

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) 2018年6月29日

事業環境厳しく、今・来期は営業減益が続く見込み

アップデートレポート

(株) QUICK
永田 和子

主要指標 2018/6/27 現在

株 価	1,485 円
年初来高値	1,759 円 (3/19)
年初来安値	1,417 円 (1/5)
発行済株式数	14,263,000 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	21,181 百万円
予 想 配 当 (会 社)	35.00 円
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト)	108.67 円
実 績 P B R	0.54 倍

直前のレポート発行日

ベーシック	2017/12/28
アップデート	2017/7/7

加盟店舗数減に加え管理遊技機の開発本格化が利益を圧迫へ

構造改革などによる販管費削減で18/3期の連結営業利益は6期ぶりの高水準となる36億円へ急回復したが、QUICK企業価値研究所は今期23億円(会社計画12億円)、来期18億円と大幅な減益が続くと予想。2月の風適法規則改正でパチンコ・パチスロの出玉が一段と制限された(当面は旧規則機も混在)ほか、高射幸性パチスロの段階的撤去や受動喫煙対策に向けた法整備によりヘビーユーザーの離脱に加速がかかる公算が大きい。さらに、来秋の消費増税などホールの経営環境は厳しさを増しており、同社加盟店舗数も閉店・廃業による減少に歯止めがかからない見通し。今回の規則改正で規格づくりが盛り込まれた管理遊技機に係る研究開発本格化も利益を圧迫しよう。ただし、今期会社計画は極めて保守的と判断。研究開発費も管理遊技機開発が最終段階を迎えるとする会社想定ほど膨らむとはみていない。

管理遊技機登場が現実味を帯び、中長期成長の鍵として注目

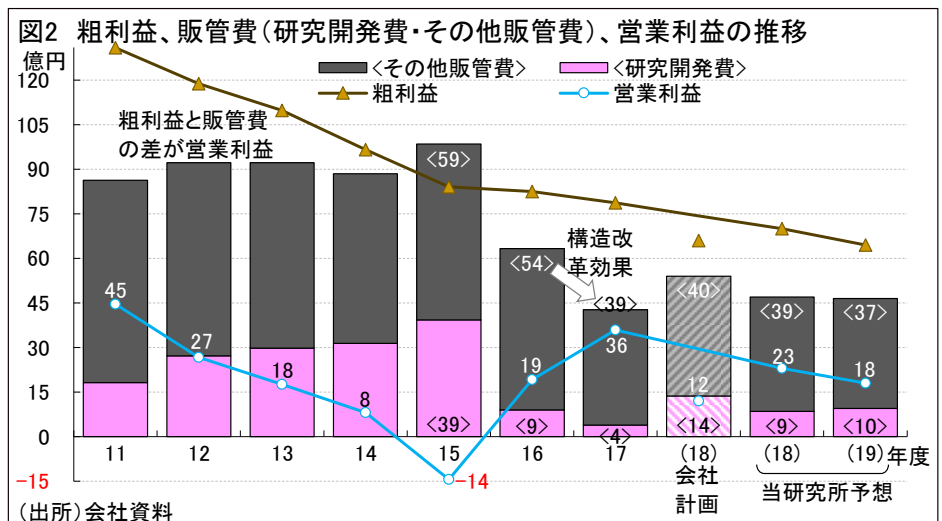
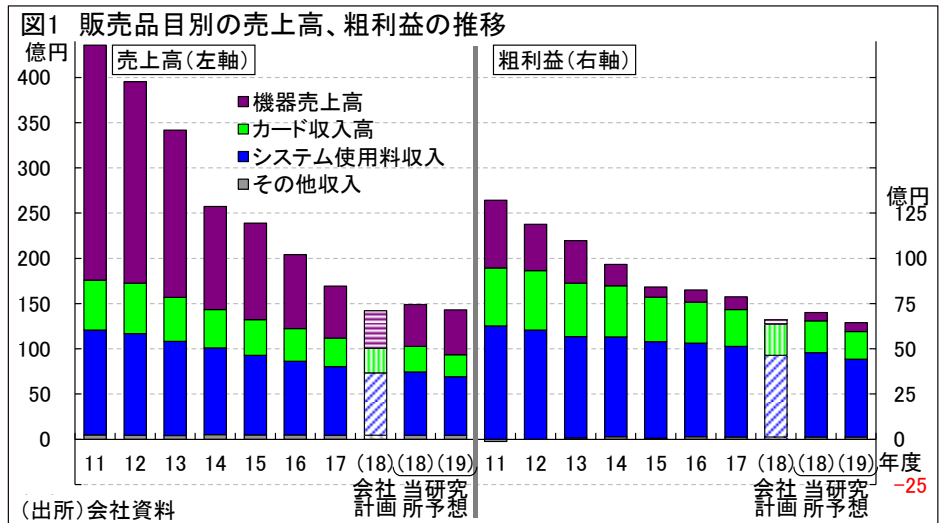
同社が再び利益成長ステージに戻れるかの鍵を握るのが、専用ユニットを供給する管理遊技機の成否。IR推進で依存症対策が急務となる中、データ一元管理により依存症対策に資する管理遊技機が評価された格好。既に遊技機メーカー団体の機能面、コスト面など細部の検討が進んでおり、近い将来の管理遊技機登場が現実味を帯びてきた。最初は様子を見ながら導入が進むと予想され、専用ユニットの貢献が加盟店舗数減少影響をカバーできるか不透明。短期的に更なる構造改革が必要かもしれないが、長期的にはIR開業を前に依存症対策として管理遊技機への関心が高まり、徐々にホール内シェアを高めていく公算も。管理遊技機の原価低減で還元率を高め、遊びやすい「身近な大衆娯楽」が実現すれば、再びライトユーザーを惹き寄せる期待も大きく、管理遊技機の動向に引き続き注目していきたい。

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
2018/3	通期	実 績	16,928	-17.0	3,596	87.4	3,594	84.8	2,318	---	162.55
2019/3	通期	会 社 予 想 (2018年5月発表)	14,200	-16.1	1,200	-66.6	1,200	-66.6	800	-65.5	56.09
		アナリスト予想	14,900	-12.0	2,300	-36.0	2,300	-36.0	1,550	-33.1	108.67
2020/3	通期	アナリスト予想	14,300	-4.0	1,800	-21.7	1,800	-21.7	1,200	-22.6	84.13

構造改革などによる
販管費削減で前期
営業9割増益

● 18/3期業績解説

18/3期の連結業績は売上高が前期比17%減、営業利益が同87%増の36億円（会社計画：期初22億円→2月修正34億円）。遊技業界の厳しい事業環境を背景としたパチンコホールの投資抑制、閉店・廃業などから機器を中心に売上高は続落（図1左側）。一方、価格競争の激しい新規案件が少なく原価抑制にも努めた結果、粗利益の落ち込みが小幅にとどまった（同右側）うえ、販管費を同21億円削減（図2棒グラフ）。営業利益は17/3期と合わせ「V字回復」を遂げ、経営統合初年度に当たる12/3期にあげた統合後最高45億円（日本ゲームカード時代を含む過去最高は08/3期49億円）に次ぐ水準に（図2の○）。販管費については17/3期に実施した希望退職者募集（退職は17年4月末中心、期末従業員数：17/3期279名→18/3期188名）、本社事務所集約など構造改革の効果で人件費、家賃が大きく減少（図2のその他販管費）。のれんの償却終了や17/3期に計上した一時費用の反動もその他販管費の削減につながった。

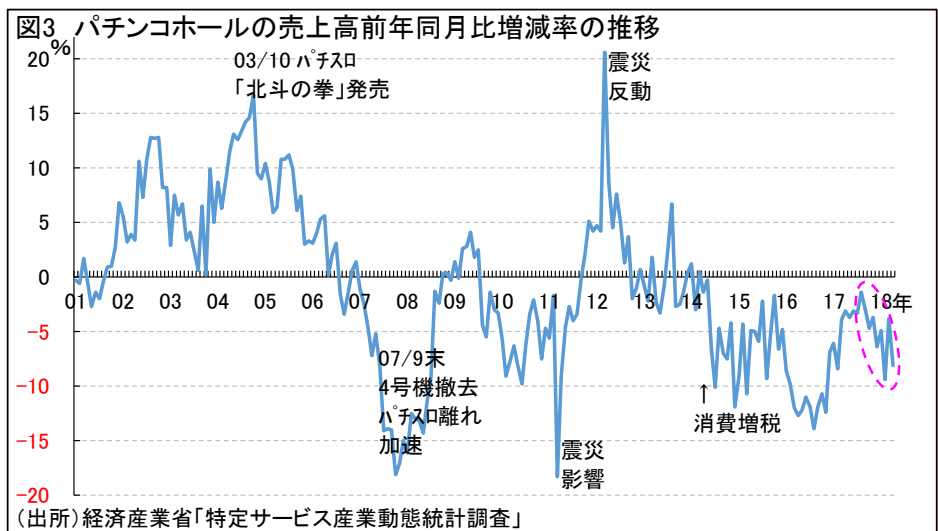


会社側が期初に17/3期9億円→15億円への拡大を計画していた研究開発費も僅か4億円と、上場後（日本ゲームカード時代含む）最低水準まで減少（図2棒グラフ）。風適法規則改正（17年9月公布、18年2月施行）を機に、これまで研究開発を進めてきた管理遊技機（詳細は後述）、および、ギャンブル依存症対策に関して詳細かつ具体的に見直す必要が生じたため、それらに関する研究開発費の計上が19/3期以降にズレ込んだ。

● 事業環境①（規制強化の流れ）

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。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、自主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た。経済産業省の「特定サービス産業動態統計調査」によれば、パチンコホール業界の月次売上高は図3の通り、18年4月まで49カ月連続のマイナス。17年はマイナス幅が縮小傾向にあったが、9月以降、再び拡大基調に。10月から設置が始まったパチスロ5.9号機の不人気に加え、ホールに残る高射幸性パチスロの撤去が年末にかけて進んだ（図4参照）こと、14年ぶりの風適法規則改正前に「みなし機」（検定・認定の有効期限が切れたパチンコ・パチスロ）が撤去されたことも苦戦の一因と考えられる。

規制強化を背景に
ホール売上高は
49カ月連続減少



風適法規則改正、
消費増税、受動喫
煙対策など先行き
不透明感強い

2月1日に施行された風適法規則改正では、パチンコ、パチスロの出玉が一段と制限される。ただし、1月末までに検定・認定が通った旧規則機は最長3年間の販売・設置が可能のため、21年1月末までは旧規則機が残るほか、パチスロでは現規則機に当たる6号機において自主規制の緩和が決定。出玉スピードが改善し、仕事帰りに短時間で勝負したいサラリーマンのニー

ズに対応できるなど、不人気の5.9号機より6号機の方が市場に受け入れられるのではとの期待も出ている。現規則機の第1弾投入はパチンコが夏頃（ホールの自主企画機除く）、パチスロが秋頃となる見通し。現規則機の評価が定まるのはそれ以降となるが、出玉が制限される以上、ヘビーユーザーのパチンコ・パチスロ離れに拍車がかかる公算は大きい。高射幸性パチスロの撤去方針や来秋の消費増税（ホールの大半は内税方式を採用、これまでの消費増税分を貸玉料金に転嫁できていない）、東京五輪に向け法整備が進む受動喫煙対策などと合わせ、遊技業界の先行き不透明感は依然として強い。

図4 遊技業界の環境変化と会社の商機

18/3期		19/3期				20/3期				21/3期				22/3期	
3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
消費増税 8%→10% (19/10/1)															
風適法規則改正 (18/2/1) ・旧規則機検定は18/1/31まで ・パチンコ現規則機は2/1から型式試験申請開始(発売開始は夏頃) ・パチスロ現規則機(6号機)の自主規制緩和による型式試験申請開始は18/4/1から(発売開始は秋頃) ・パチスロ5.9号機設置は17/9/30まで、10/1以降は5.9号機 5.9号機不人気に伴うパチスロ新台発売停滞 高射幸性パチスロ設置比率(業界団体による合意) ・17/12/1まで<50%以下→30%以下> ・19/1/31まで<→15%以下> ・20/1/31まで<→5%以下> ・21/1/31まで<→ゼロ>															
パチンコ: 旧規則機と現規則機が混在(検定・認定切れに伴い旧規則機は順次撤去) パチスロ: 旧規則機と6号機が混在(検定・認定切れに伴い旧規則機は順次撤去)															
・旧規則機設置は21/2/1まで															
高射幸性パチスロが残存(上記方針に沿って高射幸性パチスロは順次撤去)															
・19/9~11 ラグビーワールドカップ開催に伴う新台入替自粛 ・20/7~9 東京五輪/パラリンピック開催に伴う新台入替自粛															
受動喫煙対策を盛り込んだ健康増進法改正(予定) ・一部施行[国・地方公共団体] 一部施行[学校・病院等] 全面施行(20/4/1)															
同 社 の 商 機	パチスロ新台停滞に伴う 周辺設備更新需要開拓														
	旧規則機の検定・認定切れに伴う撤去→改装に合わせた周辺設備更新需要開拓														
	現規則機の人気度合いや高射幸性パチスロ撤去によるパチスロ・パチンコの設置比率見直し→改装に合わせた周辺設備更新需要開拓														
	消費増税前後に外税への切り替え機運の高まり→対応機器への入替需要開拓														
受動喫煙対策改装に合わせた 周辺設備更新需要開拓															
(出所)会社資料、厚生労働省資料などを基に当研究所作成															

● 事業環境②（管理遊技機）

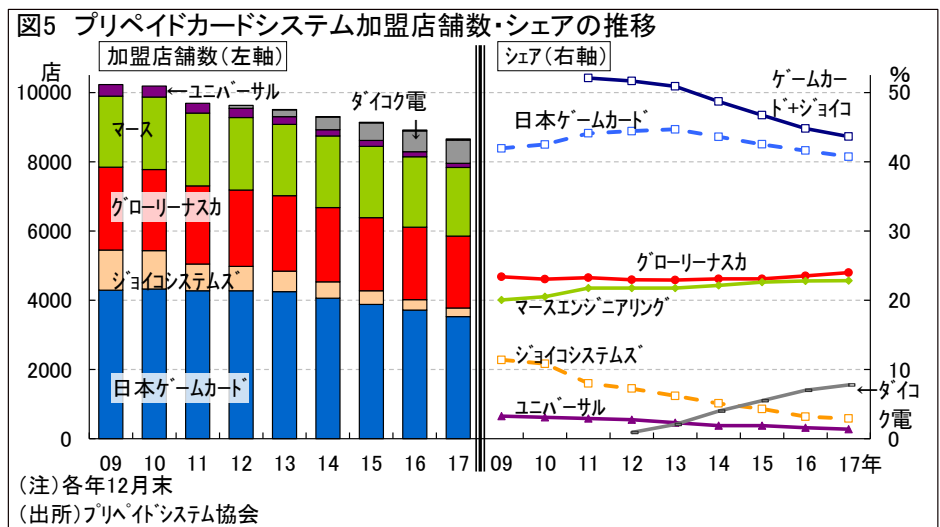
今回の規則改正には、日工組（遊技機メーカー団体）を軸に数年前から構想を進めてきた管理遊技機（旧称「E00(封入式)遊技機」）に関する規格を制定することが盛り込まれた。遊技球を盤面内部で循環させる封入式構造によるコストダウン、不正防止、騒音対策などのメリットに加え、IR（カジノを含む統合型リゾート）実現に向けギャンブル依存症対策が急務となるなか、専用ユニットを介し遊技データを一元管理できる管理遊技機が依存症対策に資する点が評価された模様。今のところ、上場メーカーが管理遊技機に言及することは殆どないが、5月に開催された余暇進（遊技業界の環境整備に向けホール、メーカー、販社が参加する団体）総会では日工組理事長が管理遊技機構想については日工組として現在進行形で取り組んでおり、機能面やコスト面など細部の検討が進んでいると報告。構想だけが先行していた従来と違い、近い将来における管理遊技機の市場投入が現実味を帯びてきた。

管理遊技機登場に
現実味、依存症対策に資するとして
規格づくり進行中

ホールの閉店・廃業が加速、シェアは40%台に低下

● 事業環境③（加盟店舗数の減少）

厳しい事業環境を背景にパチンコホールの閉店・廃業が加速しており、この10年間でホール店舗数は約3000店減少。17年は約1万600店と、大台割れが目前に迫る。ホールの新規開業が激減するなか、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、グローリーナスカもパチスロ人気シリーズ「ジャグラー」を擁する北電子との協業（16年～）により僅かながらもシェアを高めている。首位の同社は閉店・廃業による加盟店舗数の減少に歯止めがかからず（図5左側）、シェアも12年末の52%から17年末には44%へ低下（同右側、18/3期末43%）。ホールの疲弊度合いを考えると、今後も既存加盟店の閉店・廃業が続く見込み。加盟店舗数減に歯止めをかけるには、新たに加盟店を獲得する必要がある。



会社側は今期営業67%減益を計画、研究開発費も膨らむ見込み

● 19/3期業績予想

会社側は19/3期の連結業績について売上高を前期比16%減の142億円（図1左側）、営業利益を同67%減の12億円（図2の○）と予想。図4に示す通り、足元では風適法規則改正の影響でパチスロの新台投入が停滞。パチンコホールの中で周辺設備への投資余力が出てきたうえ、中長期では

- (1) 旧規則機の検定・認定切れに伴う撤去
- (2) 現規則機の人気度合いや高射幸性パチスロの段階的撤去に伴うパチンコ・パチスロの設置比率見直し
- (3) 受動喫煙対策

に関連したホールの改装に合わせ、周辺設備の更新需要が発生する見通し。

また、来秋の消費増税を挟んで外税対応機への入替需要が本格化する可能性も高い。こうした商機を確実に取り込むため、会社側は強固な財務基盤を生かした積極的な営業施策に舵を切る方針。このため、粗利益について大幅な落ち込みを見込むほか、管理遊技機に係る開発が最終段階を迎えると想定。研究開発費が14億円に膨らむ（図2棒グラフ）として、大幅減益を見込んでいる。基幹システム改修に係るコスト増も利益を圧迫する見通し。

当研究所は営業
36%減益見込む、
会社計画は保守的
と判断

一方、QUICK企業価値研究所予想は売上高が前期比12%減の149億円、営業利益が同36%減の23億円。会社計画ほど業績は落ち込まないと見込んだ。上記(1)～(3)の設備更新需要や外税対応機への入替需要が今期に発生するかは未知数だが、粗利益の会社計画は極めて保守的と判断。また、日工組で進めている管理遊技機の規格づくりが完了し研究開発が最終段階を迎えるのは20/3期にとズレ込むとみて、研究開発費を9億円と見込んだ。

来期も管理遊技機
登場は見込まず、
営業22%減益を
予想

● 20/3期業績予想

当研究所は前述した通り管理遊技機の規格づくりが20/3期に完了すると想定するが、管理遊技機が市場に投入され、専用ユニット供給という形で同社のビジネスチャンスにつながるのは21/3期以降とみる。20/3期については、10%への消費増税に際し外税方式への切り替え気運が高まり、外税対応機への入替需要が出てくる（同社設置台数の内、未対応機は3分の2程度）とみて、機器売上高の反転を予想（図1左側）。一方、受動喫煙対策を盛り込んだ健康増進法改正の全面施行（20年4月予定）はホールの改装よりも閉店・廃業を加速させる可能性が高く、加盟店舗数の減少傾向に歯止めがかからない見通し。つれて、カード収入高、システム使用料収入が続落するため、連結売上高は前期比4%減の143億円となろう。研究開発費も高止まりする（図2棒グラフ）ため、連結営業利益は同22%減の18億円と、2期連続の減益を予想する。

● 株主還元

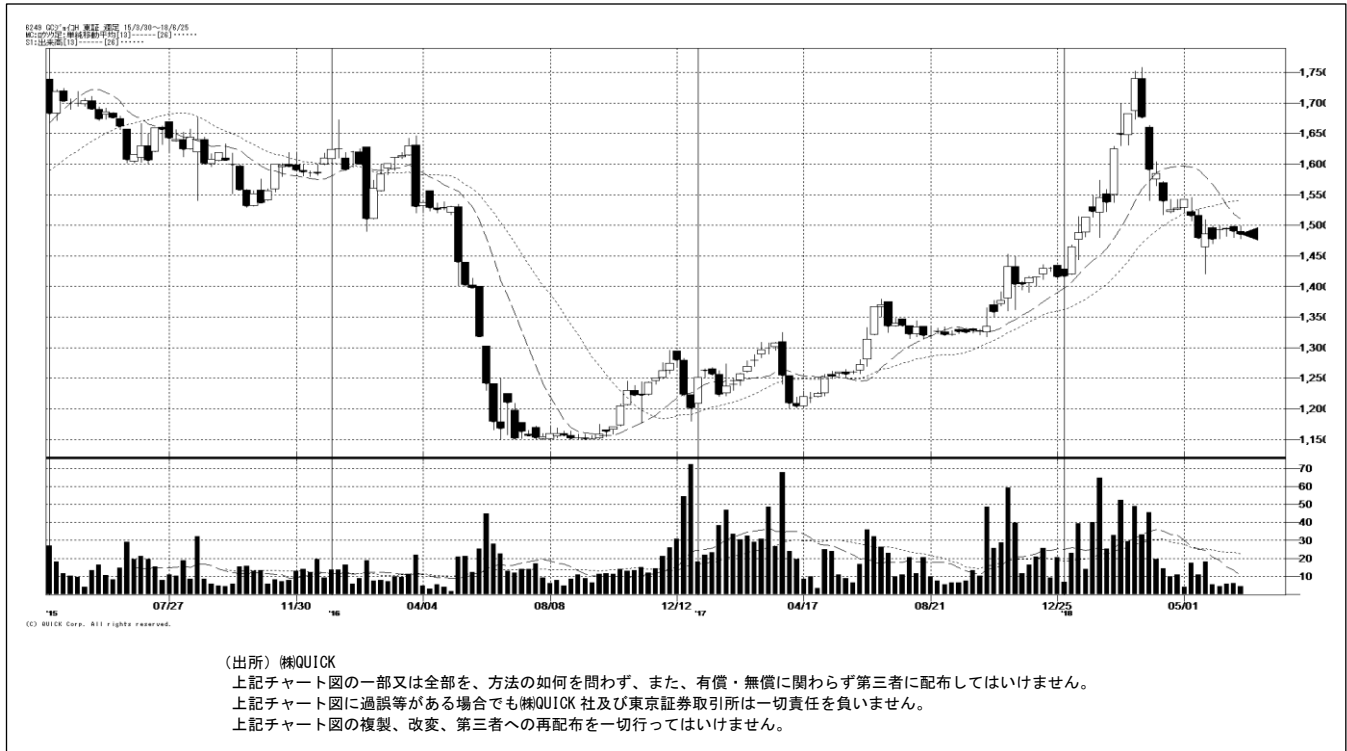
統合初年度から16/3期まで60円/株の年間配当を続けてきたが、17/3期は巨額の特損計上を受け30円/株へ減配。18/3期は連結純利益が「V字回復」を果たしたとは言え、財務面での健全性を維持し安定した配当を行うとの方針のもと、会社側は期初計画通り35円/株（配当性向22%）を実施した。会社側が大幅減益を見込む今期も35円/株（同62%）の計画が据え置かれた。当研究所も今、来期ともに35円/株を予想。配当性向は今期32%、来期42%となる見込み。18/3期末で自己資本比率80%、現金及び現金同等物残高141億円、無借金と財務基盤は頑強なため、減配リスクは限定的だろう。

安定配当の方針、
財務基盤は頑強な
ため減配リスクは
限定的

管理遊技機の成否
が同社の中長期的
成長の鍵に

● 中長期見通し

今のところ、同社が再び利益成長ステージに戻れるかどうかは、専用ユニットを供給する管理遊技機の成否にかかっていると言っても過言ではないだろう。21/3 期は管理遊技機の登場を予想する半面、受動喫煙対策による喫煙者の流出が予想されるほか、21 年 1 月末の検定・認定切れに向け旧規則機の撤去が相次ぎ、ヘビーユーザーのパチンコ・パチスロ離れに拍車がかかる見通し。管理遊技機の導入も最初は様子を見ながら進むことが予想されるため、専用ユニットの利益貢献が経営環境悪化に伴う加盟店舗数減少影響をカバーできるかは不透明。短期的には更なる構造改革が必要となる可能性も考えられる。ただし、長期的にみれば、25 年の大阪万博（現在は立候補段階）を前に IR 開業が急がれるなか、依存症対策に資する管理遊技機への関心が高まり、徐々にホール内シェアを高めていく可能性もある。枠の共通化などによるコストダウンで還元率を高め、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、再びライトユーザーや若者を惹き寄せ、市場活性化につながるとの期待も大きい。規格づくりが進む管理遊技機の動向に引き続き注目していきたい。



			2016/3	2017/3	2018/3	2019/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	1,725	1,557	1,759	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	1,490	1,150	1,200	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	550	918	984	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	23,885	20,405	16,928	14,900
	営 業 利 益	百万円	-1,440	1,919	3,596	2,300
	経 常 利 益	百万円	-1,383	1,945	3,594	2,300
	当 期 純 利 益	百万円	-2,117	27	2,318	1,550
	E P S	円	-148.49	1.96	162.55	108.67
	R O E	%	-5.3	0.1	6.0	3.9
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	43,934	40,015	40,038	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	10,847	10,633	9,473	-
	資 産 合 計	百万円	54,781	50,648	49,511	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	10,363	7,932	6,188	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	6,132	4,862	3,795	-
	負 債 合 計	百万円	16,496	12,795	9,983	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	38,230	37,830	39,506	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	1,828	2,264	3,466	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-841	1,381	-6,008	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-1,476	-699	-828	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	14,530	17,476	14,105	-

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。

< 指標の説明について >

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 ⇒ <https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html>