

|| 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

2018年6月28日(木)

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. 2018年3月期は厳しい事業環境が続くなか、 ローコストオペレーションの強みを活かして増益を達成	01
2. 成長戦略は不変。店舗数の増大と既存店売上高の拡大の2つを軸に展開	01
3. 勝ち組として再編を主導し、増収増益基調に転じてくると期待	01
■ 会社概要	03
1. 沿革	03
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	04
■ 業績動向	07
■ 中期成長戦略と現在の取り組み状況	09
1. パチンコホールの事業環境	09
2. 成長戦略と取り組み状況	10
3. 今後の業績の考え方	15
4. CSRへの取り組みと長期的な企業価値の向上	18
■ 株主還元	20
■ 情報セキュリティ	21

■ 要約

事業環境の変化の中、堅実なローコストオペレーション経営

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ダイナムを傘下に持つ。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. 2018年3月期は厳しい事業環境が続くなか、ローコストオペレーションの強みを活かして増益を達成

同社の2018年3月期決算は、営業収入152,092百万円（前期比3.0%減）、営業利益17,349百万円（同9.1%増）と減収ながら増益で着地した。パチンコホール業界の事業環境はレジャーの多様化や規制強化などの影響による客数減で、厳しい状況が続いている。そうしたなか、同社は既存客の来店数増や新規顧客の取り込みに向けた施策に努めた。最終的に営業収入は減収となったが、利益については強みであるローコストオペレーションの徹底により、4期ぶりに増益に転じた。

2. 成長戦略は不変。店舗数の増大と既存店売上高の拡大の2つを軸に展開

同社の中長期の成長戦略は店舗数の拡大と既存店売上高の拡大の2つの軸で構成されている。この基本的な考え方には変更はないが、一方で、パチンコホール業界の事業環境が厳しさを増してきていることも事実だ。こうした現実を踏まえて、2018年3月期はPB機導入などによる機械費削減やシステム開発などによる人件費抑制を強化した。また営業面では低貸玉営業の推進や地域性を活かした個店毎の販促策などを強化し、固定客の来店回数増加や新規顧客の獲得に注力している。また財務面では借入金の返済を進めた。これらの施策は短期業績にもプラスに作用し、2019年3月期も連続増益を実現可能と弊社ではみている。

3. 勝ち組として再編を主導し、増収増益基調に転じてくると期待

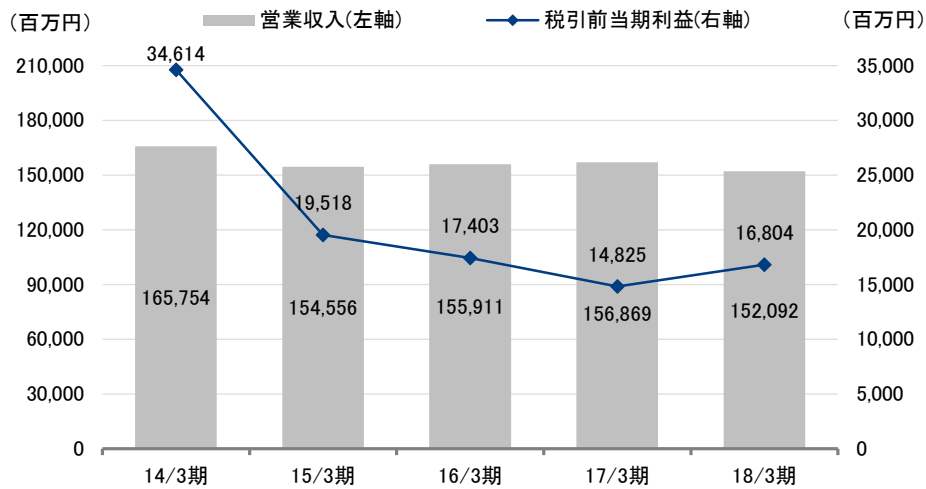
弊社では前述の同社の取り組みについて、非常に合理的で説得力のある施策だと評価している。射幸性の規制が進んだ現状では、パチンコホール業界そのものがかつてのような活況を取り戻すことは難しいとしても、同社が増収増益基調に転じる可能性は十分可能だと弊社では考えている。そのトリガーとなるのは業界再編の本格化であるという見方は従来から変わっていない。その到来時期について、弊社では遅くとも5年以内、早ければ2年後ではないかと考えている。

要約

Key Points

- ・ローコストオペレーションの徹底で機械費などを削減し、4期ぶりの増益を達成
- ・店舗数の拡大と既存店売上高の拡大の2つの軸から成る成長戦略は不変
- ・継続的なコスト削減への取り組みにより、2019年3月期も増益を確保できるとみる

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 業容を拡大し、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。

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、低貸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に担うところが大きい。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跡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。

沿革表

年月	沿革
1967年 7月	佐和商事（株）設立（亀有店、金町店開店）
1987年11月	社名を株式会社ダイナムに変更
1989年 4月	新卒の第1期生が入社
1993年10月	チェーンストア研究機関「ペガサスクラブ」加盟
1994年 8月	木造ローコスト標準店1号店を北海道・江別に開店
1997年 7月	第1回決算アナリスト説明会開催
1998年 4月	パチンコホール業界初の労働組合「ダイナムユニオン」結成
2006年12月	江別店で初の低貸玉営業（パチンコ2円、スロット10円）開始
2006年12月	株式会社ダイナムホールディングスを設立
2011年 9月	ダイナムホールディングスより新設分割して、株式会社ダイナムジャパンホールディングスを設立
2012年 8月	同社が香港証券取引所に株式上場
2013年 1月	香港現地法人 Dynam Hong Kong Co., Limited 設立
2013年 6月	マカオ・レジェンドに3,500万米ドルを投資することを発表
2013年10月	IGGに1,500万米ドル投資することを発表
2015年11月	夢コーポレーション株式会社をグループ化

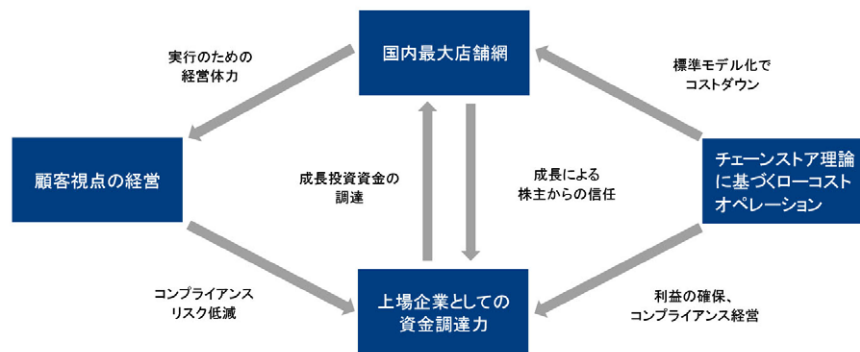
出所：ホームページ、有価証券報告書よりフィスコ作成

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

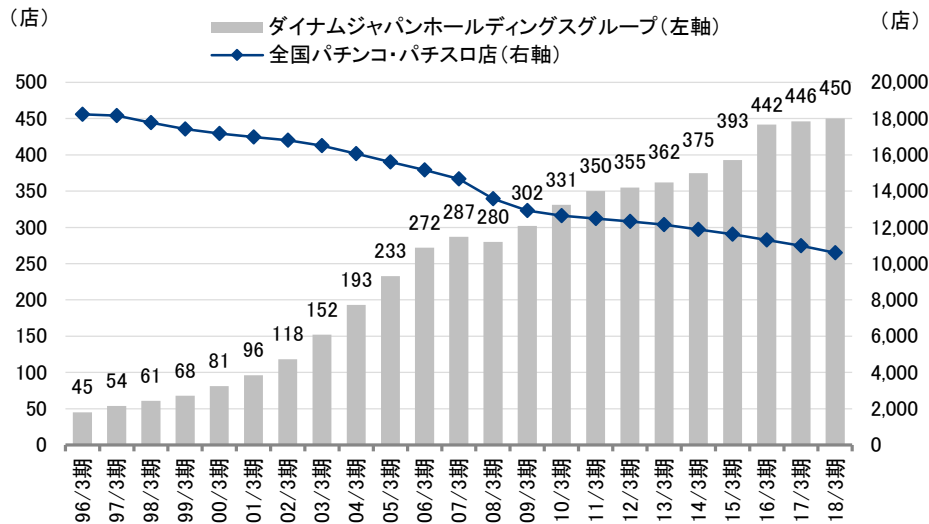
同社はグループの店舗数が450店舗（2018年3月末現在）と国内トップを誇る。国内シェアは店舗数ベースで4.3%、遊技機の設置台数ベースでは4.7%となる。

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。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パイニングパワー（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、遊技機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。

同社が2015年11月にグループ化した夢コーポレーション（株）を例にとると、同社グループに入った後、遊技機購入、物流、金融費用などの各項目で総額約7億円の費用を削減した（年度換算ベース）。これは夢コーポレーションの従来費用の12%に相当する水準だ。

会社概要

グループ店舗数の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(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を実現し、かつ有効ならしめる裏付け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裏付け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、それを可能ならしめたの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の強化に貢献しただけでなく、夢コーポレーション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。

会社概要

同社の様々な経営施策のうちで a) 低貸玉営業と、b) 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。

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。低貸玉機の構成比を高くした低貸玉店舗を積極的に展開するほか、従来型店舗内でも低貸玉機の設置を増やし、2018年3月末時点では同社のパチンコ機71.1%（業界全体47.2%）、パチスロ機の56.5%（業界全体23.0%）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。

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) 上場企業の強みを生かした資金調達力

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3,200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2018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

ローコストオペレーションの徹底で機械費などを削減し、4期ぶりの増益を達成

同社の2018年3月期決算は、営業収入152,092百万円(前期比3.0%減)、営業利益17,349百万円(同9.1%増)、税引前当期利益16,804百万円(同13.3%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益10,870百万円(同16.1%増)と減収ながら増益で着地した。各利益項目は4期ぶりに増益となった。

2018年3月期決算の概要

(単位:百万円)

	17/3期		2Q累計	前年同期比	18/3期		増減額
	2Q累計	通期			通期	前期比	
貸玉収入	416,246	817,777	397,127	-4.6%	775,060	-5.2%	-42,717
景品出庫額	336,438	660,908	319,916	-4.9%	622,968	-5.7%	-37,940
営業収入	79,808	156,869	77,211	-3.3%	152,092	-3.0%	-4,777
費用合計	71,600	140,970	68,489	-4.3%	134,743	-4.4%	-6,227
営業利益	8,208	15,899	8,722	6.3%	17,349	9.1%	1,450
税引前当期利益	6,635	14,825	8,406	26.7%	16,804	13.3%	1,979
親会社の所有者に帰属する 当期利益	3,860	9,360	5,430	40.7%	10,870	16.1%	1,510
EBITDA	14,431	28,469	14,783	2.4%	29,524	3.7%	1,055

出所:決算概況資料からフィスコ作成

2018年3月期は最高射幸性の機種が1/320機という環境でスタートした。同社はかねてより“射幸性に頼らない営業”を掲げて高射幸性の機種の設置比率が他社に比べて低い店づくりを行ってきたが、射幸性の低下による影響は避けられず、グロス収入である貸玉収入は、前期比5.2%減の775,060百万円となった。貸玉収入の減少に伴い景品出庫額も前期比5.7%減の622,968百万円となった。この結果、営業収入は前期比4,777百万円減収の152,092百万円となった。

一方費用面では、機械費や部品代を含めた遊技機関連費用を前期比約30億円削減した。また人件費においても、本部や間接部門における業務見直しや、システム化による労働時間短縮など、一段の合理化・コスト削減に努めた。こうした、同社の強みであるローコストオペレーションの徹底により、営業費用を前期比6,227百万円削減(店舗営業費用、一般管理費、その他収入、及びその他費用の増減の合計額)し、営業利益の前期比1,450百万円の増益へとつなげた。

店舗の出退店については、2018年3月期の新規出店は6店舗(上期5店舗、下期1店舗)にとどまった。新規出店はいずれも基幹事業会社である(株)ダイナムが実施した。他方、(株)キャビンプラザと夢コーポレーションで1店舗ずつ退店があったため、グループ全体の純増店舗数は4店舗となり、2018年3月末店舗数は450店となった。

業績動向

グループ店舗数の推移

	ダイナム			合計	キャビンプラザ 合計	夢コーポレーション 合計	総合計
	ダイナム	ゆったり館	信頼の森				
11/3期	168	132	42	342	8	-	350
12/3期	167	135	44	346	9	-	355
13/3期	172	147	34	353	9	-	362
14/3期	171	165	30	366	9	-	375
15/3期	170	190	24	384	9	-	393
16/3期	173	197	24	394	9	39	442
17/3期	171	204	24	399	9	38	446
18/3期	171	210	24	405	8	37	450

出所：会社資料よりフィスコ作成

前述のように、同社の営業利益は前期比9.1%増の17,349百万円となり、減価償却費等を戻したEBITDAも前期比3.7%増の29,524百万円と300億円に迫った。これに対してキャッシュアウトは配当金と設備投資、法人税の支払いなどがあるが、資金が大幅に余剰となる。同社はこれを原資に借入金の返済を進め、2018年3月期末の有利子負債残高は8,572百万円と、1年前の30,049百万円から一気に200億円以上減少した。

現金及び預金と有利子負債の期末残高の変化

(単位：百万円)

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

出所：会社資料よりフィスコ作成

弊社では、2018年3月期決算について、同社が強みを最大限発揮した決算であり、厳しい事業環境のなかで増益を達成したという点で、素直に好決算と評価できる内容だったと考えている。同社はパチンコホールのあり方について、早くから“時間消費型レジャー”へとコンセプトの転換を図り、また、チェーンストア理論に基づき、ローコストオペレーションを始めとする先進的な取り組みを実践してきた。その強みをいかに発揮して増益を達成したことは、将来予想される業界再編において同社が勝ち組として主導的役割を果たしていくことを示唆していると考えている。

■ 中期成長戦略と現在の取り組み状況

市場の縮小トレンドは継続。 射幸性に対する規制は2018年2月の出玉規制で一段落

1. パチンコホールの事業環境

(1) 市場規模、店舗数の動き

パチンコホール業界は依然として長期縮小トレンドの只中にある。2016年のパチンコ・パチスロの参加人口は前年比12%（130万人）減少の940万人となった。これを反映して、パチンコホールの市場規模（パチンコホールの売上高に相当する“貸玉収入”の総額）は、2016年は21兆6,260億円となり、前年から6.9%減少した。業界最大手クラスのポジションにある同社の2018年3月期決算からは、2017年の市場規模もさらに減少したと推測される。

こうした市場の縮小は、パチンコホールの店舗数につながっている。警察庁のデータでは、ここ数年は年間200～300店のペースで減少が続いているが、2017年12月時点で10,596店となり、1年前からの減少数が390店と400店に迫った。

(2) パチンコ・パチスロをめぐる規制の動き

パチンコ・パチスロをめぐる規制の背景には、政府が主導する“ギャンブル等の依存問題対策”がある。具体的な規制のあり方は、射幸性を引き下げることにも主眼が置かれている。射幸性はパチンコ・パチスロの魅力のひとつであるため、射幸性に対する規制強化はパチンコホールの経営に大きな影響を与える。

2016年にはパチンコ機の大当たり確率の引き下げが実施された。それまで最も射幸性が高い機種は大当たり確率が1/400だったが、それが年末までに撤去され、大当たり確率1/320の機種が射幸性が最も高い機種となった。これはパチンコをハイリスク・ハイリターンからミドルリスク・ミドルリターンに変えた規制強化と言える。

2018年2月1日からは出玉率及び出玉数についての新たな規制が施行された。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2月の新規則の施行以降も現行機種について認定を取得すれば最大3年間（2021年1月31日まで）使用を継続できることになっている、認定取得に費用（1台当たり約1万円）がかかるものの、新規則によって直ちに設備投資（遊技機の入替え）が発生するわけではなく、緩やかなペースで新規則対応機への移行が進むとみられる。

パチンコに関する射幸性規制の議論は2018年2月の規制で一旦終了し、今後はパチンコホール業界やパチンコ遊技機メーカーが徐々に対応を進めていくという段階にある。

中期成長戦略と現在の取り組み状況

出玉規制の内容

	現行規則	新規則
出玉上限	最大ラウンド：16R 最大払出出玉数：2,400 個	最大ラウンド：10R 最大払出出玉数：1,500 個
実射試験	1 時間：出玉率が 3 倍以下 10 時間：出玉率が 1/2 倍以上 2 倍以下	1 時間：出玉率が 1/3 倍以上 2.2 倍以下 4 時間：出玉率が 2/5 倍以上 1.5 倍以下 10 時間：出玉率が 1/2 倍以上 4/3 倍以下
設定	設定なし	パチスロ同様、設定を 1～6 段階設けることが可能

出所：会社資料よりフィスコ作成

パチスロについてもパチンコ同様、射幸性への規制が強化される流れにある。現在は、高射幸性の機種を設置割合について、現状の 30% の基準から段階的に低下させ、2021 年 1 月末までに 0% にするという規制に取り組んでいる状況だ。

これは業界団体の全日本遊技事業協同組合連合会の自主規制で、2015 年 6 月に新基準に該当しない機種（いわゆる高射幸性機）の設置比率を 2017 年 11 月末までに 30% 以下にするという自主規制を定めた。これを受けて今後、段階的に 0% にしていくという自主規制が 2018 年 4 月に策定された。

パチスロ機の高射幸性機の設置比率基準

期間	高射幸性機の設置割合
現在～2019年1月末	30% 以下 ⇒ 15% 以下
2019年2月～2020年1月末	15% 以下 ⇒ 5% 以下
2020年2月～2021年1月末	5% 以下 ⇒ 0%

出所：取材等よりフィスコ作成

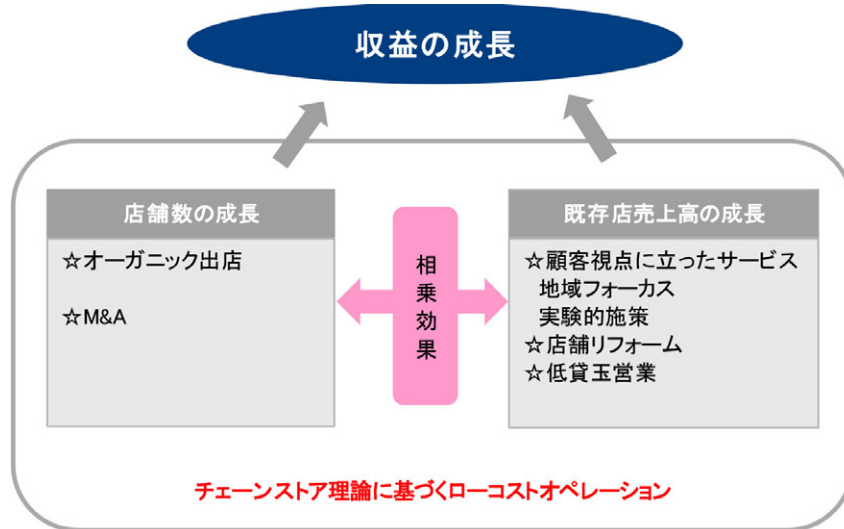
店舗数の拡大と既存店売上高の拡大の 2 つの軸から成る成長戦略は不変

2. 成長戦略と取り組み状況

同社の成長戦略は、従来からの店舗数の増大による成長という軸に、既存店売上高の拡大というもう 1 つの軸が加わり、2 つの軸で構成されている。成長戦略として 2 つの軸の双方が同様に重要であることは言うまでもない。業界を取り巻く事業環境や競合他社の状況に応じて、柔軟に成長戦略を使い分けていくことがポイントになると考えている。

中期成長戦略と現在の取り組み状況

店舗網拡大と既存店売上高拡大の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

2018年3月期においては、この成長戦略に沿って、1) 遊技客数の増加への取り組み、2) 店舗数の拡大による成長、3) ローコストオペレーションの推進、の3つに主に取り組んだ。それぞれの詳細は以下に詳述するが、既存店売上高の拡大や店舗数の拡大といったトップライングロース（売上高の成長）の施策は、事業環境の変化で成果が出にくい状況にある。そうした現実を踏まえて、同社は素早く切り替え、トップライングロースの追求以上に、ローコストオペレーションの徹底による増益の確保にまい進した。その結果、減収ながら4期ぶりの増益に転じたことは前述のとおりだ。弊社では、2018年3月期の同社の対応には、柔軟な経営判断、450店舗を擁するスケールと体力、低コスト構造、といった同社の強みが凝縮されており、これをしっかり分析することで、同社のみならず業界全体の未来予想図をより具体的にイメージできるのではないかと考えている。

(1) 遊技客数の増加への取り組み

遊技客数の増加は既存店売上高の拡大のために最も重要な施策だ。同社は客数の増加（固定客の来店数増と新規顧客の獲得）に向けて、本部、現場、全社のそれぞれのレイヤーで取り組みを進めた。

本部は全450店舗から上がってくる顧客データを一括管理している。このビッグデータとも言うべき情報を分析し、集客・販促につなげるべく、データ分析の専門部門を設置した。今後、分析スキルの向上に取り組むとともに、顧客データの収集・分析を行い実際の販促・集客に活かしていくことになる。2019年3月期にはデータに基づく営業施策が具体化してくると期待される。

現場レベルでは、ここ1～2年、個店毎に地域性や顧客属性などの実情に応じた広告宣伝や販促活動を行い、集客増を図ってきた。それ以前の全店舗一律の広告・販促活動から180度変わった形だ。来店客一人ひとりにフォーカスした接客や取り組みを推進し、個店における好事例は本部にて開催する発表会の場で共有するとともに、イントラネットや社内SNSでも紹介し各店で活用している。

全社レベルでは、低貸玉営業の推進に取り組んだ。消費金額を抑えた日常の娯楽としての存在をアピールし、集客増を図った。

(2) 店舗数の拡大による成長

店舗数の拡大の具体策として、自社標準店での出店を基本とし、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効率的に推進することに加え、近年では同業他社の店舗売却や廃業が増加していることを受けて、他社の閉鎖店舗への居抜き出店や、他社の M&A も出店戦略の選択肢としている。

そうして臨んだ 2018 年 3 月期ではあったが、出店は 6 店にとどまり、そのうち他社閉鎖店舗への居抜き出店は 1 店舗にとどまった。出店時期は 6 店舗の内 5 店舗が上期に集中しており、これらは前期から準備が進められたものだ。下期の新規出店が 1 店舗にとどまったということは、上期においては新規出店の活動が停滞したことを暗示している。

この理由は、他社閉鎖店舗の中で同社の基準にかなう物件がほとんどないということがある。M&A についても同様だ。閉鎖物件や売り物の数は増加基調にあるが、現状はまだ高いポテンシャルを持つ案件がほとんどないということだ。

自社標準店での出店についても同様に基準をクリアする物件がなかったことに加え、規制強化の影響を見定めているためと弊社では推測している。前述のようにパチンコの射幸性規制自体は一旦落ち着いたが、店舗での対応は今後 3 年をかけてゆっくりと進行することになる。パチスロも同様だ。参加人口や市場規模の縮小基調が続いているなか、リスク抑制の判断が働いたものとみられる。

(3) ローコストオペレーションの推進

機械費や人件費などを効率的に運用して、ローコストオペレーションをさらに徹底しようという取り組みはこれまでも継続的に行われてきたことではあるが、2018 年 3 月期は一段と強化された。

a) 機械費対策

機械費は店舗経費の約 4 分の 1 を占め、項目別では人件費について 2 番目に大きい項目となっている。同社は様々な角度から切り込んで機械費削減を図っている。

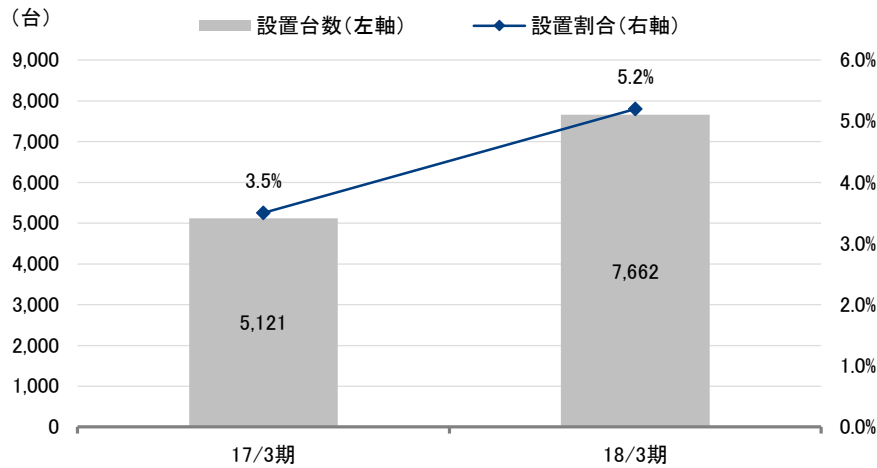
機械費の単価低減策としては、PB（プライベートブランド）機や中古機の導入がある。特に同社は 450 店舗を擁するスケールメリットを生かして PB 機の開発に力を入れている。PB 機は NB（ナショナルブランド）機に比べて 15% ~ 20% ほど単価が安いとみられる。ただ単価が安くても顧客の人气がなければ稼働率が上がらず、導入しても意味がないことになる。この点に対しては、自社保有のビッグデータを生かし、顧客の嗜好を把握・分析した上でそれを反映するような機種づくりを進めている。

直近では、2018 年 5 月に『PA ナナシー DXII88GO』の導入を発表した。これは 1/88.92 の低射幸機であると同時に、同社の PB 機で初の新規則（2018 年 2 月の出玉規制）適合機となっている。同社はこれを 1,000 台導入し、2018 年 6 月中旬から順次店舗に設置していく計画だ。

2018 年 3 月期末の PB 機（パチンコ）の設置割合は 5.2% で、前期末の 3.5% から 1.7 ポイント上昇した。設置台数の総数は 2018 年 3 月期末で 7,662 台となっている。

中期成長戦略と現在の取り組み状況

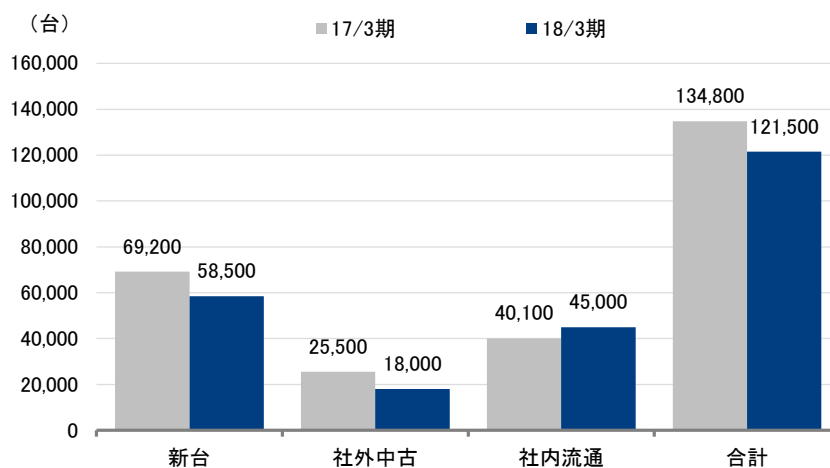
PB機の設置台数と設置比率の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

機械費削減のもう1つの取り組みは、社内の2次使用(略して「社内流通」と称する)による使用期間の長期化だ。通常、パチンコ台は導入後1~2ヶ月で集客効果が低下する(すなわち、台の稼働率が低下する)。そこで同社は、集客力や稼働状況を見ながら、パチンコの台について、A店からB店へと移動させるオペレーションを行っている。これが社内流通だ。B店では当該機種が未導入であるため“新機種入荷”となり、集客効果が期待できるためだ。B店の次はC店に移動させることで、稼働期間が長期化し、パチンコ台1台当たりのライフタイムバリューはそれだけ拡大することになる。こうしたオペレーションも多店舗展開企業ならではの施策であり、450店舗を擁する同社はその効果を最大限に発揮し得る存在と言える。また、社内流通の強化は、それだけ社外からのパチンコ機の購入台数を減少させることにもつながる。

年間購入台数の比較



出所：会社資料よりフィスコ作成

中期成長戦略と現在の取り組み状況

2018年2月の新規則の施行以降も既存の機種について認定を取得すれば使用期間を3年間延長できることが認められている。同社は総設置台数の約70%に当たる13万台について認定を取得済みだ。これによって集客力・収益力への規制強化の影響を最小限に抑えながら規制に適合していくことが可能になるとみられる。

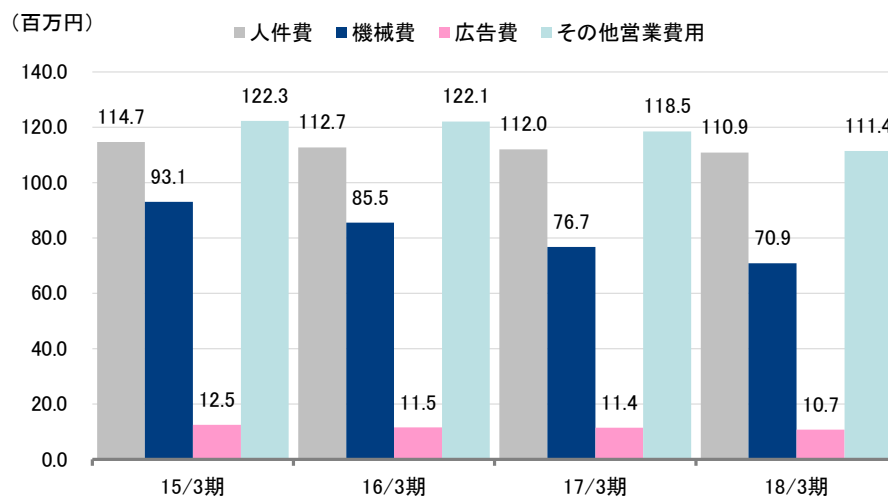
b) 人件費対策

本部（間接部門）においては業務フローの見直しやシステム化による書類作業軽減などを通じて業務量の削減を図った。また、本部から店舗やエリア統括への人員異動も積極的に行い、営業現場を強化するなど遊技客数増加への取り組みに注力した。

店舗の現場においてはシステム開発を強化して作業時間の短縮化を図った。具体的には同社が注力する競合店調査の入力作業を軽減したほか、デジタルサイネージの導入で販促物の掲示・撤去の作業を軽減した。

これらの施策の効果について同社では、間接部門の作業改善で生み出した原資を営業力強化に振り向けたことの効果約1.8億円、システム開発による作業効率化で労働時間が短縮された効果約3億円と試算している。

こうした機械費や人件費を始めとした様々なコスト削減への取り組みは、店舗運営費用にも着実に現れている。2015年3月期の1店舗当たり運営費用は約343百万円だった。同社の継続的なコスト削減の結果、人件費、機械費、広告費、その他営業費用の4項目すべてが減少し、2018年3月期の1店舗当たり運営費用は約304百万円と、11%(年平均約4%)減少した。1店舗当たりのコスト削減額が10百万円でも450店舗集まれば4,500百万円となり、同社の業績への貢献度は非常に大きいと言える。

1店舗当たりの主要費用項目の推移


出所：会社資料よりフィスコ作成

継続的なコスト削減への取り組みにより、 2019年3月期も増益を確保できるとみる

3. 今後の業績の考え方

同社は業績見通しを公表していないため、弊社では一定の条件のもとで独自にシミュレーションを行った。

営業収入については、貸玉収入を前期比 2.3% 減の 757,234 百万円と想定した。業界全体では貸玉収入が 4.3% 減（過去 10 年間のパチンコ市場規模の年平均成長率を適用）となると想定し、同社については、基幹子会社であるダイナムのパチンコ稼働率が競合店舗を 10 ポイント上回っている点を考慮して 2.3% 減とした。粗利益率は低貸玉営業の推進の影響で前期同様上昇すると想定し、20.0% とした。その結果、営業収入は 151,447 百万円（前期比 0.4% 減）になると予想した。

一方費用面では、1 店舗当たりの営業費用が、2018 年 3 月期実績の約 304 百万円から 5 百万円減少し 299 百万円に抑制されることは充分可能であると想定した。これは 2018 年 3 月期の前期比減少額（約 15 百万円）の 3 分の 1 の水準だ。この仮定に基づくと店舗営業費用は 134,550 百万円（450 店舗で試算）となる。一般管理費を前期比横ばいの 5,000 百万円、その他の収支（ネット値）も前期比横ばいの 7,000 百万円（収入超）とすると、営業費用の総額は 132,550 百万円（前期比 1.6% 減）となる。その結果営業利益は 18,897 百万円（同 8.9% 増）と 2 期連続の営業増益が期待される。

2019年3月期の営業収入のシミュレーション

項目		備考
同社の 2018 年 3 月期 貸玉収入実績（百万円）	(A)	775,060
2019 年 3 月期業界平均の 貸玉収入成長率予想		-4.3% パチンコ市場規模（貸玉収入ベース）の 2006 年を起点に 2016 年までの 10 年間の年平均成長率
同社の 2019 年 3 月期 貸玉収入成長率予想	(B)	-2.3% 遊技台稼働率が競合店を 10 ポイント上回っている点を考慮してマイナス幅を 2 ポイント縮小。19/3 期の新規出店効果は 2 店舗のため、プラス影響は苦慮せず
同社の 2019 年 3 月期 貸玉収入見込み	(C = A × B)	757,234
同社の 2019 年 3 月期 想定粗利益率	(D)	20.0% 粗利益率は貸玉収入に占める営業収入の割合。18/3 期実績は前期比 0.4 ポイント上昇の 19.6%。19/3 期も低貸玉シフトの影響で見かけ上上昇すると想定。
同社の 2019 年 3 月期 予想営業収入	(E = C × D)	151,447

出所：取材等よりフィスコ作成

営業収入の減収率が弊社の想定よりも大きくなる可能性はもちろん否定できない。しかし、同社のコスト削減額もまた余力があり、弊社の想定額以上を達成可能であると考えられる。結果的に 2019 年 3 月期において増益を確保する可能性は高いと弊社では考えている。

上記のシミュレーションの大きなポイントは、同社の貸玉収入の減収率が業界平均を下回るという点にある。この想定について、弊社では基幹事業会社であるダイナムの経営状況に照らして、一定の合理性はあると考えている。

ダイナムジャパンホールディングス | 2018年6月28日(木)
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

中期成長戦略と現在の取り組み状況

ダイナムは405店舗（2018年3月末時点）を擁し、2018年3月期の営業収入は139,940百万円と、グループ連結営業収入の92%を占めている。業績動向の項で連結業績について述べたところと重なる。ポイントはそのKPI（重要経営評価指標）の数値だ。特に注目すべきはパチンコとスロットの稼働率の数値で、いずれも競合店を大きく上回っている。これは同社の従業員が全国の競合店1,300店を対象に実施しているもので信頼性が高いと弊社では考えている。

ダイナムの経営状況

	17/3期	18/3期	前期比増減	摘要
営業収入	143,162	139,940	-3,222	パチンコ稼働率低下、高射幸性機撤去影響
営業利益	14,710	15,393	683	減収幅を上回る費用削減で増益
経常利益	15,573	16,248	675	
当期利益	9,914	10,582	668	
主要 KPI（重要経営評価指標）				
店舗数	399	405	6	グループ合計は450店舗（出店6、閉店2）
パチンコ稼働率	44.7%	43.1%	-1.6pt	競合店比+10.5ポイント
スロット稼働率	40.4%	39.6%	-0.8pt	競合店比+5.0ポイント
設置台数	183,543	186,898	3,355	グループ合計：208,543台（シェア4.7%）
PB機設置台数	4,980	7,315	2,335	グループ合計：7,662台（PB機割合5.2%）

出所：会社資料よりフィスコ作成

ダイナムのKPIの数値から改めて浮き彫りになることは、同社が強い理由は、450店を有するからではなく、個々の店舗が強い（すなわちしっかりと利益を出している）点にあるということだ。ここが崩れなければ、2020年3月期以降も安定的に利益を出していくことができる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 | 2018年6月28日(木)
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

中期成長戦略と現在の取り組み状況

損益計算書

(単位：百万円)

	14/3 期 通期	15/3 期 通期	16/3 期 通期	17/3 期 通期	18/3 期	
					2Q 累計	通期
営業収入	165,754	154,556	155,911	156,869	77,211	152,092
YOY	1.1%	-6.8%	0.9%	0.6%	-3.3%	-3.0%
店舗営業費用	135,940	134,659	138,326	142,142	69,706	136,727
YOY	1.5%	-0.9%	2.7%	2.8%	-3.8%	-3.8%
一般管理費	4,086	5,456	5,798	5,622	2,445	5,049
YOY	31.3%	33.5%	6.3%	-3.0%	-9.2%	-10.2%
その他の収入	7,139	6,850	8,184	9,224	4,441	9,458
その他の費用	1,132	1,947	1,805	2,430	779	2,425
費用合計	134,019	135,212	137,745	140,970	68,489	134,743
YOY	3.4%	0.9%	1.9%	2.3%	-4.3%	-4.4%
営業利益	31,735	19,344	18,166	15,899	8,722	17,349
YOY	-7.4%	-39.0%	-6.1%	-12.5%	6.3%	9.1%
金融収益	3,660	2,151	311	233	146	236
金融費用	781	1,977	1,074	1,307	462	781
税引前当期利益	34,614	19,518	17,403	14,825	8,406	16,804
YOY	3.5%	-43.6%	-10.8%	-14.8%	26.7%	13.3%
税金費用	13,377	8,259	6,864	5,520	2,972	5,879
当期利益	21,237	11,259	10,539	9,305	5,434	10,925
YOY	1.5%	-47.0%	-6.4%	-11.7%	42.3%	17.4%
親会社の所有者に帰属する当期利益	21,255	11,303	10,544	9,360	5,430	10,870
YOY	+1.6%	-46.8%	-6.7%	-11.2%	40.7%	16.1%
EBITDA	42,702	30,637	30,494	28,469	14,783	29,524
YOY	0.9%	-28.3%	-0.4%	-6.6%	2.4%	3.7%
EPS(円)	28.61	15.22	13.92	12.23	7.09	14.19
1株当たり配当金(円)	14.00	14.00	13.00	12.00	6.00	12.00

出所：決算概況資料よりフィスコ作成

中期成長戦略と現在の取り組み状況

貸借対照表

(単位：百万円)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期
流動資産	50,946	48,723	43,240	63,072	53,145
現預金	34,836	29,239	28,134	48,499	40,533
売上債権	563	486	459	563	469
非流動資産	135,223	132,213	145,944	142,043	131,826
有形固定資産	94,605	99,961	109,532	106,687	98,794
無形資産	1,408	1,029	3,991	3,833	3,545
資産合計	186,169	180,936	189,184	205,115	184,971
流動負債	34,910	31,380	30,838	38,496	39,643
仕入債務及びその他の債務	19,049	20,468	17,786	18,282	19,220
借入金	1,265	3,160	2,369	7,281	7,351
非流動負債	9,249	14,503	25,727	29,738	7,813
借入金	3,059	9,160	18,394	22,768	1,221
親会社の所有者に帰属する持分合計	141,990	135,077	132,645	136,953	137,532
資本金	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
資本剰余金	10,129	10,129	12,883	12,741	12,741
利益剰余金	110,136	111,037	110,253	112,403	114,106
その他の資本の構成要素	6,725	-1,089	-5,202	-3,191	-4,315
非支配持分	20	-24	-26	-72	-17
資本合計	142,010	135,053	132,619	136,881	137,515
負債・資本合計	186,169	180,936	189,184	205,115	184,971

出所：決算概況資料よりフィスコ作成

「働き方改革」や「女性管理職の育成」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めざす

4. CSR への取り組みと長期的な企業価値向上

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。働き方改革や女性管理職の育成など様々なテーマが議論されているなか、同社はこうした社会の動きを先取りする形で、これらを重要テーマと見定め、長期的な企業価値向上をめざしている。

以下に取り組み事例を紹介する。（カッコ書きで同社のアニュアルレポートに記載の重要テーマと関連づける。）

(1) 働き方改革への注力（重要テーマ：働きやすい職場環境）

同社は従前より働き方改革に注力してきた。子育て世代を対象とした短時間勤務制度については、2018年5月に制度を拡充し、介護、育児、疾病等の事情を抱える社員にも利用可能としたほか利用回数の制限も撤廃した。また、働き方改革ではほかにも、シニア活用のための定年延長や非正規社員の正社員への転換、「健康経営宣言」の制定などを行っている。

中期成長戦略と現在の取り組み状況

(2) 復興支援の取り組み（重要テーマ：地域社会との共生）

同社は震災復興支援のための活動を継続的に行っている。東北3県への寄付金の合計額はこれまでに6億円を大きく超えている。また、現地で実際に汗を流す活動にも積極的だ。一例として、NPO法人桜ライン311が主催する、岩手県陸前高田市内の約170kmにわたる津波到達ラインに桜並木をつくる植樹活動に、多くの社員が参加しており、会社としても社員のボランティア活動を支援している。

(3) 女性管理職の育成と交流支援（重要テーマ：ダイバーシティと人材育成）

同社は社内に「なでしこチーム」を設置し、女性管理職育成に取り組んでいる。なでしこチームでは同業他社との間で女性活躍推進の担当者との意見交換などを重ねているが、今般、他業種の企業3社の担当者も招いて、「なでしこサミット2018」を開催した。今後も女性活躍に向けた取り組みを継続・強化していく方針だ。

(4) 継続的な新卒採用の実施（重要テーマ：ダイバーシティと人材育成）

同社は業界で初めて大卒者の新卒採用を制度化した企業であり、事業環境の変動にもふれることなく、継続的に新卒採用を実施している。2018年度は91名（男性69名、女性22名）を採用した。今後も雇用計画に基づいて継続的な新卒採用を予定している。

(5) 福祉施設での「トレパチ！」体験会の開催（重要テーマ：地域社会との共生）

同社は福祉施設専用パチンコ機「トレパチ！」を活用した体験会を2016年から継続的に実施している。入居者の方に楽しみやりハビリティトレーニングを提供することを目的としたもので、今後も継続し、地域社会への貢献を実現していく方針だ。

(6) 受動喫煙防止への取り組み（重要テーマ：楽しく安全な遊技空間の提供）

直近では宮城仙台一番町店を完全分煙店舗とした。これにより「ゆったり館」ブランドの完全分煙店舗は2店舗となり、店舗コンセプトに完全分煙を取り入れた「信頼の森」ブランド店舗24店と合わせて26店舗が完全分煙体制となった。同社の残りの店舗も、構造上は即座に完全分煙対応が可能となっており、社会情勢や顧客の反応などを見ながら拡大を図るとみられる。

統合報告書を開示。 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

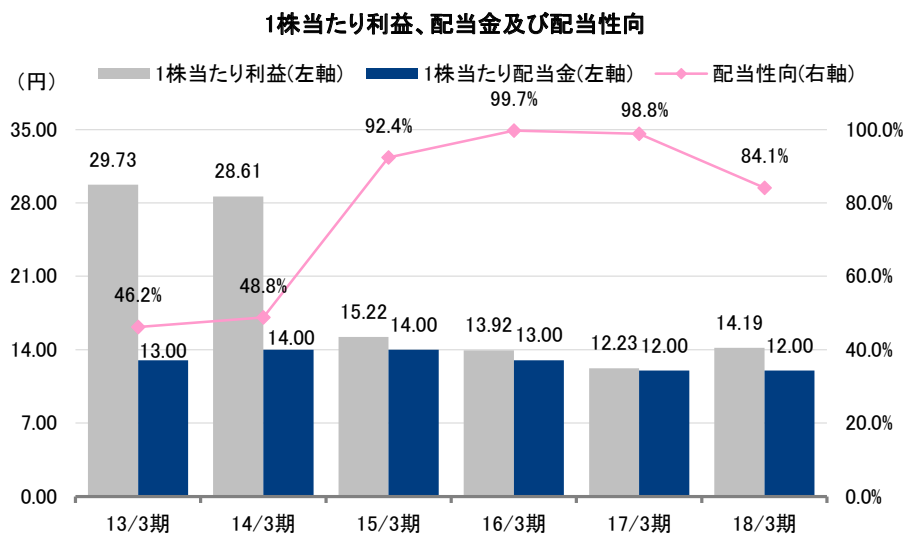
同社は5月29日にアニュアルレポート（「Annual Report 2018」）を開示した。香港証券取引所においては、昨年よりESG情報の開示が義務化され、上場各社による非財務情報の開示が本格化している。同社のアニュアルレポートにおいても、上記のCSR活動を踏まえ、環境（E）、社会（S）に関する考え方や取り組みについての情報開示を充実させている。また、同社のアニュアルレポートは「国際統合報告評議会」（IIRC）の定める国際統合報告フレームワークや経済産業省が提唱する「価値協創のための総合的開示・対話ガイダンス」を意識した構成でまとめている。投資家と企業の一層の対話が望まれている環境下において、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。同社の統合報告としての情報開示は、世界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、7月にCSRレポート（「CSR Report 2018」）を開示する予定であり、長期投資家との対話ツールが一層充実し、株式市場における適正な評価を受ける機会が広がることを期待する。

株主還元

2018年3月期は年間12円配を決定。 厳しい環境に耐えて安定配当を実現

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。

2018年3月期については、年間12円配（中間配6円、期末配6円）の実施を決定している。配当総額9,192百万円に対して親会社の所有者に帰属する当期利益は10,870百万円で、配当性向は84.1%となる。前述のように、厳しい事業環境のなか、コスト削減によって増益を達成し、安定配当を実現した。



出所：決算概要資料よりフィスコ作成

■ 情報セキュリティ

プライバシーマークを取得するなど、個人情報の厳格な管理に努める

同社は固定客づくりの一環として、会員カードを発行している。総会員数は約400万人に上り、同社は会員の膨大な個人情報を保有している。こうしたことから同社は情報セキュリティには非常に高い意識を持って臨んでいる。具体的な施策としては、個人情報の適切な管理のための指針としてJIS（日本工業規格）で規定する「JIS Q 15001：2006」に適合する体制を整え、プライバシーマークを取得している。また同社は、パチンコホール経営企業の第三者評価機関であるパチンコ・トラスティ・ボード（PTB）から、経営体制全般についての評価を定期的に受けているが、情報セキュリティを含む項目に関しては最高の「AAA」の評価を継続して獲得している。こうした状況から、同社は十分な情報セキュリティ体制を構築済みであると弊社では評価している。

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