

M&A 成長戦略・資金調達的全貌が明らかに

1Qに続き2Qも期初計画を大幅に上回り、通期売上高予想を上方修正

25/1期上期(2~7月)実績は、売上高49,531百万円(前期比102.0%増)、EBITDA5,700百万円(同45.8%増)、営業利益3,184百万円(同15.0%増)、経常利益2,886百万円(同5.9%増)、のれん償却前純利益1,918百万円(同6.0%減)、純利益1,405百万円(同28.8%減)。8月の夏季商戦に向けたゲーセン新店舗展開など前倒し費用や、M&A関連費用4.1億円、公募増資費用1.3億円など一過性費用発生を含めても、営業増益となった。一過性のM&A費用を除くと、EBITDAは同56.4%増、のれん償却前純利益は同18.2%増となる。営業外費用増(支払利息、株式交付費)や税負担増による純利益の二桁減は想定通り。

通期新予想に対する上期の進捗率：売上高45.0%、EBITDA43.8%、営業利益45.5%、経常利益43.7%、のれん償却前純利益32.7%、純利益35.5%。下期偏重の季節性を考慮し、通期売上高予想を1,000億円から1,100億円に上方修正。一方で、下期のM&A活動費用が流動的であることを勘案し、利益予想は据え置いた。

同社はカラオケ機器流通大手である音通の公開買付(TOB)を実施し、更に、酒類を輸入・販売するシラムの追加株式を取得した。これらのM&Aは、同社のカラオケ事業とフード&ビバレッジ事業の強化、及びPMIによるシナジー効果を目的とする。同社は海外募集による新株式発行により約100億円を調達した。全額が今後高成長M&Aのソーシングを機動的に行うための待機資金となる。成長戦略的全貌が明らかになり、株価は希薄化リスクを超える利益成長を期待し上昇基調にある(PER44.5倍、Cash EPSベースPER35.5倍、PBR6.0倍)。安定株主が7割以上を占める同社株の流動性が増すことは、今後大型機関投資家の買付を促す素地が整えられたと同社は考える。

同社は、M&Aを主戦略として成長する代表的企業3社(後述)をベンチマーク企業又は比較対象企業とする。同社及びこのうちの2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である。同社は株式分割(2対1)や株主優待制度により、同社の顧客となり得る新規株主を増やすなどIR活動を強化する考えである。

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(24/9/10、終値)	2,627
年初来高値(24/9/3)	2,763
年初来安値(24/8/5)	1,267
52週高値(24/9/3)	2,763
52週安値(23/7/28)	803
発行済株式数(百万株)	76.2
時価総額(十億円)	200.3
EV(十億円)	215.1
ROE(24/1実績、%)	27.3%
自己資本比率(25/1上期末実績、%)	35.6%
PER(25/1会予、倍)	44.5
PER(25/1会予、倍、Cash EPS)	35.5
PBR(25/1上期末実績、倍)	6.0
EV/EBITDA倍率(25/1会予、倍)	16.5
配当利回り(25/1会予、%)	0.0%

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

株価単位：円

注：株主資本、Net Debtは25/1上期期末実績、EBITDAは25/1会予

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	前期比	当期純利益	前期比	Cash EPS	EPS	DPS
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
24/1 上期	24,515	18.1%	3,909	45.9%	2,767	63.5%	2,723	-	2,041	43.8%	1,975	42.0%	29.6	28.7	0.0
下期	31,182	23.0%	4,193	16.7%	2,603	2.0%	2,493	-	2,318	7.5%	2,203	4.8%	31.4	29.8	0.0
25/1 上期	49,531	102.0%	5,700	45.8%	3,184	15.1%	2,886	6.0%	1,918	-6.0%	1,405	-28.9%	25.8	18.9	0.0
下期会社予想(新)	60,469	93.9%	7,300	74.1%	3,816	46.6%	3,714	49.0%	3,482	50.2%	2,895	31.4%	48.3	40.1	0.0
22/1	38,111	-	5,600	-	4,024	-	3,939	-	-	-	2,727	-	-	46.8	0.0
23/1	46,091	20.9%	6,272	10.3%	4,244	5.5%	4,011	1.8%	3,576	31.0%	3,494	28.1%	-	55.0	0.0
24/1	55,697	20.8%	8,102	29.2%	5,370	26.5%	5,216	30.0%	4,359	21.9%	4,178	19.6%	61.0	58.5	0.0
25/1 会社予想(旧)	100,000	79.5%	13,000	60.5%	7,000	30.4%	6,600	26.5%	5,400	23.9%	4,300	2.9%	74.1	59.0	0.0
会社予想(新)	110,000	97.5%	13,000	60.5%	7,000	30.4%	6,600	26.5%	5,400	23.9%	4,300	2.9%	74.1	59.0	0.0
26/1 会社予想	140,000	27.3%	18,500	42.3%	10,500	50.0%	-	-	7,000	29.6%	-	-	-	-	-

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

注：25/1 EPSは、2024年8月31日までに行使された新株予約権を含めた予定期中平均株式数より算出。26/1 会社予想は新規のM&Aを考慮しない参考値

目次

1.	2Qにおける主要適時開示	3
(1)	カラオケ機器流通大手の音通（7647 東証スタンダード、TOB 後上場廃止）を TOB 及び酒類輸入業シトラムの追加株式取得で M&A	3
(2)	公募増資による約 100 億円の調達、約 20 億円の株式売出し	3
2.	M&A 成長戦略の全貌	5
3.	アミューズメント	9
4.	カラオケ	10
5.	フード&ビバレッジ	13
6.	当面の業績動向	15
(1)	上期決算	15
(2)	主要事業の業績	16
(3)	26/1 期通期会社見通し	17
(4)	主要大株主の概要	17
7.	株価動向とバリュエーション	19

1. 2Qにおける主要適時開示

(1) カラオケ機器流通大手の音通 (7647 東証スタンダード、TOB 後上場廃止) を TOB 及び酒類輸入業シトラムの追加株式取得で M&A

2024年6月27日

2024年6月27日、同社はカラオケ機器流通大手である音通の公開買付 (TOB) 及び、酒類を輸入・販売するシトラムの追加株式取得 (残り 80%分、2024年5月1日に 20%取得済) を発表した。これらの M&A は、同社のカラオケ事業とフード&ビバレッジ事業の強化、及び PMI によるシナジー効果を目的とする。

音通はカラオケ機器の流通大手で卸売業界 2 位、カラオケ機器のレンタル・販売中心に事業展開する。シトラムはショット・パーティドリンクとして、若者に人気の「クライナーファイグリング」(ドイツ生まれのフルーティーなりキュール) を輸入・販売する。

音通

音通は 5 年連続で増収増益見込み (25/3 期会予: 売上高 45 億円、EBITDA 11.0 億円、営業利益 5.4 億円)。24/3 期売上構成比: カラオケ関係事業 55%、スポーツ事業 37%、IP 事業 8%。TOB 価格 1 株 33 円、買付期間 6/28-8/13、EV/EBITDA 5.6x (株式価値 67 億円、EV 62 億円、EBITDA = 営業利益会予 + 減価償却費 / のれん償却費直近実績)。カラオケ事業はゲームセンター事業と比べ Capex が低く FCF が出やすい業態で、金融機関から全額 (67 億円) 借入に成功し、Cash EPS の極大化を見込む。

シトラム

シトラムは 23/11 期売上高 22.9 億円、EBITDA 11.0 億円、営業利益率 48.0%。EV/EBITDA 1.8x。EV 19.8 億円 + 現預金 20.2 億円 = 株式価値 40 億円。20% (8 億円、借入) は取得済みで、残り 80% (32 億円) を 199 万株交付 (新株発行) で賄う (交付株価: 1,608 円、希薄化率: 2.88%)。ネットキャッシュ企業への株式交付 M&A は、疑似的な株式による資金調達の経済効果を有する上、シトラムの場合には同時に Cash EPS も増大する。

(2) 公募増資による約 100 億円の調達、約 20 億円の株式売出し

2024年7月16日-17日

2024年7月16日、同社は、①海外募集による新株式発行、及び②株式の海外売出しを決議したと発表した。①発行 (募集) 価格: 2,042 円、募集株式: 普通株式 518 万株、募集総額: 約 105 億円、払込金額: 約 100 億円、払込期日: 2024年7月31日、受渡期日: 2024年8月1日、希薄化率: 7.5%。②売出価格: 2,042 円、売出株式: 100 万株、売出人: ミダスカピタル G ファンド有限責任事業組合、売出総額: 約 20 億円、受渡期日: 2024年8月1日。

希薄化リスクの払拭

本件における同社の新株発行 518 万株は、希薄化率 7.5%となる。払込金額約 100 億円は、高成長 M&A のソーシングを機動的に行うための待機資金となる。この資金が同社の EBITDA を希薄化率以上に増加させる M&A に使用された場合には、この公募増資は希薄化を起こすものではなく、むしろ理論的な株式価値を上げる投資資金となる。これにより公募増資による株式価値の希薄化リスクを最小限に抑え、株式市場での希薄化リスクという懸念材料を払拭できると同社は考える。

M&A 執行体制の強化

今回の公募増資は、上場後のソーシング力強化により増加の一途を辿る M&A のパイプラインの前に、資本制約を取り払って最速で執行する体制に入ることができると同社は考える。カラオケ業界に参入して間もない同社が、カラオケ機器の流通業界 2 位の上場企業である音通の賛同を得て TOB を実施できたのは、エンタメ業界における同社の求心力が発現した事例と云える。

借入余力の改善

同社の純資産が 197 億円 (24/1 末) から 336 億円 (24/7 末) へと 1.7 倍になったことで、

国内格付機関の格付も向上し、社債を含めた直接市場からの資金調達合理的な選択肢となる可能性もある。また、金融機関からの借入余力も大きく改善する。金融機関との議論の中で Net Debt/EBITDA3.0x が借入余力の目安であることから、その目安まで M&A を実施した場合の有利子負債は 1,050 億円 (= 公募増資前の現預金 180 億円+EBITDA290 億円×3.0) が借入余力となる(注: 同社の現預金、EBITDA、対象会社の Net Debt に一定の前提条件を仮定。①M&A 実行により公募増資 100 億円は全額 M&A に充当するため公募増資前の現預金を想定、② EV/EBITDA 倍率 5.0x での M&A を想定、③M&A の対象会社の EBITDA も連結、④対象会社の Net Debt はゼロ)。NEN 及び音通がクローリングすると同社の有利子負債は約 500 億円となり、理論上、今回の公募増資で得た資金 100 億円により、追加的に 550 億円の有利子負債が調達可能となる計算である。

株式の流動性の改善

同社の IPO 以降の株主構成において約 7 割が安定株主である。また、2023 年 7 月 10 日開示の訂正有価証券届出書(新規公開時)に記載の通り、Capital グループが取得総額 2,711 百万円の株式(4.19%)に対する中長期的保有の関心表明を行っている(24/8/22 現在 5.95%保有)。同社は、株式分割(2対1)、及び新株発行 717 万株(=199 万株+518 万株)により、発行済株式数を増やした。その結果、流動性向上により、中長期的にはセカンダリーマーケットでの大型の機関投資家の買い付けの素地が整えられたと同社は考える。

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 スカイデノス プレビ	カラオケボックス運営 シン・コーポレーション 音通	飲食、文化PR レモネード・レモニカ 日本ポップコーン GENDA GiGO、シトラム	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	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				
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

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 フード&ビバレッジ	44,433 636	52,455 994	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	キャラクターMD (景品) コンテンツ&プロモーション	2 285	808 818	エンタメ・コンテンツ	716	33	2,363	4	海外AM (Kiddleton他)	4,000	600
その他	その他	16	11	調整額	-432	-1,940	-726	-2,626	景品 (フクヤ、アレス)	10,000	1,000
合計	合計	45,374	55,088	合計	46,091	4,244	55,697	5,370	カラオケ	20,000	1,900
その他の収益 (リース収益)		717	608						その他 (F&B、映画、他)	3,000	700
外部顧客への売上高		46,091	55,697						合計	100,000	13,000

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成 注: 25/1 期会予は期初予想 (売上高の新会予は 110,000 百万円)

2. M&A 成長戦略の全貌

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 105 名（24/7 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 71 名、人事・総務約 14 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）を譲り受けたことが、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キャ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 1,100 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 1,100 億円の台に乗ると予想する。

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 33 件（24/8/30 迄発表分）の内訳は、IPO 前 11 件、IPO 後 22 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 17 件を占める。残り 16 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、エンタメ大国の欧米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宣言し、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 × 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。

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

直近の国内大型 M&A 4 件（フクヤ、プレビ、シン・コーポレーション、音通）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 50 社（24/8/1 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、借入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 1.1x（≒上記の年数が 1.1 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。

ネットキャッシュ企業への株式交付 M&A

Debt Capacity 温存の観点で株式交付の M&A を模索する中、同社 PER と対象企業（シトラム）PER の差を活用し、同社初の株式交付の M&A を実現した。シトラムの PER 5.9x に対し、その 80%分を PER 20.6x（当時）の同社株式で取得することで Cash EPS は大きく増加（20%は既に借入で取得済み）。ネットキャッシュ企業への株式交付 M&A は、疑似的な株式による資金調達の経済効果を有する上、シトラムの場合は同時に Cash EPS も増大する。

PER 格差を利用した Cash EPS の増大

M&A に於いて「Cash EPS を増加させる」ということは、「M&A 前 Cash EPS < M&A 後 Cash EPS」となる必要がある。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」ということになる。従って、自社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 が存在する。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する。

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。アレス及びフク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」商品への入替、等がある。NEN の EBITDA マージン 8.0%及び営業利益率 3.1% (23/12 期) は、Kiddleton の EBITDA マージン 15.0% (25/1 期会予) やプレビの営業利益率 7.3% (23/3 期) と比較すると大幅な改善の余地があると SA 社は考える。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 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

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 ファインシング：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 of 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)。25/1 期は 1Q のみで 99 件のソーシング件数で、通期は 200 件を見込む (あくまで目安であり必達 KPI ではない)。同社の主軸は業界のインナーサークルでのソーシングだが、上場 1 年間を通じて、取引金融機関約 50 社、並びに M&A 仲介業者約 100 社から、毎日潜在的な M&A 案件の紹介を受けている (これまでの実績では殆どがインナーサークルのソーシング)。

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である。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、他業界と比べて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。

図表 3. GENDA の成立及び M&A、資本取引トラックレコード (2024 年 8 月 30 日迄発表分)

	年	月	案件	資本形態	事業内容、コメント	譲受金額	EV/EBITDA	
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)	2021年	8月	トーキョーキャラクターメーカース設立	100%株式所有	キャラクターの企画、開発、デザインの販売並びに権利の管理。映画・アニメへの出資			
	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	非開示	
	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	非開示	
	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)	非開示	
	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	非開示	
	⑤	2021年	10月	ダイナモアミュージメント	資本提携	VRコンテンツ、体感型アトラクション	非開示	
	⑥	2021年	12月	GiGO台湾	100%株式取得	AM施設の運営	非開示	
	⑦	2022年	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	非開示	
	⑧	2022年	1月	宝島	100%株式取得	AM施設運営等	非開示	
	⑨	2022年	6月	ハシラス	資本提携	VRコンテンツ企画・制作・開発	非開示	
	⑩	2022年	10月	スガイディノス	事業譲受	ゲームセンター、ボーリング事業を譲受、映画館事業への出資	非開示	
IPO後 (M&A)	⑪	2022年	10月	イービス	吸収分割	ゲームセンター事業譲受	非開示	
	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	非開示	
	⑬	2023年	9月	Kiddleton	100%株式取得	米国におけるAM施設の運営、米国400カ所以上のミニロケ展開	非開示	
	⑭	2023年	9月	ダイナモアミュージメント	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	非開示	
	⑮	2023年	10月	MAXIMO HERO	固定資産等譲受	札幌のAM施設運営	非開示	
	⑯	2023年	10月	レモネード・レモネカ	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)	非開示	
	⑰	2023年	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	非開示	
	⑱	2023年	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	非開示	
	⑲	2023年	11月	ミニロケ(117カ所)	資産譲受	グローバルソリューションズより資産譲受	非開示	
	⑳	2023年	11月	日本ポップコーン	100%株式取得	Hill Valleyブランドのポップコーンの企画・製造・販売	非開示	
	㉑	2023年	12月	ワイ・ケーコーポレーション	吸収分割	東北のAM施設「スーパーノバ」(6店舗)の運営	非開示	
	㉒	2023年	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	非開示	
	㉓	2023年	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	非開示	
㉔	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(広州)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スを共同設立するなど提携を強めていた	非開示		
㉕	2024年	2月	プレビ	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カ所)	非開示		
㉖	2024年	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	非開示		
㉗	2024年	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カ所)の運営等	非開示		
㉘	2024年	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	非開示		
㉙	2024年	6月	VAR LIVE JAPAN	事業譲受	VRゲーム事業	非開示		
㉚	2024年	年内	National Entertainment Network	100%株式取得	ミニロケ事業運営: 米国約 8,000カ所、取得価格: 29億ドル	\$29mn	3.6x	
㉛	2024年	~8月	音通	TOB(6/28~8/13)	カラオケ機器の流通大手で卸売業界2位。カラオケ機器のレンタル・販売中心に事業展開	62億円	5.6x	
㉜	2024年	7月	シトラム	100%株式取得	ショット・パーティーリンクとして、若者に人気の「クワイナパーファイグリング」を輸入・販売	19.8億円	1.8x	
㉝	2024年	10月	マハリエンターテイメント	吸収分割	マハリエンターテイメントが運営するアミューズメント施設1店舗(茨城県つくば市)を事業承継	非開示		

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. アミューズメント

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 333 店舗、海外 18 店舗、他にミニロケ拠点が国内 880 カ所、海外 569 カ所ある(24/8 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 140 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。

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 521 カ所(24/7 末)でミニロケ事業を行っている。

NEN のシナジー効果

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。

図表 4. 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: カ所)

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AM	海外F&B	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	1,239	796	443
	6月	765	325	57	366	2		14	1,340	850	490
	7月	776	331	58	366	2		18	1,398	870	528
	8月	779	333	59	366	2		18	1,449	880	569

出所: 会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

4. カラオケ

カラオケボックス業界 3 位のシン・コーポレーションを買収

2024 年 2 月 1 日、同社はカラオケ施設 (カラオケボックス) の運営等を行うシン・コーポレーションの発行済株式のうち 78.59%を取得し連結子会社化した。シン・コーポレーションは、全国 45 都道府県に 370 店舗 (24/2 末時点) のカラオケボックス「カラオケ BanBan」を展開する (業界 3 位)。注: 366 店舗 (24/8 末)。シン・コーポレーションの業績は、21/5 期、22/5 期の赤字から 23/5 期は売上高 55.2%増と急回復し黒字化した。同社によるとコロナ禍後に客足が急速に戻り、M&A 後の 25/1 期は売上高 200 億円、EBITDA19 億円を見込み、アミューズメント施設運営に次ぐ、収益の柱に台頭しつつある。25/1 期 1Q 決算は、M&A 後と M&A 前の前年同期比で、売上高 12.1%増、EBITDA85%増と急回復した。EBITDA マージンも 13.1%と 5.8%ポイント改善した。

カラオケボックス運営のシナジー効果

同社はカラオケ店でのミニロケ (小規模ゲームセンター) 出店により、子会社間のシナジー効果を見込んでいる。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。アレス及びフク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 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、適し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。

図表 5. シン・コーポレーションの業績推移 (M&A 前後比較)

単独	21/5期	22/5期	23/5期	M&A前後比較			
				M&A後	25/1期会予	M&A前 23/2-4	M&A後 24/2-4
売上高	11,492	11,549	17,927				
営業利益	-2,715	-1,223	153				
経常利益	-2,717	-1,225	157				
当期純利益	-1,926	-16	86				
純資産	-414	-421	-352				
総資産	14,173	13,627	12,814				
				売上高	20,000	4,615	5,172
				EBITDA	1,900	366	677
				同マージン	9.5%	7.9%	13.1%

(単位：百万円)

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

設備投資先行型

カラオケボックス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カラオケ機器メーカーから機器の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著作権管理団体から著作物の使用を受け、著作権使用料を支払う。収入面においては、カラオケボックスに来店する顧客にカラオケ施設を提供し、使用料や飲食代を受け取る。施設で働く従業員（主に臨時雇用者）は、売上高管理やシステム及び機器の保守・整備・調整、顧客対応など各種サービスを提供する。

限界利益率 90%

カラオケボックス事業は、固定費が高く、同社によると限界利益率は約 90%に達する。シン・コーポレーションの業績推移が示すように、損益分岐点売上高を超えると、急速に利益が増える（23/5期から 25/1 期にかけて、売上高 21 億円増に対し、営業利益は 17 億 5 千万円増える）のが特徴である。カラオケボックスは施設売上（室料及び飲食、その他サービスを含む）で稼ぐ仕組みである。同社は値上げと同時にクーポンを配布し、キャラクターとコラボし装飾する等、集客力を高める工夫をしている。25/1 期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）売上高会社予想 200 億円から、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。

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）、コジ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。

カラオケ流通大手で卸売業界 2 位音通の公開買付 (TOB) 実施

2024 年 6 月 27 日、同社はカラオケ流通大手で卸売業界 2 位である音通の公開買付 (TOB) を実施すると発表した。24/3 期売上高 44.2 億円、営業利益 4.6 億円、EBITDA10.2 億円（売上構成比：カラオケ関係事業 55%、スポーツ事業 37%、IP 事業 8%）である。音通は 5 年連続で増収増益見込み（25/3 期会予：売上高 45 億円、営業利益 5.4 億円、EBITDA11.0 億円）。TOB 価格 1 株 33 円、買付期間 6/28-8/13、EV/EBITDA5.6x（株式価値 67 億円、EV62 億円、EBITDA=営業利益会予+減価償却費/のれん償却費直近実績）。カラオケ事業はゲームセンター事業と比べ Capex が低く FCF が出やすい業態で、金融機関から全額（67 億円）借入に成功し、Cash EPS の極大化を見込む。ゲームセンター業界の上流であるプライズ事業への進出と同様、カラオケ業界の上流であるカラオケ機器のレンタル・販売事業の垂直統合による、カラオケ BanBan とのシナジーを追求する。

音通の事業概要

音通は、2021年10月に業績不振の食料品・生活雑貨小売り事業を売却済みである。カラオケ機器の卸売りは、コロナ禍も底堅く利益を出し、事業効率の改善やロールアップ M&A により成長し、24/3 期は営業利益率 15.4%の稼ぎ頭である。スポーツ事業はフィットネスクラブのフランチャイズ経営であり、コロナ禍の一過性赤字を除いて安定した収益源（24/3 期の営業利益率 11.1%）。フィジカルなプラットフォームとしても GENDA グループのエンタメ・プラットフォームとの親和性がある。IP 事業はコインパーキング等であり、立地ビジネスとの親和性を基に過去に同社が M&A で取得した事業である。

図表 6. 音通の業績推移

(百万円)	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期 会予	(%)	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
売上高	14,884	13,028	8,115	4,083	4,418	4,500	売上高構成比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
カラオケ	2,300	1,618	1,773	2,034	2,435		カラオケ	15.5%	12.4%	21.8%	49.8%	55.1%
スポーツ	1,687	1,308	1,602	1,648	1,631		スポーツ	11.3%	10.0%	19.7%	40.4%	36.9%
IP	509	482	462	400	353		IP	3.4%	3.7%	5.7%	9.8%	8.0%
食料品他	10,387	9,620	4,279	-	-		食料品他	69.8%	73.8%	52.7%		
営業利益	108	267	161	295	461	540	営業利益率	0.7%	2.1%	2.0%	7.2%	10.4%
カラオケ	207	151	237	258	375		カラオケ	9.0%	9.3%	13.4%	12.7%	15.4%
スポーツ	59	-175	60	110	181		スポーツ	3.5%	-13.4%	3.7%	6.7%	11.1%
IP	-37	19	42	52	52		IP	-7.2%	3.9%	9.0%	13.1%	14.8%
食料品他	-75	305	-11	-	-		食料品他	-0.7%	3.2%	-0.3%		
全社費用	-46	-32	-166	-125	-147							
減価償却費	894	800	713	605	546							
のれん償却額	50	24	19	19	11							
EBITDA	1,052	1,091	893	919	1,018	1,097						
現預金	2,091	3,240	1,551	1,523	2,471							
有利子負債	5,032	5,621	2,342	1,718	2,022							
ネットデット	2,941	2,381	791	195	-449							
発行済株式数-自己株式数 (百万株)					203.19							
公開買付価格 (円/株)					33							
株式価値					6,700							
企業価値 (EV)					6,200							
EV/EBITDA					5.65							

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

注：EBITDA25/3 期会予 = 営業利益 25/3 期会予 + 減価償却費 24/3 実績 + のれん償却額同実績

株式価値 = (24/3 期末の発行済株式数 - 自己株式数) × 公開買付価格

企業価値 (EV) = 株式価値 + ネットデット

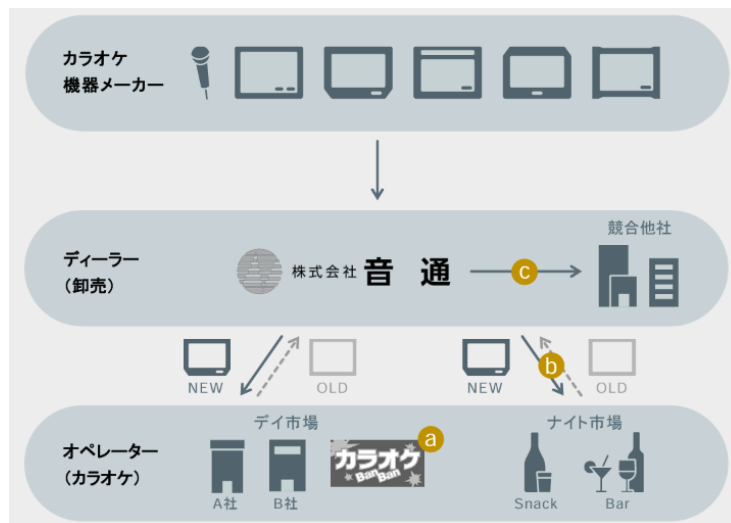
株式価値、企業価値 (EV) は一千万円以下を切り捨てて記載

音通のシナジー効果

音通が GENDA グループに入ることでのシナジー効果は次の通りである。

- ① 音通のカラオケ BanBan への機器導入の推進：カラオケ BanBan でのカラオケ機器の新規導入及び更新に際し、音通を通じて機器を導入することで音通の取扱機器台数増が可能。
- ② ナイト市場での規模の経済性：カラオケ BanBan のカラオケ機器を音通からの新規レンタルに切り替え、レンタル期間終了時にカラオケ BanBan で不要となる中古カラオケレンタル機器を音通が回収する。回収した機器をナイト市場に投入することで当該市場でのカラオケ機器の入替を促進し、カラオケ機器の設備年数の若返りによる取引条件の改善を見込む。
- ③ ディーラーのロールアップ M&A に伴うネットワーク拡大および取扱台数増加：成熟期を迎えたカラオケ市場において、カラオケ機器ディーラー同士による事業統合等が進む見込みである。音通によるカラオケ機器流通企業のロールアップにより、営業エリア及びメンテナンスネットワークの拡大、取扱機器台数の増加を図る。GENDA の M&A チームリソースを活用し、音通単独では出来なかった成長戦略の実現が可能になる。

図表 7. 音通のシナジー効果



出所：会社資料

5. 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 にシトラムが加わる。当該事業の（シトラムを除く）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、これまではシナジー効果を狙う補完事業的な位置付けであった。25/1 期よりシトラムが加わることで、F&B 事業の売上規模が数倍（数十億円）に拡大する見込みである。

PMI 効果

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。M&A 後はそれまで手掛けていなかったキャラクターコラボレーションを展開している。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。フード&ビバレッジでは、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及び限定ポップコーンの発売等を行った。レモネード・レモニカ及び日本ポップコーンの業績は、M&A 前後で EBITDA 増及び同マージンの改善が見られる。

図表 8. F&B 事業子会社の業績推移 (M&A 前後比較、単位：百万円)

F&B事業 (百万円)	レモネード・レモニカ		日本ポップコーン	
	M&A前 22/11-23/4	M&A後 23/11-24/4	M&A前 22/12-23/4	M&A後 23/12-24/4
売上高	215	208	223	261
EBITDA	47	57	36	52
同マージン	21.9%	27.4%	16.1%	19.9%

6か月間の売上高、EBITDA 5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

シトラムの M&A

2024 年 6 月 27 日、同社は酒類を輸入・販売するシトラムの追加株式（残り 80%分、2024 年 5 月 1 日に 20%取得済）取得を発表した。シトラムはショット・パーティドリンクとして、若者に人気の「クライナーファイグリング」（ドイツ生まれのフルーティーなリキュール）を輸入卸並びに国内販

売する。シトラムは 23/11 期売上高 22.9 億円、EBITDA11.0 億円、営業利益率 48.0%。EV/EBITDA1.8x。EV19.8 億円+現預金 20.2 億円 = 株式価値 40 億円。20%分 (8 億円) は既に借入で取得済みで、残り 32 億円を GENDA の普通株式 199 万株を交付する (新株発行) ことで賄う (交付株価 : 1,608 円、希薄化率 : 2.88%)。

ネットキャッシュ企業への株式交付 M&A

Debt Capacity 温存の観点で株式交付の M&A を模索する中、同社 PER と対象企業 (シトラム) PER との差を活用し、同社初の株式交付の M&A を実現した。シトラムの PER 5.9x に対し、その 80%分を PER 20.6x の同社株式で取得することで Cash EPS は大きく増加 (20%は既に借入で取得済み)。ネットキャッシュ企業への株式交付 M&A は、疑似的な株式による資金調達の経済効果を有する上、シトラムの場合は同時に Cash EPS も増大する。

PER 格差を利用した Cash EPS の増大

M&A に於いて「Cash EPS を増加させる」ということは、「M&A 前 Cash EPS < M&A 後 Cash EPS」となる必要がある。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」ということになる。従って、自社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 が存在する。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」に収斂する。

Cash EPS は「自社 PER」>「対象会社 PER × 株式での取得割合」であれば増加

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」であれば増加する。例えば、買収対価が「80%株式・20%借入」の場合、「対象会社の株式価値 (÷ 自社の株価)」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 80%分のみ限定されるため、結果的に「対象会社の PER × 80%」が「自社の PER」と比較して低いかどうか分水嶺となる。

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 の増減を測定する観点から、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。

シトラムのシナジー効果

売主でもある代表者は、同社の今後の成長にも期待しており、M&A 後も同社株式を保有してシトラム社の代表として同社グループの一員として経営に参画する。ドラマ・アニメ等 IP とのコラボレーション実績の多いシトラム商品は、同社の定義するエンタメ・プラットフォームで展開する商品としての特徴を備えており、同社グループでの酒類販売を強化することで、お客様へ提供できるエンタメ体験を拡大できる。クライナーファイグリングは既にカラオケ BanBan 370 店舗で取扱っており、7 月 1 日から開始したレモネードと共にサプライチェーン機能を統一することで、同社グループの F&B 領域のサプライチェーンの最適化によるシナジー効果が期待できる。

図表 9. シトラムの業績推移 (単位: 百万円)

シトラム	21/11期	22/11期	23/11期
売上高	2,012	2,642	2,290
営業利益	1,065	1,180	1,099
OPM	52.9%	44.7%	48.0%
経常利益	1,073	1,207	1,107
当期純利益	699	396	674
純資産	1,584	1,980	2,655
総資産	2,291	2,245	3,259



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

Debt Capacity を温存

M&Aにより一時的に Net Debt/EBITDA が上昇しても、対象会社の Debt Capacity の活用、対象会社の PMI による EBITDA 成長、既存事業の潤沢なキャッシュフローにより、Deleverage が急速に進む。6/27/24 公表の M&A により一時的に 25/1 期末で Net Debt/EBITDA 2.0x となるが、今後追加的な M&A がなければ 26/1 期末で 1.5x、27/1 期末で 1.1x と、Deleverage が進む想定である。今後は借入一辺倒ではなく、Debt Capacity をコントロールしながらの M&A 運営が必要となる。借入の対極として株式による資金調達があるが、両者の中間的な手段として、今回の株式と借入の組合せによる M&A は、M&A を戦略の中心に据える同社として、Debt Capacity を温存しながら M&A を推進する有効な手段だと考える。

売主のインセンティブ

売主でもあるシトラムの代表者は、同社参画後もシトラムの代表者を継続する。従って今回の同社株式による M&A は、同社参画後の株式価値向上に対するインセンティブとしても活用できる。このように、対象会社株式の売主が M&A 完了後も同社にて事業を推進する場合、対価を同社株式とすることでアップサイドを享受でき、M&A 完了後も同社の株式価値を向上させるインセンティブを持つことは重要である。

対象会社と買付会社の相互メリット

シトラムは潤沢な現預金 (20.2 億円、23/11 期末) を持ち、売主側 (株主はオーナー 1 人) としても、対象会社の現預金を個人で対象会社から配当として引出すよりも、現預金も含めて売却したほうが税務上も手取り金を最大化できるメリットがある。一方、同社にとって、同社が新株を発行し株式による資金調達をしたのと同様の経済効果も併せ持っている。同社はこのスキームが経済合理性の観点から今後も一定の再現性があると考えます。

ネットキャッシュ企業の M&A

シトラムは現預金 20.2 億円 (23/11 期末) に対して「無借金」であり、Net Debt がマイナス (ネットキャッシュ)。結果的に、シトラムは企業価値 (EV) 19.8 億円、株式価値 40 億円というバリュエーションとなる。従って、シトラムの株式価値 40 億円について、5 月 1 日に実行した 20% 分の現金対価及び今回の 80% 分の同社新株発行は、19.8 億円がシトラム社のビジネスを取得することへの対価、残り 20.2 億円は実質的に同社の現金及び預金に対する対価となる。

6. 当面の業績動向

(1) 上期決算

25/1 期上期決算概要

25/1 期上期 (2~7 月) 実績は、売上高 49,531 百万円 (前期比 102.0%増)、EBITDA 5,700 百万円 (同 45.8%増)、営業利益 3,184 百万円 (同 15.0%増)、経常利益 2,886 百万円 (同 5.9%増)、のれん償却前純利益 1,918 百万円 (同 6.0%減)、純利益 1,405 百万円 (同 28.8%減)。

一過性費用を吸収し営業増益

8 月の夏季商戦に向けたゲーセン新店舗展開など前倒し費用や、M&A 関連費用 4.1 億円、公募増資費用 1.3 億円など一過性費用発生を含めても、営業増益となった。一過性の M&A 費用を除くと、EBITDA は同 56.4%増、のれん償却前純利益は同 18.2%増となる。営業外費用増 (支払利息、株式交付費) や税負担増による純利益の二桁減は想定通りである。

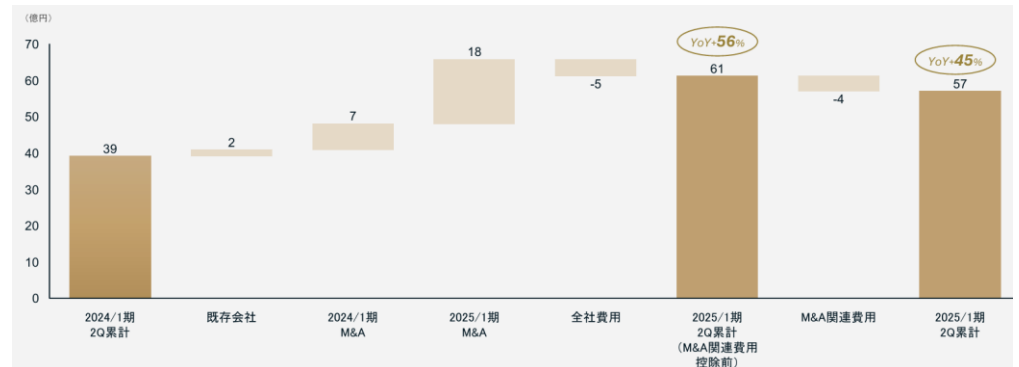
早い進捗率により、通期売上高上方修正

通期新予想に対する上期の進捗率：売上高 45.0%、EBITDA 43.8%、営業利益 45.5%、経常利益 43.7%、のれん償却前純利益 32.7%、純利益 35.5%。下期偏重の季節性を考慮し、通期売上高予想を 1,000 億円から 1,100 億円に上方修正。一方で、下期の M&A 活動費用が流動的であることを勘案し、利益予想は据え置いた。同社は、一過性の M&A 費用が今後一切かからない場合には、EBITDA 150 億円、営業利益 90 億円となることを示した。本業の収益力を示す調整後利益として、12 カ月間の業績寄与をする既存事業 + 業績寄与が 12 カ月未満の発表済み M&A 案件を加え、一過性の M&A 関連費用を控除した EBITDA を KPI とする。

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二桁増益で着地した。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。売上高前期比は、ゲームセンターが 1Q7%増、2Q4%増で、都市型が 1Q2Q いずれも 10%以上の成長を牽引している。カラオケは 1Q12%増、2Q4%増（客数 7%増、客単価 2%減）。3Q 以降の業績貢献となるが、GiGO 限定で展開した TWICE LOVELYS とのキャンペーン第 1 弾は 1 週間で全景品完売し、GiGO 大阪道頓堀本店は初日売上が GiGO 史上歴代最高を記録するなど、足元の既存事業も引き続き好調である。

図表 10. EBITDA 増減内訳 (25/1 期上期)



出所：会社資料

(2) 主要事業の業績

主要 4 事業が収益の柱

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)、営業利益 3.1 百万ドル (4.6 億円) 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、海外事業の収益規模が拡大し、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 11. 主要事業の業績 (25/1 期通期会社期初予想ベース)

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 (Kddleton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 期会予は期初予想 (25/1 期発表の M&A 案件 (例：NEN、他) の寄与は含まない)

(3) 26/1 期通期会社見通し

来期 (26/1 期) 業績予想

同社は 26/1 期の業績予想を公開した。新規 M&A を考慮しない参考値ではあるが、売上高 1,400 億円、EBITDA185 億円、営業利益 105 億円、のれん償却前純利益 70 億円を見込む。実際には、公募増資と借入余力拡大により、M&A パイプラインが金額ベースで過去最大となっており、同社の M&A によるインオーガニック成長余力が更に高まっているのが実態である。

グローバル化と DX 化を推進

海外展開では、米国の Kiddleton による NEN 統合 (2024 年内予定) に加え、欧州でも GENDA Europe Ltd. (所在地: 英国、ロンドン) の登記を完了し、「ゲーム機輸出は伍彩、景品の輸出はアレス、フクヤ」というグループ横断のマイクロ事業を実施予定である。同社は本部で一括購入した景品の全国店舗への割振りにおいて、廃棄/機会損失 (在庫過剰での廃棄/在庫不足での機会損失) を極小化するため、AI による DX 化で店舗割振りの最適解を導出し、約 9 割の店舗で 96-100%レンジに収めることに成功した。

(4) 主要大株主の概要

海外機関投資家が大量保有

キャピタル・リサーチ・アンド・マネジメント・カンパニーが提出した大量保有変更報告書 (2024 年 8 月 22 日提出) によると、GENDA 株式を 4,539,100 株保有 (発行済株式数の保有割合: 5.95%) していることが判明した (出所: EDINET 提出書類)。

図表 12. GENDA の大株主構成 (2024 年 7 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	26,800.0	35.15%
片岡 尚	10,192.0	13.37%
CGML-LONDON EQUITY (常任代理人 シティバンク、エヌ・エイ東京支店)	6,190.1	8.12%
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	3,492.9	4.58%
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)	2,600.0	3.41%
ミダスキャピタルGファンド有限責任事業組合	2,200.0	2.89%
合同会社シンマイ	2,067.2	2.71%
渡邊 康太	1,990.1	2.61%
申 真衣	1,970.4	2.58%
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001 (常任代理人 香港上海銀行東京支店)	1,626.0	2.13%
計	59,128.7	77.56%

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

注: 発行済株式総数: 76,236,050 株 (2024 年 7 月末時点)。2024 年 8 月 1 日から 8 月 31 日までの間に、新株予約権の行使により、発行済株式総数が 399,200 株増加。

図表 13. 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	1-2Q		
売上高	9,730	20,750	33,059	46,091	11,994	24,515	38,808	55,697	24,685	49,531	45.0%	110,000
前年同期比	-	-	-	20.9%	23.3%	18.1%	17.4%	20.8%	105.8%	102.0%		97.5%
売上原価	7,640	16,080	25,079	35,230	8,812	18,723	29,648	42,738	19,399	39,169		
前年同期比	-	-	-	22.3%	15.3%	16.4%	18.2%	21.3%	120.1%	109.2%		
売上原価率	78.5%	77.5%	75.9%	76.4%	73.5%	76.4%	76.4%	76.7%	78.6%	79.1%		
売上総利益	2,090	4,670	7,980	10,860	3,182	5,791	9,160	12,958	5,286	10,361		
前年同期比	-	-	-	16.8%	52.2%	24.0%	14.8%	19.3%	66.1%	78.9%		
売上総利益率	21.5%	22.5%	24.1%	23.6%	26.5%	23.6%	23.6%	23.3%	21.4%	20.9%		
販管費	1,497	2,978	4,503	6,615	1,511	3,024	4,995	7,588	3,226	7,177		
前年同期比	-	-	-	25.4%	0.9%	1.5%	10.9%	14.7%	113.5%	137.3%		
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%	14.5%		
営業利益	593	1,692	3,477	4,244	1,670	2,767	4,164	5,370	2,059	3,184	45.5%	7,000
前年同期比	-	-	-	5.5%	181.6%	63.5%	19.8%	26.5%	23.3%	15.1%		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%	6.4%		6.4%
経常利益	-	-	-	4,011	1,646	2,723	4,126	5,216	2,015	2,886	43.7%	6,600
前年同期比	-	-	-	1.8%	-	-	-	30.0%	22.4%	6.0%		26.5%
税引前利益率	-	-	-	8.7%	13.7%	11.1%	10.6%	9.4%	8.2%	5.8%		6.0%
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	1,975	3,324	4,178	1,223	1,405	32.7%	4,300
前年同期比	-	-	-	28.1%	157.3%	42.0%	8.0%	19.6%	-22.8%	-28.9%		2.9%
四半期利益率	6.3%	6.7%	9.3%	7.6%	13.2%	8.1%	8.6%	7.5%	5.0%	2.8%		3.9%
EBITDA	1,099	2,679	4,935	6,272	2,197	3,909	6,050	8,102	3,277	5,700	43.8%	13,000
前年同期比	-	-	-	-	99.9%	45.9%	22.6%	29.2%	49.2%	45.8%		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%	11.5%		11.8%
のれん償却前四半期純利益	630	1,419	3,127	3,576	1,618	2,041	3,426	4,359	1,456	1,918	35.5%	5,400
前年同期比	-	-	-	-	156.8%	43.8%	9.6%	21.9%	-10.0%	-6.0%		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%	3.9%		4.9%
ゲームセンター店舗数 (期末時点)	230	234	254	250	254	256	263	273	323	349		
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	2Q		
売上高	9,730	11,020	12,309	13,032	11,994	12,520	14,293	16,888	24,685	24,846		
前年同期比	-	-	-	-	23.3%	13.6%	16.1%	29.6%	105.8%	98.5%		
売上原価	7,640	8,440	8,999	10,151	8,812	9,911	10,925	13,090	19,399	19,770		
前年同期比	-	-	-	-	15.3%	17.4%	21.4%	29.0%	120.1%	99.5%		
売上原価率	78.5%	76.6%	73.1%	77.9%	73.5%	79.2%	76.4%	77.5%	78.6%	79.6%		
売上総利益	2,090	2,580	3,309	2,879	3,182	2,609	3,368	3,798	5,286	5,075		
前年同期比	-	-	-	-	52.2%	1.1%	1.8%	31.9%	66.1%	94.5%		
売上総利益率	21.5%	23.4%	26.9%	22.1%	26.5%	20.8%	23.6%	22.5%	21.4%	20.4%		
販管費	1,497	1,481	1,525	2,112	1,511	1,513	1,971	2,593	3,226	3,951		
前年同期比	-	-	-	-	0.9%	2.2%	29.2%	22.8%	113.5%	161.1%		
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%	15.9%		
営業利益	593	1,099	1,784	766	1,670	1,096	1,397	1,205	2,059	1,125		
前年同期比	-	-	-	-	181.6%	-0.3%	-21.7%	57.3%	23.3%	2.6%		
営業利益率	6.1%	10.0%	14.5%	5.9%	13.9%	8.8%	9.8%	7.1%	8.3%	4.5%		
経常利益	-	-	-	-	1,646	1,077	1,403	1,090	2,015	871		
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	22.4%	-19.1%		
税引前利益率	-	-	-	-	13.7%	8.6%	9.8%	6.5%	8.2%	3.5%		
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	182		
前年同期比	-	-	-	-	157.3%	-49.7%	-20.0%	104.6%	-22.8%	-53.3%		
四半期利益率	6.3%	7.0%	13.7%	3.2%	13.2%	3.1%	9.4%	5.1%	5.0%	0.7%		
EBITDA	1,099	1,580	2,255	1,336	2,197	1,712	2,140	2,051	3,277	2,423		
前年同期比	-	-	-	-	99.9%	8.4%	-5.1%	53.5%	49.2%	41.5%		
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%	9.8%		
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	462		
前年同期比	-	-	-	-	156.8%	-46.5%	-18.9%	107.8%	-10.0%	9.5%		
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%	1.9%		

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

7. 株価動向とバリュエーション

株価動向

同社及び類似企業（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、2024年9月10日終値ベースのバリュエーションはPER44.5x（Cash EPSベースPER35.5x）、EV/EBITDA倍率16.5x、PBR6.0xとなっている。

注：以下、2024年9月10日終値ベースでの比較。

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1.4x、PERは3分の1の15.6x、EV/EBITDA6.8x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てきた。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、同社6.0x、イオンファンタジー5.7x、ラウンドワン3.6x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1.7%~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

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。当該3社は、PER28~49x、EV/EBITDA倍率14~27x、PBR4~16xの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。SHIFTはピーク時ではPER60x以上に達したこともある。

配当政策

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。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の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。

流動性の確保

同社は、株式分割、及び新株発行により、発行済株式数を増やした。その結果、流動性向上により、中長期的にはセカンダリーマーケットでの大型の機関投資家の買い付けの素地が整えられたと同社は考える。M&A成長戦略や資金調達的全貌が明らかになり、株価は希薄化リスクを超える利益成長を期待し上昇基調にある。

株主優待制度の新設

同社は株主優待制度を新設した。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か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か月、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。

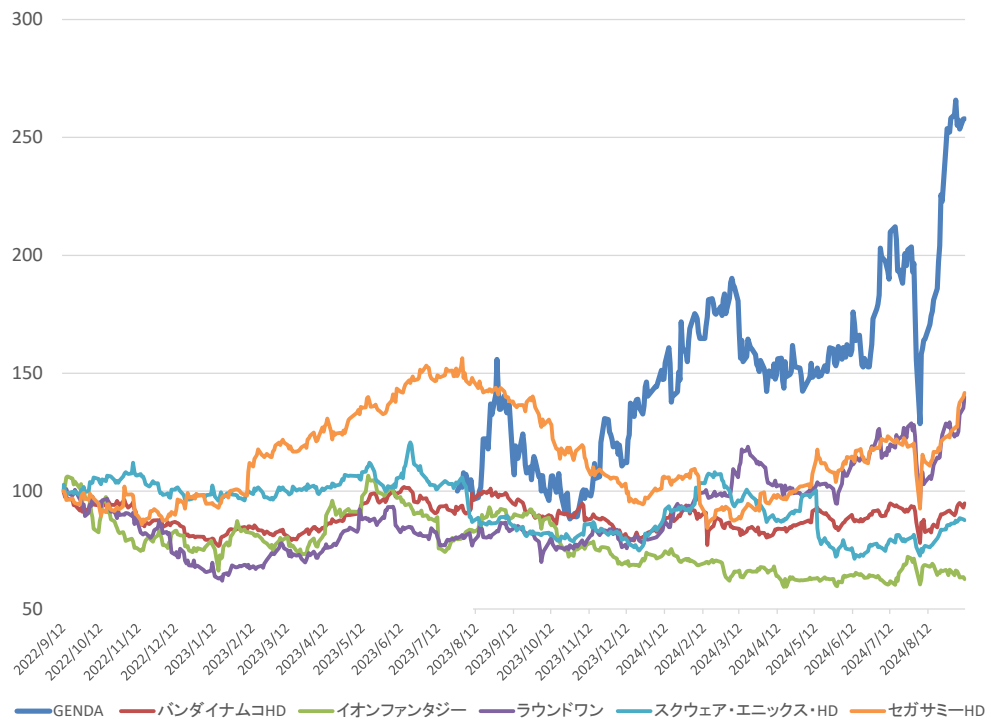
同社のゲームを行う株主と行なわない或は地理的条件で行えない株主との間に不公平感も生じるが、キャッシュアウトを伴うものではなく、同社の新規株主を増やす効用も期待されることから、既存株主の賛同を得やすいと同社は考える。同様な株主優待制度はオリエンタルランド（4661 東証プライム）や電鉄会社等も導入し、一定の相乗効果（安定株主化、株主層の拡大、利用者増による売上増、等）が生じる効用もある。

図表 14. 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 (9/10) (円)	時価総額 (9/10) (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	3,254	2,147,640	11.9	26.3	3.00	0.68%	15.0%
イオンファンタジー	4343	24/2	2,237	44,244	4.5	27.6	5.68	0.45%	16.2%
GENDA	9166	24/1	2,627	200,272	16.5	44.5	6.03	0.00%	27.3%
ラウンドワン	4680	24/3	983	283,174	6.8	15.6	3.55	1.63%	23.9%
スクウェア・エニックス・HD	9684	24/3	5,477	671,106	9.1	23.5	2.03	1.30%	4.7%
セガサミーホールディングス	6460	24/3	2,884	695,706	9.2	16.0	1.60	1.73%	9.6%
ベンチマーク企業 (M&Aを主業とする企業)									
SHIFT	3697	23/8	11,765	209,810	14.2	28.4	6.46	0.00%	22.9%
ジャパンエレベーターサービスHD	6544	24/3	2,808	250,101	26.5	49.0	16.07	未定	30.1%
ヨシムラ・フード・HD	2884	24/2	1,709	41,093	14.0	36.4	4.26	0.00%	12.7%

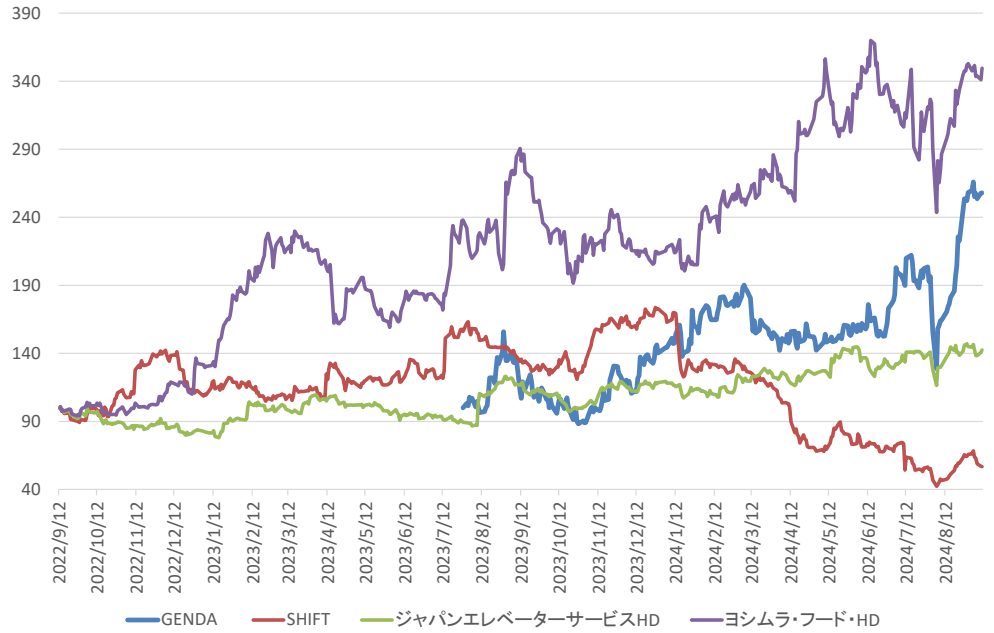
出所：各社データよりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 15. 同業・競合関連企業の株価指数の推移 (2022/9/12 を 100 とする)



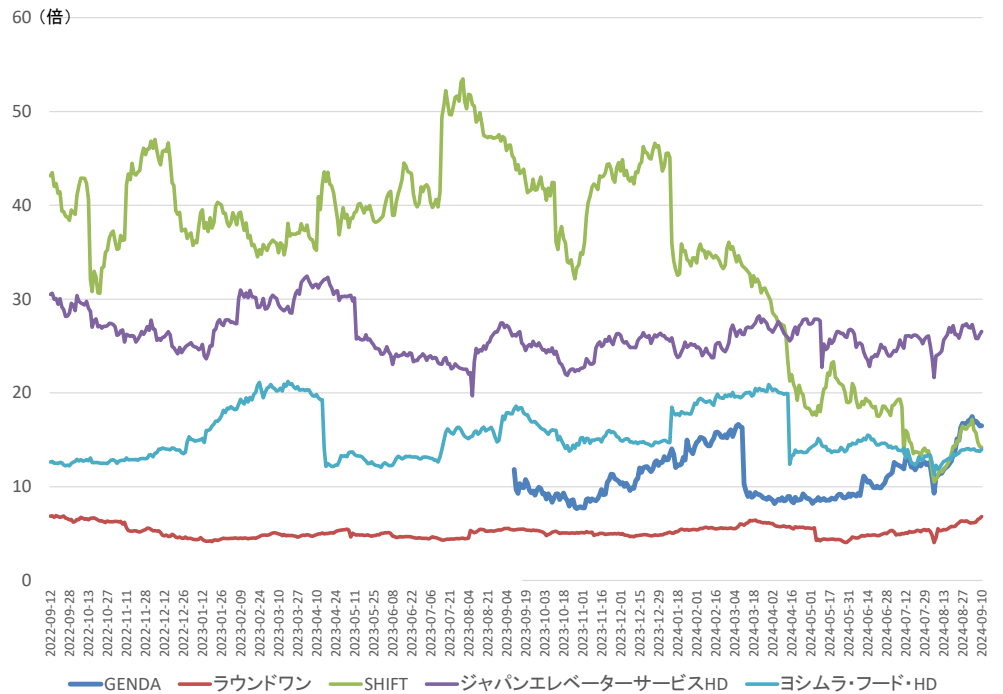
出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 16. ベンチマーク企業の株価指数の推移 (2022/9/12 を 100 とする)



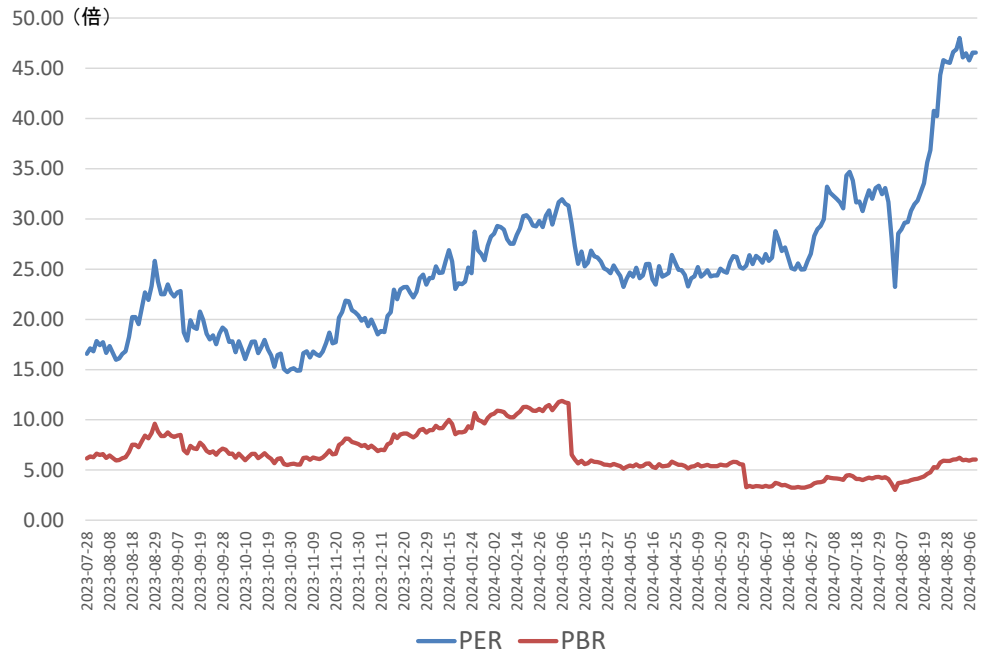
出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 17. 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 18. 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

図表 19. 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	110,000
前期比	-	276.8%	52.8%	-	20.9%	20.8%	97.5%
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%	6.4%
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%	6.0%
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	
税前列益率				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%	3.9%
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%	11.8%
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%	4.9%

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 20. 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	25/1期 上期末
資産							
現金及び預金				7,315	7,086	12,379	25,252
売掛金				1,599	1,973	3,689	52,252
棚卸資産				2,542	2,261	4,373	6,099
リース投資資産				259	201	437	4,232
その他				893	1,200	2,686	
流動資産合計				12,610	12,723	23,567	40,837
有形固定資産				5,532	7,750	12,581	23,026
賃貸資産（純額）				1,460	1,276	991	911
建物及び構築物（純額）				2,213	2,828	4,268	8,033
工具、器具及び備品（純額）				576	597	749	987
アムusement施設機器（純額）				1,275	2,945	5,797	9,531
建設仮勘定					93	696	1,755
その他（純額）				5	7	78	1,806
無形固定資産				1,207	1,900	5,698	14,448
ソフトウェア				434	463	532	663
のれん				566	1,225	4,992	13,616
その他				206	211	174	168
投資その他の資産				7,357	8,658	10,293	14,765
投資有価証券				184	216	113	333
長期貸付金				59	328	39	
敷金				5,046	5,708	6,531	10,020
繰延税金資産				1,118	1,372	2,037	1,471
退職給付に係る資産				588	598	996	1,123
その他				360	434	574	815
固定資産合計				14,097	18,310	28,573	52,240
資産合計	1,214	2,730	4,114	26,708	31,033	52,141	93,077
負債							
支払手形及び買掛金				1,106	1,356	3,213	4,173
短期有利子負債	-	-	-	2,890	2,509	7,616	11,331
短期借入金				1,145	100	3,512	2,297
1年以内返済予定の長期借入金				1,716	2,203	3,679	9,034
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	3,142
未払法人税					79	1,042	661
賞与引当金				124	143	414	530
その他				1,727	1,668	2,556	4,204
流動負債合計				7,380	7,609	16,892	24,045
長期有利子負債	-	-	-	8,637	8,570	11,370	28,035
長期借入金				8,553	8,171	10,571	26,734
リース債務				84	399	799	1,301
資産除去債務				2,859	3,511	3,972	7,025
退職給付に係る負債						111	200
その他	-	-	-	86	99	129	126
固定負債合計				11,582	12,182	15,584	35,387
負債合計				18,963	19,792	32,476	59,432
資本							
資本金				95	95	2,160	7,211
資本剰余金				1,246	1,245	3,234	10,469
利益剰余金				6,351	9,845	14,024	15,429
株主資本合計	-	-	-	7,693	11,186	19,419	33,110
為替換算調整勘定				10	38	8	84
その他の包括利益累計額				10	38	7	80
新株予約権				6	5	5	5
非支配株主持分				34	9	231	448
純資産合計	245	693	1,857	7,744	11,240	19,664	33,644
負債純資産合計	1,214	2,730	4,114	26,708	31,033	52,141	93,077
運転資金	-	-	-	3,035	2,878	4,849	54,178
有利子負債合計	-	-	-	11,546	11,091	18,983	40,056
Net Debt	-	-	-	4,231	4,005	6,604	14,804

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