

7085 カーブスホールディングス

～女性専用からオンライン・ハイブリッドやメンズへ新たなサービスを展開～

2023年8月4日

東証プライム

ポイント

- ・会員数の回復に向けたマーケティングが成果を上げているが、今期の目標(82.4万人、前期比+7万人)は下回ろう。シニア層の動きが鈍いことによる。それでも、プロテインの定期購入が好調な上、マーケティング費用の効率化も進んでいることにより、業績は順調である。
- ・従来のシニア層(65歳以上)に加えて、当社でいうヤング層(50～64歳)の増加がウエイトを高めている。スマホが使える世代なので、コミュニケーションの工夫も進もう。新型コロナが5月から5類になったので、シニア層も再び動いてこよう。
- ・オンラインの「おうちでカーブス」の会員は、2022年8月末で2.1万人であった。オンラインとリアルダブル会員の方がニーズに合っていると判断し、既存会員のダブル会員化に力を入れ、3万人が切り替え、オンライン会員は全体で約5万人となった。
- ・メンズ・カーブスは、昨年3月に東北大学のキャンパス内に出店し、スマート・エイジングの共同研究も開始した。5月末で16店となった。今後も着実な出店が続こう。
- ・出退店も見直しが進み、純増に転じた。過去のピークは2020年8月期の2020店であったが、いずれ抜いてこよう。メンズ・カーブスも加わってくる。海外では、欧州でFC拡大に向けて、新しいビジネスモデルの準備を進めている。
- ・業績の回復は順調で、今期の営業利益計画37億円(前期比35%増)は十分達成できよう。来期も新規会員の獲得が成果を上げ、マーケティング費用の負担も正常化に向かうので、営業利益で47億円(同27%増)を予想する。
- ・店舗とリモートのハイブリッド型ビジネスモデルに、メンズを加えて、国内の会員数を中長期的に100万人以上に拡大することができよう。会員向けのプロテインの販売も好調である。売上高営業利益率をコロナ前の水準(18～19%)に戻す方針で、早晚視野に入ってこよう。パイはかなり大きくなるので、成長は十分期待できる。会員数と業績の回復ピッチに注目したい。

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

目次

1. 特色 女性専用フィットネスがキャッシュカウ
2. 強み 米国カーブス総本部の買収後、スピンオフで分離独立
3. 中期経営方針 オンラインサービスを強化し、ハイブリットなビジネスモデルへ
4. 当面の業績 会員数が本格回復の局面へ
5. 企業評価 新たな会員の獲得に向けて

企業レーティング A

株価 (2023年8月3日) 762円 時価総額 715億円 (93.857百万株)
PBR 5.37倍 ROE 17.8% PER 29.9倍 配当利回り 1.3%
(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2018.8	27937	5095	5293	3488	37.4	32.0
2019.8	28036	5436	5242	3706	39.5	31.8
2020.8	25082	1167	1165	764	8.7	5.0
2021.8	24681	1622	1716	1129	12.0	5.0
2022.8	27509	2742	3311	2247	24.2	7.0
2023.8(予)	30000	3700	3600	2350	25.5	10.0
2024.8(予)	33000	4700	4700	3100	33.7	13.0

(2023.5ベース)

総資産 36877百万円 純資産 13070百万円 自己資本比率 35.4%
BPS 142.0円

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

(開示) 日本ベル投資研究所は、当社株式1000株を中長期的に所有している。[アナリストレポートの原則については[こちら](#)]

担当アナリスト 鈴木行生
(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

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

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

1. 特色 女性専用フィットネスがキャッシュカウ

カーブスのミッション～手軽な 30 分フィットネスで健康増進

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

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

2005 年に創業し、順調に発展

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

いつまでも健康でいられるように、これまでフィットネスジムとはあまり縁のない人々を中心に、気軽に、楽しく、効果的に運動が続けられるような場を提供し、新しい市場を創ってきた。カーブスは、病気や介護の不安や孤独のない、生きるエネルギーに溢れる社会をつくる、地域密着の健康インフラ企業を目指している。

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

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

2008 年に現コシダカ HD の傘下に入り、2011 年には 1000 店を突破、2019 年には遂に 2000 店を超えた。そして、2020 年 3 月、コシダカ HD からスピノフによって分離独立、東証 1 部の上場企業として独自の事業展開を本格化させた。東証の市場変更では、2022 年 4 月にプライム市場に移行した。

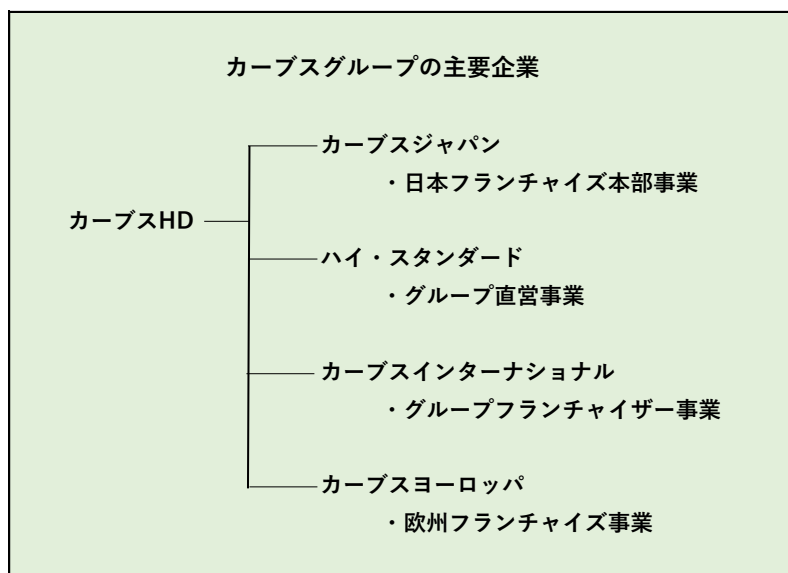
カーブスジャパンが国内 FC の本部

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

カーブスの直営店は、現在 76 店を有するが、今後とも必要に応じて増やしていく方向である。フランチャイズとのバランス、ドミナントの形成などを考えている。

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。

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。



経営陣は創業当時のメンバー

カーブス HD は、増本岳氏が代表取締役社長で、坂本氏、田島（増本）氏、松田氏が執行担当の取締役である。監査等委員会設置会社なので、3名の社外取締役がいる。常勤の國安氏は商社出身、山本氏は会計士、寺石氏は大学教授である。

子会社のカーブスジャパンは、増本会長、坂本社長、田島副社長が執行担当の取締役で、その下に5名の常務執行役員を置いている。増本会長、坂本社長（店舗出店戦略）、田島副社長（店舗オペレーション、人材育成）の3名は、創業当時のメンバーで、カーブスの成長をリードしてきた。松田取締役は、大手百貨店（上場企業）の財務担当としての経験が豊富で、カーブスの財務の責任者を務めている。

2021年11月の株主総会を経て、役員向け株式報酬制度（BBT:株式給付信託）と社員向け株式給付制度（J-ESOP）を導入した。役員向け株式報酬制度では、当社の企業価値向上との連携と株主とのリスクの共有を図るもので、望ましい方式である。この役員向け株式報酬制度と従業員向け持株制度のために、2022年2月に自己株式を12.4億円取得した。

サステナビリティ経営の実践

サステナビリティ経営については、もともとそうした精神を創業の時から掲げてきたが、より明確にした。

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

サステナビリティ経営について、昨年11月にサステナビリティ基本方針を策定し、その推進体制を固めた。1) 基本方針は、経営理念に基づき、「地域密着の健康インフラ」を目指し、社会課題の解決に貢献することにした。2) サステナビリティ経営推進委員会は、社長を委員長にグループ企業のマネジメントを軸に構成されている。3) マテリアリティ（重要課題）として、①心身の健康、②安全・安心、③環境、④やりがいと働き甲斐、⑤地域社会、⑥サプライチェーン、⑦ガバナンスをあげて、実践していく。2024年2月にはESGレポートを発行する予定である。

女性の活躍

カーブスの店舗では1店当たり3~4名のインストラクターが働いている。原則としてFCの正社員である。定着してしっかり働いてもらうには正社員がよい。ただ、フルに働けないという都合で、パート的なインストラクターもいる。

カーブスHDの社員数は600名弱であるが、半分は直営のハイスタンダードに属する。このインストラクターも正社員である。

カーブスグループの社員をみると、管理職での女性の比率は62%と高い。

シニア層へのサービスを展開

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

フィットネスのカーブスはもともと中高年の女性が多い。シニア層を開拓して、コミュニティ化していくので、今の時代に合った方向にある。カーブスの会員は、50代以上が9割を占める。

カーブスの主要指標

(店、百万円、%)

	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8	2019.8	2020.8	2021.8	2022.8
店舗数	1339	1475	1602	1722	1823	1912	1991	2020	1958	1947
総会員数(千人)	586	641	711	772	821	827	822	600	693	754
1店当たり会員数(人/店)	437	431	434	448	450	432	412	297	354	387
売上高	13860	16028	18649	21667	23720	27933	28036	25082	24681	27509
粗利益	4999	5786	6451	7183	7979	9947	11505	9168	10403	11992
売上高粗利益率	36.1	36.1	34.6	33.2	33.6	35.6	41.0	36.6	42.1	43.6
チェーン売上高	40449	46462	52262	58991	64173	70059	70241	57369	58598	64433
会員向け物販売上高	4430	5705	7203	8900	10065	14394	14483	13966	14463	16329

(注) 2020.8期の会員数は特別休会会員約10万人を除く。

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

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

いわば、女性専用の筋トレクラブとあってよい。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。

コロナ前の 2020 年 2 月末時点で、全国に 2014 店、会員数 83.2 万人、1 店当たりの平均会員数は 413 人であった。2023 年 5 月末では 1956 店、会員数 77.2 万人であった。

フィットネスの売上規模では業界 4 位だが、店舗数では断然トップである。なお、カーブスの売上高は FC のロイヤルティベースである。店舗ベースのチェーン売上高は 2022 年 8 月期で 640 億円を超えており、実質的に業界トップクラスとみてよい。

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

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	
			2020年度	2021年度
1	コナミスポーツ	コナミスポーツクラブ他	36409	41957
2	セントラルスポーツ	セントラルスポーツ	36027	40338
3	ルネサンス	スポーツクラブルネサンス	30209	37120
4	カーブスホールディングス	カーブス	25082	24681
5	RIZAP	RIZAP	-	21317
6	スポーツクラブ N A S	N A S	13379	15909
7	野村不動産ライフ&スポーツ	メガロス	11509	13624
8	東急スポーツオアシス	東急スポーツオアシス	13943	13536
9	First Fitness Japan	エニタイムフィットネス	-	13097
10	THINKフィットネス	ゴールドジム	10311	12338
11	東祥	ホリデイスーツクラブ	11436	12192
12	ウェルネスフロンティア	ジョイフィット、FIT365	8959	9578

(注) カーブスの売上高はロイヤルティベース。FCベースの売上高に換算すると644億円で業界トップクラス。

(出所) 日経MJ 2022年10月26日号

カーブスのFC権を買収~独自の成長を実現

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

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。

開、コシダカはそのフランチャイズ店として参加していた。

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

フィットネス関連の上場企業比較（関連5社）

社名	カーブスHD	東祥	セントラルスポーツ	ルネサンス	Fast Fitness Japan
店舗名	カーブス	ホリデイ	セントラル	ルネサンス	エニタイムフィットネス
コード	7085	8920	4801	2378	7092
市場	東証PRM	東証STD	東証PRM	東証PRM	東証PRM
業界順位	4位	11位	2位	3位	9位
店舗数	1947	101	246	136	907
売上高（2021年度）(億円)	275	176	360	302	112
経常利益（億円）	33	11	7	-49	23
売上高経常利益率（%）	12.0	0.7	2.1	-16.2	20.2
株価（8/3）（円）	762	1270	2359	898	1421
時価総額（億円）	715	487	270	192	266
PBR（倍）	5.37	1.29	1.11	1.89	2.37
ROE（%）	17.8	4.2	4.7	1.1	12.5
PER（倍）	29.9	30.4	23.6	169.8	19.0
配当利回り（%）	1.3	0.3	1.5	0.9	1.8

（注）業界順位はフィットネス部門の売上。カーブスは2022.8期。PBR、ROE、PER、配当利回りは直近予想。

既存のフィットネスとは違ったビジネスモデルで差別化

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

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

カーブスは既存のスポーツクラブとは全く違ったシステムで、従来とは違う顧客層を開拓してきた。FC店としてカーブスをオープンするには、オーナーはまず2000万円ほど用意

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。

する必要がある。40坪のスペースを借りて家賃を払い、内装に400～500万円、運動器具等の初期投資に600万円、スタートしてから2～3か月の運転資金に1000万円といった具合である。

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

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

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。

最近 ChocoZAP(ちょこぎっぷ)を見かけるようになったが、これは無人の施設で、自分で運動する。手軽ではあるが、インストラクターがいないという点では、カーブスとは全く競合しない。むしろ、エニタイムフィットネスとの競合の方が高いといえよう。

「スポーツエールカンパニー」に認定

カーブスジャパンは、スポーツ庁が実施する「スポーツエールカンパニー2023」に認定されている。社員の健康増進のための積極的な取り組みを評価するものである。全社員がカーブスのメニューを月8回以上習慣化している。本業からみて、当社にとっては順当なところであろう。

カーブスフードドライブを継続

フードドライブは、今年も盛況であった。16回目のフードドライブは、1月から2月にかけて、1ヶ月で15.3万人が参加し、214tの食品が集められた。これを769の施設や団体に寄付して、地域に大いに貢献している。全国的にこれだけの規模で活動している企業グループは少ない。カーブスの社会的貢献は大きい。

「カーブスフードドライブ」は毎年1～2月に実施している。全国のカーブスの店舗において、常温で保存できる食料品を募り、地域の施設（児童養護、母子生活支援）に寄付している。もともとは米国カーブスの活動を取り入れたものであるが、ボランティア活動として全国的に行っている。

2. 強み 米国カーブス総本部の買収後、スピノフで分離独立

米国のカーブスインターナショナルを買収

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

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

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

大型 M&A の実行

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

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

M&A の金額は 172 百万ドルであったが、それに CVI がもっていたのれんも加わっている。これを 20 年で償却していくので、販管費でのれんの償却が 11 億円、税負担の軽減として -2.2 億円が発生している。一方で、これまで支払っていたロイヤルティが不要となるので、営業利益としてはこれまでよりも数億円ほど増えることになった。

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

FC マネジメントのリスクは遮断

カーブスの世界本社は特別目的会社を含む 5 社を 1 社にまとめ、すべてマスターフラン

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。

チャイズ化した。マスターフランチャイジーは、フランチャイザー（日本の CVH が世界本部）に代って、その地域内（米国など各国）でのフランチャイジー（FC 店）を募集する権利を有する。

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

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

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

カーブス事業へのプラス効果は大きい

世界のカーブス事業は縮小に入っており、うまくいっていなかった。一方、日本のカーブスは独自に発展を続けてきた。米国の総本部からは何のサポートもないのに、毎年ロイヤ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、総本部そのものが売りに出た。そこで、当社が買収することになった。

米国のカーブスが衰退した理由として、増本社長は、4 つの要因をあげた。1) 米国など海外では、事業をダイエットビジネスと位置付けた。これは不況に弱い。一方、日本はシニア向けの健康体操なので、継続性が高い。2) 米国の FC は 90%が個人経営のフランチャイジーで、女性の独立起業が多かった。経営が上手いかわからないと、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、約 2000 店を約 370 の加盟企業で運営している。1 企業で 4~5 店を運営しており、多いところは 30 店も有している。日本の本部は FC を手厚くサポートしており、赤字の店舗はほとんどなかった。

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。

本部の買収で、日本の活動における自由度が高まった。1) 新しいサービスを独自に展開することができる。いちいち米国本部の承認がいらない。2) 日本人に合ったマシ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) 他の組織と協業ができるようになる。これまで他の健康事業はできなかったが、新しい業態に入っていくことができる。それが始まった。

借入金の返済は順調～バランスシートに問題なし

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

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

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

バランスシートをみると、長期借入金が2018年8月末の17940百万円から2019年8月月末に16100百万円へ、1840百万円ほど減少した。M&Aに伴う借入金の返済が始まっており、期間のフリーキャッシュ・フローで十分対応できる。

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

カーブスを分離独立して上場～1対1の株式配当

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

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

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

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

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。

2020年3月1日の上場に向けて、カーブスは公募増資241.5万株を実施した。公募増資の価格は750円、引受価額が686.25円(-8.5%)であったので、増資によって、16.5億円のファイナンスができた。この資金はシステム投資、カーブスヨーロッパの基盤作り、国内での人材や会員獲得のマーケティング費用に使われた。

スピノフの狙い

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

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

カーブスの成長性を高めるには、カラオケ会社の子会社というのでは十分でない。健康寿命の延伸という社会的使命を担い、地方公共団体と連携するには、単独の上場の方が社会的信頼はより高いものになる。そこで、カーブスのスピノフプロジェクトをスタートさせた。カーブスHDの増本社長以下、社員のモチベーションは一気に高まった。メンズ・カーブスが始まり、海外展開も視野にあった。

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

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

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

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

カーブス上場のメリット

カーブスの上場によって、社員のモチベーションは上がり、新しい人材を集める点でも有

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。

利である。ヘルスケア企業として、産学官の連携、自治体との連携、医療機関との連携を一段と進めていく。この時、自立した上場企業としての信頼は大きく貢献する。また、人手不足の中、カーブスFCにとって、人材採用面でのサポートはかなり期待できる。

増本社長はカーブス立ち上げ期から会社をリードしてきた。財務基盤も安定し、次の成長に向けて自立するタイミングであると判断した。その時に、スピノフの制度が整ったので、これを日本初の第1号として活用することにした。カーブスは独立会社として自立した方がよりチャンスが活かせる。

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

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

世界のカーブスの中で日本は優等生〜グローバル展開を目指す

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

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

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

海外は欧州8カ国で2023年3月末現在142店が営業している。海外事業はまだ黒字化には届かない。今後海外のビジネスモデルも見直していくが、新規のFCが増やせるようになれば、いずれ1000店が見込めるようなマーケット十分にあると増本社長はみている。

なお、ウクライナのFCオーナーが、ウクライナとロシアに130店を展開していたが、ウクライナの100店は休止、ロシアの30店は撤退した。当社の業績への影響はほとんどない。

3. 中期経営方針 オンラインサービスを強化し、ハイブリットなビジネスモデルへ

コロナ禍を克服

新型コロナウイルスが直撃したが、状況は改善した。難しい経営の舵取りを余儀なくされたが、その中で、増本社長は中長期の視点を重視して手を打ってきた。ビジネスとしての持続性には全く問題なかった。

海外事業は海外子会社2社で、カーブスインターナショナルのグローバルFC事業と、欧州FC本部の直営事業である。海外でも、新型コロナウイルスの影響は深刻であった。

コロナ禍への対応として、2020年は2つのことに力を入れた。1つは顧客とのエンゲージメントを強化した。①休会、休業中の全会員へ定期的に電話し、運動など健康相談を実施、②自宅でできる運動プログラムの提供、③カーブスマガジン、カーブス通信の発行、④感染予防のために運動不足となる健康二次被害の啓発、などを行った。

もう1つは、加盟店とのエンゲージメントの強化であった。①加盟店への経営支援（オンライン経営相談、売上減への経営支援金の提供）、②オンライン体操教室「おうちでカーブス」の開発促進であった。

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

コロナへの取り組みでは、第1に、感染予防の徹底を行った。人数を制限し、マシンの距離を空け、運動しやすいオリジナルマスクを全員に配った。第2は、会員の復帰促進で、2021年9月以降は新規会員募集も強化した。第3は店舗の見直しである。出店を再開する一方、不採算店の閉店、近隣統合を進めた。

新型コロナは第8波まで波状的に來たが、会員ビジネスなので休業要請、時短要請がなければ、十分対応可能であった。

会員数と店舗数

(千人、店、人/店)

四半期別	2019.8	2020.2	2020.5	2020.8	2020.11	2021.2	2021.5	2021.8	2021.11	2022.2	2022.8	2022.11	2023.2	2023.5
会員数	822	832	545	600	689	641	681	693	748	718	754	787	758	772
特別休会数			203	100	43	44								
店舗数	1991	2014	2019	2020	2000	1988	1974	1958	1953	1951	1947	1954	1954	1956
1店当たり会員数 (休会を含む会員数)	413	413	270	297	345	322	345	354	383	368	387	403	388	395

店舗の統合を実施、最悪期を脱し、出店意欲が再び高まる方向

コロナの影響で複数店を経営するFCが店舗を閉めて統合するという動きが出た。ドミナ

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。

ント出店をしてきたので、FCのオーナーが同じである場合が多い。2000店のFCオーナーは370件で企業が多い。1社で3～5店を運営している。このうち1店に他店に統合して収益性の改善を図るといった動きである。店舗の退店統合は、2022年8月期までの2年半で117店ほどあったが、さらに増加する心配はなく、むしろ改善しつつある。

直営のハイ・スタンダードが一部引き受けているところもある。直営店が2021年8月期に5店増えて75店となっているが、これはFCの閉店を引き継いだものである。FCの出退店については、あるFCが閉店となっても、別のFCがそれを引き継ぎたいという例もある。常に本部が判断して、その調整を行っている。

2021年8月期は、出店17店、閉店統合79店で、純減62店となった。これとは別に50店の引継ぎ譲渡もあった。FCを経営する企業間のやりとりである。例年はこれが30店前後であったから、この期はコロナの影響もありやや増えた。

退店は、FC加盟店で複数の店舗をもちながら、すぐには黒字化が見込めない店を閉じて、残りの店の回復に集中している。従来は会員数が増えてきて、一定数を越えた時に近隣に新店を出すことが多かった。こうした店舗の統合を進めてきた。閉店する店の会員の7割は近くの店舗に移って継続しているので、相当の引き留め効果はあった。

カーブスの主要指標

(店、万人、億円)

(末ベース)	店舗数	会員数	国内チェーン店 売上高
2010.8	864	32.2	198
2011.8	1038	40.0	261
2012.8	1197	50.3	330
2013.8	1339	58.6	404
2014.8	1475	64.0	464
2015.8	1602	71.1	522
2016.8	1722	77.2	589
2017.8	1823	82.0	641
2018.8	1912	82.7	700
2019.8	1991	82.2	702
2020.8	2020	60.0 (70.0)	573
2021.8	1958	69.3	585
2022.8	1947	75.4	644

(注) カッコ内は特別休会を含む会員数。

2つの環境変化へ対応

2つの環境変化にいち早く対応した。市場環境に変化では、1) 健康マーケットの広がり、

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。

2) 非接触サービス需要の高まりがみられる。これに対して、リアルとオンラインの融合で、ハイブリッド型の新しいビジネスモデルを確実にしようとしている。1) できるだけ早く会員数をコロナ禍前に戻し、2) コロナ前とは違った新しいビジネスモデル作りを整えるという方針を強力に推進している。

会員を70万人、80万人へと戻す中で、店舗会員とリモート会員はどのような動きを示すのか。コロナ前に、2025年で135万人を目指すという目標を掲げていた。コロナ禍で後ろ倒しになるとしても、リモート会員も含めていずれ実現できよう。

サービスの強化、体験キャンペーン、新しいプロテインの販売などを実行している。マーケティングでは、60~70代のコアターゲット(シニア層)に加えて、50~64歳のヤング層のマーケティングに新たに力を入れている。

カーブスの中長期経営ビジョン

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

(注) アナリスト作成

50代のヤング層を開拓

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

マーケティングでは、当社にとってのヤングマーケティング(50~64歳)を強化している。当社の顧客層は60代以上が7割強と多いので、50代を増やしていこうという狙いである。キャンペーンでは幅広くTVCMを行ってきたが、50代層にはWebでのマーケティングで働きかけた。メインの顧客は、スマホもネットもあまり使わないので、紙面やTVによる広

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。

告に頼ることになる。一方、50～64歳の層は、スマホやWebが有効である。

マーケティング費用については、広告宣伝について、FCからの分担金と当社が独自に出すものとの合計でなされる。FCの業績悪化で分担金は減少したが、今後に向けたマーケティングに対しては、当社の自己負担を増やしてきた。

最近の新規加入をみると、50代のヤング層が65%、65歳以上のシニア層が35%と、シニア層の加入が相対的に少なかった。これはシニアの活動の方がオミクロンで自粛したものとみられる。

一方、ヤング層の方が、プロテインへの加入率は高い。これがプロテインの好調に寄与している。ヤング層の退会率は当初シニア層より高いと想定したが、そうでもなくシニアと同じレベルである。ただ、シニア層の会員紹介率に比べて、ヤング層のそれは低い。ヤング層は利用目的がはっきりしているので、紹介には時間を要する。

オンライン体操教室「おうちでカーブス」を展開

新サービスとして、オンライン体操教室「おうちでカーブス」を2020年9月からスタートさせた。①自宅でカーブスと同じ動きの運動ができる、②ネットでコーチが直接見てくれる、③タブレットを貸し出す、④店舗との連携を図る、⑤自宅だけのサービスも有料で提供している。

まずは特別休会会員の復帰に活用し、2021年4月からは新規会員の獲得に向けてマーケティングを開始した。「おうちでカーブス」は、休会・退会会員向けにスタートさせて、運動再開の1つのきっかけとしてもらおうとした。そのために、2020年8月期の下期にタブレットを1.5万台、2021年8月期の上期に1.0万台を購入し、これをオンラインユーザーに手軽に使ってもらった。

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

ハイブリッド型のビジネスモデルづくり～オンラインと併用するダブル会員

ハイブリッド型のビジネスモデル作りに向けて、オンラインの会員のマーケティングに力を入れている。「おうちでカーブス」ならやってみないと、50代の家庭の人々が問い合わせってくる。必ず近くのカーブスで入会手続きを行うようにしている。そこで、実際にカーブスを見に来ると、店に通う会員になる人もいる。

オンラインマーケティングで、当社が狙っている50代の若い層にマーケティングできて、そこからリモートに入る人と同時に、店舗の会員になる人も獲得できる。双方を利用するダブル会員になる人もいるので、顧客層は一層広がってくる。

①ネットで勧誘、②店舗と両立、③新しい顧客層という点で、ハイブリッド型のビジネス

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。

モデルは有望である。

2023年8月期の1Qに、「おうちでカーブス Wプラン」を既存の店舗会員に提案するキャンペーンを実施した。3万人がWプランに切り替えた。この効果は大きい。月額料金が2300円上がることになる。Wプランの会員も含めて、オンラインフィットネス「おうちでカーブス」の利用者は全体で約5万人に拡大した。

Wプランの今後の活用

カーブスのオンラインサービスは「おうちでカーブス Wプラン」を主力とする。店舗と自宅の双方で利用できるハイブリッド型サービスである。

オンラインサービスの会員は現在5万人であるが、うち2万人がオンラインのみで利用できる会員で、3万人がWプランに入っている。当初、コロナ禍で外出を控えたい人向けに、オンラインのサービスを始めたが、現在はWプランを主力のサービスにしている。

カーブスの会員となったが、家の都合、仕事の都合で店舗にいつものように来られない人に、このWプランの加入を勧めている。親の介護がある人、コロナ禍が終わってリモートでの仕事の機会が減った人などに適している。会員として退会を避けることができる。

Wプランは使い勝手がよいので会費が少し高い。昨年11月にWプランのキャンペーンを行った。今年も同じようなキャンペーンを実施しながらWプランの充実を図っていく方向にある。

基本は店に来て、いつものインストラクターと会話しながら、サーキットトレーニングをして、健康を維持していく。店に来られない時は、スマホやタブレットでカーブスの運動を続けることができる。Wプランの拡大はユーザー層を広げるという点で有効な戦略であろう。

顧客満足度 (CS) 調査でカーブスは No. 1～低い退会率

2022年度のJCSI調査において、8年連続でNo.1となった。しかも、全6部門で最高評価となった。①推奨意向(友人に勧めたい)、②ロイヤリティ(これからも続けたい)、③知覚価値(コストパフォーマンス)、④顧客満足(総合的な満足度)、⑤知覚品質(サービスの質の高さ)、⑥顧客期待(期待値の高さ)という6部門である。2位はコナミスポーツ、3位はルネサンスであった。

なぜNo.1なのか。カーブスジャパンの坂本社長は、顧客とインストラクターの距離感、コミュニケーションのよさをあげる。何のために30分フィットネスを行うのか。入会の時によく確認し、毎回伴走のパートナーとなって一緒にプログラムを行う。親しくコミュニケーションできることが今回の評価につながっていると強調した。このサービスは、米国から16年前にカーブスの仕組みを導入した時にはなかった。日本のカーブスがカルチャーとして磨いてきたものである。

JCSI (Japanese Customer Satisfaction Index) は、日本版顧客満足度指数で、サービス

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。

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。

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

カーブスの退会率はフィットネス業界では極めて低い。2022年8月期4Qの平均月間退会率は2.2%、2023年8月期3Qは2.3%であった。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。

競合しない差別化

最近見かける ChocoZAP(ちょこざっぷ)は、無人店舗で気軽に一人で行う運動なので、インストラクターの指導のもとでカーブス流の運動を行う仕組みとはかなり異なる。よって、競合はほとんどないとみてよい。

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

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

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

メンズ・カーブスの展開

2022年7月に「メンズ・カーブス根塚」(富山市)をオープン、北陸初の出店であった。8月に「メンズ・カーブス松阪パワーセンター」(三重県松阪市)をオープン、東海3県への初出店であった。10月に八王子、兵庫県の高砂、12月に千葉県旭市、今年3月に千葉市に出店した。これでメンズ・カーブスは16店となった。女性向けカーブスのFCオーナーがメンズのFCにも展開するという動きが継続している。

かなり運営ノウハウは蓄積しつつある。メンズ・カーブスをFC展開するには、会員の定着に目途をつける必要があった。つまり、男性が長続きするように、さらにノウハウをため

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。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、女性より比べて苦手という特性があるので、ここをどうつないでいくかが最大のポイントであった。

鍵は女性用カーブスとの連携

メンズの会員は、その6割はカーブスに入っている家族（奥様）からの紹介である。全く同じ仕組みなので、事前の知識をもって入会してくる。よって、すぐに溶け込めるようだ。2割は、加入した男性のロコミで入っている。チラシなどによる加入の比率は全体の2割弱にとどまっており、女性用のカーブスの近くに立地することが圧倒的によい。メンズ・カーブスのFCオーナーも、ここでカーブスを運営する同じオーナーである。

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

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

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

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

東北大学片平キャンパスにあるメンズ・カーブスを見学

2022年3月に東北大学のキャンパス内に出店した。「メンズ・カーブス東北大学片平 SA テストベッド」では、東北大学の加齢医学研究所と組んで、スマート・エイジングの共同研究も行っている。

この東北大学片平キャンパスにあるメンズ・カーブスを見学した。カーブスでの運動は、メタボ、ロコモ、認知症の予防に効果があるという実証研究が進んでいる。自分のペースでできるちょうどいいスポーツジムというキャッチフレーズである。

会員が長く続くコツには2つの側面がある。1つは、1) 筋肉を減らさずに脂肪を減らす、2) 糖尿病に効く、3) 認知機能の改善に役立つ、という側面である。もう1つはコミュニティでの絆、つながりができることである。カーブスに来て、運動をし、インストラクターと会話をして、仲間と友だちになっていく。こうした内容がメンズでも理解されてくるにつれ

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、メンズ・カーブスの広がりが加速してこよう。

メンズの拡大に向けて

女性より会員料金が1000円高いので、その分損益分岐点は低い。メンズ・カーブスをやりたいというFCは多い。

今期は年5~10店ペース、来期以降は出店ペースが上がってくるものと予想する。FC展開のカギは一気に加盟店を増やすことである。女性のカーブスではすでに実績を有するので、そのオーナーと連携して実行すれば、数年で100店を達成することもできよう。

カーブスの店舗数、会員数には、女性（オンラインも含む）のみで、男性の会員数は入っていない。いずれ女性男性を含めた全体の数が意味をもつようになってこよう。

カーブスのオーナーが新型コロナを乗り越えて元気が出てくれば、メンズ・カーブスへの出店意欲も顕在化してこよう。

3月にメンズ・カーブスマリンピアを千葉市にオープンした。ここはハイ・スタンダードが出店した直営店である。

現在メンズ・カーブスはFCオーナーの出店希望をベースに逐次FCを増やしている。ノウハウの蓄積も進んでいるが、まだ会員の増加ピッチが十分でない。1) 新店の立ち上げは女性カーブス会員の紹介もあり、うまくいっている。2) 会員の退会も低く抑えられるようにサービスの向上を図っている。しかし、マーケティングの工夫が必要である。

各店は会員を集めて、黒字化しているが、女性カーブス並みの収益性を上げるには、さらに会員を増やす必要がある。このマーケティング力を上げるために、直営店でいろいろトライしてみる。このノウハウが上がってくれば、数年後にはメンズ・カーブスの大量出店が可能となろう。

サプリメントが好調～スーパープロテインからプレミアムプラスへ

プロテインはワークアウトが終わった後に飲むと効果があるので、会員の4割の人が継続的にセットで購入している。2018年8月期より新しいプロテインを発売した。自社開発のPB商品「スーパープロテイン」は、従来品に比べて1回の分量が半分で済む。とかす水も半分なので、飲みやすい。しかも、筋トレへの効果はアップする。これによって、継続的に購入する会員は確実に増えている。

プロテインは、スーパープロテインにプレミアムプラスを加えた。「スーパープロテイン・プレミアム+ (プラス)」には、青汁入り、ブルーベリー入り、グルコサミン入りに、乳酸菌入りも加わっている。定期購入価格は既存のプロテイン4900円/月に対して、これらは5900円/月である。

物販は5月と12月の年2回、キャンペーンを行っている。今回は2021年12月のプロテインの加入促進が新製品の効果もあってサブスク会員を増やした。12月は乳酸菌タイプが

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。

好調であった。会員の40%が利用している。今後も新商品の開発に力を入れて、効能を一段と高めていく。販売率も50%以上を目指す方向にある。

スマート・エイジングの共同研究を開始

2021年11月、カーブスジャパンは東北大学加齢医学研究所と、スマート・エイジングの共同研究を開始した。カーブスのサーキットトレーニングをベースに、①運動、②栄養、③社会性、④認知の4条件について、包括的に研究する。従来の認知的健康に加えて、身体、社会、精神の健康に及ぼす影響について検証する。

また、今回は女性だけでなく男性も対象とする。カーブスの会員、運動はしっかりデータをとりやすいので、科学研究に向いている。これがカーブスのよさにも結び付いてくるので、研究のエビデンス（科学的根拠）に注目したい。

これまでの共同研究で、カーブスのサーキットトレーニングを行うことが認知機能や活力を即時的に向上させるということを科学的に実証した。一日実施するだけでも効果があるということがわかった。こうした研究をさらに広げていく。

腰、膝に優位な改善

大阪大学（医学系中田教授）、日本イーライリリー、カーブスジャパンは、カーブスの女性会員を対象に、肩、腰、手足の慢性的痛みと運動に関する実証データ分析を行った。

2600名にアンケートして、139名の参加者を募り、3か月間のトレーニング後に再びアンケートをとった。分析の結果、腰、膝には、有意な改善が認められた。肩については、原因が複雑なので、有意とはならなかった。

これまで運動にかかわる部位の慢性的疼痛について、十分な分析がなかったが、カーブスの定型的運動がそのデータを提供し、一定の効果が認められた。

地方の健康対策に貢献

カーブスジャパンは鳥取県の^{だいせんちょう}大山町と組んで、地方創生事業に参画した。大山町は、医療費削減、運動意識向上に取り組む。大山町、鳥取大学、カーブスが産学官で組んで、地域の健康作りにソリューションを提供した。具体的には大山町内にカーブスタイプの店舗を出した。大山にある男性用30分アスレチック（店名：ブルーディア）は、実質的に男性用カーブス1号店であり、カーブスと同じ仕組みで運営し、実験を重ねた。

通常の店舗運営と同時に、町の健康対策の拠点となって活動している。人口1.5万人の町でもカーブスの会員が女性版と同程度となっており、ビジネスとして十分成り立つ。健康維持のコストをどう考えるかによるが、地方自治体の熱意と相談しながら展開することになる。

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。

神奈川県未病センターの認証を受ける

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

カーブス小田原は2015年6月に第1号の認証を受けた。ここでは、体力年齢の測定や健康相談員による運動や食事のアドバイスが受けられる。直接ビジネスにはならないが、集客効果はある。カーブスの社会貢献活動という位置付けでもある。その後、2019年10月には19店舗が承認され、現在は26店舗となっている。

ベネフィットワン・ヘルスケアと連携

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

「まち・ひと・しごと創生」と連携

2020年6月に東松山市（埼玉県）とカーブスは、市の健康推進に関する取り組みである「東松山市まち・ひと・しごと創生に関する協定」を結んだ。

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

カーブスは、カーブスビバモール東松山、カーブス西友東松山をベースに、メンズ・カーブスの場も設置した。

健康づくりの推進に係る包括連携協定

カーブスジャパンは、大牟田市（福岡県）と「健康づくりの推進に係る包括連携協定」を2022年5月に結んだ。市内のカーブス3店舗の協力も入れて、1)健康づくりイベント、2)健康啓発活動、3)健康相談、4)健診の受診推奨、5)市の健康施設への協力などで連携していく。自治体との地域包括連携は、当社の主力顧客層である65歳以上のシニア層にとって、信頼のあるつながりに結びつけやすい。紹介にも効果があろう。

カーブスをリハビリに活用

2021年4月に、カーブスジャパンは横浜市と協定を結び、心血管疾患を対象として心臓リハビリのサポートすることを始めた。病院への入院、通院中だけでなく、リハビリに役立つように、カーブスの施設を利用する。横浜市内の62のカーブスで、運動処方箋に応じて

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。

女性の運動をサポートする。

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

石巻の健康づくり～戦略的意味づけ

この7月にカーブスジャパンは、石巻市と「健康づくりの推進に係る包括連携協定」を締結した。全国的に、各地域の自治体と健康づくりで連携を図ろうとしている。

自治体の健康増進計画に合致して、健康づくりを推進できる。①健康づくりイベント、②市民への健康啓発活動、③健康相談窓口、④健診の受診勧奨などの面で協力できる。

石巻市の場合、市内にカーブスが4店あり、メンズ・カーブスもオープンしている。このフランチャイジーは1社が4店を有しているので、活動の連携も図り易い。

地域社会への貢献、地域でのブランドの浸透、働く人々の誇り、会員の獲得という点で、社会的価値と経済的価値が両立する。サステナビリティ活動としての貢献は大きいと評価できる。

ポストコロナへ～2類から5類へ

今年5月から新型コロナの国の扱いが2類から5類に変更された。これによって社会活動にも大きな変化が出ている。今まで外出を控えていたような高齢者も大分外に出てくるようになった。当社にとっては、ターゲットとなる顧客層にカーブス会員を訴求しやすくなっている。

海外も正常化へ

海外では、欧州の142店がほぼ正常化している。今後2年をかけて、アフターコロナの戦略を実行していく方向にある。欧州では、今後の拡大に向けて新しいビジネスモデルのトライアルに入っている。実験をしながら、新しいFC作りの基盤を固めているところである。

4. 当面の業績 会員数が本格回復の局面へ

売上内訳と利益貢献

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

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。

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

ロイヤルティは粗利に直接効いてくる。広告分担金はカーブス全体の広告に使うので、ここから利益は出てこない。なお、広告分担金は2021年8月期より計上基準を変えており、売上には入っていない。

物販はプロテインの月額直販（通販型のサブスク）で、自ら企画し製造委託しているため、自社生産に相当する。粗利にも大きく寄与している。コロナ前の平常ベースで、ロイヤルティとプロテインの営業利益への貢献でみると、2:1の割合で双方とも貢献しているものと推察される。

国内売上構成

(百万円)

国内		2019.8	2020.8	2021.8	2022.8
スポット	新規出店、契約更新による一時的収入	975	780	529	509
ベース	店舗数、会員数に連動する収入	26775	23840	23886	26596
	ロイヤルティ等				
	FC会員売上に対するロイヤルティ	6434	5209	5566	6022
	FC関連				
	システム利用料、販促グッズ等	1856	1563	1601	1646
	会員向け物販				
	プロテイン等	14593	14034	14543	16408
	直営事業				
	直営FC	2212	1697	2080	2418
	その他	71	83	95	99
	広告分担金				
	FC店拋出分	1606	1251	0	0
合計		27751	24621	24416	27105

コロナ禍の影響

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

上期下期に分けてみると、上期（9～2月）の営業利益2988百万円に対して、下期（3～8月）は営業利益-1821百万円と大幅な赤字になった。

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

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

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

2020年8月期の下期の特別な費用としては、FC加盟店への経営支援金13.7億円、会員向け広報発行物など関係維持費用5.1億円、オンライン体操教室の開発投資(タブレットなど)4.4億円、秋の会員獲得に向けたプレマーケティング(TV広告など)3.7億円など、計27億円が支出された。

コロナ禍の影響

(百万円、億円、万人)

	2020.8				2021.8				2022.8			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
	(9~11)	(12~2)	(3~5)	(6~8)	(9~11)	(12~2)	(3~5)	(6~8)	(9~11)	(12~2)	(3~5)	(3~5)
営業利益	1603	1384	-1259	-561	-10	882	443	307	493	1235	702	310
チェーン売上高	173	180	89	130	139	145	147	153	154	162	162	164
期末実質会員数	86.4	83.2	54.5	60.0	68.9	64.1	68.1	69.3	74.8	71.8	73.7	75.4
期末特別休会員数	0	0	20.3	9.9	4.3	4.4	0	0	0	0	0	0
ロイヤルティ等売上高	1676	1611	738	1182	1346	1359	1420	1440	1524	1456	1511	1530
FC向け経営支援金	0	0	1035	342	166	0	0	0	0	0	0	0

(注) 2021.8期の2Q、3Q、4Qの経営支援金は少額なのでここではゼロと記載。

2021年8月期の業績は大幅改善

2021年8月期は、売上高24681百万円(前年度比-1.6%)、営業利益1622百万円(同+39.0%)、経常利益1716百万円(同+47.4%)、純利益1129百万円(同+47.74%)と顕著な回復をみせた。

売上高全体で見るとやや減収ながら、営業利益が好転した要因は、1) FCへの経営支援金が減少したこと、2) ロイヤルティや物販が回復してきたことによる。一方で、会員数の回復に向けて、マーケティング費用にかなり先行投資したので、その分の費用は増加した。

2021年8月期の新規出店は+17店、退店は-79店で、8月末の店舗数は1958店となった。会員数は前期末比で+9.2万人の69.3万人となった。4Qに退会率は2.1%と低水準にある。4Qの物販は38.8億円と、コロナ前の水準に戻している。

売上高粗利率が改善しているが、これには広告分担金の計上区分を変更した影響も出ている。2020年8月期までは、FC加盟店より徴収していた広告分担金を一旦売上に立て、それを原価で費用として認識していた。全体の広告費は分担金よりも多いので、その分は自社の広告費として負担していた。

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

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。

業績推移

(百万円、%)

	2019.8	2020.8	2021.8	2022.8
売上高	28036	25082	24681	27509
国内	27751	24621	24416	27105
海外	284	460	264	404
国内売上内訳				
FC関連	13158	10587	9873	10697
(ロイヤルティ)	6433	5209	5566	6022
会員向け物販	14593	14034	14543	16408
粗利益	11505	9168	10403	11991
売上高粗利益率	41.0	36.4	42.2	43.6
販管費	6068	8000	8780	9248
経営支援金	0	1375	166	0
営業利益	5436	1167	1622	2742
売上高営業利益率	19.4	4.7	6.6	10.0

営業外収支の為替換算評価損益は、カーブスインターナショナルの借入金の換算差額で毎期出てくる。40億円弱（当初貸付は70億程度）の金額に対して、2021年8月期は77百万円の評価差益が発生した。為替変動に伴う評価損益は1ドル/円で35百万円であった。

カーブスインターナショナルののれん・商標権

	2018.4 (買収時)	2021.8	2022.8	2023.8 (3Q)
のれん・商標権 ドル建て (百万ドル)	202	169.6	159.5	151.9
円建て (億円)	215 (106.24)	187 (110.58)	218 (136.68)	202 (133.53)
償却額 ドル建て (百万ドル)	10	10	10	7.5
円建て (億円)		10.7 (106.63)	11.9 (117.81)	10.4 (137.49)

(注) カッコ内は、円/ドルレート。円換算は期末日レート。償却は期中平均レート。

資金確保は十分で順調に返済～為替変動のB/Sへの影響

2022年8月期のバランスシートでは、円安の影響が無形資産と為替換算調整勘定に出ている。2018年4月に米国のカーブスを買収したが、その時の資産は202百万ドル（106.2円

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

で215億円)、償却は20年で年10百万ドルであった。2022年8月期は資産159.5百万円ドルで、26.1円の円安となったので、それに伴って、のれんと商標権が21818百万円(前期比+3041百万円)となった。

バランスシート

(百万円、%)

	2018.8	2019.8	2020.8	2021.8	2022.8
流動資産	12278	11281	15275	14961	13739
現預金	6308	5350	9533	9760	8212
受取手形・売掛金	3691	3780	3243	3857	4156
商品	921	898	1511	1092	933
固定資産	25123	22943	21562	21323	24612
有形固定資産	324	323	326	505	424
のれん	1639	1456	1392	1346	1559
商標権	20559	19020	17997	17431	20258
ソフトウェア	557	632	666	815	1204
投資その他	808	537	446	689	786
総資産	37402	34224	36837	36284	38352
流動負債	7907	8018	7262	8929	9307
支払手形・買掛金	2033	2106	1562	1690	1747
長期借入金(1年内)	1840	1840	1840	3090	3290
固定負債	21133	18464	21432	18191	16688
長期借入金	16100	14260	17420	14330	11956
純資産	8361	7742	8142	9163	12355
有利子負債	17940	16100	19260	17420	15246
有利子負債比率	48.0	47.0	52.2	48.0	39.8
自己資本比率	22.4	22.6	22.1	25.3	32.2

純資産の部の為替換算調整勘定も3481百万円(同+3010百万円)へ増加した。償却の10百万ドルは同じであるが、期中平均で11.18円の円安となったので、その分円ベースの償却費が増加した。

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

キャッシュ・フローでは、M&Aに伴う長期借入金の返済が年間18.4億円続くが、これとは別に、コロナ対策として50億円の借入を行ったので、2021年8月期からは年12.5億円の返済が加わっている。業績は回復してくるので、これらの返済については十分対応できる。

キャッシュ・フローでは、営業CFが好転したことで、オンラインフィットネスへのシステム投資は増えたが、フリーCFは増加し、借入金の返済も予定通り進行した。

バランスシートでは、米国のカーブス本体を買収した時の借入金を順調に返済しているのに加えて、コロナ禍への対応として、借り入れた運転資金も返済している。

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。

キャッシュ・フローの推移

(百万円)

	2018.8	2019.8	2020.8	2021.8	2022.8
営業キャッシュ・フロー	2876	5321	1882	3240	3273
税引後純利益	2874	2782	596	1533	1796
減価償却	281	572	581	664	797
商標権・のれん償却	262	1139	1097	1083	1196
投資キャッシュ・フロー	-16640	-418	-464	-733	-943
有形固定資産	-137	-138	-112	-249	-218
無形固定資産	-269	-274	-311	-409	-717
子会社株式の取得	-18410	9	0	0	0
フリーキャッシュ・フロー	-13764	4903	1418	2507	2330
財務キャッシュ・フロー	13837	-5856	2765	-2309	-4218
長期借入金	17837	-1840	3124	-1840	-2173
自己株式の取得					-1247
配当金	-4000	-4016	-2016	-469	-797
現預金等期末残高	6308	5350	9533	9760	7943

2022年8月期は一段と好転した

2022年8月期は、売上高 27509 百万円（前年度比+11.5%）、営業利益 2742 百万円（同+69.1%）、経常利益 3311 百万円（同+92.9%）、純利益 2247 百万円（同+99.0%）と、好調な回復をみせた。

会員数は+6.0万人の75.4万人（前期末比+8.7%）となった。期末の店舗数は-11店（出店15、閉店-26）の1947店であった。コロナ禍での退店調整は改善傾向にある。物販のプロテインは好調に伸びている。

売上増により粗利益は+15.8億円となった。販管費の増加は+4.6億円にとどまったが、その内訳では、①入会増に向けた広告宣伝費+4.6億円、②株式給付信託制度導入による人件費+1.9億円、③円安に伴うのれん・商標権（外貨建）の償却増1.1億円、④その他-3.0億円であった。

これによって、営業利益は+11.2億円の増加となった。営業外損益で円安の伴う為替差益（海外子会社への円建貸付の換算差額）が4.9億円発生したので、その分経常利益の増加額は大きくなった。

海外売上高は404百万円（前期264百万円）、営業利益-476百万円（同-529百万円）と赤字であった。海外の回復はまだこれからである。

売上高は+11.5%であったが、主力2分野で見るとロイヤリティ+8.2%、会員向け物販+12.8%であった。ロイヤリティはFC店の売上から一定比率の収入をもらい、それが売上計上されるが、物販は会員への直販で30万人の会員へサブスク型の販売を行っており、そこからFCへ一定のフィーを支払っている。

会員の入会キャンペーンは年3回実施している。前期は、ヤング層（50～64歳）の新規

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。

が増加した。一方で、従来からの主力であるシニア層（65歳以上）の入会はやや低調であった。これが76万人に届かなかった理由である。また、新型コロナの影響があって、シニア層の活動は十分でなかった。

プロテインでは、高機能のスーパープロテイン・プレミアムが好調で、これは従来品より1000円高い。この販売比率が35%を超えてきた。会員増、定期購入増、単価アップが相まって、好調な伸びを示した。

四半期別業績推移

(百万円、%)

	2020.8				2021.8				2022.8				2023.8			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高	7335	7096	5127	5523	5719	6172	6278	6510	6460	6982	7006	7059	6935	7547	7707	
国内	7200	6975	4967	5474	5679	6096	6214	6426	6388	6858	6886	6970	6833	7437	7572	
海外	134	117	159	49	40	75	64	84	71	123	119	88	101	109	134	
国内売上内訳																
FC関連	3824	3087	1449	2228	2486	2380	2486	2521	2705	2550	2669	2772	2931	2951	3042	
(ロイヤルティ)	1676	1611	738	1182	1346	1356	1420	1440	1524	1456	1511	1530	1604	1596	1627	
(広告分担金)	776	239	57	177												
会員向け物販	3376	3892	3518	3246	3193	3716	3728	3905	3683	4308	4217	4198	3902	4486	4530	
粗利益	3031	3071	1292	1772	2507	2456	2703	2736	2829	3076	3062	3023	3039	3277	3175	
売上高粗利益率	41.3	43.3	25.2	32.1	43.8	39.8	43.1	42.0	43.8	44.1	43.7	42.8	43.8	43.2	41.2	
販管費	1428	1686	2551	2333	2518	1573	2260	2429	2336	1839	2359	2713	2406	1876	2114	
営業利益	1603	1384	-1259	-561	-10	882	443	307	493	1235	702	310	632	1401	1060	
売上高営業利益率	21.8	19.5	-24.5	-10	-0.2	14.3	7.1	4.7	7.6	17.7	10.0	4.4	9.1	18.6	13.8	

利益水準～会員数の戻りと共に

2022年8月期のFCチェーン売上高は644億円であった。2019年8月期は702億円であったから、9割を超える水準まで来た。

四半期の業績推移をみると、コロナ前の2020年8月期の2Q（12～2月）がピークで、その時の売上高7096百万円、営業利益1384百万円であった。これに対して、2022年8月期の4Qは売上高7059百万円、営業利益310百万円であった。

会員向け物販がすでに当時を上回っているが、ロイヤリティ収入がまだ戻っていない。当時の会員が83.2万人であるのに対して、4Q末は75.4万人であった。会員獲得に向けたマーケティング費用も当時に比べれば、カーブス本体が大きく負担して力を入れている。会員が戻ってきて、マーケティング費用が正常化してくれば、収益力はもう一段戻ってこよう。

ウクライナ紛争の影響

ウクライナ・ロシア紛争で、ウクライナにあるカーブスのマスターライセンス（当社とは独立）がウクライナで100店、ロシアで30店の直営、FCを有して事業を行っていたが、

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。

この事業者はロシアから撤退し、ウクライナは全店休業している。当社へのロイヤルティの収入減などの直接的な影響は、収入の0.01%未満なので、全くないといってよい。

ウクライナ情勢、円安、エネルギー価格の高騰など、当社のコストにも多少影響が出始めている。店舗の出店、改装などが従来の費用やスケジュールで難しくなっている。費用が上がり、期間も伸びつつある。プロテインなど、物販のコストも上がっている。これについては価格改定が必要になった。

海外では、欧州のFCで2023年3月末現在142店が稼働している。客も戻りつつあるので、欧州での新しいビジネスモデルと成長戦略の構築に向けて準備を始めている。

四半期別会員数

(期末会員数)	(万人)			
	1Q (9~11)	2Q (12~2)	3Q (3~5)	4Q (6~8)
2018.8	83.8	80.6	82.0	82.7
2019.8	84.5	81.9	82.3	82.2
2020.8	86.4	83.2	54.5	60.0
2021.8	68.9	64.1	68.1	69.3
2022.8	74.8	71.8	73.7	75.4
2023.8	78.7	75.8	77.2	

値上げの実施へ

プロテインは昨年9月から185円値上げした。原材料や物流のコスト増を反映させた。月の会費も2023年6月より500円ほど上げた。FCの粗利改善は従業員の待遇改善に充てる。人材重視の経営で採用競争力を高めていく。

プロテインは、6000円の価格に対しては3%の値上げとなったが、基本は原材料のコストアップ分を対応した。今後も原材料価格が大幅に変動する時は変更があろう。毎月購入しているものなので、今回の値上げで購入をやめるような動きはない。これによって、粗利は確保しているの、物販の収益性は確保できよう。

会員の月額料金を2023年6月より500円値上げした。なお、Wプランの8000円は据え置いた。全国一律での値上げとなるので、年間でみれば、会員75万人に対して、約45億円のチェーン売上増となる。2023年8月期の4Qからの値上げとなるが、これは来期から寄与してこよう。

カーブス本体にとっても、ロイヤリティの収入増として効いてくる。今回の値上げは、会員へのサービスを維持・向上するための人材投資に活用する方針である。FCのトレーナーの待遇改善、FCの収益性回復に向ける。カーブスで働く人々の処遇が相対的に優位になるようにして、人材を引き付けていく。

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

値上げは来期に貢献

6月から会員の月額会費を平均的にみて、従来の5700円/月から6200円/月へ+500円上げている。この値上げによって、今のところ入会、退会に影響は出ていない。カーブス効果は会員に伝わっているため、値上げは効果を上げよう。これに見合せて、店舗でのサービスをさらに上げていく方針である。

今回の値上げは、FC店での人材の待遇改善に主に活用する。本部への貢献はロイヤルティを通じて貢献してこよう。

今2023年8月期も好調を持続

3Q末の会員は、前年同期で+3.4万人の77.2万人となった。着実に会員数を戻しているが、ピッチはやや遅い。シニア層の戻りが鈍い。マーケティングやTV CMに力を入れており、一定の効果は出しているが、今一步である。今期末の8月では目標の82万人には届かず、80万人弱にとどまろう。

一方で、プロテインの定期購入者は順調に増えており、過去最高となっている。ヤング層の購入者が増えていることによる。筋トレとプロテインの相性はよく、効果が実感できるので、インストラクターが自信をもって勧めている。

業績は順調である。2023年8月期の3Q累計は、売上高22189百万円(前年同期比+8.5%)、営業利益3094百万円(同+27.2%)、経常利益2980百万円(同+10.0%)、純利益1874百万円(同+4.2%)となった。

前年同期比では、粗利の増加+5.2億円に対して、マーケティングコストの減少-6.9億円も大きく寄与した。マーケティングコストの減少はFC加盟店からの広告分担金が入って、本部の負担が減少している。分担金は、会員数の増加に比例するので、この効果が効いている。また、コロナの一巡で、広告効果も上がっている。

一方で、円安の進行によって、のれん等のドル建ての償却費が円ベースで増加した。(+2.1億円)

プロテインでは、飲み忘れによるスキップ購入者も減っており、定期購入の効果が上がっている。

経常利益の伸びが低くとどまったのは、海外子会社への円建ての貸付金の評価損益が、前上期が営業外収益で発生したのに対して、今期は営業外費用で発生した。この評価損益が表面上響いた。評価損益なので、キャッシュには影響しない。2018年4月に米国カーブスを買収した時のドル建てののれん等は20年間で償却している。202百万ドルを年間10百万ドルで償却している。これが円・ドルレートの変動によって変動する。

フリーキャッシュ・フローは十分な黒字を確保しているため、借入金の返済は順調に進んでいる。

会員サポートのためのIT投資、ソフトウェアの開発やアプリの充実に力を入れている。

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。

それによって、B/S上のソフトウェア勘定は徐々に増えている。B/S上の預かり金は、会員の会費を一時的に一括して預かって、それを各FC加盟店に会費として渡している。

業績予想

	(百万円、%)						
	2018.8	2019.8	2020.8	2021.8	2022.8	2023.8 (予)	2024.8 (予)
売上高	27937	28036	25082	24681	27509	30000	33000
FC関連	13446	13442	11048	10138	11101	12500	14000
会員向け物販 (会員数：千人)	14490	14593	14034	14543	16408	17500	19000
	827	822	600	693	754	800	870
営業利益	5095	5436	1167	1622	2742	3700	4700
売上高営業利益率	18.2	19.4	4.7	6.9	10.0	12.3	14.5
経常利益	5293	5242	1165	1716	3310	3600	4700
純利益	3488	3706	764	1129	2247	2350	3100

(注) アナリスト予想

来期も増益へ

来期も業績の回復が続こう。会員数の増加は十分期待できる。マーケティング、広告の効果は上がっており、本部の負担はさらに低下していく。プロテインの新商品も逐次効果を上げてこよう。

FCの業績もよくなっているので、FCサイドでの出店意欲が出ている。メンズ・カーブスへの期待も高まっている。来期は攻めの方向がより出てこよう。

今後の展開～成長余地は大きい

カーブスはコロナ禍前の収益性を取り戻しつつある。会員を戻しつつ、次は店舗も戻していく。かつては2020店がピークであった。現在は1954店であるが、今後出店ペースは上がってこよう。女性向けカーブスの店舗は、2200店まで十分増加可能であろう。新しいプロテインも年末には投資することになる。

今後の業績については、2024年8月期に過去のピーク水準の業績に持っていけるかが1つの目標である。年3回のキャンペーンで、ヤング層に加えて、シニアへの取り組みにも力を入れる。自治体との連携もさらに強化していく。

会員数を新型コロナ流行以前に戻すことを第一とする。一方で、人材の教育には一段と力を入れていく。FCの経営をさらにサポートしていく。会員増による広告分担金の収入増や会員獲得効率の改善も見込めよう。これによって、できるだけ早く新型コロナ前の収益力(売上高営業利益率18~19%)に戻していく方針である。

既存会員のシニア対ヤングの比率は6:4であるが、前期の新規加入をみると4:6で逆転

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。

している。高齢者は新型コロナに敏感なので、流行の兆しがあると外出を控えるようだ。こも今後戻ってこよう。

キャンペーンについては、マーケティングのコツをつかんでいるので、効果を高められるようになっている。ヤング層の増加に手ごたえがあり、退会率もシニア層並みに下がっている。フィットネスとしての月額料金は相対的に他に比べて安い、退会率が低いので、トータル価値 (LTV) は高くなる。

オンラインは、ハイブリット型を推進する。やはり、運動は誰かに相談し、身近にみてもらって、ちょっとした会話を楽しみ、専有の場所でやるのが楽しい。それが出来ない時は、リモートで実施してカバーするという方が続けられる。また、昨年9月にカーブスのスマホアプリをリリースした。現在16万人が利用するようになっている。

配当性向50%が目標

2020年8月期の配当は、普通配3.0円、東証1部上場記念配2.0円の計5.0円であった。2021年8月期は、期中の業績の上方修正に合わせて、3円配の予定を5円(配当性向41.5%)へ引き上げた。前期は7円(同28.9%)へ増配した。今2023年8月期は10円(同38.0%)を予定している。配当性向50%を目標としているが、キャッシュ・フロー、投資の水準、借入金の返済をみながら決めていく方針である。

5. 企業評価 新たな会員の獲得に向けて

コロナ禍を克服し、次のビジネスモデルを志向

今後の重点施策として、1) FC加盟店の会員をさらに戻していく、2) 会員の満足度を上げて退会を減らしていく、3) 50~60代へのヤングマーケティングを強化しつつ、シニアの回復も目指す、4) 「おうちでカーブス」をハイブリッドで速やかに拡大していく、5) メンズ・カーブスの出店ペースを上げていく、ことが実践されよう。

コロナ禍にあっても、すでにその方向で手を打ってきた。収益力は着実に戻ってくる方向にある。今回のコロナ禍に直面して、緊急の対応策やビジネス遂行の仕組みに関して、抜本的な見直しが迫られた。実際、事業ポートフォリオを再構成している。グローバル戦略はこれからである。サプライチェーンからみて、人員、施設能力、資金などの水準はどこにおくのか。一定の余裕は、これまで以上に持っておきたい。

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

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

サービスの多様化に向けて

カーブスでの楽しみのメニューは今後多様化していこう。1) 一定の定期的な運動が筋力を維持向上させて、40代、50代、60代以降の健康作りに貢献する、という点は変わらないとしても、2) スマホを活用したコミュニケーションやリモートによる参加の広がり、3) 運動効果を可視化して、インセンティブを高めるようなエビデンス重視、4) より楽しく過ごせるような機会の工夫、5) 会員サービスの向上に伴う付加価値の向上などが加わっていこう。会員は当面86万人を目標とするが、中長期的にはさらに拡大することができる。当社の成長余力はまだ高いものと予想する。

会員の回復がKPI

カーブスで、安全に安心して健康づくりをしたい、というニーズは強い。そこに、オンライン「おうちでカーブス」との連携が効果を発揮すれば、ピッチは早まろう。

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

株主数は、2022年8月末時点で4.1万人である。カーブスの会員には株主になってもらう方針である。株主優待（500円のクオカード）は予定通りで、配当については、配当性向50%を目標とする。

株価（7月28日時点）をみると、PBR 5.51倍、ROE 17.9%、PER 30.7倍、配当利回り1.3%である。新たなサービス提供などによって、ビジネスモデル（企業価値創造の仕組み）は引き続き進化するものと期待される。会員数と業績の回復ピッチを見極めながら、株価はさらに見直されよう。