フィールズ

2767 ジャスダック

Company Research and Analysis Report
FISCO Ltd.
http://www.fisco.co.jp

2013年4月9日（火）

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
山田　潤,CFA

■潤沢なCFをビジネスモデルの転換に活用

同社は、顧客であるパチンコホールのニーズを最重視し、パチンコ業界の業界慣習をいくつも壊しながら、業界最大手の遊技機商社まで成長した。大手遊技機メーカーと提携し、魅力的な商品を市場へ提供できる企画・開発力が強みとなっている。

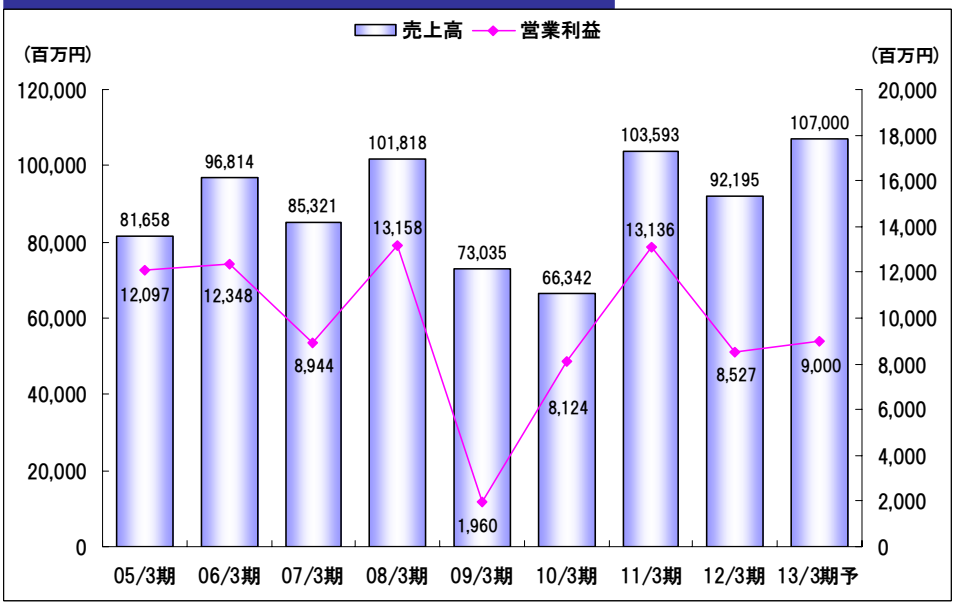
成長戦略として、パチンコ・パチスロ分野に軸足をおいたビジネスモデルからIP（Intellectual Property：知的財産）を主軸としたビジネスモデルへの戦略転換を図っている。コミックス、アニメーション、映画／テレビ、マーチャンダイジングの領域にIPをシームレスに循環させ、その過程でIPの価値を高めていく仕組みの構築を目指す。

同社はファブレス企業であり、設備投資への資金ニーズは小さい。一方、営業キャッシュフロー（CF）は高い競争優位性を背景に、年間3,000百万円～11,000百万円と潤沢に創出されている。この営業CFは、IPの取得、創出、育成や遊技機の開発力の強化といった事業投資や、株主還元策にバランス良く振り向けることができる。

■Check Point

・IP価値最大化へ「成長するビジネスモデル」を構築
・パチンコ・パチスロ市場を基盤にIPの多様な展開で収益機会を創出
・CF創出力と磐石な財務基盤で投資と株主還元をバランス

通　期　業　績　の　推　移

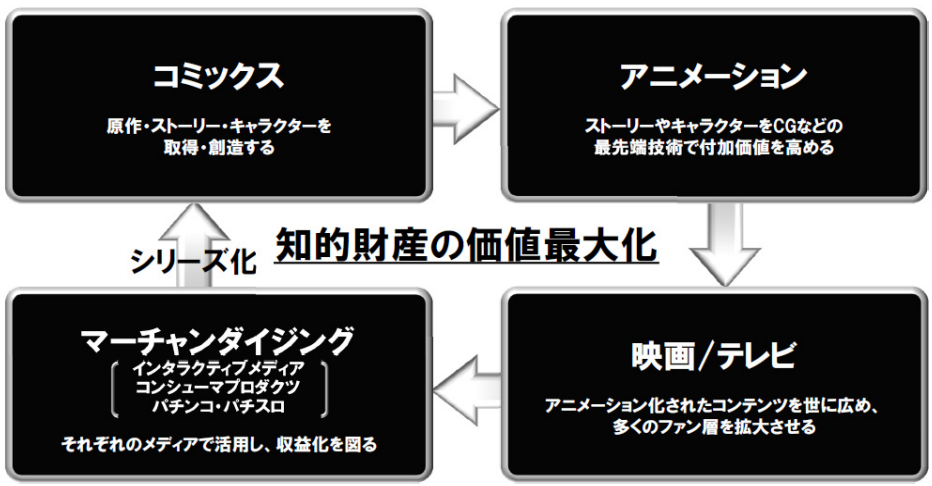


■成長戦略

IP価値最大化へ「成長するビジネスモデル」を構築

同社は、中長期的な成長・発展を遂げるために、これまでのパチンコ・パチスロ分野に軸足をおいたビジネスモデルからIP（知的財産）を主軸としたビジネスモデルへの戦略転換を企図していた。2012年5月に上場10年目、設立25周年を迎えるこの機に、次の四半世紀を見据えた「成長するビジネスモデル」戦略を整理・構築して発表。「成長するビジネスモデル」では、4つの枠組みを基本として、それらの相互作用によるシームレスな循環型ビジネス展開を通じてキャラクターをはじめとした最高のIPをつくり、IPの価値最大化を目指していく。中長期的な成長に期待が高まりやすい局面といえる。

知的財産を取得・創出・育成する独自のビジネスモデル



出所：会社資料より引用

（1）コミックス（IP創出の源泉）
原作・ストーリー・キャラクターを取得・創造していく。
事例：「月刊ヒーローズ」「ヒーローズコミックス」

（2）アニメーション（デジタル化によるIP活性化）
最先端のCG技術等を活用してコミックスの有力作品の映像化を推進していく。
事例：「ベルセルク」「マジェスティックプリンス」

（3）映画／テレビ（IPの普及と価値最大化）
映画やテレビなどを通じてIPの認知度向上と価値拡大を図る。
事例：「ウルトラマンシリーズ」

（4）マーチャンダイジング（IPの多面展開）
ゲーム・モバイル・SNSなどのインタラクティブメディア、コンシューマプロダクツ、パチンコ・パチスロといった多メディアでのグローバルな商品化を通じ、IPの収益化を目指す。
事例：ソーシャルゲーム
　　パチンコ・パチスロ遊技機

■会社沿革・概要

PS市場を基盤にIPの多様な展開で収益機会を創出

会社沿革

創業者で現会長の山本英俊氏が1988年、フィールズの前身である東洋商事を設立した（創業は1983年）。それまで1ホール1メーカーという系列的供給体制であった当時のパチンコ業界の常識を壊して、ファンのニーズを汲み取りホールに複数のメーカーのパチンコ遊技機を供給した。さらに自らパチンコ遊技機の企画開発を行い、メーカーへの提案を始めた。その後、その提案から多くのヒット作が生まれ、現在の業界最大手の遊技機商社という、パチンコ・パチスロ市場でのポジションを築くこととなった。

その後、新たな収益源の確保に向けて、幅広いエンタテインメント領域に事業を拡大しており、IP（知的財産）の多様な展開による収益機会の創出を図っている。

沿革	
1983年	東洋商事創業
1988年	東洋商事（現、フィールズ）を設立し、遊技機販売及びホールプロデュース事業を本格化
1992年	流通企業の基盤確立に向け、全国に営業拠点を拡大
2001年	東洋商事からフィールズへ商号変更、IPを活用した遊技機の創出に向け、大手遊技機メーカーと提携
2003年	JASDAQ市場に上場
2004年	IP多元展開に向け、ゲーム分野に進出
2005年	IP取得及び多元展開に向け、映画分野に進出
2006年	IP取得・創出及び多元展開に向け、モバイルを含むオンラインサービス分野に進出
2007年	IP取得・育成に向け、アニメーション分野に進出
2008年	パチンコ・パチスロのさらなるエンタテインメント化に向け、映像開発分野に進出
2010年	IPの創出に向け、コミックス分野に進出
2012年	「成長するビジネスモデル」を整理・構築

セグメントを、IPを基軸としたビジネスモデル表記に統一

事業セグメント

同社は2012年3月期まで事業を、「PS・フィールド」（パチンコ・パチスロの企画開発、販売）、「モバイル・フィールド」（モバイルコンテンツ事業）、「スポーツエンタテインメント・フィールド」（スポーツジムの運営）、「その他・フィールド」（映像、キャラクターの企画製作、販売）の4つのセグメントに分けて業績開示を行っていたが、2013年3月期からセグメントを統合し、IP（知的財産）を基軸とする単一セグメントに変更している。

■会社沿革・概要

ゲーム性・エンタテイメント性の高い遊技機を多数提供

事業内容

同社は、PS（パチンコ・パチスロ）の企画開発、販売を主力事業とし、コンテンツの企画開発に成長戦略を絞った企業である。パチンコホールの要望をくみ取りつつ、ファンを増やすための提案を行うコンサルティング営業が強みとなっている。同社は大型化する液晶を搭載したパチンコ・パチスロ遊技機をテレビや映画と同様にメディアの1つと捉え、IP（知的財産）を活用してメーカーとの提携を加速して、射幸性に依存しないゲーム性・エンタテイメント性の高いパチンコ・パチスロ遊技機を多数提供してきた。また、新たな収益源の確保に向けて、幅広いエンタテインメント領域に事業を拡大しており、IPの多様な展開による収益機会の創出を図っている。

これまでの同社の実績から、既にパチンコ・パチスロ遊技機へのIP活用のノウハウを有しているとみられ、IPの取得や育成については優位なポジションを確立しているものと考えられる。

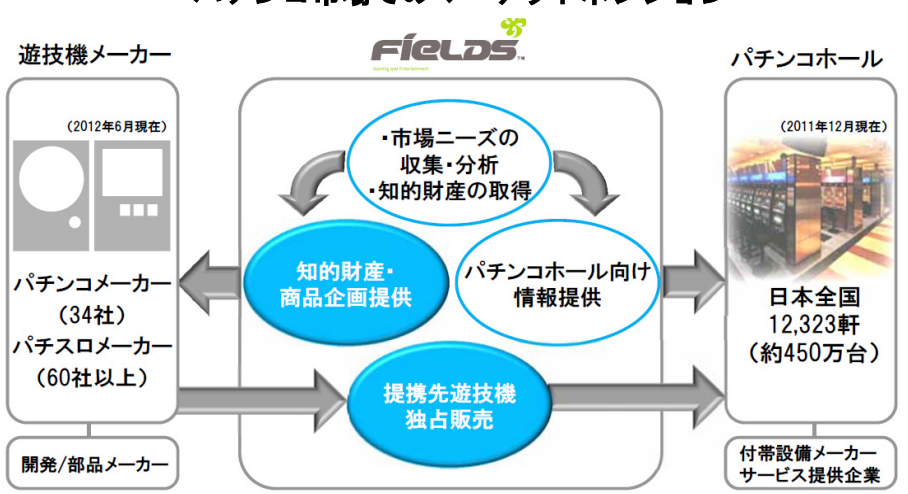
IP活用力やPS市場での販売力に高い評価

提携メーカーとのパートナーシップ

同社はパチンコ・パチスロ市場でメーカーとホールの間に立脚し、業界最大手の流通商社として事業を展開している。

単に商流を担うだけでなく、同社が保有しているIP（知的財産）や企画を、提携しているパチンコ・パチスロメーカーに提案し、各提携メーカーが開発・製造を行い、同社が総販売元となるケースが主流となっている。

パチンコ市場でのマーケットポジション



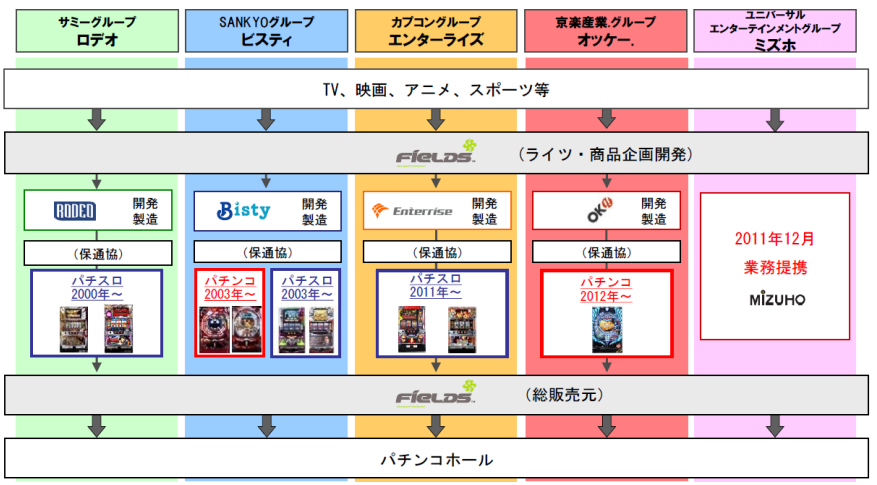
出所：会社資料より引用

■会社沿革・概要

現在、同社はセガサミーホールディングス<6460>、SANKYO<6417>、京楽産業.、カプコン<9697>、ユニバーサルエンターテインメント（旧アルゼ）<6425>といった大手遊技機メーカーと提携し、共同ブランドを展開している。共同ブランドである「ロデオ」「ビスティ」「エンターライズ」「オッケー.」の商品に関しては、同社が総販売元として独占的に販売する権利を有している。

近年、提携先が着実に増加している。背景として、IPを活用した企画・開発力、業界トップの販売力を同社が有していることが大きな要因となっている。

総発売元として各ブランドを独占的に販売



出所：会社資料より引用

IP創出はコミックス、アニメーション、映画/テレビなど各メディアを活用

IP取得、創出、育成への取り組み

同社がIP（知的財産）を提供し、企画開発に関与して大きく販売を伸ばしている商品の例としては、ビスティが製造し、同社が独占販売するパチンコ・パチスロ機シリーズ「ヱヴァンゲリヲン」がある。2004年12月「ヱヴァンゲリヲン」シリーズの第1弾を発売し、2012年5月までにシリーズ累計で175万台以上の販売を達成。年度によっては同社の年間販売台数の半数を占めたこともある大ヒットシリーズとなっている。

また、ヒーローを基軸としたIP（知的財産）創出を進めるため、2010年4月に小学館クリエイティブと共同出資で出版会社ヒーローズを設立しており、2011年11月に「月刊ヒーローズ」を創刊、2013年3月1日現在で17号まで順調に発行している。

「ベルセルク」に代表されるアニメーションプロジェクトでは、最先端の技術を活用してコミックスの有力作品の映像化や、アニメ映画以外の多メディア展開に向けた戦略を進めている。

映画/テレビ分野においては2010年4月、「ウルトラマンシリーズ」のテレビ番組や映画製作を展開する円谷プロダクションを子会社化したことが特筆すべき事項となる。

■会社沿革・概要

成長するソーシャルメディア分野にも注力

「インタラクティブメディア」

ゲーム、モバイル、SNSなどをターゲットとするインタラクティブメディアでの展開では、現在、IP（知的財産）を活用したソーシャルゲームの開発に本格的に注力している。国内有数のIPを活用したソーシャルゲームをはじめ、例えばパチンコ・パチスロ遊技機と連動した展開、「月刊ヒーローズ」連載作品のIPを活用した展開、外部協力パートナーのIPを活用した展開など、様々な展開を図っていく方針である。

■業績動向

3Q累計実績はパチスロ遊技機の販売台数増加で増収

（1）2013年3月期の第3四半期累計実績

2013年3月期の第3四半期（2012年4-12月）累計決算は、売上高が前年同期比10.9%増の47,745百万円、営業損益が1,156百万円の損失（前年同期は22百万円の利益）、経常損益が975百万円の損失（同106百万円の利益）、四半期純損益が677百万円の損失（同1,132百万円の利益）となった。パチンコ遊技機の販売台数が7.9万台と、前年同期比で4.6万台の減少となった一方、パチスロ遊技機の販売台数が9.2万台と同1.9万台の増加となったため、売上高は増加した。営業損失に関しては、パチンコ遊技機の販売台数が減少したことが影響しているが、これは予定していた一部有力タイトルの投入時期を商品力強化のため変更したことによる。また、2012年10月に投入した京楽産業．との提携によるパチンコの新ブランド「オッケー．」の第一弾「新世紀ぱちんこ　攻殻機動隊 STAND ALONE COMPLEX」の販売は2.6万台、12月に販売を開始したカプコンとの提携ブランド「エンターライズ」のパチスロ「バイオハザード5」は同ブランドとしては過去最高実績を大幅に上回る引き合いとなった。

第3四半期の業績推移（単位：百万円）

	12/3期 3Q累計	13/3期 3Q累計	前年同期比
売上高	43,061	47,745	110.9%
営業利益	22	▲1,156	-
経常利益	106	▲975	-
四半期純利益	1,132	▲677	-

■業績動向

ART（アシストリプレイタイム）

子役（払い出しのある絵柄の組み合わせ）をナビするAT（アシストタイム）と、リプレイ（コインを投入せずに次ゲームをプレイできる）確率が大幅にUPするRT（リプレイタイム）を合わせたシステム。ノーマル機よりも出玉性能が高い。

「バイオハザード5」「EVANGELION」が4Q業績のドライバー

（2）2013年3月期の見通し

2013年3月期の業績予想は2月1日に下方修正を行い、売上高は前年同期比16.1%増の107,000百万円、営業利益は同5.5%増の9,000百万円、経常利益は同3.9%増の9,000百万円、当期純利益は同24.9%減の4,500百万円を見込む。計画通りであれば、第4四半期（2013年1-3月）に第3四半期までの累計数字を大きく超える、売上高約59,200百万円、営業利益約10,100百万円が達成されることとなる。この収益成長のドライバーとなるのが上述の2012年12月に投入したパチスロ「バイオハザード5」と、2013年2月に投入したパチスロ「EVANGELION」の高い商品力である。「バイオハザード5」は、ファンの支持が高く高稼働を持続しており、継続的にホールからの追加注文が出ている。「EVANGELION」はシリーズ初のART（アシストリプレイタイム）タイプであり、継続的に受注活動を行っている。

通期業績の推移（単位：百万円）

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS(円)	配当(円)
08/3期	101,818	19.3%	13,158	47.1%	11,705	27.2%	5,296	42.8%	15,263.76	4,500.00
09/3期	73,035	-28.3%	1,960	-85.1%	991	-91.5%	-1,481	-	-4,271.78	4,500.00
10/3期	66,342	-9.2%	8,124	314.3%	7,761	682.9%	3,289	-	9,796.56	4,500.00
11/3期	103,593	56.2%	13,136	61.7%	13,684	76.3%	7,520	128.6%	22,643.86	5,000.00
12/3期	92,195	-11.0%	8,527	-35.1%	8,661	-36.7%	5,991	-20.3%	18,044.65	5,000.00
13/3期予	107,000	16.1%	9,000	5.5%	9,000	3.9%	4,500	-24.9%	135.61	50.00

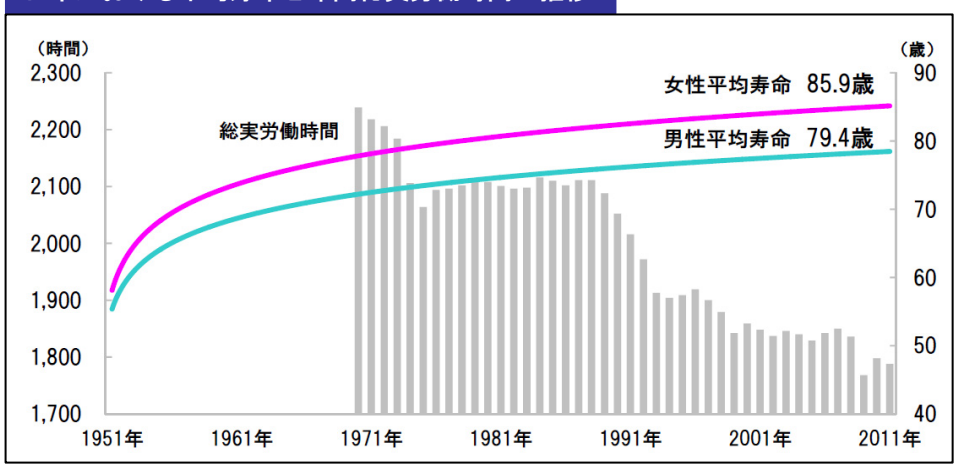
※2012年10月1日付で1株→100株の株式分割を実施

余暇時間の増加で潜在マーケットの拡大は継続

市場環境（マクロ）

経済発展や医療の進歩及びテクノロジーの進化によって、日本における平均寿命が延びる一方で、総実労働時間は減少しており、人々が余暇に費やす時間は増加している。「すべての人に最高の余暇を」を企業理念にしている同社にとっては、潜在マーケットが拡大を続けていることを示す。

日本における平均寿命と年間総実労働時間の推移

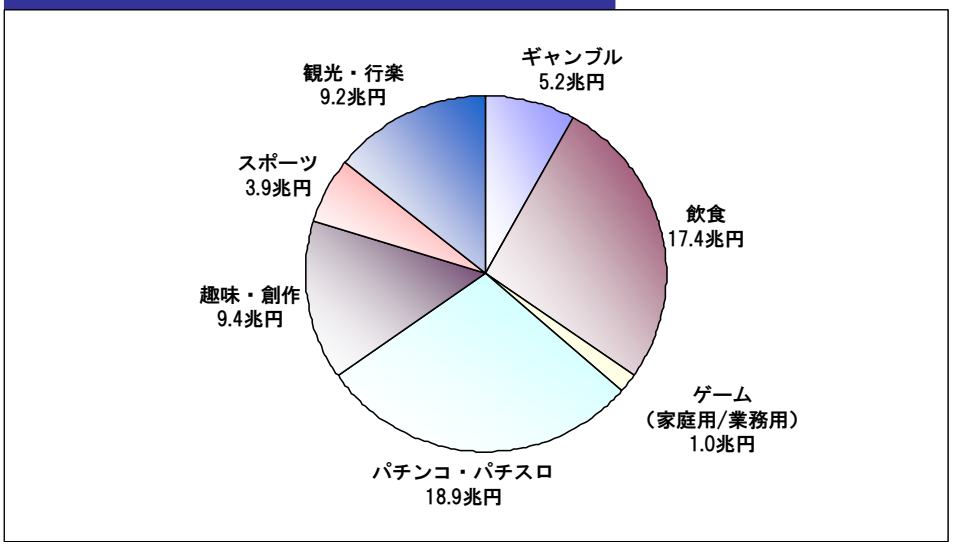


出所：会社資料より引用

■業績動向

2011年度の国内余暇市場は64.9兆円で、そのうちパチンコ・パチスロが18.9兆円を占めており、他の産業と比較しても大きな市場となっている。

国内の余暇市場規模（2011年度）



出所：会社資料、2012年10月、日本生産性本部発表

パチンコ・パチスロ設置台数は450万台超で安定した推移

市場環境（ミクロ）

パチンコ・パチスロホールは2007年のパチスロ5号機問題などでプレーヤー人口が減少、倒産数の増加と店舗の大型化が進んできた。プレーヤー数は2008年度に反転の動きをみせたのち2011年度に落ち込む格好となっているが、ここ最近は倒産件数がピークアウトしているとともに、パチンコ・パチスロ設置台数も450万台超で安定した動きが続いている。

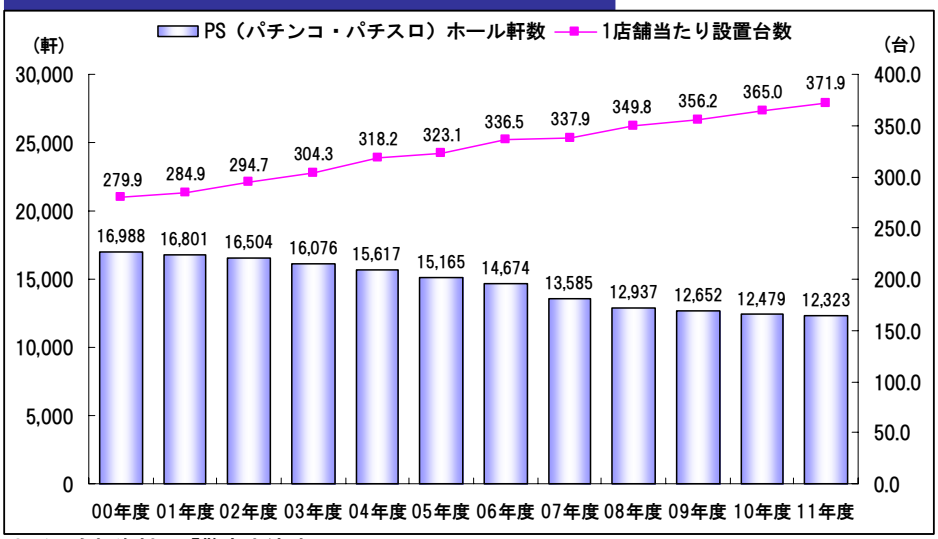
「成長するビジネスモデル」の推進はもちろんだが、同社では地盤となるパチンコ・パチスロマーケットにおいても、IP（知的財産）の活用によるゲーム性・エンタテイメント性を重視した商品作りでファンの拡大を目指しており、施策が奏功することでマーケットの創造・拡大につながっていくものとみられる。

パチスロ5号機問題

射幸性が高くなり過ぎた4号機への規制により、5号機の出玉性能が大幅に制限され、パチスロプレーヤー離れが深刻化した。

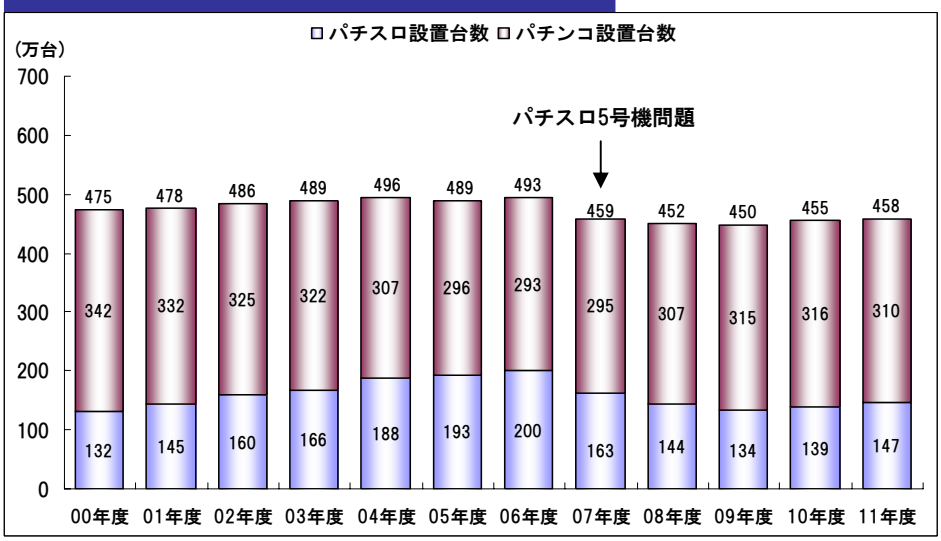
■業績動向

PSホール軒数と1店舗当たり設置台数の推移



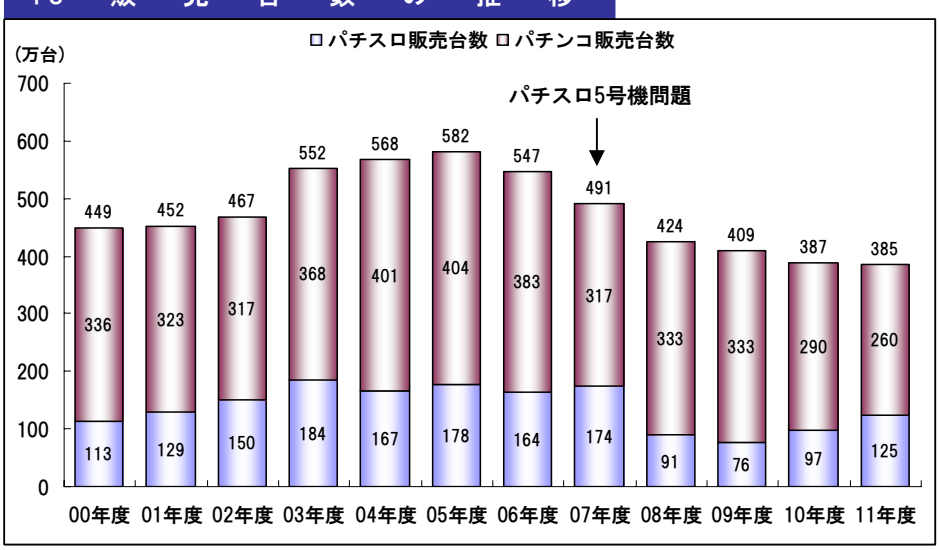
出所：会社資料、「警察庁統計」

PS　設　置　台　数　の　推　移



出所：会社資料、「警察庁統計」

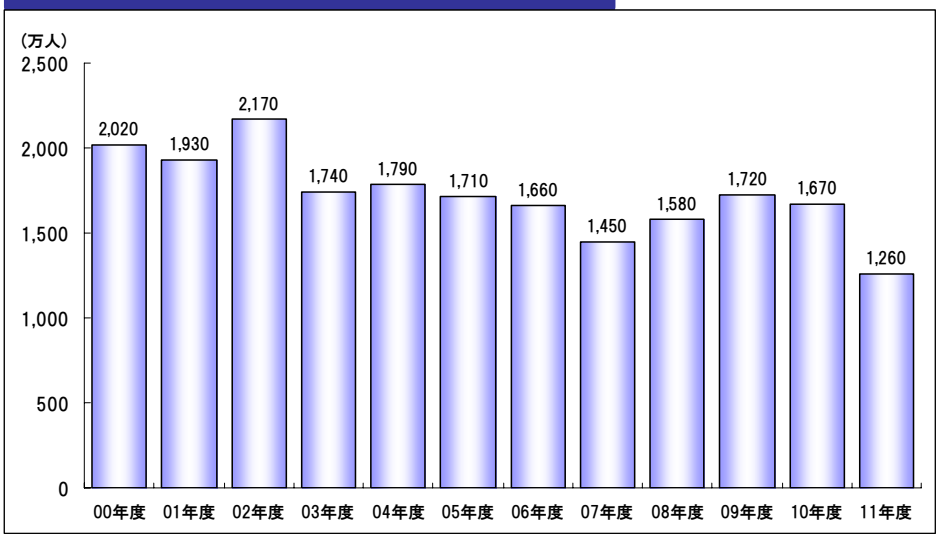
PS　販　売　台　数　の　推　移



出所：会社資料、矢野経済研究所「パチンコ関連メーカーの動向とマーケットシェア」

■業績動向

PS プレーヤー数の推移



出所：会社資料、「レジャー白書：日本生産性本部」

「代理店販売」「代行店販売」で売上原価の計上は異なる

収益構造の特色

パチンコ・パチスロ遊技機の販売方式には、同社のような販売会社がメーカーから遊技機を仕入れてホールに販売する「代理店販売」と、販売会社がメーカーとホールの契約を仲介する「代行店販売」がある。パチスロ遊技機は主に「代理店販売」で取引され、パチンコ遊技機は主に「代行店販売」で取引される。また、「代理店販売」「代行店販売」ともに、代行店（販売仲介、2次）をさらに経由して販売する場合がある。

遊技機の計上方法

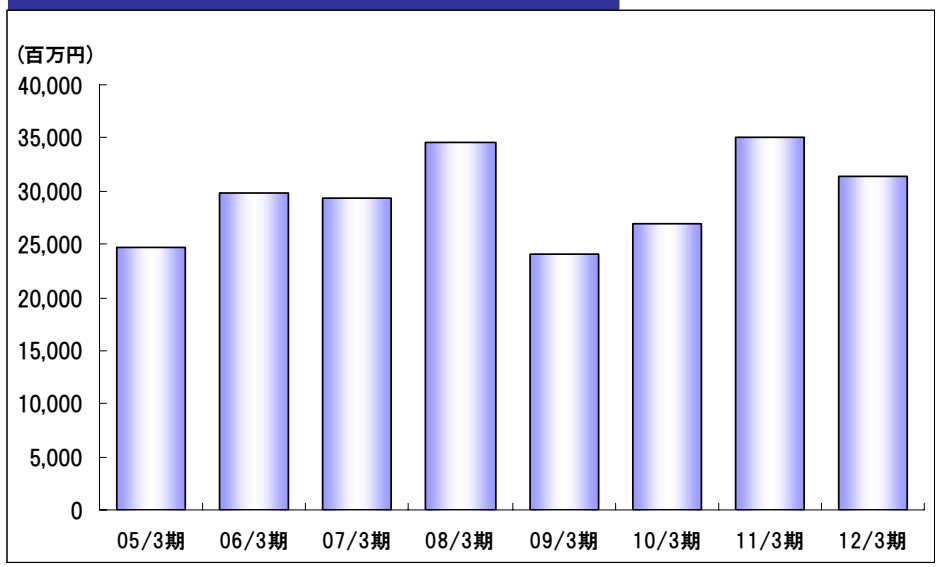
出所：会社資料より引用

■業績動向

売上高および売上原価の計上に関しては、両取引で大きく異なる。「代理店販売」については、同社がホールに販売した遊技機の代金が商品売上高に計上され、売上原価には遊技機メーカーからの仕入代金のほか、代行店をさらに経由して販売する場合には、当該代行店に支払う代行手数料が計上される。一方、「代行店販売」については、手数料収入として遊技機メーカーから受け取る代行手数料が売上計上され、売上原価は、同社がホールに直接販売する場合にはゼロとなり、同社の代行店をさらに経由して販売した場合には、当該代行店に支払う代行手数料が計上される。

この取引形態及び売上等計上基準の違いを考慮して、全社の収益の動向を的確に捉えるには、同社の売上総利益または営業利益の動向を把握しておくことが重要である点に留意したい。

売　上　総　利　益　の　推　移



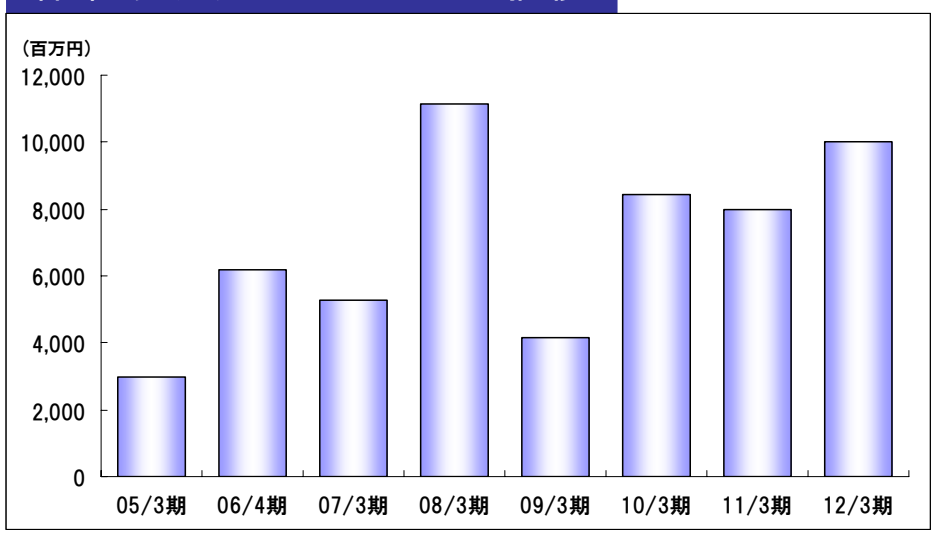
■財務と株主還元策への考察

CF創出力と磐石な財務基盤で投資と株主還元をバランス

同社はファブレス企業であり、設備投資への資金ニーズは小さい。一方、営業キャッシュフロー（CF）は同社の高い競争優位性を背景に、年間3,000百万円～11,000百万円と潤沢に創出されており、磐石な財務基盤を有している。この潤沢な営業CFをIP（知的財産）の取得、創出、育成、遊技機の企画・開発力の強化、株主還元というように、成長投資と還元のバランスを取りながら振り向けることができる。なお、同社は安定的かつ利益に応じた配当を行う方針で、上場以来1度も減配をすることなく着実に配当を実施している。連結配当性向の基準としては20%以上を公言しており、2013年3月期の1株当たり年間配当金は50円、配当性向は36.9%を計画している。

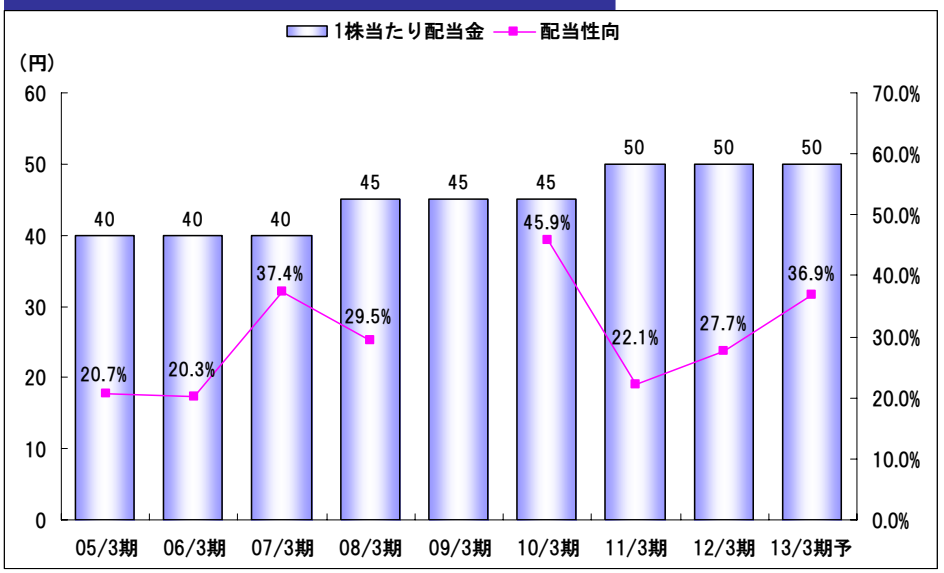
同社は極めて健全な財務体質を構築することができており、3月29日の終値（1,549円）時点でのPBRは1.10倍となっている。パチンコ・パチスロ遊技機市場シェアは依然として上昇させる余地があり、パチンコ・パチスロ遊技機でのIPマネタイズ手段も確保している。業績は基本的に拡大基調が予想されよう。ただし、IP取得はタイミング次第という面もあり、有力なIPの売りが出れば一時的な支出増も見込まれる。その際は業績が変動することもあろうが、潤沢な営業キャッシュフロー創出力、それを基盤とした厚い株主資本が株価の下値を支えることになろう。

営業キャッシュフローの推移



■財務と株主還元策への考察

1株当たり配当金、配当性向の推移



※2012年10月1日に1→100の株式分割を実施、1単元=100株に変更
12/3期以前は過去にさかのぼって分割を考慮

■事業リスクなど

IPの価値を高めていく仕組みを構築してリスクに対応

同社は有価証券報告書に以下の4つの事業リスクを記載している。

(1) 依存度の高い仕入先について
パチンコ・パチスロ分野において、ロデオ、ビスティからの仕入依存度が高く、両社製品の開発動向や需要動向及び両社との契約関係の変化が業績に影響を及ぼす可能性がある。

(2) 遊技機業界に対する法的規制、自主規制について
法的規制、業界自主規制が、業績に影響を及ぼす可能性がある。

(3) コンテンツ事業について
IP(知的財産)取得を伴うコンテンツ事業の収益貢献の不確実性

(4) 投資に係わるリスク
投資先企業の投資価値または株式の市場価値が低迷するリスク

IPを主軸に置いたビジネスモデルへの戦略転換を図っていく上で、最も気になる事業リスクは、IP取得を伴うコンテンツ事業の収益貢献の不確実性とIP取得、創出、育成のための投資に伴うリスクである。大きな金額の投資をしたからといって、ヒットするコンテンツが生まれるとは限らない。そこで同社はコミックス、アニメーション、映画/テレビ、マーチャンダイジングの領域にIPをシームレスに循環させ、その過程でIPの価値を高めていく仕組みを構築しようとしている。その結果、ヒットする商品やサービスを生み出す確率が高まると考え、このリスクに対応していると考える。

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・大阪証券取引所・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、株式会社大阪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、企業との面会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･加工することは堅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・譲渡することは堅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にお願いします。

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