

張健民, CFA

研究部主管

ivan.cheung@sinopac.com

李文傑

研究員

mkli@sinopac.com

■ 半年業績評論

DYNAM JAPAN (6889.HK)

半年業績

- 公司本年度純利為 54 億日圓，按年上升 41%，按半年比下跌 1%。
- 公司的整體收益持續下跌，1H18 錄得總收益 772 億日圓，按年下跌 3%，按半年比則大致持平。公司第 2 季的收益較第 1 季比上升 5%。
- 1H18 的總投注額約為 3,971 億日圓，按年下跌 5%，按半年微跌 1%。當中高投注額遊戲館的投注額按年下跌 8%，按半年比下跌 4%；低投注額遊戲館投注額按年上升 1%，按半年比上升 4%。
- 1H18 的毛利率為 19.4% (圖 1)，按年比及按半年比均有提升約 2.5% 左右。高投注額及低投注額遊戲館的毛利率分別是 9.9% 及 23.2%，兩種投注額的毛利率均有下跌的趨勢。

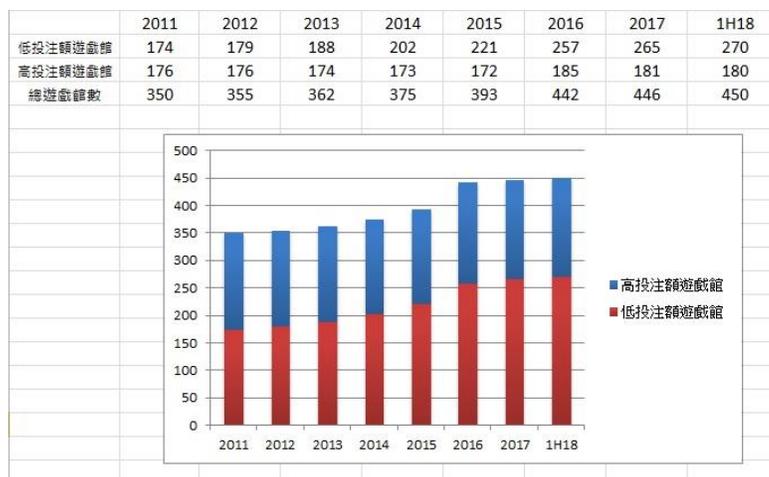
圖 1：各投注額遊戲館毛利率及整體毛利率



資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

- 經營開支開方面有較明顯改善，按年比下跌 4%，按半年比下跌 1%。
- 1H18 的遊戲館總數是 450 間 (圖 2)，與 1Q18 的數量相同，較 FY17 遊戲館總數上升 4 間。截至 1H18，公司共開設 5 間低投注額遊戲館及關閉了 1 間低投注額遊戲館，並將 1 間高投注額遊戲館轉型成低投注額。
- 公司將維持派發中期息 6 日圓。

圖 2 : 遊戲館總數

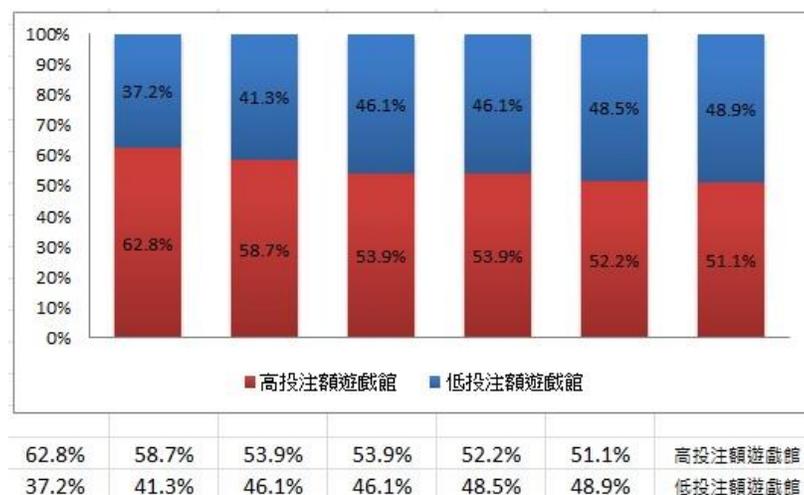


資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

業績評論

- 我們參加了公司的業績發佈會。由於遊玩日式彈珠機的人數持續減少，整體的經營環境日漸困難，這亦不難從 DYNAM JAPAN 的 1H18 的營運數據中觀察出來。公司不論是總投注額及總收益方面於按年及按季下跌，我們預料收益下降的情況將會於未來持續。
- 總括而言，低投注額遊戲館將會繼續為公司的營收帶來動力，現時低投注額所帶來的收益已由 2013 年佔比的 37% 上升至 1H18 的 49% (圖 3)。我們相信隨新例的影響，加上集團發展方向的主導下，低投資額遊戲館將會成為未來收益的主要部份。

圖 3 : 各投注額遊戲館毛利佔比



資料來源：公司資料·永豐金證券(亞洲)

- 1H18 的收益如我們所料繼續下跌，是次純利的增長主要由經營開支減低所帶動，加上有效稅率的跌幅較營業額的跌幅大而令純利大增 41%，但長遠而言純利大增並未可能維持。

業務展望

- 公司在低投注額遊戲館的總館數及投注額均有改善，可以彌補部份高投注額遊戲館營收下跌的損失。我們相信未來公司會繼續專注於發展低投注額遊戲館，繼續加開相關的分店及縮減於高投注額遊戲館方面的資源投放。
- 明年 2 月起日本彈珠機行業新規例將會生效，彈珠機的派彩將會較現時削減三分之一，此規例將會令高投注額遊戲機的玩家數目大幅減少。
- 在新例的影響下，彈珠機行業有 3 年的寬限期去購入新彈珠機以取締不合規格的彈珠機。管理層稱現時 21 萬部彈珠機中，正在為其中 12 萬部申請繼續營運許可。
- 管理層在業績發佈會指，整個彈珠機行業收入將會因是次新規而下跌約 20%，但管理層相信新規例將導致大量小型彈珠機營運商結業，因而視之為良好的併購機會。
- 但我們相信營業額、純利以至派息受新規則影響下跌的速度和幅度，將遠較併購的步伐和效益快和大。
- 因此，綜合以上各點，我們對公司未來的盈利能力及派息金額能否得以維持成疑，我們將繼續維持「不評級」。

附錄：

DYNAM JAPAN 1H18 業績回顧及比較 (百萬日圓 · 除非另有註明)

按年	財年:3月年結	1H17	1H16	變幅(%)
百萬日圓				
總投注		397,127	416,246	(5)
高投注額遊戲館		234,204	254,500	(8)
低投注額遊戲館		162,923	161,746	1
總派彩		(319,916)	(336,438)	(5)
高投注額遊戲館		(194,714)	(213,239)	(9)
低投注額遊戲館		(125,202)	(123,200)	2
收益		77,211	79,808	(3)
其他收入		4,441	4,676	(5)
總收益		81,652	84,484	(3)
經營開支		(72,930)	(76,276)	(4)
經營溢利		8,722	8,208	6
融資收入/(支出)		(316)	(1,573)	(80)
除稅前溢利		8,406	6,635	27
稅項及非控股權益		(2,972)	(2,775)	7
股東應佔溢利		5,434	3,860	41
每股盈利(JPY)		7.09	5.04	41
每股派息(JPY)		6.00	6.00	0
按半年				
財年:3月年結				
百萬日圓				
總投注		397,127	401,531	(1)
高投注額遊戲館		234,204	244,495	(4)
低投注額遊戲館		162,923	157,036	4
總派彩		(319,916)	(324,470)	(1)
高投注額遊戲館		(194,714)	(204,437)	(5)
低投注額遊戲館		(125,202)	(120,032)	4
收益		77,211	77,061	0
其他收入		4,441	4,548	(2)
總收益		81,652	81,609	0
經營開支		(72,930)	(73,918)	(1)
經營溢利		8,722	7,691	13
融資收入/(支出)		(316)	499	(163)
除稅前溢利		8,406	8,190	3
稅項及非控股權益		(2,972)	(2,690)	10
股東應佔溢利		5,434	5,500	(1)
每股盈利(JPY)		7.09	7.16	(1)
每股派息(JPY)		6.00	6.00	

財務狀況表 (百萬日圓 · 除非另有註明)

	2013	2014	2015	2016	2017	1H18
非流動資產						
物業、廠房及設備	93,853	94,605	99,961	109,532	106,687	102,976
其他	23,456	40,181	32,252	36,412	35,356	35,394
	117,309	134,786	132,213	145,944	142,043	138,370
流動資產						
存貨	3,375	6,125	4,493	3,580	3,528	3,503
銀行及現金結餘	41,466	34,830	29,239	28,134	48,499	39,030
其他	5,727	9,991	14,991	11,526	11,045	9,023
	50,568	50,946	48,723	43,240	63,072	51,556
資產總值	167,877	185,732	180,936	189,184	205,115	189,926
流動負債						
非流動負債	30,694	33,666	31,380	30,838	38,496	38,074
總負債	11,356	9,249	14,503	25,727	29,738	14,394
	42,050	42,915	45,883	56,565	68,234	52,468
股本	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
儲備	110,827	127,797	120,077	117,645	121,953	122,526
	125,827	142,797	135,077	132,645	136,953	137,526
非控股權益	0	20	-24	-26	-72	-68
淨資產	125,827	142,817	135,053	132,619	136,881	137,458

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提示或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及／或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及／或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及／或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及／或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提示或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究／分析／涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究／分析／涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司〔包括永豐金證券（亞洲）〕（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2017 年 11 月 28 日，若永豐金證券（亞洲）有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。