITDA305%増と大幅に

増加した。同社は 25/1 期、景品関連の売上高 100 億円、EBITDA10 億円（同マージン 10%）を見込む。フクヤは 1953 年、福屋人形店として設立。アレスは 1999 年設立。

図表 13. フクヤとアレスの業績推移 (M&A 前後比較)

フクヤ	21/3期	22/3期	23/3期	フクヤ			
				M&A前	M&A後		
売上高	1,513	2,052	2,922	23/2-4	24/2-4		
営業利益	118	187	289				
OPM	7.8%	9.1%	9.9%	景品関連(フクヤ&アレス)	663	1,394	
経常利益	149	205	322	M&A後 25/1期会予	100	242	
当期純利益	111	150	250		15.1%	17.4%	
純資産	790	912	1,117	売上高	10,000	3か月間の売上高、EBITDA	
総資産	1,356	1,635	1,945	EBITDA	1,000		
アレス	21/2期	22/2期	23/2期	同マージン	10.0%		
売上高	948	1,375	1,955			アレスカンパニー	
営業利益	32	65	108			M&A前	M&A後
OPM	3.4%	4.7%	5.5%	(単位：百万円)		22/11-23/4	23/11-24/4
経常利益	30	62	104			1,139	1,534
当期純利益	24	38	52			19	79
純資産	74	113	165			1.7%	5.1%
総資産	274	335	531			6か月間の売上高、EBITDA	

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 5) コンテンツ&プロモーション

### VR ゲーム

#### VR ゲームへの布石

同社は 21/10、ダイナモアミューズメント（ダイナモ）と資本提携、22/9 には全株式を取得し、VR ゲーム事業に参入した。ダイナモは、VR コンテンツ・体感型シアターアトラクション、VR 等の企画・制作・販売を行う企業である。更に、24/6、ダイナモが VAR LIVE JAPAN の VR ゲーム事業を譲受けた。世界有数の VR ゲーム開発企業である VAR LIVE International の日本法人 VAR LIVE JAPAN は、VR ゲーム筐体の販売・レンタルや VR コンテンツの開発・販売事業を展開する。事業譲渡では、ダイナモが VAR LIVE JAPAN より主力のアーケード用 VR ゲーム筐体「VAR BOX」及びそれに付随する取引契約等を譲受ける。

#### 世界の VR 市場規模

ダイナモは VAR BOX のロケーション展開に加え、VAR LIVE JAPAN の運用ノウハウ活用を意図する。世界の VR 市場規模は 2023 年に 251 億 1,000 万ドルと推定され、2024 年 326 億 4,000 万ドルから 2032 年までに 2,448 億 4,000 万ドルに成長すると予測する（出所：FORTUNE BUSINESS INSIGHTS「市場リサーチ報告 バーチャルリアリティ（VR）市場規模、シェアおよび業界分析 2024～2032 年」）。

### 映画配給

#### ギャガ

同社は 23/11、ギャガの株式 78.05%を取得し子会社化し、映画配給事業に参画した。ギャガは、2009 年以降 15 年間で米国アカデミー賞「作品賞」の受賞作 7 本、2018 年以降 6 年間でカンヌ国際映画祭最高作品賞「パルムドール」受賞作 4 本を配給している。更にギャガは、邦画、アニメ、ゲームコンテンツの企画制作や、TV アニメを含む国内作品の海外販売、配信各社への作品提供並びに「プラス GAGA」及び「GAGA★ONLINE STORE」等の EC ビジネスを展開する「マルチポートフォリオ戦略」を推進する。

#### コラボ企画、シナジー効果

同社はギャガを介して、エンターテインメント業界に於ける同社グループの新たなネットワーク構築の好機となると考える。また、これらのネットワークは、同社グループが主軸として進める「プライズゲーム」

等 IP を活用したキャラクター・マーチャライジング・ビジネスの拡大への寄与を期待する。グループ内でのシナジー効果を狙い、ギャガが配信する映画「デッドデッドデーモンズデデデデストラクション」の IP コンテンツで装飾したコラボルームを、カラオケ BanBan のカラオケボックスでオープンした。作品の登場人物をイメージしたコラボドリンクも発売した。また、ゲームセンターでは GiGO の店舗限定プライズ及び限定カプセルトイの提供、及び限定ポップコーンの発売等も行った。

図表 14. ギャガの業績推移 (百万円、%)

ギャガ	21/3期	22/3期	23/3期
売上高	2,534	2,623	2,833
営業利益	30	131	-333
OPM	1.2%	5.0%	-
経常利益	34	186	-300
純資産	1,366	1,547	1,219
総資産	4,871	5,451	5,038

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2. 創業者の履歴書、大株主の概要

### 1) 片岡尚氏 (代表取締役会長、創業者)

1972年12月7日生まれ。東京都出身。都立西高等学校を経て、慶應義塾大学経済学部を卒業。大学在学中に、生涯エンタメの世界に身を投じる意思を固め、世界一のエンタメ企業家になると決意した。卒業後は、エンタメ事業を運営する企業を探すなかで、家族向けのアミューズメント施設を運営するジャスコ (現イオン) に、1995年4月入社した。片岡氏は、1997年イオンファンタジー設立と同時に外向し、2004年3月に転籍した。2013年3月、イオンファンタジー社長に就任。2015年にはアミューズメント施設運營業界で店舗数、売上高共に世界一となった。2017年3月より、イオンエンターテイメント社長を兼務した。

片岡氏は世界一のエンタメ企業を目指すには、M&A が不可欠と考えていたが、イオングループ内では承認プロセスに制約が多く、時間もかかることから、M&A に特化した組織を創るべく独立を考えた。その時に、友人のミダスキャピタル (プライベートエクイティファンド運用) の吉村英毅代表パートナーから出資の提案を受けた。吉村氏から紹介されたゴールドマン・サックス証券の申真衣氏と意気投合し、2018年5月、ミダスエンターテイメントを共同創業、代表取締役社長に就任した。2019年9月、同社代表取締役会長 (現任) に就任。2020年9月、GENDA に商号変更。

片岡氏のエンタメへの強い想いは、幼少期を米国 NY で5年間過ごし、小学校3年生で帰国した時に、自作したゲームがクラス内で好評で、皆を楽しませた原体験に遡る。片岡氏の信念は「人は寿命があるので生きているうちに楽しかったと思える人生を送りたい」ということである。同氏は「人を楽しませることが好き」が高じて、世界中の人々を楽しませる世界一の企業を創ることを夢見るようになった。片岡氏のグローバルな発想は、イオンファンタジー時代にアジアで成功した経験に活かされた。片岡氏はその成功モデルを GENDA において米国で展開したいと考えた。片岡会長はエンタメ業界では同業も含め、幅広い人的ネットワークを持つ。片岡会長は多くの M&A のソーシングに直接関わり指揮を執る。セガエンタテインメントや NEN の様な大型 M&A の成功も、片岡会長がエンタメ業界に精通し、情報収集してチャンスが来れば先頭を切って決断するスピードの早さにある。

片岡会長は生涯エンタメ業界に身を置き、世界一のエンタメ企業になるまで現役で、目標達成後もエンタメをライフワークとすることをモットーとする。片岡会長は世界一のエンタメ企業を単なる夢で終わらせず、現実に達成可能な目標と考えている。片岡会長はウォルト・ディズニーの様な世界一

会長 (共同創業者)  
イオンファンタジー元社長

世界一のエンタメ企業を目指す

M&A のソーシング力

夢を現実に

のエンタメ企業になる為の、ロードマップやマイルストーンを日々考えシミュレーションする。片岡会長はその本気度が幹部社員始め全社員（臨時雇用者含む）に伝わり、株主・投資家始め全てのステークホルダーに浸透することで、全社一丸となって目標に邁進することを願う。

## 2) 申真衣氏（代表取締役社長、創業者）

1984年7月28日生まれ。大阪府出身。四天王寺中学校・高等学校を経て、東京大学経済学部を卒業。大学では金融工学を学んだ。2007年ゴールドマン・サックス証券入社。2010年より金融商品開発部の金利・為替系デリバティブ担当、2016年4月金融商品開発部部長となり、2018年1月マネージングディレクター（MD）に就任。2018年5月、ゴールドマン・サックス証券を退職し、ミダスエンターテインメントを片岡尚氏と共同で創業。2019年6月、同社代表取締役社長（現任）に就任。ミダスカピタルの吉村英毅氏は大学のゼミで申氏の1学年先輩であり、友人としての付き合いも長い。申氏と片岡氏を引き合わせたのは吉村氏である。

**社長（共同創業者）**  
ゴールドマン・サックス証券元 MD

### 役割分担

片岡会長と申社長は共同創業者であり Co-CEO の立場でもある。役割分担として、片岡会長はアミューズメント事業全般と M&A を統括し、申社長はカラオケ事業と管理を統括する。年齢、性別、出身地域、出身業界は異なるが、世界一のエンタメ企業を創る本気度は共通している。IR やメディアなど外部対応は申社長で、M&A など交渉事の実務対応は片岡会長と切り分けている。

### 創業5年後にスピード上場

申社長は世界一のエンタメ企業になるには、逆算して早急に上場する必要があると考えた。ゲーム機のレンタル業からスタートし、設立1期目から黒字、借入金返済など資金繰りに苦労しながらも、2020年12月セガエンタテインメント買収を経て、創業5年後の2023年7月に上場した。申社長は80歳まで働く決めてる。女性経営者としてだけでなく、様々な分野で活躍し、情報発信するライフスタイルが注目を集め、知名度が高い人物でもある。

## 3) 大株主の状況

### 筆頭株主

同社の筆頭株主（24/1 末時点）は、ミダスカピタル 43.74%（=吉村英毅・ミダス B 投資事業有限責任組合 39.07%+ミダスカピタル G ファンド有限責任事業組合 4.67%）である。同社上場直前は 56.65%の同社株式を保有していた。同社の投資委員会メンバーでは、片岡尚会長 16.85%、申真衣社長 8.62%、渡邊太樹 CFO1.36%、羽原康平 CSO0.15%（以上、取締役4名）、二宮一浩執行役員 AM 施設事業最高責任者 0.09%で、投資委員会5名の合計保有株式数は全株式の4分の1超（新株予約権による潜在株式数含む）に相当する。

## 4) ミダスカピタル 吉村英毅氏（ミダスの代表パートナー、同創業者）

### プライベートエクイティファンド

ミダスカピタルは吉村英毅氏が2017年に創業したプライベートエクイティファンド（PE）である。吉村英毅氏はオンライン旅行事業などを展開するエアトリの共同創業者であり起業家の顔も持つ。ミダスカピタルの最大の特徴は、外部資本を集めず、ミダスカピタルの関係者のみが出資する権利を持つ PE ファンドである点である。ミダスカピタルが出資する企業群はミダス企業群と呼ばれ、単一企業では描けない大きなビジョンを企業群全体として掲げることで、傑出した人材が集まり、超長期目線での投資経営を実現している。

### ミダス企業群

ミダスカピタルが組成するファンドはキャピタルゲインを外部投資家に返す必要がないので、これを再投資することでファンドサイズを加速度的に拡大できることを特徴とする。ミダスカピタルは、出資企業の上場後も保有株式を売り切らずに、半永久的に各社の筆頭株主で有り続ける。この絆の深さと運命共同体として共に成長する姿が、ミダス企業群と呼ばれる所以である。

### ミダス財団

吉村氏は社会貢献活動にも取り組み、ミダスカピタル創業と同時にミダス財団を設立。東南アジアの貧困地域にて小中学校や井戸、橋等の基礎インフラを多数建設し、対象地域全体の生活レベルを上げる支援を行っている。

図表 15. GENDA の大株主構成 (2024 年 1 月末時点)

氏名又は名称	所有株式数 (千株)	割合 (%)
吉村英毅・ミダスB投資事業有限責任組合	13,400.0	39.07%
片岡 尚	5,096.0	14.86%
ミダスカピタルGファンド有限責任事業組合	1,600.0	4.67%
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	1,470.9	4.29%
SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT (常任代理人 香港上海銀行東京支店 カストディ業務部)	1,315.1	3.83%
CEPLUX-THE INDEPENDENT UCITS PLATFORM 2 (常任代理人 シティバンク、エヌ・エイ東京支店)	1,230.0	3.59%
申 真衣	1,185.2	3.46%
合同会社シンマイ	1,033.6	3.01%
マリンフード株式会社	600.0	1.75%
株式会社グローウィング	600.0	1.75%
計	27,530.8	80.27%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 3. 企業 DNA、模倣困難性

#### 三位一体経営

同社の企業 DNA は、エンタメ、金融、テクノロジーの三位一体経営である。業界を超えたプロ集団の柔軟な発想とスピード感、実行力が、M&A のソーシング力及び PMI によるシナジー効果を高める上で、模倣困難性となっている。同社は、独自の M&A 専門チーム（会長、社長、CFO、CSO の取締役 4 名と執行役員 1 名で構成する投資委員会、CFO を中心に弁護士や公認会計士を含むファイナンス/M&A チーム 8 名）が成長ドライバーの役割を担う。純粋持株会社の社員数約 100 名（24/5 末）の内訳は、M&A チーム約 20 名（幹部約 10 名、スタッフ約 10 名）、エンジニア約 60 名、人事・総務約 20 名の構成である。エンジニア集団は同社グループの DX 化を一手に担うことで、経営効率化やシナジー効果に寄与している。

#### 求心力

同社には、競合企業のバンダイナムコアミュージメント、イオンエンターテイメント始め、IT 企業のヤフー、グリー、金融業界や広告代理店など、錚々たる大企業から経営幹部やスタッフが集結している。CFO の渡邊太樹氏はゴールドマン・サックス証券出身である。この求心力はどこから来るのか。申社長は「お互いがお互いを引き付け合っていること」、また「会社の成長力に合わせて、個人個人の成長の機会が多いこと」をその理由に挙げている。SA 社は、片岡会長と申社長の「世界一のエンタメ企業」を目指す本気度と、その先頭に立つ姿勢が、最大の求心力ではないかと考える。

#### 価値創造型企業

申社長は同社の模倣困難性は「人」だと断言する。同社は人材をコストでなく人的資本と考える。同社に集まる人材の多様性が融合し、創造型企業として独自の進化を遂げる。ミダスカピタルの吉村英毅氏も「大きなビジョンを企業群全体として掲げることで、傑出した人材が集まる」と云う。片岡会長はセガエンタテインメントを譲受けた時、全社員約 4,000 人に直筆の手紙を送ったとの逸話がある。同社は企業買収後も、人員削減などリストラには手を付けず、適材適所で全社員が活躍できる環境づくりを大切にしてきた。セガのゲームセンターの中でもゲーム機の品揃えが良く、多くのファンと社員に愛されていた「GiGO」ブランド名を、子会社の GENDA GiGO Entertainment の社名に残し、同社が運営するアミューズメント施設は GiGO の屋号に統一し全国展開する。

#### 3つの Value (行動指針)

同社の企業理念は、Purpose (存在意義) としての Aspiration (大志) と 3つの Value (行動指針) で示される。また、Vision (野望) も掲げている。「世界中の人々の人生をより楽しみたい」という Aspiration の実現の為、グローバルにエンターテイメントのネットワークを構築し、世の中に流通する「楽しさの総量」を増やすことを目指す。エンタメ (娯楽) は「人々が楽しみ、感動し、人生に彩りを与える為の様々な活動や表現を指す言葉」である。別の見方をすると、エンタメは

「人々に非日常を体験する空間や時間を提供することで、ワクワク感を創出する行為」とも云える。

Aspiration (大志) : 「世界中の人々の人生をより楽しみたい」

GENDA Value (行動指針)

1. Speed is King (スピード最優先)
2. GRIT and GRIT (やり抜く力)
3. Enjoy our Journey (皆で楽しみ、より大きな夢を)

Vision (野望) : 「2040年に世界一のエンタメ企業になる」

## エンタメ経済圏

同社は様々な形で展開されるエンタメ領域を M&A や IT 技術により再編し、業界や国境を超えたエンタメ経済圏を構築することを目指す。単なる合従連衡ではなく、エンタメ業界の近代化による価値の創出が目標である。同社の3つの Value (行動指針) は、系列大手企業と云えども追従することが困難な模倣困難性を象徴している。同社には旧態依然とした既存エンタメ業界は宝の山 (ブルーオーシャン) に映る。

## ブルーオーシャン

エンタメ業界は特にアミューズメント業界において、中小企業が多く、経営難や後継者不足等により買手市場となっている。当該業界の買手側も大手5社中3社が系列大手であり、アミューズメント施設運営事業は傍流の位置づけで、系列大手は M&A の食指が動きにくい状況である。実質的に独立系の同社が買手を一手に引受ける買手市場 (ポジショニング) であり、他業界と比べると比較的マルチプルが低い割安案件を連続して取得 (ロールアップ) しやすい事業環境にある。

## 「ワクワク感」の創出

同社は人々に「ワクワク感」を届けるエンタメ企業であると同時に、同社の成長ストーリーは従業員、投資家を始め全てのステークホルダーにも「ワクワク感」を醸成する可能性を秘めていると SA 社は考える。同社は誕生したばかりの企業だが、その強い企業 DNA により大樹に育つ日も近いだろう。

## 4. 経営戦略論からの分析～ポジショニングの強み

### 競争の戦略

マイケル・ポーターは、その著書『競争の戦略』において、いかなる業界も5つの競争要因が働いていることを明らかにした {M.E.ポーター著『競争の戦略』(ダイヤモンド社、1995年)、ジョアン・マグラッタ、櫻井祐子著『[エッセンシャル版]マイケル・ポーターの競争戦略 Kindle版』(早川書房、2012年)参照}。

### 競争の要因

5つの競争要因として、①新規参入者の脅威、②供給者の交渉力、③買い手の交渉力、④代替品(代替サービス)の脅威、⑤既存企業同士の競争、が挙げられる。5つの競争要因の影響が強ければ、収益性が低下し、逆に影響が弱ければ、収益向上の機会となる。要は、「競争が激しくない状況に自らをポジショニングすると、利益が増える」という考えである。

### 競争優位性

同社のポジショニング(上記)の強みは、「PMI (Post Merger Integration) による競争優位の獲得」であると SA 社は考える。PMI とは M&A 成立後の統合プロセスのことであり、規模の経済やサプライチェーンの構築、IT 技術による効率化、等によりシナジー効果を得ることが目的である。通常は資本提携の段階で売り手企業と買い手企業が共に成長する過程を示す。同社の場合、既存のアミューズメント施設運営事業は最初から100%株式を取得するケースが殆どだが、VR や映画、カラオケ、景品事業など周辺・新規領域は資本提携から参画した後に100%株式を取得するケースが多い。

## 3つの戦略の定義

マイケル・ポーターは、競合他社に対し競争優位に立つ為の戦略は、①コスト・リーダーシップ戦略、②集中戦略、③差別化戦略、のいずれかに集約できると主張する。同社は、アミューズメントプラットフォームに絞った(②集中戦略) M&A という「競争が激しくない状況に自らをポジショニング」し、買手を一手に引受ける(③差別化戦略)ことで、他業界と比べて割安な(①コスト・リーダーシップ戦略)優良案件を取得できる。その結果、短期間で投資回収が可能となり、その実績を元により有利で大きな融資枠を獲得し、M&Aを繰り返しながら成長を加速するという好循環を生む。

## シリアルアクワイアラー (Serial Acquiror)

同社は特定分野でオーガニック成長する企業を連続的に M&A すること (ロールアップ) で、インオーガニック成長による非連続な成長を加速することを目指す。同社はこの独自の M&A 戦略を一言で「連続的な非連続な成長」と呼ぶ。欧米では M&A を繰り返し行うことで成長する企業をシリアルアクワイアラー (Serial Acquiror) と呼ぶ。

## 5. 財務体質

### 収益性指標

直近3期(22/1期~24/1期)の売上総利益率は24%前後、販管費率14%前後、営業利益率10%前後、EBITDAマージン14%前後で、ほぼ一定水準で推移する。この間の売上高はCAGR20%超で増加、売上高の約95%をアミューズメント施設運営事業関連が占める(約70%がプライズゲーム関連)。プライズゲームの限界利益率は70%、景品を主とする変動費率約30%と想定。プライズゲームは、店舗側が景品獲得率をコントロールできるので、変動費率を30%以内に抑えれば安定した営業利益率10%前後が確保できるコスト構造である。

### ROE

ROEは22/1期40.1%から24/1期27.2%へと低下傾向を示す。当期利益率は7.5%程度で安定するも、自己資本比率が上昇(財務レバレッジが低下)し、総資産回転率が若干低下したことが要因である。自己資本の上昇は株式上場に伴うもので、総資産回転率低下はM&Aの急増によるものと推察する。期中にM&Aが完了すると、総資産は期末にフル連結されるが、売上高はM&A完了時から期末までの期間だけの部分連結となる為である。

### Debt Capacity

大型M&A資金は借入による調達の基本である。同社のNet Debtレシオは若干低下(23/1期0.36から24/1期0.34へ)。同社はDebt Capacity(追加の負債調達可能額)を、Net Debt/EBITDAで管理する。同指標は「EBITDAを1年間のキャッシュフロー創出力と仮定して、手元現金での返済を含め、借金完済に何年かかるか」を大まかに測る指標である。25/1期1Q末時点では1.6x(当該年数が1.6年)だが、今後のM&A対象会社のEBITDAも加算することで、Debt Capacityの増大を同社は見込む。

### 投資指標

ROIC(=NOPAT÷投下資本(グロス))は23/1期13.7%、24/1期11.9%と推定(SA社算出、実効税率33%想定)し、想定WACC(6~8%)を上回り、EVA(経済的付加価値)を創出している。但し、NOPATはM&Aの場合、のれん償却費を除く為、指標としては適さないと同社は考える。同社はEquity IRRとWACCを内部の経営指標(非開示)とする。

### 効率性指標

キャッシュ・コンバージョン・サイクル(CCC)は、27日程度と1カ月を下回る日数で推移する。内訳は、売掛金回転日数19日弱、棚卸資産回転日数28日強、買掛金回転日数20日弱である。ゲームセンターは現金商売が基本なので売掛金の回転は速いが、キャッシュレス化(スマホアプリ等クレジットカード決済)の進展により15日前後から4日程度延びた模様だ。棚卸資産回転日数は、景品管理がし易く安定している。買掛金回転日数は約13日から7日弱延びた。プライズゲームの景品は、一定量を顧客が獲得し、陳腐化した景品は廃棄処分される。景品価格と景品獲得率を調整することで顧客のプレイ回数(売上高)をコントロールし、変動費率を30%以下に抑えて、固定費増も吸収し、10%程度の営業利益率を確保する。

## 固定資産、のれん、設備投資

24/1 期末の有形固定資産は M&A 及び新店舗展開により前期末比 48 億円弱増加、無形固定資産も M&A によりのれん中心に同 38 億円弱増加した。設備投資額は 23/1 期 55 億円弱から 24/1 期 61 億円弱に約 6 億円増加した。減価償却費及び償却費も、同 19.5 億円弱から同 25.5 億円弱に約 6 億円の増加。

## 従業員指標

24/1 期末の従業員数 599 人、臨時従業員数 4,384 人（年間平均）より、従業員（臨時従業員を含む）1 人当り売上高は 11 百万円強、同 EBITDA1.7 百万円、同営業利益 1.1 百万円で、ほぼ安定して推移する。ミニロケはスタッフが常駐しない無人運営だが、既存のゲームセンター店舗では一定数のスタッフが常駐する。店舗が大規模化する程、スタッフ 1 人当りが管理できるゲーム機の数が増え、効率化が進む。

図表 16. 主要財務指標

主要指標 連結	19/1期 単体	20/1期 単体	21/1期 単体	22/1期 連結	23/1期 連結	24/1期 連結
<b>収益性指標</b>						
売上総利益率 (%)	-	-	-	24.4%	23.6%	23.3%
営業利益 + 減価償却費 + のれん償却費 (百万円)	-	-	-	5,679	6,271	8,099
EBITDA (百万円)	-	-	-	5,600	6,272	8,102
EBITDAマージン (%)	-	-	-	14.7%	13.6%	14.5%
営業利益率 (%)	-	-	-	10.6%	9.2%	9.6%
親会社株主に帰属する当期純利益率 (%)	23.2%	7.0%	-	7.2%	7.6%	7.5%
<b>財務指標</b>						
総資産経常利益率 (%) ROA	5.9%	3.6%	-7.9%	14.7%	13.9%	12.5%
自己資本利益率 (%) ROE	-	-	-	40.1%	36.9%	27.2%
自己資本比率 (%)	-	-	-	28.8%	36.2%	37.2%
財務レバレッジ	-	-	-	3.47	3.06	2.72
総資産回転率 (回)	-	-	-	1.43	1.60	1.34
当期利益率 (%)	23.2%	7.0%	-51.6%	7.2%	7.6%	7.5%
現金及び預金 (百万円)	-	-	-	7,315	7,086	12,379
有利子負債 (百万円)	-	-	-	11,546	11,091	18,983
Net Debt (百万円)	-	-	-	4,231	4,005	6,604
Net DELシオ	-	-	-	0.55	0.36	0.34
投下資本 (百万円、グロスIC)	-	-	-	19,239	22,277	38,402
NOPAT (百万円)	-	-	-	2,696	2,843	3,598
ROIC (%、グロスIC)	-	-	-	-	13.7%	11.9%
<b>効率性指標</b>						
運転資金 (百万円)	-	-	-	3,035	2,878	4,849
運転資本回転率 (回)	-	-	-	12.6	16.0	11.5
流動比率 (%)	-	-	-	170.9%	167.2%	139.5%
当座比率 (%)	-	-	-	124.3%	121.7%	97.7%
CCC (日) = A+B-C	-	-	-	33.5	26.3	27.4
売掛金回転率 (回)	-	-	-	23.8	25.8	19.7
売掛金回転日数 (日) : A	-	-	-	15.3	14.1	18.6
棚卸資産回転率 (回)	-	-	-	11.3	14.7	12.9
棚卸資産回転日数 (日) : B	-	-	-	32.2	24.9	28.3
買掛金回転率 (回)	-	-	-	26.0	28.6	18.7
買掛金回転日数 (日) : C	-	-	-	14.0	12.8	19.5
<b>設備投資、減価償却費、のれん償却費</b>						
設備投資 (百万円)	-	-	-	-	5,468	6,067
減価償却費 (百万円)	-	-	-	1,655	1,945	2,549
のれん償却費 (百万円)	-	-	-	-	82	180
<b>従業員指標</b>						
従業員数 (人)	-	10	13	357	367	599
臨時従業員数 (年間平均、人)	-	-	3	3,727	3,797	4,384
従業員1人当り売上高 (百万円)	-	-	-	9.7	11.1	11.4
従業員1人当りEBITDA (百万円)	-	-	-	1.4	1.5	1.7
従業員1人当り営業利益 (百万円)	-	-	-	1.0	1.0	1.1

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

注：当座比率は当座資産に現預金、売掛金、リース投資資産を含む（詳細開示無いその他は含まず）  
ROIC は NOPAT の実効税率 33%想定で算出（会社側は 25/1 期の実効税率 35%想定）  
のれん償却費は、のれん償却前当期純利益と親会社に帰属する当期純利益の差額から算出

## 6. 当面の業績動向

### 25/1 期 1Q 決算概要

24/6/11、同社は 25/1 期 1Q 決算発表及び NEN 買収、株主優待制度の新設を発表した。1Q (2~4 月) 実績は次の通り。売上高 24,685 百万円 (前年同期比 105.1%増)、EBITDA3,277 百万円 (同 49.2%増)、営業利益 2,059 百万円 (同 23.3%増)、経常利益 2,015 百万円 (同 22.4%増)、のれん償却前四半期純利益 1,456 (同 10.0%減)、四半期純利益 1,223 百万円 (同 22.8%減)。

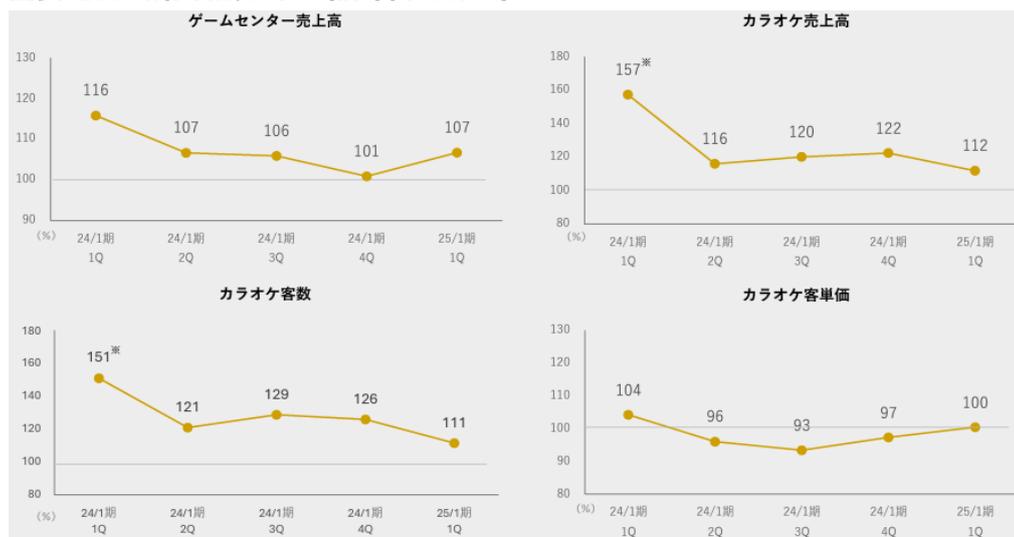
### 進捗率

通期会社予想に対する進捗率：売上高 24.7%、EBITDA25.2%、営業利益 29.4%、経常利益 30.5%、のれん償却前四半期純利益 27.0%、四半期純利益 28.4%。

### PMI、シナジーが奏功

通期決算発表時では減益予想だった営業利益も、ゲームセンターとカラオケの底堅いオーガニック成長と想定以上の PMI が奏功し、のれん償却費や ALL.Net 利用料等の費用増を吸収し大幅増益で着地した。プライズ企画のフクヤ、及びプライズ卸売りのアレスは、PMI がシナジーと共に奏功し大幅増収増益を達成。ゲームセンターの既存店売上高成長率は前年同期比 7%増。カラオケの同成長率は同 12%増。最近 M&A した子会社の M&A 前後のシナジー効果に関しては、前述したシン・コーポレーション (図表 9) や、フクヤとアレス (図表 13) の例を参照頂きたい。

図表 17. 既存店成長率 (前年同期比%)



出所：会社資料

### 25/1 期通期見通し

25/1 期通期会社予想は変更無し：売上高 1,000 億円 (前期比 79.5%増)、EBITDA130 億円 (同 60.5%増)、営業利益 70 億円 (同 30.4%増)、経常利益 66 億円 (同 26.5%増)、のれん償却前当期純利益 54 億円 (同 23.9%増)、当期純利益 43 億円 (同 2.9%増)。25/1 期から開始した法人税負担 (実行税率約 35%) を M&A による成長で相殺し、のれん償却前当期利益は 23.9%増を見込む。実力値の比較の観点では、税引前ののれん償却前当期純利益は、1Q30%増、通期 62%増と、全利益指標で最大の成長率となる。

### 通期会社予想は夏季の商戦期次第

1Q 実績は償却前営業利益の 95%以上を占めるアミューズメント施設運営とカラオケボックス運営で、計画対比で大幅に上振れた。足元でもゲームセンター、カラオケ及びプライズは全方位で業績

堅調であるものの、通期業績予想については商戦期の7～8月実績を見て同社は判断する。

## 真のグローバルカンパニーを目指す

同社は主要事業として、①国内アミューズメント（GiGO 他）、②海外アミューズメント（Kiddleton 他）、③景品（フクヤ、アレス）、④カラオケの4事業を当面の柱とする。F&B、映画、VR ゲーム等は、まだ売上規模が小さかったり、収益改善途上にあたりするので、その他事業として一括りにまとめている。現時点では主要事業とのシナジー効果を狙う補完事業的な位置付けである。海外アミューズメント事業については、NEN がフルに寄与すれば、23/12 期売上実績ベースでも1億ドル（150億円超）、営業利益3.1百万ドル（4.6億円超）が加わることになる。更にPMIによりKiddleton並みの収益性（約3倍）に近付けば、海外事業の規模が拡大し、社名が示す様なグローバルカンパニーへの突破口を開くことになるだろう。

図表 18. 主要事業の業績：25/1 期通期会社予想

主要事業（百万円）	25/1期会予	
	売上高	EBITDA
国内AM（GiGO他）	63,000	8,800
海外AM（Kiddleton他）	4,000	600
景品（フクヤ、アレス）	10,000	1,000
カラオケ	20,000	1,900
その他（F&B、映画、他）	3,000	700
合計	100,000	13,000

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

注：25/1 期発表のM&A 案件（例：NEN、他）の寄与は含まれない

図表 19. 四半期別業績動向 (単位: 百万円)

四半期業績推移 (百万円、%) (累計)	23/1期				24/1期				25/1期	進捗率 対通期会予	25/1期 通期会予
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q		
売上高	9,730	20,750	33,059	46,091	11,994	24,515	38,808	55,697	24,685	24.7%	100,000
前年同期比	-	-	-	20.9%	23.3%	18.1%	17.4%	20.8%	105.8%		79.5%
売上原価	7,640	16,080	25,079	35,230	8,812	18,723	29,648	42,738	19,399		
前年同期比	-	-	-	22.3%	15.3%	16.4%	18.2%	21.3%	120.1%		
売上原価率	78.5%	77.5%	75.9%	76.4%	73.5%	76.4%	76.4%	76.7%	78.6%		
売上総利益	2,090	4,670	7,980	10,860	3,182	5,791	9,160	12,958	5,286		
前年同期比	-	-	-	16.8%	52.2%	24.0%	14.8%	19.3%	66.1%		
売上総利益率	21.5%	22.5%	24.1%	23.6%	26.5%	23.6%	23.6%	23.3%	21.4%		
販管費	1,497	2,978	4,503	6,615	1,511	3,024	4,995	7,588	3,226		
前年同期比	-	-	-	25.4%	0.9%	1.5%	10.9%	14.7%	113.5%		
売上販管費比率	15.4%	14.4%	13.6%	14.4%	12.6%	12.3%	12.9%	13.6%	13.1%		
営業利益	593	1,692	3,477	4,244	1,670	2,767	4,164	5,370	2,059	29.4%	7,000
前年同期比	-	-	-	5.5%	181.6%	63.5%	19.8%	26.5%	23.3%		30.4%
営業利益率	6.1%	8.2%	10.5%	9.2%	13.9%	11.3%	10.7%	9.6%	8.3%		7.0%
経常利益	-	-	-	4,011	1,646	2,723	4,126	5,216	2,015	30.5%	6,600
前年同期比	-	-	-	1.8%	-	-	-	30.0%	22.4%		26.5%
税引前利益率	-	-	-	8.7%	13.7%	11.1%	10.6%	9.4%	8.2%		6.6%
親会社株主に帰属する四半期純利益	616	1,391	3,077	3,494	1,585	4,454	3,324	4,178	1,223	28.4%	4,300
前年同期比	-	-	-	28.1%	157.3%	220.2%	8.0%	19.6%	-22.8%		2.9%
四半期利益率	6.3%	6.7%	9.3%	7.6%	13.2%	18.2%	8.6%	7.5%	5.0%		4.3%
EBITDA	1,099	2,679	4,935	6,272	2,197	3,909	6,050	8,102	3,277	25.2%	13,000
前年同期比	-	-	-	-	99.9%	45.9%	22.6%	29.2%	49.2%		60.5%
事業EBITDAマージン	11.3%	12.9%	14.9%	13.6%	18.3%	15.9%	15.6%	14.5%	13.3%		13.0%
のれん償却前四半期純利益	630	1,419	3,127	3,576	1,618	2,040	3,426	4,359	1,456	27.0%	5,400
前年同期比	-	-	-	-	156.8%	43.8%	9.6%	21.9%	-10.0%		23.9%
のれん償却前四半期利益率	6.5%	6.8%	9.5%	7.8%	13.5%	8.3%	8.8%	7.8%	5.9%		5.4%
ゲームセンター店舗数 (期末時点)	230	234	254	250	254	256	263	273	323		
四半期業績推移 (百万円、%) (3か月)		23/1期			24/1期				25/1期		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q		
売上高	9,730	11,020	12,309	13,032	11,994	12,520	14,293	16,888	24,685		
前年同期比	-	-	-	-	23.3%	13.6%	16.1%	29.6%	105.8%		
売上原価	7,640	8,440	8,999	10,151	8,812	9,911	10,925	13,090	19,399		
前年同期比	-	-	-	-	15.3%	17.4%	21.4%	29.0%	120.1%		
売上原価率	78.5%	76.6%	73.1%	77.9%	73.5%	79.2%	76.4%	77.5%	78.6%		
売上総利益	2,090	2,580	3,309	2,879	3,182	2,609	3,368	3,798	5,286		
前年同期比	-	-	-	-	52.2%	1.1%	1.8%	31.9%	66.1%		
売上総利益率	21.5%	23.4%	26.9%	22.1%	26.5%	20.8%	23.6%	22.5%	21.4%		
販管費	1,497	1,481	1,525	2,112	1,511	1,513	1,971	2,593	3,226		
前年同期比	-	-	-	-	0.9%	2.2%	29.2%	22.8%	113.5%		
売上販管費比率	15.4%	13.4%	12.4%	16.2%	12.6%	12.1%	13.8%	15.4%	13.1%		
営業利益	593	1,099	1,784	766	1,670	1,096	1,397	1,205	2,059		
前年同期比	-	-	-	-	181.6%	-0.3%	-21.7%	57.3%	23.3%		
営業利益率	6.1%	10.0%	14.5%	5.9%	13.9%	8.8%	9.8%	7.1%	8.3%		
経常利益	-	-	-	-	1,646	1,077	1,403	1,090	2,015		
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	22.4%		
税引前利益率	-	-	-	-	13.7%	8.6%	9.8%	6.5%	8.2%		
親会社株主に帰属する四半期純利益	616	775	1,686	417	1,585	390	1,348	853	1,223		
前年同期比	-	-	-	-	157.3%	-49.7%	-20.0%	104.6%	-22.8%		
四半期利益率	6.3%	7.0%	13.7%	3.2%	13.2%	3.1%	9.4%	5.1%	5.0%		
EBITDA	1,099	1,580	2,255	1,336	2,197	1,712	2,140	2,051	3,277		
前年同期比	-	-	-	-	99.9%	8.4%	-5.1%	53.5%	49.2%		
事業EBITDAマージン	11.3%	14.3%	18.3%	10.3%	18.3%	13.7%	15.0%	12.1%	13.3%		
のれん償却前四半期純利益	630	789	1,706	449	1,618	422	1,384	933	1,456		
前年同期比	-	-	-	-	156.8%	-46.5%	-18.9%	107.8%	-10.0%		
のれん償却前四半期利益率	6.5%	7.2%	13.9%	3.4%	13.5%	3.4%	9.7%	5.5%	5.9%		

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 7. 中長期展望

### 中期経営計画は公表しない

同社は中期経営計画を公表していない。同社は M&A を成長戦略の軸に据えており、M&A を織り込んだ中期経営計画を公表すると、数値目標を達成する為に無理な M&A を遂行する可能性があり、結果的に高値掴みをしてしまうリスクがある。一方、オーガニック成長のみを織り込んだ中期経営計画の公表は、M&A を成長戦略の軸に据える同社グループの成長軌道とは大きく異なるものを示すことになると判断するからである。

### 2040 年に世界一のエンタメ企業を目指す

同社は、2040 年に世界一のエンタメ企業になると宣言している。同社は今後の成長イメージを示し、6つの成長ドライバーを設定する：①既存店舗の成長、②T-1 期中の新規出店が通年寄与、③T-1 期中の M&A で取得した店舗が通年寄与、④ T 期中の新規出店が X カ月寄与、⑤ T 期中の M&A で取得した店舗が X カ月寄与、⑥エンタメ業界に於ける大型 M&A。T+1 期より T-1 期中の新規出店及び M&A で取得した店舗が既存店舗化する。既存店舗の収益寄与が拡大し、財務基盤が整ったところで、大規模 M&A に踏み切り、飛躍へのステップとするイメージである。

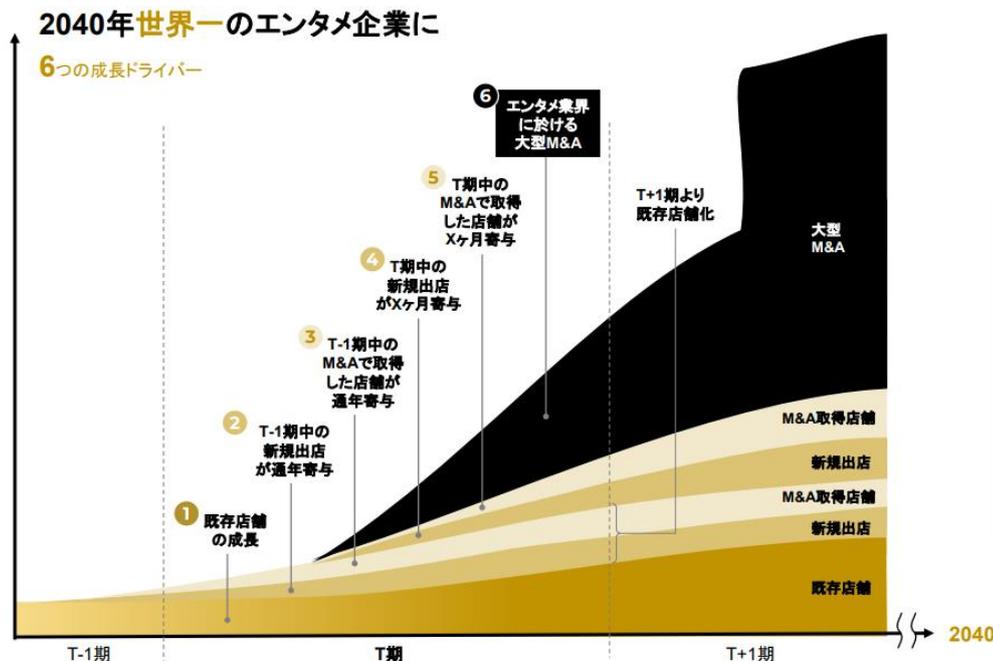
### 成長イメージ

同社が上場した 24/1 期を T 期とすると、GENDA GiGO Entertainment を土台とする既存店舗の成長に、23/1 (T-1) 期及び 24/1 (T) 期中の新規出店や M&A が寄与する。25/1 (T+1) 期には NEN の大規模 M&A により、エンタメ大国である米国市場において全米最大規模のマイクロ拠点プラットフォームを獲得し、利益率が高いプライズなどのコンテンツ事業拡大に繋げる足掛かりを掴んだ。

### 兆円規模の収益柱が必要

同社の中長期的な成長イメージは、この基本サイクルを繰り返すことである。大規模 M&A は最初の内は既存のアミューズメントプラットフォーム領域（ゲームセンター5,400 億円+カラオケ 3,800 億円+他数千億円＝約 1 兆円、コロナ禍前の 2019 年時点）が中心である。世界一のエンタメ企業を目指す為には、兆円規模の事業を数本、収益柱として構築する必要がある。

図表 20. GENDA の中長期成長イメージ



出所：会社資料

## 世界の EM 市場規模

2022 年、世界のエンターテインメント・メディア (E&M) 産業の市場規模は、2 兆 3,200 億米ドルに達し、2027 年末には 2 兆 7,800 億米ドルに達すると見込む (出所 : Statista Japan) 。 E & M 業界には、新聞・一般雑誌、書籍、テレビ、音楽・ラジオ、映画、他を含む。最も高い成長率 (2022~2026 年 CAGR) を予測するのは「データ消費」セグメントで 26%、更に「VR (仮想現実)」24%が 2 位に続く。一方、「新聞・一般雑誌」は同時期 2%マイナス成長を見込む。世界最大のエンタメ企業であるウォルト・ディズニーは、売上高 889 億米ドル、営業利益 50 億米ドル (23/9 期) である。

## 世界一への道のり

同社が世界一のエンターテインメント企業を目指すには、2040 年に少なくとも 1,000 億米ドル (約 15 兆円) の売上高を達成する必要があると SA 社は考える。日本企業の売上高トップ 5 は、①トヨタ自動車 45 兆円、②ホンダ 20.4 兆円、③三菱商事 19.6 兆円、④伊藤忠商事 14 兆円、⑤ENEOS ホールディングス 13.9 兆円 (何れも 24/3 期) 。因みに同社が 25/1 期 1,000 億円から 41/1 期に 15 兆円に達するには、CAGR36.8%を必要とする。この計算は単なるシミュレーションに過ぎず、同社が目標を達成する為に無理な M&A を遂行し、結果的に高値掴みをしてしまうリスクを誘引する可能性を示唆するものではないことを明記したい。

**図表 21. 世界のエンターテインメント・メディア業界市場規模**

市場規模	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR
(兆ドル)	1.94	2.03	1.99	2.20	2.32	2.43	2.53	2.62	2.70	2.78	4.1%
(兆円)	291	305	299	330	348	365	380	393	405	417	

出所 : Statista Japan データよりストラテジー・アドバイザーズ作成

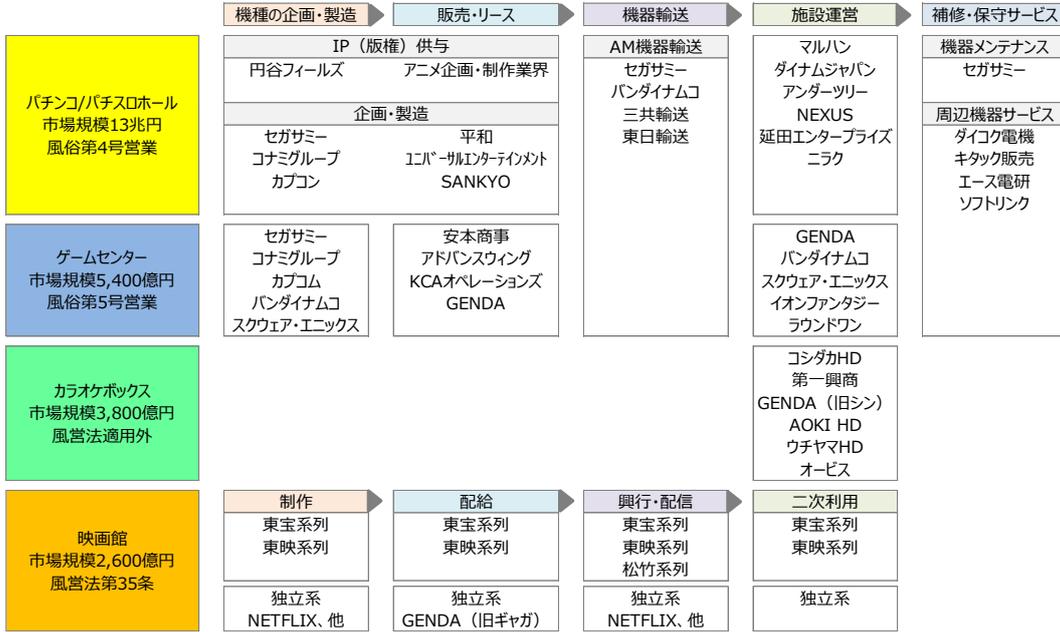
注 : 円表記は 1 米ドル = 150 円換算

## 8. 市場動向及びバリューチェーン

### 1) アミューズメント施設を中心とするエンタメ業界動向

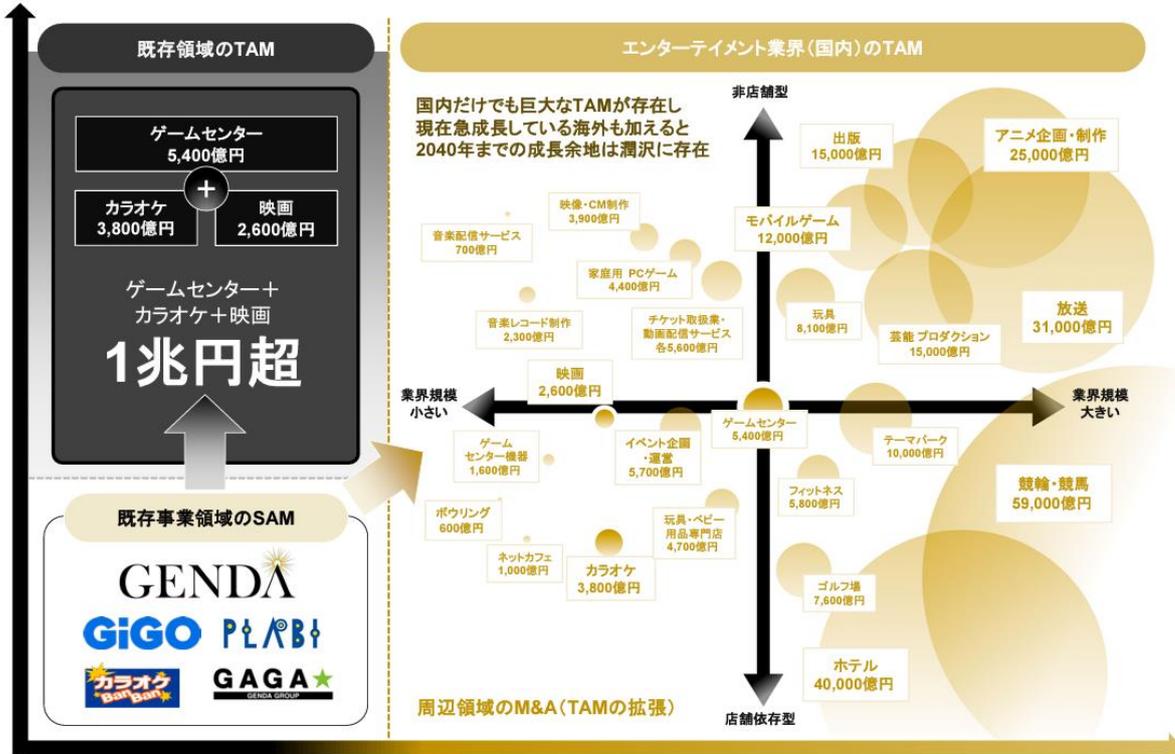
<b>TAM</b>	同社は国内エンタメ業界の TAM に関して、既存領域だけでも 1 兆円超（ゲームセンター5,400 億円+カラオケ 3,800 億円+映画 2,600 億円=1 兆 1,800 億円、コロナ禍前の 2019 年時点）と見込む（出所：日本アミューズメント産業協会、他）。同社の 25/1 期売上高会社予想 1,000 億円は当該領域で市場シェア約 10%を占める。
<b>ターゲット領域</b>	同社の現在のターゲット領域は店舗依存型でかつ業界規模が比較的小さいエンタメ・プラットフォームが中心だが、数年後には業界規模が大きいエンタメ・コンテンツの拡充も図りたいと考えている。経済産業省によると、コンテンツ市場（音楽、出版、映像、ゲーム、キャラクター）の規模を、2018 年において、日本が約 10.6 兆円、世界は約 128.8 兆円（1 米ドル=109 円換算）と試算する。世界市場の拡大や近年の円安に伴い、日本市場が占める割合は減少傾向にある。
<b>アミューズメント施設</b>	その他の代表的なアミューズメント施設として、遊技場（パチンコホール、麻雀クラブ、他）、スポーツ施設（ゴルフ練習場、ボウリング場、ボルダリング、バッティングセンター、他）、その他（室内型キッズプレイパーク、カプセルトイ専門店、他）がある。パチンコホール業界規模は 2018 年 17 兆円弱から 2021 年 13 兆円弱（賞品による還元分を考慮しない貸玉料金総額）へ縮小したとは言え、ゲームセンター業界規模（2018 年 4,900 億円、2021 年 4,510 億円）の 28 倍超である（出所：経済構造実態調査）。
<b>広義のアミューズメント施設</b>	広義のアミューズメント施設には、公営競技の競争場（競馬、競輪、ボート他）、テーマパーク等も含まれる。更に、エンタメ業界は、同社の TAM に示されるように、放送、出版、アニメ企画・制作、芸能プロダクション、モバイルゲーム、玩具、ゴルフ場、フィットネス、ホテル等も含む。
<b>固定費ビジネス</b>	アミューズメント施設は固定費ビジネスであり、利用した時間や設備などに応じた従量課金制であるため、稼働率が鍵となる。遊技場では、繁華街など集客力の高い立地も多く固定費が高み易いほか、定期的に機器を入替える必要があり継続的な設備投資が必要となる。パチンコホールは、利用者が貸玉料金を払って貸玉/貸メダルを借り、ゲームを行って獲得した玉/メダルを賞品に交換する。貸玉料金と賞品仕入れ額の差分がパチンコホールの粗利となり、日本遊技関連事業協会によるとこの粗利率は 16%台で推移する。尚、通常 1 玉 4 円であるのに対し、1 玉 1 円等の価格で貸し出す低貸玉業態は、パチンコ業界がギャンブル性よりも遊戯性を志向する一因となったとされる。
<b>プライズゲームへのシフトにより投資効率は改善傾向</b>	ゲームセンターでは機器の法規制等は少ないが、機器の使用にかかるオペレーション（AM 施設運用）売上高が 2019 年度約 5,400 億円に対し、AM 機器製品販売高（筐体、景品類、コンテンツ課金・シェアモデル等含む）が約 1,650 億円と、多額の設備投資が行われている。但し、現在のゲームセンター市場では、大手機器メーカーが施設も展開している。また、プライズゲームはビデオゲームより価格が安いので、プライズゲームへのシフトにより投資効率は改善している。
<b>法規制</b>	ゲームセンターは、射幸心をそそる恐れのある遊技設備（スロットマシン等）が施設面積の 10%超を占めている場合、風営法上の許可が必要となる。未成年者の入店についても同法で規制されているが、2016 年の改正法施行によって条例改正が行われ、一部都道府県では 16 歳未満でも保護者同伴の場合のみ最大 22 時までの入店が可能となった。景品については、景品表示法によって限度額などが規制されているほか、日本アミューズメント産業協会による価格や種類に関するガイドラインが存在する。なお 2022 年の法改正によってクレーンゲームの景品上限価格が 800 円から 1,000 円に引き上げられた。風営法におけるアミューズメント施設の種類は、麻雀、パチンコ・パチスロホールが風俗第 4 号営業、ゲームセンター、カジバーが風俗第 5 号営業に分類される。

図表 22. アミューズメント施設のバリューチェーン



出所：各種資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 23. エンターテインメント業界 (国内) の TAM



出所：会社資料

## 2) アミューズメント施設業界をクレーンゲームが牽引

### AM 施設運営市場の 70%がプライズゲーム、5 年間で 1.7 倍

ゲームセンター施設の市場は長らく減少傾向が続いていたが、近年は成長を志向する新たな潮流が見られる。中でもクレーンゲームを代表とするプライズゲームは、アミューズメント施設運営市場の約 70%を占める。従来のビデオゲーム等が家庭用ゲーム機に浸食される一方で、クレーンゲーム機を中心とするプライズゲーム市場は、アニメブームの追い風も受けて、2014 年度から 2019 年度までの 5 年間で 1.7 倍に成長した。2020 年度にはコロナ禍の影響を受けたが、2021 年度は 2019 年度を上回り、再び成長軌道を進んでいる。

### アニメブームが牽引

クレーンゲームは家庭用ゲーム機では体験できない、機械的でアナログなクレーン操作自体に魅力がある。2020 年度にはコロナ禍の影響を受けたが、2021 年度のプライズゲーム市場は 2019 年度を上回り、再び成長軌道を進んでいる。景品においては、アニメブームによるキャラクター開発が進み、ゲームセンターでしか手に入らない非売品グッズが、アニメファンを引き付ける魅力となっている。

### 顧客層の広がり

顧客層も孫を連れて遊ぶ高齢者や、ジェンダーを問わず、幅広い年齢層に亘っている。クレーンゲームはあくまでもゲームを楽しむことが第一の目的であり、景品取得は副産物的な位置づけである。景品は 1,000 円以下であり、射幸心をあおるものではないと解釈されており、パチンコホールの様な厳しい規制からは外れている。景品はお金を払ってまで買う必要はないものだが、ゲームの副産物として貰えたら嬉しいというものが多し。

### クレーンゲームの歴史

(出所：一般社団法人 日本クレーンゲーム協会)

クレーンゲームの起源は、1896 年にヨーロッパで作られた手動のキャンディー・ディスペンサーと伝えられている。1920 年代中盤には「ERIC DIGGEAR」と名付けられた初代クレーンゲームが生産された。「DIGGER」は通常 1 プレイ 5 セントで遊ぶことができ、至る所で急速に普及した。1930 年代には精巧で美しい装飾が施されたマシンが登場し、「ホテルモデル」として現代では希少価値がある。一方、ギャンブル性が色濃くなり、1951 年の法律改正でギャンブル機器としての登録が定められた。1953 年には法律の管理下でアミューズメント機器としての稼働が許可された。従前のようなコインや紙幣を景品として使用することや、1 ドル以上の価値の景品の使用が禁止された。また 1 プレイ 10 セント以下までと定められるなど多くの規制があった。その後 1974 年頃には、規制緩和により電動マシンも再稼働し、1 プレイの料金上限も 25 セントまで引き上げられた。DIGGER はヨーロッパからアメリカに伝わり、マシンが改造され、景品も大型化し豪華になった。

### 日本市場の発展 (同上)

日本では 1965 年のタイトーをはじめ、旧サミーやセガなど複数のメーカーからクレーンゲーム機が発売された。1980 年代後半からぬいぐるみ等が景品となり、アーケードゲームが衰退気味となったことから、テレビゲームにかわるアーケードゲームを探していた業界がこれに着目し、新型クレーンゲーム機が各メーカーより次々に登場した。2 本アームの独特の形状から、クレーンゲーム機は別名 UFO キャッチャーとも呼ぶ。新製品の登場の度にゲーム攻略本が発売され、現在ではユーチューバーも登場し、「全日本クレーンゲーム選手権」が開催されるなど、盛り上がりを見せている。2010 年代には、ワンピースのキャラクター「エース」の大ヒットにより、クレーンゲーム景品としてフィギュア人気が本格的になる。一般に手に入らない(非売品)希少価値の高い商品が次々に生産され、アニメ/漫画/映画の景品の人気によって、普段ゲームをしない人たちにも普及の範囲が広がる。

### 物理学的根拠

2024 年 4 月には、「クレーンゲームで学ぶ物理学」(小山圭一著、集英社インターナショナル発行)という本が発刊された。著者の小山氏は鹿児島大学理学部教授で、物理学の授業でクレーンゲームを題材として学生に好評を得ている。小山氏のクレーンゲーム歴は 30 年以上で、高校生向けの模擬授業などクレーンゲームを通じた物理学の知識の普及に精力的な活動をしている。同書の実験結果によると、ある狭い領域に針を落とし入る確率が 32% (50 回落下させ 16 回入った)とのデータを示している。因みにこの 32%という値はクレーンゲームの商品原価率とほぼ一致する。実際に景品を獲得するには摩擦係数や力のモーメントなど様々な物理的要因が複雑に絡む。

## 景品価格と景品獲得率の関係性

ゲーム機器の約 7 割を占めるプライズゲーム（主にクレーンゲーム）は、限界利益率 70%とのことである（同社）。即ち、損益分岐点売上高での変動費率が 30%となる。変動費 = 景品価格 × 景品獲得率で決まるので、1 回のプレイ代 100 円とすると、景品価格が上がるごとに（上限 1,000 円）景品獲得率は下がる（景品獲得までのプレイ回数が増える）。景品価格と景品獲得率の関係性をシミュレーションした（図表 23）。景品価格が 100 円から 1,000 円まで 100 円刻みで上昇すると、景品獲得率は 30.0%から 3.0%まで景品価格の上昇率に応じて低下（景品獲得までの最低プレイ回数は景品価格の上昇率に応じて増加）する。

## 景品獲得に到るプロセス（物語）が魅力

店舗側は、ゲーム機の稼働率を高め安定した収益を確保する為に、様々な工夫をする。例えば、景品の魅力度や希少性（非売品）が高ければ、顧客は途中で諦めずにプレイし続ける心理が働く。また、プレイ代 1 回 200 円とし、景品獲得率を上げるも選択肢も提供する。逆にプレイ代 10 円のゲーム機もあり、子供向けや安価な景品でもプレイ自体を目的とするライトユーザー層をターゲットとする。ゲーム機器ごとに景品獲得率の違いや規則性が異なるので、これらの調整を店舗側が行うと、プレイヤーが一足先に見抜いて景品を獲得する駆引きが行われる。SNS の普及により、プレイヤーは景品獲得に到る（又は至らずとも）自身の物語をアピールし楽しむことが、クレーンゲームの魅力を増し人気を高める要因の一つとなっている。

図表 24. 景品価格と景品獲得率の関係性



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

## 店舗の大型店化とプライズゲームへの置換えが進む

AM 施設運用売上高が過去 12 年間（2010 年～2021 年）ほぼ横ばいで、店舗数が半減し（19 千店舗から 10 千店舗）、設置台数も 28%減少（587 千台から 425 千台）した。一方、1 店舗当りの平均設置台数が 31.5 台から 42.3 台へ増加し、1 店舗当りの年間平均売上高が 26.6 百万円から 44.7 百万円に上昇している。1 台当りの年間平均売上高は 845 千円から 1,057 千円に上昇。2021 年度の機種別年間売上高では、プライズゲームが約 150 万円と、他機種の 2～3 倍である。これらのデータから、店舗の大型店化とプライズゲームへの置換えが進んでいる状況が推察される。

## プライズゲーム市場の急成長

プライズゲーム機市場は 2021 年にはコロナ禍前の 2019 年を上回る 3,062 億円に成長した。一方で、テレビゲーム機を始めとする既存ゲーム機市場は 2006 年 4,462 億円から 2021 年 1,430 億円へと 3 分の 1 規模に縮小している。

図表 25. プライズゲーム市場の急成長

(単位：10 億円)

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
プライズゲーム	256.7	231.4	199.0	182.2	190.4	177.1	183.9	188.6	179.4	189.6	209.6	254.0	281.3	298.8	242.5	306.2
その他 (テレビゲーム、メダルゲーム、他)	446.2	446.7	374.1	322.1	305.4	310.4	286.1	267.8	242.8	244.2	252.4	231.9	238.8	242.0	176.2	143.0
合計	702.9	678.1	573.1	504.3	495.8	487.5	470.0	456.4	422.2	433.8	462.0	485.9	520.1	540.8	418.7	449.2

出所：日本アミューズメント産業協会及び会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 26. 業務用ゲーム機市場の推移

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
AM施設運用売上高 (十億円)	495.8	487.5	470.0	456.4	422.2	433.8	462.0	485.9	520.1	540.8	418.7	449.2
AM機製品販売高 (十億円)	173.2	184.8	179.1	175.0	161.1	156.9	157.4	152.9	161.7	164.7	107.3	152.0
合計 (十億円)	669.0	672.3	649.1	631.4	583.3	590.8	619.4	638.8	681.7	705.5	526.0	601.2
店舗数 (千店舗)	19	18	17	16	16	15	14	13	12	12	10	10
設置台数 (千台)	587	574	547	525	486	464	445	435	432	431	414	425
1店舗当たりの設置台数 (台)	31.5	31.7	32.2	32.7	31.1	33.6	31.4	33.2	35.5	35.3	41.4	42.3
1店舗当たりの年間売上高 (百万円)	26.6	26.9	27.7	28.4	27.0	29.2	32.6	37.1	42.7	44.3	41.9	44.7
1台当たりの年間売上高 (千円)	845	849	860	869	869	934	1,038	1,116	1,204	1,254	1,010	1,057

出所：日本アミューズメント産業協会資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 9. 同業・競合及びベンチマーク企業との比較

### 1) 同業・競合企業

#### 大手 5 社で 5 割弱の市場シェア

ゲームセンター施設運營業界では、同社を含む大手 5 社が 5 割弱の市場シェア、残りの 5 割強は 100 社以上の中小企業群が占める。系列大手 3 社に対し、独立系の同社は M&A を強みに合従連衡の中心的存在である。5 社のシェアはバンダイナムコアミューズメント、イオンファンタジー、ラウンドワンがそれぞれ 10%強、GENDA、タイトーが同 10%弱と拮抗している。今後、同社が M&A を続けることで、同社が頭一つリードする可能性が高い。営業利益率では、ボウリング場やカラオケ・飲食、スポッチャ等も手掛けるラウンドワン 15.2%に次ぎ、同社 9.6%、タイトー 7.8%の順である。

#### バンダイナムコアミューズメント

バンダイナムコアミューズメントは、1955 年百貨店の屋上に電動木馬 2 台を設置して創業した中村製作所（後のナムコ）がルーツ。バンダイナムコアミューズメントはバンダイナムコホールディングス（7832 東証プライム）の 100%子会社であり、アミューズメント事業の中核会社である。アミューズメント事業は業務用ゲームの販売、及び「バンダイナムコ Cross Store」の様なバンダイナムコの強みを生かした施設運営を行っている。業務用ゲームでは、「湾岸ミッドナイト マキシマムチューン 6RR PLUS」等の新製品を投入した。海外では、中国内地における「太鼓の達人」の展開、各地域でのカプセルトイや、トレーディングカードゲームの直営店運営など、業務用ゲーム販売や出店を強化している。アミューズメント事業は、販売や出店に伴う償却費増、人件費増等の課題はあるが、バンダイナムコグループにおける IP や商品・サービスの出口として、また、リアルな遊び場やファンとのふれあいの場としての重要な位置づけである。

#### イオンファンタジー

イオンファンタジーは、ショッピングセンター内の室内遊園地事業を目的として、1997 年 2 月設立。ジャスコ（現イオン（8267 東証プライム））より 58 店舗を譲受け、1997 年 3 月営業開始。イオンファンタジーは、イオングループの中でサービス事業に区分され、主としてショッピングセンター内遊戯施設の運営を行っている。中国、アセアンを主とする海外売上高比率は 21.4%（24/2 期）。アミューズメント店舗は標準店舗と戦略的小型店舗に分かれ、他に「ちきゅうのにわ」などテーマ型プレイグラウンドも展開する。

#### ラウンドワン

1980 年 12 月、大阪府に杉野興産（現ラウンドワン）設立。事業別売上高構成比は、アミューズメント 59.5%、ボウリング 17.1%、スポッチャ 11.2%、カラオケ・飲食 10.0%、その他 2.1%。スポッチャとは、約 50 種類以上のスポーツやアミューズメント全てのアイテムが時間内遊び放題で、大人から子供まで楽しめるレジャー施設。海外売上比率は、米国 37.4%、アジア他 1.0%。

**タイトー** 1953年8月24日太東貿易(現タイトー)設立。1954年ジュークボックスの賃貸業務を開始。タイトーはスクウェア・エニックス・ホールディングス(9684 東証プライム)の100%子会社であり、アミューズメント事業の中核会社である。アミューズメント事業はアミューズメント施設の運営、並びにアミューズメント施設向けの業務用ゲーム機器・関連商製品の企画、開発及び販売を行う。

## 2) ベンチマーク企業 (比較対象企業)

### 特定業界に於いて M&A を繰り返して成長する会社が比較対象企業

同社は、エンタメ業界で M&A をすることにより、今後も連続的な非連続な成長を積み重ねていく想定である為、「特定の業界に於いて M&A を繰り返して成長していく会社」を比較対象企業とする。当該企業を欧米ではシリアルアクワイアラー (Serial Acquiror) と呼ぶ。SA 社では、M&A を主戦略として成長する代表的企業として、SHIFT (3697 東証プライム)、ジャパンエレベーターサービスホールディングス (6544 東証プライム)、ヨシムラ・フード・ホールディングス (2884 東証プライム) を同社のベンチマーク企業又は比較対象企業と考える。

**SHIFT** 2005年9月、現代表取締役社長の丹下大氏が SHIFT を設立し、製造業向けにコンサルティングサービスを提供。2009年11月ソフトウェアテスト事業を開始した。SHIFT は同社と並び 2023年 M&A 件数 1 位 (10 件) と日本企業でトップを争う (同社の 2023 年の M&A 活動は IPO により 8 月~12 月の 5 カ月のみ)。SHIFT はソフトウェアのテスト、品質保証をワンストップでサポートできる体制を構築する為に、M&A を積極的に実施している。2024年1月末時点で9年間の累計31件(資本業務提携を除く)のM&Aを実施し、2023年8月期の業績は、15期連続増収、7期連続で過去最高益を更新した。更に、海外 M&A/PMI の専門チームや EVAC コンサルという SHIFT 流の経営コンサル部隊を新設するなど体制強化を進める。

### ジャパンエレベーターサービスホールディングス

1994年10月、現代表取締役会長兼社長の石田克史氏がエレベーター等のメンテナンス専門会社としてジャパンエレベーターサービスを設立。2017年3月東証マザーズ上場、2018年9月東証1部へ市場変更後、M&A をスタートし、2019年1件、2020年6件、2021年7件、2022年5件、2023年2件のM&Aを行った。国内保守契約台数は24/3期末に10万台を突破。業績は24/3期大幅収益増で過去最高益更新し、25/1期も増収増益を見込む。エレベーター等保守国内市場約110万台の内、メーカー系が約80%を占め、ジャパンエレベーターサービス9%、独立系他11%である。売上高増大と共に、営業利益率も向上している。

### ヨシムラ・フード・ホールディングス

2008年3月、現代表取締役 CEO の吉村元久氏が中小企業の支援・活性化を目的としてエルパートナーズ(現ヨシムラ・フード・ホールディングス)を設立。同年12月よりM&Aをスタートし、業務用食材、冷凍食品等の幅広い中小食品企業のM&Aを行ってきた(2023年2件、2022年6件、2021年2件、他)。中小食品企業は事業承継ニーズが高まる一方で、受け皿となる会社や組織が少ないのが現状である。2016年3月東証マザーズ上場、翌年3月東証1部へ市場変更。

中小食品企業は大企業が受け皿となるには規模が小さいことが多く、投資ファンドは、単独での高い成長と数年以内の売却を主目的とすることから、成熟市場にある中小食品企業は投資対象になりにくいのが現状である。ヨシムラ・フード・ホールディングスは中小食品企業の事業承継の受け皿の役割を自認し、持株会社として全社的な戦略立案・実行・管理を行うと共に、子会社に対し経営支援及び「中小企業支援プラットフォーム」により機能別に支援を行う。業績は24/2期大幅増収増益で過去最高益を更新し、25/2期も増収増益を見込む。

図表 27. 同業・競合及びベンチマーク企業との収益性比較

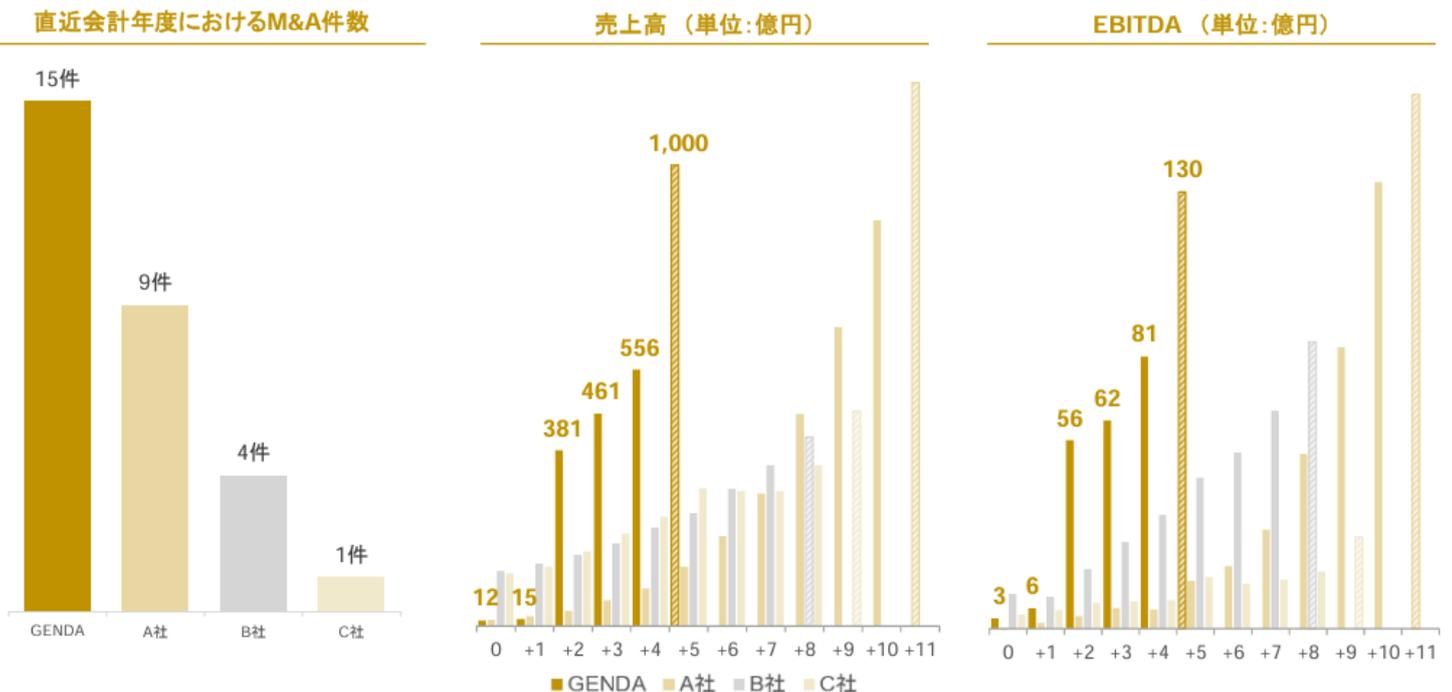
会社名	大株主 親会社、ファンド、創業者、	証券 コード	決算期	売上高 (百万円)	EBITDA (百万円)	EBITDA マージン(%)	営業利益 (百万円)	営業利益率 (%)	ROE (%)	自己資本 比率 (%)	コメント
同業・競合企業				5社合計	374,216						
バンダイナムコアミューズメント	バンダイナムコHD	-	23/3	79,579	-	-	2,934	3.7%	7.9%	49.5%	バンダイナムコHD所有割合100%
イオンファンタジー	イオン	4343	24/2	81,758	13,629	16.7%	3,585	4.4%	16.2%	15.9%	イオン所有割合60.51%。海外売上比率21.4%
GENDA	ミダスキャピタル、片岡尚	9166	24/1	55,697	8,102	14.5%	5,370	9.6%	27.2%	37.2%	セガサミーHDからゲームセンター事業を譲受
ラウンドワン	杉野公彦	4680	24/3	94,750	-	-	-	-	23.9%	37.9%	日本(61.8%)、米国(37.4%)、その他(1.0%)
タイトー	スクウェア・エニックス・HD	-	24/3	62,432	-	-	4,895	7.8%	25.4%	19.3%	スクウェア・エニックス・HD所有割合100%
ベンチマーク企業 (M&Aを主業とする企業)											
SHIFT	丹下大	3697	23/8	88,043	13,285	15.1%	11,569	13.1%	22.9%	58.5%	ソフトウェアテスト関連サービス国内最大手
ジャパンエレベーターサービスHD	KI	6544	24/3	42,216	8,494	20.1%	6,821	16.2%	30.1%	50.8%	エレベーター等のメンテナンス専門会社
ヨシムラ・フード・HD	吉村元久	2884	24/2	49,781	4,120	8.3%	2,429	4.9%	12.7%	16.7%	食品の製造・販売

注：ラウンドワンの売上高はアミューズメント事業のみ表示（同事業の営業利益は非開示）。ROE、自己資本比率、地域別売上比率は全社ベース。

タイトーの売上高、営業利益はスクウェア・エニックス・HDのアミューズメント事業セグメントの数値。ROEと自己資本比率はスクウェア・エニックス・HDの数値。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 28. ベンチマーク企業との M&A 件数、収益増の比較



注：A社 (SHIFT)、B社 (ジャパンエレベーターHD)、C社 (ヨシムラ・フード・HD) … ( ) 内の社名はストラテジー・アドバイザーズが推定

売上高及び EBITDA の同社及び A 社データは売上高が 10 億円を超過した会計年度を 0 とする。B 社及び C 社データはデータ採取可能な上場年度の会計年度を 0 とする。M&A 件数は直近会計年度中に発表した件数。売上高及び EBITDA の斜線データは進行期の会社予想値 (24/3/11 時点)。

出所：会社資料

## 10. 株価動向とバリュエーション

### 株価動向

同社及び前述した類似企業（同業・競合企業の親会社及びセガサミーホールディングス（6460 東証プライム）を含む）及びベンチマーク企業（M&A を主戦略とする企業）のバリュエーション及び株価推移を比較した。同社は 2023 年 7 月 28 日上場し、足元のバリュエーションは PER25.8 倍、EV/EBITDA 倍率 14.5 倍、PBR5.3 倍となっている。

### 系列系大手が低迷、独立系が健闘

類似企業比較では、系列大手が低迷する一方、独立系の同社とラウンドワンが健闘している。同社は片岡会長が育て社長を務めたイオンファンタジーを営業利益と時価総額で凌駕する。ラウンドワンは時価総額が同社の 2 倍超、PER は半分弱の 13.1 倍、EV/EBITDA5.1 倍である。ラウンドワンは米国売上比率が 37%と高く、グローバル化で先行したことが評価される。ラウンドワンはアミューズメント事業の営業利益率は非開示だが、ボウリング事業含む全社営業利益率は 15.1%（24/3 期）と 5 社中最も高い。

### 類似企業比較

PBR は、イオンファンタジー 5.5 倍、同社 5.3 倍、ラウンドワン 3.2 倍の順に高い。ROE では、同社 27.3%、ラウンドワン 23.9%、イオンファンタジー 16.2%の順である。配当利回りは全般的に低く 2.1%~1.0%以下（同社は無配）である。因みに、 $PBR = ROE \times PER$  の関係がある。

### ベンチマーク企業比較

ベンチマーク企業 3 社は、PER35~46 倍、EV/EBITDA 倍率 16~28 倍、PBR5 倍~14 倍と、同社と比べて高いバリュエーションを形成する。当該 3 社が M&A を主戦略として高成長を遂げてきた実績が評価された結果である。同社の PER25.8 倍、EBITDA14.5 倍は当該 3 社比較では依然として割安である。SHIFT はピーク時では PER80 倍以上に達したこともある。

### バリュエーション比較

同社は当該 3 社より歴史は浅いが、直近の年間 M&A 件数では当該 3 社を上回り、足元の成長率も高い。同社の M&A 実績とその成果が株式市場に織り込まれる過程において、当該 3 社並み以上のバリュエーション（現状又はピーク時）で評価される可能性が高いと SA 社は考える。配当政策に関して、ジャパンエレベーターサービスホールディングスを除き、同社を含む 3 社は、財務体質の強化と事業拡大の為に内部留保の充実等を図ることを優先し、創業以来、無配である。

### 株式分割

同社は 25/1 期 1Q 決算発表時に、株式分割（普通株式 1 株につき 2 株）及び株主優待制度の新設を発表した。1Q 決算が事前会社予想を上回り、通期会社予想も上振れる可能性が高いこともあり、株価は堅調に推移している。

### 株主優待制度の新設

毎年 1 月末日及び 7 月末日現在の株主のうち継続して 6 カ月以上保有する株主を対象とする。株主優待の内容は、GiGO グループの店舗及びカラオケ BanBan で利用できるクーポンを保有株数に応じて配布する。有効期限 6 カ月、GiGO 店舗では使用上限 1 日 500 円という条件がある。この優待制度は同社の顧客となりうる安定株主を増やすことを目的とする。

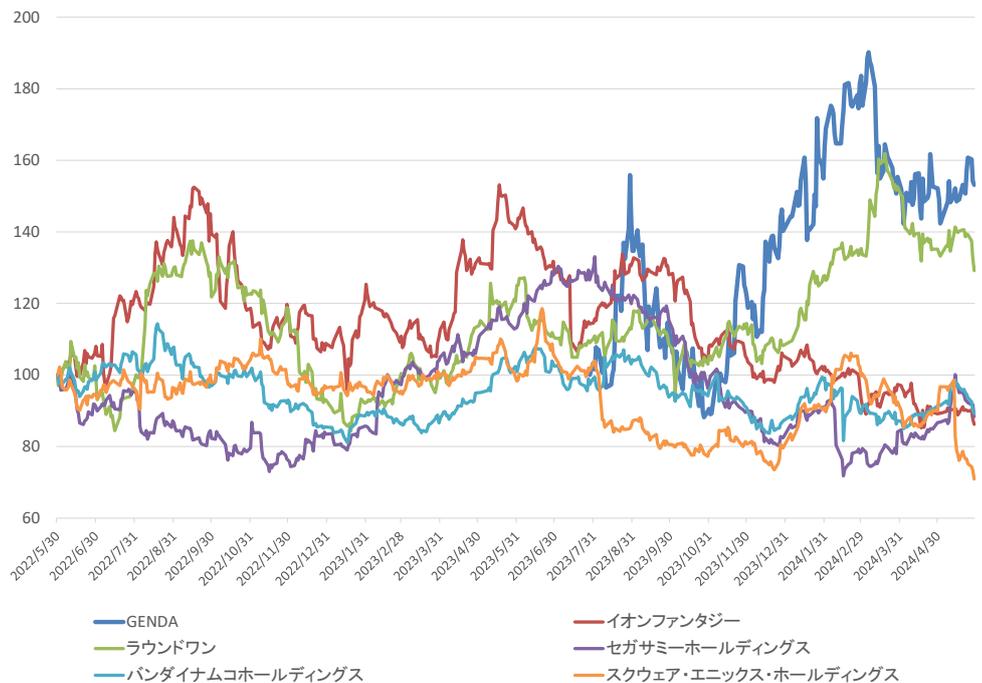
同社のゲームを行う株主と行なわない或は地理的条件で行えない株主との間に不公平感も生じるが、キャッシュアウトを伴うものではなく、同社の新規株主を増やす効用も期待されることから、既存株主の賛同を得やすいと同社は考える。同様な株主優待制度はオリエンタルランド（4661 東証プライム）や電鉄会社等も導入し、一定の相乗効果（安定株主化、株主層の拡大、利用者増による売上増、等）が生じる効用もある。

**図表 29. 同業・競合及びベンチマーク企業とのバリュエーション比較**

会社名	証券コード	直近実績決算期	株価 (6/26) (円)	時価総額 (6/26) (百万円)	EV/EBITDA 実績 (倍)	PER 会予 (倍)	PBR 実績 (倍)	配当利回り 会社予想 (%)	ROE 実績 (%)
同業・競合関連企業									
バンダイナムコHD	7832	24/3	3,099	2,045,340	12.8	25.0	2.90	0.71%	15.0%
イオンファンタジー	4343	24/2	2,286	45,201	5.2	28.3	5.45	0.44%	16.2%
GENDA	9166	24/1	1,608	111,045	14.5	25.8	5.33	無配	27.3%
ラウンドワン	4680	24/3	823	236,977	5.1	13.1	3.16	1.94%	23.9%
スクウェア・エニックス・HD	9684	24/3	4,829	591,705	8.9	20.7	1.83	1.47%	4.7%
セガサミーホールディングス	6460	24/3	2,380	574,126	6.3	13.2	1.44	2.10%	9.6%
ベンチマーク企業 (M&Aを主業とする企業)									
SHIFT	3697	23/8	14,855	264,878	18.8	35.8	8.23	無配	22.9%
ジャパンエレベーターサービスHD	6544	24/3	2,641	235,226	28.3	46.1	14.22	未定	30.1%
ヨシムラ・フード・HD	2884	24/2	1647	39,563	15.7	35.0	4.48	無配	12.7%

出所：各社データよりストラテジー・アドバイザーズ作成

**図表 30. 同業・競合関連企業の株価指数の推移**



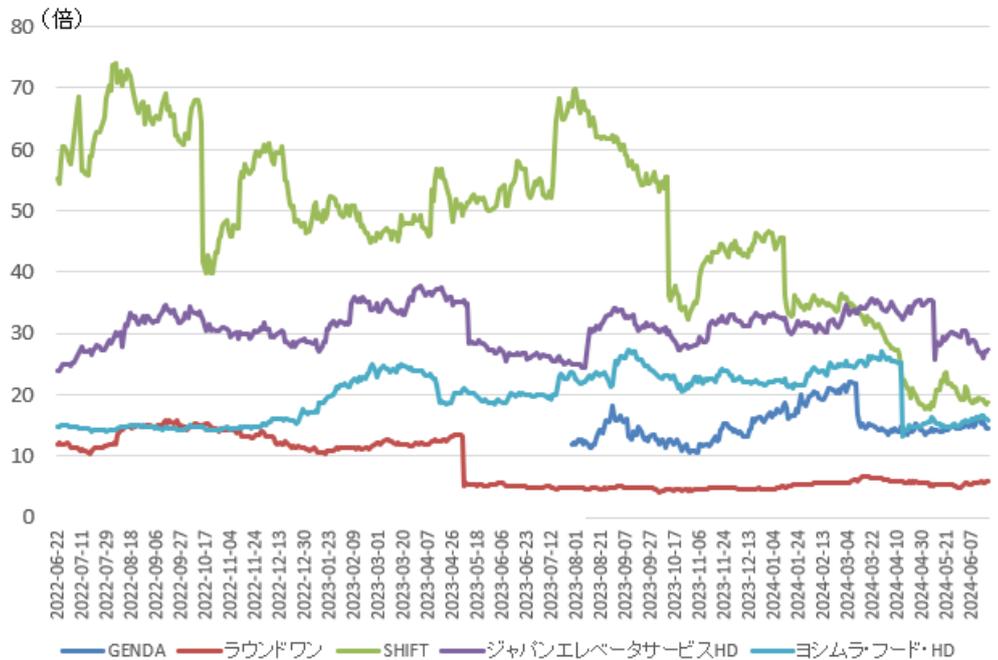
出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 31. ベンチマーク企業の株価指数の推移



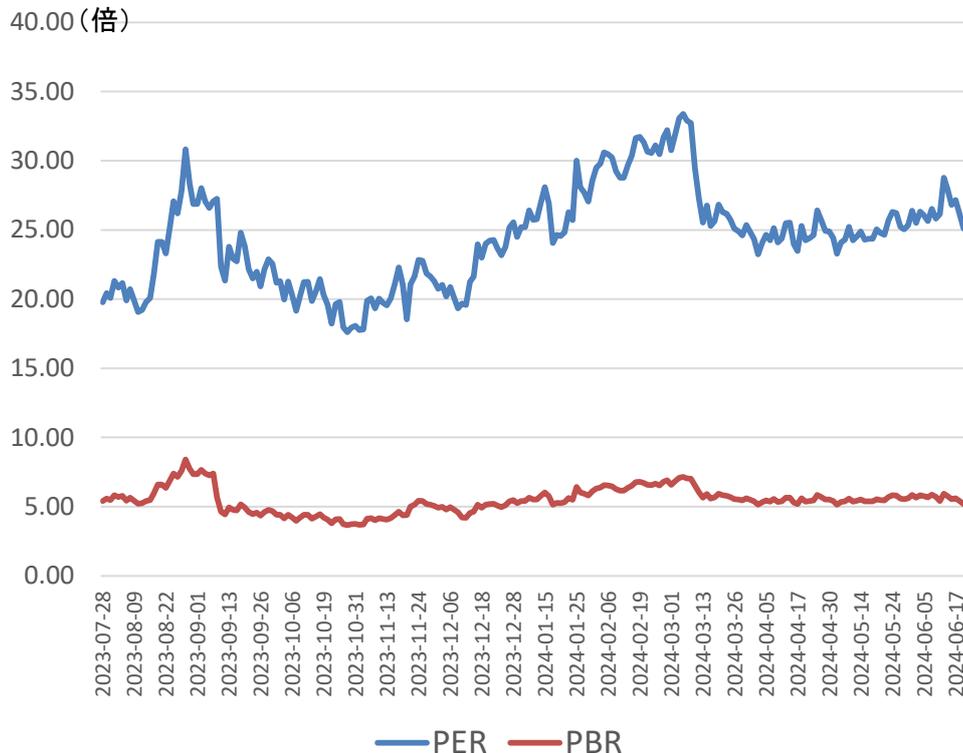
出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 32. EV/EBITDA 倍率の推移 (独立系競合、ベンチマーク企業比較)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 33. 同社の PER、PBR の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

## 11. ESG 経営とガバナンスの強化

### ESG 経営の基本的な考え方とガバナンス

同社は ESG への取組みを実施し、持続可能な発展に向けた行動を通じて社会的責任（CSR）を果たし、株主価値を最大化することを目指す。全てのステークホルダーとの関係を構築し、情報開示に努め、利益貢献しながら連続的な成長を図る。ガバナンスの観点では、同社取締役会が、同社グループのサステナビリティに関する基本方針を策定すると共に、重要な事項については、代表取締役社長より報告を受け、監督を行う。

### サステナビリティに関する戦略

#### <環境への取組み>

#### 消費エネルギー及び CO2 排出量の削減

同社グループは、新規店舗等の空調、照明器具は省エネタイプを選定するだけでなく、既存店の照明器具の LED 化など電力使用量の増加を抑える取組みを行っている。GENDA GiGO Entertainment では、24/1 期中 46 店舗に LED 照明を導入した（24/1 末時点で直契約 76 店舗に導入済み）。24/1 期の電気使用量は 1,640 万 Wh（前期比 5.5%減）であった。GiGO 秋葉原 3 号館では「実質ゼロエミ（CO2 排出量ゼロ）」電力を使用している。

#### 廃棄物の適切な処理

同社グループでは、店舗閉店等において排出される造作物の廃棄等について、指定業者へ委託し

ESG 経営、CSR、ガバナンス

CO2 排出量

環境負荷

適切に廃棄している。この取組みは、廃棄物の適切な処理とリサイクルを促進し、環境への負荷を最小限に抑えることを目指す。

## プラスチック製品

同社はプライズゲームの景品等、大量のプラスチック製品や原材料を購買し、在庫として保有する。景品の一部は顧客が獲得することで外部に流出するが、陳腐化した残りは同社グループ内で廃棄される。同社はプラスチック製品や原材料の購買量・生産量及び廃棄量に関する定量データを開示していない。同社が取扱うプラスチック製品の量は店舗数の増加に応じて拡大することが予想される。外部流出分の回収も含めたサプライチェーン管理の厳格化や、環境にやさしい代替品（木、布、紙、自然分解プラスチック、等）の採用等が CSR の観点から検討課題となろう。

### <顧客への取組み>

#### 顧客が安心して楽しめる店舗運営

## 安心・安全

GENDA GiGO Entertainment では、顧客の安全と安心を最優先とし、風営法を厳守したアミューズメント施設の運営に取り組んでいる。定期的な安全点検や設備のメンテナンスを実施し、従業員に対しても適切な教育・指導を行い、風営法や関連法令の遵守を徹底する。同社は市場規模が大きくても遊技場（パチンコホール等）は、事業領域から除外している。

### <人的資本に関する取組み>

#### 人材の確保と育成

## 人的資本

同社は M&A を成長ドライバーとする為、多様な属性を持つ人材が急速に集まる事業環境にある。多様性を尊重しつつ、多様な人材の共存を維持する環境整備やルール作りに取り組んでいる。同社は人材をコストでなく人的資本と考えており、人材育成プログラムやストレスチェック等健康管理、人的交流の場の提供等に注力する。

## 適材適所

同社の 24/1 期の離職率は 0%、創業来全期間に亘る平均離職率 1.6%と低水準を維持する。同社は企業買収後も、人員削減などリストラには手を付けず、適材適所で全社員が活躍できる環境づくりを大切にする。同社は従業員の満足度と働きやすさに重点を置き、優れた人材の定着と安定に取り組んでいる。

## 12. リスク要因

### リスクマネジメント・コンプライアンス委員会

同社グループでは、リスク管理を適切に実施、管理する為に、リスクマネジメント・コンプライアンス委員会を設置している。同社及び SA 社が認識している主要なリスクは以下の通りである。

### 特定事業に依存

1. アニメブームに乗ったアミューズメント施設事業への依存度の高さ

同社は、売上高の 7 割以上をアミューズメント施設事業に依存する（景品事業含む）。日本のアニメブーム等によりクレーンゲーム市場は内外で追い風が吹くものの、余暇市場の多様化、家庭用ゲーム、ソーシャルゲームの拡大、少子化等の更なる進行により、同社の業績が影響を受ける可能性が高い。実際、家庭用ゲーム機がビデオゲーム施設市場のパイを奪った経緯がある。同社はクレーンゲームへの偏重はむしろリスク分散と捉えている。消費者の嗜好の変化やゲームの陳腐化は、流行りの IP 景品への入替えで済むからである。但し、流行りの IP の多くがアニメキャラクター等であり、アニメブーム依存度の高さによる事業リスクは依然として残る。

### M&A 規律の緩み

2. 同社が目標を達成する為に無理な M&A を遂行し、結果的に高値掴みをしてしまうリスク

同社が世界一のエンターテインメント企業を目指すには、2040 年に少なくとも現在のウォルト・ディズ

ニーの規模を超える 1,000 億米ドル (約 15 兆円) の売上高を達成する必要があると SA 社は考える。同社が 25/1 期 1,000 億円から 41/1 期に 15 兆円に達するには、CAGR36.8%を必要とする。同社は M&A における厳格な規律を遵守するが、目標達成の為に無理な M&A を遂行し、結果的に高値掴みをしてしまう可能性はゼロではない。

## 廃棄量の把握、サプライチェーン管理

### 3. CSR への取組みの定量データ不足

同社はプラスチック製品や原材料の購買量・生産量及び廃棄量に関する定量データを開示していない。同社が取扱うプラスチック製品の量は店舗数の増加に応じて拡大することが予想される。外部流出分の回収も含めたサプライチェーン管理の厳格化や、環境にやさしい代替品 (木、布、紙、自然分解プラスチック、等) の採用等が CSR の観点から検討課題となろう。

## 在庫の陳腐化

### 4. 顧客の嗜好変化

プライズゲーム等の景品は、同社自ら仕入、自社在庫として保有する。仕入から納入まで約 3 月かかる。顧客の嗜好が変化した場合には、景品の払い出し速度が低下し、在庫が積上がり、陳腐化した棚卸資産の廃棄又は評価減を実施する等、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。顧客の嗜好変化への対応が遅れた場合には、アミューズメント施設への来客数が減少するリスクもある。同社が経験した具体例では、オンラインクレーンゲームが期待した程、伸びなかった例がある。

## 海外企業の M&A

### 5. M&A による急成長にグローバルガバナンス体制が運行するリスク

同社は NEN 買収により、海外拠点数及び海外従業員数が急増する。同社は米国で Kiddleton の設立実績やアジアで資本提携/M&A の例があるものの、米国企業の大型 M&A は初めてである。同社は純粋持株会社に管理機能を集約するが、今後も海外企業や異業種企業の M&A が続いた場合に、グローバルガバナンス体制が追い付かず環境変化への対応に運行するリスクがある。

## ミダスカピタル

### 6. 特定大株主との関係性

同社の筆頭株主である「吉村英毅・ミダス B 投資事業有限責任組合」及び「ミダスカピタル G ファンド有限責任事業組合」は、ミダスカピタルが出資の母体となっている。ミダスカピタルが出資する企業はミダス企業群と呼ばれ、同社はその代表的な銘柄である。ミダスカピタルでは、ミダス企業群に適用されるガバナンス原則が定められている。現状、ミダスカピタルは長期安定株主であり、ガバナンスも厳守されているが、将来ファンドの運用方針に変更 (例: 他社への売却等) があった時に、同社が影響を受けるリスクがある。

## 風営法

### 7. 法規制のリスク

同社グループの事業は、風営法を始め各種の法律の規制対象となっている。海外でも同様の法的規制がある。関係法令の改正等がある場合には直ちに対応できる体制にあるが、万一それらの対応が想定通りに行えない場合には、同社グループの業績に影響を及ぼすリスクがある。

## その他のリスク

その他、同社は以下のリスクを掲げている。

特定人物への依存、子会社の業績変動、M&A 等に関するリスク (のれんの減損、金利上昇、他)、消費税率引上げ、内部統制不足、偶発的リスク (自然災害等)、人材確保難、ネット被害、訴訟等、年金債務、配当政策、製造委託及び仕入依存、クレジットカード不正利用、その他エンタメ・プラットフォーム事業固有のリスク、等。

図表 34. 損益計算書及び販管費の内訳

損益計算書 (百万円)	19/1期 単体	20/1期 単体	21/1期 単体	22/1期 連結	23/1期 連結	24/1期 連結	25/1期 会予
売上高	177	667	1,019	38,111	46,091	55,697	100,000
前期比	-	276.8%	52.8%	-	20.9%	20.8%	79.5%
売上原価				28,811	35,230	42,738	
売上総利益				9,299	10,860	12,958	
売上総利益率	-	-	-	24.4%	23.6%	23.3%	
販売費及び一般管理費				5,275	6,615	7,588	
売上高販管費比率	-	-	-	13.8%	14.4%	13.6%	
営業利益	-	-	-	4,024	4,244	5,370	7,000
前期比	-	-	-	-	5.5%	26.5%	30.4%
営業利益率	-	-	-	10.6%	9.2%	9.6%	7.0%
営業外収益				319	163	265	
為替差益						120	
受取補償金				1	29	72	
助成金収入				273	96	4	
その他				45	38	68	
営業外費用				404	396	419	
支払利息				121	174	193	
持分法による投資損失				12	15	38	
株式公開費用				9	8	60	
固定資産除却損				21	105	42	
融資手数料				172	23	34	
その他				66	68	51	
経常利益	72	71	-272	3,939	4,011	5,216	6,600
前期比	-	-1.4%	-	-	1.8%	30.0%	26.5%
経常利益率	40.7%	10.6%	-	10.3%	8.7%	9.4%	6.6%
特別利益				0	0	191	
段階取得による差益				0	0	191	
新株予約権戻入金							
特別損失				656	705	993	
減損損失				453	705	993	
店舗休止損失				203			
税金等調整前当期純利益				3,283	3,306	4,414	
税前利益率				8.6%	7.2%	7.9%	
法人税、住民税及び事業税				127	166	836	
税率				3.9%	5.0%	18.9%	
法人税等調整額				-42	-312	-619	
法人税等合計	-	-	-	84	-146	217	-
税率				2.6%	-4.4%	4.9%	
当期純利益	41	47	-526	3,198	3,452	4,197	
非支配株主に帰属する当期純利益				470	-42	18	
親会社株主に帰属する当期純利益	41	47	-526	2,727	3,494	4,179	4,300
前期比				-	28.1%	19.6%	2.9%
当期利益率	23.2%	7.0%	-	7.2%	7.6%	7.5%	4.3%
EBITDA				5,600	6,272	8,102	13,000
前期比				-	12.0%	29.2%	60.5%
EBITDAマージン	-	-	-	14.7%	13.6%	14.5%	13.0%
減価償却費				1,655	1,945	2,549	4,900
のれん償却費					82	180	1,100
のれん償却前当期純利益					3,576	4,359	5,400
前期比				-	-	21.9%	23.9%
のれん償却前当期純利益率					7.8%	7.8%	5.4%
販売費及び一般管理費 (百万円)	19/1期 単体	20/1期 単体	21/1期 単体	22/1期 連結	23/1期 連結	24/1期 連結	25/1期 会予
販売費及び一般管理費				5,275	6,615	7,588	
給与手当				1,182	1,461	1,858	
賞与引当金繰入額				69	80	213	
退職給付費用				7	148	-182	
広告宣伝費				687	682	714	
荷造運搬費				766	813	781	
支払手数料				766	869	905	
その他				1,798	2,562	3,299	

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成、注：のれん償却費は、のれん償却前当期純利益と親会社に帰属する当期純利益の差額から算出

減価償却費の25/1期数値は、EBITDA 会予-営業利益会予-のれん償却費（上記で算出）から算出

図表 35. 貸借対照表

貸借対照表 (百万円)	19/1期 単体	20/1期 単体	21/1期 単体	22/1期 連結	23/1期 連結	24/1期 連結
<b>資産</b>						
現金及び預金				7,315	7,086	12,379
売掛金				1,599	1,973	3,689
棚卸資産				2,542	2,261	4,373
リース投資資産				259	201	437
その他				893	1,200	2,686
<b>流動資産合計</b>				<b>12,610</b>	<b>12,723</b>	<b>23,567</b>
有形固定資産				5,532	7,750	12,581
貸貸資産 (純額)				1,460	1,276	991
建物及び構築物 (純額)				2,213	2,828	4,268
工具、器具及び備品 (純額)				576	597	749
アミューズメント施設機器 (純額)				1,275	2,945	5,797
建設仮勘定					93	696
その他 (純額)				5	7	78
無形固定資産				1,207	1,900	5,698
ソフトウェア				434	463	532
のれん				566	1,225	4,992
その他				206	211	174
投資その他の資産				7,357	8,658	10,293
投資有価証券				184	216	113
長期貸付金				59	328	39
敷金				5,046	5,708	6,531
繰延税金資産				1,118	1,372	2,037
退職給付に係る資産				588	598	996
その他				360	434	574
<b>固定資産合計</b>				<b>14,097</b>	<b>18,310</b>	<b>28,573</b>
<b>資産合計</b>	<b>1,214</b>	<b>2,730</b>	<b>4,114</b>	<b>26,708</b>	<b>31,033</b>	<b>52,141</b>
<b>負債</b>						
支払手形及び買掛金				1,106	1,356	3,213
短期有利子負債	-	-	-	2,890	2,509	7,616
短期借入金				1,145	100	3,512
1年以内返済予定の長期借入金				1,716	2,203	3,679
1年以内返済予定のリース債務				29	206	425
未払金				1,223	1,852	1,989
未払法人税					79	1,042
賞与引当金				124	143	473
その他				1,727	1,668	2,556
<b>流動負債合計</b>				<b>7,380</b>	<b>7,609</b>	<b>16,892</b>
長期有利子負債	-	-	-	8,637	8,570	11,370
長期借入金				8,553	8,171	10,571
リース債務				84	399	799
資産除去債務				2,859	3,511	3,972
退職給付に係る負債						111
その他	-	-	-	86	99	129
<b>固定負債合計</b>				<b>11,582</b>	<b>12,182</b>	<b>15,584</b>
<b>負債合計</b>				<b>18,963</b>	<b>19,792</b>	<b>32,476</b>
<b>資本</b>						
資本金				95	95	2,160
資本剰余金				1,246	1,245	3,234
利益剰余金				6,351	9,845	14,024
株主資本合計	-	-	-	7,693	11,186	19,419
為替換算調整勘定				10	38	8
その他の包括利益累計額				10	38	7
新株予約権				6	5	5
非支配株主持分				34	9	231
<b>純資産合計</b>	<b>245</b>	<b>693</b>	<b>1,857</b>	<b>7,744</b>	<b>11,240</b>	<b>19,664</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>1,214</b>	<b>2,730</b>	<b>4,114</b>	<b>26,708</b>	<b>31,033</b>	<b>52,141</b>
運転資金	-	-	-	3,035	2,878	4,849
有利子負債合計	-	-	-	11,546	11,091	18,983
ネット・デット	-	-	-	4,231	4,005	6,604

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 36. キャッシュフロー表

キャッシュフロー計算書 (百万円)	19/1期 単体	20/1期 単体	21/1期 単体	22/1期 連結	23/1期 連結	24/1期 連結
<b>営業活動によるキャッシュフロー (1)</b>				<b>4,691</b>	<b>6,446</b>	<b>7,602</b>
税引前当期利益	-	-	-	3,283	3,306	4,414
減価償却費				1,655	1,945	2,549
固定資産除却損				21	105	42
減損損失				453	705	993
為替差損益 (-は益)					-14	-103
支払利息 (-は益)				121	174	193
持分法による投資損益 (-は益)				12	15	38
運転資本の増減	-	-	-	-1,014	198	-65
売上債権の増減 (-は増加)				-107	-370	-392
棚卸資産の増減 (-は増加)				-1,257	320	236
仕入債務の増減 (-は減少)				350	248	91
<b>投資活動によるキャッシュフロー (2)</b>				<b>-3,440</b>	<b>-5,530</b>	<b>-10,334</b>
有形固定資産の取得による支出				-2,645	-3,701	-4,722
無形固定資産の取得による支出				-288	-281	-410
事業譲受による支出					-228	-1,069
敷金の差入による支出				-282	-828	-684
連結範囲の変更を伴う子会社株式取得による支出				-478		-2,792
FCF (1+2)	-	-	-	1,251	916	-2,732
<b>財務活動によるキャッシュフロー</b>				<b>1,020</b>	<b>-1,145</b>	<b>7,960</b>
短期借入金の純増減額				1,005	-1,045	3,412
長期借入金の純増減額	-	-	-	2,320	-76	500
長期借入れによる収入				8,128	2,054	3,478
長期借入金の返済による支出				-5,794	-1,966	-2,607
リース債務の返済による支出				-14	-164	-371
減価償却費 (A)	-	-	-	1,655	1,945	2,549
設備投資 (B)	-	-	-	-	5,468	6,067
運転資金増減 (C)	-	-	-	-1,014	198	-65
単純FCF (NI+A-B-C)	-	-	-	5,396	-227	726

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行する為の企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号 セントラルビル 703 号