

藤商事

6257 東証 JASDAQ

<http://www.fujimaruken.co.jp/ir/>

2016年12月2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
佐藤 譲

[企業情報はこちら >>>](#)

■ 新規タイトル4機種への投入、リユース品比率を高め 17/3期2Qは増収増益

藤商事<6257>は、JASDAQ上場のパチンコ・パチスロ機の中堅メーカーで、「ホラー」系ジャンルの開発に特色がある。また、無借金経営で財務状況は良好となっている。

2017年3月期第2四半期累計（2016年4月～9月）の業績は、売上高が前年同期比13.4%増の21,078百万円、営業利益が同159.9%増の1,189百万円となった。同社においては新規タイトル4機種を投入したほか前期に投入した機種の追加販売もあって、販売台数で前年同期比13.3%増となったことが増収要因となった。また、利益面では増収効果に加えて、部材のリユース品比率を高めるなど原価低減に取り組んだ結果、営業利益率が3.1ポイント上昇の5.6%となった。

2017年3月期は売上高で前期比31.0%増の50,000百万円、営業利益で同145.7%増の5,000百万円と増収増益を見込む。下期はパチンコ機で4タイトル、パチスロ機で2タイトルの新機種を投入する予定で、パチンコ・パチスロ機の販売台数は合計で前期比3.9万増の15万台を計画している。開発費や販売手数料など販管費の増加を、増収効果やリユース品の採用等による原価低減効果で吸収し、営業利益率は前期比4.6ポイント上昇の10.0%まで上昇する見通しだ。

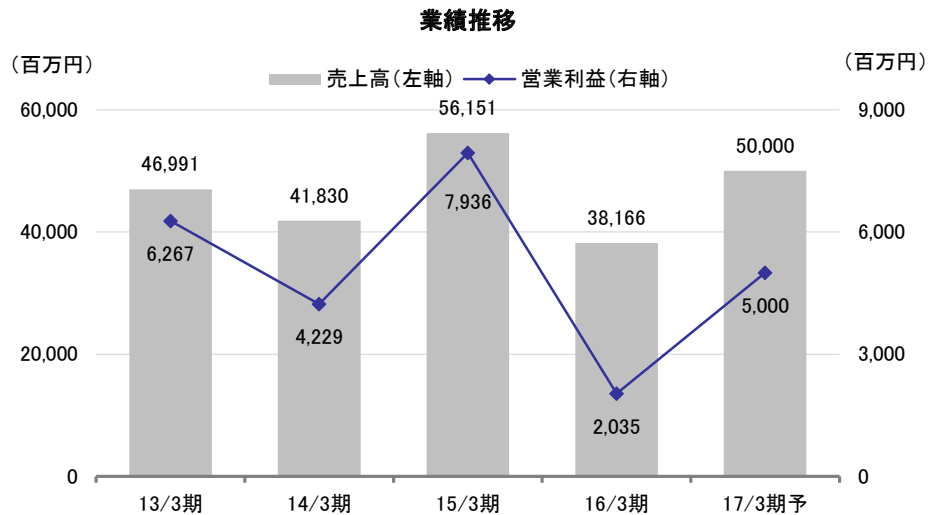
中期的にはパチンコ機で年間10～15万台の安定販売体制を維持していくほか、パチスロ機については年間の投入機種を従来の2機種から3～4機種に増やしていくことで、市場シェアの拡大を目指していく。また、新たな取り組みとしてソーシャルゲーム・アプリの開発・配信を2016年3月より開始している。既にRPGや麻雀バトルゲームの2タイトルをリリースしたが、今後は実際に開発したパチンコ・パチスロ機のゲームアプリを開発し、集客ツールとして活用していきたい考えだ。

配当政策としては、継続的に安定配当を行っていくことを基本方針としており、業績や配当性向等を総合的に勘案して決定していくとしている。2017年3月期は創立50周年記念配当10.0円を加え、前期比10.0円増の60.0円を予定している。

■ Check Point

- ・キャラクター版権を利用した機種開発にも積極的に取り組む
- ・17/3期2Qは増収増益、時代劇系とホラー系の新機種の販売が好調
- ・17/3期は2期ぶりの増収増益に転じる見通し

※ 麻雀牌に見立てた入賞口に球を入れることで当たり役を作り、得点に応じてメダルが払い戻される遊技機。



■ 会社概要

キャラクター版権を利用した機種開発にも積極的に取り組む

(1) 会社沿革

同社は1958年に、じゃん球遊技機※の製造及びリース販売を目的に創業、業務発展に伴い1966年に株式会社化された。1973年にアレンジボール遊技機市場に参入したのに続き、1989年にパチンコ遊技機、2003年にはパチスロ遊技機市場に参入するなど、事業領域を拡大してきた。1992年に開発したアレンジボール「アレジン」が大ヒットしたことで、ブランド力も一気に高まった。

2007年にJASDAQ市場に株式を上場。2013年に従来から取引関係のあったサン電子<6736>と資本業務提携契約を締結、94万株の株式を保有(出資比率4.2%)している。サン電子からは制御基板等の部材を調達し、原材料費に占める比率は2割程度の水準で推移しており、同社の主要調達先の1社となっている。

沿革

年月	主な沿革
1958年	藤商事創業、じゃん球遊技機の製造開始、業界初リースにて販売開始
1966年10月	業務発展に伴い法人に改め、(株)藤商事を設立
1973年10月	アレンジボール遊技機の製造販売を開始
1989年1月	パチンコ遊技機の製造販売を開始
2003年9月	パチスロ遊技機の製造販売を開始
2007年2月	JASDAQ市場に株式を上場
2013年3月	サン電子(株)と資本業務提携契約を締結

出所：会社資料よりフィスコ作成



藤商事

6257 東証 JASDAQ

<http://www.fujimaruken.co.jp/ir/>

2016年12月2日（金）

(2) 事業の特徴

同社の特徴は、比較的新しい遊技の仕組みを発案して新機種を開発し販売していること、及び漫画等のキャラクター版権を利用した機種の開発に積極的に取り組んでいることなどが挙げられる。新しい仕組みでは、今では一般的となったパチンコ機のチャンスボタンによる演出方法を同社が業界で初めて導入している。また、キャラクター版権を利用した遊技機の開発では、2000年に発売した「CR サンダーバード」、2007年に発売した「CR 宇宙戦艦ヤマト」などが大ヒットした。

ここ数年では「ホラー」系の機種で一定のブランド力を獲得している。2007年に開発した「CR リング」は、発売当初「ホラー」で集客できるかどうか不確かだったこともあり、販売台数が1.5万台にとどまり、ヒットしたとは言えない水準であったが、導入したホールでは女性の固定客ファンが徐々に増加するなど稼働率も高く、徐々に評価を獲得していった。2011年に発売した後継機種「CR リング 呪いの7日間」では増産注文も相次ぎ、シリーズ累計7.0万台を販売する大ヒット機種となっている。現在は「ホラー」系の機種をシリーズ化し、毎年発売するまでになっている。ここ数年のホール側の新機種の導入傾向として、販売実績のあるシリーズ機種の後継機を優先的に導入する傾向が強くなっていることが背景にある。このため、初代機に関しては販売が伸びにくい、稼働が高ければ、後継機種以降の販売が確実に見込めることになる。

一方、パチスロ機については2003年に市場に参入して以降、苦戦が続いていたが、2014年に発売した「パチスロ リング 呪いの7日間」が2.1万台を販売するヒット商品となり、パチスロ市場においても一定のシェアを獲得できるまでになってきている。

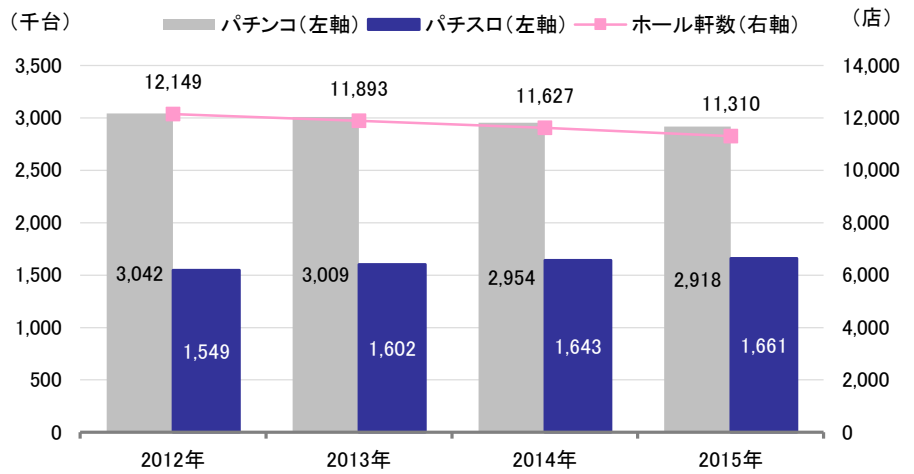
(3) 業界動向と市場シェア

パチンコ・パチスロ遊技機市場は、ここ数年、客数の減少を背景とした経営環境の厳しさが続くなかでホール数の減少傾向が続いており、2015年末は11,310店舗と5年前から約9%減少している。経営力のある大手チェーンが店舗数を伸ばす一方で、中小規模のホールの淘汰が進む構造となっている。こうしたなかで、2015年末のパチンコ機の設置台数は291万台と5年前から約8%減少、一方、パチスロ機は166万台と約19%の増加となっている。

業界のトレンドとしては、パチンコ・パチスロ機ともにのめり込み防止のため射幸性を抑えた新基準が設定され、2015年秋以降は旧基準機種の販売ができなくなっている。その影響もあって2016年3月期の業界全体の出荷台数はパチンコ機が前期比約7%減の188万台、パチスロ機が同約21%減の96万台に落ち込んだ。このため、メーカー側ではホールでの稼働率の高い機種の開発が今まで以上に求められるようになってきている。

同社の業界シェアを見ると、機種の販売動向によって変動はあるものの、パチンコ機はおおむね5%前後で安定して推移しており、パチスロ機に関しては2016年3月期で約2%の水準となっている。このため、業界全体の動向にはあまり左右されず、今後もシェア拡大による成長余地があると言える。

ホール軒数と遊技機設置台数



出所:警察庁発表よりフィスコ作成

■ 業績動向

17/3 期 2Q は増収増益、時代劇系とホラー系の新機種の販売が好調

(1) 2017年3月期第2四半期累計の業績概要

2017年3月期第2四半期累計の業績は、売上高が前年同期比13.4%増の21,078百万円、営業利益が同159.9%増の1,189百万円、経常利益が同124.4%増の1,190百万円、四半期純利益が同179.6%増の860百万円と増収増益決算となった。

2017年3月期第2四半期累計業績

(単位:百万円)

	16/3 期 2Q 累計		17/3 期 2Q 累計				
	実績	対売上比	期初計画	実績	対売上比	前年同期比	計画比
売上高	18,581	-	22,100	21,078	-	13.4%	-4.6%
(パチンコ機)	18,514	99.6%	22,100	21,070	100.0%	13.8%	-4.7%
(パチスロ機)	66	0.4%	-	0	-	-	-
売上総利益	8,329	44.8%	-	10,136	48.1%	21.7%	-
販管費	7,871	42.4%	-	8,947	42.4%	13.7%	-
営業利益	457	2.5%	1,100	1,189	5.6%	159.9%	8.1%
経常利益	530	2.9%	1,200	1,190	5.6%	124.4%	-0.8%
特別損益	5	-	-	-18	-	-	-
四半期純利益	307	1.7%	800	860	4.1%	179.6%	7.5%
販売台数(台)	55,500		67,000	62,900		+7,300	-4,100
パチンコ機	55,400		67,000	62,900		+7,500	-4,100
パチスロ機	100		-	0		-100	-

出所:決算短信よりフィスコ作成

2016年12月2日（金）

機種別販売台数

16/3期 2Q 累計		17/3期 2Q 累計	
機種	台数	機種	台数
CR 地獄少女 弐 (ツー)	23,100	CR 遠山の金さん 二人の遠山桜	20,400
CR クリスタル&ドラゴン	4,000	CR 仄暗い水の底から	17,800
CR リング 呪い再び	12,700	CR ピカレ！まるまるアイランド	2,800
CR 着信アリ	10,900	CR 戦国恋姫	2,100
パチスロ 地獄少女	100	その他	19,600
その他	4,400	合計	62,900
合計	55,500		

出所：説明会資料よりフィスコ作成

パチンコ機の販売台数は期初計画には若干届かなかったものの、前年同期比で0.7万台増加の6.2万台となった。新機種は4タイトル投入し、うち当社が得意とする時代劇系の「CR 遠山の金さん 二人の遠山桜」（2016年6月）で2.0万台、ホラー系の「CR 仄暗い水の底から」（同年7月）で1.7万台とそれぞれ計画を上回る販売実績を上げた。一方、自社オリジナル開発機種である癒し系の「CR ピカレ！まるまるアイランド」（同年8月）は0.2万台と低調に終わり、また、萌え系の「CR 戦国恋姫」（同年9月）は期末ぎりぎりの発売だったこともあり0.2万台にとどまった。

ホールでの稼働状況に関しては、同社目標に対して3機種がそれぞれ未達だったものの、「CR ピカレ！まるまるアイランド」を除けば、業界平均以上の稼働状況となった。特に、「CR 遠山の金さん 二人の遠山桜」はシニア層を中心に安定した稼働となり、ホールからも一定の評価を得た。なお、「CR 戦国恋姫」については第3四半期からの本格稼働になるが、同機種では大当たり時に爽快感を得られる「連撃ラウンドシステム」を業界で初めて搭載している。

営業利益は、研究開発費（+522百万円）や販売手数料（+252百万円）などを中心に販管費が増加したものの、増収効果や原価低減効果による売上総利益の増加によってカバーし、前年同期比で159.9%増、営業利益率で3.1ポイント上昇の5.6%となった。

同社では前期より収益体質の強化を進めるため、部材の共通化やリユース品の活用を推進しており、当第2四半期累計期間においても液晶パネルや制御基板のリユース品採用などによる原材料費の低減効果が業績に寄与している。

17/3 期は 2 期ぶりの増収増益に転じる見通し

(2) 2017 年 3 月期の見通し

2017 年 3 月期の業績は、売上高が前期比 31.0% 増の 50,000 百万円、営業利益が同 145.7% 増の 5,000 百万円、経常利益が同 143.6% 増の 5,000 百万円、当期純利益が同 166.7% 増の 3,300 百万円と 2 期ぶりの増収増益に転じる見通し。

2017 年 3 月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	16/3 期		17/3 期		
	実績	対売上比	会社計画	対売上比	前期比
売上高	38,166	-	50,000	-	31.0%
売上総利益	18,543	48.6%	26,400	52.8%	42.4%
販管費	16,508	43.3%	21,300	42.6%	29.0%
営業利益	2,035	5.3%	5,000	10.0%	145.7%
経常利益	2,052	5.4%	5,000	10.0%	143.6%
当期純利益	1,237	3.2%	3,300	6.6%	166.7%
販売台数(台)	110,800		150,000		+39,100
パチンコ機	92,400		130,000		+37,500
パチスロ機	18,400		20,000		+1,500

出所：説明会資料よりフィスコ作成

下期のパチンコ機の販売計画は新機種で 4 タイトルの投入を予定しており、販売台数では 6.7 万台と上期よりも 0.4 万台増加する計画となっている。また、投入時期は大半が第 4 四半期になる見通しだ。第 3 四半期は、パチンコホール側で、導入されている機種のうち、検定と性能が異なる可能性のある機種について年末までに撤去しなければならないという特殊事業があり、撤去する機種（他社機種）の入れ替え作業が中心となるためだ。なお、下期の投入予定機種には、ホラー系や時代劇系は含まれておらず、萌え系など新領域での投入が予定されている。

一方、パチスロ機は下期に 2 タイトルを投入する予定で、合計で 2.0 万台の販売を計画しており、12 月には「パチスロ ロリポップチェーンソー」を投入する。同タイトルは 2012 年に世界で発売され人気を博したホラーアクションゲームをパチスロ機として開発したのとなり、同社が得意とするホラー系の開発ノウハウを生かした機種となっており、今後の販売動向が注目される。

通期のパチンコ・パチスロ機合計の販売台数は前期比 3.9 万台増加の 15 万台を計画し、売上高で 31.0% 増収を見込んでいる。増収効果に加えて部材費のコストダウンなど原価低減効果も引き続き寄与する見通しで、売上総利益は同 42.4% 増の 26,400 百万円、売上総利益率は同 4.2 ポイント上昇の 52.8% となる見通しだ。なお、共通部材やリユース品の採用等については、現段階においても実施しているが、更なる原価低減効果を得るために共通部材やリユース品目の拡大を計画している。フルにその効果が寄与するのは 2018 年 3 月期からとなる。

販管費については、研究開発費や販売手数料の増加などにより、前期比 29.0% 増の 21,300 百万円を計画しているが、第 2 四半期までの進捗率が 42.0% にとどまっており、保守的な印象が強い。特に、従業員数について今期は開発人員を中心に前期末比 41 名増の 499 名を予定しているが、9 月末時点で前期末比横ばいの 461 名にとどまっており、人件費については当初計画を下回る可能性が高い。また、販売手数料についても上期が 791 百万円と計画を下回っており、通期でも下回る可能性が高くなっている。上期の販売手数料率（対売上高）は 3.8% で、下期も同水準の手数料率が続いたと仮定すれば、通期の販売手数料は計画比で 10 億円程度下回る計算となる。

以上から、通期の業績については、年末までのパチンコ遊技機器の回収・撤去による影響は懸念されるものの、会社計画は達成できるものと見ている。

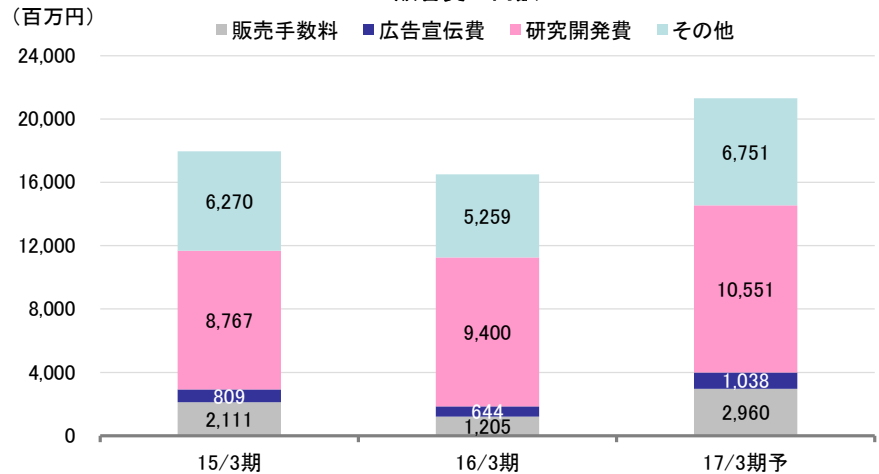
藤商事

6257 東証 JASDAQ

<http://www.fujimaruken.co.jp/ir/>

2016年12月2日（金）

販管費の内訳



出所: 説明会資料よりフィスコ作成

(3) 中期戦略

同社は中期戦略として、パチンコ機については年間10～15万台の販売を安定的に維持する体制を構築し、パチスロ機でのシェア拡大に取り組んでいく方針だ。パチンコ機に関しては、「ホラー系」「時代劇系」に続く新たなジャンルの確立に取り組んでいる段階で、若年層の顧客獲得を目指した機種開発を推進していく。特に、今後は射幸性が抑えられるなかで、商品力の高い機種の開発に当たっては、より娯楽性の高い機種のニーズが高まるものと予想され、新スペックの採用などに積極的に取り組み他社との差別化を図ったオリジナル性の高い機種の開発を推進していく考えだ。

一方、パチスロ機に関しては開発体制の強化により、年間の発売機種数を現在の2機種から3～4機種に拡大していく。生産体制についても現在建設中の新工場の稼働により、生産能力を大幅に拡大する計画となっている。2017年5月に既存工場（愛知県一宮市）敷地内にパチスロ機専用の新工場が完成する予定で、生産能力は現在の400台/日から1,500台/日と275%増に拡大することになる。稼働開始時期は2017年夏頃を予定している。新工場にかかる設備投資額は総額で3,624百万円（前期に932百万円支払い済み）となっている。パチスロ機でシェアを拡大できれば、業績も一段の成長が期待できることになる。

その他、新たな取り組みとしてスマートフォン向けのソーシャルゲームの市場に参入している。第1弾として2016年3月に美少女系の本格対戦RPG「マジアコネクト」、7月に麻雀バトルゲーム「アドヴェントガール」の配信を開始した。まだ試行錯誤の段階ではあるものの、新たな顧客層の開拓も含めて同事業を今後も推進していく考えだ。業績に与える影響は軽微だが、今後も複数のタイトルをリリースしていく予定となっている。方向性としてはパチンコ・パチスロ機とのシナジーを高めるため、実機のゲームアプリをシリーズ化し、集客支援ツールとしたい考えだ。スマホゲームで体験した後に、パチンコホールで実際に楽しんでもらう流れを創り出せれば理想的と言える。パチンコ・パチスロ機メーカーでゲームコンテンツを開発しているのは、現状ではセガサミーホールディングス<6460>やフィールズ<2767>を筆頭にその企業数は少ないため、今後の差別化要因となる可能性がある。

■ 財務状況と株主還元策

新工場の建設仮勘定を中心に固定資産が増加、自己資本比率は高水準

(1) 財務状況

2016年9月末の総資産は前期末比3,448百万円増加の63,229百万円となった。主な変動要因を見ると、流動資産では現金及び預金・有価証券が3,021百万円増加したほか、受取手形及び売掛金が1,122百万円、棚卸資産が385百万円それぞれ増加した。また、固定資産では新工場の建設仮勘定を中心に有形固定資産が1,208百万円増加する一方で、投資有価証券が508百万円減少した。

負債合計は前期末比3,613百万円増加の12,701百万円となった。主に買掛金が3,294百万円、未払法人税等が312百万円増加したことによる。また、純資産は前期末比165百万円減少の50,528百万円となった。四半期純利益860百万円の計上があったが、配当金の支払いで609百万円、その他有価証券評価差額金で416百万円の減少要因となった。

経営指標を見ると、自己資本比率は負債の増加に伴い79.9%と前期末比でやや低下したものの、高水準で安定して推移している。有価証券も含めた手元キャッシュは29,811百万円と、現在の株式時価総額（11月9日終値換算で266億円）を上回る水準となっている。好財務内容であるにも関わらず、株式市場での評価が低くなっているのは、遊技機器業界が成熟化しており、業界全体での成長が止まっていることに加えて、同社のROEが低い（前期実績で2.4%）ことが要因になっていると考えられる。このため、今後は潤沢なキャッシュを生かした積極投資によって市場シェアを拡大し、収益成長を図ること、並びに株主資本効率の向上に取り組んでいくことが、株式時価総額を高めていくうえで必要と考えられる。

貸借対照表

（単位：百万円）

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期 2Q	増減額
流動資産	40,249	49,490	42,635	45,315	+2,679
（現金及び預金・有価証券）	27,726	34,544	26,789	29,811	+3,021
（棚卸資産）	2,965	3,863	3,325	3,710	+385
固定資産	13,965	15,203	17,145	17,914	+769
総資産	54,214	64,694	59,781	63,229	+3,448
（有利子負債）	-	-	-	-	-
負債合計	7,209	13,596	9,087	12,701	+3,613
純資産合計	47,004	51,098	50,693	50,528	-165
（安全性）					
自己資本比率	86.7%	79.0%	84.8%	79.9%	-

出所：決算短信よりフィスコ作成



藤商事

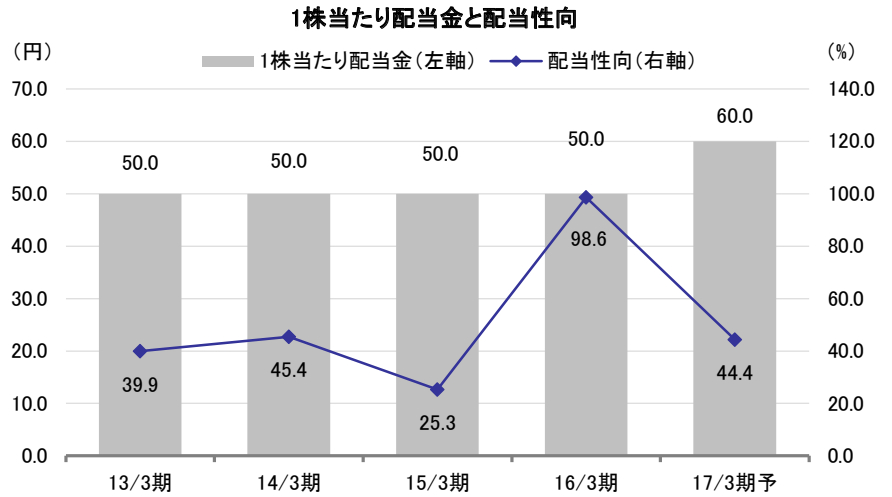
6257 東証 JASDAQ

<http://www.fujimaruken.co.jp/ir/>

2016年12月2日（金）

(2) 株主還元策

同社では配当方針として、継続した配当を基本方針としつつ、業績動向や配当性向などを総合的に勘案して配当を実施していく考えを示している。2017年3月期の配当金に関しては前期比10.0円増の60.0円（配当性向44.4%）を予定している。



出所：短信よりフィスコ作成

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