

8920 東 祥

2012年2月10日

ジャスダック

ポイント

・今2012年3月期は予定通り15%の経常増益が達成できよう。スポーツクラブの出店は昨年度の5店から7店に加速してくる。前期は、新規出店が下期に集中し、初期負担がやや重荷となり、経常利益は同-4.2%となったが、今期は投資負担を吸収して、ピーク利益を更新しよう。実際、この3Q累計は、経常利益で前年同期比+15.8%となり、過去最高の業績を達成した。

・2010年10月に5カ年の中期経営計画を発表し、2012年度は3年目を迎える。計画は順調に推移しており、2012年度も2桁増益が期待できよう。中期的には、現在の43店を2015年3月期までに74店に増やし、経常利益を2倍の44億円に拡大する計画であるが、十分達成できるものと予想する。

・当社は、愛知県の三河安城を本社に、ホリデイスポーツクラブを全国に展開する。大手のスポーツクラブが課題を抱える中で、独自のビジネスモデルを確立し、2011年3月期で売上高経常利益率18.5%、ROE(自己資本利益率)15.4%にみられるような高い収益力を誇っている。

・経営の根幹は、顧客のニーズに合致したサービスを低コストで提供するという仕組みを構築したことにある。建設業から出発した経験を活かし、スポーツクラブという施設サービス業に展開し、他社がまねできない経営効率を実現している。主力のスポーツクラブは、健康ダイエットをテーマに、これまでの目標を一段と精緻なビジネスモデルと重要経営指標(KPI)に仕上げた。会員数2000名で高収益が見込めるスポーツクラブに加え、プールがなくても同じ高収益が達成できる新しいビジネスモデルを今回開発した。

・これによって、都心周辺への参入も可能となる。当社のスポーツクラブは地方中心であるが、現在の高収益モデルを首都圏にも展開する。すでに、船橋、海老名、小平への出店が決まっている。当社はこれまで投資効率を重視し、地方中心に出店し、都心に立地していないこともあり、知名度は低く、株価は割安な状態にある。今後都心への展開が成果を上げてくれば、企業価値が高く評価されていくものと期待できよう。

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。

目次

1. 特色 ホリデイスーツクラブを全国に展開
2. 沿革 施設サービス業へ転身
3. 強み 競合しない独自のビジネスモデルを確立
4. 中期計画 スポーツクラブを倍増する計画
5. 当面の業績 出店拡大局面に入り、ピーク利益を更新へ
6. 将来ビジョン スポーツクラブ 100 店を軸に、経常利益 100 億円を目指す
7. 企業評価 首都圏進出で、当社の実力は次第に認知されよう

企業レーティング A

株価 (12 年 2 月 9 日) 601 円 時価総額 106 億円 (17.6 千株)

PBR 1.30 倍 ROE 15.0% PER 8.7 倍 配当利回り 2.0%

(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
2006.3	6766	1196	912	519	47.6	10.0
2007.3	9176	1729	1423	803	53.6	10.0
2008.3	10808	1894	1604	886	53.6	12.0
2009.3	10901	2239	1955	1088	65.8	10.0
2010.3	10580	2340	2090	1100	62.5	10.0
2011.3	10803	2198	2000	1071	60.9	11.0
2012.3(予)	12000	2560	2300	1220	69.3	12.0

(2011.12 ベース)

総資本 27162 百万円 純資産 8124 百万円 自己資本比率 29.9%

BPS 461.8 円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース

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 ホリデイスポーツクラブを全国に展開

健康生活創造型の施設サービス企業、業界トップの圧倒的収益力を誇る

「健康づくりの東祥」は、健康生活創造企業であることを経営理念としている。現在、スポーツクラブ（ホリデイスポーツクラブ）45店（会員12.0万人）、ビジネスホテル（A・Bホテル）5店（634室）、賃貸マンション（A・C i t y）48棟（1988室）を展開している。

既存のスポーツクラブとは一線を画し、少子高齢化時代に合った新しいスポーツクラブ作りを実践している。顧客ニーズに合致したものでありながら、儲かる仕組みも確立した。しかも、他社がまねしようとしても、そう簡単に真似ができないのである。施設内での動き易さ、プールやスタジオの効果的な配置など、ユーザー目線でコストパフォーマンスを追求し実現している。

フィットネス関連の上場企業比較（関連5社）

社名	東祥	セントラルスポーツ	ルネサンス	メガロス	コシダカ
店舗名	ホリデイ	セントラル	ルネサンス	メガロス	カーブス
コード	8920	4801	2378	2165	2157
市場	JQ	東1	東1	JQ	JQ
業界順位	7位	2位	3位	6位	5位
店舗数	42	155	104	24	864
売上高(10年度)(億円)	108	466	370	139	77
営業利益(億円)	20	17	10	3	9
売上高営業利益率(%)	18.5	3.7	2.8	2.3	12.5
株価(2/3)(円)	602	1036	416	1080	1860
時価総額(億円)	106	119	89	41	179
PBR(倍)	1.3	0.9	1.0	0.8	2.7
ROE(%)	15.0	6.0	5.9	1.0	30.5
PER(倍)	8.7	14.5	17.1	82.4	8.8
配当利回り(%)	2.0	1.9	1.4	0.5	1.9

(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。10年度のカーブスは2011.8期。

業界トップのコナミ(コード9766)は主力がゲームであり、コナミスポーツが属する健康サービス部門は10.3期も赤字であった。

PBR、ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。

スポーツクラブで上場している専門3社（セントラルスポーツ、ルネサンス、メガロス）と比べれば、規模の点では業界7位であるが、経常利益の額（10年度で20億円）、利益率（同売上高経常利益率18.5%）ではダントツトップである。それ以外の競争相手としては業界トップのコナミスポーツ（コナミの主力はゲーム）、ティップネス（サントリー系）、

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

オージースポーツ（コスパ、大阪ガス系）、アクトス（バローグループ）などがある。また、女性専用 30 分フィットネスのカーブス（コシダカホールディングス）が最近急成長しているが、ビジネスモデルはかなり異なる。

競争よりも顧客を重視

スポーツクラブの潜在マーケットはまだ相当あるが、業界大手の業績は芳しくない。大都市の中心に大型施設を作ると、コストが高くなる。集客はしやすそうでも、会員の継続的確保にはかなり苦勞するからである。

沓名（くつな）社長は競争戦略を別の形で考えている。何よりも「マーケットありき」で、少子高齢化社会にあった健康づくりを支援する施設サービス業としてのビジネスモデルを作り、当社が目指すそれに合致する顧客がいるかどうか、スポーツクラブでいえば、1施設あたり 2000 人以上の会員を十分確保して、長期的に維持していけるかどうかを第一に考えている。

そのための圧倒的なコスト競争力と差別化されたスポーツクラブのモデルはほぼ確立し、現在の 45 店をあと 3 年で 74 店に増加させる局面に入っている。2011 年 3 月期は小幅減益となったが、先行投資負担の影響によるもので心配はない。2012 年 3 月期はピーク利益の更新が見込まれ、進む方向に変化はない。

2. 沿革 施設サービス業へと転身

建設・不動産業から転身し、創業以来三度の業態進化を遂行

沓名社長は 1979 年に 29 歳で土木建設業の東和建设を創業、公共工事の下請けなどで、基盤づくりをした。その後、86 年に、分譲マンションのディベロッパー（祥福不動産）に参入した。土地を購入し、マンションを建設して、分譲するという不動産開発である。当時戸建て住宅にも参入したが、十分な競争力が発揮できないとして撤退している。

不動産ディベロッパーも好不況の波の中で安定性に乏しく、一定の規模以上にはなれないということで、次の事業を考えていた。ゴルフの練習場やパターコースなどをやったが、季節変動の影響が大きい。そこでいつも春のような環境を保ちつつ、運動不足を解消し、健康を保ちつつ高齢化社会に対応できるビジネスとしてスポーツクラブに思い至った。

そこからがユニークで、同業のスポーツクラブとは全く違った発想でビジネスモデルを確立していったのである。

三河安城から全国展開へ

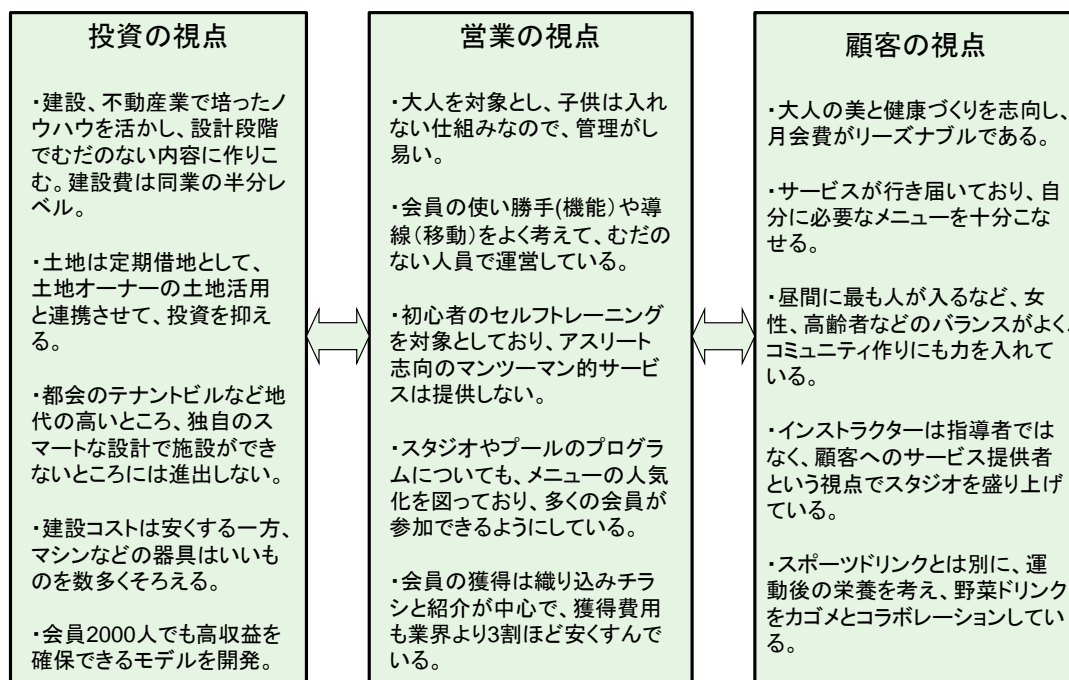
スポーツクラブは 16 年前の 96 年に本社のある三河安城（人口 16 万人、愛知県）でスタ

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。

ートさせた。その後多い時には年6~8店出店しながら、現在に至っている。投資額は1店当たり3.5億円程度であり、今とさほど変わっていない。この間、04年にジャスダックに上場し、05年に分譲マンション（第2の業態）をやめ、08年には建設請負（第1の業態）もやめた。

スポーツクラブとビジネスホテル（ABホテル、99年開始）は施設サービス業（第3の業態）としては同じという考えである。どちらも4億円くらいの投資で、ホテルの場合稼働率80%を維持できれば、スポーツクラブと遜色ない収益が確保できる。

ホリデイスportsクラブの特長



(注)当社はスポーツクラブ事業(ホリデイ:売上構成比79.4%、営業利益率20.4%)、ホテル事業(ABホテル:同8.0%、同20.3%)、賃貸事業(賃貸マンション:同12.6%、同42.6%)の3部門で事業を展開。(2010年度実績ベース)

実際、4億円投資したとして、ホリデイは月会費7000円、会員2500人として年商2.1億円、売上高経常利益率35%であるのに対して、ABホテルは130室、1泊6000円で同じように年商2.4億円、同35%が見込めると判断している。

しかし、ホテルはビジネス変動の影響をより大きく受ける。そこで、ビジネスオンリーからファミリー、パーソナルへの対応も図っているが、当面はホテルを増やすこと以上に、ホリデイスportsクラブに集中する方針である。

賃貸マンションのA・C i t y (48棟、半分は土地も所有)は、10年間の一括借り上げが全体の6割を占め、入居率の変動に関係なく安定した家賃収入を見込める。この事業も当面、これ以上は拡大しない考えである。

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。

利は元にあります

当社は建設の請負業（注文を受けて建築を請け負うビジネス）から施設サービス業へ展開した。社長の名前は「利は元にあります」、まさに、いいものを安く仕入れるという格言を体現している。それには、いいものを安く仕入れるための目利きが問われる。当社にとって、土地と建物が仕入れである。土地は借りるが、どこの土地を借りるかは重要である。建物は安くいいものを作るのはポイントである。ローコストの建物をサービスの品質を考慮して上手く作るのが建設出身の当社の強みである。

立地では駅前とか、繁華街ではなく、会員の住宅に近いところに作る。その方が便利である。そして、いい人材を入れてサービス向上を図る。

3. 強み 競合しない独自のビジネスモデルを確立

初心者の仲間作りに工夫

当社は“汗くさくない大人のスポーツクラブ”を目指している。スポーツマニアは対象とせず、初心者、大人を対象に地域のコミュニティ型を狙っている。当社の会員は、初めてスポーツクラブに入会するという人が7~8割を占める。実際、2010年度にオープンした秋田や名古屋鳴海の店は、会員2500人のモデルであるが、3000人が加入し、うち初心者が過半数を占めた。

世の中に手軽な運動はいろいろあるが、調査結果を見ると、総合スポーツクラブに入りたいという人が圧倒的に多い。当クラブは3人で入会すると、月7000円と会費が安くなる。1人では入会するのが躊躇し、入っても長続きしない可能性があるが、3人で入れば仲間がいることになり、経済的でもある。もし1人抜けても、2人が知り合いを勧誘してくるので、退会率を低くとどめることができるという効果もある。

ホリデイスポーツクラブは1店あたり投資額3.5億円、会員数2500人で売上高経常利益率35%を確保し、6年で回収するというのが基本的な考え方である。一時3000人以上加入し、売上高経常利益率40%が確保できたので5億円を投資する店も作ってみたが、収益の安定性という点で、2500人で十分経営できる店作りを3.5億円の投資で展開することにした。

基本モデルは、人口15万人都市で会員2500人、月会費7000円、1店当たり年商2.1億円、経常利益0.73億円、売上高経常利益率35%、を確保するというものである。例えば、15万人都市を対象にすると、スポーツクラブに通う人が統計的に日本では3%なので、4500人の潜在客が見込める。ここにスポーツクラブが2つ、3つあればそこには進出しない。この基本モデルが現在次々と進化している。

全国展開するも都心はこれから

沓名社長は、常に「マーケットありき」と考えている。競争に勝つという視点は大事だが、それだけでは必ず価格競争になる。価格競争になっても当社のコスト構造であれば必ず勝てることは分かっているが、それでもビジネスとして儲からなくなるので、参入しない方針である。

結果として、全国展開していても、首都圏はコスト高になるのでこれまで出店していない。しかし、最近、名古屋、大阪では条件に合うところが出始めており、可能性は広がっている。都心の立地はビジネスモデル上難しかったが、関東周辺には十分出店できる。さらに今後は、首都圏への立地も可能となる新モデルを開発したので、挑戦できることになった。

土地に関しては、20年の定期借地を基本とするが、これを1期、2期、3期に分けて、1期が終われば回収のめどが立ち、リース費用なども安くなる。そこでリニューアルし、第2期につなぐ。3期目は水回りの更新などでかなり費用がかかるが、ここで会員が十分確保できる見通しであるならば、定期借地の延長も検討する。15年前、10年前の店で粗利1億円以上稼いでいる店はあるが、既存店が劣化するという見方は必ずしも当たらない。

また、健康の三つの要素、運動・栄養・休養のうち、運動をビジネスとし、栄養バランスとしては、名古屋に本社をおくカゴメと連携し、カゴメの濃縮野菜ジュースを運動の後のアフターケアドリンクとして提供している。トマトに含まれるリコピンの抗酸化作用が、生活習慣病の予防にも効くという点を考慮している。

会員 2000 名の新ビジネスモデル

当社は現在二つのビジネスモデルを基本としている。スポーツクラブの会員数が2500人のモデルと2000人のモデルである。2011年度に1500名のモデルも開発済みであるが、まずは2000名モデルで攻めていく。

2500人のモデル(総合2500)は投資額4億円で、売上高が年間2.1億円、経常利益が0.7億円見込み、売上高経常利益率も35%が想定できる。2500人のモデルでは会員が3500人まで増えても対応できる。逆に損益分岐点(BEP)は1450人である。2500人が成り立ちそうな地域は人口15万人程度の町で、全国に298地域ほどある。

2000人モデル(総合2000)は、2500人モデルをもう少しコンパクトにしたものである。投資額3.5億円、売上高年1.68億円、経常利益0.55億円で売上経常利益率33%を見込む。このモデルは最大3000人まで会員を増やしても対応できる。BEPは1300人である。ここでは平均使用率が20%のプールを4コースから3コースにして、その分ジムや風呂を広くしている。この対象となる人口10万人の町は全国に387地域ほどあるので、拡大余地は極めて大きい。この2000人モデルの店が今年度には実現しよう。

現在、45店のうち3000名モデルが29店、2500名モデルが13店、2000名モデルが3店

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。

(2011年12月現在)である。前年度5店の出店に対して、今年度は7店の出店を計画しているが、そのすべてが2000名モデルになってこよう。そのうち、新たに開発したプール無しの新モデル(ノンプール2000)が2012年3月に船橋でスタートする。

ホリデイスポーツクラブのビジネスモデル

	総合2500名 モデル	総合2000名 モデル	ノンプール2000名 モデル	ノンプール1500名 モデル
1店当たり投資額 (百万円)	400	350	230	180
年間売上高 (百万円)	210	168	144	108
年間経常利益 (百万円)	74	55	48	32
売上高経常利益率 (%)	35.0	33.0	33.0	30.0
会員の月平均単価 (円/人)	7000	7000	6000	6000
会員数 (人)	2500	2000	2000	1500
損益分岐点会員数 (人)	1450	1300	1300	1000
最大収容会員数 (人)	3500	3000	3000	2500
2015年3月期末目標: 74店				
74店の売上高 (億円)	155	124	107	80
経常利益 (億円)	55	41	36	24
2018年3月期末目標: 100店				
100店の売上高 (億円)	210	168	144	108
経常利益 (億円)	74	55	48	32

(注)2011年3月期のスポーツクラブの売上は86億円、営業利益19億円、営業利益率20.4%、店舗42店
2015年3月期の全社目標は、売上高175億円、経常利益44億円、経常利益率25.0%
総合はジム、スタジオ、プール、お風呂の4施設が完備。ノンプールはプールが無いモデル。

4. 中期計画 スポーツクラブを倍増する計画

スポーツ施設の開発力が大きく向上

リーマンショックの後、一時出店を抑える中で、ローコストのスポーツクラブの開発に力を入れた。3000名モデルの経費削減を追求している中で、2500モデルが出来上がった。さらにそれを改良して2000名モデルを作り、ノンプールの2000名にまで到った。他社に真似のできないスポーツクラブの施設運営のしくみ(ビジネスモデル)を独自に開発し、それを実践に移してきた。ここからの年8店ペースの出店は新しいコスト構造と競争力を有している。

設備投資は年20億円ペースに留める。それを超える投資額については建て借りやリースで対応していく方針である。キャッシュ・フローは次第に充実してくるので、借入金の返済も着実に進もう。有利子負債は2009年8月期に180億円まで拡大したが、2010年3月期

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。

は148億円、2011年3月期には130億円まで減少した。今後はさらに減少していこう。

5カ年の中期経営計画で経常利益44億円を達成する予定

上場7年目の2010年、日本経済が立ち往生する中で、将来を切り開く中期計画を策定した。5年後の数値目標をこれまでと変更したわけではないが、その中身をより精緻にし、目標達成の確度を高めるとともに、投資家の理解も得やすくした。

2010年3月期から2015年3月期までの5カ年で、“健康ダイエット”をテーマに国民の健康志向をサポートし、国の成長戦略(ライフ・イノベーション)にも合致した方針となっている。この5年で日本の人口は116万人ほど減少すると見込まれるが、65歳以上の人は351万人も増える。その中で、これまでは人口20~30万人以上の都市でないとスポーツクラブは成立しにくいと考えられていたが、人口10万人でも成り立つ高収益ビジネスモデルを作り上げた。会員2000人で売上高経常利益率30%強を確保できる新商品(新スポーツクラブ)によって、健康志向の初心者を対象に潜在需要を掘り起こそうとしている。

2015年3月期に、売上高175億円、経常利益44億円、売上高経常利益率25%、ROE20%の達成を目標にしている。EPSは140円が見込めるので、PER10~15倍と想定しても、企業価値は相当向上する。配当性向は20%を維持していく方針である。

土地情報が豊富になり、出店も加速

日本経済は厳しいが、これが当社にとってプラスに働く面もある。出店に当たっての土地情報が全国からどんどん入ってくるようになったことである。ホリデイスポーツクラブを作るには、一定の広さが必要である。しかも、ロードサイドといっても利用者の生活地域にできるだけ近い所がよい。顧客のニーズは、とにかく近いスポーツクラブに行きたいということにある。

会社は2015年3月期に、ホリデイを現在の2倍近い74店に増やし、売上高で175億円、経常利益44億円、売上高経常利益率25%を目指している。ビジネスホテルや賃貸マンションはさほど増やさずに、スポーツクラブに集中する。そのスポーツクラブのビジネスモデルを一層洗練して効率を高めた。

09年度2店、10年度5店の出店に対して、11年度は7店を予定し、その後も年8店ペースで出店し、今の2倍のスポーツクラブを作る計画である。スポーツクラブのホリデイは、前年度の5店は、札幌清岡(10年11月)、秋田(10年12月)、名古屋鳴海(11年1月)、長岡(11年2月)、太田(11年3月)である。

今年度は、札幌北24条(11年5月)、出雲(11年10月)、苫小牧(11年10月)、上田(12年1月)、米子(12年1月)、日進長久手(12年3月)、船橋(12年3月)など、7店の出店を予定しており、全てが2000名モデルになる方向である。

今後も出店可能となる地域は多い。全国を10万人以上の都市で見ると、387地域が2000

名モデルの対象となる。その中に候補となるところは十分ある。

地域経済をよく検討

11年度に出店した苦小牧（人口17万人）という地域の所得は平均的にみて必ずしも高くない。通常、スポーツクラブ人口は、その地域の3%程度という経験則があるが、所得の高いところではこの比率を3.5%、低いところでは2.5%とみて市場をよく調査している。また、会員の月会費についても、フレキシブルな対応をとることで会員の確保を図っている。

人口10万人の街といっても地方都市は疲弊しており、そこで月8000円も支払う顧客が継続的にいるのか、という疑問もありうる。3人の仲間を募って入れれば月7000円になるという工夫や、スポーツ仲間がコミュニティを形成していく動きをみると、スポーツをして汗を流し、お風呂に入って健康を保つという展開は地方においても十分成り立つ。同業他社が真似のできないビジネスモデルなので、当社の優位性は極めて高いといえよう。

プール無しのスポーツクラブで首都圏へも進出

当社のスポーツクラブは地方中心であるが、現在の高収益モデルを首都圏にも展開することを決定した。新モデルが固まり、2011年度末にはその第1号店が船橋でスタートする。

当社は会員の満足度を確保しながら、ローコストオペレーションに徹する仕組みを開発してきた。立地、施設の使いやすさ、メニューの鮮度、会員の組み合わせなどに独自の工夫を見せている。今後は2000名モデルを中心に新規出店に力を入れていく。コスト上、今まで出店がしにくかった都心に対してもアプローチを始めた。

総ての設備が整った大型のクラブは何でもできそうで、魅力的に見える。しかし、実際、活動してみると、自分なりのメニューというのは自ずと決まってくる。プールを利用する人は当社で平均17%程度、他社の都市型の大型スポーツクラブでも20%を下回る。とすれば、ジムやスタジオを中心に利用する人にとってはプールが無くても使い勝手がよい。しかも、当社の場合、立地を生活圏において、大手とは距離をおく。得意とするお風呂は充実させて、シャワーだけとはしない。高齢者ほど風呂を好むからである。

都心にも駅近で、ジム、スタジオ、シャワーだけという機能的なクラブはあるが、どちらかといえば若い人中心で、当社の狙いとは異なる。

ノンプール2000モデル、1500モデルを開発

2500名の会員が集められる都会の生活圏で、プールの顧客が20%ならば、プールなしで2000名の会員が十分集められるはずである。新店コストはプールがない分、大幅に安くなり、店舗オペレーションも効率化できる。会員の月額使用料も従来の平均7000円から6000円に下げられるので、会員になろうという人にとってのメリットは大きい。会社は、それでプール付きと同じ利益率が確保できるという仕組みを実現しようとしている。

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

ノンプール 2000 というのは、プールなしのスポーツクラブのことで、会員を 2000 名集めることができれば、売上高経常利益率 33%が確保できるというモデルである。ホリデイではもともとプール付きで5~6つのコースを用意するのが標準であった。それを総合 2500 モデルでは4コースへ、総合 2000 モデルでは3コースに減らした。プールの利用率は20%を下回るので、プールがなくても、ジム、スタジオ、お風呂が充実していれば、十分な顧客満足が得られると判断した。お風呂は高齢者に人気で、これははずせないと考えている。

プールがなくなると、1500坪が1000坪で済む。水回りの設備も少なくて済む。結果として出店できる地域が増える。総合 2000 では半径 5 kmの地方をイメージしているが、ノンプール 2000 では半径 3 kmで都市圏に近付くことができる。会員の月額使用料も 7000 円から 6000 円に下げることができる。6000 円というプライスは都内周辺ではかなり競争力も有することになる。

女性専用フィットネスのカーブスが近年かなり伸びているが、ビジネスモデルが違うので、直接競合しているわけではない。ただ、当社の会員をやめてカーブスに移るという可能性よりも、カーブスでフィットネスに馴染んだ人たちが当社に来るという可能性の方がありそうではある。

さらに今回、「ノンプール 1500」というモデルも開発した。商圏人口 7~10 万人でも、プール無しで 1500 人の会員を集めれば、30%の売上高営業利益率が確保できるというものである。地方をターゲットにしているが、まだ 2000 名モデルの出店地域が多数あるので、1500 名モデルの具体化は少し先になる。

ノンプール2000の1店舗当たりの指標

	ノンプール2000	ノンプール1500	総合2000
地域	都市部	地方	地方、都市部
商圏(万人)	10	7	10
(km)	3	5	5
敷地面積(坪)	1000	800	1500
延べ床面積(坪)	400	350	500
会員単価(円/人)	6000	6000	7000
投資額(億円)	2.5	1.8	3.5
年間売上高(百万円)	144	108	168
年間経常利益(百万円)	47.6	32.4	55
売上高経常利益率(%)	33.0	30.0	33.0

(注)ノンプールはプール無し

スポーツクラブの三種の神器を再定義

2012年3月に首都圏の船橋で、ノンプール 2000 がオープンする。会員募集は順調に進んでいる。プールなしで首都圏に進出するという戦略の第 1 号店であるが、反応はよい。月

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。

額 6900 円のマスター会員（一週間いつでも利用可能というもの）の比率が高く、プライシングも受け入れられている。

スポーツクラブの三種の神器は、従来プール、ジム、スタジオであったが、沓名社長はこれを「ジム、スタジオ、風呂（サウナ）」と再定義している。プールの利用者は全体の 20% なので、20%の会員が見込めなくても、当初の 2000 人が集められる立地と施設を作り、それによってプールを使わない人に、会費が今までモデルより月 1000 円安く提供できるならば、その方がよいという考え方である。

ランニングマシンは、テクノジム社(イタリア)に依頼して日本人に合った小型のものを作ってもらった。これによって 1 台当りの仕入れコストを下げ、小型化したスペースを活かして、その分マシンの台数を増やしている。

ノンプールは都会モデルであって、プールがなくても十分集客できる場所に立地させる。そういうところは、コストも高いので、土地利用の効率を高めることによって、高収益を確保する。逆に地方ではプールは大事である。商圏 10 万人というと、通常は 3 km 圏内であるが、出雲の例では、6 km 圏で 10 万人である。こういうところは、土地も建物も安くできるので、プールは必要である。2500 人モデルで 500 人のプール利用者は想定している。首都圏に来ると、2 km 圏で 10 万人もいる。こういう地域はプールがなくても会員は十分集まる。

社員もインストラクターで、飽きの来ないメニュー作り

当社は、出雲（人口 11 万人、11 年度出店）のように、まだスポーツクラブのないところに進出できるノウハウを持っている、スポーツのメニューをいろいろ取り揃えている、ということに加えて、インストラクター（アスレチック指導者）を自社で養成していることである。現在、当社の社員は 184 人であるが、その 8 割はインストラクターができる。インストラクター専門ではなく、社員がインストラクターを務めるのである。それによって、新規出店した時はまず社員が行ってインストラクターを務め、その後次第に地元でインストラクターを養成していけばよいのである。

スポーツクラブのソフトウェアであるスタジオ(アスレチック)のプログラムについても、工夫を凝らしている。ターゲット ABS（アブス）のようなスタジオでのエクササイズも、常に人気を保つように心がけ、新プログラムの開発とともに、人気メニューであっても一定期間でプログラム変更し、飽きがこないようにしている。

資金効率がよい

当社はスポーツクラブを施設サービス業と捉えており、アプローチが他の大手スポーツクラブとは全く異なる。通常、施設にはかなりの投資を要し、その回収に苦勞する。回収期間が 10~20 年と長いので、その間の投資負担や需要変動によって予定通りいかなくなり、

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。

経営が行き詰ってしまうのではないかと、という懸念も出てこよう。都心型の大手のスポーツクラブには収益性が低く、十分な利益が確保できないところが多い。当社の場合は、キャッシュ・フロー内に投資を抑え、建物は10年償却で借入金は8年で返済する。リースと直接所有を組み合わせ、資金を効率よく活用する。これを前提に2011年度の7店に続き、2012年度以降毎年8店出店していく。

投資計画と資金計画

	(億円)					
	2010.3	2011.3	2012.3(予)	2013.3(予)	2014.3(予)	2015.3(予)
設備投資(うちリース)	5	14(1)	20(2)	20(2)	20(2)	20(2)
減価償却	13	13	13	17	17	18
営業利益	23	22	25	32	38	46
フリーキャッシュフロー	19	10	5	11	15	20
セグメント別借入金						
スポーツクラブ事業	64	63	68	80	86	88
ホテル事業	16	11	8	5	1	0
賃貸事業	44	34	26	21	15	11
本社	24	22	19	12	12	10
合計	148	130	121	118	114	109

(注)1店当たりの投資額を2.3～3.5億円とすると、8店で18～28億円となるが、投資額との差額はリースを活用

キャッシュ・フロー内で投資を賄う

キャッシュ・フローで見れば、年8店で20～28億円投資することになるが、内部留保で概ね賄える。実際はリースも入れて、8店で20億円を見込んでいる。

これまでホリデイスーツクラブの投資回収に当たっては6年での回収を基本とし、必要な借入金も8年返済で対応してきた。過去を振り返ると賃貸マンションへの投資もあり、07年度末では総資産249億円、純資産42億円に対して借入金180億円と、借り入れが増えた。投資が拡大する局面では借り入れも必要になり、自己資本比率も16%まで下がった。しかし、収益力の向上に加え、投資を抑えたことや増資の効果もあって、借入金を返済し、この12月末の自己資本比率は29.9%まで戻している。

出店に当たっては、高い収益から得られるキャッシュ・フローとのバランスを見ながら対応する方針なので、過大な借り入れや大幅なダイレクションを招くファイナンスを心配する必要はない。

実際、投資は20億円に抑えている。これを超える物件については建物をリースにしている。上田(長野県)と米子(鳥取県)のホリデイスーツクラブの建物はリース会社が所

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。

有するようになった。リースの利用によって、リース料は費用として発生するが、借入金の返済に回せるので、財務体質は確保できる。

収益性が高い

もう1つ、他の多店舗展開のビジネスと異なる点は、既存店の投資採算が上がっていくことである。通常、新規出店をしないと、売上げが伸びなくなる。売上の伸びが鈍ると、コスト負担の重さが表面化してくる。ひいては既存店に勢いがなくなると、収益も悪化してくるというパターンが想定される。ところが、当社の場合は、サービスの質は落とさずに投資を軽くするノウハウが定着しているので、初期投資の負担が軽くなっていくにつれ、既存店の収益性は上がってくる。結果として、新店舗を8店舗ずつ出していても、全体の営業利益率は落とさずに25%程度を確保できるという読みである。

中期業績の重要経営指標(KPI)

(億円、%、店)

	2010.3	2011.3	2012.3(予)	2013.3(予)	2014.3(予)	2015.3(予)
売上高	106	108	120	139	157	175
経常利益	21	20	23	30	36	44
売上高経常利益率	19.7	18.5	19.2	21.6	22.9	25.1
ROE	19.2	15.4	15.0	18.2	18.8	20.0
セグメント別 売上高						
スポーツクラブ事業	83	86	97	116	134	152
ホテル事業	7	9	10	9	9	9
賃貸事業	16	14	14	14	14	14
セグメント別 売上高営業利益率						
スポーツクラブ事業	25.4	22.6	23.3	24.8	25.5	27.3
ホテル事業	7.3	20.3	25.3	23.0	23.0	25.0
賃貸事業	41.3	42.6	45.2	48.9	50.4	52.2
スポーツクラブの店舗数						
新規出店数	2	5	7	8	8	9
期末店舗数	37	42	49	57	65	74

(注)2013.3(予)~2015.3(予)は5ヵ年計画の会社予想。2012年5月頃に見直しを公表予定。

海外進出は時期尚早

今回の中期経営計画に海外展開は入っていない。ホリデイスポーツクラブは初心者を対象に、心地よい汗をかいて、お風呂で寛ぎ、健康を保つというパターンである。東南アジアの常夏の所では、そもそも汗をかいている。中国では風呂に入る習慣があまりない。アスレチックはまだゲームや若者の遊びのような性格が強い、と杳名社長は認識しており、現在の生活水準と環境からみて、アジア展開は時期尚早と判断している。国内での展開余

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。

地が大きいので、当面は国内優先で事業を展開する。

将来に向け、当社のビジネスモデルがアジアでも通用し、差別化できるように磨いていくことが求められる。アジア地域の民度が高まって、スポーツクラブが大衆化してきた時に、当社のビジネスモデルがジャパンテイストを持って適合できるかどうかのポイントとなる。

中期計画は予定通りながら、2年を経て見直しを検討

中期計画については、2012年度に見直す方向にある。すでに2年が過ぎて順調であるが、全体の展開について見直す方針である。2015年3月期で経常利益44億円（同利益率25%）という数字を変更することはないが、ABホテルの拡大、スポーツクラブの出店のテンポ、投資コストの見直しなど細かい修正が必要になっているからである。2012年5月頃に公表されよう。

5. 当面の業績 出店拡大局面に入り、ピーク利益を更新へ

3Q累計は過去最高の業績を達成

2012年3月期3Q累計では、売上高8930百万円（前年同期比+11.3%）、営業利益1942百万円（同+14.3%）、経常利益1797百万円（同+15.8%）、四半期純利益939百万円（同+11.5%）と順調に業績を拡大した。過去最高の業績である。

セグメント別営業利益をみると、スポーツクラブ事業の営業利益は1678百万円（同+12.3%）で、部門の売上高営業利益率は23.4%であった。前期に5店の新店を出した増収効果と、既存店のリース料、減価償却が進んでいることによる。

今期は7店の出店計画をもつが、12月までに札幌北24条店（5月）、出雲店（10月）、苫小牧店（10月）の3店を出した。既存店のリニューアルにも力を入れており、前期は8月に3店ほど実施したが、今期は6店のリニューアルを行った。12月末の45店中、前期、今期出店の8店を除いた37店中9店のリニューアルを行ったことになる。新型マシンの増設にも力を入れ、10月に5店、12月に5店で増設を行い、会員数の獲得とサービスの向上に力を入れている。

ホテル事業のセグメント利益は、184百万円（同+41.2%）と好調であった。ABホテルの稼働率が上がってきたことによる。前期の平均稼働率69.3%に対して、今3Qは81.7%であった。平日はビジネス利用、週末祝祭日はファミリー需要を取り込んでいる。ファミリーへの対応ができるように部屋の改装も行っており、その効果も出ている。この部門の営業利益率は24.9%と、スポーツクラブをやや上回った。稼働率が80%を超えると、スポーツクラブと遜色ない利益率が確保できるという点を実証している。

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。

賃貸事業のセグメント利益は459百万円（同+4.3%）」であった。安定収益部門として順調である。6割が家賃保証賃貸マンションであり、管理会社を1社から5社に増やして稼働率のアップを目指している。空室率は1%台である。48棟1988室中、空室なのは25～30室程度にとどまっている。企業の寮としてワンルームマンションを使いたいという需要が戻っている。このセグメントの営業利益率は44.9%と高い。

当社のスポーツクラブの出店は、開業までの費用は販管費で落とし、開業すると売上原価にもっていく。平均すると、1店当たりの開業費用は50百万円である。前期の5店に対して、今期は7店の出店であるから、開業費は1億円ほど増えることになる。

現在45店で、会員数は12.0万人である。会員の構成は、16歳以上20代が17%、30代が21%、40代20%、50代19%、60歳以上24%と、40代以上が6割を占め、この比率が上がっている。スポーツクラブの既存店は-2.5%を前提にしているが、3Qまでには-2%以内で済んでおり、12月-1.1%であった。会員の退会率も3.2%で業界の4%強を下回っている。

セグメント別業績

(億円、%)

	2010.3			2011.3			2012.3(予)		
	売上高	営業利益	同率	売上高	営業利益	同率	売上高	営業利益	同率
スポーツクラブ事業	8301	2111	25.4	8580	1939	22.6	9660	2250	23.3
ホテル事業	736	54	7.3	862	175	20.3	990	250	25.3
賃貸事業	1560	644	41.3	1360	579	42.6	1350	610	45.2
(本社経費等調整額)		-475			-495			-550	
合計	10597	2336	22.0	10803	2198	20.4	12000	2560	21.3

(注)同率は、売上高営業利益率

今2012年3月期は15%の経常増益へ

通期の業績見通しについては、会社予想通りの数字が十分達成出来よう。会社側では、売上高11900百万円（前年度比+10.2%）、営業利益2520百万円（同+14.6%）、経常利益2300百万円（同+15.0%）、当期純利益1220百万円（同+13.9%）を見込んでいる。

3Qは予定をやや上回る業績は達成したが、大震災と原発問題、欧州危機に伴う円高など、経済環境は厳しい。建設資材の調達に一部影響が出て、新店のオープンは少し遅れ込んでいる。また、デフレの影響で消費も低迷している。当社は全国一律料金を基準として経営に当たっているが、地域によって多少温度差が出ている。今後は地域の状況に合った価格戦略が必要になるかもしれない。それでも所期の業績を達成していく力は十分有している。

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。

ホテルの稼働率は、現在さらに上がって 90%まできている。賃貸マンションの空室率もリーマンショックの時は 10%まで下がったが、今は 1%まで戻した。全体の 6 割が家賃保証の契約を結んでおり、3 割が個別契約方式をとっている。

スポーツクラブの出店は、リーマンショックの後、ピッチを落とした。08 年度 3 店、09 年度 2 店とした後、10 年度 5 店、11 年度 7 店と再び加速している。今年度末の店舗数は 49 店になる。7 店のうち総合 2000 の 6 店、ノンプール 2000 の 1 店となる。総合 2000 は会員 2000 人のモデルでジム、スタジオ、プール、お風呂の 4 つがフルに揃っている。

今期の既存店は -2.5% で計画を組んでいる。退会率は 3.5% の計画である。スポーツクラブの既存店会員が基本モデルの人数を下回っているところはない。また、かつての 3000 人モデルから、2 年前の店からは 2500 人モデルに切り替えているので、基本的に高い収益性は十分確保できることになる。その意味で、当社のビジネスモデルは健在であると評価できよう。

ビジネスモデルを強化

今回プールなしでビジネスが成り立つ、「ノンプール 1500」を開発した。会員が 1500 人でも十分収益があげられる内容である。商圏人口 7 万人で成り立つスポーツクラブである。「ノンプール 1500」モデルは、投資額 1.8 億円で、売上高経常利益率で 30%が見込める。会員の平均単位が 6000 円として、年商 1 億円を越える。当社は「ノンプール 1500」まで開発したが、当面は出店余地が十分あるので 2000 名モデルを基本に攻めていく方針である。

また、首都圏への進出も具体化してきた。海老名と小平は「総合 2000」モデルで、1 店当たり 3.5 億円の投資となる。因みに 2012 年 3 月期の 7 店は全て総合 2000 である。船橋はノンプールで初めての店になり、「ノンプール 2000」モデルである。プールの利用者はこれまでの経験では全会員の 17%であるが、このプール目当ての会員がこなくても成り立つモデルを考え、その立地にも工夫した。身近な生活圏であれば、プールがなくても、ジム、スタジオ、温浴（お風呂）があれば、顧客は十分満足するからである。

ジムの機械はテクノマシーンとして最新鋭のものを置いている。スタジオは広くして、一度に大勢の人（名古屋鳴海店は 1 度に 110 人がレッスンできる）が同じプログラムでアスレチックができる。

小規模の女性専用フィットネスの「カーブス」と直接競合はしていない。ビジネスモデルが全く違うからである。当社のスポーツクラブのまわりに、カーブスが 10 店できれば、3000 人以上女性会員を集めることになるが、それでもアスレチックの中身がちがうので、バッティングするとは考えにくい。

新規出店のコストと効果

新規店をオープンする前の開発費用は 1 店当たり 5000 万円ほどかかる。開店後は当初目

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。

標の会員が集められれば、すぐに黒字店となる。昨年度オープンした 5 店（秋田、札幌、名古屋鳴海、長野、太田）は全て「総合 2500」モデル。現在の各店の会員数は、2500 名を上回っており、黒字を確保している。現在、粗利で赤字の店は 1 店もない。

開店前費用が 1 店当たり、5000 万円かかるとすると、2010 年度の 5 店の時は 2.5 億円、2011 年度年の 7 店では、3.5 億円、2012 年度年の 8 店では 4.0 億円ほどかかることになる。これを考慮すると、2010 年度は新規店効果が全く出ず、開店費用のみがかかって、利益が伸びなかった。2011 年度は 7 店に出店が増えるので、前年度からの新規出店効果の一部が開店諸費用の増加にくわれてしまうが増益効果は残る。そして、2012 年度からは新規出店効果がフルに利益に寄与してくるので、増益率が高まってくるものと予想される。

6. 将来ビジョン スポーツクラブ 100 店を軸に経常利益 100 億円を目指す

ホリデイスポーツクラブの 5 つの戦略

第 1 は、潜在需要の掘り起こしである。顧客は近いところにスポーツクラブがあれば行きたいと考えている。日本のスポーツクラブへの参加率は欧米の 10～15% に比べて、3% レベルと低いが、これは適切な施設がないことに由来すると、沓名社長は見ている。よって、潜在需要を掘り起こす画期的なスポーツ施設を的確な場所に立地させようとしている。

第 2 は、競合のないところに出店する。総合 2000 モデルを主力として本格出店する。2012 年 9 月は海老名、12 月は小平へと出ていく。建設費や準備費用も含めて投資総額は 3.5 億円程度である。最近、お風呂に庭園風呂を用意した。露天風呂ではないが景観は露天のようにしながら、外ではないので省エネが確保できる、というものである。

第 3 は、楽しく飽きのこないプログラムや施設の準備である。「Be a Dancer」というスタジオのプログラムは、社員が開発したものである。当社では、開発も社員、インストラクターも社員で対応する。社員はマネジメントとインストラクター、開発が出来るように育てている。その方が社員も楽しく仕事ができ、能力を活かして伸ばすことができる。このプログラムの開発は、ストリートダンサーで No. 1 になったこともある奈良の店長がリードして出来上がった。また、アスレチックジムの道具は、全てテクノジムのマシンで最新のものを入れている。バイク系のは、運動をしながら麻雀ゲームやインターネット検索ができるような新しいものである。

第 4 は、お値打ち料金の提供である。総合 2000 の中心である月額会費 7000 円（ノンプール 2000 は 6000 円）というのは、利用頻度からみてかなりお得感がある。

第 5 は、人材の教育である。ホリデイカレッジを作って、新入社員や各レベルの社員教育に当たっており、これによって人材の育つスピードアップを図っていく。

次のステージに向けて、ABホテルも拡大へ

スポーツクラブは運動をするだけのところではない。もしそうならば、どこでも同じになり、安さを競うだけになってしまう。ソフトの部分のクラブコミュニティ作りが大切で、会員同士の付き合いを広げていく方向にある。

スポーツクラブで100店、経常利益で70億円を目指すのが、その次のステージである。さらに、スポーツクラブが80~100店になる局面ではキャッシュ・フローの回収によって、借入金の返済がかなり進むので、売上高経常利益率30%、借入金ゼロ、自己資本比率50%という会社目標も一つの視野に入ってくる。

社長は、「時代とともにビジネスは生まれる」という考えを持っている。スポーツクラブも初期はマニア向けの高級なものであったが、それが一般の人々に広く受け入れられる局面で、ユニークなビジネスモデルに仕上げた。賃貸マンションやビジネスホテルも今は事業拡大をストップしているが、これも状況次第である。さらに、高齢者向け施設サービス業としての事業拡大など、さまざまな可能性がある。

毎年8店の新店開設で年間20億円ほど投資していく。この中期計画では、ホリデイスポーツクラブに重点投資をしていくが、他の分野を全く拡大しないわけではない。チャンスがあればそれぞれの分野での展開を考えている。

ABホテルはビジネスホテルとして好調である。ホテル運営のノウハウも貯めてきた。賃貸マンションについても好調を継続している。マーケットをみると、有望な案件も散見される。2015年まではスポーツクラブに集中し、これらの分野への投資は優先しないとしてきたが、今後は案件次第で次なる展開もありうる。

ABホテルは5店ほど経営してノウハウと蓄積してきた。建て貸しの物件があれば、立地をよく選定したうえで、進出していく。例えば、稼働率が低くて十分採算にのらないホテルがあるとして、その稼働率を70%に引き上げるノウハウに会社は自信を持っている。賃貸マンションについては、町から離れては成り立たないが、町なか、駅近であればチャンスをみている。ゴルフの練習場は現在利益率が50%もあるが、これは当面拡大しないようだ。

実際、ABホテルは好調である。ホテルマネジメントのノウハウが蓄積し、効果を上げている。朝食、夕食付という無料サービスも受けている。夕食を食べる人が4割と当初の想定を上回っているが、これも稼働率アップに効いている。11月と12月に5店(634室)が全て満室(稼働率100%)ということが、1日ずつ発生した。こんなことは初めてで、社長はホテルマネジメントに自信を深めている。

そこで、ABホテルの新設に踏み切ることにした。従来の中期計画では、スポーツクラブの拡大に専念するという内容であったが、ホテルにも勝機ありと判断した。名古屋の栄と小牧にABホテルを建設する。2014年にオープン予定である。1店5億円ほど掛かるが、1つは自前で、もう1つはリースを利用することで、中期計画の設備投資の範囲内にと

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。

どめる考えである。

マーケットありきの中で、結果として他社にまねできない、模倣困難性の高いビジネスモデルを追及することが当社の真骨頂である。こうしたビジネスの広がりを目指す中で、経常利益 100 億円を目指している。

ホリデイカレッジを新設、人材を育てて出店

現在の社員数は 184 名で、社員の平均年齢は 26 歳と上場会社の中で最も若い。他にインストラクター・アルバイトなど約 1000 名が働いている。2011 年 12 月末の社員数は 4 月 1 日の 200 名よりは少し減っている。当社の離職率は年間 15%程度で、通常のサービス業（同 25%）よりは少なく、特に問題はない。

スポーツクラブは 3~4 名の正社員と、フリーのインストラクター、パート・アルバイトで運営される。正社員は全国採用で転勤があり、インストラクター、アルバイトは地元で採用される。今回は新卒で 45 名ほど採用しており、この正社員がきちんと育つことをベースに出店を行っていく。その点では、年間 8 店の出店というのはバランスの良い状況である。また、エリア毎にエリアマネジャーを置いて、4~5 店をみている。過去に他社から賃貸した 1 店だけ当社のモデルに合わないので撤退したことがあるが、自力で出店した店に撤退はなく、基本的にうまく行っている。

独自のビジネスモデルなので、同業他社の施設や人をそのまま継承してもうまく行く可能性は高くない。よって、M&A をやらないわけではないが、今後も原則として自力の内部成長を目指すことになるだろう。

社員、アルバイトの教育が大切である。出店がふえるので、それに見合っただけで人材を教育し、既存の施設でもレベルを上げていく必要がある。昨年 4 月に新入社員が 45 名入った。大卒、短大卒である。3 割は体育系で、7 割が文系である。当社の社員は全員インストラクターができるようにするし、店舗のマネジメントにも精通するように育てる方針である。新入社員は、今回新設したホリデイカレッジ（理事長 沓名真裕美副社長）で 2 カ月の集中研修をうける。ホリデイカレッジは人材育成の拠点になっていこう。

ホリデイカレッジを開校して、新卒の教育を行った。効果は出ており、これによって脱落者が出なくなった。集団でまとまった訓練をうけるので、業務が覚えやすく、仲間作りにも役立っている。

人材教育は効果を上げている。昨年入った 45 名の新卒には、1 人の脱落者も出ていない。集中教育の効果が出ている。今年は 76 名の新入社員をとっており、同じように鍛えていく。当社では、ダンスの才能がない人は入社できない。スポーツクラブのインストラクターが誰でもできるように人材を採っている。

マネジメントの強化

杓名社長は、健康とともに「美」も強調している。若い世代の会員をもう少し増やしたいと考えているからである。若い世代は元気なので、健康にはさほど注意しない人も多い。そういう人でも、美への関心が高い。スポーツクラブで美と健康を実現しようというコンテンツ作りには一段と力を入れ、ホリデイスポーツクラブのブランド力を上げようとしている。

マネジメントは社長のリーダーシップを中心に運営されているという点で、効率は良い。持ち株比率については同族で80%を超えており、これは今後の資本政策で見直されていくことになる。副社長は女性の視点で施設、人材を見ており、クオリティの向上を図っている。専務は次期のトップマネジメントを担うべく主力のスポーツクラブ事業を担当している。杓名社長はもう一段の事業進化、つまり第4の事業に向けて、その布石をすべく陣頭指揮を執っている。

当社は一段と大きくなっていく。そのための人材育成には力を入れており、ガバナンス体制も整えているが、CSRやESGも含め、少数株主の利益にも十分目配せするという客観的な仕組みを一層充実する必要がある。

8. 企業評価 首都圏進出で、会社の実力は次第に認知されよう

ブランドの浸透に向け、マーケティングと実績に注目

杓名社長の経営力、スポーツクラブをコアにした事業の広がりや成長性、独自の運営力をベースに高い利益を上げるビジネスモデルを考慮すると、当社の企業としての評価は「良好である」と判断し、企業レーティングはAとする。(企業レーティングの定義については前注を参照)

2月9日時点の株価(601円)でPBRが1.3倍という点からみると、株式市場では一定の評価はある。しかし、ROE15.0%、PER8.7倍という点から判断すると、当社の収益性や成長性はマーケットでかなり過小評価されている。

スポーツクラブの規模という点で業界7位、しかも展開しているところが地方なので、高収益といってもニッチであり、さほどの成長性は見込めないのではないかと見られているのかもしれない。

当社は独自のビジネスモデルを確立し、それをベースに年率20%の経常利益成長を目指している。成長のための投資資金はキャッシュ・フローによる内部資金で十分賄える。借り入れ増やファイナンスによるダイリューションは懸念する必要がない。実績として09年11月に公募100万株(540円)を行い、6%のダイリューションが起きたが、2桁成長を考えれば全く問題ない。今後とも株主価値は一段と向上していこう。

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。

同業他社に比べて十分知られていないこと、大手のスポーツクラブがあまり儲かっていないことなどが当社の評価が低い一因であろう。都心に店がないので、投資家の認知が得にくいという点については、2012年に首都圏への新たな出店が見えてくれば認識が改まる。また、高い収益性と成長性を示す実績をベースにマーケティングしていけば、ブランドは高まっていく。首都圏進出が実績をあげてくれば、局面は変わろう。投資のタイミングとしては面白い年になろう。

株主数は09年3月の2000人が11年12月には5300人を超えてきた。今後さらに流動性の確保への対策が進めば、PERで10~15倍は十分想定される。年8店の出店を確実に実行し、それによって業績をあげれば、株価は一気に見直されてくるものと期待できよう。配当については、配当性向20%を目途にするので、今2012年3月期は1円増配して、年12円を予定している。