

## 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6月10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

[企業情報はこちら >>>](#)

## RIZAP の収益モデル転換で飛躍的成長に期待

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。

2016年3月期決算は売上高 55,448 百万円（前期比 41.8% 増）、営業利益 5,066 百万円（同 140.3% 増）と大幅増収増益で着地した。営業利益は期初予想を達成し、売上高も実質ベースでは計画を達成したというのが弊社の評価だ。主力の RIZAP 事業が2期連続で前期比ほぼ倍増と躍進し、美容・健康関連セグメントが業績をけん引した。住関連ライフスタイルセグメントも利益を伸ばした。

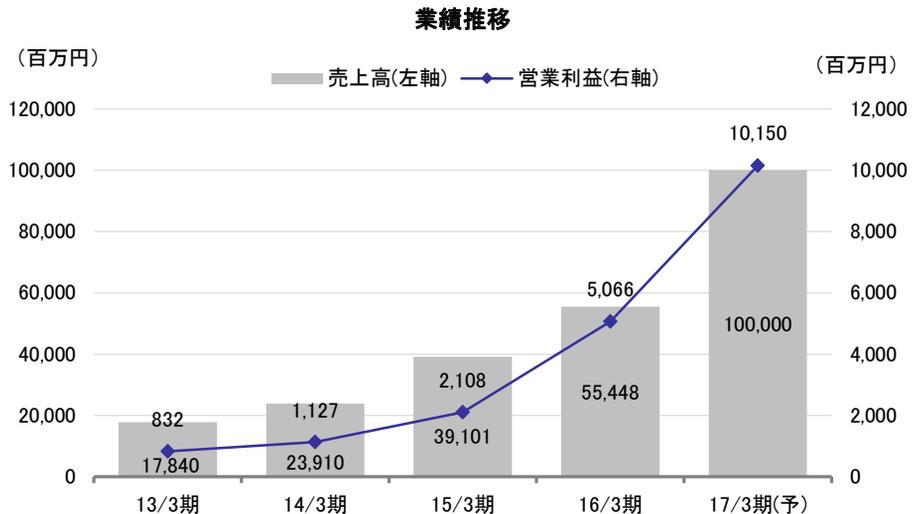
RIZAP 事業では収益モデルの転換が進んでいる。キーワードは「ワンタイムからライフタイムへ」の転換、すなわち、フロー型モデルからストック型モデルへの転換だ。同社は2015年秋からライフサポートプログラムをテスト導入したが、これが本格的に稼働した。その結果、スタンダードプログラム終了者の再契約率が飛躍的に改善した。ストック型モデルにおける会員1人当たり売上高はフロー型に比べて数倍になると弊社では見込んでおり、5万人超の会員アセットとあいまって、新たな成長エンジンになると期待している。

同社は長期的成長への布石として、純粋持株会社体制への移行と、『RIZAP グループ株式会社』への社名変更を発表した（効力発生は7月1日）。同社の成長戦略では M&A や海外展開が大きな比重を占めており、意思決定スピードやグループ管理体制強化などの観点からは、今回の体制変更は理にかなった施策と評価している。RIZAP を社名に冠したことは、証券市場においても認知度向上に貢献するものと期待している。

2017年3月期の業績見通しでは、売上収益 100,000 百万円、営業利益 10,150 百万円が掲げられている。弊社では、この売上高目標は達成される可能性が高いとみている。新規連結予定の各子会社の売上高を合算するだけで到達可能であるからだ。利益面についても、新規連結子会社の出血が止まり、既存事業会社の収益が想定どおり拡大すれば十分に達成可能であると考えている。

## Check Point

- ・ 2016年3月期は大幅な増収増益で着地、RIZAP の収益力は想定以上
- ・ 倍増ペース2期連続、店舗の潜在的な最大収益の実現を目指す RIZAP
- ・ 純粋持株会社「RIZAP グループ」へ移行、シナジーの最大化を目指す



## ■ 2016年3月期決算

### 2016年3月期は大幅な増収増益で着地、RIZAPの収益力は想定以上

同社の2016年3月期決算は、売上高55,448百万円（前期比41.8%増）、営業利益5,066百万円（同140.3%増）、経常利益4,639百万円（同138.4%増）、親会社株主に帰属する当期利益（以下、「当期利益」）2,466百万円（同50.7%増）と、大幅増収増益での着地となった。期初予想との対比では、売上高において4,682百万円の未達となったものの、営業利益では62百万円の超過達成となった。当期利益では586百万円の未達となったが、これは、子会社において土地・建物やソフトウェアの減損損失を特別損失として計上したことによる。

弊社では、2016年3月期決算を表面の数字以上に好決算だったと評価している。売上高の未達はネガティブな要因ではまったくないと考えている。同社は2016年3月期においても積極的にM&Aを進めたが、収益計画に織り込まれていながらも、手続きが遅れて持ち越しとなった案件が複数ある模様だ。これが売上高未達の主因だと弊社では考えている。利益面では、子会社のSDエンターテイメント<4650>や夢展望<3185>の営業利益が計画に対して2社合計で675百万円の未達となったが、それを吸収して計画を超過達成した。この点は、同社の主力事業であるRIZAP事業の収益力が、想定以上に高まってきていることを示唆していると考えている。



2016年3月期決算の概要

(単位：百万円)

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/>

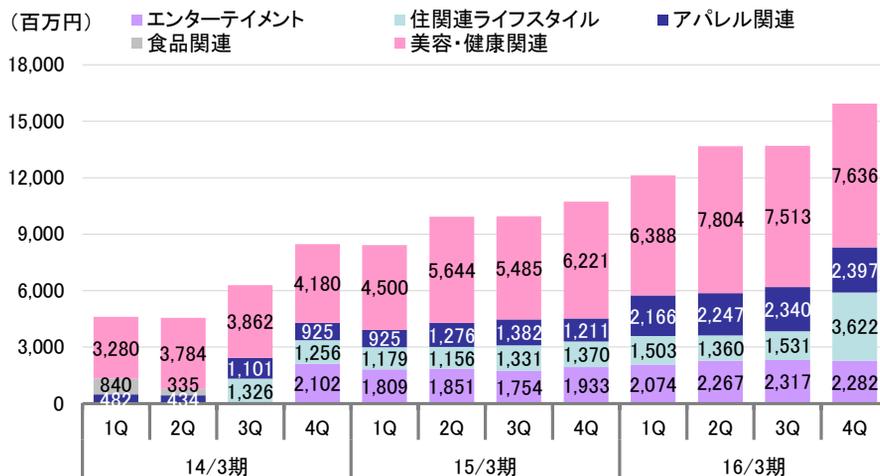
2016年6月10日(金)

	15/3期			16/3期						
	実績	前期比		予想	実績	前期比		予想比		
		増減額	伸び率			増減額	伸び率	増減額	伸び率	
売上高	美容・健康関連	21,851	6,680	44.0%	-	29,494	7,643	35.0%	-	-
	アパレル関連	5,003	2,061	70.1%	-	9,206	4,203	84.0%	-	-
	住関連ライフスタイル	5,572	2,975	114.6%	-	8,419	2,847	51.1%	-	-
	エンタテインメント	7,363	5,261	250.3%	-	9,290	1,927	26.2%	-	-
	小計	39,791	15,796	65.8%	-	56,410	16,619	41.8%	-	-
	調整額	-689	-	-	-	-961	-	-	-	-
	合計	39,101	15,191	63.5%	60,130	55,448	16,347	41.8%	-4,682	-7.8%
営業利益	美容・健康関連	2,229	903	68.1%	-	5,634	3,405	152.8%	-	-
	アパレル関連	-100	124	-	-	-438	-338	-	-	-
	住関連ライフスタイル	43	-39	-47.6%	-	262	219	509.3%	-	-
	エンタテインメント	325	192	144.4%	-	234	-91	-28.0%	-	-
	小計	2,496	1,086	77.0%	-	5,693	3,197	128.1%	-	-
	調整額	-388	-	-	-	-627	-	-	-	-
合計	2,108	981	87.0%	5,004	5,066	2,958	140.3%	62	1.2%	
経常利益	1,946	643	49.3%	4,676	4,639	2,693	138.4%	-37	-0.8%	
当期利益	1,636	-1,062	-39.4%	3,052	2,466	830	50.7%	-586	-19.2%	

出所：会社資料からフィスコ作成

セグメント別の売上高及び営業利益の推移を見ると、RIZAPを擁する美容・健康セグメントがけん引役であることがわかる。2016年3月期の特徴としては、美容・健康セグメントの利益額の水準が前期までと比べてさらに上昇したことで、エンタテインメントや住関連ライフスタイルの収益性も着実に改善してきていることが挙げられる。第4四半期において住関連ライフスタイルセグメントの売上高が3,622百万円に急伸しているのは、(株)タツミプランニングなど新規連結の効果によるものだ。

セグメント別売上高推移



出所：会社資料からフィスコ作成



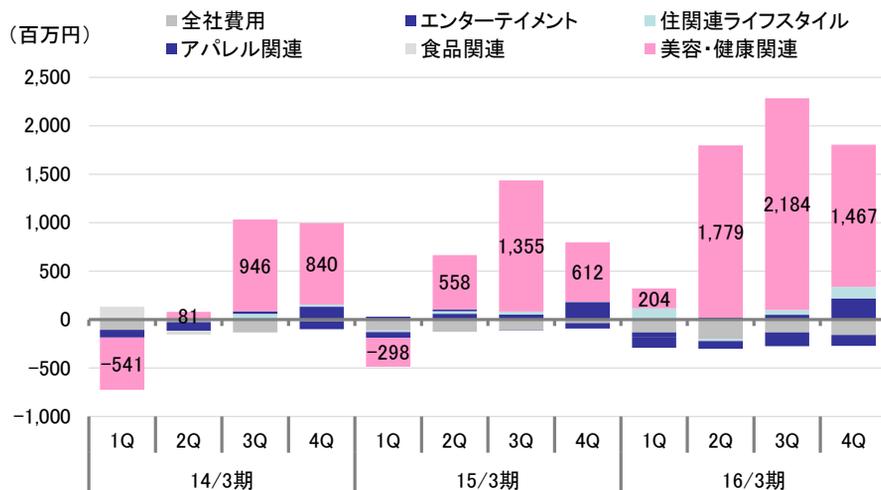
## 健康コーポレーション

2928 札幌アンビシャス

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

2016年6月10日（金）

### セグメント別営業利益推移

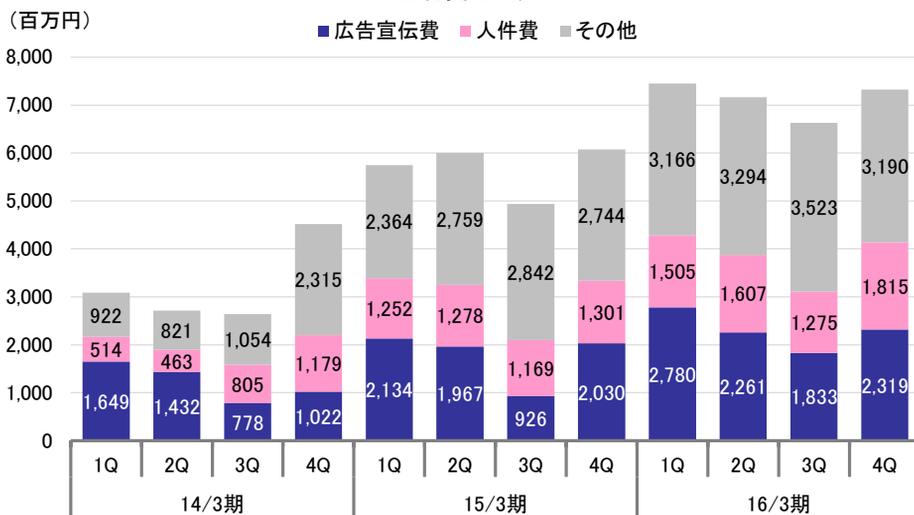


出所：会社説明会資料等からフィスコ作成

同社の利益は、販管費の中の広告宣伝費の変動が営業利益の変動に大きく影響する構造となっている。2016年3月期は例年どおり第1四半期に2,780百万円の広告宣伝費を投じたのち、第2、第3四半期は減少させた。しかし第4四半期には翌期への前倒しの意味もあって再度増額させ、年度トータルでは9,194百万円（前期比30.3%増）を投じた。

販管費の総額は前期比25.5%増の28,569百万円となったが、売上高に対する割合は前期の58.2%から51.5%に大きく低下した。売上高広告宣伝比率も年度ベースでは18.0%から16.6%へと低下した。同社は広告宣伝を大量に投下して売上増につなげているというイメージを持っている投資家も多いようだが、実際には費用はきわめて厳格にコントロールされており、売上高対比では着実に低下してきている。

### 販管費の内訳



出所：会社説明会資料等からフィスコ作成

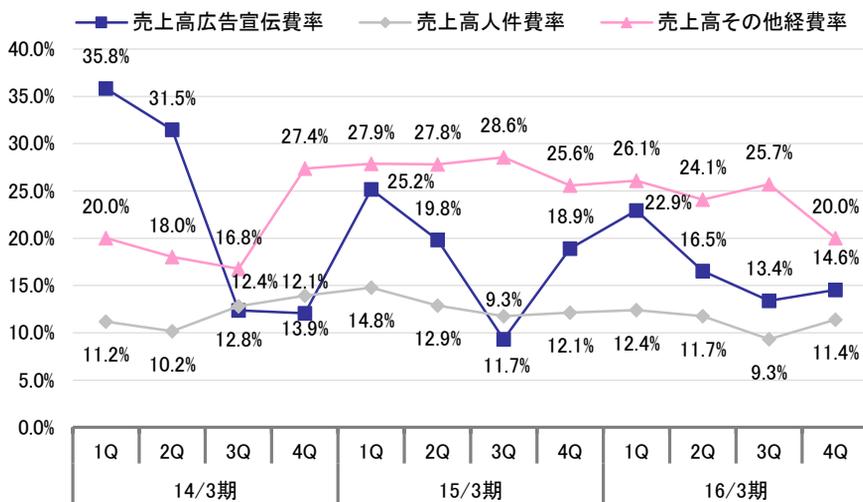


健康コーポレーション  
2928 札幌アンビシャス

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

2016年6月10日（金）

販管費の対売上高比率の推移



出所：会社説明会資料等からフィスコ作成

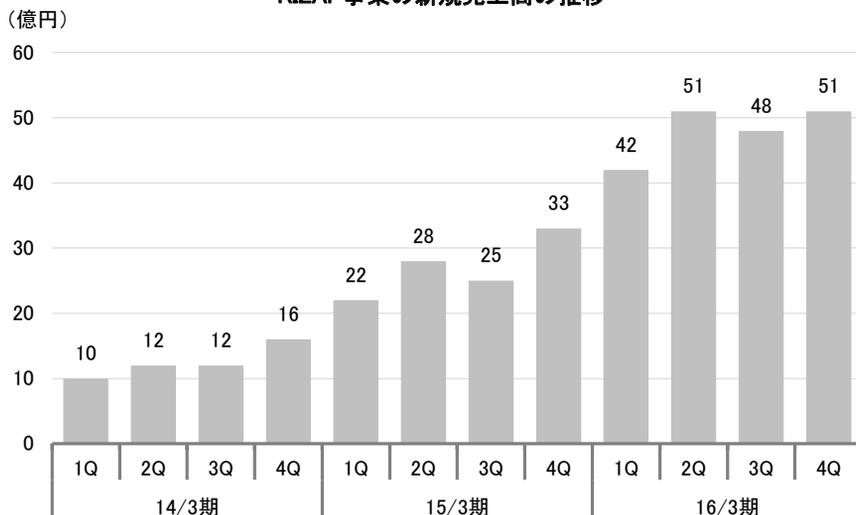
## ■ RIZAP 事業の現状と見通し

倍増ペース 2 期連続、店舗の潜在的な最大収益の実現を目指す RIZAP

### (1) RIZAP 事業の現況

同社の主力事業の RIZAP 事業は、極めて順調な成長が続いている。2016 年 3 月期の売上高は 192 億円となり、前期の 108 億円から 77.8% 増となった。2014 年 3 月期から 2016 年 3 月期にかけて、倍増ペースが 2 期連続で続いている。足元の会員数は 5 万人を超え、会員の稼働数や、会員の 1 人当たりの売上高も順調に右肩上がりが続いているようだ。

RIZAP事業の新規売上高の推移



出所：会社資料からフィスコ作成

国内の店舗数は2016年3月末現在で75店舗にまで拡大した。従来、公表していた計画は80店舗だった。また、2017年3月末の店舗数目標を120店舗としている。しかしながら同社は、店舗数の計画に縛られることなく、店舗の持つ潜在的な最大収益を実現することを最優先に経営を進めており、店舗数を計画どおりに増やすことにはこだわっていない。店舗戦略については、数よりも全都道府県に出店して、全国CMの無駄打ちをなくすという視点をむしろ重視している。

弊社は、店舗に対する同社のスタンスは極めて合理的で説得力があると考えている。RIZAPの一部店舗では行列待ちができていところもあるが、そうした店舗でも平日の昼間は空いている。この時間帯を埋めることができれば、店舗投資を一切せずとも収益倍増も可能な状況だとみている。現実には、昼間をフルキャパにもっていくためにはシニア層の一段の取り込みが必要で、それにはもう少し時間を要するだろう。新規店舗への投資は今後も続けるが、店舗数自体はもはや重要な指標ではないというのが弊社の理解だ。

なお、RIZAP事業の要であるトレーナーは、足元で既に1,000人を超えており、今後も採用活動を続ける予定で、同社の出店戦略上はボトルネック要因ではなくなった。

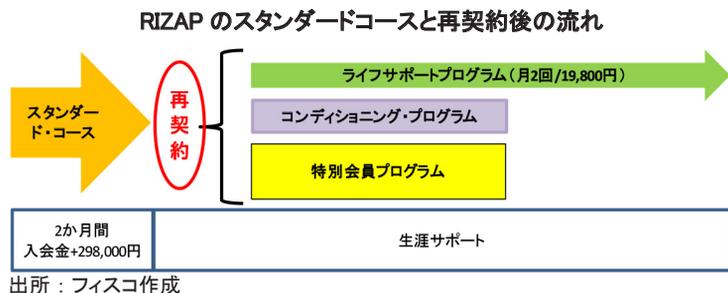
## RIZAPの収益モデルの変革に取り組む

### (2) 収益モデルの変革～ワンタイムからライフタイムへ～

過去のレポートでも報告したが、同社はRIZAPの収益モデルの変革に取り組んでいる。目指すのはフロー型からストック型への転換だ。RIZAPは2か月間で目標の体重を実現するという「スタンダードコース」を売りに、新規会員を次々と獲得して事業を拡大してきた。ここにきて同社は、RIZAPのスタンダードコースの終了した会員を、アクティブ会員としてつなぎとめることにも力点を置いている。

この視点から同社が打ち出したのが、「ライフサポートプログラム」だ。これは比較的低価格で継続的にRIZAPメニューをこなしながら体形・健康の維持を図るというものだ。2015年秋から月1回/月額9,800円で試験的にスタートし、現在は月2回/19,800円のコースを本格導入している。

同社はこのライフサポートプログラム以外に、「コンディショニング・プログラム」や特別会員プログラムなど、スタンダードコース終了後のメニューとして複数用意がある。スタンダードコース終了後にこれらのいずれかのメニューを再契約する割合を「再契約率」としてKPI（重要経営指標）の1つに位置付けている。再契約率の具体的な数値は明らかにされていないが、50%を超える水準にあるのではないかと弊社では推測している。



同社はこの再契約率を100%にすることを目標としている。加えて、1年後の「残存率」という指標も重要視している。これは継続性に重点を置いた指標と言える。その点ではライフサポートプログラムの契約率の拡大が重要となってくる。

## リピート率の現状

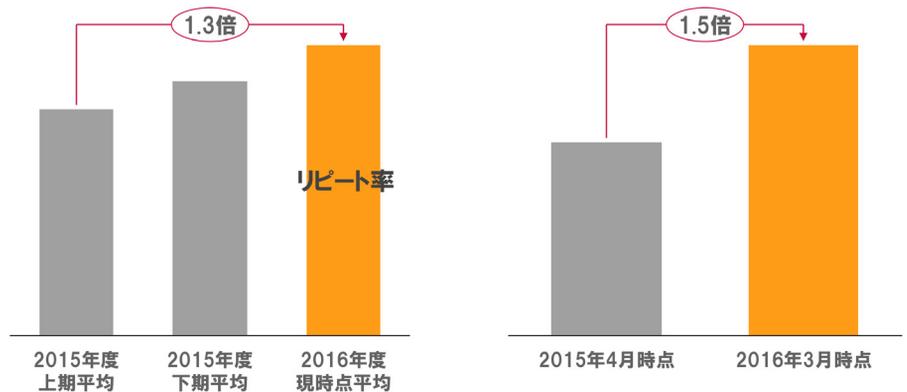
リピート率向上による顧客基盤が拡大し、安定的な収益性が向上。  
ストック型ビジネスモデルへの転換が、順調に進捗

高い満足度により、リピート率が向上

結果、1年後の継続率が1.5倍に

(リピート率の推移、%)

(1年後残存率、%)



出所：決算説明会資料から転載

ライフサポートプログラムの収益ポテンシャルは非常に大きいと弊社では考えている。スタンダードコースを基本としたフロー型モデルでは、入会金と2ヶ月間の利用料、及び物販を入れても40万円から50万円程度ではないかと想像される。それに対して、ライフサポートプログラム参加者からの売上高はその何倍にも達する。仮に5年間継続すると月2万円×60ヶ月がスタンダードコースの売上高に上乗せされるため、物販なども入れれば170万円～200万円という売上高となってくる。

現在は、現役のスタンダード会員を再契約でライフサポートプログラムへ、という点に力点が置かれているが、より価値あるアセットは、延べ5万人を超える会員だと弊社では考えている。この5万人超の会員の中に眠る「休会者」（RIZAPでは退会者という概念はなく、休会者とされる）の掘り起こしについては、まだこれからの課題と考えられる（キャパシティの問題も出てくるため）が、眠れる金鉱脈だと弊社では評価している。

以上のように、現状明らかにされている内容だけでも、RIZAP事業のストック型モデルへの転換の収益インパクトの大きさを実感できるが、他事業・他企業とのコラボレーションなどを通じて、RIZAP事業の収益規模がさらに拡大していく可能性は十分であると弊社では考えている。その意味ではフローからストックへの事業モデルの転換というのも、RIZAPの中長期的業容拡大の流れの中では、1つの側面に過ぎないとも言える。

## 広告以外でも既存会員からの紹介で伸びる新規入会者

### (3) 「広告に頼らない集客」の進捗

RIZAP事業はインパクトのあるテレビCMの影響もあり、多額の広告宣伝費をかけて集客しているイメージが強い。しかし実際には、「広告宣伝に頼らない集客」による新規会員の割合が、着実に高まってきている。

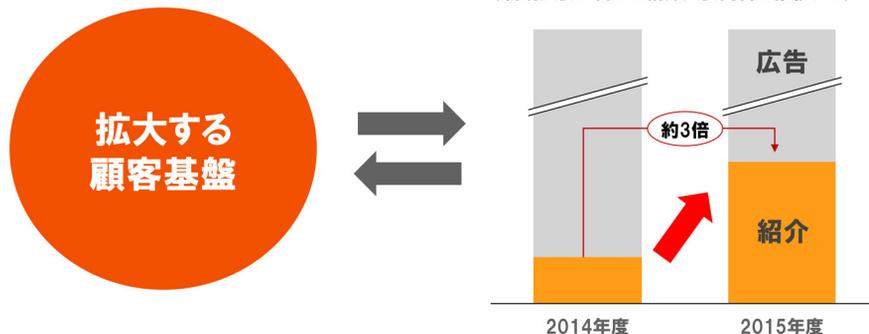
広告宣伝以外の集客方法として現在伸びているのが、既存会員からの紹介だ。詳しい数字は明らかにされていないが、2014年度と2015年度との比較では、紹介による入会者の構成比が3倍に上昇した。

紹介による入会者

拡大するゲスト基盤の拡大と、紹介入会件数の増加により、収益性が向上

ゲスト基盤からの「紹介」が拡大する好循環

(新規入会に占める紹介入会割合の推移、%)



このストック型ビジネスモデルの好循環により  
前期に10億円を超える収益性インパクト

出所：決算説明会資料から転載

もう1つのルートは提携医療機関からの送客だ。同社は提携医療機関数を2016年3月末までに100にすることを目指してきたが、その目標は達成され、現在は100を超えている状況だ。提携医療機関の間では様々なプログラムが取り交わされているが、その中の1つとして、医療機関がRIZAPに送客するの含まれている。ここからの送客数の割合などの詳細は明らかにされていない。同社は単なる送客にとどまらず、ヘルスケア領域とのコラボの一環で、さらに踏み込んだ内容のものを企画・開発中のような。

広告に頼らない集客の状況については、開示されている情報が限定的ではあるが、広告宣伝費について同社は、「2017年3月期のRIZAPに関する広告宣伝費は、前期から大きくは増えない」と明言した。ここに、「広告宣伝に頼らない集客」の進捗が順調に言っていることが強く示唆されているというのが弊社の理解だ。

2017年3月期は海外でも本格的に多店舗展開に踏み出す計画

(4) 海外展開

海外展開は同社の成長戦略の重要な部分を占めている。しかしながら、国内同様、店舗開設計画ありき、といった形での展開は考えていない。最小限の投資で、慎重に市場動向調査やマーケティング手法の有効性の検証を重ね、「行ける」と判断した段階で一気に市場を取りに行くというのが同社の基本パターンだ。この点は国内も海外も同じだ。

同社の海外店舗は5ヶ国6店舗となっている。2016年3月期まではテストマーケティングのステージで、基本的なデータの収集を主たる目標としていた。これまでの実績では、全地域においてSNS／口コミやWeb広告の有効性を確認できたほか、米国でのマス広告の有効性や台湾・香港でのテレビCMの有効性などを確認することができている。

こうしたテストマーケティングフェーズを経て、2016年度からは本格的に多店舗展開に踏み出す予定だ。一足早く進出した台湾、香港、上海は好調に推移しており、このあたりが先に本格展開されると弊社ではみている。

## 海外展開のフェーズ状況のイメージ

昨年度は、テストマーケットでの実績を踏まえて、今年度より本格展開。  
2020年度には、「グローバルヘルスケアNo.1企業」となることを目指す

	テストマーケットフェーズ	本格展開フェーズ
時期	2015年度	2016年度以降
展開国	5か国 (中国、台湾、香港、 シンガポール、米国)	富裕層が多い 都市に展開
マーケティング	国内RIZAPと同様のマーケティング・ サービスを最小限の予算で テスト展開	ローカルニーズを踏まえた、 各国ごとのマーケティング・ サービスを展開
提供サービス	消費者リサーチでローカルのニーズ を徹底把握	海外都市ごとに事業提携先を 検討

上記に加え、アリババ提携などグローバル展開の加速化を見据え、  
今期からIFRSを任意適用

出所：決算説明会資料から転載

2月に出店したサンタモニカ店（米ロサンゼルス市）はPDCAサイクルを実行してデータの収集・分析に取り組んでいる最中だ。米国市場は、規模としては日本よりも圧倒的に大きく魅力的ではあるが、アジア諸国と比較して、人種の違いやボディメイクに対する考え方などの点で違いが大きいと考えられるため、慎重にテストマーケティングを続けている状況だ。

## ■ 中長期的成長拡大に向けた施策

### 含み益をもたらす M&A、更なるグループシナジーに期待

#### (1) M&A を活用した成長戦略とグループシナジー

M&A は同社にとっての重要な成長戦略だ。同社にとっての M&A の対象は上場企業、非上場企業を問わない。すべての M & A に共通するポイントは、1) 割安な案件であること、2) 同社グループとの間でシナジー効果を期待できるものであること、の 2 点であるというのが、弊社の理解だ。1) の割安な投資という点は、上場企業の買収例を検証すると明白だ。

イデアインターナショナル<3140>は約 23 億円、SD エンターテイメントは約 29 億円、夢展望は約 16 億円の含み益となっている状況だ。これは、傘下に収めた後に徹底的な事業構造改革を行い、収益改善を実現した結果だ。

同社は 2017 年 3 月期中に、新たにパスポート<7577>とマルコ<9980>（予定）の 2 社を買収する。いずれも第三者割当増資による株式取得であり、それによる希薄化が見込まれるが、現在の株価は希薄化を完全には織り込んでいない。したがって現時点では含み益の計算はできない。しかしながら、先行 3 社の実績を見る限り、パスポート、マルコの業績についても、グループシナジーを活用して着実に改善を果たすものと弊社では期待している。それはいずれ株価上昇へとつながり、同社に含み益をもたらすものと弊社ではみている。

2016年6月10日(金)

## 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)	2016/6/9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	857	2,308,141,200	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	632	2,899,620,000	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	614	1,645,800,000	第三者割当増資
パスポート	7577	東証 JASDAQ	2016/5/27	65.83%	117	9,730,000	322	1,994,650,000	第三者割当増資
マルコ(予定)	9980	東証 2部	2016/7/5	63.18%	50	55,000,000	143	-	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

## 主な非上場企業の状況

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	取得時直近期業績(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、ソフトウエア販売事業	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%	化粧品等の製造・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
(株)日本文芸社	2016/4/18	2,012	100.00%	住宅新築事業、リフォーム事業	2015/12期	4,379	-97
(株)三鈴	2016/4/28	450	100.00%	婦人服・雑貨の企画、製造、販売	2016/2期	4,875	-86

出所：リリース等からフィスコ作成

同社はM&Aで企業を傘下に収める際に、グループシナジーについて明確なビジョンを描けることを条件としているのは前述のとおりだ。特に同社グループの最有力かつ中核事業であるRIZAP事業とのシナジーが重要なポイントとなっている。

非上場企業の被買収企業の中には、出版社や住宅会社など、一見するとシナジーを見出し難いような企業も含まれている。弊社がこの点について同社に取材したところ、同社はシナジー効果を生み出すシナリオをきちんと描けており、業績の回復・成長について成算があるという印象を得ることができた。同社は図に掲げた例にとどまらず、今後もグループ企業間でのシナジー効果を生み出す施策を、続々と発表していくとしている。今後の展開を、期待を持って注目していきたいと考えている。

傘下企業とRIZAPグループのシナジーの具体例

より積極的なグループシナジーにより、これまでにない商品やサービスを続々とリリース

**MARUKO**  
(グループ入り予定)




- 補整下着とRIZAPメソッドを組合わせたより効率的なボディメイク

**Tatsumi Planning**




- インテリアまで含めた住宅やリフォームのトータルデザイン

**日本文芸社**




- ゴルフプレス雑誌での集客やゴルフメソッドのムック本

**Auntie Rosa**




- オリジナルのゴルフウェア開発・販売

**Tatsumi Planning**




- 結果にコミットする新しいハウジングサービス

**日本文芸社**




- RIZAPメソッドやレシピ本の出版

出所：決算説明会資料から転載

問い合わせが殺到している RIZAP ゴルフ

(2) 新規事業の立ち上げ

a) RIZAP ゴルフ

RIZAP ゴルフの展開が加速してきた。2015年9月に六本木店に1号店を開業以来、電車内広告など様々な媒体を活用して市場ニーズや効果的マーケティング手法を検証してきたが、結果的にRIZAP ゴルフに対する問い合わせが殺到する状況となっていた。

この状況を受けて2016年3月の三田店（東京）を皮切りに、7月の川崎店まで毎月1店舗ずつ開設することが既に決定している。今期中は、その後も順次、新規開店を行う予定で、2017年3月末時点の店舗数は15店舗から20店舗程度に達する可能性があると思っております。

RIZAP ゴルフについては、基本的にはRIZAPのビジネスモデルを踏襲しており、市場ニーズの大きさを読み誤ることがなければ、大きな失敗はないと思っております。他方、事業展開上のボトルネックが人材という点でもやはりRIZAPと同様だ。優秀なプロゴルファーの確保が、多店舗展開における最大のハードルになってくると考えている。この点について同社は、公益社団法人日本プロゴルフ協会（PGA）から協力体制を取り付けており、今後の推移を見守りたいと考えている。

2016年6月10日（金）

## b) RIZAP フード

最近の動きで弊社が注目しているのは、RIZAP フードだ。同社はかねてより、低糖質フードの研究・開発を進めてきたが、ここに来て同社に対して、RIZAP のブランド力と、“おいしい”低糖質フードを製造する技術に目を付けた様々な事業者から、業務提携の申し込みが殺到しているようだ。同社はこれまで、ミニストップ / イオンとの間で低糖質スイーツの提携を行ったほか、伊勢丹の催事への参加などを行ってきている。これらはいずれも好評を博し、スイーツの売上高は想定 の 3 倍に達した模様だ。今後は、法人へのランチデリや、飲料分野への進出も検討中としている。

同社はこれまで、期間限定という形での事業提携に終始しているが、この点について弊社では、テストマーケティングという視点のほかに、より大きな企業との事業提携が検討されている可能性もあるとみている。同社の過去の事業提携の相手企業を見ると、それぞれの分野でのトップ企業との間で事業提携契約を結んできているという実績があるためだ。食の分野は RIZAP ブランドとの親和性・有効性が最も高い事業領域であると弊社では考えており、RIZAP フードの今後の展開は大きな注目点だ。また、市場が大きいため、ヒットした場合には短期間に大きな収益貢献をもたらす可能性があることも、重要なポイントと言えよう。

### RIZAP フードの例

#### コミットスイーツ (コンビニ・スーパーでの販売)



#### RIZAPフード通販



#### 伊勢丹の催事



想定 の 3 倍を超える売上

今後は、法人へのランチデリや、飲料などの分野にも進出を検討

出所：決算説明会資料から転載

## 純粋持株会社「RIZAP グループ」へ移行、シナジーの最大化を目指す

### (3) 持株会社制への移行と社名の変更

同社は 2016 年 7 月 1 日付で、純粋持株会社体制に移行するとともに、社名を『RIZAP グループ株式会社』に変更することを発表した。具体的なスキームとしては、同社の 100% 子会社として「健康コーポレーション（株）」（以下、新設会社）を設立し、同社が本体で手掛けている通販事業（化粧・美容機器、及び健康食品の販売）を分割の上、新設会社に譲渡する方式をとる。同社自身は、持株会社としてグループ経営戦略の立案、企画及びグループ会社管理などの業務に特化することになる。

今回こうした施策に踏み切った理由は、中期経営計画「COMMIT2020」で掲げる売上高 3,000 億円、営業利益 350 億円の達成のために、グループシナジーの最大化、グループ内での最適なりソース配分、M&A を含む機動的な事業再編を、持株会社体制の下で行うことが、効率的であると判断したためだ。

また、社名変更の背景には、主力事業の RIZAP が 2015 年の CM 好感度ランキングで第 3 位に入ったことや、RIZAP の象徴である「結果にコミットする」という言葉が同年の流行語大賞にノミネートされるなど、RIZAP のイメージ、好感度、認知度が非常に高まったことがある。また、RIZAP を軸とした多面的な事業展開を実行、計画していることも、RIZAP を社名に活用することが得策という判断を後押しした。

弊社では、同社が圧倒的なスピードで M&A や新事業を展開する現状に照らすと、持株会社体制に移行して、さらに経営のスピードアップを図ることは、きわめて合理的な判断であると評価している。

同社は 2016 年 3 月期決算説明資料において、「他市場への上場」を視野に入れていることについて言及している。同社の時価総額等を考えれば、東証 1 部を意識していると推察される。株式市場において、同社は一定の認知度及びプレゼンスを確保していると弊社では考えているが、社名に「RIZAP」を冠することは、投資家への浸透度の点からは一層有利になるものと弊社では考えている。

## ■ 2017 年 3 月期業績見通し

### 2017 年 3 月期は売上収益 1,000 億円、営業利益 101.5 億円を見込む

2017 年 3 月期について同社は、売上収益 100,000 百万円、営業利益 10,150 百万円、税引前利益 9,500 百万円、親会社所有者に帰属する利益 6,000 百万円を予想している。なお、同社は 2017 年 3 月期から IFRS（国際財務報告基準）を任意適用する予定であるため、前期までの日本基準による決算との前期比較はない。同社の業態では日本基準の売上高と IFRS の売上収益との間に、実質的な差はないと弊社では推測している。

2017 年 3 月期の売上収益予想 100,000 百万円と、2016 年 3 月期の売上高実績 55,448 百万円とを単純比較すると、44,552 百万円（80.3%）の増収ということになる。一見すると非常にハードルが高いようにも見えるが、達成可能性は十分に高いと弊社では考えている。その根拠は明快で、2016 年 3 月期までの同社のオーガニックグロースと、既に明らかにされている M&A による新規連結効果を合算すれば、100,000 百万円という売上収益には無理なく到達することができるためだ。

主力の RIZAP 事業において増収額を 10,000 百万円と想定しているが、仮にそこに到達しなかったとしても、それ以外のグループ企業の収益成長が現実には期待できるため、やはり 100,000 百万円という売上高目標の達成可能性が高いという見方には変更はない。

#### 主な新規連結企業の連結売上高貢献額の一覧

（単位：百万円）

項目	金額	備考
2016 年 3 月期売上実績	55,448	
パスポートの新規連結	9,000	10 か月分。2015 年度売上高実績 10,934 百万円
マルコの新規連結	10,000	9 か月分。2015 年度売上高実績 13,479 百万円
タツミプランニングのフル連結	8,000	2015 年度は 1 か月間の連結⇒ 11 か月分上乗せ
日本文芸社	4,000	11 か月分。2015 年度売上高 4,379 百万円
三鈴	4,000	11 か月分。2015 年度売上高 4,875 百万円
RIZAP 事業の増収	10,000	2015 年度実績 192 億円
上記合計値	100,448	

注：連結子会社の売上高については直近の実績値と連結期間で計算した値を、10 億円単位にラウンド（四捨五入）した。

出所：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6月10日（金）

利益面では、RIZAPの利益率が大きく改善すると弊社ではみている。広告に頼らない集客が軌道に乗ってきており、今期についてはRIZAPに関する広告宣伝費の伸びが抑えられる見通しのためだ。2017年3月期に新規連結となる子会社群の営業利益は、直近決算期においては営業損失となっているケースが目立つ。同社の過去の例に照らすと、コスト構造を見直して出血を抑え込むことから立て直しがスタートするため、損益トントン程度には十分持っていけると弊社では考えている。他方、SDエンターテイメントや夢展望などの前期において利益計画に未達となった子会社は、今期はそこからのV字回復が見込まれている。これらの上に、通販事業や住関連ライフスタイルセグメントでの収益拡大が乗ってくると予想され、結果的に営業利益目標の10,150百万円についても達成される可能性は十分に高いとみている。

以上のような考え方にに基づき弊社では、2017年3月期の業績見直しについて、ハードルが高いどころか、今期中のどこかの時点で上方修正される可能性すらあるのではないかと考えている。

損益計算書

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期		17/3期	
					2Q累計(予)	通期(予)
売上高	23,910	39,101	55,448	売上収益	39,000	100,000
前期比	34.0%	63.5%	41.8%	前期比	51.1%	80.3%
売上総利益	14,083	24,874	33,636	売上総利益	-	-
前期比	-	-	-	前期比	-	-
売上高総利益率	58.9%	63.6%	60.7%	売上高総利益率	-	-
販管費	12,955	22,766	28,569	販管費	-	-
前期比	-	-	-	前期比	-	-
売上高販管比率	54.2%	58.2%	51.5%	売上高販管比率	-	-
営業利益	1,127	2,108	5,066	営業利益	3,200	10,150
前期比	35.5%	87.0%	140.3%	前期比	110.0%	100.4%
売上高営業利益率	4.7%	5.4%	9.1%	売上高営業利益率	8.2%	10.2%
経常利益	1,303	1,946	4,639	税引前利益	2,900	9,500
前期比	38.5%	49.3%	138.4%	前期比	-	-
				当期利益	2,100	7,050
				前期比	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	2,698	1,636	2,466	親会社所有者に帰属する当期利益	1,100	6,000
前期比	571.0%	-39.4%	50.7%	前期比	37.2%	143.3%
EPS(円)	21.86	13.26	19.4	EPS(円)	8.6	47.0
配当金(円)	1.7	2.5	7.6	配当金(円)	-	9.4
分割調整後EPS(円)	21.86	-	-	分割調整後EPS(円)	-	-
分割調整後配当金(円)	1.75	-	-	分割調整後配当金(円)	-	-

注：前期比、利益率等は百万円単位の数値に基づいて算出

注：2017年3月期の前期比伸び率は、会計基準がIFRSに移行するため、参考値として記載



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6月10日（金）

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
流動資産	6,363	7,490	14,404	23,699	35,175
現預金	2,517	2,437	4,373	8,686	10,824
売掛金	2,354	3,081	5,509	8,857	13,736
その他	1,492	1,972	4,522	6,156	10,615
固定資産	2,795	3,979	13,483	15,507	19,053
有形固定資産	1,628	2,289	9,059	9,442	10,751
無形固定資産	848	1,186	1,872	3,320	5,020
投資等	318	503	2,551	2,745	3,281
繰延資産	-	-	59	87	64
資産合計	9,159	11,469	27,948	39,294	54,293
流動負債	3,870	5,531	13,685	19,859	27,010
買掛金	469	833	1,844	2,226	1,792
短期借入金等	2,087	2,285	5,262	6,067	8,875
その他	1,314	2,413	6,579	11,566	16,343
固定負債	3,010	3,284	8,587	11,949	14,744
長期借入金	2,723	2,705	6,619	9,849	12,354
その他	287	579	1,968	2,133	2,390
株主資本	2,209	2,493	5,140	6,599	11,623
資本金	100	100	100	132	1,400
資本剰余金	189	189	189	221	1,820
利益剰余金	1,920	2,204	4,850	6,245	8,402
その他包括利益累計額等	0	1	2	2	-14
新株予約権	0	-	5	21	18
非支配（少数）株主持分	68	158	527	863	910
純資産合計	2,278	2,652	5,675	7,486	12,537
負債・純資産合計	9,159	11,469	27,948	39,294	54,293

キャッシュフロー計算書

(単位：百万円)

	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期
営業活動によるキャッシュフロー	18	478	789	2,024	648
投資活動によるキャッシュフロー	-108	-919	363	679	-3,922
財務活動によるキャッシュフロー	267	39	965	1,570	5,203
現預金換算差額	-392	0	6	-28	-2
現預金増減額	177	-402	2,125	4,246	1,927
期首現預金残高	2,181	2,342	2,012	4,137	8,383
期末現預金残高	2,342	2,012	4,137	8,383	10,311

■ 想定株価について

想定株価 1,900 円台、現株価は評価不足

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〉）（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、2019年3月期までのEPSを算出して予想PERを比較した。同社の想定株価は1,994円。M&Aや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。

## ■ 株主還元

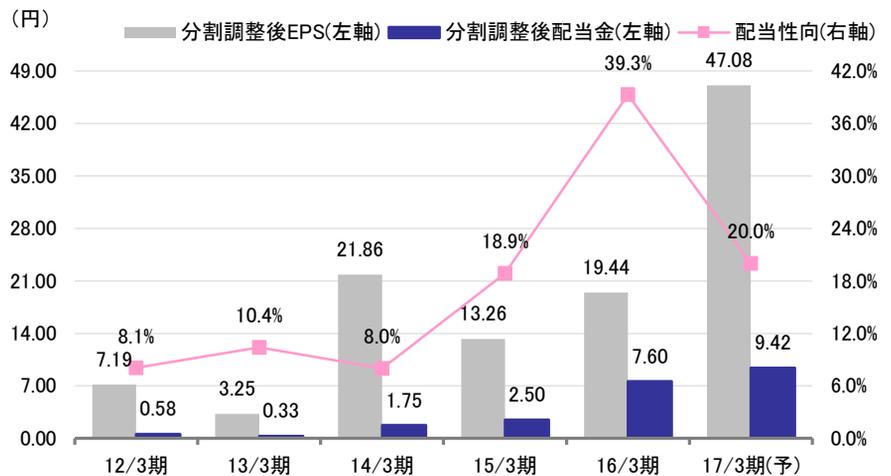
### 連結配当性向 20% を目安に配当、株主優待併設により還元強化

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、7.6円の配当を行う。1株当たり利益19.44円に対する配当性向は39.1%となる。これは従来から公表されており、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。

今後について同社は、配当の目安を連結配当性向20%と改定した。従来は、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た。

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

配当に加えて同社は、株主優待制度も設けている。今回、利用できるアイテム数を、従来から倍増の74アイテムとした。最低保有単位である100株保有者の場合、4,000円相当の商品を受け取ることができる。6月9日の終値935円に基づく優待利回りは4.3%となり、配当利回り1.0%と合わせて5.3%の株主還元利回りとなる。

さらに、ドイツ銀行との間で契約していたTIPプログラムに基づく新株予約権につき、未行使分については同社が取得・償却することを決定した。これにより、560万株(4.39%)の潜在株式が解消され、その分希薄化リスクが消滅したことになる。株式需給ひいては株価に対するプラス要因であり、自社株買いと同様の意味で株主還元の1つと言えるだろう。

#### 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