

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～

2019年5月8日

東証1部

ポイント

・国内カラオケの集客戦略が当たっており、収益性が大きく向上している。メンズ・カーブスは1店目が黒字化したので、2店目の出店に取り組む。海外では、マレーシアの新規出店が好調で、タイに続き、インドネシアの準備も進めている。

・新しい展開が始まった。メンズ・カーブスは、女性の会員から、わが家の男性も健康のために参加させたいという声に応じて、試行を開始した。会員の男性は女性よりは少し若い。男性を引きつけることができれば、ビジネスの展開力は大きく高まる。

・2018年3月に、米国のカーブス世界本部を、日本のフランチャイジーであった当社が、総額184億円で逆買いした。①カーブスのブランドを守り、②フィットネスに関する自由度を手に入れ、③これまで支払っていたロイヤリティでのれん・商標権の償却は十分吸収でき、利益面でも上乗せとなるので、価値あるM&Aと評価できる。

・カーブスは、日本の1946店を含めて、世界の4000店をフランチャイジーとする。日本の会員は現在約82万人であるが、150万人を超えて拡大できよう。従来の見方よりパイはかなり大きくなる。フィットネスの新たなビジネスモデルも期待できよう。

・まねきねこブランドの首都圏展開が、収益貢献を拡大する局面に入っている。店舗の人手不足には、自動化などの資本装備率を上げて、生産性を高めている。AI(人工知能)を活用した新しい楽しみ方なども具体化しよう。将来は、内外のカラオケで1000店を目指すという方向に展開しよう。

・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つを事業領域とする。

・新しい楽しみ方や健康志向、海外への展開によって、ビジネスモデルは進化を遂げ、中期的に営業利益160億円が十分達成できよう。業績は好調でピーク利益の更新が続こう。ROEも高く、独自の価値創造を行うユニークな企業として大いに注目したい。

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 「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 カラオケの市場開拓に成果、次はグローバル展開
4. 米国カーブス総本部の買収 ブランドの確保と周辺ビジネスへの広がり
5. 当面の業績 カラオケが好調、ピーク利益の更新が続こう
6. 企業評価 新業態と海外展開の加速に注目

企業レーティング A

株価 (2019年5月7日) 1571円 時価総額 1293億円 (82.3百万株)
PBR 4.36倍 ROE 19.8% PER 22.0倍 配当利回り 0.8%

(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
2011.8	29093	3356	3336	2877	37.5	3.1
2012.8	33746	4077	4096	2279	29.8	4.4
2013.8	34515	4151	4237	3072	40.5	6.3
2014.8	37720	4276	4370	2423	32.0	6.9
2015.8	44257	4394	4492	2098	28.2	7.5
2016.8	51170	4810	4699	1900	26.2	8.0
2017.8	55283	6146	6354	3255	43.6	9.0
2018.8	61771	7858	8207	4426	54.4	10.0
2019.8(予)	67200	10300	10300	5800	71.3	12.0
2020.8(予)	72000	11800	11800	6700	82.4	15.0

(2019.2ベース)

総資産 70256百万円 純資産 29281百万円 自己資本比率 41.7%

BPS 360.1円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。11.8期末に1:400、14.8期末に1:2、2018年5月末で1:4の株式分割を実施。それ以前のEPS、配当は修正ベース。2017.8期は中間配に東証1部上場記念配0.5円、期末に創業50周年記念配0.5円を含む。

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。

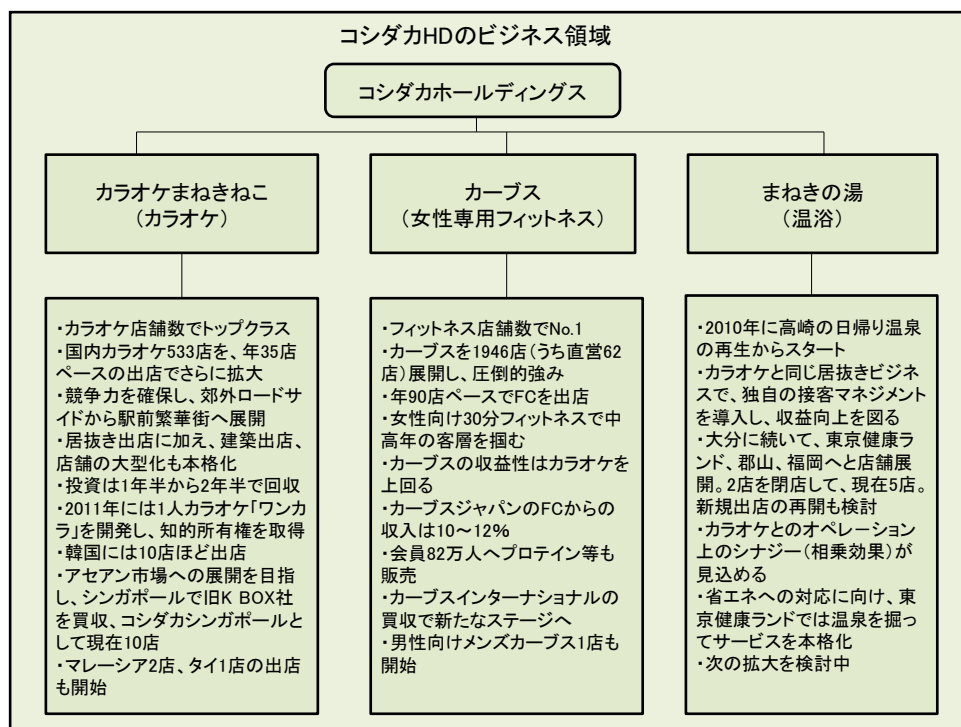
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

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)は余暇にある。国内の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である。

既存業種新業態といっても、新しいことはすぐに真似されてしまうのではないかと、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に先行し、後で真似されても、徹底的に考えて先行すれば、結果的に真似できないものに

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。

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 52 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、カラオケは 26 年目、カーブスは 10 年目であった。

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 4000 人を超える。創業は 1967 年（昭和 42 年）で、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た。そして、2016 年 11 月に東証 1 部に上場した。

腰高社長（59 歳）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。

こ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、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。

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。

中長期的なテーマは、「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。

地方創生とクールジャパン

地方創生は国のテーマである。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見直している。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。

もう一つ国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、ジャパン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掲げている。

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数でトップクラスである。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、ここにきて都心に攻勢をかけ成功している。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、日本のフランチャイジー(マスターフランチャイジー)を08年に買収し、当社が全国に展開している。

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

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でき上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	2017.8	2018.8
カラオケ	売上高	18543	18725	19854	23794	27643	29614	31936
	営業利益	2692	2206	1580	1203	1170	2050	3153
	同利益率	14.5	11.8	7.9	5.1	4.2	6.9	9.9
カーブス	売上高	11320	13860	16028	18649	21667	23720	27933
	営業利益	1906	2556	3282	3856	4235	4672	5345
	同利益率	16.8	18.4	20.5	20.7	19.5	19.7	19.1
温浴	売上高	695	1539	1538	1495	1552	1637	1587
	営業利益	-354	-317	-239	-89	77	122	71
	同利益率	-60.0	-20.6	-15.5	-6.0	5.0	7.5	4.5
不動産管理	売上高	589	389	299	318	306	312	313
	営業利益	284	238	130	127	98	126	133
	同利益率	48.4	61.1	43.7	40.2	32.2	40.5	42.6
合計	売上高	33746	34515	37720	44257	51170	55283	61771
	営業利益	4077	4151	4276	4394	4810	6146	7858
	同利益率	12.0	12.0	11.3	9.9	9.4	11.1	12.7

(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。

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

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。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済んだ。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。

監査等委員会設置会社に移行し、ガバナンス体制も強化

2014年に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ている。

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独立社外である。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。

そして、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。

コーポレートガバナンスにおける取締役会の実効性評価を実施し、概ね適正に機能していると評価しているが、2つの課題をあげている。1つは、中長期的事業テーマに関する議論を行う時間の拡充である。カーブスのグローバル展開、カラオケのアジア展開、今後の中長期ビジョンとその戦略的方向性については、投資家や株主としても的確に知りたいところである。

もう1つは、取締役会とリスク管理委員会の連携強化である。2017年8月期に課題となった内部統制の不備については、すでに手を打たれて対応は済んでいる。特に問題はないが、リスク管理委員会で必要な項目を検討し、取締役会で議論している。

カーブスのガバナンスについては、コシダカHDから役員を派遣し、カーブス・ジャパンの増本代表取締役会長は、コシダカHDの執行役員となっている。

2018年8月期に、会計監査人を従来の新日本監査法人から一時会計監査人としてひびき監査法人に変更した。ひびき監査法人については、昨年11月の株主総会で、一時会計監査人から通常の会計監査人に選任された。特に課題はなく、安定して任せられる状況にある。ひびきは、グローバルに展開するPKF Internationalのメンバーフォームで、シンガポールの現法(コシダカシンガポール)は、PKFが既に監査を担当していた。

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3位であるが、店舗数ではトップクラスである。腰高社長は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。

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店にまで拡大した。従来大半の店がロードサイドにあり、駅前や繁華街は少なかった。しかし、首都圏への出店を強化して、「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確立しつつある。2019年2月末で国内の店舗数533店のうち、首都圏に158店、東京都内に63店（ワンカラを除く）を有するようになった。

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	46648	9.3
2	B&V	カラオケ館	31000	3.1
3	コシダカホールディングス	まねきねこ	29614	7.1
4	東愛産業	ジャンボカラオケ広場	25357	6.0
5	シン・コーポレーション	カラオケバンバン	20895	4.6
6	ヴァリック	コート・ダジュール	18691	0.1
7	シダックス・コミュニティー	シダックス	18212	-10.3
8	ニュートン	パセラ	11788	7.0
9	ラウンドワン	ラウンドワン	9475	5.8
10	ポナー	コロッセ倶楽部	7639	-6.1
11	鉄人化計画	カラオケの鉄人	7524	-1.4

(注)2017年度ベース、伸び率は前年度比。2018年6月にB&VがシダックスをM&A。

(出所)日経MJ 2018年11月14日号

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、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」と称する。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。

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。

カラオケ事業の主要指標

	(店、百万円、%)									
	2009.8	2010.8	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8
店舗数(国内)	294	309	315	323	338	366	412	457	499	520
(海外)			1	2	3	15	19	24	24	23
売上高	15666	16495	17389	18543	18725	19854	23794	27643	29614	31936
1店舗当たり売上高	53.3	53.4	55.2	57.4	54.9	53.7	55.2	57.5	56.6	58.8
粗利益	3260	3776	3610	4778	4297	4254	4137	5120	6155	6489
売上高粗利益率	20.8	22.9	20.8	25.8	22.9	21.4	17.4	18.5	20.8	20.3

1人カラオケ（ワンカラ）を開発

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。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。

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。

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、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を含めて投資額は40～50百万円程度で済む。このようにして約20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年半から2年で回収できる、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がはっきりわかり、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80～100百万円はかかるので、負担は増え

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、投資回収は2年半から3年でできると見込んでいる。

カラオケ関連の上場企業比較(関連2社)

社名	コシダカ	第一興商
カラオケ店舗名	まねきねこ	ビックエコー
コード	2157	7458
市場	東1	東1
業界順位	3位	1位
店舗数	520	535
売上高(17年度)(億円)	617	1414
経常利益(億円)	82	219
売上高経常利益率(%)	13.3	15.4
株価(5/7)(円)	1571	5400
時価総額(億円)	1293	3091
PBR(倍)	4.36	2.32
ROE(%)	19.8	12.2
PER(倍)	22.0	19.1
配当利回り(%)	0.8	2.1

(注)売上高、営業利益は全社、順位はカラオケ部門の売上高ベース。

(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あってよい。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。

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た。2019年2月末時点で全国に1946店、会員数81.9万人、1店当たりの平均会員数は420人である。フィットネスの売上規模では業界6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のロイヤリティベースである。店舗ベースの年商で見ると、現在は700億円前後で、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層を新規に囲い込んでいる面が大きい。

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。

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	コナミススポーツ&ライフ	コナミススポーツ&ライフ	66004	-3.9
2	セントラルスポーツ	セントラルスポーツ	53576	1.6
3	ルネサンス	スポーツクラブルネサンス	46229	4.0
4	ティップス	ティップス	37881	0.7
5	RIZAP	RIZAP	25482	31.8
6	コシダカホールディングス	カーブス	23720	9.5
7	スポーツクラブNAS	NAS	21512	2.1
8	東祥	ホリデイススポーツクラブ	18193	11.2
9	東急スポーツオアシス	東急スポーツオアシス	16425	2.7
10	野村不動産ライフ&スポーツ	メガロス	16065	3.5

(注)2017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640億円前後で業界2番手クラス。

(出所)日経MJ 2018年11月14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)を展開するフィットネスチェーンとなった。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。

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。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。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。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	2017.8	2018.8
店舗数	864	1038	1197	1339	1475	1602	1722	1823	1912
総会員数(千人)	322	399	503	586	641	711	772	821	827
1店当たり会員数(人/店)	373	384	420	437	431	434	448	450	432
売上高	5436	8431	11320	13860	16028	18649	21667	23720	27933
粗利益	2469	3434	4249	4999	5786	6451	7183	7979	9947
売上高粗利益率	45.4	40.7	37.5	36.1	36.1	34.6	33.2	33.6	35.6

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・ジャパンにはコシダカHDから役員を派遣し、管理部門には

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。

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 (CVH) 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クランが 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、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。

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	東1	東1	東1	東1
業界順位	6位	9位	2位	3位
店舗数	1912	84	215	134
売上高(17年度)(億円)	617	241	535	462
経常利益(億円)	82	66	40	38
売上高経常利益率(%)	13.3	27.4	7.4	8.2
株価(5/7)(円)	1571	2946	3165	2095
時価総額(億円)	1293	1129	363	448
PBR(倍)	4.36	3.63	1.56	2.20
ROE(%)	19.8	13.5	12.9	15.5
PER(倍)	22.0	26.9	12.1	14.2
配当利回り(%)	0.8	0.5	2.5	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62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本部を運営するだけでは、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。

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。

3. 中期経営方針 カラオケの市場開拓に成果、次はグローバル展開へ

活気づくシニアマーケット

腰高社長によると、シニアマーケットは一段と活気づいている。当社は趣味、健康、余暇などをターゲットにしているが、シニアは朝から活発に活動している。NHKの朝ドラが終わると、カラオケの朝うたやカーブスに出かける人が多い。朝うたは9時オープンだが、すぐにいっぱいになる店が続出している。カーブスは10時オープンだが、9時30分から店の前に並んでいる。いずれも客数の伸びに貢献している。

機動力が信条

当社は、今のところ対外的に公表するような中期計画を作る予定はない。それは、日本企業で一般化している形の中期3カ年計画が、当社の経営のフレキシビリティとスピードに合わないからである。これは妥当な判断であろう。大事なことは、1) 中長期的なビジョンを掲げ、2) それに向けた中期的な戦略とKPIを定めておけば十分である。3カ年の毎年ごとの売上高、営業利益の目標を定め、公表する必要は必ずしもない。

水平の軸と垂直の軸を追求

2014年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、将来性を見込んでいる。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。

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、アジア及び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、AIの活用により新しい楽しみ方の提供、自動化機械やロボットの導入など省人化への対応と接客サービスの向上に取り組んでいる。

カラオケはプライベートエンターテインメントルームの提供

カラオケは、歌って楽しむアミューズメント施設の提供であるが、この空間を多面的に使うというニーズはいろいろありうる。

会社側では、「プライベートエンターテインメントルーム」と表現しており、①カラオケに加えて、②カラベン（学ぶ）、③カラレン（練習する）、④カラトーク（話しをする）という場、空間とも位置付けている。さらに、シンガポールでは、広いスペースをイベント会場と

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。

しても提供している。カラオケのステージだけではない活用もされている。ワンカラでは、英語教室も実践している。今後ともスペースユーティリティ、スペースシェアリングの工夫はいろいろなされていこう。

カラオケの構造改革が進展

カラオケの構造改革が進展している。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、開拓余地も十分にある。建築出店は全体の2割強を占める。駅前・繁華街にある店舗も全体の4割弱と大きく増えている。

まねきねこのカラオケは、内外とも、安心・安全、リーズナブル、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。

カラオケの接客力・顧客サービス力の向上では、「まねき塾」の専任講師（4名）によって集合研修が行われている。

カラオケ店舗の減損は、大きな金額ではないが逐次実施されている。2期連続赤字になると閉店の検討がなされ、閉店になれば減損が発生する。そうでない場合も回収可能性を見積もって必要に応じて行われている。2017年8月期は15店で117百万円、2018年8月期で9店165百万円が実施された。

カラオケの新規出店数

	(店、百万円)									
	2010.8	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8	2019.8(予)
全国での新規出店数	17	15	15	22	37	53	47	46	31	35
首都圏での新規出店数	1	2	5	4	16	35	30	25	14	20
カラオケの営業利益	1974	2243	2692	2206	1580	1203	1170	2050	3153	4700

(注)2015.8期は首都圏35店中21店はムーンを買収。(予)はアナリスト予想。

国内では首都圏を攻める～首都圏で300店は可能

1都3県に2月末現在158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。

カラオケは5年前から首都圏に集中して出店してきたが、その効果がようやく顕在化してきた。まねきねこは、首都圏の駅前に後発で出店しても、うまくいく。適正規模で出店し、まねきねこの良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。

首都圏への出店といっても、山手線の内側や主要ターミナルを含め、立地コストをよく見

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。

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。

首都圏におけるまねきねこの店舗数

	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8	2019.2
東京	6	7	17	39	49	59	63
神奈川	6	7	8	24	33	34	35
埼玉	17	22	24	33	34	34	35
千葉	13	13	13	18	21	24	25
合計	42	49	62	114	137	151	158

(注)この他にワンカラ7店

店舗の大型化

店舗サイズの見直しを進めている。カラオケの首都圏については、これまで1店20ルーム未満をベースに建築出店してきた。これを20～30ルームに拡大するなど、最適効率を見極めている。

新規出店では、店舗の大型化に取り組んでおり、2019年8月期の上期で1店当たりのルーム数は33.3ルーム（前年同期25.5ルーム）となった。大型化すると、生産性が上がるので収益性も高まる。

カラオケは首都圏繁華街に出店している一方、退店も多い。地方ロードサイドの小型店は戦略的に減らしている。

ワンカラは収益化～オンライン英会話にもトライ

2017年4月に大阪の心斎橋でワンカラをオープンした。関西で初のワンカラ出店であった。ワンカラは人が多い繁華街で成功する。よって、心斎橋は既存のまねきねこをリニューアル形でワンカラに衣替えした。ワンカラは現在8店ある。ワンカラの客単価はまねきね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。

また、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。

イングリッシュアイランドではスカイプを使って、リアルタイムでセブ島のインストラ

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。

クターからオンラインのレッスンを受ける。この仕組みを外部にも提供している。群馬県前橋の English Village Maebashi（体験型教育施設）に、この仕組みを取り入れられるように業務提携した。

内外のカラオケ店舗数

		(店)					
		2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8	2019.2
国内	まねきねこ	353	381	426	488	511	524
	ワンカラ	13	10	10	11	8	8
	ムーン、シンシア	-	21	21	1	1	1
	合計	366	412	457	499	520	533
海外	韓国	4	9	13	14	12	10
	シンガポール	12	10	11	10	10	10
	マレーシア					1	2
	タイ						1
	合計	16	19	24	24	23	23

(注)ムーン・シンシアはまねきねこに転換。

集客のマーケティングが奏功～ZEROカラ、まふ、家族割

2015年9月に“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した。ワンドリンクの料金のみで、好きなだけ歌える。業界全体でみても、高校生のカラオケ利用率が下がっているなので、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くれる、という3つのステップで効果を狙っている。

今年1月に始めた学生専用（大学生、短大生、専門学校生）用のフリータイムコース、通称まふ（まねきねこフリータイム）は、客数を減らしていた平日夜～深夜の客数呼び戻しに効果を発揮している。日曜日～木曜日まで、夜18時以降フリータイムで入れる。300円でドリンクバー無料である。

4月からは「まねき de 家族割」を始めた。父母、祖父母、と一緒に来店した小中学生はカラオケ利用料が無料となる。

こうしたカラオケのマーケティング戦略は、1) トップからの指示のもと、2) 現場からの発案を、3) まず実験してみて、4) 一気に全国に広げている。

高校生向けのZEROカラ（ワンドリンク代でカラオケ無料）、朝うた（30分10円でワンオーダーすると午前中無料）、まふ（大学生300円で18時以降カラオケ無料）、家族割（小中学生、カラオケ無料）など、顧客ターゲットを絞って、次々と手を打っている。

1) まず顧客層にアピールする（PR効果）、2) お得感で来てもらう（集客効果）、3) 楽しんでもらってまた来てもらう（リピート効果）を狙っている。禁煙も、ユニークな飲食メニ

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。

ユーもその一環である。

飲食の工夫

カラオケにおける収入の割合でみると、飲食は全体の4割を占める。飲食では、築地銀だこに続き、「ゴーゴーカレー」も全店で食べられるようにした。ゴーゴーカレーは、チェーン展開のカレー店として今最も人気がある。これを導入した。

カラオケまねきねこは全室禁煙へ

2016年9月から首都圏のカラオケは、全店すべて禁煙としてきた。業界初の実施で好評であった。そこで、今年9月より全国全店で、全室禁煙とする方針を決定した。2020年に向けた受動喫煙防止対策の強化を先取りしたものである。

新しいサービスを提案～まねきねこアプリ

昨年10月に始めた「まねきねこアプリ」(会員サービスアプリ)は、ポイントシステムやランクアップシステムが好評で、会員登録数は80.7万人となった。

自社開発による新しいサービスとしては、おまねきパーティ、まねきねこアプリやキャストティングシステムなどを投入している。

まねきねこアプリは、会員カード800万人をスマホのアプリに誘導しようという作戦である。これによって、会員サービスのオペレーションが相当効率化できる。サービス向上と効率化を狙っている。

キャストティングシステムは、通信用の機器で、PCやスマホと繋ぐと、無線でモニターに映像、動画が転送でき、そこで大きくみることができる。これをカラオケルームに応用していく。

スマホアプリで「おまねき Party」を開始

スマホアプリで、「おまねき Party」の運用を開始した。マッチングアプリをカラオケのまねきねこにアレンジしたユニークなものである。自分に合った人と交流し合えるソーシャルマッチングサービスを応用したものである。カラオケ好きが集まって、まねきねこの店舗に行って、その場でパーティをするという店舗型マッチングである。

実名制のFacebookを利用して会員登録を行い、アプリをインストールしておく、まねきねこの店で、一緒に楽しめるグループを簡単に探せる。アプリ、合流、メールのやりとりなど、このサービスには一切料金がかからない。首都圏にある店舗のうち、新宿の2店舗でアプリを使えるようにし、反応を見ながら徐々に広げていく考えである。

アプリをインストールして、店にチェックインすると、カラオケの利用額が総額に対して20%オフとなる「チェックインクーポン」が取得できる。さらに、アプリを使って他のユー

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。

ザーとメッセージを交換し合流すると、利用額が総額 50%オフとなる「おまねき Party クーポン」が取得できる。これらをインセンティブにして、会員の増加を図ろうとしている。カラオケ好きに SNS のサービスを提供して、楽しむ機会を増やし、利用頻度を上げてもらおうという業界初の試みである。

社員独立制度「Be Ambitious」を活かし、FCを増やしていく

カラオケの社員独立（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、最も大事なのが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。

カラオケのアジア展開

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。現在はマレーシア、タイで先行し、次はインドネシアも対象となろう。ファミリーカラオケの市場は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。

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る。

韓国は縮小へ

韓国のカラオケはビジネスモデルの再構築に力を入れている。2016 年 8 月末に 13 店まで行ったが、既存店の伸びが鈍ったので出店を止めて、採算重視で縮小している。

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、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。2017 年 7 月に最初のノレタウンがオープンした。

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

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。

画館のようなものである。カラオケルームでは、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み、カラオケそのものを楽しむ。利用者は圧倒的に若者である。当初は馴染みが薄く、2年を経て受け入れられるようになったものの、ビジネスとしては難しい。

店舗は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いる。

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、次の手を打っている。不採算店舗を閉店した結果、2月末では10店となった。

シンガポールはアセアンのハブ

シンガポールは、2018年6月に1店開業し、現在10店である。当初、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、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った。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。

その後新規出店を1店行った。この新規出店（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、6月の1店もサラフで計6店となった。

日本のまねきねこ方式を導入し成功

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。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た。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。料理のメニューも更新した。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、日本のものも入っている。

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

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。

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おうべく、法人営業を強化している。

人材面では、従業員のスキル訓練に力を入れ、多能工化を進めており、挨拶から基本動作まで、マニュアル化し訓練している。

「考え方」の浸透では、「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、身につけさせている。それを通して、社員のレベルを上げていく。

今後、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。

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4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、活性化を図っている。

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。マレーシア、タイ、インドネシア、ベトナム、フィリピン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。

マレーシアへ進出

2018年6月末にマレーシアでカラオケ店を1店譲り受けた。クアランパウル郊外の街にあるKMAX KARAOKE（32ルーム）を、直近設立したコシダカマレーシアが買収し、7月より営業を開始した。まず1店で営業を行い、状況を把握した。続いて、2店目は、11月にまねきねこブランドでオープンした。立ち上がりは順調で、収益性もよい。

海外展開の方向~タイの次はインドネシアへ

タイ1号店は、バンコク中心部のトンロー地区、スクンビット通り沿いに建設された複合

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。

商業施設「ドンキ・モール・トンロー」の4階に出店した。ドン・キホーテを核に、ジャパ
ンクオリティの商品やサービスを提供する総合アミューズメントモールである。

海外出店では、11月にマレーシア2号店、2019年2月にタイのバンコクで初出店、イン
ドネシアには駐在事務所を置いて現在調査中である。

シンガポールは主力店のリニューアルが終わったので、今期の業績は好転しよう。マレー
シアは、1店目はもともと黒字の店を買収しており、2店目は新規出店ながら、順調である。

カラオケのアジア展開は、各国の規制もあるので、まず1号店を出して見て試行する、そ
の上で、どこと組むかなど具体的に検討し、上手くいくビジネスモデルが見えた国から拡大
に入るという方針である。

カーブスは2000店超に増やす方向～開拓余地は大きい

カーブスは2200店、100万人を目指していくが、その先はどうか。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82万人、メン
バーのロ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、1900店が2200店へと逐次拡大していけよう。カーブスは
年90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、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きている。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。

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5年連続No.1となっ

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。

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%台に抑えている。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、と腰高社長はみている。

カーブスの退会率は2.69%と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。

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も多い中で、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。

カーブスはサプリメントも好調～スーパープロテインを投入

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
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、今後、
継続的に購入する会員は確実に増えていこう。

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。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。プロテイン
は月5000円程度である。プロテインの販売に伴う利益率は、相対的に高くはないが、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。

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

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。

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、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。

神奈川県「未病センターカーブス小田原」は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。

マーケットの深掘り～入会者の半分会員からの紹介

マーケットの深掘りでは、健康意欲が高く、運動意欲が高い人々をさらに拡大するのはもちろんだが、健康意欲が高くて運動意欲が低い人々も多いので、ここを大いに攻めようとしている。入会者の52%が会員からの紹介なので、ここの充実が常にベースとなる。つまり、既存の会員の満足度を上げると紹介による会員が増え、ひいてはアメンバー型の出店に結びついてくる。

メンズ・カーブスを試行～1店目が黒字化

メンズ・カーブスの1号店は4～5ヶ月を経て、会員が340名となり黒字化している。FC展開するには、会員の定着にも少し目途をつける必要がある。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いくことがあるという認識である。

メンズ・カーブス（Men's Curves）の1号店が長野県の茅野市で昨年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・カーブスを設置する。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、今回メンズを試行することにした。

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

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。

う名前を実験したが、会員は400人になっている。コーチは女性で、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、今回茅野市で試験することにした。

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、女性より上手いかな特性があるので、ここをどうつないでいくかが最大のポイントである。

カーブスのFCは、450件の加盟店が主軸となっている。ここと連携すれば、メンズ・カーブスを一気に拡大することができる。ビジネスモデルの磨き上げに取り組んでいる局面である。

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	極楽湯ホールディングス	極楽湯	13962	1.5
2	スパサンフジ	湯楽の里 喜楽里	10046	-0.8
3	オークランド観光開発	竜泉寺の湯 スオミの湯など	7838	4.6
4	常磐興産	スパリゾートハワイアンズ	5230	4.9
5	創裕	ぼかぼか温泉など	4030	3.7
6	東京ドーム	スパ ラクーア	3026	-7.5
7	カケン	喜多の湯	2751	-3.2
8	サンリク	健美の湯	1951	-4.0
9	タカチホ	湯ったり苑	1693	-3.3
10	コシダカホールディングス	まねきの湯 らんぷの湯	1637	5.5

(注)2017年度ベース、伸び率は前年度比

(出所)日経MJ 2018年11月14日号

まねきの湯は出店再開が可能

温浴は、構造改革が進出し黒字化した。ビンゴ大会などのイベントや、東京健康ランドではコミックを充実して集客に力を入れており、効果を出している。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。

東京健康ランドでは温泉を掘り、2015年11月から温泉のサービスが始まった。2013年12月には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た。また、快適にくつろげる「女性用リラックスルーム」と、男女共用の「リラックスルーム」も設置した。

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。

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

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。

10 億円が期待できる。しかし、温浴業界での地位はまだ下位にあり、当初の計画であった再生事業としての拡大はこれからである。

温浴の収益性は改善しており、セグメントの利益率は10%を目指す。事業の3本目の柱としての形が整いつつある。いい案件があれば、出店を再開する方向にある。全国から案件はきているが、内容を厳選しているところである。

働く社員の価値を高める

従業員の数は2018年8月末で、カラオケ事業678名（パート・嘱託2883名）、カーブス事業469名（同45名）、温浴22名（同131名）などで、合計1185名（同3059名）である。

カラオケのパート・アルバイトについては、採用面で厳しいが、今のところ是对応できている。カーブスのパート・アルバイトについては、カーブス・ジャパンが一括して募集をサポートすることもやっている。FCだけでは十分対応できない面もあるので、地域毎に面倒をみている。

労働力不足にどう対応するか。政府は単純労働の受け入れも可能にするようだが、人材確保は今や企業経営にとって決定的に重要となっている。

腰高社長は、人材の確保は顧客の獲得と同じくらい重要な競争戦略になっているとみている。人材活用で競争優位にたてるか。どうしたらよい人材が採れるか。それには事業を磨いて、企業に魅力をつけていくしかないと考え、カラオケとフィットネスでトップ企業になる、と改めて決意している。

人手不足のおり、人材の確保には十分力を入れる必要があり、そのためには、会社としての魅力とともに、働き手の能力に見合った働き易さと報酬を設定していく必要がある。ここに力を入れていく。

既存事業で営業利益 160 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も400~500億円、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15%が期待できる。カーブスは、FCのマネジメントなので、販管費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、いずれ25%の利益率は見込めよう。

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。全体として、10%の利益率は狙えるビジ

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。

ネスであるが、次のM&Aの展開も想定される。

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、メンズ・カーブスの全国展開やカーブスのグローバル展開で、第3ステージに入る可能性が高まっている。営業利益90億円台から、次のステージである160億円台が視野に入ってくる。

コシダカHDの将来展望

	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8	2023.8(5年後)
(百万円、%)					
カラオケ					
売上高	23794 [54]	27643 [54]	29614 [54]	31936 [52]	50000 [53]
営業利益	1203	1170	2050	3153	7000
同利益率	5.1	4.2	6.9	9.9	14.0
カーブス					
売上高	18649 [42]	21667 [42]	23720 [42]	27933 [45]	40000 [43]
営業利益	3856	4235	4672	5345	9700
同利益率	20.7	19.5	19.7	19.1	24.3
温浴					
売上高	1495 [3]	1552 [3]	1637 [3]	1587 [3]	2700 [3]
営業利益	-89	77	122	71	200
同利益率	-6.0	5.0	7.5	4.5	7.4
不動産管理					
売上高	318 [1]	306 [1]	312 [1]	313 [1]	1000 [1]
営業利益	127	98	126	133	400
同利益率	40.2	32.2	40.5	42.6	40.0
合計					
売上高	44257 [100]	51170 [100]	55283 [100]	61771 [100]	93700 [100]
営業利益	4394	4810	6146	7858	16300
同利益率	9.9	9.4	11.1	12.7	17.4

(注)5年後の数値はアナリスト予想。カラオケには海外分も含む。カッコ内は構成比。

4. 米国カーブス総本部の買収 ブランドの確保と周辺ビジネスへの広がり

米国のカーブスインターナショナルを買収

当社の子会社カーブスホールディングス(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ザーであるCVHが逆に買収したのである。

CVIは、マスターライセンス方式を中心に、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は北米、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の全部売却を表明し、当社の子会社であるCVHが取得を決定した。

カーブス事業を運営するCVHは、売上高に連動するロイヤリティを米国のCVIに支払っ

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。

てきたが、① 今後はロイヤリ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。

連結バランスシート

	(百万円、%)								
	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8	2019.2
流動資産	6910	7406	9544	9813	11448	12185	19373	20465	18973
現金・預金	4319	4333	5891	5207	6187	6304	13785	11926	11630
固定資産	11544	12637	11103	16112	19214	21331	23953	47892	51282
有形固定資産	8765	9647	6783	10156	12323	14802	16810	17552	21137
のれん	712	409	98	21	2082	1429	1034	1965	1786
商標権								20559	20108
ソフトウェア	139	220	235	1110	1001	899	601	791	855
関係会社株式				1720	28	28	28	0	0
資産合計	18454	20043	20648	25926	30663	33517	43690	68357	70256
流動負債	7120	7241	7255	8378	10030	10685	12641	14827	16120
1年以内長期借入金	1377	1264	1037	1826	2231	2964	3355	4787	4459
固定負債	4870	4518	2316	4352	6581	8559	8284	26832	24854
長期借入金	1858	1947	1501	3403	5122	6855	6381	19533	17377
社債	2040	1800	0	0	0	0	0	0	0
純資産	6464	8283	11075	13195	14052	14272	22663	26697	29281
有利子負債	5516	5252	2636	5230	7353	9820	9737	24321	24537
有利子負債比率	29.9	26.2	12.8	20.2	24.0	29.3	22.3	35.6	34.9
自己資本比率	34.2	39.9	51.5	48.5	43.7	40.4	49.6	37.5	41.7

大型 M&A の財務的負担は問題なし

米国のカーブス (CVI) を買収した時の支出は 184 億円であったが、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。

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リティ 16 億円が不要となるので、営業利益としてはこれまでよりも 4~5 億円ほど増えることになる。税引き利益段階でも 4 億円程度の上乗せが見込めよう。

2016 年 12 月期の CVI の単体の業績は売上高 12 億円、営業利益 -3 億円であった。CVI の子会社である CVIJ (日本) の業績を単純合算すると、売上高 36 億円、営業利益 13 億円であった。つまり、CVIJ は売上高 24 億円、営業利益 16 億円で、これは当社からのロイヤリ

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。

ティによる効果が大きかった。2017年8月期の日本のカーブスのセグメント売上240億円、セグメント利益47億円に対して、ロイヤリティの支払い16億円であったから、ロイヤリティの支払いがなくなる効果は大きい。

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。

184億円のM&Aは、高い買い物だったのか。そんなことはない。全額を借入金で賄ったので、自社資本比率は50%から一時38%へ低下した。しかし、カーブスの年間の利益でみれば、184億円は6~7年で返済できる。フィットネス事業の広がり、カーブス事業のリスク低減を考慮すると、収益力の向上で返済はさらに早まろう。その点で、今回のM&Aは妥当な水準での買い物と評価できよう。

連結キャッシュ・フロー計算書

(百万円)

	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8	2019.8(予)	2020.8(予)
営業キャッシュ・フロー	4042	4694	5737	9209	8327	11200	12400
税引利益	2220	2242	2309	3784	3582	5800	6800
減価償却	1956	2427	3355	3570	3581	3800	4000
減損	41	102	106	546	435	200	200
のれん償却	86	355	457	437	715	1400	1400
投資キャッシュ・フロー	-6931	-4276	-6122	-6317	-23405	-8900	-7900
有形固定資産取得	-5043	-3159	-5601	-4978	-4356	-7500	-6500
無形固定資産取得	-221	-135	-198	-400	-465	-400	-400
子会社・関係会社株式	-1720	-721	0	0	-18405	-1000	-1000
フリーキャッシュ・フロー	-2889	372	-384	3140	-15078	2300	4500
財務キャッシュ・フロー	2198	445	532	4659	13276	3710	-4380
長期借入金	2990	2131	2474	-83	14482	2500	-3000
自己株式	0	-900	-1118	2018	0	0	0
配当金	-473	-561	-546	-628	-772	-810	-980
被支配株主への配当金				-5	-400	-400	-400
株式の発行(新株)	0	0	0	3153	0	0	0
現金・同等物期末残高	5169	6142	6249	13754	11889	10479	10599

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社にまとめる中で、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。今回は中国（直営2店、FC4店）のみを自社でFC契約を保有するが、それ以外は総てマスターフランチャイジーの仕組みとした。

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、波及してこないようにした。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の効果は年間1~2億円前後が見込める。

これまでは、CVH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

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わけだが、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を開始する。但し、これには時間を要するので、1~2年で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。米国の総本社からは何のサポートもないのに、毎年ロイヤリ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リティの縮減を図ろうとしたら、総本社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、CVHの増本社長は、4つの要因をあげている。1) 米国など海外は、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、1950店を450の加盟店で運営している。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い。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、ロイヤリティが年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る。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ぬ。2) 日本人に合ったマシ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、しかもマシンは先方から購入する必要があった。3) 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。

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。

グローバル展開は間もなく始まろう

カーブス本社の世界戦略はどう考えるか。買収後1年を経て、方向は見えつつあるので、これから具体化してこよう。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、欧米では適合するが、中進国ではまだ早い、ということである。

世界のカーブスがこれまでうまくいっていなかったのは、ファンドがオーナーになった後、十分な経営がなされず、ノウハウの開発ができていなかったことにある。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ことができるか、というのがテーマである。

CVIは、現在4000店まで減少している。北米、韓国、台湾、ロシア、ウクライナなどの地域で会員が多いが、従来に比べると会員の減少は続いている。どこを、どう攻めるか。新しいイメージが必要なので、英国なども視野に入れている。

カーブスは2017年8月時点で、世界で4240店、日本が1860店であったから、日本以外が2380店であった。その時点で、43カ国に15社のマスターフランチャイジーを展開し、米国790店、欧州240店、韓国300店、オセアニア140店、台湾120店であった。

今後の戦略として、日本は2000店に拡大しようが、日本以外が1500~2000店に縮小するのか、2500~3000店に拡大するのにかによって、ロイヤリティの収入が異なってくる。当面のロイヤリティ収入の効果は数億円レベルであるから、これが多少上下してもさほど大きなインパクトはないが、今後の可能性には大いに注目したい。

5. 当面の業績 カラオケが好調、ピーク利益の更新が続こう

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。

カラオケの四半期別業績(季節性)

		(百万円)			
		1Q	2Q	3Q	4Q
2016.8	売上高	6076	7697	6764	7104
	利益	-334	1094	16	390
2017.8	売上高	6410	8275	7274	7654
	利益	-408	1490	458	510
2018.8	売上高	6840	8865	7900	8329
	利益	-168	1739	711	870
2019.8	売上高	7581	10159		
	利益	66	2323		

(注) 利益はカラオケのセグメント利益

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。

2017年8月期はカラオケが急回復した

当社は、2016年11月に1部上場となり、2017年3月に創業50周年を迎えた。そして、5月にエクイティファイナンスを実施して、2017年8月期は大幅な増益を達成した。

2017年8月期は、売上高55283百万円（前年度比+8.0%）、営業利益6146百万円（同+27.8%）、経常利益6354百万円（同+35.2%）、純利益3255百万円（同+71.3%）と好調であった。上場来、毎期、経常利益で増益をキープしてきたが、過去5年は40億円台に留まっていた経常利益が60億円にジャンプアップした。売上高営業利益率も11.1%、と3期ぶりに2桁に戻ってきた。

これは、先行投資を行って勝負をかけてきたカラオケ事業の収益性が、大きく向上する局面を迎えたからである。一見競争が激しく成熟にみえる首都圏のカラオケ市場に、後発として参入しながら、着実にファンを作って収益性を確保している。

カラオケの海外事業

(店、百万円)

	2015.8			2016.8			2017.8			2018.8		
	店舗数	売上高	営業利益	店舗数	売上高	営業利益	店舗数	売上高	営業利益	店舗数	売上高	営業利益
韓国	9	140	-91	13	259	-117	14	238	-115	12	246	-70
シンガポール	10	1867	-181	11	1701	119	10	1562	104	10	1509	12
海外合計	19	2007	-272	24	1961	2	24	1800	-11	23	1755	-58

(注)2018.8期は7月にマレーシアに1店開業。

2018年8月期も好調を持続した

2018年8月期は、売上高61771百万円（前年同期比+11.7%）、営業利益7858百万円（同+27.8%）、経常利益8207百万円（同+29.2%）、純利益4426百万円（同+36.0%）と過去最高の業績を達成した。売上高営業利益率は12.7%（前期11.1%）へ上昇し、ROEも18.7%（同18.5%）と高い水準を確保した。

セグメント別にみると、カラオケ事業は、売上高+7.8%、営業利益+53.8%、セグメントの営業利益率9.9%（前期6.9%）と、収益性が大きく好転した。

営業利益+1103百万円のうち、粗利益の増加+505百万円、販管費の減少+597百万円が寄与した。粗利益率は20.3%（前期20.2%）であったので、販管費（償却、開店費用、備品、R&D費、広告宣伝費など）の減少が大きかった。

2018年8月期は出店が31店（前期44店）に対して、駅前繁華街への出店が18店（同32店）と、出店そのものが少なかった。一方で、1店当たりのルーム数は、2016年8期18.1ルーム、2017年8期20.8ルーム、2018年8期25.5ルームと大きくなっている。ルーム数でみると、2018年8期は790ルーム（前期915ルーム）と出店数ほどの差はなく、店舗の大型化は今後効率アップとして生きてこよう。

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。

海外では、シンガポールの利益が減っているが、これは主力3店のリニューアルやカラオケ機器の償却増などが影響している。今後取り戻してこよう。韓国は、まだ赤字である。マレーシアに1店出店した。ブランドはKMAXである。

カーブス事業は、売上高+17.8%、営業利益+14.4%、セグメント利益率19.1% (同19.7%)と好調であった。売上増はプロテインを主力とするショッピングの増加がほとんどであった。粗利率は35.6% (同33.6%)へ上がっているが、CVIの買収に関わる一時的な費用が545百万円ほどあった。営業利益は+673百万円であったので、この一時的費用は大きかった。しかし、この分は来期にはなくなるので、プラスに働いてこよう。

カーブスの出店は+89店で、店舗数は8月末で1912店となった。店舗数は増加+4.8%に対して、会員数は+0.7%の82.7万人に留まっている。同じオーナーが周辺に出店するアメリカ出店が増えているので、出店による会員増加は従来よりも穏やかになっている。

ショッピングの売上高は新プロテインの効果もあって、2016年8月期89億円、2017年8月期101億円に対して、2018年8期は144億円と急拡大した。

温浴は、売上高-3.0%、営業利益-41.2%、となった。エネルギーコストの上昇で、粗利率が8.0% (同11.3%)へ下がったことによる。

CVI買収のB/S、P/Lへの影響～借入金の返済が順調にスタート

M&Aの実質的な利益貢献は年間3~4億円ほどセグメント利益にプラスとなる。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、ロイヤリティの支払いが年間で14~15億円あったものが、いらなくなるので、CVIの運営費用が入ってくる。これを考慮して、利益面でプラスとなる。

前期のM&Aの一時的費用545百万円には、①買収に当たってのアドバイザー費用、②買収後の統合に関わる費用などが入っており、買収総額184億円に対して3.1%であった。

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。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。8月末の総資産が前期末比+246億円となっているが、このうちのれんが+9億円、商標権が+205億円で、この2つの勘定科目にCVI買収は全て反映されている。買収に当たっては、長期借入金+242億円で対応した。そのファイナンス手数料が1億円ほど営業外費用で発生している。

日本のカーブスが支払っていたロイヤリティが年間16億円なので、この費用がいらなくなる。一方で、のれん・商標権の償却が発生してくる。2019年8月期のカーブスのセグメント利益では、1)M&Aの一時的費用5億円がなくなる、2)日本からのロイヤリティに関わる支払いがなくなる、3)海外のロイヤリティ収入が入ってくる。4)一方でのれん・商標権の償却がフルに入ってくる。

バランスシートをみると、長期借入金が8月末の24321百万円から11月末に23146百万

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。

円へ、1175 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。年間 30 億円ペースで返済が進むことになりそう。

セグメント別業績予想

(百万円、%)

	2016.8	2017.8	2018.8	2019.8(予)	2020.8(予)
カラオケ					
売上高	27643 [54]	29614 [54]	31936 [52]	36000 [54]	39000 [54]
営業利益	1170	2050	3153	4700	5300
同利益率	4.2	6.9	9.9	13.1	13.6
カーブス					
売上高	21667 [42]	23720 [43]	27933 [45]	29000 [43]	31000 [43]
営業利益	4235	4672	5345	6200	7000
同利益率	19.5	19.7	19.1	21.4	22.5
温浴					
売上高	1552 [3]	1637 [3]	1587 [3]	1700 [3]	1700 [2]
営業利益	77	122	71	100	150
同利益率	5.0	7.5	4.5	5.9	8.8
不動産管理					
売上高	306 [1]	312 [1]	313 [1]	500 [1]	1000 [1]
営業利益	98	126	133	200	400
同利益率	32.2	40.5	42.5	40.0	40.0
合計					
売上高	51170 [100]	55283 [100]	61771 [100]	67200 [100]	72700 [100]
営業利益	4810	6146	7858	10300	12000
同利益率	9.4	11.7	12.7	15.3	16.5

(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。

2019年8月期の2Qも好調

2019年8月期の2Q(上半期)は、売上高32582百万円(前年同期比+7.2%)、営業利益4984百万円(同+35.2%)、経常利益4992百万円(同+29.3%)、純利益2931百万円(同+26.3%)と好調であった。

セグメント別には、カラオケが売上高+12.9%(前年同期比)、セグメント利益2389百万円(同+52.0%)と極めて好調であった。

首都圏を中心とした新店、既存店の増室、顧客のリピート促進、業務の自動化などが利益貢献を高めた。カラオケの既存店は+5.5%で、客数+7.0%、客単価-1.4%であった。国内店舗は+13店で533店となった。新規出店14店のうち駅前繁華街が8店と、その比率は半分を超えている。

10月より会員サービスアプリ「まねきねこアプリ」をスタートさせて、客数増加で効果を発揮しつつある。①ポイント、②ランクアップ、③ミニゲーム、④最寄り店検索、⑤店からのお知らせなど、便利な機能を入れている。

海外では、タイ1号店、マレーシア2号店(まねきねこタイプ初出店)が加わった。海外店舗は23店(シンガポール10店、韓国10店、マレーシア2店、タイ1店)となった。シンガポールは、店舗への投資で上期は赤字となっているが、下期には黒字化にして通期でも

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。

改善しよう。韓国は赤字の店舗を閉めている。上期に2店閉めたが、下期も1店閉店する予定である。

2Qのセグメント別業績

(百万円、%)

		2018.8期 2Q	2019.8期 2Q	
カラオケ	売上高	15706	17740	+12.9
	利益	1571	2389	+52.0
カーブス	売上高	13711	13863	+1.1
	利益	2431	2985	+22.8
温浴	売上高	819	822	+0.4
	利益	45	31	-31.5
不動産管理	売上高	157	156	-0.6
	利益	63	28	-54.8
利益調整		-425	-449	-
合計	売上高	30394	32582	+7.2
	利益	3687	4984	+35.2

(注)利益は営業利益、下段は営業利益率、右辺は伸び率

カーブスは、売上高+1.1%、セグメント利益 2985 百万円（同+22.8%）と順調であった。カーブスは、女性専用で+34店の1946店となった。会員数は-0.8万人（-0.9%）の81.9万人となった。カーブスの会員数の減少は季節要因で心配はならない。

カーブスの営業利益が+554百万円増加しているが、これはショッピング売上の原価低減-469百万円がきいている。プロテインの売上高が72億円と順調であった。カーブス総本社買収では、ロイヤリティの減少-416百万円に対して、商標権等の償却+540百万円という内訳であった。

昨年11月に男性用の「メンズ・カーブスオギノ茅野」（長野県）にオープンした。メンズ・カーブスは損益分岐点をクリアし、上手くいっている。2店目を出店予定で、多店舗展開も検討している。メンズ・カーブスでも、1) 病気にかからず、2) 介護もいらず、3) 仲間と一緒に運動と続け、4) 健康で楽しく過ごすことをテーマとしている。

温浴は、売上高+0.4%、セグメント利益 31 百万円（同-31.5%）と低調であった。温浴は燃料費の上昇が響いた。不動産管理は、売上高-0.6%、セグメント利益 28 百万円（同-54.8%）となった。2月に前橋駅前の複合施設「エキータ前橋」を取得、その取得関係費用が39百万円発生したことで利益が減少した。

今後も拡大が続こう

平成から令和への10連休は、カラオケにとって集客上プラスに働く。3Q（3～5月）は上

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。

乗せ効果をもたらそう。通期の見直しは、変えていないが、進捗は順調で、後半はカラオケの出店も増えてくる。シンガポールは、店舗への投資で上期は赤字となっているが、下期には黒字化にして通期でも改善しよう。

2019年8月期の会社計画は、売上高66044百万円（前年度比+6.9%）、営業利益9345百万円（同+18.9%）、経常利益9307百万円（同+13.7%）、純利益5205百万円（同+17.6%）と引き続きピーク利益更新を見込んでいる。

セグメント別には、カラオケは売上高+10.3%、営業利益+21.8%、営業利益率10.9%（前期9.9%）を計画する。

新規出店35店で、駅前繁華街に集中し、大型化、増室、リニューアルも継続する。大宮西口55ルーム、新宿西口55ルームなど、すでにスタートを切っている。今期の出店35店のうち、駅前繁華街は3分の2以上にしたい意向である。

現場の事務負担の軽減では、入店フローの簡略化、自動精算機、事業作業を本社集約に図っていく。飲食による差別化では、ザ・プレミアム・モルツの全店樽生達人化や銀だこの提供などが好評であるが、次のメニューにも広げている。ゴーゴーカレーもその一つである。

カラオケでは、シンガポールののれん代については、2018年8月期でまとめて減損したので、今期からは連結ベースではこの分の利益がオンしてくる。

また、ムーンののれんについても今期ではほぼ償却が終わるので、2021年8月期から国内カラオケの採算が2億円分ほど上がってこよう。

カラオケのセグメント営業利益率については、かつてのピークであった14%レベルまで戻すこともできよう。但し、この間における海外カラオケの先行投資がどの程度になるかにもよるので、その点をよくみていく必要がある。

カーブスは、売上高+3.1%、営業利益+10.9%、営業利益率20.6%（同19.1%）を計画する。カーブスは86店の出店を計画する。通常出店とアメーバ出店の組み合わせで拡大を図る。会社計画のカーブスの利益の伸びが低いように見えるのが、これは次の展開も考慮して慎重にみていることによる。

国内カラオケの展開～首都圏効果

2018年6月にシダックスのカラオケ店180店が、B&V（カラオケ館）に譲渡された。シダックスの店舗はロードサイドが多いので、ここをどう立て直してくるかが注目される。当社は首都圏への出店に力を入れているので、シダックスのカラオケがカラオケ館に統合されて、競合に影響が出てくるだろうか。これまでの展開からみると、大きな変化をもたらすには至らない。

カラオケの首都圏出店は、1年目は負担であるが、3～4年目となると収益貢献が高まってくる。4年前からの首都圏出店で、収益の上がる店が増えており、部門全体の収益力向上に寄与している。

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。

カラオケの出店が少し遅れているのは、首都圏出店の成功モデルは分かってきたので、現在は1店当たりのルーム数を増やそうとしている。店舗の規模を少し大型にしようとしている。そのための立地探索に時間がかかっている。

カラオケのロードサイドマーケットは市場性が低下している。一方で、首都圏の繁華街は賑わっている。ここに出店して、後発ながら成功している。業務の自動化、効率化に力を入れており、営業時間のフレキシブル化、パート・アルバイトの時間帯別活用、自動機械の導入によって、コストを下げている。同時にサービスの向上で単価アップも図っている。銀だこやゴーゴーカレーとのコラボもその1つである。

首都圏のカラオケについては、地代が高いことを前提に、いかに効率よく稼働率を上げ、サービスを提供していくかがポイントである。ここについては、リピート客を着実に増やすことができおり、他社との競合において競り負けない力をつけてきている。

店舗については、一律の運営方式ではなく、店舗ごとに料金、営業時間などを見直しており、1店当たりの収益性向上を図っている。店舗の独立化（ビーアンビシャス）を継続し、将来はカラオケ店の3分の2はこの方式にしたいという方向である。

カラオケの国内の利益率は10%以上に高まってこようが、海外のカラオケが拡大に入ると、ここは投資期なので、当面の収益には入ってこない。途上国への投資は合弁が基本であるが、シンガポールの時は20億円を投資したので、今後も1カ国でこの程度の投資は展開されることになろう。

海外カラオケの展開～マレーシア、タイへ

腰高社長は、カラオケの市場拡大に力を入れている。国内では業界再編の中で、当社の強みを一段と活かそうとしている。海外では、マレーシアでの出店拡大に加えて、2月にはタイで1号店がスタートした。次に、インドネシアも視野に入れている。ベトナム、フィリピンはすぐには動かない。

海外のカラオケは、1)シンガポールは利益が出ている、2)韓国は赤字店を閉店していく、3)新しく進出したマレーシアは、1店目は黒字店を買収し、2店目は建築出店ながら順調である。マレーシアの2店目はまねきねこのタイプの店で、来ている人は中華系で、キッズルームが好評である。

国内カーブスの展開～メンズ・カーブスの立ち上がり

カーブスに関して、24時間フィットネスやヨガタイプなど、新しいアスレチッククラブはいろいろ出ているが、カーブスとの競合という点ではほとんど気にならない。年齢層の高い女性中心で、カーブスにくる会員は仲間とのコミュニティづくりを大切にしているので、いわゆる1人で運動をするというタイプではない。

カーブス事業では、カーブス以外のフィットネスについても検討していく。当面はメン

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。

ズ・カーブスの成否が注目される。

カーブスのFCへの加盟件数は450件であるから、1オーナーが平均3~5店の出店をしている。最近では新規の加盟店は募集しておらず、既存のオーナーのFC要望を重点的に審査して、FCを増やしている。

カーブスのオーナーは、1オーナーが複数店を展開している。同じオーナーなら、目先のカニバリを受け入れて、全体で拡大するということもできる。例えば、1店で会員が600名になったらキャパシティ上会員は増やせない。そこで近くにもう1店出すとすると、オーナーが別なら客の取り合いになる。ところが、同じオーナーなら2店で600人からスタートして、いずれ各店で400人以上にもっていけば、トータルとしてオーナーはより儲かるようになる。今は、このような展開でメッシュを細かくしている。

この出店方式はアメーバ出店ともいえ、地元をよくわかっているオーナーがビジネスチャンス求めて、拡大を図ろうとする。本社では、他のオーナーとのカニバリにならないかどうかをチェックするという体制である。

こうした点を考慮すると、今期の営業利益は会社計画を上回って103億円が見込め、来期は120億円が達成できよう。

11月にスタートした男性専用フィットネスジム「メンズ・カーブスオギノ茅野」の立ち上がりは順調である。会員は340名集まり、その8割が紹介である。女性より年齢層が若く、働いている人が多い。

女性カーブス3店のまわりにメンズ1店を設置した。これが上手くいくようなら、同じような方針で、女性の紹介が効くような形でメンズを展開することになろう。

海外カーブスの行方

カーブスの海外のFCがどんな展開になるか。地域別にみれば、今のところ韓国、台湾は順調であるが、北米、中米は苦しい。リストラが続くことになろう。欧州はロンドンを軸に攻める動きも出てこよう。増本CEOが全体を指揮しているが、間もなく次の動きも出てこよう。

6. 企業評価 新業態と海外展開の加速に注目

成長志向を強めよう~中長期戦略の展望

今後5~10年の中長期戦略をみると事業ポートフォリオの収益力をいかに高めていくかが問われる。5つの視点がポイントとなる。

第1は、カラオケの国内は首都圏マーケット戦略が功を奏して収益力を上げているが、この局面で、海外カラオケマーケットの拡大を目指してしている。アジア市場の開拓は各国に

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。

橋頭保を築いているところである。現在、23店舗が100店舗となり、国内のカラオケの営業利益の1割に相当する5億円が見込めるようになれば、インパクトが出てくる。いずれこの方向がみえてくるようになるだろう。

第2は、女性カーブスが2000店に拡大し高収益部門となっているが、これにメンズ・カーブスが本格的にFC展開できるようになると、2000店に対して400~500店は目標になりそうである。女性カーブスの営業利益60億円に対して、メンズ・カーブスで10億円が見込めるようになるとインパクトが出よう。加えて、男性・女性の双方が揃うことで、新たな全国出店の可能性も広がってくる。将来は国内で3000店が目指せる公算も高い。

第3は、カーブスのグローバル展開である。まだこれからであるが、日本モデルを欧米先進国で広げる挑戦が始まろう。

第4は、温浴の位置付けである。黒字で一定の収益を上げているので、すぐに撤退する必要はない。一方で、成長戦略についてはまだ十分描けていない。人材の活用、事業への挑戦という点で、模索することも必要である。いずれチャンスがくるかもしれない。

第5は、不動産管理事業である。これは既存の施設から派生的に生まれたものであるが、今回は前橋駅の複合施設「エキータ前橋」を自社で買い取って再開発に乗り出す。不動産賃貸収入だけでも十分採算に合うが、もう一歩踏み込む方針である。もともとの地元だけに、地域への貢献はもちろんであるが、次の事業の可能性も検討されよう。

これら全体を見通すと、中長期ビジョンのKPIとしては、売上高1000億円超、営業利益200億円、ROE 20%というのが1つの目途となるだろう。

配当性向は20%を目途とする

2018年6月に1:4の株式分割を行ったが、株主数は2017年8月末の1.66万人が2018年8月末は2.28万人へ、+6200人(+37.6%)ほど増えた。うち個人が30.9%、外人投資家が18.4%である。

配当は、上場来増配を続けており、2018年8月期の10.0円に対して、今期は、2円増配の12.0円を予定している。

株主優待については、3年以上保有する株主に対して、優待レベルをワンランク上げることとした。100株で2000円相当の優待券が3年以上では4000円相当となる。同じように400株以上、4000株以上でも2倍になる。

さらに、株主優待では、1)温浴施設の利用可能枚数を1人当たり1枚(1000円)から、1回で5枚(5000円)へ、2)他の割引券、サービス券との併用をこれまでの禁止から併用可へと変更して、使い勝手をよくした。

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。

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。

価値向上企業としての評価は一段と高まってこよう

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。

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、企業評価は「A」とする（表紙の注を参照）。

株価(5月7日時点)をみると、PBR 4.36倍、ROE 19.8%、PER 22.0倍、配当利回り 0.8%である。業績は好調で、M&Aの成果も見えてきた。新たなサービス提供などビジネスモデル（企業価値創造の仕組み）が引き続き進化するものと期待される。業績の拡大につれて、株価はさらに見直されてこよう。