7085　カーブスホールディングス

～女性専用からメンズやオンラインへ新たなサービスを展開～

2021 年 7 月 30 日　　東証 1 部

ポイント

・カーブスの顧客は高齢層が多いので、ワクチン接種が早めに進行している。休会していた会員も戻っている。今 2021 年 8 月期の下期は、新規の会員獲得に力を入れている。

・新型コロナウイルスの影響は大幅に改善し、今期の 1Q(9～11 月)は赤字が大幅に縮小し、2Q、3Q は黒字を確保した。ビジネスの持続性には全く問題なく、ポストコロナに対応した戦略遂行で、次の成長に備えようとしている。

・カーブスの店舗は、月額課金の仕組みではあるが、休業期間の会費は返還し、FC 店への休業補償も行った。この負担が一時厳しいものとなったが、昨年 6 月からは順次営業が本格化し、休業補償も概ね終了している。会員の特別休会は 3 月で終了した。今回の緊急事態宣言も、カーブスへの直接的な休業や時短要請はないので、十分乗り切れよう。

・今期の営業利益計画を当初の 10 億円から 13 億円へ上方修正し、今回 15 億円に再修正した。配当も 3 円から 4 円に引き上げる。下期は新規会員獲得に向けてマーケティングに先行投資を行っている。この効果で、来期は一段と回復テンポが上がってこよう。

・カーブス HD は、コシダカ HD からスピンオフし、昨年 3 月に東証 1 部に上場した。マネジメントは、経営を分けた方が互いの成長力を高められると判断した。独立したカーブスは、増本社長のリーダーシップのもと、主力事業を軸に、オンラインカーブスやメンズ・カーブスで第 2 の成長を目指す。

・オンラインの「おうちでカーブス」は昨年 9 月からトライし、4 月から本格的にマーケティングを開始した。5 月末のオンライン会員は 1.3 万人である。また、5 月に青森県で「メンズ・カーブス八戸ラピア」がオープンし、7 店目となった。女性向けの立地と連携しているので、立ち上げは順調である。

・カーブスは、ビジネスモデルを見直している。国内の会員は、リモートも含めて 5～6 年後で 135 万人をめざす。パイはかなり大きくなるので、中長期的な成長は十分期待できよう。会員数と業績の回復ピッチに注目したい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

目　次

１．特色　　女性専用フィットネスがキャッシュカウ
２．強み　　米国カーブス総本部の買収後、スピンオフで分離独立
３．中期経営方針　　メンズ・カーブスへ多様化し、オンラインサービスも開始
４．当面の業績　　コロナショックは克服へ
５．企業評価　　新たな会員の獲得に向けて

企業レーティング　B

株価（2021 年 7 月 29 日）　833 円　　時価総額　782 億円（93.85 百万株）

PBR　8.81 倍　　ROE　10.7%　　PER　82.5 倍　　配当利回り　0.5%

（百万円、円）

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2018.8	27937	5095	5293	3488	37.4	32.0
2019.8	28036	5436	5242	3706	39.5	31.8
2020.8	25082	1167	1165	764	8.7	5.0
2021.8(予)	24400	1500	1590	950	10.1	4.0
2022.8(予)	28000	2500	2400	1550	16.5	8.0
2023.8(予)	32000	4000	3900	2500	26.6	13.0

（2021.5 ベース）

総資産　36488 百万円　　純資産　8871 百万円　　自己資本比率　24.3%

BPS　94.5 円

（注）ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。2020 年 2 月末にコシダカ HD よりスピンオフし、3 月 2 日に上場。2019.8 期以前の EPS、配当は修正ベース。2020.8 期の配当は、上場記念配 2.0 円を含む。

（開示）日本ベル投資研究所は、スピンオフに関する実態と手続きの詳細を分析するために、当社株式 1000 株を中長期的に所有している。〔アナリストレポートの原則についてはこちら〕

担当アナリスト　鈴木行生
（日本ベル投資研究所 主席アナリスト）

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力、③業績下方修正に対するリスクマネジメント、④ESG から見た持続力、という観点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という 4 段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

１．特色　　女性専用フィットネスがキャッシュカウ

カーブスのミッション

カーブスのミッション（使命）は、正しい運動習慣を広めることを通じて、豊かな人生を提供し、社会課題の解決を実現することにある。「健康生活の習慣化」こそ顧客への本質的価値の提供であると位置付け、そのための場づくり、コミュニケーションとコミュニティをビジネスモデルに作り込もうとしている。

カーブスは、FC 加盟企業とともに、中高年向け健康体操マーケットを作り出し、それを発展させてきた。新しいビジネスモデル、サービス開発のスピードアップに向けて、①実験思考、②集合知、③科学する経営、を実践している。

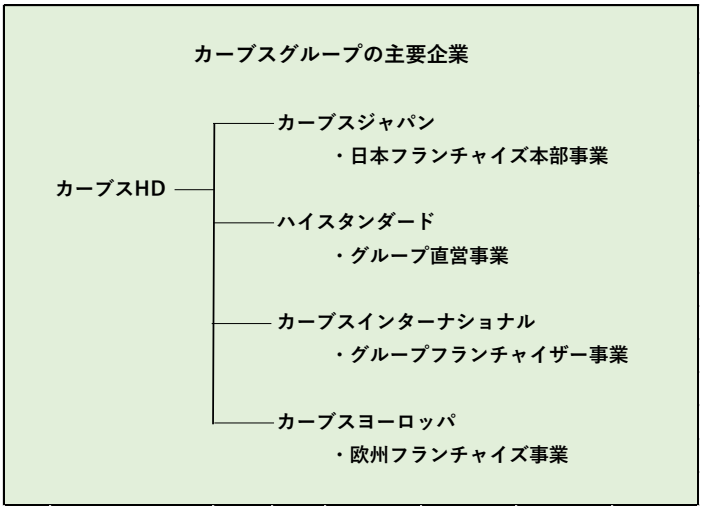
2005 年に創業

増本社長は、2004 年に米国のカーブスを訪問し、2005 年にカーブスジャパンを創業した。資本は当時の会社（ベンチャーリンク）によるものだが、事業は創業メンバーとしてリードしてきた。

いつまでも健康でいられるように、これまでフィットネスジムとはあまり縁のない人々を中心に、気軽に、楽しく、効果的に運動が続けられるような場を提供し、新しい市場を創ってきた。

カーブスは、病気や介護の不安や孤独のない、生きるエネルギーに溢れる社会をつくる、地域の健康インフラ企業を目指している。

カーブスの運動は、筋力トレーニング、有酸素運動、ストレッチの 3 つを組み合わせた 30 分のサーキットトレーニングで、効率よく必要な運動を網羅している。その効果は、生活習慣病、介護予防、認知機能改善にみられる。



本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

カーブスジャパンが国内 FC の本部

カーブスホールディングス(HD)の下に、カーブスジャパンとハイ・スタンダードがある。カーブスジャパンが全国の FC（フランチャイズ）の元締めであり、ハイ・スタンダードは直営のカーブス FC である。

経営陣は創業当時からのメンバー

カーブス HD は、増本岳氏（56 歳）が代表取締役社長で、坂本氏、田島（増本）氏、松田氏が執行担当の取締役である。

監査等委員会設置会社なので、3 名の社外取締役がいる。常勤の國安氏は商社出身、山本氏は会計士、寺石氏は大学教授である。

子会社のカーブスジャパンは、増本会長、坂本社長、田島副社長が執行担当の取締役で、その下に 5 名の常務執行役員を置いている。

カーブスジャパンの増本会長、坂本社長（店舗出店戦略）、田島副社長（店舗オペレーション、人材育成）の 3 名は、創業当時からのメンバーで、カーブスの成長をリードしてきた。松田取締役は、大手百貨店（上場企業）の財務担当としての経験が豊富で、カーブスの財務の責任者を務めている。

順調に発展

カーブスジャパンは、2005 年 2 月に米国総本部とマスターライセンス契約を締結して事業を開始した。同年 7 月に 1 号店、翌 2006 年 6 月には早くも 100 店に達した。

2008 年 10 月に現コシダカ HD の傘下に入り、2011 年には 1000 店を突破、2019 年には遂に 2000 店を超えた。

そして、2020 年 3 月、コシダカ HD からスピンオフによって分離独立、東証 1 部の上場企業として独自の事業展開を本格化させた。

カーブスの主要指標

（店、百万円、%）

	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8	2019.8	2020.8
店舗数	1038	1197	1339	1475	1602	1722	1823	1912	1991	2020
総会員数(千人)	399	503	586	641	711	772	821	827	822	700
1店当たり会員数(人/店)	384	420	437	431	434	448	450	432	412	346
売上高	8431	11320	13860	16028	18649	21667	23720	27933	28036	25082
粗利益	3434	4249	4999	5786	6451	7183	7979	9947	11505	9168
売上高粗利益率	40.7	37.5	36.1	36.1	34.6	33.2	33.6	35.6	41.0	36.6
チェーン売上高	26158	33016	40449	46462	52262	58991	64173	70059	70241	57369
ショッピング売上高	1708	3053	4430	5705	7203	8900	10065	14394	14483	13966

（注）2020.8期の会員数は特別休会会員約10万人を含む。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

フィットネス市場

	2011年	2018年
参加人口　（万人）		
体操	2710	2410
トレーニング	1720	1750
フィットネス市場　（億円）	4090	4800

（出所）レジャー白書　　（注）2019年の市場規模は4950億円

シニア層へのサービスを展開～手軽な 30 分フィットネスで健康増進

人は歳を重ねても元気でいたい。若者には負けられないという気持ちを持っている。健康であり続けるには、運動、コミュニケーション、家族、食事、ストレス発散、リラックス、睡眠などが大事である。ここを市場にしていけば、マーケットは開拓できる。

フィットネスのカーブスはもともと中高年の女性が多い。シニア層を開拓して、コミュニティ化していくので、今の時代に合った方向にある。

カーブスの会員は、50 代以上が 9 割を占める。カーブスではサーキットトレーニングを行う。筋トレマシーン 12 台を円形において、それを 30 秒ずつ運動して、2 周まわる。週 2～3 回やっていると、筋肉に効果がある。有酸素運動＋筋力アップ＋ストレッチという運動である。筋力をつけると基礎代謝が上がるので、身体の燃焼効率もアップする。

いわば、女性専用の筋トレクラブといってよい。ダイエットが主目的ではなく、健康を維持して老化防止や病気にならないようにする。

コロナショック前の 2020 年 2 月末時点で、全国に 2014 店、会員数 83.2 万人、1 店当たりの平均会員数は 413 人であった。今年 5 月末では 1974 店、会員数 68.1 万人であった。

フィットネスの売上規模では業界 4 位だが、店舗数では断然トップである。なお、カーブスの売上高は FC のロイヤルティベースである。店舗ベースのチェーン売上高は 2019 年 8 月期で 700 億円を超えており、実質的に業界トップクラスとみてよい。

大手のフィットネス企業とは顧客ターゲットが異なり、棲み分けており、既存の大型フィットネスクラブとのバッティング(競合)はほとんど感じられない。フィットネスに未経験の女性層を新規に囲い込んでいる面が大きい。

カーブスのＦＣ権を買収～独自の成長を実現

女性専用フィットネスのカーブス(Curves)は、米国のゲイリー・ヘブン氏が 1992 年に創設したもので、世界にフランチャイズチェーン(FC)を展開したフィットネスチェーンとなった。日本ではコンサルタント会社が FC 権を取得してカーブスジャパンを設立し事業を展開、コシダカはそのフランチャイズ店として参加していた。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

その後コンサルタント会社の経営が厳しくなり、日本におけるFCの元締めであるカーブスジャパンが売りに出された。カーブスジャパンの経営は順調で、とくに問題があったわけではない。そこで、コシダカが2008年10月に日本におけるFC権を持つカーブスジャパンを20億円で買収した。売りに出た時には価値をすぐに評価でき、対抗する企業もなかったので手に入れた。

スポーツ施設業界

（百万円、%）

順位	会社名	スポーツクラブ店名	売上高	伸び率
1	コナミスポーツ	コナミスポーツクラブ他	58984	-7.0
2	セントラルスポーツ	セントラルスポーツ	53386	-1.6
3	ルネサンス	スポーツクラブルネサンス	45049	-2.2
4	カーブスホールディングス	カーブス	28036	0.4
5	RIZAP	RIZAP	27507	0.5
6	スポーツクラブＮＡＳ	ＮＡＳ	21783	-3.4
7	東祥	ホリデイスポーツクラブ	19424	-3.4
8	野村不動産ライフ&スポーツ	メガロス	15757	-5.3
9	THINKフィットネス	ゴールドジム	15099	2.2
10	ウェルネスフロンティア	ジョイフィット、FIT365	14118	-8.2

（注）2019年度ベース、伸び率は前年度比。カーブスの売上高はロイヤルティベース。
FCベースの売上高に換算すると702億円で業界トップクラス。
（出所）日経ＭＪ　2020年11月11日号

既存のフィットネスとは違ったビジネスモデルで差別化

カーブスジャパンの経営陣は、増本会長、坂本社長はじめそのまま引き継いで事業を継続した。カーブスジャパンにコシダカHDから役員を派遣、管理部門には人材を送り強化したが、経営の自主性は尊重し成果を上げてきた。

全体のマネジメントは、カーブスホールディングス（CVH）を中間持株会社として作り、そこが担ってきた。その下にカーブスジャパン(FC を統括)や直営のハイ・スタンダードを配置した。今の形である。

カーブスは既存のスポーツクラブとは全く違ったシステムで、従来とは違う顧客層を開拓してきた。FC店としてカーブスをオープンするには、オーナーはまず2000万円ほど用意する必要がある。40坪のスペースを借りて家賃を払い、内装に400～500万円、運動器具等の初期投資に600万円、スタートしてから2～3か月の運転資金に1000万円といった具合である。

顧客会員の月額利用料は6000円程度で、300人の会員で損益分岐点となり、それを超えると利益になる。立ち上げ期の店にとっては300人をどう集客するかが黒字化のポイントであるが、コロナショック前までは、全店平均の会員数は400人を超えており、そのピッチも上がっていた。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

フィットネス関連の上場企業比較（関連5社）

社名	カーブスHD	東祥	セントラルスポーツ	ルネサンス	Fast Fitness Japan
店舗名	カーブス	ホリデイ	セントラル	ルネサンス	エニタイムフィットネス
コード 市場	7085 東1	8920 東1	4801 東1	2378 東１	7092 マザーズ
業界順位	4位	7位	2位	3位	-
店舗数	1988	101	246	136	907
売上高（2020年度）（億円）	250	176	360	302	112
経常利益　（億円）	12	11	7	-49	23
売上高経常利益率（%）	4.6	0.7	2.1	-16.2	20.2
株価　（7/29）（円）	833	1756	2424	1189	4870
時価総額　（億円）	782	673	278	254	745
PBR　（倍）	8.81	1.94	1.23	2.25	9.16
ROE　（%）	10.7	-	4.0	4.0	13.5
PER　（倍）	82.5	-	30.8	56.1	67.7
配当利回り　（%）	0.5	-	1.0	0.5	-

（注）業界順位はフィットネス部門の売上。カーブスは2020.8期ベース。PBR、ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。

ＦＣだけでなく直営店も経営

カーブスの直営店は、現在 75 店を有するが、今後とも必要に応じて増やしていく方向である。フランチャイズとのバランス、ドミナントの形成などを考えている。

元来、カーブスの本部であるカーブスジャパンは自ら投資しなくてもフランチャイジーを増やせば収益は上がる。しかし、FC 本部を経営するだけでは、フランチャイジーの経営の実態を必ずしもつかめない。直営店の目的は、直接経営することで加盟店と常に同じ目線で経営を展開し、加盟店を含めたカーブス事業全体の経営効率を上げることにある。

「スポーツエールカンパニー」に認定

カーブスジャパンは、スポーツ庁が実施する令和 3 年度の「スポーツエールカンパニー」に認定された。社員の健康増進のための積極的な取り組みを評価するものである。本業からみて、当社にとっては順当なところであろう。

カーブスフードドライブを継続

「カーブスフードドライブ」は今回で 15 年目を迎えた。毎年 1～2 月に全国のカーブスの店舗において、常温で保存できる食料品を募り、地域の施設（児童養護、母子生活支援）に寄付している。もともとは米国カーブスの活動を取り入れたものであるが、ボランティア

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

活動として全国的に行っている。

今年のカーブスフードライブは 1/5～2/15 の 1 か月間実施し、①13.1 万人が参加し、②178 t の集まった食品を、③749 の施設・団体に届けた。社会貢献活動の意義は大きい。

２．強み　　米国カーブス総本部の買収後、スピンオフで分離独立

米国のカーブスインターナショナルを買収

カーブス HD（CVH）は、2018 年 3 月に米国のカーブスインターナショナル（CVI）の全株を取得し、子会社とした。カーブス事業のグローバルフランチャイザーである CVI を、日本のフランチャイジーである CVH グループが逆に買収した。

CVI は、マスターライセンス方式を中心に、当時、世界 40 カ国に約 4000 店のカーブス事業を展開していた。ゲイリー・ヘブン氏が 1992 年にテキサス州で創業し、ピーク時の 2007 年には、北米 7000 店、全世界で 1 万店まで成長したが、2008 年のリーマンショック後、北米、欧州、オセアニアの業績が悪化し、2012 年に米国の投資ファンド、ノースキャッスルパートナーズ(NCP)が資本参加して大株主となった。その NCP が CVI の全株売却を表明し、CVH が取得した。

カーブス事業を運営する CVH グループは、売上高に連動するロイヤルティを米国の CVI に支払ってきたが、① 買収後はロイヤルティの支払いがなくなるので、将来の成長分を含めてグループ内に留保できる。② カーブス事業の知的財産（IP）を永続的に保有できる。③自らが世界的なフランチャイザーになるので、日本で独自に開発育成してきたノウハウを活かして、グローバル展開を図ることができる、という新たな収益機会を手に入れた。

大型 M&A の財務的負担は問題なし

米国のカーブス（CVI）の買収金額は 184 億円であった。その主な内訳は、固定資産 2504 百万円、のれん 1597 百万円、商標権 18934 百万円、固定負債 11826 百万円、貸付債権の買収 7017 百万円などであった。

CVI を 172 百万ドルで買収したが、M&A 後に資産査定を行い、PPA（ポスト・パーチェス・アロケーション）として商標権が 178 百万ドル（税効果分 40 百万ドルを含む）、のれん 15 百万ドルとなった。計 193 百万ドルの資産増加となった。一方で、税効果の繰延税金負債が 41 百万ドルあるので、20 年償却として P/L 上では減価償却 10 百万ドルに対して、2 百万ドルの税の戻しがあるので、ネットでは 8 百万ドルのコストが発生することとなった。

M&A の金額は 172 百万ドルであったが、それに CVI がもっていたのれんも加わっている。これを 20 年で償却していくので、販管費でのれんの償却が 11 億円、税負担の軽減として－2.2 億円が発生している。一方で、これまで支払っていたロイヤルティが不要となるので、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

営業利益としてはこれまでよりも数億円ほど増えることになった。

184 億円のファイナンスは、CVH が銀行から借り入れた。10 年の長期借入金として、カーブスの営業キャッシュ・フローで 10 年以内に十分返済できるので全く問題ない。

FC マネジメントのリスクは遮断

カーブスの世界本社は特別目的会社を含む 5 社を 1 社にまとめ、すべてマスターフランチャイズ化した。マスターフランチャイジーは、フランチャイザー（日本の CVH が世界本部）に代って、その地域内（米国など各国）でのフランチャイジー（FC 店）を募集する権利を有する。

当社は、各国のマスターフランチャイジーからロイヤリティをもらう。例えば、米国の FC の数が減っても、当社にとってはロイヤリティが減るだけで、それ以外のビジネスリスクは遮断して、波及してくることがないようにした。現地のマネジメントはマスターフランチャイジーが責任を持つのである。現状では、海外からのロイヤリティ収入は年間 1～2 億円前後とさほど多くない。

これまでは、CVH グループが日本のマスターフランチャイジーであって、そのロイヤリティを米国の世界本部に支払っていたわけだが、世界本部のポジションに日本の CVH がついた。各国のマスターフランチャイジーがフランチャイズ契約を個別の店と結んでいるが、そのレベルの経営には関わらないようにしている。

日本での成功が世界に通用するのか。これは、各国のマスターフランチャイジーが、どこまで日本の成功を学んで、それを現地の FC 店におろしていけるかにかかっている。もちろん、日本からも本格的な支援も開始している。すぐに成果が出ないかもしれないが、可能性は十分あるといえよう。

カーブス事業へのプラス効果は大きい

世界のカーブス事業は縮小に入っており、うまくいっていなかった。一方、日本のカーブスは独自に発展を続けてきた。米国の総本部からは何のサポートもないのに、毎年ロイヤルティを支払ってきた。これはフェアでないと考え、日本サイドからロイヤルティの縮減を図ろうとしたら、総本部そのものが売りに出た。そこで、当社が買収することになった。

日本のカーブスが世界の本部になったわけで、カーブス事業の展開力は高まった。カーブスは日本が断然伸びたが、それ以外の国では、韓国、台湾、ウクライナ、ロシアが伸びていた。一方、主力の米国は大幅に縮小した。

米国のカーブスが衰退した理由として、増本社長は、4 つの要因をあげた。1）米国など海外では、事業をダイエットビジネスと位置付けた。これは不況に弱い。一方、日本はシニア向けの健康体操なので、継続性が高い。2）米国の FC は 90%が個人経営のフランチャイジーで、女性の独立起業が多かった。経営が上手くいかないと、サービスが劣化し、すぐに閉

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

店となってしまう。3）FC 本部のサポートが不十分で、新店のオープンまではサポートしてもその後の支援が弱かった。4）本部の戦略が迷走し、現場が混乱した。

日本は、2000 店を約 380 の加盟企業で運営している。1 企業で 4～5 店を運営しており、多いところは 30 店も有している。日本の本部は FC を手厚くサポートしており、赤字の店舗はほとんどなかった。米国のファンド NCP は CVI に資本参加した後、3 年でエグジットを狙ったが、結局 5 年経って全株の売却に至った。

日本からの支払いは、ロイヤルティが年 16 億円、機器の販入が 4 億円であったが、これがグループ内に留保できる。マスターライセンスは、いつ契約が切られるかもしれないというリスクがあった。日本のカーブスのライセンスが切られるリスクを避けて、カーブスの知的財産（IP）を確保することができた。

本部の買収で、日本の活動における自由度が高まった。1）新しいサービスを独自に展開することができる。いちいち米国本部の承認がいらない。2）日本人に合ったマシーンを開発し採用できる。これまでは改良の交渉に 3～4 年かかり、しかもマシーンは先方から購入する必要があった。3）他の組織と協業ができるようになる。これまで他の健康事業はできなかったが、新しい業態に入っていくことができる。それが始まっている。

世界のカーブスの中で日本は優等生

世界のカーブスをみると上手くいっていないところが多い中で、日本のカーブスは独自にビジネスモデルを強化してきた。

かつて、セブン-イレブン・ジャパンは、米国から導入したコンビニであったが、日本で独自のビジネスモデルを磨き、本家の米国を救済するという展開にまで至った。これによって、セブン-イレブンのグローバル展開が大きく進展した。カーブスはどうなるか。高齢化が進む中でいかに健康を保つかという点で、日本のビジネスモデルが一段と磨かれているのは事実である。

グローバル展開も目指す

カーブスの世界戦略はどうなるか。はっきりしてきたことは、シニア向けフィットネスは先進国モデルで、欧米には適合するが、中進国ではまだ早い、ということである。次の事業展開については、日本での成功モデルをグローバルにどのように広げるか、というのがテーマである。

借入金の返済は順調～バランスシートに問題なし

2020 年 8 月期のバランスシートでは、コロナショックの長期化に備えて、借入金を増やして、対応力を高めたが、フリーキャッシュ・フローは通期でプラスを確保しているので、資金上は全く問題ない。フリーキャッシュ・フローは 4Q もプラスを確保した。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

バランスシート

(百万円)

	2018.8	2019.8	2020.8	2021.5
流動資産	12278	11281	15275	14970
現預金	6308	5350	9533	9819
受取手形・売掛金	3691	3780	3243	3662
商品	921	898	1511	1231
固定資産	25123	22943	21562	21518
有形固定資産	324	323	326	491
のれん	1639	1456	1392	1368
商標権	20559	19020	17997	17711
ソフトウエア	557	632	666	783
投資その他	808	537	446	577
総資産	37402	34224	36837	36488
流動負債	7907	8018	7262	8552
支払手形・買掛金	2033	2106	1562	1692
長期借入金(1年内)	1840	1840	1840	2777
固定資産	21133	18464	21432	19065
長期借入金	16100	14260	17420	15102
純資産	8361	7742	8142	8871
有利子負債	17940	16100	19260	17880
有利子負債比率	48.0	47.0	52.2	49.0
自己資本比率	22.4	22.6	22.1	24.3

2018年8月期のカーブスインターナショナル（Curves International Holdings）の取得原価は115.0億円、のれん代は15.9億円（20年償却）、のれん代以外の無形資産として商標権189.3億円(20年償却)が計上された。

のれんと商標権の205億円を20年で償却するので、年間約10億円、これに税効果40億円の戻しが年間2億円で、ネットで8億円のコスト負担となる。一方で、ロイヤルティの支払いが年間で14～15億円あったものが、いらなくなる。これを考慮すると、利益面でプラスとなる。

CVI（カーブスインターナショナル）の決算期は6月であるが、これを連結に取り込んでいる。2カ月のずれがある。買収に伴うP/L、B/Sへの影響はバランスシートに反映されている。買収に当たっては、長期借入金184億円で対応した。

バランスシートをみると、長期借入金が2018年8月末の17940百万円から2019年8月月末に16100百万円へ、1840百万円ほど減少した。M&Aに伴う借入金の返済がすでに始まっており、期間のフリーキャッシュ・フローから十分対応できる。

2019年8月末のシンジケートローン161億円には財務制限条項がついている。この条項にふれる懸念は今のところほとんどないので心配はいらない。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

キャッシュ・フローの推移

（百万円）

	2018.8	2019.8	2020.8	2021.8 2Q
営業キャッシュ・フロー	2876	5321	1882	1628
税引後純利益	2874	2782	596	545
減価償却	281	572	581	284
商標権・のれん償却	262	1139	1097	533
投資キャッシュ・フロー	-16640	-418	-464	-251
有形固定資産	-137	-138	-112	-46
無形固定資産	-269	-274	-311	-189
子会社株式の取得	-18410	9	0	0
フリーキャッシュ・フロー	-13764	4903	1418	1377
財務キャッシュ・フロー	13837	-5856	2765	-1389
長期借入金	17837	-1840	3124	-920
配当金	-4000	-4016	-2016	-469
現預金等期末残高	6308	5350	9533	9515

カーブスを分離独立して上場～1 対 1 の株式配当

2019 年 11 月のコシダカ HD 株主総会で、カーブス HD の普通株式の現物配当（1：1 の株式分配型スピンオフ）が承認された。分配日はカーブス HD の東証上場日であった。

スピンオフについて株主総会で 94%の賛同が得られた。反対した株主の意見の中に、カラオケとカーブスの二本柱の経営が充実しており、企業価値の評価において、どちらかが十分に評価されず、割安な状態におかれているディスカウントは生じていない。その状況でなぜ事業を切り出す必要があるのか、というものがあった。

子会社株式の現物配当という形でスピンオフした。コシダカホールディングス 1 株に対して、カーブスホールディングスの 1 株が付与された。つまり、分割前の 1 株の価値は、分離後も変わらない。配当課税もない。

カーブスの 1 株当たり取得価額の算定に当たって、コシダカとカーブスの分配資産割合は 0.1 となった。スピンオフ後の株価は次のように決まった。コシダカ HD の 2020 年 2 月 26 日の終値 1426 円に対して、中間配の 8 円を落として、カーブスの公開価格が 750 円となったので、これを引いて 2 月 27 日のコシダカ HD の基準値段は 668 円となった。

スピンオフ後のカーブスの取得価額は 142 円(1426 円×0.1)、コシダカの取得価額は 1426 円－142 円＝1284 円と算定された。新しい取得価額はこのように決まった。

3 月 1 日の上場に向けて、カーブスは公募増資 241.5 万株を実施した。公募増資の価格は 750 円、引受価額が 686.25 円（-8.5%）であったので、増資によって、16.5 億円のファイナンスができた。この資金はシステム投資、カーブスヨーロッパの基盤作り、国内での人材や会員獲得のマーケティング費用に使われた。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

スピンオフの狙い

当時、腰高社長に話を聞いた。カーブスをスピンオフすると、新生コシダカ HD は、カラオケ中心の企業に戻る。これに対して、腰高社長は、両事業の成長性をもっと高めて加速したい。それには、カーブスの単独上場が望ましいと考えた。

子会社上場にもっていくと、親子上場の問題が発生する。内部取引はないので利益相反の可能性は低いが、経営の自立性という点では十分でないと判断した。

カーブスの成長性を高めるには、カラオケ会社の子会社というのでは十分でない。健康寿命の延伸という社会的使命を担い、地方公共団体と連携するには、単独の一部上場の方が社会的信頼はより高いものになる。

また、カーブスはかなり大きくなってきた。営業利益でカーブスはカラオケを抜いていた。カラオケがカーブスに依存するような収益構造は望ましくないとも考えた。カラオケ事業も成熟市場にありながら、相当成長できると自信を持っていた。

そこで、カーブスのスピンオフプロジェクトをスタートさせた。カーブス HD の増本社長以下、社員のモチベーションは一気に高まった。メンズ・カーブスが始まり、海外展開も視野にあった。

何が違うのか

2 つのコア事業が同じ会社である場合と、別々の会社に分れる場合何が違うのか。論点は 2 つある。1 つは、同じ会社の 2 つの事業にシナジーがあれば、別々に分けてしまうデメリットがある。逆に、シナジーがなければ、別々にして思う存分経営した方がより成長機会を手に入れることができる。カラオケとカーブスにはもともと事業におけるシナジーはほとんどない。経営力については、これまで 15 年の増本氏の経営をみれば全く心配ない。

もう 1 つは、株主にとっての投資機会である。2020 年 2 月までの株主は 2 つの主力事業をもつ会社の株主であった。3 月以降も既存の株主であれば、双方の株式を同じ株数だけ持てるので、株主価値が何ら変わるわけではない。ところが 3 月以降新規に株主になろうとする投資家は、カラオケかカーブスかに分けて投資することになる。

そうすると、カラオケの投資価値、カーブスの投資価値をより厳密にみるようになる。その時、経営者の経営力がより発揮されるのであれば、各々の企業が前よりも光ってくるので、そこをみればよい。2 つの事業があった方が、安定感があると思うのであれば、2 つの会社の株式に投資してポートフォリオを作ればよい。

つまり、ポートフォリオは企業が事業として構成する場合と、投資家が自分で構成する場合があり、互いが自らの価値向上を図って構築していくことが望ましい。その意味で今回のスピンオフは成長戦略として高く評価できる。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

カーブス上場のメリット

カーブスの上場によって、社員のモチベーションは上がり、人材を集める点でも望ましい。ヘルスケア企業として、産学官の連携、自治体との連携、医療機関との連携を一段と進めていく。この時、自立した上場企業としての信頼は大きく貢献しよう。また、人手不足の中、カーブス FC にとって、人材採用面でのサポートはかなり期待できる。

増本社長はカーブス立ち上げ期から会社をリードしてきた。財務基盤も安定し、次の成長に向けて自立するタイミングであると判断した。その時に、スピンオフの制度が整ったので、これを日本初の第 1 号として活用することにした。

カーブスの経営陣もオーナー型

2020 年 3 月 2 日にカーブス HD は上場した。企業には成長ステージがあり、カーブスは独立会社として自立した方がよりチャンスが活かせる。

腰髙社長は、コシダカ HD の大株主であると同時に、カーブス HD のマネジメントは離れても、こちらも大株主であり、持株数を減らすことは考えていない。カーブス事業のキャッシュ化を考えたのではなく、独立した中長期の価値創造を大株主としても望ましいと判断したのである。

2019 年 11 月の株主総会後の経営体制は、コシダカ HD とカーブス HD でマネジメントに重複がないようにした。増本社長は、保有する新株予約権を上場後速やかに行使して、カーブスの株主となった。この株式を 2 年間は継続して保有する約束である。

カーブスの増本社長、坂本取締役、増本取締役の 3 名はカーブス創業時からのメンバーで、コシダカがカーブスを買収した時に、3 名の持ち株比率は 10%であった。スピンオフに当たって、一度 100%子会社にして、10%分は 3 名への新株予約権という形にした。カーブス上場後はこの予約権を行使して、3 名は従来と同じ 10%の持ち分を有するようにした。今のトップマネジメントが一定の株式を持つことは望ましい。

３．中期経営方針　　メンズ・カーブスへ多様化し、オンラインサービスも開始

市場環境の変化

市場環境の変化では、1）コロナ下にあって、健康マーケットは一段と広がる方向にある。2）その中で、非接触型サービスの需要が高まっている。

こうした認識のもと、増本社長は、この 2 年を事業回復と新しいビジネスモデルの確立の時期と位置づけ、リアルとオンラインの融合による成長を目指す方針を遂行している。

会員を 70 万人、80 万人へと戻す中で、店舗会員とリモート会員はどのような動きを示すのか。当初は 2025 年で 135 万人を目指すという目標であったが、コロナで後ろ倒しになる

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

としても、5～6 年先には実現できよう。リモートがうまく離陸するようだと、この会員はさらに大きく伸びていくことになろう。また、メンズ向けのリモート会員についても現在検討中である。

コロナショックが直撃したが、状況は改善

新型コロナウイルスの影響が直撃したが、状況は改善している。難しい経営の舵取りを余儀なくされたが、その中で、増本社長は中長期の視点を重視して手を打ってきた。ビジネスとしての持続性には全く問題ないので、コロナショックにきちんと手を打ちつつ、次の成長に備えようとしている。

海外事業は海外子会社 2 社で、カーブスインターナショナルのグローバル FC 事業と、欧州 FC 本部の直営事業である。海外でも、新型コロナウイルスの影響は深刻である。海外戦略、とりわけ欧州での FC 展開については見直すことも必要となっている。

カーブスの主要指標

（店、万人、億円）

（末ベース）	店舗数	会員数	国内チェーン店売上高
2010.8	864	32.2	198
2011.8	1038	40.0	261
2012.8	1197	50.3	330
2013.8	1339	58.6	404
2014.8	1475	64.0	464
2015.8	1602	71.1	522
2016.8	1722	77.2	589
2017.8	1823	82.0	641
2018.8	1912	82.7	700
2019.8	1991	82.2	702
2020.8	2020	60.0（70.0）	573
2021.5	1974	68.1	432

（注）カッコ内は特別休会を含む会員数。
2021.5のチェーン売上は3Q累計。

コロナへの対応～現在の取り組み

コロナへの対応として、昨年 3～5 月は 2 つのことに力を入れた。1 つは顧客とのエンゲージメントの強化である。①休会、休業中の全会員へ定期的に電話し、運動など健康相談を実施、②自宅でできる運動プログラムの提供、③カーブスマガジン、カーブス通信の発行、④感染予防のために運動不足となる健康二次被害の啓発、などを行った。

もう 1 つは、加盟店とのエンゲージメントの強化である。①加盟店への経営支援（オンラ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

イン経営相談、売上減への経営支援金の提供)、②オンライン体操教室「おうちでカーブス」の開発促進であった。

営業が再開した昨年 6～8 月の取り組みとしては、1）感染予防（10 の対策）の徹底、2）健康二次被害の啓発（持病悪化、認知機能低下、免疫低下など)、3）健康情報の発信（カーブスマガジン発行)、4）運動効果の科学的実証（東北大学と共同研究)、5）オンライン体操（おうちでカーブス）のテストラン、6）メンズ・カーブスの出店などに力を入れた。

11 月下旬からコロナ第 3 波が来た。今年 1 月に始まった緊急事態宣言は、10 都道府県で 3 月初めまで 1 ヶ月延長された。その点では、1）春のキャンペーンが遅れた、2）2 月も来店客が鈍くなる、という影響が出た。しかし、会員ビジネスなので、休業要請、時短要請がなければ、十分対応可能である。

コロナへの取り組みでは、第 1 に、感染予防の徹底を行った。人数を制限し、マシーンの距離を空け、運動しやすいオリジナルマスクを全員に配った。第 2 は、会員の復帰促進である。9 月以降は新規会員募集も強化している。第 3 は店舗の見直しである。出店を再開する一方、不採算店の閉店、近隣統合を進めている。

マーケティングの強化

マーケティングでは、当社にとってのヤングマーケティング（50～64 歳）を強化している。当社の顧客層は 60 代以上が 7 割強と多いので、50 代を増やしていこうという狙いである。昨年 9～11 月の秋のキャンペーンでは幅広く TVCM を行ったが、50 代層には Web でのマーケティングで働きかけている。この 4～8 月も同じように力を入れており、先行投資を行っている。

カーブスの中期経営ビジョン

上場時の中長期ビジョンについては、コロナショックの克服に一定の時間を要するので、目標の達成は先にずれ込もうが、目指すビジョンの方向は変わらない。

カーブスは 2019 年 10 月に 2000 店を超え、新しいステージに入った。中期ビジョンは、店舗数 3000 店、会員 135 万人、チェーン売上高 1300 億円を目指すものであった。

サービスの強化、体験キャンペーン、プロテインの販売などを実行していく。マーケティングでは、60～70 代のコアターゲットに加えて、55 歳～64 歳のマーケティングに新たに力を入れていく。

また地方自治体と連携して、高齢者の健康づくりを図っていく。メンズ・カーブスは、年間 20～30 店を出していく。ビジネスモデルもほぼ出来上がっており、当初みられた男性の退会率の高さもサービス向上で女性並みを目指せるようになっている。

現在の 2000 店を 3000 店に拡大するという戦略は、主力の女性専用カーブスで 500 店、メンズ・カーブスやそれ以外の新しい業態の開発も含めて 1000 店を目標にする。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

海外では、日本のカーブスモデルを広げていく。現在、CVI の収入は日本からのロイヤルティが中心で、それに現在グローバルにみてしっかり経営している台湾、韓国、ウクライナ、ロシアを入れて、全体の 94%を占める。

2019 年 7 月に欧州 8 カ国の FC 本部を買収した。金額は 1 億円と少額であった。欧州 8 カ国の 188 店がカーブスの直営となった。

当時 8 カ国 188 店中、英 41 店、伊 48 店、スペイン 53 店で、この 3 カ国で全体の 76%を占めた。先進国で成熟市場であれば、日本モデルを十分展開できる。

一方、カーブスの米国は低迷している。ブランドイメージが劣化しており、当面様子見である。米国からのロイヤリティは少ない。マスターフランチャイジーの責任であって、当社の業績にはほとんど影響がない。欧州の FC で日本モデルが上手くいくようであれば、いずれ米国に直接乗り出すこともありえるが、それはまだ先であり、その時はブランドの再構築が必要である。

海外では、欧州（昨年 5 月末店舗数 185 店、英 36 店、伊 55 店、スペイン 52 店）で 3～5 月はロックダウンした。今年 3 月末では、159 店中 51 店のみの営業であった。

カーブスの中長期経営ビジョン

- **病気と介護の予防に貢献する社会問題解決企業、健康寿命延伸企業として成長戦略を追求**
- **顧客サービスの強化による満足度の向上**
- **地方自治体と連携し、自治体の健康づくり政策を支援**
- **メンズ・カーブスによる新業態の推進**
- **オンラインによる新しいカーブスモデルのサービス提供**
- **海外FCへの日本モデルの導入**
- **国内会員数を2025年に135万人（オンライン会員も含めて）**

（注）アナリスト作成

カーブスの開拓余地は大きい

50 代以上の女性は 2500 万人いる。カーブスの会員はまだ 70～80 万人、メンバーの口コミで既存店の会員が増えてきた。

今後とも顧客を深掘りすれば、逐次拡大していけよう。これまでよりもメッシュを細かく

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

して、会員数の獲得を目指す。カニバリなく出店できそうなところもある。一方で、地方の自治体とも組んでいく。ここでは女性だけでなく、男性も対象となりうる。

カーブスジャパンは、FC 店からのロイヤルティ（会費収入の 5%など）、事務手数料などが主な収入で、これが当社の売上となる。規模の効果が働くので、売上営業利益率で 20%は狙える。

カーブス加盟店の出店意欲は高い。既存店はこれまで儲かってきた。1 店当りの BEP（損益分岐点）は会員 300～350 人であるから、ほとんどの店舗は利益が出るようになった。そうすると、既存店のオーナーがもう 1 店出そうとする。既存のオーナー（会社）が複数店を出店するというパターンである。FC のうち加盟店オーナーは約 380 社である。つまり 1 人(または 1 社)で 2 店以上出している人がおり、10 店舗以上出している FC も相当数ある。

本部の当社にとっては、初期投資にお金はいらないので、出店の負担はない。FC がきちんと集客して、十分なサービスを提供できるように指導する力が問われているのである。1 店当たりの会員数は増えている。また、それぞれの店のスタッフによる会員フォローも効果を上げ、退会率はフィットネス業界の中でも低い数値となっている。つまり、収益性が向上しているのである。

顧客満足度（CS）調査でカーブスは No.1～低い退会率

カーブスは、JCSI の顧客満足度調査で、フィットネスクラブ業種で 6 年連続 No.1 となった。JCSI（Japanese Customer Satisfaction Index）は、日本版顧客満足度指数で、サービス産業生産性協議会が調査している。

この調査は 12 万人を対象にアンケート調査し、34 業種、410 企業の CS を調べている。フィットネスの調査対象には、コナミスポーツ、セントラルスポーツ、ティップネス、ルネサンスなどが入っている。1 位カーブス、2 位ルネサンスであった。

カーブスは高い顧客満足度（CS）を誇っており、退会率も 2%台に抑えてきた。カーブスの CS No.1 の要因は、1)一緒に参加している人たちの人間関係が結びついていくこと、2)シニアの女性の体調が明らかに良くなっていること、3）それをサポートするカーブスの運営の仕組み、4）現場のリーダーシップの良さも評価されている、ことにある。

カーブスの退会率はフィットネス業界では極めて低い。今後 2%を切るようにもっていく方針である。これには、クラブ内でのサービスを上げるとともに、成果を感じてもらうことである。

店舗の統合も実施～FC 間のやり取りも

今期の 1Q(9～11 月)は出店+10 店、退店-30 店で、国内店舗数は 2000 店、2Q(12～2 月)は同+2 店、-14 店で、2 月末の店舗は 1988 店、3Q(3～5 月)は同+3 店、-17 店で、5 月末の店舗は 1974 店となった。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

コロナの影響で複数店を経営するFCが店舗を閉めて統合するという動きが出ている。その場合でも閉店する店の会員の70%は近隣へ移管できている。

ドミナント出店をしてきたので、FCのオーナーが同じである場合が多い。2000店のFCオーナーは380で企業が多い。1社で3～5店を運営している。このうち1店に他店に統合して収益性の改善を図るという動きである。

店舗の退店統合は100店を見込んでいるが、今のところこれより増加する心配はない。直営のハイ・スタンダードが一部引き受けているところもある。

直営店が上期に5店増えて75店となっているが、これはFCの閉店を引き継いだものである。FCの出退店については、あるFCが閉店となっても、別のFCがそれを引き継ぎたいという例もある。常に本部が判断して、その調整を行っている。

今2021年8月期は、出店17店、閉店統合79店で、純減62店を予定しているが、これとは別に50店の引継ぎ譲渡も予定されている。FCを経営する企業間のやりとりである。例年はこれが30店前後であったから、今期はコロナの影響もあり、やや増えている。

メンズ・カーブスの展開

メンズ・カーブスの1号店はオープン半年で、会員が340名となった。FC展開するには、会員の定着に目途をつける必要があった。つまり、男性が長続きするように、さらにノウハウをためてきた。

メンズ・カーブス（Men's Curves）の1号店は長野県の茅野市で2018年11月にオープンした。男性専用のフィットネスジム「メンズ・カーブスオギノ茅野」である。

大手スーパーのオギノを核とする茅野ショッピングセンター内のカーブス(1F)の2Fにメンズ・カーブスを設置した。この地域には3店のカーブスがあり、約2000名の女性会員がいる。夫向けの男性用が欲しいという多くの声を受けて、メンズを試行した。

メンズ・カーブスは、大山町で実験して、上手くいくことがわかっていた。まわりに女性のカーブスがあると、男性をひきつけることも可能となる。大山町の男性用はブルーディアという名前で実験したが、会員は500人になっている。男性同志のコミュニケーションもうまくいっている。ローカルな地域特性を生かすという点で、茅野市に展開した。

サービスの中身では、1）運動指導はもちろんであるが、2）コミュニケーションをよくとって、3）会員のコミュニティ作りをサポートすることが極めて重要である。メンズ・カーブスの展開では、男性はコミュニケーションやコミュニティへの参加で、女性より上手くいかない特性があるので、ここをどうつないでいくかが最大のポイントであった。

メンズ・カーブスの1号店、オギノ茅野店は、茅野、諏訪、岡谷にあるカーブス(女性向け)を所有するオーナーと同じである。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

鍵は女性用カーブスとの連携

メンズの会員は順調で、その 6 割はカーブスに入っている家族（奥様）からの紹介である。全く同じ仕組みなので、事前の知識をもって入会してくる。よって、すぐに溶け込めるようだ。

2 割は、加入した男性の口コミで入っている。チラシなどによる加入の比率は全体の 2 割弱にとどまっており、女性用のカーブスの近くに立地することが圧倒的によい。メンズ・カーブスの FC オーナーも、ここでカーブスを運営する同じオーナーである。

入会費は 15000 円が基本であり、月額は 6000～7000 円である。この金額が高いという声は全くない。女性と同じようなレベルなので、みんな承知の上で来る。

運動の効果はすぐに出てくる人が多い。腰、膝が楽になった、体重が減った、農作業がやり易くなった、ゴルフが飛ぶようになった、など効果は様々である。効果が上がるので、周りに話す。それが口コミで加入に結びついているようだ。

メンズ・カーブスのスタッフは、女性中心の方がよい。しかし、顧客マネジメントという点で男性スタッフは必ず配置する必要がある。

カーブスとメンズ・カーブスのシナジーは大きい。同じオーナーが展開している。スタッフも近くから異動してもらえる。女性の家族が男性を勧めてくれる。SC で買い物もできるので、ついでに来る人も多い。夫婦でそれぞれできるので、長続きする。

女性はすぐに友達を作れるが、男性は必ずしもそうはいかない。まずはスタッフが声をかけて、十分コミュニケーションをとるようにしていく。茅野の場合は、会員になった後で、近所の知り合いだったという例や、口コミで友人が入ってくるので、顔見知りも次第に増えていくようだ。1 回 30 分なので、さほど気にせず、運動だけをしていく人も多い。

地域のアスレチック施設との競合はほとんどない。加入者の大半は初めての人である。他の施設に入っていたことのある人もいるが、それが続かなかった理由は、効果が確認できなかったことにある。メンズでも効果の確認が重要である。

退会率はさほど高くない。やめる理由は、女性と同じで、忙しくてなかなか来られない、わざわざ来るほどやる気がでない、というものである。会員の層は、60 代～70 代が半分以上、50 代が 3 割前後、2 割弱が 30～40 代であった。

メンズ・カーブスの 7 店目がオープン

昨年 7 月に「メンズ・カーブスビバモール東松山」がオープンし、10 月に京都でメンズ・カーブス山科竹鼻をオープンした。男性向けでは 6 店目（カーブスでは 5 店目）となり、関西初である。女性より会員料金が 1000 円高いので、その分 BEP は低い。男性は女性より紹介が少ないとみていたが、そうでもないことが分かってきた。

メンズ・カーブスは各店とも順調である。メンズ・カーブスをやりたいという FC は多い。コロナを乗り切った後に加盟件数は数 10 店単位で増えてこよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

この５月に、東北で初めて青森県八戸市に「メンズ・カーブス八戸ラピア」がオープンした。7 店目である。ここの FC のオーナーはすでに 6 店のカーブスを運営しており、京都のメンズ・カーブスも見学して、その良さを十分納得して出店した。

メンズ・カーブスは 7 店オープンしているが、1 店当たりの会員はまだ 300 人以下である。会員数は 2000 名弱とこれからである。カーブスの店舗数、会員数には、女性（オンラインも含む）のみで、男性の会員数は入っていない。いずれ女性男性を含めた全体の数が意味をもつようになってこよう。

オンライン体操教室「おうちでカーブス」の本格化～店舗との連動

新サービスとして、オンライン体操教室「おうちでカーブス」を昨年 9 月から一部スタートさせた。①自宅でカーブスと同じ動きの運動ができる、②ネットでコーチが直接見てくれる、③タブレットを貸し出す、④店舗との連携を図る、⑤自宅だけのサービスも有料で提供している。

昨年 9 月に 873 店舗でテスト導入した。まずは特別休会会員の復帰に活用した。今年 4 月からは新規会員の獲得に向けてマーケティングを開始した。

「おうちでカーブス」は、休会・退会会員向けにスタートさせて、運動再開の 1 つのきっかけとしてもらおうとした。そのために、前下期にタブレットを 1.5 万台、今上期に 1.0 万台を購入し、これをオンラインユーザーに手軽に使ってもらった。

昨年 11 月末で 1 万人が利用していた。会員は必ず FC 店と結び付いているので、FC 店としては 1525 店がサービスを提供した。反応は良好で、1 か月間のトライアル（無料）を経て、今ではほとんどが有料となっている。

今のカーブスの会員は、カーブスの店に行って、体を動かすのが楽しい人々である。50～60 代でスマホにも慣れている人は、もっと気軽にアスレチックをしたいという人も多い。ここにターゲティングしていく。

「おうちでカーブス」が 10 万人単位で増加してくると、このビジネスのネット効果は大きい。収益的にも儲かるビジネスとして注目できよう。

会員総数については、2021 年 8 月期 70 万人、2022 年 8 月期 80 万人へと拡大しながら、いずれ 100 万人を目指すことになろう。その増加に当たっては、リアルな会員と共にオンライン会員の拡大も狙っている。カーブスの店舗にいくリアルな会員、店舗＋オンラインを併用する会員、オンラインだけの会員という 3 つのタイプになろう。

カーブスの顧客層はあまり運動をしていない人、運動が得意でない人を対象にしている。そうした人が気楽にサポート付きで運動できる。つまり、カーブスの店舗と連携することでシナジーを上げようとしている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

オンライン会員の新規募集を開始

おうちでカーブスは、まず休会・退会の会員向けにサービスを提供してきた。①自宅で手軽に、②専用グッズでマシーンと同じ効果を、③自分のスマホ・タブレットを利用して、④オンラインで継続できるプログラム内容とした。

「おうちでカーブス」の新規会員募集を 4 月から開始した。カーブスの料金体系は、リモートの「おうちでカーブス」は 4700 円/月、店舗での会費は 5700 円/月、リモートと店舗の両方できる会員は 8000 円/月として展開している。5700 円は他のスポーツクラブよりは安い。リモートは、例えばカーブスは知っていても介護者がいるので、中々通えないという人に向いている。今後はもう少し若い人向けにもアピールできよう。

オンラインの会員は 5 月末で 1.3 万人となった。立ち上げ期は、特別休会の会員に先行的にサービスを提供してきたが、特別休会は 3 月で終了した。4 月後半からの緊急事態宣言における休業店舗の会員には、近隣他店舗または「おうちでカーブス」が利用できる特別プランを提案し、7 割の会員はそれを利用した。

休会者の半数は店舗に戻ってきたので、当初のリモート会員もそれに見合って減少したが、それを上回る形で新規が増えている。

新しいマーケティングによるオンライン会員の獲得は、1 会員の獲得コストという点で、まだ課題を残しており、今後改善していく。その中で、オンラインに関心をもった顧客の 3 割は店舗を見に行って、店舗の会員になるという動きもみられる。

店舗へのリアルな会員、「おうちでカーブス」のバーチャル（オンライン）会員のマーケティングという点では、互いにシナジーが働く点もある。カーブスに通いたいけど、家族の事情や仕事時間の関係がある。リモートでやろうと思ったけど、店舗に行く方がしっかりできそうである。中には、両方に入ろうという顧客もいる。

競合しない差別化

ファストフィットネスジャパン（コード 7092）は、24 時間営業のフィットネスジム（Any Time）であるが、身体を鍛えたい人中心なので、若い人、男性が多い。よって、カーブスとは客層が全く異なり、メンズ・カーブスとも競合はしない。

オンラインの新規加入の動きでも、店舗と同じように顧客の差別化ができている。通常のスポーツジムや通常のオンラインとは違って、シニアの女性が中心である。店舗では 50 代後半より上が多いが、オンラインでは 40 代後半からも入っている。オンラインの会員も必ず、最寄りの店舗と結び付けて、サポートするようにしている。

サプリメントも好調～スーパープロテインからプレミアムプラスへ

プロテインはワークアウトが終わった後に飲むと効果があるので、会員の 4 割の人が継続的にセットで購入している。2018 年 8 月期より新しいプロテインを発売した。自社開発

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

の PB 商品「スーパープロテイン」は、従来品に比べて 1 回の分量が半分で済む。とかす水も半分なので、飲みやすい。しかも、筋トレへの効果はアップする。これによって、継続的に購入する会員は確実に増えている。

プロテインについては、今回、スーパープロテインにプレミアムプラスを加えた。スーパープロテインに、青汁や、ブルーベリーや、グルコサミンを加えた。3 つのプレミアムを用意して、昨年 12 月にキャンペーンを実施した。

今後は、ウルトラプロテインの開発に力を入れて、効能を一段と高めていく。販売率も 50%以上を目指す方向にある。

共同研究～サーキットトレーニングの効果

カーブスの運動が健康によいというエビデンス（科学的根拠）を、共同研究を通していろいろ出しており、これらをアピールしている。

昨年 8 月に東北大学加齢医学研究所との共同研究で、カーブスのサーキットトレーニングを行うことが認知機能や活力を即時的に向上させるということを科学的に実証した。一日実施するだけでも効果があるということがわかった。筋トレと有酸素運動による中程度の負荷であるから中高年でも取り組みやすい。

地方の健康対策に貢献

カーブスジャパンは鳥取県の大山町（だいせんちょう）と組んで、地方創生事業に参画した。大山町は、医療費削減、運動意識向上に取り組む。大山町、鳥取大学、カーブスが産学官で組んで、地域の健康作りにソリューションを提供した。

具体的には大山町内にカーブスタイプの店舗を出した。大山にある男性用 30 分アスレチック（店名：ブルーディア）は、実質的に男性用カーブス 1 号店であり、カーブスと同じ仕組みで運営し、実験を重ねた。

通常の店舗運営と同時に、町の健康対策の拠点となって活動している。地域に貢献し、ビジネスとしても成り立つのであれば、今後の広がりも期待できる。

大山町のカーブスは社会貢献的な意味あいもあるが、町が高齢化の中で、健康維持に関して本気で住民をサポートすると、人口 1.5 万人の町でもカーブスの会員が 500 人となっており、ビジネスとして十分成り立つ。健康維持のコストをどう考えるかによるが、地方自治体の熱意と相談しながら展開することになろう。

神奈川県の未病センターの認証を受ける

未病センターとは、神奈川県が進める未病（健康と病気の間）改善の取り組みで、健康状態をチェックして、健康づくりを進める。神奈川県民に手軽に運動や健康チェックを継続的、複合的に実践してもらおうという狙いで、施設を認証するものである。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

カーブス小田原は2015年6月に第1号の認証を受けた。ここでは、体力年齢の測定や健康相談員による運動や食事のアドバイスが受けられる。直接ビジネスにはならないが、集客効果はある。カーブスの社会貢献活動という位置付けでもある。

2015年6月の小田原、2018年6月の相模原it's に続き、2019年5月に金沢文庫、鹿島田、鎌倉小町、栢山（かやま）、小田急相模原が未病センターに承認された。その後、2019年10月には19店舗が承認され、現在は26店舗となっている。

ベネフィットワン・ヘルスケアと連携

カーブスがベネフィットワン・ヘルスケアと連携して、同社が契約する保険者や自治体等の被扶養者に対して、カーブスの無料体験（1週間）特典を提供する。これを2019年5月から開始した。ベネフィットワン・ヘルスケアにとっては、40歳以上のメタボ健診率（特定健診受診率、特定保健指導実施率）を上げて生活習慣病の改善を目指す人々を集客していく。全国2000店舗のカーブスの強みを活かすことができ、カーブスへの集客が期待できる。

「まち・ひと・しごと創生」と連携

昨年6月に東松山市（埼玉県）とカーブスは、市の健康推進に関する取り組みである「東松山市まち・ひと・しごと創生に関する協定」を結んだ。

東松山市は、国の「まち・ひと・しごと創生法」を受けて、住みたい、働きたい、訪れたい地域とともに、高齢者の「楽しみたい、働きたい、貢献したい」という思いの実現に向け、福祉プロジェクトを推進している。カーブスジャパンはこれを支援する。

具体的には、①市民の健康づくり、②市の健康施策への協力、③生活習慣病、ロコモ、フレイル、認知低下の予防、④健康経営、⑤地方創生などに貢献する。

カーブスは、カーブスビバモール東松山（2008年3月）、カーブス西友東松山（2017年5月）をベースに、今回メンズ・カーブスの場も設置した。

カーブスをリハビリに活用

4月に、カーブスジャパンは横浜市と協定を結び、心血管疾患を対象として心臓リハビリのサポートすることを始めた。病院への入院、通院中だけでなく、リハビリに役立つように、カーブスの施設を利用する。横浜市内の62のカーブスで、運動処方箋に応じて女性の運動をサポートする。

カーブスは岐阜県で事業展開されている「岐阜心臓リハビリテーションネットワーク（CR-GNet）」に参加しており、同様の枠組みで患者のサポートをしている。運動が続かなくなってしまう患者が多いなか、身近なところに店舗があり日本全国どこでも同様のサービスを受けられるという点で、患者に対して運動継続のサポートを行っている。横浜市のケースは、患者は自費でカーブスに通うモデルになっている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

４．当面の業績　　コロナショックは克服へ

売上内訳と利益貢献

国内売上は、スポット売上とベース売上に分けられる。スポット売上とは、FC 新規出店に伴う加盟金やフィットネス機器販売の収入である。

ベース売上は、店舗数や会員数に連動して得られる継続的収入である。内訳は、ロイヤルティ等、広告分担金、FC 関連、会員向け物販（プロテインの月額契約等）、直営事業などである。

国内売上構成

（百万円）

国内			2019.8	2020.8
スポット		新規出店、契約更新による一時的収入	975	780
ベース		店舗数、会員数に連動する収入	26775	23840
	ロイヤルティ等	FC会員売上に対するロイヤルティ	6434	5209
	広告分担金	FC店拠出分	1606	1251
	FC関連	システム利用料、販促グッズ等	1856	1563
	会員向け物販	プロテイン等	14593	14034
	直営事業	直営FC	2212	1697
	その他		71	83
合計			27751	24621

ロイヤルティは粗利に直接効いてくる。広告分担金はカーブス全体の広告に使うので、ここから利益は出てこない。物販はプロテインの月額直販（通販型のサブスク）で、自ら企画し製造委託しているので、自社生産に相当する。粗利にも大きく寄与している。

コロナ前の平常ベースで、ロイヤルティとプロテインの営業利益への貢献でみると、2：1 の割合で双方とも貢献しているものと推察される。

2020 年 8 月期は下期に赤字となった

2020 年 8 月期は、売上高 25082 百万円(前年度比-10.5%)、営業利益 1167 百万円（同-78.5%)、経常利益 1165 百万円（同-77.8%)、純利益 764 百万円（同-79.4%）となった。

上期下期に分けてみると、上期（9～2 月）の売上高 14431 百万円、営業利益 2988 百万円

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

に対して、下期（3～8 月）は売上高 10651 百万円、営業利益-1821 百万円と大幅な赤字になった。

業績推移

（百万円、%）

	2019.8	2020.8
売上高	28036	25082
国内	27751	24621
海外	284	460
国内売上内訳		
FC関連	13158	10587
（ロイヤルティ）	6433	5209
会員向け物販	14593	14034
粗利益	11505	9168
売上高粗利益率	41.0	36.4
販管費	6068	8000
経営支援金	0	1375
営業利益	5436	1167
売上高営業利益率	19.4	4.7

売上高の内訳をみると、ロイヤルティは大きく減少したが、プロテインを主力とする会員向け物販はほとんど減少しなかった。会員はプロテインを FC 店より毎月継続的に購入しているので、すぐには減少しない仕組みである。

業績推移

（百万円、%）

	2018.8		2019.8		2020.8							
					（上半期）		（3Q）		（4Q）		通期	
売上高	27937		28036		14431		5127		5523		25082	
FC関連	13446		13442		6910		1969		2228		11048	
ショッピング	14490		14593		7269		3158		3246		14034	
粗利益	9924	35.5	11504	41.0	6103	42.3	1292	25.2	1773	32.1	9168	36.5
営業利益	5095	18.2	5436	19.4	2988	20.7	-1259	-24.6	-561	-10.2	1167	4.7

（注）右辺は対売上高比の利益率

下期赤字になった要因は 3 つある。第 1 は、コロナショックの影響でカーブスの店舗が休業となり、売上（FC からのロイヤルティ）が減ったこと、第 2 は、FC 加盟店への経営支

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

援金を支出したこと、第3はオンラインカーブスへの先行投資を行ったことによる。

3Q（3～5月）の営業利益が-1259百万円であったのに対して、4Q（6～8月）は-562百万円へ減少している。全店舗で営業が再開したこと、休会していた会員が戻ってきたことやFCへの経営支援金が減少したことが寄与している。

FCチェーンの動き

2020年8月期のFCチェーン全体の売上高をみると、57369百万円（前年度比-18.3%）で、内訳は入会金・会費売上高が43403百万円（同-22.2%）、会員向け物販（プロテインなど）が13966百万円（同-3.6%）であった。プロテインは安定しているが、新規販売は積極的に行っていなかったので、この分減少した。

守りと攻めの先行投資

前下期の特別な費用としては、FC加盟店への経営支援金13.7億円、会員向け広報発行物など関係維持費用5.1億円、オンライン体操教室の開発投資（タブレットなど）4.4億円、秋の会員獲得に向けたプレマーケティング（TV広告など）3.7億円など、計27億円が支出された。これらは、攻めと守りの先行投資と言えよう。

コロナショックの影響

（百万円、%、万人）

	2020.8				2021.8		
	1Q (9~11)	2Q (12~2)	3Q (3~5)	4Q (6~8)	1Q (9~11)	2Q (12~2)	3Q (3~5)
営業利益	1603	1384	-1259	-561	-10	882	443
チェーン売上高（前同比）	17380	18037	8929	13023	13938	14555	14746
期末実質会員数	86.4	83.2	54.5	60.0	68.9	64.1	68.1
期末特別休会会員数	0	0	20.3	9.9	4.3	4.4	0
ロイヤルティ等売上高	1676	1611	738	1182	1346	1359	1420
FC向け経営支援金	0	0	1035	342	166	0	0

（注）2021.8期の2Q、3Qの経営支援金は少額なのでここではゼロと記載。

FCへ経営支援金は一巡

前期の売上高の減少は、①店舗の休業に伴う会費の返金で、FCからのロイヤルティの収入が減ったことによる。営業利益では、①に加えて、②加盟店への経営支援金、③会員との関係維持のための広報・発行物の費用（原価）が追加で発生した。

ロイヤルティの売上高は5月には-77%まで落ち込んだが、8月には-25%に戻った。FCへの経営支援金（休業および特別休会の会員費のサポート）は4Qが1034百万円であったが、4Qは341百万円に減少した。2021年8月期の1Qはさらに減少した。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

TVCM、Web 広告には積極的に投資しているが、緊急事態宣言下でも、当社のフィットネスには何ら制限がない。つまり、カーブスは通常通り営業できている。但し、一部大型ショッピングセンター内にカーブスがあるケースでは、SC の休業に伴って店舗を閉めざるを得ない。これが、3Q（3～5 月）では、合計で最大 31 店（15 日間）あった。この休業サポート（FC への経営支援金）は数百万円にとどまった。

会員の一次的減少も回復へ

2 月末の会員（休会を除く）は 64.1 万人となった。2Q（12～2 月）は例年会員が減少する。冬場で活動が鈍ることによる。それを 3Q のキャンペーンで取り戻し、拡大するというパターンである。5 月末の会員は 68.1 万人に増加した。

昨年 8 月末の実質会員は、60.0 万人（前期末 82.2 万人）であった。この他に、会費を支払っていない特別休会の会員が 10 万人いた。特別休会とは、コロナショックの状況を受けて、休む期間について会費を返金するという新たに導入した制度である。実会員という意味では、特別休会を除いた人数でみた方がよい。10 万人の会員減少は、FC チェーンベースで年間 70 億円の売上減に相当するので、その影響は大きかった。

昨年 6 月以降、店舗のオープンと共に、この特別休会の会員が戻ってきた。実際、会員の戻りを誘導するマーケティングにも力を入れてきた。

会員数の変動

（万人）

（期末会員数）	1Q（9～11）	2Q（12～2）	3Q（3～5）	4Q（6～8）
2018.8	83.8	80.6	82.0	82.7
2019.8	84.5	81.9	82.3	82.2
2020.8	86.4	83.2	54.5	60.0
2021.8	68.9	64.1	68.1	

今後の資金確保は十分～順調に返済

2020 年 8 月末のバランスシートをみると、前期末の 2019 年 8 月末に比べて現金が 41 億円ほど増加し、現預金残高は 95.3 億円となった。昨年 3 月の上場に伴う公募増資で 16.5 億円を調達したが、加盟店への経営支援に 13.7 億円を使った。これが特別であって、あとはプロテインの在庫＋6 億円（調達リスクへの対応）、長期借入金の返済（大型 M&A の経常的な返済分）などで特に問題ない。

キャッシュとしては、借入金で 50 億円調達した。また、昨年 3 月に三菱 UFJ 銀行と 50 億円のコミットメントライン契約を結んだ。コロナショックへの運転資金の確保は、全体では 145 億円の枠を有している。よって、キャッシュ・フロー上の問題は全くないといってよい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

この 2 月末で現預金 95.3 億円（前 8 月末 95.1 億円）をキープしている。上期のキャッシュ・フローでは、営業 CF +1628 百万円、投資 CF -251 百万円と、フリーFC 1377 百万円を確保し、財務 CF-1389 百万円（借入金の返済-920 百万円、配当金の支払い-469 百万円）を賄うことができた。

キャッシュ・フローでは、M&A に伴う長期借入金の返済が年間 18.4 億円続くが、これとは別に、コロナ対策として 50 億円の借入を行ったので、来期からは年 12.5 億円の返済が加わってくる。業績は回復してくるので、これらの返済については問題ない。

四半期別業績推移

（百万円、%）

	2020.8				2021.8		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
売上高	7335	7096	5127	5523	5719	6172	6278
国内	7200	6975	4967	5474	5679	6096	6214
海外	134	117	159	49	40	75	64
国内売上内訳							
FC関連	3824	3087	1449	2228	2486	2380	2486
（ロイヤルティ）	1676	1611	738	1182	1346	1356	1420
（広告分担金）	776	239	57	177	0	0	0
会員向け物販	3376	3892	3518	3246	3193	3716	3728
粗利益	3031	3071	1292	1772	2507	2456	2703
売上高粗利益率	41.3	43.3	25.2	32.1	43.8	39.8	43.1
販管費	1428	1686	2551	2333	2518	1573	2260
経営支援金	0	0	1035	342	166	0	0
営業利益	1603	1384	-1259	-561	-10	882	443
売上高営業利益率	21.8	19.5	-24.5	-10.2	-0.2	14.3	7.1

2021 年 8 月期の 3Q は大幅改善

2021 年 8 月期の 3Q 累計は、売上高 18170 百万円（前年同期比-7.1%）、営業利益 1314 百万円（同-23.9%）、経常利益 1421 百万円（同-18.0%）、純利益 824 百万円（同-26.5%）となった。

国内は昨年夏以降回復に入った。海外はロックダウンによる休業が続くなど厳しかった。しかし、海外のウエイトは小さいので、その影響は軽微であった。

2Q の営業利益 8.8 億円に対して、3Q の営業利益は 4.4 億円であった。TVCM などのマーケティングに 5.6 億円を投じていることによる。3Q（3～5 月）の 4～5 月に TVCM、4Q（6～8 月）の 6～7 月も TVCM を行っているので、4Q も 3Q 並みのコストをかけている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ロイヤルティ収入の四半期別をみると回復をみせている。実質会員数（休会を除く）も増加している。プロテインの物販は、2Q からは新規のマーケティングを再開したので、増加に転じている。

2Q の営業利益が 1Q に比べて大きく改善した要因は、売上面ではプロテインの増加があったが、費用の面では、①休業休会に伴う加盟店への経営支援金が減少したこと、②おうちでカーブスのタブレット投資が一巡したこと、③コロナの影響をみて広告宣伝を一時的に抑制したこと、などが寄与した。

2Q にプロテインの新商品を投入した。既存のプロテイン愛用者向けにプロテイン+青汁、プロテイン+ブルーベリーポリフェノール、プロテイン+グルコサミン（コンドロイチン、コラーゲン）の 3 種類を提案している。いずれも魅力的である。

価格は従来のプロテイン 4900 円/月が 5900 円となる。18 万人がお試し（初回無料）を利用し、4 月より 12 万人が継続する。3Q より顧客単価のアップとして貢献している。

為替の影響

営業外収支の為替換算評価損益は、カーブスインターナショナルの借入金の換算差額で毎期出てくる。40 億円弱（当初貸付は 70 億程度）の金額に対して、3Q 累計は 86 百万円の評価差益（前上は 50 百万円の評価差益）が発生した。為替の変動に伴う評価損益は 1 ドル/円で 35 百万円の影響が出る。

広告分担金の変更

売上高粗利率が改善しているが、これには広告分担金の計上区分を変更した影響が出ている。前期までは、FC 加盟店より徴収していた広告分担金を一旦売上に立て、それを原価で費用として認識していた。全体の広告費は分担金よりも多いので、その分は自社の広告費として負担していた。

コロナの影響で FC 加盟店の広告分担は負担が重いので、それを軽くするようにしていたが、契約を変更し追加徴収をしない方式にした。よって、今期より広告負担の売上、原価計上はなくなり、超過使用分は販管費に計上している。

戦略的コストの投入

1Q は、戦略的コストとして 10.7 億円を支出した。会員獲得の秋のキャンペーンに TV コマーシャルを含めて 5.4 億円（前下期は 3.7 億円）、オンライン体操教室の開発投資としてタブレットなどに 3.5 億円（同 4.4 億円）、FC 加盟店の経営支援金に 1.6 億円（同 13.7 億円）を使った。

オンライン投資では、ソフトの開発に加え、既存の会員の呼び戻しにタブレットを用意した。春から本格化させた一般向けオンラインアプリは、各個人のスマホやタブレットを使っ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

てもらうので、今回のようなタブレット投資は原則として発生しない。

FC への経営支援金も一段落している。コロナの第 3 波、第 4 波がきているが、緊急事態宣言でも休業要請や時短要請はカーブスには出ていない。

会員数と店舗数

（店、千人、人/店）

	2019.8	2020.2	2020.5	2020.8	2020.11	2021.2	2021.5
会員数	822	832	545	600	689	641	681
特別休会数	0	0	203	100	43	44	0
休会を含む会員数	822	832	749	700	732	685	681
店舗数	1991	2014	2019	2020	2000	1988	1974
1店当たり会員数	413	413	270	297	345	322	345
（休会を含む会員数）	413	413	370	346	366	345	345

コロナの影響～特別休会も終了

緊急事態宣言では、大型の商業施設に休業要請が出されているが、その影響を受けた店舗は少ない。一部、休業の商業施設に入っているカーブスの会員については、①近隣他店舗の利用、②オンラインフィットネス「おうちでカーブス」の利用、③休業日数に応じた会費の返金、で対応している。よって、業績への直接的影響は小さい。

特別休会（2 月末で 4.4 万人）という暫定措置は、3 月末で終了させた。会員をそのままやめる人、これを機会に戻る人にわけられたが、一定数は戻ってきている。

会社計画を上方修正

上期の業績回復を踏まえて、2021 年 8 月期の会社計画に売上高で＋5 億円、営業利益で＋3 億円がオンされた。さらに 3Q の決算を踏まえて通期計画が上方修正され、売上高で+4 億円、営業利益で+2 億円、経常利益で+4.9 億円が上乗せされた。

新しい会社計画は、売上高 24400 百万円（前期比-2.7%）、営業利益 1500 百万円（同+28.5%）、経常利益 1590 百万円（同+36.5%）、純利益 953 百万円（同+24.6%）である。

上方修正の要因は、1）会員の回復が進んでロイヤルティが増加したこと、2）プロテインの新商品の販売が好調なこと、3）店舗の休業要請に伴う FC への経営支援金が予算を下回ったこと、などによる。

会員は 2Q 末より+3.9 万人増えて、3Q 末（5 月末）で 68.1 万人（オンライン会員を含む）となった。4Q 末（8 月末）に 70 万人への回復を見込んでいるが、その想定に比べると進捗はやや遅れている。

通期計画は 8 月末 68 万人で予算を組んでいる、TV などのマーケティングは続いている

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

が、4Q は増加した新規会員へのメンテナンスとプロテインの購入促進に重点をおいており、会員増加は慎重な計画としている。実際には、さらに増加する公算も十分あろう。

プロテインは昨年 12 月に開始した高機能商品が単価アップの中で好調である。これが計画を上回っている。

業績予想

（百万円）

	2018.8	2019.8	2020.8	2021.8（予）	2022.8（予）	2023.8（予）
売上高	27937	28036	25082	24400	28000	32000
FC関連	13446	13442	11048	9900	12000	14000
ショッピング	14490	14593	14034	14500	16000	18000
（会員数：千人）	827	822	600	680	800	900
営業利益	5095	5436	1167	1500	2500	4000
経常利益	5293	5242	1165	1590	2400	3900
純利益	3488	3706	764	950	1550	2500

（注）アナリスト予想

来期は一段と好転へ

来 2022 年 8 月期は、集団免疫になった世代から動きが活発になってこよう。既にワクチン接種が終わった人で、退会していた人が戻ってくるケースも出ている。

増本社長は、会員を一刻も早くかつてのピークに戻すことを目指している。ピークは 82 万人台であったから、来期の目標はまず 80 万人に戻すことである。次の期はリモートの拡大も含めて 90 万人を目指すことになろう。

海外事業はまだ不透明である。国や地域によるが、ロックダウンが解除されても人数制限があったり、FC の動きもオーナーによってバラツキがあったりする。これも秋以降、もう少しはっきりしてこようが、海外でもオンラインを含めて、新しいビジネスモデルをどうしていくか、検討していくことになろう。

配当性向 50%が目途

前期の配当は、普通配 3.0 円、東証 1 部上場記念配 2.0 円の計 5.0 円であった。配当性向 50%をベースにする。今 2021 年 8 月期は業績の上方修正に合わせて、3 円配の予定を 4.0 円に上げている。来期は業績が回復してくるので、それに見合って増配が期待できよう。

ポストコロナに向けて

コロナショックの克服には、全治 3 年を要しよう。本格回復は 2022 年 8 月期からになろう。会員数は、2022 年 8 月期で 80 万人、2023 年 8 月期で 90 万人を目指すものと予想する。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ポストコロナを見据えた経営として、増本社長は3点を強調した。第1は、目先の利益にとらわれることなく、政府方針、都道府県方針に従って、感染予防を徹底したFC営業を行ってきた。

第2は、コロナショックを一時的ショックととらえ、ショック後のFC店が正常な経営に戻れるように、FC 店の経営資源（人材、店舗）の維持にはしっかりしたサポート（休業補償）を行ってきた。8000人のインストラクターの雇用も守った。

第3は、カーブス事業の広がりを、感染予防の徹底、店舗外サービスの実験、「おうちでカーブス」の開発、運動不足による健康二次被害の防止キャンペーン、地方自治体との連携などによって推進している。

キャッシュポジションの確保、FC店（380社の中堅中小企業）の資産を守ること、そして将来に向けた戦略投資に力を入れている。先を見ると、1）健康マーケットは広がる、2）非接触型サービス需要が増える。5 つの見えざる資産（会員、加盟店、働く人、地域、株主）とのエンゲージメントを大事にしている。

５．企業評価　　新たな会員の獲得に向けて

コロナショックへの対応は進展

今後の重点施策として、増本社長は2つあげる、1つは、会員数の回復で、トップラインの増加に向けて、マーケティングの強化を継続する。もう1つは、オンラインのビジネスモデルを確立していく。店舗とオンラインのデュアルモデルを形成していく方針である。

1）FC加盟店の会員をさらに戻していく、2）会員の満足度を上げて退会を減らしていく、3）50～60代へのヤングマーケティングを強化していく、4）「おうちでカーブス」を速やかに立ち上げていく、5）メンズ・カーブスの出店を年20～30店ペースに上げていく、ことが実践されよう。コロナ禍にあっても、すでにその方向で手を打っている。収益力は着実に戻ってくる方向にある。

新型コロナウイルスは予断を許さないが、今回のようなウイルスパンデミックに直面して、緊急の対応策やビジネス遂行の仕組みに関して、抜本的な見直しが迫られた。当社も事業ポートフォリオをどのように再構成していくのか。グローバル戦略はどのように再構築するのか。サプライチェーンからみて、人員、施設能力、資金などの水準はどこにおくのか。一定の余裕は、これまで以上に持っておきたい。

単独の企業価値向上だけでなく、新たな社会的価値も視野においた連携を強化していくことが望まれる。ESGの観点からは、働き方のBCP、カーブスのリモート化にも手を打っている。個人のライフスタイルでは、クリーンで安全な生活の確保が一段と重視されよう。健康へのニーズは一層強まるので、カーブスの出番は大いに高まろう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

会員の回復が KPI に

カーブスで、安全に安心して健康づくりをしたい、というニーズは強い。会員がどこまで戻ってくるか。まずはそのペースに注目したい。そこに、オンライン「おうちでカーブス」との連携が効果を発揮すれば、ピッチは早まろう。

本業強化を図りながら、新サービスなど周辺多角化を検討し、事業のシナジーを出してこよう。経営者の経営力、事業の成長性、業績下方修正に対するリスクマネジメント、ESG から見た持続性という 4 つの評価軸から見て評価は高いが、当面のコロナ対応を考慮して企業評価はＢとする（表紙の注を参照）。

株主数は、2021 年 2 月末時点で 1.9 万人である。カーブスの会員には株主になってもらう方針である。株主優待（500 円のクオカード）は予定通りで、配当については、配当性向 50%をベースとする。

株価(7 月 29 日時点)をみると、PBR 8.81 倍、ROE 10.7%(来期ベースで 17.0%)、PER 82.5 倍(同 50.5 倍)、配当利回り 0.5%(同 1.0%)である。新たなサービス提供などによって、ビジネスモデル（企業価値創造の仕組み）は引き続き進化するものと期待される。会員数と業績の回復ピッチを見極めながら、株価はさらに見直されてこよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。