

|| 企業調査レポート ||

RIZAP グループ

2928 札幌アンビシャス

[企業情報はこちら >>>](#)

2019 年 1 月 31 日 (木)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 子会社の収益回復の遅れで業績見通しを下方修正。抜本的な構造改革に取り組む	01
2. “既存事業の経営再建”と“事業の選択と集中”が構造改革の2本柱	01
3. 収益の早期回復に向けてハードランディング策を採用した自信と覚悟に期待	01
■ 業績動向	02
1. 2019 年 3 月期第 2 四半期決算の概要	02
2. 2019 年 3 月期通期見通し	04
■ 構造改革の取り組みと進捗状況	07
1. 持続的成長に向けた抜本的な構造改革の概要	07
2. コーポレートガバナンス改革	07
3. 今後の見通しについて	09
4. RIZAP 関連事業の状況について	12
■ 株主還元	14

■ 要約

早期の収益回復に向け、抜本的な構造改革に取り組む

RIZAP グループ <2928> は『自己投資産業』を事業ドメインとして、M&A を積極活用しながら業容を拡大させてきた。2016 年に純粋持株会社体制に移行し、上場子会社 9 社を含むグループ企業 85 社を擁して、美容・ヘルスケア、ライフスタイル、プラットフォームの 3 領域で事業を展開している。

1. 子会社の収益回復の遅れで業績見通しを下方修正。抜本的な構造改革に取り組む

同社の 2019 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上収益こそ 7 期連続で過去最高を更新したものの営業利益は 8,829 百万円の赤字となった。過去 1 年以内にグループ入りした企業や事業を中心に、収益の回復が計画よりも遅れたことが主因だ。これを受けて同社は、グループ企業・事業について可及的速やかに業績を回復させることが経営の最優先課題として、抜本的な構造改革に取り組むことを決断した。またこれに合わせて 2019 年 3 月期通期の業績予想を下方修正し、連結営業利益見通しを期初の 230 億円の営業利益から 33 億円の営業損失へと 263 億円引き下げた。

2. “既存事業の経営再建”と“事業の選択と集中”が構造改革の 2 本柱

同社が取り組む構造改革の具体的な取り組みとして 5 つの事項が掲げられているが、大きく捉えれば、「新規 M&A を原則凍結し、既存事業の経営再建に集中して取り組む」ことと、「経営再建の過程においては、事業の選択と集中を断行する」ことの 2 つに集約できる。この構造改革の第 1 弾として同社が公表したのはコーポレートガバナンス改革だ。その内容は取締役会の改革による経営と執行の分離で、取締役会については人数が大幅に削減され過半数を社外取締役が占める体制となった。一方で代表取締役の瀬戸健（せとたけし）氏と構造改革担当の松本晃（まつもとあきら）氏は取締役として残り、構造改革に実を伴った形で推進する枠組みができたと考えられる。経営再建の進捗や事業の選択と集中の具体的な内容についても、2018 年 11 月 13 日に子会社である SD エンターテインメントの GAME・ボウリング・シネマ事業の会社分割による事業譲渡、2019 年 1 月 25 日にジャパングートウェイの株式譲渡を発表しており、今後のさらなる発表を待ちたい。

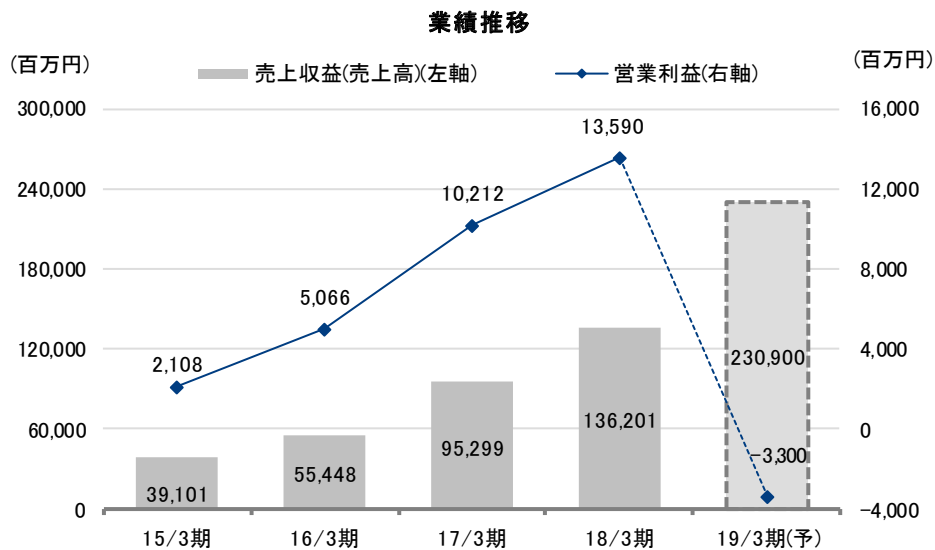
3. 収益の早期回復に向けてハードランディング策を採用した自信と覚悟に期待

今回の同社の一連の施策の中で、弊社が注目するのは同社が今回の危機に際して“ハードランディング”を採用したことだ。これを実行するには相応の体力と収益回復シナリオが必要な一方、成功の保証はない。同社は成功に相当の自信と覚悟を有していると考えられる。収益回復はボディメイクを中心とした RIZAP 関連事業が担うことになるが、ここは新規会員数の順調な増加が続いているもようだ。ここを着実に伸ばす一方、出血事業やシナジーを見込めない事業についての確に選択と集中を行うことができれば、同社の収益回復シナリオが現実になってくると期待される。

要約

Key Points

- ・グループ会社の経営再建や事業の選択と集中などを骨子とする抜本的構造改革に取り組む
- ・ハードランディング策の採用は業績回復への強い意思と自信の表れ
- ・ボディメイクは新規会員の順調な増加が継続。ゴルフ・英語も収益貢献が視野に入った状況



注：17/3期以降は IFRS に移行
 出所：決算短信よりフィスコ作成

業績動向

2019 年 3 月期第 2 四半期はグループ会社の収益回復の遅れにより、売上収益は 7 期連続で過去最高を更新したものの営業赤字で着地

1. 2019 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

同社の 2019 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上収益 109,105 百万円（前年同期比 74.3% 増）、営業損失 8,829 百万円（前年同期は 4,987 百万円の利益）、税引前損失 9,705 百万円（同 4,377 百万円の利益）、親会社の所有者に帰属する四半期損失 8,532 百万円（同 2,932 百万円の利益）と、大幅増収ながら営業利益以下の各利益項目は大幅な赤字に転落した。

業績動向

2019 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

(単位：百万円)

	18/3 期		19/3 期		
	2Q 累計	通期	2Q 累計	前年同期比	
				伸び率	増減額
売上収益	62,581	136,201	109,105	74.3%	46,524
営業利益	4,987	13,590	-8,829	-	-13,816
売上高営業利益率	8.0%	10.0%	-8.1%	-	-
税引前利益	4,377	12,047	-9,705	-	-14,082
親会社の所有者に帰属する 四半期利益	2,932	9,250	-8,532	-	-11,464

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高は、パーソナルトレーニングジムの運営するボディメイクの「RIZAP」をはじめ、「RIZAP GOLF」や「RIZAP ENGLISH」等の RIZAP 関連事業が順調に拡大したことに加え、M&A により新規にグループ入りした企業の新規連結効果によって、前年同期比 74.3% 増と大幅に伸長し、7 期連続で過去最高を更新した。

しかしながら利益面では、ワンダーコーポレーション <3344> や (株) ジャパンゲートウェイ、(株) サンケイリビング新聞社、ぱど <4833>、(株) タツミプランニングのメガソーラー事業等、過去 1 年以内にグループ入りした企業・事業を中心に経営再建が当初見通しよりも遅れたことや、収益貢献が期待されていた MRK ホールディングス <9980> における生産遅延の影響、SD エンターテイメント <4650> における北海道胆振東部地震に伴う特別損失の計上などによって、営業赤字に転落した。

営業利益の増減益要因の内訳として同社は、1) 非上場子会社の営業損失合計が前年同期の 13.9 億円から今第 2 四半期は 32.1 億円に 18.2 億円拡大、2) 上場子会社の営業利益合計が前年同期の 35.4 億円の利益から今第 2 四半期は 43.2 億円の営業損失に 78.6 億円の減益、3) 広告宣伝費や新規出店関連費用などの先行投資的費用の増加 (全社ベースで前年同期比 79 億円増加)、の 3 点を挙げている。これらの結果、営業利益は前年同期比で 138 億円減少し、前述のように 8,829 百万円の営業損失となった。

同社本体は会計基準として IFRS (国際会計基準) を適用しているが、同社の子会社群においては日本基準を採用しているところが多い。IFRS では日本基準における特別損益項目も営業利益に反映される。上記の前年同期比減益額 138 億円の中には、構造改革関連費用等の非経常的損失が 68.3 億円含まれている。減益の質的側面から見ると、非経常的損失による影響額を除いた 69.7 億円が本業における回復遅れの影響ということができらう。

2019年3月期通期見通しを大幅下方修正。通期営業利益は従来予想比263億円減少し、33億円の営業赤字の見通し

2. 2019年3月期通期見通し

今第2四半期決算を受けて、同社はグループ企業・事業について可及的速やかに業績を回復させることを経営の最優先課題として取り組むことを決断した。それに伴い、2019年3月期通期の業績を大幅下方修正した。新しい業績予想は、売上収益230,900百万円、営業損失3,300百万円、税引前損失4,900百万円、親会社の所有者に帰属する当期損失7,000百万円となっている。

2019年3月期通期予想の概要

(単位：百万円)

	18/3期			19/3期						
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期(予)	前年同期比増減額	通期(期初予)	通期(修正予)	前期比増減額	前期予想費増減額
売上収益	62,581	73,620	136,201	109,105	121,795	48,175	250,000	230,900	94,699	-19,100
営業利益	4,987	8,603	13,590	-8,829	5,529	-3,074	23,000	-3,300	-16,890	-26,300
売上高営業利益率	8.0%	11.7%	10.0%	-8.1%	4.5%	-	9.2%	-1.4%	-	-
税引前利益	4,377	7,670	12,047	-9,705	4,805	-2,865	21,100	-4,900	-16,947	-26,000
親会社の所有者に帰属する当期(四半期)利益	2,932	6,318	9,250	-8,532	1,532	-4,786	15,940	-7,000	-16,250	-22,940

出所：決算短信よりフィスコ作成

営業利益は期初予想の230億円の営業利益から33億円の営業損失へと、263億円の下方修正となった。その内訳は、1) 子会社群の経営再建の遅れによる営業利益の下方修正総額(ネット値)71.6億円、2) 構造改革関連費用等の非経常的損失の計上83.5億円、3) 新規M&Aの原則凍結の影響103.6億円、4) その他連結調整等4.3億円となっている。

2019年3月期通期営業利益下方修正額の内訳

(単位：億円)

期初予想	230.0
1 経営再建遅れ(主としてグループ入り1年以内の企業)	-71.6
2 構造改革関連費用等を含む非経常的損失	-83.5
変動要因	
3 新規M&Aの原則凍結	-103.6
4 その他 連結調整等	-4.3
合計	-263.0
修正後予想	-33.0

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

構造改革関連費用等の非経常的損失の内訳は、以下のとおりだ。ワンダーコーポレーションが通期で39億円の特別損失を予定しているほか、非上場子会社においてもタツミプランニングによるメガソーラー事業やジャパンゲートウェイなどを中心に30億円を超える構造改革関連費用を見込んでいる。

RIZAP グループ | 2019 年 1 月 31 日 (木)
 2928 札幌アンビシャス | <https://www.rizapgroup.com/ir/>

業績動向

構造改革関連費用を含む非経常的損失の内訳

(億円)

社名	金額	詳細
ばど	▲2.3	不採算事業の一部減損 (特別損失)
ワンダーコーポレーション	▲33.6	構造改革関連費用 (特別損失)
上期 非上場会社	▲27.5	ジャパンゲートウェイおよびタツミプランニングのメガソーラー事業の不振に伴う構造改革関連費用等
その他	▲4.9	SDエンターテイメントでの震災による特別損失、RIZAP入会金に関する会計処理の変更(IFRS第15号)
上期合計	▲68.3	
下期 ワンダーコーポレーション、 ジャパンゲートウェイ等	▲15.2	ワンダーコーポレーション、ジャパンゲートウェイ、 タツミプランニングのメガソーラー事業などの構造改革関連費用等
下期合計	▲15.2	
合計	▲83.5	

出所：決算説明会資料より掲載

下方修正後の営業損失予想は 33 億円で、上期（第 2 四半期累計期間）実績の約 88.2 億円から縮小している。すなわち、下期は約 55 億円の営業利益を計上して黒字転換する計画となっている。前年同期との比較では前年下期の 8,603 百万円から約 30 億円の減益となる計画だ。

損益の推移

(単位：百万円)

	16/3 期 通期	17/3 期 通期	18/3 期 通期	19/3 期	
				2Q 累計	通期 (予)
売上収益	53,937	95,299	136,201	109,105	230,900
前期比	-	76.7%	42.9%	74.3%	69.5%
売上総利益	32,513	46,034	65,816	47,732	-
前期比	-	41.60%	43.0%	54.9%	-
売上高総利益率	60.3%	48.3%	48.3%	43.7%	-
販売費及び一般管理費	28,635	41,738	59,682	53,132	-
前期比	-	45.8%	43.0%	86.5%	-
売上高販管費比率	53.1%	43.8%	43.8%	48.7%	-
その他収益	227	6,687	9,817	1,794	-
その他費用	947	770	2,360	5,223	-
営業利益	3,159	10,212	13,590	-8,829	-3,300
前期比	-	223.3%	33.1%	-	-
売上高営業利益率	5.8%	10.7%	10.0%	-8.1%	-1.4%
税引前利益	2,806	9,604	12,047	-9,705	-4,900
前期比	-	242.2%	25.4%	-	-
親会社の所有者に帰属する 当期利益	1,587	7,678	9,250	-8,532	-7,000
前期比	-	383.7%	20.5%	-	-
分割調整後 EPS	3.13	15.06	18.15	-15.9	-12.81
分割調整後配当金 (円)	1.9	3.03	3.65	-	0

注：18/3 期実績の業績数値は 2018 年 5 月時点の決算発表時点の数値

出所：決算短信よりフィスコ作成

RIZAP グループ | 2019 年 1 月 31 日 (木)
 2928 札幌アンビシャス | <https://www.rizapgroup.com/ir/>

業績動向

貸借対照の推移

(単位：百万円)

	移行日 (15/4/1)	16/3 期 期末	17/3 期 期末	18/3 期 期末	19/3 期 2Q 末
流動資産	22,724	32,522	62,086	116,614	141,167
現預金及び同等物	8,366	10,483	24,643	43,630	57,220
営業債権	8,974	12,062	20,544	33,019	33,598
その他	5,384	9,977	16,899	39,965	50,349
非流動資産	16,400	21,255	33,562	57,760	61,117
有形固定資産	9,647	11,331	17,616	29,696	30,184
のれん	2,473	4,675	6,291	7,820	7,953
無形資産	846	689	1,013	2,160	3,197
投資等	3,434	4,560	8,642	18,084	19,783
資産合計	39,125	53,777	95,648	174,375	202,285
流動負債	19,898	27,296	43,636	80,579	85,780
営業債務	10,766	13,756	24,326	39,204	41,020
有利子負債	7,820	10,914	15,996	33,587	36,947
その他	1,312	2,626	3,314	7,788	7,813
非流動負債	12,286	15,344	30,557	50,912	49,644
有利子負債	10,371	12,853	25,204	43,197	40,835
その他	1,915	2,491	5,353	7,715	8,809
親会社所有者に帰属する 持分合計	6,077	10,226	17,018	28,401	53,553
資本金	132	1,400	1,400	1,400	19,200
資本剰余金	200	1,799	1,692	5,436	23,453
利益剰余金	5,720	7,001	13,696	21,406	10,401
その他の資本構成要素	23	25	228	158	498
非支配持分	863	910	4,436	14,481	13,307
資本合計	6,940	11,137	21,454	42,882	66,860
負債及び資本合計	39,125	53,777	95,648	174,375	202,285

出所：決算短信よりフィスコ作成

キャッシュ・フローの推移

(単位：百万円)

	16/3 期 通期	17/3 期 通期	18/3 期 期末	19/3 期 2Q 末
営業活動によるキャッシュ・フロー	868	175	87	-7,616
投資活動によるキャッシュ・フロー	-3,973	2,914	-3,495	-8,764
財務活動によるキャッシュ・フロー	5,137	11,088	22,725	29,945
現金及び現金同等物に係る換算差額	-27	-18	-35	24
現金及び現金同等物の増減額	2,004	14,160	19,282	13,589
現金及び現金同等物の期首残高	8,478	10,483	24,643	43,630
現金及び現金同等物の期末残高	10,483	24,643	43,630	57,220

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 構造改革の取り組みと進捗状況

グループ会社の経営再建や事業の選択と集中など 5 項目から成る抜本的構造改革策を発表

1. 持続的成長に向けた抜本的な構造改革の概要

同社は 2019 年 3 月期第 2 四半期決算を受け、2018 年 11 月 14 日に前述の業績下方修正とともに、持続的成長に向けた抜本的な構造改革の着手を発表した。

この構造改革は、「グループ会社・事業の経営再建の早期完遂」以下 5 つの項目から成っている。取り組み内容はこの 5 項目に限定されるわけではないが、まずはこの 5 項目に集中して取り組んで行く方針だ。

「持続的成長に向けた抜本的な構造改革」の 5 項目

主要 5 項目	内容
1. グループ会社・事業の経営再建の完遂	ワンダーコーポレーション、ジャパングートウェイ、サンケイリビング新聞社、ぱど、メガソーラー事業（タツミプランニング）等の再建途上の企業・事業及び一時的要因の影響が出ている MRK ホールディングスの経営再建の早期完遂に向けて経営資源を集中し、来期以降の早期黒字化を目指す
2. 強靱な経営体質への変革	ワンダーコーポレーション、ジャパングートウェイ、ぱど、メガソーラー事業（タツミプランニング）等の企業・事業における在庫適正化、固定資産の減損処理等の構造改革関連費用を今期中に計上し、来期以降の持続的成長に向けた強靱な経営体質の強化を図る
3. 事業の選択と集中	グループのすべての事業を対象に、短期的な収益改善が難しい事業、及び当初想定していたグループシナジーが見込めない事業は、事業の撤退・縮小、もしくは事業売却等を進める
4. 新規 M&A の原則凍結	上記 1～3 の着実な実行に経営資源を集中するため、経営再建途上のグループ会社・事業の業績回復の目途が立つまでの期間については新たな M&A（企業買収・事業譲受等）を原則凍結する
5. 成長事業への経営資源集中	RIZAP ポディメイク事業及び GOLF、ENGLISH 等の RIZAP 関連事業、RIZAP メソッドと親和性の高い成長分野であるスポーツ・フード・ヘルスケア分野への経営資源集中を加速させ、経営基盤の強化を図る

出所：ニュースリリースよりフィスコ作成

第 1 弾としてコーポレートガバナンス改革を発表。経営と執行を分離し、取締役の過半を社外取締役が占める体制に移行

2. コーポレートガバナンス改革

上記の 5 つの取り組みのうち、「グループ会社・事業の経営再建の完遂」と「強靱な経営体質への変革」の 2 つは、その性質上、第一義的には各事業会社が主体となって取り組むものではあるが、これらも含めて持株会社である同社がこれまでに以上に深く関与する形で構造改革が進められると考えられる。

具体的なアクションの第 1 弾として同社は、2018 年 12 月 28 日にコーポレートガバナンス改革とその一環としての代表取締役及び役員の変動を発表した（役員変動の発効日は 2019 年 1 月 1 日）。

構造改革の取り組みと進捗状況

コーポレートガバナンス改革は以下の内容から成っている。すなわち、1) 取締役会改革、2) 執行役員制度の導入、3) 代表取締役 1 名体制への移行、4) 構造改革担当取締役の設置、の 4 点だ。

取締役会改革については、取締役の数が従来の 12 名から 5 名へと減少し、過半数の 3 名を社外取締役が占める構成となった。社内取締役は瀬戸健代表取締役社長と、松本晃取締役（前代表取締役構造改革担当）の 2 人となった。執行役員制度導入と合わせて、監督と執行を分離するという意思が明確に読み取れる構成と言える。

取締役監査等委員（社外取締役）には、同社の上場企業の役員、監査役の経験が長い大谷章二（おおたにしょうじ）氏、公認会計士の近田直裕（ちかだなおひろ）氏、弁護士の吉田桂公（よしだよしひろ）氏の 3 名が就任した。

執行役員には退任した 7 名の社内取締役のうち部門長や事業会社の代表職を務める 5 名が就任した。

代表取締役は従来 2 名体制であったが取締役会改革によって社内取締役 2 名体制へと変更されたことに伴い、創業者の瀬戸健氏が引き続き代表取締役にとどまることとなった。

同社は構造改革を推進中であり、その迅速かつ確実な実行のため構造改革担当取締役の設置を決定し、松本晃氏が取締役構造改革担当としてその任に就いた。

代表取締役及び役員の異動（2019 年 1 月 1 日付）

氏名	新役職・担当名	旧役職・担当名
瀬戸 健 (せと たけし)	代表取締役社長 ヘルスケア事業統括	代表取締役社長
松本 晃 (まつもと あきら)	取締役 構造改革担当	代表取締役 構造改革担当
内藤 雅義 (ないとう まさよし)	執行役員 プラットフォーム事業統括 株式会社ワンダーコーポレーション 代表取締役会長兼社長	取締役 購買・物流本部長 兼 株式会社ワンダーコーポレーション 代表取締役会長兼社長
香西 哲雄 (こうざいてつお)	執行役員 事業戦略統括 事業戦略室長	取締役 企業提携本部長
岡田 章二 (おかだ しょうじ)	執行役員 情報システム担当 事業基盤本部長	取締役 事業基盤本部長
森 正人 (もり まさと)	執行役員 ライフスタイル事業統括 株式会社イデアインターナショナル 代表取締役社長	取締役 株式会社イデアインターナショナル 代表取締役社長
岩本 眞二 (いわたま しんじ)	執行役員 美容事業統括 MRK ホールディングス株式会社 代表取締役社長	取締役 MRK ホールディングス株式会社 代表取締役社長

出所：会社リリースより掲載

2018 年 12 月 28 日付リリースでは、現段階で決定している具体的施策として、上記のコーポレートガバナンス改革に加えて“事業ドメインの再定義”と“強靱な事業基盤への変革”の 2 つの項目が掲げられている。

“事業ドメインの再定義”は、重点セグメント（美容・ヘルスケア分野を中心とした成長事業）への集中と、ノンコア事業の整理（事業の縮小・撤退・売却等）の2つがその内容とされているが、それ以上の言及は現時点ではない。また、“強靱な事業基盤への変革”は、キャッシュ・フロー経営への転換とグループ横断的なコスト削減・合理化の実施の2つが内容とされている。こちらも具体的なことには触れられておらず、今後の発表が待たれる。

ハードランディング策の採用は業績回復への強い意思と自信の表れ。 その成否は決算数値などの実績の発表を基に丹念に分析して 判断することが重要

3. 今後の見通しについて

以上は、2019年3月期第2四半期決算の発表から2019年1月初頭までの動きを時間の経過とともに振り返ったものだ。今第2四半期決算と通期の業績下方修正は、これまでの同社の急成長トレンドが180度方向転換するものであり、そのマグニチュードは非常に大きい。ステークホルダーや市場参加者がこのインパクトを消化するには相当の時間を要すると考えられる。しかしながら、内容を整理し、個々の項目を十分吟味しながら考えを進めることで、今後の注目ポイントや評価軸が次第に明確になり、先行きについての判断の精度を高めることができるのではないかと弊社では考えている。

(1) 業績下方修正について

今第2四半期の大幅減益とそれを受けた通期見通しの大幅下方修正について、弊社では同社がいわゆる“ハードランディング”のアプローチを取ったと理解している。問題が生じた場合の解決のアプローチとして、影響がより小さい“ソフトランディング”という選択肢もあるなかで、同社はハードランディングを選択したということだ。ハードランディングは一時的に大きなショックをもたらすが、正しい道筋を歩めばより短期間での回復が可能だ。問題はハードランディングを成功させるには、相応の体力と収益回復のシナリオが必要ということだ。

体力という点では、同社が2018年6月に実施した公募増資によってバランスシートが大幅に強化されたことが自信と裏付けになったとみている。

一方、収益回復シナリオについては、中核のボディメイク事業において、会員数がこれまでのトレンド（月間1,500～2,000人増のペース）を維持しながら順調に拡大していることや、自治体連携や産学連携などを通じてヘルスケア領域での強い手応えを感じていることが背景にあると考えられる。

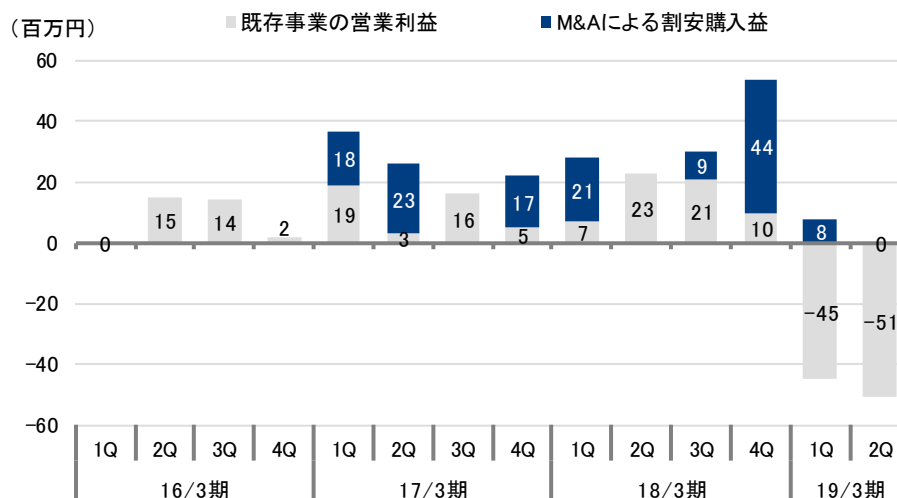
構造改革の取り組みと進捗状況

急激・大幅な業績悪化や事業環境の急変に見舞われた企業は同社に限らない。そうした企業をこれまで多数みてきた経験から言うと、結果的にはハードランディングを採用した企業が収益回復に成功していることが多い印象だ。その理由の大きな要因として弊社では、若干アナログ的ではあるが、心理的側面にカギがあるとみている。具体的にはハードランディングを選択した企業にはそれなりの“覚悟”があるということだ。反対にソフトランディングを選択したケースには、体力や収益回復シナリオもさることながら、本質的に問題先送り体質が大きく影響していることが多いと考えている。経験則からは、同社があえてハードランディングシナリオを選択したことはポジティブに評価できると考えている。

(2) 通期業績予想の達成可能性について

同社がハードランディング策を採用したことについて、それが正解だったかどうかを判断する材料は現時点では何もない。成否の評価軸は第一義的には業績であり、最初の評価ポイントは第3四半期業績だと考えている。前述のように、同社は今下期に55億円の営業黒字の計上を計画している。それを第3四半期(10月-12月期)と第4四半期(1月-3月期)とに分けた場合、直近の3年間(2016年3月期-2018年3月期)においては割安購入益を除いた営業利益は第3四半期が第4四半期を上回っている。したがって今下期の黒字を確保するうえでも今第3四半期(10月-12月期)において着実に利益を計上できるかどうか、同社の収益回復シナリオの信頼性を判断する第1歩になると弊社では考えている。

四半期別営業利益の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

業績数値の評価に際しては黒字か赤字かが第1のポイントであるのは言うまでもないが、その質の吟味も必要だ。同社の連結業績は大きく、RIZAP関連事業、上場子会社、非上場子会社と、主体別に3分割して整理すると理解しやすいだろう。理想的には3つの主体グループのすべてが上期対下期で見た場合に増益に転じていることが望ましいが、その評価の際は注意が必要だ。前述のように同社の連結決算はIFRSに基づいているため、営業利益には各事業会社の特別損益項目(主として特別損失に計上される構造改革関連費用)が含まれている。したがって上期にあった特損が減少したということだけでなく、本業部分で収益が底打ちしたかどうかの見極めという作業が重要だと考えている。この点は、少なくとも上場子会社については個別に吟味することが可能だ。

構造改革の取り組みと進捗状況

今下期の営業利益 55 億円という計画値は、報告ベースでは前年同期比約 30 億円の減益となるが、割安購入益を除いたベースの前年同期の営業利益が約 32 億円であるため、実質は 23 億円の増益ということになる。したがって決して低いハードルではないものの、ボディメイク事業のように稼げる事業の利益をしっかり伸ばすことと、赤字事業の出血を止めることの 2 つがかみ合えば十分可能だと弊社では考えている。同社本体及び一部の上場子会社への取材を通じて、稼げる事業はおおむね順調に進捗しているという感触を得た。一方、非上場企業を中心に出血中企業・事業の治癒（止血）の状況については、まだ不透明な点が残っているという印象だ。

(3) 構造改革の内容と進捗について

前述のように、同社の構造改革は「グループ会社・事業の経営再建の早期完遂」以下 5 つの項目で構成されているが、各項目は相互に関連性があり、1) 新規 M&A を原則凍結し、既存事業の経営再建に集中して取り組む、2) 経営再建の過程においては、事業の選択と集中を断行する、の 2 つに要約できる。

2018 年 12 月 28 日に発表された具体的施策第 1 弾はコーポレートガバナンス改革としての取締役会改革が中心であった。“事業ドメインの再定義”（事業の選択と集中につながる）や“強靱な事業基盤への変革”（経営再建と表裏一体の関係）といった項目では、2018 年 11 月 13 日付の SD エンターテイメントの一部事業譲渡はあったものの、本格的な施策としては 2019 年 1 月 25 日に発表されたジャパングートウェイの株式譲渡が象徴的な例である。

今後もさらなる推進が期待される場所であるが、事業譲渡や売却、撤退には一定の時間を要し、また相手のあることでもある。外部の第三者は今後の発表を待つ以外にないというのが現実だが多少の推測は可能だ。今回のコーポレートガバナンス改革は取締役の人選を変更し、ハードランディングからの急回復シナリオを実行するために経営陣と執行体制の最適化を図ったと弊社では推測しており、第一歩としては正しい選択だったと考えている。そして、構造改革の実行基盤が整い、事業の選択と集中や経営再建を本格的に進捗させるフェーズに移行したと推測している。

a) 事業の選択と集中について

事業の選択と集中においてはどこに、どれだけメスが入れられたかが注目ポイントだ。

“どこ”という点については、今第 2 四半期の決算説明資料が 1 つの手掛かりとなる。そこではどの企業・事業が業績悪化を招いたかが詳細に開示されている。また、経営再建の遅れとは想定したシナジーが実現できていないことを示唆している。この観点でも事業の選択と集中が進められるとみている。

“どれだけ”というのは譲渡や撤退などの企業・事業の数だ。これが数社にとどまるような場合は投資家の失望を招く可能性があると考えている。今回の業績悪化を事業会社別に見ると大きなものはワンダーコーポレーションの特別損失やジャパングートウェイの営業損失などごくわずかで、数億円から 5、6 億円程度の単位での“見込み違い”や営業損失が積み上がってもたらされた形となっている。数億円程度であれば十分回復可能として数多くの企業・事業がそのまま維持される可能性もある。

構造改革の取り組みと進捗状況

結果的にそれが正しかったということはもちろんあり得るが、一方で、投資家をはじめとするステークホルダーは 85 社(2018 年 9 月末現在)というグループ企業の数自体に潜在的なリスクを感じていると考えられる。新規 M&A の原則凍結が打ち出されたことで今後の増加の懸念は消えたが、85 社すべてに目配りをしながら経営再建(と事業基盤の強靱化)を行うことが今の同社に可能かというのが投資家の最大の懸念事項と考えられる。事業の選択と集中の実行に際しての視点が“業績回復可能性”に置かれると、事業の売却・撤退の数が絞り込まれてしまう可能性がある。しかしその持続性は中長期的に保証されたものでないことは言うまでもない。持続的成長のためにはシナジー効果を実現できるかどうかの視点がより重要であるというのが弊社の考えだ。その場合にはグループ企業の減少数はより大きくなるはずだ。

時間軸については、できる限り短期間に実現してこそハードランディング策を取った意味が高まる。同社自身も相当の危機感とスピード感を持って取り組んでいると考えられる。ただし、相手もあることなので、同社の想定・計画よりも時間がかかる可能性があることは想定しておくべきだろう。

b) 経営再建について

経営再建の進捗状況は、第一義的には四半期ごとの決算数値で判断することになる。同社の連結決算の数値も重要だが、個々の事業会社で経営再建の取り組みが進められている現状では、これまでも増して事業会社ごとに経営再建状況を見極めることが重要と言える。主要な事業会社の中ではアイデアインターナショナル(6 月決算)を除いて 3 月決算に統一されている。基本的には BtoC の企業が多く、クリスマスから年末にかけての需要期によって第 3 四半期の業績が膨らむ季節性を有する企業が多い。こうした事情に照らせば、まずは第 3 四半期決算において、第 3 四半期単独期間(10 月 - 12 月期)の利益が前四半期や前年同期と比較して改善を読み取れるかどうかが見るべきポイントとなるだろう。

質的な側面では、業績の改善に持続性・再現性があるかどうか重要なポイントだ。景気サイクルや需要サイクルに加えて、同社グループ各社とのシナジー効果が確認できれば、持続性の確度はそれだけ高まると期待される。

同社は第 2 四半期の決算説明会資料において、MRK ホールディングスをはじめとして上場子会社の業績回復・経営再建シナリオを掲げている。第 2 四半期決算で黒字を達成したジーンズメイト <7448> や、第 2 四半期の不振の原因が明確でそれへの対策が進んでいる MRK ホールディングスのように、経営再建の確信度が高いと期待される事業会社もあるが、ワンダーコーポレーションのように第 3 四半期に業績が悪化したケースもあり予断を許さない状況は継続している。基本的には第 3 四半期の決算発表を待ちたいと考えている。

ボディメイクは新規会員の順調な増加が継続。 ゴルフ・英語も損益分岐点に差し掛かり収益貢献が視野に入った状況

4. RIZAP 関連事業の状況について

同社がハードランディングを選択した理由の中で、RIZAP ボディメイクを中心とした RIZAP 関連事業の存在は大きな位置を占めていると考えられる。

構造改革の取り組みと進捗状況

中核の RIZAP ボディメイク事業は、会員数が 2018 年 6 月末の 116,000 人から 9 月末には 121,796 人となり、月間 2,000 人ペースで増加が続いている。11 月半ばの決算発表後、同社の業績悪化等についてはテレビや一般紙でも取り上げられた。一方、同じタイミングで同社は TVCM を絞り込んだ。それによって RIZAP ボディメイクの勢いが低下し人気も低下したと受け止める向きもあるだろうが、そのリスクは小さいと弊社ではみている。TVCM の絞り込みは年末年始の休暇を控えての季節要因が理由とみられる。正月明けの需要期に合わせて TVCM を再開しており、例年どおり、第 4 四半期から来期前半にかけての需要取り込みに動いている状況だ。

ボディメイク事業では女性専用の RIZAP WOMAN や女性向けマッスルダイエットスタジオ『EXPA』の展開を進めている。これらはニーズの裏付けがあり、堅調に成長すると期待される。

自治体連携や法人展開も従来路線を継続して着実に拡大に取り組んでいる。収益的には先行投資の段階にあるとみられるが、RIZAP ボディメイク事業を核にヘルスケア領域への進出を狙う同社の中長期戦略においては避けて通れない部分であり、同社がこれらの成長事業・領域に経営資源を集中的に投下することは十分説得力があると考えている。前述の抜本的構造改革の 5 項目の中でも、この点は「成長事業への経営資源集中」として一貫した強化姿勢が打ち出されている。

ボディメイク以外では RIZAP GOLF と RIZAP ENGLISH が比較的進捗している。RIZAP GOLF については 2018 年 4 月以降 13 店舗をオープンし、9 月時点で 27 店舗体制になった。収益面では、四半期ベースでは今第 2 四半期まで営業損失が続いているが、単月ベースでは 9 月と 10 月は黒字転換を果たした。新規出店を抑制すれば利益を出せる体制が出来上がったとみられ、今後は利益確保と出店ペースをどうバランスさせていくかが注目される。RIZAP ENGLISH は今第 2 四半期において店舗を倍増させ、2018 年 10 月時点で 8 店舗を構えるに至っている。収益的には第 2 四半期（7 月 - 9 月期）に黒字転換を果たしたが、新規出店の狭間での一時的なものか、継続性があるものか、まだ見極めが必要だと考えている。また、ボディメイクやゴルフと比べて、地方展開の難しさや競合・代替手段の多さという点から、ボディメイクやゴルフの成長パターンをそのまま当てはめることが妥当かについて検討の余地があると考えている。

RIZAP 関連事業は RIZAP メソッドの核である“やりきらせる力”を、あらゆる事業に展開しようということが出発点にある。ボディメイク、ゴルフ、英語の先行 3 事業のほかに料理、子供、スポーツ、ダンス、健康などの分野で事業展開が進められているが、これらのすべてが RIZAP メソッドとの親和性や市場性という点で事業展開が適切かどうか疑問が残る部分もある。今回の構造改革の一環として RIZAP 関連事業の中身の各事業についても選択と集中の観点での再検討することは、大きな意義があるのではないかと考えている。

■ 株主還元

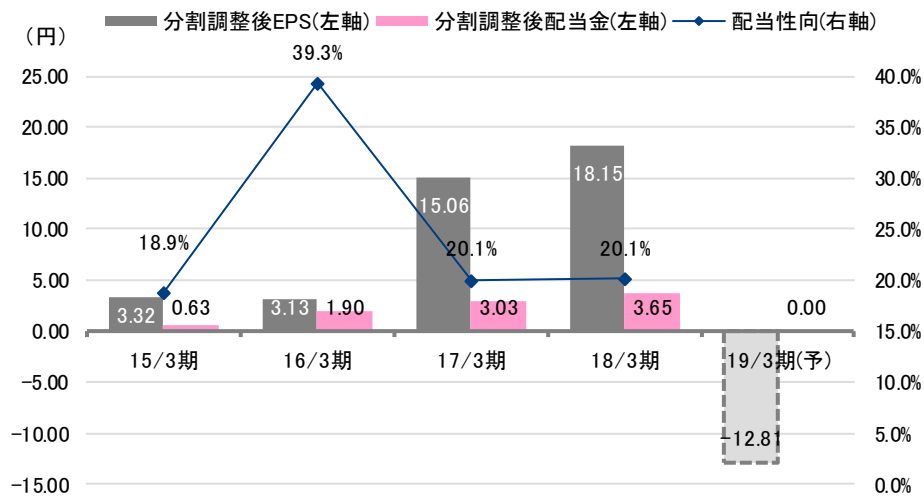
業績修正と構造改革実施を踏まえ、2019 年 3 月期は無配を発表

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。その姿勢や方針にぶれはない。配当額については、同社は 2017 年 3 月期から、配当の目安を連結配当性向 20% と改定した。

2019 年 3 月期については、2018 年 11 月 14 日付リリースで発表されたとおり、業績予想の修正と構造改革に取り組むことを踏まえて無配とすることが発表されている。

株主優待制度については今期も維持されている。今期は 15 周年記念優待ということで特別株主優待による追加ポイントの付与が行われたほか、使い勝手向上のための恒久的措置として、株主優待ポイントの積立制度が新たに導入された。

1 株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

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・加工することは堅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・譲渡することは堅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