

2157 コシダカホールディングス

～カラオケで首都圏攻勢とアジア展開を加速、カーブスは圧倒的存在へ～

2017年1月28日

東証1部

ポイント

- ・カラオケの構造改革が進展している。ここ2年、カラオケで首都圏への出店攻勢をかけてきたが、その先行投資も今2017年8月期から好転してこよう。海外の収益性も改善している。シンガポールでは、日本のまねきねこ方式が人気を集めている。将来は、内外のカラオケで1000店を目指すという方向もありえよう。
- ・カーブスは、会員が現在80万人であるが、100万人まで拡大できそうである。従来の見方よりパイはかなり大きくなりそうなので、引き続き業績を牽引しよう。フィットネスの新たなビジネスモデル作りも期待したいところである。温浴はようやく黒字化し、次は収益性をさらに改善しつつ、成長戦略を検討することになるろう。
- ・当社は、今年創業50周年を迎える。カラオケの店舗数でトップクラス、フィットネスの店舗数では日本No.1である。2016年11月末現在、カラオケ国内473店、海外24店、フィットネス1750店、温浴5店を展開している。
- ・当社の事業発展の軸は「既存業種新業態」、つまり、既存市場での事業を、新業態の仕組みに変えていくことである。「総合余暇サービス提供企業」をビジョンに掲げ、アミューズメント、スポーツ・フィットネス、観光・行楽、趣味・教養の4つを事業領域とし、その中で、「既存業種新業態」を開発していく。将来は1000億円企業を目指している。
- ・市場の拡大という水平の軸、ハード・ソフトの革新という垂直の軸で、カラオケにおける新しいビジネスモデルの確立を目指している。首都圏は激戦のようだが、まねきねこは差別化して、収益性を確保できる。韓国のカラオケは飲食にもう一工夫が必要で手を打ち始めた。2014年に買収したシンガポールトップの「旧K BOX (コシダカシンガポール)」(11店)を活かして、今後アセアン各国へ展開することになるろう。
- ・2008年に買収したフィットネスの「カーブス」は、カラオケの利益率を大きく抜いている。当面カラオケは500店以上、フィットネスは2000店以上へ拡大する方向である。経常利益90億円は十分狙える。業績は順調で、引き続きピーク利益を更新しよう。ROEは高く、独自のビジネスモデルで価値創造を行うユニークな企業として高く評価できよう。

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。

1. 特色 「既存業種新業態」の総合余暇サービス提供企業
2. 強み 女性専用フィットネスが圧倒的キャッシュカウに成長
3. 中期経営方針 カラオケの技術革新と内外の市場開拓に先行投資
4. コシダカシンガポール K BOX を買収し、「まねきねこ」で黒字化へ
5. 当面の業績 カーブスが牽引、カラオケも今 2017 年 8 月から本格復調へ
6. 企業評価 首都圏攻勢と海外展開の加速に注目

企業レーティング A

株価 (17 年 1 月 27 日) 2264 円 時価総額 434 億円 (19.2 百万株)
PBR 2.84 倍 ROE 18.8% PER 15.0 倍 配当利回り 1.5%
(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
2009.8	18955	1496	1427	549	28.7	4.8
2010.8	21932	2503	2579	1125	58.6	10.9
2011.8	29093	3356	3336	2877	149.9	12.5
2012.8	33746	4077	4096	2279	119.3	17.5
2013.8	34515	4151	4237	3072	162.1	25.0
2014.8	37720	4276	4370	2423	127.9	27.5
2015.8	44257	4394	4492	2098	112.8	30.0
2016.8	51170	4810	4699	1900	104.7	32.0
2017.8(予)	55100	5470	5500	2700	150.4	34.0
2018.8(予)	61000	6400	6400	3100	172.7	36.0

(16.11 ベース)

総資産 34747 百万円 純資産 14332 百万円 自己資本比率 39.0%
BPS 798.2 円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース 08.8 期までは単体、それ以降は連結。11.8 期末に 1:400、14.8 期末に 1:2 株式分割を実施。それ以前の EPS、配当は修正ベース。

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)

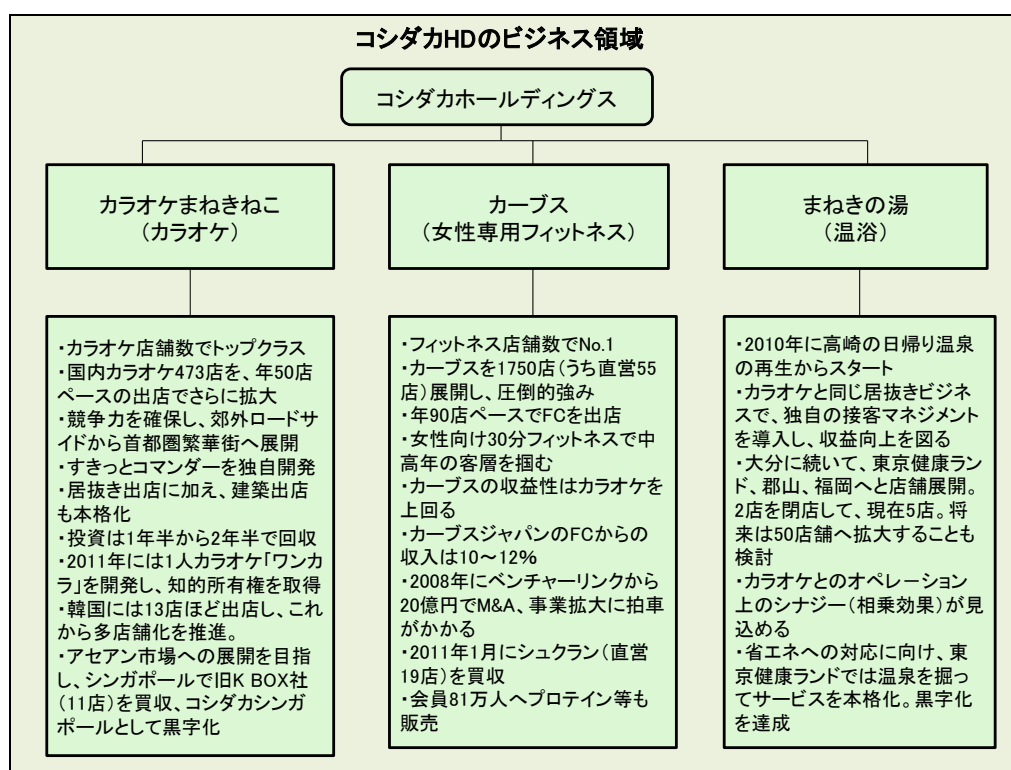
企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という 4 段階で示す。

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 「既存業種新業態」の総合余暇サービス提供企業

「既存業種新業態」を柱に、ビジネスモデルのイノベーションを実践

腰高社長は、衣食住の次は余暇と考えた。当初はカラオケから入ったが、これは1つのアイテムであり、フィットネスも1つのアイテムである。いずれも大衆的(ポピュラー)で手軽である。この庶民的なものを新しい形で提供したい、というのが当社の基本戦略である。当社の事業ドメイン(領域)は余暇。余暇市場はマクロの統計で見るとあまり伸びていない。しかし、その中で、安・近・短志向は強まっている。安くて近くて短くという手軽で身近なレジャーの集合体を攻めるべきターゲットとしている。



ここにイノベーション(革新的な仕組み)を持ち込もうとしている。これを社長は「既存業種新業態」と呼んでいる。取り組む事業分野に目新しさはないが、そこでやろうとしていることは、全く新しい仕組みでサービスを提供しようというものである。まねきねこやカーブスはまさにその典型で、温浴もこうしたものにしようとしている。

既存業種新業態といっても、新しいことはすぐ真似されてしまうのではないか、という見方もできる。腰高社長は、どんなビジネスでもそのまま続けていけば時代に合わなくなってくる、と考えている。そこに新しい仕組み(イノベーション)を持ち込んでビジネス化する。真似ができないようなもので先行し、後で真似されても、徹底的に考えて先行すれば、結果

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。

的に真似できないものになる。カラオケまねきねこも、既存のカラオケ店を活用するという仕組みであるが、誰も同じような水準まで真似できず、当社が圧倒的な低コストを実現している。

創業期の思い～創業 50 周年

先代の腰高善治氏が 1967 年（昭和 42 年）に前橋市において、新盛軒を法人化した。それまでは個人の中華料理店であったが、上州ラーメンの屋号でチェーン化を図った。以来、2017 年 3 月で創業 50 周年になる。腰高社長（56 歳）は何らかの周年記念イベントを検討している。現在、カラオケは 26 年目、カーブスは 10 年目を迎えている。

コシダカホールディングス（HD）のグループ就業者数（8 時間換算）は、現在 3000 人に達する。創業は 1967 年（昭和 42 年）で、当初は腰高社長の父がラーメン店（上州ラーメン）を営んでいた。その後、カラオケで実力を付け、2007 年（平成 19 年）にジャスダックに上場した。08 年にカーブスジャパンを買収して、事業を一段と拡大してきた。

腰高社長は東北大学を卒業後、父のラーメン店を手伝い、5 年間厨房に入っていた。30 歳の時に会社を立て直そうと考え、新規事業への参入を考えた。その時、2 つのことを考えた。1 つは今の本業からかけ離れていない新規事業は何か。もう 1 つは生まれたばかりの新しい業界のほうがよい、という点であった。そこで、カラオケボックスに行きついた。1 号店を出したがなかなか客が来ないので、資金繰りには引き続き苦労した。

そこで商売の本質を学んだ。お客に喜んでもらうにはどうしたらよいか。それがなければ商売は長続きしない。そこで、どうやってお金を借りるかではなく、いかにお金をかけないで商売をやるかを考え、それが居抜きビジネスへと繋がっていった。

1～3 号店までは自前で新規の店を作ったが、4 号店からは居抜きの展開に入った。実行してみると資金効率がよい。すぐ回収できるので、これだと思った。うまくいったので、30～40 店になった時に全国展開をしようと決断した。

全国展開にあたっては、事業部制をとった。人を先に送って、物件の選定を担当させた。これによって、全国同時に居抜きを本格化させた。前のカラオケ店は経営がうまくいかなかったのに、当社が入るとどうしてうまくいくのか。つぶれる店にはそれなりの理由がある。そのマイナス点を普通に直すだけで概ねうまくいく、と腰高社長は表現する。

アクティブシニア層へのサービス展開

人々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。

カラオケでも中高年が増えている。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。活動的なアクティブシニア層をどう開拓して、コミュニティ化していくかが焦点で、

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。

今の時代に合った方向である。消費のボリュームは安・近・短にある。シニア層では過去に経験した余暇活動にニーズがある。そのリバイバル需要を取り組むことを考えている。

中期的なテーマは、「アクティブシニア層に合致する業態の作り込み」(腰高社長)である。健康カラオケ教室、カーブスのサプリメントなど、いかに健康を保つか、これをサポートするビジネスモデル作りが注目される。

アベノミクスの地方創生とクールジャパン

アベノミクスは地方創生に力を入れている。地方は高齢化と人口減少で厳しくなる。地方に一定の需要はあるが、それを担う人手が足りない。従来と違って、単なるバラ撒き、補助金ではなく、集約と退出を促進しようとしている。延命ではなく、企業として活性化し、生き残っていく方策を支援しようという姿勢が強い。

この点を踏まえて、腰高社長は、全国に展開するカーブスやカラオケの位置付けを再認識している。カーブスはまさに高齢者の健康を保ち元気にする。カーブスのFCのオーナーは地元の中小企業からも数多く参加している。彼らの収益機会となり、雇用も作り出している。カラオケは社員独立によるFC化で、より地元密着を図ろうとしている。

もうひとつアベノミクスの成長戦略との関連では、クールジャパン(ポップカルチャー)が注目される。カラオケのアジア展開に当って、ジャパニテイストを活かすことができる。その意味で、韓国に次ぐアセアン地域への進出に向け、シンガポールに拠点を設置した。

先義後利が会社経営の基本

常に新しいサービスを作り出し、そこにおもてなしの心を込めていくことが、当社の基本戦略である。会社のビジョンとしては、日本に留まることなく、アジアを始め全世界へ展開していくことを挙げている。

経営の基本方針を定めるに当たって、先義後利という標語は、腰高社長が行動基準に入れたものの1つである。まず人の道として、顧客のニーズに合った価値提供が最優先であって、利は後から追い付いてくるという考え方である。

カラオケとフィットネスで基盤を確立、事業のドメイン(領域)は余暇

手軽さを差別化の核にして、圧倒的な強みを見せている。主力のカラオケは店舗の数でシダックス(コード4837)を抜き、日本でトップクラスとなった。第2の柱である女性専用フィットネスのカーブス(スポーツクラブ)は、拠点数で圧倒的No.1である。

カラオケまねきねこは郊外を中心に展開していたが、ここにきて都心でも見かけるようになった。フィットネスのカーブスは、女性専用30分のサーキットトレーニングシステムを米国カーブス社から導入したもので、このフランチャイズを08年に買収し、当社が全国に展開している。

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。

現在はカラオケ(アミューズメント)とフィットネス(スポーツ)、温浴(アミューズメント)の3つを事業の柱とする。成熟経済に入った日本において、健康で快適に余暇を楽しむことは大きなテーマであり、潜在需要は大きい。また、成長期のアジアにおいても豊かさが増してくれば、余暇に対するニーズは当然高まってくる。余暇産業は通常、アミューズメント、スポーツ・フィットネス、観光・行楽、趣味・教養に分けられるが、当社はすでにある程度出来上がっている市場をターゲット(攻める目標)にしている。

セグメント別業績

(百万円、%)

		2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8
カラオケ	売上高	18543	18725	19854	23794	27643
	営業利益	2692	2206	1580	1203	1170
	同利益率	14.5	11.8	7.9	5.1	4.2
カーブス	売上高	11320	13860	16028	18649	21667
	営業利益	1906	2556	3282	3856	4235
	同利益率	16.8	18.4	20.5	20.7	19.5
温浴	売上高	695	1539	1538	1495	1552
	営業利益	-354	-317	-239	-89	77
	同利益率	-60.0	-20.6	-15.5	-6.0	5.0
不動産管理	売上高	589	389	299	318	306
	営業利益	284	238	130	127	98
	同利益率	48.4	61.1	43.7	40.2	32.2
合計	売上高	33746	34515	37720	44257	5117
	営業利益	4077	4151	4276	4394	4810
	同利益率	12.0	12.0	11.3	9.9	9.4

(注) 利益率は売上高営業利益率

2012.8期は、他にボーリングの売上高2961百万円、営業利益-7百万円があった。

温浴への展開

カラオケにフィットネスが加わったことで、第2の成長期に入った。2010年に温浴とボウリングへ参入した。温浴は健康づくり、ボウリングは生涯スポーツと捉えた。腰高社長は全く新規の成長分野を追いかけるのではなく、カラオケやフィットネスのように当社の得意とするビジネスモデルが構築できるかという点からM&Aを含めて事業化を練っている。

カラオケに次ぐ再生型のビジネスとして、温浴を立ち上げた。まねきの湯1号店「箕郷温泉まねきの湯」(高崎市)を2010年にスタートさせた。高崎駅から車で30分くらいの所にある日帰り温泉を地元の不動産会社から運営受託した。全国に温浴施設は数多くあるので、ここに居抜きの経営ノウハウを持ち込もうという作戦であった。

2011年11月に大分で3店ほどオープンした。大分の3店は、らんぷの湯2店とまねきの湯であった。2012年6月には東京と郡山で、11月に福岡にも開業し、全部で7店となった。しかし、そのうちの2店は採算上、2014年11月に閉店したので、現在は5店である。

一方、ボウリングは収益化に時間を要し、既存事業とのシナジーも思ったほど働かないとみて、早々に撤退を決めた。この決断の速さも当社の特徴である。

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。

不動産管理も1つのセグメント

不動産管理では、2014年8月期に厚木のホテルに買い替え資産の特例で17億円ほど投資したが、負の繰延税金資産が4億円ほどあったので、その分税負担が安くすむ。このホテルは年間売上高3億円、営業利益1億円という採算である。ホテル事業については、マネジメントは委託し、当社は賃料を得る不動産賃貸収入という位置付けである。厚木のビジネスホテルの賃料は年間1.2億円であり、これが不動産収入に入っている。

池袋のボウリング場が入っていたビルの売却益は、新しい施設（有形固定資産）を購入することによって、圧縮記帳ができたので、厚木のホテルを購入した。165室のシティホテル、17億円の物件である。ホテルの稼働状況はよいので、利回りは十分確保している。投資額のうち売却益の15億円分を資産圧縮したので、投資リターンは向上した。当社はホテル事業を本業にするつもりはないが、レジャーという領域の中で、高い投資リターンが見込めるので十分意味はあろう。

連結バランスシート

(百万円、%)

	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8
流動資産	6910	7406	9544	9813	11448	12185
現金・預金	4319	4333	5891	5207	6187	6304
固定資産	11544	12637	11103	16112	19214	21331
有形固定資産	8765	9647	6783	10156	12323	14802
のれん	712	409	98	21	2082	1429
ソフトウェア	139	220	235	1110	1001	899
関係会社株式				1720	28	0
資産合計	18454	20043	20648	25926	30663	33517
流動負債	7120	7241	7255	8378	10030	10685
1年以内長期借入金	1377	1264	1037	1826	2231	2964
固定負債	4870	4518	2316	4352	6581	8559
長期借入金	1858	1947	1501	3403	5122	6855
社債	2040	1800	0	0	0	0
純資産	6464	8283	11075	13195	14052	14272
有利子負債	5516	5252	2636	5230	7353	9820
有利子負債比率	29.9	26.2	12.8	20.2	24.0	29.3

(注)「すきっと」の開発費を2014.8期からソフトウェアに計上。関係会社株式はK BOX。

ホールディング体制のもと本部機能を東京へ集結

2014年7月、コシダカホールディングスの本部機能を浜松町の貿易センタービルに集結した。管理機能の一体化が図られた。グループの経営会議もここを中心に行われる。当社は、2010年9月よりホールディング(HD)体制をとった。これに合わせて、本部機能の一部を東京事務所として東京駅近くに置いていたが、カラオケのまねきねこは前橋、フィットネスのカーブスは田町、温浴は日本橋と分かれていた。これらを統括しマネジメントを担うホールディングス(持株会社)の本部機能を集結した。2015年10月から、グループの総務、経理機能を担うコシダカビジネスサポートが独立の会社として活動を開始した。

現在は3つの事業を展開し、11の子会社を有するが、その周辺にいろいろな事業の芽が

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。

出つつある。会社の発展に伴って、人材の強化が一段と必要になっている。これに対しては、幹部人材を逐次採用して強化している。現在のマネジメント層はほとんど外部からの採用である。今後とも事業拡大に伴う人材に関して、社内で間に合わない時には適宜外部から入れている。

監査等委員会設置会社に移行し、ガバナンス体制も強化

2015年11月の株主総会で、監査等委員会設置会社に移行した。現在、監査等委員である取締役は3名であるが、常勤も含めていずれも社外である。会計士、大学教授、証券会社出身が社外取締役となり、監査等委員会のメンバーとなっている。

2016年11月に、コーポレートガバナンスの充実を図るために、指名・報酬委員会を設置した。社長と独立社外取締役2名を委員とし、委員長は独立社外取締役とした。

また、コーポレートガバナンス報告書においては、1) 議決権行使の電子化と招集通知の英文化、2) 中期計画の開示、3) CEOの後継者計画、4) 取締役会の実効性評価をエクスペインしており、これらが今後の課題である。

2. 強み 女性専用フィットネスが圧倒的キャッシュカウに成長

(1) カラオケまねきねこは成熟市場で優位性を発揮

既存のカラオケ店を「居抜き」でまねきねこへ

カラオケは、売上高で業界4位であるが、店舗数では2位である。腰高社長は26年前の30歳の時に、カラオケ1号店を出した。当時はカラオケボックス（今のカラオケ店のタイプ）が始まったばかりであったが、7年間で3店出し、資金的にはそれが精一杯であった。

カラオケスタジオ業界

(百万円、%)

順位	会社名	カラオケ店名	売上高	伸び率
1	第一興商	ビッグエコー	42113	10.2
2	ビーアンドフィ	カラオケ館	29500	1.7
3	シダックス・コミュニティー	シダックス	29272	-21.1
4	コンダカホールディングス	まねきねこ	23794	19.8
5	ヴァリック	コート・ダジュール	18240	4.1
6	シン・コーポレーション	カラオケバンバン	17581	11.2
7	ニュートン	パセラ	11089	4.6
8	ボナー	コロッセ俱樂部	8559	-3.0
9	鉄人化計画	カラオケの鉄人	8176	-2.8
10	ラウンドワン	ラウンドワン	7759	-6.1

(注) 2015年度ベース、伸び率は前年度比

(出所) 日経MJ 2016年11月9日号

97年に成長の原動力となった「居抜き」出店を初めて展開した。居抜きとは既存のカラオ

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。

ケ店が商売を続けられなくなり売りたいという時に、その店を継承する。そのまま店を賃借し、まねきねこの看板を掲げて活用する、というものである。

中小のカラオケ店が次々に行き詰る中で、それを全国的に手に入れ、その後の10年で一気に300店にまで拡大してきたのである。16年11月末で国内の店舗数は473店となったが、大半の店はロードサイドにあり、これまで駅前や繁華街は少なかった。現在首都圏への出店を強化しており、東京都内には47店舗(ワンカラ8店、旧ムーン・シンシア6店を含む)を有する。「リーズナブルで安心・安全な店」というまねきねこのブランドイメージを次第に確立しつつある。

カラオケ店でない商業施設にも「建築出店」

店舗の立地は全国に広がるが、なかでも関東、中部が多い。居抜き出店はこれからも続けるが、一時ほどの勢いはない。そこで、次は既存の商業施設をカラオケ店に転換するという形も本格化させた。これを「建築出店」と称している。建築出店は既存のカラオケ店を活用するよりは内装にお金がかかるが、出店の場所を居抜きより自由に選ぶことができるというメリットがある。レストランなどの既存の店が売りに出されることは多いので、それを活用してまねきねこのブランドが生きる有利な出店をする。1人でカラオケを楽しむワンカラも、この建築出店による本格的な都心進出となった。

カラオケ事業の主要指標

	(店、百万円、%)								
	2008.8	2009.8	2010.8	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8
店舗数(国内)	277	294	309	315	323	338	366	412	457
(海外)				1	2	3	15	19	24
売上高	13483	15666	16495	17389	18543	18725	19854	23794	27643
1店舗当たり売上高	48.7	53.3	53.4	55.2	57.4	54.9	53.7	55.2	57.5
粗利益	2339	3260	3776	3610	4778	4297	4254	4137	5120
売上高粗利益率	17.3	20.8	22.9	20.8	25.8	22.9	21.4	17.4	18.5

(注)海外は韓国13店、シンガポール11店。シンガポールは2015.8期より連結対象へ。

1人カラオケ(ワンカラ)を開発

1人カラオケのニーズは相当ある。かつて新宿の歌舞伎町に通常のカラオケ店を出店したが、昼間の3割は1人客であった。かき入れ時に1人で来られては困るが、1人で楽しみたいというニーズはあるので、ワンカラを作ることにした。小スペースで、さらにヘッドフォンを使うことによって、新感覚でカラオケを楽しむというスタイルである。

1人カラオケの専門店として、2011年11月に神田駅前に1号店をオープンした。楽しみ方は、練習ではなく、1人で気兼ねなく好きな歌を好きなだけ歌う。1人でゆっくり歌うことが楽しいのである。これは偶然だったのではない。腰高社長の発案で、カラオケのいろいろな楽しみ方を研究し、提案すべしという方針の中で、社長自身がやりたいと思ったことである。本社の社長室の隣に実験ルームを作って工夫を重ねてできたものである。

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。

飲食の消費は多くないが、効率よくピットの使用料が稼げるので、従来のカラオケに比べても採算は十分に見込める。当社のカラオケ店(まねきねこ)は都心には少なかったが、これがうまく立ち上がってきたので、都心部での直営出店を本格化させた。

カラオケ関連の上場企業比較(関連4社)

社名	コシダカ	シダックス	第一興商	鉄人化計画
カラオケ店舗名	まねきねこ	シダックス	ビックエコー	カラオケの鉄人
コード	2157	4837	7458	2404
市場	東1	JQ	東1	東2
業界順位	4位	2位	1位	9位
店舗数	457	269	454	61
売上高(15年度)(億円)	512	1597	1413	80
経常利益(億円)	47	-11	211	2
売上高経常利益率(%)	9.8	-0.7	15	2.8
株価(1/27)(円)	2264	453	4520	377
時価総額(億円)	434	185	2596	25
PBR(倍)	2.84	2.70	2.24	1.66
ROE(%)	18.8	-	8.7	6.4
PER(倍)	15.0	-	25.7	26.0
配当利回り(%)	1.5	3.3	2.4	0.8

(注) 売上高、営業利益は全社ベース。業界順位はカラオケ部門の売上高ベース。
コシダカ、鉄人化計画は2016.8期ベース。
PBR、ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。

新規出店は1年半から2年半で投資回収

カラオケ顧客の平均単価は1200~1300円で、飲食の割合は40%強である。もともと前橋(群馬県)からスタートしているので、コストの高い都心ではなく、地方郊外の居抜きをベースに経営ノウハウを蓄積してきた。典型的な形は、既存のカラオケ店を利用する。まずその土地は借りて地代と保証金を払う。建物の改装やカラオケ機械の入れ替えなど、しめて投資額は2000万円程度で済む。このようにして17ルームを持つ中小型のカラオケ店を再スタートし、年商5000万円は稼げる。そうすると店ベースでの営業利益として20%は見込め、営業利益と減価償却を合わせたキャッシュ・フローで、投資は1年半で回収できる、というのが基本モデルである。

もし新規に同じカラオケ店を作ったら、3倍から5倍の投資がかかる。オープンまでの期間も短く、通常の6ヵ月~1年に比べ、2ヶ月程度で済む。前の店を知っている客は、料金は安い、機械(カラオケマシーン)は新しい、内装は一新している、社員の接客レベルが高い、使い勝手がよいなどその差ははっきりわかり、満足度が上がる。

建築出店になると投資コストは上がる。改装に5000~8000万円はかかるので、負担は増えるが、ドミナント効果も考えて立地を選ぶので、集客はこれまでよりやり易く、成功の可能性がより高まる。初年度は投資負担で居抜きよりも多いが、営業利益率は20%が見込め、

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。

投資回収は2年半でできると見込んでいる。

(2) 女性専用フィットネスのカーブスが急成長

手軽な30分フィットネスで健康増進

カーブスではサーキットトレーニングを行う。筋トレマシーンを12台円形において、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。メンバーの80%が50代以上である。

カーブスが日本でビジネスを開始する時から、当社はこのフランチャイズに参加していた。16年11月末時点で全国に1750店、会員数80.6万人、1店当たりの平均会員数は460人である。フィットネスの売上規模では業界7位だが、店舗数では断然トップである。

カーブスについて、当社の売上高はFCのロイヤリティベースである。80.6万人の会員で月額6000円の会費として、店舗ベースの年商は600億円を超えるので、この点でみると業界でも2番手クラスに入る。

大手のフィットネス企業とは顧客ターゲットが異なり、棲み分けている。カラオケと同じように関東、中部が多い。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を新規に囲い込んでいる面が大きい。無駄な贅肉を落として、必要な筋肉をつける。筋肉がつくとエネルギーの消費も効果的になる。その筋力強化をサポートするために、プロテインをサプリメントとして活用している。

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&ライフ	コナミスポーツ&ライフ	71300	-2.7
2	セントラルスポーツ	セントラルスポーツ	49341	1.4
3	ルネサンス	スポーツクラブルネサンス	43480	3.4
4	ティップス	ティップス	36360	5.3
5	スポーツクラブNAS	NAS	19564	12.2
6	RIZAP	RIZAP	19291	80.0
7	コシダカホールディングス	カーブス	18649	16.4
8	東急スポーツオアシス	東急スポーツオアシス	16304	6.3
9	野村不動産ライフ&スポーツ	メガロス	14995	1.7
10	東祥	ホリデイスーツクラブ	14887	10.3

(注)2015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リティベース。

FCベースの売上高に換算すると600億円強で業界2番手クラス。

(出所)日経MJ 2016年11月9日号

カーブスのFC権を買収後、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・ヘヴィン氏が1992年に

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。

創業したもので、世界 85 カ国にフランチャイズチェーン(FC)を展開するフィットネスチェーンである。日本では国内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、当社はそのフランチャイズ店として参加していた。2006 年に当社のカーブス 1 号店を北海道にオープンし、北海道コシダカ(100%子会社)がそれを担ってきた。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、当社が 08 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。

腰高社長は、カーブスについて日本進出前から知っており、当社に合う面白い事業だと思っていた。コンサルタント会社が日本での権利を取得し、FC 店を募集するというのを知って、北海道での参加権(FC のエリアパートナー)をとった。FC として 8 店ほど経営していたので、カーブスのマネジメントについては充分実績を積んでいた。そこで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ることができた。

カーブス事業の主要指標

	(店、百万円、%)						
	2010.8	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8
店舗数	864	1038	1197	1339	1475	1602	1722
総会員数(千人)	322	399	503	586	641	711	772
1店当たり会員数(人/店)	373	384	420	437	431	434	448
売上高	5436	8431	11320	13860	16028	18649	21667
粗利益	2469	3434	4249	4999	5786	6451	7183
売上高粗利益率	45.4	40.7	37.5	36.1	36.1	34.6	33.2

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、増本会長兼 CEO、坂本社長はじめそのまま引き継いで事業を継続している。カーブスジャパンには腰高社長が取締役として入り、管理部門には人材を送り強化したことで、経営の自主性は尊重しながら成果を上げている。全体のマネジメントは、カーブスホールディングスを中間持株会社として作り、そこが担っている。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(北海道コシダカとシュ克蘭が 2014 年 9 月合併)がある。

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いる。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、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。

フィットネス関連の上場企業比較(関連4社)

社名	コシダカ	東祥	セントラルスポーツ	ルネサンス
店舗名	カーブス	ホリデイ	セントラル	ルネサンス
コード	2157	8920	4801	2378
市場	JQ	東1	東1	東1
業界順位	6位	9位	2位	3位
店舗数	1722	66	190	107
売上高(15年度)(億円)	512	192	509	435
経常利益(億円)	47	54	25	29
売上高経常利益率(%)	9.8	28.0	5.0	6.7
株価(1/27)(円)	2264	5340	2928	1495
時価総額(億円)	434	1023	336	320
PBR(倍)	2.84	4.96	1.76	2.63
ROE(%)	18.8	15.4	11.8	21.8
PER(倍)	15.0	30.7	14.9	12.1
配当利回り(%)	1.5	0.4	2.0	1.7

(注) 売上高、営業利益は全社ベース。業界順位はフィットネス部門の売上ベース。
コシダカのフィットネスはFC加盟店ベース。
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、従来の北海道コシダカにシュクランを吸収合併し、社名をハイ・スタンダードとした。シュクランを買収して2年が経ち、直営店としての経営の一体化が特に問題なくできると判断した。現在55店の直営店を有するが、今後は必要に応じて増やしていく予定である。フランチャイズとのバランス、ドミナントの形成、カラオケとのシナジー(相乗)効果などを考えている。ハイ・スタンダードはそのための拠点になる。

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。

3. 中期経営方針 カラオケの技術革新と内外の市場開拓に先行投資

水平の軸と垂直の軸を追求

2014年7月に本社機能を前橋から東京に移した。これによって、情報の集積が質・量共に高まり、人材の採用も容易になった。腰高社長は、カラオケの出店についても、首都圏集中出店について自信を持ち、攻勢をかけている。海外についても現地をいろいろ視察して、将来性を実感したという。カラオケの海外出店は加速して行こう。また、カーブスの海外展開についても可能性を探るべく戦略を練っていくことになろう。

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。

基本的方向は本業集中である。何よりもカラオケの市場拡大と収益性の向上に力を入れている。カラオケの強化に当たって、腰高社長は2つの軸を考えている。1つは、アジア・都心の市場開拓という水平の軸であり、もう1つはハード・ソフトの革新という垂直の軸である。水平の軸では、海外市場の開拓と国内市場における都心の攻めに力を入れる。ハード・ソフトの垂直の軸では、画期的なカラオケ機器と接客サービスの向上に取り組んでいる。

カラオケの構造改革が進展

カラオケの構造改革は進展しつつある。従来のまねきねこは、地方、郊外、ロードサイドにあった。人口減少で、この市場が縮小している。20代～40代の男性の足が遠のいている。

これに対して、1都3県の首都圏には市場があり、開拓余地も十分である。国内473店中、建築出店は101店に増えた。全体の2割を占めるまでになった。4年前に比べると、駅前・繁華街にある店舗は159店、全体の34%（4年前68店、21%）と大きく増えている。

1都3県に現在126店を有するが、これを300店までに増やすことができると腰高社長は読んでいる。建築出店比率40%、駅前比率50%で進める。居抜きの案件は減っている。しかも居抜きの店舗は古いので、大幅なリニューアルが必要となる。これに対して建築出店は、当初の費用はかかるが、立地をよく選ぶことができ、店舗も新しいので長持ちする。

今後4～5年はこの戦略を進め、その後は海外を大きく拡大するという方向である。海外は現在24店舗を、まずは100店に持っていくことが次のステップであろう。

まねきねこのカラオケは、内外とも、安心、安全、フレンドリー、というところがうけている。出店は首都圏であっても、できるだけ競争を避けながら出ていく。一方で、新宿のような繁華街でも十分競争力があるということも分かってきた。2016年9月より首都圏のカラオケは、全店すべて禁煙とした。業界初で、全体としては好評である。

カラオケの大量出店を開始、トップクラスの店舗体制を目指す

まねきねこ40～50店の出店を1つの目標としている。2013年8月期の3倍ペースである。2014年8月期30店、2015年8月期32店に対して、2016年8月期は47店であった。この大量出店は、カラオケの体質転換に目途が立ってきたからである。①「すきっと」の展開や、②社員独立による人材の活性化も寄与している。これによって、店舗のスクラップ&ビルトにも力が入っていきこう。

カラオケの出店は、まねきねこで建築出店と居抜き出店に加えて、M&Aにも改めて力を入れていく。中小チェーンの後継者難もあり、案件は恒常的にありそうだ。

店舗オペレーションの改善にも力を入れている。厨房レイアウトの標準モデル化や、製造業における生産管理のような基本動作を具現化し、生産性を上げようとしている。

カラオケチェーン「ムーン」を買収し、まねきねこブランドに転換

2015年2月に相鉄ステーションリテールの子会社であるムーン社を取得した。カラオケ事業を神奈川県で展開し、21店を有していた。2014年3月期の売上高が1534百万円、経常利益71百万円であった。M&Aによる取得原価は987百万円であった。2015年4月より当社の連結に入った。のれんの償却は年1.5億円である。これによって、カラオケ部門の年商は15～16億円が上乘せとなっている。営業利益については1～2億円は出せるようになるので問題ない。

買収後ムーンのブランドはそのまま使ってきたが、まねきねこへの一体化が効率的と判断して、2016年9月に経営を統合した。ムーンから、まねきねこへのリニューアルは順調に進んだ。リニューアル後の評判も上がっている。

首都圏におけるまねきねこの店舗数

	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8
東京	6	7	17	39
神奈川	6	7	8	24
埼玉	17	22	24	33
千葉	13	13	13	18
合計	42	49	62	114

(注)この他に、ワンカラ9店(東京8店、神奈川1店)

国内では首都圏を攻める～首都圏で300店は可能

まねきねこは、首都圏の駅前に後発で出店して、うまくいくのか。これに対して、適正規模で出店し、まねきねこのよさを分かってもらえると、1年後には収益性は上がってくるというパターンである。つまり、競争力が発揮できると自信を深めている。

首都圏へは300店は出せると腰高社長はみている。首都圏へのまねきねこの出店は11月末で126店となり、ピッチが上がっている。首都圏への出店といっても、中央線沿線、国道16号線の内側といった具合で、山手線の内側にはさほど入っていかない。立地コストをよく見極めて展開する方針である。

カラオケの首都圏攻勢を決断した理由は、新宿歌舞伎町店の好調さにあった。それまで当社は地方発ということもあり、コストの高い首都圏、とりわけ都心への出店は積極的ではなかった。しかし、まねきねこが培ってきた“安心・安全、リーズナブル、フレンドリー”という店舗運営が客にうけている。

競合があっても、まねきねこを利用しようという客が十分いることがわかってきた。都心というと、ビックエコー、カラオケ館、シダックスが中心であるが、後発でもまねきねこが入っていく余地はある。新たに+100店(年商+100億円)が作れば、そのインパクトは大きい。

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。

ワンカラは収益化に目途が立つ～オンライン英会話にもトライ

ワンカラは黒字化した。認知度が上がって、稼働率が高まっていることによる。今後、山手線沿線でうまい立地があれば、出店していくことになる。ワンカラの客単価はまねきねここと変わらないので、稼働率が上がれば収益性は十分見込める。

ワンカラは不振店を閉めて、黒字化にこぎつけた。また、子会社イングリッシュアイランドを使って、2015年9月からワンカラでオンライン英会話のサービスを始めた。このオンライン英会話の会社は2015年6月に買収した。月1万円程度で、オンラインによる英会話の勉強ができる。自宅でPCを使って勉強してもよいが、ワンカラのルームならいくら声を出しても誰に聞かれることもないので、レッスンを受けやすい。

ワンカラは現在10店(東京8店、神奈川1店、仙台1店)ある。ワンカラはニーズがあるとしても、立地によって向き不向きがあり、客数と家賃が採算を左右する。2014年8月期に13店まで増やしたが、2014年11月に四谷三丁目店を、2015年1月に新小岩店、2月に飯田橋店をまねきねこ業態へ変更した。新宿、神田、上野など好調に上手くいっているところもあるので、これからは立地をよく見定めていく。

高校生向け“ZEROカラ”を開始、反応は良好

2015年9月から“ZEROカラ”をスタートさせた。高校生の利用を促進するために、カラオケの室料を無料とする。ワンドリンクの料金のみで、好きなだけ歌える。業界全体でも、高校生のカラオケ利用率が下がっている。若い人々の参加を促して、顧客に結びつけようという作戦である。1日当たりの高校生の利用率は全体の1割程度を占めており、その効果は既存店にプラスとなっている。

高校生のZEROカラは、①安いのでカラオケに来てくれて、多少の飲食はある、②彼らがSNSでまねきねこをアピールしてくれる、③将来の顧客として育ててくれる、という3つのステップで効果を狙っている。

ハラール対応の店舗もオープン

ワンカラから撤退した四谷三丁目も新小岩も飯田橋も、通常の「まねきねこ」のカラオケ店に変更した。四谷三丁目は既にハラール対応のカラオケ店としてスタートさせ、ムスリム系の人で賑わっている。店内の料理や飲み物に対して、ハラール認証を得ており、ラーメンなども人気になっている。ハラール対応は、国内でムスリム系(イスラム教)に対応すると同時に、シンガポールからマレーシアやインドネシアに展開する時にも1つの経験として役立つ。

垂直の軸～自社開発のコマンド

独自開発のカラオケ機器(コマンド)、「すきっと」システムはコンテンツホルダーからの持ち込みが増えており、人気が出ている。弱虫ペダルを「すきっと」に入れたら大人気とな

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。

った。アニメーションの展開など、コンテンツの使い易さをアピールしていくと差別化ができる。

「すきっと」の7つの機能
～オリジナル動画や自作カラオケをアップして楽しめる～

- ・スマホがリモコンになる・・・自分のスマホにすきっとのアプリをインストール
- ・自分の好きな動画を背景に歌える・・・自分の動画を自由に入れられる
- ・お気に入りの曲を200曲登録・・・すきっとネットでマイコンテンツを登録していく
- ・自分の歌を録音してダウンロード・・・自分の歌を記録できる
- ・自分の歌を録画して再生、公開・・・再生したり、投稿して、皆にアピールできる
- ・原曲に近いサウンドで採点・・・採点を楽しめる
- ・自分でカラオケが作れる・・・自分の作品が作れる

オリジナルの「すきっと」(Smart Karaoke Internet Terminal)を開発、全店へ展開

「すきっと」は2015年6月に全カラオケ店に、すきっとの機器だけのルームが設置され、店内での普及が進んだ。「すきっと」は、当社オリジナルのカラオケコマンド(機器)である。2013年秋から当社のカラオケ店に導入を開始した。このコマンド(機器)は小型軽量で、スイッチも電源とログオフの2つのボタンしかついていない。リモコンはスマホアプリなので、自分のスマホに「すきっと」のアプリをインストールすると、リモコンとして使用することができる。

PCかスマホで「すきっとねっと」をひらき、まずはそこの無料会員になる。無料会員は、自分の動画を300M(メガ)までは無料でアップロードできる。3M(メガ)の動画なら100曲は入るとい容量である。それよりも大量に動画を保存しておき、自由に使いたい時は、例えば月500円で2.5G(ギガ)まで、月800円で5G(ギガ)まで使える。

「すきっとねっと」で、マイコンテンツを登録していく。カラオケは2万曲用意されていて、新しいものも逐次入っていく。自分の持ち歌に、自分好みの背景映像をのせていく。自分だけの動画を利用する。

ネットワーク化を狙う画期的な取り組み

「すきっと」は自社開発なので、改良をすぐに実行できる。これは、オリジナルコマンドを持つメリットである。今までカラオケの機械というと、第一興商(ダム)とエクシング(ジョイサウンド)しかなかった。もっと楽しめるオリジナルな機器を作ろうと、2年ほどかけて開発した。開発に当たっては富士通と連携した。

当社にとっては、カラオケの新しい楽しみ方を提供できる。しかも、新しいカラオケ機器

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。

を自ら開発した。現在のコマンドは第一興商とエクシング（ブラザー工業の子会社）の2社が市場を寡占しており、機器の価格もかなり高い。これに対して、新しい楽しみ方を低コストで実現することができる。コマンドについては、外部にアウトソーシングして作ってもらい、当社はファブレスである。ネット型の全く新しいイノベーションである。

既存のカラオケ機器と併存して、第3の機器として使われる。当社の独自のものなので、今のところ本店のみで利用して、外販する計画はない。この機器はアジアでも通用する可能性が高いので、競争力を確保する鍵となろう。

実用新案など特許も取っているため、他社に先行して「すきっと」を自社店舗の差別化に活かしていくかが決め手となる。このハードのコストは既存のカラオケ機械よりも相当安いので、投資負担もいずれ軽くなってこよう。

社員独立制度「Be Ambitious」を活かし、FCを増やしていく

ビーアンビシャスというカラオケの社員独立によるFC化は、2013年8月期3店、2014年8月期11店、2015年8月期16店、2016年8月期19店、そして11月末では23店と着実に増えている。

カラオケについては、社員独立（ビーアンビシャス）制度を推進している。直営店の3分の2は独立店にしたい方針である。独立店にした方が、モチベーションが上がり、業績が格段によくなるからである。社員独立の条件で、最も大事なことは夫婦二人で経営に当たるという点である。妻がパートナーとして果たす役割が大きく、ここがしっかりしていると成果は確実についてくるからである。

社員の独立のFC化を進めても、当社の売上げの仕組みに大きな変更はない。つまり、FC化によって、売上げは立たずにFCのロイヤルティが入るという形に変わるわけではない。独立社員への業務委託の形をとるので、店舗も当社の所有である。ただ、売上げに見合って、独立社員の会社の収入が増えるので、オーナーには売上歩合の取り分が従来の社員としてのボーナスよりはずっと大きくなっていく。その分、当社の取り分が減る可能性はあるが、店全体の売上げが拡大すれば問題はない。

アジア市場への展開～韓国モデルは第2ステップへ

韓国は2016年8月末で13店（前期末9店）と4店増にとどめた。既存店の伸びが鈍ったので、9店の出店予定を止めた。歌とソフトドリンクで楽しむカラオケから、日本のように食べ物・飲み物を提供できるカラオケに、規制に合わせた改装を進めることにした。

韓国のカラオケには、ノレバン（歌部屋）、ノレタウン（飲食併設）、ダンラン酒家（居酒屋カラオケ）などがあるが、いずれも許認可が必要であり、一定ルールを満たすことが求められる。今回は、飲食もできるスペースを確保するノレタウンに進出することにした。

韓国の法規制で、ノレバンの場合、カラオケの店内で飲食はできない。日本でいえば、映

画館のようなものである。カラオケルームの中では、売店で買った飲み物（ノンアルコール）やスナックを持ち込んで、カラオケそのものを楽しむというパターンである。当初は馴染みが薄かったが、2年を経て受け入れられるようになった。利用者は圧倒的に若者である。

日本と同じサービスを持ち込んでいる。当社の基本理念である①安心・安全、②リーズナブル、③フレンドリーという店舗サービスが、清潔、きれい、感じが良い、明るい、笑顔がよい、という評判になってきた。

韓国の1店当たりの売上高は、日本と比べて飲食がない分だけ低い。全体としてまだ赤字なので、次の手を打とうとしている。韓国コシダカは、韓国人の総支配人をリーダーに、店長は正社員の韓国人で、あとはパート・アルバイトを1店当たり10~15人ほど使っている。店舗開発の担当も2人ほどおいている。日本人としては、大川社長及びマネージャークラスが1人常駐してマネジメントに当たっている。

コシダカシンガポールに日本方式のまねきねこを導入

シンガポールは2016年8月末で11店中6店をK BOXからまねきねこへリニューアルした。その効果が売上高、コスト削減に出ている。2017年8月期はまねきねこが8店まで増える予定である。

シンガポールの新規出店（ポンゴル、punggol）は、サフラ（SAFRA、シンガポール軍関係者とその家族のための施設で一般の人々も使える）への展開であった。K BOX時代からサフラには出店しており、現在の11店中、4店がサフラへの出店である。今後も、サフラへの出店が可能となるならば出店していくことになる。インドネシア、フィリピン、ベトナムへの展開は現在調査中であり、2017年8月期中に具体案が固まってくることになる。

シンガポールで、K BOXの1店をまねきねこタイプにリニューアルしたら、来店数が2倍以上に増えた。日本式がそのまま通用することが分かった。買収後のK BOXは12店を有していたが、まず2店を閉めて赤字を止めた。シンガポールは家賃が高く、店舗の経年劣化も進んでいた。そこで、①人材の活性化、②店舗のリニューアル、③営業政策の見直し、によって業績向上を図ろうとした。10店はK BOXブランドであったが、まねきねこのブランドを使って実験を行った。韓国はそれで成功している。アニメ的キャラクターが受けるかどうかもみた。これが当たったのである。

2013年、シンガポールにコシダカインターナショナルを設立した。ここがアジアの統括会社となって、カラオケのアジア展開の司令塔となる。この会社を通して、K BOX ENTERTAINMENT GROUP PTE. LTD. を15億円で買収した。

アジアでのカラオケ展開は、①自社でやる場合、②合弁でやる場合、③FC展開など、いくつかのパターンがあろう。また、直接店舗を運営するのではなく、「すきっと」システムというソフトウェアで展開する可能性もある。

内外のカラオケ店舗数

		(店)				
		2014.8	2015.8	2016.2	2016.8	2017.2(予)
国内	まねきねこ	353	381	402	426	467
	ワンカラ	13	10	10	10	10
	ムーン、シンシア		21	21	21	0
	合計	366	412	433	457	477
海外	まねきねこ(韓国)	4	9	13	13	13
	K BOX(シンガポール)	12	10	10	11	11
	(内まねきねこタイプ)	[0]	[0]	[4]	[6]	[8]
	合計	16	19	23	24	24

ジャパンテイストの差別化がポイント

カラオケのアジア展開では、韓国に次いでシンガポールに拠点を築いた。今後はタイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンなどが対象となろう。ポイントは、「すきっと」を海外にどのようにもっていくかにある。

ファミリーカラオケの市場は東南アジアの各国にもあるので、ジャパンテイストとサービスの差別化に工夫していく必要がある。一方、アジアの楽曲を日本でも歌えるようにするという逆のパターンも検討していく。

日本のサービスには優位性がある。おもてなしの心による、しっかりしたサービスは日本の特色(ジャパンテイスト)としてアジアの人々に受け入れられる。日本に来る観光客が感じる日本の良さをアジアにうまく持っていくことができれば、それが差別化になる。

まねきねこのサービスは、サービスのマニュアルが具体的に設計されており、日本で実践してきたものである。アジアの人々をうまく教育、訓練できれば通用するものとなろう。

カーブスは今の1700店を2000店超に増やす方向へ開拓余地は大きい

カーブスの女性会員は、地域の中でコミュニティを作り易い。それが集客効果を生み、退会防止にもなっている。このコミュニティ効果をどのように高めていくかが1つのテーマである。一方で、カーブスは高齢者が多い。固定客として長く定着してくれることに何ら問題は無いが、40代、30代の女性にとってはやや参加しにくいというイメージもある。もう少し若い女性も取り込むような工夫が必要となっている。

カーブスは2000店、次は100万人を目指していくが、その先はどうか。さらに飛躍するビジネスモデルを検討していくことになろう。

カーブスは意外に頭打ちにならない。50代以上の女性は2500万人いる。カーブスの会員はまだ80万人台、メンバーの口コミで既存店の会員が増えている。今後とも顧客を深張りすれば、1700店が2200店へと逐次拡大していけよう。

カーブスは年100店ペースで出店している。これまでよりもメッシュを細かくして、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

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。

組んでいく。

カーブスの伸びは次第に鈍くなってくるとしても、“金のなる木”として高収益を維持することができよう。さらに、その後の展開もやりようはある。健康を維持したいという女性は相当いる。会員は80万人になったが、まだまだである。会員数からみると、100万人に向け拡大余地はあろう。ロコミや介護予防まで含めれば可能性はさらに広がろう。

カーブスジャパンは、FC店からのロイヤリティ（会費収入の5%など）、広告料、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、売上営業利益率は20%に達している。

カーブス加盟店の出店意欲は高い。既存店が好調で儲かっているのもっと店を出したいのである。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ている。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450件である。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社以上出しているFCもある。

カーブスは10年目を迎えている。将来は2200店舗、会員数100万人へ増やすことができよう。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。

世界のカーブスの中でも日本は優等生

カーブスのテリトリーは日本であるが、世界のカーブスをみると上手くいっていないところも多い。日本のカーブスが独自にビジネスモデルを強化している。

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。カーブスがそうなるかどうかはわからないが、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。

カーブスの米国本部、カーブスインターナショナル(CVI)は、もとのオーナーからファンドに所有権が移っている。各国のマスターフランチャイジーの中でも経営が十分でないところもある。本家の米国ではピーク7000店までいったが、今では1000店程度に減っている。米国があまり上手くいっていないのは、競争環境にある。ダイエットを強調すると、ダイエットを促進するというエクササイズは他にもいろいろある。

日本のカーブスはダイエットよりも、健康増進をアピールしている。40代以降の女性が

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。

病気にならずに、健康を維持できるエクササイズと位置付けている。また、FC である加盟店の指導では、日本はかなり上手くマネジメントしている。

日本のカーブスジャパンは極めて優秀であると評価されている。もしアジアでマスターフランチャイジーが手に入るのであれば、領域を広げていくことができる。その可能性がありうるという点に注目しておきたい。

カーブスはサプリメントも好調

カーブスの売上には、プロテインなどの物販、運動器具の更新に伴う機器の販売なども入っている。プロテインの利用比率は会員の 20%に上がっている。機器は 10 年たつと更新するので、今後毎年一定の売上は立ってくる。

ショッピング販売は会員にモノを売る。2010 年 12 月から力を入れているプロテインが好調である。プロテインは月 5000 円程度である。筋肉がつくと、脂肪の燃焼効率が高まるので、健康によいという理由である。プロテインは有酸素運動と結びついて、筋力を高める。そのエビデンス(根拠)ははっきりしており、使っている人も実感できる。そうなる継続率は高まる。

プロテインの販売に伴う利益率は、セグメントの利益率ほど高くはないが、加盟店にとっても収益商品になるので、ショッピングの拡大はインセンティブに結び付く。

物販としてはプロテインに次ぐものを開発中である。収益源の多様化という点では、プロテインに次ぐショッピング商品を考えていく。また、加盟店への支援を強化して、会員のリテンション(保持)と拡大に力を入れていく。

カーブスの売上高は大幅に増えているが、これは FC のスポット売上(新規 FC に伴うもの)、FC のベース売上、直営店、ショッピングの売上増という内訳である。スポットというのは加盟店 1 店増える毎に入る収入で、ベース売上は会員数の増加に比例するものである。

知られていないカーブスの効果～地方の健康対策に貢献

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。

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の店舗を出した。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する。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 7 万人の町でもカーブスの会員が 500 人となって、

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。

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る。

東北大学と共同研究、健康維持と要介護リスク低減について実証

熟年層が健康を維持することは、社会的な課題の解決にも結び付く。腰高社長は、“筋トレは歯磨き”と同じであると言う。つまり、日常の習慣にして、健康を増進していこうという発想である。そのエビデンスについても、東北大などと研究を進めている。腰高社長は東北大学出身である。その関係もあり、東北大学といくつかの共同研究を行っている。

東北大学加齢医学研究所とカーブスジャパンの共同研究では、「筋力トレーニング」と「有酸素運動」（サーキットトレーニング）を行うことで認知症の予防につながる実証されている。認知症予防対策としてのカーブスの効果について、今後活動が活発化することになる。

「30分健康体操」の科学的効果についてワークアウトの効果を測定してみると、メタボ予防、介護予防、認知機能の確保に寄与がみられる。こうした効果を実証していくことが、カーブスにとってカスタマーリテンション(顧客保持)となる。つまり、長く続けることに訴求できるので、プラスに働こう。

「未病センターカーブス小田原」を設置

神奈川県「未病センターカーブス小田原」が2015年6月にオープンした。この未病センターは、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。その第1号にカーブス小田原が認定された。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、カーブスの社会貢献活動という位置付けである。

カーブスの社会貢献活動～フードドライブの継続

カーブスでは、会員に参加を呼び掛けて、フードドライブの社会貢献活動を毎年行っている。全国1750店舗において、家庭にある常温で保存できる食品の寄付を募り、これを地域の女性、子供、高齢者の施設や団体に寄付している。2017年2月で10回目となるが、昨年の実績は参加者17.1万人、集まった食料品240t、進呈施設数633であった。カーブスならではのユニークな活動として注目できよう。

まねきの湯は黒字化へ

温浴の小学生以下無料は、①親や祖父母と来る、②飲食をする、ということで、集客の効果は上がっている。小学生以下入館料0円、学生割引、イベント・キャンペーン、省エネの効果などがあいまって、経営の目途が立った。

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。

温浴施設業界

(百万円、%)

順位	会社名	温浴店名	売上高	伸び率
1	極楽湯	極楽湯	10983	4.0
2	スパサンフジ	湯楽の里 喜楽里	9768	8.8
3	オークランド観光開発	亀泉寺の湯 スオミの湯など	5830	8.1
4	常磐興産	スパリゾートハワイアンズ	5332	2.2
5	大江戸温泉物語	大江戸温泉物語	4277	-0.1
6	東京ドーム	スパラクーア	3424	-3.3
7	サンリク	健美の湯	1792	-0.9
8	タカチホ	湯ったり苑	1726	0.2
9	リラフル	湯花楽	1632	-7.0
10	コシダカホールディングス	まねきの湯 らんぷの湯	1495	-2.8

(注)2015年度ベース、伸び率は前年度比

(出所)日経MJ 2016年11月9日号

温浴は構造改革が進展し、黒字化してきた。この後どこまで拡大戦略をとるかはこれからである。温浴業界での地位は下位にあり、当初の計画であった再生事業としての拡大は、ビジネスモデルとしてまだ十分でない。

福岡のイオンモールと大分のらんぷの湯の2つを2014年10月に閉めた。イオン志摩湯処はショッピングモール自体の集客がさほどでもなく、来客数も十分でなかった。ここは2012年10月に7店目としてオープンし、0.4億円の投資で年商3~4億円が見込めると踏んだが、予定通りにいかなかった。大分のらんぷの湯高松店は老朽化しており、近くに大分森温泉まねきの湯、らんぷの湯花園店があるので、2つで十分と判断した。

集客と省エネという点で改善効果は出ており、黒字化してきた。東京健康ランドでは温泉を掘り、2015年11月からは温泉のサービスも始まった。

温浴は、顧客へのサービスという点でカラオケと同じであり、シナジーがある。オペレーションのソフト、食事、接客は同じノウハウが通用する。カラオケと同じ居抜き再生の事業モデルである。

2012年4月に温浴事業本部を作った。温浴は年商が1店当たり、2~3億円と、カラオケの0.6億円に比べて大きい。1号店の箕郷は年商3億円規模である。郡山は1億円の投資で年商5~6億円、東京健康ランドは年商10億円も期待できる。

東京健康ランドは、2013年12月にカラオケまねきねこを併設した。2階に30室ほどのカラオケルームを設けた。これで相乗効果を狙っている。また、宿泊施設も設置した。プレミアムシートに横になるタイプで、26人ほどが泊まれる。料金はカプセルホテルに泊まるのと同じ水準(夜3500円)である。

再生居抜きの案件はいろいろある。まずは、温浴は収益性を10%まで高めて、ビジネスモデルのブラッシュアップを図る。その後、次の展開をどうするのかを考えるという方向にある。局面によっては、出店の再開は十分ありえよう。

連結キャッシュ・フロー計算書

(百万円)

	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8(予)	2018.8(予)
営業キャッシュ・フロー	4289	4042	4694	5737	6660	7260
税引き利益	3509	2220	2242	2309	2700	3100
減価償却	1797	1956	2427	3355	3500	3700
のれん償却	311	86	355	457	460	460
負ののれん発生益	0	0	0	0	0	0
投資キャッシュ・フロー	401	-6931	-4276	-6122	-6500	-6500
有形固定資産取得	-1828	-5043	-3159	-5601	-6500	-6500
有形固定資産売却収入	3758	5	73	111	0	0
無形固定資産取得	-697	-221	-135	-198	0	0
子会社・関係会社株式	0	-1720	-721	0	0	0
フリーキャッシュ・フロー	4690	-2889	372	-384	160	760
財務キャッシュ・フロー	-3148	2198	445	532	200	-600
現金・同等物期末残高	5860	5169	6142	6249	6609	6769

通常投資は内部資金で十分賄えるが、M&Aには外部ファイナンスも必要

バランスシートでは、2016年8月期に、総資産が2854百万円ほど増加しているが、その中で有形固定資産が2479百万円増えている。これはカラオケの首都圏出店の強化によるものである。そのファイナンスを借入で賄ったので、長期借入金も2467円ほど増加した。

2016年8月期のキャッシュ・フローでは、出店による有形固定投資の取得5601百万円に対して、のれん込み内部留保(のれん代+税引利益+減価償却)は6122百万円なので、十分対応できる水準にある。

国内カラオケの居抜きは、従来なら20~30百万円の改装費であったものが、今は40~50百万円に上がっている。古い施設が多くなると費用もかかってくる。建築出店は70~80百万円に対応できる。

カラオケの新システム「すきっと」の開発には10億円を要したが、これに伴いバランスシートでは、ソフトウェア勘定が増加した。「すきっと」の機器が設備資産としてバランスシートにのっており、減価償却も始まった。5年で償却するので、年2億円ほどの費用が発生している。また、2014年8月期は、シンガポールのカラオケの買収(15億円)と、不動産の購入による投資(17億円)で固定資産が50億円ほど増えた。それを賄うために長期借入金も27億円ほど増加した。

カラオケへの設備投資が活発化しているが、投資キャッシュ・フローは営業キャッシュ・フローで概ね賄うことができよう。また、自己株式の取得も行っている。財務バランスでは、長期借入金を増やしているが、特に問題はない。

カラオケを中心にした出店は建築出店が主体なので、年間で60~70億円の設備投資となる。この分は内部資金で概ねまわるが、運転資産増もあるので、借入金は年間で10~20億円ほど増加する可能性はある。

国内出店では、まねきねこで年50店を目標とする。まねきねこは居抜きで1店40~50百万円、建築出店で80~100百万円ほどかかる。目標通りの出店をすると、まねきねこは居抜

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。

き 20 店で 8~10 億円、建築 30 店で 24~30 億円となり、総額では 32~40 億円の投資となる。居抜きは 3~6 カ月で黒字化、建築出店は 6 カ月~1 年で黒字化というのが、通常のパターンである。ワンカラの収益性は稼働率にあるので、土日の利用など、コンスタントな稼働が見込める立地が重要である。

カーブスの FC の拡大に資金は必要ない。直営店には資金が必要だが 1 店 2000 万円レベルなので、100 店出しても 20 億円である。カラオケ店は建築出店のウエイトが高まってくると投資額は今までより増えるが、リニューアルも含めての営業キャッシュ・フロー(CF)で賄うことができよう。温浴の投資も基本は居抜きなので、追加投資が中心である。

今後の設備投資については、年間 50~70 億円程度になろう。カラオケ中心である。減価償却は増えてくるが、35~40 億円程度となろう。よって、設備投資は、営業キャッシュ・フローで十分対応できよう。

コシダカHDの将来展望

(百万円、%)

	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	5年後
カラオケ					
売上高	18725 [54]	19854 [53]	23794 [54]	27643 [54]	45000 [56]
営業利益	2206	1580	1203	1170	3000
同利益率	11.8	7.9	5.1	4.2	6.7
カーブス					
売上高	13860 [41]	16028 [42]	18649 [42]	21667 [42]	30000 [40]
営業利益	2556	3282	3856	4235	6000
同利益率	18.4	20.5	20.7	19.5	20.0
温浴					
売上高	1539 [4]	1538 [4]	1495 [3]	1552 [3]	3000 [4]
営業利益	-317	-239	-89	77	300
同利益率	-20.6	-15.5	-6.0	5.0	10.0
不動産管理					
売上高	389 [1]	299 [1]	318 [1]	306 [1]	300 [0]
営業利益	238	130	127	98	130
同利益率	61.1	43.7	40.2	32.2	43.3
合計					
売上高	34515 [100]	37200 [100]	44257 [100]	51170 [100]	80300 [100]
営業利益	4151	4276	4394	4810	9000
同利益率	12.0	11.3	9.9	9.4	11.2

(注)5年後の数値は、シミュレーション(試算値)でアナリスト予想。カラオケには海外分も含む。
カッコ内は構成比。

既存事業で経常利益 90 億円は達成可能

長期展望では、海外展開が本格化すればカラオケで 500~600 億円、カーブスの広がりですら 300~400 億円、温浴その他で 100 億円、合計で年商 1000 億円を目指すという方向にある。さらに、新たな既存業種新業態の開発という点では、次のコアビジネスになりそうな芽を常に探っている。

今後の事業の収益性については、セグメント別の売上高営業利益率でみて、カラオケは 10%が見込めるが、まだハードルは高い。カーブスは、FC のマネジメントなので、販管費

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。

が相対的にかからない。スケールメリットが生きてくるので、20%の利益率は見込める。会員に対するプロテインなどの物販は、通販と同様に考えると、会員への訴求なので広告、宣伝費がさほどかからないので、一定の収益性は十分確保できよう。

温浴のポイントはエネルギー費用である。売上高エネルギー比率が2割以上と高いので、これをいかに省エネ化できるかがポイントである。カラオケ健康歌体操教室による差別化など工夫も取り入れていく。全体として、10%の利益率は狙えるビジネスである。

コシダカHDは、まねきねこにカーブスがオンして成長の第2ステージを進んだが、カラオケの首都圏と海外展開、温浴のプラスで、第3ステージにアップできる可能性が高まっている。経常利益50億円台から、次のステージである90億円が視野に入ってきている。

4. コシダカシンガポール K BOXを買収し、「まねきねこ」で黒字化へ

シンガポールはアセアンのハブ

昨年9月にシンガポールを訪問して、店舗見学をした。K BOXの従来タイプの店を、まねきねこスタイルに改装して、イメージを一新し、新しい顧客層を取り込んで業績を改善している。K BOXの従来タイプの店、新しいまねきねこスタイルの店を4店ほど見て回った。現地の座間社長の話を聴きながら、今後の成長余地は大きいと実感した。

2016年からアセアン経済共同化(AEC)がスタートした。10カ国の人口は6.2億人で、GDPは300兆円である。因みに日本は1.3億人、500兆円である。シンガポールのような先進都市国家、人口の多いインドネシア、フィリピン、ベトナム、タイ、国作りがこれから本格化するカンボジア、ラオス、ミャンマーなど多様である。

シンガポールは人口550万人の都市国家で、面積は東京23区と同じくらいである。名目GDPは3000億ドルで、人口1億人のフィリピンをやや上回り、人口3000万人のマレーシアに近い。一人当たりGDPは2014年で5.6万米ドルと断トツで、マレーシアの1.1万ドル、フィリピンの0.3万ドルを大きく上回る。日本は3.6万ドルであるから、それよりはるかに高い。

シンガポールには日系企業が1100社余り進出しており、日本人も3.7万人が働いている。人口の74%が中華系で、次がマレー系13%、インド系9%である。英語、中国語、マレー語、タミール語で、英語はどこでも通じるが、通常は各民族の言語を使っているため、当然中国語がよく聞こえてくる。

シンガポールの不動産市況は昨年来まだ低迷しているが、街を歩いてみると、周辺地域での開発は活発である。シンガポールは既に出来上がった都市国家であるが、都心の高層ビルとともに、周辺へのスプロール化はさらに進もうとしている。

シンガポールはアセアンのハブである。シンガポールに地域統括本社を置く企業も多い。

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。

周辺のインドネシア、マレーシア、タイ、ベトナム、フィリピンを攻めるとなると、それぞれで拠点を作り、人材を発掘し、現地企業と組んでいく必要がある。

まねきねこへの転換

マリーナ・スクエア (Marina Square) のまねきねこ (MANEKINEKO) は、街の中心であるシティホールから近いところにある。マリーナ・スクエアは大きな SM (ショッピングモール) で、有名ブランド店が数多く入っている。日本食の食品館もある。フードコートでランチを食べているビジネスパーソンのランチ代は 10 シンガポールドル (800 円) 程度である。マリーナ・スクエアは 4 月に改装した。40 室のカラオケでやや大きい方である。

店舗見学は、①マリーナ・スクエア、②チャイナタウンにある K BOX、③シンガポールで最も賑やかなオーチャード通りにある基盤であるキャセイシネレジャーオーチャード、④その近くにあって、最初に K BOX タイプからまねきねこタイプに改装したスケープの 4 店であった。

座間社長は、東京の本社から来て 1 年も経ないうちから、K BOX からまねきねこへの転換を積極的に進めてきた。改装は 2015 年の 2 店に対して、2016 年は 5 店を行っている。改装中に店舗を閉めると売上が落ちるので、店を開けながら、改装を進めるという方策もとった。改装は 1~2 カ月で完了する。

まねきねこへの改装では、1) 店内の照明を明るくし、2) 内装もきれいにし、3) 接客態度もあいさつの仕方から一変させた。従業員の教育には力を入れ、それでやめる人もでるが、日本のまねきねこ流を導入している。

カラオケの単価を下げ、ドリンク飲み放題も入れた。これが評判となり、来店客数が大きく増えている。客数が増える一方で、客単価は下がるが、同時に損益分岐点 (BEP) も下げているので、利益は大きく改善されている。

ソフトドリンクと共に、ソフトクリームも食べ放題にして、人気を集めている。料理のメニューは 2016 年 5 月に更新した。業者と組んで統一メニューを作り、この評判はよい。また、店は全店禁煙にした。酒を飲むとたばこを吸いたくなるが、ここに踏み込んだ。

楽曲は、中国のもの、韓国のもの、欧米のものなど揃っており、すきっとを使って日本のものも 5 万曲入っている。すきっとについては、これから本格化させていく。

K BOX ブランドも残す

K BOX からまねきねこに替えたのは、赤字店を黒字店に持っていくためであり、この戦略が見事に当たっている。一方で、チャイナタウンの K BOX (店名 Lucky Chinatown) は、20 室で標準的である。従来から黒字店ではあったので、ここはまねきねこに変えずに運営している。それでも、1) 接客態度を変え、2) 照明を明るくし、3) 内装を清潔にし、4) フリードリンクを入れるなど、同じような改善は図っている。

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。

K BOX は買収前に収益が悪化しており、追加投資を行っていなかった。シンガポールではトップのカラオケチェーンではあったが、古く、清潔感が今一つの夜のカラオケというイメージであった。

こちらでは、お酒といえば、ウイスキーというイメージである。K BOX は、酒（ウイスキー、ブランデー）をたっぷり飲んで、歌を歌う場所という意味において、固定客を掴んでいた。黒字の店はこの傾向が強かった。これが機能しているという面は評価しながらも、K BOX の店舗も明るく、きれいにするという方針を取り入れていった。

旗艦店はアジアの手本へ

オーチャードの基幹店、オーチャードシネレジャー (Orchard Cineleisure) は、2016年8月末にまねきねこにリニューアルしてオープンした。改装には150百万円かけており、日本でいう建築出店と比べても大型の費用をかけた。その他に広告宣伝にも70~80百万円を投じた。

88室を擁する全く新しいカラオケに変貌した。夜の18:00~20:00はビッフェ（食べ放題の軽食）もついて、3時間34ドルである。かなり割安である。シンガポールの夜のカラオケは、日本での2次会というイメージではなく、今日カラオケで楽しむという人々が利用する。収入の構成をみると、カラオケの料金が大半を占め、次が飲み物、その次が料理というウエイトである。

30人から100人が入れるような大きな室が3つほどある。ここには、法人需要を入れていく方向である。そこがシンガポールの会社はもちろん、日系企業の人達にも使ってもらべく、法人営業を強化している。

座間社長によると、人材面の課題は3つほどある。1つは、従業員のスキル訓練である。スキルでは多能工化を進める。ジャスマン氏を品質管理担当にして、挨拶から基本動作まで、マニュアル化し訓練している。ジャスマン氏は大阪で長く働いており、日本のコシダカでも十分訓練を受けている。

2つ目は、「考え方」の浸透である。例えば、「ほう（報告）れん（連絡）そう（相談）」、やPDCAはなぜ大事であるかを教え、身につけさせていく。それを通して、社員のレベルを上げていく。3つ目は、次の人材の育成である。シンガポールで、今後店舗は増えていく。アジア各国への進出も始めようとしている。その時のコア人材をここから育てていく方針である。就業規則を作って、次にジョブスコープをはっきりさせて、人事評価を明確にして、給料に反映させていく。

今後の出店余地は大きい~課題はブランドの強化と人材の育成

K BOX を買収して、これをまねきねこ流に転換して成功している。現在11店あるが、ポンゴル（地下鉄の1つの終点である郊外）のまねきねこは、初の新規出店で4月にオープン

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。

した。郊外のベットタウンにあるが、好調で数カ月で黒字化している。ブギス店はやや郊外のまねきねこで、ここは1月に改装した。大きく発展している駅であり家賃はやや高いが、集客、売上とも大幅に伸びている。

11店中8店が、まねきねことなった。K BOXの3店はいずれも黒字であるが、そのうちの1店、ケーススイツ(K Suites)は特別な存在である。オーチャードパレードホテルの中に入っており、13室と少ないが、シンガポールVIP、有名人が集まる店となっている。客単価も通常の4~5倍はあり、高級酒の売れ行きもよい。

コシダカシンガポール(2016年6月期)は黒字化した。今期の業績はさらに伸びよう。コシダカシンガポールは、全体で150人、うち本社は30人、日本人は3人である。11名の店長の上に、2人のエリアマネージャーがいる。このクラスにも新しい人材を入れて、人材の活性化を図っている。

座間社長は、日本の流通企業で働いた後、外資系でマーケティングを担当し、その後コシダカに入社した。アジア展開の要として熱く経営に当たっている。重点施策の1つは、ブランドの強化である。SNS、ウェブメディアを含めて、ブランド作りに力を入れている。もう1つは、法人営業の強化である。法人営業部を作り、多くの企業に当たり始めた。日本人及び日系企業の法人需要にも力を入れていく。3つ目は、人材の育成で、ここはスキルと考え方の教育に力を入れている。

カラオケチェーンはシンガポールにもう2社あるが、当社よりは規模、店数とも少なく、さほど競合はしていない。シンガポールでの出店は、郊外地域を含めて20店はいけるかもしれない。インドネシア、ベトナム、フィリピン、マレーシア、タイなどアセアン各国への展開において、地歩を固めるという点では、この数年が鍵である。一方で、急ぎ過ぎると、苦勞することにもなりかねない。人材の強化、提携先の選択も含めて、第2ステージの展開が注目されよう。

5. 当面の業績 カーブスが牽引、今2017年8月期から本格復調へ

業績の季節性

当社の業績の季節性は、カラオケに左右される。カラオケは12月に最も稼ぐことができ、次が8月である。逆に10月、11月はやや低調となる。これを四半期でみると、2Q(12月~2月)が最もよく、次が4Q(6月~8月)、その次が3Q(3月~5月)で、1Q(9月~11月)が相対的に低い。

2014年4月の消費税のアップに対しては、外税で対応した。カラオケについてはそれまで内税表示であったが、外税表示に変え3%分を上乗せした。温浴も同じである。カーブスについても内税から外税表示にして、3%分は値上げした。ここは自動引き落とし型なので、

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。

さほど影響はなかった。

カラオケの海外事業

(店、百万円)

	2015.8			2016.8		
	店舗数	売上高	営業利益	店舗数	売上高	営業利益
韓国 まねきねこ	9	140	-91	13	259	-117
シンガポール K BOX	10	1867	-181	11	1701	119
海外合計	19	2007	-272	24	1961	2

2016年8月期はカラオケの出店集中によるコスト負担を吸収し増益を確保

2016年8月期の業績は順調で、9年連続の増収増益となった。カーブスがリード役であるが、温浴が黒字化した。2010年の参入以来6年を要した。カラオケは、この4年減益が続いてきたが、先行投資の効果もでてきたので、歯止めがかかりつつある。

カラオケのムーンは9月に本体に吸収合併した。ブランドもまねきねこの店舗にリニューアルしていく。KBOXは社名をコシダカシンガポールに変更し、店舗もまねきねこ(MANEKINEKO)へ変更しつつある。

2016年8月期は、売上高51170百万円(前年度比+15.6%)、営業利益4810百万円(同+9.5%)、経常利益4699百万円(同+4.6%)、純利益1900(-9.5%)となった。経常利益の伸びがやや低かったのは、為替差損益の影響であった。これは海外子会社への融資の評価損である。また、税引利益が減少したのは、韓国コシダカの赤字などが税率面で影響した。

セグメント別にみると、カラオケは売上高27643百万円(同+16.2%)、利益1170百万円(同-2.7%)、利益率4.8%(同5.1%)と小幅減益となった。新規出店は47店(居抜き15店、建築32店)とほぼ予定通りであった。すべてまねきねこである。ワンカラ(10店)は通期で黒字となった。ムーン・シンシア(21店)は、6月からまねきねこへのリニューアルを進めており、11月中に完了した。

既存店は+0.6%(客数+0.7%、客単価-0.1%)と順調であった。ZEROカラ(高校生グループ無料)、朝うた(7月スタート、シニア向け12時まで30分10円)などの企画が、来店客の増加に結びついた。ZEROカラは客数が伸びており、狙いが当たっている。ZEROカラは2015年9月から高校生を無料にして、来店を促進し、これが効果を上げている。

海外の赤字は減っているが、国内の出店増で減益となっている。海外のカラオケは、売上高1961百万円(同-2.3%)と円ベースでは横這いであったが、営業利益は2百万円(前年度-272百万円)と黒字化を達成した。韓国の赤字-117百万円(前年同期-91百万円)はやや拡大したが、シンガポールは119百万(同-181百万)と一気に黒字化した。

カーブスは、売上高21667百万円(同+16.2%)、利益4235百万円(同+9.8%)、利益率19.5%(同20.7%)と順調であった。前年同期比3028百万円の売上増のうち、ロイヤリティ収入などのベース売上が+962百万、新規加盟金などのスポット収入518百万円、ショッ

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。

ピング売上+1671 百万円と、ショッピングのウエイトが上がったので、売上の伸びほど利益は伸びず、セグメントの利益率もやや下がった。

カーブスの店舗数は1722店(同+7.5%)、会員77.2万人(同+8.6%)であった。1店当たりの会員数は448人(同443人)と着実に増えている。会員の年齢構成は40代8.9%、50代23.6%、60代40.0%、70年23.4%である。

温浴は、売上高1552百万円(同+3.8%)、利益77百万(前年度-89百万円)と黒字化し、利益率も5.0%となった。コスト構造の改革が成果を上げ、黒字が定着してきた。不動産は一部テナントの抜けでやや減収となっているが、新しいテナントも決まったので、来期は通常のペースに戻ってこよう。

セグメント別業績予想

	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8(予)	2018.8(予)
(百万円、%)					
カラオケ					
売上高	19854 [53]	23794 [54]	27643 [54]	30260 [55]	34000 [56]
営業利益	1580	1203	1170	1450	2000
同利益率	7.9	5.1	4.2	4.8	5.9
カーブス					
売上高	16028 [42]	18649 [42]	21667 [42]	22900 [42]	25000 [41]
営業利益	3282	3856	4235	4550	5000
同利益率	20.5	20.7	19.5	19.9	20.0
温浴					
売上高	1538 [4]	1495 [3]	1552 [3]	1640 [3]	1700 [3]
営業利益	-239	-89	77	130	150
同利益率	-15.5	-6.0	5.0	8.0	4.4
不動産管理					
売上高	299 [1]	318 [1]	306 [1]	300 [1]	300 [0]
営業利益	130	127	98	110	120
同利益率	43.7	40.2	32.2	36.7	40.0
合計					
売上高	37720 [100]	44257 [100]	51170 [100]	55100 [100]	61000 [100]
営業利益	4276	4394	4810	5470	6400
同利益率	11.3	9.9	9.4	9.9	10.5

(注) (予) はアナリスト予想。利益率は売上高営業利益率、カッコ内は売上高構成比。

2017年8月期の1Qは計画をやや上回る

2017年8月期の1Qは、売上高12328百万円(前年同期比+10.6%)、営業利益613百万円(同-1.6%)、経常利益650百万円(同+2.0%)、純利益335百万円(同+9.2%)となった。営業利益はマイナスとなったが、社内計画を上回っているので順調とみてよい。今期は、上期の営業利益2493百万円(同-3.3%)、通期で5468百万円(同+13.7%)を会社計画としているが、スタートの1Qはその線を上回っている。

1Qの売上高原価率77.6%(前年同期80.3%)、同販管費率17.4%(同14.1%)は、新規出店の費用を原価から販管費に移している(前2Qより)ので、その影響が増減となって現われている。売上高営業利益率は5.0%(同5.8%)とやや低下した。

カラオケの既存店は、1Qで97.5%とやや弱かったが、新店の効果もあり、利益面では予算

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。

を上回った。国内カラオケは+16店の473店となった。1Qの+16出店中、首都圏が+12店で、ここに集中している。リニューアルにも力を入れており、31店を1Qで実施した。

将来の中核顧客になる高校生にフォーカスした「ZEROカラ」(室料0円)や、シニアを中心にした「朝うた」(昼12時まで室料30分10円)は好調である。業界初の全室禁煙を2016年9月より1都3県の首都圏で開始し、これも健康志向に合致している。

カラオケの全面禁煙は客数には響いてはいない。世の中ではたばこを吸わない人が、7割を超えているので、問題はない。男性の喫煙率平均30%(最も多い年代30代35%)、女性10%(同40代15%)である。

カーブスは+28店(増加率1.6%)の1750店となった。会員は+3.4万人(同+4.3%)で80.6万人へ増えた。

1Qのセグメント別業績

(百万円)

		2016.8期 1Q	2017.8期 1Q
カラオケ	売上高	6076	6410
	利益	-334	-408
カーブス	売上高	4635	5469
	利益	1150	1222
温浴	売上高	353	373
	利益	-17	5
不動産管理	売上高	78	75
	利益	23	27
利益調整		-198	-232
合計	売上高	11143	12328
	利益	623	613

(注)利益は営業利益、利益調整は一般管理費。

2017年8月期はカラオケの回復が貢献しよう

2017年8月期の会社計画は、売上高55112百万円(同+7.7%)、営業利益5468百万(同+13.7%)、経常利益5519百万円(同+17.5%)、純利益2694百万(同+41.8%)である。

カラオケの利益は1452百万(+24.1%)と、久しぶりに増益に転じてくる。新規出店は50店ペースで続くが、前期の出店が利益面でプラスに働いてくることによる。海外も収益性はさらに改善してくる。カラオケの既存店は100をベースにみている。

カラオケは50店(建築35店、居抜き15店)と同じペースで1都3県を攻める。都内のまねきねこは建築出店が中心であるが、大型店ではなく、コンパクトな店作りで効果を上げようとしている。ワンカラは黒字化したので、ノウハウを活かして出店を再開する方向である。

海外では、韓国のカラオケは、飲食ができるようにビジネスモデルを見直して、それを実

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。

行していく。まずは既存店をリニューアルして実験してみる。また、シンガポールのまねきを拠点に、インドネシア、フィリピン、ベトナムへの展開を図るべく準備を進める。

カーブスは、同じような出店ペースで、利益は4547百万円（同じ+7.4%）を見込んでいる。増益率は少しずつ鈍ってくるが、拡大余地は十分ある。カーブスは90店の出店を計画している。会員100万人を目指すとする、2200~2300店の出店をすることになる。カニバリは避けながら、出店計画を立てていく。

温浴は、利益131百万円（同+70.1%）、利益率8.0%と、さらなる好転を見込んでいる。温浴はビジネスモデルがようやく固まり、利益率10%も視野に入ってきた。止めていた居抜き出店についても、検討していく方向である。

業績の拡大が、カーブスの一本足から3部門へ拡大し、バランスがとれてくることで、2桁の増益は十分確保できよう。カラオケののれん償却は2016年8月期で453百万円ほどであるが、このうちムーンが150百万円、K BOXが300億円という内容である。あと3年ほどで償却は完了する予定である。

カラオケの業績

(百万円)

	2014.8		2015.8		2016.8		2017.8(予)	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益
カラオケ全体	19854	1580	23794	1203	27643	1170	30300	1450
国内	19775	1632	21787	1775	25727	1468	28000	1550
海外								
韓国	79	-52	140	-91	259	-117	300	-50
シンガポール			1867	-181	1701	119	2000	250
のれんの償却				-300		-300		-300
合計	79	-52	2007	-572	1916	-298	2300	-100

(注) 韓国、シンガポールの利益は現地ベース。のれんの償却は連結ベース。
国内の利益は全体から海外を引いた推定値。

順調な展開が見込めよう

今後の展開について、腰高社長は、1) カラオケの国内は構造転換を一段と進め、海外は積極的に攻める、2) カーブスのビジネスモデルは頑健で、これからも深掘りできる、3) 温浴は黒字化した、まずは収益の安定化を図る、という方針である。

カラオケの国内は、①大都市、②駅前・繁華街、③建築出店、という方向で転換を進める。建築出店は居抜きよりも投資コストはかかるが、競争力が確保できることが分かってきたので、十分対応できる。カラオケは首都圏中心に出店ができており、S&B（スクラップアンドビルド）にも力が入っている。

まねきねこのFC化、ビーアンビシヤスは23店となった。社員が独立してFC化した店は、オーナーの才覚ですこぶる好調である。これも引き続き増やしていく。海外は韓国もシンガポールもいい形になりつつある。シンガポールのまねきねこモデルが成功している、こ

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。

れでアジアへの拡大が出来そうである。

カーブスについては、会員 100 万人を目指して拡大できそうである。FC の加盟店 (450 件) が複数の店を持っており、もっと増やしたいという意向は強い。温浴は営業利益率 10% まで上げていく。東京健康ランドは宿泊施設も整えて、インバウンドへの対応も図っていく。

業績の鍵となるのは、カラオケの収益力の向上である。カラオケを単に歌うところという狭い意味ではなく、新しい遊び方が工夫できる施設時間サービス業の場であるとして、いろいろトライしている。

配当性向は 20% を目途とする

配当については、継続的に増配していく方向にある。2016 年 8 月期は 2 円増配の 32 円 (配当性向 30.6%) とした。株主に関して、当社のビジネスが B to C (対個人顧客サービス) であることに鑑み、株主=お客様という路線で進みたいと会社は考えている。引き続き成長志向を強める方針で、配当については、今後とも業績の拡大につれて増配が期待できよう。

6. 企業評価 首都圏攻勢と海外展開の加速に注目

今後の成長パターン～差別化で先行

課題は、内外のカラオケの収益力の向上にある。国内では、まねきねこのビジネスモデルが一定の差別化効果を持って、都心への出店を果たしている。

2 年前に、地方ロードサイドから首都圏への集中出店に舵を切った。2016 年 8 月期はそれをかなり徹底した。ノウハウも溜まっており、激戦の首都圏に入っても当社が強いということが分かってきた。

カラオケの首都圏展開は「守りの戦略」であると腰高社長は言う。地方は人口が減って、若者も都会へ行くので相対的に不利である。首都圏への出店は当初は苦勞しても収益性は目に見えて良くなっていく。5 年前に初めて出た新宿歌舞伎町店は 1~2 年は厳しかったが、今では高収益である。三軒茶屋の店は半年で収益は高まっている。山手線の内側に入るのはまだ難しいが、そこから私鉄で周辺に向かう路線に出店可能なところが数多くある。

業界大手の出店は今や止まっており、苦しいところも続出している。一方、まねきねこの「安心、安全」「リーズナブル」「フレンドリー」という内容が理解されて、店舗ロイヤリティが高まり、リピーターが増えている。昨年 7 月から始まった早朝カラオケや 9 月からスタートして全ルーム禁煙などもその一環である。店舗開発のキャパシティからみて、年間 40~50 店の出店が順当なところであろう。

アジアのカラオケ市場は有望である、と腰高社長はみている。シンガポールの K BOX で、どうマネージすればよいか分かってきた。中期的にはアセアン各国に出ていく方向であ

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。

る。当社の国内売上高 300 億円規模に対して、アジアではその 2 倍の市場規模が見込めそうである。すぐにではないとしても、若いファミリー層を中心に、新しい市場形成ができそうである。アセアン各国でパートナーと組んで、そのパートナーが直営または FC 展開をすればピッチが上がってきそうである。

アジアで FC 展開ができるフォーマットに仕上げる必要がある。ハードやシステムのレベルアップと共に、店長に依存しないシステム化やブランド力を高めていくことが求められる。海外は全体での黒字化に目途をつけて、次の拡大に入ることになる。内外合わせて、カラオケで 1000 店を目指すということも視野に入れてこよう。

カーブスの成長は鈍化してきたが、収益性は確保しており、順調である。カーブスは次のように展開するのか。カーブスのノウハウに新しいコンセプトを加えて、健康運動という点で、次のビジネスを目指すことも 1 つのテーマであろう。

温浴は利益率 5%が見えたので、次は 10%を目指すことになる。黒字達成の後の、次なる成長に向け、動き出す局面も近づいてこよう。

カラオケ、カーブス、温浴に共通化するビジネスモデルのコアは、1)健康、2)運動、3)リピーター、4)会員化、5)コミュニティ、である。若者から高齢者まで、女性から男性まで、どのように囲い込んでストック型ビジネスに持ち込んでいくかが鍵であろう。

社内の組織能力を高めるという点では、引き続き人材の育成が求められる。国内営業の若手マネジメントは育っているが、本社スタッフ、海外マネジメントなどは、もう一段強化する必要がある。また、「攻めの IT」のための人材活用や外部ベンチャーとのオープンイノベーションを積極化することも必須であろう。

カラオケの売上高営業利益率は、かつて 15%ほどであったが、2016 年 8 月期は 4%台に落ち込んだ。これは一時的で、先行投資が効果を上げてくれば 10%に戻すことも可能であろう。

カーブスも年 100 店ペースの出店で、出店地域が次第に限られてくるという見方が有力であった。しかし、健康づくりのニーズは高いので、都会においては、1 店当たりの会員が多いところでは、近くにもう 1 店出すこともできそうである。地方では、自治体と組んでカーブスを活用してもらおうという展開もスタートしている。

温浴は黒字化の目途が立った。宿泊、カラオケ、健康体操とのコラボなどによって、利益率で 10%は目指せそうである。

いずれも本業強化を図りながら、周辺多角化を検討し、各事業のシナジーを出そうというものである。経営者の経営力、事業の成長性・持続性、業績の下方修正リスクという 3 つの評価軸から見て、当社は「良好である」（ベルレーティング法で「A」ランク）と評価できる（表紙の注を参照）。

1 部上場し、50周年を迎える

2016年11月にジャスダックから東証1部へ市場変更した。これを記念して、中間配に2円の記念配をつけることにした。配当性向20%を目途に、毎期業績に見合っただけ増配を続けることを方針としているので、その路線に沿っている。今期は3月に創業50周年を迎えるので、さらに期末の増配も期待できよう。

2016年8月末の株主構成を見ると、腰高社長の共同保有割合は50%を下回っており、個人35.5%に対して外人投資家20.2%である。外国機関投資家ではフィデリティのウェイト(10%弱)が高い。一部上場によって、知名度が上がり、採用には良い効果が見込めよう。株式市場では出来高が大幅に増え、流動性が上がっている。また、12月にはJPX日経中小型株指数(200銘柄)に選定されて注目度も上がっている。

株主優待は充実している。100株以上で、5000円相当の株主優待券と3000円相当のカタログギフト(2000種から選ぶ)がつく。1000株以上では、カタログギフトが5000円相当となる。株価を2000円とすると、100株で購入価格は20万円。配当が32円なので、配当利回りは1.6%。これに3000円のカタログギフトが付くので、30円の配当に相当する。配当利回りは計3.1%となる。これにカラオケの好きな人は5000円相当の優待券がもらえるので、これが50円の配当に相当。配当利回りでは2.5%に相当する。全体としては、お得感のある優待といえよう。

株価(1月27日時点)をみると、PBR 2.84倍、ROE 18.8%、PER 15.0倍、配当利回り1.5%である。株価がさらに見直されるポイントは、内外のカラオケにある。先行投資がセグメントの利益としてどのくらい上向いてくるかにかかっている。カラオケの業績は、2017年8月期にははっきりと増益基調に転換してこよう。よって、株価ももう一段水準を切り上げてくるものと期待される。