

## ダイナムジャパン ホールディングス

HK06889 香港証券取引所

<https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

2016年6月24日（金）

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

## ■ ローコストオペレーションと上場企業の強みを生かし攻勢を続ける

ダイナムジャパンホールディングス〈HK06889〉は店舗数で第1位、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。同社の強みと特徴は、チェーンストア理論に基づいて練り上げられてきたローコストオペレーションにあり、それは新規出店から日々の店舗運営まで徹底されている。また、顧客第一主義や情報開示、コンプライアンス経営の徹底などが評価されて業界初の株式上場を果たしたパイオニア企業である。

パチンコ市場は縮小傾向が続いているが、同社の成長戦略は従来からまったく変更はない。チェーンストア理論に基づくローコストオペレーションと、上場企業ならではの資金調達力を活かして、業界再編の波を生き抜くという戦略だ。自身の出店によるオーガニックグロースとM&Aを適宜組み合わせ、店舗網の拡大を通じた収益の成長を目指している。

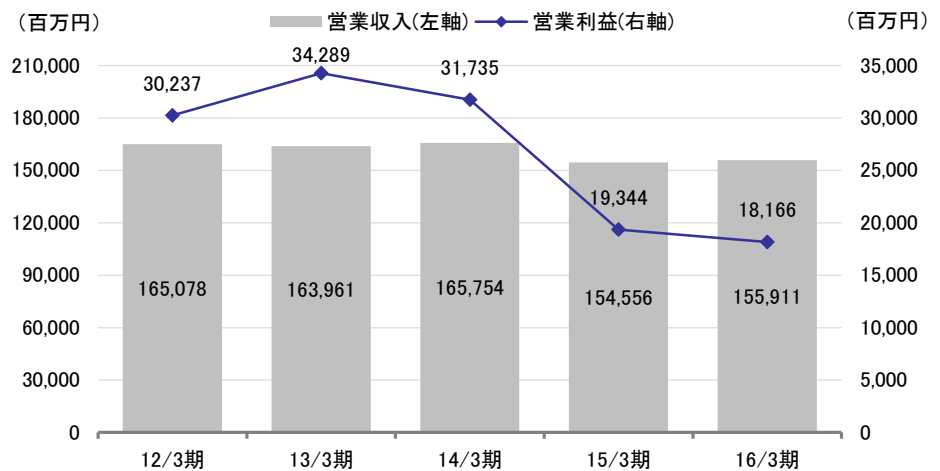
同社は2015年11月に株式交換によって同業の夢コーポレーション(株)をグループ化した。これにより39店舗を獲得したが、1店舗当たりの対価は約150百万円だった。これは同社の新規出店モデルの金額の3分の1を下回る水準であり、大成功と言えるグループ化案件であったと弊社では評価している。競争環境が一段と厳しくなるなか、こうした案件が今後も出てくる可能性は高く、同社は今後も数少ない有力な買い手であり続けると、弊社ではみている。

2016年3月期決算は、市場全体の縮小の影響を受けながらも、EBITDAベースでは前期比横ばいを確保した。2017年3月期について会社予想は公表されていない。2017年3月期には、射幸性規制に伴うパチンコ機回収の影響などの不透明要因があるため、慎重に見ておく必要がある。同社固有の要因としては、夢コーポレーションの通期フル連結(前期は5ヶ月間の連結)による増収効果というプラス要因があり、それによって市場に吹く逆風をどこまで吸収できるか見守りたいと考えている。

## ■ Check Point

- ・ 厳しい経営環境は業界再編を通じたシェア拡大と成長のチャンス
- ・ 投資基準に合う案件については今後も積極的にM&Aを拡大
- ・ 株主還元の一環として自社株買いを実施

業績の推移



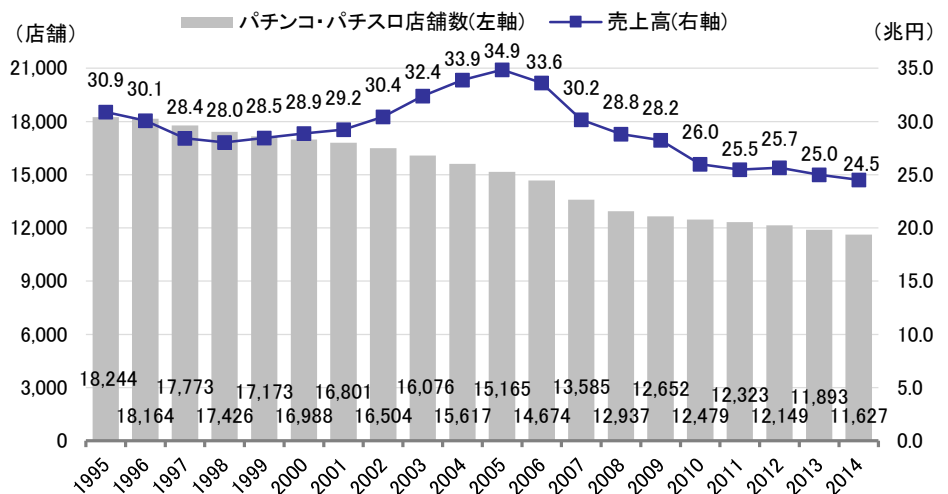
## ■パチンコホール業界の現況

### スマホの出現で余暇時間をパチンコで消費する層が減少

全国のパチンコ・パチスロ店の店舗数は、2015年12月31日現在で11,310店となり、1年前から317店（2.7%）減少した。1995年末の18,244店から見ると38.0%の減少であり、1995年末を起点として2015年末までの20年間の年平均減少率は2.4%となっている。

店舗数の減少と歩調を合わせて、パチンコ市場規模も縮小トレンドにある。パチンコホールのグロスの売上高に相当する貸玉収入の総額は、2014年は24兆5,040億円だった。1995年との比較では20.7%の減少、ピークの2005年との比較では29.7%の減少となっている。

日本のパチンコ・パチスロ店舗数とパチンコ売上高の推移



出所：警察庁発表値、日本生産性本部「レジャー白書2015」からフィスコ作成

2016年6月24日（金）

## ■パチンコホール業界の現況

こうしたパチンコホール市場の縮小の背景には、パチンコ参加人口の減少がある。2014年のパチンコ参加人口は1,150万人で、前年からは18.6%増と増加に転じたものの、1995年との比較では60.3%減と、売上高や店舗数の減少ペースを大きく上回っており、その間の年平均減少率は4.8%に達している。売上高減少ペースと参加人口減少ペースのギャップからは、昔からのコアなパチンコファンがより多くの金額をパチンコで消費するようになった一方で、新たなパチンコ参加者が若手を中心に増えていないのみならず、ライトユーザー層がパチンコをやめてしまったという状況が見えてくる。

参加人口の減少の要因は時代によっても異なるが、ここ数年はスマートフォンの出現の影響が大きいとみられる。スマートフォンの出現で余暇時間をパチンコで消費していた層がパチンコに行かなくなったということだ。また、若年層を主体とした新規パチンコファンの獲得においても、スマートフォンは強力なライバルとなっていると考えられる。

経済情勢や規制もまた、パチンコホール市場にとって逆風要因となっている。2014年4月の消費税率引き上げ（従来の5%から8%へ）では、夏場から急速に客足が落ち、それをカバーするために出玉率（客に対する還元率。貸玉収入に対する景品出庫額の割合）を引き下げて（店舗側から見れば粗利益率の引き上げ）、店側の利益確保を優先させる動きが強まった。これがさらに客足を遠のかせ、業界は負のスパイラルへと陥った。また、2015年秋以降は高射幸性機に対する規制が強化され、これも客足に対してはマイナス影響を及ぼすと懸念されている。

## ■ダイナムグループの強みと成長戦略

### 厳しい経営環境は業界再編を通じたシェア拡大と成長のチャンス

パチンコホール市場が全体として右肩下りのトレンドを歩んでいるなかにあっても、個々の企業ベースでは成長を達成することは可能だと弊社では考えている。パチンコホールの店舗数が全国に11,310店ある中で、店舗数トップの同社でもシェアがわずかに約4%という、非常に細分化された業界であるからだ。業界全体の経営環境が厳しい状況は、各社を生き残り競争へ追い詰めることになる。しかしそれは、力のある企業にとっては、業界再編を通じたシェア拡大と成長のチャンスでもある。

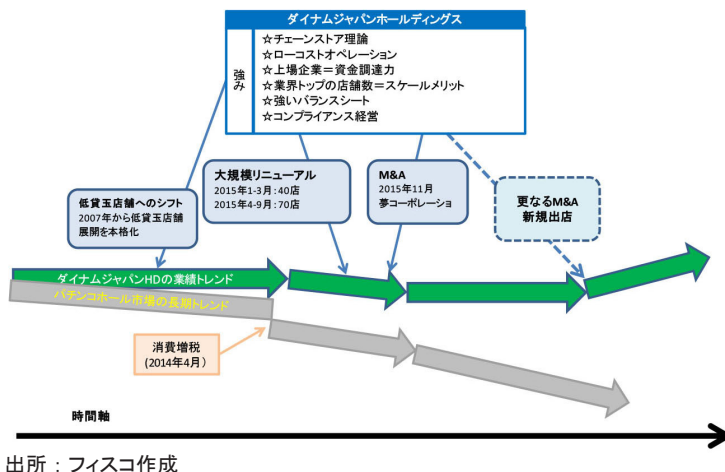
パチンコ市場の縮小トレンドは今に始まったことではなく、遅くとも10年から15年ほど前には認識されていたことだ。同社はパチンコ市場の長期的な縮小を早くから認識し、自社の強みを生かして店舗網を拡大し、シェアを伸ばすことで成長する戦略を追求してきた。

それを実現するに足る強みを同社は有していると、弊社では考えている。最も根本的な強みはチェーンストア理論に基づくローコストオペレーション（事業運営）だ。この強みを生かして同社は、低貸玉営業の強化・推進や大規模リニューアルなどの、店舗の魅力向上策を行ってきた。

また、同社は上場企業であることを生かして、株式交換により夢コーポレーションを傘下に収めた。これは、同社の今後の成長モデルの1つを表象する事象であると弊社では考えている（グループ化の詳細は後述）。

パチンコホール業界の市場は、縮小したとはいえ依然として25兆円前後の巨大市場だ。仮に今後も縮小が続くとしても、同社を含めた経営力のある複数の有力企業が成長を実現するには十分な大きさのパイだと言える。弊社では、同社が上述の強みを活かして成長軌道に回帰することは十分に可能だと考えている。以下では、同社の強みの主要ポイントについて詳述する。

ダイナムの主要な施策と成長戦略のイメージ図



(1) チェーンストア理論に基づくローコストオペレーション

同社の前取締役会議長であった佐藤洋治（さとうようじ）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、(株)ダイエーに入社した。その後、同社創業者である父の後を継いで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、同社を業界トップクラスの企業へと成長させた。また、チェーンストア理論をパチンコホールの経営に生かすという志を同じくする同業者と、業界団体「パチンコ・チェーンストア協会（PCSA）」を設立した。

業界再編で勝ち抜くためのベースはローコストオペレーションにあると弊社では考えている。この能力がないと集客のための施策について思うような手を打てない事態や、規制の強化などの突発的な事態に遭遇した際の抵抗力を持ってない事態に陥る可能性があると考えられるためだ。同社はこの点で、チェーンストア理論に基づき、パチンコホール経営におけるローコストオペレーションを追求してきた。

同社のローコストオペレーションは、既存店と新規出店の両方に対して適用されている。まず、新規出店については、低貸玉営業のロードサイド店舗を基本とし、木造の標準建屋モデルを確立している。機械の設置台数や店内のレイアウトも標準化・共通化し、部材費・建築費等の削減と工期短縮を図り、初期投資額の圧縮につなげている。

新規出店における標準モデル

項目	基本ライン	備考
ターゲット商圏人口	3～5万人	サバーバン（郊外の人口集積地）戦略を推進
店舗形態 - 土地	20年の定期借地権	土地購入に伴う過大投資を避ける
店舗形態 - 建物	木造平屋建て	将来のスクラップを意識
遊技機台数	480台	店内レイアウト、設置台数を共通化
初期投資額	500百万円以下	地方の郊外出店で費用抑制
リターン目標	ROI 25%以上	ROI目標は10年平均値

出所：取材等からフィスコ作成



ダイナムジャパン  
ホールディングス

HK06889 香港証券取引所

<https://www.dynj.co.jp/ir/index.html>

2016年6月24日（金）

既存店舗のオペレーションでは、人件費の削減が重要な要素だ。店舗運営費用の中では人件費と機械費が占める割合が大きいが、機械費については顧客の嗜好に合わせる必要があるために、各社とも人気機種を導入せざるを得ず、企業間で大きな差別化は難しいからだ。人件費について同社は、“パーソナルシステム（各台計数機）”の導入と情報システムを活用した一元管理によって、1店舗当たりのスタッフ数を削減することに成功している。

パーソナルシステムとは、客が勝った分の玉（メダル）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、景品交換のために台車で運んだりといった必要がなくなる。通常、1つのホールは正社員6、7人とアルバイト20名で、3交代で運営されている。パーソナルシステムは、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試算されている。パーソナルシステムの導入率は、低貸玉店舗においては90%近いと弊社では推測している。

(2) 低貸玉営業

ローコストオペレーションは事業運営の“守り”の面で重要なポイントだが、“攻め”という意味ではトップライングロース、すなわち売上高の成長が不可欠だ。トップライングロースのために同社が採用する戦略が「低貸玉営業」だ。

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円が基本だった。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。

低貸玉営業は高貸玉営業に比べて集客力があることは明白にデータに現れている。貸玉収入、営業収入ともに、ここ数年の間は総額ベースでは高貸玉店舗がマイナス成長、低貸玉店舗はプラス成長と明暗が分かれている。店舗数の増減の影響を除くため1店舗当たりの数値で比較しても傾向は同じだ。高貸玉店舗が大きくマイナスとなっているのに対して、低貸玉店舗はプラスもしくは小幅なマイナスで踏みとどまっている。

低貸玉店舗と高貸玉店舗の店舗当たり貸玉収入・営業収入の比較

（単位：百万円）

		2013/3 月期	2014/3 月期		2015/3 月期		2016/3 期	
		通期	通期	伸び率	通期	伸び率	通期	伸び率
貸玉収入	合計	929,158	922,172	-0.8%	826,072	-10.4%	844,885	2.3%
	高貸玉店舗	716,842	668,586	-6.7%	554,341	-17.1%	539,205	-2.7%
	低貸玉店舗	212,316	253,586	19.4%	271,732	7.2%	305,680	12.5%
営業収入	合計	163,961	165,754	1.1%	154,556	-6.8%	155,911	0.9%
	高貸玉店舗	107,307	104,121	-3.0%	90,727	-12.9%	84,097	-7.3%
	低貸玉店舗	56,654	61,633	8.8%	63,829	3.6%	71,814	12.5%
期末店舗数	合計	362	375	3.6%	393	4.8%	442	12.5%
	高貸玉店舗	174	173	-0.6%	172	-0.6%	185	7.6%
	低貸玉店舗	188	202	7.4%	221	9.4%	257	16.3%
1店舗 平均貸玉収入	合計	2,591	2,502	-3.4%	2,151	-14.0%	2,023	-5.9%
	高貸玉店舗	4,096	3,853	-5.9%	3,213	-16.6%	3,020	-6.0%
	低貸玉店舗	1,157	1,300	12.4%	1,284	-1.2%	1,279	-0.5%
1店舗 平均営業収入	合計	457	449	-1.6%	402	-10.5%	373	-7.2%
	高貸玉店舗	613	600	-2.1%	526	-12.4%	471	-10.4%
	低貸玉店舗	308	316	2.4%	301	-4.5%	300	-0.4%

注：1店舗平均の指標は、当該項目を店舗数の期首期末平均で除して算出  
出所：説明会資料からフィスコ作成



ダイナムジャパン  
ホールディングス

HK06889 香港証券取引所

<https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

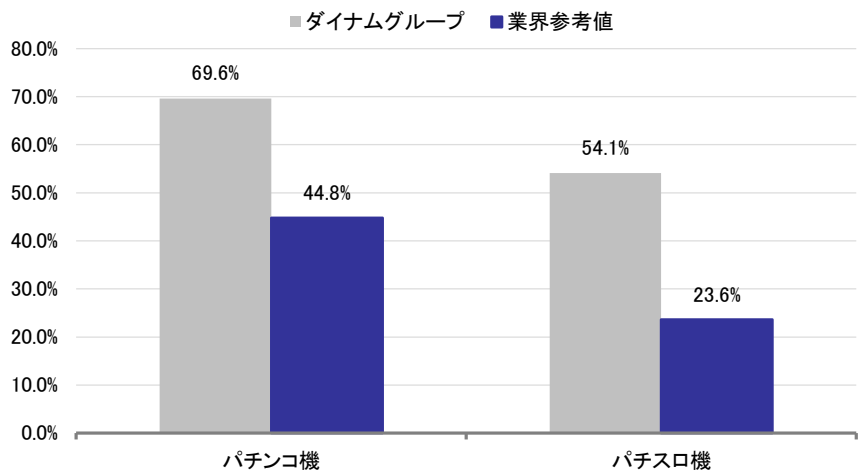
2016年6月24日（金）

もう一つの注目点はネット売上高とも言える営業収入だ。1店舗平均営業収入の額は、高貸玉店舗が低貸玉店舗を大きく上回っている。スーパーで言えば同じものを2倍～4倍の値段で売っていることになるので、当然の帰結だ。1店舗当たりの営業費用は高貸玉店舗も低貸玉店舗もほぼ同じであるため、営業利益率は低貸玉店舗が低くなってしまふ。ここにジレンマが生じる原因がある。集客力を取るか利益（率）を取るかの判断を迫られることになる。

低貸玉営業は業界全体に急速に普及しつつある。しかしこの戦略を採用するには、相応の企業体力が必要だ。店舗数での成長がなければ、企業業績としては確実に減益となってしまうためだ。そこで各社は、利益を稼げる高貸玉店舗と低貸玉店舗のバランスをどう取っていくかが問われることになる。

同社の低貸玉機割合は、パチンコ及びパチスロの両方において業界平均値を大きく上回っている。ローコストオペレーションや店舗数、上場企業としての資金調達力など、企業の総合力を生かして低貸玉営業を推進し他社を突き放そうという戦略だ。企業の総合力は後述する射幸性の規制問題においてもポジティブに働くと期待される。

低貸玉機設置割合の比較



出所：説明資料からフィスコ作成

■2015年の主要なディベロップメントと今後の課題

投資基準に適う案件については今後も積極的に M&A を拡大

(1) 夢コーポレーションのグループ化

同社は2015年11月1日付で、愛知県豊橋市に本社を置く夢コーポレーションの全株式を株式交換により取得した。夢コーポレーションは、北海道から九州まで全国に「夢屋」ブランドのパチンコ店38店と「SLOT PARK GOD」ブランドの女子プロデュースのスロット専門店1店の計39店舗を有していた。夢コーポレーションもチェーンストア理論に基づいたパチンコホール経営を行ってきており、一般社団法人パチンコ・チェーンストア協会（PCSA）のメンバー企業であった。これが同社による買収の1つのきっかけとなった。



## ダイナムジャパン ホールディングス

HK06889 香港証券取引所

<https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

2016年6月24日（金）

夢コーポレーションの収支状況は公表されていないが安定的な黒字が定着しているもようだ。ダイナムジャパンホールディングスは株式交換に際して新株を約38.8百万株発行した。2015年10月30日時点での株価と為替レートをを用いると、新株の時価相当額は5,775百万円となる。獲得した店舗数で割ると、同社は1店舗当たり148百万円で獲得したことになる。同社の新規出店費用が標準モデルにおいても約500百万円であることを考えると、店舗投資としては非常に高効率であったと評価できるだろう。

### 株式交換の内容

会社名	ダイナムジャパン ホールディングス	夢コーポレーション
株式交換比率	1	3.466
株式交換により交付する株式数	38,805,336株	

出所：会社説明会資料からフィスコ作成

期間収益への貢献具合も明らかになりつつある。同社の2016年3月期決算において、夢コーポレーションは5ヶ月間の収益が連結決算に反映された。その内容は、貸玉収入で29,297百万円、営業収入で5,703百万円だった。これを年率換算すると貸玉収入70,313百万円、営業収入13,687百万円ということになる。利益面への貢献度は公表されていないが、仮に営業利益率（営業収入に対する営業利益の割合）を10%とすれば、年間営業利益は1,369百万円ということになる。また、同社は夢コーポレーションについて、ダイナムグループの440店を超える店舗数のスケールメリットで年間約7億円のコスト削減効果を実現できている。

夢コーポレーションの店舗は高貸玉店が10店舗、低貸玉店が29店舗という構成だ。これら39店舗は、2016年4月末に宮城県の角田店を閉鎖した以外は、従来のブランドを維持したまま運営が続けられている。高収益店舗と低収益店舗が混在しているが、全体としては同社の平均的な収益性に近づくポテンシャルを秘めているものとみられる。

弊社では、今回の買収について理想的な案件であったと評価している。理由は、1) チェーンストア経営の理念が共有できていること、2) 夢コーポレーションの収益性も高いとみられること、3) 39店舗とまとまった数で、かつ、地域的に偏りのない店舗ネットワークであること、4) 全額を株式交換で賄い上場企業としてのメリットを最大限に生かすことができたこと、などがその理由だ。上記の1)から3)の条件をすべて満たす案件は決して多くないと思われるが、事業環境が厳しさを増すなかで今後も出現する可能性は高いと思われる。同社は4)の資金調達力を活かして、同社内の投資基準に合う案件については、今後もM&Aによる拡大を積極的に検討していくものとみられる。

### (2) 大規模リニューアルの実施

前述のように、パチンコホール業界は2014年4月の消費税率引き上げをきっかけに負の連鎖に陥り客足が落ち込んだ。その負の連鎖からの脱却を狙い、同社は大規模な店舗のリニューアルに踏み切った。2015年3月期第4四半期に40店、2016年3月期第1・第2四半期全体で70店の計110店だ。

店舗の属性は、最初の40店舗すべてと後半70店舗のうちの63店舗が高貸玉店舗で、後半のうちの7店舗が低貸玉店舗という構成だ。背景には、こしばらぐの間、低貸玉店舗主体で新規出店をすると同時に、高貸玉店舗から低貸玉店舗への業態転換を推進した結果、現在残る高貸玉店舗の店舗年齢が高くなってしまったことがある。高貸玉店舗は客数さえ入れば収益額は低貸玉店舗より圧倒的に多くなるため、その効果も期待された。



ダイナムジャパン  
ホールディングス

HK06889 香港証券取引所

<https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

2016年6月24日（金）

リニューアル項目は、床、壁クロス、トイレ、外壁、外周、広告塔、駐車場（舗装・線引き）、椅子等、内外装の主要部分すべてが対象とされた。半数以上ではトイレを一新し、一部の店舗では床の張り換えまで行った。また、ほぼ全店で外壁・外周・広告塔をリニューアルしたほか、大多数の店舗で、椅子、幕板、妻板を更新した。このような大規模リニューアルによって、店舗のイメージを新築に近いところまで仕上げることに成功した。リニューアル費用は店舗によっても異なるが30百万円～50百万円程度と推定され、110店舗分の総額では、5,000百万円前後に達したものと弊社では推測している。

重要なことはリニューアルの効果だ。リニューアル直後は客数が明確に増加し、一定の効果を確認することができた。しかしながら、その効果の持続力は弊社が想定していたものより短期間であったもようだ。2016年3月期決算において、高貸玉店舗では貸玉収入、営業収入ともに減収となったことがそれを物語っている。

### 収入の店舗業態別内訳（2016年3月期）

（単位：百万円）

		2015/3月期			2016/3期		
		通期	伸び率	構成比	通期	伸び率	構成比
貸玉収入	合計	826,072	-10.4%	100.0%	844,885	2.3%	100.0%
	高貸玉店舗	554,341	-17.1%	67.1%	539,205	-2.7%	63.8%
	低貸玉店舗	271,732	7.2%	32.9%	305,680	12.5%	36.2%
営業収入	合計	154,556	-6.8%	100.0%	155,911	0.9%	100.0%
	高貸玉店舗	90,727	-12.9%	58.7%	84,097	-7.3%	53.9%
	低貸玉店舗	63,829	3.6%	41.3%	71,814	12.5%	46.1%

出所：会社説明会資料からフィスコ作成

しかしながら、同社が強いバランスシートと企業体力を生かして大規模リニューアルを行ったことは、決してマイナスではないと、弊社では考えている。高貸玉店舗の集客力がリニューアル後も上がらないという背景には、単なる客離れ以外にも後述する射幸性規制問題などが、複雑に絡み合っているものと弊社ではみている。今後、そうした点が解消されてくれば改めて店舗リニューアルが近隣店に対する差別化要因として機能してくる可能性があると思われ、弊社では考えている。

## 規制強化に対応するための代替機は不足している状況

### (3) 射幸性規制への対応

2015年10月から射幸性についての業界自主規制が開始された。概要は、射幸性の高さについて上限が引き下げられ、新基準に抵触する射幸性の高い遊技機をパチンコホールが自主的に撤去するという内容だ。

パチンコ機は大当たりが出る確率について様々なタイプがあり、これまで最も確率が低いものは400分の1というものであった。確率が低い分、大当たりが出た場合にもらえる球数も多くなるため、ハイリスクハイリターン機として消費者の人気を集めていた。この確率の上限値が引き下げられ、400分の1の確率の機械（通称、MAX機）は流通できなくなり、300分の1以下になる状況だ。





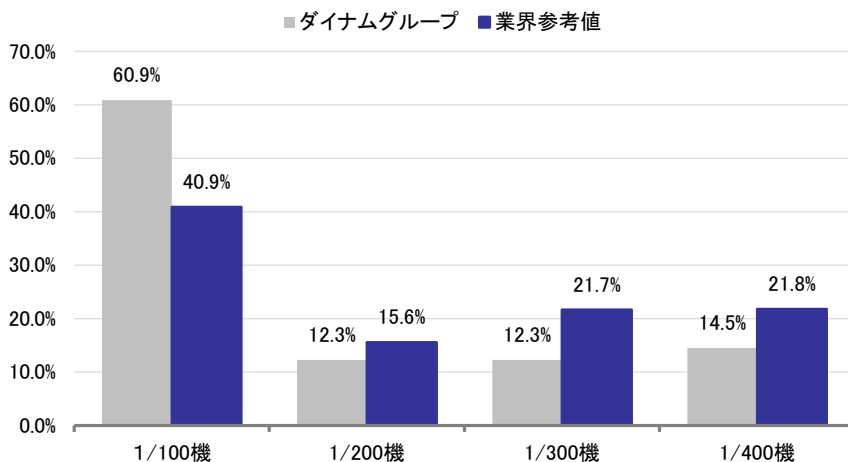
ダイナムジャパン  
ホールディングス

HK06889 香港証券取引所

<https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

2016 年 6 月 24 日（金）

### パチンコタイプ別導入台数の割合



出所：説明会資料からフィスコ作成

パチンコファンの中では、ハイリスクハイリターンこそがパチンコの醍醐味と考えている層が少なからず存在している。今回の規制により、これまでミドルリスクミドルリターンとされてきた機種が上限となってしまうため、客離れが起きることが一部で懸念されている。同社は MAX 機の割合が約 15% と業界平均の約 22% に比べて低く、反対に最も射幸性の低い 100 分の 1 機の構成比が約 61% と業界平均の約 41% よりも高い構成となっている。すなわち、射幸性の高さに頼らない営業を実施してきた。したがって、射幸性規制強化によるネガティブな影響は、業界平均に比べれば低いと弊社ではみている。

しかしながら、同社も避けられない問題が現在発生している。それは、代替機の不足だ。規制強化により MAX 機が回収されたところには代替機を設置することになる。その機種は新規規制の上限になる確率 300 分の 1 機が当然本命視をされるが、現状ではメーカーの発売機種が少なく、調達大幅に遅れる状況だ。ホール側としては不用意に不人気機種を入れてもリターンが見込めないばかりか、将来の二重投資につながりかねないため、慎重に対応せざるを得ない。その結果現在では、パチンコ機械が調達できず、新規出店を延期せざるを得ない状況となっている。

同社は 2016 年 4 月に 3 店舗を新規出店したが、今後は年末頃までは新規出店が停滞することを見込んでいる。同社は夢コーポレーションの買収で 39 店舗を獲得したが、結果的にはこの買収の持つ意義が、当初の想定以上に大きくなってきたものと弊社では考えている。

もう一つの懸念は、客離れの加速だ。数あるパチンコ機の中には、大ヒットした機械があり、それらはベテランから初心者まで幅広い層の人気を集めている。そうした人気機種が回収リストに含まれている。2016 年 3 月に日本遊技機工業組合が公表した第 2 次回収リストには「GR スーパー海物語 IN 沖縄 3HME」という機種が含まれている。これは全国に約 76,000 台が設置されている人気機種で、集客効果が高い機種だ。今後回収リストは第 4 次まで公表予定だが、今後もこのような人気機種の回収が続くと、パチンコホール運営に対する深刻な影響が懸念される。この点については、同社も含めてすべてのパチンコホール事業者にとって、ホール側の自助努力だけでは解決策を見いだせない難しい問題になるのではないかと、懸念している。



ダイナムジャパン  
ホールディングス

HK06889 香港証券取引所

<https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

2016年6月24日（金）

#### (4) 熊本地震の影響と今後の対応

同社は熊本店内に13店舗を出店しているが、4月中旬に発生した熊本地震の影響で、5店舗が一時、営業休止を余儀なくされた。しかし、人的被害や建物損壊などの重大な被害はなかった。

同社は4月18日以降、営業休止の5店について、順次営業を再開し、現時点では全店舗、通常の営業を再開している。近隣の店舗の中には今も営業を休止している店舗も多い。同社が営業を早期に再開できた要因としては、各種インフラの早期復旧に加え、同社の店舗が木造平屋建てで、地震の揺れに対して強かったことが挙げられる。この点は、今後の震災リスクを考える上ではプラスと言えよう。

なお同社は、営業店舗の駐車場を車中泊避難者向けに開放するとともに、仮設トイレの設置や水・食料の提供などを通じて、被災者の支援にも注力している。

## 業績動向

### 16/3期は微増収ながら減益で着地

#### (1) 2016年3月期決算

2016年3月期は、営業収入155,911百万円（前期比0.9%増）、営業利益18,166百万円（同6.1%減）、税引前利益17,403百万円（同10.8%減）、親会社所有者に帰属する利益10,544百万円（同6.7%減）、EBITDA30,494百万円（同0.5%減）と、微増収ながら減益で着地した。同社は業績予想を公表していないため、計画との対比はない。弊社では2016年3月期第2四半期決算を受けて、通期の営業収入を158,000百万円前後、営業利益を16,500百万円～17,000百万円と推定していた。

#### 2016年3月期決算の概要

（単位：百万円）

	15/3期		16/3期						
	2Q累計	通期	2Q累計	前年同期比	通期	前期比	夢コーポ影響額	DYJH実質値	前期比
貸玉収入	425,297	826,072	417,104	-1.9%	844,885	2.3%	29,297	815,588	-1.3%
景品出庫額	344,615	671,516	341,261	-1.0%	688,974	2.6%	23,594	665,380	-0.9%
営業収入	80,682	154,556	75,843	-6.0%	155,911	0.9%	5,703	150,208	-2.8%
営業利益	16,067	19,344	7,383	-54.0%	18,166	-6.1%			
税引前利益	14,729	19,518	7,323	-50.3%	17,403	-10.8%			
親会社所有者に帰属する当期利益	9,040	11,303	4,784	-47.1%	10,544	-6.7%			
EBITDA	21,522	30,637	13,170	-38.8%	30,494	-0.5%			

出所：会社資料からフィスコ作成

同社は2015年11月1日付で、同業の夢コーポレーションを傘下に収めた。そのため、2015年11月から2016年3月までの5ヶ月間の夢コーポレーションの業績が連結されている、その影響額は、貸玉収入で29,297百万円、営業収入で5,703百万円だった。夢コーポレーションの新規連結の影響を除くと、貸玉収入、営業利益ともに前期を下回っており、業界全体の逆風の強さが浮き彫りになった形だ。

2016年6月24日（金）

グロスの収入である貸玉収入は844,885百万円（前期比2.3%増）だった。夢コーポレーションの連結効果を除いた実質ベースでは前期比1.3%減であった。この減収率は、業界平均の減収率よりも軽微であったと弊社ではみている。景品出庫額は報告ベースでは前期比2.6%増であり、実質ベースでは同0.9%減となった。貸玉収入に対する景品出庫額の割合である出玉率は、2015年3月期の81.3%から2016年3月期は実質ベースで81.6%に上昇した。客数確保のためには出玉率を上げることが効果があるとされるが、出玉率引き上げは粗利益率（貸玉収入に対する営業収入の割合）低下を意味する。同社は出玉率を細かくコントロールしながら、客数の本格回復が見られない業界構造の中で、報告ベースの営業収入（ネット売上高）は155,911百万円（前期比0.9%増）と前期並みを確保した。

費用面では、店舗における人件費や機械費の抑制に努めたものの、夢コーポレーションの新規連結に伴う増加もあり、営業費用は138,326百万円（前期比2.7%増）となった。その結果、営業利益は前期比6.1%減の18,166百万円にとどまった。企業の稼ぐ力を表象するEBITDA（営業利益＋減価償却費など）は30,494百万円（前期比0.5%減）となり、前期並みを確保した。

## (2) 2017年3月期の考え方

同社は業績見通しを公表していない。弊社では、同社の2017年3月期について以下のような推測が可能ではないかと考えている。

同社特有の増収要因としては夢コーポレーションの連結決算へのフル寄与がある。前期は5ヶ月間の新規連結だったため、2017年3月期は7ヶ月分が押し上げ効果として期待される。その金額は前期実績から推計して営業収入ベースで7,500百万円前後とみられる。

他方、2017年3月期も業界環境の厳しさは続くと考えられる。それは同社にしても同様である。また、射幸性規制の影響などもあって、今期は新規出店が大きく減少する見通しである。このため、客数の低下がそのまま貸玉収入をヒットする可能性がある。業界全体の売上高（貸玉収入）は、2005年のピークから2014年までの9年間で年平均3.8%のペースで減少してきた。

同社が低貸玉営業にシフトが進んでいることや射幸性に頼らない店づくりをしていることを踏まえて、減収率を業界より低めの3%とすると、2016年3月期の報告ベースの貸玉収入844,885百万円は、2017年3月期には819,538百万円に縮小する。これに対する粗利益率（「1－出玉率」）を前期並みの18.5%と仮定すると、営業収入は151,614百万円となる。ここに夢コーポレーションの7ヶ月分の営業収入7,500を加えると、連結営業収入は159,114百万円（前期比2.1%増）と試算される。

### 営業収益シミュレーション

項目	計算式	数値	備考
2016年3月期貸玉収入	A	844,885	夢コーポレーション5か月分連結
業界平均の貸玉収入成長率		-3.8%	2005年から2014年までの年平均値
2016年度ダイナムGの貸玉収入成長率	B	-3.0%	低貸玉営業、低射幸性営業のシフト
2017年3月期の貸玉収入見込み	C=A×B	819,538	夢コーポレーション5か月分連結ベース
2017年3月期想定粗利益率	D	18.5%	2016年3月期実績と同一と想定
2017年3月期予想営業収入	E=C×D	151,614	夢コーポレーション5か月分連結
夢コーポ予想営業収入の新規連結分	F	7,500	7か月分。2016年3月期実績を元に試算
2017年3月期予想営業収入	G=E+F	159,114	夢コーポレーションフル連結ベース

出所:フィスコ作成

2016年6月24日（金）

費用面も夢コーポレーションの分がフルに連結されることになるが、450近い店舗数を活かしたスケールメリットの実現やローコストオペレーションの徹底などにより、前期並みの営業利益率（営業収入に対する営業利益の割合。2016年3月期実績は11.7%）を確保することが十分可能だと弊社では考えている。2017年3月期は、店舗の大規模リニューアルが計画されておらず、この点も利益面ではプラス要因に働くと期待される。

以上のように、横ばい圏ながらも営業増益になる可能性は十分にあると弊社では考えている。しかしながら、前述した射幸性の規制の一環でパチンコ機が回収される動きが今上期中は続く計画されており、それによる客足への影響の全容はまだ見通せないのが現実だ。減益になる可能性も視野に入れながら、動向を慎重に見守っていきたいと考えている。

簡略化損益計算書及び主要指標

	14/3期	15/3期			16/3期		
		2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期	通期
貸玉収入	922,172	425,297	400,775	826,072	417,104	427,781	844,885
YOY	-0.8%	-9.6%	-11.3%	-10.4%	-1.9%	6.7%	2.3%
景品出庫額	756,418	344,615	326,901	671,516	341,261	347,713	688,974
YOY	-1.1%	-11.3%	-11.2%	-11.2%	-1.0%	6.4%	2.6%
営業収入	165,754	80,682	73,874	154,556	75,843	80,068	155,911
YOY	1.1%	-1.8%	-11.6%	-6.8%	-6.0%	8.4%	0.9%
営業費用	135,940	64,791	69,868	134,659	68,855	69,471	138,326
YOY	1.5%	-4.1%	2.2%	-0.9%	6.3%	-0.6%	2.7%
一般管理費	4,086	2,383	3,073	5,456	2,738	3,060	5,798
YOY	31.3%	68.8%	14.9%	33.5%	14.9%	-0.4%	6.3%
その他収入	7,139	3,549	3,301	6,850	3,644	4,540	8,184
YOY	-22.8%	16.5%	-19.4%	-4.0%	2.7%	37.5%	19.5%
その他の費用	1,132	990	957	1,947	511	1,294	1,805
営業利益	31,735	16,067	3,277	19,344	7,383	10,783	18,166
YOY	-7.4%	0.5%	-79.2%	-39.0%	-54.0%	229.1%	-6.1%
金融収益	3,660	1,028	1,123	2,151	275	36	311
金融費用	781	2,366	-389	1,977	335	739	1,074
税引前利益	34,614	14,729	4,789	19,518	7,323	10,080	17,403
YOY	3.5%	-8.7%	-74.1%	-43.6%	-50.3%	110.5%	-10.8%
税金費用	13,377	5,693	2,566	8,259	2,539	4,325	6,864
当期利益	21,237	9,036	2,223	11,259	4,784	5,755	10,539
YOY	1.5%	-12.1%	-79.7%	-47.0%	-47.1%	158.9%	-6.4%
親会社所有者に 帰属する当期利益	21,255	9,040	2,263	11,303	4,784	5,760	10,544
YOY	-1.6%	-12.4%	-79.3%	-46.8%	-47.1%	154.5%	-6.7%
EBITDA	42,702	21,522	9,115	30,637	13,170	17,324	30,494
YOY	0.9%	1.3%	-57.5%	-28.3%	-38.8%	90.1%	-0.5%
EPS(円)	28.6	12.2	3.0	15.2	6.4	7.5	13.9
1株当たり配当金(円)	14.00	7.00	7.00	14.00	7.00	6.00	13.00
営業利益率	19.1%	19.9%	4.4%	12.5%	9.7%	13.5%	11.7%

2016年6月24日(金)

## 貸借対照表

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期
流動資産	50,946	48,723	43,240
現預金	34,836	29,239	28,134
売上債権	563	486	459
その他	15,547	18,998	14,646
固定資産	135,223	132,213	145,944
有形固定資産	94,605	99,961	109,532
無形固定資産	1,408	1,029	3,991
その他	39,210	31,223	32,421
資産合計	186,169	180,936	189,184
流動負債	34,910	31,380	30,838
仕入れ債務及びその他の債務	19,049	20,468	17,786
借入金等	1,265	3,160	2,369
その他	14,596	7,752	10,683
非流動負債	9,249	14,503	25,727
借入金	3,059	9,160	18,394
その他	6,190	5,343	7,333
親会社所有者に帰属する持分合計	141,990	135,077	132,645
資本金	15,000	15,000	15,000
資本剰余金	10,129	10,129	12,883
自己株式	-	-	-289
利益剰余金	110,136	111,037	110,253
その他の構成要素	6,725	-1,089	-5,202
非支配持分	20	-24	-26
資本合計	142,010	135,053	132,619
負債・資本合計	186,169	180,936	189,184

## キャッシュ・フロー

(単位：百万円)

	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期
税引前当期純利益	28,404	33,436	34,614	19,518	17,403
減価償却費	10,804	10,507	10,234	10,340	11,597
その他	-7,302	-15,613	-17,463	-16,442	-4,927
営業活動キャッシュフロー	31,906	28,330	27,385	13,416	24,073
固定資産増加	-7,471	-10,723	-9,292	-16,008	-12,613
その他	18,469	-176	-13,098	-1,005	1,960
投資活動キャッシュフロー	10,998	-10,899	-22,390	-17,013	-10,653
財務活動キャッシュフロー	-31,840	-8,028	-13,102	-2,898	-15,212
現預金換算差額	0	3,539	1,477	898	687
現預金増減	11,064	12,942	-6,630	-5,597	-1,105
期首現預金残高	17,460	28,524	41,466	34,836	29,239
期末現預金残高	28,524	41,466	34,836	29,239	28,134

## ■ 株主還元

### 株主還元の一環として自社株買いを発表

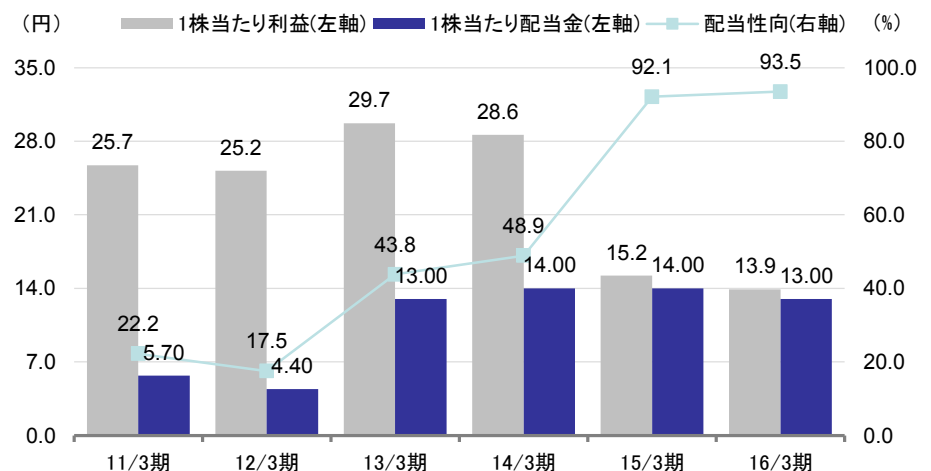
#### (1) 配当

同社は株主還元の重要性については高い意識を有しており、配当性向 35% 以上を目安として配当を行うという基本方針を持っている。

2016年3月期第2四半期末の中間配当について、1株当たり7円配を行う決定した。配当性向は108.7%となるが、73.0%という高い自己資本比率と109,964百万円という潤沢な利益剰余金の裏付けが、同社に配当の安定性を重視する決断をさせたと考えられる。

期末配当については中間配当実績から1円減配して6円配とした。これにより年間配当は13円となる。また、2016年3月期実績1株当たり利益13.9円に基づく配当性向は93.5%となる。同社が減配に踏み切った理由は明らかではないが、同社は安定して配当を継続することを重視しており、期間利益と配当金支払額のバランスを重視した結果と弊社では推測している。

1株当たり利益、配当金及び配当性向



出所：決算報告書からフィスコ作成

#### (2) 自社株買い

同社はまた、株主還元の一環として、自社株買いを実施した。2016年1月20日の臨時株主総会での承認を受け、2016年2月1日から同年3月31日までの期間に15,669,800株（発行済み株式数の2%）を平均HKD13.77（総額215.8百万香港ドル）で取得し、14,825,600株を期末までに消却した。同社は資本効率改善と株式価値向上を目的に今後も自社株買いを継続していく予定だ。

#### 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・表示したのですが、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