

GFA

キレイモ事業取得とメタバース構想進捗でIT企業としての評価上昇へ

東証スタンダード 8783

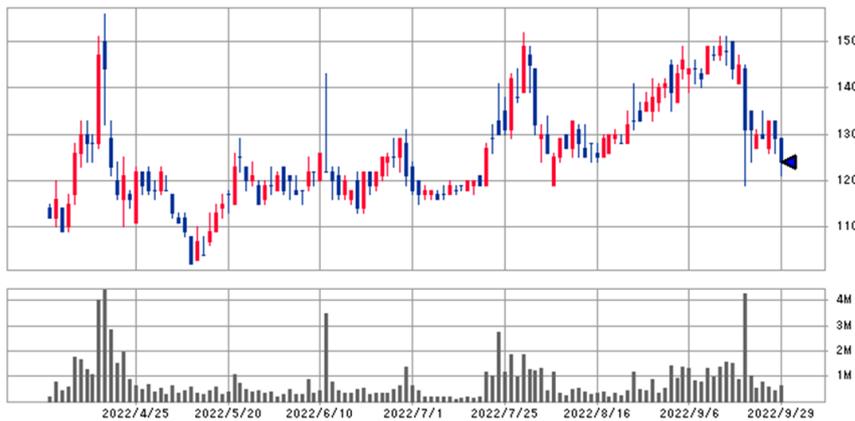
株価 129 円 (9月28日)

想定株価 410 円～480 円

時価総額 41 億円

単位 100 株

日足チャート



1. 投資スタンス

＜IT企業への転換点を迎え、中長期投資が最も有効な投資対象＞

【中長期スタンスで大きなリターンを狙う】

GFA社は9月28日、脱毛エステ「キレイモ」の事業譲受を発表。このディールによって、同社の株価位置は、大きく変わる可能性がある。当社は、若年層向け事業を買収し、メタバース※などを活用したIT化を進めるという戦略を採っており、過去の不動産事業者としての評価を脱し、IT企業としての評価へ変化する境目を迎えている。今後、1年～2年の中長期投資に適した投資対象であると判断する。

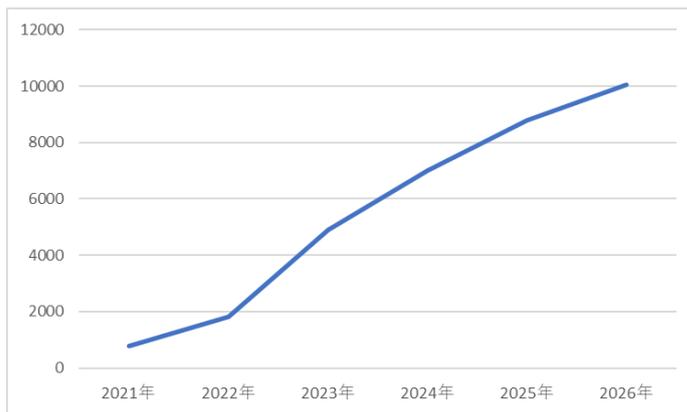
当社は、これまでも、渋谷の代表的なナイトクラブ（CAMELOT）をグループ化し、メタバ

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

ースを活用したサービスを展開するなど、IT技術を、リテラシーの高い市場にぶつけることで、早期に事業拡大をする戦略を採っている。高齢化が進む社会の中で、先端技術をどのように普及させるかが課題となる我が国社会において、注目すべき展開であり、今回のキレイモ事業の取得により、同社の戦略・展開が、さらに注目される可能性が高まっている。CAMELOT、キレイモという多数の顧客・アクセス数を持つ事業のメタバース化は、その相乗効果も含め、今後の同社業績への影響が明らかになるにつれ、同社の株価位置を大きく変える潜在性を持っている。

また株式市場では、9月1日に、矢野経済研究所より「メタバース」に関する市場動向のレポートがリリースされたばかりであり、同レポートでは、2021年から2026年の期間で同市場が13.1倍になるとの見通しが公表され、注目されている。

※メタバース市場規模予測イメージ 単位億円
(矢野経済研究所リリースを基に当社作成)



※メタバース

「Meta=超越」と「Universe=宇宙」を合わせた造語。3次元の仮想空間を意味する。自分自身の代理となる「アバター」をこの空間で活動させることによって、仮想空間におけるサービスを体験することが出来る。

2. GFA 社の基本戦略と事業内容

<若年層をターゲットとする先端的ITサービスをコアに、差別化>

【2021年3月期～2022年3月期】

同社は、2019年に片田社長を迎え、事業再構築を開始。2021年3月期まで、不動産関連事

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

業を主力とした事業構成をとっていたが、2022年3月期より、空間プロデュース事業（ナイトクラブ・宿泊施設・飲食事業及びそれに伴うメタバース事業）を軸とした事業構成に大きく変化を遂げた。

空間プロデュース事業では、20年の歴史を持つ渋谷のナイトクラブ「CAMELOT」及びそのメタバース版「META CAMELOT」の運営を行い、若年層に、ITを駆使した新たなサービスの提案をすることで、強力な差別化を始めている。

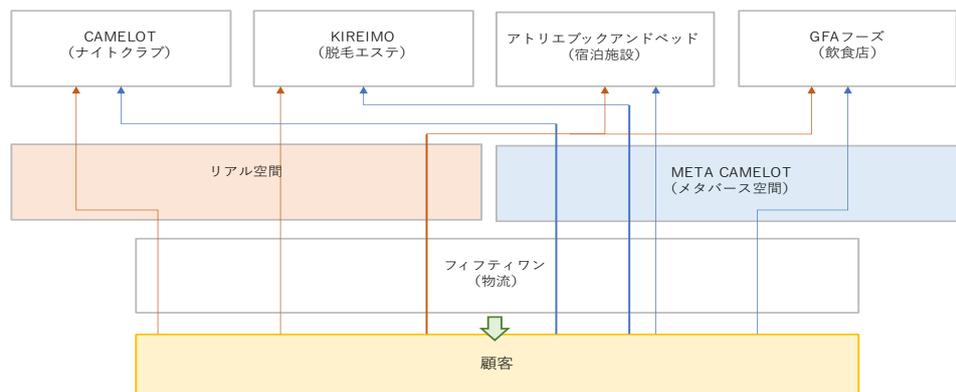
【2023年3月期】

本年8月に実行した40億円の資金調達を背景に、M&Aを積極化し、若年層をターゲットとする事業の取り込みとIT化を進め、EBITDAの極大化を目指している。

今回のKIREIMO事業の譲受により、これらの戦略は、大きく進捗したと言える。

同社の戦略の中心は、単純に若者向けの事業コンテンツを揃えることでは無く、これらの事業に対して、若年層が得意とするIT系サービスを付加価値として加えることで、差別化を行うことにある。当然、今回のクレイモ事業の取得も、その前提のディールであり、メタバース空間を使ったIT化・ネットワーク化が可能な事業ラインナップが揃いつつあることは、有力なプラットフォーム化の可能性を含め、同社の潜在成長率を大きく高めることが想定される。

現時点における、金融サービス以外の主力サービスは、下図の通りとなる。



クレイモ事業譲受以降、同社の空間プロデュース事業では、上図にある4つの主力サービス（事業）をリアル空間及びメタバース・通販で行うことが想定される。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

上図の各企業は、GFA グループの連結企業であり、キレイモ事業とフィフティワンは今期以降の新規連結。今後、連結業績への大な寄与が見込まれる（今期は KIREIMO 含む一部事業が 6 か月程度の寄与）。

本年 9 月にグループに加わった物流会社フィフティワンは、各サービスのラストワンマイルを押さえる戦略を採ることが出来る。

若年層向けの各サービスの提供や PR などが、リアル空間とメタ空間を通して提供されることで、規模やコストパフォーマンスは大きく向上し、新たなサービスを創出する源泉にもなる。このような取組は、これまで大企業が試験的に行ってきた事例が存在するが、現在までのところ、実質的にサービスが行われているのは、ごく一部の業種に限られ、矢野経済研究所のレポートでも現在はまだ黎明期とされている。当社が、上図の各事業でメタ空間を活かすことができるようになれば、その成長性は大きく評価されることになるだろう。

※ CLUB CAMELOT

渋谷の都心で 20 年の歴史を持ち、年間 30 万人の動員、3 フロアー約 600 人の収容力を持つ、国内屈指のナイトクラブ。新型コロナウイルス感染症の影響を受けたが、徐々に営業を再開している。

※ META CAMELOT

世界初となる、3D モデリング構築型（立体的な 3 次元の別世界をソフトウェアによって構築する）によるナイトクラブのデジタルツイン（リアルとメタバースの二つの世界が同時に存在すること）。3D アバターNFT※を活用し、疑似体験ができる。

※ 3D アバターNFT

アバターは、仮想空間で自身の代わりとして現れる分身的存在。NFT（Non-Fungible Token）は、特定された、代替性が無いデータのこと。アバターと NFT を組み合わせることで、アバターの持つ資産や権利等を特定させ、ユーザーに帰属させることができる。

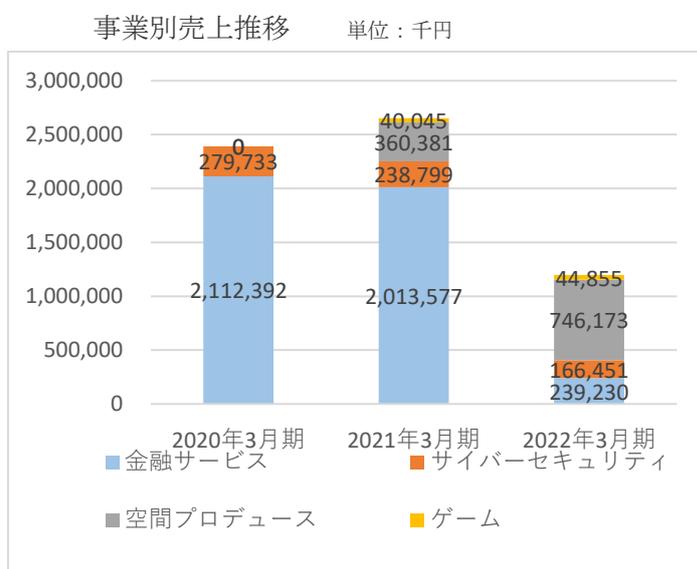
※ キレイモ

これまで、株式会社ヴィエリスが運営してきた脱毛サロン大手。北海道から沖縄まで、全国で 50 店舗以上を展開。開業 8 年で急速に成長し、会員数は 70 万人以上と言われる。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

【過去の事業構成の変化と事業別売上推移】

2020年3月期～2022年3月期の売上推移は下図の通り。



2022年3月期は、空間プロデュース事業がグループの主力事業となった。

また、今回のディールにより、キレイモ事業が空間プロデュース事業にセグメントされれば、同事業はさらに大きくなる。

ただし、同社の最も得意とする分野は、金融的な思考に基づくビジネス構築とITの活用であり、売上構成が変化しても、その基本的なスタンスに変化は無いだろう。各ビジネスに対して客観的な金融的思考による管理とITを駆使した成長戦略ができることが、同社の強みだと言える。

3. これまでの業績推移と今後の見通し

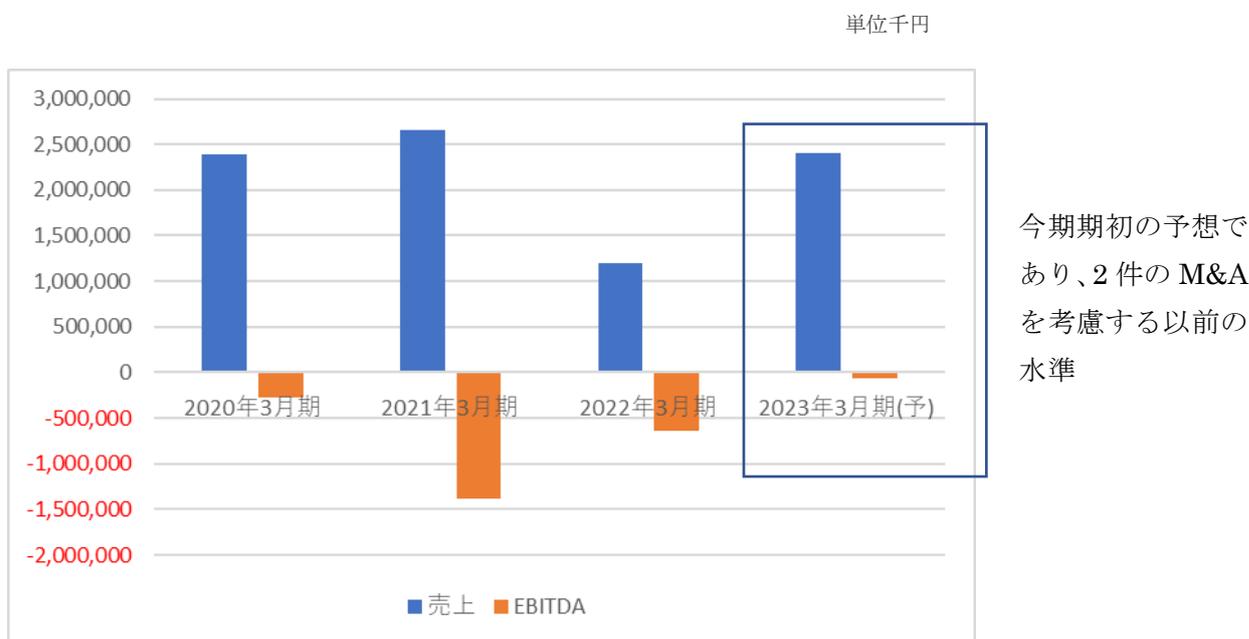
GFAグループの2020年3月期～2022年3月期業績推移及び、期初における2023年3月期業績予想は、下図の通り。同社がM&A戦略を駆使していること、会社としての管理目標がEBITDAであることから、下図では、EBITDAの推移を掲載している。

2020年3月期の空間プロデュース事業開始直後にコロナ禍に見舞われ、業績は低迷を余儀なくされたが、ナイトクラブや宿泊施設の稼働は徐々に再開し、2022年3月期以降、業績は回復途上にある。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

ただし、2023年3月期予想は、フィフティワン社およびキレイモ事業譲受を想定する前のものであり、予想数値は大きく変わる。

連結売上と EBITDA（営業利益＋減価償却＋暖簾代）の推移



今期通期の業績予想は今後の推移を見る必要があるが、フィフティワン社同様、期中の連結取り込であることから、グループ連結業績への寄与は、今期中は約6ヶ月分となり、本格的な通年寄与は2024年3月期となる。したがって、今期及び来期は連続して、大幅な売上高の増加となることは間違いない。

開示資料から、単純に直近の実績を当てはめれば、2023年3月期にはキレイモ事業で20億円、フィフティワン事業で5億円の合計25億円の増収、更に2024年3月期にはそれ以上の増収が想定できる。

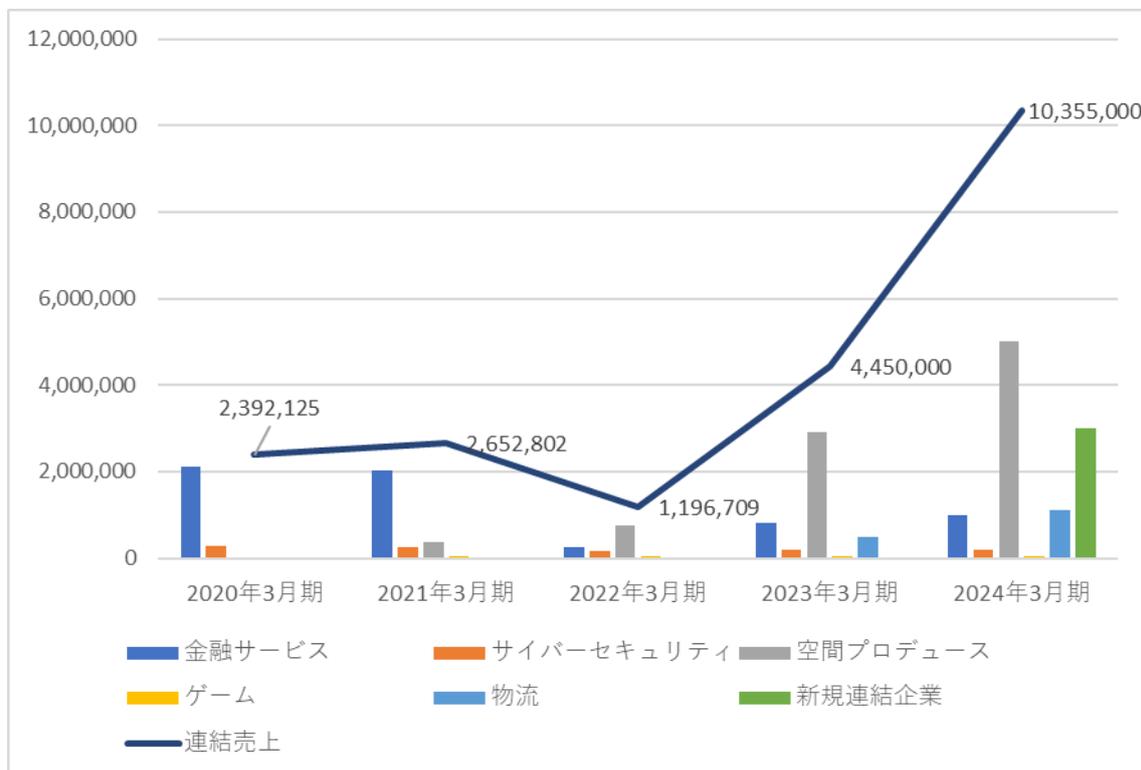
ただし、これらの実績は、新型コロナの影響及び、キレイモ事業の信用不安の影響があったことから、今期連結業績並びに来期連結業績への寄与は、現時点では不明である。コロナの影響が完全に除外された場合には、かなりの好影響が見込まれる。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

売上高推移

(キレイモ・フィフティワン事業を含む。2023年3月期及び2024年3月期は、当社予想)

単位：千円



4. 株価想定

同社株式のバリュエーション算定は、現状ではデータ不足の為、理論的整合性が高いものが提供できない。また、現在・過去の株価推移から、株価がどのように決まってきたか、適切な説明をすることも難しい。強いて言えば、ここ数年間は、実態の株価に対するファイナンスの価格を軸に、需給関係で株価は決まってきたように感じられる。しかし今後、当社が一定の成長性を評価される中で、EPS、EBITDAといった数値が具体化してくれば、株価に理論的整合性が出てくるだろう。その場合を想定し、次の3点から、市場が期待する株価位置を算定しておきたい。

- ① M&Aによる事業拡大とメタバース等成長市場にあることによる売上利益の期待値
- ② 市場の成長率
- ③ 長期的な株価動向からの今後5年間の推定

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

① 売上 100 億円体制

同社の M&A 戦略は、まだ端緒にすぎないと考えられる。フィフティワン買収は株式交付によって行われ、キレイモについても DES（貸付金の代物決済）による取得となっており、ファイナンス発表時における美容業界の債権買取り資金とされている 8 億円がそれに充当されていると考えられる。したがって調達した 40 億円のうち 15 億円とされる M&A 資金の使途の中から、今後も M&A 案件がでてくる可能性が高く、その売上利益への貢献は未知数ではある。

とはいえ、金融的手法の経営を得意とする当社は、15 億円の投資に対する投資収益を十分に考慮して案件を精査しているものと思われる。

前述したように、今回のディールを含め、フィフティワンと合わせたこの 2 業態で売上 25 億円が上乗せになる。既存事業売上を 25 億円とすれば今期売上は 50 億円、更にここに新たな M&A と金融サービス事業の回復、メタバース関連の新サービスが加わるとすると、通期売上 100 億円体制を構築することは十分に可能だろう。この時期を、2024 年 3 月期と仮定する。

② メタバース市場の成長性と PEG, EV/EBITDA の仮定

今後の株価推移を考える場合、期待される PER は、PEG で 2 倍、EV/EBITDA で 20 倍程度のバリュエーションを中心として考えることは可能だろう。この数値は、メタバースの成長性と赤字企業の黒字化による期待値を反映したものであり、小型株では、よく出現する数値である。

矢野経済研究所によると、2021 年の国内メタバース市場は、776 億円だが、5 年後の 2026 年には 1 兆 45 億円に達するとされている。年率で、70%~80%の成長が見込める成長市場だ。プラットフォーム側とコンテンツ提供側でビジネスモデルや成長率は変わるが、いずれにしても中期的に 50%超の成長は確実だと言えるだろう。

このモデルを参考にすると、売上 100 億円を達成する時期が、2024 年と想定すれば、その時点でのメタバース市場の成長率は、2 年間で平均 20%程度と想定できる。中期成長率も、現時点では、2025 年以降 20%としておく。

以上のことから、以下のバリュエーションを株価想定的前提としておく。

PEG=2 倍

2024 年時点の中期成長率=20%

PER=40 倍

EV/EBITDA 倍率=20 倍

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

- ③ 2024年3月期業績のEBITDAを10億円（この予想は、GFA経営陣の経緯手腕に期待するところが大きい）とした場合、上記設定では、EV=200億円となる。負債が無ければ、株式時価総額は200億円と想定することができる。

この数値を割引率10%として現在価値に戻す場合、時価総額は165億円となる。現在の発行済み株式数（潜在株式含む）で割った場合の一株当たり株価は275円となるが、同じ算定方法で、2025年3月期業績を売上150億円、EBITDA15億円とした場合の株価は、413円となる。2025年3月期までの成長を見込み、目標値は410円とする。

- ④ テクニカルで株価を見た場合、前回の上昇局面では、2012年底値から、2014年の100円近辺のもみ合い、2015年の250円近辺のもみ合い、2016年の700円までの上昇、2017年の1000円突破、という5年間、4段階の上昇で、株価を約10倍にしている。

2017年10月を中心としたチャートがほぼ左右対称になっていることで、再度、この動きを再現することに期待がかかることも考えられる。

単純に言えば、2017年の高値に向け5年間かけて上昇した株価（2012年～2017年）が5年間かけて調整終了（2017年～2022年）し、今、今後5年間の長期上昇波動に入った、と考えることもできる。

ちなみに、2017年以前の天井は上場時の2006年であり、この期間（2006年～2017年）も約5年かけて下がり（2006年～2012年）、5年かけて上がっている（2012年～2017年）。ちなみに、2006年時点の株価は5000円を超えている。

業態の変化などを考えれば5000円への戻りも可能性は否定できないが、株価の中期的な上昇期待は、10倍程度が限度となりやすい。ひとまずは、前回高値1334円まで10倍も無いので、この水準を目標に中期的な株価変動を期待する投資家は出てくるだろう。その場合、400円～500円程度のコストは、過大とはならないと考えられる。

そこで現時点での株価想定は以下の通りとする

ただし、今後、会社側へのヒアリング等により、想定数値は大きく変わる可能性がある。

目標値 : 410円～480円

2019年3月期以降の財務諸表推移（単位：千円）

	2019/3	売上比	2020/3	伸び率	売上比	2021/3	伸び率	売上比	2022/3	伸び率	売上比
売上	1,083,019		2,392,126	120.9%		2,652,804	10.9%		1,196,710	-54.9%	
売上総利益	198,748	18.4%	184,072	-7.4%	7.7%	34,163	-81.4%	1.3%	612,415	1692.6%	51.2%
販売管理費	371,173	34.3%	482,893	30.1%	20.2%	1,498,836	210.4%	56.5%	1,311,512	-12.5%	109.6%
減価償却費	19,754	1.8%	2,191	-88.9%	0.1%	48,567	2116.7%	1.8%	35,953	-26.0%	3.0%
暖簾償却	11,444	1.1%	22,888	100.0%	1.0%	35,453	54.9%	1.3%	28,260	-20.3%	2.4%
営業利益	-172,424	-15.9%	-298,821	73.3%	-12.5%	-1,464,672	390.2%	-55.2%	-699,096	-52.3%	-58.4%
経常利益	-280,716	-25.9%	-375,742	33.9%	-15.7%	-1,347,281	258.6%	-50.8%	-721,491	-46.4%	-60.3%
親会社当期利益	-277,276	-25.6%	-488,116	76.0%	-20.4%	-1,693,774	247.0%	-63.8%	-1,160,201	-31.5%	-96.9%
配当	0		0			0			0		
配当総額	0		0			0			0		
自社株買い：処分	0		0			0			0		
純資産	1,523,110	自己資本比率	1,479,195	-2.9%	自己資本比率	67,251	-95.5%	自己資本比率	456,625	579.0%	自己資本比率
除非支配・予約権	1,518,063	55.0%	1,474,983	-2.8%	42.8%	42,856	-97.1%	2.9%	404,142	843.0%	27.3%
平均			1,496,523			758,920	-49.3%		223,499	-70.6%	
総資産	2,760,313		3,448,789	24.9%		1,460,957	-57.6%		1,482,010	1.4%	
平均		DEレシオ	3,104,551		DEレシオ	2,454,873	-20.9%	DEレシオ	1,471,484	-40.1%	DEレシオ
有利子負債	1,161,318	76.5%	1,160,663	-0.1%	78.7%	1,090,173	-6.1%	2543.8%	827,277	-24.1%	204.7%
平均			1,160,991			1,125,418	-3.1%		958,725	-14.8%	
商品	1,625,391		1,823,728	12.2%		371,116			506,434		
現預金同等物	625,323		249,811	-60.1%		263,878	5.6%		255,203	-3.3%	
売掛金・受取手形	36,916		50,469	36.7%		62,718	24.3%		51,221	-18.3%	
買掛金・買掛手形	24,138		38,339	58.8%		255,000	565.1%		41,122		
運転資金	1,638,169		1,835,858	12.1%		178,834	-90.3%		516,533	188.8%	
投資額	145,672		213,384	46.5%		205,572	-3.7%		259,185	26.1%	
ROE	-		-			-			-		
ROA	-		-			-			-		
配当性向	-		-			-			-		
発行済み株式数	9,787,300		12,149,300	24.1%		14,348,300			26,432,000		
自己株	300,449		300,499	0.0%		300,449			300,499		
平均	9,385,138		10,339,812	10.2%		13,239,659			19,777,670		
EPS 1											
BPS1	160.02			124.48			3.05			15.46	
金融サービス			2,112,392			2,013,577			239,230		
			-247,391			-857,179			-319,545		
サイバーセキュリティ			279,733			238,799			153,581		
			-51,429			27,955			-10,142		
空間プロデュース						360,381			746,173		
						-413,138			-154,147		
ゲーム						40,045			44,855		
						-222,310			-215,260		
次期売上予想	1,292,000		2,360,000	112.4%		1,715,000	69.8%		2,398,000		
営業利益予想	46,000		-638,000	229.6%		31,000	-2255.15%		-127,000		
当期利益予想	5000		-671,000			21,000	-5524.8%		-156,000		
株価(5月末)			140			196			119		
時価総額			1,700,902			2,812,267			3,109,649		
EV			1,700,902			2,812,267			3,109,649		
EBITDA			-273,742			-1,380,652			-634,883		
EV/EBITDA			-6.21			-2.04			-4.90		
6月～5月高値			358			308			230		
PER											
PBR			2.9			101.0			14.9		
6月～5月安値			62			110			82		
PER											
PBR			0.50			36.07			5.30		

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。
2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。
3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者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またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。