

ダイナムジャパン ホールディングス

HK06889 香港証券取引所

2014年7月24日（木）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
浅川 裕之

■ 低貸玉機とローコストオペレーションで業容拡大が継続

ダイナムジャパンホールディングス（HK06889）は店舗数で日本最大、貸玉収入で第2位と日本最大級のパチンコホール運営企業だ。パチンコ市場自体は長期低迷の状態にあり、市場の縮小基調が続いている。そうした厳しい事業環境にも関わらず、同社は着実に店舗数を増大させ、収益も高水準を維持している。同社の戦略を支えるのは、収入の点では「低貸玉機」の積極導入策、コストの点では、チェーンストア理論に基づく練り込まれた出店モデルと店舗のローコストオペレーションの各種施策だ。これらの施策を最大限活用して市場規模縮小下でも着実に出店を行い、シェアを拡大することで中長期の持続的成長を目指している。

同社は10年後（2023年3月末）にシェア10%、1,000店舗を目指す「10-10-1000」プロジェクトを掲げているが、これまでのところは質重視の出店スタンスを堅持している。同社は高効率性に本質的な価値を有する企業であり、この点はプラスに評価できよう。今後においても、同社のパチンコ事業の評価軸は、出店スピードではなく出店した店舗の質に置くべきであると弊社では考えている。

同社のカジノに対する参入意欲は強い。しかし、何が何でも参入するというスタンスではなく、自社の基盤や強みを分析した結果として、地域を絞り込んで参入のチャンスを追及していくという方針としている。これは同社の企業規模やカジノ事業における経営リスク許容度などを考えた場合、非常に地に足のついた、現実的な選択肢であるとポジティブに評価できる。カジノについては法案自体がまだ国会の継続審議案件にとどまっており、注視するスタンスが重要だろう。

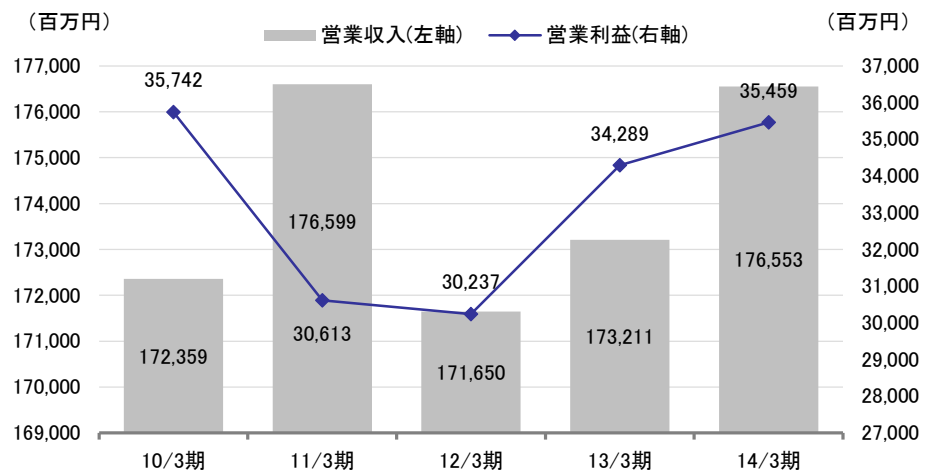
「パチンコ税」の議論も浮上してきたが、この点に対する同社のスタンスは明快で、「賛成」の立場だ。パチンコ税もまだ議論の途中にあって先行きについて予断は許さない状況だが、仮に導入されれば、マイナス面よりもプラス面のほうが大きいと同社は考えている。パチンコ業界の評価が「規制リスク業界」から「エンターテインメント業界」へと変わる可能性があり、株価バリュエーションにもポジティブな影響をもたらす可能性があるためだ。

■ Check Point

- ・パチンコホール運営会社として唯一、香港証券取引所に上場
- ・マカオのカジノ運営会社へ出資し密接な関係を構築
- ・内部留保充実へのニーズがあるなかで高水準の配当性向

2014年7月24日(木)

通期業績の推移



■ 会社概要

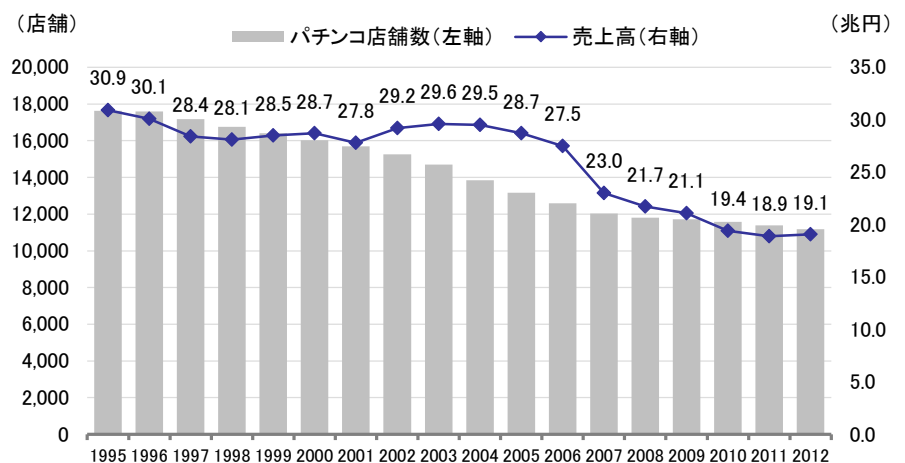
パチンコホール運営会社として唯一、香港証券取引所に上場

(1) 沿革と事業概要

ダイナムジャパンホールディングス(以下、「同社」)は日本最大級のパチンコホール運営企業で、2014年3月期末の店舗数は375店舗、業界トップの位置を占めている。企業グループの規模を図るもう一つの主要指標である貸玉収入は、2014年3月期が922,172百万円で、これは業界第2位である。同社はパチンコホール運営会社としては唯一、香港証券取引所に上場している(2012年8月)。

パチンコ業界の事業環境は決して順風ではない。2012年のパチンコ市場規模は19.1兆円だった。この数字は競馬や競輪、競艇、オートレース、宝くじなどの他のゲーミングを大きく引き離し、国内ゲーミング市場の約80%を占めている。しかし、19.1兆円という値は1995年の30.9兆円から見ると38.2%の減少となっている。

パチンコ市場規模と店舗数の推移

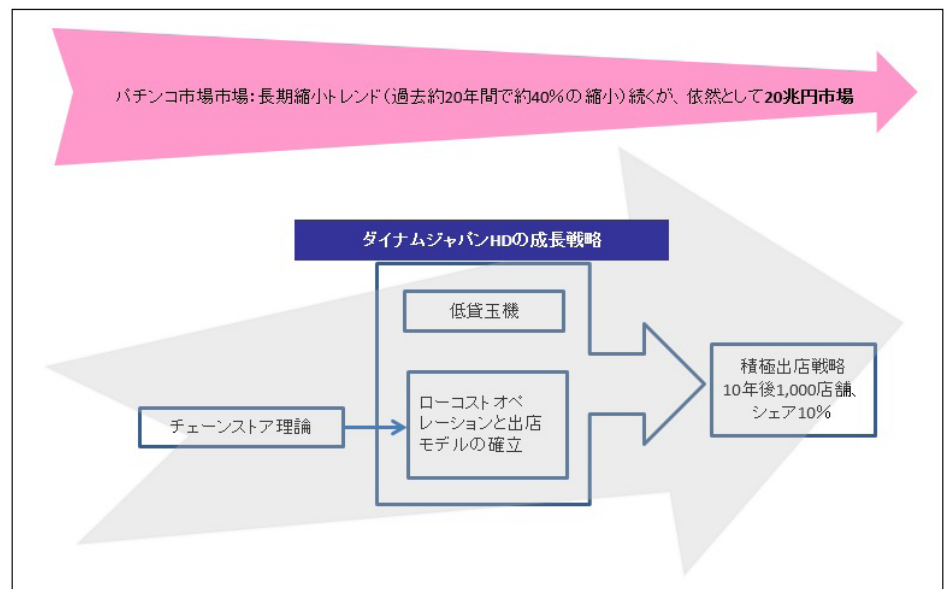


出所: 日本生産性本部「レジャー白書」、日本遊技関連事業協会、警察庁などのデータからFISCO作成

パチンコ市場の縮小は、スマートフォン（スマホ）の登場で余暇利用が多様化したこと、人口減少、個人所得の伸び悩みなど、様々な要因が挙げられている。重要なことは、市場縮小が循環的なものではなく、構造的なものであるということだ。同社に限らず、パチンコホールの経営者にとって第一の課題はこの構造的な市場縮小にどう立ち向かうか、ということだ。

この点に対する同社の方針は明快だ。まず、市場が縮小中とはいえ、まだ20兆円近い巨大市場であるので、シェアを拡大することで自社の成長は十分可能だというのが、根底にある考え方となっている。どのようにシェアを拡大するのか、という点では「低貸玉機」の積極導入を進めている（詳細は後述）。低貸玉機を導入して集客効果をあげつつ店舗の利益を確保するための方策が「ローコストオペレーション」だ。最後に出店戦略がある。この高効率の店舗をハイペースで出店して他社のシェアを獲得し、市場縮小の流れのなかにあっても自社の収益成長を実現するという戦略となっている。

市場縮小とダイナムジャパン HD 拡大のイメージ図



同社のこうした戦略を理解するうえでは、同社の沿革と現取締役会議長・佐藤洋治氏が進めてきたチェーンストア理論に基づく経営を理解する必要がある。同氏は大学卒業後、当時日本に入ってきて日が浅かった「チェーンストア理論」に感銘を受け、ダイエー〈8263〉に入社した。その後、同社を創業した父の死を受けて同社の経営を行ってきたが、その間、一貫してチェーンストア理論をパチンコホールの経営に応用して業容拡大を図ってきた。そうした思想は企業文化として同社に根付き、それが同社をして業界の中のトップ企業に押し上げるとともに、経営理念において顧客第一主義や情報開示、コンプライアンス経営など現代の企業経営で最も重要とされる要素を、かなり早期から取り入れることへとつながっている。簡単に言えば経営リスクの低減が実現された企業ということだ。



ダイナムジャパン
ホールディングス
HK06889 香港証券取引所

2014年7月24日(木)

沿革

1967年7月	佐和商事(株)設立(亀有店、金町店開店)
1987年11月	社名をダイナムに変更
1989年4月	大卒新卒第1期入社
1989年10月	初の郊外型店舗、新潟・新発田店開店
1993年10月	チェーンストア研究機関「ベガサスクラブ」加盟
1994年8月	木造ローコスト標準店1号店を北海道・江別に開店
1997年7月	第1回決算アナリスト説明会開催
1997年12月	パチンコホール業界で初の投資適格の格付けを取得
1998年4月	パチンコホール業界初の労働組合「ダイナムユニオン」結成
2006年12月	江別店で初の低貸玉営業(パチンコ2円、スロット10円)開始
2006年12月	「(株)ダイナムホールディングス」を設立
2007年5月	1円パチンコの「ダイナムゆったり館」の本格展開開始
2009年3月	「信頼の森」構想を発表、信頼の森第1号の秋田たかのす店を開店
2011年9月	ダイナムホールディングスより新設分割して、「(株)ダイナムジャパンホールディングス」を設立
2012年8月	(株)ダイナムジャパンホールディングスが香港証券取引所に株式上場
2013年1月	香港現地法人Dynam Hong Kong Co., Limited設立
2013年5月	モンゴルの不動産開発「エリンプロジェクト」への投資を発表
2013年6月	マカオ・レジェンド社に3,500万ドルを投資することを発表
2013年10月	IGG社に1,500万ドル投資することを発表
2014年1月	マカオ・レジェンド社に5,000万ドルの追加投資を発表

低貸玉機主体のゆったり館の店舗数が従来型と肩を並べる

(2) 低貸玉機営業

同社の成長戦略上重要なポイントは、パチンコ離れが進む中でいかに集客するかということだ。その観点で同社が力を入れているのが低貸玉機の積極導入である。

パチンコは玉を借りて遊ぶという形態となっており、その際の玉を借りる(店側からは玉を貸す)料金が貸玉料で、従来は1玉4円だった。すなわち、客は1,000円で250玉を借りることができる。同社が進める低貸玉機営業戦略というのは、この貸玉料を1円あるいは2円に引き下げるといったものだ。1円の場合、客は1,000円で1,000玉を借りることができ、それだけ長時間遊ぶことができるため、これが集客につながるという構図だ。

低貸玉機導入は同社だけではなく業界全体に広がっているが、同社は低貸玉機の導入比率が極めて高い。1台でも低貸玉機が入っている店舗の割合は98.9%に達している(375店中371店)。同社の全設置機械台数に占める低貸玉機の比率は2014年3月末で65%に達している。業界全体では40.5%にとどまっているので、同社の導入比率に高さが容易に理解できる。

同社は375店舗を展開しているが、大きく3種類の業態に分類できる。「従来型」というのは「ダイナム」ブランドで4円貸玉機主体の店舗である。「ゆったり館」というのは現在注力している店舗で低貸玉機主体の店舗だ。「信頼の森」は低貸玉機主体という点では「ゆったり館」と同様だが、ホール内は全面禁煙という点に特徴がある。2014年3月期中の新規出店13店はすべてゆったり館業態であった。さらに、従来型からゆったり館に1店舗、信頼の森からゆったり館に4店舗、それぞれ業態転換し、全体としてゆったり館は172店舗に達し、従来型と肩を並べた。

ダイナムジャパンホールディングスの業態別店舗内訳

店舗タイプ	主カパチンコ機のタイプ	ホール内喫煙	14/3期末店舗数
従来型	高貸玉機(4円)主体	喫煙可	173
ゆったり館	低貸玉機(1円もしくは2円)主体	喫煙可	172
信頼の森	低貸玉機(1円もしくは2円)主体	禁煙	30

低貸玉機比率の状況（14/3 期末）

	ダイナムグループ	業界参考値
低貸玉機導入店比率	98.9%	-
低貸玉台パチンコ機設置割合	65.0%	40.5%
低貸メダルスロット台設置割合	50.0%	21.1%

同社が積極的に進める低貸玉機の導入が、業界全体では遅れているのには理由がある。パチンコホール側の店舗当たり収入が減少するためだ。1円営業と4円営業では同じ球数を貸し出しても収入（貸玉収入）が単純に4分の1になる。収入減少と集客増加を天秤にかけてどう経営判断するかで、低貸玉機導入へのスタンスが変わってくるが、同社はこの点について自信を持っており積極導入を行っている。

店舗業態別収益比較表

（単位：百万円）

		13/3 期			14/3 期				
		上期	下期	通期	上期	下期	通期	構成比	
貸玉収入	合計	金額	467,263	461,895	929,158	470,532	451,640	922,172	100.0%
	従来型	金額	364,457	352,385	716,842	343,925	324,661	668,586	72.5%
	ゆったり館	金額	80,575	87,668	168,243	107,249	108,578	215,827	23.4%
	信頼の森	金額	22,231	21,842	44,073	19,358	18,401	37,759	4.1%
遊技業収入	合計	金額	82,060	81,901	163,961	82,159	83,595	165,754	100.0%
		貸玉収入対比	17.6%	17.7%	17.6%	17.5%	18.5%	18.0%	
	従来型	金額	53,823	53,485	107,308	51,598	52,523	104,121	62.8%
		貸玉収入対比	14.8%	15.2%	15.0%	15.0%	16.2%	15.6%	
	ゆったり館	金額	22,433	23,006	45,439	25,889	26,489	52,378	31.6%
		貸玉収入対比	27.8%	26.2%	27.0%	24.1%	24.4%	24.3%	
	信頼の森	金額	5,804	5,411	11,215	4,671	4,584	9,255	5.6%
		貸玉収入対比	26.1%	24.8%	25.4%	24.1%	24.9%	24.5%	
店舗営業利益	合計	金額	15,489	14,568	30,057	14,003	15,860	29,863	100.0%
		遊技業収入対比	18.9%	17.8%	18.3%	17.0%	19.0%	18.0%	
	従来型	金額	12,113	13,726	25,839	11,019	15,043	26,062	87.3%
		遊技業収入対比	22.5%	25.7%	24.1%	21.4%	28.6%	25.0%	
	ゆったり館	金額	3,158	1,435	4,593	2,745	761	3,506	11.7%
		遊技業収入対比	14.1%	6.2%	10.1%	10.6%	2.9%	6.7%	
	信頼の森	金額	218	(592)	(374)	239	56	295	1.0%
		遊技業収入対比	3.8%	-10.9%	-3.3%	5.1%	1.2%	3.2%	

出玉をカードで記録するパーソナルシステムで効率的な店舗運営

(3) ローコストオペレーションの分析

同社が収入拡大の反対側で進めるのはローコストオペレーションの取り組みだ。この考え方の根底には、チェーンストア理論が流れているというのは、前述のとおりだ。これも前述したように、同社の収入増加策は、単位店舗当たりの収入は減少する。したがってこの戦略を採用するうえでは、合わせて店舗費用の削減を行い、利益を確保するという施策が必要不可欠となる。

同社のローコストオペレーションは、既存店と新規出店と両方に対して適用されている。まず、新規出店については、ゆったり館の業態で標準店舗モデルを大きく2種類（480台モデルと560台モデル）に絞り、商圏人口約5万人の地方都市に照準を合わせている。土地は20年の定期賃借とし、建物は木造とすることで初期出店コストを452百万円に抑えている。機械費はこれと別に約150百万円をかけて導入するが、資産計上はせずに経費として初年度に一括計上する。その結果、初年度は営業損失となるが2年目以降は黒字化し、開業から10年間の年平均ROIは28.9%を目標としている。



ダイナムジャパン
ホールディングス

HK06889 香港証券取引所

2014年7月24日（木）

一方既存店に対する経費削減の内容は、人件費と機械費の削減だ。両者合計で店舗総費用の約60%を占めるだけに、コントロールができればインパクトは大きい。機械費削減について同社では中古機の活用、プライベートブランド（PB）機の導入及び設置コスト削減を中心に据えている。同社は本体に加えてグループ内の（株）ダイナムビジネスサポートでPB機開発を手掛けている。人件費削減については、パーソナルシステムの導入と情報システムによる一元管理がその内容だが、特にパーソナルシステムが重要だ。

パーソナルシステムとは、客が勝った分の玉（出玉）についてカードに記録して管理するシステムだ。箱を積み上げて通路に置いたり、計数のために台車で運んだりといった必要がなくなるため、より効率的な店舗運営ができるようになる。通常、1つのホールは正社員10名とアルバイト10名程度で、3交代で運営されている。アルバイト6～7人（1シフト当たり2名）を削減する効果があるとも試算されており、このシステムへの期待は大きい。同社はパーソナルシステムを全社で217店舗に導入済みで、ゆったり館と信頼の森業態での導入率は90%を超えている。新規出店でもこの導入を前提に収支計画を立てている。

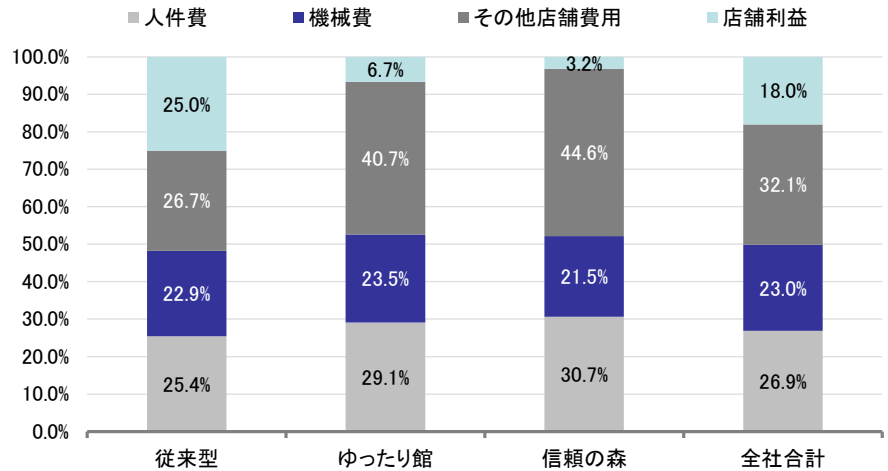
ダイナムジャパン HD のローコストオペレーションと収入増加の概念図

目的	主な取り組み	詳細内容	効果
収入増加	低貸玉店舗を主軸とした新規出店 顧客ニーズの変化に応じた遊技機の構成変更	ゆったり館モデルによる出店	営業規模増大 貸玉収入・営業収入の着実な積み上げ
	標準モデルによる出店コストの管理 木造標準店舗 20年の定期借地契約 遊技機480台/560台モデル	初期投資額4.52億円(機械費を除く) 商圏人口5万人 ROI(10年平均)28.9% 機械費約1.5億円。導入初年度に経費処理	初期投資の最小化
利益増加	オペレーションコストの管理 中古機の導入 PB機の導入 物流センターへの機能集約	人件費と機械費で全体の60%を占める 2014/3期の購入分の20.3%が中古機 PB機は2014年2月から順次、計2,000台導入予定 全国14か所。遊技機設置コストの削減	店舗営業費用の削減 機械費の削減
	パーソナルシステムの導入 情報システムによる一元管理	2014年3月末現在217店舗(全体の58%)に導入済み。「ゆったり館」と「信頼の森」業態だけを取ると90.1%の導入率(202店舗中182店舗)。 店舗管理、営業管理、遊技台管理、景品管理、人事管理、会計の基幹システムをネットワークで展開	人時生産性の向上 店舗人件費の削減 業務効率向上

同社のローコストオペレーションについては、全体として非常に理に適った、かつ、よく練られた説得力のある施策であると評価できる。細部においては、例えばPB機の導入について、効果は高い（弊社では1台当たり10万円前後、約20～30%の削減効果と推定）と期待されるものの、結局は客に受け入れられるかどうか最大のポイントでありリスクの一つとみている。一方、中古機は実際の人気を見ながら機種を選定・調達できるため、失敗のリスクは低いと考えている。また、物流センターを整備して設置コストを削減するという施策は、パチンコホールにおける機種入れ替えの頻度を考えると、地味な施策でありながら効果は意外に大きいものとみている。

同社の新規出店モデルも順調にワークしているようだ。同社が過去2年間に新規出店した20店舗について収益状況の検証を行った結果、個々の店舗で多少のばらつきはあるものの、平均値としてはモデルどおりの収益の数値が確保できているようだ。この点は今後の同社の出店戦略推進において、大きな自信となるのは間違いない。

業態別費用構造比較



低採算の既存店舗に対する施策は、まず、第一義的には同社の進めるローコストオペレーションの徹底があろう。パーソナルシステムこそ導入が進んでいるが、中古機についてもPB機についても、本格導入はむしろこれからだ。パーソナルシステムもさらに進化させることでアルバイト等従業員数の削減幅を拡大する余地が生まれる可能性がある。他方、収入増という点では、1円パチンコから2円パチンコの切り替えという方向性が考えられる。効率よく遊びたいという客層は一定層あり、4円パチンコが依然として根強い人気があるのはそのためだ。1円から2円への切り替えで貸玉収入は倍増する。

マーケティング戦略という点ではシニア層の掘り起こしが考えられる。特にこれまでパチンコをしてこなかった層に対するマーケティングだ。現在、屋間のゲームセンターの主要客層はシニア層になりつつある。彼らが楽しむのは主としてメダルゲームである。店舗側もメダルの価格を下げて、客の滞在時間を長期化させることでトータルでの売上増加に結び付けることに成功している。これは低貸玉機の戦略と本質には同じ方向のものだ。

多店舗化戦略でシェア 10% 相当の 1,000 店舗を目指す

(4) 中期出店計画

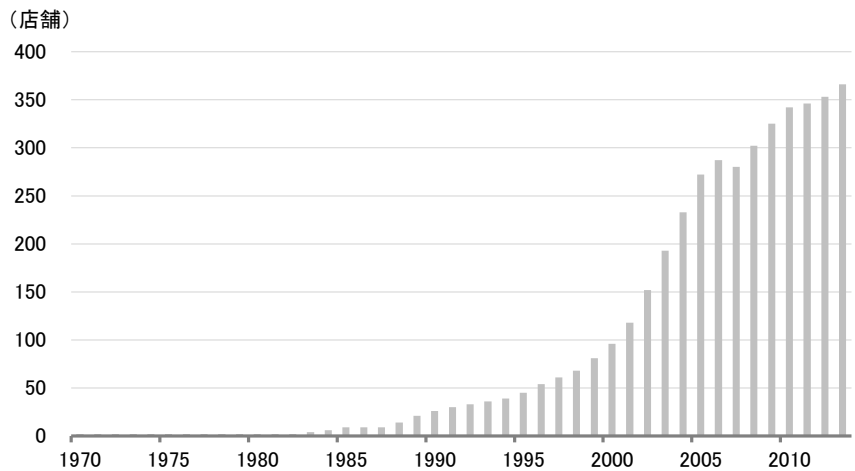
同社の成長戦略のより直接的な施策として、積極出店による多店舗化戦略がある。同社は今後 10 年間（計画策定時から、ということでゴールは 2023 年 3 月期）でシェア 10% 相当の 1,000 店舗を目指す、「10-10-1000」計画を掲げている。現時点の 375 店舗をほぼ 3 倍増させるという意欲的なもので、年間平均 40 店舗の新規出店と他のホールの経営統合を組み合わせて実現を目指す、というものだ。



ダイナムジャパン
ホールディングス
HK06889 香港証券取引所

2014年7月24日（木）

ダイナム(単独)店舗数推移



但し、年間40店舗の出店というのも現実には難しいとFISCOではみている。同社の新規出店モデルのハードルはかなり高く、それをクリアする立地を見つけるのは困難が予想されるからだ。過去2年間の新規出店数が合計20店（2013年3月期に7店、2014年3月期に13店）にとどまっているという実績がそれを裏付けている。

弊社では、重要なことは出店数ではなく、同社が自ら設定した新規出店のハードルをきちんと維持して、それをクリアした高効率の店舗だけを出店させることにあると考えている。その意味では、過去2年間の出店数が20店に押さえられているという事実は、賞賛すべきポイントである。同社の設定条件は非常に厳しく、かつ、練られているため、翌々期には1店舗当たり年間1.3億円の営業利益が期待可能だ。この営業増益効果は決して小さくないとえる。

なお、同社が仮に年間40店を出店を行う場合でも、資金的には全く不安がない点は特筆されるべきだろう。前述のように1店舗当たりの出店費用は452百万円で、40店で約18,100百万円となる。これ以外に年間10,400百万円の配当金がキャッシュアウトフローとなる。一方、キャッシュインフローとしては2014年3月期実績をベースにすると当期利益が21,310百万円で減価償却費が10,234百万円の合計31,544百万円で、自己資金で十分に賄えることが容易に理解できる。

キャッシュフロー（当期利益 + 減価償却費）の推移

(単位：百万円)

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	将来計画	前提条件
当期利益 (A)	20,214	16,191	15,898	20,925	21,310	21,300	14/3期比横ばい
減価償却費 (B)	11,402	11,462	10,804	10,507	10,234	10,200	14/3期比横ばい
キャッシュ・インフロー (A) + (B)	31,616	27,653	26,702	31,432	31,544	31,500	
配当総額 (D)	7,242	4,295	4,885	4,271	10,586	10,400	14円配当。発行済株式数：742.85百万株
設備投資（新規出店） (E)	11,133	6,152	7,471	10,723	9,292	18,080	1店舗当たり452百万円。40店舗出店
キャッシュ・アウトフロー (D) + (E)	18,375	10,447	12,356	14,994	19,878	28,480	

2014年7月24日（木）

■トピックス / 投資テーマ

マカオのカジノ運営会社へ出資し密接な関係を構築

(1) カジノに対する基本スタンス

同社はカジノに対する参入意思を非常に強く抱いている。参入する場合にはパチンコホール運営者として、カジノにおいてもオペレーターとしての立場での参入を目指す意向だ。それに向けて同社は2013年1月に香港に現地法人を設立し、そこをベースにカジノに関する情報収集を続けてきた。

○同社の海外での動き

2013年6月に同社は、カジノオペレーターの「マカオ・レジェンド社」に3,500万ドルの出資を行った（その後さらに5,000万ドルを追加出資）。これに関連して、同社は、マカオ・レジェンド社が経営するカジノに、同社がパチンコ機器を設置し運営する契約を締結した。これはカジノ機ではなくあくまでもパチンコ機という位置付けだ。ただし、日本的な玉と釘のある機械ではなく、LCD画面を備えたまったく新しい概念の遊技機械となる予定である。このいわば「次世代パチンコ機」の開発のために、ダイナムはシンガポールの「IGGシンガポール社」と機器及びゲームの開発に関する覚書を締結するとともに、IGG社に1,500万ドルの出資を行った。本場であるマカオのカジノ運営会社へ出資、密接な関係を持っている点は、他社にはない強みであると言える。

マカオ・レジェンド社とIGG社への投資は両社の株価上昇で大きな成功となっている。2014年3月期決算において、IGG社の投資で23億円、マカオ・レジェンド社への投資で約56億円の含み益が発生している状況だ。これらの出資に関して何ら売却制限はなく、同社は好きなタイミングで両社の株の売却が可能な状況にある。

○日本のカジノに関する取り組み状況

国内カジノ設置を認める複合型リゾート施設（IR）整備推進法案（以下、「IR法」という）は、6月18日の衆院内閣委員会で審議入りした。この法案は超党派のカジノ推進派議員による連盟（IR議連）が中心となり、自民党・日本維新の会・生活の党3党の共同で提出された。継続審議の手続きがなされており、今秋の臨時国会で本格的に論戦が行われ、最終的に衆院で可決される見込みとなっている。現状ではカジノ設置の根拠法となるIR法の内容が固まっていないため断言はできないが、カジノを含む複合型リゾート施設の候補地として、北海道、千葉、神奈川、大阪、長崎、宮崎、沖縄など複数の自治体が名乗りを上げている。

言うまでもなく、日本ではカジノは禁止されてきたため、カジノオペレーターとしての実績を有する日本企業はない。同社も含めて参入意欲を持つ日本企業は様々な形でノウハウの吸収に努めているが、一朝一夕にはいかないのも事実だ。したがって、米国のカジノオペレーターとの協力関係は不可欠であろう。海外オペレーターも日本のカジノ市場に対して参入意欲を強く有しており、大都市圏の候補地については参入競争が激化することが予想される。

そのような環境下、まだ詳細は明らかに出来ないとした上で同社の主たる狙いは大都市圏ではなく、自社の事業基盤や強みなどを活かした参入を考えているとした。

2014年7月24日（木）

現時点においては、同社を始めとする日本企業がカジノに参入した場合の成否などを評価するステージにはないが、同社の姿勢はステークホルダーにとってはポジティブなことであると考えられる。日本のIR法が想定する複合リゾート型カジノは言うまでもなく、初期投資が膨大になる。首都圏など一部の場所については、兆円単位にまで膨れ上がる可能性も取りざたされている。そうした過大な投資負担を避け、さらに地の利や人脈などを総合的に判断した参入の考えが伺える。そうした、地に足がついた慎重なスタンスは前向きに評価されるべきものであろう。

日本のカジノでもう1つ考慮すべきポイントは、ラスベガスやマカオのような、世界のカジノファンにとって魅力的なカジノになり得るかどうか未知数だという点だ。それはとりもなおさず、ハイローラーと呼ばれる高額ギャンブラーを満足させることができるカジノになりえるか、ということだ。合法化されたカジノにおいては、この部分こそが規制リスク・制度リスクであり、規制内容によっては日本のカジノが魅力の乏しい、全くの期待外れに終わる可能性がある。この点もまた、今後の国会や規制当局の議論を待たねばならない。

パチンコ税導入に対しては賛成で前向きなスタンス

(2) パチンコ税の考え方

○パチンコ税浮上の背景

パチンコ業界に対して、「パチンコ税」の議論が浮上してきた。パチンコ税の議論は以前から浮上しては消えているが、今回は、安倍政権が進める法人税実効税率引下げによる税収減の代替財源案として浮上したものである。前述のようにパチンコ産業は約20兆円の市場規模であり、1%の税率で2,000億円の財源になるとの試算もなされている。

パチンコ税が実現するかは全く流動的であるが、現状、報道されているところによれば、パチンコの景品を現金に交換する際に、いわば「換金手数料」という形で客が支払う案が検討されているようだ。

このスキームでの課税方式の場合、現行の「3店方式」との兼ね合いが問題となる。パチンコの景品を「3店方式」のもので換金することは合法であるが、それは「3店方式」がパチンコ業界の枠外に存在しているからである。パチンコ税を今検討しているスキームで実行しようとする、この3店方式をパチンコ業界内に取り込む（すなわち、パチンコの直接換金合法化）が必要になるとの見方がなされている。

このような立法論とは別に、パチンコ業界内では、パチンコ税に対しては反対の声が多い。「税」を負担するのがパチンコ店側でなく客であったとしても、結果的に客のパチンコ離れが起き店舗経営にマイナス影響が出ることを憂慮しての見方である。

○同社のスタンス

同社は、パチンコ税導入に対して賛成の立場を明言している。パチンコ税を支払うことでパチンコ業界が「社会貢献業界」と位置付けられ、長期的には業界の安定的な成長に資することになると考えていることが伺える。

弊社では、パチンコ税の議論については、同社の考え方が、最も現実的で前向きであると考えている。カジノが合法化される可能性が高く、パチンコ税構想も今回は具体化する可能性があるためだ。カジノ解禁とセットですることで、財源確保に向けて議論が一直線に進む可能性が高まると弊社ではみている。

業績への影響については、短期的には影響がでる可能性は否定できない。しかし導入にただ反対を唱えるよりも、消費増税時のように、その対応や新たな集客策に知恵を絞る方が、よほど前向きなスタンスであろう。

もう一つ重要なポイントは、これまでパチンコホール運営会社が国内の証券市場に上場できなかった背景には「3店方式」の解釈が証券業界で定まっていなかったことがある。ここでこのハードルは一気に消えてしまう。これは、同社を含めたホール運営企業に国内上場の道を開くと共に、株価バリュエーションの面でも、「規制リスク業界」から「エンターテインメント企業」へと評価基準が変わる可能性を秘めていると言える。

■財務分析と業績動向

安定して高水準の利益を計上

(1) 財務分析

同社の自己資本利益率（ROE）は2014年3月期で15.9%だ。この水準自体は高いと評価できるものであるが、過去の推移をみると、2011年3月期は20.6%だったところから、約5%ポイント低下した。

ROEはROA（総資産利益率）と財務レバレッジから成るが、2014年3月期のROAは19.6%とROEよりも高い値となっている。この要因の1つには財務レバレッジ効果が小さくなってきたことが挙げられる。同社は有利子負債削減を進めてきており、2014年3月末の有利子負債残高は4,324百万円にまで減少した。ROEに占めるROAの割合が高いほうがROEの質は高いと評価できる。しかし、現在の同社は利益を獲得すると自己資本が増加し、逆にROEが低下する。

表中の成長性にあるように、過去4年間、同社の営業収入、営業利益ともに、ほぼ横ばいだった。一方で営業利益率は20%を超えており、高水準の利益を計上している。

同社自身は国内パチンコ市場での積極出店戦略や今後のカジノへの事業展開に備えて、手元資金を厚くしたいという意識が強いと推測される。また、詳細は後述するが50%近い配当性向を実現しており、株主に対する還元も通常の企業であれば十分に果たしているとの評価が可能だ。



ダイナムジャパン
ホールディングス
HK06889 香港証券取引所

2014年7月24日（木）

財務分析表

		10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	
主要数値	営業収入	百万円	172,359	176,599	171,650	173,211	176,553
	販管費	百万円	642	934	1,754	3,112	4,075
	営業利益	百万円	35,742	30,613	30,237	34,289	35,459
	当期利益	百万円	20,214	16,191	15,898	20,925	21,310
	総資産	百万円	166,958	166,927	156,461	167,877	185,732
	自己資本	百万円	71,929	85,370	93,474	125,827	142,817
	有利子負債	百万円	54,269	38,017	23,237	5,583	4,324
	減価償却費	百万円	11,402	11,462	10,804	10,507	10,234
	EBITDA	百万円	47,144	42,075	41,041	44,796	45,693
収益性・効率性	自己資本利益率	%	-	20.6%	17.8%	19.1%	15.9%
	総資産営業利益率	%	-	18.3%	18.7%	21.1%	20.1%
	資産回転率	回/年	-	1.06	1.06	1.07	1.00
	営業収入総利益率	%	21.1%	17.9%	18.6%	21.6%	22.4%
	営業収入販管費率	%	0.4%	0.5%	1.0%	1.8%	2.3%
	営業収入営業利益率	%	20.7%	17.3%	17.6%	19.8%	20.1%
成長性	EBITDA マージン	%	27.4%	23.8%	23.9%	25.9%	25.9%
	営業収益	%	10/3期から14/3期までの 4年間の年平均成長率				0.6%
	営業利益	%					-0.2%
	当期利益	%					1.3%

ゆったり館は需要取り込みで貸玉収入・遊技業収入ともに増加

(2) 2014年3月期決算

2014年3月期決算は、営業収入（遊技業収入とその他収入の合計）が176,553百万円（前期比1.9%増）、営業利益が35,459百万円（同3.4%増）、税引前利益が34,678百万円（同3.7%増）、当期利益が21,310百万円（同1.8%）となった。

貸玉収入は922,172百万円と前期比で0.8%減少したが、景品在庫額も756,418百万円と同1.1%減少したため、ネットの収入である遊技業収入は165,754百万円と1.1%増加した。また、その他収入は10,799百万円と前期比16.7%増加したが、この中ではIGG株の評価益が2,301百万円新規に加わったことが大きく貢献している。中核の自販機手数料収入は4,084百万円で前期比横ばいだった。

貸玉収入を業態別に見ると、従来型店舗の貸玉収入が668,586百万円と前期比6.7%減少した。期中の店舗増減は1店舗減少だけであり、貸玉収入の減少は基本的に客数が減少したことによる影響と言える。客数減少の主因は高貸玉機から低貸玉機へのシフトである。

ゆったり館の貸玉収入は215,827百万円で前期比28.3%増となった。客のニーズが低貸玉機へと移行する中、同社はゆったり館の新規開設で13店舗、業態転換で5店舗の計18店舗を増加させ、需要を取り込んだ。ただし、同社全体では貸玉収入が前年比約7,000百万円の減少となっており、従来型店舗での落ち込みを完全に吸収するには至らなかった。

信頼の森の貸玉収入は37,759百万円で前期比14.3%の減少となった。前年の10店舗に続きこの期も4店舗をゆったり館に業態転換したことが主たる要因だ。

貸玉収入から景品在庫額を引いた遊技業収入は、従来型店舗は104,121百万円（前期比3.0%減）、ゆったり館が52,378百万円（同15.3%増）、信頼の森が9,255百万円（同17.5%減）となり、ゆったり館が大きく貢献した。ゆったり館では景品交換にかかる店側の利幅を縮小して顧客還元を進めたが、貸玉収入の伸びが大きかったためにその影響を吸収して遊技場収入も大きく伸びた形となった。



ダイナムジャパン
ホールディングス
HK06889 香港証券取引所

2014年7月24日(木)

パチンコ事業の業態別収入内訳

(単位：百万円)

			13/3期			14/3期			構成比
			上期	下期	通期	上期	下期	通期	
貸玉収入	合計	金額	467,263	461,895	929,158	470,532	451,640	922,172	100.0%
	従来型	金額	364,457	352,385	716,842	343,925	324,661	668,586	72.5%
	ゆったり館	金額	80,575	87,668	168,243	107,249	108,578	215,827	23.4%
	信頼の森	金額	22,231	21,842	44,073	19,358	18,401	37,759	4.1%
景品出庫額	合計	金額	385,203	379,994	765,197	388,373	368,045	756,418	100.0%
		貸玉収入対比	82.4%	82.3%	82.4%	82.5%	81.5%	82.0%	-
	従来型	金額	310,634	298,900	609,534	292,327	272,138	564,465	74.6%
		貸玉収入対比	85.2%	84.8%	85.0%	85.0%	83.8%	84.4%	-
	ゆったり館	金額	58,142	64,662	122,804	81,360	82,089	163,449	21.6%
		貸玉収入対比	72.2%	73.8%	73.0%	75.9%	75.6%	75.7%	-
	信頼の森	金額	16,427	16,431	32,858	14,687	13,817	28,504	3.8%
		貸玉収入対比	73.9%	75.2%	74.6%	75.9%	75.1%	75.5%	-
遊技業収入	合計	金額	82,060	81,901	163,961	82,159	83,595	165,754	100.0%
		貸玉収入対比	17.6%	17.7%	17.6%	17.5%	18.5%	18.0%	-
	従来型	金額	53,823	53,485	107,308	51,598	52,523	104,121	62.8%
		貸玉収入対比	14.8%	15.2%	15.0%	15.0%	16.2%	15.6%	-
	ゆったり館	金額	22,433	23,006	45,439	25,889	26,489	52,378	31.6%
		貸玉収入対比	27.8%	26.2%	27.0%	24.1%	24.4%	24.3%	-
	信頼の森	金額	5,804	5,411	11,215	4,671	4,584	9,255	5.6%
		貸玉収入対比	26.1%	24.8%	25.4%	24.1%	24.9%	24.5%	-

成長戦略の着実な実行によって収益拡大を目指す

(3) 2015年3月期について

同社は2015年3月期の業績予想を公表していない。業界環境としては景気回復などの面で追い風はあるものの楽観視はできない状況が続くと考えている。個人所得の増加はプラスだが顧客層の高齢化が進む一方、若年層の新規流入の動きは鈍い状況が続くと思われる。

同社自身としては、前述した成長戦略の着実な実行によって収益拡大を目指すことになろう。すなわち、ゆったり館業態による新規出店、従来型店舗と信頼の森からの業態転換で収入を伸ばし、ローコストオペレーションの徹底で経費削減を進め営業利益を確保する戦略だ。

新規出店数については、年間40店舗を掲げているが、前年同様、30店舗程度とみるのが現実的な想定だと考えている。コスト面ではPB機導入の本格化やパーソナルシステムの活用度の深堀り、中古機活用の拡大などに期待がかかる。

消費増税の影響は、今のところはない。というのもパチンコ店側では同社も含めて、貸玉料に転嫁していないためだ。ただ、景品の値上げ等で業績へのネガティブインパクトを吸収している。



ダイナムジャパン
ホールディングス
HK06889 香港証券取引所

2014年7月24日(木)

損益計算書

(単位：百万円)

	10/3期			11/3期			12/3期			13/3期			14/3期		
	実績	実績	伸び率	実績	伸び率	実績	伸び率	実績	伸び率	実績	伸び率	実績	伸び率		
貸玉収入	862,023	859,882	-0.2%	908,309	5.6%	929,158	2.3%	922,172	-0.8%						
景品出庫額	696,562	690,245	-0.9%	743,231	7.7%	765,197	3.0%	756,418	-1.1%						
遊技業収入	165,461	169,637	2.5%	165,078	-2.7%	163,961	-0.7%	165,754	1.1%						
その他収入	6,898	6,962	0.9%	6,572	-5.6%	9,250	40.7%	10,799	16.7%						
営業収入	172,359	176,599	2.5%	171,650	-2.8%	173,211	0.9%	176,553	1.9%						
店舗営業費用	134,787	144,239	7.0%	138,785	-3.8%	133,904	-3.5%	135,891	1.5%						
一般管理費	642	934	45.5%	1,754	87.8%	3,112	77.4%	4,075	30.9%						
その他営業費用	1,188	813	-31.6%	874	7.5%	1,906	118.1%	1,128	-40.8%						
費用合計	136,617	145,986	6.9%	141,413	-3.1%	138,922	-1.8%	141,094	1.6%						
営業利益	35,742	30,613	-14.4%	30,237	-1.2%	34,289	13.4%	35,459	3.4%						
金融費用	2,442	2,137	-12.5%	1,833	-14.2%	853	-53.5%	781	-8.4%						
税引前利益	33,300	28,476	-14.5%	28,404	-0.3%	33,436	17.7%	34,678	3.7%						
税金費用	13,086	12,285	-6.1%	12,506	1.8%	12,511	0.0%	13,368	6.8%						
当期純利益	20,214	16,191	-19.9%	15,898	-1.8%	20,925	31.6%	21,310	1.8%						

貸借対照表

(単位：百万円)

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期
流動資産	32,971	34,766	36,871	50,568	50,946
現預金	22,087	17,460	28,524	41,466	34,830
売掛金	374	352	381	359	563
その他	10,510	16,954	7,966	8,743	15,553
固定資産	133,987	132,161	119,590	117,309	134,786
有形固定資産	101,191	98,004	95,033	93,853	94,605
無形固定資産	1,775	1,678	1,489	1,411	1,408
投資等その他	31,021	32,479	23,068	22,045	38,773
資産合計	166,958	166,927	156,461	167,877	185,732
流動負債	55,747	45,020	33,384	30,694	33,666
買掛金	1,459	1,232	1,148	905	1,722
短期借入金等	26,335	15,439	1,654	1,258	1,265
その他	27,953	28,349	30,582	28,531	30,679
固定負債	39,282	36,537	29,603	11,356	9,249
長期借入金	27,934	22,578	21,583	4,325	3,059
その他	11,348	13,959	8,020	7,031	6,190
株主資本	71,929	85,370	93,474	125,827	142,797
資本金	5,540	6,100	5,000	15,000	15,000
資本剰余金	0	0	0	0	0
利益剰余金	66,389	79,270	88,474	110,827	127,797
自己株式	0	0	0	0	0
評価換算差等	0	0	0	0	0
純資産合計	71,929	85,370	93,474	125,827	142,817
負債・純資産合計	166,958	166,927	156,461	167,877	185,732
有利子負債残高	54,269	38,017	23,237	5,583	4,324

キャッシュフロー計算書

(単位：百万円)

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期
営業活動キャッシュフロー	19,229	33,399	31,906	28,330	27,455
投資活動キャッシュフロー	(10,053)	(17,248)	10,998	(10,899)	(22,470)
財務活動キャッシュフロー	(7,560)	(20,778)	(31,840)	(8,028)	(13,102)
現預金換算差額	0	0	0	3,539	1,481
現預金増減	1,616	(4,627)	11,064	12,942	(6,636)
期首現預金残高	20,471	22,087	17,460	28,524	41,466
期末現預金残高	22,087	17,460	28,524	41,466	34,830

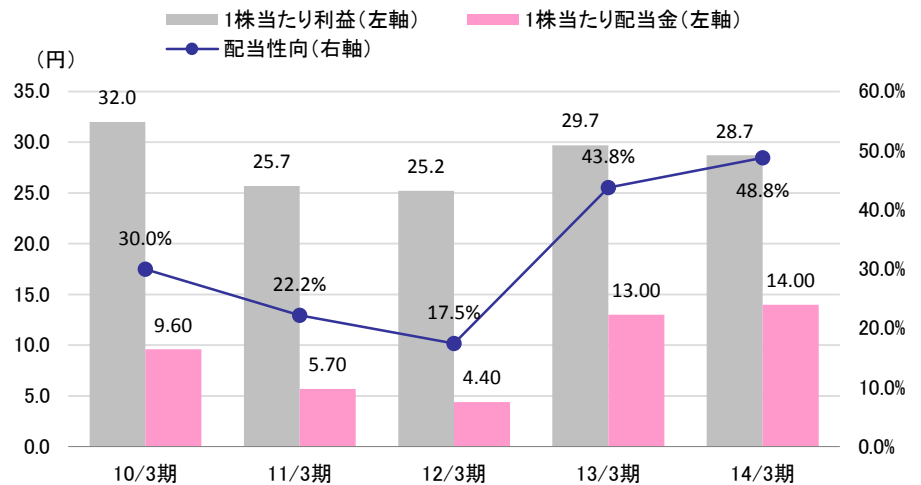
■ 株主還元

内部留保充実へのニーズがあるなかで高水準の配当性向

同社は上場企業として、株主還元には高い意識をもって臨んでおり、配当性向 35% 以上を目安に配当を行うとしている。2014年3月期の配当は年間14円で、前期比1円の増配となった。配当性向は48.8%となり、高い水準を達成した。

50%近い配当性向目標は、通常の企業であれば、十分に株主還元を果たしていると評価できる水準だ。同社は高水準の新規出店計画やカジノ参入などの大型案件を控えていることもあり、内部留保充実へのニーズが高いことを考えると、なおさら称賛に値すると言える。

1株当たり利益、配当及び配当性向の推移



ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ