

## 8920 東 祥

### ～ホリデイスポーツクラブの収益力は断トツ、ABホテルも本格展開へ～

2014年12月16日

東証1部

#### ポイント

- ・10月にホテル事業を分社化した。独立事業体として機動力を高めるためである。この宿泊特化型シティホテル「ABホテル」を第2の事業の柱として拡大する。2018年度に売上高40億円、売上高営業利益率30%を目指す。
- ・中期的にホリデイスポーツクラブの出店は年10店ペース、宿泊特化型のシティホテル（ABホテル）も年2店ペースでのオープンを目指す。ホテルの投資回収期間はスポーツクラブより長い、収益性は全く互角である。
- ・業績は確実に2桁成長を遂げており、2015年3月期も前年度比+20%の経常利益42億円を達成し、引き続きピーク利益を更新しよう。当社が最も重視する売上高経常利益率も2015年3月期で25.3%へ上がってこよう。断トツの収益力をみせている。
- ・全社的な出店ペースは、計画に比べてやや遅れ気味である。要因は、建設資材の値上がりや人手不足がみられる中で、採算重視の経営姿勢を貫き、ビジネスモデルをレベルアップさせながら、投資を進めていることによる。2014年3月に東京事務所を開設、杓名専務が常駐し、迅速な情報収集によって首都圏を攻める立地戦略の陣頭指揮をとるようにしたので、今後はピッチも上がってこよう。
- ・当社は、愛知県の安城市に本社を置き、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、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。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」を展開し、他社が真似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、健康づくりをテーマに、首都圏立地に向け、会員数2500名で高収益が見込めるスポーツクラブ（「総合エコ550」）を開発し、立地に合わせたイノベーションを実現している。当社のスポーツクラブは、投資効率を重視して従来地方中心であったが、現在の高収益モデルを首都圏へ本格展開する。首都圏、中部、近畿と出店余地は十分ある。3月に1部上場も実現しており、当社の持続的な成長力について、株式市場での評価は今後も一段と高まってこよう。

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。

## 目次

1. 特色 施設サービス業を軸に、ホリデイスポーツクラブを全国に展開
2. 強み 競合しない独自のビジネスモデルを確立
3. 中期経営計画 首都圏進出のスポーツクラブに加え、シティホテルも拡大へ
4. 当面の業績 利益率は一段と向上、出店効果でピーク利益の更新が続く
5. 企業評価 首都圏進出で、当社の実力がより認知度を高めよう

## 企業レーティング A

株価(14年12月15日) 2351円 時価総額 450億円 (19.15百万株)

PBR 3.06倍 ROE 16.1% PER 19.0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
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	12004	2524	2326	1234	70.2	12.0
2013.3	13271	3043	2845	1591	90.3	14.0
2014.3	15226	3616	3501	1975	107.3	18.0
2015.3(予)	16600	4280	4200	2370	123.7	18.0
2016.3(予)	18300	4700	4600	2600	135.7	20.0

(2014.9ベース)

総資本 34410百万円 純資産 14709百万円 自己資本比率 42.7%

BPS 768.0円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。2014年10月よりホテル部門を分割し、ABホテルとして子会社化したため、2015年3月期より連結決算となる。

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 施設サービス業を軸に、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

当社の経営理念は、「健康づくりで世のため人のためになる」ことにある。スポーツクラブは運動で健康づくり、シティホテルは快眠で健康づくり、賃貸マンションは快適生活で健康づくりを行う。社員数は2014年9月現在288名、平均年齢26.0歳と若い。

まさに健康づくりで社会に貢献することをミッション（使命）としている。2014年9月末時点で、スポーツクラブ（ホリデイスポーツクラブ）61店（会員16.5万人）、ビジネスホテル（A・Bホテル）8店（1022室）、賃貸マンション（A・C i t y）50棟（2070室）を運営する健康生活創造企業である。

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、他社が真似しようとしても、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HD
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	東1	東1	東1	JQ	JQ
業界順位	9位	2位	3位	7位	8位
店舗数	60	194	121	27	1339
売上高（13年度）（億円）	152	483	406	146	138
経常利益（億円）	35	22	22	2	25
売上高経常利益率（%）	23.0	4.7	5.4	1.2	18.4
株価（12/15）（円）	2351	1781	1158	1575	1770
時価総額（億円）	450	204	248	62	340
PBR（倍）	3.06	1.25	2.21	1.26	2.67
ROE（%）	16.1	8.1	12.5	1.0	20.2
PER（倍）	19.0	15.4	17.7	123.0	12.7
配当利回り（%）	0.8	2.0	1.5	0.2	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（2012年度）ベース。  
コシダカHDのフィットネスはFC加盟店ベース。13年度のカーブスは2013.8期。  
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、13年度のデータで売上規模の点では業界9位であるが、営業利益の額（13年度で36億円）及び利益率（売上高経常利益率23.0%）は断トツトップである。

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。

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）、コ・ス・パ（大阪ガス系）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）が急成長しているが、ビジネスモデルは異なり、直接的競合はみられない。

スポーツ施設の売上高ランキング(2013年度)

(百万円、%)

順位	会社名	売上高	伸び率
1	コナミスポーツ	76500	-4.3
2	セントラルスポーツ	46017	3.2
3	ルネサンス	40660	5.2
4	ティップネス	32940	4.3
5	スポーツクラブNAS	15604	10.3
6	東急スポーツオアシス	14827	3.8
7	メガロス	14639	1.8
8	カーブスジャパン	13860	22.4
9	ホリデイスーツクラブ	12245	13.4
10	コ・ス・パ	12041	-1.8

(注)伸び率は前年度比

(出所)日経MJ 2014年11月12日

### 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、業界大手の業績は必ずしも十分ではない。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、当社が目指す路線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2500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61店(9月末)を、長期的には100店へ拡大することを目指している。

### 建設・不動産から施設サービス業へ、創業以来三度の業態進化を遂げる

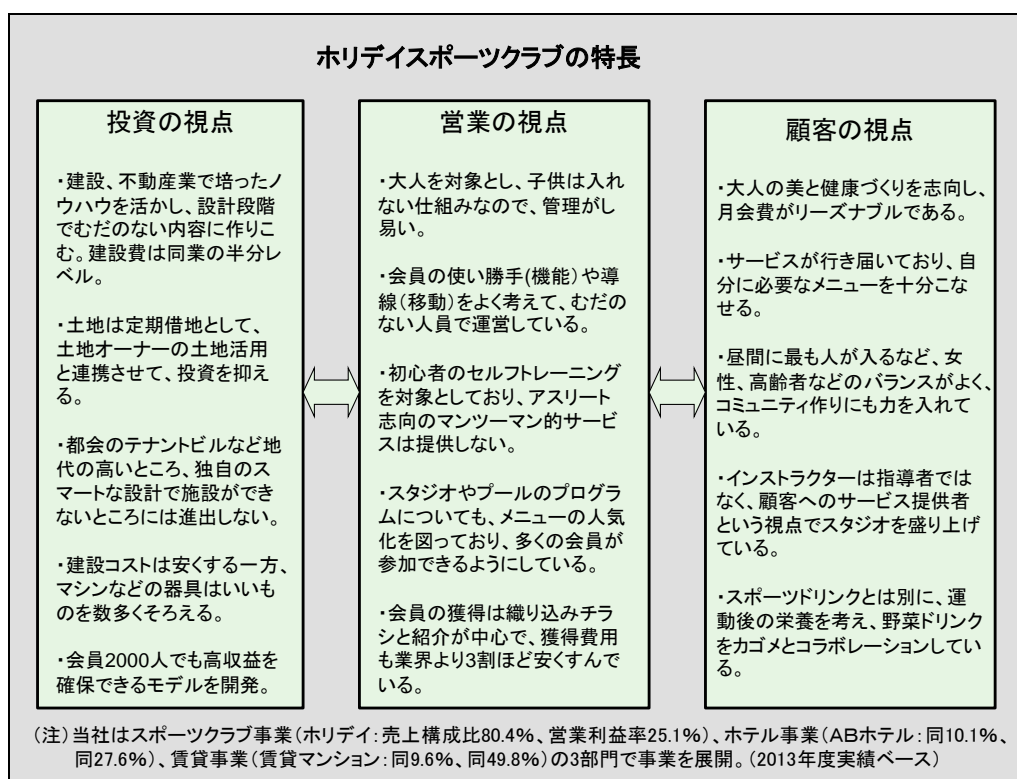
沓名社長は1979年に29歳で土木建設業の東和建設を創業、公共工事の下請けなどで、基盤づくりをした。その後、86年に分譲マンションのディベロッパー（祥福不動産）に参入した。土地を購入し、マンションを建設して、分譲するという不動産開発である。当時戸建て住宅にも参入したが、十分な競争力が発揮できないとして撤退している。

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。ゴルフの練習場などをやったが、季節変動の影

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。

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。



## 安城から全国展開へ

スポーツクラブは、18年前の96年に本社のある安城市(人口18万人、愛知県)でスタートさせた。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3.5億円程度であった。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。当時ではどちらも3~4億円くらいの投資で、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。

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%が見込める状況であった。

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、ビジネス客オンリ

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。

一からファミリー、パーソナル・女性への対応も図っているが、過去数年はホテルを増やすことよりも、ホリデイスポーツクラブに集中してきた。

賃貸マンションのA・City(50棟、2070室、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、収益性も高い。

## 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。社長の名の経営の基本は「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力が問われる。

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。建物はいかに安くいいものを作るかがポイントである。ローコストの建物をサービスの品質を考慮してうまく作るのが建設出身の当社の強みである。

スポーツクラブの立地は駅前とか、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、若い人材を入れてサービス向上を図っていく。

まさに「利は元にあります」を実践している。いいものを安く仕入れることが大事なので、土地、建築費を低く抑えている。これは質を落とすということではなく、いかに効果的に無駄を除いて機能を追求するかで勝負している。一言で言えば、他社の半分の建設費で作った店舗を、いい人材で運営するということである。これが高収益の鍵である、

## 2. 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“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志向する。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。

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人では入会するのを躊躇し、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これまで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った。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

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、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してきた。

この基本モデルを現在次々と進化させている。今や地方もさることながら、都市を攻めることができるようになってきた。都市型モデルの開発である。基本モデルの1つである「総合エコ550」は、人口10万人以上の都市で会員2500人以上、月会費7400円、1店当たり年商2.22億円、経常利益0.78億円、売上高経常利益率35.0%を確保するというものである。

#### ホリデイスーツクラブの出店地域

北海道	5	
東北	3	
関東	12	(1)
中部	22	(2)
近畿	7	(2)
中国	3	
四国	1	
九州	8	
合計	61	(5)

(注)2014年9月末の店舗数。  
カッコ内は今後のの出店数で、  
現在決まっているもの。

#### 全国に展開してきたが、首都圏へシフト

杓名社長は、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、ビジネスとしては儲からなくなるので、競合地域には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かった。しかし、4年前から名古屋、大阪、東京で条件に合うところが出始めており、可能性は広がってきた。従来都心の立地は採算上難しかったが、関東周辺に十分出店できるようになった。首都圏への立地も可能となる新モデルを開発したので、挑戦できるようになったのである。

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。実際、15年前、10年前の店で粗利1億円以上稼いでいる店があり、既存店はいずれ劣化するという一般的な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

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。

### 会員数が少なくても高収益が成り立つ新ビジネスモデル「総合エコ 550」を開発

スポーツクラブのビジネスモデルに関しては、逐次見直しを進めている。新規出店に当たっては、フレキシブルに環境の変化を織り込んで対応している。

2008年の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名モデルが出来上がった。さらにそれを改良して2200名モデルを作った。それを「総合エコ 500」と名付けた。リーマンショック前の「総合大型 800」（従来タイプの代表）が会員3000名、広さ800坪、投資額6億円、売上高2.5億円、経常利益0.75億円（売上高経常利益率30%）であったと比較して、新タイプの「総合エコ 500」は、会員2200名、広さ500坪、投資額4億円で、売上高1.9億円、経常利益0.66億円（同35%）を獲得するというものである。総合エコ 500モデルは、リーマンショック前の総合大型 800に比べて、建設費で-30%、水道・光熱費で-50%、人件費で-30%のコスト削減に成功している。

ホリデイスーツクラブのビジネスモデル

	総合大型800 地方モデル	⇒	総合エコ500 都市モデル	⇒	総合エコ550 都市モデル
	(リーマンショック前)		(最近)		(今後)
延べ床面積(坪)	800		500		550
1店当たり投資額(百万円)	600		400		450
年間売上高(百万円)	252		190		222
年間経常利益(百万円)	76		66		78
売上高経常利益率(%)	30.0		35.0		35.0
会員の月平均単価(円/人)	7000		7200		7400
会員数(人)	3000		2200		2500
敷地面積(坪)	2000		800		1000(都市) 1800(地方)
商圏人口(万人)	15		10		10

(注)総合はジム、スタジオ、プール、お風呂の4施設が完備。

それをさらにバージョンアップしたのが、「総合エコ 550」である。このモデルは、全てにプールを用意する。従来はノンプール(プール無し)の店も建設した。それは現在でも十分成り立っている。しかし、ここに来て建設費がかなりアップしてきた。それを織り込んで集客力を上げるためには、プールをつけて、2割の会員増を図る方が効果的と判断した。

当社のビジネスモデルは常に進化している。従来は、スポーツクラブの会員数が2500名のモデルと2000名のモデルがあった。それを改良して2200名モデル、2500名モデルへと

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。



変化している。

2013年3月末の53店でみると、3000名モデルが29店、2500名モデルが13店、2000名モデルが11店という内容である。今後は2500名以上の会員の獲得を基本としつつ、店舗のバリエーションを考えていく。

### 持たない経営で効率追求

当社は、仕入れをしない経営、営業員のいない経営を貫いている。例えば、スポーツクラブでいろいろな用品などを販売しているが、これは当社の売上として計上していない。販売はあくまで委託販売で、当社はその手数料のみをもらっている。在庫をもって、それを管理するというビジネスをさせているためである。常に、本業で儲けることに徹している。また、通常は販売なしに事業なしといわれるが、当社は営業に人を置かなくても客を集められる工夫をしている。

## 3. 中期経営計画 首都圏進出のスポーツクラブに加え、シティホテルも拡大へ

### 東京事務所を開設、首都圏で年5店の出店を目指す

東祥グループの成長戦略では、スポーツクラブで年10店の新規出店を目指している。首都圏で5店、地方で5店を目標とする。生活立地を基本に場所を探しているが、スーパー、ドラッグストア、ホームセンターなどとの競合もあり、当社の採算から弾いて折り合わない所も多いが、今後は3月に東京事務所を設置した効果が出てこよう。ようやく東京周辺でも新規出店が具体化してくるものとみられる。

スポーツクラブは、全国で248の出店可能地域があると、会社側では読んでいる。そのうち関東が131カ所、それ以外が117カ所である。現在61店のうち、関東が12、その他49であるから、関東地区の出店可能性が高い。今後は、首都圏を最重点地域と定め、このほかに関西、中部を重点エリアとする。首都圏で5店、中部・関西で5店という内訳である。

3月に開設した東京事務所には専名専務（長男）は常駐して、店舗開発を指揮している、土地情報はいろいろ入っている。首都圏の1都3県で立地マップを作ると、131店の出店可能地域がある。東京60、神奈川30、埼玉26、千葉15の地域である。そのうち10年で50店舗を作ろうという計画である。

ここきて地代と建設費がアップしている。事業採算をよく検討して、無理せず出店を進める方針である。出店モデルは会員数を2200名から2500名へ、会費も平均7200円から7400円へアップしていく方向である。立地とサービスに見合ったプライスを提供して会員を獲得する。

---

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

土地については、当社は駅前や商業地立地ではなく、生活立地を基本とする。土地は借りて建物を建てる。土地で競合するのはスーパー等である。他業態の出店も加速している。賃貸料で負ける場合があるが無理はしない。

沓名社長は施設サービス業としてのレベルを一段と上げていくことを目標にしている。〔施設の賃貸料+運営で稼ぐサービス料〕によって高収益を目指す方針である。

### フィットネスの潜在需要の掘り起こし、自ら市場を開拓

2013年の国内のフィットネスクラブ市場は4240億円、会員の参加率は3.16%であった。これに対して、沓名社長は4~5%（会員参加率）の需要はあるとみている。当社が新店を1店作って会員を集めると、半径500mの人口に対しては参加率5%となる。1kmとすると4%になる。よって、店舗によって、潜在需要を掘り起こすことができるとみている。

日本国内のフィットネス市場を2000年と2010年で比べると、10年で13.4%ほど伸びており、会員の参加率も、米国の17.4%に比べて低い。因みに米国にフィットネス市場は2.4兆円である。

高齢化してくると、健康を維持する気持ちは強くなる。自宅から近いところに通いたい。料金はリーズナブルで、友だちがいるとなおよい。こうした潜在需要をどこまで掘り起こしていけるかがポイントである。

今の参加者は健康な人がより健康になりたくてくるというのが基本である。病気になった人がリハビリを行うというのは別の施設で行われている。病気にならないように、病気が治った人が予防できるようにというニーズも今後高まってこよう。

### 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10~18%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。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。総合エコ550モデル(延べ床面積550坪、会員数2500名以上)をベースにした都市型モデルを主力に出店する。建設費や準備費用も含めて投資総額は4.5億円程度である。お風呂には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、屋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

---

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。

ドして出来上がった。

スタジオでの運動では、新商品として体操シリーズを出している。青春体操、肩楽体操などである。青春体操は、60歳以上を対象にした初めてのプログラムであるが、かなりうけている。

さらに、2014年4月からは、米国の新エクササイズ、ピロキシングを全店に導入した。また、アスレチックジムの道具は、全てテクノジム社(イタリア)のマシンで最新のものを入れている。バイク系のものは、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。また、初めてスクワットマシーン(テクノジム製)が開発されたので、早速導入している。

第4は、お値打ち料金の提供である。総合550モデルの中心である月額会費平均7400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る。

スポーツクラブのビジネスモデル

	総合エコ500 (旧総合2200)	総合エコ500 (旧総合City2200)	ノンプール400 (旧ノンプール2000)	⇒	総合エコ550	
	地方	都市部	都市部		都市部	地方
地域						
商圏(万人)	10	10	10		10	10
敷地面積(坪)	1500	800	800		1000	1800
延べ床面積(坪)	500	500	400		550	550
駐車場(台)	150	80	80		100	180
会員数(人)	2200	2200	2000		2500	2500
会員単価(円/人)	7200	7200	6700		7400	7400
投資額(億円)	4.0	4.0	3.0		4.5	4.5
年間売上高(百万円)	190	190	160		222	222
年間経常利益(百万円)	66	66	48		78	78
売上高経常利益率(%)	35.0	35.0	30.0		35.0	35.0

(注)ノンプールはプールが無い施設

### スポーツクラブの商品戦略としてネーミングを変更

現在61店で会員数は16.5万人、1店当たりの平均会員数2705名という水準である。商品戦略では、ネーミングを変えている。従来総合2200、ノンプール2200といていたものを総合500、ノンプール400という呼び方にした。

2200の意味は、会員数2200人で高い利益率が確保できるという内容であったが、2200を使うと、2200人が目標になってしまうので、それを避けるためである。2200人以上の会員を集めても何ら問題はないので、会員数だけがクラブ経営のキーファクターではないことをはっきり打ち出すようにした。

総合エコ550の意味は、550坪の店であるという広さを基準にしたものである。会員2500人で店舗の売上高経常利益率35%が確保でき、会員がそれを超えてくれば利益率はさらに上

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。

がってくる。

健康への関心は高まっており、ジムエリアの拡張が必要になっている、もう一回り大きくすることによって、会員の増加と使い勝手のよさを追求していく方針である。

### ノンプール型は縮小

ノンプールのホリデイ千葉市原は順調である。会員は2600人と予定を上回っている。このノンプールからプール付きにシフトした理由は、建築費7000万円の差で集客が+500人となるので、会員獲得上、プール付きの方が有利と判断した。

現在ノンプールは6店ある。東日本大震災後の復興需要で建設費がアップした。そこで、プールなしよりもプール付きで集客力を高めた方が会員を集めやすいということで、プール付きモデルを中心にすることにした。

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良い。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。

しかし、ノンプールは見直すこととした。建設資材の高騰が響いている、船橋のノンプール店は1.8億円の建設費で予定通りできたが、震災後の契約では同タイプが2.5~2.8億円ほど要するようになってきた。今後、採算を同じレベルで確保するには、集客力を高める必要がある。また、首都圏における他業態の出店競争もあり、出店地域が制約を受ける可能性もある。そこで、ノンプールをプール付きにして、出店のフレキシビリティを高めることにした。

### エクササイズに米国発のピロキシングを導入

ピロキシング (Piloxing) は好評で大盛況である。90名のインストラクターが認定資格をとって、2014年4月から全国で展開している。

スポーツクラブでのエクササイズについて、スタジオで行うプログラムは、これまで自社で開発してきた。当社の独自のプログラムには、ターゲットアプス、ビーアダンサー、ビューティークイーンなどがある。こうしたスポーツクラブのメニューは年2回リニューアルしている。また、最近ではヨガが流行っているが、当社でも5つのヨガコースを用意している。この5月からはヨガde健康というプログラムも始めた、常に新しいメニューを用意して会員を飽きさせずに、鼓舞していくことが重要であるという施策である。

一方、今回米国のピロキシング (Piloxing) を導入した。ピロキシングは61の総ての店舗で既に本格化している。60人の定員に対して満員という盛況ぶりである。ピロキシングは米国ロサンゼルスの本拠地とするヴィヴィカ・ジェンセンが考案したもので、世界36カ国で人気を集めている。「ピロキシングアカデミーLLC」と東祥が日本における独占契約を結

---

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。

んだ。

ピロキシングは、ピラティスとボクシングを合体したような運動である。ピラティス+ダンス+ボクシングの要素が入っている。ピラティスとは、バランスをとるという意味で、それにボクシング運動のハードさを加えている。1時間のプログラムで、手に専用のグローブ（250g）を着け、裸足でエクササイズする。

1時間で900kcalを消費するので、東祥の従来のプログラム（500~700kcal）よりも燃焼効率が高い。裸足でやるのは、土踏まずに刺激を与えて、バランスをとり、全体の筋肉を鍛え易くする。ハードとバランスのインターバル・トレーニングで効果がアップするという。創業者のヴィヴィカ・ジェンセンは、もともとバレエのダンサーで、膝を痛めてピラティスに出会い、それをベースに現在のエクササイズを考案した。ハリウッドの女性たちも活用しているという。

ピロキシングの指導をするインストラクターは世界で3000人ほどいる。そのうち、上級のマスターは200人である。東祥には現在アルバイト・パートも含めて、1000人のインストラクターがいるが、このピロキシングについては、まず90名が資格を取得した。

ピロキシングの選定にあたっては、昨年米国のロサンゼルスでエクササイズの大会があり、そこに当社のインストラクター（社員）を25名ほど参加させた。参加して勉強するだけでなく、いいものがあつたら日本にもってくるというテーマとして与えた。

数ある中で、若いインストラクターを選んだものがピロキシングである。自分がやってみたいもの、自分がインストラクターとして教えたいものを選ぶなかで、全員一致をみた。

ピロキシングの導入には一定の費用がかかるが、当社の今の収益力からみて、さして負担にならない。ロイヤルティ、研修費用などは、集客効果で十分吸収できよう。

エクササイズをやりたいという人は、若い人から高齢者までいろいろいる。女性だけのプログラムもある。男性の視線を気にしなくてよいからである。このピロキシングは男性も入れるので、全く問題ない。

1時間で900kcal消費というのは結構ハードである。高齢者には無理なのではないか、という点については、そんなことはないという感触を副社長はもった。過去にも高齢者向けのプログラムを用意したことはあつたが、意外に受けなかった。アクティブシニアで、エクササイズをやろうという人は、しっかりやりたいのである。まさに年齢、性別に関係なく、アクティブに動きたいという訳だ。その方向で見れば、このピロキシングはユニークな存在となる。

## 社員もインストラクター、ホリデイカレッジで人材を育てて出店

ホリデイカレッジもフル回転で、教育に力を入れている。2015年の採用は70名で、新人は3カ月ここで、訓練を受けて、スタジオデビューをするというパターンである。

当社は、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

---

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。

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、当社の社員は約 300 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。

人材の育成にあたっては、ホリデイカレッジを活用している。今年の新人は 74 名が入った。2014 年についても 70 名の採用を予定している。人材はホリデイカレッジで育成していく。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。当社の社員は全員インストラクターができるようし、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、ホリデイカレッジ（理事長 沓名真裕美副社長）で 3 カ月の集中研修を受ける。

社員の平均年齢は 26.0 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 1400 名が働いている。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 3~5 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 30~40 名で運営される。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。新卒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 7~10 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が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。

## 会員の獲得にも工夫

会員の獲得では、チラシ+ウェブに力を入れている。見学してから入会ではなく、思い立った時に即入会してもらうようにマーケティングしている。ウェブ入会の比率は 40%まで上がってきている。

## 収益性は高い

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くることである。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

---

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くるにつれ、既存店の収益性は上がってくる。結果として、新店舗を7~10店ずつ出していても、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。

収益性でみると、スポーツクラブは2年目、ホテルは3年目で黒字化し、収益貢献を高めてくる。開業前費用は、スポーツクラブが40~50百万円に対して、ホテルは10百万円程度である。①銀行からの借り入れは、スポーツクラブは8年、ホテルは10年で返済する。②リースは5~6年で、その後はリース料がなくなる。③建設等の減価償却も次第に減っていく、ということで、当社のビジネスモデルは10年を過ぎると収益性が大きく高まっていく可能性が高い。10年でリニューアルは行うが、その費用は50~60百万円でさほど大きくない。集客力を確保できれば、ストック型ビジネスとして、安定した高収益が見込める。

東祥の重要経営指標(KPI)

	(億円、%、店、万人)						
	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3(予)	2016.3(予)
売上高	106	108	120	132	152	166	183
経常利益	21	20	23	28	35	42	46
売上高経常利益率	19.7	18.5	19.4	21.4	23.0	25.3	25.1
セグメント別売上高							
スポーツクラブ事業	83	86	96	107	122	133	145
ホテル事業	7	9	10	10	15	19	23
賃貸事業	16	14	14	14	14	14	15
ホリディススポーツクラブ							
新規出店数	2	5	5	6	7	4	6
期末店舗数	37	42	47	53	60	64	70
会員数	10.5	11.5	12.7	14.0	16.0	17.0	19.0
ABホテル							
店舗数	5	5	5	5	7	9	13
客室数	641	634	637	637	895	1160	1680
A・City賃貸マンション							
棟数	48	48	49	50	50	50	13
室数	1988	1988	2028	2070	2070	2070	2174

### 国内重視でビジネスモデルを磨く

中期経営計画に海外展開は入っていない。ホリディス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

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。

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がポイントとなる。

### ホテル事業を独立させる ～ 将来は日本一を目指す

10月1日にABホテルを分社化し、子会社化した。宿泊特化型のシティホテルとして、130室をベースに駅前立地で出店していく。ホテルについては、スポーツクラブより土地のスペースが少なく済む。よって立地については、選択肢が広がる。ホテルも建設して開業するまでには1年ほどかかる。

スポーツクラブもABホテルも施設サービス業という点では同じであるが、事業内容はかなり異なる。そこで、別会社にして、自立したマネジメント体制を強化した。マネジメント人材でいえば、沓名裕一郎専務(長男)がスポーツクラブを担当し、沓名一樹取締役(次男)がホテル事業を推進している。これまでも、この分担であったが、将来を考えて、事業分担の一層の明確化を図ったのである。

ABホテルは現在売上の10%を占めるが、年2店ペースで新規開店して、2019年3月期までに20店を目指す。売上40億円、利益率30%、経常利益12億円が目標である。

ホテル日本一を目指し、いずれ上場させることを考えている。ホテルで日本一を目指すというのは規模ではなく、人気で一番になるという意味である。

ABホテルのビジネスモデル

	都心型複合モデル ～ホリデイスーツクラブ+ABホテル～		単独出店標準モデル
	ホリデイスーツクラブ	ABホテル	ABホテル
投資額(億円)	4.0	6.0	5.0
売上高(百万円)	190	249	210
経常利益(百万円)	67	87	74
売上高経常利益率(%)	35.0	35.0	35.0
立地	商業地域・駅前立地		商業地域・駅前立地
敷地面積	400～800坪		300坪
規模	延床面積500坪	客室数130室	客室数130室
想定	会員数2200名	稼働率75%	稼働率80%
平均単価	7200円	7000円	6000円
商圏/対象	10万人	ビジネスマン・ファミリー・女性	ビジネスマン・ファミリー・女性

### ABホテルも拡大へ、複合モデルで攻める局面も

ABホテルの中では、伊勢崎の建設が遅れている。建設費も予定より高くなっている。ABホテルはビジネスホテルからシティホテルへの志向を強めている。宿泊特化型のシティホテルとして、ビジネス客だけでなく、女性やファミリーでも使い易いように工夫している。端的に言えば、室の中のトイレと洗面が別になっているタイプである。

昨年オープンしたABホテルの新店2店(名古屋栄、小牧)は、いずれも好調で、稼働

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。



率は90%を上回っている、栄のA Bホテルは楽天トラベルで中京圏のシティホテル（宿泊特化型）でトップの人気ランキングとなっている。

都心ではスポーツクラブとホテルの複合モデルも具体化させる。1~2階がスポーツクラブで、3階以上がホテルという組み合わせである。これは立地を上手く活かすという意味で、ホテルの客がスポーツクラブを利用するという意味でのシナジーとは関係ない。高層にすることで相対的に地代を安くしようということを狙っている。複合モデルでは、スポーツクラブとホテルで土地代を案分すれば単位当たりの地代が安くなる。

これまでのホテルは鉄筋コンクリート作りであったが、職人不足という点も考えて、今後は鉄骨作りのホテルも検討していく方向だ。

### 次の事業にトライ~事業の結びつきと広がりへの追求

沓名社長はもう1つのことを考えている。世の中にはスポーツをしたくない人もいる。そういう人のためのレジャーやスポーツを工夫してもよい、という発想である。今後の展開については、飽和市場に新商品を投入して市場を活性化させることを狙う。今ある商品は今までは必要であったが、これからも続くかどうかは分からない。これから必要な商品、サービスを開発していくという戦略をとっていく。

また、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。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で一段と力を入れ、ホリデイスーツクラブのブランド力を上げようとしている。

定款を変更して、カルチャー教室の運営を入れた。昨年はスポーツクラブの会員について、カラオケの導入を検討したが、融合は馴染まないということで一旦断念した、今回のカルチャープログラムの導入は、会員に対して、美術、語学など様々な教育プログラムを用意する。講師を入れて、別料金とする。まずは、2015年3月にオープン予定の相模原のホリデイスーツクラブでトライしてみる。新規事業として、当社なりのモデルを考えていく方向だ。

今後は、医療との関係にも注目している。つまり、健康管理のために、スポーツクラブを利用するというニーズをさらに掘り起こすことができるなら、スポーツ&ヘルスケアクラブというような広義のドメインが設定できるかもしれない。

### 賃貸マンションにも投資~本社経費をカバー

A・Cityの賃貸マンションも需要はある。場所は愛知県の駅前である。現在、4棟、104室を開発中で、2015年にはオープンしてこよう。

賃貸マンションは、これまで貸すだけの賃料収入を得ていたが、自社でマネージしていく方向に舵を切った。マネージすれば、サービス料を稼ぐことができる。ウェブの活用で、

---

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

自社で直販、管理していく。駅前の再開発をベースに、愛知県内で年間 100 室を作っていく方針である。15%の利回りは確保できそうなので期待出来る。

賃貸マンションについては、郊外ではなく、駅前に限定することにした。これまでの実績をみると、中部圏でも駅前の方のニーズが高い。町から離れては成り立たないが、町中、駅近であればチャンスがあるとみている。そこで、駅前再開発を中心に新規案件を検討していく方向だ。現状でみると、土地購入タイプの物件で年 12%、借地タイプで年 17%の利回りが見込めるので、積極的に取り組んでいく方針である。

賃貸マンションについては、現在 50 棟 2070 室を有する。賃貸マンションのセグメント利益は現在 7 億円ほどである。これで本社経費はすべて賄える。規模の拡大につれ、本社経費もいずれ 10 億円程度に増えていこう。その費用をカバーするという意味もあって、このビジネスを拡大する。建設費は 40%もアップしているが、家賃を適切に設定し、今後はウェブで直接取引を仲介して、自社のマージンを拡大することも具体化しよう。

#### バランスシート

(百万円、%)

	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2014.9
流動資産	2051	2407	3138	5310	6678
現預金	1614	1826	2511	4728	5806
固定資産	23841	24487	25702	26945	27700
有形固定資産	21449	21999	23100	24264	24939
投資その他	2364	2463	2566	2646	2721
資産合計	25932	26932	28874	32292	34410
流動負債	5931	5923	6720	5829	6389
短期借入金	1114	438	610	0	200
社債	520	620	780	638	701
長期借入金	2679	2820	2888	2519	2679
固定負債	12613	12589	11467	12818	13311
社債	1440	1320	1260	2264	1913
長期借入金	9242	8742	7501	7626	8514
純資産	7387	8419	10686	13645	14709
有利子負債	14995	13940	13039	13048	14008
有利子負債比率	57.8	51.8	45.2	40.4	40.7
自己資本比率	28.5	31.3	37.0	42.3	42.7

#### 資本効率がよい

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、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も多い。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。

設備投資の枠については、従来キャッシュフローの範囲内として 20 億円を原則としてそれ

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。

を超える分はリースを活用してきた。今回、これを見直して、25億円に拡大した。収益力が高まってきたので、投資の余裕が出てきたことによる。

これまでホリデイスポ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ったので、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、借入れが大きく増えた。投資が拡大する局面では借入れも必要になり、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2014年9月末の自己資本比率は42.7%まで改善している。

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。

#### キャッシュ・フローの推移

	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3 (予)	2016.3 (予)
営業キャッシュ・フロー	2410	2914	3300	3742	3770	4100
税引後利益	950	1392	1655	2077	2370	2600
減価償却	1263	1288	1285	1345	1400	1500
投資キャッシュ・フロー	-1224	-1200	-2245	-2029	-2500	-3000
有形固定資産	-941	-1058	-1795	-1791	-2300	-2800
フリーキャッシュ・フロー	1186	1714	1055	1713	1270	1100
財務キャッシュ・フロー	-1297	-1573	-741	431	-260	-960
長短借入金	-1839	-1036	-1000	-854	1000	-500
社債	665	286	92	846	-300	-500
設備関係割賦債務	-119	-256	-457	-476	-500	-500
リース債務	-39	-46	-48	-63	-100	-100
株式発行	0	0	901	1256	0	0
配当金	-183	-202	-228	-274	-360	-360
現預金・同等物期末残高	1502	1642	1955	4100	5110	5250

#### 設備投資とファイナンス

設備投資については、投資したものについては有形固定資産に計上される。その支払いについて、いくつかの方法がある。1つは、内部資金で賄う方法である。2つは、借入金に頼る。しかし、会社としては借入金に依存しすぎるのは避けたいと考えている。

そこで、3つ目はリースを活用する。4つ目は設備の未払い金として計上し、それを割賦支払いにしていく方法である。5つ目は、設備は相手先が所有し、当方はそれを借りるという方策もとっている。フローのコストは上がるが、バランスシート上の負担はない。

ホテルは2件で10億円、スポーツクラブは4件で15億円程度の投資となる。この程度であれば、内部資金で賄えるので、リースや設備の割賦はさほどいらぬ。

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

今後、年10店スポーツクラブを出し、ホテルを2件出すとすると、年間50~60億円の資金需要が発生する。こうなると、内部資金で40億円を確保するとしても、10~20億円の外部ファイナンスが必要になる。その時には、いくつかの工夫がなされることになるだろう。

#### 4. 当面の業績 利益率は一段と向上、出店効果でピーク利益の更新が続く

##### 新ビジネスモデルの店舗も順調

2013年3月期は、売上高13271百万円（前年度比+10.0%）、営業利益3043百万円（同+20.6%）、経常利益2845百万円（同+22.3%）となった。

主力のスポーツクラブをはじめ、3部門とも好調であった。当社は売上高経常利益率も最も重要な経営指標としており、これで30%以上見込めない店舗には投資をしない方針だ。この期は、42店の既存店も好調で、その中の新ビジネスモデルの店舗も順調であった。

店舗の開業に当っては、開業前費用は販管費へ、開業後は原価に持っていく。売上高販売費比率は9.5%であったが、この中にはスポーツクラブとホテルの開業前費用85百万円が含まれていた。

スポーツクラブの新規出店は、4年前の3店から2店、5店、そして2013年3月期が6店と増えている。6店のうち、総合モデルが4店、ノンプールモデルが2店であった。

既存店42店中8店のリニューアルを行った。償却費やリース料の減少などで260百万円の効果があり、燃料費が上がっているが、全体の採算は向上している。2013年3月期の既存店売上高は+1.6%であった。退会率も3.5%で、この2年横這いに留まった。

ABホテルは稼働率が87.8%（前年度比82.8%）へアップした。賃貸マンションは50棟2070室となり、空室率も1.7%（同2.0%）へ下がっており順調であった。

##### 2014年3月期もピーク利益を更新

2014年3月期は、売上高15226百万円（前年度比14.7%）、営業利益3616百万円（同+18.8%）、経常利益3501百万円（同+23.0%）、当期純利益1975百万円（同+24.2%）と、3年連続でピーク利益を更新した。この期はスポーツクラブ7店、ABホテルを2店開設した。既存店が好調だったこともあり、売上高経常利益率も23.0%（前年度21.4%）となった。

スポーツクラブは60店となり、そのうち既存店は47店、この既存店の増収率は+1.6%であった。スポーツクラブは60店で会員数は16万人弱となった。会員の構成を見ると、60歳以上が25.2%であるが、各年代ともバランスがとれている。

スポーツクラブの粗利が30.6%となったほか、ホテルの売上高が不動産を上回った。売上比率でホテル10.1%、不動産9.5%となった。新店のオープンに当たっては、その準備費用が、1店当たり40~50百万円ほど要する。この費用は、オープン前までに発生ベースで処

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。

理する。よって出店が増えると販管費が増える。

ホテルは7店となったが、既存店は5店の稼働率は90.5%と、前年度の87.8%から+2.7%ポイントアップした。この水準はほぼフル稼働といってよい。新店も当初計画の75%稼働に対して86%と、上振れており、順調である。賃貸マンションは50棟、2070室に変化はないが、空室率が前期の1.7%から1.1%へ一段と下がった。

### 2014年3月期は久しぶりにABホテルが開業

ABホテルは2つがオープンした。2013年6月に名古屋栄（130室）、7月に小牧（128室）が開業した。宿泊特化型のシティホテルである。

ホテルの利益率は新店の影響で下がるとみていたが、むしろ上がった。初期費用が掛かるのと、ホテル全体の稼働率を平均83%でみていたが、それを上回ったことによる。ABホテルは建設費が4~6億円で、売上高は年商2億円、売上高経常利益率で30~35%を見込める。つまり、スポーツクラブとほぼ同じ施設サービス業といえる。新店の稼働率の前提は75%で、これより上がってくれば、収益性はより高まる。

### セグメント別業績

(億円、%)

	2013.3			2014.3			2015.3(予)			2016.3(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	売上高	営業利益	同率
スポーツクラブ事業	10783	2626	24.4	12245	3079	25.1	13300	3550	26.7	14500	3950	27.2
ホテル事業	1081	317	29.3	1539	425	27.6	1850	600	32.4	2300	700	30.4
賃貸事業	1406	647	46.0	1440	717	49.8	1450	750	51.7	1500	750	50.0
(本社経費等調整額)		-547			-606			-620			-700	
合計	13271	3043	22.9	15226	3616	23.7	16600	4280	25.7	18300	4700	25.7

(注) 同率は、売上高営業利益率

### 2015年3月期の2Q累計(上期)は絶好調を持続

2015年3月期の2Q累計は、売上高8273百万円（前年同期比+12.4%）、営業利益2192百万円（同+25.9%）、経常利益2132百万円（同+26.7%）、当期純利益1259百万円（同+37.3%）、と過去最高となった。売上高経常利益率も25.8%と同+2.9%ほどアップした。

スポーツクラブは61店、そのうち53店が既存店でその会員数は+3.6%と順調である。ホテルは8店、そのうち既存店は5店、その稼働率は89%と極めて高かった。賃貸マンションは50棟、2070室の入居率は98%台と高位安定である。

稼働率が高く、新店の開店が少ないので、販管費比率も8.0%（同9.5%）へ下がり、利益率が大きく上昇することとなった。

消費税の影響については、ほとんど出ていない。会費は消費税分だけ上がるが、それに

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。

よって退会率が増えるということはない。4月の退会率は多少アップしているが、4月の入会も順調で会員数の増加によって十分吸収している。

### 利益率は向上、課題は出店ペース

今期は、1Qでホテル1店、2Qでスポーツクラブ1店、3Qに出店はなく、4Qにホテル1店、スポーツクラブ3店という開店数である。課題はスポーツクラブの出店ペースにある。

スポーツクラブは、立地が決まってから開業まで8カ月はかかる。2015年秋からは年10店ペースに上がるように、現在仕込みに力を入れている。

2015年3月期に出店は、スポーツクラブ4店、ホテル2店であるが、2016年3月期は今のところ、スポーツクラブ2店、ホテル4店が決まっている。今後もスポーツクラブの出店が決まってくようなが、まだ10店ペースには届かないとみられる。

具体的には、2015年3月期はスポーツクラブ4店(8月富士、1月大阪平野、3月相模原、大垣)、ABホテル2店(6月深谷、2月一宮)である。2016年3月期は、スポーツクラブで2店(5月豊川、10月姫路)、ホテルで4店(4月金沢、10月豊橋、12月伊勢崎、翌2月三河豊田)が決まっている。今期のスポーツクラブは、中期目標の年間10店に対して4店と少ないが、立地を慎重に選んでいることによる。

2015年3月期の会社計画は、売上高16300百万円(前年度比+7.1%)、営業利益4085百万円(同+12.9%)、経常利益4000百万円(同+14.3%)、当期純利益2260百万円(同14.4%)である。出店が遅れぎみなので、売上高の伸びよりも利益の伸びが高くなり、利益率は一段と向上していきそう。会社側では通期予想を変えていないが、上期が好調なので、通期についても会社計画をやや上回ってきそう。

今期の経常利益は42億円が見込め、売上高経常利益率も25.3%となろう。当社のビジネスモデルは、1店当たりの利益率で35%を基本とする。販管費を入れて、うまくコントロールできれば、将来的に売上高経常利益率で30%を目指すこともできる。長期的には、売上高300億円、経常利益75~90億円、同利益率25~30%が1つの目標となろう。

配当は、前期に東証1部上場記念配2.0円を入れて18円としたが、今2015年3月期も18円は継続し、さらに増配も期待できよう。

## 5. 企業評価 首都圏進出で、当社の実力がより認知度を高めよう

### マネジメントは強固

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。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ると同時に、新商品の開発も担当している。専務は次期のトップマネジメントを担うべく経営戦略や首都圏立

---

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。

地を担当している。また、ホテル事業は独立させて、自立化を進めていく。

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し、一層充実していく必要がある。

### ブランドの浸透に向けたマーケティングと実績に注目

株主数は3月末の6087名から9月末に4456名に減っている。機関投資家の持株比率が上がってきているためであろう。

2013年3月にジャスダックから東証2部に、1年後の2014年3月に1部に指定替えとなった。3月のエクイティ・ファイナンスでは、12億円の資金を調達した。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15%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かなりの程度賄えるが、今後もタイミングをみて、一定のエクイティ・ファイナンスを行うことも有効な手段となる。

これまで都心に店がないので、投資家の認知が得にくかったという点については、首都圏への新たな出店が始まったので改善されつつある。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、ブランド力は一段と高まっていく。

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)

12月15日時点の株価でPBRが3.06倍、予想ROE16.1%、PER19.0倍、配当利回り0.8%という点から判断すると、マーケットでの評価はかなり高まってきた。

配当については、配当性向20%を目途にするので、2014年3月期は1部上場記念の2円増配も含めて年18円が実施されたが、今後も増配が期待できよう。株価は持続的成長を評価して、今後も一段と見直されていくものと期待できる。