

## ゲームカード・ジョイコホールディングス

(6249・JASDAQスタンダード) 2017年7月7日

## 構造改革による販管費削減で今期は営業3割増益を予想

## アップデートレポート

(株) QUICK  
永田 和子

## 主要指標 2017/7/6 現在

株 価	1,355 円
年初来高値	1,380 円 (7/5)
年初来安値	1,200 円 (4/7)
発行済株式数	14,263,000 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	19,326 百万円
予 想 配 当 ( 会 社 )	35.00 円
予 想 E P S ( ア ナ リ ス ト )	112.18 円
実 績 P B R	0.51 倍

## 直前のレポート発行日

ベ ー シ ッ ク	2016/12/26
ア ッ プ デ ー ト	2016/7/7
リ サ ー チ ノ ー ト	2017/4/10

## 事業環境厳しく来期は再び減益軌道へ戻る見込み

研究開発費の大幅削減により連結営業利益のV字回復を果たした前期に続き、QUICK 企業価値研究所は今期の連結営業利益を前期比 30%増の 25 億円(会社計画 22 億円)と予想。パチンコ・パチスロの更なる射幸性抑制が求められるなど遊技業界を取り巻く環境は依然厳しく、加盟店舗数減が続く見通したが、前期に実施した構造改革(希望退職者募集、事務所集約など)の成果として人件費を中心に販管費削減が進む点が増益見込みの主因。年間配当は 35 円/株への増配が計画されている。来期は新商品・新サービスの投入、新規ビジネスの貢献を織り込まないため、連結営業利益は同 20%減と、再び減益軌道に戻ると見込んだ。

## 管理遊技機導入が現実味を帯び中長期的ビジネスチャンスに

昨年 12 月の IR(カジノを含む統合型リゾート)推進法案成立を機にギャンブル等依存症問題が緊急課題として浮上。専用のユニットを介して遊技データを一元管理できる管理遊技機(旧称は E00 遊技機)が依存防止につながるとして、にわかに注目を集め、規則改正→導入が現実味を帯びてきた。管理遊技機構想は遊技機メーカー団体の日工組を軸に 11 年から進められてきたが、同社は高い技術力や遊技機メーカーとの緊密な連携といった経営資源を最大限に発揮できる領域として、構想初期段階から専用ユニットを含むシステムの開発など、管理遊技機構想への協力体制を敷いてきた。同社が中長期的な成長軌道に乗るためには、新規ビジネスの創出が不可欠だが、管理遊技機の導入が実現すれば、新たに大きなビジネスチャンスとなる可能性が高い。仮に来年、規則改正が行われたとしても、実際に管理遊技機関連のビジネスが同社業績へ貢献するのは 20/3 期以降と考えられるが、中長期的な業績を見通すうえで、今後も管理遊技機構想の行方に注目したい。

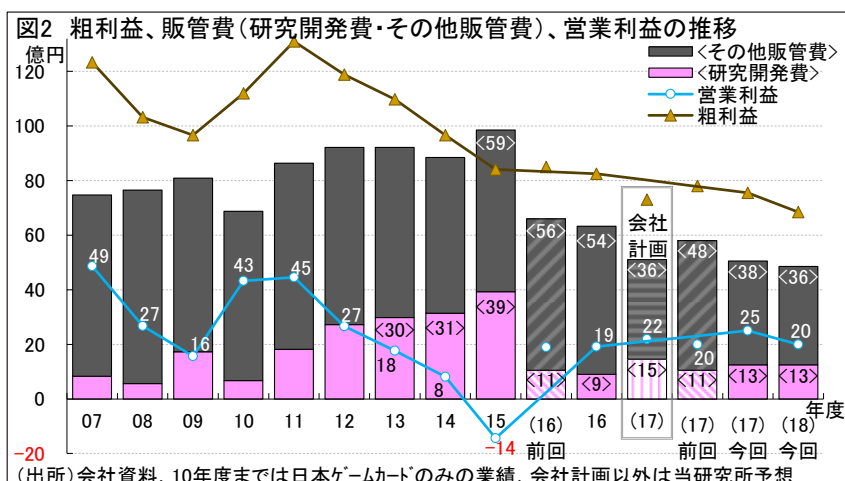
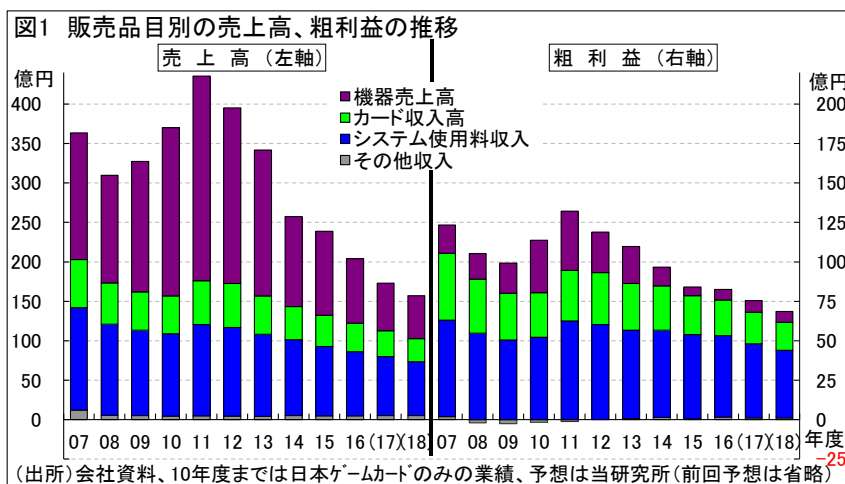
業 績 動 向			売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2017/3	通期	実 績	20,405	-14.6	1,919	---	1,945	---	27	---	1.96
2018/3	通期	会 社 予 想 (2017年5月発表)	16,600	-18.7	2,200	14.6	2,200	13.1	1,400	---	98.16
		新・アナリスト予想	17,300	-15.2	2,500	30.3	2,500	28.5	1,600	---	112.18
		旧・アナリスト予想 (2017年4月発表)	18,500	-9.8	2,000	5.3	2,000	5.3	1,500	---	105.17
2019/3	通期	新・アナリスト予想	15,700	-9.2	2,000	-20.0	2,000	-20.0	1,250	-21.9	87.64

(注) 18/3 期旧・アナリスト予想の前期比は 17/3 期旧・アナリスト予想との比較

研究開発費の大幅削減などで前期営業利益はV字回復

### ● 17/3 期業績解説

同社は経営統合初年度に当たる12/3期の売上高436億円(図1左側)、営業利益44.6億円(図2の○、日本ゲームカード時代を含む過去最高は08/3期の48.6億円)をピークに連結業績の悪化が続き、一部開発中止の影響を含め研究開発費(図2棒グラフ)が膨らんだ16/3期には14.4億円の営業赤字に転落した。これを受け、17/3期は市場縮小局面でも着実に収益を確保できる経営基盤構築を目指し、構造改革に注力。改革の一環として、開発項目の絞り込みや開発体制の見直しを進め、研究開発費を30億円削減したほか、その他販管費も圧縮(図1棒グラフ)。また、過度な価格競争による値引き販売を抑制し粗利益の確保に努めた(図1右側・図2の△)結果、17/3期の連結営業利益は19.2億円へとV字回復を果たした。



今期は構造改革の成果として人件費中心に大幅なコスト削減を予想

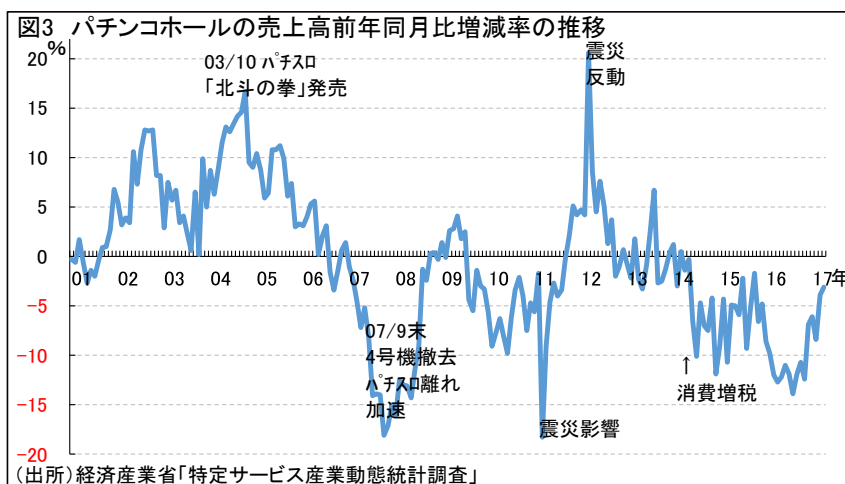
### ● 18/3 期業績予想

構造改革に関しては、業務効率化とコスト削減を目的に昨年12月、グループ3社の本社事務所を集約したのに続き、本年2月には事業規模に見合った人員体制の構築を目的に従業員全体の約3割に当たる希望退職者を募集するなど、痛みを伴う改革を断行。今期はその成果として大幅な販管費削減が見込まれる(図2棒グラフ)ため、QUICK企業価値研究所は連結営業利益25.0億円(前回予想20.0億円、会社計画22.0億円)への続伸を見込んだ(図2の○)。コスト削減幅は人件費で10.0億円、家賃で1.0億円、のれん償却で2.5億円(※1)、減価償却費で1.0億円(前期に減損を計上した効果)、移転費用がなくなることで1.0億円と想定。後述する厳しい事業環境を勘案し、売上高は6期連続の減少を見込む(図1左側)ため、変動費も減少する見通し。一方、研究開発費については、新商品・新サービスの開発や新規ビジネスの創出に向け、前期よりは増加すると予想している(図2棒グラフ)。

なお、連結営業利益予想を前回から引き上げたのは、従業員の減少数が想定を上回るうえ、前回予想にはのれんの償却終了を織り込んでいなかったため。当研究所の連結営業利益予想が会社計画を上回るのは、会社ほど売上高の落ち込みを見込んでいないため。

(※1) 日本ゲームカードによる日本レジャーカードシステム子会社化(07年→翌年吸収合併)に係るのれんの償却が今期1Qで終了する。

### ● 事業環境①(ホール経営)



規制強化がパチンコ・パチスロ離れに拍車をかける

パチンコホールは近年、若者のパチンコ・パチスロ離れや低玉貸し営業(「1円パチンコ」、「5円パチスロ」など)の定着、消費増税による負担増大(ユーザーへの転嫁は限定的)などを背景に厳しい経営環境に直面してきた。ヘビーユーザーの支持を集める射幸性の高いパチンコ、パチスロに対し、14年秋以降、規制が段階的に強化されてきたことも、パチンコ・パチスロ離れに拍車をかけている。経済産業省の「特定サービス産業動態統計調査」によ

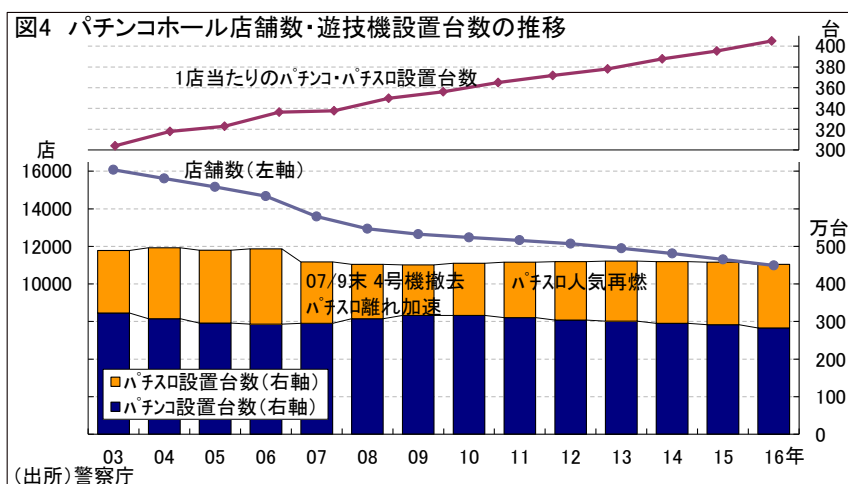
IR 推進法案成立で  
浮上した依存症問題  
などにより益々  
先行き不透明に

1 万店割れが目前  
に、設置台数が減少  
する可能性も

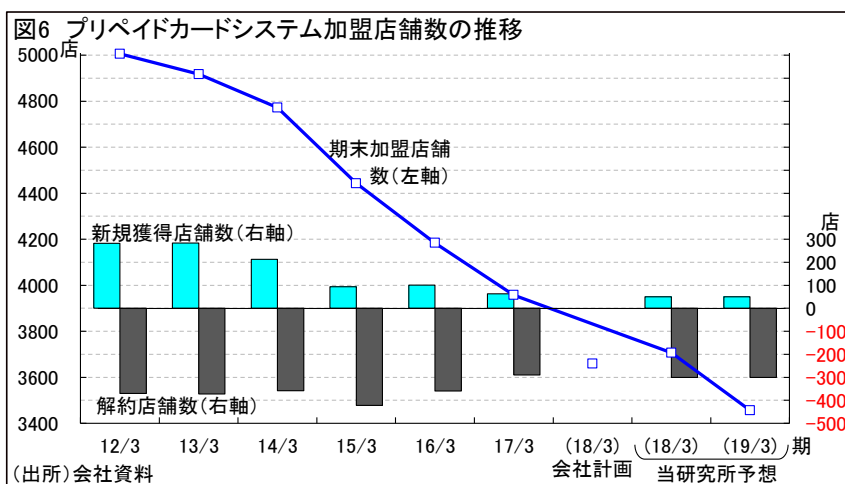
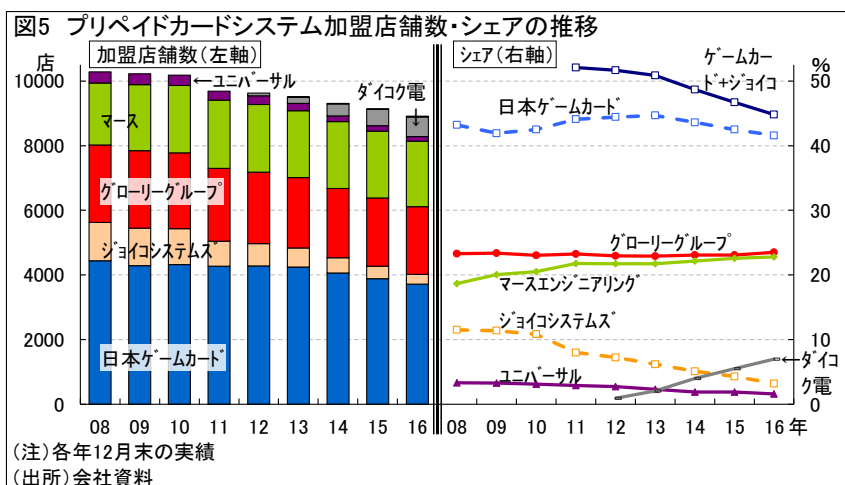
れば、パチンコホール業界の月次売上高は図3の通り、17年4月まで37カ月連続のマイナス。特に、年末に向けて検定機と性能が異なる可能性のあるパチンコ（射幸性の高いMAXタイプ全てが該当）の全面回収が進められた16年は前年比11.2%減と大きく落ち込んだ。

17年に入り減少率は縮まってきているものの、昨年12月のIR（カジノを含む統合型リゾート）推進法案成立を機にギャンブル等依存症問題が緊急課題として浮かび上がり、警察庁はパチンコ・パチスロ等へののめり込み対策として更なる射幸性抑制を業界に要請している。昨年8月からの新台規制で人気が下降気味のパチスロでは、本年10月以降、新台の出玉にもう一段の制限をかけるだけでなく、ホールに残る射幸性の高い旧基準機（現在の設置台数の3割程度）の早期完全撤去も検討中。仮に『バジリスク 絆』、『ミリオンゴッド-神々の凱旋-』、『北斗の拳 転生の章』といった人気の高い旧基準機がホールから消えれば、07年の4号機撤去後に起きたパチスロ離れ（図3参照）が再燃するリスクもある。さらに、20年の東京五輪開催に向け法整備が進められている受動喫煙対策もパチンコホールの客離れに拍車をかける可能性があり、遊技機業界の先行き不透明感はますます強まっている。

パチンコホールの店舗数減少が続く（図4下段線グラフ）一方で、遊技機設置台数は横ばい圏で推移（同棒グラフ）。1店当たり設置台数の増加（図4上段）は、中小規模店の閉店・廃業が相次ぐなか、大手チェーンの存在感が高まっていること、すなわちホールの二極化を現している。16年度は大手2チェーン（ダイナムジャパン HD、マルハン）ですら店舗数は微増にとどまり、業界全体で1万店の大台割れが目前に迫ってきた。今後は前述した厳しい事業環境を背景に閉店・廃業が加速し、体力のある大手チェーンによる寡占化傾向が一段と強まる見通し。これまでパチンコ設置台数の落ち込み（6年間で1割減少）をパチスロの増加でカバーしてきただけに、再びパチスロ離れが起きれば、遊技機設置台数も一気に崩れる可能性があるだろう。



## ● 事業環境②（競合状況）



加盟店の減少傾向  
には歯止めがかか  
らない見通し

パチンコホールの店舗数が減少の一途を辿るなか、プリペイドカードシステムを手掛ける会社（図5参照）間で加盟店獲得競争が激化。12年に参入したダイコク電機（6430）が人気の高い呼び出しランプ、台毎液晶端末とのセット売りにより販売台数、シェアを伸ばし、市場のかく乱要因となっているほか、最近ではパチスロ人気シリーズ「ジャグラー」を擁する遊技機・周辺機器メーカー、北電子と組んだグローリーグループも価格競争を仕掛けている。首位の同社はホールコンピュータなどその他周辺機器を一体で手掛ける同業他社と違い、プリペイドカードシステム専門ということもあって、前期は価格競争から距離をおき、採算を重視した結果、前期末の加盟店舗数は初の4000店割れに（図6線グラフ）。5年間で約1050店減少し（この間のホール店舗数は約1340店減）、12/3期末に52%だったシェアは前期末45%を切った。加盟店の増減を分解したのが図6棒グラフ。前期は解約店舗数が16/3期より減ったが、獲得店舗数も落ち込んだ。今期に入っても2カ月間で加盟店舗数が49店減少しており、当研究所では減少傾向が続くと見込ん



来期は営業 2 割減  
益見込む、新商品  
投入織り込まず、更  
なる構造改革の必  
要性も

今期は 35 円/株  
への増配を計画

依存症対策として  
管理遊技機が注目  
され導入に現実味

でいる。

- 19/3 期業績予想

加盟店舗数の減少と連動する形で同社収益の柱であるシステム使用料収入、カード収入高が来期にかけて漸減する見込み（図 1）。今期は構造改革に伴うコスト削減により吸収するとみているが、来期は粗利益が減少するなか、固定費が重荷に。連結営業利益は前期比 20%減の 20 億円と、再び減益軌道に戻ろう（図 2 線グラフ）。会社側はホールのローコストオペレーションニーズに対応した新商品・新サービスの開発に注力しているが、投入時期、投入効果ともに不透明なため、当研究所では来期予想にも新商品・新サービスを織り込んでいない。後述する管理遊技機に関連する新規ビジネスについても同様。前述した通り、依存症対策として射幸性抑制が進められた場合、ヘビーユーザーのパチンコ・パチスロ離れが一気に加速し、中小ホールの閉店・廃業が相次ぐリスクを考慮すると、更なる構造改革が必要となる可能性も。

- 株主還元

上場以降、16/3 期まで 60 円/株の年間配当を続けてきたが、会社側は 16/3 期の最終赤字転落に続き、前期は希望退職関連費用など特別損失 13 億円を計上したことなどを勘案。財務健全性維持の観点から、前期は 30 円/株へ減配した。今期の会社計画は 35 円/株（上期末 15 円、期末 20 円）。当研究所予想に基づく配当性向は 31%と妥当な水準。前期末で自己資本比率 75%、現金及び現金同等物残高 175 億円、無借金と、財務基盤は頑強なため、当研究所は減益を見込む来期も 35 円/株を維持する（予想配当性向 40%）とみているが、再び減配となるリスクに注意する必要がある。

- 中長期見通し

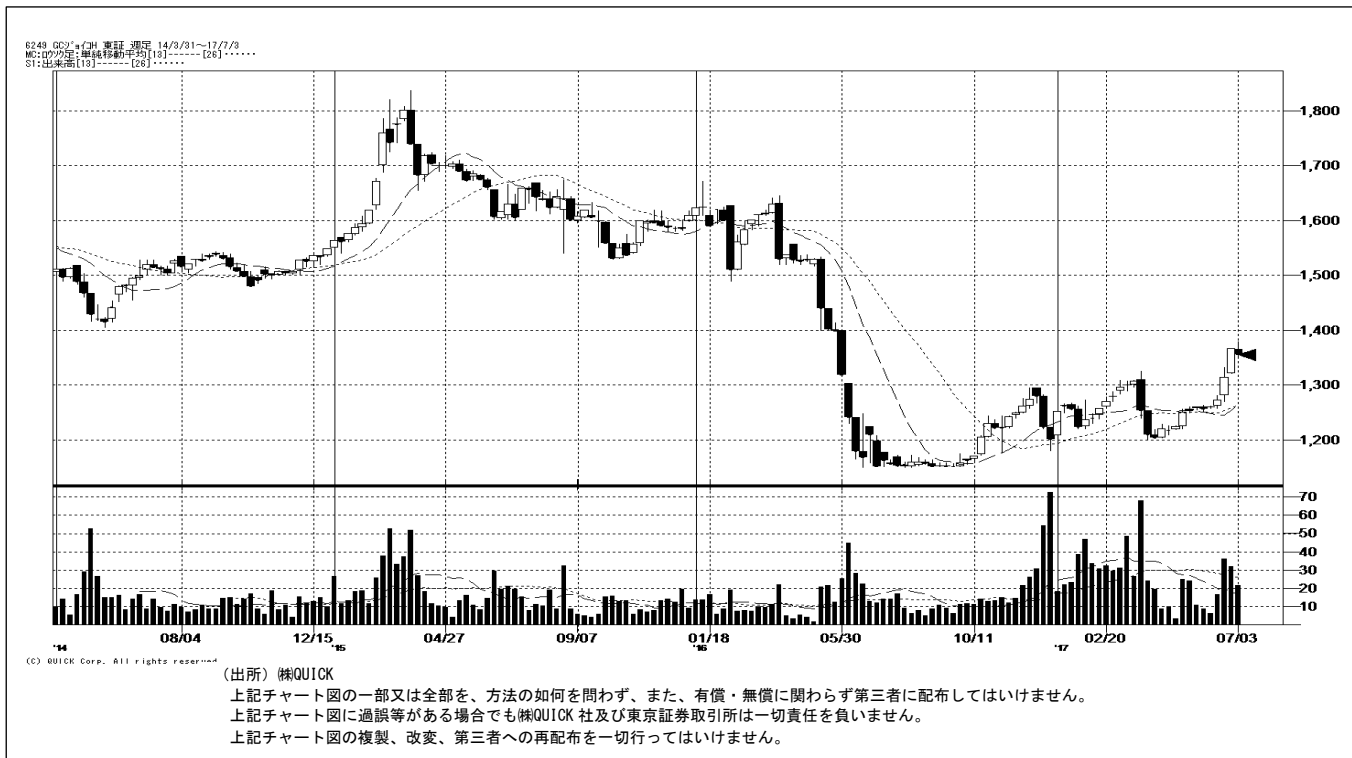
6 月 19 日にメーカー、ホールなど業界団体が警察庁に召集され、風営適正化法施行規則等の改正について概要説明があったと報道されている。具体的な内容は明らかになっていないが、ギャンブル等依存症対策の強化としてパチスロ 6 号機、パチンコ管理遊技機への移行といった規則改正が検討されている模様。このうち、管理遊技機は遊技機メーカー団体の日工組を軸に進められてきた ECO 遊技機（通称「エコパチ」）のこと。遊技球を盤面内部で循環させる封入式構造によりコストダウンや不正防止、騒音対策などが可能になるとされ、コストダウンによって還元率を高め、勝ち負けの波が小さい（遊びやすい）「身近な大衆娯楽」として原点回帰できれば、市場活性化につながると期待されていた。だが、ギャンブル等依存症対策が喫緊の課題と

して浮上するなかで、管理遊技機の持つ別の側面、すなわち、専用のユニットを介して遊技データを一元管理できる点が依存防止につながるとして注目を集め、管理遊技機の導入がにわかには現実味を帯びてきた。5月に日工組の新理事長に就任した SANKYO (6417) の筒井社長も「管理遊技機の実現を目指す」との決意を表明している。初期投資負担が必要となるホール側の理解を得る必要があるとは言え、行政のお墨付き（規則改正）が得られれば、導入に向けた動きが一気に表面化する可能性もある。

管理遊技機が導入  
されれば同社にと  
って大きな商機に

日工組が管理遊技機構想（当時は ECO 遊技機構想）の推進を表明したのが 11 年。同社は高い技術力や遊技機メーカーとの緊密な連携（※2）といった同社の持つ経営資源を最大限に発揮できる領域として、構想初期段階から専用ユニットを含むシステムの開発など、管理遊技機構想への協力体制を敷いてきた。平和時代から管理遊技機構想に深く携わってきた石橋保彦氏が 6 月で同社社長を退任したが、新体制下でも蒔田穂高新社長の出身母体である SANKYO などと連携し、引き続き管理遊技機構想へ積極的に関与していく見通し。同社が中長期的な成長軌道に乗るためには、新規ビジネスの創出が不可欠だが、管理遊技機の導入が実現すれば、新たに大きなビジネスチャンスとなる可能性が高い。仮に来年、規則改正が行われたとしても、実際に管理遊技機関連のビジネスが同社業績へ貢献するのは 20/3 期以降と考えられるが、中長期的な業績を見通すうえで、今後も管理遊技機構想の行方に注目したい。

（※2）同社発行済株式の 14.9%を所有する SANKYO を筆頭に、同社の大株主には平和（6412）、京楽産業、サミー、大一商会、ニューギン、藤商事（6257、以上 6 社の株式所有比率はいずれも 4.3%）といった遊技機メーカーが名を連ねている。



			2015/03	2016/03	2017/03	2018/03 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	1,839	1,725	1,557	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	1,406	1,490	1,150	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	739	550	918	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	25,741	23,885	20,405	17,300
	営 業 利 益	百 万 円	816	-1,440	1,919	2,500
	経 常 利 益	百 万 円	836	-1,383	1,945	2,500
	当 期 純 利 益	百 万 円	293	-2,117	27	1,600
	E P S	円	20.54	-148.49	1.96	112.18
	R O E	%	0.7	-5.3	0.1	4.2
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	45,284	43,934	40,015	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	13,796	10,847	10,633	-
	資 産 合 計	百 万 円	59,081	54,781	50,648	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	10,107	10,363	7,932	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	7,702	6,132	4,862	-
	負 債 合 計	百 万 円	17,809	16,496	12,795	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	41,204	38,230	37,830	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	41,272	38,285	37,853	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	3,844	1,828	2,264	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	-5,046	-841	1,381	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	-1,799	-1,476	-699	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	15,020	14,530	17,476	-



## リスク分析

## 業界に関するリスク

## ● 業界に関するリスク

同社は遊技（パチンコ・パチスロ）業界で事業を展開しているため、遊技参加人口の落ち込みや市場規模の縮小、パチンコホール数の減少、行政による規制強化など、遊技業界の事業環境が大きく変化した場合、同社の経営成績、財政状況等に影響を及ぼす可能性がある。

## 事業に関するリスク

## ● 事業に関するリスク

(1) 同業他社との競争激化、(2) 急激な技術革新による同社商品の陳腐化、(3) 巨額の研究開発費を投じた新商品の不発・開発中止、(4) プリペイドカードの偽変造、不正使用問題、(5) 加盟店の倒産等による損失発生、などのリスクに注意する必要がある。

## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社 QUICK（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

## &lt;指標の説明について&gt;

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/02.html>