

健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

2015 年 1 月 30 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 事業が快進撃で収益の柱に、買収事業も順調に推移

健康コーポレーション〈2928〉は通販事業からスタートし、「健康」を切り口に M&A を積極的に活用しながら事業領域を拡大させてきた。現状は、美容・健康関連（健康食品の通信販売とパーソナル・トレーニングジムの「RIZAP（ライザップ）」）、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 4 事業部門を擁している。

収益の柱に成長した RIZAP 事業は、快進撃が続いている。2015 年 3 月期の第 2 四半期後半には月間利用者 7,000 人、月商 900 百万円の大台を突破した。下期にはこれまでボトルネックとなっていたトレーナー不足が解消されたことに加え、シニア層向けのマーケティングが本格的に開始される見込みで、年間売上高が 10,000 百万円の大台に到達する可能性が高まっている。

RIZAP の業績伸び率は 2016 年 3 月期にさらに上昇する可能性が高い。シニア層の取り組み効果が本格化するのに加え、「ヘルス」「メディカル」「アスリート」「ワールド」「エビデンス」などをキーワードに、広告宣伝活動を一段と積極化するとみられる。その受け皿としての店舗網の拡大計画と、トレーナーなどの人材確保も着実に進捗している。売上高で前期比倍増となる道筋が、高い現実性を伴って見えてきたと弊社では考えている。

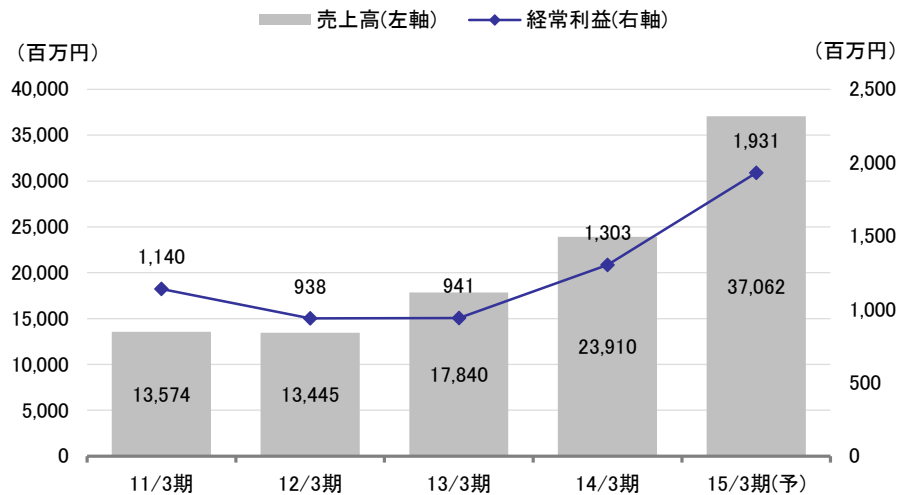
RIZAP 以外の事業も好調だ。とくに、赤字体質に陥っていたアパレル関連事業が 2015 年 3 月期の第 2 四半期に水面上に浮上してきたことは大きい。

2015 年 3 月期の第 2 四半期累計決算は、売上高 18,411 百万円（前年同期比 101.0% 増）、営業利益 78 百万円（前年同期は 670 百万円の営業損失）、経常損失 15 百万円（同 394 百万円の経常損失）、四半期純利益 221 百万円（前年同期比 84.8% 減）となった。計画対比では、売上高で 889 百万円、営業利益で 653 百万円、それぞれ上振れとなった。2015 年 3 月期下期においては、この上期の上振れ分を 2016 年 3 月期に向けた広告宣伝活動に投下する可能性があるため、単純に上方修正期待とは言い難い面はあるが、現在の会社予想を下回るリスクは極めて小さくなったと言える。

■ Check Point

- ・累計新規会員 22,000 人突破、設備能力の早期増強が課題
- ・新規出店ペース早める、トレーナー人材の確保が急拡大の鍵に
- ・2Q は収益倍増で営業利益上振れたが、通期は計画を据え置く

業績の推移



■ 会社概要

健康食品の通販で創業、M&A により事業ドメインを次々拡大

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。経営理念に「わたくしたちは、世界でいちばん、イキイキワクワクした『けんこう』をつくり、『えがお』『かがやき』『ありがとう』を世界中に広めます」を掲げ、事業持株会社である同社本体と連結子会社 16 社及び非連結子会社 5 社から成る企業グループへと発展・拡大してきた。現在の事業部門は「美容・健康関連」「アパレル関連」「住関連ライフスタイル」及び「エンターテインメント」の 4 つで構成されている。

「美容・健康関連」は同社の中核事業であり収益の柱となっている。この中には創業事業である健康食品の通信販売事業のほか、RIZAP 事業も含まれている。RIZAP 事業は 100% 子会社 RIZAP(株) が手掛けるパーソナル・トレーニングジムの運営事業で、今後数年間で同社の収益規模を大きく変貌させる可能性を秘めた急成長事業だ。

「アパレル関連」は(株)エンジェリーベ(マタニティウエア)、(株)馬里邑(高級婦人服)、(株)アンティローザ(婦人服・紳士服)の 3 子会社が中核となっている。商品に競争力がありながらも販売力の弱さで苦戦していた企業を、同社の販売力と事業シナジーにより再生するというコンセプトで展開しており、2015 年 3 月期の第 2 四半期で収益立て直しの目途が立ちつつある。

「住関連ライフスタイル」は 2013 年 9 月にイデアインターナショナル<3140>を子会社化して参入した事業だ。同社はイデアインターナショナルに経営陣を派遣してコスト削減を始めとする各種の構造改革策を実行し、収益力回復と企業価値の最大化に向けて取り組んでいる。

「エンターテインメント」は 2014 年 1 月に SD エンターテインメント<4650>(旧ゲオディノス、以下、SD 社)を子会社化して参入した。SD 社はグループ入り直後から一気に不採算店舗・事業からの撤退を進めた結果、収益安定性が高まった。今後はもう一段の収益拡大策がテーマとなっている状況にある。



健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

2015 年 1 月 30 日（金）

事業部門別売上高・営業利益（2015 年 3 月期第 2 四半期累計）

（単位：百万円）

	美容・健康関連	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
売上高	10,144	2,308	2,597	3,667
営業利益	260	-42	9	89
売上高比	2.6%	-	0.3%	2.4%

■ RIZAP の特徴

高い収益性で成長をけん引する RIZAP

「RIZAP（ライザップ）」とは同社が子会社の RIZAP を通じて運営するパーソナル・トレーニングジムのブランドだ。RIZAP はトレーニングジムのプログラム内容の観点においても、また、ビジネスの観点においても、一般的なスポーツジムにはない特徴を有している。

RIZAP の最大の特徴は、2 ヶ月間という期間を区切って減量やボディメイクという目標に対して結果を出すことにコミットしている点だ。目標通りの結果を出すためには RIZAP 側の努力だけでなく顧客である利用者自身にも相応の努力が求められる。RIZAP に入会する顧客はそもそも高い目的意識を有していることがほとんどであるため、同社トレーナーの適切なサポートにより非常に高い割合で顧客が満足するだけの結果を実現できているもようだ。個人差があるため当初目標値の完全達成には 2 ヶ月以上の期間を要するケースもあるようだが、最初の 2 ヶ月間で顧客が満足する効果を実現したうえで、さらに次の目標あるいは最終的な目標を実現するために、顧客が納得したうえで利用期間を延長するという流れができていようだ。

RIZAP と他のフィットネスジムとの違いは、顧客にどんな価値を提供するかということにある。一般的にフィットネスジムは、顧客に対して運動する場所・空間を価値として提供している。それに対して RIZAP は「人生最高の体と自信、そして期待を上回る感動」を提供価値として掲げ、具体的な減量やボディメイク目標の実現をコミットしている。一方、パーソナル・トレーニングジムは、目標達成をサポートするという点では RIZAP と重なる部分が多い。しかし、ここでも両者には差がある。一般的なパーソナル・トレーニングジムは、トレーナーが個人ベースで指導を行うケースが多く、トレーニング理論や指導法において、それぞれのトレーナーの能力・資質への依存度が高い構造になっている。RIZAP は約 2 万人に達する自社の実績から抽出したノウハウに加えて、外部の医師や様々な分野の研究者のアドバイスを取り容れ、より高い次元での科学的アプローチを実現しているとともに、社内研修を通じて全トレーナーに浸透させ、均質なサービス提供を行っている。いわば、個人対組織という違いがそこにはある。

ビジネスの観点から RIZAP を分析すると、まず、収益性において RIZAP が圧倒的に高いことが挙げられる。この高い収益性は RIZAP の出店モデルに起因している。RIZAP 店舗は駅から遠いビルやマンションを活用しているため、コスト構造のなかで人件費に次いで大きい要素である地代家賃を、極めて低額に抑えることが可能となっている。また、出店に際しても、特に地方都市においては小規模のいわゆる「サテライト店舗」でスタートし、需要動向を見ながら大型店舗へ移行するという、二段構えの手法を採用して、常に設備稼働率を高く維持する工夫を行っている。

RIZAP のこうした事業モデルを可能にしている要因を追及すると前述の「RIZAP が提供する価値」に行き着く。RIZAP では顧客側も明確な目標を有しているため、結果へのプロセス、すなわちトレーニングの内容が大事なのであって、立地の便利さは二の次である。また、トレーニング機器も、最新・特殊な機器である必要はない。さらに完全予約制を採用できるため、人員配置上も有利性がある。こうしたことが積み上がって高い収益性が実現できていると弊社では考えている。

健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

2015 年 1 月 30 日（金）

RIZAP 事業の収益性のイメージ

	RIZAP	一般的なスポーツクラブ
売上高	100%	100%
原価		
人件費	15%	20 ～ 30%
地代家賃	4%	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	高	低

RIZAP の出店モデル

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

2015 年 1 月 30 日（金）

■ RIZAP の足元の動向

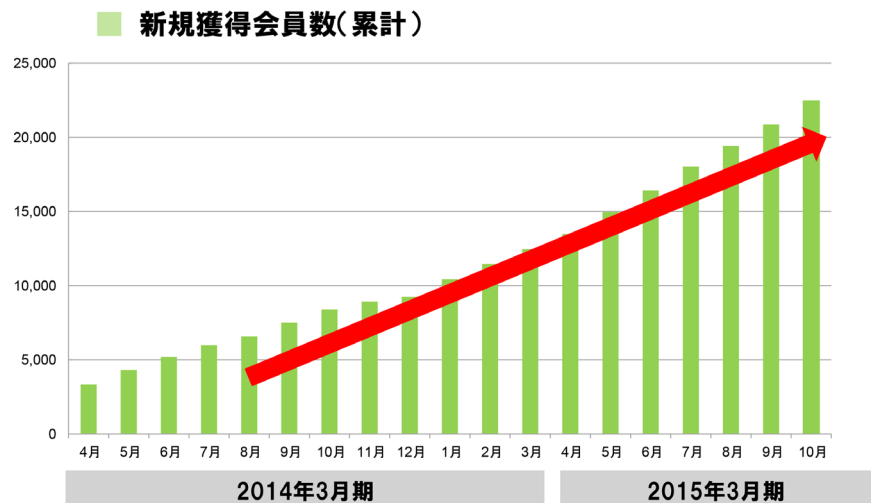
累計新規会員 22,000 人突破、設備能力の早期増強が課題

RIZAP の勢いが止まらない状況だ。まず、新規獲得会員数累計は、2015 年 3 月期の第 2 四半期末となる 9 月末に 20,000 人を突破した。期初の 2014 年 4 月は約 13,000 人だったため、6 ヶ月間で 7,000 人近い新規会員の獲得を達成したことになる。10 月にはさらに 22,000 人へと新規獲得会員数累計を伸ばしている。

RIZAP の新規獲得会員累計の推移

会員数22,000人突破

（人）



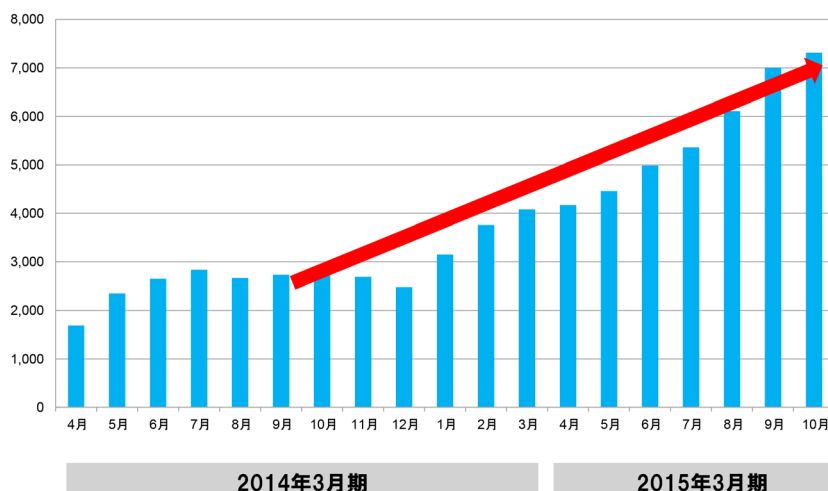
出所：2015 年 3 月期第 2 四半期決算説明資料

2015 年 3 月期の第 2 四半期末の 9 月には月間利用者数が 7,000 人に到達し、10 月には 7,000 人を明確に突破した。期初の 2014 年 4 月の月間利用者数は 4,000 人を超えた水準であり、6 ヶ月間で約 7 割の増加となったことになる。月間利用者数が増加している要因には、新規会員の増加と既存会員の利用長期化の 2 つの要素が重なりあっているとみられる。新規会員の増加は前述のとおりで、月間 1,000 人超のペースでの流入が続いている。これに加えて既存会員も当初の 2 カ月間のスケジュールを延長、すなわち追加料金を支払って RIZAP の利用を継続しているものとみられる。これは同社の業績に対して大きなプラス要素であると言える。

RIZAP の月間利用者数の推移

月間ご利用人数7,000人を突破！

(人)



出所：2015 年 3 月期第 2 四半期決算説明資料

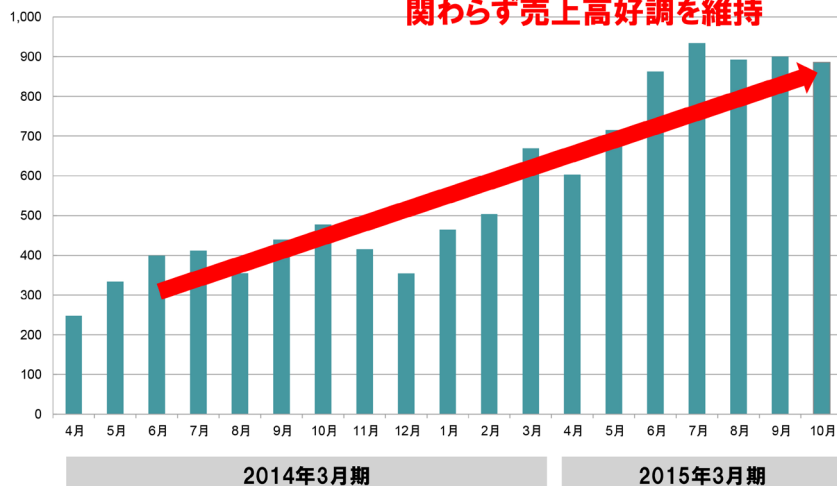
一方金額的な側面では、新規獲得会員数並びに月間利用者数の増加にリンクする形で月商も順調に拡大している。2014 年 4 月には月商は約 600 百万円であったが 7 月には 900 百万円を突破し、8 月以降も約 900 百万円レベルが継続している。7 月から 10 月にかけて月間利用者数が右肩上がり推移したにも関わらず月商は 900 百万円で横ばいとなっているが、これは設備能力の問題だと弊社ではみている。会員の主力層が 30 代～50 代の働き盛り世代であるため、予約が夕方から夜間など特定の時間帯に集中しやすく、それら人気時間帯については、利用キャパシティに対して稼働率がフルの状態にあると弊社では考えている。この点については同社自身も重要なポイントと認識しており、新規店舗オープン、ブース増設、トレーナーの増員など各種の利用キャパシティ増強策を講じている状況だ。利用キャパシティ増強策が整うことで、月商は現状の 900 百万円の水準を超えて一気にブレイクしてくると弊社ではみている。

RIZAP 月次売上高の推移

月商9億円前後を推移

多数のセッション開始待ちの状況にも関わらず売上高好調を維持

(百万円)



出所：2015 年 3 月期第 2 四半期決算説明資料

■ RIZAP の中長期成長シナリオ

比率低いシニア層顧客、新たなプロモーションで取り込み狙う

RIZAP の成長余地は非常に大きいと弊社では考えている。将来的な RIZAP の発展可能性はいろいろあるが、当面、ここ 1、2 年のポイントとして弊社では、シニア層の取り込みと、ヘルスケア需要の取り込みの 2 つに注目している。出店戦略も成長のためには不可欠な要素である。

(1) シニア層の取り込み

同社は 2015 年の年初からシニア層向けに RIZAP のマーケティングを本格的に開始している。RIZAP における 60 歳以上の構成比は約 3%と低い。これは、これまでの同社の RIZAP のマーケティングが比較的若年層を意識した減量及びボディメイクに力点が置かれていたためであると思われる。60 歳以上であっても減量やボディメイクへの潜在的なニーズは存在するとみられており、シニア世代のモデルを用いてボディメイク効果を実証的にアピールするような広告を打ち出しており、その効果が注目される。

シニア層については、下記のヘルスケア需要とも一部では重なるが、ボディメイク以外に健康管理に重点を置いたニーズが高くなると想定される。同社はそうしたシニア層特有のニーズに対応するための、シニア層専用のトレーニングプログラム開発にも注力しているようだ。これらも準備が整い次第、順次シニア向けマーケティング策としてローンチされてくると弊社ではみている。

シニア層の取り込みは、同社の業績へのインパクトが非常に大きいと弊社では考えている。なぜならば、現時点で稼働率が低い、平日・昼間の時間帯に呼び込むことが出来るためだ。この時間帯の稼働率が上がることは、今の同社の収益構造において完全に追加的な売上増加であり、利益率が非常に高くなると弊社ではみている。

60 歳以上の利用者の構成比（2014 年 3 月時点）

		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%

出所：2015 年 3 月期第 2 四半期決算説明資料

クリニックと提携してヘルスケア分野へ参入

(2) ヘルスケア需要の取り組み

同社は 2014 年 11 月 21 日付リリースで、医療法人有吉クリニックとの業務提携を発表した。具体的な内容は、(1) 有吉クリニック内への RIZAP の出店、(2) 有吉クリニックから RIZAP への送客、(3) パーソナル・トレーニングと人間ドックを組み合わせた新サービスの開発、(4) 医学的見地に基づいたシニア層向け新サービスの開発、(5) 医学的見地を活用した独自のエビデンス（証拠）開発や RIZAP スタッフの医療関連知識向上、などとなっている。

ポイントはやはりトレーニング効果のエビデンスの集積にあると弊社ではみている。パーソナル・トレーニングに医学的裏付けが得られれば、RIZAP を予防医療向けのプログラムへと進化させることができ、市場を大きく拡大させることが可能であるからだ。また、上記のシニア層の取り込みのうえでも、ボディメイク以外の目標を設定し目的意識を共有するためには、医学的裏付けは大きな支援材料になると思われる。

新規出店ペース早める、トレーナー人材の確保が急拡大の鍵に

（3）新規出店戦略

2014 年 9 月末現在の店舗数は国内 30 店舗で、10 月には福島県郡山市にサテライト店舗を開設した。同社は 2015 年 3 月期末に約 40 店舗体制に、2016 年 3 月期末に 60 店舗体制に、それぞれ到達することを目標として掲げている。

前述したように、同社はローコストの出店モデルを確立しているほか、より簡易なサテライト店舗という出店形態も柔軟に採用しているため、出店計画の達成のポイントは人材確保に依存していると弊社では考えている。

この人材確保について、同社は 2015 年 3 月期初から、大きな費用をかけて行ってきたが、これまではトレーナーの新規採用数が月間 20 ～ 30 人程度のペースで、目標を下回っていた。しかし、12 月単月では一気に 100 人超が入社し、採用目標に追いついたとみられる。同社は今後も継続的にトレーナーの採用に努め、新規出店を計画通り進める方針だ。

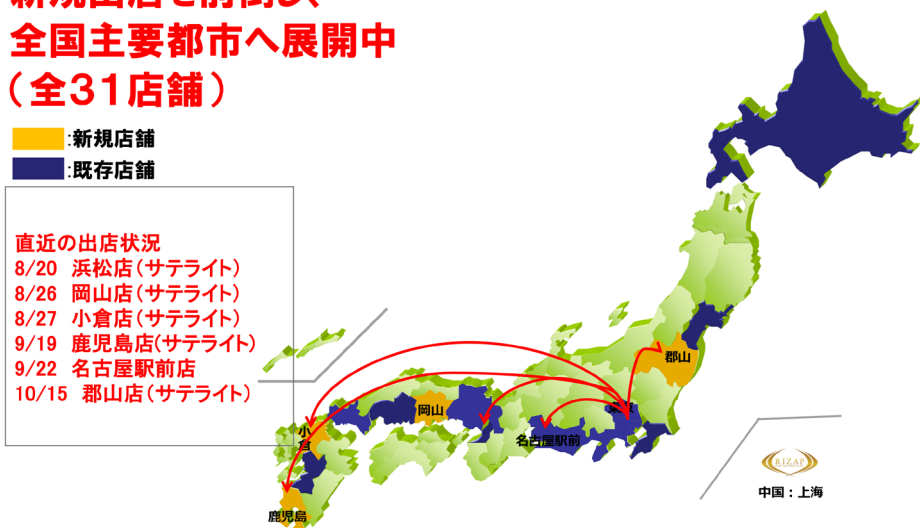
RIZAP の店舗展開

**入会待ち(最大時560名)解消のため、
新規出店を前倒し、
全国主要都市へ展開中
(全31店舗)**

■ 新規店舗
■ 既存店舗

直近の出店状況

8/20 浜松店(サテライト)
8/26 岡山店(サテライト)
8/27 小倉店(サテライト)
9/19 鹿児島店(サテライト)
9/22 名古屋駅前店
10/15 郡山店(サテライト)



出所：2015 年 3 月期第 2 四半期決算説明資料

更なるサービス品質の向上に向けて

■ パーソナルトレーナーの研修の充実

研修時間 **150時間** → **200時間** （50時間UP）

加えて、**160時間**の店舗研修を実施

＜研修内容＞

トレーニング方法や食事制限に関する知識だけでなく、
カウンセリングスキル等のコミュニケーションスキルや
心理学等、自己啓発に関する内容等、多岐に渡る。

出所：2015 年 3 月期第 2 四半期決算説明資料

■ 業績動向

2Q は収益倍増で営業利益上振れたが、通期は計画を据え置く

2015 年 3 月期の第 2 四半期累計決算は、売上高 18,411 百万円（前年同期比 101.0% 増）、営業利益 78 百万円（前年同期は 670 百万円の営業損失）、経常損失 15 百万円（同 394 百万円の経常損失）、四半期純利益 221 百万円（前年同期比 84.8% 減）となった。計画対比では、売上高で 889 百万円、営業利益で 653 百万円、それぞれ上振れとなった。上振れの主因は RIZAP の好調によるものだ。

収益の中核である「美容・健康関連」事業では、RIZAP が前述のように勢いが持続しているほか健康食品の通信販売事業も好調が続いている。また、2015 年 3 月期の第 2 四半期決算の目立った変化として、アパレル事業が第 2 四半期に黒字転換したことが挙げられる。これはマタニティウエアを手掛ける子会社のエンジェリーベが黒字化し、主要なアパレル関連子会社が全社黒字化したためだ。黒字化の背景にはマタニティカタログを廃止してネット通販に切り替えたことがある。

2015 年 3 月通期の業績について、同社は期初予想を変えていない。上期の上振れた利益を原資に広告宣伝費の投入を積極化させる可能性など、多様な選択肢を手元に残しておくためとみられる。いずれにしても期初予想を下回る可能性は極めて小さくなってきたと言える。

2016 年 3 月期の業績についても RIZAP の業績成長の影響が大きくなると予想される。RIZAP 事業は 2015 年 3 月通期には約 10,000 百万円の売上高規模になると想定される。前述のように新規出店を加速させる一方で新規会員の獲得が現状のペースで推移すれば、2016 年 3 月期は平均月商が 1,300 百万円～ 1,500 百万円に成長する可能性は十分にあると弊社ではみている。すなわち、年商 20,000 百万円という値が、月商の年度換算ベースでは 2016 年 3 月期中に実現される可能性が高いということだ。



健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

2015 年 1 月 30 日（金）

2015 年 3 月通期の業績見込み

（単位：百万円）

	12/3 期	13/3 期	14/3 期			15/3 期		
			上期	下期	通期	上期	下期 (予)	通期 (予)
売上高	13,445	17,840	9,157	14,753	23,910	18,411	18,651	37,062
前年同期比	-0.9%	32.7%	5.6%	60.9%	34.0%	101.0%	26.4%	55.0%
売上総利益	8,225	10,235	5,132	8,951	14,083	11,833	-	-
販管費	7,315	9,403	5,802	7,153	12,955	11,754	-	-
営業利益	909	832	-670	1,797	1,127	78	1,940	2,018
前年同期比	-24.3%	-8.5%	-	35.1%	35.5%	-111.7%	7.9%	79.0%
営業利益率	6.8%	4.7%	-7.3%	12.2%	4.7%	0.4%	10.4%	5.4%
経常利益	938	941	-394	1,697	1,303	-15	1,946	1,931
前年同期比	-17.7%	0.3%	-	24.1%	38.5%	-	14.6%	48.1%
当期純利益	887	402	1,452	1,246	2,698	221	932	1,153
前年同期比	41.5%	-54.7%	-	72.1%	571.0%	-84.8%	-25.2%	-57.3%
EPS（円）	2,877.09	13.03	47.06	40.38	87.44	7.17	15.11	18.69
配当（円）	235.00	1.35	0.00	7.00	7.00	0.00	3.36-3.74	3.36-3.74
分割調整後 EPS（円）	1,438.55	6.52	0.00	43.72	43.72	3.59	-	-
分割調整後配当金（円）	117.50	0.68	0.00	3.50	3.50	0.00	-	-

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・表示したものです。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