

|| 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6月25日(火)

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. 営業収入は減収ながら、機械費を始めとする経費削減で増益で着地	01
2. 2020年3月期、2021年3月期の2期間は、 目の業界大再編時代に向けた“準備期間”という位置付けで臨む	01
3. 航空機リース事業は2020年3月期から本格的にスタート。 カジノ向け新遊技機も認可を獲得	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
● 2019年3月期決算の概要	06
■ 中長期成長戦略と進捗動向	08
1. パチンコホール業界の事業環境	08
2. ダイナムジャパンホールディングスの成長戦略の概要	09
3. 既存店の成長・強化への取り組み	10
4. その他のパチンコホールを取り巻く環境変化	11
5. 店舗網拡大への取り組み	12
6. 新規事業の動向	12
■ 今後の見通し	14
● 2020年3月期通期業績の考え方	14
■ 株主還元	16
■ CSR/ESGの取り組み状況	17
1. CSRと長期的企業価値向上への取り組み	17
2. ESG対応の状況	18

要約

業界大再編時代の到来を目前に控え、準備が着実に進捗

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. 営業収入は減収ながら、機械費を始めとする経費削減で増益で着地

同社の2019年3月期決算は、営業収入146,371百万円(前期比3.8%減)、営業利益19,342百万円(同11.5%増)と減収ながら増益で着地した。厳しい事業環境が続くなか、同社は客数の確保を最優先として臨んだ。各店舗の立地や客層に合わせた地道な集客努力に加え、顧客への還元率が上昇した結果、客数は前期並みの水準を確保した。しかし、還元率上昇の裏返しで営業収入は減収となった。一方利益面では、機械費を中心に費用全般にわたって削減に努め、費用合計では前期比5.7%の削減を果たして営業増益へとつなげた。

2. 2020年3月期、2021年3月期の2期間は、現在の業界大再編時代に向けた“準備期間”という位置付けで臨む

パチンコ業界では2018年2月にパチンコ機の出玉率についての新規則が施行された。これは現行のパチンコ機を新規則適合機種に総入れ替えすることを要求するもので、同社を始めとするパチンコホール事業者全体にとって、経営の継続・撤退の判断を迫られることになる。2021年1月末までは移行期間であるため、同社は2020年3月期と2021年3月期を、新規則対応を進めると同時に、業界大変動に備えを進める“準備期間”という位置付けで臨む方針だ。具体的には、経営体力を強化・維持することが最大の防衛策であり武器ともなるという考え方に立ち、1)客数の増加、2)出店加速への準備、3)コストコントロールの強化、の3つに注力し、業界環境や規制などの外部要因にかかわらずに持続的成長が可能となる企業体質づくりを目指す方針だ。

3. 航空機リース事業は2020年3月期から本格的にスタート。カジノ向け新遊技機も認可を獲得

新規事業への取り組みは着実に進行している。同社は1年前に航空機リース事業への参入計画を発表した。その後の進展としては、2018年12月にアイルランドに航空機リース事業を行う子会社を設立し、2020年3月期からの事業開始を目指して着々と準備が進んでいる。また、同社はカジノ向け遊技機の開発を進めており、今般、ビデオスロット機に関してマカオ政府機関へ認可申請中である。^{*1}認可取得後はビデオスロット機をカジノオペレーター各社へ販売する予定であり、今後の展開が注目される。

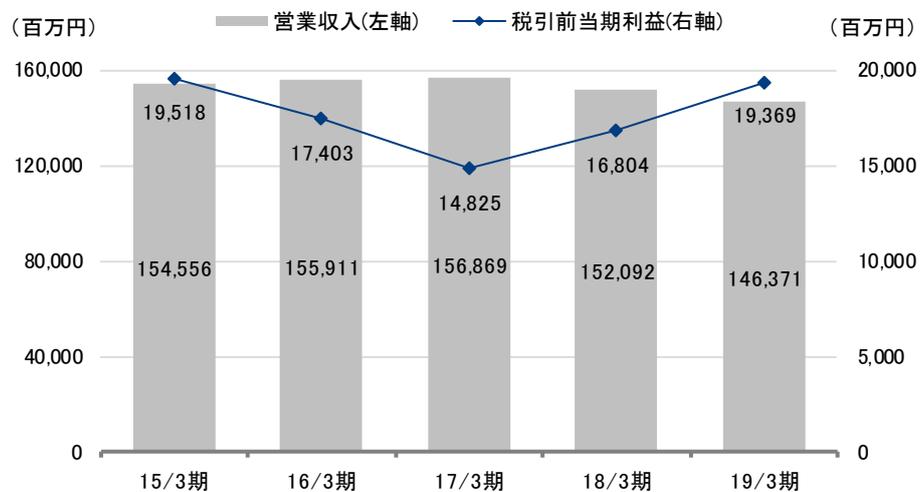
^{*1} 同社とWEIKEは2019年5月3日付で最終的にマカオ政府機関から認可を取得した。

要約

Key Points

- ・「店舗数の増大」と「既存店客数の拡大」の2つの軸で成長を目指す構図は不変
- ・航空機リース事業とカジノ向け新型スロット機事業の2つの新規ビジネスが本格的に始動
- ・遊技機の入替えにより2年間で200億円の負担増と試算。その後は利益水準を回復し、成長戦略が加速すると期待

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

同社は大学生の新卒採用、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。

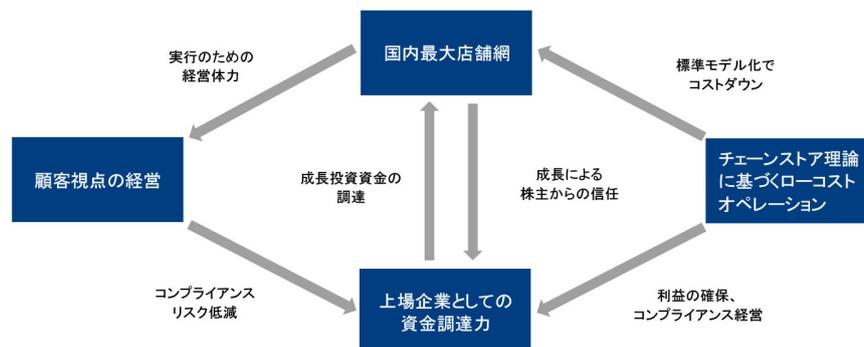
チェーンストア理論に学んだ同氏の合理的な考え方は企業文化として同社に根付き、同社を業界の中のトップ企業に押し上げる原動力となった。また、経営理念において顧客第一主義や情報開示、コンプライアンス経営など現代の企業経営で最も重要とされる要素を、かなり早期から取り入れることへとつながり、2012年8月の香港証券取引所への上場を実現する大きな原動力としても働いた。

4つの強みを生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・強みの中で、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450店舗を擁していること

同社はグループの店舗数が450店舗（2019年3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び、なかでも重要なのは遊技機の購入だ。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・導入や、遊技台の社内流通拡大による誘客・コストダウンにも注力しているが、これも店舗数が多い同社ならではの施策と言える。

(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生かされ、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450店舗を誇る。これは積極的な多店舗展開策の結果にほかならないが、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生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を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る、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上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3月末時点では同社のパチンコ機の72.2%（業界全体47.5%）、パチスロ機の57.8%（業界全体22.4%）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1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とってマイナス影響が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3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1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生かし、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

地道な営業努力で客数は前期並みを確保するも、
 客単価の低下で減収基調が続く。
 機械費を中心に費用を削減し、営業利益は2ケタ増益を達成

● 2019年3月期決算の概要

同社の2019年3月期決算は、営業収入146,371百万円(前期比3.8%減)、営業利益19,342百万円(同11.5%増)、税引前当期利益19,369百万円(同15.3%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益12,596百万円(同15.9%増)と、減収ながら2ケタ増益で着地した。

2019年3月期決算の概要

(単位：百万円)

	18/3期			19/3期				
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期	通期	前期比	増減額
貸玉収入	397,217	377,843	775,060	386,840	382,017	768,857	-0.8%	-6,203
景品出庫額	319,916	303,052	622,968	313,257	309,229	622,486	-0.1%	-482
営業収入	77,211	74,881	152,092	73,583	72,788	146,371	-3.8%	-5,721
費用合計	68,489	66,254	134,743	61,315	65,714	127,029	-5.7%	-7,714
営業利益	8,722	8,627	17,349	12,268	7,074	19,342	11.5%	1,993
税引前当期利益	8,406	8,398	16,804	12,411	6,958	19,369	15.3%	2,565
親会社の所有者に帰属する 当期利益	5,430	5,440	10,870	8,340	4,256	12,596	15.9%	1,726
EBITDA	14,783	14,741	29,524	18,049	13,087	31,136	5.5%	1,612

出所：決算発表資料よりフィスコ作成

グロスの売上高に相当する貸玉収入は768,857百万円(前期比0.8%減)となった。一方、それに対する原価に相当する景品出庫額は622,486百万円(同0.1%減)となった。この差が前述の営業収入となる。

貸玉収入に対する景品出庫額の割合は顧客への還元率となるが、2019年3月期は還元率が81.0%と、2018年3月期の80.4%から上昇した。同社はパチンコ業界の長期縮小基調が続くなか、客数の維持を最優先事項に掲げ、店舗ごとの特性(立地、客層など)を生かした地道な集客への取り組みを続け、客数は前期並みを維持したものの、客単価は射幸性の低下によって低下基調が続いた。これらの結果、ネットの売上高に相当する営業収入は前期比3.8%(5,721百万円)の減収となった。

費用面では、店舗費用が前期比6.4%(8,703百万円)の減少となった。店舗費用には人件費、機械費、減価償却費、広告宣伝費、修繕費等が含まれるが、2019年3月期は全般的に削減が進む中で、機械費が特に大きく減少した。これは後述するように新規則と関連した機械入替戦略の結果でもある。一般管理費は前期比横ばいであったが、その他収入やその他費用で変動があり、最終的に費用合計は前期比5.7%(7,714百万円)減少し、営業収入の減少幅を上回った。この結果、営業利益は前期比11.5%(1,993百万円)の増益となった。

ダイナムジャパンホールディングス | 2019年6月25日(火)
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dynh.co.jp/ir/index.html>

業績動向

バランスシート及びキャッシュフローに関しては、2018年3月期に引き続き、借入金の返済を進めたことが大きな動きとして挙げられる。営業利益が前期比増益となったことで、減価償却費等を戻した EBITDA は前期比 5.5% 増の 31,136 百万円となった。これを原資に法人税、配当金の支払い、設備投資等を実施し、さらに借入金について約 60 億円を返済した。借入金返済については 2018年3月期に 200 億円を超える返済を進めたため 2019年3月期の返済額は縮小した形となっているが、期末の借入金残高は長短合計で 2,626 百万円にまで減少した。この点にも将来の業界大変動への備えが着実に進んでいることが読み取れる。

現金及び預金と有利子負債残高の推移

(単位：百万円)

	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期
EBITDA	30,494	28,469	29,524	31,136
新規出店数 (グロス値、M&A 含む)	53	5	6	2
(店舗純増数)	49	4	4	1
配当総額 (年間)	10,055	9,192	9,192	9,192
現金及び預金期末残高	28,134	48,499	40,533	47,537
有利子負債期末残高	20,763	30,049	8,572	2,626
資産合計	189,184	205,115	184,971	185,332

出所：決算発表資料よりフィスコ作成

同社グループの基幹会社である(株)ダイナムの業績動向は、同社本体について前述したところと重なる。2019年3月期決算は営業収入(遊技業収入と自販機収入の合計)136,584 百万円(前期比 2.4% 減)、営業利益 18,161 百万円(同 18.0% 増)と減収増益で着地した。前述のように、客単価の減少や還元率上昇の影響で営業収入は減収となったものの、機械費を中心として営業費用を大きく削減し、営業増益を達成した。

店舗については、北海道で1店舗出店・1店舗閉鎖(これらは言わば店舗の入替で、対になったもの)、山形県で1店の出店を行った結果1店舗の純増となり、期末店舗数は406店舗となった。新規則の施行に伴う旧規則から新規則への移行期間に当たる現在は、同社は店舗展開についてはニュートラルな姿勢で臨んでおり、それが2019年3月期の店舗異動にも表れた形だ。

ダイナムの経営状況

(単位：百万円)

	17/3 期	18/3 期	19/3 期	前期比増減
営業収入	143,162	139,940	136,584	-3,356
営業利益	14,710	15,393	18,161	2,768
経常利益	15,573	16,248	19,078	2,830
当期利益	9,914	10,582	12,388	1,806
主要 KPI (重要経営評価指標)				
店舗数	399	405	406	1
パチンコ稼働率	44.7%	43.1%	43.0%	-0.1%
スロット稼働率	40.4%	39.6%	40.0%	0.4%
設置台数	183,543	186,898	188,699	1,801
PB 機設置台数	4,980	7,315	10,084	2,769

出所：会社資料よりフィスコ作成

■ 中長期成長戦略と進捗動向

厳しい市場環境が継続するなか、 新規規則の実施をトリガーとして業界大再編時代が目前に迫る

1. パチンコホール業界の事業環境

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。パチンコ・パチスロの参加人口やパチンコホールの市場規模（グロス売上高に相当する貸玉収入の総額）、パチンコホールの店舗数などの各種指標はいずれも右肩下がりが続いているとみられる。

そうした状況にあって、同社が属するパチンコホール業界は、現在、“嵐の前の静けさ”の状況にあると言えるだろう。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入れ替えねばならないことだ。具体例を示すと、1つのホールで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。

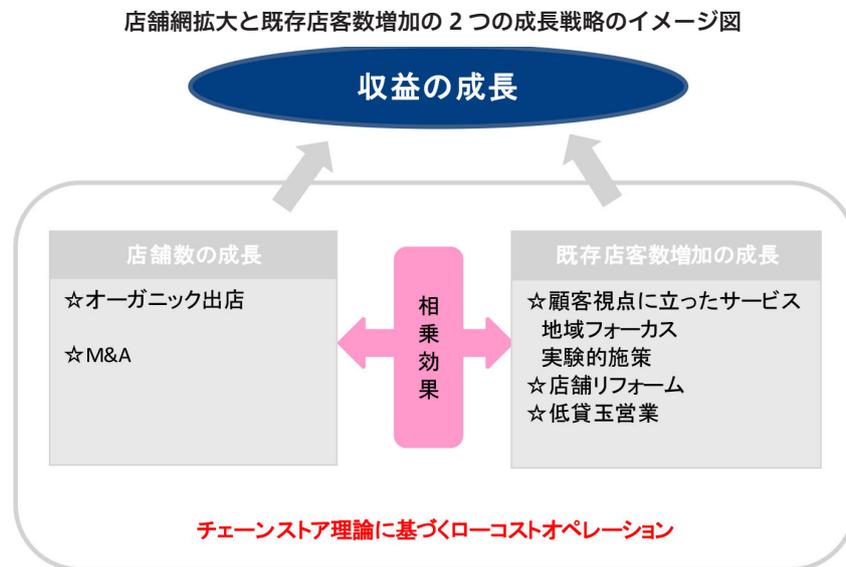
2018年規則に対しては、3年間の移行期間が設けられている。2018年2月1日から2021年1月31日までの3年間は従来規則に基づく遊技機について、認定を取得することで継続利用を認めるというものだ。同社も含めて多くのパチンコホール事業者はこれを選択しており、現状は旧規則機と2018年規則に基づいた新型機が混在している状況にある。しかし移行期間の残りは2年弱（決算期で言えば2020年3月期と2021年3月期）しかない。2021年2月以降については、多額の費用をかけて全遊技機を入れ替えるかどうか、廃業を含めた大きな決断を迫られているのが現在のパチンコホール業界だ。パチンコホール業界をめぐる業界再編時代の到来はかねて想定はされていたが、2018年規則の完全施行を契機に、いよいよそれが本格化してくるものとみられる。

「店舗数の増大」と「既存店客数の拡大」の2つの軸で成長を目指す構図は従来から不変

2. ダイナムジャパンホールディングの成長戦略の概要

450店舗（2019年3月末現在）を擁するリーディングカンパニーとして、同社は業界大再編時代の本格到来を大きなチャンスと捉えている。しかしながら一方で、2018年規則の完全施行によって最も負担が重いのが、最大店舗数を有する会社であることも事実だ。それゆえ同社は、2020年3月期と2021年3月期については“準備期間”と位置付けている。その意味するところは、2022年3月期以降の業界再編で、勝ち組・生き残り組として存続できるように、経営体力を高めるといことと、2018年規則への対応をやりきるべく、様々な可能性を検討・追求するということの、2つがポイントとなっている。

これまでも当レポートで説明してきたように、同社の成長戦略は店舗数の増大による成長という軸と、既存店の客数増加という軸の2つで構成されている。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、いずれにしても業界大再編時代が到来すれば必ずと加速していくと考えられる。既存店の客数増加の取り組みは自身の経営体力を維持・強化するためにも不可欠な重要なポイントと言える。ここをなおざりにすると経営の土台が揺らいで店舗網拡大どころの話ではなくなるリスクがあると考えられる。2018年規則への対応は既存店の成長・強化への取り組みの一環で考えるべき事項であり、それだけに決して手を抜けない重大事案ということだ。



出所：会社資料よりフィスコ作成

店舗ごとの特性を踏まえた集客努力は着実に効果を発揮。 今後のポイントは新規則対応機への遊技機の入れ替えのタイミング

3. 既存店の成長・強化への取り組み

既存店の成長・強化については、客数の増加を図る取り組みが第1に重要だ。この点について同社は、3年ほど前から特に力を入れて取り組んでいる。具体的には、それまでの全店一律の営業活動から、各店舗の立地や客層に応じた営業活動の実施へと変更し、“低貸玉営業”や“射幸性に頼らない営業”と合わせて、さらに顧客に寄り添った店づくりを徹底することで集客に取り組んでいる。こうした施策は着実に効果を挙げており、2019年3月期も厳しい事業環境のなかで客数は前期並みを確保した。

こうした状況から、目下の同社にとって最大の経営課題は、やはり2018年規則への対応と言える。以下ではそれへの戦略と進捗状況について詳細に述べる。

(1) 機械費に関する現状

同社は、グループ全体で450店、そのうち基幹会社のダイナムは406店のパチンコホールを運営しており、保有するパチンコの遊技機の数グループ全体で約21万台（ダイナムだけでは18.6万台）に達している。このうち、2018年規則に適合した新型機は2019年3月末時点で1.6万台（全体の8%）にとどまっており、残りの92%（グループ全体で18.4万台）は旧型機のままとなっている。

こうした状況にあって、市場においてはまだ新型機の供給が不足しているという現状がある。遊技機メーカーからの発売モデル数が少ないということだ。前倒しで入れ替えを進めようとしても、この点が大きな問題となってくる。一方で、2021年2月以降は旧型機の使用ができなくなるため、新規則に対応していない新台の購入は可能な限り抑制したいのが本音だろう。

こうした事情は同社も同じで、2018年3月期と2019年3月期は、新台の購入を絞り込む一方、社内流通（グループ内で遊技機を移設すること）の拡大に取り組んでいる。これが結果的に機械費の大幅削減につながり、前述のように、2019年3月期の営業利益の増益要因となった。

(2) 今後の対応策

前述のように、同社は現在稼働している旧型機18.4万台について、2020年3月期と2021年3月期の2年間で入れ替えていくことになる。これは同社に多大の費用を強いるため、同社としても様々な施策を組み合わせ入替に係る機械費の圧縮を図る方針だ。

具体的には、1) 投資効率の最大化に向けたデータ分析システムの開発・導入、2) PB機の導入、3) 自社独自の流通網（物流センター）を活用した中古機の有効活用、等に取り組む方針だ。

1) の投資効率の最大化に向けたデータ分析システムの開発・導入とは、新規に発売となった新型機について、自社の保有するビッグデータを活用して、その台が人気化するかどうか短期間で判断する取り組みだ。人気化する（すなわち“集客力あり”）と判断したら早期に導入して店舗売上拡大につなげ、新台への投資効率を上げていくという取り組みだ。

中長期成長戦略と進捗動向

2) の PB (プライベートブランド) 機は、NB (ナショナルブランド) 機との価格差が活用するポイントだ。PB 機については遊技機メーカーからの OEM 供給のケースと、自社仕様に基づく委託生産のケースとがあり、後者のケースの方が価格差メリットは大きくなる。OEM 供給の場合は、他のホール事業者と共同購買によって台数を増やし、ボリュームディスカウントを獲得することなども行っている。

3) の 2018 年規則対応機の中古機については、購入を拡大させる意向は当然にあると考えられる。しかしながら、市場での中古機流通が本格化するのには 2021 年 3 月期に入ってからになると弊社ではみている。またその時点では、パチンコホール運営各社が中古機の導入を急ぐ可能性があり、需給がひっ迫して思うように台数を確保できないことや中古相場の上昇などの事態に陥る可能性もあると弊社ではみている。

業績影響という意味では、入替実施のタイミングが期間損益に大きな影響を及ぼすと考えられる。同社がどういったタイミングで入れ替えを行うかは、同社自身もまだ検討している最中とみられ、現時点では“市場の販売動向によって柔軟に対応する”という基本スタンスの表明にとどまっている。前述のように、2018 年規則適合の新型機のラインアップがまだ不十分であることを考えると、2020 年 3 月期よりも 2021 年 3 月期のほうが入替の台数が増える可能性があるかと弊社では推測している。

短期的には消費増税、受動喫煙防止対策が経営上の課題となるが、いずれも業績に大きなマイナスにはならない見込み

4. その他のパチンコホールを取り巻く環境変化

(1) 消費増税について

2019 年 10 月に予定されている消費税の引き上げについての影響は限定的と同社は考えている。同社は過去の 5% から 8% の増税のときにも様々な施策を実施し、増税の影響を吸収した実績があり、客数確保の施策とコストコントロールの強化によって、今回の増税についても、特に利益面では吸収できると期待される。

(2) 受動喫煙への対応

2018 年 7 月に健康増進法の一部改正が成立し、2020 年 4 月からの施行されることとなった。これと合わせて、東京都を始め、各地の地方自治体においても受動喫煙防止条例を制定する動きが広がっている。これに関して飲食店での喫煙規制が話題となっているが、パチンコホールも同様に制約を受けることになる。現東京都条例を例にとると、条例施行後は遊技スペースでの喫煙は禁止され、喫煙専用室での喫煙に限定される。ホール側は新たに喫煙専用スペースを設置する必要が出てくる。喫煙専用スペースを設置するスペースがない場合には営業スペースを転用する必要が出てくる上、工事費も必要となる。

この点について同社は、受動喫煙防止の動きは全国共通の事案として、グループの全店において受動喫煙対策を他社に先駆けて進める方針だ。同社は喫煙問題については非常に早い時期から経営の課題と認識して対応を進めてきた実績がある。具体的には、基幹会社のダイナムにおいて完全分煙店「信頼の森」を 24 店舗展開しているほか、ある時期からは新規出店（自社出店）に際しては完全分煙を視野に入れた店舗開発を行ってきている。これらの店舗については、ゼロコストで受動喫煙防止対策が可能だ。

中長期成長戦略と進捗動向

一方、比較的古い店舗では喫煙専用室の設置工事などが必要となるが、その店舗数はグループ全体で243店舗（うち、ダイナム200店舗、キャビンプラザ8店舗、夢コーポレーション35店舗）とされている。基幹会社ダイナムの約半数の店舗と、グループ会社の店舗が対象ということになる。これに要する費用は総額で数億円と同社では試算している。この規模は同社の年間店舗改修費用の枠内に問題なく収まる規模であり、業績の圧迫要因にはならないと弊社ではみている。

2018年規則の施行は店舗網拡大へアクセルを踏み込むタイミング。手法についてはM&Aよりも自社出店が中心となる可能性

5. 店舗網拡大への取り組み

店舗網拡大に向けた取り組みについては、現時点で明らかにされていることは多くはない。2018年規則の完全施行（2021年2月1日）を契機とする大再編時代の到来が、同社にとっては店舗網拡大のアクセルを踏み込む契機となると弊社では考えている。同社は既にそれを意識して店舗網拡大に向けた調査や土地の確保などを進めつつあるようだ。

“業界再編”聞くと大型M&Aの実施をイメージする向きも多いと考えられるが、同社の場合、M&Aが必ずしも最適解とは限らないと弊社では考えている。チェーンストア理論に基づく店舗の開発・運営が同社の競争力の源泉であるのは会社概要の項で説明したとおりだ。その同社にとって、経営効率で劣る他社店舗をM&Aで取得してもあまり意味はないだろう。同社がそうした考え方に立って自社出店で拡大を進める場合には、当初の数年は比較的穏やかな拡大ペースとなる可能性があるかと弊社ではみている。仮にM&Aを行うとすれば、同社と同じくチェーンストア理論を導入して経営している事業者や、同社が有しない商圏を確保しているなどの、明確な特長を有するケースに限定されるものと考えている。

航空機リース事業は子会社が設立され、2020年3月期から本格的にスタート。カジノ関連では新型スロット機の製造販売の認可を取得し、今後は販売へと移行する見通し

6. 新規事業の動向

(1) 航空機リース事業

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日付レポートに詳しい。以下では事業計画の概要と今後の進捗について述べる。

航空機リース事業には同社が全額出資子会社を設立して参入する。組合を設立して他の投資家を募ることはせず、リース子会社が単独事業として行う。リースを行う航空機は“ナローモデル”と呼ばれる市場流通性の高い中型機で、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。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。

中長期成長戦略と進捗動向

これまでの進捗としては、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)。2020年3月期からの3年間で20機の航空機の購入を計画しており、それにかかる投資額を総額900億円(年平均300億円)と見込んでいる。2020年3月期は300億円を投じて6~7機の航空機を購入する計画だ。初年度投資資金300億円の内訳は手元資金100億円、外部調達200億円という構成となるが、手元資金の100億円については既に拋出を完了している。今後は初号機の購入、リース契約の締結へと進むことになる。リース事業の損益は最終的にリース契約が終了するまで確定しない(リース期間については7年を想定)。その間、リース料が入ることになるが、2020年3月期については航空機の機体が少ないこともあり、業績に与える影響は限定的と考えられる。

(2) カジノ用ビデオスロット機の開発

同社は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・開発を進めてきた。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。同社はこのビデオスロット機について、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きた。※²

※² 同社と WEIKE 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。

今後はこのビデオスロット機の製造・販売へと移行することになるが、両社の役割分担については、ゲーミングソフトウェアの企画及び開発を同社が担当し、ハードウェアの開発や当該ゲーミングソフトウェアの実装、機器の販売を WEIKE が担当することになる。

カジノ用ビデオスロット機からの収益貢献も現時点では不明であるが、当面、収益インパクトは限定的とみられる。マカオは2006年に米国ネバダ州(ラスベガス)抜いて以来、世界最大のカジノ市場としての地位にある。その内訳として、ゲーミングによる売上高が90%超を占めており、世界2位の米国ネバダ州(ラスベガス)では売上高の60%近くをノンゲーミングの売上高が占めていることと、好対照を成している。名実ともに世界最大のカジノ市場での事業展開ではあるが、“時間消費型”や“パチンコの要素”といったコンセプトがどのように受け入れられるか、現時点での予測は難しい。今後の進展を見守りたい。

■ 今後の見通し

遊技機の入替えにより2年間で200億円の負担増と試算。 その後は利益水準を回復し、成長戦略が加速すると期待

● 2020年3月期通期業績の考え方

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。

ネット売上高に相当する営業収入は、グロス売上高に相当する貸玉収入と景品出庫額の差額となる。貸玉収入は2019年3月期の実績が前期比0.8%減だった。弊社の想定より減収幅が小さかったが、その要因は客数について前期並みを確保できた点にあるとみられる。これは同社の集客の施策が奏功した結果と考えられ、2020年3月期の再現可能性は高いと期待される。一方、景品出庫額については2019年3月期は前期並みを維持したため、結果的に、顧客への還元率が上昇し、営業収入の減収幅は拡大した。還元率の変化により、営業収入は増収にも減収にも成り得る（例えば貸玉収入が前期比1%の減収となっても、還元率を80%とすれば営業収入は前期比4%の増収となる）。一方で還元率は集客にも影響を及ぼすため、同社自身にとってももろ刃の剣であるということを指摘しておきたい。

利益面については、2018年規則に適合した新型機への入替問題があるため、2020年3月期と2021年3月期の2年間で考える必要がある。同社はこの2年間で新型機への入替として184,000台の新型機を購入する必要がある。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2年間合計で約600億円と弊社では推計している。一方、2019年3月期は新台の購入を抑制したとはいえ、新台、中古機合わせて遊技機の入替に約200億円を投じたと推測しており、同社の2019年3月期に利益水準はこれの遊技機購入額をベースとして成り立っていたと考えることができる。前述のように、2020年3月期と2021年3月期の2期間合計の遊技機購入額が600億円に達すると仮定すると、同社は当該2年間で200億円の減益要因を抱えることになる。

問題はこの200億円の負担増加分を2つの期にどのように配賦するかだ。仮に2020年3月期の購入台数を抑制して前期並みの営業利益を確保したとすれば、2021年3月期に一気に200億円の負担増が顕在化し、営業利益はトントンにまで落ち込むということになる。

実際の配賦の仕方は誰にも予想はできない。重要なことは、2年間で200億円程度の減益要因を抱えていることをしっかりと認識することだ。もう1つは、その次の期（2022年3月期）にはそうした費用負担が緩和されると期待されることだ。業績変動をもたらす要因はほかにもあるため、必ず利益が急拡大するとは断言できないが、遊技機購入費をめぐる負担は一旦リセットされる可能性は高いと言える。

繰り返しとなるが、この200億円の負担増は同社だけの問題ではなく、すべてのパチンコホール事業者に起こることだ。すべての事業者が経営の存続について検討することを余儀なくされ、かなりの数の事業者が廃業（事業売却などを含む）を決断することになる弊社では考えている。前述のように、これを乗り切って再び一定の利益水準を回復できれば、その後は同社の成長戦略が一気に加速することになると考えている。

ダイナムジャパンホールディングス | 2019年6月25日(火)
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

今後の見通し

損益計算書の変動は以上のとおりだが、バランスシートについては、ここ数年進めてきた借入金返済や手元資金の積み増しの結果、上述の費用増加にも十分耐えることができると弊社では考えている。

バランスシートについてむしろ留意すべきは、同社が採用する国際会計基準（IFRS）においてリース会計が変更になり、2020年3月期決算から適用になることだ。これはすべてのリース契約についてオンバランス化することが骨子で、使用権資産とリース負債とをバランスシートに記載することが必要となる。同社は店舗の土地などを賃借しており、これがオンバランス化することになるが、その総額は同社の手元の試算で約850億円に達するとされている。これらはキャッシュフローには影響しないが、バランスシートの総資産をそれだけ膨らませることになる。2019年3月期末の同社の総資産は185,332百万円だったが、これが2020年3月期末には270,000百万円前後に膨らむことになり、その結果として同社の自己資本比率が大きく低下することになる。これをもって、同社のバランスシートが弱体化したと評価する投資家もゼロではないと考えられるため、その点はあらかじめ留意しておくべきだろう。

損益計算書

(単位：百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期
営業収入	154,556	155,911	156,869	152,092	146,371
YOY	-6.8%	0.9%	0.6%	-3.0%	-3.8%
店舗営業費用	134,659	138,326	142,142	136,727	128,024
YOY	-0.9%	2.7%	2.8%	-3.8%	-6.4%
一般管理費	5,456	5,798	5,622	5,049	5,023
YOY	33.5%	6.3%	-3.0%	-10.2%	-0.5%
その他の収入	6,850	8,184	9,224	9,458	8,971
その他の費用	1,947	1,805	2,430	2,425	2,953
費用合計	135,212	137,745	140,970	134,743	127,029
YOY	0.9%	1.9%	2.3%	-4.4%	-5.7%
営業利益	19,344	18,166	15,899	17,349	19,342
YOY	-39.0%	-6.1%	-12.5%	9.1%	11.5%
金融収益	2,151	311	233	236	471
金融費用	1,977	1,074	1,307	781	444
税引前当期利益	19,518	17,403	14,825	16,804	19,369
YOY	-43.6%	-10.8%	-14.8%	13.3%	15.3%
税金費用	8,259	6,864	5,520	5,879	6,778
当期利益	11,259	10,539	9,305	10,925	12,591
YOY	-47.0%	-6.4%	-11.7%	17.4%	15.2%
親会社の所有者に帰属する 当期利益	11,303	10,544	9,360	10,870	12,596
YOY	-46.8%	-6.7%	-11.2%	16.1%	15.9%
EBITDA	30,637	30,494	28,469	29,524	31,136
YOY	-28.3%	-0.5%	-6.6%	3.7%	5.5%
EPS (円)	15.22	13.92	12.23	14.19	16.44
1株当たり配当金 (円)	14.00	13.00	12.00	12.00	12.00

出所：決算概況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6月25日(火)
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

今後の見通し

貸借対照表

(単位：百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期
流動資産	48,723	43,240	63,072	53,145	59,875
現金及び預金	29,239	28,134	48,499	40,533	47,537
売上債権	486	459	563	469	614
非流動資産	132,213	145,944	142,043	131,826	125,457
有形固定資産	99,961	109,532	106,687	98,794	95,445
無形固定資産	1,029	3,991	3,833	3,545	3,112
資産合計	180,936	189,184	205,115	184,971	185,332
流動負債	31,380	30,838	38,496	39,643	36,452
仕入れ債務及び その他の債務	20,468	17,786	18,282	19,220	19,297
借入金	3,160	2,369	7,281	7,351	2,124
非流動負債	14,503	25,727	29,738	7,813	7,080
借入金	9,160	18,394	22,768	1,221	502
親会社の所有者に帰属する 持分合計	135,077	132,645	136,953	137,532	141,821
資本金	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
資本剰余金	10,129	12,883	12,741	12,741	12,741
利益剰余金	111,037	110,253	112,403	114,106	115,204
その他の資本の構成要素	-1,089	-5,202	-3,191	-4,315	-1,124
非支配持分	-24	-26	-72	-17	-21
資本合計	135,053	132,619	136,881	137,515	141,800
負債・資本合計	180,936	189,184	205,115	184,971	185,332

出所：決算概況資料よりフィスコ作成

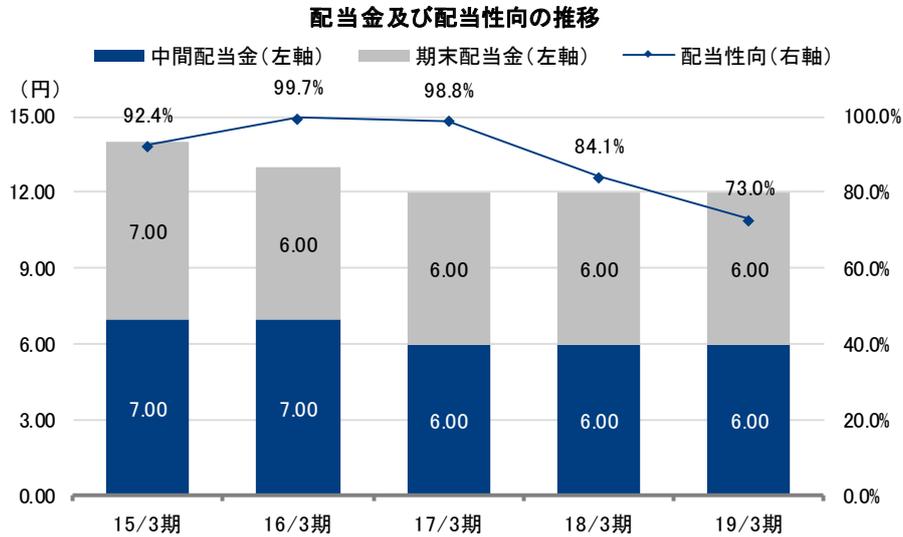
株主還元

2019年3月期は年間12円とすることを決定

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。

2019年3月期について同社は、年間12円（中間配6円、期末配6円）の配当の実施を決定している。親会社の所有者に帰属する当期利益12,596百万円に対して配当金総額は9,192百万円で、配当性向は73.0%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のっと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、2018年7月にCSRレポート（「CSR Report 2018」）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。

重要事項（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。“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