

|| 企業調査レポート ||

ダイナムジャパンホールディングス

HK06889 香港証券取引所

2019年12月25日(水)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 厳しい環境のなか、パチスロ機へのシフトやローコストオペレーションの徹底により増収増益で着地	01
2. 中長期の成長戦略は不変ながら、足元は2018年規則への対応を優先。迫る費用増加への備えは万全	01
3. 2018年規則への対応は業界再編のトリガーとなる可能性。競争力に優れる同社にとっては飛躍のチャンス	01
■ 会社概要	02
1. 沿革	02
2. ダイナムジャパンホールディングスグループの特長と強み	03
■ 業績動向	06
● 2020年3月期中間決算の概要	06
■ 中長期成長戦略と進捗状況	10
1. パチンコホール事業の成長戦略と取り組み状況	10
2. 航空機リース事業の進捗状況	15
3. カジノ用ビデオスロット機事業の進捗状況	16
■ 今後の見通し	17
1. 2020年3月期及び2021年3月期の業績の考え方	17
2. 2022年3月期以降の業績の考え方	18
■ 株主還元	20
■ CSR/ESGの取り組み状況	21
1. CSRと長期的企業価値向上への取り組み	21
2. ESG対応の状況	22

■ 要約

厳しい業界環境が続くなか、 間近に迫る業界大再編時代への備えが着実に進捗

ダイナムジャパンホールディングス<HK06889>は、店舗数で第1位の日本最大級のパチンコホール運営企業。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強みと特長がある。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、質の高い経営を実践し、業界初の株式上場を果たしたパイオニア企業でもある。

1. 厳しい環境のなか、パチスロ機へのシフトやローコストオペレーションの徹底により増収増益で着地

同社の2020年3月期中間決算は、営業収入73,970百万円（前中間期比0.5%増）、営業利益14,042百万円（同14.5%増）、税引前中間利益13,150百万円（同6.0%増）と増収増益で着地した。厳しい事業環境のなかでパチンコの稼働率は減少したもののパチスロは堅調で、同社もパチスロ機へのシフトを強化して収入増に努めた。粗利益率の上昇もあり、営業収入はわずかながら前中間期比増収を確保した。費用面ではパチスロ機導入で機械費が増加したもののその他の店舗営業費用の削減に努め、営業増益を達成した。

2. 中長期の成長戦略は不変ながら、足元は2018年規則への対応を優先。迫る費用増加への備えは万全

中長期の成長戦略については、店舗数の拡大と既存店客数の拡大の2つの軸による成長を目指しており、この点は従来からまったく変化はない。しかし足元では2018年2月の出玉率についての新規則を視野に入れた計画的な対応が必要となる。これはパチンコホールに対して2021年1月31日までに、すべての遊技機を2018年規則に対応した機種への入替を迫るもので、一時的に機械費が大幅増となり、収益を大きく圧迫することが予想されている。同社については店舗数がグループ全体で449店舗と非常に多いため、通常のペースに比べて200億円ほど機械費が増加すると試算される。これを2020年3月期と2021年3月期の2年間のうちに消化する必要があるが、かなりの部分が2021年3月期にずれ込む可能性もあり、その場合は一時的に大幅減益になる可能性もある。同社はここ数年、有利子負債削減と収益性強化に努めており、備えは万全な状況にある。

3. 2018年規則への対応は業界再編のトリガーとなる可能性。競争力に優れる同社にとっては飛躍のチャンス

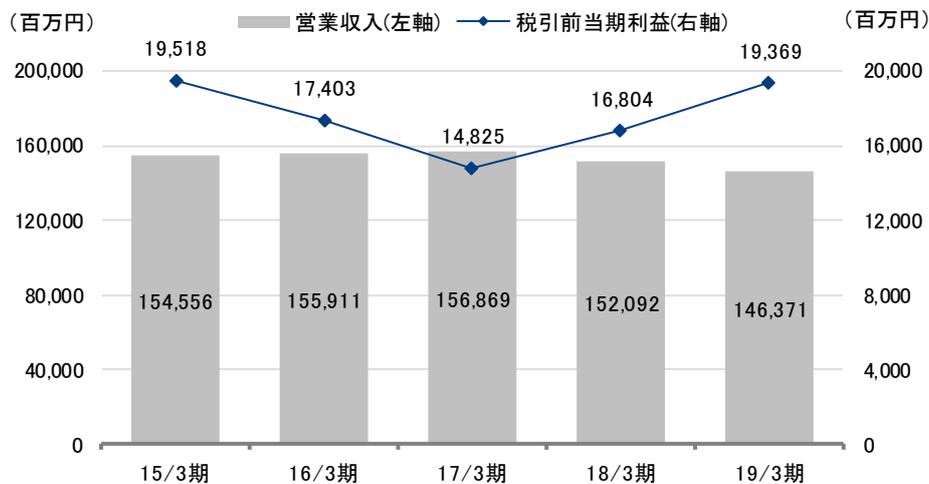
2018年規則は、同時にまた、業界再編のトリガーとなる可能性がある。機種入替に伴う費用増は同社にとっても大きな負担だが、2022年3月期以降は再び増益に転じ、それを回収できる可能性が高い。同業他社の中には事業継続を断念するケースも少なくないとみられており、ローコストオペレーションの強みを有する同社は、そうしたなかで着実に残存者利益を獲得できると弊社ではみている。新規事業として2020年3月期から本格的に始まった航空機リース事業も順調だ。2019年10月までに2件のリース契約が成立し、2020年3月期中にさらに成約が見込まれている。リターンの評価尺度であるIRR（内部収益率）は、同社の期待値どおりの5～6%程度の水準を確保できているとみられる。

要約

Key Points

- ・2018年規則への対応は順調に進捗。業界大再編時代に向けて、足元は体力を温存
- ・航空機リース事業が本格的にスタート。2019年11月時点で2件のリース契約を締結し引渡しを完了済み
- ・2022年3月期以降は残存者利益による新たな成長期に入る可能性

業績の推移



出所：決算概況資料よりフィスコ作成

■ 会社概要

「チェーンストア理論」に基づき革新的な施策を実行しながら 業容拡大し、業界初の株式上場を達成

1. 沿革

同社は1967年に、現取締役相談役である佐藤洋治(さとうようじ)氏の父、佐藤洋平(さとうようへい)氏により、佐和商事株式会社として設立された。1970年に創業者が亡くなったため、当時は(株)ダイエーに勤務していた長男の佐藤洋治氏が24歳で事業を継ぎ、業容を拡大させてきた。

会社概要

同社は大卒者の新卒採用、郊外型店舗・ローコスト店舗の開店、労働組合結成、低賃玉営業の全国展開など、パチンコホール業界における新しい取り組みを同業他社に先駆けて行ってきた。同社が先進的な企業文化を持つに至ったのは佐藤洋治氏のリーダーシップによるところが大きい。同氏は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。同社の大きな強みであるローコストオペレーションもチェーンストア理論に基づくものだ。

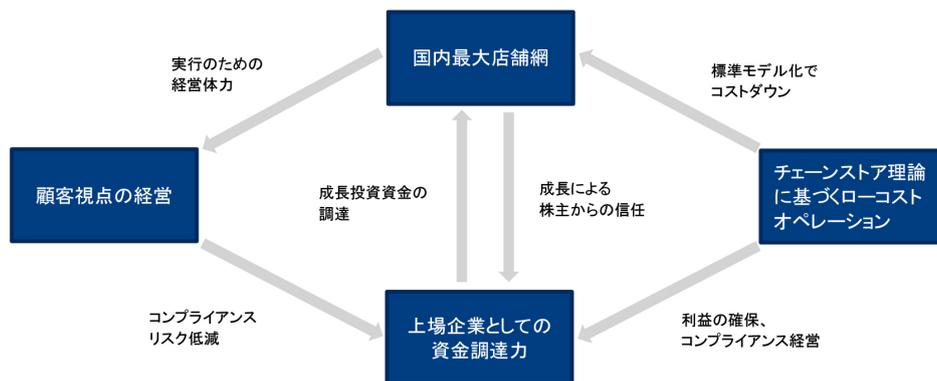
チェーンストア理論に学んだ同氏の合理的な考え方は企業文化として同社に根付き、同社を業界の中のトップ企業に押し上げる原動力となった。また、経営理念において顧客第一主義や情報開示、コンプライアンス経営など現代の企業経営で最も重要とされる要素を、かなり早期から取り入れることへとつながり、2012年8月の香港証券取引所への上場を実現する大きな原動力としても働いた。

4つの強みを活かして強固な経営基盤を確立し、他社との差別化を実現

2. ダイナムジャパンホールディングスグループの特長と強み

同社の様々な特長・強みのなかで、弊社では1) 国内トップの店舗数、2) ローコストオペレーション、3) 顧客視点の経営、4) 資金調達力の4点に注目している。ポイントはそれぞれの強みが互いにつながっていることだ。すなわち、他社が同社と同じ強さを実現するのは容易ではないということだ。

ダイナムジャパンホールディングスグループの4つの強みの関係



出所：ヒアリングよりフィスコ作成

(1) 国内トップの449店舗を擁していること

同社はグループの店舗数が449店舗（2019年9月末現在）と国内トップを誇る。集計時期のずれによって厳密な比較ではないものの、国内シェアは店舗数ベース、遊技台の設置台数ベースともに、4%台半ばと推定される。

会社概要

店舗数が多いことは、いわゆる規模の利益（スケールメリット）の獲得につながる。スケールメリットは、店舗の新規出店、改装、遊技機の購入、景品の仕入れ、物流など様々な面に及ぶが、特に重要なのは経費に占める割合が大きい遊技機の購入や運用面での効果だ。店舗数が多いことはパチンコ・パチスロ機の保有台数も当然多くなり、遊技機メーカーに対するバイイングパワー（価格交渉力）が強まることになる。また、同社はPB（プライベートブランド）機の開発・導入を進めているが、ここでもスケールメリットが生きてくる。さらには機種種の店舗間移動の面でも店舗数の多さを活かして、集客増とコスト削減の両立を図ることが可能な体制を構築している。

(2) 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

ローコストオペレーションは同社の競争力の源泉であり、成長戦略を含めたすべての施策について実現性・有効性を担保する大きな支えとなっているというのが弊社の理解だ。

同社のローコストオペレーションの背景には、チェーンストア理論が理論的支柱として存在している。パチンコホール事業の2大経費は人件費と機械費であるが、その直接的な費用の削減だけでなく、少ない従業員数でのオペレーションを可能にする店舗設計や店舗運営システム（一例として“各台計数機”）の導入、新規出店の標準化など、様々な面にチェーンストア理論が活かされ、同社グループ全体としてのローコスト化につながっている。

前述のように同社は国内トップの449店舗を誇る。これは積極的な多店舗展開策の結果に他ならないが、それを可能とした原動力もローコストオペレーションのノウハウだ。そこで店舗数増大⇒スケールメリットによるコスト削減という好循環が生まれて、現状の地位があるものと弊社では分析している。また、後述する顧客視点に立った経営も、ローコストオペレーションがあるからこそ実現できていると考えている。

同社がチェーンストア理論を経営に活用するに至った経緯は沿革で述べたとおりだ。同社はまた、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、チェーンストア理論をパチンコホールの経営に活かす研究を重ねている。またPCSAの活動は、同業他社の経営基盤の強化に貢献しただけでなく、夢コーポレーション（株）のグループ化という形で同社の業容拡大にも貢献した。

(3) 顧客視点に立った経営の実践

同社は5つの経営方針の1つに“顧客第一主義”を掲げ、現に実践している。同様の経営方針を掲げる同業他社はあっても、それを実践できているところは少ないと思われ、同社の特長の1つと弊社では考えている。

同社の様々な経営施策のうちで“低貸玉営業”と、“射幸性に頼らない営業”の2つを特に弊社では評価している。これらは同社の経営方針や成長戦略を理解するうえでのキーワードでもある。

a) 低貸玉営業

貸玉料（パチンコは玉を借りて遊ぶという形態となっており、その料金）を通常の4円より安い、1円もしくは2円に引き下げた営業形態のことだ。同じ料金でも客はより多くの玉を借りることができ、それだけ長く遊ぶことが可能になる。2019年9月末時点では同社のパチンコ機の72.4%（業界全体47.4%）、パチスロ機の57.5%（業界全体21.8%）が低貸玉機となっており、業界平均を大きく上回っている。

会社概要

低貸玉営業店舗は高貸玉営業店舗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。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。低貸玉店舗は、高貸玉店舗よりも営業収入が低いのにに対して営業費用はそれほど差がないので、利益率が低くなってしまったためだ。それをカバーする方策の一つが店舗数拡大による成長であり、同社はまさにそれを実践してきた。

b) 射幸性に頼らない営業

文字どおり、射幸性の高い機種を集客の中心的な戦略とはしないということだ。パチンコ機には大当たりの確率が高いものから低いものまで様々な種類がある。確率が低い機種ほど大当たりした場合の出玉数が多く、コアなパチンコファンほどそうした射幸性の高い機種を好む傾向がある。したがってパチンコホールも低確率機種（すなわち高射幸性機種）の構成比を高めた店づくりをして集客を行っているところが多い。

しかしながら、2017年3月期にこの射幸性に規制が入り、確率の最低ラインが1/400から1/320へと引き上げられ、1/400機種は2016年12月までに撤去された。射幸性に対する規制の背景には依存問題対策があり、2018年2月にも新規規則が施行された。射幸性を売り物に集客するというパチンコホールの経営スタイルは成り立たなくなりつつあるのが現状だ。

これに対して同社は、高射幸性機の割合が業界平均に比べて低く、反対に最も射幸性の低い確率1/100タイプの構成比が業界平均よりも20%も高い構成となっている。射幸性規制の強化の影響は同社も避けられないが、従来から射幸性に頼らない営業を目指してきた同社においてはそのマイナス影響が相対的に軽微であると弊社では考えている。

(4) 上場企業の強みを活かした資金調達力

同社は2012年にパチンコホール業界で初めて香港証券取引所に株式を上場した。約3,000社のパチンコホール企業の中で株式を上場しているのは同社を含めて2019年9月末現在3社だけだ。今後予想される業界再編において、買い手となれるかどうかの重要な条件の一つが資金調達力であることは議論の余地はないだろう。同社は2015年11月の夢コーポレーションのグループ化で、上場企業としての強みを活かし、全株式を株式交換により取得した。M&Aに限らず店舗投資や新事業展開などで潜在的資金需要は旺盛で、上場企業であることのメリットは非常に大きく働くと考えられる。

業績動向

パチンコ客数の減少が続くなか、パチスロ機へのシフトなどの増収策や店舗営業費用の効率的使用などにより、増収増益で着地

● 2020年3月期中間決算の概要

(1) 連結決算の概要

同社の2020年3月期中間決算は、営業収入73,970百万円(前中間期比0.5%増)、営業利益14,042百万円(同14.5%増)、税引前中間利益13,150百万円(同6.0%増)、親会社の所有者に帰属する中間利益8,691百万円(同4.2%増)と増収増益で着地した。

2020年3月期中間決算の概要

(単位：百万円)

	19/3期			20/3期		
	半期計	下期	通期	半期計	前半期比	増減額
貸玉収入	386,840	382,017	768,857	379,269	-2.0%	-7,571
景品出庫額	313,257	309,229	622,486	305,299	-2.5%	-7,958
営業収入	73,583	72,788	146,371	73,970	0.5%	387
費用合計	61,315	65,714	127,029	59,928	-2.3%	-1,387
営業利益	12,268	7,074	19,342	14,042	14.5%	1,774
税引前中間利益	12,411	6,958	19,369	13,150	6.0%	739
親会社の所有者に帰属する 中間利益	8,340	4,256	12,596	8,691	4.2%	351
EBITDA	18,049	13,087	31,136	19,638	8.8%	1,589

出所：決算発表資料よりフィスコ作成

グロスの売上高に当たる貸玉収入は前中間期比2.0%減(7,571百万円減収)の379,269百万円となった。パチンコ人口の減少と市場規模の縮小基調が続いている中、同社は個店ごとの特性(立地条件や顧客属性等)に応じた地域密着型の集客努力を重ねて売上高の確保に努めてきた。また、2020年3月期中間期はそれに加えて、パチンコと比較して堅調なパチスロファンのニーズを捉え、パチンコからパチスロへの機種シフトやパチスロ・スペースの増床などを実施し、集客に努めた。しかしながら、パチンコの客数減少の影響を完全に吸収するには至らず、貸玉収入は上記のように前中間期比2.0%の減収となった。

一方、原価に相当する景品出庫額は前中間期比2.5%(7,958百万円)減少の305,299百万円となった。貸玉収入と景品出庫額の差が粗利益であり、ネット売上高とも言える営業収入となる。これは前述のように前中間期比0.5%(387百万円)の増収となった。

ダイナムジャパンホールディングス | 2019年12月25日(水)
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

業績動向

貸玉収入に対する営業収入の割合は粗利益率となるが、2020年3月期中間期は粗利益率が19.5%と、前中間期の19.0%から0.5ポイント上昇した。粗利益率は顧客への還元率（貸玉収入に対する景品出庫額の割合）逆数であるため、これが高すぎると客離れを招く一因となる可能性がある。過去の推移を見るとおおむね18%台～19%台で推移しており2020年3月期中間期は通常の範囲内の動きだった。

一方、費用については、費用合計が前中間期比2.3%（1,387百万円）減少の59,928百万円となった。その内訳として、機械費は収益拡大を目的としたパチスロ機の購入を強化したことが主因で前中間期比で増加したものの、それ以外の店舗経費（広告宣伝費、人件費等）については効率的な使用に努めたほか減価償却費も減少した。また、2020年3月期中間期は同社が採用するIFRS（国際会計基準）において新リース会計基準が適用となったことにより、営業費用における不動産費用が減少した。この結果営業利益は、同14.5%（1,774百万円）増益の14,042百万円となった。

新リース会計基準の適用は、営業費用段階では不動産賃借料の減少として作用したが、一方でリース資産にかかる金利については金融費用に計上しなければならない。2020年3月期中間期はリースに係る利息費用として957百万円を金融費用に計上した。こうした金融収支を反映した税引前中間利益は前中間期比6.0%（739百万円）増の13,150百万円となった。

新リース会計基準の適用の結果、2020年3月期中間期決算について前中間期比較をする場合、営業利益よりも税引前中間利益の方が実態をより正確に表している。その税引前中間利益も2020年3月期中間期は前中間期比6.0%増益を果たしたということで、2020年3月期の増益が会計方針変更のみならず、実体を伴った増益だったことが確認できたと言える。なお、2021年3月期からは同じ会計基準での比較となるため、再び営業利益をベースに分析・評価をしても実体を正しく把握できると考えられる。

新リース会計基準の損益計算書への影響

(単位：百万円)

項目	費目	19/3 期中間期	20/3 期中間期	増減額	備考
営業費用	賃借費用	6,331	87	-6,244	
	使用権資産償却額	-	5,120	5,120	
	合計	6,331	5,207	-1,124	営業利益の押し上げ要因
営業利益		12,268	14,042	1,774	増減額のうち1,124は新リース会計基準適用の影響
金融費用	リースに係る利息費用	-	957	957	税引前中間利益の押し下げ要因
税引前中間利益		12,411	13,150	739	

出所：会社資料、取材よりフィスコ作成

新リース会計基準はまたバランスシート（財政状態計算書）にも大きな影響を及ぼしている。店舗用に賃借している不動産契約に関し、将来家賃の総額を使用権資産として、将来家賃の総額を割引計算した現在価値をリース負債として、その割引処理に伴うもの等を剰余金としてそれぞれバランスシートに計上しなければならない。

業績動向

新リース会計基準における使用権資産、リース負債及び剰余金の影響額



注：数値は2020年3月期中間期末現在。
 出所：会社資料、取材によりフィスコ作成

2020年3月期中間期末の影響額は、使用権資産等が86,471百万円、リース負債が95,644百万円、剰余金が-9,173百万円となり、バランスシートを一気に膨らませることとなった。この実体的な影響はさほどないものの、自己資本比率は見かけ上、2019年3月期末時点の76.5%から2020年3月期中間期末では49.2%に大きく低下した。これはあきらかに同社の実態を正しく表しておらず、注意が必要だ。従来と同じ基準（新リース会計基準を適用しないベース）の2020年3月期中間期末の自己資本比率は76.7%と試算され、半年前からさらに改善した状況にある。

従来と同基準（新リース会計基準非適用）の場合の財政状態計算書

(単位：百万円)

	19/3 期末 従来基準	20/3 期中間期末			備考
		新リース会計基準 (①)	従来基準 (②)	増減 (① - ②)	
資産合計	185,332	274,532	188,061	86,471	使用権資産 80,530、リース債権 6,358
負債合計	43,532	139,432	43,788	95,644	リース負債 95,644
資本金	15,000	15,000	15,000	-	
剰余金等	126,800	120,100	129,273	-9,173	新リース会計基準適用による剰余金の修正
資本合計	141,800	135,100	144,273	-9,173	
負債及び資本合計	185,332	274,532	188,061	86,471	
自己資本比率	76.5%	49.2%	76.7%	-	

出所：会社資料よりフィスコ作成

ダイナムジャパンホールディングス | 2019年12月25日(水)
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dynh.co.jp/ir/index.html>

業績動向

(2) (株)ダイナムの状況

同社グループの基幹会社であるダイナムは、2020年3月期中間期は営業収入69,082百万円(前中間期比0.7%増)、営業利益10,788百万円(同7.7%増)、経常利益11,400百万円(同8.5%増)、当期利益7,664百万円(同9.3%増)と増収増益で着地した。

2020年3月期中間期は、パチンコが客数減少に歯止めがかからず前中間期比減収となったものの、パチスロでは人気機種がリリースされたこともあり、前中間期比増収となった。自販機収入などのその他の収入も増加し、営業収入全体でも前中間期比499百万円の増収となった。

利益面では人気パチスロ機導入などの要因から機械費は前中間期比増加したものの、広告宣伝費や人件費など機械費以外の店舗運営費用は前中間期比減少となった。結果的に営業費用全体では前中間期比275百万円減少した。この結果営業利益は、前中間期比774百万円の増益となった。

ダイナムの経営状況

(単位：百万円)

	19/3 期中間	20/3 期中間	前中間期比 伸び率	前中間期比 増減	摘要
営業収入	68,581	69,082	0.7%	501	
営業利益	10,014	10,788	7.7%	774	
経常利益	10,505	11,400	8.5%	895	
当期利益	7,012	7,664	9.3%	652	
主要 KPI (重要経営評価指標)					
店舗数	406	405	-0.2%	-1	山形・酒田泉店を閉鎖
パチンコ稼働率	43.3%	42.2%	-	-1.1pt	競合店差 +10.4pt
スロット稼働率	40.0%	39.2%	-	-0.8pt	競合店差 +5.5pt
設置台数	187,667	188,765	0.6%	1,098	設置台数シェア 4.4% (P-1,112 台、S+2,210 台)
PB 機設置台数	7,785	11,393	46.3%	3,608	設置割合 8.5%

出所：会社資料よりフィスコ作成

KPI (重要経営評価指標) 中の稼働率を見ると、2020年3月期中間期は前中間期に比べてパチンコの稼働率が1.1ポイント、パチスロの稼働率は設置台数を大きく増加させた中でも0.8ポイント低下と堅調に推移している。ヒット機種を迎えて客足が動意付いてきたことを着実に捉えるべく人気機種の導入やパチスロ・スペースの増床を行った。また同社の営業戦略・差別化戦略の1つである低貸玉営業(パチスロにおいては、正しくは“低貸メダル営業”)をパチスロでも行っているなかで、5円貸から10円貸に変更して消費者ニーズに合わせるなどの施策を行った。

店舗異動については、2020年3月期中間期は1店舗(山形・酒田泉店)を閉鎖し、2019年9月末の店舗数は405店舗となった。これは不動産貸主側の事情によるもので、2020年3月期下期には近隣に新店が開店する計画となっており、2020年3月末時点の総店舗数は406店舗に戻る見通しだ。パチンコホール業界においては、射幸性規制の一環で出玉規制が強化され、従来の機種を新規則に準拠した新型機へ完全に入れ替える必要がある。現在はその移行期にあるため、新規出店は自力出店にしてもM&Aにしても機種入替の負担を抱え込むデメリットの方が大きい状況だ。それゆえダイナムも、新規則への移行が完了する2021年1月末までは新規出店には慎重な姿勢をみせている。

■ 中長期成長戦略と進捗状況

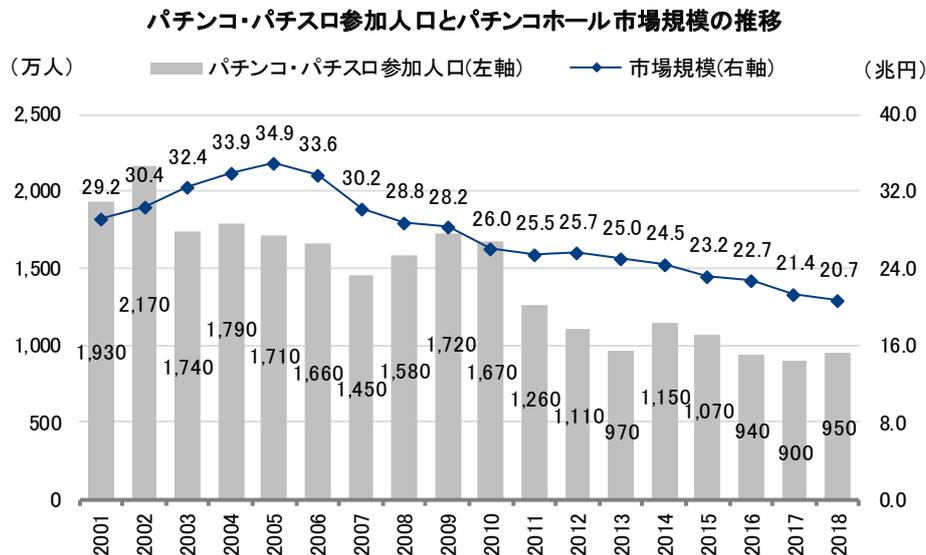
同社の事業は基幹事業であるパチンコホール事業と、新規事業の大きく2つから成る。現状はパチンコホール事業の収益に占める割合が圧倒的に大きく新規事業の収益貢献は極めて限定的な状況だ。しかしながら数年後には新事業の収益、特に利益の貢献割合は、それなりに存在感を持つ規模に成長すると想定される。したがって、パチンコホール事業のみならずと、新規事業についても現時点から事業の状況を把握しておくことは極めて重要だと弊社では考えている。

2018年規則への対応は順調に進捗。業界大再編時代に向けて、足元は体力を温存

1. パチンコホール事業の成長戦略と取り組み状況

(1) 事業環境と成長戦略の概要

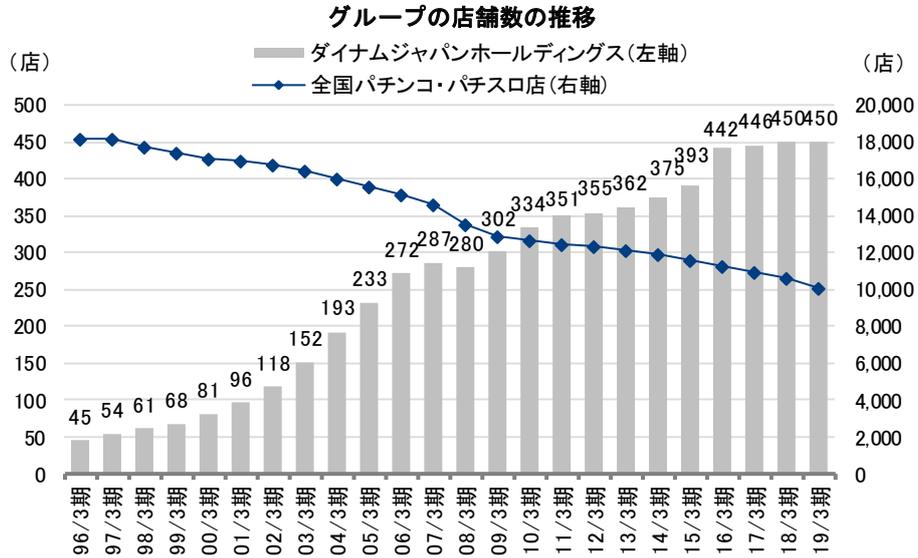
パチンコ市場の長期縮小トレンドは現時点でも大きな変化はない。公益財団法人日本生産性本部がまとめた「レジャー白書2019」によれば、2018年はパチンコ・パチスロ参加人口が950万人と前年の900万人から50万人(5.6%)ほど盛り返したものの、パチンコホールの市場規模(貸玉収入の総額)は20兆7,000億円と前年から3.3%減少した。



出所：公益財団法人日本生産性本部「レジャー白書」よりフィスコ作成

こうした状況を反映して、パチンコ・パチスロの店舗数も右肩下がりが続いており、2018年末の店舗数は10,060店と前年比536店(5.1%)減少した(数字は警察庁調べ)。そうしたなか、同社はグループ全体の店舗数が449店(2019年9月期末)で前期末比横ばいを維持した。

中長期成長戦略と進捗状況

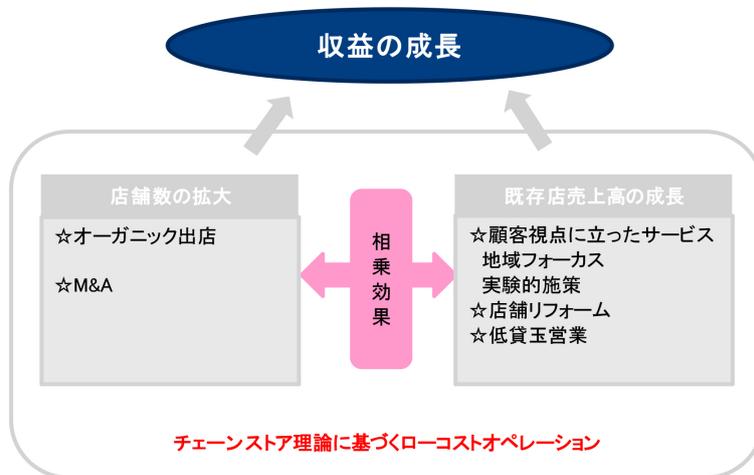


出所：会社資料、警察庁資料よりフィスコ作成

パチンコホール事業に関する同社の成長戦略は、従来から一貫している。すなわち、店舗数の拡大による成長という軸と、既存店客数の拡大という軸の、2つの軸の掛け算による成長だ。店舗数の拡大については、オーガニック出店（自社出店）とM&Aによる拡大の2つが選択肢としてあるが、ローコストオペレーションに強みを有する同社にとっては、オーガニック出店のほうがより効率的だと弊社では見ている。M&Aについては案件ごとに精査した上で、明確なメリットが得られる場合には踏み切ることになると推測される。

既存店売上高の成長については、単価より客数の確保により力点を置いて臨んでいる。パチンコを時間消費型レジャーとして浸透させようという同社の取り組み姿勢とも整合性が取れるスタンスと言える。業績動向の項で述べたように、個店ごとの特性を活かして地域密着型の地道な集客努力を行っているが、業界全体を覆う逆風が強く、客数の伸長という点では一進一退が続いている状況だ。

店舗数の拡大と既存店売上高の成長の2つの成長戦略のイメージ図



出所：会社資料よりフィスコ作成

(2) 2018年規則への対応状況

パチンコホール業界及び同社を取り巻く状況は前述のとおりだが、前述のような顧客要因に加えて規制要因がパチンコホール経営に大きな影響を与えようとしている。

パチンコ業界に対しては2018年2月に、出玉率及び出玉数についての新たな規則（以下では「2018年規則」と称する）が施行された。大まかな内容は、1) 出玉率の上限を現行の約3分の2に規制、2) 大当たり1回当たりの出玉数が現行の約3分の2に規制、というものだ（2018年規則の詳細については2018年12月25日付レポートを参照）。

2018年規則がパチンコホールの経営に与える影響は非常に大きい。射幸性低下による集客への影響もさることながら、それ以上に影響が大きいのは、現在保有する遊技機をすべて2018年規則に適合した新型のものへと入れ替えなければならないことだ。具体例を示すと、400台のパチンコ台が稼働している店舗では、400台すべてを入れ替えるのに140百万円（新型機を1台35万円と仮定し、35万円×400台で計算）必要となる。そうした店舗数が100店あれば140億円が必要ということだ。

2018年規則に対しては、3年間の移行期間が設けられている。2018年2月1日から2021年1月31日までの3年間は従来規則に基づく遊技機について、認定を取得することで継続利用を認めるというものだ。同社も含めて多くのパチンコホール事業者はこれを選択しており、現状は旧規則機と2018年規則に基づいた新型機が混在している状況にある。しかし新型機は出玉規制がゆえに消費者への訴求力（魅力度）が低いため、その導入率は非常に低い水準にとどまっているとみられる。

パチンコホール事業者は今後、移行期間の残りが1年半弱（決算期で言えば2020年3月期と2021年3月期）しかないなかで、2021年2月以降も営業を続けるべく多額の投資を行うのか、あるいは見切りをつけて廃業するか、そうした究極の決断を迫られることになる。この状況はまさに、業界大再編の扉が開いた状況と言えるだろう。

同社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を実践してきており、これが同社の最大の強みとなっている。同社にとっても遊技機の入替費用は決して軽くはない。しかしこれに対する備えや体力は十分に整っていると弊社ではみている。

資金面では、同社は2020年3月期中間期末時点で現金及び預金残高48,140百万円に対して有利子負債残高が4,639百万円と、差し引きで43,501百万円のネット・キャッシュとなっている。こうした豊富な手元資金に加え、自己資本比率49.2%（2020年3月期中間期末時点。当期から適用になった新リース会計基準の影響を除いた実質ベースでは76.7%）という強いバランスシートを活かして外部からも十分な資金を調達可能と考えられる。

中長期成長戦略と進捗状況

より重要なことは、遊技機入替に投じた資金をいかに回収するか（回収できるか）ということだ。この点については、ローコストオペレーションに裏付けられた高い店舗収益力を活かして入替費用を着実に回収・返済していくことが可能だと弊社ではみている。詳細は今後の見通しの項で述べているが、同社は通常の年でも年間200億円前後を機械費として投じている。2018年規則への対応は最終期限が決まっている（2021年1月31日まで）ため、2020年3月期と2021年3月期の2期間は通常よりも機械費が膨らむことになる。その超過分（通常に比べて膨らむ分）の総額が2年間で200億円というのが弊社なりの大まかな試算だ。これは現在の同社の年間営業利益と同水準の額であり、遊技機入替費用の回収が可能だと弊社が考える理由はここにある。

(3) 既存店売上高の成長への取り組み

業界再編や規制対応といった大きなテーマと並んで、日々の収益確保への取り組みも重要であることは言うまでもない。この点については、2020年3月期中間期はパチスロ機の強化を主体に取り組んだ。

パチンコ機については前述のように2018年規則に準拠した新型機の投入が始まっているが、メーカー側からのリリースの動きがスローで、ヒット作も生まれていない状況だ。一方パチスロ機も射幸性規制がかけられており、パチンコ機同様2021年1月末までに高射幸性機の完全撤去が求められているが、そうしたなかで、パチスロ機においてはヒット作が生まれたこともあり、パチスロを楽しむ客足が伸びている状況となっている。

こうした状況を受けて同社も、パチンコ機の購入費を前中間期比で減額する一方、パチスロ機の購入額を増額した。また、店舗内のスペース割でも、パチンコ機からパチスロ機へ変更（パチスロ機の設置スペースの増床）するなどの施策を実施した。

2020年3月期中間期の遊技機購入費実績

(単位：百万円)

	19/3 期中間期	20/3 期中間期	増減額
遊技機購入費	11,348	13,174	1,826
パチンコ購入費	8,802	7,688	-1,114
パチスロ購入費	1,465	4,341	2,876
その他費用	1,081	1,145	64

出所：会社資料よりフィスコ作成

さらに貸メダルの価格設定においても、同社が全店で進める低貸メダル営業強化の枠組みは維持しつつも、顧客ニーズに合わせて5円から10円に貸メダル金額を変更した。

これらの施策の結果、2020年3月期中間期のパチスロの営業収入は、前中間期比7.8%（2,029百万円）増の27,989百万円となった。パチスロ人気及びそれに対応したパチスロシフトは業界全体のトレンドであるが、業界全体の伸び率は1.9%にとどまっており、同社の営業実績の高さが際立つ結果となった。また、パチスロ機設置台数は2020年3月期中間期は前中間期比3.9%増だった。パチスロ営業収入の伸び率が設置台数の伸び率を上回ったことで、パチスロ機1台当たりの収入も拡大したことがうかがえる。

ダイナムジャパンホールディングス | 2019年12月25日(水)
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

中長期成長戦略と進捗状況

パチスロの営業収入（2020年3月期中間期実績）

（単位：百万円）

項目	主体	19/3 期中間期	20/3 期中間期	伸び率
パチスロ営業収入	市場全体	328,709	334,951	1.9%
	同社グループ	25,960	27,989	7.8%
パチスロ機設置台数（台）	同社グループ	60,990	63,376	3.9%

出所：会社資料よりフィスコ作成

同社はこうした状況はまだ続くとみており、2020年3月期下期以降も計画的にパチスロ機の設置比率を引き上げていく方針だ。同社のパチスロ設置比率は2019年9月末時点で30.1%と、市場全体の39.5%を10%近く下回っている。この事実を照らすとパチスロ設置比率を引き上げるといふ同社の経営判断は妥当なものと言え、その効果もまた高いものが期待できると弊社では考えている。

(4) 店舗数の拡大への考え方

同社の成長戦略の2つの軸のうち、店舗展開については、当面、動きはないとみられる。これはオーガニック出店とM&Aのいずれも同様だ。

同社が店舗展開について消極的な理由は簡単で、2018年規則が原因だ。現時点で店舗を新規出店するに当たっては、市場に新規規則対応の新型機が十分に供給されていないことや、未だ顧客による支持率の高い旧規則機の市場調達ができていないため、競合店との競争に負けてしまうことが明白なためだ。しかし、これらの旧型機はいずれ新型機に入れ替える必要が出てくる。すなわち、今現在店舗を増設するという事は、その初期投資の回収が進まないうちに、遊技機入替の出費を迫られるため、まったくそろばんが合わないということだ。こうした事情はM&Aによる店舗取得のケースも同じだ。

したがって、同社が店舗展開で再びアクセルを踏み始めるのは、早くも2021年2月ということになるだろう。現実には、2018年規則の期限を迎えて、業界地図がどのように変わっているか、その影響を見定めてからになると考えられる。

こうした同社の判断は極めて合理的で、妥当と言える。同業他社のほとんども似た判断をしていると推定される。こうした現状から推測されることは、現在、パチンコホール業界においてM&Aのエネルギー、特に事業売却へのニーズが蓄積されつつあるのではないかとということだ。買い手がまったくいない状況は売り手の心理的にも圧力が高まっていると想像される。2021年2月以降、動きが出始めた際には、そうしたニーズが一気に表面化してくることが予想される。そうした状況は、まさに業界大再編時代の幕開けと言えるだろう。

航空機リース事業が本格的にスタート。 2019年11月時点で2件のリース契約を締結し引渡しを完了済み

2. 航空機リース事業の進捗状況

同社は2018年秋に新規事業として航空機リース事業に参入することを公表した（その詳細は2018年12月25日付レポート参照）。

具体的スキームは、組合を設立して他の投資家を募ることはせず、同社が全額出資子会社を設立し、当該子会社が単独事業として航空機リース事業を行う形式を採用している。この方針にしたがい、同社は2018年12月に同社の全額出資でDynam Aviation Ireland Limited (DAIL) をアイルランドに設立した（資本金1億円相当、3月決算）。アイルランドは国を挙げて航空機リース事業を支援しており法人税率も低く設定されている。その結果航空機リース事業の世界トップ15社（保有機数ベース）のうち14社がアイルランドに拠点を構えている。同社もその例にならったということだ。

事業モデルの特徴としては、“ナローボディ”と呼ばれる市場流通性の高い中型機を中心にリース事業を展開することにある。ボーイングの737型シリーズ、エアバスのA319・A320・321型が該当する。これらは航空会社の運用機体数でも、航空機メーカーの受注・受注残数の面でも、他のサイズの機種を圧倒しており、まさにボリュームゾーンと言える地位を占めている。この市場に特化することで、市場流通性を確保し、経営リスクを削減することを狙っている。同社はこれらの型式の中古機を、今後3年間で20機ほど購入し、世界の航空会社にリースをしていく計画だ。

20機に対応する投資総額は900億円を見込んでおり、300億円を自己資金、600億円を外部調達（ノンリコースローンが中心）という資金内訳を計画している。初年度分の自己資金として100億円を送金済みで既にリース事業を開始している。

これまでの進捗としては、2019年7月に第1号案件のリース契約締結・引渡しを完了した。さらに、2号案件が10月に引渡しを完了しており、2019年11月時点では2機がリースされている状況にある。今後も商談が進行しているもようだ。

リース先は、1号案件がスペインのLCCであるプエリング航空、2号案件がインド最大のLCCであるインディゴとなっている。契約条件や期待収益については同社が想定したとおりとなっているもようで、事業の収益性という点でも順調なスタートを切ることができたとみられる。リース事業においては、当初の購入価格、リース期間中のリース料収入、リース終了後の売却価格の3つの要素が確定して最終的に当該案件の収支が確定するという特長がある。それゆえ投資リターンの測定では内部収益率（IRR）という指標が用いられる。第1号案件、第2号案件共に、同社が期待したとおりのIRR（昨今の金利情勢から5～6%前後と推測）が実現できているもようだ。

航空機リース事業については、機体数が計画どおり20機まで積み上がった時点では年間の利益貢献が数十億円規模に達し、同社の業績に存在感のある規模の貢献をもたらすと期待される。

ビデオスロット機のカジノへの導入がスタート。 当面はテスト運用という位置付けで、その結果が待たれる

3. カジノ用ビデオスロット機事業の進捗状況

同社は新規事業の一環として、マカオのカジノ市場において、マスマーケット向けのビデオスロット機を投入することを目的に、企画・開発に取り組んでいる。これは時間消費型ゲームで、パチンコの要素を取り入れたわかりやすいゲームというのが開発コンセプトとなっている。

実際の開発はマカオにおけるカジノ機の製造販売のライセンスを有するシンガポールの WEIKE GAMING TECHNOLOGY (S) PTE. LTD. (以下、「WEIKE」) と共同で開発を進めている。これまでの進捗状況は、2019年5月3日付で最終的にマカオ政府機関から認可を取得した後、2019年9月にマカオのカジノオペレーターと販売契約を締結し、11月30日より実際にカジノにビデオスロット機が導入開始、という状況にある。

カジノ用ビデオスロット機の開発の軌跡

時期	活動区分	取り組み内容
2019年 3月	開発	1機種目について BMM (カジノマシン検査機関) の適合通知受領
2019年 5月	開発	1機種目について DICJ (マカオ政府機関) の認可取得
2019年 5月	販売	G2E アジア (アジア最大のゲーミング及びエンターテインメントの展示会) に出展
2019年 9月	販売	マカオカジノオペレーターとの契約締結
2019年10月	開発	認可取得機種が累計で3機種に拡大
2019年11月	販売	マカオのカジノにビデオスロットマシンが導入、営業開始

出所：会社資料よりフィスコ作成

今回の導入は試験的なもので、台数も30台程度にとどまっている。人気、稼働の状況を見て“稼げるマシン”という評価がされれば、カジノオペレーターによる購入台数が飛躍的に拡大すると期待される。

ここまで順調な進捗を見せているビデオスロット機事業であるが、本格的な収益貢献が実現するにはしばらく時間を要すると弊社ではみている。本格導入までテスト期間を経る必要があることが理由の1つだ。また、現行機種が人気を獲得できるかどうかは未知数で、ヒット作を生み出すまでさらに時間を要する可能性もある。

事業モデルとしては、カジノオペレーターとの間でレバニューシェアのような契約が実現できれば理想的だが、様々な規制もあるため、この点でも時間を要すると弊社では考えている。いずれにしても同社の新製品が“稼げるマシン”となることが最も重要であり、初号機の稼働・売上状況を見守りたいと考えている。

■ 今後の見通し

2018年規則対応機への入替に伴い、 約200億円の費用増加が生じる可能性

1. 2020年3月期及び2021年3月期の業績の考え方

同社は業績予想を開示していないため、弊社は業績予想を行う上でのポイントや視点などを整理した。

(1) 営業収入の考え方

ネット売上高に相当する営業収入は、2020年3月期中間期は前中間期比0.5%増収となったが、2020年3月期下期も決して楽観はできない。営業収入はグロス売上高に相当する貸玉収入から景品出庫額を引いたものであるが、その貸玉収入は2020年3月期中間期は前中間期比2.0%の減収となった。これはパチンコの客数減による影響とみられている。

その一方で、足元のパチスロ人気は2020年3月期下期も続くとみられる。同社もそれに対応して上期同様、パチスロへのシフトを強化する方針だ。

こうした外部環境のなか、ネット売上高に相当する営業収入は、2020年3月期下期も横ばい圏～微増収で推移するとみている。前述のように営業収入は顧客への還元率との関係で決まるため、貸玉収入が多少上下に変動しても還元率がクッション役を果たし、増収を確保することが可能と考えられるためだ。

(2) 利益の考え方

営業収入に比べて、営業利益の考え方は難しい。基本的な考え方の構図は前回レポート(2019年6月25日付)で述べたところと同じだが、以下改めてポイントを示す。

2020年3月期中間期決算で同社は、現状の厳しい環境下にあっても営業利益、EBITDA(営業利益+減価償却費等の非資金的費用)ともに、同社にとってのベースラインの数値を達成できることを証明した。もちろん、これらの数値は自然体のままで達成できたわけではなく、トップライングロスとコストコントロールの両面で様々な工夫・努力を重ねた結果だ。ポイントは、そうした工夫・努力の随所に、国内最大の店舗数(ダイナム本体で405店舗、グループ全体で449店舗。2019年9月末現在)を保有する同社ならではの強みが活かされている点だ。同社のまねをできる同業他社は極めて少なく、事業環境が厳しい状況がゆえになおさら、同社と同業他社との間で、差が拡大していると考えられる。

そうした同社も2020年3月期と2021年3月期の2年間は一時的に大きな利益圧迫要因を迎える可能性がある。2018年規則に適合した新型機への入替問題があるためだ。

今後の見通し

前述の2018年規則によって、同社は2020年3月期と2021年3月期の2年間で173,000台の既存遊技機を撤去し、新型機に入れ替える必要がある。新台と中古機を取り混ぜることになるだろうが、その総額は約600億円と弊社では推計している。過去のパターンを見ると同社は年間約200億円の機械費を計上している。すなわち、本来であれば2年間で400億円の機械費で済むところ、今後の2年間は保有する遊技台を一気に更新しなくてはならないため600億円の機械費がかかり、200億円の費用増加が見込まれることになる。営業収入がぐんぐん伸びる状況であれば、こうした費用の増加をある程度吸収することもできるだろうが、現状の事業環境ではこうした費用の増加がそのまま利益圧迫要因（減益要因）となる可能性が高い。

この200億円の費用増加分は2020年3月期と2021年3月期の2年間に配賦されることになるが、年ごとの割り振りを正確に予想することは難しい。同社自身もまだ決定していない可能性が高い。理由は機械メーカーの新型機投入のタイミングやその人気度合いによって、同社の機械購入タイミングや購入台数の判断が変わってくるためだ。

現実味は低いと考えるが、現有の旧型機の入替えがすべて2021年3月期になる可能性もゼロではない。その場合は上記の200億円の費用増加が2021年3月期に集中するため、当該期の業績は大きなダメージを受け、営業利益がトントンにまで縮小することが想定される。投資家の立場としてはそうした最悪のシナリオも視野には入れておくべきだろう。

遊技機入替完了後は、 2019年3月期以前の収益水準に戻せるかどうか注目点

2. 2022年3月期以降の業績の考え方

新規則準拠の遊技機への入替は2021年1月31日が期限となっているため、2022年3月期には新規則導入前の2019年3月期と同様の経営環境に戻ると考えられる。

この時、業績面でも2019年3月期の水準（営業利益200億円、EBITDA300億円）に戻るかどうかは不透明だ。“不透明”と考える理由は、出玉規制強化によってパチンコの魅力が薄れたとしてコアなファン層が離れる可能性や、パチンコ愛好者の平均年齢が全般に高齢化するなかで、パチンコ人口の減少が加速する可能性などがあると考えるためだ。

現状では、2022年3月期の業績が2019年3月期の水準に戻る可能性は半分以上あると考えているが、仮に上記のように業績が戻らない状況が起こった場合でも、それは同社にとって別な意味での大チャンスといえることができるだろう。そうした状況になれば、パチンコホール業界のほとんどの企業が深刻なダメージを受け、事業撤退の判断を迫られるところが続出することが想定されるためだ。リーディングカンパニーである同社にとっては、残存者利益による新たな成長ストーリーの始まりとなり、成長軌道を回復できる可能性が高いと弊社では考えている。

ダイナムジャパンホールディングス | 2019年12月25日(水)
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

今後の見通し

損益計算書

(単位：百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期 中間期
営業収入	155,911	156,869	152,092	146,371	73,970
前期比増減率	0.9%	0.6%	-3.0%	-3.8%	0.5%
店舗営業費用	138,326	142,142	136,727	128,024	61,134
前期比増減率	2.7%	2.8%	-3.8%	-6.4%	-2.1%
一般管理費	5,798	5,622	5,049	5,023	2,339
前期比増減率	6.3%	-3.0%	-10.2%	-0.5%	4.4%
その他の収入	8,184	9,224	9,458	8,971	4,451
その他の費用	1,805	2,430	2,425	2,953	906
費用合計	137,745	140,970	134,743	127,029	59,928
前期比増減率	1.9%	2.3%	-4.4%	-5.7%	-2.3%
営業利益	18,166	15,899	17,349	19,342	14,042
前期比増減率	-6.1%	-12.5%	9.1%	11.5%	14.5%
金融収益	311	233	236	471	286
金融費用	1,074	1,307	781	444	1,178
税引前当期利益	17,403	14,825	16,804	19,369	13,150
前期比増減率	-10.8%	-14.8%	13.3%	15.3%	6.0%
税金費用	6,864	5,520	5,879	6,778	4,454
当期利益	10,539	9,305	10,925	12,591	8,696
前期比増減率	-6.4%	-11.7%	17.4%	15.2%	4.5%
親会社の所有者に帰属する当期利益	10,544	9,360	10,870	12,596	8,691
前期比増減率	-6.7%	-11.2%	16.1%	15.9%	4.2%
EBITDA	30,494	28,469	29,524	31,136	19,638
前期比増減率	-0.5%	-6.6%	3.7%	5.5%	8.8%
EPS (円)	13.92	12.23	14.19	16.44	11.35
1株当たり配当金 (円)	13.00	12.00	12.00	12.00	6.00

出所：決算概況資料よりフィスコ作成

今後の見通し

財政状態計算書

(単位：百万円)

	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末	19/3 期末	20/3 期 中間期末
流動資産	43,240	63,072	53,145	59,875	61,441
現金及び預金	28,134	48,499	40,533	47,537	48,140
売上債権	459	563	469	614	580
非流動資産	145,944	142,043	131,826	125,457	213,091
有形固定資産	109,532	106,687	98,794	95,445	95,843
使用権資産	-	-	-	-	80,530
無形資産	3,991	3,833	3,545	3,112	3,083
資産合計	189,184	205,115	184,971	185,332	274,532
流動負債	30,838	38,496	39,643	36,452	46,837
仕入れ債務及びその他の 債務	17,786	18,282	19,220	19,297	16,764
借入金	2,369	7,281	7,351	2,124	1,864
リース負債	-	-	-	-	12,572
非流動負債	25,727	29,738	7,813	7,080	92,595
借入金	18,394	22,768	1,221	502	2,775
リース負債	-	-	-	-	83,312
親会社の所有者に帰属する 持分合計	132,645	136,953	137,532	141,821	135,115
資本金	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
資本剰余金	12,883	12,741	12,741	12,741	12,741
利益剰余金	110,253	112,403	114,106	115,204	109,856
その他の資本構成要素	-5,202	-3,191	-4,315	-1,124	-2,482
非支配持分	-26	-72	-17	-21	-15
資本合計	132,619	136,881	137,515	141,800	135,100
負債・資本合計	189,184	205,115	184,971	185,332	274,532

出所：決算概況資料よりフィスコ作成

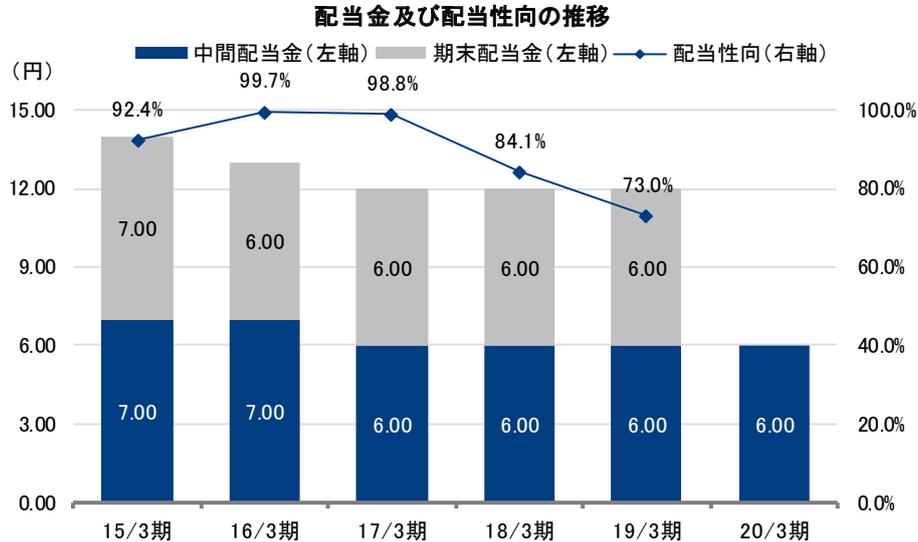
株主還元

2020年3月期中間期は中間配当として6円の実施を決定

同社は株主還元の重要性については高い意識を有している。同社が継続的に発展するためには株主価値向上が重要だと認識が背景にある。このような考えのもと、安定した配当を出し続けることを基本方針としている。

2020年3月期中間期について同社は、中間配当6円の実施を決定している。配当総額は4,596百万円となる。2020年3月期中間期の親会社の所有者に帰属する中間期利益は8,691百万円で、これに対する配当の割合は52.9%となる。

株主還元



出所：決算報告書よりフィスコ作成

CSR/ESG の取り組み状況

働き方改革や女性管理職の育成・登用など、重要と見定めたテーマについて「地域のインフラ」として長期的な企業価値向上を目指す

1. CSR と長期的企業価値向上への取り組み

同社は上場企業として法令に則ったコンプライアンス経営と収益の最大化に取り組むのみならず、「地域のインフラ」（地域になくてはならない存在）となることを経営の軸に置きながら、CSR（Corporate Social Responsibility、企業の社会的責任）に高い意識を持って取り組んでいる。

その詳細は2018年12月25日付レポートに詳しいが、働き方改革や女性管理職の育成、受動喫煙防止への取り組みなどの様々なテーマについて社内での議論にとどまらず社外（他社や地域社会など）との交流など含めた活動を行い、長期的な企業価値向上を目指している。

非財務（ESG）情報を積極開示し、 長期投資家との対話ツールを充実

2. ESG対応の状況

同社は2019年2月25日にホームページのCSRセクションを大改訂した。香港証券取引所においては2017年よりESG情報の開示が義務化され、上場各社による非財務情報の開示が本格化している。同社のホームページにおいても、前述のCSR活動を踏まえ、環境（E）、社会（S）に関する考え方や取り組みについての情報開示を充実させている。

投資家と企業の一層の対話が望まれている環境下において、特にESGを含む長期的な視点を軸に企業価値の向上を目指すことが、長期投資家と企業双方の共通テーマとして認識されるようになってきている。同社のホームページにおける情報開示はグローバルの長期投資家との対話姿勢を表すものとして評価したい。同社はまた、2019年8月にESGレポート（「ESG Report 2019」）を開示しており、これもまた対話ツールとして重要な役割を果たすと期待される。

免責事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp