

此乃要件 請即處理

閣下如對本通函各方面或應採取的行動有任何疑問，應諮詢閣下的持牌證券商或其他註冊證券機構、銀行經理、律師、專業會計師或其他專業顧問。

閣下如已售出或轉讓名下所有株式会社ニラク・ジー・シー・ホールディングス Niraku GC Holdings, Inc.\*的股份，應立即將本通函交予買主或承讓人或經手買賣或轉讓的持牌證券商或其他註冊證券機構、銀行或其他代理商，以便轉交買主或承讓人。

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本通函的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不就因本通函全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



主要交易  
收購位於日本福島縣的物業

董事會函件載本通函第4至10頁。

\* 僅供識別

# 目 錄

	頁次
釋義 .....	1
董事會函件.....	4
附錄一 — 本集團財務資料 .....	I-1
附錄二 — 物業估值報告 .....	II-1
附錄三 — 一般資料 .....	III-1

## 釋 義

在本通函內，除文義另有所指外，下列詞語具有以下涵義：

「收購事項」	指	買方根據買賣協議向賣方收購物業；
「該公告」	指	本公司日期二零一九年六月二十一日之公告，內容有關收購事項；
「董事會」	指	董事會；
「營業日」	指	香港銀行一般開門辦理日常銀行業務之日(星期六、星期日或公眾假期除外)；
「本公司」	指	NIRAKU GC HOLDINGS, INC.*(株式会社ニラク・ジー・シー・ホールディングス)，於日本註冊成立的股份有限公司*(株式会社)，其股份於聯交所主板上市；
「完成」	指	根據買方與賣方所訂立有關收購物業之買賣協議完成收購事項；
「關連人士」	指	具有上市規則賦予該詞的涵義；
「董事」	指	本公司董事；
「股東特別大會」	指	本公司將予舉行之任何股東特別大會，以供股東考慮及酌情批准買賣協議及其項下擬進行之交易；
「本集團」	指	本公司及其附屬公司；
「港元」	指	港元，香港法定貨幣；
「香港」	指	中國香港特別行政區；
「獨立第三方」	指	獨立於本公司及其任何關連人士或彼等各自的任何聯繫人(定義見上市規則)且與彼等概無關連亦非一致行動(定義見《公司收購、合併及股份回購守則》)的第三方；

## 釋 義

「日圓」	指	日本法定貨幣日圓；
「最後實際可行日期」	指	二零一九年六月三十日，即本通函付印前為確定當中所載若干資料的最後實際可行日期；
「上市規則」	指	聯交所證券上市規則；
「百分比率」	指	具有上市規則第14.07條賦予該詞的涵義；
「物業」	指	包括兩幅土地，即位於日本福島縣郡山市大町2丁目之35番10外及64番3外(總面積約10,869.53平方米)及其毗鄰樓宇；
「買方」	指	Niraku Corporation，本公司全資附屬公司；
「買賣協議」	指	賣方與買方於二零一九年二月五日就買賣物業訂立之協議；
「證券及期貨條例」	指	香港法例第571章證券及期貨條例；
「股份」	指	本公司股本中的普通股*(普通株式)；
「股東」	指	股份的正式登記持有人；
「平方米」	指	平方米；
「聯交所」	指	香港聯合交易所有限公司；
「附屬公司」	指	具有上市規則賦予該詞的涵義；

## 釋 義

「谷口財團」	指	控股股東、執行董事、我們的行政總裁兼董事會主席谷口久德 <sup>#</sup> 先生及(1)一組自然人，即主席之家庭成員谷口龍雄先生、谷口晶貴先生、鄭義弘 <sup>#</sup> 先生、鄭允碩先生、鄭元碩先生、鄭盈順女士、鄭理香女士及金城德子女士；及(2)一組分別由主席之家庭成員控制之公司實體，即有限会社十起、有限会社伝承、有限会社工コ一、有限会社大喜、有限会社北陽觀光及株式會社KAWASHIMA。谷口財團各成員均為我們的董事會主席之聯繫人(定義見上市規則)及與我們的董事會主席一致行動之人士(定義見收購守則)及控股股東；
「收購守則」	指	公司收購、合併及股份回購守則；
「賣方」	指	GAIA Co., Ltd.；
「%」	指	百分比。

(\*) 以「\*」標示的中英文名稱均為不存在正式中英文譯名的自然人、法人、政府部門、機構、法律、規則、法規及其他實體的日文名稱的非官方中英文譯名。該等名稱僅供識別。

(#) 以「#」標示的日文名稱均為在日本的非日本居民採納的日語別名(\*通稱名)，用作法定別名。該等別名根據日本住民基本台帳法施行規則(Ministry of Home Affairs Regulation No. 35 of 1999)進行登記後具有法律效力，並登記在其居民證(\*住民票)及住民基本台帳卡(\*住民基本台帳カード)上。除非以「#」另有標示，否則於本通函所示自然人的名稱均為其護照或旅行證件上記錄的法定名稱。

於本通函內，以日圓計值的若干金額乃按以下所示匯率換算為港元，但該等換算不應被理解為該等日圓金額已經或應以該匯率或任何其他匯率換算為港元：1日圓=0.0713港元。

# NIRAKU GC HOLDINGS

株式会社ニラク・ジー・シー・ホールディングス

**NIRAKU GC HOLDINGS, INC.\***

(於日本註冊成立的有限公司)

(股份代號：1245)

執行董事：

谷口久徳先生(主席)

大石明德先生

渡辺将敬先生

註冊辦事處：

日本福島縣963-8811

郡山市

方八町1-1-39

非執行董事：

坂内弘先生

香港主要營業地點：

香港九龍

尖沙咀

獨立非執行董事：

森田弘昭先生

南方美千雄先生

小泉義広先生

轡田倉治先生

麼地道66號

尖沙咀中心

8樓805B室

敬啓者：

## 主要交易

### 收購位於日本福島縣的物業

#### 緒言

茲提述該公告，當中宣佈，於二零一九年二月五日，買方與賣方就收購位於日本福島縣郡山市大町2丁目的物業訂立買賣協議。

本通函旨在向閣下提供有關收購事項的進一步資料，以供說明用途。

#### 收購事項

於二零一九年二月五日，買方與賣方就收購位於日本福島縣郡山市大町2丁目的物業訂立買賣協議，代價為37.68億日圓(包括8%的增值稅)(相當於約268.8百萬港元)。

## 買賣協議的主要條款

### 日期

二零一九年二月五日

### 訂約方

(1) 買方：Niraku Corporation，本公司的全資附屬公司；及

(2) 賣方：GAIA Co., Ltd.

據董事經作出一切合理查詢後所深知、盡悉及確信，賣方及其最終實益擁有人為本公司及其關連人士之獨立第三方。

### 有關物業的資料

買方將收購的物業包括兩幅土地，即位於日本福島縣郡山市大町2丁目之35番10外及64番3外(總面積約10,869.53平方米)以及該等地塊上所建樓宇(包括兩層零售商店及三層停車場)。

物業目前由賣方佔用，用於經營日式彈珠機遊戲館。根據買賣協議，賣方將繼續經營日式彈珠機遊戲館，自買賣協議日期起計為期10個月，而買方將向賣方收取月租24百萬日圓(相當於約1.71百萬港元)。

### 代價及支付條款

收購事項之代價為37.68億日圓(相當於約268.8百萬港元)，已由買方按以下方式以現金支付：

1. 初步訂金376.8百萬日圓(相當於約26.9百萬港元)，即收購事項總代價之10%，由買方於簽署買賣協議時支付；及
2. 3,391.2百萬日圓(相當於約241.9百萬港元)，即收購事項總代價之餘額，由買方於完成時支付。

於本通函日期，總代價已由買方以現金形式償付並以本集團內部資源及可供動用之銀行按揭融資組合撥付。

## 董事會函件

收購事項之代價乃由訂約方經參考現行市況以及物業位置及以日式彈珠機遊戲館業務為中心的日本國內娛樂業的投資潛力後公平磋商釐定。

本公司及賣方為日式彈珠機業務的競爭對手，對以日式彈珠機遊戲館業務為中心的日本國內娛樂業有廣泛的瞭解。其亦熟知郡山市的房地產狀況。如本公司二零一九年全年業績公告所述，日式彈珠機行業仍然處於困難時期，整個行業的市場萎縮，愈來愈多日式彈珠機遊戲館營運商正面臨管理困難及關閉日式彈珠機遊戲館的趨勢。相信這一下行趨勢將持續一段時間，整個市場的問題(如發掘年輕人新市場及防止現有玩家流失)並無即時的解決辦法。雙方承認物業就戰略投資而言作為福島縣的日式彈珠機遊戲館對本公司的價值，並同意代價定為物業估值的溢價。

物業的估值於二零一九年三月十一日由獨立估值師JLL Morii Valuation & Advisory K.K.以成本法(即按估值日期的重置成本扣除所需折舊)在假設的基礎上進行。本公司知悉，市場價值應作為釐定物業收購代價的主要因素。然而，於就代價進行談判及協定代價定為物業估值的溢價時，本公司亦強調物業作為日式彈珠機遊戲館就位於貿易區及大面積(容納960部日式彈珠機及日式角子機)的競爭優勢。本公司將根據物業的特徵制定業務計劃，並預期物業可為本公司提供持續的收益來源並為經營溢利帶來正面影響。

董事(包括獨立非執行董事)認為，收購事項之代價屬公平合理，且符合本公司及股東整體之利益。

完成

收購事項已於二零一九年三月二十八日完成。

### 進行收購事項之理由

本集團為日本福島縣領先的日式彈珠機遊戲館運營商，有60年以上日式彈珠機遊戲館經營經驗。本集團的日式彈珠機遊戲館網絡強大，現有53間遊戲館，從東京都市區延伸至本州島東北部，配備超過28,000部日式彈珠機及日式角子機，服務日本十個縣級行政區的顧客。



## 董事會函件

如本公司截至二零一九年三月三十一日止年度的年度業績所披露，日式彈珠機行業仍然處於困難時期，整個行業市場萎縮，更多日式彈珠機遊戲館營運商正面臨管理困難及日式彈珠機遊戲館呈閉館趨勢。董事相信此下行趨勢暫時將持續，整個市場的問題(如發掘年輕人新市場及防止現有玩家流失)並無即時的解決辦法。

鑒於本公司在此行業環境中所面臨的困難，本公司認為，有此物業規模的日式彈珠機遊戲館所帶來的競爭將對其在郡山市地區的10家店舖的經營溢利造成重大負面影響。本公司計劃於二零二零年中期對物業進行必要的投資，包括室內翻新及採購設備並經營大型日式彈珠機遊戲館，採購約1,000部日式彈珠機及日式角子機。

本公司在郡山市地區擁有10家店舖。就日式彈珠機數量而言，本公司在郡山市的現有店舖相對規模較小。本公司計劃維持現有店舖的現有表現。鑒於物業於郡山市的地理位置優越，本公司相信本公司將在物業經營的新店舖將吸引其他主要競爭對手的客戶。由於店舖規模小以及大多數店舖位於離郡山市商業區相對較遠的地方，本公司過去難以吸引其他主要競爭對手的客戶。因此，於物業及本公司現有店舖的業務將增強本公司的競爭力，並使本公司在郡山市地區的日式彈珠機遊戲館業務中處於領先及主導地位。本公司計劃未來在整個郡山市地區擴大經營業績。本公司估計，目前郡山市約31.7%的客戶造訪本公司現有的店舖。本公司的目標為透過於物業增設大型店舖將此百分比增加10%，本公司認為這將吸引更多客戶，郡山市超過40%的客戶將造訪本公司的店舖。

物業位於福島縣郡山市，為福島縣「Nakadori區」的區域市中心，人口33萬，由於估計玩家約為4,000人，該區域被認為是一個優勢區域。物業位於繁忙的主幹道旁，因而非常顯眼，且已為停車場預留空間。本公司計劃在物業中安裝960部日式彈珠機及日式角子機。就規模而言，物業於周邊地區應屬名列前茅，並且具有競爭優勢。物業將增加本公司在該市的市場份額。本公司認為，就本公司於周邊地區營運其日式彈珠機遊戲館而言，另覓其他具相似面積的其他相若日式彈珠機遊戲館或其他合適物業將面臨巨大困難。

## 董事會函件

物業適合經營較大規模的日式彈珠機遊戲館，及倘其他競爭對手接管該日式彈珠機遊戲館，本公司的業務將受到不利影響。物業內現有的日式彈珠機遊戲館由賣方於二零零五年八月開設。自此，本公司緩解Gaia Pachinko Hall造成的負面影響。然而，本公司認為，於賣方有意撤出物業時收購物業符合本公司的利益。倘物業獲另一競爭對手收購，則該名競爭對手可能會於物業開設新店。

本公司估計，與競爭對手所經營物業規模(即安裝了相若數量的日式彈珠機及日式角子機)類似的日式彈珠機遊戲館，會對本公司附近日式彈珠機遊戲館每個財政年度經營溢利產生約500百萬日圓(相等於約35.65百萬港元)的負面影響。此估計乃基於二零一五年十月Sirius Corporation在福島縣郡山市橫冢2丁目開設N-1郡山店對本公司經營溢利造成的影響而作出。該店為一間新的日式彈珠機遊戲館，擁有947部日式彈珠機及日式角子機。其距離物業約1.5公里，本公司認為如物業出售予其他競爭對手，這可適當反映其對本公司業務產生負面影響的相關程度。透過將N-1郡山店開設後三個財政年度(二零一五財政年度、二零一六財政年度及二零一七財政年度)的經營溢利與N-1郡山開設前一個財政年度(二零一四財政年度)相比，本公司計得對其後三個財政年度經營溢利的影響約為每個財政年度500百萬日圓(相等於約35.65百萬港元)。

經考慮上述因素，董事認為，收購事項之條款屬公平合理，且收購事項符合股東及本公司整體之利益。

由於概無董事於收購事項中擁有任何重大權益，故概無董事就批准買賣協議及其項下擬進行之交易之董事會決議案放棄投票。

## 有關本集團及賣方之資料

本集團主要從事經營日式彈珠機遊戲館之業務。

據董事所知，賣方主要從事經營日式彈珠機遊戲館。

賣方GAIA Co., Ltd.由Yoshihara家族擁有及控制。本公司已確認，就其所深知：(1)除正常業務關係外，本公司(及其關連人士)與賣方(及其最終實益擁有人)並無任何特別值得注意的關係；及(2)本公司(及其關連人士)並無與賣方(及其最終實益擁有人)就收購事項(買賣協議除外)訂有任何書面或口頭協議、安排、協定、諒解或承諾。

## 物業收購事項之財務影響

緊隨收購事項完成後及假設根據土地使用權授出合約應付的土地溢價餘款以本集團內部資源結付，董事認為，本集團的資產總值、負債總額及盈利並無受到重大影響。詳情請參閱本公司二零一九年全年業績。

## 一般事項

由於有關本公司收購事項的一項適用百分比率(定義見上市規則第14.07條)超過25%但低於100%，故收購事項構成本公司的主要交易，並因此須遵守上市規則的申報、公告及股東批准規定。

據董事經作出一切合理查詢後所深知、盡悉及確信，概無股東或任何彼等各自之聯繫人於收購事項中擁有任何重大權益，因此，倘本公司當時擬召開股東特別大會以批准收購事項，概無股東須放棄投票。本公司已根據上市規則第14.44條獲得持有821,280,460股股份(相當於本通函日期已發行股份總數約68.7%)的控股股東集團谷口財團的股東書面批准，以替代舉行股東特別大會批准收購事項。

因此，本公司未能及時遵守有關收購事項的申報及公告規定，構成不遵守上市規則第14章的規定。未能及時披露乃由於本公司管理層對應用相關上市規則之無意疏忽及誤解。

## 董事會函件

### 補救措施

本公司對未有遵守上市規則深表遺憾，惟本公司謹此強調，未有遵守上市規則屬無意疏忽。為防止日後發生類似不合規事件，本公司將採取以下措施及行動：

- i. 本公司之公司秘書及法律部門應繼續監察及監控本公司持續遵守上市規則之情況；
- ii. 本公司應舉辦內部培訓課程，以解釋相關上市規則之規定及其項下有關須予公佈交易之申報程序，以及強調於執行前識別有關交易之重要性；及
- iii. 本公司應適時及於必要時就將來任何擬進行交易或事件須予採取的任何行動尋求外部法律或其他專業意見。

日後，本公司將及時作出有關披露，以確保遵守上市規則。

### 其他資料

謹請閣下垂注本通函各附錄所載其他資料。

此 致

列位股東 台照

代表董事會  
**NIRAKU GC HOLDINGS, INC.\***  
株式会社ニラク・ジー・シー・ホールディングス  
主席、執行董事兼行政總裁  
谷口久徳  
謹啓

二零一九年八月三十日

## 本集團財務資料

謹此提述本集團截至二零一九年三月三十一日止三個年度的財務資料，有關資料於以下已登載於聯交所網站(<http://www.hkexnews.hk>)及本公司網站(<http://www.ngch.co.jp/cn/>)的文件內披露：

- 本公司於二零一七年五月二十九日所刊發截至二零一七年三月三十一日止年度的年報第46至106頁；
- 本公司於二零一八年六月六日所刊發截至二零一八年三月三十一日止年度的年報第43至108頁；及
- 本公司於二零一九年六月五日所刊發截至二零一九年三月三十一日止年度的年報第43至112頁。

## 債務

於二零一九年六月三十日(即本通函付印前就本債務聲明而言的最後實際可行日期)，本集團的債務總額約為52,311百萬日圓，詳情載列如下：

	百萬日圓
非流動部分	
銀行貸款	3,067
銀團貸款	8,119
租賃負債	33,541
	<u>44,727</u>
流動部分	
銀行貸款	1,066
銀團貸款	3,701
租賃負債	2,817
	<u>7,584</u>
借貸總額	<u>52,311</u>

## 借貸

於二零一九年六月三十日(即確定有關本債務聲明若干資料的最後實際可行日期)，本集團的未償還綜合銀行貸款(扣除集團內撇銷)約15,953百萬日圓(相當於1,137百萬港元)，包括銀行貸款約4,133百萬日圓及銀團貸款約11,820百萬日圓。

與第三方出租人之銷售及租回安排項下之借款為2,550百萬日圓。該等銷售及租回安排包括出售若干租賃裝修及日式角子機，總代價為2,801百萬日圓，並租回予本集團，租賃付款總額為2,979百萬日圓，租期介乎24個月至84個月。於租期內，本集團不能向任何人士轉讓或抵押相關租賃裝修及日式角子機。就租賃裝修而言，本集團可選擇於各租期結束前一個月第二十日無償續期1年。

### 資產抵押

於二零一九年六月三十日，若干資產所抵押的借貸總額及其賬面值列示如下：

	百萬日圓
物業、廠房及設備	10,930
投資物業	644
按金及其他應收款項	179
	<hr/>
	11,753
	<hr/> <hr/>

### 貸款融資

於二零一九年六月三十日，本集團未提取借款融資為1,615百萬日圓(相當於115百萬港元)，於1年後到期及按浮息計算。

### 租賃負債

於二零一九年六月三十日，本集團的租賃負債為36,358百萬日圓。根據租賃安排的資產指用作日式彈珠機及日式角子機遊戲館、日式彈珠機及日式角子機的樓宇，以及遊樂場的遊戲機。

### 或然負債

於二零一九年六月三十日，本集團並無任何或然負債。

### 財務擔保

於二零一九年六月三十日，本集團並無向任何一方作出任何擔保。

除上文所述者外，於二零一九年六月三十日，本集團並無任何重大未償還的(i)債務證券(不論已發行及未償還、已授權或以其他方式增設但未發行)或定期貸款(不論已擔保、未擔保、已抵押(不論該抵押由本集團或由第三方提供)或

未抵押)；(ii)其他借貸或借貸性質的債務，包括銀行透支及承兌負債(一般貿易票據除外)、承兌信貸或租購承擔(不論已擔保、未擔保、已抵押或未抵押)；(iii)按揭或押記；或(iv)擔保或其他或然負債。

## 承擔

於二零一九年六月三十日，本集團並無就未償還資本開支承擔作出撥備。

## 重大不利變動

於最後實際可行日期，董事並不知悉本集團自二零一九年三月三十一日(即本公司最近期刊發的經審核財務報表編製日期)的財務或交易狀況有任何重大不利變動。

## 營運資本

董事認為，在並無任何不可預見狀況及考慮到(i)本集團內部資源；(ii)本集團現有銀行融資；及(iii)完成買賣協議後，本集團自本通函日期起計最少12個月有充足營運資本供其所需。

## 本集團財務及貿易前景

誠如本通函董事會函件「進行收購事項之理由」一段所述，日式彈珠機遊戲館行業仍然處於困難時期，整個行業的市場萎縮，愈來愈多日式彈珠機遊戲館營運商正面臨管理困難及關閉日式彈珠機遊戲館的趨勢。相信這一下行趨勢將持續一段時間，整個市場的問題(如發掘年輕人新市場及防止現有玩家流失)並無即時的解決辦法。

此外，未來日式彈珠機遊戲館行業可能面臨其他進一步限制其盈利能力的問題，例如因修訂博彩遊戲機規例而導致的博彩遊戲機博彩性質改變、消費稅增加以及隨著賭場限制取消而實施防止沉迷賭博的措施等。

鑑於上述行業環境，對於日式彈珠機遊戲館業務，本集團進一步推動按照各種法規實施實現持續盈利增長及成本效益所需的銷售政策，同時努力提供切合不同博彩愛好者需求的博彩環境。因此，儘管整個日式彈珠機行業面臨著

嚴峻的形勢－例如因遊戲機標準法規變動而導致的市場轉變以及銷售(總投入額)隨之減少，但本集團成功地保持銷售規模及增加造訪顧客。

儘管日式彈珠機行業的形勢看來嚴峻，但本集團視此市場現象為未來增長機會，並將專注於現有領域，即日式彈珠機遊戲館，以便展示本集團優勢。本集團擬透過開設新遊戲館、尋求機會收購其他遊戲館以及與業務合作夥伴結盟，為未來增長奠定基礎。

除了持續配置迎合各地區特點的產品、改善博彩環境及客戶服務，本集團亦透過實行成本效益計劃加強整體組織，團結一致打造贏得客戶支持的遊戲館。

本集團們將以日式彈珠機業務為中心積極及集中將管理資源投放於日本國內娛樂業務，繼續建立穩固的業務基礎，此乃本集團最重要的管理課題。



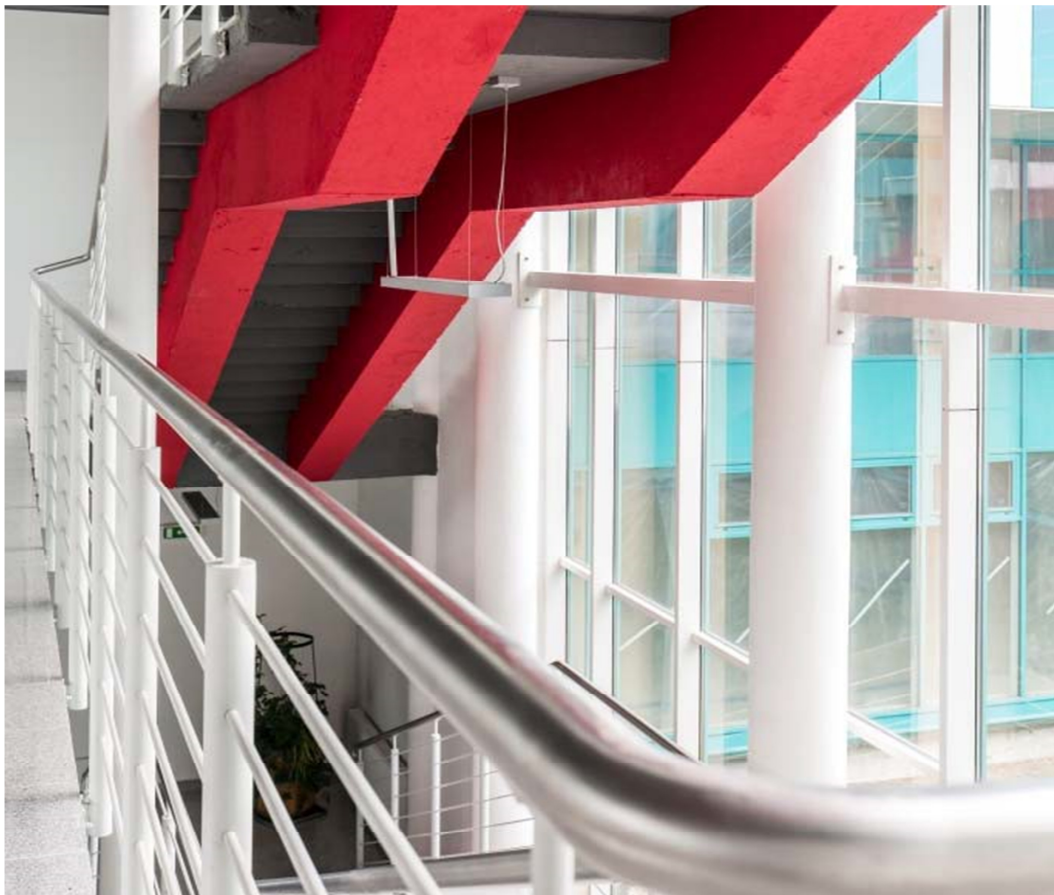


# 評估報告

## 7-Eleven Koriyamaomachi

發佈日期 2019年3月11日  
報告編號 19-0114-2

(客戶)  
NIRAKU CORPORATION  
(除客戶外的評估報告收件人)  
經紀，賣方



## 前言

---

1. 本房地產評估報告（於下文簡稱為「報告」）乃由 JLL Morii Valuation & Advisory K.K.（於 1948 年成立，於下文簡稱為「JLL Morii」）之持牌房地產評估師及助理房地產評估師（於下文簡稱為「評估師」）根據房地產評估法案（1963 年第 152 號法案，於下文簡稱為「法案」）以彼等之專業知識及良知編製。
2. JLL Morii 保證報告乃於公正及客觀審閱後發佈，且 JLL Morii 及其評估師應對彼等在此項工作期間獲知的資料嚴格保密。
3. 報告的內容及就此釐定的評估價值僅在下文所述的假設以及相關內容所述的調查條件下生效。
  - a. 關於權利關係及合約關係的檢查以及關於物業物理狀況的調查乃基於官方登記冊及任何登記圖以及閣下提供的資料進行。吾等並無就該等權利關係、合約關係或物業的物理狀況作出任何明示或暗示擔保。
  - b. 對目標物業的確認為於可行情況下以目視檢查之方式進行外觀調查。對於土壤污染、掩埋物業、掩埋文化物業、石棉、建築內部缺陷等，乃假設除本評估所述者外並不存在上述情況。倘未來發現上述情況，JLL Morii 不承擔任何責任。
  - c. 作為此項工作之結論所列的評估價值並非對估值日期或未來之實際交易價值之擔保。
4. 報告由具名評估師以一般謹慎義務編製，惟報告之責任由 JLL Morii 承擔。
5. 根據法律規定，JLL Morii 將持有報告副本五年。
6. 倘需要將報告的部分內容引用或用於原目的以外之任何目的，請預先聯繫 JLL Morii 並獲得書面同意。
7. 倘報告的原文以日文編製，JLL Morii 不對翻譯為任何其他語言的報告內容負責。
8. 本報告產生的任何糾紛受日本法律管轄，並應以東京地方法院作為一審法庭。

# 目錄

<b>目錄</b>	
<b>1. 評估價值</b>	<b>1</b>
<b>2. 目標物業之描述</b>	<b>1</b>
2.1. 土地	1
2.2. 建築	1
<b>3. 項目基本詳情</b>	<b>2</b>
3.1. 項目基本詳情	2
3.2. 評估要求之目的以及報告使用者之範圍等	3
3.3. 評估目的及條件與所評估價值之關係，以及文件類型之間的關係	4
3.4. 所涉及之評估師及評估事務所持有之權益	4
3.5. 有關評估項目及所開展研究之未知因素	4
<b>4. 目標物業之識別</b>	<b>5</b>
4.1. 物理識別	5
4.2. 物業權益之識別	6
<b>5. 總體因素分析</b>	<b>7</b>
5.1. 近期經濟發展	7
5.2. 房地產市場趨勢	10
<b>6. 區域／社區分析</b>	<b>15</b>
6.1. 區域摘要	15
6.2. 目標物業的市場特徵	16
6.3. 社區	18
<b>7. 目標物業分析</b>	<b>19</b>
7.1. 土地描述	19
7.2. 樓宇描述	21
7.3. 樓宇及其地盤描述	22
7.4. 經改進的最高及最佳用途	23
<b>8. 估值法應用</b>	<b>24</b>
8.1. 一般說明	24
8.2. 成本法	24
8.3. 收入法	27
<b>9. 對賬及價值結論</b>	<b>37</b>
9.1. 價值估計值的對賬	37
9.2. 關於各價值估計值的信服程度的判斷	38
9.3. 評估價值	38
<b>其他聲明</b>	<b>39</b>

## 報告

### 1. 評估價值

目標物業於 2019 年 2 月 28 日的市值如下所示。

**評估價值**  
(市值)

**193,000,000 日圓**

· 上述評估價值乃基於評估條件中所述的條件釐定。

### 2. 目標物業之描述

#### 2.1. 土地

土地		
位置及門牌號	(登記)	Nos. 64 and 3 other tracts, Omachi 2-chome, Koriyama-shi, Fukushima-ken
用途	(登記/實際)	建築場址/建築場址
面積	(登記)	總計 2,210.41 平方米
產權持有人	GAIA Co., Ltd.	

#### 2.2. 建築

建築	
位置	No. 64-, Omachi 2-chome, Koriyama-shi, Fukushima-ken
建築編號	第 64 號
結構物	輕型鋼框架結構，鍍合金鋼板屋頂，1 層
建築面積	總計 199.59 平方米
產權持有人	GAIA Co., Ltd.

附屬建築	
	1 號
用途	窩棚
結構物	輕型鋼框架結構，鍍鋅鋼板屋頂，1 層
建築面積	總計 8.35 平方米

### 3. 項目基本詳情

#### 3.1. 項目基本詳情

##### 3.1.1. 目標物業

目標物業為 1 層的租賃零售建築（7-Eleven Koriyamaomachi），位於 JR 東北線“郡山市”站的西北。

##### 3.1.2. 物業類型及權益

類型：商業用途

權益：租戶佔用建築及其場址

##### 3.1.3. 所評估價值

市值

##### 3.1.4. 估值日期

2019 年 2 月 28 日

##### 3.1.5. 評估日期

2019 年 3 月 8 日

##### 3.1.6. 評估條件

###### 3.1.6.1. 目標識別的條件

按原樣

###### 3.1.6.2. 假設

無

###### 3.1.6.3. 工作範圍的條件

- 受覆蓋範圍影響的價值決定因素：有關土壤污染、石棉、PCB 及邊界的因素。
- 工作範圍：研究以確定法規的存在及其內容為限。
- 在評估後對工作範圍的處理：將從分析的價值決定因素中剔除。

上述條件乃判斷不會損害參考本評估之人士之利益，原因是參考本評估之人士應基於客戶進行的研究、評估以及涉及價值決定因素的結果等，自行判斷該等因素是否會影響價值。

###### 3.1.6.4. 其他

無

### 3.2. 評估要求之目的以及報告使用者之範圍等

#### 3.2.1. 評估要求之目的

作為收購目標物業之參考

#### 3.2.2. 評估要求之背景資料

客戶考慮收購目標物業，需要評估目標物業於市場上的公平值，因此提出評估要求。

#### 3.2.3. 除客戶外之報告收件人

經紀，賣方

#### 3.2.4. 評估價值之披露

核數師

#### 3.2.5. 評估價值之發佈

無

#### 3.2.6. 於發佈報告後擴大報告使用者之批准要求

倘在發佈報告後需要公佈評估價值或擴大披露範圍，將需要在進行公佈或披露前提交書面的批准申請，以獲得負責本分析的房地產評估師及公司的批准。

### 3.3. 評估目的及條件與所評估價值之關係，以及文件類型之間的關係

評估項目（基於上文所述之目的及條件開展）旨在估計目標物業於市場上的公平值。因此，所評估價值為“市值”。

### 3.4. 所涉及之評估師及評估事務所持有之權益

#### 3.4.1. 所涉及之評估師及評估事務所持有之目標物業權益

無

#### 3.4.2. 所涉及之客戶、評估師及評估事務所之間的關係

無

#### 3.4.3. 接收報告之實體、所涉及之評估師及評估事務所之間的關係

無

### 3.5. 有關評估項目及所開展研究之未知因素

無

## 4. 目標物業之識別

### 4.1. 物理識別

#### 4.1.1. 場址檢查

場址檢查日期：2019年2月19日

檢查目標之評估師：Kenkichi Katsumi

同行人員：Shudo Kanai 先生，NIRAKU CORPORATION

#### 4.1.2. 用於識別之數據

登記證、平面佈置圖、官方地塊圖、建築平面圖、租賃協議等

#### 4.1.3. 檢查區域

土地：入口場址、邊界等

建築：零售店區域

#### 4.1.4. 部分區域不能檢查及計量之原因

房屋區域的後側等不能檢查，因為該等區域目前被佔用，且無法獲得租戶同意。由於該等區域的規格可以基於建築平面圖合理假設，預期此情況不會影響分析。

#### 4.1.5. 已核實之詳情

位置、形狀、大小、邊界、出租情況等

#### 4.1.6. 確認及識別結果

經確認，目標物業之情況與數據大致相符。

#### 4.1.7. 估值中採納之數值

土地：登記

建築：登記

淨可出租面積：所提供之租賃協議



## 4.2. 物業權益之識別

### 4.2.1. 租賃協議之識別

目標物業由出租人 GAIA Co., Ltd. (擁有目標土地及建築) 向一名最終租戶出租，雙方簽訂有租賃協議。

協議	
承租人	SEVEN-ELEVEN Japan Co., Ltd.
租賃類型	固定期限建築租賃協議
用途	零售店
租賃區域之面積	199.60 平方米
租期	2014 年 2 月 6 日至 2034 年 2 月 5 日為期 20 年
租金	每月 925,820 日圓 (每坪 15,333 日圓)
押金	2,000,000 日圓 (約 2.16 倍月租)
特別協議	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 除了押金之外，出租人另外收取保證金 (相等於建築的建造費) 30,196,881 日圓，分 240 個月返還。倘在租賃協議終止日期有任何款項尚未返還，其將返還予承租人。</li> <li>■ 承租人可提前 6 個月發出通知取消合約，亦可以在支付 6 個月租金後立即取消。</li> <li>■ 租金每 3 年協商進行修訂。儘管有上述條款，倘若由於稅費／公共費用負擔增加或減少、經濟環境變動等導致租金不再適宜，則可隨時協商修訂租金。</li> <li>■ 承租人負責公用事業 (水電煤氣) 費用、清潔費以及更換、維修等、設備／設施費用。然而，出租人負責目標建築的建築建造協議下確定的建造分區 A 的維修等。</li> </ul>

### 4.2.2. 用於識別之數據

所提供之租賃協議

## 5. 總體因素分析

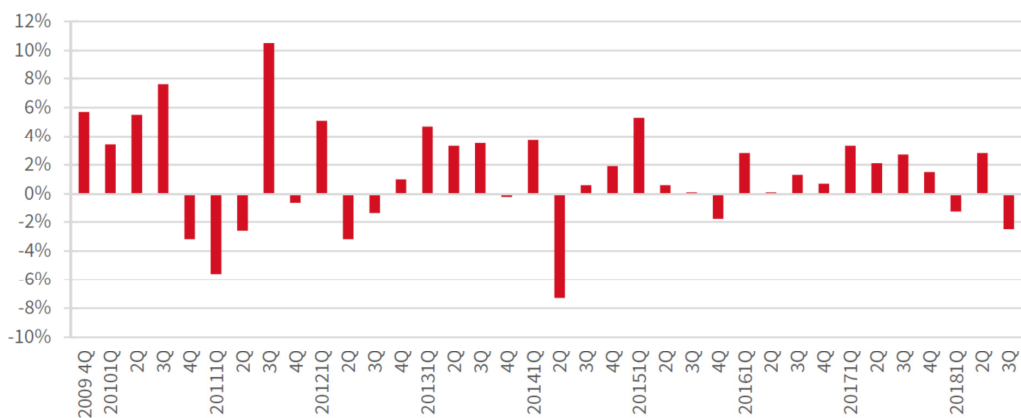
### 5.1. 近期經濟發展

根據內閣府於 2019 年 1 月發佈的月度報告，日本經濟正在溫和復甦。短期前景方面，在政策效果的支持下，就業及收入情況獲得改善，預期經濟將持續復甦。然而，應注意的風險包括貿易問題對全球經濟的影響、海外經濟的不確定因素（包括中國經濟前景）以及金融及資本市場波動的影響。此外，亦需要對一系列自然災害對經濟的影響提高警惕。

主要經濟指目標趨勢如下所示。

#### 5.1.1. GDP 趨勢

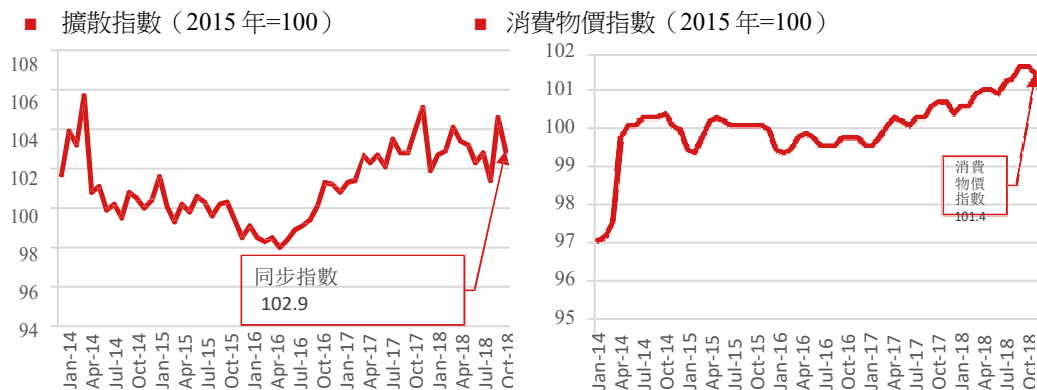
內閣府公佈 2018 年第三季度全國實際經濟增長率按季下降 0.6%，按年化基準計則下降 2.5%。



資料來源：內閣府

### 5.1.2. 擴散指數及消費物價指數

內閣府公佈 2018 年 11 月的企業景氣同步指數錄得 102.9（2010 年=100），較上月下降 1.7%。2018 年 12 月的全國消費物價指數（扣除新鮮食品）為 101.4，同比上升 0.7%。



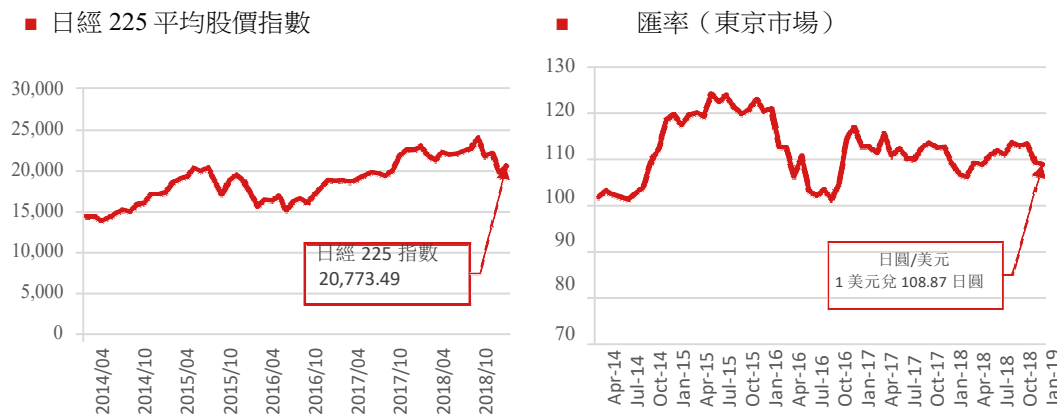
資料來源：內閣府

資料來源：總務省

### 5.1.3. 股價指數及匯率

東京證券交易所日經 225 平均指數於 2019 年 1 月收於 20,773.49 日圓，環比上升 3.8%，同比下降 10.1%。

外匯市場方面，日圓兌美元匯率於 2019 年 1 月底為 108.87 日圓。



資料來源：東京證券交易所

資料來源：日本銀行

5.1.4. 長期最優惠利率及短期最優惠利率

2018年12月之長期最優惠利率為1.00%，與上月相同。

另一方面，2018年12月之短期最優惠利率為1.475%，亦與上月相同。

■ 長期最優惠利率



資料來源：日本銀行

■ 短期最優惠利率



資料來源：日本銀行

## 5.2. 房地產市場趨勢

### 5.2.1. 截至 2018 年 7 月的地價趨勢

自 2017 年 7 月起的一年時間裡，各土地類型的全國平均地價出現反轉，這是自 1991 年以來時隔 27 年首次上漲。就按土地類型劃分的趨勢而言，住宅地價跌幅持續放緩。商業地價連續 2 年上漲，漲幅加快，而相較上一年度的按年持平，工業地價 27 年來首次上漲。三個主要地區的住宅及商業地價漲幅均加快。大阪大都市圈的住宅地價四年來首次上漲，而工業地價亦普遍呈現強勁增長態勢。除三個主要地區外，札幌、仙台、廣島及福岡四個城市各土地類型的地價漲幅超越三個主要地區。與上一年度相比，非主要地區所有其他城市各土地類型的地價跌幅均放緩。

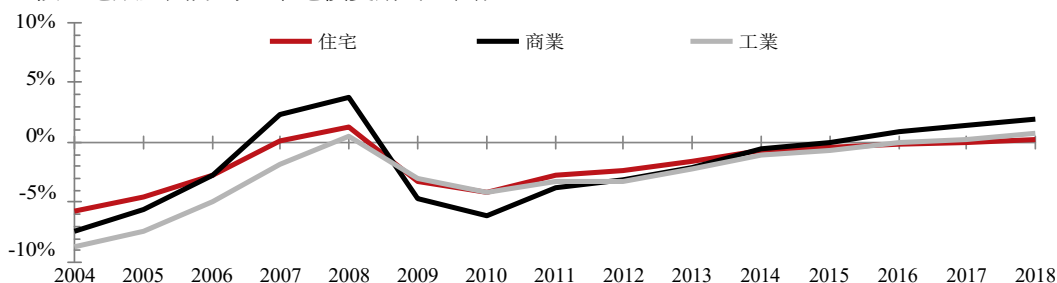
#### ■ 住宅地價

在持續的低利率政策以及全國就業及收入狀況改善所帶來的需求支撐下，地價，尤其是交通及生活方面非常便利的地區的地價，跌幅持續放緩。

#### ■ 商業地價

由於重建項目的進展所帶來的活力及客流量的改善，以及國內外遊客數量的增加，在主要城市的中心地區開設零售商店及酒店的意願依然強勁。至於辦公物業，由於公司業績改善，空置率總體持續下降，而在若干地區，租金開始上漲。除商業用地盈利能力有所改善外，寬鬆貨幣政策提供的有利融資環境令非私人投資者投資房地產的意願增強，故商業地價相較上一年度持續上漲，漲幅甚至有所加快。

#### ■ 按土地類型劃分的日本地價變動（全國）



#### ■ 按土地類型劃分的地價變動（截至 2018 年 7 月）

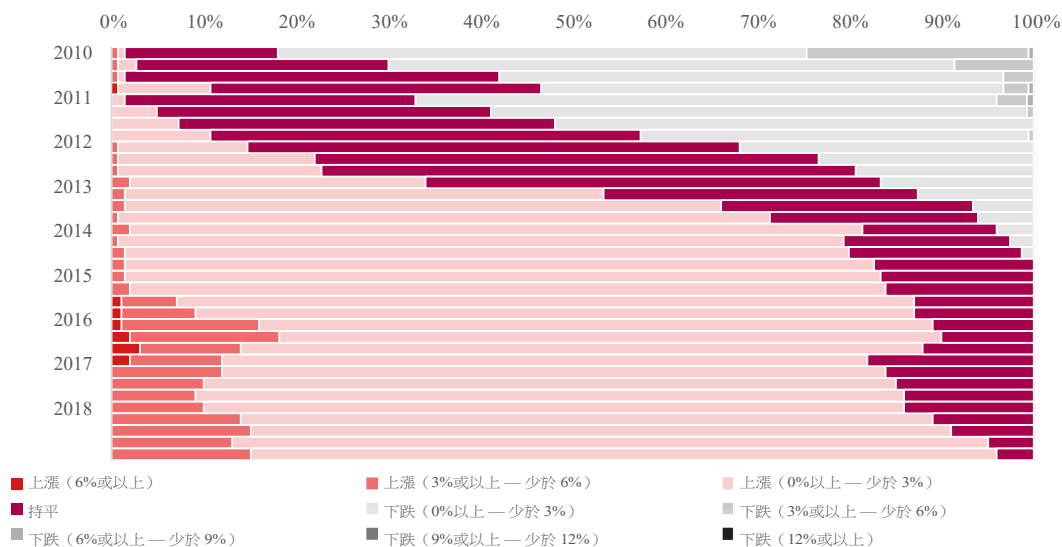
	住宅	商業	工業
全國	-0.3% (0.3%↑)	1.1% (0.6%↑)	0.5% (0.5%↑)
東京大都市圈	1.0% (0.4%↑)	4.0% (3.4%↑)	2.9% (2.3%↑)
大阪大都市圈	0.1% (0.1%↑)	5.4% (5.4%↑)	1.7% (1.7%↑)
名古屋大都市圈	0.8% (0.2%↑)	3.3% (2.7%↑)	0.5% (-0.1%↓)
其他地區	-0.8% (0.2%↑)	-0.1% (0.9%↑)	0.0% (1.0%↑)

來源：國土交通省

### 5.2.2. 集約用地價格趨勢

國土交通省發佈地價評估報告（Land Value LOOK Report），該報告跟踪日本主要城市集約用地每個季度的價值趨勢，覆蓋東京大都市圈的 43 個地區、大阪大都市圈的 25 個地區、名古屋大都市圈的 9 個地區以及主要區域城市的 23 個地區，合計 100 個地區。

根據 2018 年第三季度報告，土地價值上漲的地區數量為 96 個（2018 年第一季度為 95 個），持平的地區數量為 4 個（第一季度為 5 個），下跌的地區數量為 0 個（第一季度為 0 個）。

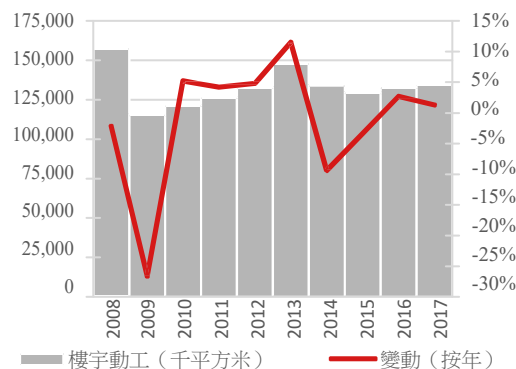


### 5.2.3. 樓宇動工及建築成本平減指數

根據國土交通省的數據，2017 年全國建築動工面積為 134,679,000 平方米（按年增長 1.3%）。

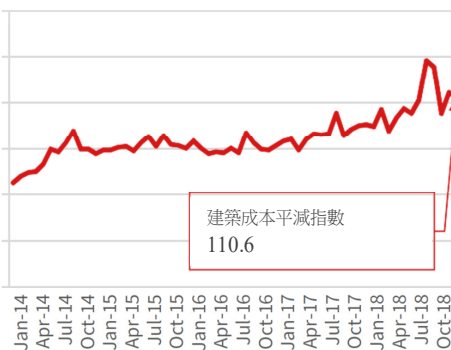
另一方面，2018 年 10 月的建築成本平減指數為 110.6（2011 年=100），按年上漲 2.7%。

#### 樓宇動工趨勢



來源：國土交通省

#### 建築成本平減指數

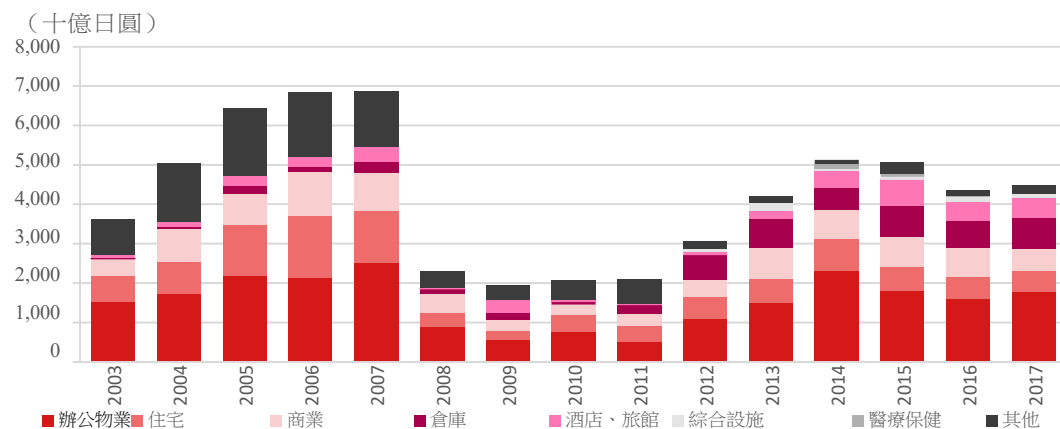


來源：國土交通省

### 5.2.4. 房地產證券化趨勢

根據國土交通省於 2018 年 5 月 31 日發佈的 2017 財年房地產證券化調查 (FY2017 Real Estate Securitization Survey)，於 2017 財年，證券化工具及其他證券化手段獲得的房地產價值及信託受益權達約 4.8 兆日圓，有 1,093 例。其中，證券化工具單獨獲得的價值為 2.6 兆日圓。另一方面，證券化工具及其他手段出售的價值約為 4.2 兆日圓。就買方計劃而言，日本房地產投資信託基金 (J-REITs) 購買約 1.83 兆日圓，佔總價值的 38.0%，隨後是 GK-TK 計劃的 1.41 兆日圓、TMK 的 1.32 兆日圓以及合營企業的 2000 億日圓。就賣方計劃而言，TMK 出售最多達 2.4 兆日圓，隨後是 GK-TK 計劃及其他計劃的 1.24 兆日圓。就按土地類型劃分的投資價值而言，辦公物業佔總價值的 41.0%，隨後是佔比 17.9% 的倉庫，以及均佔比 12.4% 的住宅及商業。

■ 按物業用途劃分的就證券化目的取得的房地產趨勢

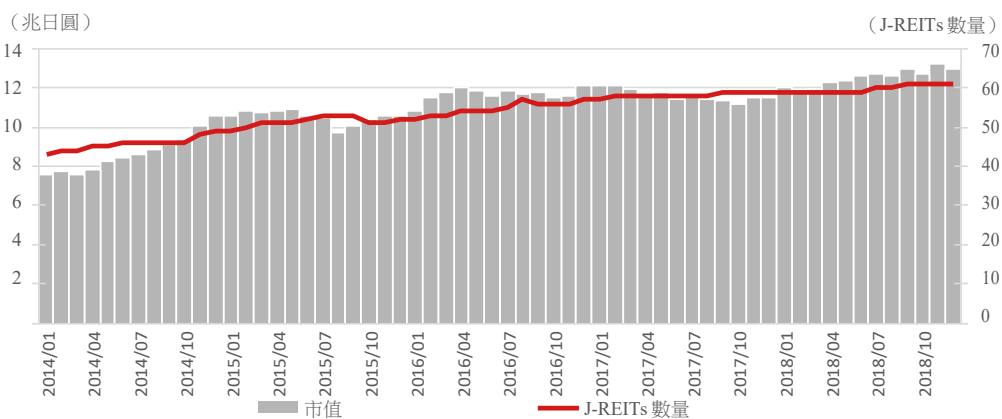


來源：國土交通省

### 5.2.5. J-REIT 市場趨勢

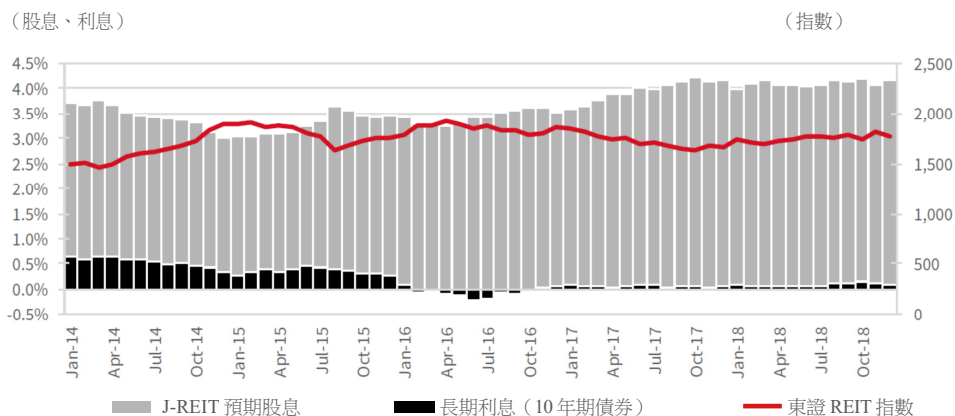
截至 2018 年 12 月，於東京證券交易所上市的 J-REITs 市值達 12.97 兆日圓，共計 61 個 J-REITs。另一方面，東證 REIT 指數較一年前上漲 6.7%，收報於 1,774.06。近幾個月，Takara Leben Real Estate Investment Corporation 於 2018 年 7 月在東京證券交易所上市，而 Itochu Advance Logistics Investment Corporation 於 9 月成功完成首次公開發售。至於私募市場，房地產證券化協會（The Association For Real Estate Securitization）於 2018 年第四季度進行的私募 REIT 季度調查顯示，非上市 REITs 的數量包括 28 個資產管理規模達 2.88 兆日圓的基金（按年增長 1.3%），涵蓋 713 個物業。

#### ■ J-REIT 總市值及品牌數量



來源：東京證券交易所、日經指數、三井住友信託基礎研究所（Sumitomo Mitsui Trust Research Institute）等

#### ■ J-REIT 股息率預測、長期利息及東京證券交易所 REIT 指數



來源：東京證券交易所、日經指數、三井住友信託基礎研究所（Sumitomo Mitsui Trust Research Institute）等

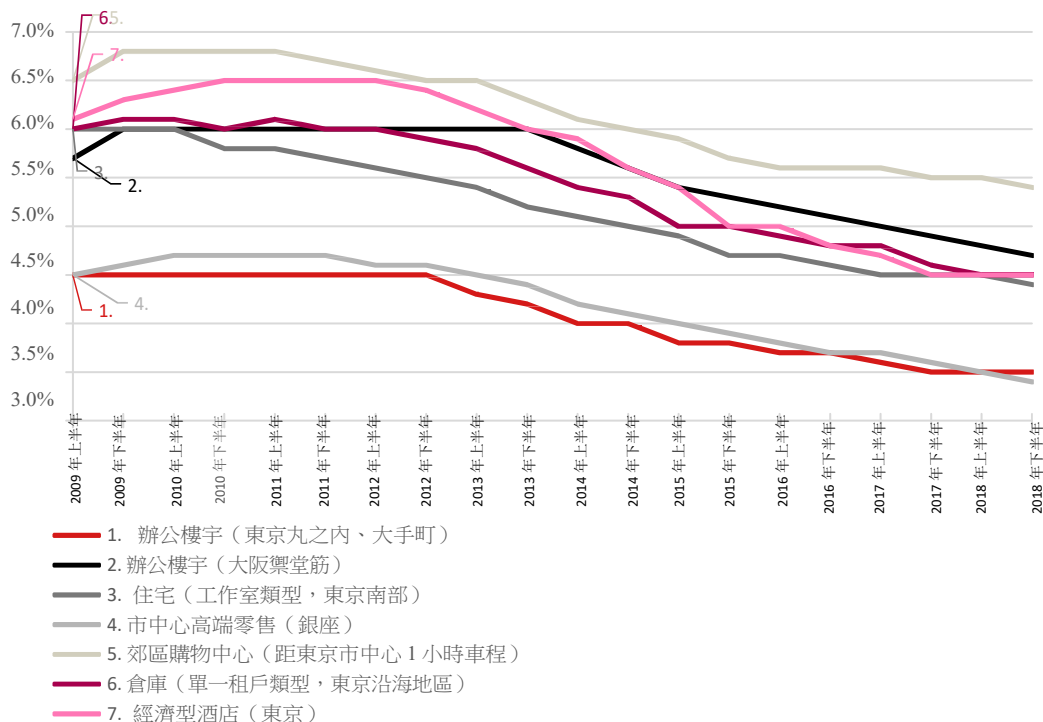


5.2.6. 房地產投資者調查

日本房地產研究所（Japan Real Estate Institute）截至 2018 年 10 月進行的日本房地產投資者調查（The Japanese Real Estate Investor Survey）如下。

儘管市場過熱引發擔憂，但若干選定區域的房地產投資預期收益率仍然與六個月前持平，而在當前寬鬆的貨幣政策下，大部分區域各土地類型的收益率均下降 0.1-0.3%。

■ 按投資目標劃分的房地產投資預計上限率趨勢



來源：日本房地產研究所

## 6. 區域／社區分析

### 6.1. 區域摘要

#### 6.1.1. 有關福島縣郡山市的描述

郡山市位於福島縣中通區的中心，被指定為核心城市。該城市由奧羽山脈的東側延伸至西側，其西側位於豬苗代湖（位於日本海一側）的南岸，其東側到達阿武隈高地。

市中心位於栃木縣宇都宮市和宮城縣仙台市之間，通過東北新幹線、東北本線、東北自動車道及國道 4 號線連接至兩市。此外，通過磐越自動車道、磐越西線、磐越東線及國道 49 號線，郡山市向西可至會津若松市及新潟市，向東可至磐城市。地處日本東部交通的十字路口，郡山市是經濟、內陸工業、物流及運輸的樞紐。憑藉其東北地區第二大人口及經濟地位，郡山都市圈正在形成。

鑒於其樞紐的特點，郡山市亦是福島縣的信息發佈中心，被稱為「商業城市」及「經濟縣廳」。作為樞紐站的郡山站，聚集著人與物，因此，隨著大正時代市政系統的引入，郡山市成為福島縣最大的城市。於戰後經濟快速增長期間，京濱工業區的許多公司遷入郡山市，該地區與關東地區的關係得到加強。

#### ■ 人口

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
郡山市	329,122	335,826	335,413	334,295	332,737
福島縣	1,935,142	1,911,933	1,896,758	1,877,876	1,859,220

#### ■ 戶數

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
郡山市	135,416	138,678	140,101	140,891	141,719
福島縣	729,671	738,755	743,730	746,003	749,144

來源：1 月 1 日/福島縣規劃協調局統計司 (Statistics Division, Bureau of Planning and Coordination of Fukushima-ken)

## 6.2. 目標物業的市場特徵

### 6.2.1. 市場區域

買賣市場的市場區域被廣義定義為各地區縣廳及核心城市的商業區，對郡山市的商業區具有高度競爭替代性。

租賃市場的市場區域與買賣市場的界定方式相同。

### 6.2.2. 市場參與者

#### ■ 買賣市場

（買方屬性及行為）

國際／國內公共／私人資金來源、人壽保險公司等機構投資者，以及經營商業設施的主要房地產公司、商業公司及私人投資者均為潛在買方。主要買方傾向於根據當前的淨營業收入（NOI）、收入及支出預測、回報率、市場流動性及融資成本作出投資決策。經營商業設施的房地產公司以及考慮購買現有樓宇進行重建的開發商及建築公司亦是潛在買方，彼等傾向於根據當前的 NOI、收入及支出預測、回報率、市場流動性、融資成本及重建項目的投資盈利能力作出投資決策。

（市場趨勢）

雖然受負利率政策等的影響，房地產市場的穩定性並未發生很大變化，但優惠售價仍然很高。郊區黃金地段物業的售價趨於上漲，而利率呈下降趨勢。在這種背景下，若干需求方表現出謹慎的態度。

#### ■ 租賃市場

（租戶屬性及行為）

在需求方面，考慮在目標領域開設新店的公司乃為終端租戶。經計及彼等的租金承受能力，主要租戶傾向於根據場地條件及競爭物業的情況選擇物業。

（市場趨勢）

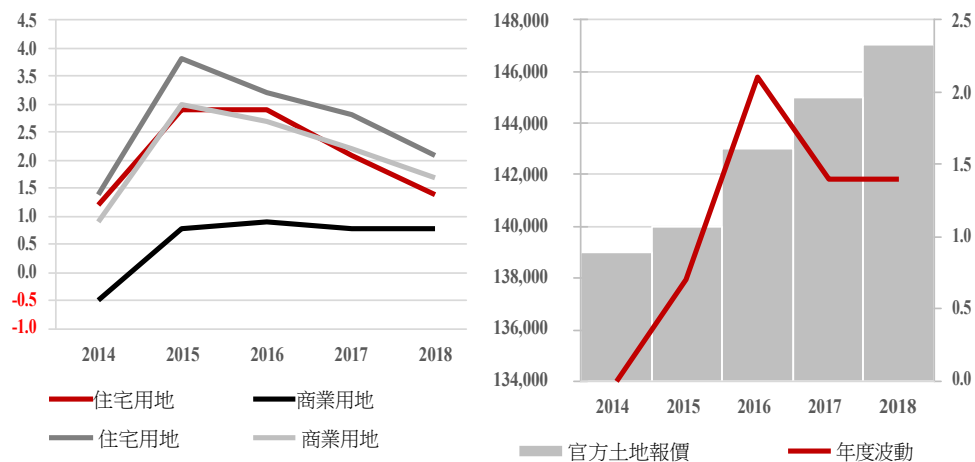
在東京大都市圈及外圍地區，擁有黃金地段及競爭優勢的商業設施的需求穩定，租金亦穩定。

另一方面，對於競爭力較弱的商業設施，租金叫價及合約租金均在下降；及彼等的空置率仍保持在較高水平。

### 6.2.3. 市場區域地價趨勢

最新數據顯示，2018年福島縣住宅物業按年增長1.4%，商業物業按年增長0.8%。最新數據顯示，2018年郡山市住宅物業按年增長2.1%，商業物業按年增長1.7%。

此外，最新公佈的相若地區的官方土地報價調查點「郡山 5-1」的數據顯示，2018年按年增長1.4%。



	福島縣		郡山市		官方土地報價 調查點「郡山 5-1」	
	(變動，按年)		(變動，按年)		價值 (日圓)	變動
	住宅用地	商業用地	住宅用地	商業用地		
2018年	+1.4	+0.8	+2.1	+1.7	147,000	+1.4
2017年	+2.1	+0.8	+2.8	+2.2	145,000	+1.4
2016年	+2.9	+0.9	+3.2	+2.7	143,000	+2.1
2015年	+2.9	+0.8	+3.8	+3.0	140,000	+0.7
2014年	+1.2	-0.5	+1.4	+0.9	139,000	±0.0

來源：國土交通省

## 6.3.社區

社區	
邊界	位於郡山市大町 2 丁目 1 號區至 4 號區外，主幹道旁的區域，其西南側為目標物業正面。
特徵	交通繁忙的路邊商業區，設有零售商店及物流設施等。
正面	約 32 米寬的公路，兩側有人行道
交通出入	位於 JR 東北本線「郡山」站西北約 800 米處。
環境	<p>地形：由西向東向下傾斜，再向上傾斜，形成傾角。</p> <p>供水：公共系統</p> <p>污水處理：公共污水系統</p> <p>天然氣：城市燃氣</p> <p>危險／厭惡設施：沒有</p>
行政因素	<p>城市規劃區</p> <p>城市化推進區</p> <p>分區：商業區</p> <p>指定建築覆蓋率（「BCR」）：80%</p> <p>指定容積率（「FAR」）：400%</p> <p>防火／準防火區域：準防火區</p> <p>其他限制：停車推進區（郡山站西出口區）、都市功能誘導區（郡山站中央樞紐區）</p>
未來前景	並無發現任何會影響社區構成的事項，而社區的角色預計將保持不變。
標準用途	根據社區的特徵及未來規劃，判定為適合低層零售店的選址。
標準地塊	一塊長方形的內部地塊，面積約 500 平方米

## 7. 目標物業分析

### 7.1. 土地描述

土地描述													
當前用途	目標物業用作低層零售店												
正面	<table border="1"> <tr> <td>雙街區地段</td> <td>西南向：約 32 米公共道路（第 42-1-1 條） 北向：約 18.3 米公共道路（第 42-1-1 條）</td> </tr> </table>	雙街區地段	西南向：約 32 米公共道路（第 42-1-1 條） 北向：約 18.3 米公共道路（第 42-1-1 條）										
雙街區地段	西南向：約 32 米公共道路（第 42-1-1 條） 北向：約 18.3 米公共道路（第 42-1-1 條）												
交通出入	西北向約 800 米處為日本鐵路東北本線的「郡山」站。												
環境	類似於社區標準地段。												
行政因素	指定 BCR(80%)、指定 FAR(400.00%) 在其他方面類似於社區標準地段。												
地盤	<table border="1"> <tr> <td>面積</td> <td>(已登記) 合共 2,210.41 平方米</td> </tr> <tr> <td>正面</td> <td>: 約 45 米</td> </tr> <tr> <td>縱深</td> <td>: 約 35 米</td> </tr> <tr> <td>形狀</td> <td>: 不規則</td> </tr> <tr> <td>地形</td> <td>: 基本平整</td> </tr> <tr> <td>地盤水平</td> <td>: 基本與街面齊平, 但與北向道路有約 1 米高差。</td> </tr> </table>	面積	(已登記) 合共 2,210.41 平方米	正面	: 約 45 米	縱深	: 約 35 米	形狀	: 不規則	地形	: 基本平整	地盤水平	: 基本與街面齊平, 但與北向道路有約 1 米高差。
面積	(已登記) 合共 2,210.41 平方米												
正面	: 約 45 米												
縱深	: 約 35 米												
形狀	: 不規則												
地形	: 基本平整												
地盤水平	: 基本與街面齊平, 但與北向道路有約 1 米高差。												
地下文物	<p>根據公共管理局的聆訊, 目標物業並未指定為埋有地下文物的土地。</p> <p>未指定。</p> <p>因此, 我們總結認為此因素不會影響本分析中的價值釐定要素。</p>												
土壤污染	<p>物業是否指定為根據《土壤污染防治法》必須採取措施的區域或指定為在變更特徵之後必須作出通知的區域。</p> <p>: 未指定。</p> <p>根據公共管理局的聆訊, 目前確定已於 1976 年提交一份通知, 內容有關地址位於 3-5, Omachi 2-chome 的加氣站為《下水道法》下的指定設施。</p> <p>根據房地產估值師進行的初步研究, 目標物業 (包括周邊區域) 的土地使用記錄如下:</p> <p>[過往地理調查]</p> <p>1970 年為停車場、加氣站、辦公室等, 1980 年為停車站、加氣站、辦公室等, 1987 年為家庭餐廳、停車場、加氣站、辦公室等, 1997 年為家庭餐廳、停車場、加氣站、小型零售店等,</p> <p>根據現場視察、行政部門聆訊及用老地圖進行的過往地理調查結果並不能完全否認存在土壤污染的可能性,</p>												

土地描述	
	<p>如工作範圍條件所述，此因素從本分析中的釐定要素中剔除。</p> <p>上述結論僅表明我們正常研究範圍內發現的土壤污染跡象存在／不存在，並不證明無土壤污染風險。</p>
心土物件	<p>根據估值師所進行的涉及客觀資料、聆訊及現場外觀視察的初步研究，目前假設並不存在心土物件。因此，此因素從本分析中的價值釐定要素中剔除。</p>
邊界	<p>尚不清楚邊界確認與否。根據進行的現場視察，目前假設並不存在可能影響其價值的嚴重邊界交疊情況。然而，如工作範圍條件所述，此因素從本分析的價值釐定要素中剔除。</p> <p>此外，上述結論僅表明我們正常研究範圍內發現的邊界交疊跡象存在／不存在，並不證明無此類風險。</p>
其他	無

## 7.2. 樓宇描述

樓宇描述			
建成日期	2014年2月3日（已登記），樓齡5年		
結構	輕型鋼架結構		
樓層	1層		
樓面面積	【主樓】		
	樓層	建築面積*1	淨可出租面積
	1樓	199.59平方米	199.60平方米
	總計	199.59平方米	199.60平方米
	【副樓】		
	樓層	建築面積*1	淨可出租面積*2
	1樓	8.35平方米	—
共計	207.94平方米	199.60平方米	（主樓及副樓）
	*1：建築面積根據登記情況計算得出。		
	*2：淨可出租面積根據提供的租賃合約計算得出。		
建築圖則及設計圖則等	詳情列示隨附的建築圖則。		
設計師	K.K. Jes sekkei		
承建商	AKIYAMA YUAVIS CONSTRUCTION CO., LTD		
等級	標準		
維護	目標物業的樓齡為5年。 其相對較新，且迄今為止一直有維護。		
與周邊環境的一致性	目標物業為低層租賃零售樓，與社區標準用途相符。因此，目標物業整體上符合周邊換件。		
有害材料	從進行的聆訊、樓宇用途、樓宇結構及建成年份判斷，石棉及印刷電路板的使用可能性極小。 如工作範圍條件所述，此因素從本分析的價值釐定要素中剔除。上述結論僅表明我們正常研究範圍內發現的有害物質跡象存在／不存在，並不證明無有害物質風險。		
抗震充足度	考慮到樓宇建成年份，目前判斷此樓宇乃按新抗震標準建成。因此，此因素從本分析中的價值釐定要素中剔除。		
法律合規	樓宇許可證：已確認 樓宇驗收證：已確認 如上所述，樓宇驗收證已確認。連同現場視察結果及當地行政機構進行的研究，目前認為法律合規有保障。 （根據估值師進行的初步研究）		
其他	無		



## 7.3. 樓宇及其地盤描述

樓宇及其地盤描述																	
樓宇及其地盤之間的平衡	<p>BCR：有效利用率 9.49% &lt; 許可利用率 80.00%</p> <p>FAR：實際利用率 9.41% &lt; 許可利用率 100.00%</p> <p>目標樓宇並無充分利用其許可 FAR。儘管周圍區域的許多樓宇均為低層樓宇等，目標物業的利用率極其低。儘管樓宇在地盤上的位置恰當，但地盤使用效益遠不及最大程度。</p>																
租賃狀態	<p>目標物業為單一租客物業，擁有標準的租賃協議。租金水平等被認為基本吻合市場租金水平。</p> <p>有關承租人 SEVEN-ELEVEN JAPAN Co., Ltd 的詳情如下：</p> <table border="0" style="width: 100%;"> <tr> <td style="width: 35%;">公司名稱</td> <td>SEVEN-ELEVEN JAPAN Co., Ltd</td> </tr> <tr> <td>公司總部</td> <td>8-8, Nibancho, Chiyoda-ku, Tokyo</td> </tr> <tr> <td>資本</td> <td>17,200,000,000 日圓</td> </tr> <tr> <td>成立日期</td> <td>1973 年 11 月 20 日</td> </tr> <tr> <td>法人代表</td> <td>Furuya Kazuki (總裁)</td> </tr> <tr> <td>僱員人數</td> <td>8,886 人 (截至 2018 年 2 月底)</td> </tr> <tr> <td>主營業務</td> <td>便利店等</td> </tr> <tr> <td>店舖數目</td> <td>20,260 間 (日本境內)</td> </tr> </table>	公司名稱	SEVEN-ELEVEN JAPAN Co., Ltd	公司總部	8-8, Nibancho, Chiyoda-ku, Tokyo	資本	17,200,000,000 日圓	成立日期	1973 年 11 月 20 日	法人代表	Furuya Kazuki (總裁)	僱員人數	8,886 人 (截至 2018 年 2 月底)	主營業務	便利店等	店舖數目	20,260 間 (日本境內)
公司名稱	SEVEN-ELEVEN JAPAN Co., Ltd																
公司總部	8-8, Nibancho, Chiyoda-ku, Tokyo																
資本	17,200,000,000 日圓																
成立日期	1973 年 11 月 20 日																
法人代表	Furuya Kazuki (總裁)																
僱員人數	8,886 人 (截至 2018 年 2 月底)																
主營業務	便利店等																
店舖數目	20,260 間 (日本境內)																
目標物業競爭力	<p>距離最近車站為日本鐵路東北本線的「郡山」站。</p> <p>目標物業離該車站約 10 分鐘路程，並靠近交通繁忙的主幹道交叉口。地點方面，其對客戶的可見度及吸客能力均很高。周邊區域人口多，而目標物業又位於潛力巨大的路邊商區。</p> <p>基於以上所述，目標物業在地點/地盤方面的競爭力優越。</p>																

	<p>樓宇分析乃如前述章節所述。目標物業為低層租賃零售店，相對較新，且迄今為止一直有維護。現有停車位足夠滿足現規模樓宇的需求，且樓宇具備滿足潛在租戶所需的各種必要功能。由於樓宇的設計簡單，其可用於廣泛用途，預期能足以滿足潛在租戶需求。然而，樓宇的許可 FAR 的利用率很低，同時，雖然位於路邊商區，但鑒於其在地點方面的潛力很大，在一定程度上上的密集使用對該物業而言具有合理性。因此，仍存在的問題是目標物業是否充分利用了其稀缺價值。</p> <p>基於上文所述，目標物業在樓宇特徵方面的競爭力屬平均水平。</p> <p>目標物業乃整體用作便利店，並訂有固定年期的樓宇租賃協議。其為租客 SEVEN-ELEVEN JAPAN 的直營店。該店租金與市場租金相比居於合理水平。如前文所述，租客為 SEVEN-ELEVEN 的直營店，且租客擁有非常高的信譽。此外，其作為空置土地的價值超過了收入法價值，因此租客如計劃搬離對該物業而言也不存在問題。因此，可總結認為物業並不存在租客搬離風險。基於上文所述，目標物業在合約及租客方面的競爭力均非常卓越。</p> <p>土地及樓宇均由同一實體擁有，故並不存在抑制目標物業的市銷性及競爭力的因素。</p> <p>經計及上文所述一切因素，我們總結認為目標物業的競爭力被判定為卓越。</p>
--	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

#### 7.4. 經改進的最高及最佳用途

經改進的最高及最佳用途	
作為空置土地的最高及最佳用途	<p>考慮到周邊及目標樓宇的特徵以及未來預測，作為空置土地的最高及最佳用途判定如下：</p> <p><b>低層零售店場地</b></p>
經改進的最高及最佳用途	<p>儘管目標物業符合周邊環境，目標樓宇及土地並不相稱。考慮到目前訂有固定年期的樓宇租賃協議且只有一名租客佔用樓宇，人們可以預期的情景是租期結束後樓宇被拆除。然而，距離租期到期尚有 15 年以上之遙，因此提前 15 年對土地進行估值非常有挑戰性。此外，在用途方面，其符合地盤的最高及最佳用途，惟與作為空置土地的最高及最佳用途相比的差異有限。</p> <p>因此，經改進的最高及最佳用途判定如下。</p> <p>持續用作低層租賃零售店</p>

## 8. 估值法應用

### 8.1. 一般說明

目標物業被識別為租客佔用樓宇及地盤，應用成本法及收入法估算價值，而由於缺乏足夠的銷售比較項目，並無對樓宇及其地盤整體應用銷售比較法。

### 8.2. 成本法

成本法價值按估值日期重置成本扣除必要的折舊得出。  
估計過程列示於附錄四：*成本法價值估計表*。

#### 8.2.1. 重置成本

地盤及建築的重置成本乃估算得出，當中加入雜項支出，以估計目標物業的重置成本。

##### 8.2.1.1. 土地（空置土地）

空置土地價值乃應用銷售比較法參照基準價值估算得出。估計過程列示於附錄五：*土地價值估計表*。

銷售比較法價值及基準價值	
銷售比較法價值	153,000 日圓每平方米
基準價值	120,000 日圓每平方米

（以官方列示的土地價格調查點：Koriyama 5-1 為基準）

於本分析中，標準地段的標準價值估計為 153,000 日圓每平方米，儘管銷售比較法價值與基準價值之間有差異，有關估值仍側重於反映市場實際狀況的銷售比較法價值。目標土地的價值乃以土地面積數額乘以單價（通過就目標地盤的屬性調整估算得出）估計而來。就目標屬性所作調整的基準如下。

項目	調整	調整基準
大型	- 20%	按單價與總值之間的關係判定
雙街區地段	+1%	根據實際使用率的上升情況
不規則	-2%	根據實際使用率的下降情況
可見度	+5%	根據實際使用率的上升情況
倍數	83%	

#### 8.2.1.2. 樓宇

我們已通過比較類似樓宇的建造成本估計樓宇的價值。結構方面則透過比較類似樓宇的收購價值估計價值。

#### 8.2.1.3. 雜項支出

雜項支出乃考慮以下各項估計得出：

- 與土地有關的直接成本，如收購費、開發申請費及物業稅等。
- 與樓宇有關的直接成本，如設計／監督費、樓宇證書申請費及登記費等。
- 與樓宇及其地盤有關的費用，如融資成本及開發風險等同金額等。

### 8.2.2. 折舊

#### 8.2.2.1. 土地折舊

並無就土地扣除折舊。

#### 8.2.2.2. 樓宇折舊

樓宇等（樓宇及建築物）的折舊價值採用可使用年期折舊及觀察折舊估計。至於可使用年期折舊，我們將樓宇的組成部分分類為樓宇框架、外飾及安裝，其後計及樓齡及餘下經濟可使用年期估算每項折舊率。可使用年期結束時的剩餘價值比率按 0% 估計。至於觀察折舊，考慮到完成現場視察後確認的實物折舊及目標物業市場競爭力，我們總結認為毋須調整。

#### 8.2.2.3. 雜項支出折舊

基於對雜項支出的折舊減值作出的估計，折舊率估計為 100%。

#### 8.2.2.4. 經改進的折舊

根據目標物業在最高及最佳用途方面的分歧度，折舊率按整體估計。

### 8.2.3. 成本法價值

我們通過對上文所評估的重置成本扣除折舊，按下列方式估計目標物業的成本法價值。

重置法	折舊	成本法價值
360,362,460 日圓	- 137,302,419 日圓	= 223,000,000 日圓

<b>成本法價值</b>	223,000,000 日圓	
<b>土地</b>	196,700,000 日圓	(88%)
<b>樓宇</b>	19,400,000 日圓	(9%)
<b>建築物</b>	6,900,000 日圓	(3%)

■ 土地及樓宇等的價值列示於上文，是透過在整體扣除折舊前根據土地價值／樓宇價值等的比率分配成本法價值得出。

### 8.3. 收入法

價值估計值（收入價值）根據計算目標物業預期未來淨現金流量的現值總金額所得。收入法價值使用直接資本化法及貼現現金流量法估計。

直接資本化法取用單獨一年的淨現金流量（「淨現金流量」），並使用某一資本化率將其資本化從而估計出價值。

貼現現金流量法匯總多個連續期間的一年內淨現金流量以及復歸價值（根據時間貼現至現值）。客戶的代表所提供並被用於收入法的材料列示如下：

標題	報告中的名稱	簽發日期等
物業納稅清冊	物業稅項金額	2018年

### 8.3.1. 目標的新市場租金

應用收入法前，會對目標的新市場租金進行評估。目標的新市場租金影響到貼現現金流量法中的現金流量預測以及直接資本化法中的單一年度淨現金流量、貼現率、資本化率、期末資本化率等。

#### 8.3.1.1. 可資比較租金

周邊地區競爭物業的合約租金/租金要價如下（包括了部分的估計數據）。收集適合作為可資比較例子的郊區零售店舖樣本並不容易。所評估的租金單位價格已參考下列可資比較例子，尤其注意了與土地規模比較的樓宇規模。

（零售）

#	已簽署/ 要價	位置	已竣工	建築面 積	樓層	合約面積	單位租 金
				*1	*2	*3	(Y/Tb)
目標	-	Omachi 2-chome, Koriyama-shi, Fukushima-ken	2014年2月	D	C	B	-
1	不適用	Akita-shi, Akita-ken	2014年	B	C	A	12,200
2	不適用	Isesaki-shi, Gunma-ken	2013年	B	C	A	11,100
3	不適用	Ishinomaki-shi, Miyagi-ken	2014年	B	C	A	10,800
4	不適用	Fukaya-shi, Saitama-ken	2014年	B	C	A	11,000
5	不適用	Ishioka-shi, Ibaraki-ken	2014年	B	C	A	12,700

\*1 S：超過 1,000Tb，A：500-1,000 Tb，B：300-500 Tb，C：100-300 Tb，D：100 Tb 或以下

\*2 A：三樓或以上，B：二樓，C：一樓，D：地下一層或以下

\*3 S：超過 500Tb，A：100-500 Tb，B：30-100 Tb，C：30Tb 或以下

## 8.3.1.2. 目標的新市場租金

根據以上可資比較例子、目標物業的實際租金及租金要價以及與地產經紀的會談，我們估計出下文目標物業的中長期平均穩定租金（包括 CAM），尤其注意了與土地規模比較的樓宇規模等。按金（可退還的一次性付款）及保證金（視為提前支付租金的一次性付款）亦根據類似考慮因素作出了估計。

#	用途	新租金	其中的 CAM	按金	保證金（攤銷）
1	目標物業的新市場租金（零售）	15,333 日圓/Tb	0 日圓/Tb	兩個月	零個月

## 8.3.2. 通貨膨脹預測

基於新市場租金，我們預測貼現現金流量法中的現金流量以及會影響直接資本化法中單獨一年的淨現金流量、貼現率、資本化率、期末資本化率等的價格變化。計算價格預測變化的估計值時，我們計及 GDP 增長、GDP 緊縮指數及租金指數趨勢等未來預測數據以及歷史租金指數，從而達致以下估計值。

通貨膨脹預測	
短期預測（1 至 3 年）	± 0.0%
中期預測（4 至 10 年）	± 0.0%
長期預測（11 年後）	± 0.0%



### 8.3.3. 比率及收益率

#### 8.3.3.1. 資本化率

直接資本化法所用資本化率以及貼現現金流量法所用的貼現率、期末資本化率已按以下作出估計。

在本次分析中，目標物業的資本化率經參考下文所列的實際交易後的評估情況如下。當中考慮了目標物業市場區域的潛力、在位置／地盤狀況、樓宇規格、租金類型、合約狀況、租戶質量及物業權益等方面的競爭力以及經營收入變動預測。儘管評估得出的資本化率略微低於下列交易的淨現金流量比率，但目標物業的空置土地價值超出收入法價值，故即使租戶棄租，仍然無需面對任何風險。此外，租戶的信用高且非常穩定。因此，資本化率亦被判定為屬合理。

*百萬日圓										
#	已簽署 /日期	地址	竣工	建築面 積 (坪)	淨可出 租面	交易價*	每平方米*	買家	評估資本化率	淨現金 流量資本
1	2018年1月	Tokiwadai, Itabashi-ku, Tokyo-to	2017年8月	1,217	1,217	1,263	1,037,781	J-REIT	4.2%	4.6%
2	2018年6月	Daimyo, Chuo-ku, Fukuoka-shi, Fukuoka-ken	2002年4月	850	761	980	1,287,762	J-REIT	4.1%	4.7%
3	2018年11月	Nishiochiai, Suma-ku, Kobe-shi, Hyogo-ken	2000年8月	14,619	14,619	3,560	243,511	J-REIT	4.5%	4.7%
4	2017年10月	Chuo, Aoba-ku, Sendai-shi, Miyagi-ken	1998年3月	73,187	737	333	451,956	J-REIT	4.5%	4.7%
5	2018年1月	Saiwai-ku, Komukainishimachi, Kawasaki-shi, Kanagawa-ken	1997年1月	2,597	2,678	790	295,047	J-REIT	4.2%	5.2%
6	2018年1月	Takada, Itoshima-shi, Fukuoka-ken	2008年7月	3,003	2,843	900	316,592	J-REIT	5.3%	5.8%
7	2019年2月	Hon-amanuma, Suginami-ku, Tokyo-to	2018年9月	2,014	3,177	2,160	679,921	J-REIT	4.5%	6.1%
8	2019年2月	Honkomagome, Bunkyo-ku, Tokyo-to	1994年4月	1,067	1,067	750	702,938	J-REIT	4.4%	4.4%
<b>資本化率</b>							<b>4.5%</b>			

## 8.3.3.2. 貼現率

難以獲得第三方市場的貼現率數據。出於估值的目的，我們採用以下三種方法釐定目標物業的貼現率。

## 8.3.3.2.1. 向基礎比率加入風險溢價

此方法將目標物業特定的各項影響因素（如流動性等投資風險、管理事宜及其作為一項資產的安全級別）應用至多項金融資產（如政府債券）的利率，從而作出適宜的調整。該等風險產生的風險數量視乎物業的特點（例如位置、樓齡、規格、物業用途、所有權類型、樓宇租賃期等）而定。我們估計因目標物業特點不同而產生且將加至基礎比率的各項風險溢價（東京中央商業區普通 A 類寫字樓的貼現率按將房地產投資的風險溢價加至無風險政府債券利率的方法計算），並將該等數據相加從而達致將應用於目標物業的貼現率，如下：

項目	比率	參考
基礎利率	2.2%	-
用途	1.2%	郊區零售
位置	1.4%	Omachi 2-chome, Koriyama-shi, Fukushima-ken
樓齡	0.1%	約 5 年
規格	0.0%	符合市場需求
專屬區面積	0.0%	符合市場需求
租賃	-0.3%	租戶穩定
權利	0.0%	絕對和無限制的房地產所有權
其他	-0.3%	基於其土地價值，不會因租戶棄租而產生風險
總計	4.3%	

## 8.3.3.2.2. 投資方法的範圍

此方法通過計算投資、債務及權益的融資部分的加權平均數來取得貼現率，各項因素均有貼現率。本報告根據與作為市場參與者的投資者的會談，對目標物業及類似物業的債務收益率、貸款價值比以及內部收益率進行估計，並取得了以下所示的貼現率。

$$\begin{array}{cccccc}
 \text{債務收益率} & \text{貸款價值} & \text{內部收益率} & \text{(1-貸款價值)} & \text{貼現率} \\
 & \text{比} & & \text{比)} & \\
 1.5\% & \times 60\% & + 8.0\% \sim 10.0\% & \times 40\% & = 4.1\% \sim 4.9\%
 \end{array}$$

## 8.3.3.2.3. 從資本化率中提取收益率

此方法從上文估計的資本化率中獲得貼現率，且不僅就貼現現金流量分析的預測淨現金流量變化，亦會就影響直接資本化法所用淨現金流量的因素作出調整。

因素	對淨現金流量的影響
淨現金流量的預期變化	±0.0%
直接資本化的淨現金流量與貼現現金流量分析的淨現金流量之間的價差	-0.2%
總計	-0.2%

$$\begin{array}{rcccl}
 R \text{ (資本化率)} & & g \text{ (增長率)} & & Y \text{ (貼現率)} \\
 4.5\% & + & (-0.2\%) & = & 4.3\%
 \end{array}$$

#### 8.3.3.2.4. 貼現率

按上述方法釐定的貼現率均包含了各項相關事項。然而，方法考慮了物業的具體因素，並反映出目標物業周邊市場的預期收益。我們比較了三種方法得出的三項貼現率，並推斷出將應用於貼現現金流量法中的以下貼現率。

貼現率	4.3%
-----	------

#### 8.3.3.3. 期末資本化率

期末資本化率指持有期間屆滿時（第 10 年結束）的資本化率，並通過合併估值日期的資本化率、期限風險（社區及樓齡的變化）、直接資本化法所用淨現金流量與第 11 年的淨現金流量之間的價差以及持有期屆滿後淨現金流量的預期變化作出了以下的估計。

期末資本化率	4.6%
--------	------

### 8.3.4. 直接資本化法

#### 8.3.4.1. 淨現金流量

淨現金流量通過從總收入中扣除總開支的方式估計。估計的過程於附錄六：淨現金流量估計表及變量預測及附錄七：直接資本化估計表列示。

估計所用的假設如下：

- 分析中假設淨現金流量穩定（關注目標物業的中長期盈利水平）；
- 資本化率中加入貼現現金流量法的淨現金流量預測變化與直接資本化法中所用淨現金流量之間的價差；
- 租戶的營業額根據目標物業及類似物業的過往表現按 20 年零售估計；
- 如「通貨膨脹預測」章節所述，價格的預期變化假設為±0.0%。

#### 8.3.4.2. 資本化率

如本報告上文的「資本化率」章節所述。

#### 8.3.4.3. 直接資本化價值

通過向淨現金流量應用上述資本化率，我們對直接資本化價值作出了以下估計。

淨現金流量	資本化率	緊急維修成本	直接資本化價值
8,812,560 日圓	÷ 4.5%	- 0 日圓	≐ 196,000,000 日圓

**直接資本化價值**  
(每淨可出租面積)

196,000,000 日圓  
(每平方米 982,000 日圓)

### 8.3.5. 貼現現金流量法

貼現現金流量法按選定的收益率將預期未來淨現金流量及復歸價值貼現至現值，並將該等數據相加以估計出估值結果。

詳情請參閱附錄六：淨現金流量估計表及變量預測、附錄八：貼現現金流量法估計表及附錄九：貼現現金流量法現金流量表。

估計所用的假設如下：

- 根據房地產投資者的一般持有期，分析期設定為 10 年；
- 租戶營業額使用直接資本化法估計；
- 我們根據租戶營業額假設於預測期結束時的淨現金流量屬於穩定；
- 如通貨膨脹預測章節所述，價格的預期變化假設為±0.0%；
- 銷售成本估計為銷售價格的 2%。

#### 8.3.5.1. 持有期內淨現金流量的現值總額

請參閱附錄六：淨現金流量估計表及變量預測

#### 8.3.5.2. 淨期末價值的現值

第 11 年的淨現金流量利用期末資本化率進行資本化，從銷售成本中扣除，且其後乘以現值因素以對銷售所得款項淨額的現值進行估計。

#### 8.3.5.3. 貼現現金流量價值

基於上述分析，我們對貼現現金流量價值作出以下估計。

持有期內淨現金流量 的現值總額	淨期末價值的現值	緊急維修成本	貼現現金流量價值
70,207,622 日圓	+ 123,236,388 日圓	- 0 日圓	= 193,000,000 日圓

**貼現現金流量價值**  
(每淨可出租面積)

**193,000,000 日圓**  
(每平方米 967,000 日圓)

## 8.3.1. 收入法價值

直接資本化價值	196,000,000 日圓
貼現現金流量價值	193,000,000 日圓

上文得出了兩個價值估計值。

使用直接資本化法的價值估計值利用資本化率對單獨一年的淨現金流量進行資本化，這屬於簡單的方法，因為唯一的變量是單獨一年的淨經營收入及資本化率，但另一方面，難以反映單獨一年的淨現金流量與影響預期淨現金流量的變化之間的差異。在分析中，資本化率已加入了淨現金流量的預期變化以及與所採用單獨一年淨現金流量有關的未來風險。

使用貼現現金流量法的價值估計值基礎是關於現金流量及退出的明確未來可能發生的情形，故依賴該等預測的準確性以及其對未來現金流量的影響。

在分析中，淨現金流量的可預測變化已在現金流量中適當反映。

基於上述，使用貼現現金流量法的收入法價值被判定為更有說服力。因此，我們的結論是應該優先考慮貼現現金流量價值，並對收入法價值作出以下估計。

收入法價值 (每淨可出租面積)	193,000,000 日圓 (每平方米 967,000 日圓)
--------------------	-------------------------------------

## 9. 對賬及價值結論

### 9.1. 價值估計值的對賬

我們已取得下文所示的價值估計值，並重新考慮數值以釐定我們的把握度及價值結論。

<b>成本法價值</b>	<b>223,000,000 日圓</b>
<b>收入法價值</b>	<b>193,000,000 日圓</b>

成本法重點關注成本。評估重置成本時，已對土地應用銷量比較法，並充分參考基準價格。對於樓宇及構築物，則會使用類似樓宇的建築成本等作為參考。我們通過考慮土地及樓宇各項開支的市況估計雜項開支。土地並無出現折舊，我們綜合了可使用年期及觀察到的折舊並將其用於評估樓宇的折舊情況。對於雜項開支，我們在持有有用性的期間方面進行折舊。

此外，我們在估計時已考慮了作為樓宇及其地盤的適銷性。

上文得出的成本法價值是有充分數據支撐的經驗值。

收入法價值主要關注盈利水平。在分析中，同時使用了直接資本化法及貼現現金流量法來估計價值。

使用直接資本化法得出的估值，使用基於中長期收入產生能力的淨現金流量，並被視為客觀、實際。資本化率則取自市場交易以反映當前的市況。

在貼現現金流量分析中，使用現金流量表來估計一年內的淨現金流量，反映於下一個 11 年期間內收支的變化。

貼現率使用三種方法求取。期末資本化率按將未來風險溢價加至估值日期的資本化率上的方式進行估計。

在分析中，貼現現金流量價值更注重於指示收入法價值，因為淨現金流量的變化可以適宜的方式預測；然而，價值通常由直接資本化價值核證。

此外，我們考慮了以下事宜：

- 數據的選擇、評價及使用是否適宜
- 影響房地產價值的基本原則的使用是否適宜
- 因素分析是否適宜
- 關於應用各種方法時的調整的判斷是否適宜
- 對各種方法均適用並會影響價值的因素的判斷是否一致
- 單價與總價之間的關係是否適宜



## 9.2. 關於各價值估計值的信服程度的判斷

目標物業屬於一項租賃零售樓宇，重要有意買家關注點是物業的收入產生能力。因此，收入法價值被判定更能準確反映實際的市場狀況。

## 9.3. 評估價值

因此，我們認為收入法價值的相關性最強，而成本法價值則作為參考，且我們的結論是目標物業截止估值日期的價值如下。

評估價值

(每淨可出租面積)

**193,000,000 日圓**

**(每平方米 967,000 日圓)**

### 其他聲明

1. 倘若退還按金的義務由新買家於交易時承擔，則購買價格應為從評估價值中扣除有關按金。建設合作金已作為按金由承租人向出租人支付，並於 20 年內償還。常見的做法是於出售時結算建設合作金。因此，我們已在假設買家不繼承建設合作金的前提下作出評估。
2. 評估價格不包括將對交易徵收的消費稅及地方消費稅。
3. 角色分工

	評估事務所名稱	評估師姓名	簽署及蓋章	工作範圍
受託人	JLL Morii Valuation & Advisory K.K.	Kenichi Katsumi	✓	準備及應用所有的評估程序。
		Yasuhiro Takebe		篩選任務
		Hiroaki Honda		審閱評估報告
		Junichiro Iida		收集土地銷售可資比較例子
商業聯盟	無			



## 評估報告

### **GAIA Koriyamaomachi**

發佈日期 2019年3月11日  
報告編號 19-0114

(客戶)  
NIRAKU CORPORATION  
(除客戶外的評估報告收件人)  
**經紀，賣方**



## 前言

---

1. 本房地產評估報告（於下文簡稱為「報告」）乃由 JLL Morii Valuation & Advisory K.K.（於 1948 年成立，於下文簡稱為「JLL Morii」）之持牌房地產評估師及助理房地產評估師（於下文簡稱為「評估師」）根據房地產評估法案（1963 年第 152 號法案，於下文簡稱為「法案」）以彼等之專業知識及良知編製。
2. JLL Morii 保證報告乃於公正及客觀審閱後發佈，且 JLL Morii 及其評估師應對彼等在此項工作期間獲知的資料嚴格保密。
3. 報告的內容及就此釐定的評估價值僅在下文所述的假設以及相關內容所述的調查條件下生效。
  - a. 關於權利關係及合約關係的檢查以及關於物業物理狀況的調查乃基於官方登記冊及任何登記圖以及閣下提供的資料進行。吾等並無就該等權利關係、合約關係或物業的物理狀況作出任何明示或暗示擔保。
  - b. 對目標物業的確認為於可行情況下以目視檢查之方式進行外觀調查。對於土壤污染、掩埋物業、掩埋文化物業、石棉、建築內部缺陷等，乃假設除本評估所述者外並不存在上述情況。倘未來發現上述情況，JLL Morii 不承擔任何責任。
  - c. 作為此項工作之結論所列的評估價值並非對估值日期或未來之實際交易價值之擔保。
4. 報告由具名評估師以一般謹慎義務編製，惟報告之責任由 JLL Morii 承擔。
5. 根據法律規定，JLL Morii 將持有報告副本五年。
6. 倘需要將報告的部分內容引用或用於原目的以外之任何目的，請預先聯繫 JLL Morii 並獲得書面同意。
7. 倘報告的原文以日文編製，JLL Morii 不對翻譯為任何其他語言的報告內容負責。
8. 本報告產生的任何糾紛受日本法律管轄，並應以東京地方法院作為一審法庭。

## 目錄

<b>目錄</b>	
<b>1. 評估價值</b>	<b>1</b>
<b>2. 目標物業之描述</b>	<b>1</b>
2.1. 土地	1
2.2. 建築 1	1
2.3. 建築 2	1
<b>3. 項目基本詳情</b>	<b>3</b>
3.1. 項目基本詳情	3
3.2. 評估要求之目的以及報告使用者之範圍等	4
3.3. 評估目的及條件與所評估價值之關係，以及文件類型之間的關係	4
3.4. 所涉及之評估師及評估事務所持有之權益	4
3.5. 有關評估項目及所開展研究之未知因素	5
<b>4. 目標物業之識別</b>	<b>6</b>
4.1. 物理識別	6
4.2. 物業權益之識別	7
<b>5. 總體因素分析</b>	<b>8</b>
5.1. 近期經濟發展	8
5.2. 房地產市場趨勢	11
<b>6. 區域／社區分析</b>	<b>14</b>
6.1. 區域摘要	14
6.2. 目標物業的市場特徵	15
6.3. 社區	22
<b>7. 目標物業分析</b>	<b>23</b>
7.1. 土地描述	23
7.2. 樓宇描述	25
7.3. 樓宇及其他盤描述	27
7.4. 經改進的最高及最佳用途	28
<b>8. 估值法應用</b>	<b>29</b>
8.1. 一般說明	29
8.2. 成本法	29
8.3. 收入法	32
<b>9. 對賬及價值結論</b>	<b>36</b>
9.1. 價值估計值的對賬	36
9.2. 關於各價值估計值的信服程度的判斷	37
9.3. 評估價值	37
<b>其他聲明</b>	<b>38</b>

## 報告

### 1. 評估價值

目標物業於 2019 年 2 月 28 日的市值如下所示。

<b>評估價值</b> (市值)	<b>2,030,000,000 日圓</b>
---------------------	-------------------------

· 上述評估價值乃基於評估條件中所述的條件釐定。

### 2. 目標物業之描述

#### 2.1. 土地

土地	
位置及門牌號	(登記) Nos. 35 and 10 other tracts, Omachi 2-chome, Koriyama-shi, Fukushima-ken
用途	(登記/實際) 建築場址/建築場址
面積	(登記) 總計 8,659.12 平方米
產權持有人	GAIA Co., Ltd.

#### 2.2. 建築 1

建築	
位置	No. 35, Omachi 2-chome, Koriyama-shi, Fukushima-ken
建築編號	37-1
結構物	鋼框架結構，鍍合金鋼板屋頂，2 層
建築面積	總計 2,130.53 平方米
產權持有人	GAIA Co., Ltd.

#### 2.3. 建築 2

建築	
位置	No. 35, Omachi 2-chome, Koriyama-shi, Fukushima-ken
建築編號	52-1
結構物	木框架結構，鍍合金鋼板屋頂，1 層
建築面積	總計 21.69 平方米
產權持有人	GAIA Co., Ltd.

## 2.4. 建築3

建築	
位置	No. 35, Omachi 2-chome, Koriyama-shi, Fukushima-ken
建築編號	57-1
結構物	鋼框架結構，平屋頂，3層
建築面積	總計 11,305.08 平方米
產權持有人	GAIA Co., Ltd.

### 3. 項目基本詳情

#### 3.1. 項目基本詳情

##### 3.1.1. 目標物業

目標物業為 2 層的租賃零售建築（GAIA Koriyamaomachi），位於 JR 東北線“郡山市”站的西北。

##### 3.1.2. 物業類型及權益

類型：商業用途

權益：業主佔用建築及其場址

##### 3.1.3. 所評估價值

市值

##### 3.1.4. 估值日期

2019 年 2 月 28 日

##### 3.1.5. 評估日期

2019 年 3 月 8 日

##### 3.1.6. 評估條件

###### 3.1.6.1. 目標識別的條件

按原樣

###### 3.1.6.2. 假設

無

###### 3.1.6.3. 工作範圍的條件

- 受覆蓋範圍影響的價值決定因素：有關土壤污染、石棉、PCB 及邊界的因素。
- 工作範圍：研究以確定法規的存在及其內容為限。
- 在評估後對工作範圍的處理：將從分析的價值決定因素中剔除。

上述條件乃判斷不會損害參考本評估之人士之利益，原因是參考本評估之人士應基於客戶進行的研究、評估以及涉及價值決定因素的結果等，自行判斷該等因素是否會影響價值。

###### 3.1.6.4. 其他

無



### 3.2. 評估要求之目的以及報告使用者之範圍等

#### 3.2.1. 評估要求之目的

作為收購目標物業之參考

#### 3.2.2. 評估要求之背景資料

客戶考慮收購目標物業，需要評估目標物業於市場上的公平值，因此提出評估要求。

#### 3.2.3. 除客戶外之報告收件人

經紀，賣方

#### 3.2.4. 評估價值之披露

核數師

#### 3.2.5. 評估價值之發佈

無

#### 3.2.6. 於發佈報告後擴大報告使用者之批准要求

倘在發佈報告後需要公佈評估價值或擴大披露範圍，將需要在進行公佈或披露前提交書面的批准申請，以獲得負責本分析的房地產評估師及公司的批准。

### 3.3. 評估目的及條件與所評估價值之關係，以及文件類型之間的關係

評估項目（基於上文所述之目的及條件開展）旨在估計目標物業於市場上的公平值。因此，所評估價值為「市值」。

### 3.4. 所涉及之評估師及評估事務所持有之權益

#### 3.4.1. 所涉及之評估師及評估事務所持有之目標物業權益

無

#### 3.4.2. 所涉及之客戶、評估師及評估事務所之間的關係

無

#### 3.4.3. 接收報告之實體、所涉及之評估師及評估事務所之間的關係

無

3.5. 有關評估項目及所開展研究之未知因素

無

## 4. 目標物業之識別

### 4.1. 物理識別

#### 4.1.1. 場址檢查

場址檢查日期：2019年2月19日

檢查目標之評估師：Kenkichi Katsumi

同行人員：Shudo Kanai 先生，NIRAKU CORPORATION

#### 4.1.2. 用於識別之數據

登記證、平面佈置圖、官方地塊圖、建築平面圖、租賃協議等

#### 4.1.3. 檢查區域

土地：入口場址、邊界等

建築：1樓零售店及2樓房屋區域後側等

#### 4.1.4. 已核實之詳情

位置、形狀、大小、邊界、出租情況等

#### 4.1.5. 確認及識別結果

經確認，目標物業之情況與數據大致相符。

#### 4.1.6. 估值中採納之數值

土地：登記

建築：登記

淨可出租面積：登記（假設出租）

## 4.2. 物業權益之識別

目標物業於估值時由業主佔用，並無附有可能限制用益物權之任何權利。

門牌號 58、59 及 465 為目標物業中屬於另一名業主之單位，訂立有土地租賃協議。儘管該等場址被包括於建築許可證的物業面積中，其訂立有租賃協議，擬定用途為停車位，根據民法（不適用土地及建築租賃法案）被視為土地租賃協議。此外，土地產生的若干租金以及租賃權被判斷為無價值。因此，於評估時不計入土地面積。然而，考慮到其被用作目標物業的一個單位，在收入資本化法的計算中亦計入停車費，而租金則基於停車位可供使用的假設進行評估。

### 4.2.1. 用於識別之數據

登記證

## 5. 總體因素分析

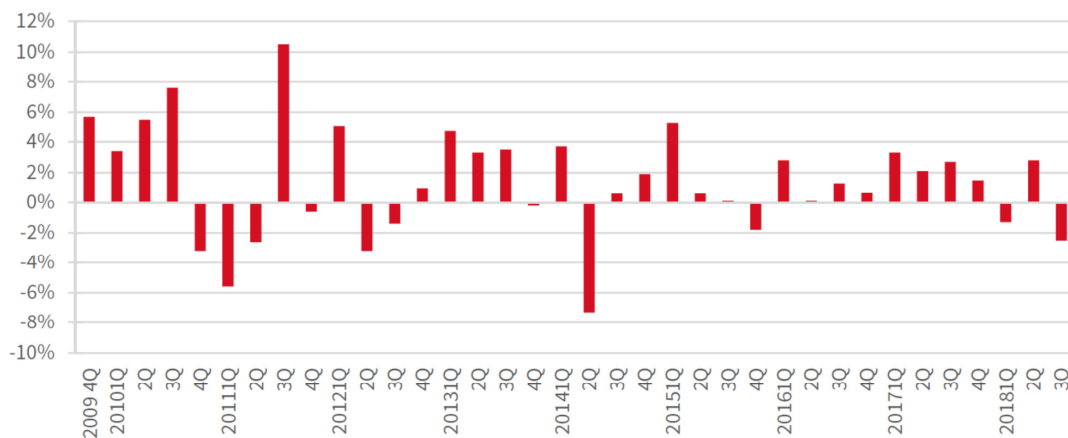
### 5.1. 近期經濟發展

根據內閣府於 2019 年 1 月發佈的月度報告，日本經濟正在溫和復甦。短期前景方面，在政策效果的支持下，就業及收入情況獲得改善，預期經濟將持續復甦。然而，應注意的風險包括貿易問題對全球經濟的影響、海外經濟的不確定因素（包括中國經濟前景）以及金融及資本市場波動的影響。此外，亦需要對一系列自然災害對經濟的影響提高警惕。

主要經濟指目標趨勢如下所示。

#### 5.1.1. GDP 趨勢

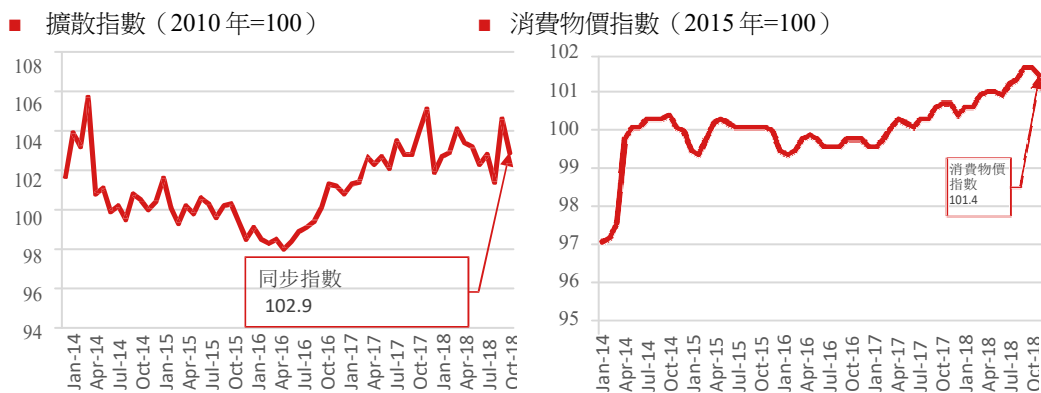
內閣府公佈 2018 年第三季度全國實際經濟增長率按季下降 0.6%，按年化基準計則下降 2.5%。



資料來源：內閣府

### 5.1.2. 擴散指數及消費物價指數

內閣府公佈 2018 年 11 月的企業景氣同步指數錄得 102.9（2015 年=100），較上月下降 1.7%。2018 年 12 月的全國消費物價指數（扣除新鮮食品）為 101.4（2015 年=100），同比上升 0.7%。



資料來源：內閣府

資料來源：總務省

### 5.1.3. 股價指數及匯率

東京證券交易所日經 225 平均指數於 2019 年 1 月收於 20,773.49 日圓，環比上升 3.8%，同比下降 10.1%。

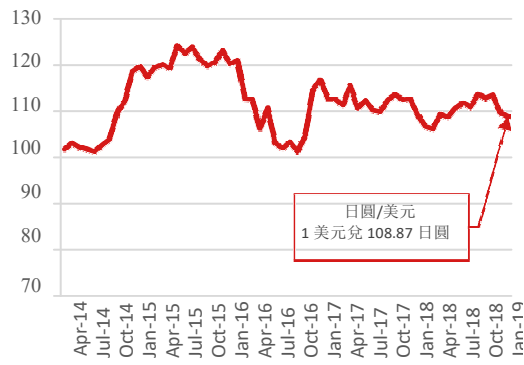
外匯市場方面，日圓兌美元匯率於 2019 年 1 月底為 108.87 日圓。

#### 5.1.3.1. 日經 225 平均股價指數



資料來源：東京證券交易所

#### ■ 匯率（東京市場）



資料來源：日本銀行

### 5.1.4. 長期最優惠利率及短期最優惠利率

2018年12月之長期最優惠利率為1.00%，與上月相同。

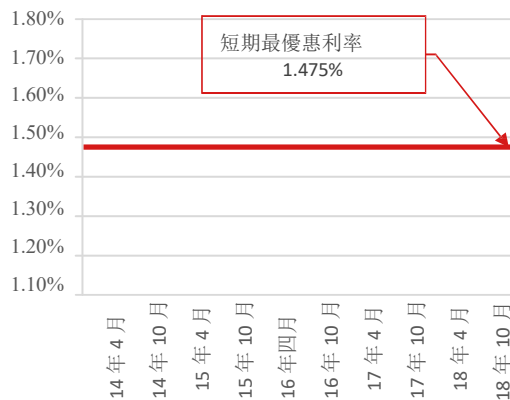
另一方面，2018年12月之短期最優惠利率為1.475%，亦與上月相同。

■ 長期最優惠利率



資料來源：日本銀行

■ 短期最優惠利率



資料來源：日本銀行

## 5.2. 房地產市場趨勢

### 5.2.1. 截至 2018 年 7 月的地價趨勢

自 2017 年 7 月起的一年時間裡，各土地類型的全國平均地價出現反轉，這是自 1991 年以來時隔 27 年首次上漲。就按土地類型劃分的趨勢而言，住宅地價跌幅持續放緩。商業地價連續 2 年上漲，漲幅加快，而相較上一年度的按年持平，工業地價 27 年來首次上漲。三個主要地區的住宅及商業地價漲幅均加快。大阪大都市圈的住宅地價四年來首次上漲，而工業地價亦普遍呈現強勁增長態勢。除三個主要地區外，札幌、仙台、廣島及福岡四個城市各土地類型的地價漲幅超越三個主要地區。與上一年度相比，非主要地區所有其他城市各土地類型的地價跌幅均放緩。

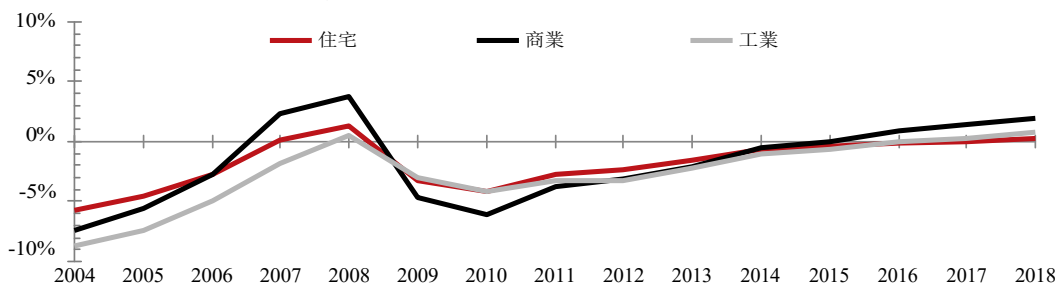
#### ■ 住宅地價

在持續的低利率政策以及全國就業及收入狀況改善所帶來的需求支撐下，地價，尤其是交通及生活方面非常便利的地區的地價，跌幅持續放緩。

#### ■ 商業地價

由於重建項目的進展所帶來的活力及客流量的改善，以及國內外遊客數量的增加，在主要城市的中心地區開設零售商店及酒店的意願依然強勁。至於辦公物業，由於公司業績改善，空置率總體持續下降，而在若干地區，租金開始上漲。除商業用地盈利能力有所改善外，寬鬆貨幣政策提供的有利融資環境令非私人投資者投資房地產的意願增強，故商業地價相較上一年度年持續上漲，漲幅甚至有所加快。

#### ■ 按土地類型劃分的日本地價變動（全國）



#### ■ 按土地類型劃分的地價變動（截至 2018 年 7 月）

	住宅	商業	工業
全國	-0.3% (0.3%↑)	1.1% (0.6%↑)	0.5% (0.5%↑)
東京大都市圈	1.0% (0.4%↑)	4.0% (3.4%↑)	2.9% (2.3%↑)
大阪大都市圈	0.1% (0.1%↑)	5.4% (5.4%↑)	1.7% (1.7%↑)
名古屋大都市圈	0.8% (0.2%↑)	3.3% (2.7%↑)	0.5% (-0.1%↓)
其他地區	-0.8% (0.2%↑)	-0.1% (0.9%↑)	0.0% (1.0%↑)

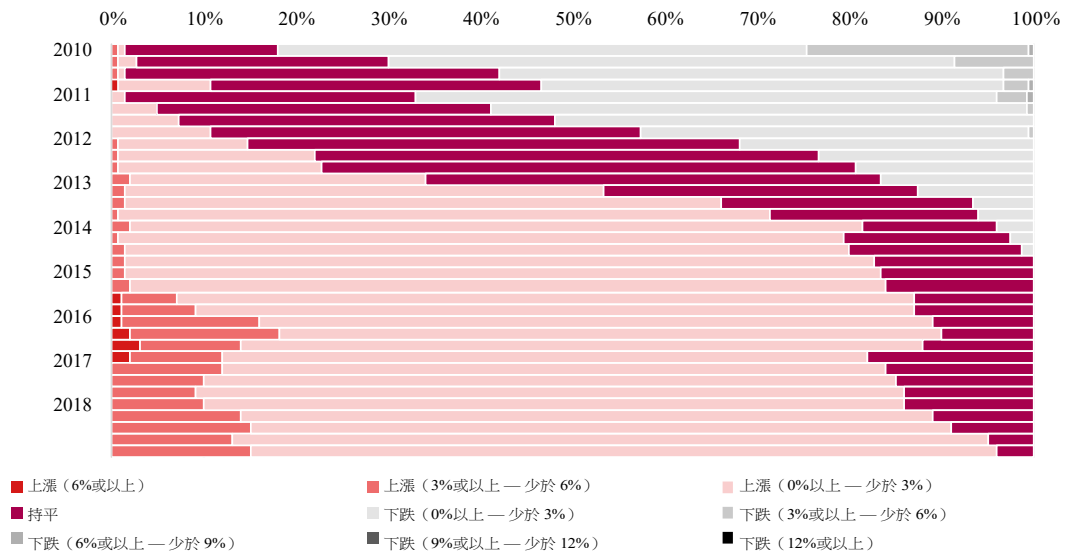
來源：國土交通省



### 5.2.2. 集約用地價格趨勢

國土交通省發佈地價評估報告（Land Value LOOK Report），該報告跟踪日本主要城市集約用地每個季度的價值趨勢，覆蓋東京大都市圈的 43 個地區、大阪大都市圈的 25 個地區、名古屋大都市圈的 9 個地區以及主要區域城市的 23 個地區，合計 100 個地區。

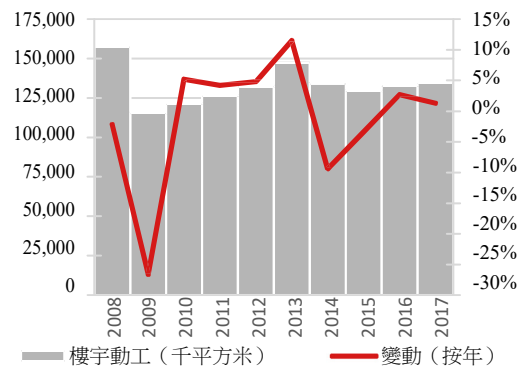
根據 2018 年第三季度報告，土地價值上漲的地區數量為 96 個（2018 年第一季度為 95 個），持平的地區數量為 4 個（第一季度為 5 個），下跌的地區數量為 0 個（第一季度為 0 個）。



### 5.2.3. 樓宇動工及建築成本平減指數

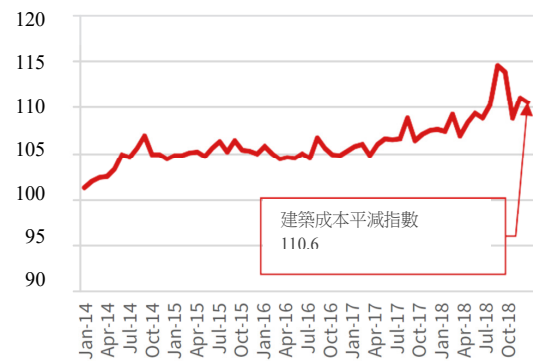
根據國土交通省的數據，2017年全國建築動工面積為134,679,000平方米（按年增長1.3%）。  
 另一方面，2018年10月的建築成本平減指數為110.6（2011年=100），按年上漲2.7%。

#### ■ 樓宇動工趨勢



來源：國土交通省

#### ■ 建築成本平減指數



來源：國土交通省

## 6. 區域／社區分析

### 6.1. 區域摘要

#### 6.1.1. 有關福島縣郡山市的描述

郡山市位於福島縣中通區的中心，被指定為核心城市。該城市由奧羽山脈的東側延伸至西側，其西側位於豬苗代湖（位於日本海一側）的南岸，其東側到達阿武隈高地。

市中心位於栃木縣宇都宮市和宮城縣仙台市之間，通過東北新幹線、東北本線、東北自動車道及國道4號線連接至兩市。此外，通過磐越自動車道、磐越西線、磐越東線及國道49號線，郡山市向西可至會津若松市及新潟市，向東可至磐城市。地處日本東部交通的十字路口，郡山市是經濟、內陸工業、物流及運輸的樞紐。憑藉其東北地區第二大人口及經濟地位，郡山都市圈正在形成。

鑒於其樞紐的特點，郡山市亦是福島縣的信息發佈中心，被稱為「商業城市」及「經濟縣廳」。作為樞紐站的郡山站，聚集著人與物，因此，隨著大正時代市政系統的引入，郡山市成為福島縣最大的城市。於戰後經濟快速增長期間，京濱工業區的許多公司遷入郡山市，該地區與關東地區的關係得到加強。

#### 6.1.2. 人口及戶數

##### ■ 人口

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
郡山市	329,122	335,826	335,413	334,295	332,737
福島縣	1,935,142	1,911,933	1,896,758	1,877,876	1,859,220

##### ■ 戶數

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
郡山市	135,416	138,678	140,101	140,891	141,719
福島縣	729,671	738,755	743,730	746,003	749,144

來源：1月1日/福島縣規劃協調局統計司（Statistics Division, Bureau of Planning and Coordination of Fukushima-ken）

## 6.2. 目標物業的市場特徵

### 6.2.1. 市場區域

買賣市場的市場區域被廣義定義為各地區縣廳及核心城市的商業區，對郡山市的商業區具有高度競爭替代性。  
租賃市場的市場區域與買賣市場的界定方式相同。

### 6.2.2. 市場參與者

#### ■ 買賣市場

（買方屬性及行為）

主要買方將是考慮在該地區開設新零售店等商店的公司。經計及業務盈利能力及開設新店的成本，該等潛在買方傾向於重點根據地點、競爭對手的情況、樓宇的維護及設計以及物業的資產價值等作出投資決策。

經營商業設施的房地產公司以及考慮購買現有樓宇進行重建的開發商及建築公司亦是潛在買方，彼等傾向於根據當前的 NOI、收入及支出預測、回報率、市場流動性、融資成本及重建項目的投資盈利能力作出投資決策。

（市場趨勢）

雖然受負利率政策等的影響，房地產市場的穩定性並未發生很大變化，但優惠售價仍然很高。郊區黃金地段物業的售價趨於上漲，而利率呈下降趨勢。在這種背景下，若干需求方表現出謹慎的態度。

#### ■ 租賃市場

（租戶屬性及行為）

在需求方面，考慮在目標領域開設新店的公司乃為終端租戶。經計及彼等的租金承受能力，主要租戶傾向於根據場地條件及競爭物業的情況選擇物業。

（市場趨勢）

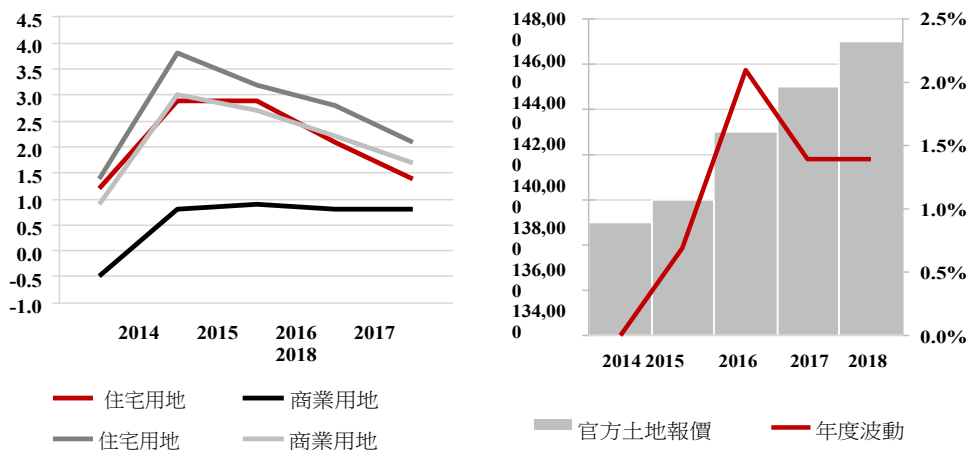
在東京大都市圈及外圍地區，擁有黃金地段及競爭優勢的大型商業設施的需求穩定，租金亦穩定。

另一方面，對於競爭力較弱的商業設施，租金叫價及合約租金均在下降；及彼等的空置率仍保持在較高水平。

### 6.2.3. 市場區域地價趨勢

最新數據顯示，2018 年福島縣住宅物業按年增長 1.4%，商業物業按年增長 0.8%。最新數據顯示，2018 年郡山市住宅物業按年增長 2.1%，商業物業按年增長 1.7%。

此外，最新公佈的相若地區的官方土地報價調查點「郡山 5-1」的數據顯示，2018 年按年增長 1.4%。



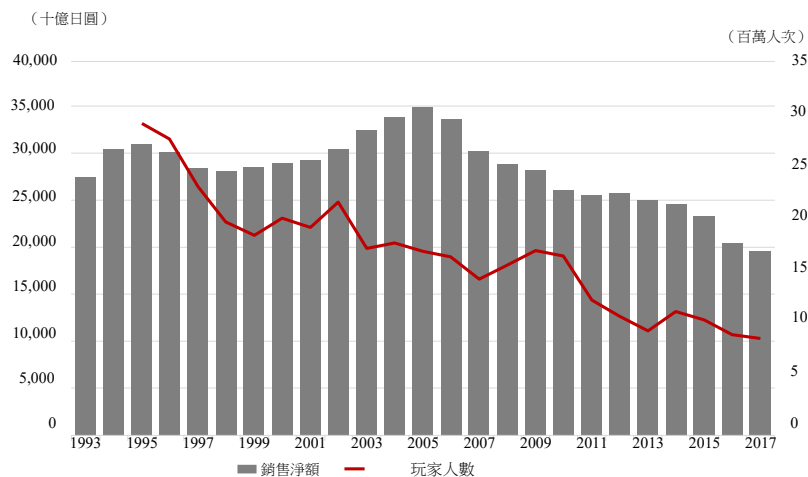
	福島縣		郡山市		官方土地報價 調查點「郡山 5-1」	
	(變動, 按年)		(變動, 按年)		價值 (日圓)	變動
	住宅用地	商業用地	住宅用地	商業用地		
2018 年	+1.4	+0.8	+2.1	+1.7	147,000	+1.4
2017 年	+2.1	+0.8	+2.8	+2.2	145,000	+1.4
2016 年	+2.9	+0.9	+3.2	+2.7	143,000	+2.1
2015 年	+2.9	+0.8	+3.8	+3.0	140,000	+0.7
2014 年	+1.2	-0.5	+1.4	+0.9	139,000	±0.0

來源：國土交通省

#### 6.2.4. 日式彈珠機業務趨勢

日式彈珠機遊戲館業務概述	<p>日式彈珠機遊戲館是安裝有日式彈珠機及日式角子機等機器供客戶暢玩遊戲以及客戶兌換彼等贏得的鋼珠等獎品的商店。日式彈珠機遊戲館亦被稱為「日式彈珠機厅」或「日式彈珠機店」。</p> <p>日本日式彈珠機遊戲館的業務在法律上被定義為成人娛樂業務，在「管制及修正娛樂事業等法例（the Act on Control and Improvement of Amusement Business, etc.）」（以下簡稱「娛樂業務法」）第 2-1-4 條中被規定為「安裝設備以供客戶暢玩可能激發賭博精神的遊戲的業務」。日式彈珠機等的遊戲幣受管制及修正娛樂事業法例實施條例（the Ordinance for Enforcement of the Act on Control and Improvement of Amusement Business）（屬國家公共安全委員會的一項法案）的管制。根據該條例，截至 2019 年 1 月，日式彈珠機的鋼珠價值被設定為 4.32 日圓或以下，而日式角子機的硬幣價值被設定為 21.6 日圓或以下（含消費稅）。</p>
日式彈珠機遊戲館開設規定	<p>日式彈珠機遊戲館的開設受「城市規劃法」項下分區規則的規管，同時亦受縣政府條例的管制，縣政府條例規定遠離保護兒童、老人及殘疾人士的設施（例如學校、福利設施及醫院）的距離要求，並禁止 24 小時營業。此外，自治市對商店開設的監管較縣政府更為嚴格。</p> <p>安裝日式彈珠機的娛樂設施須在建立設施前向警方取得營業許可。</p>
市場規模	<p>根據「2018 年休閒白皮書（Leisure White Paper 2018）」，2017 年日式彈珠機玩家人數為 9 百萬人，銷售淨額（鋼珠／硬幣租金）為 19.54 兆日圓，連續 5 年出現銷售淨額下降。銷售額於 2005 年達到 34.862 兆日圓的峰值，此後一直呈下降趨勢。銷售淨額下降的主要原因是日式彈珠機玩家人數減少。由於娛樂選擇日益多樣化、修訂法律減少賭博因素導致客戶流失，以及社會對日式彈珠機成癮的關注度提高，該數字逐年下降。最新數據顯示，2017 年日式彈珠機玩家人數為 9 百萬人，約為 1995 年 29 百萬人的 30%。另一方面，按銷售淨額除以客戶人數計算的每位客戶銷售淨額於 2013 年達到約 2.58 百萬日圓的歷史最高水平，此後一直維持在 2.1 百萬日圓的平均水平。這表明主要客戶已由輕用戶轉變為重度用戶。</p>

日式彈珠機業務市場規模趨勢



來源：「2018年休閒白皮書」（日本生產力中心）

按區域劃分的日式彈珠機玩家比例

2017年按區域劃分的日式彈珠機玩家比例如下所示（降序）。東北地區南部的比率高達15%或以上。

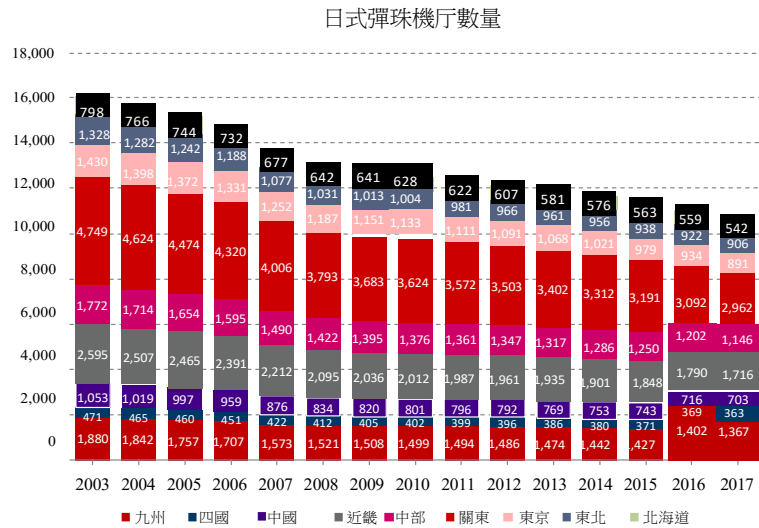
區域	日式彈珠機玩家比例 (%)	區域	日式彈珠機玩家比例 (%)
東北地區南部	15.8	長野/山梨	8.8
靜岡	12.8	關東地區北部	8.8
中國地區	11.6	北海道	8.6
北陸地區	11.3	東北地區北部	8.3
四國地區	11.1	千葉	8.2
大分/宮崎/鹿兒島	11.1	東京	7.7
長崎/佐賀/熊本	10.4	沖繩	7.7
愛知	9.7	滋賀/京都	7.5
三重/奈良/和歌山	9.5	埼玉	7.5
大阪	9.0	岐阜	7.1
神奈川	9.0	新潟	4.5
福岡	8.9	兵庫	3.1

來源：「2018年休閒白皮書」（日本生產力中心）

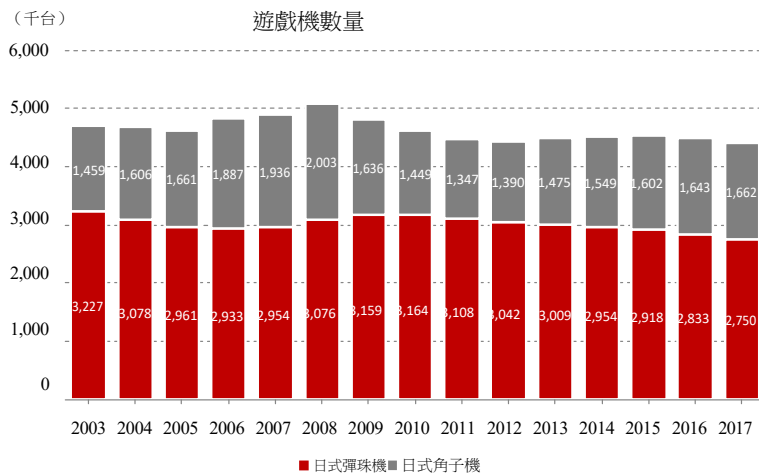
日式彈珠機  
數量及安裝的  
遊戲機數量

根據 Zennichi Yuren (全日本遊戲商業聯合會) 發佈的文件, 日式彈珠機及遊戲機的數量趨勢如下。自 1996 年以來, 日式彈珠機數量已連續 22 年下降, 而日式彈珠機數量已連續 7 年下降。此外, 日式角子機的數量 8 年來首次出現下降。根據「2016 年—2018 年休閒白皮書 (Leisure White Paper 2016 · 2018)」, 由於中小型商店的數量大幅減少以及各地區大型商店的開業, 商店平均規模增長。每家商店日式彈珠機的平均數量超過 400 台。大多數新門店乃尋求擴張及寡頭壟斷的公司開設, 且得到因停業業主增加而出現的空置商店供應的支持。

【日式彈珠機行數】



【遊戲機數量】



來源: Zennichi Yuren



## 管理指標

根據 2018 年 TKC 管理指標（截至 2017 年 12 月 31 日止財政年度），日式彈珠機業務中盈利公司的管理指標如下所示。相較其他服務業務，邊際利潤率及勞動收入份額均處於較低水平。

銷售淨額	年度銷售額	1,886,028,000 日圓
	按年	89.5%
勞動力成本	邊際利潤率	21.8%
	勞動收入份額	30.1%
	人均年度勞動力成本	3,350,000 日圓
盈利能力	普通收入（每年）	53,822,000 日圓
	經常性利潤率	2.9%
	普通收益率	4.8%
償債能力	權益比率	49.6%
	資產負債比率	68.9%
	權益資本	554,332,000 日圓
	贖回期（年）	1.8 年
	利息保障倍數	4.0 倍
	攤銷前經營收入（年度）	118,622,000 日圓

※公司數量：153；平均僱員人數：37

來源：TKC Corporation

## \*管理指標計算

## 1. 銷售淨額管理指標

序號	項目	公式
1	銷售淨額（千日圓）	
2	銷售淨額按年比較（千日圓）	$\frac{\text{年度銷售淨額}}{\text{上一年度銷售淨額}} \times 100$

## 2. 利潤分配管理指標

序號	項目	公式
3	邊際利潤率（%）	$\frac{\text{邊際利潤}}{\text{銷售淨額}} \times 100$
4	勞動收入份額	$\frac{\text{勞動力成本}}{\text{邊際利潤}} \times 100$
5	人均勞動力成本（每月）（千日圓）	$\frac{\text{勞動力成本} \div 12}{\text{平均僱員人數}}$

(\*1) 邊際利潤=銷售淨額-可變費用

(\*2) 勞動力成本包括向董事支付的新酬、工資、薪水、雜項工資、花紅、退休福利及福利開支等。

## 3. 盈利能力管理指標

序號	項目	公式
6	普通收入（千日圓）	
7	經常性利潤率（%）	$\frac{\text{普通收入}}{\text{銷售淨額}} \times 100$
8	普通收益率（%）	$\frac{\text{普通收入}}{\text{總資產}} \times 100$

## 4. 償債能力管理指標

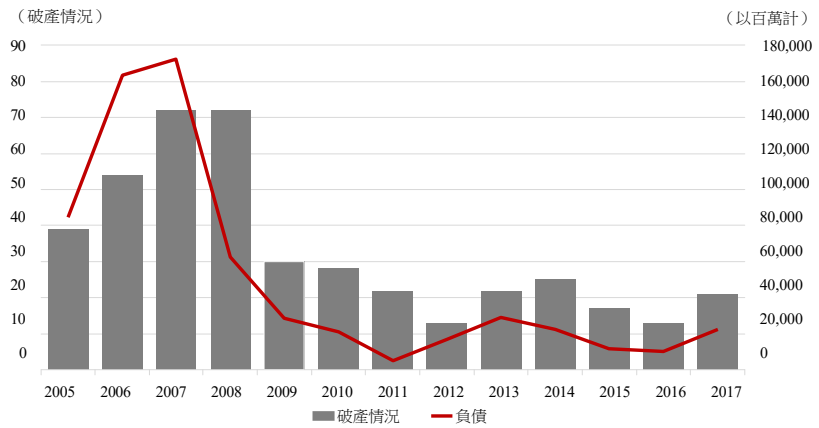
序號	項目	公式
9	權益比率（%）	$\frac{\text{權益資本}}{\text{總資本}} \times 100$
10	資產負債比率（%）	$\frac{\text{計息債務}}{\text{權益資本}} \times 100$
11	權益資本（千日圓）	淨資產（總計）- 股票收購權
12	贖回期（年）	$\frac{\text{計息債務} - \text{營運資金} - \text{現金及存款}}{\text{普通收入} - \text{所得稅} + \text{折舊免稅額}} \times 100$
13	利息保障倍數（倍）	$\frac{\text{普通收入} + \text{已收利息及股息收入}}{\text{已付利息及折舊}}$
14	攤銷前經營收入（千日圓）	經營收入 + 折舊免稅總額

(\*3) 計息債務包括短期借貸、長期借貸即期部分及長期借貸但不包括已貼現票據。

破產趨勢

根據 Teikoku Databank, Ltd.的數據，2017 年有 21 家日式彈珠機厅營運商破產，負債總額達 22.219 百萬日圓。與過往 10 年中的 2008 年峰值（72 家破產）相較，破產數量下降至約三分之一。

日式彈珠機厅營運商的破產情況及負債



來源：Teikoku Databank, Ltd.

## 6.3. 社區

社區	
<b>邊界</b>	位於郡山市大町 2 丁目 1 號區至 4 號區外，主幹道旁的區域，其西南側為目標物業正面。
<b>特徵</b>	交通繁忙的路邊商業區，設有零售商店及物流設施等。
<b>正面</b>	約 32 米寬的公路，兩側有人行道
<b>交通出入</b>	位於 JR 東北本線「郡山」站西北約 800 米處。
<b>環境</b>	<p>地形：由西向東向下傾斜，再向上傾斜，形成傾角。</p> <p>供水：公共系統</p> <p>污水處理：公共污水系統</p> <p>天然氣：城市燃氣</p> <p>危險／厭惡設施：沒有</p>
<b>行政因素</b>	<p>城市規劃區</p> <p>城市化推進區</p> <p>分區：商業區</p> <p>指定建築覆蓋率（「BCR」）：80%</p> <p>指定容積率（「FAR」）：400%</p> <p>防火／準防火區域：準防火區</p> <p>其他限制：停車推進區（郡山站西出口區）、都市功能誘導區（郡山站中央樞紐區）</p>
<b>未來前景</b>	並無發現任何會影響社區構成的事項，而社區的角色預計將保持不變。
<b>標準用途</b>	根據社區的特徵及未來規劃，判定為適合低層零售店的選址。
<b>標準地塊</b>	一塊長方形的內部地塊，面積約 500 平方米

## 7. 目標物業分析

### 7.1. 土地描述

土地描述	
當前用途	目標物業用作低層零售店
正面	四街區地段 西南向：約 32 米公共道路（第 42-1-1 條） 北向：約 18.3 米公共道路（第 42-1-1 條） 東向：約 18 米公共道路（第 42-1-1 條） 南向：約 5.5 米公共道路（第 42-1-1 條）
交通出入	西北向約 800 米處為日本鐵路東北本線的「郡山」站。
環境	類似於社區標準地段。
行政因素	指定 BCR(90.00%)、指定 FAR(400.00%) 在其他方面類似於社區標準地段。
地盤	面積 (已登記) 合共 8,659.12 平方米
	正面 ：約 40 米
	縱深 ：約 80 米
	形狀 ：不規則
	地形 ：從西向東為下坡地形，之後轉為上坡地形，形成凹陷。
	地盤水平 ：基本與街面齊平，但與北向道路有約 1 米高差。
地下文物	根據公共管理局的聆訊，目標物業並未指定為埋有地下文物的土地。 因此，我們總結認為此因素不會影響本分析中的價值釐定要素。
土壤污染	物業是否指定為根據《土壤污染防治法》必須採取措施的區域或指定為在變更特徵之後必須作出通知的區域。 ：□未指定 根據公共管理局的聆訊，目前確定已於 1976 年提交一份通知，內容有關地址位於 3-5, Omachi 2-chome 的加氣站為《下水道法》下的指定設施。  根據房地產估值師進行的初步研究，目標物業（包括周邊區域）的土地使用記錄如下：  [過往地理調查] 1970 年為停車場、加氣站、辦公室等， 1980 年為停車站、加氣站、辦公室等， 1987 年為家庭餐廳、停車場、加氣站、辦公室等， 1997 年為家庭餐廳、停車場、加氣站、小型零售店等，

土地描述	
	<p>根據現場視察、行政部門聆訊及用老地圖進行的過往地理調查結果並不能完全否認存在土壤污染的可能性，如工作範圍條件所述，此因素從本分析中的釐定要素中剔除。</p> <p>上述結論僅表明我們正常研究範圍內發現的土壤污染跡象存在／不存在，並不證明無土壤污染風險。</p>
心土物件	<p>根據估值師所進行的涉及客觀資料、聆訊及現場外觀視察的初步研究，目前假設並不存在心土物件。因此，此因素從本分析中的價值釐定要素中剔除。</p> <p>上述結論僅表明我們正常研究範圍內發現的心土物件跡象存在／不存在，並不證明無心土物件風險。</p>
邊界	<p>尚不清楚邊界確認與否。根據進行的現場視察，目前假設並不存在可能影響其價值的嚴重邊界交疊情況。然而，如工作範圍條件所述，此因素從本分析的價值釐定要素中剔除。</p> <p>此外，上述結論僅表明我們正常研究範圍內發現的邊界交疊跡象存在／不存在，並不證明無此類風險。</p>
其他	無

## 7.2. 樓宇描述

<b>1 號樓</b>			
建成日期	2005 年 7 月 5 日（已登記），樓齡 14 年		
結構	木架結構		
樓層	2 層		
用途	娛樂設施		
樓面面積	<b>樓層</b>	<b>建築面積*1</b>	<b>主要用途</b>
	1 樓	1,893.80 平方米	零售
	2 樓	236.73 平方米	零售
	總計	2,130.53 平方米	
	*1：建築面積根據登記情況計算得出。		
<b>2 號樓</b>			
建成日期	2005 年 7 月 5 日（已登記），樓齡 14 年		
結構	鋼架結構		
樓層	1 層		
用途	娛樂設施		
樓面面積	<b>樓層</b>	<b>建築面積*1</b>	<b>主要用途</b>
	1 樓	21.69 平方米	零售
	總計	21.69 平方米	
	*1：建築面積根據登記情況計算得出。		
<b>3 號樓</b>			
建成日期	2005 年 7 月 5 日（已登記），樓齡 14 年		
結構	鋼架結構		
樓層	3 層		
用途	停車場		
樓面面積	<b>樓層</b>	<b>建築面積*1</b>	<b>主要用途</b>
	1 樓	3,768.36 平方米	停車
	2 樓	3,768.36 平方米	停車
	3 樓	3,768.36 平方米	停車
	總計	11,305.08 平方米	
*1：建築面積根據登記情況計算得出。			

**【公共主體事項】**

樓宇描述	
建築圖則及設計圖則等	詳情列示隨附的建築圖則。
設計師	MORO Architectural Design Office
承建商	SATO KOGYO CO., LTD.
主要規格	日式彈珠機：520 台 Pachislot 機器：440 台 停車場：可供 744 輛車
等級	標準
維護	目標物業的樓齡為 14 年。 有普通損耗，但維護狀況良好。
與周邊環境的一致性	目標物業為低層租賃零售樓，與社區標準用途相符。因此，目標物業整體上符合周邊換件。
有害材料	從進行的聆訊、樓宇用途、樓宇結構及建成年份判斷，石棉及印刷電路板的使用可能性極小。 因此，此因素從本分析的價值釐定要素中剔除。
抗震充足度	考慮到樓宇建成年份，目前判斷此樓宇乃按新抗震標準建成。 因此，此因素從本分析中的價值釐定要素中剔除。
法律合規	樓宇許可證：已確認 樓宇驗收證：已確認 如上所述，樓宇驗收證已確認。連同現場視察結果及當地行政機構進行的研究，目前認為法律合規有保障。 (根據房地產評估師進行的初步研究)
其他	無

## 7.3. 樓宇及其地盤描述

樓宇及其地盤描述	
樓宇及其地盤之間的平衡	<p>BCR：有效利用率 59.28% &lt; 許可利用率 90.00%</p> <p>FAR：實際利用率 109.28% &lt; 許可利用率 400.00%</p> <p>儘管目標物業並無充分利用其許可 FAR，其符合周邊的標準使用情況，且樓宇在地盤上的位置恰當。因此，地盤的使用效益已達最大程度。</p>
目標物業競爭力	<p>距離最近車站為為日本鐵路東北本線的「郡山」站。</p> <p>目標物業離該車站約 10 分鐘路程，並靠近交通繁忙的主幹道交叉口。地點方面，其對客戶的可見度及吸客能力均很高。周邊區域人口多，而目標物業又位於潛力巨大的路邊商區。</p> <p>目標物業為形狀不規則，佔據四街區地段，較標準地段更大。</p> <p>儘管地盤的一部分只能用作車道，其正面朝向多個交通繁忙的主幹道，交通出入便利性高。</p> <p>基於以上所述，目標物業在地點／地盤方面的競爭力優越。</p> <p>樓宇分析乃如前述章節所述。目標物業為低層業主自用零售店，擁有大型多層停車場，迄今為止一直有維護。現有停車位足夠滿足現規模樓宇的需求，且樓宇具備滿足潛在租戶所需的各種必要功能。儘管樓宇以業主自用物業定位進行設計及建造，其設計簡單，可用於廣泛用途。儘管其因面積過大能吸引的潛在租客有限，但考慮到其地點優越，預期其仍有可觀的轉租需求。</p> <p>基於以上所述，目標物業在樓宇特色方面的競爭力優越。</p> <p>土地及樓宇均由同一實體擁有，故並不存在抑制目標物業的市銷性及競爭力的因素。</p> <p>經計及上文所述一切因素，我們總結認為目標物業的競爭力被判定為卓越。</p>



#### 7.4. 經改進的最高及最佳用途

經改進的最高及最佳用途	
作為空置土地的最高及最佳用途	<p>考慮到周邊及目標樓宇的特徵以及未來預測，作為空置土地的最高及最佳用途判定如下：</p> <p><b>低層零售店場地</b></p>
經改進的最高及最佳用途	<p>儘管目標物業符合周邊環境，目標樓宇符合地盤，也符合地盤的最高及最佳用途。</p> <p>因此，經改進的最高及最佳用途判定如下。</p> <p>持續用作低層租賃零售樓宇</p>

## 8. 估值法應用

### 8.1. 一般說明

目標物業被識別為租客佔用樓宇及地盤，應用成本法及收入法估算價值，而由於缺乏足夠的銷售比較項目，並無對樓宇及其地盤整體應用銷售比較法。

### 8.2. 成本法

成本法價值按估值日期重置成本扣除必要的折舊得出。

估計過程列示於附錄三：*成本法價值估計表*。

#### 8.2.1. 重置成本

地盤及建築的重置成本乃估算得出，當中加入雜項支出，以估計目標物業的重置成本。

##### 8.2.1.1. 土地（空置土地）

空置土地價值乃應用銷售比較法參照基準價值估算得出。估計過程列示於附錄四：*土地價值估計表*。

銷售比較法價值及基準價值	
銷售比較法價值	153,000 日圓每平方米
基準價值	120,000 日圓每平方米

（以官方列示的土地價格調查點：Koriyama 5-1 為基準）

於本分析中，標準地段的標準價值估計為 153,000 日圓每平方米，儘管銷售比較法價值與基準價值之間有差異，有關估值仍側重於反映市場實際狀況的銷售比較法價值。

目標土地的價值乃以土地面積數額乘以單價（通過就目標地盤的屬性調整估算得出）估計而來。就目標屬性所作調整的基準如下：

項目	調整	調整基準
大型	-20%	按單價與總值之間的關係判定
四街區地段	+4%	根據實際使用率的上升情況
不規則	-7%	根據實際使用率的下降情況
可見度	+5%	根據實際使用率的上升情況
倍數	81%	

#### 8.2.1.2. 樓宇

我們已通過比較類似樓宇的建造成本估計樓宇的價值。結構方面則透過比較類似樓宇的收購價值估計價值。

#### 8.2.1.3. 雜項支出（企業利潤及其他成本）

雜項支出乃考慮以下各項估計得出：

- 與土地有關的直接成本，如收購費、開發申請費及物業稅等。
- 與樓宇有關的直接成本，如設計／監督費、樓宇證書申請費及登記費等。
- 與樓宇及其地盤有關的費用，如融資成本及開發風險等同金額等。

### 8.2.2. 折舊

#### 8.2.2.1. 土地折舊

並無就土地扣除折舊。

#### 8.2.2.2. 樓宇折舊

樓宇等（樓宇及建築物）的折舊價值採用可使用年期折舊及觀察折舊估計。至於可使用年期折舊，我們將樓宇的組成部分分類為樓宇框架、外飾及安裝，其後計及樓齡及餘下經濟可使用年期估算每項折舊率。可使用年期結束時的剩餘價值比率按 0% 估計。至於觀察折舊，考慮到完成現場視察後確認的實物折舊及通過市場分析得出的目標物業市場競爭力，我們總結認為毋須調整。

#### 8.2.2.3. 雜項支出折舊

折舊率基於樓宇的可使用年期（樓宇框架的經濟可使用年期）作出估計。

#### 8.2.2.4. 經改進的折舊

由於目標物業維持著最高及最佳用途，故並無就經改進的目標物業確認折舊。

### 8.2.3. 成本法價值

我們通過對上文所評估的重置成本扣除折舊，按下列方式估計目標物業的成本法價值。

重置法	折舊	成本法價值
2,701,254,720 日圓	667,323,304 日圓	= 2,030,000,000 日圓

<b>成本法價值</b>	<b>2,030,000,000 日圓</b>
<b>土地</b>	<b>1,239,000,000 日圓 (61%)</b>
<b>樓宇</b>	<b>771,000,000 日圓 (38%)</b>
<b>建築物</b>	<b>20,000,000 日圓 (1%)</b>

土地及樓宇等的價值列示於上文，是透過在整體扣除折舊前根據土地價值／樓宇價值等的比率分配成本法價值得出。

### 8.3. 收入法

儘管目標物業屬業主佔用的土地及樓宇，但價值是假設其將予以租賃的情況下進行估計。價值估計值（收入價值）根據計算目標物業預期未來淨現金流量的現值總金額所得。收入法價值使用直接資本化法及貼現現金流量法估計。

直接資本化法取用單獨一年的淨現金流量（「淨現金流量」），並使用某一資本化率將其資本化從而估計出價值。

#### 8.3.1. 目標的新市場租金

應用收入法前，會對目標的新市場租金進行評估。目標的新市場租金影響到直接資本化法中的單一年度淨現金流量的資本化率。

##### 8.3.1.1. 可資比較租金

周邊地區競爭物業的合約租金／租金要價如下（包括了部分的估計數據）。

（零售）

#	已簽署 ／要價	位置	已竣工	建築面積 *1	樓層 *2	合約面積 *3	單位租金 (¥/Tb)
目標	-	Omachi 2-chome, Koriyama-shi, Fukushima- ken	2005年7月	A	C	S	-
1	不適用	Akita-shi, Akita-ken	2014年	B	C	A	12,200
2	不適用	Isesaki-shi, Gunma-ken	2013年	B	C	A	11,100
3	不適用	Ishinomaki-shi, Miyagi-ken	2014年	B	C	A	10,800
4	不適用	Fukaya-shi, Saitama-ken	2014年	B	C	A	11,000
5	不適用	Ishioka-shi, Ibaraki-ken	2014年	B	C	A	12,700

\*1 S：超過 1,000Tb，A：500-1,000 Tb，B：300-500 Tb，C：100-300 Tb，D：100 Tb 或以下

\*2 A：三樓或以上，B：二樓，C：一樓，D：地下一層或以下

\*3 S：超過 500Tb，A：100-500 Tb，B：30-100 Tb，C：30Tb 或以下

### 8.3.1.2. 目標的新市場租金

根據以上可資比較例子、目標物業的實際租金及租金要價以及與地產經紀的會談，我們估計出下文目標物業的中長期平均穩定租金（包括 CAM）。按金（可退還的一次性付款）及保證金（視為提前支付租金的一次性付款）亦根據類似考慮因素作出了估計。

#	用途	新租金	其中的 CAM	按金	保證金（攤銷）
1	目標物業的新市場租金 （零售）	12,000 日圓/Tb	0 日圓/Tb	六個月	零個月
2	目標物業的新市場租金 （多層停車場）	2,000 日圓/Tb	0 日圓/Tb	六個月	零個月

### 8.3.2. 通貨膨脹預測

基於新市場租金，我們評估會影響直接資本化法中單獨一年的淨現金流量的價格預期變化以及資本化率。

評估價格的估計變化時，我們計及 GDP 增長、GDP 緊縮指數及租金指數趨勢等未來預測數據以及歷史租金指數，從而達致以下估計值。

通貨膨脹預測	
短期預測（1 至 3 年）	± 0.0%
中期預測（4 至 10 年）	± 0.0%
長期預測（11 年後）	± 0.0%

### 8.3.3. 比率及收益率

#### 8.3.3.1. 資本化率

資本化率已經參考類似物業的資本化率、與房地產投資者的交談及各項已公佈的指數作出以下的估計。

,

資本化率	7.5%
------	------

### 8.3.4. 直接資本化法

#### 8.3.4.1. 淨現金流量

淨現金流量通過從總收入中扣除總開支的方式估計。估計的過程於附錄五：淨現金流量估計表及變量預測及附錄六：直接資本化估計表列示。

估計所用的假設如下：

- 租戶的營業額根據目標物業及類似物業的過往表現均按 15 年的零售店舖及多層停車場估計；
- 如「通貨膨脹預測」章節所述，價格的預期變化假設為±0.0%。

#### 8.3.4.2. 資本化率

如本報告上文的「資本化率」章節所述。

#### 8.3.4.3. 直接資本化價值

通過向淨現金流量應用上述資本化率，我們對直接資本化價值作出了以下估計。

淨現金流量	資本化率	緊急維修成本	直接資本化價值
143,803,808 日圓	÷ 7.5%	- 0 日圓	≐ 1,920,000,000 日圓

**直接資本化價值**  
(每淨可出租面積)

**1,920,000,000 日圓**  
(每平方米 143,000 日圓)



## 9. 對賬及價值結論

### 9.1. 價值估計值的對賬

我們已取得下文所示的價值估計值，並重新考慮數值以釐定我們的把握度及估值結論。

成本法價值	2,030,000,000 日圓
收入法價值	1,920,000,000 日圓

成本法重點關注成本。評估重置成本時，已對土地應用銷量比較法，並充分參考基準價格。對於樓宇及構築物，已將類似樓宇的建築成本等考慮在內以估計重置成本。我們通過考慮土地及樓宇各項開支的市況估計雜項開支。土地並無出現折舊，我們綜合了可使用年期及觀察到的折舊並將其用於評估樓宇的折舊情況。對於雜項開支，我們在持有有用性的期間方面進行折舊。

此外，我們在估計時已考慮了作為樓宇及其地盤的適銷性。

上文得出的成本法價值是有充分數據支撐的經驗值。

收入法價值主要關注盈利水平。在分析中，使用了直接資本化法來估計價值。

從評估使用直接資本化法的收入法價值取得的淨經營收入，透過參考類似物業的實際數字進行估計。另外，資本化率透過「與類似物業的比較」進行估計，反映了當前的市況。

由於目標物業屬業主佔用的零售樓宇，且評估淨經營收入時包含了多項假設，故收入法價值的可靠性相關較低。

此外，我們考慮了以下事宜：

- 數據的選擇、評價及使用是否適宜
- 影響房地產價值的基本原則的使用是否適宜
- 因素分析是否適宜
- 關於應用各種方法時的調整的判斷是否適宜
- 對各種方法均適用並會影響價值的因素的判斷是否一致
- 單價與總價之間的關係是否適宜

## 9.2. 關於各價值估計值的信服程度的判斷

目標物業屬業主佔用的零售樓宇，考慮開設新店舖的主要有意租戶、公司等被判定根據開設新店舖所需成本及目標物業的資產價值作出投資決定。因此，反映實際市況的價值被判定為成本法價值。此外，在本次評估中，得出的收入法價值幾乎與成本法價值處於同一水平，故我們可能會從盈利水平的角度（假設物業予以租賃）檢驗成本法價值。

## 9.3. 評估價值

因此，我們認為成本法價值的相關性最強，而收入法價值則作為參考，且我們的結論是目標物業截止估值日期的價值如下。

<b>評估價值</b> (每淨可出租面積)	2,030,000,000 日圓 (每平方米 151,000 日圓)
--------------------------	---------------------------------------

### 其他聲明

1. 倘若退還按金的義務由新買家於交易時承擔，則購買價格應為從評估價值中扣除有關按金。
2. 評估價格不包括將對交易徵收的消費稅及地方消費稅。
3. 角色分工

	評估事務所名稱	評估師姓名	簽署及蓋章	工作範圍
受託人	JLL Morii Valuation & Advisory K.K.	Kenkichi Katsumi	✓	準備及應用所有的評估程序。
		Yasuhiro Takebe		篩選任務
		Hiroaki Honda		審閱評估報告
		Iida Junichiro		收集土地銷售可資比較例子
商業聯盟	無			

下文載列本集團截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度各年之管理層討論及分析。

## 財務回顧

### 日式彈珠機及日式角子機業務所得收益

日式彈珠機及日式角子機所得收益按總投入額扣除總派彩額計算得出。

截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度，日式彈珠機及日式角子機業務所得收益分別為28,396百萬日圓、25,263百萬日圓及25,881百萬日圓。收益於二零一八年減少，主要由於日式彈珠機及日式角子機行業衰退。收益於二零一九年上升，乃由於二零一七年十二月開業之新遊戲館產生收益的整年影響，以及遊戲館表現整體改善，儘管日式彈珠機行業不景。

### 總投入額

截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度，本集團來自日式彈珠機及日式角子機業務的總投入額分別為143,130百萬日圓、138,493百萬日圓及141,731百萬日圓。總投入額於二零一八年減少，乃由於客戶基礎縮小及博彩元素較少的遊戲機取代博彩元素的整體變動較高的遊戲機後所產生的收益較少。總投入額於二零一九年增加，主要來自於二零一七年十二月底開業之常陸大宮市遊戲館。

### 總派彩額

截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度，總派彩額分別為114,734百萬日圓、113,230百萬日圓及115,850百萬日圓。總派彩額於二零一八年減少及於二零一九年增加反映總投入額的整體變動。

### 收益率

截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度，收益率分別為19.8%、18.2%及18.3%。收益率於二零一八年減少，乃由於從策略角度出發增加派彩率以刺激訪客數目增加，故於短期內導致毛利降低所致；而收益率於二零一九年維持於與二零一八年相若的水平。

### 遊樂場業務所得收益

於二零一七年十一月，本集團收購Dream Games 100%股權，該公司於柬埔寨及越南從事營運休閒娛樂設施。於收購後，Dream Games及其附屬公司的財務業績綜合入賬至本集團的財務報表。

於二零一八年及二零一九年，遊樂場業務貢獻的收益分別為417百萬日圓及1,535百萬日圓。除遊樂場業務表現改善外，收益增長乃主要由於本年度綜合收益的整年影響，而二零一八年的金額為收購Dream Games後4個月的收益。

### 其他收益

其他收益指自動販賣機及酒店及餐廳業務所得收入。

截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度，自動販賣機收入分別為564百萬日圓、536百萬日圓及507百萬日圓。減少乃由於客流量及自動販賣機數目減少。

截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度，酒店業務收益分別為130百萬日圓、158百萬日圓及132百萬日圓。於二零一八年有所增加，乃由於平均入住率上升；於二零一九年有所減少，乃由於附近競爭加劇。

截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度，餐廳所得收益分別為90百萬日圓、180百萬日圓及270百萬日圓。收益按年增加，乃由於分別於二零一六年九月及二零一七年八月開業的西新宿餐廳及新橋餐廳的影響；及位於兩間彈珠機遊戲館的Komeda咖啡廳於二零一九年開業，帶來額外收入。

### 遊戲館經營開支

截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度，遊戲館經營開支分別為24,110百萬日圓、22,640百萬日圓及22,875百萬日圓。開支於二零一八年下跌，乃由於日式彈珠機及日式角子機遊戲機開支下跌；而開支於二零一九年微升，乃主要由於Dream Game的整年遊戲館開支。

### 行政及其他經營開支

截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度，行政及其他經營開支分別為4,391百萬日圓、3,918百萬日圓及4,502百萬日圓。於二零一八年減少及於二零一九年增加，乃由於二零一七年及二零一九年分別作出減值虧損撥備271百萬日圓及195百萬日圓，於二零一八年則無減值虧損撥備；經扣除持續實行成本節省措施的影響。

### 融資淨成本

截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度，融資淨成本分別為531百萬日圓、510百萬日圓及455百萬日圓。下跌乃由於實行借貸中央化，借貸從個別附屬公司層面集中至本公司，達致更高水平的借貸成本減省。

### 本公司擁有人應佔溢利／(虧損)、每股基本盈利／(虧損)及股息

截至二零一七年及二零一九年三月三十一日止年度，本公司擁有人應佔溢利分別為492百萬日圓及610百萬日圓；截至二零一八年三月三十一日止年度，本公司擁有人應佔虧損為15百萬日圓。於二零一八年轉盈為虧乃主要由於總投入額減少3.2%；及總派彩額增加導致利潤率短期內下跌。於二零一九年轉虧為盈乃主要由於來自新日式彈珠機遊戲館及Dream Games業務的額外收益，遊戲館業務表現普遍改善，以及遊戲機開支減少。

截至二零一七年及二零一九年三月三十一日止年度，每股基本盈利分別為0.410日圓及0.510日圓；截至二零一八年三月三十一日止年度，每股基本虧損為0.013日圓。

### 資本架構

本集團主要透過資本貢獻，包括經營活動所得現金流及銀行貸款來應付其營運資金及其他流動資金的需求。本集團之日常業務所需資金主要來自經營活動所得現金流，並以短期及長期借貸撥付營運資金、未來擴展計劃及預期以外的需求。本集團之庫務目標主要為確保本集團有充足的現金流，以滿足償還開支、貸款的需求並為任何資本開支及本集團不時作出的承諾提供資金。本集團的現金盈餘已置入短期或長期定期存款，以維持流動。本集團於償還貸款方面並無遇到任何困難。

本集團之主要業務活動於日本進行，其中收入、開支、資產及負債主要以日圓計值，因此，本集團並無面臨任何重大外匯風險。

下表分別載列有關本集團於二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日的現金及現金等價物、銀行存款、銀行借貸、融資租賃下的責任、營運資金、權益總額及資產負債比率，以及本集團截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度的經營活動所得現金流(扣除營運資金變動前)的資料：

	於三月三十一日		
	二零一七年 百萬日圓	二零一八年 百萬日圓	二零一九年 百萬日圓
現金及現金等價物	13,404	15,594	15,176
銀行存款	287	90	43
	<u>13,691</u>	<u>15,684</u>	<u>15,219</u>
銀行貸款	2,860	3,574	4,294
銀團貸款	8,190	11,166	11,788
融資租賃下的責任	5,208	4,135	3,420
	<u>16,258</u>	<u>18,875</u>	<u>19,502</u>
營運資金	8,066	8,548	6,631
權益總額	27,499	27,136	27,511
資產負債比率	<u>59.1%</u>	<u>69.6%</u>	<u>70.9%</u>
	截至三月三十一日止年度		
	二零一七年 百萬日圓	二零一八年 百萬日圓	二零一九年 百萬日圓
經營活動所得現金流 (扣除營運資金變動前)	<u>4,156</u>	<u>2,925</u>	<u>4,278</u>

於二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日，本集團流動資產淨值分別共計8,066百萬日圓、8,548百萬日圓及6,631百萬日圓，流動比率則分別為2.12、1.97及1.68。

於二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日，現金及現金等價物分別為13,404百萬日圓、15,594百萬日圓及15,176百萬日圓，以下列貨幣計值：

	於三月三十一日		
	二零一七年 百萬日圓	二零一八年 百萬日圓	二零一九年 百萬日圓
日圓	12,354	14,865	14,340
美元	345	456	445
港元	705	218	252
其他貨幣	—	—	139
	<u>13,404</u>	<u>15,594</u>	<u>15,176</u>

於二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日，本集團之借貸總額分別為16,258百萬日圓、18,875百萬日圓及19,502百萬日圓。於二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日，借貸的即期部分及融資租賃下的責任的即期部分分別為3,554百萬日圓、4,774百萬日圓及4,993百萬日圓。

本集團於三個年度期間的銀行借貸包括銀行貸款及銀團貸款。於二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日，銀行借貸總額分別為11,050百萬日圓、14,740百萬日圓及16,082百萬日圓，於二零一七年、二零一八年及二零一九年，平均實際年利率分別介乎1.1%至1.8%、0.8%至1.1%及0.99%至1.91%。於二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日，本集團分別約6.4%、4.2%及9.3%銀行借貸為定息借貸。

### 對沖浮息借貸及外匯

於二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日，本集團與多間日本銀行分別有一項、一項及三項浮動至固定利率掉期合約(即本集團支付固定利率及收取浮動利率)。該等利率掉期合約的訂立為本集團作為管理與貸款有關的利率風險的措施。由於本集團部分貸款利率屬浮動利率，通過訂立浮動至固定利率掉期合約，可讓本集團減低所付利息的波幅。截至二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日止年度，利率掉期合約公平值變動分別為收益4百萬日圓、收益3百萬日圓及虧損23百萬日圓。

本集團的債務主要以日圓計值。於二零一七年十一月收購Dream Games後，本集團維持恰當水平的越南盾外部借款，以求自然對沖因越南項目而產生的越南盾。本集團的越南盾風險主要來自換算功能貨幣為越南盾的越南附屬公司的非流動資產及負債及持作未來發展成本的越南盾存款。



於二零一八年及二零一九年三月三十一日，按當日匯率將功能貨幣並非日圓的附屬公司的非流動資產及負債換算為日圓，導致於二零一八年在權益確認虧損93百萬日圓及於二零一九年在權益確認收益99百萬日圓。除此之外，本集團並無任何重大外匯風險。

### 資產負債比率

資產負債比率之定義為計息貸款及融資租賃下的責任總額除以權益總額，於二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日，資產負債比率分別為59.1%、69.6%及70.9%。於二零一八年增加10.5%，主要由於借貸總額增加2,617百萬日圓及總權益減少363百萬日圓。於二零一九年增加1.3%，主要由於借貸總額及總權益分別增加627百萬日圓及375百萬日圓。

### 資本開支

資本開支主要包括(i)購買主要用於建造樓宇的物業、廠房及設備，及(ii)購買用於擴大及維護日式彈珠機及日式角子機遊戲館及遊樂場經營的設備及工具的開支。下表列示於所示期間資本開支的用途明細：

	於三月三十一日		
	二零一七年 百萬日圓	二零一八年 百萬日圓	二零一九年 百萬日圓
物業、廠房及設備	653	1,915	5,084
投資物業	—	3	14
無形資產	—	—	83
其他	5	1	—
	<u>658</u>	<u>1,919</u>	<u>5,181</u>

## 資產抵押

於二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日，已抵押資產賬面值如下：

	於三月三十一日		
	二零一七年 百萬日圓	二零一八年 百萬日圓	二零一九年 百萬日圓
物業、廠房及設備	8,195	8,340	11,050
投資物業	678	662	650
按金及其他應收款項	585	582	180
	<u>9,458</u>	<u>9,584</u>	<u>11,880</u>

## 或然負債

本集團於二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日並無任何重大或然負債。

## 重大投資、重大收購事項及出售附屬公司，以及有關重大投資或資本資產的未來計劃

除本通函所披露者外，於本通函日期，本集團概無因其他重大投資或添置資本資產而獲董事會授權的計劃。

自上一個財政年結日以來，並無發生任何對本公司造成影響的重要事項。

## 僱員及薪酬政策

本集團的成功在很大程度上取決於能否吸引、激勵及留聘充足的合資格僱員，包括地區經理、遊戲館經理、銷售經理及人員。本集團為全職僱員提供具競爭力的薪金、花紅及其他福利。晉升機會對僱員保持忠誠及致力工作亦極為重要。本集團為全職僱員提供清晰的職業發展前路、職位輪換及培訓。於二零一七年、二零一八年及二零一九年三月三十一日，本集團僱用1,435名、1,776名及1,846名員工。

本集團之薪酬政策(包括董事及僱員之薪酬政策)由董事會轄下之薪酬委員會按僱員表現、資歷及能力釐定。本集團經參考法律框架、市況及本集團及個別員工(包括董事)之表現，定期審閱本集團之薪酬政策。本集團執行董事及高級管理層之薪酬政策及薪酬待遇乃由薪酬委員會審閱。

本集團於有關年度的管理層討論及分析詳情於下列文件披露，並刊載於聯交所網站<http://www.hkexnews.hk>及本公司網站<http://www.ngch.co.jp/cn/>：

- 本公司於二零一七年五月二十九日所刊發截至二零一七年三月三十一日止年度之年報第10至15頁；
- 本公司於二零一八年六月六日所刊發截至二零一八年三月三十一日止年度之年報第9至14頁；及
- 本公司於二零一九年六月五日所刊發截至二零一九年三月三十一日止年度之年報第10至14頁。

## 1. 責任聲明

本通函之資料乃遵照上市規則規定而刊載，旨在提供有關本公司之資料。各董事願就本通函共同及個別地承擔全部責任。各董事在作出一切合理查詢後，確認就其所知及所信，本通函所載資料在各重要方面均準確完備，沒有誤導或欺詐成分，且並無遺漏任何其他事項，足以令致本通函或其所載任何陳述產生誤導。

## 2. 董事權益披露

於二零一九年六月三十日，董事及本公司高級行政人員及其聯繫人於本公司及其相聯法團(定義見證券及期貨條例(「證券及期貨條例」)第XV部)的本公司股份(「股份」)、相關股份及債券中擁有須根據證券及期貨條例第XV部第7及8分部知會本公司及聯交所的權益及淡倉，或須於根據證券及期貨條例第352條存置之登記冊內登記的權益及淡倉，或須根據上市規則附錄十所載標準守則知會本公司及聯交所的權益及淡倉如下：

	身份／權益性質	總計	股權 概約百分比
谷口久德	實益擁有人； 受控法團權益 <sup>(1)</sup>	225,560,460股 普通股	18.86%
坂內弘	實益擁有人	216,000股 普通股	0.02%

附註：

1. 上述谷口久德持有之權益包括以其自身名義為其自身利益持有的214,060,460股股份及Densho Limited\*(有限会社伝承)持有的11,500,000股股份。Densho Limited\*(有限会社伝承)為一家由彼之子女共同全資擁有的公司，其投票權由彼行使。
2. 所述全部權益均為好倉。
3. 於二零一九年六月三十日已發行股份為1,195,850,460股。

除上文所披露者外，於二零一九年六月三十日，董事及本公司高級行政人員概無於本公司及其相聯法團(定義見證券及期貨條例第XV部)的股份、相關股份或債券中擁有或被視為擁有須根據證券及期貨條例第XV部第7及8分部知會本公司及聯交所的權益或淡倉(包括根據證券及期貨條例有關條文彼等被當作或視為擁有的權益及淡倉)，或於根據證券及期貨條例第352條本公司須存置之登記冊內登記的權益或淡倉，或須根據標準守則知會本公司及聯交所的權益或淡倉。

### 3. 董事服務合約

於最後實際可行日期，董事概無與本集團任何成員公司訂立任何現有或擬訂立並非於一年內屆滿或免付賠償(法定賠償除外)之情況下由本集團相關成員公司可終止之服務合約。

### 4. 訴訟

於最後實際可行日期，本集團成員公司概無涉及任何重大訴訟、仲裁或索償，且據董事所知，本集團任何成員公司亦無尚未完結或將面對之重大訴訟、仲裁或索償。

### 5. 競爭權益

於最後實際可行日期，董事及彼等各自之緊密聯繫人概無參與任何與本集團業務構成競爭或可能構成競爭之業務或在當中擁有任何權益。

### 6. 於資產及合約的權益

於最後實際可行日期，概無董事於自二零一九年三月三十一日(即本公司最近期刊發的經審核財務報表編製日期)起於本集團任何成員公司所收購或出售或租賃，或本集團任何成員公司擬收購或出售或租賃之任何資產中擁有任何直接或間接權益。

於最後實際可行日期，概無董事於本集團任何成員公司所訂立於該日仍然存續並對本集團業務而言屬重大的合約或安排中擁有重大權益。

## 7. 重大合約

於該公告日期前兩年當日後及截至最後實際可行日期(包括該日)，本集團已訂立以下重大合約(並非於日常業務過程中訂立之合約)：

### (i) 於一間附屬公司的投資

於二零一七年十一月二十日，本公司已完成收購Dream Games Singapore Pte. Ltd.及其附屬公司(「Dream Games」) 100%已發行股本，現金代價為1,870百萬日圓。Dream Games於柬埔寨及越南從事營運休閒娛樂設施。收購事項為本集團提供策略性機會，以於東南亞博彩及娛樂行業建立領導優勢，且可擴闊本集團所提供的娛樂種類範疇。

### (ii) 於一間聯營公司的權益

於二零一八年十一月八日，本集團的一間全資附屬公司訂立協議，以現金代價40,000美元認購一間新註冊成立的香港公司正! 電競亞洲聯盟有限公司(「正! 電競」)之20,000股股份(相當於40%股權)。正! 電競成立目的為集中於亞洲發展及擴充電競業務。

除出資外，本集團亦已與正! 電競訂立貸款協議，向其提供3,200,000美元(相當於約354百萬日圓)的貸款，按年利率4%計息。該貸款於二零一八年十一月十五日提供及須於兩年寬限期後於四年內每六個月分期償還。倘若正! 電競的盈餘資金(界定為任何超逾債務或類似債務負債(如租賃責任)的資金款額，包括現金及現金等價物)超出貸款本金額3,200,000美元，本集團隨時有權要求悉數還款。

正! 電競為私人公司，並無市場報價。概無與本集團於聯營公司之權益有關的或然負債。

## 8. 一般資料

- (a) 本公司註冊辦事處地址為日本福島縣963-8811郡山市方八町1-1-39，香港主要營業地點為香港九龍尖沙咀麼地道66號尖沙咀中心8樓805B室。

- (b) 本公司聯席公司秘書為姚慧敏女士及伍秀薇女士。姚慧敏女士為香港會計師公會會員，伍秀薇女士為香港特許秘書公會及英國特許秘書及行政人員公會會員。
- (c) 本公司於香港的股份過戶登記分處為香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇后大道東183號合和中心17樓1712至1716室。
- (d) 本通函的中英文版本如有歧義，概以英文版本為準。

## 9. 備查文件

下列文件之副本將自本通函日期起計14日之下列任何平日(星期六及公眾假期除外)辦公時間內(即上午九時三十分至下午十二時三十分及下午二時三十分至下午五時三十分)可供查閱，惟倘(i)當日懸掛八號或以上熱帶氣旋警告信號；或(ii)發出黑色暴雨警告信號則除外：

- (a) 本公司之組織章程細則；
- (b) 本附錄三「重大合約」一段所指的重大合約；
- (c) 本公司截至二零一七年三月三十一日、二零一八年三月三十一日及二零一九年三月三十一日止三個年度的年報；
- (d) 本通函附錄二所載的物業估值報告；及
- (e) 本通函。