

健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

2015 年 10 月 19 日（月）

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 加速中、第 1 四半期から好調キープ

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と業容を拡大させてきた。グループの事業ドメインを『自己投資産業』とし、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の 4 事業を展開している。

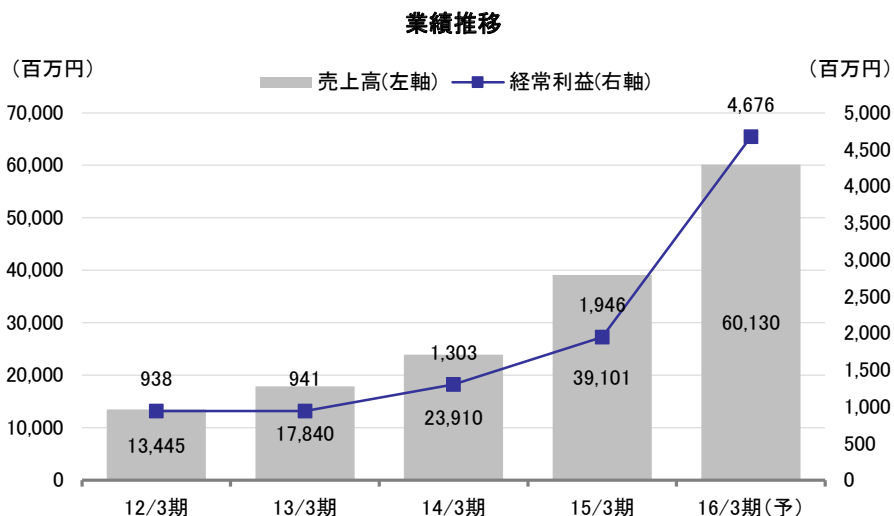
同社の成長のけん引役である RIZAP 事業において、新たな流れが出てきた。それは「広告に頼らない集客」だ。同社は、積極的な TV 広告などを通じて集客を行い、事業を発展させてきた。しかし、今期に始まった医療機関連携や法人向けプログラムという新たな試みの中では、「広告に頼らない集客」が事業目的として前面に打ち出されている。同社の「成長」についての意識が、「売上高」から「利益」へと移ってきているものとみられる。

RIZAP 事業の海外戦略も急速に成長分野としてクローズアップされつつある。現状のアジアの各店舗は、会員獲得の効率性が日本国内を上回るまでに成長してきており、収益源としての存在感が高まっている。同社は今期末までに米国も含めて海外拠点を 10 店舗体制とする計画を発表している。今後の具体的な発表が待たれる。

同社が取り組む COMMIT2020 では非常に高い業績計画が掲げられている。しかしながら同社経営陣にはその達成についての自信にいささかの揺るぎもない。その自信の背景にあるものは何かと考えたとき、M&A や事業提携による新たなサービス・商品の展開という可能性が浮かび上がってくる。RIZAP の知名度が非常に高く、ダイエット効果やシナジー追究の可能性の高さの点でも、他の企業の注目を集めても不思議ではない。今後の展開を見守りたい。

■ Check Point

- ・ 第 1 四半期における全社損益が黒字化
- ・ 成長の定義に占める「利益」の比率が高まる
- ・ 通期は大幅な増収、3 ケタ営業・経常増益を見込む



■ RIZAP 事業の現況と今後の事業展開

第 1 四半期における全社損益が黒字化

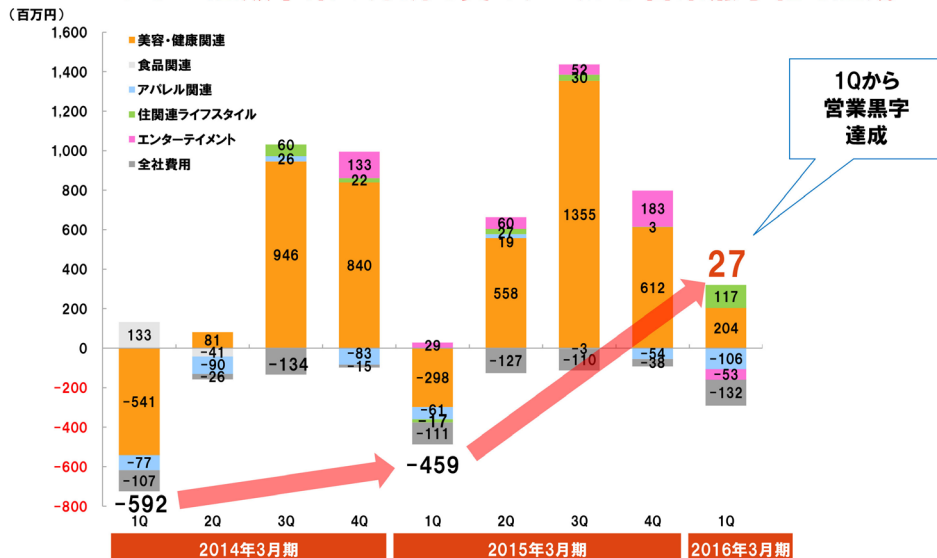
同社は 2020 年度に売上高 3,000 億円、営業利益 350 億円を目指す「COMMIT2020」に取り組んでいる。その最大のけん引役と期待されているのは、パーソナルトレーニングジムの RIZAP 事業だ。RIZAP の実態と将来の発展可能性を当レポートで改めて整理したい。

(1) 2016 年 3 月期第 1 四半期決算に見る足元の状況

8 月 12 日に発表された 2016 年 3 月期第 1 四半期決算のポイントは 2 つだったと弊社では認識している。すなわち、①第 1 四半期において RIZAP 事業が属する「美容・健康関連セグメント」が黒字化したこと（全社ベースでも黒字化した）と、②懸念された一部マスコミによるネガティブ報道の影響が業績にはまったく影響が出なかったことだ。

セグメント別営業利益の推移

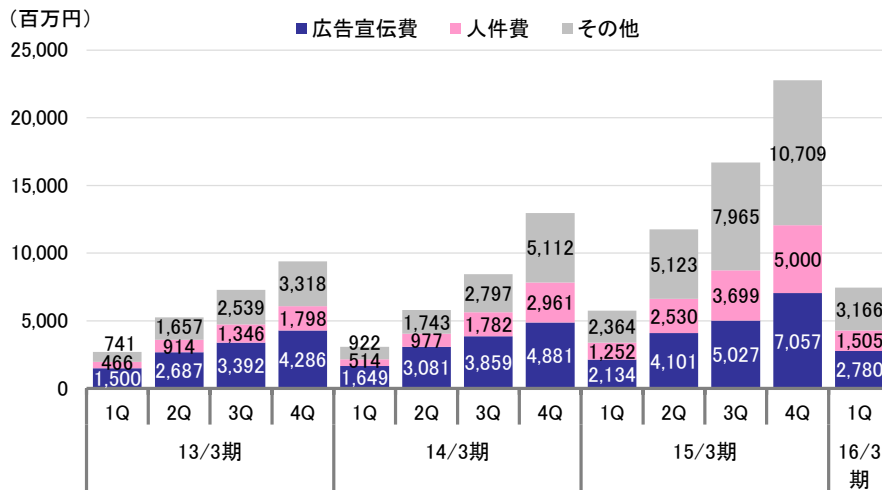
広告宣伝費の積み増しを上回るにもかかわらず、RIZAPおよび通販事業の好調を受け、1Qから営業黒字化を達成



出所：会社資料

同社は、広告宣伝費を第1四半期と第2四半期に大きく投下して、順次売上高の伸びで回収していくというモデルだ。したがって、過去、第1四半期は広告宣伝費負担の重さが勝って営業損失を計上するパターンが続いてきた。しかし今四半期は、前年同期比646百万円増の2,780百万円の広告宣伝費を投下したが、想定以上に回収が進み、営業黒字を達成した。同社の広告費の60%はRIZAP、20%は通販にそれぞれ投下されているとみられる（数字はいずれも弊社推定）が、その両事業からなる「美容・健康関連セグメント」が黒字転換したことの意味は非常に大きいと弊社では考えている。

販管費の内訳(累積ベース)

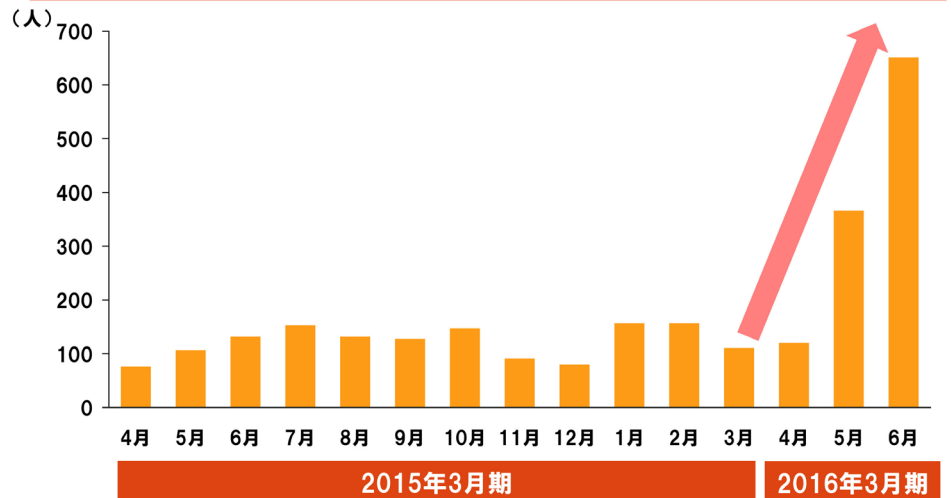


同社によれば、ネガティブ記事の一時的な影響はゼロではなかったようだ。記事が発表された直後は問い合わせ数の低下などがあったが、既存会員（ゲスト）からの紹介増加によって完全に吸収できた。それは月間利用者数、月商の推移を見れば明白だ。また、同社は「30日間全額返金保証制度」を充実させたが、それに伴う返金率の上昇は、導入直後に一時的に上昇した局面があったものの、現在では通常の水準（3%～4%）に戻っている。総括すれば、個々の経営指標の上では影響がみられたものの、他の要素で完全に吸収し、企業業績への影響はなかったということだ。

RIZAP ゲスト紹介数の推移

高いゲスト満足度を背景に、ゲストからの新たなゲスト紹介は、前期平均の約5倍水準にまで増加

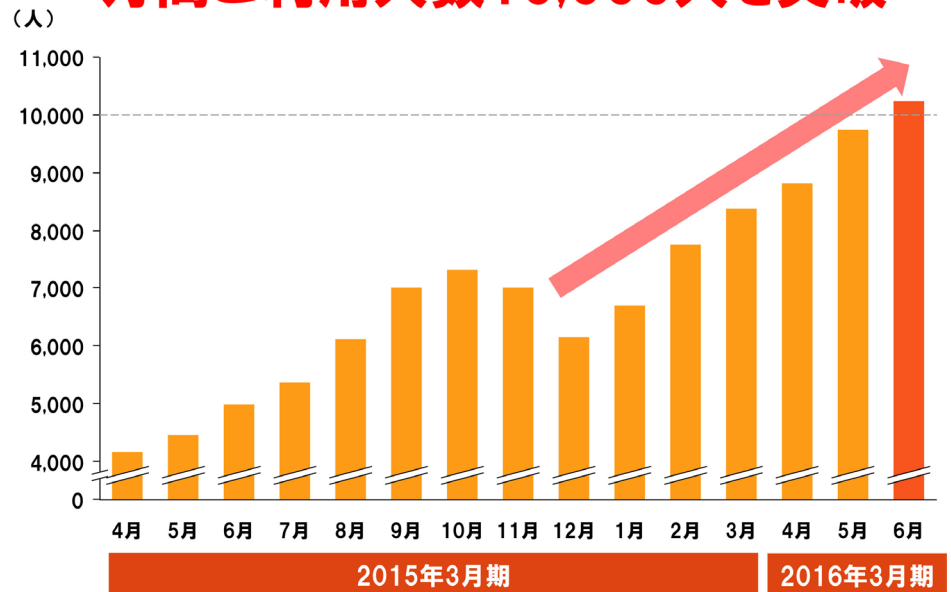
紹介経由での入会者数推移



出所：会社資料

RIZAP 月間利用者数の推移

月間ご利用人数10,000人を突破



出所：会社資料



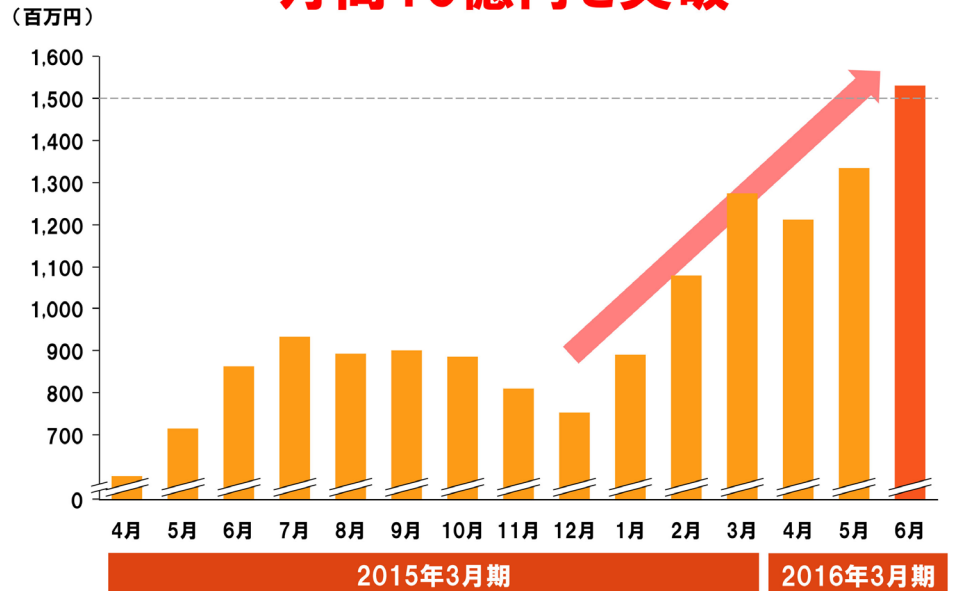
健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

2015 年 10 月 19 日（月）

RIZAP 月商の推移

月商15億円を突破

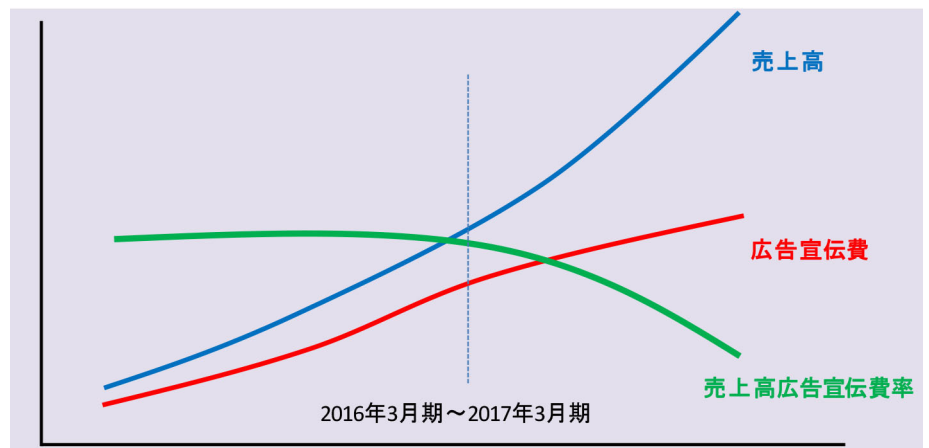


出所：会社資料

RIZAP についてのネガティブ記事は、結果的には RIZAP の知名度向上をもたらした。のみならず、前述したようにゲストの紹介による入会者数の急増という副次効果ももたらした。このルートでの会員については、1 人当たりの会員獲得コストが、広告に誘引されてくる新規会員に比べて 5 分の 1 程度と極めて低い。同社自身、こうした広告費に頼らない会員獲得のメリットをこれまで以上に強く意識し始めているようだ。後述する医療機関連携の動きも、「脱・広告宣伝費」の一環として理解する方が納得しやすい。

2016 年 3 月期第 1 四半期が終了し、第 2 四半期の足元の状況について取材した後の弊社の印象は、今期が RIZAP 事業の事業モデルの大きな転機になる可能性があるということだ。具体的には、「脱・広告宣伝費」の動きが加速するだろうということがまず挙げられる。RIZAP の新事業展開や外部との事業提携、海外展開などいずれもが、会員獲得コストの低下という文脈で語られている。言うまでもなく、脱・広告宣伝費の動きは RIZAP 事業の収益性改善に大きく貢献すると期待される。もう 1 つは、特に外部との事業提携を通じて、RIZAP がパーソナルトレーニングジムという枠を超えて、別の新たなサービスへと進化するかもしれないということだ。

広告費、売上高、売上高広告宣伝費率のイメージ



成長の定義に占める「利益」の比率が高まる

(2) RIZAP 事業の成長戦略

a) 概況

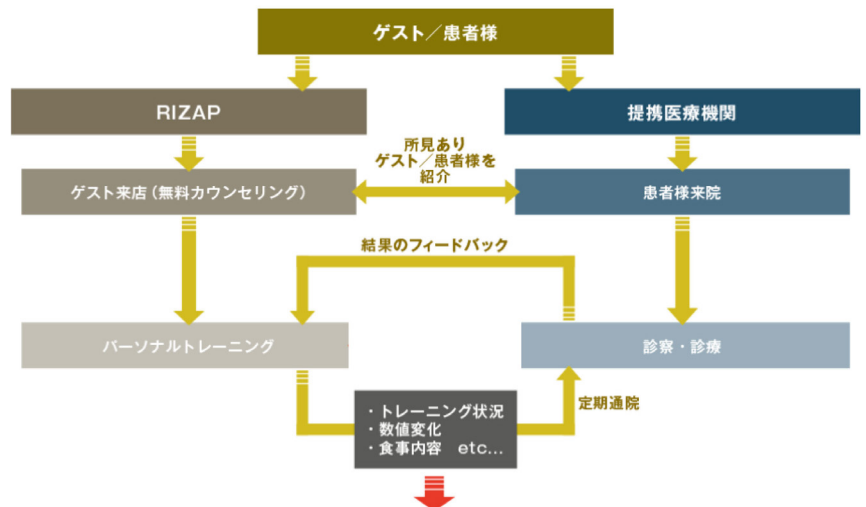
ここにきて、同社の“成長”に対する考え方が少し変わってきたという印象だ。これまでは、「成長＝売上高の増大」であり、具体的なアクションとしては広告宣伝の投下と店舗展開に重点が置かれていた。しかしながら、2016 年 3 月期に入って本格化した医療機関との連携と、新たに始まった法人向けプランの事業目的においては、「広告に頼らない集客」という要素が、前面に強く打ち出されている。これは成長の定義に占める“利益”という要素の比率がこれまで以上に高くなってきていることを示唆している。今後の RIZAP 事業において、「売上高は成長したが利益がついてこない」という状況に陥るリスクは、これまで以上に低下していくものと弊社では考えている。

b) 医療機関連携

同社は有吉クリニックとの間で業務提携に基づくサービスを 2015 年 2 月に開始し、収益ポテンシャルなどをモニターしてきた。その結果が良好だったこともあって新規に 7 医療機関との事業提携を 2015 年 6 月 25 日にリリースした。内容は有吉クリニックとの提携と同様のものであり、医療機関からの送客、シニア層向けサービスについて医学的見地に基づいた助言、豊富なデータを駆使した医学的見地を活用したエビデンス開発などとなっている。この医療機関連携の狙いとして同社は、医療機関からの紹介による広告費削減を挙げている。事業提携において同社は医療機関に指導料などの対価を支払うことになるが、集客における費用対効果としては広告と比べて圧倒的に高いと期待されている。

医療連携の概要

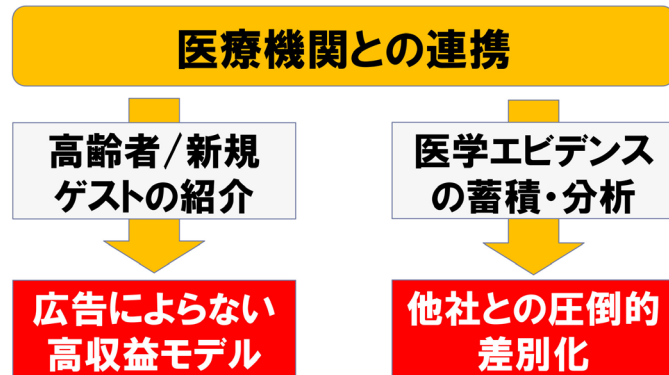
RIZAPがお客様から、より必要とされ、より多くの信頼を獲得するため、医療連携事業を開始



出所：会社資料

医療連携の狙い

広告に頼らない集客を実現し、競合他社との圧倒的差別化を実現する



“ RIZAPメソッドは、食事と運動に徹底的介入し、メタボ予防、理想のボディメイクができて一石二鳥。新たな治療の選択肢”
— 博多ひのきクリニック様

出所：会社資料

同社は、こうした提携医療機関の数を、今期中に 100 施設まで増やす計画であることを明らかにしている（提携医療機関数はその後増加し、8 月初旬時点で 10 機関となっている）。

医療機関連携は、シニア層取り込みという戦略においても、極めて有効なものであると弊社では評価している。将来的に 100 の医療施設から平均的に 10 人の送客があれば、1,000 人程度のシニア層が利用しているという状況が想定される。これらの顧客の家族・友人という広がりを見ると、シニア層の割合を高めるという同社の目標に対して、極めて大きなプラス効果をもたらし得るものと弊社では期待している。

シニア層の顧客の特徴は、継続性が高いということだ。現時点では RIZAP は 2 ヶ月間が 1 つの区切りとなっているが、将来的にシニア層向けの長期的な新プログラムが開発されるといった可能性は十分にあると弊社ではみている。事業の発展性を考える上でも、シニア層を取り込むことの意義は大きいと言える。

主な提携医療機関一覧

名称	所在地	診療科目
医療法人有吉クリニック	福岡県北九州市	ペインクリニック内科、リハビリテーション科、生活習慣病予防検診
水道橋メディカルクリニック	東京都千代田区	内科、循環器科、肥満外来、健康診断
博多ひのきクリニック	福岡市博多区	内科、外科、小児科、人間ドック、メタボ検診、肥満外来、人間ドック
新宿メディカルクリニック	東京都新宿区	内科、皮膚科、アレルギー科、肥満外来
医療法人社団もかほ会 武蔵村山さいとうクリニック	東京都武蔵村山市	内科、消化器科、循環器科、呼吸器科、リハビリテーション科ほか
医療法人みなとみらい 東京睡眠代謝クリニック新宿	東京都新宿区	睡眠時無呼吸症候群、糖尿病、代謝、甲状腺、内科など
金山ペインクリニック	名古屋市中区	ペインクリニック内科、漢方内科
青木内科・リハビリテーション科	さいたま市見沼区	内科、糖尿病内科、内分泌代謝内科、漢方内科、リハビリテーション科

2015 年 10 月 19 日（月）

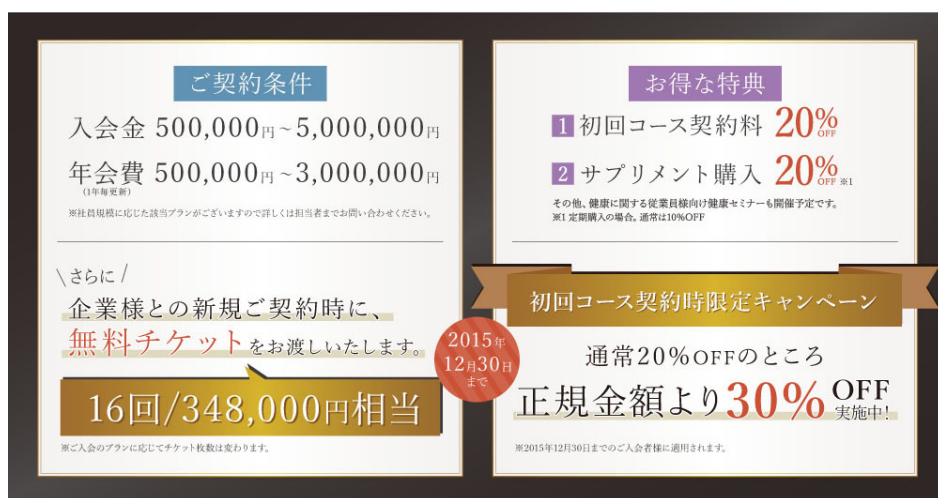
c) 法人向けプログラム

同社が 8 月 12 日にリリースした法人向けプランもまた、広告に頼らない集客の一環だ。これは法人が RIZAP と会員契約することで、当該法人会員の社員は 20% 割引で RIZAP を利用できるというものだ。一見すると大幅に利幅が圧縮される印象を受けるが、そうではない。2015 年 3 月期を例に取ると、RIZAP 事業は売上高 100 億円に対して広告費 40 億円という費用構造だった（金額はいずれも弊社推定）。すなわち、会員獲得に占める広告費の割合が 40% ということである。法人向けプログラムによって 20% 割引を行ったとしても、集客費用がない分採算性が高いということだ。

同社は今期中に 500 社との契約を目指すとしている。“今期中”という時間軸はかなり挑戦的な目標に聞こえる。しかし顧客数については、法人としての最低費用が入会金 50 万円・年会費 50 万円と比較的安価であることを考えると、中期的には 500 社では到底とどまらない潜在需要があると弊社ではみている。

法人向けプランの概要

RIZAP 法人会員プランについて



ご契約条件

入会金 500,000 円～5,000,000 円

年会費 500,000 円～3,000,000 円
(1 年毎更新)

※社員規模に応じた該当プランがございますので詳しくは担当者までお問い合わせください。

さらに /
企業様との新規ご契約時に、
無料チケットをお渡しいたします。

16回/348,000 円相当

※ご入会のプランに応じてチケット枚数は変わります。

お得な特典

1 初回コース契約料 **20% OFF**

2 サプリメント購入 **20% OFF** ※1

その他、健康に関する従業員様向け健康セミナーも開催予定です。
※1 定期購入の場合、通常は 10% OFF

初回コース契約時限定キャンペーン

2015 年 12 月 30 日まで

通常 20% OFF のところ
正規金額より 30% OFF 実施中!

※2015 年 12 月 30 日までのご入会者様に適用されます。

出所：会社資料

手応えが感じられる海外展開、10 拠点体制を目指す

d) 海外展開

今、同社経営陣が最も手応えを感じているのは海外かもしれない。同社の海外店舗は 6 月に香港がオープンし、上海、台北、シンガポールの 3 店と合わせて合計 4 店舗である（国内は 8 月 31 日現在 55 店）。好調な会員獲得の結果、各拠点の経営状況も好調で、上海店はすでに黒字が定着している。2014 年 12 月にオープンにした台湾とシンガポールも収益の黒字化は視野に入っている状況と思われる。香港も 1 号店出店からわずか 2 ヶ月後の 8 月に 2 号店出店計画を公表しており業績面での不安はないとみられる。同社は 8 月に海外多店舗展開決定のリリースを出し、2015 年度末までに海外を最低でも 10 拠点体制にまで拡大する計画を公表している（国内は 80 店が目標）。地域的には、今後、アジアに加えて米国も加わってくる見込みだ。

※ CPA とは顧客からの申込・問い合わせ 1 件当たりのコスト。
国内を 100 とした場合の指数で表している。

海外プロモーション事例



出所：会社資料



同社が海外展開に積極的な理由は、海外各店舗での現地人顧客反応の強さである。広告に対する申込み・問い合わせ獲得コスト（CPA※）は、いずれの拠点も日本のそれを大きく下回っている。加えて、申込み・問い合わせから入会へと至る比率においても、当初は日本よりも低かったがここにて改善が著しい。その結果、集客の効率性においても、海外拠点が日本を上回る可能性が出てきた。広告コンテンツ、出稿方法、入会率改善のノウハウ、といった各要素において、自信を深めた結果と考えられる。海外では価格を日本よりも高く設定しているため、軌道に乗った時の収益性は、日本を大きくしのぐと期待される。

海外展開：顧客反応状況比較

	日本国内	香港	シンガポール	上海
CPA 注	100	38	54	70
問合せの非日本人率	—	94%	93%	89%

注：CPA＝顧客からの申込み・問い合わせ 1 件当たりのコスト。国内を 100 とした場合の指数

■業績見通し

通期は大幅な増収、3 ケタ営業・経常増益を見込む

(1) 2016 年 3 月期見通し

2016 年 3 月期について同社は、売上高 60,130 百万円（前期比 53.8% 増）、営業利益 5,004 百万円（同 137.4% 増）、経常利益 4,676 百万円（同 140.2% 増）、当期利益 3,052 百万円（同 86.5% 増）と計画している。

2016 年 3 月期についてセグメント別内訳は開示されていない。前期比 21,029 百万円の増収のうち、増収分の約半分を RIZAP の増収で稼ぎ、残り半分を本体の通販事業を始めとして、SD エンターテイメント<4650>、イデアインターナショナル<3140>、アパレル子会社群、新規事業など RIZAP 以外の事業・子会社群で稼ぎ出す計画と見られる。

今期の業績目標実現のカギを握る RIZAP であるが、売上高 20,000 百万円達成のための準備は整っているようだ。かつてキャパシティのボトルネックとなっていたトレーナー数は、足元では 800 人態勢となっている。今期の売上高が 20,000 百万円に到達すると仮定した場合、2016 年 3 月の月間利用者数は 15,000 人、月次売上高 2,000 百万円程度に達すると弊社では推計しているが、800 人というトレーナー数はこの実現には十分な数と考えられる。

業績値以外の 2016 年 3 月期の注目点は前述のように、広告に頼らない集客がどの程度進捗するかにあると考えている。既存会員の紹介、医療機関との連携、法人向けプランという 3 つの集客ルートの確立と集客数を、同社の新たな KPI（Key Performance Indicator：重要経営指標）として加えるべきであろう。一方で、同社は広告費の絶対額を削減することまでは踏み込まないと弊社ではみている。RIZAP の成長余地は大きく、そこをしっかりと売上に結び付けるために広告費を投下する必要はある。要は、広告を投下する対象や手法が従来から多少変化して、より高い広告効果を追求できていくものと弊社では期待している。

損益計算書

（単位：百万円）

	14/3 期	15/3 期	16/3 期		
			1Q	上期（予）	通期（予）
売上高	23,910	39,101	12,132	25,938	60,130
前期比・前年同期比	34.0%	63.5%	43.1%	40.9%	53.8%
売上総利益	14,083	24,874	7,479	-	-
売上高総利益率	58.9%	63.6%	61.6%	-	-
販管費	12,955	22,766	7,451	-	-
売上高販管比率	54.2%	58.2%	61.4%	-	-
営業利益	1,127	2,108	27	602	5,004
前期比・前年同期比	35.5%	87.0%	-	665.4%	137.4%
売上高営業利益率	4.7%	5.4%	0.2%	-	-
経常利益	1,303	1,946	-75	437	4,676
前期比・前年同期比	38.5%	49.3%	-	-	140.2%
当期利益	2,698	1,636	-52	345	3,052
前期比・前年同期比	571.0%	-39.4%	-	55.9%	86.5%
分割調整後 EPS（円）	21.86	13.26	-0.42	2.75	24.37
分割調整後配当金（円）	1.75	2.50	-	-	9.26-9.75

貸借対照表

（単位：百万円）

	13/3 期	14/3 期	15/3 期
流動資産	7,490	14,404	23,699
現預金	2,437	4,373	8,686
売掛金	3,081	5,509	8,857
その他	1,971	4,522	6,155
固定資産	3,979	13,483	15,507
有形固定資産	2,289	9,059	9,442
無形固定資産	1,186	1,872	3,320
投資等	503	2,551	2,745
繰延資産	－	59	87
資産合計	11,469	27,948	39,294
流動負債	5,531	13,685	19,825
買掛金	833	1,844	2,226
短期借入金等	2,285	5,262	6,067
その他	2,412	6,578	11,532
固定負債	3,284	8,587	11,982
長期借入金	2,705	6,619	9,849
その他	578	1,968	2,133
株主資本	2,493	5,140	6,599
資本金	100	100	132
資本剰余金	189	189	221
利益剰余金	2,204	4,850	6,245
自己株式	0	0	0
その他包括利益累計額等	1	2	2
新株予約権	－	5	21
少数株主持分	158	527	863
純資産合計	2,652	5,675	7,486
負債・純資産合計	11,469	27,948	39,294

キャッシュフロー計算書

（単位：百万円）

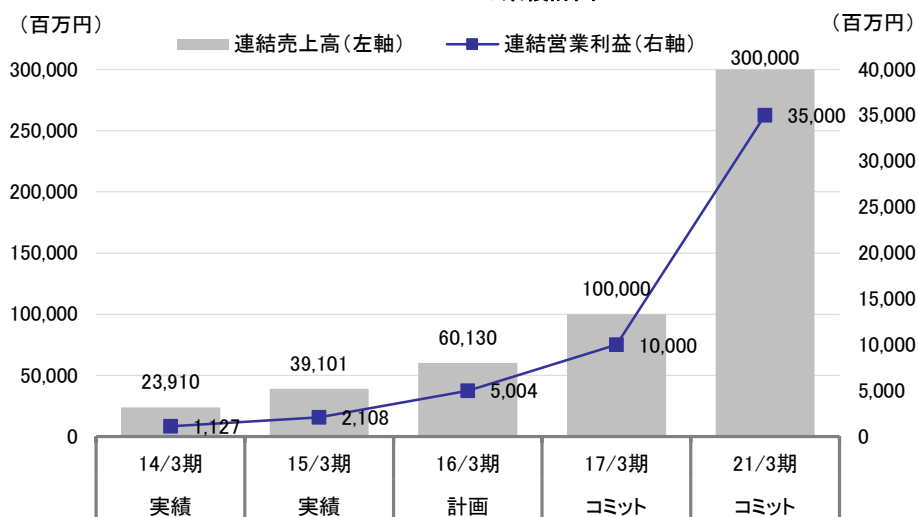
	13/3 期	14/3 期	15/3 期
営業活動によるキャッシュフロー	478	789	2,024
投資活動によるキャッシュフロー	－919	363	679
財務活動によるキャッシュフロー	39	965	1,570
現預金換算差額	0	6	－28
現預金増減	－402	2,125	4,246
期首現預金残高	2,342	2,012	4,137
期末現預金残高	2,012	4,137	8,383

高い中期目標に挑戦中、新たな M&A や事業提携にも注目

(2) COMMIT2020

同社は 2015 年 2 月 12 日に新中期経営計画「COMMIT（コミット）2020」を発表し、現在はその達成に向けて精力的に取り組んでいるところだ。同社は、自社グループの事業ドメインを「自己実現の欲求」を満たすための商品・サービスを提供する「自己投資産業」としている。「自己投資産業」は「生活必需品産業」とは異なり、上限なく拡大し得る市場であり、その市場に見合った商品・サービスを投入できれば高い収益性と高い持続性を伴って急激な収益拡大が可能であるというのが同社の基本的な考え方となっている。この理念に基づき、COMMIT2020 においては、一見、野心的にも見える高い業績目標を掲げている。

COMMIT2020の業績計画



2015 年 3 月期決算は COMMIT2020 策定時の業績見込みに対して上振れでの着地となった。また、2016 年 3 月期も RIZAP を始めとして順調に推移していることは前述のとおりだ。問題は 2017 年 3 月期の業績コミットだ。売上高 100,000 百万円というのは、2016 年 3 月期から約 40,000 百万円の上積みとなる。これは、RIZAP が今のペースからさらに加速したとしてもかなり挑戦的であるというのが、率直な印象だ。2017 年 3 月期の業績目標の達成は、COMMIT2020 達成に向けた試金石となると弊社では考えている。

同社自身は、2017 年 3 月期業績計画はもちろん、COMMIT2020 全体の達成に対する自信において、いささかの揺るぎもない。同社が強い自信を示す背景は何か、を考えたとき、M&A や事業提携による拡大が 1 つの可能性として浮かび上がってくる。RIZAP の知名度が高さや RIZAP の持つ会員資産、あるいは RIZAP の効果や潜在的シナジー効果などに注目した企業がいてもまったく不思議ではない。今後、そうした M&A や事業提携がどのような形で具体化してくるのか見守りたいと考えている。

2015 年 10 月 19 日（月）

■ 株主還元

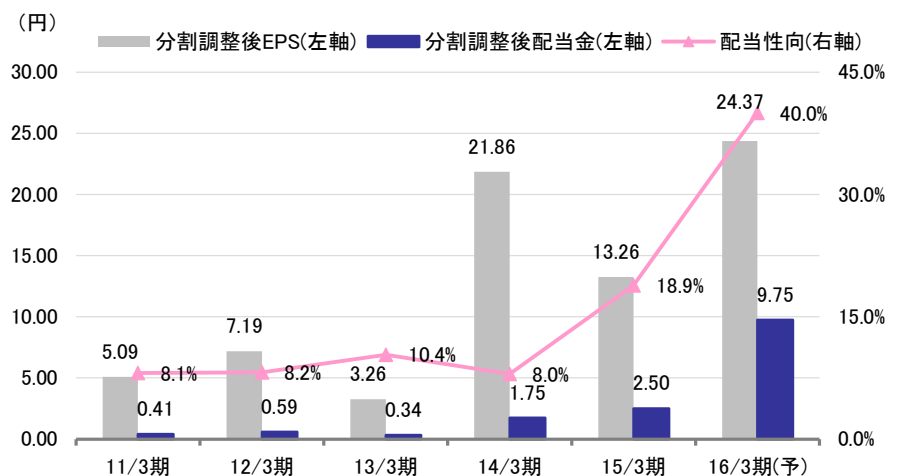
株主還元積極的に、特別配や株主優待の充実なども

同社は株主還元を重要な経営課題の 1 つとして位置付け、配当による利益還元を基本としながらも、株主優待制度も併設して、個人株主を中心に、還元強化を図っている。

配当金については業績連動型を採用し、2015 年 3 月期以降の連結配当性向を 18% ～ 20% を目途とする配当方針を決定済みである。これを踏まえて同社は、2015 年 3 月期期末配当金を 2.5 円（配当性向は 18.9%）とした。同社は 2015 年 1 月 1 日と 5 月 1 日の 2 回にわたって、それぞれ 1：2 の株式分割を発表済みで、前期と同じ水準に補正すると 10.0 円となる（前期実績は 7.0 円）。2016 年 3 月期については、9.26 円～ 9.75 円の配当予想を公表している。これは予想 1 株当たり利益 24.37 円に対する配当性向 38% ～ 40% の値であり、普通配当の 18% ～ 20% 相当分に上場 10 周年記念配 20% 相当分を加えた構成となっている。

同社は配当の目安とする連結配当性向について、2021 年度までは 18% ～ 20% を維持し、翌年度から 30% に引き上げるという計画を公表している。しかしながら、同社は株主還元に対して積極的であるため、適宜、特別配や株主優待の拡充、株式分割などの方策を通じて、継続的に株主還元の充実を図っていくものと弊社では期待している。

1株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



■ 想定株価

想定株価は 1,156 円

同社の想定株価は 1,156 円。同社と類似 3 社（コシダカホールディングス <2157>、ルネサンス <2378>、セントラルスポーツ <4801>）（注：RIZAP が成長をけん引するため、フィットネス企業を類似会社とする）について、今期予想 EPS に直近 3 期の年平均成長率を乗じ、18 年 3 月期までの EPS を算出して予想 PER を比較した。なお、今後の提携医療機関の進捗のほか、海外展開がさらに進展することで、想定株価が押し上げられる可能性は十分あるだろう。

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