

健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

<http://www.kenkoucorp.co.jp/ir/>

2016年3月1日（火）

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

[企業情報はこちら >>>](#)

■ RIZAP を軸に引き続き “絶好調” をキープ

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。

主力の RIZAP 事業は、新規会員の順調な獲得に加えて「ストック型収入モデル」への転換も順調に進捗している。収入モデルのストック型化というのは、基本の2ヶ月間のトレーニングの終了後に再契約することで安価な月会費で継続的に RIZAP を利用してもらうというビジネスモデルへの転換だ。再契約者が積み上がることで同社の収入安定化につながる。また、ストック型モデルにおける1人当たり売上高は、フロー型（通常プログラムだけで終了する場合）に比べて、トータルでは数倍にも膨れ上がると弊社では推測している。

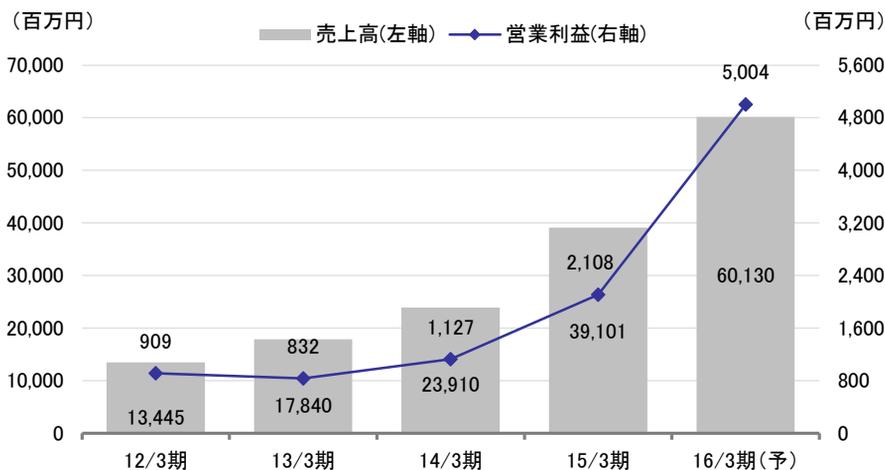
RIZAP でのもう1つの注目すべき進展は、米国進出の決定だ。同社は2月に米ロサンゼルスに出店することを発表した。米国のフィットネス市場規模は3兆円（日本の約7倍）とも言われており、RIZAP にとってもその潜在成長性は非常に高いと期待される。同社は、1号店の状況を見てからその後の拡大ペースを考えると慎重な姿勢を見せている。しかし一方で、2020年度時点では RIZAP の海外事業は日本のそれを大きく上回るとの見方も示しており、海外展開への意気込みと期待は非常に大きいことがうかがえる。

2016年3月期の業績の進捗は順調だ。第3四半期累計の営業利益は3,533百万円で、通期営業利益予想5,004百万円に対する進捗度は71%となっている。今期業績予想について営業利益を始めとする各利益項目の達成可能性は高い。2017年3月期について同社は、売上高1,000億円、営業利益100億円を目標として掲げてきた。発表当初はその実現性を疑問視する投資家も多かったが、RIZAP を始めとする各事業の現状に照らして、2017年3月期も順調に進捗していくものと弊社では期待している。

■ Check Point

- ・ 2020年度の業績目標に向けた4本柱による成長計画
- ・ RIZAP 米国進出、1号店をロサンゼルスにオープン
- ・ 通期は利益倍増を超える水準の予想を達成見込み

業績推移



出所：短信等からフィスコ作成

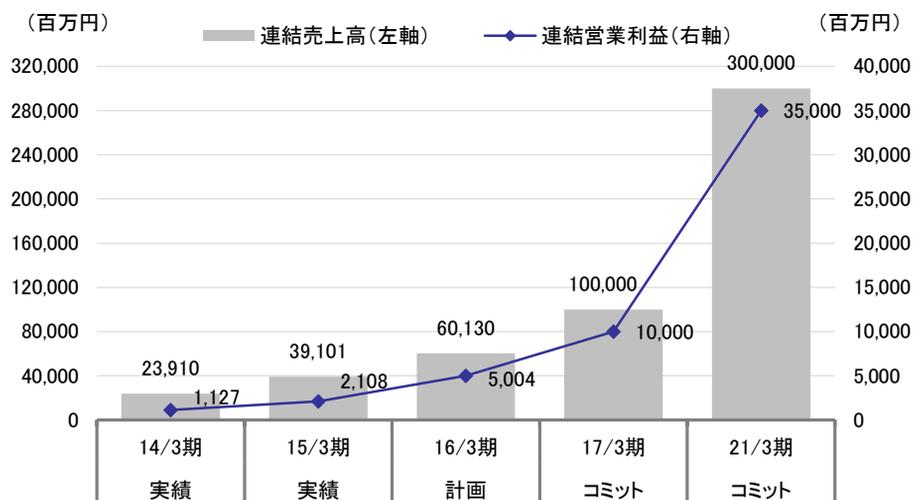
■ 中期経営計画「COMMIT2020」の概要と進捗状況

中期経営計画発表後、目を見張るスピードで伸長

(1) 「COMMIT2020」の概要

同社が2015年2月に発表した中期経営計画「COMMIT2020」は、2020年度(2021年3月期)において連結売上高3,000億円、連結営業利益350億円の達成をコミットすることを主題としている。これが発表された当時、投資家の受け止め方は少なからぬ驚きと懐疑の念が入り混じったものだった。同計画の中では2020年度に至る中間目標として、2017年3月期に連結売上高1,000億円、連結営業利益100億円を達成することも掲げられているが、この数字に対しても実現に疑念を持つ投資家も多かった。

「COMMIT2020」の業績計画



出所：会社発表資料、短信等からフィスコ作成



健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

<http://www.kenkoucorp.co.jp/ir/>

2016年3月1日（火）

中期経営計画発表から約1年が経過しようという現在、同社の業績は目を見張るスピードで伸長を続けている。詳細は後述するが、2016年3月期第3四半期決算を踏まえると、今通期の営業利益についてはその達成確度が非常に高い状況にある。2016年3月期は2017年3月期の中間目標達成のための重要なステップとなる年度であり、ここで利益計画が達成されることで、2017年3月期の営業利益100億円の達成の可能性は、着実に一段高まったと言える。

業績成長をけん引する RIZAP

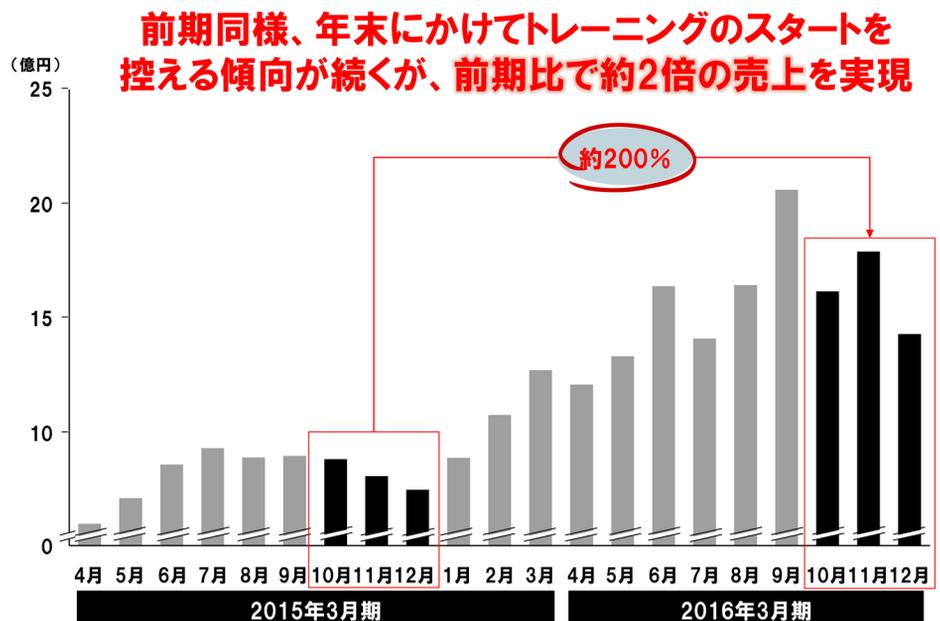
(2) RIZAP の足元の動向

同社の業績成長をけん引しているのが、100%子会社で運営するパーソナルトレーニングジムのRIZAP事業であることは広く知られているところだ。同社は、保有する高い広告宣伝ノウハウをフル活用し、RIZAPについて積極的な広告宣伝を行ってきた。その結果、RIZAP事業の月次売上高及び累計会員数は着実に成長を達成してきた。

特に注目すべきは月次売上高で、2015年9月には20億円の大台を突破した。第3四半期（単独）期間は年末を控えた季節要因から売上高は10億円後半に下落したが、1年前の水準からは約2倍の水準にあり、同社の高い事業計画に対してもそれを上回るペースで推移しているものと推測される。

さらに見逃せないことは、RIZAPのテレビCMが2015年の年間CM好感度ランキングで第3位に選ばれたことだ。このことは、RIZAPの知名度、認知度が着実に上昇してきていることと、文字どおり、好感を持って受け入れられているということを意味している。今後のさらなる集客増へ期待が高まる。

RIZAP の月次売上高の推移





健康コーポレーション

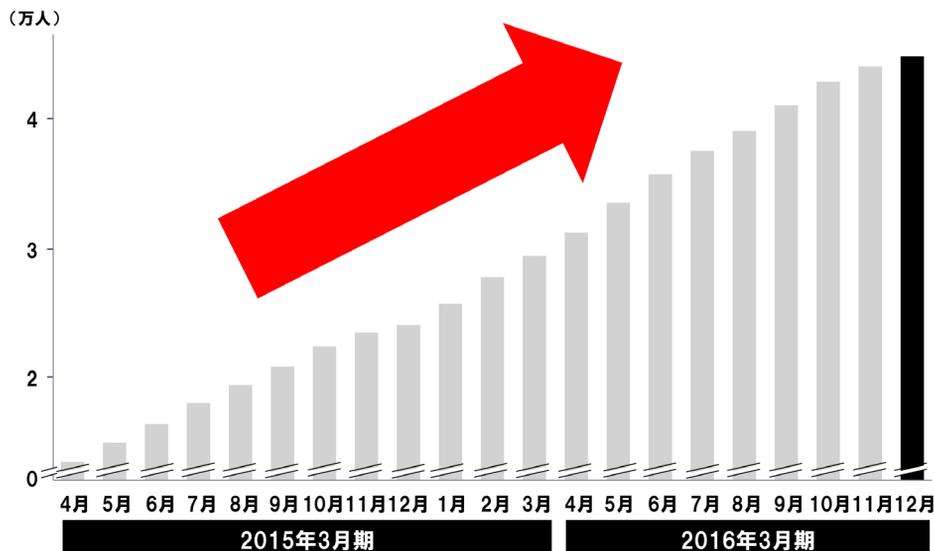
2928 札幌アンビシャス

<http://www.kenkoucorp.co.jp/ir/>

2016年3月1日(火)

RIZAPの会員数(累計)の推移

会員数44,000人突破



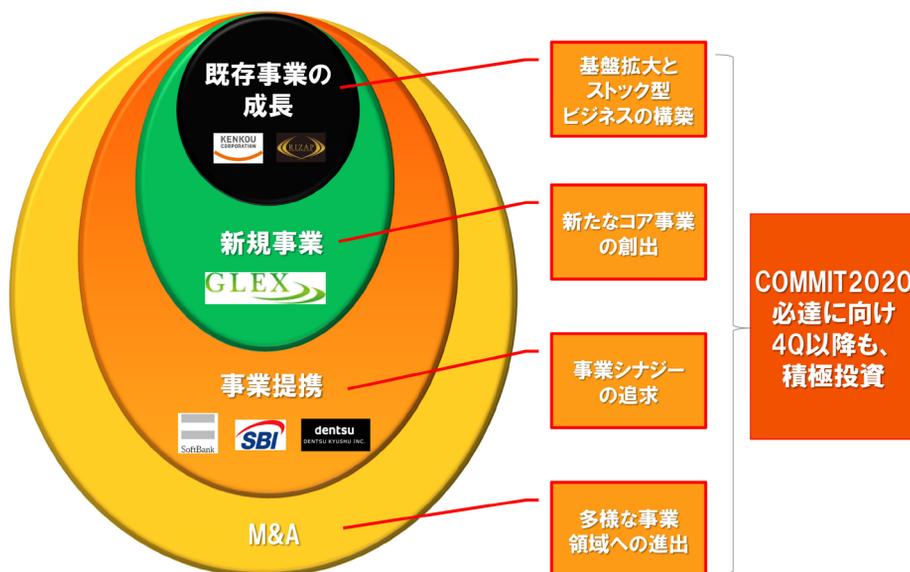
出所：2016年3月期第3四半期説明会資料

2020年度の業績目標に向けた4本柱による成長計画

(3) 今後の業績拡大戦略

ここまで順調な進捗を見せているとはいえ、2020年度の業績目標が依然として高い峰であることには変わりがない。この達成に向けて同社は、RIZAP事業を中核とした既存事業の成長、新規事業、事業提携、M&Aの4本柱による業績成長を計画している。

「COMMIT2020」達成に向けた事業戦略



出所：2016年3月期第3四半期説明会資料



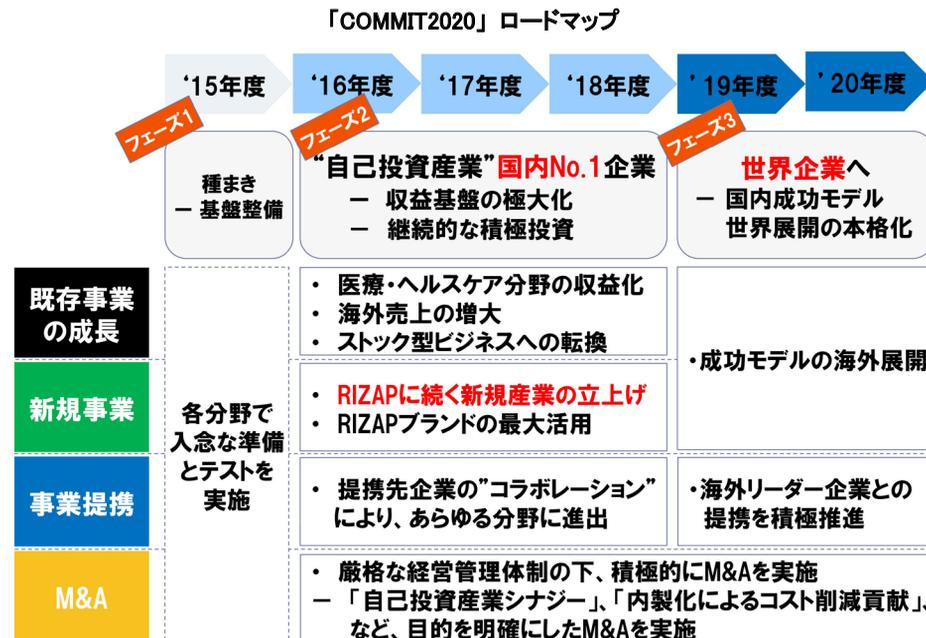
健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

<http://www.kenkoucorp.co.jp/ir/>

2016年3月1日（火）

これらの中で弊社が今最も注目するのは、既存事業の成長と新規事業だ。言うまでもなく、その中心にはRIZAPが存在している。RIZAPは、収入モデルのストック型への転換や海外進出などで、依然として高い潜在成長性を有している。また、高ブランドイメージと豊富な実績・データを有するRIZAPとの連携により、新規事業の成功可能性はより高めることが可能になると弊社ではみている。事業提携やM&Aにも期待が高まるが、これらの評価にはまだ時間を要しよう。当面はRIZAPを中心とした事業展開の行方に重点を置いて、推移を見守りたいと考えている。



出所：2016年3月期第3四半期説明会資料

■ RIZAP のストック型モデル転換

「ライフサポートプログラム」により長期間の業績貢献

同社は2016年3月期第2四半期決算に当たり、「ライフサポートプログラム」の開始を発表した。これまでRIZAPは2ヶ月間という短期間で一定のボディメイク効果を発現させることをアピールポイントとしてきた。基本プログラムの終了後は、一部の会員が再契約を行って体型維持に努める以外は、RIZAPでの活動を止めてしまう「休会者」となるケースが多かったと見られる。

ライフサポートプログラムは、RIZAP会員が月会費9,800円～という比較的安い価格でRIZAPプログラムを活用して体型や健康の維持・増進に努めることを可能とするものだ。このプログラムの導入により、2つの点で高い業績貢献度が期待できると弊社では考えている。その1つは新規会員獲得だ。RIZAP入会をためらう理由の1つに、リバウンド対策やボディメイク後のメンテナンスをどうするかということがある。このプログラムはこうした不安を解消し、入会をためらう人の背中を押す効果が期待される。

2016年3月1日(火)

ライフサポートプログラムのサービス領域のイメージ図



2ヶ月間 入会金+298,000円	生涯サポート 月9,800~
----------------------	-------------------

出所：2016年3月期第2四半期決算説明資料

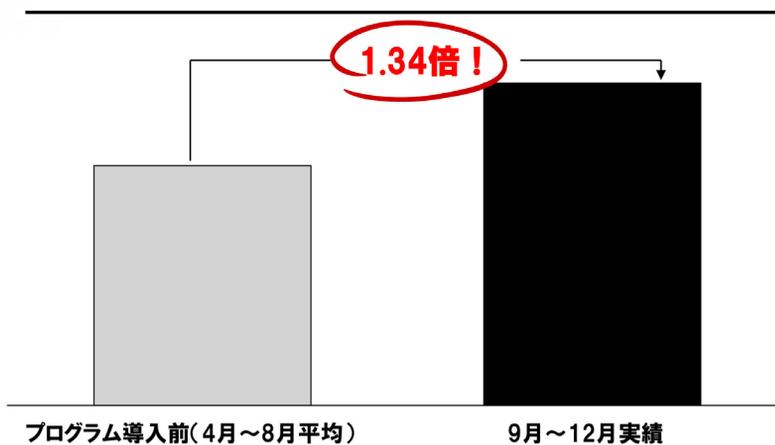
もう一つはRIZAPの収入モデルのストック型への転換だ。1人の会員が2ヶ月基本コースだけで休会してしまえば、そこからの売上高の期待値はサプリ等の物販を考慮しても40万円から50万円程度がせいぜいであろう。それに対して基本コース終了後にライフサポートプログラムに移行(再契約)してもらえれば、その継続期間にもよるが、1人当たり売上高の期待値は50万円をはるかに上回ってこよう。物販やオプションプログラムなどを活用した単価向上のノウハウと、なにより、累計44,000人超(2015年12月末現在)という会員数が威力を発揮してくると弊社では見ている。

同社はライフサポートプログラムへの移行割合(再契約率)について100%を目指すという目標を掲げている。現状はまだそれには及ばないが、同プログラムの導入前後で再契約率は1.34倍に高まった。「再契約率向上⇒ストック型収入増加」という流れは必然的に広告宣伝費の比率低下につながり、元来が高収益事業であったRIZAP事業のさらなる収益率改善が見込まれる。

再契約率の向上

初の大型キャンペーン実施、ライフサポートプログラム浸透により、再契約率が向上

初回プログラム完了後の再契約率



再契約率向上により、広告宣伝比率を改善でき、収益率の大幅な向上が見込める

出所：2016年3月期第3四半期決算説明資料

2016年3月1日（火）

■ RIZAP 連携ビジネス

新規事業としてゴルフレッスン事業へ進出

(1) RIZAP GOLF (旧 GLEX)

同社は新規事業の一環として、ゴルフレッスン事業に進出した。内容をダイエット、ボディメイキングからゴルフのスコアメイキングに変更しただけで、RIZAPの事業モデルをほぼそのまま踏襲している点がポイントだ。名称も当初は「GLEX」でスタートしたが、今後は「RIZAP GOLF」として、RIZAPのブランドイメージを最大限活用する方針だ。

RIZAP GOLFは2015年10月に第1号店として東京・六本木店をオープンさせたが、好評につき同じく都内に、今期中の三田店の開設を決定済みだ。また、都内にもう1店舗のほか大阪と福岡にもそれぞれ1店舗を開設すべく準備を進めている。物件獲得がスムーズに進めば2016年3月期中に最大5店舗体制となる見通しだ。

同社はRIZAP GOLFの出店計画について、2017年3月末時点で15店程度としているが、弊社ではもっと早いペースで出店が進む可能性があると考えている。理由は以下のとおりだ。まず第1に出店モデル（初期費用、投資回収期間、料金設定など）がRIZAPをほぼそのまま活用しているため作業が迅速に進むと見られることだ。第2に、インストラクターの獲得が公益社団法人日本プロゴルフ協会の協力もあってスムーズに進んでいることだ。第3にはゴルフ関連市場規模は1.4兆円（2012年度）と、フィットネス市場規模の4,000億円を大きく上回っている事実を挙げることができる。一方、出店の足かせ要因としては、物件の天井高を上げることができる。スイングのためには3メートルの天井高が必要とのことだ。しかし総合的に考えれば、スコアメイキングへの潜在需要掘り起こしに成功すれば、出店作業自体はかなりスムーズに進むと期待される。

RIZAP GOLFの主な特徴

RIZAPブランドサービスとして、「結果にコミットする」 ことに全てをフォーカス

レッスン環境	<ul style="list-style-type: none"> ・ 実戦対応を意識し、ラフや傾斜を備えたルーム ・ 他人の目が気にならない完全個室
レッスン・プログラム	<ul style="list-style-type: none"> ・ RIZAPの運動ノウハウも取り入れた、結果を出すためのオリジナル・プログラム
コーチの意識	<ul style="list-style-type: none"> ・ RIZAPの「結果にコミットする」意識を徹底実戦 ・ 完全担当制で、常にゲストに最適プログラムをカスタム
オンラインサポート & シュクダイ	<ul style="list-style-type: none"> ・ 悩みをいつでも相談できる体制 ・ 最高のスイングを身につけることができる「1万回スイング」のシュクダイ

出所：2016年3月期第3四半期決算説明資料

100の医療機関との連携によりRIZAPへの送客を進める

(2) 医療との連携

RIZAPの自己成長性の重要な要素に、医療機関連携がある。同社がこれまで掲げてきた医療機関連携の内容は、2016年3月期中に100の医療機関との連携を進め、医療機関からRIZAPへの送客を推進するというものであった。

これまでの進捗状況は、提携医療機関数は目標とする100機関との提携がほぼ見えてきているようだ。一方、提携医療機関からの送客数は同社の期待値を下回っていると見られる。その詳しい理由はわからないが、RIZAPのプログラム内容が、“ハード過ぎる”というイメージを持たれているのも大きな理由と考えられる。

こうした状況にあって、同社と医療機関の連携は着実に進化・深耕を遂げている。メタボリックシンドローム、生活習慣病、シニア向け、などのテーマを絞った形での最適プログラムの開発に取り組んでおり、一部では実用に供されている。

医療機関連携の現況

生活習慣対応 RIZAPメソッド	メタボなど生活習慣病者の改善にもつながるように、医療機関とも連携したRIZAPメソッドの開発・提供
人間ドック・ 健診センター連携 プログラム	人間ドック・健診センターで要改善とされた項目につき、共同で最適な生活習慣改善プログラムを提供 (例)有吉クリニック含め、セットプログラムを開発中
企業向けの ストレス解消・ 肥満解消サービス	産業医と連携して、企業向けに社員のストレス解消や肥満解消サービスを開発・提供 ・多数の企業と法人契約を締結
シニア向け 介護予防プログラム	RIZAPトレーニングを改良し、シニア向けに介護の予防や寝たきり・認知症などの防止につながるように、「楽しみながら」できるプログラムを開発

出所：2016年3月期第3四半期説明会資料からフィスコ作成

今後注目される動きとしては大学や研究機関と連携した臨床研究だ。既に始まっているものとしては東海大学との脂肪燃焼効果に関する研究や、筑波大学とのRIZAPプログラムが持つメンタル改善効果についての研究などがある。今後計画しているものとしては、血中ホルモン・代謝物の解析やシニア向けプランの効果に関する研究などがある。こうした、より医療領域に近い分野での研究開発は、RIZAPへの信頼性を高め、ひいては利用者増加を図る上で、極めて重要な役割を果たすものと期待される。

■ RIZAPの海外進出

RIZAP 米国進出、1号店をロサンゼルスにオープン

同社は今般、RIZAPの米国1号店を2016年2月、ロサンゼルスにオープンさせることを発表した。RIZAPの海外展開は、これまでアジア地域（香港、上海、台北、シンガポール）にとどまっていたが、巨大市場の米国に進出することにより、今後の展開が大いに注目される。

注目される理由は米国のフィットネス市場の大きさだ。同社が示す資料に基づけば、米国のフィットネス市場は日本の約7倍(2012年時点の数値では約4倍)の規模があり、パーソナルトレーニングに絞ればその差はさらに広がる。ボディメイキングに対する考え方や潜在需要も、日本のそれに比べて格段に大きいと推測される。

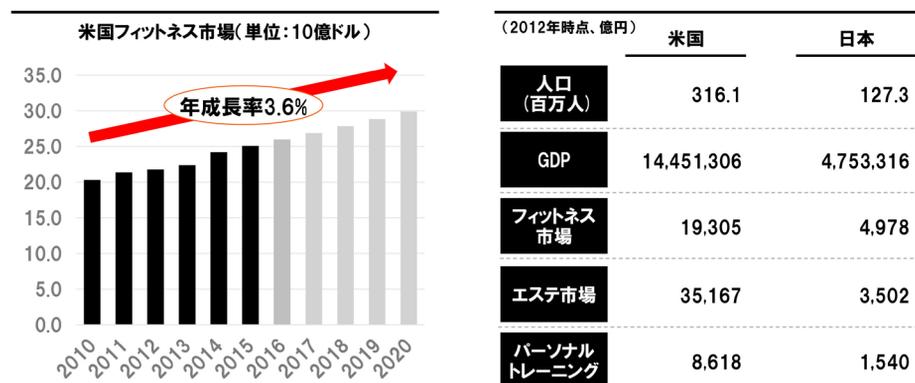
また、RIZAPと同じような業態の企業が米国には存在していない点も期待が高まるポイントだ。米国ではパーソナルトレーニングジム自体は一般的に行われているが、結果を求めて顧客を厳しく管理する、“管理型マンツーマントレーニング”や、ましてそれを企業が組織的に展開しているケースは見当たらないというのが同社のリサーチの結果だ。このような競合がない状況は同社にとって追い風とすることができるだろう。

RIZAPの米国展開

巨大市場がある米国(ロサンゼルス)に 2月に店舗オープン!

約3兆円の巨大な成長市場

日本と比較しても、市場は巨大



市場が大きい米国エリアで成功すれば、
一気に拡大も可能

出所：2016年3月期第3四半期決算説明資料

同社は米国の店舗展開については「1号店の動向を見てから」と、慎重なスタンスを見せている。しかし本音では、米国市場での成功の確信と、アグレッシブな店舗展開の青写真を思い描いているのではないかと弊社では推測している。同社は国内のテレビCMと同様なものを米国でも展開すると見られるが、それがどのように米国の消費者に受け止められるか、今後の推移を見守りたい。

一方弊社では、米国進出に関して訴訟リスクを考慮する必要があると考えている。この点を同社に確認したところ、弁護士による契約書の文言の整備などの対策はきちんと行っているが、何よりも「全額返金制度」が訴訟リスク減少に効果があるだろうとの見方を示した。これはRIZAPと同業他社の事故率の比較や、過去の訴訟率、法律の専門家の知見などに基づいた見方だ。全額返金制度は利用者の“不満足度”を低下させる効果があるのは国内での事例が示しているところであり、同社の見解には一定の説得力があると弊社では考えている。

アジアの既存店舗は順調に拡大中だ。2016年1月を例に取れば、問い合わせ・契約件数は、それぞれ前月比2倍超に膨れ上がっている。こうした状況を受けて、香港店についてはキャパシティを3倍に増やすことを決定済みだ。他の台北、上海、シンガポールの各店についても、増設のタイミングを見計らっている状況だ。

2016年3月1日（火）

M&A 後の子会社業績は明確に改善、高まる企業価値

「COMMIT2020」の成長戦略の大きな柱が RIZAP 事業であるのは前述のとおりだが、もう一つの重要な柱として M&A がある。RIZAP の成功が強烈であるためその陰に隠れがちであるが、同社の過去の M&A においても数々の成功を収めてきたことを改めて振り返ってみたい。

同社は 2013 年から 2015 年にかけて上場企業 3 社を相次いで子会社化した。アイデアインターナショナル<3140>は生活雑貨や旅行用品などを企画・販売する企業で、同社の事業セグメントのなかの住関連ライフスタイルセグメントを担っている。SD エンターテイメント<4650>は北海道に地盤を置く総合娯楽施設及びスポーツジムの運営企業で、同様にエンターテイメントセグメントを担っている。両子会社とも健康コーポレーショングループ入り前は、業績面で伸び悩んでいた。同社は、人材の投入、インフラやノウハウの共有などを通じたコスト削減、広告宣伝ノウハウの活用、RIZAP を始めとする同社の各事業とのシナジー効果によるトップライングロース（売上伸長）の追求などの様々な施策を通じて、子会社の経営改善に努めてきた。その結果、これら子会社の業績は明確な改善を示した。

アイデアインターナショナル業績推移



出所：各社短信等からフィスコ作成

SDエンターテイメントの業績推移



出所：各社短信等からフィスコ作成



健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

<http://www.kenkoucorp.co.jp/ir/>

2016年3月1日(火)

こうした業績改善を反映して上場子会社の株価は買収時よりいずれも大きく上昇しており、同社本体が有する評価損益は、イデアインターナショナルが1,738百万円、SDエンターテイメントが2,974百万円、夢展望が1,411百万円(いずれも2016年2月25日終値ベースで試算)となっている。

上場子会社の含み益の状況

会社名	コード	上場市場	子会社化完了日	取得時の持分割合	取得株価(円)	現保有株式数(株)	2016/2/25時点		株式取得方法
							株価(円)	評価損益(円)	
イデアインターナショナル	3140	東証 JASDAQ	2013/9/25	66.25%	208.5	3,559,200	697	1,738,669,000	第三者割当増資
SDエンターテイメント	4650	東証 JASDAQ	2014/1/16	72.03%	89	5,340,000	646	2,974,380,000	ゲオから公開買付け
夢展望	3185	東証 マザーズ	2015/3/31	73.54%	192	3,900,000	554	1,411,800,000	第三者割当増資

(注) イデアインターナショナルは2015年7月1日に1:2の株式分割、SDエンターテイメントは2015年4月1日に1:2の株式分割を実施しており、取得株価は遡及して修正。出所：会社リリース等からフィスコ作成

同社のM&Aは上場企業にとどまらない。非上場企業についても数々のM&Aの実績を重ねてきた。同社のM&Aの実績を俯瞰すると、買収の意思決定において、同社の事業とのシナジー効果を狙えることと、同社が有する広告宣伝のノウハウ活用で収益改善が見込まれる点が重視されていることがわかる。エムシーツはテレマーケティング、コールセンター事業を行っており、同社と取引関係にあった。通販事業を主力としていた同社にとってはエムシーツを子会社することでより効率性を高められるとの判断から子会社化に踏み切った。エーエーディは広告宣伝で高いノウハウを有する同社とのシナジー効果に期待がかけられていることがわかる。またアパレル関連各社も、RIZAPで肉体改造に成功した後を受け持つという意味で、やはりシナジー効果を狙ったものといえる。

主な非上場子会社のM&Aの実績

会社名	子会社化完了日	取得額(百万円)	取得時の持分割合	業種・事業内容	取得時直近業績(百万円)		
					決算期	売上高	営業利益
エムシーツ(株)	2011/12/28	420	100.00%	テレマーケティングサービス・コールセンター事業、ソフトウェア販売事業	2011/3期	104	-13
(株)エンジェリーベ	2012/4/17	151	50.01%	マタニティ関連商品、内祝いギフト関連商品等の販売	2011/7期	3,606	-63
(株)エンジェリーベ(追加取得)	2013/5/10	151	100.00%	マタニティ関連商品、内祝いギフト関連商品等の販売	-	-	-
日本リレント化粧品(株)	2013/8/1	62	100.00%	化粧品の製造・販売、医薬部外品の製造・販売等	2013/3期	442	59
(株)馬里邑	2013/9/30	190	100.00%	婦人既製服の企画、製造及び販売	2012/8期	1,633	59
(株)アンティローザ	2014/5/23	150	100.00%	婦人服・紳士服の企画・販売	2014/2期	1,626	7
(株)エーエーディ	2014/12/19	300	100.00%	商業デザイン企画・制作、写真業、印刷業、広告業	2014/3期	861	40
(株)タツミプランニング	2016/2/23	2,543	96.00%	住宅新築事業、リフォーム事業	2015/5期	9,561	250

出所：リリース等からフィスコ作成

そうした中、同社は2016年2月23日、(株)タツミプランニングの子会社化を発表した。タツミプランニングは新築住宅建設(注文建設)やリフォームを手掛ける会社であり、これまでの買収企業とは若干趣が異なるという印象を受ける向きもあろう。同社は当買収案件の狙いについて、住関連ライフスタイルセグメントの商材強化、イデアインターナショナルのデザイン力を活用したトータルデザイン住宅の供給、同社の持つマーケティング・広告宣伝ノウハウ活用による業績拡大、タツミプランニングのノウハウを生かした店舗開発のデザイン性・コストメトリックの追求、などを掲げている。



健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

<http://www.kenkoucorp.co.jp/ir/>

2016年3月1日（火）

弊社では、これらのタツミプランニングの買収の目的と理由について十分説得力があるとの印象を有しており、今後の業績拡大を期待をもって見守りたいと考えている。住宅に関しては、政府の新成長戦略（2010年6月18日閣議決定）において、2020年までに中古住宅流通、リフォームの市場規模を20兆円に倍増させる方針が掲げられており、この点もプラス材料と考えている。今回のM&Aに関しもう一つ留意すべき点として、同社のM&Aの規模が、過去に比べて1ケタ大型化したことを指摘しておきたい。COMMIT2020の達成に向けて、売上規模で100億円規模の企業の買収が、今後も継続的に出てくる可能性があると思われ、弊社ではみている。成長戦略の重要な柱として、同社のM&Aの動きにはこれまで以上に注意を向ける必要がある。

■ 業績動向

第3四半期は大幅な増収増益で着地

(1) 2016年3月期第3四半期決算

2016年3月期第3四半期累計の連結決算は、売上高39,514百万円（前年同期比39.3%増）、営業利益3,533百万円（同152.0%増）、経常利益3,204百万円（同164.6%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益2,002百万円（同70.8%増）と大幅増収増益で着地した。

2016年3月期第3四半期決算の概要

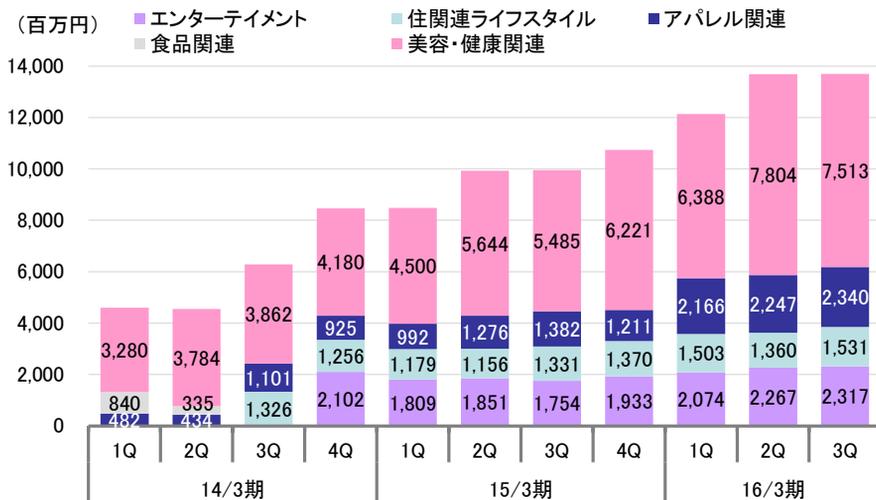
（単位：百万円）

	15/3期		16/3期					
	3Q 累計	3Q 単独	3Q 累計	前年 同期比	3Q 単独	前年 同期比	4Q (予)	通期 (予)
売上高	28,365	9,954	39,514	39.3%	13,703	37.7%	20,616	60,130
売上総利益	18,094	6,261	24,780	37.0%	8,641	38.0%	-	-
売上高総利益率	63.8%	62.9%	62.7%	-	63.1%	-	-	-
販管費	16,691	4,937	21,246	27.3%	6,632	34.3%	-	-
売上高販管比率	58.8%	49.6%	53.8%	-	48.4%	-	-	-
営業利益	1,402	1,324	3,533	152.0%	2,009	51.7%	1,471	5,004
売上高営業利益率	4.9%	13.3%	8.9%	-	14.7%	-	7.1%	8.3%
経常利益	1,210	1,224	3,204	164.6%	1,911	56.1%	1,472	4,676
親会社株主に帰属する四半期純利益	1,172	951	2,002	70.8%	1,199	26.2%	1,050	3,052

出所：短信からフィスコ作成

四半期ベースでのセグメント別売上高推移を見ると、主力の美容・健康関連（RIZAP事業はここに含まれる）を中心にほぼ全セグメントが業容を拡大してきていることがわかる。今第3四半期は四半期ベースで最高値を更新した。

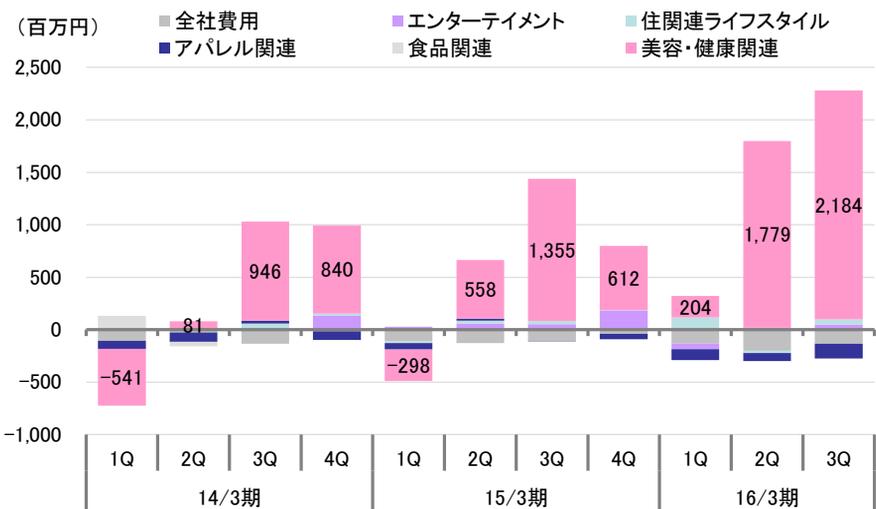
セグメント別売上高推移



出所：決算説明資料等からフィスコ作成

同様にセグメント別営業利益の四半期推移を見ると、売上高同様、今第3四半期は四半期ベースの過去最高を記録した。そのけん引役はRIZAP事業と通販事業が含まれる美容・健康セグメントであることは疑いが無いが、住関連ライフスタイル（主としてイデアインターナショナル<3140>）やエンターテイメント（主としてSDエンターテイメント<4650>）などの事業も収益改善が進んでいる点にも注目しておくべきであろう。

セグメント別営業利益推移

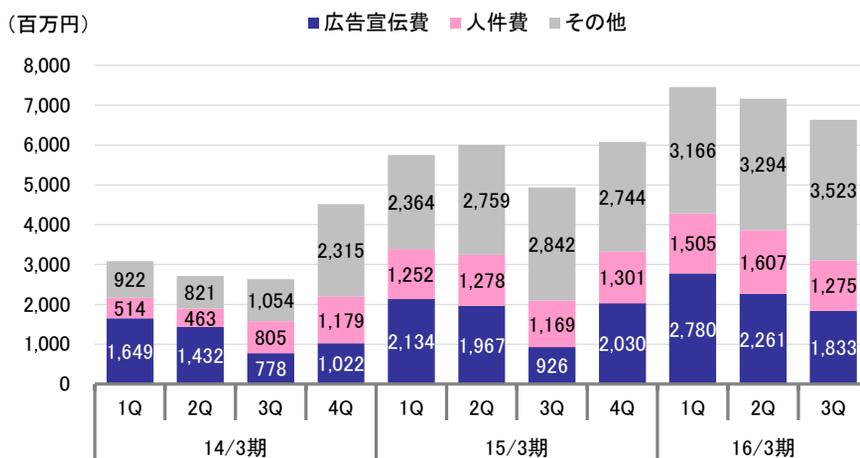


出所：決算説明資料等からフィスコ作成

同社の収益動向を考える上では、販管費、特に広告宣伝費が重要なポイントだ。テレビCMを積極化させているため、この点で費用増加を懸念する向きがあるかもしれない。絶対額の推移を見ると、今第3四半期の広告宣伝費は前年同期比倍増となった。しかし、この費用増加を吸収して四半期営業利益が過去最高を記録したのは前述のとおりだ。

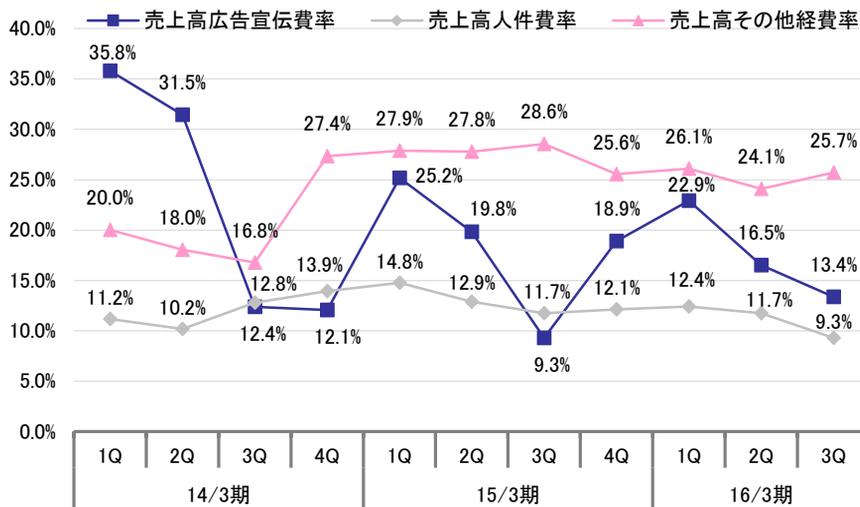
むしろ注目すべきは対売上高比率の推移であろう。同社は第1、第2四半期に積極的に広告を打ち、第3、第4四半期には広告を抑えて利益を回収するというパターンを繰り返してきたが、2015年3月期第4四半期と2016年第3四半期はそのパターンから外れ、戦略的に広告宣伝費を増やした。それにもかかわらず売上高広告宣伝費率は明確に右肩下がりトレンドラインを描いている。他の費用項目も安定的に推移しており、同社のコスト・コントロール力は高いと評価できよう。

販管費の内訳



出所：決算説明資料等からフィスコ作成

販管費の対売上高比率の四半期推移



出所：決算説明資料等からフィスコ作成

通期は利益倍増を超える水準の予想を達成見込み

(2) 2016年3月期通期見通し

2016年3月期通期について同社では、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)、親会社株主に帰属する当期純利益3,052百万円(同86.5%増)を予想している。従来からの予想に変更はない。

この会社予想の実現可能性について弊社では、売上高は未達になる可能性が高いが利益については十分達成可能と考えている。売上高が未達になる理由としては、グループ会社において無理やり業績を作り上げることよりも収益力の強化に努めることを優先させていることや、M&Aが当初の想定よりも進捗しなかったことを考えている。このような理由による売上高の未達は、ネガティブに考える必要はまったくないというのが弊社の見解だ。投資家の多くも売上高よりも利益の推移をより重要視していると考えられる。

利益については十分に達成可能性が高い。第4四半期（単独）の営業利益が1,500百万円に到達すれば通期の営業利益予想は達成されることになる。現実には、主力のRIZAP事業が勢いを維持していることに加え、SDエンターテイメントが季節要因で第4四半期に利益を伸ばしてくるなどを考えると、第4四半期（単独）の営業利益は第3四半期（単独）の2,009百万円を上回ってくる可能性が高いと言える。

2017年3月期は売上高1,000億円、営業利益100億円に期待

(3) 2017年3月期の業績の考え方

2017年3月期の正式な業績予想の公表はまだ先ではあるが、COMMIT2020の中間目標として掲げる売上高1,000億円、営業利益100億円を業績予想として掲げてくる可能性が高いと弊社では考えている。

これを前提考えた場合、売上高、営業利益ともに達成可能性は十分あるというのが弊社の結論だ。売上高は2016年3月期から400億円以上伸ばす必要がある。この400億円の内訳について弊社では、RIZAP事業で100億円、通販・新規事業・子会社等で合わせて100億円、M&Aで200億円とのイメージで考えている。RIZAP事業は2016年3月期の推定200億円弱から300億円に拡大することを予想している。会員増加に加え、物販の増加やストック型収入増加などにより、100億円超の増収は十分現実的な目標だと考えている。そして、この増収分の100億円の売上から得られる利益は、一段と大きくなる（すなわち利益率が高い）ものと期待される。

新規事業の中ではRIZAP GOLFが大きな注目点ではあるが、それ以外にも通販における越境EC（海外からの直接注文）の拡大、子会社群（アパレル、エンターテイメントなど）の収益改善などが期待でき、これらを積み上げれば、特に利益面での増益貢献度は10億円を超えてくるものと弊社では考えている。

M&Aは事の性質上、不確実性が高い。同社は積極的にM&Aを行ってきたが、買収価格については厳格な判断基準を堅持している。それがこれまでの買収案件で含み益を積み上げることにつながっている。今後もその姿勢は変わらないと見られるため、場合によってはM&Aによる増収200億円が達成されない可能性はある。しかしそれは、むしろプラスに評価すべきであ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

<http://www.kenkoucorp.co.jp/ir/>

2016年3月1日(火)

損益計算書

(単位：百万円)

	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期		
				3Q累計	4Q(予)	通期(予)
売上高	17,840	23,910	39,101	39,514	20,616	60,130
前年同期比	32.7%	34.0%	63.5%	39.3%	92.0%	53.8%
売上総利益	10,235	14,083	24,874	24,780	-	-
売上高総利益率	57.4%	58.9%	63.6%	62.7%	-	-
販売費	9,403	12,955	22,766	21,246	-	-
売上高販売比率	52.7%	54.2%	58.2%	53.8%	-	-
営業利益	832	1,127	2,108	3,533	1,471	5,004
前年同期比	-8.5%	35.5%	87.0%	152.0%	108.3%	137.4%
売上高営業利益率	4.7%	4.7%	5.4%	8.9%	-	8.3%
経常利益	941	1,303	1,946	3,204	1,472	4,676
前年同期比	0.3%	38.5%	49.3%	164.6%	100.0%	140.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	402	2,698	1,636	2,002	1,050	3,052
前年同期比	-54.7%	571.0%	-39.4%	70.8%	126.2%	86.5%
分割調整後EPS(円)	3.26	21.86	13.26	-	-	-
分割調整後配当金(円)	0.34	1.75	2.50	-	-	-

貸借対照表

(単位：百万円)

	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期3Q
流動資産	6,363	7,490	14,404	23,699	30,703
現預金	2,517	2,437	4,373	8,686	11,603
売掛金	2,354	3,081	5,509	8,857	12,659
その他	1,492	1,972	4,522	6,156	6,441
固定資産	2,795	3,979	13,483	15,507	16,884
有形固定資産	1,628	2,289	9,059	9,442	10,328
無形固定資産	848	1,186	1,872	3,320	3,468
投資等	318	503	2,551	2,745	3,087
繰延資産	-	-	59	87	21
資産合計	9,159	11,469	27,948	39,294	47,609
流動負債	3,870	5,531	13,685	19,859	22,050
買掛金	469	833	1,844	2,226	1,896
短期借入金等	2,087	2,285	5,262	6,067	6,817
その他	1,314	2,413	6,579	11,566	13,337
固定負債	3,010	3,284	8,587	11,949	13,400
長期借入金	2,723	2,705	6,619	9,849	11,410
その他	287	579	1,968	2,133	1,990
株主資本	2,209	2,493	5,140	6,599	11,165
資本金	100	100	100	132	1,400
資本剰余金	189	189	189	221	1,826
利益剰余金	1,920	2,204	4,850	6,245	7,938
その他包括利益累計額等	0	1	2	2	-5
新株予約権	0	-	5	21	18
非支配(少数)株主持分	68	158	527	863	979
純資産合計	2,278	2,652	5,675	7,486	12,158
負債・純資産合計	9,159	11,469	27,948	39,294	47,609

■ 株主還元

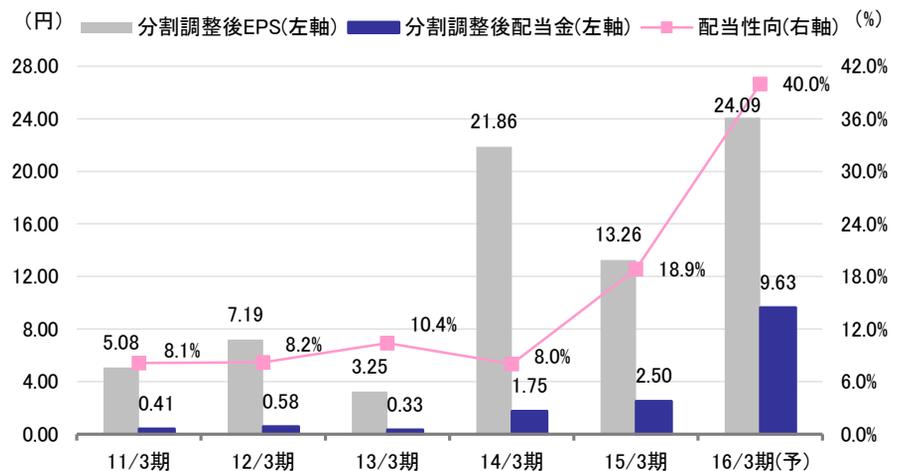
個人株主を中心に株主還元策に積極的

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。その姿勢や方針にブレはない。

配当金については業績連動型を採用し、2016年3月期については、9.15円～9.63円の配当予想を公表している。これは予想1株当たり当期利益24.09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周年記念配当20%相当分を加えた構成となっている。同社は第3四半期決算を踏まえて1株当たり利益予想と配当金予想を微調整したが、これは発行済み株式数の増加に伴うもので、実体的な影響はない。

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



出所：短信からフィスコ作成

ディスクレームー（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