

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企业调查报告 ||

## DYNAM JAPAN HOLDINGS 股份有限公司

HK06889 香港证券交易所

2020年7月15日

文責 特邀分析师  
佐藤讓



FISCO Ltd.

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

## 目录

■ 摘要	01
1. 2020 财年营收下降，但通过全面实施低成本运营确保利润增长	01
2. 贯彻执行新冠肺炎疫情防控工作并重启业务，力求最大程度减少业务损失	01
3. 力求通过推进门店运营高效化以增强盈利能力	01
■ 企业简介	02
1. 企业历史	02
2. 『DYNAM JAPAN HOLDINGS GROUP』的企业特长与优势	03
■ 2020 财年财务业绩状况	06
1. 2020 财年综合财务业绩概览	06
2. 财务状况	08
3. (株) DYNAM 企业状况	09
■ 新冠肺炎疫情的影响及对策	11
■ 新业务的发展情况	12
1. 飞机租赁业务	12
2. 赌场影像角子机业务进展情况	13
■ 未来展望	14
1. 日式弹珠机游戏馆行业的现状及成长策略	14
2. 2022 财年以后的业务绩效思考方向	18
■ 股东回报	21
■ CSR/ESG 施措状况	22
1. 对于 CSR 与企业长远价值提升所采取的措施	22
2. ESG 整合状况	22

## 摘要

### 贯彻执行新冠肺炎防控工作并重启业务，力求通过生产率改革以增强门店盈利能力

DYNAM 日本控股 <HK06889> 是日本门店数第一的龙头日式弹珠机游戏馆经营者。基于连锁店经营理论的低成本运营，是该公司的优势和特征。此外，该公司通过秉承顾客第一主义，资讯公开以及合规性管理等，一系列高品质经营管理的实践，成为了行业内首家成功上市的先锋企业。

#### 1. 2020 财年营收下降，但通过全面实施低成本运营确保利润增长

在日式弹珠机游戏馆行业严峻的大环境中，该公司 2020 财年的综合财务业绩中，营收同比下降 3.0% 至 141,919 百万日元，但除税前溢利同比增长 0.7%，利润增加 19,506 百万日元。总体市场收缩趋势仍在继续，期末新冠肺炎疫情的蔓延是营收下降的主要原因。但通过调整门店运营来压缩人工成本和控制广告成本的做法取得了成功。此外，作为新业务的飞机租赁业务，已开始租赁三架飞机，租赁收入为 564 百万日元。

#### 2. 贯彻执行新冠肺炎疫情防控工作并重启业务，力求最大程度减少业务损失

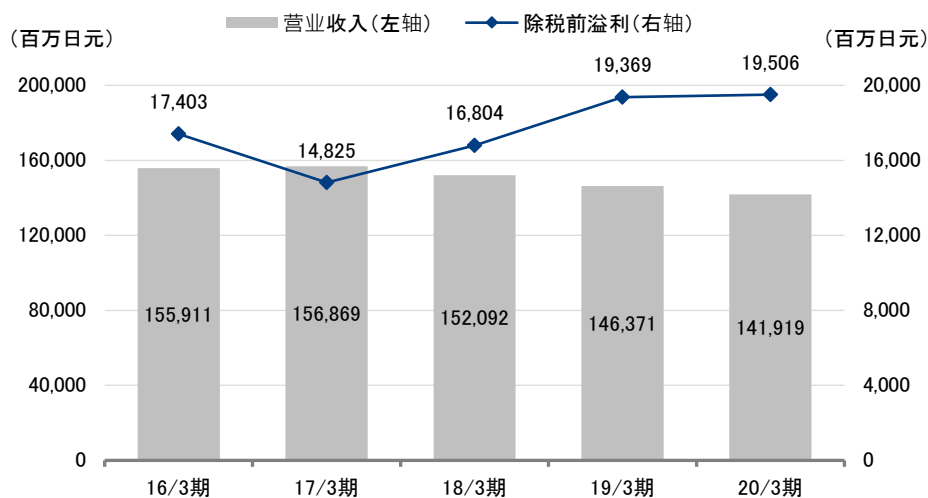
由于新冠肺炎疫情的蔓延，日本政府宣布全国进入紧急状态后，几乎所有门店都在 4 月下旬至 5 月初陆续停业。近日，随着全国紧急状态的解除，阶段性恢复营业，所有门店将于 6 月份陆续恢复营业。但是，恢复营业的同时需要采取防控措施，因此希望门店恢复到正常运转状态还需要一定时间。因此，公司将通过努力降低成本（比如推迟购买新机型）来实现全年盈利。此外，由于日本警察厅规则的修订，原定于 2021 年 1 月末必须拆除旧规则机的规定将延长一年执行，这对日式弹珠机游戏馆来说无疑是个好消息。

#### 3. 力求通过推进门店运营高效化以增强盈利能力

该公司一直以“扩大门店数量”和“增加现有门店营收”两个目标为发展方向，但当前该公司的重点是创建一个即使在严峻营业环境中也能确保稳定利润的系统，因此将通过生产率改革和结构改革提高门店运营效率。当前，部分门店正在实施通过分工来减少工作时间的实验，如果效果得到验证，该做法将扩展至所有门店。由于严峻的盈利环境，今后整个行业中的中小型游戏馆将被进一步淘汰洗牌，且很可能被大资本集中化。虽然该公司目前拥有业内最多的门店，但也只是保持在 5% 左右的份额。但我们相信即使整体市场持续萎缩，通过扩大市场份额，该公司仍有很大的增长空间。

**Key Points**

- 由于新冠肺炎疫情的蔓延，2020财年营收下降，但通过优化门店运营，仍然实现连续三年利润增长
- 2021财年上半年难以避免收益艰难的局面，但力求实现全年获利
- 在市场持续萎缩的状态下，通过扩大市场份额，仍有很大增长空间

**财务业绩变化**


资料来源：FISCO 根据收益公告制作

## 企业简介

基于『连锁店经营理论』，实施革新措施的同时扩大经营范围，成为行业第一个上市公司

### 1. 企业历史

该公司于1967年，由现董事顾问佐藤洋治的父亲佐藤洋平先生，以佐和商事株式会社之名创立。1970年创业者去世，当时在大荣株式会社工作的长子，即24岁的佐藤洋治先生，继承了该公司并扩展了业务。

该公司在日式弹珠机游戏馆行业开创了一系列新举措，例如聘用应届大学毕业生，开设郊区，低成本门店，组建工会以及在全国范围内推广低投注额业务等。公司先进的企业文化很大程度上要归功于佐藤洋次先生的领导。佐藤洋治先生对当时刚刚进入日本的连锁店经营理论印象深刻，所以进入了大荣公司。之后，随着作为创始人的父亲的离世而接管公司。他始终将连锁店经营理论应用于日式弹珠机游戏馆的管理，使得公司业务范围得以扩大。而该公司的主要实力即低成本运营也基于连锁店经营理论。

## 企业简介

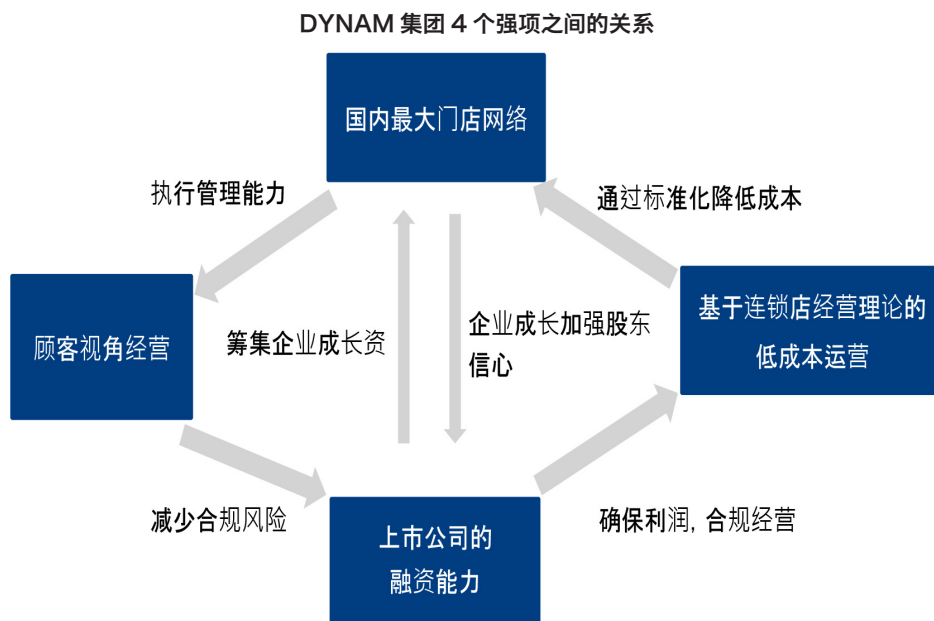
从连锁店经营理论中获得的合理的思维方式作为企业文化深深扎根在该公司，也是该公司能成为行业顶尖公司的原动力。其次，该公司秉承的顾客第一理论，资讯公开以及规范经营等现代企业经营中最重要的因素，也在早期得以导入，为 2012 年 8 月在香港证券交易所上市提供了原动力。

此外，董事会主席兼代表执行官佐藤公平先生宣布，他已辞去董事和执行官的职务，并于 2020 年 4 月 27 日即任非执行董事（顾问）。企业经营策略今后也将保持不变。

## 确立由 4 个优势所形成的坚固的经营基础，实现与其他公司的差异化

### 2. 『DYNAM JAPAN HOLDINGS GROUP』的企业特长与优势

在该公司各种特长和优势当中，本公司尤其关注以下 4 点：1) 拥有国内第一的门店数量，2) 低成本运营，3) 顾客视角经营，4) 融资能力。关键在于四个强项能够相辅相成，其他公司想要实现这一点并非易事。



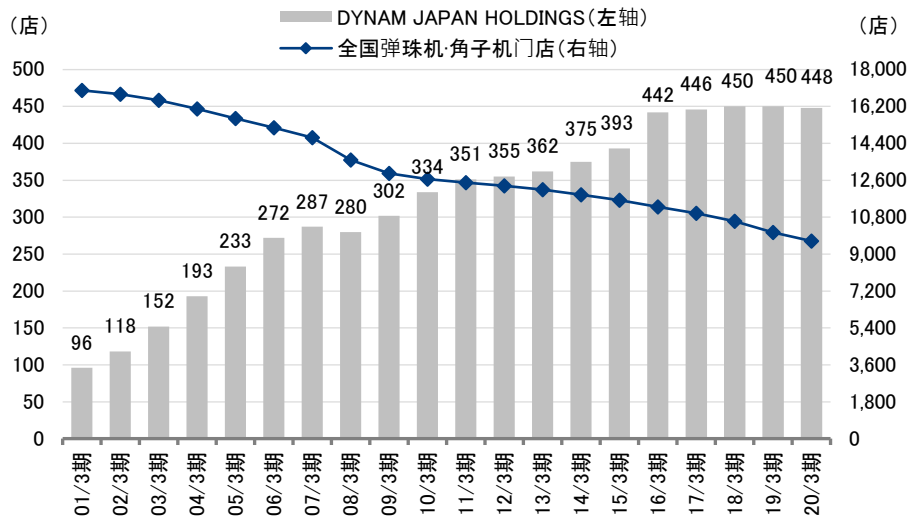
资料来源：FISCO 通过采访制作

#### (1) 集团门店数达 448 家，为日本最大规模

该企业的集团门店数达到 448 家（截至 2020 年 3 月末），为日本国内最大规模。由于计数时间的差异所以并非严格的比较，但基于门店数量和已安装游戏机数量的统计，日本国内份额约占 5%。在 2003 年，行业份额超过 1%，此后，该企业一直致力于扩大包括并购在内的门店数量，并随着整个行业门店数量的下降而扩大自身的市场份额。

## 企业简介

集团门店数量的变化



资料来源：FISCO 通过企业资料及警视厅资料制作

门店数多意味着可以获得所谓的规模效益。规模效益涉及到新开店，门店改装，游戏机的购买，奖品进货，物流等方方面面。这其中最重要的是游戏机的购买和运行面的效果，门店数多，自然弹珠机和角子机的购买量也多，与游戏机制造厂商的交涉能力就强。此外，该公司正在开发和引进 PB 机（自有品牌）（2020 财年中安装的弹珠机中 9.5% 是 PB 机），此处也利用了规模效益的影响。此外，该公司正在利用门店数量众多的优势，为门店之间的机型转移构建一个系统，该系统旨在实现增加客户量的同时降低成本。

## (2) 基于连锁店经营理论的低成本运营

本公司认为，低成本运营是该公司竞争力的源泉，也是确保包括增长战略在内的所有措施的可行性和有效性的重要支撑。

该公司依靠连锁店经营理论来支撑低成本运营。日式弹珠机游戏馆的两大成本是人工成本和机器成本，除了直接降低成本外，诸如导入使用少量员工也能运营的门店设计和门店操作系统（例如“各台计数机”），以及将新门店开业标准化等等，在各个方面的活用连锁店经营理论，使得集团全体运营低成本化。

如前所述，该公司在日本国内拥有数量最多的 448 家门店。这毋庸置疑是积极扩大门店数量策略的结果，而让它成为可能的原动力正来自于低成本运营的经验。本公司分析认为，门店数的增加产生的规模效益使得成本下降而产生良性循环，才使得该公司确立目前的地位。此外，我们认为即将叙述的站在顾客角度经营方式的实现也得益于低成本运营。

该公司在管理中使用连锁店经营理论的历史如前所述。该公司于 2003 年与志同道合的同行成立了一个行业团体即“弹珠机连锁店协会（PCSA）”（截至 2020 年 3 月共有 20 名正式会员和 34 名支持会员），重点研究如何将连锁店经营理论运用于日式弹珠机游戏馆的运营。PCSA 在推进活动方面，为同一行业中其他公司的管理基础强化做出了贡献，也促进了（株）Yume Corporation 在 2015 年 11 月的集团化。

## 企业简介

**(3) 顾客角度经营的实践**

该公司贯彻执行 5 大经营方针之一的“顾客第一主义”。虽然行业内也有执行同样经营方针的公司，但能够真正实践的却并不多，所以本公司认为该经营方针也是该公司的特长之一。

在该公司的各项管理政策中，本公司对以下两项给与好评：“低投注额经营”及“不依赖赌博性经营”。这也是理解该公司管理政策和发展战略的关键词。

**a) 低投注额业务**

低投注额业务是指弹珠租用的费用（弹珠机是租用弹珠的形式）少于通常的 4 日元，降低为 1 或 2 日元的商业形式。同样的费用下，客户可以租用更多的弹珠，这意味着他们可以玩更长的时间。对于旨在推广弹珠机成为所有人都能轻松享受的日常娱乐活动的公司而言，扩大低投注额游戏馆是一项合理的措施。截至 2020 年 3 月底，低投注额游戏馆数量为 274 个，占总数的 60.9%，远远高于行业平均水平。

数据表明，低投注额游戏馆与高投注额游戏馆相比，更吸引顾客。但是，采用该战略需要企业有相应的能力。这是因为相较于高投注额游戏馆，低投注额游戏馆的营业额较低，但运营费用却没有太大差别，所以利润相对减少。填补减少的利润的策略之一就是，增加门店数量使得企业成长壮大，而这也正是该公司实践出来的做法。

**b) 不依赖赌博性经营**

正如字面描述，高赌博性的机型不该作为吸引顾客的战略。弹珠机的机型中既有中彩率高的也有中彩率低的机型。越是中彩率低的设备，中大彩的时候越能收获很多弹珠。深度弹珠机爱好者往往喜欢此类机型。因此，一般日式弹珠机游戏馆会增加中彩率低的机型（即高赌博性机型）的比重来吸引顾客。

然而，现状却是随着打击赌博成瘾措施的加强，监管机构正在逐步改变规则以抑制赌博，将赌博作为卖点吸引顾客的经营方式变得不再适用。另一方面，该公司的高赌博性机型的比率低于行业平均水平，相反，赌博性最低的 1/100 类型的构成比例较高，比行业平均水准高出 20 个点。尽管该公司无法避免收紧法规带来的影响，但我们认为负面影响相对较小，因为该公司始终致力于不依赖赌博性经营。

**(4) 活用上市公司优势的融资能力**

该公司在 2012 年，成为弹珠机行业首个在香港证券交易所上市的公司。截至 2020 年 3 月末，在约 3000 家日式弹珠机游戏馆中，包括该公司在内上市的仅有 3 家公司。可以想象在将来的行业重组中，能否成为买家的重要条件之一，毫无疑问就是融资能力。2015 年 11 月，随着 YUME Corporation 公司的集团化，该公司充分利用上市企业的优势，收购了 YUME Corporation 公司的所有股份。除了并购，门店投资和开展新业务等潜在的资金需求也很旺盛，可以看出上市企业这一优势起到很大作用。



## 2020 财年财务业绩状况

由于新冠肺炎疫情的蔓延，2020 财年营收下降，但通过优化门店运营，仍然实现连续三年利润增长

### 1.2020 财年综合财务业绩概览

2020 财年综合财务业绩，营收同比下降 3.0% 至 141,919 百万日元，营业利润同比增长 11.2% 至 21,514 百万日元，除税前溢利同比增长 0.7% 至 19,506 百万日元。归属于母公司所有者的净利润同比增长 1.2% 至 12,748 百万日元，总体营收减少但实现连续三年利润增长。

2020 财年综合财务报表概览

(单位：百万日元)

	19/3 期	20/3 期		增减额	备注
	全年	全年	同比		
弹珠租用收入	768,857	732,862	-4.7%	-35,995	高投注额门店 410,270 (-31,034)， 低投注额门店 322,592 (-4,961)
奖品发放额	622,486	590,943	-5.1%	-31,543	高投注额门店 340,651 (-27,539)， 低投注额门店 250,292 (-4,004)
营收	146,371	141,919	-3.0%	-4,452	高投注额门店 66,919 (-3,495)， 低投注额门店 72,300 (-957)
营业费用	128,024	121,912	-4.8%	-6,112	机器成本 2,433，人工成本 -2,011， 门店营业费用等的减少 -4,451， 新租赁准则的影响额 -2,086 (租金等)
一般及行政费用	5,023	5,020	-0.1%	-3	
其他收入 (包括自动售货机的佣金收入)	8,971	9,010	0.4%	39	前一年灾难保险收入 -470，飞机租赁收入 564
其他费用	2,953	2,483	-15.9%	-470	前一年灾难保险损失 -616，飞机租赁成本 399
费用合计	127,029	120,405	-5.2%	-6,624	
营业利润	19,342	21,514	11.2%	2,172	
财政收入	471	461	-2.1%	-10	
财务经费	444	2,469	456.1%	2,025	新租赁准则的影响额 1,880 (与租赁有关的利息支出)
除税前溢利	19,369	19,506	0.7%	137	
归属于母公司所有者的年度利润	12,596	12,748	1.2%	152	
EBITDA	31,136	33,151	6.5%	2,015	

资料来源：FISCO 根据收益公告制作

在 2020 财年，该公司新开设了一家低投注额游戏馆门店，并重新评估商圈关闭了三家门店。因此，期末集团的门店数较上年减少两家至 448 家。

在遏制赌博成瘾进行的规则修订的影响导致弹珠机顾客人数减少以及市场规模持续萎缩的大环境中，尽管由于推进弹珠机向角子机转移等措施努力维持并提高了客户数量，但受到 2020 年 2 月以来新冠肺炎疫情的传播导致的顾客数量下降的影响，与总销售额相对应的弹珠租用收入同比下降了 4.7% 至 732,862 百万日元。分类数据如下：低投注额游戏馆减少 1.5% 至 322,592 百万日元，高投注额游戏馆减少 7.0% 至 410,270 百万日元。

另一方面，与成本对应的奖品金额为 590,943 百万日元，同比下降 5.1%。毛利是弹珠租用收入与奖品金额之间的差额，可以视为净销售额。如上所述，同比下降了 3.0%。

使用本报告时，请务必阅读正文之后的重要事项（免责条款部分）



## 公司概况

营收与弹珠租用收入之比为毛利率，在 2020 财年，毛利率同比增长 0.4 个百分点至 19.4%。低投注额游戏馆为 22.4%，与上一财年基本持平，但高投注额游戏馆增长了 0.4 个百分点到 17.0%。高毛利率的低投注额游戏馆的增加是主要因素。毛利率是客户回报率的倒数（奖品交付额与弹珠租用收入的比率），因此，如果毛利率太高，则可能是导致客户离开的因素之一。纵观过去的趋势，这一比例一直在 18% 至 19% 之间，可以说在 2020 财年处于正常范围之内。

营业费用同比减少 4.8% (减少 6,112 百万日元) 至 121,912 百万日元。机器成本同比增加了 2,433 百万日元，这主要是由于增加购买了角子机，但由于重审门店运营，人工成本同比减少了 2,011 百万日元，广告成本等门店运营支出同比减少 4,451 百万日元。此外，自 2020 财年以来，IFRS（国际会计准则）中租赁会计准则的变更导致成本减少了 2,086 百万日元。租赁的房地产被视为租赁资产，在损益方面，将其记录为使用权资产折旧，而不是传统的租金费用处理方法。因此，营业利润增加了 2,086 百万日元，但与租赁相关的利息支出被记录为 1,880 百万日元的财务经费。

## 新租赁准则对损益表的影响

(单位：百万日元)

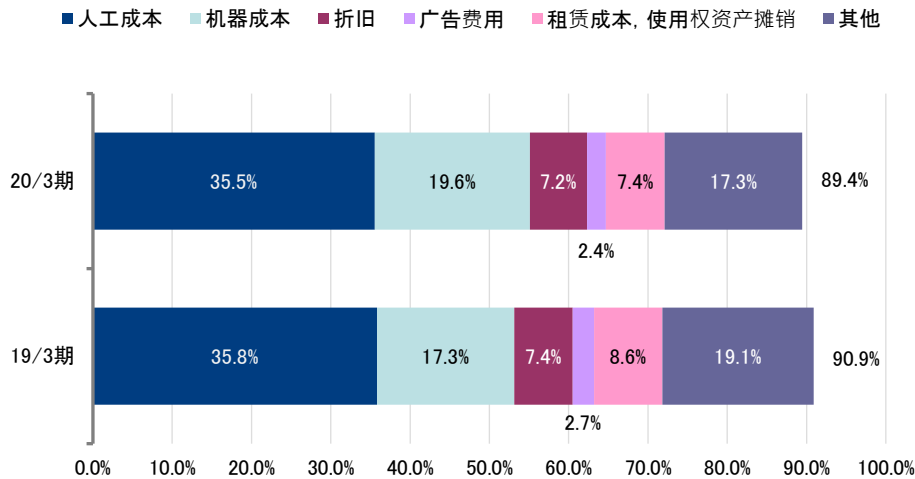
项目	费用项目	19/3 期	20/3 期	增减额	备注
营业费用	租金成本	12,604	169	-12,435	
	使用权资产摊销	-	10,349	10,349	
	合计	12,604	10,518	-2,086	提升营业利润的主要因素
营业利润		19,342	21,514	2,172	利润增加中的 2,086 百万日元归因于租赁会计变更的影响
财务经费	租赁利息支出	-	1,880	1,880	除税前溢利降低的主要因素
除税前溢利		19,369	19,506	137	

资料来源：FISCO 根据收益公告，采访制作

关于 2020 财年的经营业绩，由于经营环境持续充满挑战，运营措施转为低投注额游戏馆，并增加购买预计会吸引客户的角子机。此外，通过集中精力控制门店的运营成本，因此尽管营收下降，但仍确保了利润增长。从成本与营收的比率来看，不包括租赁会计准则变更的影响（租金支出和使用权资产折旧费用），与上一年相比下降了 0.3 个百分点。机器成本增加了 2.3 个点，但人工成本下降了 0.3 个点，广告成本下降了 0.3 个点，其他运营成本下降了 1.8 个点，这表明控制运营成本效果明显。

## 公司概况

## 费用与营收比例



资料来源：FISCO 根据收益公告制作

## 新租赁准则的应用使得资产总值大幅增加

### 2. 财务状况

2020 财年末的资产总值同比增加 91,907 百万日元，达到 277,239 百万日元。其中，由于采用新的租赁会计准则，使用权资产（未来租金总额）计为 79,048 百万日元。作为参考，按照之前的标准计算，则是增加了 6,756 百万日元。从主要的变动因素来看，现金和存款减少了 5,727 百万日元，库存资产和奖品成本增加了 2,212 百万日元，有形固定资产增加了 9,761 百万日元。有形固定资产的增加，是由于飞机租赁业务开始后，将飞机资产（三架飞机为 16,337 百万日元）计入所致。如果除去该原因，则有形资产实为减少。

总负债比上期期末增加了 98,975 百万日元，达到了 142,507 百万日元。其中，由于采用了新租赁准则，租赁负债增加了 93,642 百万日元。与之前的标准相比，计息债务增加了 10,602 百万日元，应收账款和应计费用减少了 4,496 百万日元，应付所得税减少了 1,009 百万日元。计息债务的增加是由于从银行借款了 11,221 百万日元为飞机业务融资。该公司的政策是通过金融机构贷款为飞机业务的 70% 提供资金。此外，所有借款均为无追索权贷款（非上诉类贷款），还款是基于飞机租赁业务的现金流量作为资金来源，合同没有规定超出此范围的还款义务，旨在降低与借款有关的风险。

权益总额同比减少了 7,068 百万日元，为 134,732 百万日元。采用新租赁准则后，盈余等减少了 9,443 百万日元，与前一准则相比，净利润为 12,747 百万日元，股息支付为 9,192 百万日元。其他综合收益为 -1,180 百万日元，为减少的主要因素。

股权比率从上一财年末的 76.5% 下降至 48.6%，这是由于采用了新租赁准则，而按常规准则计算则保持在 74.6% 的高水平，可以判断财务保持稳健。

## 公司概要

## 根据与从前相同的标准编制的综合财务状况表（不适用新租赁准则）

## 【综合财务状况表】

（单位：百万日元）

	19/3 期末 常规标准 (3)	20/3 期末			新旧标准差异的原因 (1-2)	基于旧标准与上一时期末相比增加 / 减少的因素 (2-3)
		新标准 (1)	常规标准 (2)	增减 (2-3)		
资产总值	185,332	277,239	192,088	85,151	使用权资产 79,048	现金及存款 -5,727 库存·奖品 2,212 有形 固定资产 9,761 (飞机 16,337)
总债务	43,532	142,507	48,865	93,642	租赁负债 93,642	计息债务 10,602 应付账款·应计费用 -4,496 应付所得税等 -1,009
资本	15,000	15,000	15,000	-		
盈余等	126,800	119,732	128,223	-8,491	通过应用 IFRS16 修正盈余 (折算未来总租金 的现值)	净收益 12,747 股息支付 -9,192 其他综合 收益 -1,180
权益总额	141,800	134,732	143,223	-8,491		
债务和权益总额	185,332	277,239	192,088	85,151		
股东权益比率	76.5%	48.6%	74.6%	-	由于采用 IFRS16 导致权益比率下降	

资料来源：FISCO 根据企业资料制作

## 【现金，存款及计息债务】

（单位：百万日元）

	19/3 期末	比率	20/3 期末	比率
现金及存款	47,537	25.7%	41,810	15.1%
计息债务 (弹珠机业务)	2,626	1.4%	2,007	0.7%
计息债务 (飞机租赁业务)	-	-	11,221	4.0%
资产总值	185,332	100.0%	277,239	100.0%

备注：关于飞机的购买，约 30%来自自筹资金以及 70%来自银行贷款

资料来源：FISCO 根据企业资料制作

## 由于新冠肺炎疫情的影响，DYNAM 在 2020 财年业绩下降

### 3. (株) DYNAM 企业状况

DYNAM 是该集团的核心公司，在 2020 财年（日本标准），营收同比减少 2.8% 至 132,714 百万日元，营业利润同比下降 6.3% 至 17,016 百万日元。收益下降 4.6% 至 18,193 百万日元，净利润下降 5.1% 至 11,758 百万日元。

直到第三季度，弹珠机营收下降，但被不断引进扩充的具有强劲吸客能力的角子机所弥补，不过由于新冠肺炎疫情的蔓延，三月份客户数量急剧下降，全年销售额也随之下降。

在成本方面，尽管由于积极引进流行的角子机而使机器成本比上一年度增加了 1,715 百万日元，但由于降低了除广告成本和人工成本等机器成本之外的商店运营成本，总记减少 2,724 百万日元。然而，这不足以弥补营收的下降，营业利润最终下降了 1,144 百万日元。

## 公司概况

## DYNAM 的业务状况

(单位：百万日元)

	19/3期	营收比	20/3期	营收比	增减额	摘要
营收	136,584	-	132,714	-	-3,870	由于新冠肺炎疫情的影响，客户量减少 高赌博性机型的拆除导致运转率下降
机器成本	22,898	16.8%	24,612	18.5%	1,715	新角子机购入 (同比 9,488 台)
广告费用	3,578	2.6%	3,129	2.3%	-448	数字标牌的导入，控制店内促销
人工成本	44,702	32.7%	43,081	32.5%	-1,621	伴随门店运营的变更 控制总人工成本
其他费用	47,246	34.6%	44,873	33.8%	-2,372	减少水电费和维修费用
费用合计	118,423	86.7%	115,699	87.2%	-2,724	
营业利润	18,161	13.3%	17,016	12.8%	-1,144	
经常利润	19,078	14.0%	18,193	13.7%	-884	
净利润	12,388	9.1%	11,758	8.9%	-629	
资产总值	120,399	-	117,324	-	-3,074	流动资产 1,641 固定资产 -4,716
总负债	33,783	-	28,168	-	-5,615	应付账款 -2,190 应计费用 -1,659
净资产	86,615	-	89,156	-	2,541	净利润 11,758 支付给母公司的股息 -9,116

## 主要 KPI (重要管理评估指数)

门店数	406	-	405	-	-1 门店	新开门店：山形永旺町酒田店 关闭：酒田泉店，東町店
弹珠机运转率	43.0%	-	41.4%	-	-1.6pt	竞争店差异 9.5pt
角子机运转率	40.0%	-	38.2%	-	-1.8pt	竞争店差异 4.6pt
安装台数	188,699	-	189,140	-	441 台	已安装台数份额 4.5%
PB 机安装台数	10,084	-	12,658	-	2,574 台	PB 机安装比例 9.5% (同比差额 2.0pt)

资料来源：FISCO 根据企业资料制作

从 KPI (关键管理指标) 的运转率来看，弹珠机比前期减少了 1.6 个百分点至 41.4%，而角子机减少了 1.8 个百分点至 38.2%。这是由于 2018 年 2 月重新修订了与游戏机安装标准有关的规则，这也是有必要继续拆除赌博性较高的旧规则机，但新推出的新规则机运转率较低的原因。当然，这不仅是该公司，还是整个行业面临的问题。实际上，在与该公司独立调查的竞争对手的运转率进行比较时可以发现，该公司的弹珠 9.5% 个点和角子机的 4.6% 个点都相对较高，表明该公司吸引顾客的优势没有改变。

## 弹珠机·角子机规则修订的主要内容 (来自于 2018 年 2 月以后申请的机型)

· 重新审核最大派彩额	每回中大彩的派彩数控制在以前的 60% 左右 (弹珠机 2,400 个 → 1,500 个，角子机 465 枚 → 285 枚)
· 重新审核派彩率	降低派彩率的上限值，设定新的下限值 (设置下限值 = 必须确保一定的派彩率)
· 为弹珠机新增设置功能	可以为弹珠机设置“中大彩率” (最多设计 6 级)

资料来源：FISCO 根据警视厅资料制作

关于 2020 财年的门店变更，关闭了 2 家门店 (山形·酒田泉店和茨城·東町店)，并开设了 1 家新门店 (山形永旺町酒田店)，总计有 405 家商店。由于房地产贷款人的情况，酒田泉店改为山形永旺町酒田店。此外，東町店正在重建中，计划于 2020 年 3 月重新开业，但由于新冠肺炎疫情影响，暂定于 7 月开业。

## 公司概要

2018 财年以来，该公司门店营业额达到顶峰，但这是由于对赌博规则的修订所致。到 2021 年 1 月底，需要用新的规则机替换所有旧的规则机，这将在短期内增加与机器更换相关的投资负担。另外，新规则机的替换可能导致客户流失，所以现在可以确定的是提升门店的盈利能力比积极扩展门店更为重要。结果是这次的新冠肺炎疫情极大影响了日式弹珠机游戏馆的经营。可以说，近年来在对门店开业标准进行了更详细的分析之后，暂时中止了开设新门店的决定是成功的。

## ■ 新冠肺炎疫情的影响及对策

### 2021 财年上半年，收益困难无法避免，但是我们将采取措施确保全年获利

由于新冠肺炎疫情的蔓延，日本政府于 2020 年 4 月 7 日发布了紧急声明，其中日式弹珠机行业也需要暂停营业，因此该集团也开始暂停营业，从 4 月底到 5 月初，几乎所有门店都暂停营业。此后，在 5 月中旬，在无感染扩大倾向的地区，以及 5 月 25 日包括东京在内的所有都道府县，取消了紧急状态声明，并在采取了全面的预防感染措施之后，各门店陆续重新营业。预测 6 月份之后，全部门店恢复营业。如果将来第二波感染没有到来，则运转率将逐渐恢复，我们预测在 2021 财年下半年，运转率将恢复到正常水平。

从对业绩的影响来看，由于暂停营业，4 月和 5 月的营业收入同比急剧下降。

虽然 5 月中旬之后正在陆续恢复营业，但因为采取彻底的感染预防措施（比如缩短营业时间，门店彻底消毒等），运转率可能会在一段时间内保持较低水平。此外，假设 7 月之后不会爆发第二波疫情，我们预测随着运转率上升带来的营收恢复以及努力控制各种费用，利润也会缓慢恢复。

该公司计划将机器成本，人员成本，可变成本和固定成本同比分别减少 20%，10%，15% 和 10%（总计削减 100 亿日元以上），以应对营收的减少。但根据情况，他们正在考虑进一步削减成本。

此外，为了应对新冠肺炎疫情的蔓延，5 月 20 日，原定于 2021 年 1 月末为期限替换新规则机的规定，现警察厅认可推迟一年执行。为此，游戏机行业团体还建立并宣布了自主规则，以逐步撤除旧规则机器。根据规定，一部分具有高赌博性的角子机将依旧于 2020 年 12 月底之前拆除，其他型号将逐步拆除，替换为新规则机。2020 财年末，新规则机的更换率仍不到 40%，因此我们担心 2021 财年中机器成本会增加，但这一决定将大大减轻该负担。

新冠肺炎疫情的影响及对策

### 延缓拆除旧规则机概述

- 预计到 2020 年 12 月底认证到期的游戏机
  - 高额角子机
    - 在初次认证到期之前移除
  - 弹珠机羽毛单声道, 小巴基, 甜美数码 (头彩命中率低于 1/100), 角子机普通 A 型
    - 从初次认证到认证到期之日起 7 个月 (210 天) 内依次删除
  - 其他游戏机
    - 于 2020 年 12 月 31 日之前移除, 且每月移除, 争取达到 2020 年 5 月 20 日时点安装数量的 15%
- 预定于 2021 年 1 月之后认证到期的游戏机
  - 高额角子机
    - 在初次认证和认证到期之前移除
  - 其他游戏机
    - 于 2021 年 11 月 30 日之前移除, 且每月移除, 争取达到 2021 年 1 月 31 日时点安装数量的 15%

资料来源: 弹珠机·角子机产业 21 世纪会议 (2020 年 5 月 20 日的决议内容)

应对新冠肺炎疫情, 基于“保护生命和经济, 并为当地社区做出贡献, 在确保安全后继续开展业务是最重要的”的想法, 以下三点将作为今后推进的方针。

#### (1) 将客户, 员工和业务合作伙伴的生命和安全应对放在首位的危机应对

- 根据各地方政府 (都道府县知事) 的要求实施自我约束
- 自主实施 27 项感染预防对策

#### (2) 防止感染扩散和经营活动 (经济) 并行

- 恢复营业后实施彻底的感染预防对策
- 按照预防感染传播的指导方针逐步过渡到常规经营活动

#### (3) 鉴于经营环境的恶化, 最大限度地减少经营损失

- 维持员工就业, 为了企业生存加大补贴力度, 扩大经济支持力度
- 通过生产率改革和间接部门的结构改革降低成本
- 重申以现金流为重点的销售活动 (成本 / 投资计划)

## ■ 新业务的发展情况

### 飞机租赁业务 (三架飞机租赁) 开始, 市场环境稳定之前保持观望

#### 1. 飞机租赁业务

2020 财年以来, 该公司启动了新业务——飞机租赁。具体计划是由公司全资投资 (资本为 1 亿日元, 于 3 月结算) 于 2018 年 12 月在爱尔兰设立的子公司 Dynam Aviation Ireland Limited (DAIL) 展开。之所以在爱尔兰设立子公司, 是因为爱尔兰在全国范围内支持飞机租赁业务, 且公司税率较低。在全球前 15 名飞机租赁公司中, 有 14 家 (以拥有飞机的数量为基础) 公司位于爱尔兰。

使用本报告时, 请务必阅读正文之后的重要事项 (免责条款部分)



## 新业务的发展情况

该业务模型的特征是，选择被称为“窄体机型”的市场适销性较高的中型机来专门从事租赁业务。这包括波音 737 系列和空中巴士 A319, A320, 321。就航空公司运营的飞机数量以及飞机制造商的订单和积压订单而言，该机型占据压倒性地位。通过专注于这个市场，可以在确保市场适销性和降低管理风险的同时开展业务。

该公司在 2020 财年共购买了三架飞机（全新 1 架，二手 2 架），并开始租赁给西班牙的 Vueling Airlines 和印度的 Indigo 航空公司。这两家都是 LCC 航空公司，且 Indigo 是印度最大的航空公司。在 2020 财年，租赁收入达到 564 百万日元，销售经费和折旧费为 399 百万日元，在成本方面，将加上银行贷款的利息支出（11,221 百万日元）。

租赁业务的特点是确定了初始购买价格，租赁期内的租赁费收入，租赁期后的销售价格这三点，最后确定项目的收支。因此，称为内部收益率（IRR）的指数常用于衡量投资收益。这三个项目目前都达到了公司预期的内部收益率（根据最近的利率情况估计约为 5-6%）。

## 飞机租赁合同结果

租赁方	合同签订时间	机型	资产（净值）	平均机龄	平均剩余租期
Vueling 航空（西班牙）	2019年7月	空中巴士 A320	150.12 百万美元	1.2 年	5.5 年
IndiGo（印度）	2019年10月	空中巴士 A320			
IndiGo（印度）	2020年3月	空中巴士 A321			

资料来源：FISCO 根据企业资料制作

另一方面，关于未来计划，最初的目标是到 2022 财年末购入 20 架飞机，并将其租赁给全球各地的航空公司。但是新冠肺炎疫情的影响同时重创了航空行业，因此该公司决定在购买飞机时采取谨慎态度。不过，他们预计全球对飞机的需求终将恢复，并将继续密切关注航空公司的动向，以流行且价格稳定的窄型飞机为中心，促进商务谈判。

## 现已将影像角子机引入赌场，但由于新冠肺炎疫情的影响，启动还需要一些时间

### 2. 赌场影像角子机业务进展情况

作为新业务的一部分，该公司正在计划和开发设备，目的是在澳门的赌场为大众市场引入影像角子机。这是一个耗时的游戏，开发概念是一个易于理解的游戏，其中包含了弹珠机的元素。

实际开发是与新加坡的 WEIKE GAMING TECHNOLOGY (S) PTE. LTD.（以下简称 WEIKE）合作进行的，该公司拥有在澳门制造和销售赌场机的许可证。目前，澳门赌场管理局已批准了这 4 种机型。这 4 种机型也正在新加坡申请批准中。

此外，他们于 2019 年 9 月与澳门一家赌场运营商签订了销售合同，并于同年 11 月起在 Legend Palace Casino 推出三种型号（共 3 台）的试用版，并于 2020 年 1 月开始在另一个赌场引进了十台机器。尽管还有计划引入另一种设备，但由于新冠肺炎疫情的影响，计划暂被推迟。



## 新业务的发展情况

## 赌场视频老虎机的安装与开发批准状态

时间	台数	试用地点
2019年11月~	3	Legend Palace Casino
2020年1月~	10	Ponte 16 Macau Resort 内 World-Class Casino

型号名称	情况
弹珠机奖金系列 1 号机	澳门批准, 新加坡批准
弹珠机奖金系列 2 号机	澳门批准, 新加坡批准
弹珠机奖金系列 3 号机	2020年3月澳门批准, 新加坡申报中

资料来源: FISCO 根据企业资料制作

该销售合同是试用合同, 如果考虑到未来的运行条件, 如果将其评估为“可以赚钱的机器”, 虽然安装数量很有可能急剧增加, 但是也需考虑新冠肺炎疫情的影响。截至 2020 年 5 月, 由于非居民进入限制和每隔一台机器运行的影响, 澳门赌场的客户数量比上年大幅下降了 90%。对于试用引入的机型的评估也没有进展。因此, 一旦客户数量恢复正常, 该公司将更换软件并开始试用, 等待赌场运营商的评估。

我们认为, 影像角子机业务需要一段时间才能实现全面盈利。即使是试用版, 如果无法获得顾客的支持, 就不会全面引入。此外, 作为一种商业模式, 公司仅依靠 WEIKE 获得制造和销售许可资格才能进行规划和开发, 即使实现了全面引入, 也很难评估它将对利润贡献产生多大影响。当然, 如果可以与赌场运营商达成诸如收益分成之类的协议, 那将是理想的选择, 但是由于各种法规, 我们认为在这方面也需要时间。无论如何, 最重要的是该公司的新产品成为“可以赚钱的机器”, 我们希望时刻关注第一台机器的运行和销售状况。

## 未来展望

### 新冠病毒疫情的蔓延可能导致日式弹珠机游戏馆产业通过主要资本进一步整合

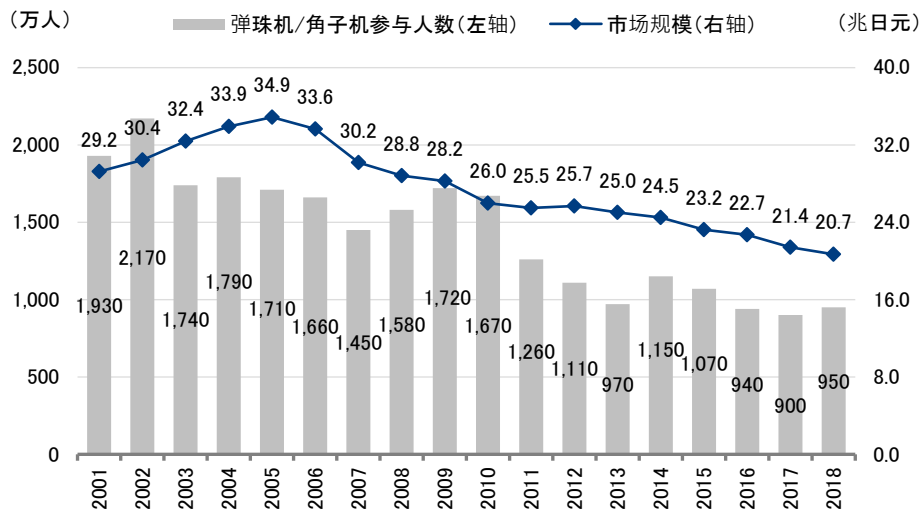
#### 1. 日式弹珠机游戏馆行业的现状及成长策略

##### (1) 市场趋势

弹珠机市场的长期收缩趋势在这一点上没有明显变化。根据(公共财产)日本生产力中心编制的《2019年休闲白皮书》, 2018年弹球机和角子机的参与者数量为950万, 比去年的900万增加了约50万人(5.6%)。日式弹珠机游戏馆的市场规模(弹珠租赁总收入)为20.7兆日元, 比上年减少3.3%, 从2005年的峰值缩减至60%。

## 未来展望

弹珠机/角子机参与人数与日式弹珠机游戏馆市场规模



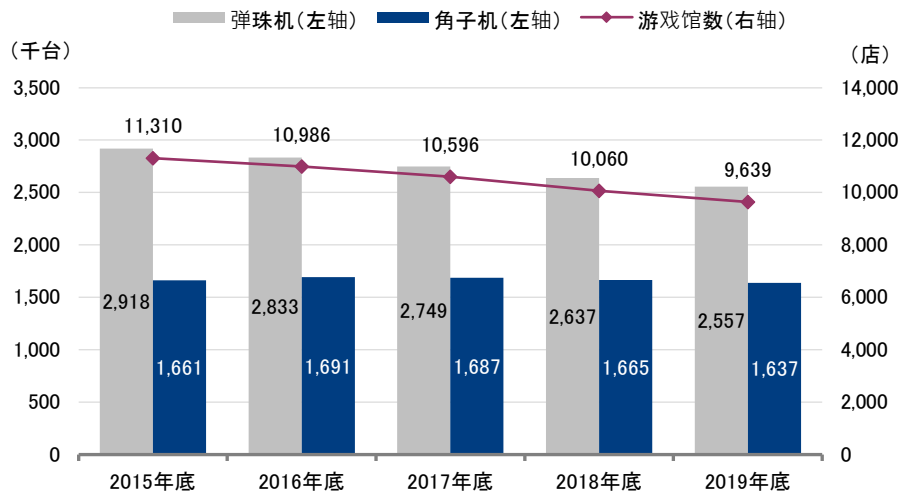
资料来源：FISCO 摘自（公益财团法人）日本生产率研究中心“休闲白皮书”

这种情况反映，弹珠机和角子机游戏馆数量持续下降，到 2019 年底，店铺数量比上年末下降了 4.2% 至 9,639 家，最终跌破 1 万店铺大关（警察厅的调查）。已安装的弹珠机数量同比下降了 3.0% 至 255.7 万台，而角子机的数量同比下降 1.6% 至 163.7 万台。我们担心，除了由于新冠肺炎疫情的传播而要求停止营业导致利润下降外，尽管截止期限已延长一年，但是由于从旧规则机向新规则机的过渡也会导致投资负担增加和客户流失。因此，我们认为没有管理实力的中小规模的游戏馆可能被进一步淘汰洗牌。

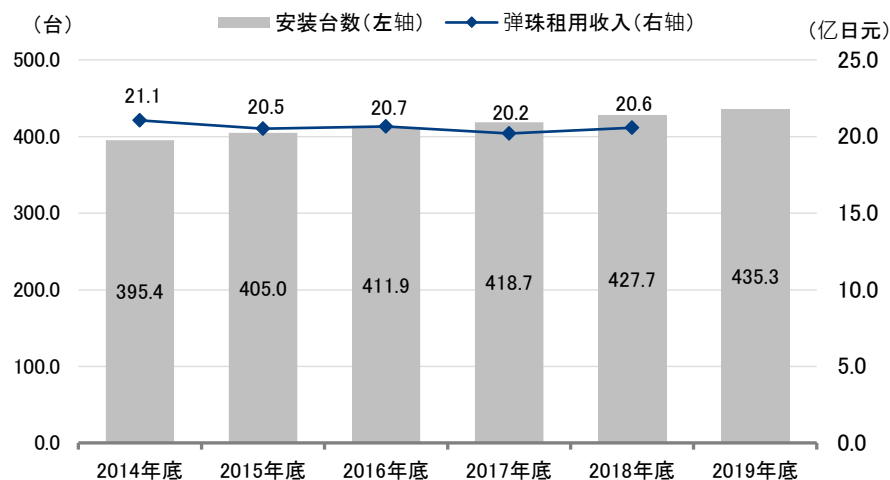
从每家门店安装的弹珠机 / 角子机数量来看，到 2019 年底，数量已经增加到 435.3 台，并且逐年增加。这似乎表明中小型门店的数量正在减少。另一方面，每家门店的弹珠租赁收入保持在略高于 20 亿日元的水平。从弹珠租赁收入上看，原因之一是低投注额游戏馆在不断增加；从单家门店的利润看，现状是即使是大型门店也很艰难。

另外，2020 财年，该集团每家门店中安装的弹珠机，角子机数量为 470 台，弹珠租赁收入超过 16 亿日元。尽管安装的机器台数高于行业平均水平，但由于低投注额游戏馆的比率高达 60.9%，因此弹珠租赁收入较低。如上所述，该公司将弹珠机定位为任何人都可以轻松享受的日常娱乐活动，并且一直致力于低成本运营，即使在弹珠租赁费用低的情况下也可以确保获利。因此，我们认为现行加强赌博管理的法规对该公司影响相对较小。

未来展望

**游戏馆数和已安装的游戏机数量**


资料来源：FISCO 根据警视厅资料制作

**每间分店安装的台数和弹珠租用收入的趋势**


资料来源：FISCO 根据警视厅资料制作

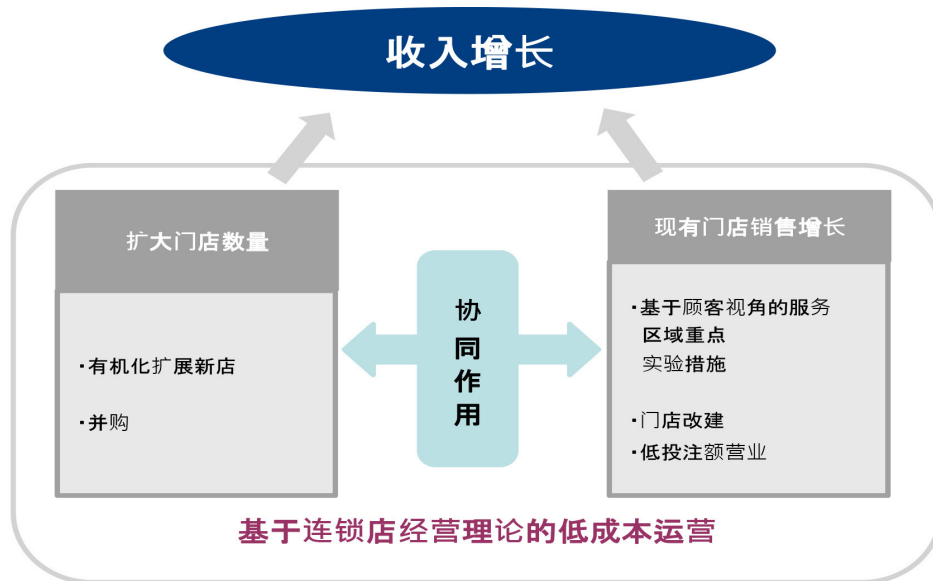
**(2) 成长战略**

该公司的日式弹珠机游戏馆业务增长战略旨在通过“扩大门店数量”和“增加现有门店的销量”两个方向来实现增长。扩大门店数量有两种选择：内部开店（有机化扩展门店）和并购。我们推测，对于一家具有低成本运营优势的公司而言，有机化发展门店的效率更高。而并购需要针对具体情况进行仔细审查，然后决定是否在明确的优势。但是，关于扩大门店数量的策略，由于严峻的市场环境，我们认为该公司将会暂时继续保持谨慎的态度，待市场环境和现有门店的盈利能力恢复后，再进行展开。

## 未来展望

关于“现有商店的销售增长”，他们专注于确保客户数量而非单价。可以说，这与该公司将弹珠机推广为一种耗时的休闲活动的态度是一致的。该公司通过利用各个门店的特征，在小型商业区努力吸引顾客，但在整个行业发展阻力强的环境下，就客户数量的增长而言，现在处于时进时退的状况。

两种增长策略的概念图：扩大门店数量和增加现有门店的销售额



资料来源：FISCO 根据访谈内容制作

关于弹珠机，控制了赌博性的新规则机的运转率较低（吸引顾客的能力较弱），这是未从旧规则机过渡到新规则机一个重要原因。日本警察厅生活安全局保安科于 2020 年 1 月修订了《技术标准解释标准》，有望恢复运转率。通过此修订，放宽了对省时模式的限制，其中之一是添加了一个称为“娱乐时间”的新功能。具体来说，当在低概率期间达到一定转数时，激活省时模式。通过进入省时模式，玩家可以在不显著减少所拥有的球的情况下进行一定次数的头奖抽奖。此外，可以消除省时模式操作次数的上限，并最多安装 2 种模式的概率变化限制器次数。放宽技术法规将使游戏机制造商能够开发出比以前更高的游戏玩法，这将增加玩家可以使用的游戏机数量。最初，计划从四月开始从每个制造商处导入具有“娱乐时间”功能的机型，但是由于新冠肺炎疫情的影响略有延迟。今后的运行状态值得关注。

另一方面，角子机是高赌博性的机种，所以像之前一样，已决定于 2020 年 12 月末之前彻底移除。虽然仍然期待将来会开发出更具可玩性的角子机机型，但于弹珠机相比，运转率可能更依赖于赌博，所以对客户流失的担心始终存在。与弹珠机一样，该公司打算继续加强低额代币以提高机器运转率（平时 20 日元的代币以 10 日元贷出）。此外，在 2020 财年该公司每家门店中安装的游戏机中角子机的占比为 30.4%，低于行业平均水平 39.0%。因此角子机的比例今后虽然有可能增加，但要取决于运转率和盈利能力。

### (3) 力求恢复盈利

为了恢复门店的盈利能力，该公司正在尝试进行实验，通过在一些门店实施分工来减少工作时间。具体来说，为了建立一个“门店可以集中精力于游戏馆服务”的环境，明确现场（门店）和总部的业务 / 职能。除了必须在现场做的工作，其他都转移到总部 / 统括部门。他们期望通过实验得到以减少现场工作负荷来提高生产率（= 降低人工成本比率），并以扩充服务来提高客户满意度（= 增强客户吸引力）的效果。

如果上述实验效果得到证实，他们将扩大到所有门店以加强收益结构改善。此外，他们还将根据能力活用人才（创造一个有工作价值和意义的工作场所），以促进多样性和包容性等方式推进工作模式改革。

## 随着市场的持续萎缩，通过扩大市场份额，还有很大的增长空间。

### 2. 2022 财年以后的业务绩效思考方向

随着新冠肺炎病毒的传播，人们愈加认识到未知传染病为经济活动带来巨大的影响和风险。治疗药物和疫苗正在开发，但第二波感染很可能卷土重来，并且情况很难预测。假设今后不会发生感染传播且情况逐渐恢复正常的前提下，2022 财年的销售额和利润很有可能会增加。

如果门店数量处于同一水平，则变动因素是包括运转率，机器成本和人力成本在内的店铺经费。预计运转率将从 2020 年 4 月至 6 月触底恢复，与 2021 财年相比较，但关键是它是否会恢复到 2020 财年的水平。即便恢复到正常营业水平，如果新规则机的运行状态仍然像以前一样保持在较低水平的话，则弹性将很弱。随着弹珠机数量的减少和人口的老龄化，市场环境不容乐观，因此期待能出现一种能够获得年轻一代和女性支持的热门机型。

此外，机器成本将根据新规则机的更换速度而变化。2020 年 4 月和 5 月的机器购买也进入停滞状态。考虑到运转率，暂时必须谨慎购买。因此，2022 财年的机器支出很可能会增加。另一方面，包括人事费用在内的门店经费将取决于目前正在实验地进行的下一代操作的效果如何。通过促进功能共享和 IT 化，似乎还有进一步降低人事费用比率的空间。

从中期来看，即使弹珠机和角子行业持续萎缩，我们相信通过扩大市场份额，仍有足够的增长空间。如上所述，尽管该公司已是行业龙头企业，行业份额依然仅有 5%。此外，该公司与时俱进，目标是使弹珠机成为人人均可轻松享受的日常娱乐，成为地区基础建设。我们预计，随着行业的重组和未来主要资本的整合，该公司有可能成为胜者并扩大自身市场份额。

## 未来展望

## 简明损益表及关键指标

(单位：百万日元)

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期
营业收入	155,911	156,869	152,092	146,371	141,919
YOY	0.9%	0.6%	-3.0%	-3.8%	-3.0%
营业费用	138,326	142,142	136,727	128,024	121,912
YOY	2.7%	2.8%	-3.8%	-6.4%	-4.8%
一般及行政开支	5,798	5,622	5,049	5,023	5,020
YOY	6.3%	-3.0%	-10.2%	-0.5%	-0.1%
其他收入	8,184	9,224	9,458	8,971	9,010
其他费用	1,805	2,430	2,425	2,953	2,483
费用总计	137,745	140,970	134,743	127,029	120,405
YOY	1.9%	2.3%	-4.4%	-5.7%	-5.2%
营业利润	18,166	15,899	17,349	19,342	21,514
YOY	-6.1%	-12.5%	9.1%	11.5%	11.2%
财政收入	311	233	236	471	461
财务经费	1,074	1,307	781	444	2,469
除税前溢利	17,403	14,825	16,804	19,369	19,506
YOY	-10.8%	-14.8%	13.3%	15.3%	0.7%
所得税费用	6,864	5,520	5,879	6,778	6,759
净利润	10,539	9,305	10,925	12,591	12,747
YOY	-6.4%	-11.7%	17.4%	15.2%	1.2%
归属于母公司所有者的年度利润	10,544	9,360	10,870	12,596	12,748
YOY	-6.7%	-11.2%	16.1%	15.9%	1.2%
EBITDA	30,494	28,469	29,524	31,136	33,151
YOY	-0.5%	-6.6%	3.7%	5.5%	6.5%
EPS (日元)	13.9	12.2	14.2	16.4	16.6
每股股息 (日元)	13	12	12	12	9

资料来源：FISCO 根据收益公告制作

未来展望

## 综合财务状况表

(单位：百万日元)

	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末	19/3 期末	20/3 期末
流动资产	43,240	63,072	53,145	59,875	55,798
现金及存款	28,134	48,499	40,533	47,537	41,810
应收账款	459	563	469	614	554
非流动资产	145,944	142,043	131,826	125,457	221,441
有形固定资产	109,532	106,687	98,794	95,445	105,206
使用权资产	-	-	-	-	79,048
无形资产	3,991	3,833	3,545	3,112	3,623
资产总值	189,184	205,115	184,971	185,332	277,239
流动负债	30,838	38,496	39,643	36,452	44,028
贸易及其他应付款项	17,786	18,282	19,220	19,297	14,801
债务	2,369	7,281	7,351	2,124	3,008
租赁负债	-	-	-	-	12,185
非流动负债	25,727	29,738	7,813	7,080	98,479
债务	18,394	22,768	1,221	502	10,220
租赁负债	-	-	-	-	81,611
归属于母公司所有者的权益总额	132,645	136,953	137,532	141,821	134,753
资本金	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
资本盈余	12,883	12,741	12,741	12,741	12,741
留存收益	110,253	112,403	114,106	115,204	109,317
其他资本构成	-5,202	-3,191	-4,315	-1,124	-2,305
非控制性权益	-26	-72	-17	-21	-21
权益总额	132,619	136,881	137,515	141,800	134,732
负债及权益总额	189,184	205,115	184,971	185,332	277,239

资料来源：FISCO 根据收益公告制作

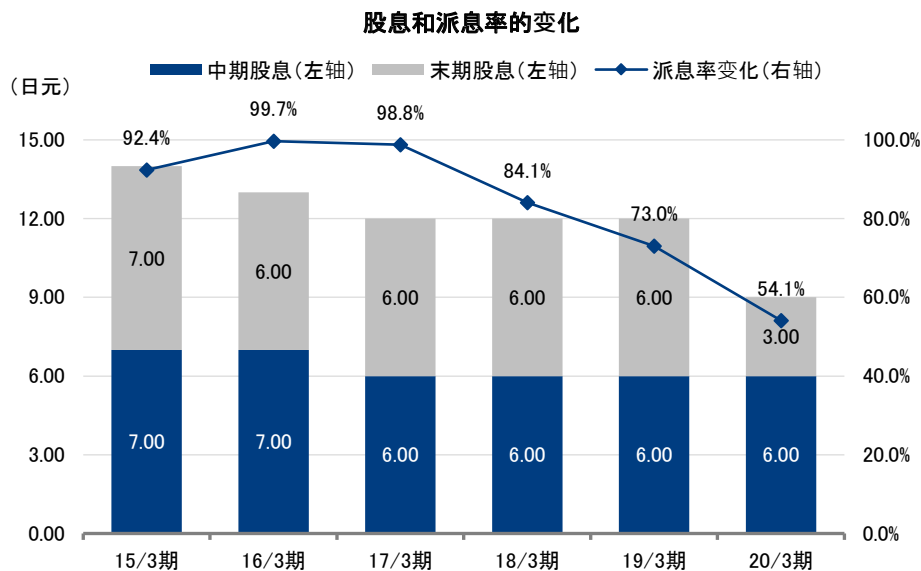


## ■ 股东回报

### 鉴于当前盈利环境，2020 财年的每股股息确定为 9 日元

该公司高度意识到股东回报的重要性以及提高股东投资回报对公司的可持续发展至关重要。因此，持续支付稳定的股息是基本方针。

2020 财年的股息为每股 9 日元（中期股息为 6 日元，末期股息为 3 日元）。鉴于当前盈利状况，末期股息有所减少。归属于母公司所有者的净利润总额为 12,748 百万日元，股息总额为 6,894 百万日元，派息率为 54.1%。



资料来源：FISCO 根据收益公告制作

## ■ CSR/ESG 施措状况

### 将工作方式改革，女性管理层的培养及任用等重要课题作为「区域基础设施」建设，旨在提升企业长远价值

#### 1. 对于 CSR 与企业长远价值提升所采取的措施

作为一家上市企业，该公司不仅努力遵守法律法规并实现利润最大化，还将「区域基础设施」（在该地区不可或缺的存在）作为经营方针，同时具有较高的 CSR（企业社会责任）意识。

其详细内容在 2018 年 12 月 25 日的报告中有详细记载。旨在提升企业的长远价值，工作方式改革，女性管理层的培养以及防止二手烟的举措等各种讨论在公司内部，甚至公司外部（其他公司以及社区等）都有进行。

### 积极公开非财务（ESG）信息，充实与长期投资人的交流工具

#### 2. ESG 整合状况

该公司于 2019 年 2 月 25 日将其网站主页的 CSR 部分修改为 ESG 部分。自 2017 年香港证券交易所将 ESG 情报的公布行为义务化以来，各上市公司全面公布非财务信息。在该公司的网站主页上，环境（E），社会（S），治理（G）相关的观点及措施的信息公开也在不断加强。

在投资者与企业希望进一步对话的环境下，特别是包括 ESG 在内的长期视角为中心的旨在提高公司价值已成为长期投资者与公司的共识。该公司在网站主页上的信息披露，表达了希望与全球长期投资者对话的态度。该公司还在 2019 年 8 月发布了企业社会责任报告（「ESG Report 2019」），该报告也将作为交流工具发挥重要作用。

#### 免责条款

株式会社 FISCO（以下称“FISCO”）所涉及的股票及指数数据是由东京证券交易所，大阪证券交易所，日本经济新闻社的承诺而提供。“JASDAQ INDEX”的数据及商标的知识产权为东京证券交易所所有。所有的一切权利属于本公司。

本报告所公开的内容是基于 FISCO 判断为可信的信息，由 FISCO 编制并予以发表。FISCO 对有关内容，信息的准确性，完全性，及时性不予保证，不承担任何责任。不论任何目的，投资者应以自己的判断及责任使用本报告。本报告所提供的投资信息纯粹是以信息提供为目的，而不是为了诱导投资及其它行为。

本报告受对象公司委托，通过面对面的采访，获得公司相关信息。本报告中的假设，分析及结论为 FISCO 所分析。本报告所记载的内容是在资料编制时的内容，在没有预告的情况下可能会进行更改。

本报告的版权和相关的知识产权全部归属于 FISCO 所有。决不允许在事前没有得到 FISCO 的书面同意而擅自对本报告进行删节，修改，加工。并且，也决不允许发送，复制，传播，转让本报告。

关于投资对象及个股的选择，买卖价格等有关投资的最终决定，请客户自己作出判断。

请在同意以上各项内容的前提下利用本报告。

株式会社 FISCO