

健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

2014 年 10 月 24 日（金）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
浅川 裕之

RIZAP が収益拡大エンジン、シニア層取り込みで更なる成長余地

健康コーポレーション〈2928〉は通販事業からスタートし、社名にもある「健康」を切り口に、M&Aも積極活用しながら事業領域を拡大させてきた。現在は健康食品と並ぶ大きな収益の柱に成長したパーソナル・トレーニングジム運営のRIZAP（ライザップ）事業が大きな注目を集めている。他にもアパレル関連、住関連ライフスタイル、エンターテインメントの各事業部門を有している。

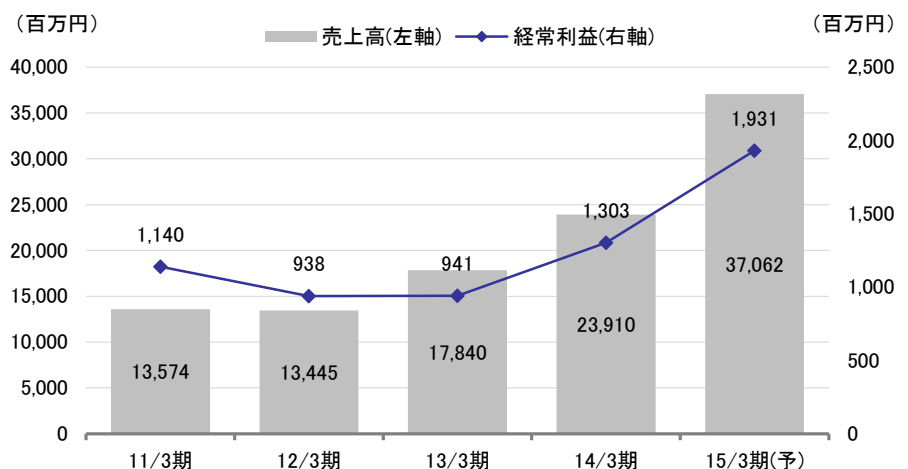
同社の現在の収益拡大のエンジンはRIZAP事業だ。通常のフィットネスクラブとはまったく異なる事業モデルで、極めて高い限界利益率を実現している。効果的なマーケティングの効果ともあいまって、RIZAP事業は計画比を上回って推移しており、2015年3月期の年商規模は10,000百万円超という線が見えてきている。同事業は国内の店舗数が依然として31店舗（2014年10月末現在）にとどまっており、出店余地は依然として大きい。さらにはシニア層の顧客構成比が約3.4%にとどまっており、この層の取り込みによる成長余地も大きい。現状の急成長は、今後も続く可能性が高いと弊社ではみている。

RIZAP以外の通販事業なども堅調に推移しているため、業績面でも上振れ期待が高まってきた。既に2015年3月期第1四半期（2014年4-6月期）の段階で営業利益は400百万円近い上振れとなっている。RIZAPを始めとして成長余力が大きい事業には積極的に投資を行う方針であるため、過度な上振れ期待を持つのは慎むべきと考えるが、業績面での安心感は非常に大きいと言えよう。

Check Point

- ・ RIZAP プログラムの特徴をコストへ結合し高い限界利益率を実現
- ・ 出店攻勢とシニア層の取り込みで大きな成長ポテンシャル
- ・ 通期業績は上振れの可能性も出店と広告宣伝の資金投下に注意

業績推移



■ 会社概要

「美容健康関連」を中核事業に子会社化で事業領域を拡大

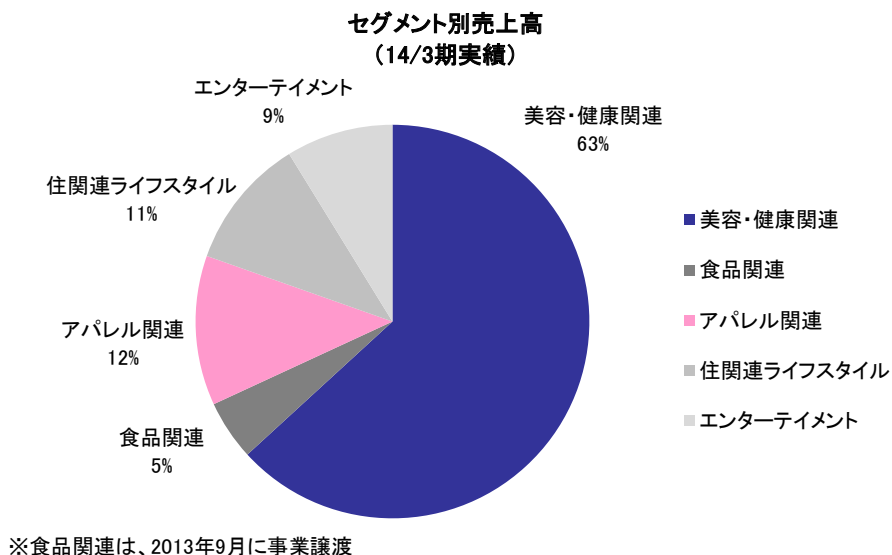
同社は健康食品の通信販売を目的に 2003 年 4 月に設立された。社名にもあるように「けんこう（KENKOU）」をつくり「えがお（EGAO）」「かがやき（KAGAYAKI）」「ありがとう（ARIGATOU）」を世界中に広めることを経営理念としている。同社は事業持株会社であり、連結子会社 15 社、非連結子会社 5 社で企業グループを形成し（2014 年 6 月 30 日現在）、本体及び子会社を通じて、「美容・健康関連」「アパレル関連」「住関連ライフスタイル」及び「エンターテイメント」の 4 つの事業を展開している。

「美容・健康関連」は同社の中核事業であり最大の収益源となっている。同社本体の通信販売事業のほか、子会社 RIZAP が手掛ける「RIZAP」ブランドでのパーソナル・トレーニングジム運営がこの事業部門の内容だ。2015 年 3 月期及び 2016 年 3 月期の同社の収益成長の最大のエンジンはこの RIZAP 事業になると弊社ではみている（詳細は後述）。

「アパレル関連」は（株）エンジェリーベ（マタニティウェア）、（株）馬里邑（高級既製婦人服）に加えて、2014 年 5 月に（株）アンティローザ（婦人服、紳士服）を子会社化して商品ラインナップが拡大した。アパレル業界全体が安価な輸入品に押されて苦戦している中において、同社の子会社も例外ではない。しかし、同社グループ入りを機に販路の見直しや広告宣伝戦略の転換などを通じて、収益立て直しに取り組んでいる。

「住関連ライフスタイル」は 2013 年 9 月に子会社化した（株）イデアインターナショナル<3140>（以下、イデア社）が主として担っている。イデア社は収益低迷が続いていたが、同社グループ入りを機に経営再建に取り組んでいる。2014 年 8 月末には経営陣も異動し、グループ内でのシナジー効果発現の加速に向けて体制が整った状況にある。

「エンターテイメント」は 2014 年 1 月に子会社化した SD エンターテイメント（株）<4650>（旧ゲオディノス以下、SD 社）が担っている。SD 社は北海道を地盤にゲーム施設などを全国展開している。従来はゲオホールディングス<2681>の傘下にあったが同社グループ入り直後から、一気に不採算店舗の整理などを進め、現状では収益安定性が増大した状況にある。



RIZAP 事業

RIZAP プログラムの特徴をコストへ結合し高い限界利益率を実現

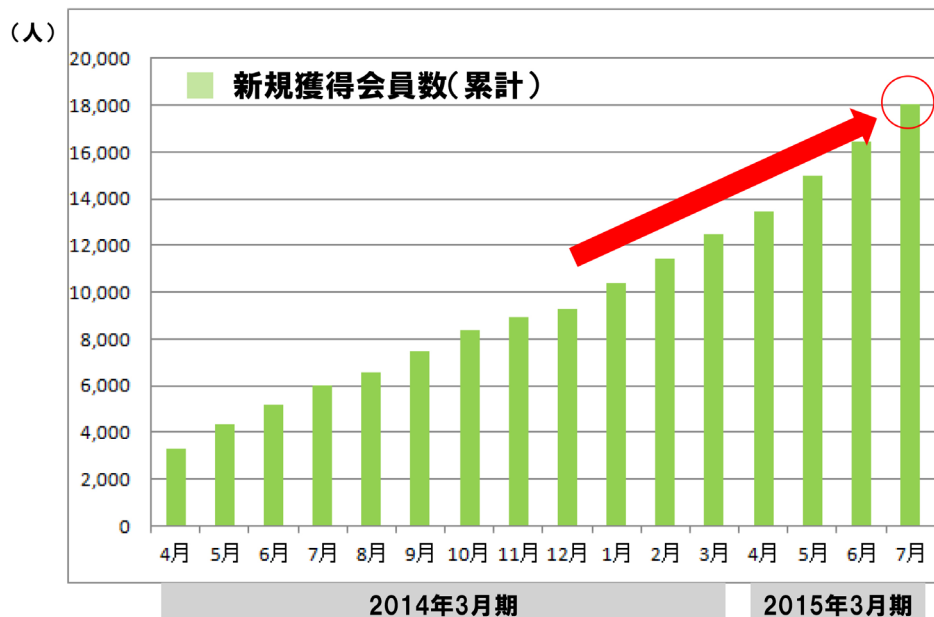
(1) 高い限界利益率を実現している独特の事業モデル

現在の同社の収益成長のけん引役はパーソナル・トレーニングジム運営の RIZAP 事業だ。RIZAP は通常のフィットネスクラブとは大きく異なる事業モデルとなっており、その特徴的な事業モデルが差別化要因及び高収益性要因を生み出している。

RIZAP の事業モデルの特徴の捉え方はいろいろあるが、弊社では「2ヶ月間」という点が最大のポイントであると考えている。すなわち、RIZAP では顧客が目標とする減量効果あるいは体型改造の効果を実現させることを最大の売り物にしている。実現のためには、トレーナーと顧客が目標実現への強い意志を共有して取り組むことが重要だ。顧客が当初の目的意識を維持してトレーニング及び管理された食生活に集中して取り組むことのできる限界の期間と、トレーニングの効果が顕在化するのに必要な最低の期間の接点が2ヶ月間という時間軸の設定へとつながっていると弊社ではみている。通常のフィットネスクラブでトレーニングした場合に2年間かけても実現できるかどうか保証されない成果を、RIZAP では2ヶ月間で実現できるということになれば、顧客からすれば総支払額は大きく変わらずむしろ時間の節約になるということになり、RIZAP の費用対効果は高いという評価へとつながってくる。累計会員数が18,000人超、月間利用者数が5,000人超という現実、RIZAP の料金体系（入会金税別50,000円+2ヶ月間で税別298,000円）が決して割高ではないとして受け入れられていることの証明と言えよう。

RIZAP の新規獲得会員数（累計）

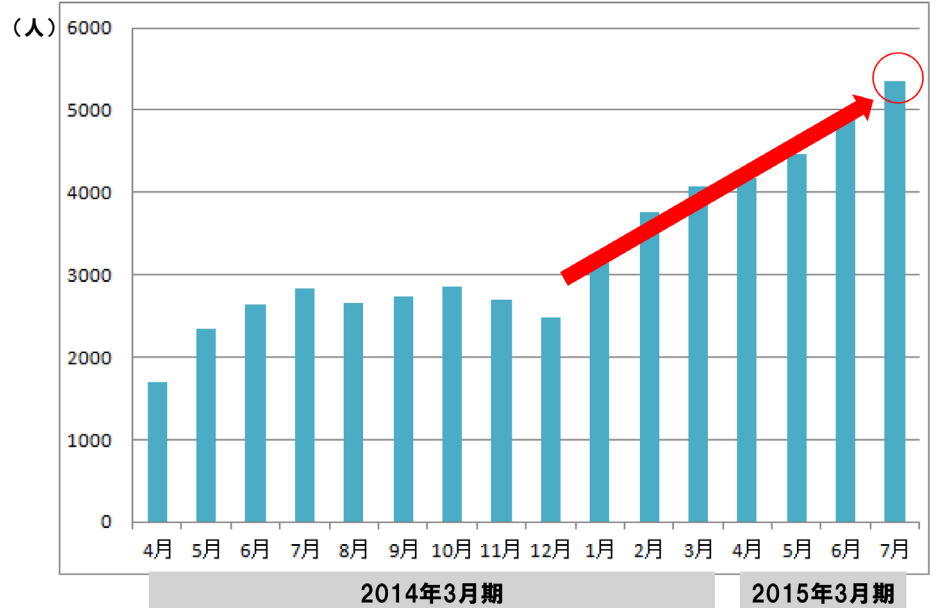
会員数18,000人突破



出所：会社資料

RIZAP の月間利用人数の推移

月間ご利用人数5000人突破



出所：会社資料

このように考えると、RIZAP のポイントはトレーニングプログラムにあると思われがちだが、そうではない。同社は RIZAP のプログラムの特徴を出店コスト及びランニング・コストへと結合させ、通常のフィットネスジムと比較して圧倒的な限界利益率の差を実現している。まさにこれが RIZAP の事業モデルの本質である。

RIZAP の事業の収益イメージ

	RIZAP	一般的なスポーツクラブ
売上高	100%	100%
原価		
人件費	18%	20 ～ 30%
地代家賃	7%	20%
水道光熱費	1%	10%
設備維持費	1%	5 ～ 8%
店舗減価償却費	1%	7 ～ 10%
限界利益	72%	22 ～ 35%

同社の限界利益率の高さを説明すると以下ようになる。RIZAP の顧客は目的を持ってトレーニングの時間を予約したうえで来場する。したがって必ずしも駅に近い場所である必要はない。また、集客も通りすがりの人々にアピールする戦略は採っていないため、目立つ必要はない。完全予約制であるため一度に多数の会員の来場を想定する必要がない。このような、RIZAP のプログラムや顧客の行動様式、マーケティング手法の違いなどは、RIZAP 事業において、圧倒的な出店コスト引き下げを可能にしている。



健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

2014 年 10 月 24 日（金）

具体的には、同社が地方都市で出店する場合は、「サテライト」型店舗で出店する。これは 2LDK 程度のマンションの一室にブース（1 室もしくは 2 室）とオフィスを設置するというもので、初期費用は機材などを含めても 100 万円を大きく下回る。その後、本格的に出店する場合はブースの数は 10 ～ 15 へと増大し、シャワーブースなどの設備工事も加わるため、出店費用は 3,000 万円～ 5,000 万円程度へと上昇するが、それでも、一般的なフィットネスジムと比べて、賃料の安い物件で対応可能であるため、同業他社比較で地代家賃の割合を 3 分の 1 程度に抑えることが可能となっている。また、費用に占める割合の大きい人件費にしても、完全予約制を採用しているため需要に応じた人員配置ができ、人件費の割合を低めに抑えることができています。他にも使用する設備類はごく一般的なトレーニング機器であるため、やはり原価に占める割合は低くなっている。

サテライト店舗と大型店舗の比較

出店タイプ	サテライト店舗		大型店舗
コンセプト	地方都市での新規出店、試験的出店の形態	需要増に対応して拡大化	都市部での出店、及び地方都市におけるサテライト店舗からのステップアップ
ブース数	2～3		10～15
立地	事業可能な居住用マンションの1室にトレーニング用ブース2つと事務用オフィスを設置するイメージ		最寄駅は主要駅ながらも徒歩5～10分圏のビル。1階を避けて地下もしくは2階以上のフロアに出店して出店コストを低減化
出店コスト	数十万円～		3,000～5,000万円

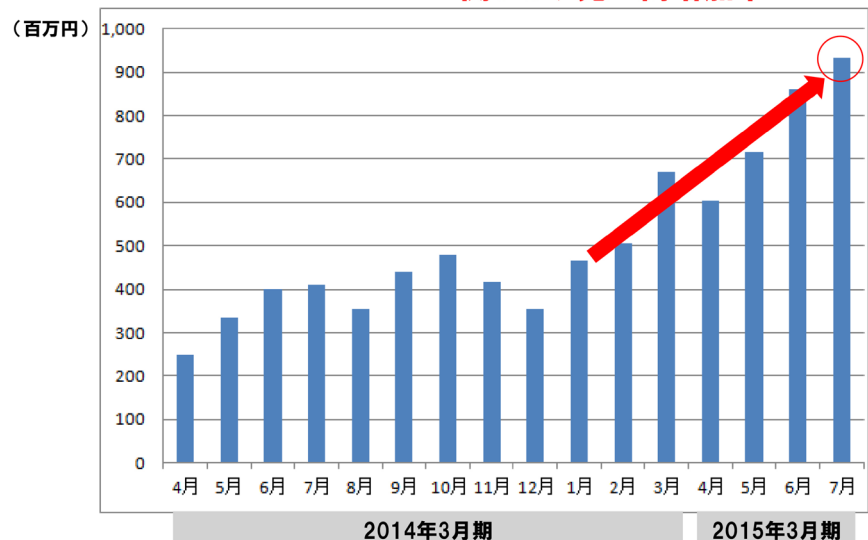
出店攻勢とシニア層の取り込みで大きな成長ポテンシャル

(2) 高い成長ポテンシャル

RIZAP の月商は 2014 年 7 月の単月で 900 百万円を突破した。年換算では 10,000 百万円超の水準だ。同社は RIZAP 事業の会社計画を公表していないが、年商 10,000 百万円ペースというのは今年度の会社計画を上回るペースではないかと弊社では推測している。

RIZAP の月次売上高の推移

月商9億円突破 多数のセッション開始待ちの状況にも関わらず売上高増加中



出所：会社資料



健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

2014 年 10 月 24 日（金）

しかしながら、月商が 900 百万円からさらに月を追って 1,000 百万円、1,100 百万円と伸びると期待するのは、要注意だ。なぜならば、RIZAP の既存店が実質的にはフル稼働状態にあるからである。「実質的に」というのは、店舗の開店時間とブース数の掛け算で最大トレーニング可能コマ数をベースに算出した場合の稼働率はおおよそ 50% 程度とみられるが、早朝や日中に来店する顧客は極めて少なく、予約が夕方から夜間に集中するためである。これは RIZAP の顧客層の中心が 30 代～ 40 代であることも関連している。

こうした状況でさらに増収を図るには、(a) 新規出店と (b) 朝や昼間の来客を増やして稼働率を高める、という 2 つの対応が考えられる

(a) 新規出店

同社は、RIZAP に対する旺盛な需要に対応して、積極的に出店する方針だ。大きな枠組みとしては年間 10 店舗程度を出店し、2016 年 3 月期末までには 50 ～ 60 店舗体制にすることを目指しているようだ。2015 年 3 月期はこれまでに国内で 7 店舗を出店し、2014 年 10 月末現在で国内 30 店舗体制を実現した。また、海外出店でのペースを加速させており、現状の中国・上海の 1 店舗体制から、2015 年 3 月期中にはシンガポールと台湾にそれぞれ 1 店舗ずつ出店する予定である。

出店状況

		2014年3月末現在	2015年3月期上期の新規出店	
北海道・東北	仙台		札幌 (4月)	
関東・信越	神宮前、六本木、新宿、 新宿三丁目、銀座、池袋、立川、 品川、大宮、千葉、横浜東口、 横浜西口、川崎			
東海・北陸	静岡、名古屋栄、		浜松 (8月)	名古屋駅前 (9月)
関西	梅田、心斎橋、京都、広島、下関		神戸 (5月)	岡山 (8月)
九州・沖縄	天神、熊本		小倉 (8月)	鹿児島 (9月)
合計	2014年3月末:23店舗	→ 2014年9月末:30店舗		

新規出店でも最大の制約条件はトレーナーの確保である。同社のようなパーソナル・トレーナー制度の場合、トレーナーに求められる資質として、トレーニングの知識だけではなく顧客との高いコミュニケーション能力なども要件に入ってくる。顧客のモチベーションを維持し目標実現にまで導くことができなければ顧客満足度の低下につながり、ひいては需要の低下につながるためだ。同社は現状、積極的にトレーナー採用を進めているが、トレーナーの質については妥協していない。その結果として、現状の採用ペースは社内計画に対して若干遅れ気味にあるようであるが、同社の 2015 年 3 月期及び 2016 年 3 月期の出店計画を狂わせることはないと思われている。

2014 年 10 月 24 日（金）

(b) 稼働率向上

稼働率向上のための有力な施策は、シニア層の取り込みだ。RIZAP の顧客に占める 60 歳以上の顧客の割合はわずか 3.4% にとどまっている。大手フィットネスジムが 30% 前後であることと比較すると、10 分の 1 の水準だ。ここに、大きな成長ポテンシャルが存在していると言える。ただし、そのためには TVCM をシニア層向けに新規制作するほか、シニア層に適した目標設定、すなわちシニア層専用のトレーニングプログラムの設定などの作業が必要になるだろう。特にシニア層に適した目標設定（すなわちアピールポイント）がうまく他社と差別化できるかどうかは、ある程度の時間を費やして試行錯誤を行う必要があるかもしれないと弊社では考えている。日本の人口の 4 人に 1 人が 65 歳以上という現状を踏まえれば、シニア層の取り込みに成功すれば店舗稼働率が向上して収益拡大に直接的に効いてくると想定されるため、今後の RIZAP 事業の動向を見る上での重要な視点となることは間違いないと弊社では考えている。

60 才以上顧客の構成比

		60 才以上顧客の構成比
RIZAP		3.4%
大手フィットネスジム	A 社	36.6%
	B 社	26.9%
	C 社	27.4%

■ 業績動向

1Q は大幅増収、営業損失は期初予想に対して 4 億円弱を縮小**(1) 2015 年 3 月期第 1 四半期決算**

2015 年 3 月期第 1 四半期（2014 年 4-6 月期）は売上高 8,481 百万円（前年同期比 84.2% 増）、営業損失 459 百万円（前年同期は 592 百万円の営業損失）、経常損失 515 百万円（同 567 百万円の経常損失）、当期純利益 49 百万円（同 414 百万円の当期純損失）だった。営業利益段階で損失となっているのは、第 1 四半期（4-6 月期）に通販事業主体に多額の広告宣伝費を投下することに加え、SD 社やアパレル関連 3 社などの収益が下期偏重の強い季節性を有していることなどがある。

第 1 四半期の決算のポイントは、期初の営業損失予想 851 百万円に対して実績が 459 百万円と、損失幅を 392 百万円も縮小させた点だ。この大きな要因は RIZAP 事業の上振れにあると弊社ではみている。この上振れの理由は、収益・費用計上の期ズレなどではなく、純粋に増収に伴う増益であるとみられ、2015 年 3 月期通期の業績押し上げ要因になりうる性質のものと言える。

第 1 四半期のもう 1 つの注目点は、通販事業の広告の効果が、2015 年 3 月期は着実に出てきているということだ。2014 年 3 月期は第 1 四半期の広告投下に対して思った効果が得られず、新規顧客数が前年比割れとなっていたが、2015 年 3 月期は前年比で 2 ケタの伸びを示している。第 1 四半期の新規顧客数が通期の通販事業の売上の重要な先行指標であり、RIZAP 同様に通販事業でも上振れが期待できる状況となっている。

2014 年 10 月 24 日（金）

通期業績は上振れの可能性も出店と広告宣伝の資金投下に注意

(2) 2015 年 3 月期業績見通し

2015 年 3 月期通期の業績予想は、売上高 37,062 百万円（前期比 55.0% 増）、営業利益 2,018 百万円（同 79.1% 増）、経常利益 1,931 百万円（同 48.2% 増）、当期純利益 1,153 百万円（同 57.3% 減）を予定している。これは期初予想から変更されていない。

しかしながら、前述のように RIZAP と通販事業において収益が計画比を上振れて推移していることが見て取れる。また、子会社群のなかでも、SD 社は利益面では計画比を若干上回るペースで来ているほか、アパレル関連子会社の収益改善も順調に進んでいる模様である。2015 年 3 月期下期（2014 年 10 月 -2015 年 3 月期）に本格的な経営立て直しに取り組むイデア社などの不確定要因はあるが、こちらも大きな減益要因になることは考えにくい。結果的には RIZAP や通販事業の好調さがきちんと利益として残ることになろう。

ただし、同社はマーケティング力に強みを有する企業であり、広告宣伝費の投下については将来の収益増に確信が抱ける状況では躊躇しない方針だ。特に RIZAP については今が最も勢いのあるタイミングでもあり、2015 年 3 月期の 10,000 百万円規模から 2016 年 3 月期以降にさらに大きく成長させるべく、出店と広告宣伝で、積極的な資金投下を行う可能性がある。そのため、収益が上振れする可能性は非常に高いとはいえ、その幅については慎重にみておくべきであると弊社では考えている。

損益計算書

（単位：百万円）

	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期		15/3 期（予）		
				1Q	通期	1Q	上期	通期
売上高	13,574	13,445	17,840	4,603	23,910	8,481	17,522	37,062
YOY	-	-0.9%	32.7%	14.8%	34.0%	84.2%	91.3%	55.0%
売上総利益	8,165	8,225	10,235	2,494	14,083	5,292	-	-
販管費	6,963	7,315	9,403	3,086	12,955	5,751	-	-
営業利益	1,201	909	832	-592	1,127	-459	-574	2,018
YOY	-	-24.3%	-8.5%	-	35.5%	-	-	79.0%
経常利益	1,140	938	941	-567	1,303	-515	-713	1,931
YOY	-	-17.7%	0.3%	-	38.5%	-	-	48.2%
当期純利益	627	887	402	-414	2,698	49	-442	1,153
YOY	-	41.5%	-54.7%	-	571.0%	-	-	-57.3%
EPS（円）	2,035.02	2,877.09	13.03	-13.43	87.44	1.60	-14.34	37.83
配当（円）	165.00	235.00	1.35	-	7.00	-	-	6.73-7.48

※ 2012 年 10 月 1 日付で 1 → 100 株の株式分割を実施

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ