

8920 東 祥

～ホリデイスーツクラブの収益力は断トツ、ABホテルも本格展開へ～

2015年7月9日

東証1部

ポイント

・新中期計画では、2018年3月期に売上高220億円、経常利益57億円、売上高経常利益率26%、ROE18%を目指す。ビジネスモデルは出来上がっているため、出店が順調に行けば十分達成できよう。出店戦略については、首都圏に軸足を置きながらも広域的に攻める。スポーツクラブだけでなく、シティホテル、賃貸マンションのポートフォリオのバランスも取りながら成長を目指す。

・2014年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3月期で、売上高38億円、経常利益10億円、売上高営業利益率27%を目指す。

・中期的にホリデイスーツクラブの出店は年8店ペース、宿泊特化型のシティホテル（ABホテル）は年3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、2016年3月期も前年度比+12%の経常利益47億円を達成し、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24.9%へ上がっており、業界で断トツの収益力をみせている。

・スポーツクラブの出店ペースは、計画に比べてやや遅れ気味である。生活立地をベースに、他業態との競争がある中で、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、著名専務が常駐し陣頭指揮をとっており、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、ホリデイスーツクラブを全国に展開する。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。首都圏、中部、近畿と出店余地は十分ある。稀にみる高収益と持続的な成長力については安定感がある。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 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 収益力の向上で、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 (15年7月8日) 2855円 時価総額 547億円 (19.15百万株)
PBR 3.36倍 ROE 15.4% PER 20.9倍 配当利回り 0.7%

(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	16888	4305	4203	2536	132.4	19.0
2016.3(予)	18200	4800	4700	2620	136.8	20.0
2017.3(予)	20000	5300	5200	2900	151.1	22.0

(2015.3ベース)

総資本 36297百万円 純資産 17016百万円 自己資本比率 44.8%

BPS 848.3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、A B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4月現在336名、平均年齢25.6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3月末時点で、スポーツクラブ（ホリデイスポーツクラブ）64店（会員17.2万人）、ビジネスホテル（A Bホテル）9店（1148室）、賃貸マンション（A・C i t y）50棟（2070室）を経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4社）

社名	東祥	セントラルスポーツ	ルネサンス	コシダカHD
店舗名	ホリデイ	セントラル	ルネサンス	カーブス
コード	8920	4801	2378	2157
市場	東1	東1	東1	JQ
業界順位	9位	2位	3位	8位
店舗数	64	190	118	1475
売上高(14年度)(億円)	169	509	420	160
経常利益(億円)	42	25	26	33
売上高経常利益率(%)	24.9	5.0	6.3	20.5
株価(7/8)(円)	2855	2280	1351	3150
時価総額(億円)	547	261	289	605
PBR(倍)	3.36	1.55	3.05	4.29
ROE(%)	15.4	9.4	22.7	19.7
PER(倍)	20.9	16.4	13.4	22.7
配当利回り(%)	0.7	1.7	1.9	1.0

(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(2013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。14年度のカーブスは2014.8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業2社（セントラルスポーツ、ルネサンス）と比べれば、14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（14年度で43億円）及び利益率（売上高経常利益率24.9%）は断然トップである。

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中で、業界大手とは一線を画している。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確立した。そこでは、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を有し、差別化されたスポーツクラブを長期的には100店へ拡大することを目指している。

建設・不動産業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

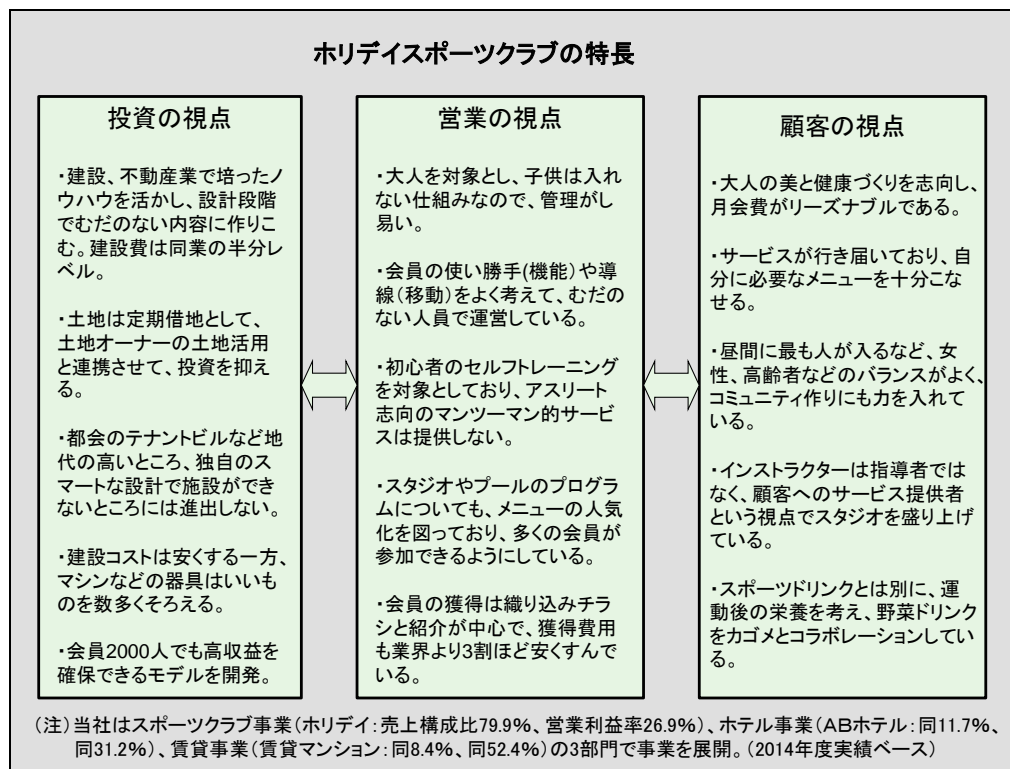
沓名社長は1979年に29歳で土木建設業の東和建設を創業、公共工事の下請けなどで、基盤づくりをした。その後、86年に分譲マンションのディベロッパー（祥福不動産）に参入した。土地を購入し、マンションを建設して、分譲するという不動産開発である。当時戸建て住宅にも参入したが、十分な競争力が発揮できないとして撤退している。

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たのである。



安城から全国展開へ

スポーツクラブは、19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、ビジネス客オンリーからファミリー、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

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。

すことよりも、ホリデイス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。

東京事務所を開設、首都圏での出店を目指す

東祥グループの成長戦略では、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。昨年3月に東京事務所を設置した。東京周辺でも新規出店を具体化させようとしている。

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65店のうち、関東が13、その他53であるから、関東地区の出店の可能性が十分ある。この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。

3月に開設した東京事務所には杓名専務（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。

ここに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。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。

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ので、賃貸料で負ける場合があるが無理はしない。

杓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。

利は元にある

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。杓名社長の経営の基本は「利は元にある」。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「利は元にある」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、

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、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。今後の基本モデルの1つである「総合エコ2500」は、投資額5億円、人口10万人以上の都市で会員2500人以上、月会費7200円、1店当たり年商2.16億円、経常利益0.76億円、売上高経常利益率35.0%を確保するというものである。

全国に展開してきたが、首都圏へも進出

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

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

うになった。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。

ホリデイスーツクラブの出店地域

北海道	5	(1)
東北	3	
関東	13	(1)
中部	24	(2)
近畿	8	(2)
中国	3	
四国	1	
九州	8	
合計	65	(6)

(注)2015年3月末の店舗数。カッコ内は今後の出店で、現在決まっているもの。

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。

リーマンショック前の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%）であったのと比較して、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った。

これは、リーマンショック前に比べて、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。

それをさらにバージョンアップしている。従来はノンプール(プール無し)の店も建設した。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。

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。その後は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

この4月には63名が入社し、社員数は336名となった。新入社員は、全員がトレーナーとしてのトレーニングを受け、3カ月後にはインストラクターとしてデビューする。その教育を行うのが、ホリデイカレッジである。若手の全社員がインストラクターとして活動できるのは、業界で当社のみである。

当社は、まだスポーツクラブのないと地域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、社員の8~9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(理事長 沓名真裕美副社長)を活用している。社員、アルバイトの教育が大切である。出店がふえるので、それに見合せて人材を教育し、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。

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。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。

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。

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
売上高	106	108	120	132	152	168
経常利益	21	20	23	28	35	42
売上高経常利益率	19.7	18.5	19.4	21.4	23.0	24.9
セグメント別売上高						
スポーツクラブ事業	83	86	96	107	122	135
ホテル事業	7	9	10	10	15	19
賃貸事業	16	14	14	14	14	14
ホリディススポーツクラブ						
新規出店数	2	5	5	6	7	4
期末店舗数	37	42	47	53	60	64
会員数	10.5	11.5	12.7	14.0	16.0	17.2
ABホテル						
店舗数	5	5	5	5	7	9
客室数	641	634	637	637	895	1148
A・City賃貸マンション						
棟数	48	48	49	50	50	50
室数	1988	1988	2028	2070	2070	2070

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するノウハウが定着しているため、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

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。

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くる可能性が高い。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。

3. 中期経営計画 スポーツクラブに加え、シティホテルも拡大へ

新中期3カ年計画

新中期3カ年計画を策定した。前期で終わった3カ年計画については、目標経常利益40億円に対して、42億円を達成した。売上高経常利益率は25.8%と、25%を超えた。ROEも17.0%に上昇した。首都圏を中心にした出店計画は遅れたが、業績的には極めて順調であった。

今回の中期計画では、3年後の2018年3月期に売上高220億円、経常利益57億円を目標にかかげている。社内的にはもう少し上の60億円を目指している。この中期計画はGOGO計画と名付けている。経常利益が2015年3月期の42億円に対して、2016年3月期48億円、2017年3月期52億円、2018年3月期57億円と、経常利益が毎年+5億円程度増えていく。利益成長は年10%強で、売上高経常利益率26%、ROE18%を目指す。

ビジネスモデルはすでに、出来上がっているので、出店が順調にいけば十分達成できる数値目標である。ホテルは年3店ペース、スポーツクラブは今期3店の後、8店ペースとなる。

中期3カ年計画

(億円、%、円、店、万人)

	2015.3	2016.3(計画)	2017.3(計画)	2018.3(計画)
売上高	16888	18200	20000	22000
経常利益	4203	4800	5200	5700
売上高経常利益率	24.9	25.8	26.0	25.9
EPS	132.4	136.8	153.0	167.0
ROE	17.0	17.0	17.5	18.0
設備投資額	2618	2500	4300	4300
スポーツクラブ新規出店数	4	3	8	8
ホテル新規出店数	2	3	3	3
ホリデイスーツクラブ店舗数	64	67	75	85
会員数	17.2	17.9	19.9	21.9
ABホテル店舗数	9	12	15	18
室数	1148	1538	1928	2318
A・City賃貸マンション棟数	50	51	56	61
部屋数	2070	2105	2305	2505

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。

売上高経常利益率については、ゴールとして30%を目指している。その心は、「施設サービス業」を基本とするが、①施設の提供によって賃貸収入が入り、②それに人的サービスを加えて施設運営のリターンが入ってくる、③これを借入なし、営業員なしでできれば、高い利益率が実現できる、という沓名哲学の実践である。

設備投資は今期25億円に対して、来期はスポーツクラブ8店、ホテル3店で、43億円を計画している。これに対して、内部留保（配当支払後利益）（22億円）+減価償却（14億円）の内部資金が今期で36億円、来期は同41億円程度見込めるから、内部資金でほぼ対応している。

通常のビジネスでは、スポーツクラブやホテルの建設投資が多額になり、借入金に頼らないと資金が回らないので普通である。しかし、当社の場合は、すでに一定の規模に達した上に、収益性が高いので、内部資金でやっていける。出店ペースをさらに上げようとすると、借入金やエクイティ・ファイナンスなど外部ファイナンスが必要になるが、それは経営判断次第である。

出店について、スポーツクラブでは東京事務所を構えて1年を経過したが、実績としてはまだ不十分である。首都圏への出店で生活立地の場所を探しているが、出ものがあったとしても、スーパーと競合したり、賃料が合わなかったりということだと思うような出店には至っていない。これからの成果が期待される局面である。

設備投資とキャッシュ・フロー

(億円、%)

	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3(予)	2017.3(予)
設備投資	5	11	15	19	25	26	25	43
内部留保	9	9	10	13	16	22	23	25
減価償却	13	13	13	13	13	14	15	16
内部資金	22	22	23	26	29	36	38	41
有利子負債	161	149	139	130	130	134		
自己資本比率	25.8	28.5	31.3	37.0	42.3	44.8		
D/Eレシオ	248.5	202.9	165.6	122.0	95.6	79.0		

(注) 内部資金は内部留保(税引利益-配当額)+減価償却
D/Eレシオ(有利子負債/自己資本)

広域的に攻める

今後は、考え方を変えて広域的に攻めていく。立地戦略については、首都圏中心に攻めるという方針にこだわらず、全国でよい立地があれば検討する。

スポーツクラブに比べて、ホテルの方が立地は見つけやすい。スポーツクラブでは、1500~2000坪が必要であるが、ホテルは駅前で200~300坪あれば十分である。

よって、スポーツクラブで8店以上、ホテルで3店以上というのが1つの目標であるが、

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。

ホテルの出店が上振れする可能性は高い。つまり、立地が見出し易いので、加速する可能性がある。一方、スポーツクラブも年10店を出したいところだが、今のところそこまでは届かないとみられる。

賃貸マンションについては、現在の50棟に対して+10棟(+200室)を開発する計画である。リーマンショック後は開発を止めていたが、資金的にも余裕ができてきたので、利回り重視で力を入れていく。

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、匿名社長は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2500モデル(延べ床面積570坪、会員数2500名以上)をベースにした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

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。

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。月額会費平均7200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(2015年モデル)

	総合エコ2500	総合エコ3000	ホリデイスタジオ 「女性専用」
立地	生活立地	生活立地	生活立地
商圏(万人)	10 (3km)	20 (5km)	15 (3km)
敷地面積(坪)	1700	2000	800
延べ床面積(坪)	570	600	200
駐車場(台)	180	220	80
会員数(人)	2500	3000	1400
会員単価(円/人)	7200	7200	6500
投資額(億円)	5.0	5.5	1.2
年間売上高(百万円)	216	259	109
年間経常利益(百万円)	76	91	38
売上高経常利益率(%)	35.0	35.0	35.0

女性専用にもトライ

また、女性専用のホリデイスタジオをスタートさせる。ヨガをベースに、投資額は1.2億円、敷地800坪、会員1400名で、売上高109百万円、経常利益38百万円(利益率35%)を目指す。ヨガに特化した小型のスタジオで新しい出店をする。ヨガのホリデイスタジオは、今期中に1号店が出てくる予定である。とりあえず、3号店までトライして、次の展開を考えるという方針である。

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。現

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。

在ノンプールは6店ある。このノンプールからプール付きにシフトした理由は、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よい。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。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。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。

ピロキシングは米国ロサンゼルスを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

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が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。その方向でみれば、このピロキシングはユニークな存在となろう。

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。

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がポイントとなろう。

ホテル事業を独立させる ～ 将来は日本一を目指す

ABホテルは9店中8店が愛知県内であったが、埼玉の深谷に続いて今年4月には金沢にオープンした。この後、群馬県に伊勢崎や奈良にも進出が決まっている。

ホテルについては、インバウンド（訪日外国人）を受け入れていない。団体客は馴染まないとみており、日本のビジネス客で十分やっていける。

昨年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を中心に出店していく。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て済む。よって立地については、選択肢が広がる。ホテルは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、当面年3店ペースで新規開店して、将来は100店を目指す。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意味は規模ではなく、人気と収益性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(2015年)

	単独出店標準モデル
投資額(億円)	5.2
売上高(百万円)	215
経常利益(百万円)	75
売上高経常利益率(%)	35.0
立地	商業地域・駅前立地
敷地面積	300坪
規模	客室数130室
想定	稼働率75%
平均単価	6000円
商圏/対象	ビジネスマン・ファミリー・女性

ABホテルの拡大、複合モデルで攻める局面も

ABホテルの中では、伊勢崎の建設が当初見込みよりも遅れた。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。

2年前にオープンしたABホテルの2店（名古屋栄、小牧）は、いずれも好調で、稼働率

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た。

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。

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ports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、相模原のホリデイスports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年にはオープンしよう。このA・Cityの賃貸マンションについては、駅前だけに拘らず、生活立地にも拡げていく。当面は名古屋市内へ入っていく、単身者が基本であるが、壁を取ればファミリーでも使えるような工夫は折り込んでいく。

賃貸マンションは、これまで貸すだけの賃料収入ビジネスであったが、自社でマネージ

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

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、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、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	2015.3
流動資産	2051	2407	3138	5310	7729
現預金	1614	1826	2511	4728	7141
固定資産	23841	24487	25702	26945	28542
有形固定資産	21449	21999	23100	24264	25984
投資その他	2364	2463	2566	2646	2516
資産合計	25932	26932	28874	32292	36297
流動負債	5931	5923	6720	5829	6258
短期借入金	1114	438	610	0	0
社債	520	620	780	638	701
長期借入金	2679	2820	2888	2519	2730
固定負債	12613	12589	11467	12818	13022
社債	1440	1320	1260	2264	1563
長期借入金	9242	8742	7501	7626	8445
純資産	7387	8419	10686	13645	17016
有利子負債	14995	13940	13039	13048	13447
有利子負債比率	57.8	51.8	45.2	40.4	37.0
自己資本比率	28.5	31.3	37.0	42.3	44.8

設備投資とファイナンス

設備投資について、これまで土地は借りて、建物は自前で持ってきた。一部リースも活用してきた。今後は、もう少しフレキシブルに対応する方向である。新規に土地を購入することもある。

建物も 20 年の建物リースを活用する。これまでは 20 年の建物リースは難しかったが、今は可能となっている。土地は借りていると、いずれ返す必要があり、そうなるとうまくいっている場所であれば、ビジネスのサステナビリティを失うことにもなる。

一方、ホテルの建物の流動化については、今のところ考えていない。資産は自社で所有する方針であるが、経営は常にバランスなので、検討はしていく考えである。

外部ファイナンスについては、スポーツクラブは 8 年で返済、ホテルは 10 年で返済するというのが、基本的な考えである。

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

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

ク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、という懸念も出てくる。

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。

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2015年3月末の自己資本比率は44.8%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	2016.3 (予)	2017.3 (予)
営業キャッシュ・フロー	2410	2914	3300	3742	4492	4120	4500
税引後利益	950	1392	1655	2077	2608	2620	2900
減価償却	1263	1288	1285	1345	1396	1500	1600
投資キャッシュ・フロー	-1224	-1200	-2245	-2029	-2930	-2800	-4600
有形固定資産	-941	-1058	-1795	-1791	-2630	-2500	-4300
フリーキャッシュ・フロー	1186	1714	1055	1713	1562	1320	-100
財務キャッシュ・フロー	-1297	-1573	-741	431	723	-1570	-1090
長短借入金	-1839	-1036	-1000	-854	1038	0	500
社債	665	286	92	846	-638	-600	-600
設備関係割賦債務	-119	-256	-457	-476	-440	-500	-500
リース債務	-39	-46	-48	-63	-71	-100	-100
株式発行	0	0	901	1256	1200	0	0
配当金	-183	-202	-228	-274	-363	-370	-390
現預金・同等物期末残高	1502	1642	1955	4100	6386	6136	4946

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

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

う方策もとっている。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3件で15億円、スポーツクラブは8件で40億円程度の投資となる。年間50～60億円の資金需要が発生する。内部資金で40～45億円を確保するとしても、足りない分についてはリースなどを活用する。いずれは20～30億円の外部ファイナンスが必要になるかもしれない。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。

なお、2015年3月に子会社ABホテルが第3者割当増資を実施した。AB合同開発会社（代表社員沓名一樹、ABホテル専務C00）がABホテルの37.5%の株主となった。このファイナンスで、連結の東祥には12億円のキャッシュ・インフローが発生した。この資金はホテル建設に活用される。一方で、東祥のABホテルに対する持ち分は62.5%となったので、当期純利益においては、ホテル事業の少数株主持分が差し引かれることになる。

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月期は久しぶりにABホテルが開業

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

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

た。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。

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		
	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	13498	3635	26.9
ホテル事業	1081	317	29.3	1539	425	27.6	1973	615	31.2
不動産事業	1406	647	46.0	1440	717	49.8	1416	742	52.4
(本社経費等調整額)		-547			-606			-687	
合計	13271	3043	22.9	15226	3616	23.7	16888	4305	25.5

(注) 同率は、売上高営業利益率

2015 年 3 月期は 3 部門がバランス良く成長

2015 年 3 月期は、売上高 16888 百万円 (前年度比 +10.9%)、営業利益 4305 百万円 (同 +19.1%)、経常利益 4203 百万円 (同 +20.1%)、当期純利益 2536 百万円 (同 +28.3%) となった。

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

スポーツクラブは64店を有するが、そのうち53店が既存店の対象で+3.4%となった。ホテル事業は、9店中5店が既存店であるが、稼働率は90.7%で+0.3%ポイントのアップとなった。不動産事業は2070室で稼働率は98.8%で、+1.2%ポイントのアップとなった。

売上高販管費比率は9.1%（前年度比9.2%）と十分コントロールされた。稼働率が高く、新店の開店が少ないので、販管費比率も下がり、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、ほとんど出なかった。会費は消費税分だけ上がるが、それに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たが、4月の入会も順調で会員数の増加によって十分吸収した。

業績予想

(百万円、%)

	2015.3	2016.3(予)	2017.3(予)
売上高	16888	18200	20000
営業利益	4305	4800	5300
経常利益	4203	4700	5200
売上高経常利益率	24.9	25.8	26.0
セグメント別売上高			
スポーツクラブ事業	13498	14240	15290
ホテル事業	1973	2540	3190
不動産事業	1416	1420	1520
セグメント別営業利益			
スポーツクラブ事業	3634	3970	4300
ホテル事業	615	760	900
不動産事業	742	750	800
本社経費	-687	-680	-700

2016年3月期も好調を持続、課題は出店ペース

2016年3月期は、売上高18200百万円（前年度比+7.8%）、営業利益4800百万円（同+11.5%）、経常利益（同+11.8%）、当期純利益2620百万円（同+3.3%）を会社側では計画している。十分達成できよう。売上高経常利益率も25.8%へ、0.9%ポイントアップする予定である。

5月時点では、今期にスポーツクラブ3店、ホテル3店、の出店が決まっている。来期については、スポーツクラブ3店、ホテル2店がすでに確定している。

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3月期に出店は、スポーツクラブ4店、ホテル2店であった。2016年3月期はスポーツクラブ3店、ホテル3店を予定しているが、これはすでに決まっている。2017年3月期は同8店、同3店を計画しているが、今のところ同3店、同2店が決まっている。今期中にピッチを上げる必要がある。

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。

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つの目標となる。

配当については、2014年3月期18円、2015年3月期19円に対して、2016年3月期は20円と増配が続く見込みである。

5. 企業評価 収益力の向上で、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2014年3月末の6087名から2015年3月末に4329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る。

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。2014年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10%強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ほぼ程度賄えるが、今後の出店ペース次第で、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こよう。

杓名社長の経営力、ホリデイスポーツクラブとABホテル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)

7月8日時点の株価でPBRが3.36倍、予想ROE15.4%、PER20.9倍、配当利回り0.7%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。

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、今後も増配が期待できよう。株価は独自の持続的成長を評価して、今後も一段と評価されていくものと期待できる。現在時価総額は 547 億円であるが、長期的には 1000 億円がターゲットとなろう。