

## 2157 コシダカホールディングス

### ～カラオケで首都圏攻勢とアジア展開を加速、カーブスは圧倒的存在へ～

2018年8月2日

東証1部

#### ポイント

・3月に、米国のカーブス世界本部を、日本のフランチャイジーであった当社が、総額184億円で逆に買収した。①カーブスのブランドを守り、②フィットネスに関する自由度を手に入れ、③これまで支払っていたロイヤリティでのれんの償却は十分吸収できるので、価値あるM&Aと評価できる。カーブスのセグメント利益は、2018年8月期にM&Aの一次的費用5.6億円が負担となるが、翌2019年8月期には大きく拡大しよう。

・カーブスは、日本の1900店を含めて、世界の4000店をフランチャイジーとする。日本の会員は現在82万人であるが、100万人を超えて拡大できよう。従来の見方よりパイはかなり大きくなる。フィットネスの新たなビジネスモデルも期待できよう。

・カラオケの業績回復が顕著である。まねきねこブランドの首都圏展開が、先行投資を経て、収益貢献を拡大する局面に入っている。実際、この3Qは好調で、社内計画を上回っている。店舗の人手不足には、自動化などの資本装備率を上げて、生産性を高めている。AI(人工知能)を活用した新しい楽しみ方なども今後具体化しよう。

・カラオケのセグメント利益は、2012年8月期の26.9億円をピークに、2016年8月期には11.7億円まで低下したが、前期は20.5億円に急回復、今期は30億円を超えてこよう。カーブスの安定高収益にカラオケの利益拡大が加わり、成長力の確度は高まってきた。将来は、内外のカラオケで1000店を目指すという方向に展開しよう。

・当社の事業発展の軸は「既存業種新業態」、つまり既存市場での事業を、新業態の仕組みに変えていくことである。「総合余暇サービス提供企業」をビジョンに掲げ、アミューズメント、スポーツ・フィットネス、観光・行楽、趣味・教養の4つを事業領域とし、その中で、「既存業種新業態」を開発し、将来は1000億円企業を目指している。

・新しい楽しみ方や健康志向、海外への展開によって、ビジネスモデルは進化を遂げよう。国内のカラオケは600店以上、フィットネスは2000店以上へ拡大する方向である。経常利益100億円は十分達成できよう。業績は好調でピーク利益の更新が続こう。ROEも高く、独自の価値創造を行うユニークな企業として大いに注目したい。

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

1. 特色 「既存業種新業態」の総合余暇サービス提供企業
2. 強み 女性専用フィットネスが圧倒的キャッシュカウに成長
3. 中期経営方針 カラオケの市場開拓に成果、3本柱の展開へ
4. 米国カーブス総本部の買収 ブランドの確保と周辺ビジネスへの広がり
5. 当面の業績 カラオケが本格復調、ピーク利益の更新が続こう
6. 企業評価 首都圏攻勢と海外展開の加速に注目

#### 企業レーティング A

株価 (18年8月2日) 1287円 時価総額 1059億円 (82.3百万株)  
PBR 4.03倍 ROE 17.2% PER 23.5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
2010.8	21932	2503	2579	1125	14.7	2.7
2011.8	29093	3356	3336	2877	37.5	3.1
2012.8	33746	4077	4096	2279	29.8	4.4
2013.8	34515	4151	4237	3072	40.5	6.3
2014.8	37720	4276	4370	2423	32.0	6.9
2015.8	44257	4394	4492	2098	28.2	7.5
2016.8	51170	4810	4699	1900	26.2	8.0
2017.8	55283	6146	6354	3255	43.6	9.0
2018.8(予)	61900	7500	7500	4450	54.7	10.0
2019.9(予)	67000	9000	9000	5350	65.8	11.0

(18.5ベース)

総資産 63493百万円 純資産 25946百万円 自己資本比率 37.8%

BPS 319.1円

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

担当アナリスト 鈴木行生

(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

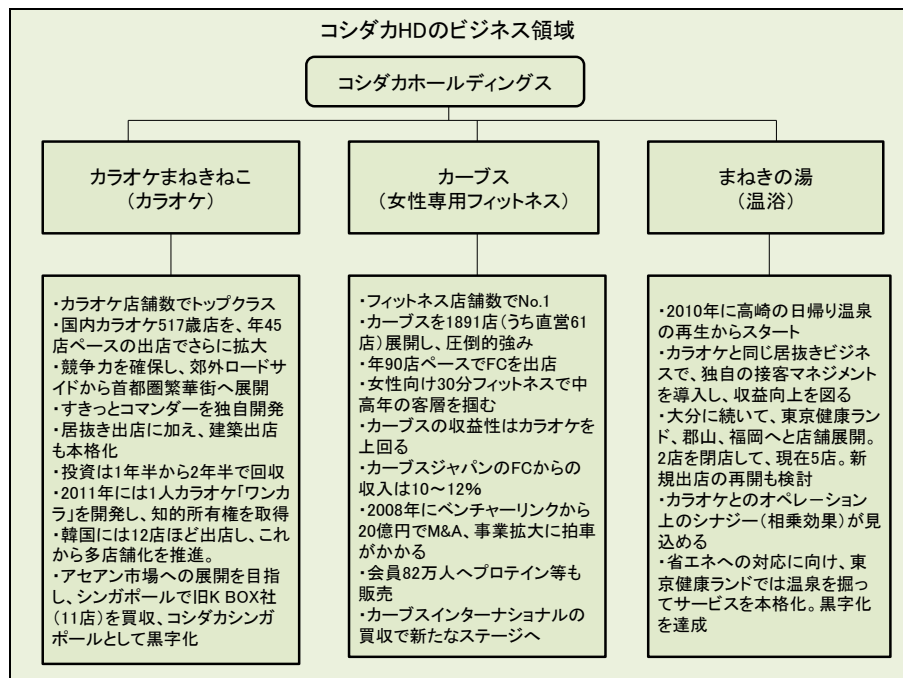
企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という4段階で示す。

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

## 1. 特色 「既存業種新業態」の総合余暇サービス提供企業

### 「既存業種新業態」を柱に、ビジネスモデルのイノベーションを実践

腰高社長は、衣食住の次は余暇と考えた。当初はカラオケから入ったが、これは1つのアイテムであり、フィットネスも1つのアイテムである。いずれも大衆的(ポピュラー)で手軽である。この庶民的なものを新しい形で提供したい、というのが当社の基本戦略である。当社の事業ドメイン(領域)は余暇にある。国内の余暇市場はマクロの統計で見るとあまり伸びていない。しかし、その中で、安・近・短志向は強まっている。安くて近くて短くという手軽で身近なレジャーの集合体を攻めるべきターゲットとしている。



ここにイノベーション(革新的な仕組み)を持ち込もうとしている。これを社長は「既存業種新業態」と呼んでいる。取り組む事業分野に目新しさはないが、そこでやろうとしていることは、全く新しい仕組みでサービスを提供しようというものである。まねきねこやカーブスはまさにその典型で、温浴もこうしたものである。

既存業種新業態といっても、新しいことはすぐに真似されてしまうのではないかと、という見方もできる。腰高社長は、どんなビジネスでもそのまま続けていけば時代に合わなくなってくる、と考えている。そこに新しい仕組み(イノベーション)を持ち込んでビジネス化する。真似ができないように先行し、後で真似されても、徹底的に考えて先行すれば、結果的に真似できないものになる。カラオケまねきねこも、既存のカラオケ店を活用するという仕組み

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。

であるが、誰も同じような水準まで真似できず、当社が圧倒的な低コストを実現している。

## 創業期の思い～創業 50 周年

先代の腰高善治氏が 1967 年（昭和 42 年）に前橋市において、新盛軒を法人化した。それまでは個人の中華料理店であったが、上州ラーメンの屋号でチェーン化を図った。以来、2017 年 3 月で創業 50 周年、カラオケは 26 年目、カーブスは 10 年目であった。

コシダカホールディングス（HD）のグループ就業者数（8 時間換算）は、現在 4000 人に達する。創業は 1967 年（昭和 42 年）で、その後カラオケで実力を付け、2007 年（平成 19 年）にジャスダックに上場した。08 年にカーブスジャパンを買収して、事業を一段と拡大した。そして、2016 年 11 月に東証 1 部に上場した。

腰高社長（58 歳）は東北大学を卒業後、父のラーメン店を手伝い、5 年間厨房に入っていた。30 歳の時に会社を立て直そうと考え、新規事業への参入を考えた。その時、2 つのことを考えた。1 つは今の本業からかけ離れていない新規事業は何か。もう 1 つは生まれたばかりの新しい業界のほうがよい、という点であった。そこで、カラオケボックスに行きついた。1 号店を出したがなかなか客が来ないので、資金繰りには引き続き苦労した。

ここで商売の本質を学んだ。お客に喜んでもらうにはどうしたらよいか。それがなければ商売は長続きしない。そこで、どうやってお金を借りるかではなく、いかにお金をかけないで商売をやるかを考え、それが居抜きビジネスへと繋がっていった。

1～3 号店までは自前で新規の店を作ったが、4 号店からは居抜きの展開に入った。実行してみると資金効率がよい。すぐ回収できるので、これだと思った。うまくいったので、30～40 店になった時に全国展開をしようと決断した。

全国展開にあたっては、事業部制をとった。人を先に送って、物件の選定を担当させた。これによって、全国同時に居抜きを本格化させた。前のカラオケ店は経営がうまくいかなかったのに、当社が入るとどうしてうまくいくのか。つぶれる店にはそれなりの理由がある。そのマイナス点を普通に直すだけで概ねうまくいく、と腰高社長は表現する。

## アクティブシニア層へのサービス展開

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

カラオケでも中高年が増えている。フィットネスのカーブスはもともと中高年の女性が多い。活動的なアクティブシニア層をどう開拓して、コミュニティ化していくかが焦点で、今の時代に合った方向である。消費のボリュームは安・近・短にある。シニア層では過去に経験した余暇活動にニーズがある。そのリバイバル需要を取り組むことを考えている。

中長期的なテーマは、「アクティブシニア層に合致する業態の作り込み」（腰高社長）であ

---

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

る。健康カラオケ教室、カーブスのサプリメントなど、いかに健康を保つか、これをサポートするビジネスモデル作りが注目される。

### 地方創生とクールジャパン

地方創生は国のテーマである。地方は高齢化と人口減少で厳しくなる。地方に一定の需要はあるが、それを担う人手が足りない。従来と違って、単なるバラ撒き、補助金ではなく、集約と退出を促進しようとしている。延命ではなく、企業として活性化し、生き残っていく方策を支援しようという姿勢が強い。

この点を踏まえて、腰高社長は、全国に展開するカーブスやカラオケの位置付けを見直している。カーブスはまさに高齢者の健康を保ち元気にする。カーブスのFCのオーナーは地元の中小企業からも数多く参加している。彼らの収益機会となり、雇用も作り出している。カラオケは社員独立によるFC化で、より地元密着を図ろうとしている。

もう一つ国の成長戦略との関連では、クールジャパン（ポップカルチャー）が注目される。カラオケのアジア展開に当って、ジャパニストを活かすことができる。その意味で、韓国に次ぐアセアン地域への進出に向け、シンガポールに拠点を設置した。

### 先義後利が会社経営の基本

常に新しいサービスを作り出し、そこにおもてなしの心を込めていくことが、当社の基本戦略である。会社のビジョンとしては、日本に留まることなく、アジアを始め全世界へ展開していくことを掲げている。

経営の基本方針を定めるに当たって、先義後利という標語は、腰高社長が行動基準に入れたものの1つである。まず人の道として、顧客のニーズに合った価値提供が最優先であって、利は後から付いてくるという考え方である。

### カラオケとフィットネスで基盤を確立、事業のドメイン(領域)は余暇

手軽さを差別化の核にして、圧倒的な強みを見せている。主力のカラオケは店舗数でトップクラスである。第2の柱である女性専用フィットネスのカーブス(スポーツクラブ)は、拠点数で圧倒的No.1である。

カラオケまねきねこは郊外を中心に展開していたが、ここにきて都心に攻勢をかけ成功している。フィットネスのカーブスは、女性専用30分のサーキットトレーニングシステムを米国カーブス社から導入したもので、日本のフランチャイジー(マスターフランチャイジー)を08年に買収し、当社が全国に展開している。

現在はカラオケ(アミューズメント)とフィットネス(スポーツ)、温浴(アミューズメント)の3つを事業の柱とする。成熟経済に入った日本において、健康で快適に余暇を楽しむことは大きなテーマであり、潜在需要は大きい。また、成長期のアジアにおいても豊かさが

---

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。

増してくれば、余暇に対するニーズは当然高まってくる。余暇産業は通常、アミューズメント、スポーツ・フィットネス、観光・行楽、趣味・教養に分けられるが、当社はすでにある程度でき上っている市場をターゲット(攻める目標)にしている。

#### セグメント別業績

(百万円、%)

		2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8
カラオケ	売上高	18543	18725	19854	23794	27643	29614
	営業利益	2692	2206	1580	1203	1170	2050
	同利益率	14.5	11.8	7.9	5.1	4.2	6.9
カーブス	売上高	11320	13860	16028	18649	21667	23720
	営業利益	1906	2556	3282	3856	4235	4672
	同利益率	16.8	18.4	20.5	20.7	19.5	19.7
温浴	売上高	695	1539	1538	1495	1552	1637
	営業利益	-354	-317	-239	-89	77	122
	同利益率	-60.0	-20.6	-15.5	-6.0	5.0	7.5
不動産管理	売上高	589	389	299	318	306	312
	営業利益	284	238	130	127	98	126
	同利益率	48.4	61.1	43.7	40.2	32.2	40.5
合計	売上高	33746	34515	37720	44257	51170	55283
	営業利益	4077	4151	4276	4394	4810	6146
	同利益率	12.0	12.0	11.3	9.9	9.4	11.1

(注)利益率は売上高営業利益率

2012.8期は、他にボーリングの売上高2961百万円、営業利益-7百万円があった。

#### 温浴への展開

カラオケにフィットネスが加わったことで、第2の成長期に入った。2010年に温浴とボウリングへ参入した。温浴は健康づくり、ボウリングは生涯スポーツと捉えた。腰高社長は全く新規の成長分野を追いかけるのではなく、カラオケやフィットネスのように当社の得意とするビジネスモデルが構築できるかという点からM&Aを含めて事業化を練っている。

カラオケに次ぐ再生型のビジネスとして、温浴を立ち上げた。まねきの湯1号店「箕郷温泉まねきの湯」(高崎市)を2010年にスタートさせた。高崎駅から車で30分くらいの所にある日帰り温泉を地元の不動産会社から運営受託した。全国に温浴施設は数多くあるので、ここに居抜きの経営ノウハウを持ち込もうという作戦であった。

2011年11月に大分で3店ほどオープンした。大分の3店は、らんぷの湯2店とまねきの湯であった。2012年6月には東京と郡山で、11月に福岡にも開業し、全部で7店となった。しかし、そのうちの2店は採算上、2014年11月に閉店したので、現在は5店である。

一方、ボウリングは収益化に時間を要し、既存事業とのシナジーも思ったほど働かないとみて、早々に撤退を決めた。この決断の速さも当社の特徴である。

#### 不動産管理も1つのセグメント

不動産管理では、2014年8月期に厚木のホテルに買い替え資産の特例で17億円ほど投資した。負の繰延税金資産が4億円ほどあったので、その分税負担が安く済んだ。このホテル

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。

は年間売上高3億円、営業利益1億円という採算である。ホテル事業については、マネジメントは委託し、当社は賃料を得る不動産賃貸収入という位置付けである。厚木のビジネスホテルの賃料は年間1.2億円であり、これが不動産収入に入っている。

池袋のボウリング場が入っていたビルの売却益は、新しい施設（有形固定資産）を購入することによって、圧縮記帳ができたので、厚木のホテルを購入した。165室のシティホテル、17億円の物件である。ホテルの稼働状況はよいので、利回りは十分確保している。投資額のうち売却益の15億円分を資産圧縮したので、投資リターンは向上した。当社はホテル事業を本業にするつもりはないが、レジャーという領域の中で、高い投資リターンが見込めるので十分意味はあろう。

### 監査等委員会設置会社に移行し、ガバナンス体制も強化

2014年7月、コシダカホールディングスの本部機能を浜松町の貿易センタービルに集結した。管理機能の一体化が図られた。グループの経営会議もここを中心に行われる。

2015年11月の株主総会で、監査等委員会設置会社に移行した。現在、監査等委員である取締役は3名であるが、常勤も含めていずれも社外である。会計士、大学教授、証券会社出身が社外取締役となり、監査等委員会のメンバーとなっている。

2016年11月に、コーポレートガバナンスの充実を図るために、指名・報酬委員会を設置した。社長と独立社外取締役2名を委員とし、委員長は独立社外取締役とした。

また、コーポレートガバナンス報告書においては、1) 議決権行使の電子化と招集通知の英文化、2) 中期計画の開示、3) CEOの後継者計画、4) 取締役会の実効性評価をエクスペインしており、これらが今後の課題である。

2018年8月期より、会計監査人を従来の新日本監査法人から一時会計監査人としてひびき監査法人に変更した。特に問題が発生したわけではないが、引き継ぎの過程で、株主総会の招集通知の手続きに事務的ミスが発生した。監査の遅れが発生したためであるが、結果として内容には問題はなく、総会にも間に合った。

### 内部統制の不備に対する対応は進展

内部統制の不備について、改善は進んでいる。2017年8月期の内部統制報告書において、会社側では「開示すべき重要な不備」があると認識し、その旨を昨年11月に開示した。

勘定科目、関係会社株式の評価、カラオケにおけるカード未収売掛金などにおいて、数値の過誤や手続の不備がみられ、経理人材の不足、内部監査人の不足が課題となった。その対応の遅れが「開示すべき重要な不備」となった。

また、株主総会招集手続きに関わる事務処理の過誤においても、広義の内部統制における課題と会社側では認識した。

その後、会社側では、これらの内部統制の不備について、再発防止策を策定し、実行に移

---

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

した。1)会計コンサルタントの指導を入れて、決算財務報告プロセスの見直しを行い、徹底を図った。2)経理、決算業務の専門人材、内部統制に関する専門人材の補充を行った。既にこれらが機能している。最終的な評価については、2018年8月期の決算後に明らかになるが、特に問題はないとみる。

重要な不備があったことは、ステークホルダーからの信頼、とりわけ投資家にとっての信頼という点において問題であった。過誤や不手際はあってはならない。人材不足にも早目に手を打つべきであった。この点を踏まえて、その後必要な対策は打たれている。

この間の経緯をみると、不備が課題となったが、1)不正があったわけではない、2)投資判断に影響するような財務データの修正があったわけではない、3)信用を傷つけるような不祥事(社会的事象)となったわけでもない、という点は確認しておきたい。その後の対応策も取られているので、今回の不備は収束している。よって、今後の企業評価や投資判断に影響するものではないと評価する。

## 2. 強み 女性専用フィットネスが圧倒的キャッシュカウに成長

### (1) カラオケまねきねこは成熟市場で優位性を発揮

既存のカラオケ店を「居抜き」でまねきねこへ

カラオケは、売上高で業界3位であるが、店舗数ではトップクラスである。腰高社長は30歳の時に、カラオケ1号店を出した。当時はカラオケボックス(今のカラオケ店のタイプ)が始まったばかりであったが、7年間で3店出し、資金的にはそれが精一杯であった。

カラオケスタジオ業界

(百万円、%)

順位	会社名	カラオケ店名	売上高	伸び率
1	第一興商	ビッグエコー	42675	1.3
2	B&V	カラオケ館	30060	—
3	コシダカホールディングス	まねきねこ	27643	16.2
4	東愛産業	ジャンボカラオケ広場	23927	6.1
5	シダックス・コミュニティ	シダックス	20310	-30.6
6	シン・コーポレーション	カラオケバンバン	19967	13.6
7	ヴァリック	コート・ダジュール	18676	2.4
8	ニュートン	パセラ	11012	-0.7
9	ラウンドワン	ラウンドワン	8952	3.3
10	ボナー	コロッセ俱樂部	8139	-4.9
11	鉄人化計画	カラオケの鉄人	7528	-7.8

(注)2016年度ベース、伸び率は前年度比

(出所)日経MJ 2017年11月8日号

97年に成長の原動力となった「居抜き」出店を初めて展開した。居抜きとは既存のカラオケ店が商売を続けられなくなり売りたいという時に、その店を継承する。そのまま店を賃

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。



借し、まねきねこの看板を掲げて活用する、というものである。

中小のカラオケ店が次々に行き詰る中で、それを全国的に手に入れ、その後の10年で一気に300店にまで拡大した。従来大半の店がロードサイドにあり、駅前や繁華街は少なかった。しかし、首都圏への出店を強化して、「リーズナブルで安心・安全な店」というまねきねこのブランドイメージを確立しつつある。2018年5月末で国内の店舗数517店のうち、首都圏に149店、東京都内に57店(ワンカラを除く)を有するようになった。

### カラオケ店でない商業施設にも「建築出店」

店舗の立地は全国に広がるが、なかでも関東、中部が多い。居抜き出店はこれからも続けるが、一時ほどの勢いはない。そこで、既存の商業施設をカラオケ店に転換するという形も本格化させた。これを「建築出店」と称する。建築出店は既存のカラオケ店を活用するよりは内装にお金がかかるが、出店の場所を居抜きより自由に選ぶことができるというメリットがある。レストランなどの既存の店が売りに出されることは多いので、それを活用してまねきねこのブランドが生きる有利な出店をする。1人でカラオケを楽しむワンカラも、この建築出店による本格的な都心進出となった。

カラオケ事業の主要指標

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

### 1人カラオケ(ワンカラ)を開発

かつて新宿の歌舞伎町に通常のカラオケ店を出店したが、昼間の3割は1人客であった。かき入れ時に1人で来られては困るが、1人で楽しみたいというニーズはあるので、ワンカラを作ることにした。小スペースで、さらにヘッドフォンを使うことによって、新感覚でカラオケを楽しむというスタイルである。

1人カラオケの専門店として、2011年11月に神田駅前に1号店をオープンした。楽しみ方は、練習ではなく、1人で気兼ねなく好きな歌を好きなだけ歌う。1人でゆっくり歌うことが楽しいのである。腰高社長の発案で、カラオケのいろいろな楽しみ方を研究し、提案すべしという方針の中で、社長自身がやりたいと思ったことである。本社の社長室の隣に実験ルームを作って工夫を重ねてできた。

飲食の消費は多くないが、効率よくピットの使用料が稼げるので、従来のカラオケに比べても採算は十分に見込める。当社のカラオケ店(まねきねこ)は都心には少なかったが、これ

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。

がうまく立ち上がってきたので、都心部での直営出店を本格化させた。

カラオケ関連の上場企業比較(関連2社)

社名	コシダカ	第一興商
カラオケ店舗名	まねきねこ	ビックエコー
コード	2157	7458
市場	東1	東1
業界順位	3位	1位
店舗数	499	522
売上高(17年度)(億円)	553	1414
経常利益(億円)	64	219
売上高経常利益率(%)	11.5	15.4
株価(8/2)(円)	1287	5320
時価総額(億円)	1059	3045
PBR(倍)	4.03	2.45
ROE(%)	17.2	10.8
PER(倍)	23.5	22.4
配当利回り(%)	0.8	2.1

(注)売上高、営業利益は全社ベース。  
業界順位はカラオケ部門の売上高ベース。  
コシダカは2017.8期ベース。

### 新規出店は1年半から2年半で投資回収

カラオケ顧客の平均単価は1200~1300円、飲食の割合は40%強である。もともと前橋(群馬県)からスタートしているので、コストの高い都心ではなく、地方郊外の居抜きをベースに経営ノウハウを蓄積してきた。典型的な形は、既存のカラオケ店を利用する。まずその土地は借りて地代と保証金を払う。建物の改装やカラオケ機械の入れ替えなどを含めて投資額は40~50百万円程度で済む。このようにして約20ルームを持つ中小型のカラオケ店を再スタートし、年商5000万円は稼げる。そうすると店ベースでの営業利益として20%は見込め、営業利益と減価償却を合わせたキャッシュ・フローで、投資は1年半から2年で回収できる、というのが基本モデルである。

もし新規に同じカラオケ店を作ったら、3倍から5倍の投資がかかる。オープンまでの期間も短く、通常の6ヵ月~1年に比べ、2ヶ月程度で済む。前の店を知っている客は、料金は安い、機械(カラオケマシーン)は新しい、内装は一新している、社員の接客レベルが高い、使い勝手がよいなどその差ははっきりわかり、満足度が上がる。

建築出店になると投資コストは上がる。改装に80~100百万円はかかるので、負担は増えるが、ドミナント効果も考えて立地を選ぶので、集客はこれまでよりやり易く、成功の可能性がより高まる。初年度は投資負担で居抜きよりも多いが、営業利益率は20%が見込め、投資回収は2年半から3年でできると見込んでいる。

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) 女性専用フィットネスのカーブスが急成長

### 手軽な 30 分フィットネスで健康増進

カーブスの会員は、50 代以上が 89% を占める。カーブスではサーキットトレーニングを行う。筋トレマシン 12 台を円形において、それを 30 秒ずつ運動して、2 周まわる。週 2 ~3 回やっていると、筋肉に効果がある。有酸素運動+筋力アップ+ストレッチという運動である。筋力をつけると基礎代謝が上がるので、身体の燃焼効率もアップする。

いわば、女性専用の筋トレクラブとあってよい。ダイエットが主目的ではなく、健康を維持して老化防止や病気にならないようにする。

カーブスが日本でビジネスを開始する時から、当社はこのフランチャイズに参加した。2018 年 5 月末時点で全国に 1891 店、会員数 82.0 万人、1 店当たりの平均会員数は 433 人である。フィットネスの売上規模では業界 5 位だが、店舗数では断然トップである。

カーブスについて、当社の売上高は FC のロイヤリティベースである。82 万人の会員で月額 6000 円の会費として、店舗ベースの年商は 600 億円を超えるので、この点でみると業界でも 2 番手に入る。

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

### スポーツ施設業界

(百万円、%)

順位	会社名	スポーツクラブ店名	売上高	伸び率
1	コナミススポーツ&ライフ	コナミススポーツ&ライフ	68648	—
2	セントラルスポーツ	セントラルスポーツ	52712	2.0
3	ルネサンス	スポーツクラブルネサンス	44449	2.2
4	ティップス	ティップス	37603	3.4
5	コシダカホールディングス	カーブス	21667	16.2
6	スポーツクラブNAS	NAS	21070	7.7
7	RIZAP	RIZAP	19328	0.2
8	東急スポーツオアシス	東急スポーツオアシス	16603	1.8
9	東祥	ホリデイススポーツクラブ	16363	9.9
10	野村不動産ライフ&スポーツ	メガロス	15523	3.5

(注)2016年度ベース、伸び率は前年度比。カーブスの売上高はロイヤリティベース。

FCベースの売上高に換算すると600億円強で業界2番手クラス。

(出所)日経MJ 2017年11月8日号

### カーブスのFC権を買収後、独自の成長を実現

女性専用フィットネスのカーブス(Curves)は、米国のゲイリー・ヘヴィン氏が1992年に創設したもので、世界にフランチャイズチェーン(FC)を展開するフィットネスチェーンとなった。日本では国内コンサルタント会社がFC権を取得してカーブスジャパンを設立し事業を展開、当社はそのフランチャイズ店として参加していた。

2006年に当社のカーブス1号店を北海道にオープンし、北海道コシダカ(100%子会社)が

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。

それを担ってきた。その後コンサルタント会社の経営が厳しくなり、日本におけるFCの元締めであるカーブスジャパンが売りに出された。腰高社長は、カーブスについて日本進出前から知っており、当社に合う面白い事業だと思っていた。北海道での参加権(FCのエリアパートナー)をとった。FCとして8店ほど経営していたので、カーブスのマネジメントについては充分実績を積んでいた。カーブスジャパンの経営は順調で、とくに問題があったわけではない。そこで、当社が08年10月に日本におけるFC権を持つカーブスジャパンを20億円で買収した。売りに出た時には価値をすぐに評価でき、対抗する企業もなかったので手に入れることができた。

カーブス事業の主要指標

	(店、百万円、%)							
	2010.8	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8
店舗数	864	1038	1197	1339	1475	1602	1722	1823
総会員数(千人)	322	399	503	586	641	711	772	821
1店当たり会員数(人/店)	373	384	420	437	431	434	448	450
売上高	5436	8431	11320	13860	16028	18649	21667	23720
粗利益	2469	3434	4249	4999	5786	6451	7183	7979
売上高粗利益率	45.4	40.7	37.5	36.1	36.1	34.6	33.2	33.6

### 既存のフィットネスとは違ったビジネスモデルで差別化

カーブスジャパンの経営陣は、増本会長兼CEO、坂本社長はじめそのまま引き継いで事業を継続している。カーブスジャパンには腰高社長が取締役として入り、管理部門には人材を送り強化したことで、経営の自主性は尊重しながら成果を上げている。全体のマネジメントは、カーブスホールディングス(CVH)を中間持株会社として作り、そこが担っている。その下にカーブスジャパン(FCを統括)や直営のハイ・スタンダード(北海道コシダカとシュ克蘭が2014年9月合併)がある。

カーブスは既存のスポーツクラブとは全く違ったシステムで、従来とは違う顧客層を開拓してきた。FC店としてカーブスをオープンするには、オーナーはまず2000万円ほど用意する必要がある。40坪のスペースを借りて家賃を払い、内装に400~500万円、運動器具等の初期投資に600万円、スタートしてから2~3か月の運転資金に1000万円といった具合である。顧客会員の月額利用料は6000円程度で、300人の会員で損益分岐点となり、それを超えると利益になる。立ち上げ期の店にとっては300人をどう集客するかが黒字化のポイントであるが、全店平均の会員数は400人を超えており、そのピッチも上がっている。

### FCだけでなく直営店も経営

カーブスの直営店は、従来の北海道コシダカにシュ克蘭を吸収合併し、社名をハイ・スタンダードとした。シュ克蘭を買収して2年が経ち、直営店としての経営の一体化が特に問題なくできると判断した。現在61店の直営店を有するが、今後は必要に応じて増やしていく予定である。フランチャイズとのバランス、ドミナントの形成、カラオケとのシナジー

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。

(相乗)効果などを考えている。ハイ・スタンダードはそのための拠点になる。

元来、カーブスの本部であるカーブスジャパンは自ら投資しなくてもフランチャイジーを増やせば収益は上がる。しかし、FC本部を運営するだけでは、フランチャイジーの経営の実態を必ずしもつかめない。直営店の目的は、直接経営することで加盟店と常に同じ目線で経営を展開し、加盟店を含めたカーブス事業全体の経営効率を上げることにある。

フィットネス関連の上場企業比較(関連4社)

社名	コシダカ	東祥	セントラルスポーツ	ルネサンス
店舗名	カーブス	ホリデイ	セントラル	ルネサンス
コード	2157	8920	4801	2378
市場	東1	東1	東1	東1
業界順位	5位	9位	2位	3位
店舗数	1823	80	215	134
売上高(17年度)(億円)	553	241	535	462
経常利益(億円)	64	66	40	38
売上高経常利益率(%)	11.5	27.4	7.4	8.2
株価(8/2)(円)	1287	4380	4000	2511
時価総額(億円)	1059	1678	459	537
PBR(倍)	4.03	5.81	2.05	2.85
ROE(%)	17.2	14.5	13.4	16.7
PER(倍)	23.5	40.0	15.3	17.0
配当利回り(%)	0.8	0.3	2.0	1.4

(注)売上高、営業利益は全社ベース。業界順位はフィットネス部門の売上ベース。

コシダカのフィットネスはFC加盟店ベース。

PBR、ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。

### 3. 中期経営方針 カラオケの市場開拓に成果、3本柱の展開へ

#### 活気づくシニアマーケット

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

#### 機動力が信条

当社は、今のところ対外的に公表するような中期計画を作る予定はない。それは、日本企業で一般化している形の中期3カ年計画が、当社の経営のフレキシビリティとスピードに合わないからである。これは妥当な判断であろう。大事なことは、1) 中長期的なビジョン

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。

を掲げ、2) それに向けた中期的な戦略と KPI を定めておけば十分である。3 年毎の毎年ごとの売上高、営業利益の目標を定め、公表する必要は必ずしもない。

### 水平の軸と垂直の軸を追求

2014 年に本社機能を前橋から東京に移した。これによって、情報の集積が質・量共に高まり、人材の採用も容易になった。腰高社長は、カラオケの出店についても、首都圏集中出店について自信を持ち、攻勢をかけている。海外についても現地をいろいろ視察して、将来性を見込んでいる。カラオケの海外出店は加速して行こう。また、カーブスの海外展開についても可能性を探るべく戦略を練っていくことになる。

基本的方向は本業集中である。何よりもカラオケの市場拡大と収益性の向上に力を入れている。カラオケの強化に当たって、腰高社長は2つの軸を考えている。1つは、アジア及び都心の市場開拓という水平の軸であり、もう1つはハード・ソフトの革新という垂直の軸である。水平の軸では、海外市場の開拓と国内市場における都心の攻めに力を入れる。ハード・ソフトの垂直の軸では、AI の活用により新しい楽しみ方の提供、自動化機械やロボットの導入など省人化への対応と接客サービスの向上に取り組んでいる。

### カラオケはアミューズメント空間の提供～その広がりも追及

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

会社側では、①カラオケに加えて、②カラベン（学ぶ）、③カラレン（練習する）、④カラトーク（話しをする）という場、空間とも位置付けている。さらに、シンガポールでは、広いスペースをイベント会場としても提供している。カラオケのステージだけではない活用もされている。ワンカラでは、英語教室も実践している。今後ともスペースユーティリティ、スペースシェアリングの工夫はいろいろなさされていこう。

### カラオケの構造改革が進展

カラオケの構造改革が進展している。従来はまねきねこは、地方、郊外、ロードサイドにあった。人口減少で、この市場が縮小している。20代～40代の男性の足が遠のいている。

これに対して、1都3県の首都圏には市場があり、開拓余地も十分にある。建築出店は全体の2割強を占めるまでになった。駅前・繁華街にある店舗も全体の4割弱と大きく増えている。

1都3県に5月末現在149店を有するが、これを300店までに増やすことができると腰高社長は読んでいる。建築出店比率40%、駅前比率50%で進める。居抜き案件は減っている。しかも居抜きの店舗は古いので、大幅なリニューアルが必要となる。これに対して建築出店は、当初の費用はかかるが、立地をよく選ぶことができ、店舗も新しいので長持ちする。

---

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4～5年はこの戦略を進め、その後は海外を大きく拡大するという方向である。海外は現在22店舗(2018年5月末)を、まずは100店に持っていくことが次のステップであろう。

まねきねこのカラオケは、内外とも、安心・安全、リーズナブル、フレンドリー、というところがうけている。出店は首都圏であっても、できるだけ競争を避けながら出ていく。一方で、新宿のような繁華街でも十分競争力があるということも分かってきた。2016年9月より首都圏のカラオケは、全店すべて禁煙とした。業界初の実施で、全体として好評である。

首都圏におけるまねきねこの店舗数

	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.5
東京	6	7	17	39	49	57
神奈川	6	7	8	24	33	34
埼玉	17	22	24	33	34	34
千葉	13	13	13	18	21	24
合計	42	49	62	114	137	149

(注)この他にワンカラ8店

### カラオケチェーン「ムーン」を買収し、まねきねこブランドに転換

2015年2月に相鉄ステーションリテールの子会社であるムーン社を取得した。カラオケ事業を神奈川県で展開し、21店を有していた。2014年3月期の売上が1534百万円、経常利益71百万円であった。M&Aによる取得原価は987百万円であった。2015年4月より当社の連結に入った。のれんの償却は年1.5億円である。これによって、カラオケ部門の年商は15億円が上乗せとなった。営業利益も数億円は出せるようになっている。

買収後ムーンのブランドはそのまま使ってきたが、まねきねこへの一体化が効率的と判断して、2016年9月に経営を統合した。ムーンから、まねきねこへのリニューアルは順調に進んだ。リニューアル後の評判も上がっている。

カラオケの新規出店数

	2010.8	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8(予)	2019.8(予)
全国での新規出店数	17	15	15	22	37	53	47	46	31	40
首都圏での新規出店数	1	2	5	4	16	35	30	25	13	20
カラオケの営業利益	1974	2243	2692	2206	1580	1203	1170	2050	3200	3600

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

### 国内では首都圏を攻める～首都圏で300店は可能

カラオケは4年前から首都圏に集中して出店してきたが、その効果がようやく顕在化してきた。まねきねこは、首都圏の駅前に後発で出店しても、うまくいく。適正規模で出店し、

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。

まねきねこの良さを分かってもらえると、1年後には収益性は上がってくるというパターンである。つまり、競争力が発揮できると自信を深めている。

首都圏へは300店は出せると腰高社長はみている。首都圏への出店といっても、中央線沿線、国道16号線の内側といった具合で、山手線の内側にはさほど入っていない。立地コストをよく見極めて展開する方針である。

カラオケの首都圏攻勢を決断した理由は、新宿歌舞伎町店の好調さにあった。それまで当社は地方発ということもあり、コストの高い首都圏、とりわけ都心への出店は積極的ではなかった。しかし、まねきねこが培ってきた“安心・安全、リーズナブル、フレンドリー”という店舗運営が客にうけている。競合があっても、まねきねこを利用しようという客が十分いることがわかってきた。都心というと、ビックエコー、カラオケ館が中心であるが、後発でもまねきねこが入っていく余地はある。新たに+100店（年商+100億円）が作れば、そのインパクトは大きい。

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

### ワンカラは収益化～オンライン英会話にもトライ

2017年4月に大阪の心斎橋でワンカラをオープンした。関西で初のワンカラ出店である。ワンカラは人が多い繁華街で成功する。よって、心斎橋は既存のまねきねこをリニューアル形でワンカラに衣替えした。ワンカラは現在8店ある。ワンカラの客単価はまねきねこと変わらないので、稼働率が上がれば収益性は十分見込める。

また、子会社イングリッシュアイランドを使って、2015年9月からワンカラでオンライン英会話のサービスを始めた。このオンライン英会話の会社は2015年6月に買収した。月1万円程度で、オンラインによる英会話の勉強ができる。自宅でPCを使って勉強してもよいが、ワンカラのルームならいくら声を出しても誰に聞かれることもないので、レッスンを受けやすい。

イングリッシュアイランドではスカイプを使って、リアルタイムでセブ島のインストラクターからオンラインのレッスンを受ける。この仕組みを外部にも提供している。群馬県前橋のEnglish Village Maebashi（体験型教育施設）に、この仕組みを取り入れられるように業務提携した。

### 高校生向け“ZEROカラ”の反応は良好

2015年9月から“ZEROカラ”をスタートさせた。高校生の利用を促進するために、カラオケの室料を無料とする。ワンドリンクの料金のみで、好きなだけ歌える。業界全体でも、高校生のカラオケ利用率が下がっているため、若い人々の参加を促して、顧客に結びつ

---

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。



けようという作戦である。1日当たりの高校生の利用率は全体の1割程度を占めており、その効果は既存店にプラスとなっている。

高校生のZEROカラは、①安いのでカラオケに来てくれて、多少の飲食はある、②彼らがSNSでまねきねこをアピールしてくれる、③将来の顧客として育ててくれる、という3つのステップで効果を狙っている。

### スマホアプリで「おまねき Party」を開始

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

実名制のFacebookを利用して会員登録を行い、アプリをインストールしておく、まねきねこの店で、一緒に楽しめるグループを簡単に探せる。アプリ、合流、メールのやりとりなど、このサービスには一切料金がかからない。首都圏にある店舗のうち、112店でアプリを使えるようにした。近くの別の店から移動してこることも想定している。

アプリをインストールして、店にチェックインすると、カラオケの利用額が総額に対して20%オフとなる「チェックインクーポン」が取得できる。さらに、アプリを使って他のユーザーとメッセージを交換し合流すると、利用額が総額50%オフとなる「おまねき Party クーポン」が取得できる。

これらをインセンティブにして、会員の増加を図ろうとしている。カラオケ好きにSNSのサービスを提供して、楽しむ機会を増やし、利用頻度を上げてもらおうという業界初の試みである。まだスタートしたばかりなので、効果については様子を見る必要がある。

### 自社開発のコマンダ「すきっと」(Smart Karaoke Internet Terminal)は見直しへ

「すきっと」については、汎用のコマンダとして利用することはやめた。自社開発の独自システムとして全店に広げてきたが、1)「すきっと」のみのルームだと未稼働時間が出てしまう、2)併用ルームにすると、「すきっと」はあまり使われない、ということで利用方法を見直すことにした。

「すきっと」のよさを使いこなすマニア層はいるが、そのためには汎用機能をもたせる必要はない。そこで、汎用機としてのコマンダとしての使用はやめることにして、未償却として残っていた資産については、2017年8月期に減損(3億円)を実施した。「すきっと」には10億円投資して、5年償却する予定であったが、まだ1年半を残していたので、3億円分を減損した。

「すきっと」は2015年6月に自社のカラオケ店に、すきっとの機器だけのルームを設置し、店内での普及が進んだ。PCかスマホで「すきっとねっと」をひらき、まずはその無料

---

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。

会員になる。無料会員は、自分の動画を300M(メガ)までは無料でアップロードできる。3M(メガ)の動画なら100曲は入るという容量である。それよりも大量に動画を保存しておき、自由に使いたい時は、例えば月500円で2.5G(ギガ)まで、月800円で5G(ギガ)まで使えるというものであった。

「すきっとねっと」で、マイコンテンツを登録していく。カラオケは2万曲用意されていて、新しいものも逐次入っていく。自分の持ち歌に、自分好みの背景映像をのせていく。自分だけの動画を利用するという点で、おもしろさはあった。

ネットワーク化を狙う取り組みであったが、マニアには受けたものの、広く普及するところまではいかなかった。当社としては、今後ともカラオケの新しい楽しみ方を常に工夫し、開発していく方針である。ネット型の新しいイノベーションへの挑戦は続く。

### 社員独立制度「Be Ambitious」を活かし、FCを増やしていく

ビーアンビシャスというカラオケの社員独立によるFC化は、2013年8月期3店、2014年8月期11店、2015年8月期16店、2016年8月期19店、そして2017年8月末で30店と着実に増えている。

カラオケの社員独立(ビーアンビシャス)制度を推進している。直営店の3分の2は独立店にしたい方針である。独立店にした方が、モチベーションが上がり、業績が格段によくなるからである。社員独立の条件で、最も大事なものは夫婦二人で経営に当たるという点である。妻がパートナーとして果たす役割が大きく、ここがしっかりしていると成果は確実についてくるからである。

社員の独立のFC化を進めても、当社の売上げの仕組みに大きな変更はない。つまり、FC化によって、売上げは立たずにFCのロイヤルティが入るという形に変わるわけではない。独立社員への業務委託の形をとるので、店舗も当社の所有である。ただ、売上げに見合って、独立社員の会社の収入が増えるので、オーナーには売上歩合の取り分が従来の社員としてのボーナスよりはずっと大きくなっていく。その分、当社の取り分が減る可能性はあるが、店全体の売上げが拡大すれば問題はない。

### アジア市場への展開～韓国モデルはノレタウンで第2ステップへ

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

歌とソフトドリンクで楽しむカラオケから、日本のように食べ物・飲み物を提供できるカラオケに、規制に合わせた改装を進めることにした。

韓国のカラオケには、ノレバン(歌部屋)、ノレタウン(飲食併設)、ダンラン酒家(居酒屋カラオケ)などがあるが、いずれも許認可が必要であり、一定ルールを満たすことが求められる。今回、飲食もできるスペースを確保するノレタウンに進出することにした。2017年

---

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。

7月に最初のノレタウンがオープンした。

韓国の法規制で、ノレバンの場合、カラオケの店内で飲食はできない。日本でいえば、映画館のようなものである。カラオケルームの中では、売店で買った飲み物（ノンアルコール）やスナックを持ち込み、カラオケそのものを楽しむ。利用者は圧倒的に若者である。当初は馴染みが薄かったが、2年を経て受け入れられるようになったものの、ビジネスとしては難しい。

店舗は日本と同じサービスを持ち込んでいる。当社の基本理念である①安心・安全、②リーズナブル、③フレンドリーという店舗サービスが、清潔、きれい、感じが良い、明るい、笑顔がよい、という評判になっている。

韓国の1店当たりの売上高は、日本と比べて飲食がない分だけ低い。全体としてまだ赤字なので、次の手を打っている。退店も継続しており、5月末では12店となっている。

内外のカラオケ店舗数

		(店)				
		2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.5
国内	まねきねこ	353	381	426	488	508
	ワンカラ	13	10	10	11	8
	ムーン、シンシ	-	21	21	1	1
	合計	366	412	457	499	517
海外	韓国	4	9	13	14	12
	シンガポール	12	10	11	10	10
	マレーシア					
	合計	16	19	24	24	22

(注)ムーン、シンシはまねきねこに転換。

シンガポールは6月に1店、マレーシアは7月に1店開業。

### シンガポールはアセアンのハブ

シンガポールは、6月に1店開業し、現在11店である。当初、K BOXの1店をまねきねこタイプにリニューアルしたら、来店数が2倍以上に増えた。日本式がそのまま通用することが分かった。買収後のK BOXは12店を有していたが、まず2店を閉めて赤字を止めた。シンガポールは家賃が高く、店舗の経年劣化も進んでいた。そこで、①人材の活性化、②店舗のリニューアル、③営業政策の見直し、によって業績向上を図った。アニメ的キャラクターが受けるかどうかもみた。これが当たったのである。

その後新規出店を1店行った。この新規出店（ポンゴル、punggol）は、サフラ（SAFRA、シンガポール軍関係者とその家族のための施設で一般の人々も使える）への展開であった。K BOX時代からサフラには出店しており、6月の1店もサラフで計6店となった。

カラオケのアジア展開では、韓国に次いでシンガポールに拠点を築いた。今後はマレーシア、タイが先行し、いずれインドネシア、ベトナム、フィリピンなども対象となろう。ファ

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。

ミリーカラオケの市場は東南アジアの各国にもあるので、ジャパンテイストとサービスの差別化に工夫していく必要がある。

海外事業については、韓国コシダカの代表理事趙氏とコシダカシンガポール代表取締役の座間氏が担当とする。海外展開に一段と力を入れていくマネジメント人材を強化した。海外ではシンガポールの黒字が定着しており、次の展開として、アセアンを攻めるべく準備を進めている。

2013年、シンガポールにコシダカインターナショナルを設立した。ここがアジアの統括会社となって、カラオケのアジア展開の司令塔となる。この会社を通して、K BOX ENTERTAINMENT GROUP PTE. LTD. を15億円で買収した。アジアでのカラオケ展開は、①自社でやる場合、②合弁でやる場合、③FC展開など、いくつかのパターンがあろう。

### 日本のまねきねこ方式を導入し成功

K BOXの従来タイプの店を、まねきねこスタイルに改装して、イメージを一新し、新しい顧客層を取り込んで業績を改善している。まねきねこへの改装では、1) 店内の照明を明るくし、2) 内装もきれいにし、3) 接客態度もあいさつの仕方から一変させた。従業員の教育には力を入れ、それでやめる人もでるが、日本のまねきねこ流を導入している。

カラオケの単価を下げ、ドリンク飲み放題も入れた。これが評判となり、来店客数が大きく増えた。客数が増える一方で、客単価は下がるが、同時に損益分岐点(BEP)も下げているので、利益は大きく改善されている。

ソフトドリンクと共に、ソフトクリームも食べ放題にして、人気を集めている。料理のメニューも更新した。業者と組んで統一メニューを作り、この評判はよい。また、店は全店禁煙にした。酒を飲むとたばこを吸いたくなるが、ここに踏み込んだ。楽曲は、中国のもの、韓国のもの、欧米のものなど揃っており、日本のものも入っている。

### 旗艦店はアジアの手本へ

オーチャードの基幹店、オーチャードシネレジャー(Orchard Cineleisure)は、2016年8月末にまねきねこにリニューアルしてオープンした。改装には150百万円かけており、日本でいう建築出店と比べても大型の費用をかけた。その他に広告宣伝にも70~80百万円を投じた。

88室を擁する全く新しいカラオケに変貌した。夜の18:00~20:00はビッフェ(食べ放題の軽食)もついて、3時間34ドルである。かなり割安である。シンガポールの夜のカラオケは、日本での2次会というイメージではなく、今日カラオケで楽しむという人々が利用する。収入の構成をみると、カラオケの料金が大半を占め、次が飲み物、その次が料理というウエイトである。

30人から100人が入れるような大きな室が3つほどある。ここには、法人需要を入れて

---

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。

いる。そこがシンガポールの会社はもちろん、日系企業の人達にも使ってもらおうべく、法人営業を強化している。

人材面では、従業員のスキル訓練に力を入れ、多能工化を進めている。ジャスマン氏を品質管理担当にして、挨拶から基本動作まで、マニュアル化し訓練している。ジャスマン氏は大阪で長く働いており、日本のコシダカでも十分訓練を受けている。

「考え方」の浸透では、「ほう（報告）れん（連絡）そう（相談）」、やPDCAはなぜ大事であるかを教え、身につけさせている。それを通して、社員のレベルを上げていく。

今後、アジア各国への進出も始めようとしている。その時のコア人材をここから育てていく方針である。就業規則を作って、次にジョブスコープをはっきりさせて、人事評価を明確にして、給料に反映させていく。

コシダカシンガポールは、全体で150人、うち本社は30人、日本人は3人である。11名の店長の上に、2人のエリアマネージャーがいる。このクラスにも新しい人材を入れて、活性化を図っている。

カラオケチェーンはシンガポールにもう2社あるが、当社よりは規模、店数とも少なく、さほど競合はしていない。マレーシア、タイ、インドネシア、ベトナム、フィリピンなどアセアン各国への展開において、地歩を固めるという点では、この数年が鍵である。一方で、急ぎ過ぎると、苦勞することにもなりかねない。人材の強化、提携先の選択も含めて、第2ステージの展開が注目されよう。

## マレーシアへ進出

6月末にマレーシアでカラオケ店を1店譲り受けた。クアランプール郊外の街にあるKMAX KARAOKE（32ルーム）を、直近設立したコシダカマレーシアが買収し、7月より営業を開始した。まず1店で営業を行い、状況を把握していく。その後、どのように多店舗展開するのか、まねきねこブランドにいつ変えるのか、カラオケ運営の中身をどのように見直していくのか、マレーシア特有のカルチャーはあるのか、などを検討していく。

## カーブスは2000店超に増やす方向～開拓余地は大きい

カーブスの女性会員は、地域の中でコミュニティを作り易い。それが集客効果を生み、退会防止にもなっている。このコミュニティ効果をどのように高めていくかが1つのテーマである。一方で、カーブスは高齢者が多い。固定客として長く定着してくれることに何ら問題はないが、40代、30代の女性にとってはやや参加しにくいというイメージもある。もう少し若い女性も取り込むような工夫が必要となっている。

カーブスは2200店、100万人を目指していくが、その先はどうか。さらに飛躍するビジネスモデルを検討していくことになる。

カーブスは意外に頭打ちにならない。50代以上の女性は2500万人いる。カーブスの会員

---

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。

はまだ82万人、メンバーのロコミで既存店の会員が増えている。今後とも顧客を深張りすれば、1900店が2200店へと逐次拡大していけよう。カーブスは年100店ペースで出店している。これまでよりもメッシュを細かくして、会員数の獲得を目指す。カニバリなく出店できそうなどころもある。一方で、地方の自治体とも組んでいく。ここでは女性だけでなく、男性も対象となりうる。

カーブスの伸びは次第に鈍くなってくるとしても、“金のなる木”として高収益を維持することができよう。さらに、その後の展開もやりようはある。健康を維持したいという女性は相当いる。会員数からみると、100万人に向け拡大余地はあろう。ロコミや介護予防まで含めれば可能性はさらに広がろう。

カーブスジャパンは、FC店からのロイヤリティ（会費収入の5%など）、広告料、事務手数料などが主な収入で、これが当社の売上となる。規模の効果が働くので、売上営業利益率は20%に達している。

カーブス加盟店の出店意欲は高い。既存店が好調で儲かっているのもっと店を出したいのである。1店当りのBEP（損益分岐点）は会員300~350人であるから、ほとんどの店舗は利益が出るようになっている。そうすると、既存店のオーナーがもう1店出そうとする。既存のオーナー（会社）が複数店を出店するというパターンである。FCのうち加盟店オーナーは430件である。つまり1人（または1社）で2店以上出している人がおり、10社以上出しているFCもある。

カーブスは今後も2200店舗、会員数100万人へ増やすことができよう。本部の当社にとっては、初期投資にお金はいらないので、出店の負担はない。FCがきちんと集客して、十分なサービスを提供できるように指導する力が問われているのである。1店当たりの会員数は増えている。また、それぞれの店のスタッフによる会員フォローも効果を上げ、退会率はフィットネス業界の中でも低い数値となっている。つまり、収益性が向上しているのである。

### 顧客満足度（CS）調査で、カーブスはNo.1

カーブスは、JCSIの顧客満足度調査で、フィットネスクラブ業種で3年連続No.1となった。JCSI（Japanese Customer Satisfaction Index）は、日本版顧客満足度指数で、サービス産業生産性協議会が調査している。2016年度が6回目で、そこでトップとなった。

この調査は12万人を対象にアンケート調査し、30業種、400企業のCSを調べている。フィットネスの調査対象には、コナミスポーツ、セントラルスポーツ、ティップネス、ルネサンスなどが入っている。1位カーブス、2位コナミ/ルネサンス（同点）であった。

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

---

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。

## 世界のカーブスの中で日本は優等生

カーブスのテリトリーは日本であるが、世界のカーブスをみると上手くいっていないところも多い。日本のカーブスが独自にビジネスモデルを強化している。

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。カーブスはどうか。高齢化が進む中でいかに健康を保つかという点で、日本のビジネスモデルが一段と磨かれているのは事実である。

## カーブスはサプリメントも好調～スーパープロテインを投入

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

カーブスの売上には、プロテインなどの物販、運動器具の更新に伴う機器の販売なども入っている。機器は10年たつと更新するので、今後毎年一定の売上は立ってくる。

プロテインは月5000円程度である。プロテインの販売に伴う利益率は、相対的に高くはないが、加盟店にとっても収益商品になるので、ショッピングの拡大はインセンティブに結び付く。

## 知られていないカーブスの効果～地方の健康対策に貢献

カーブスの運動が健康によいというエビデンス（科学的根拠）を、共同研究を通していろいろ出しており、これらをアピールしている。

カーブスジャパンは鳥取県の大山町（だいせんちょう）と組んで、地方創生事業に参画した。大山町は、医療費削減、運動意識向上に取り組む。大山町、鳥取大学、カーブスが産学官で組んで、地域の健康作りにソリューションを提供した。

具体的には大山町内にカーブスの店舗を出した。通常の店舗運営と同時に、町の健康対策の拠点となって活動する。地域に貢献し、ビジネスとしても成り立つのであれば、今後の広がりも期待できる。

大山町のカーブスは社会貢献的な意味あいもあるが、町が高齢化の中で、健康維持に関して本気で住民をサポートすると、人口7万人の町でもカーブスの会員が500人となって、ビジネスとして十分成り立つ。健康維持のコストをどう考えるかによるが、地方自治体の熱意と相談しながら展開することになる。

神奈川県「未病センターカーブス小田原」は2015年6月にオープンした。この未病セ

---

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。

ンターは、神奈川県民に手軽に運動や健康チェックを継続的、複合的に実践してもらおうという狙いで、施設を認証するものである。その第1号にカーブス小田原が認定された。ここでは、体力年齢の測定や健康相談員による運動や食事のアドバイスが受けられる。直接ビジネスにはならないが、カーブスの社会貢献活動という位置付けである。

#### 温浴施設業界

(百万円、%)				
順位	会社名	温浴店名	売上高	伸び率
1	極楽湯ホールディングス	極楽湯	13758	-2.6
2	スパサンフジ	湯楽の里 喜楽里	10128	3.7
3	オークランド観光開発	竜泉寺の湯 スオミの湯など	7491	28.5
4	常磐興産	スパリゾートハワイアンズ	4986	-6.5
5	大江戸温泉物語	東京お台場、大江戸温泉物語	4769	11.5
6	東京ドーム	スパ ラクーア	3271	-4.5
7	サンリク	健美の湯	2033	13.4
8	タカチホ	湯ったり苑	1748	1.3
9	リラフル	湯花楽	1553	-4.8
10	コシダカホールディングス	まねきの湯 らんぷの湯	1552	3.8

(注)2016年度ベース、伸び率は前年度比  
(出所)日経MJ 2017年11月8日号

#### まねきの湯は黒字化、出店再開へ

温浴は、構造改革が進捗し黒字化した。ビンゴ大会などのイベントや、東京健康ランドではコミックを充実して集客に力を入れており、効果を出している。温浴の小学生以下無料は、①親や祖父母と来る、②飲食をする、ということで、集客の効果は上がっている。小学生以下入館料0円、学生割引、イベント・キャンペーン、省エネの効果などがあいまって、経営の目途が立った。

東京健康ランドでは温泉を掘り、2015年11月からは温泉のサービスも始まった。2013年12月にカラオケまねきねこを併設した。2階に30室ほどのカラオケルームを設けた。これで相乗効果を狙った。また、宿泊施設も設置した。プレミアムシートに横になるタイプで、26人ほどが泊まれる。料金はカプセルホテルに泊まるのと同じ水準(夜3500円)である。

温浴は、顧客へのサービスという点でカラオケと同じであり、シナジーがある。オペレーションのソフト、食事、接客は同じノウハウが通用する。カラオケと同じ居抜き再生の事業モデルである。

温浴は年商が1店当たり、2~3億円と、カラオケの0.6億円に比べて大きい。1号店の箕郷は年商3億円規模である。郡山は1億円の投資で年商5~6億円、東京健康ランドは年商10億円も期待できる。しかし、温浴業界での地位はまだ下位にあり、当初の計画であった再生事業としての拡大はこれからである。

温浴の収益性は改善しており、セグメントの利益率は10%を目指す。事業の3本目の柱としての形が整いつつある。いい案件があれば、出店を再開する方向にある。温浴の出店再開では、全国から案件はきているようだが、内容を厳選してスタートすることになるろう。

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。



## エクイティファイナンスで投資資金を調達

2017年5月にエクイティファイナンスを実施した。公募200万株(100万株新株発行、100万株自己株処分)、6月に第三者割当37.5万株も行った。この他に、大株主(支配株主)の持株比率を下げる目的で、売出50万株も実施した。公募の発行価格は2392円(振込金額2293円)で、第三者割当分も入れて総額で5415百万円を調達した。自己株式の処分を入れたベースでのダイリューション(希薄化)は6.6%であった。また、発行価格のデスカウント率は3.0%であったので、全体では9.6%に相当する。

このファイナンスによる資金使途は、1)カラオケ事業における内外での新規出店に4195百万円、2)カラオケ機器等の購入に784百万円、3)残り(436百万円)は借入金の返済に充てる、という内容であった。

また、株式の売出はオーナーの持株比率を下げ、公募増資分と合わせて流動性を高めることを意図している。ファイナンス後で、腰高社長の親族分も含む実質的な支配株主としての比率は、従来の57.8%から49.6%へ低下した。50%を切ったので、同族会社としての留保金課税がなくなる。これによって、法人税率が全体として10%程度下がることになる。その分税引後利益が増えるので、EPS上がり、株主の持分が増えることになる。

国内出店では、まねきねこで年40~50店を目標とする。まねきねこは居抜きで1店40~50百万円、建築出店で80~100百万円ほどかかる。目標通りの出店をすると、まねきねこは居抜き20店で8~10億円、建築30店で24~30億円となり、総額では32~40億円の投資となる。居抜きは3~6カ月で黒字化、建築出店は6カ月~1年で黒字化というのが、通常のパターンである。

カーブスのFCの拡大に資金は必要ない。直営店には資金が必要だが1店2000万円レベルなので、100店出しても20億円である。カラオケ店は建築出店のウエイトが高まってくると投資額は今までより増える。温浴の投資も基本は居抜きなので、追加投資が中心である。

今後の設備投資については、年間50~70億円程度になろう。カラオケ中心である。減価償却は増えてくるが、35~40億円程度となろう。よって、通常の設備投資は、営業キャッシュ・フローで対応できよう。海外とM&Aは別である。これら全体を含めて、ファイナンス面で次の準備を整えた。

## 既存事業で経常利益100億円は達成可能

長期展望では、海外展開が本格化すればカラオケで500~600億円、カーブスの広がりでも300~400億円、温浴その他で100億円、合計で年商1000億円を目指すという方向にある。さらに、新たな既存業種新業態の開発という点では、次のコアビジネスになりそうな芽を常に探っている。

今後の事業の収益性については、セグメント別の売上高営業利益率でみて、カラオケは10%以上が見込めるが、海外の投資もあるので、まだハードルは高い。カーブスは、FCの

---

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。

マネジメントなので、販管費が相対的にかからない。スケールメリットが生きてくるので、20%の利益率は見込める。会員に対するプロテインなどの物販は、通販と同様に考えると、会員への訴求なので広告、宣伝費がさほどかからないので、一定の収益性は十分確保できよう。温浴のポイントはエネルギー費用である。売上高エネルギー比率が2割以上と高いので、これをいかに省エネ化できるかがポイントである。全体として、10%の利益率は狙えるビジネスであるが、次のM&Aの展開も想定される。

コシダカHDは、まねきねこにカーブスがオンして成長の第2ステージを進んだが、カラオケの首都圏と海外展開、温浴のプラスで、第3ステージにアップできる可能性が高まっている。経常利益60億円台から、次のステージである100億円が視野に入っている。

コシダカHDの将来展望

	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2022.8(5年後)
(百万円、%)					
カラオケ					
売上高	19854 [53]	23794 [54]	27643 [54]	29614 [54]	50000 [55]
営業利益	1580	1203	1170	2050	5000
同利益率	7.9	5.1	4.2	6.9	10.0
カーブス					
売上高	16028 [42]	18649 [42]	21667 [42]	23720 [42]	36000 [42]
営業利益	3282	3856	4235	4672	7200
同利益率	20.5	20.7	19.5	19.7	20.0
温浴					
売上高	1538 [4]	1495 [3]	1552 [3]	1637 [3]	2700 [3]
営業利益	-239	-89	77	122	300
同利益率	-15.5	-6.0	5.0	7.5	11.1
不動産管理					
売上高	299 [1]	318 [1]	306 [1]	312 [1]	300 [0]
営業利益	130	127	98	126	130
同利益率	43.7	40.2	32.2	40.5	43.3
合計					
売上高	37200 [100]	44257 [100]	51170 [100]	55283 [100]	89000 [100]
営業利益	4276	4394	4810	6146	11400
同利益率	11.3	9.9	9.4	11.1	12.8

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

#### 4. 米国カーブス総本部の買収 ブランドの確保と周辺ビジネスへの広がり

##### 米国のカーブスインターナショナルを買収

当社の子会社カーブスホールディングス(CVH)は、2018年3月に米国のカーブスインターナショナル(CVI)の全株を取得し、子会社とした。カーブス事業のグローバルフランチャイザーであるCVIを、日本のフランチャイザーであるCVHが逆に買収したのである。

CVIは、マスターライセンス方式を中心に、世界80カ国に約4000店のカーブス事業を展開している。ゲイリー・ヘブン氏が1992年にテキサス州で創業し、ピーク時の2007年には、北米7000店、全世界で1万店まで成長したが、2008年のリーマンショック後は北米、

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。

欧州、オセアニアの業績が悪化し、2012年に米国の投資ファンド、ノースキャッスルパートナーズ（NCP）が資本参加して大株主となった。そのNCPがCVIの全部売却を表明し、当社の子会社であるCVHが取得を決定した。

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

#### 連結バランスシート

(百万円、%)

	2011.8	2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.5
流動資産	6910	7406	9544	9813	11448	12185	19373	18252
現金・預金	4319	4333	5891	5207	6187	6304	13785	10079
固定資産	11544	12637	11103	16112	19214	21331	23953	45240
有形固定資産	8765	9647	6783	10156	12323	14802	16810	17801
のれん	712	409	98	21	2082	1429	1034	17964
ソフトウェア	139	220	235	1110	1001	899	601	699
関係会社株式				1720	28	28	28	210
資産合計	18454	20043	20648	25926	30663	33517	43690	63493
流動負債	7120	7241	7255	8378	10030	10685	12641	13904
1年以内長期借入金	1377	1264	1037	1826	2231	2964	3355	4912
固定負債	4870	4518	2316	4352	6581	8559	8284	23642
長期借入金	1858	1947	1501	3403	5122	6855	6381	20759
社債	2040	1800	0	0	0	0	0	0
純資産	6464	8283	11075	13195	14052	14272	22663	25946
有利子負債	5516	5252	2636	5230	7353	9820	9737	25672
有利子負債比率	29.9	26.2	12.8	20.2	24.0	29.3	22.3	40.4
自己資本比率	34.2	39.9	51.5	48.5	43.7	40.4	49.6	37.8

#### 大型 M&A の財務的負担は問題なし

カーブスの世界総本部企業（グローバルフランチャイザー）を172百万ドル（184億円）でM&Aした。

2016年12月期のCVIの単体の業績は売上高12億円、営業利益-3億円であった。CVIの子会社であるCVIJ（日本）の業績を単純合算すると、売上高36億円、営業利益13億円であった。

つまり、CVIJは売上高24億円、営業利益16億円で、これは当社からのロイヤリティによる効果が大きかった。2017年8月期の日本のカーブスのセグメント売上240億円、セグメント利益47億円に対して、ロイヤリティの支払い16億円であったから、ロイヤリティの支払いがなくなる効果は大きい。

一方で、CVIを184億円で買収しており、その大半がのれんとなるので、のれんを10～20年で償却するとなると、例えば15年償却として年間12億円の費用となるので、セグメント利益への上乗せ効果は限られたものとなる。

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。

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

184億円のM&Aは、高い買い物だったのか。そんなことはない。全額を借入金で賄うので、自社資本比率は54%から38%へ低下した。しかし、カーブスの年間の利益でみれば、184億円は8~9年で返済できる。フィットネス事業の広がり、カーブス事業のリスク低減を考慮すると、収益力の向上で返済はさらに早まる。その点で、今回のM&Aは妥当な水準での買い物と評価できよう。

連結キャッシュ・フロー計算書

	(百万円)					
	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8(予)	2019.8(予)
営業キャッシュ・フロー	4042	4694	5737	9457	9680	10880
税引利益	2220	2242	2309	3784	4450	5350
減価償却	1956	2427	3355	3570	3500	3800
減損	41	102	106	546	100	100
のれん償却	86	355	457	437	1630	1630
投資キャッシュ・フロー	-6931	-4276	-6122	-6317	-23400	-7500
有形固定資産取得	-5043	-3159	-5601	-4978	-5000	-6500
無形固定資産取得	-221	-135	-198	-400	0	0
子会社・関係会社株式	-1720	-721	0	0	-18400	-1000
フリーキャッシュ・フロー	-2889	372	-384	3140	-13720	3380
財務キャッシュ・フロー	2198	445	532	4410	14270	-4810
長期借入金	2990	2131	2474	-83	15000	-4000
自己株式	0	-900	-1118	2018	0	0
配当金	-473	-561	-546	-628	-730	-810
株式の発行(新株)	0	0	0	3153	0	0
現金・同等物期末残高	5169	6142	6249	13754	14304	12874

FC マネジメントのリスクは遮断

カーブスの世界本社は特別目的会社を含む5社を1社にまとめる中で、すべてマスターフランチャイズ化した。マスターフランチャイジーは、フランチャイザー（日本のCVHが世界本部）に代って、その地域内（米国など各国）でのフランチャイジー（FC店）を募集する権利を有する。今回は中国（直営2店、FC4店）のみを自社でFC契約を保有するが、それ以外は総てマスターフランチャイジーの仕組みとした。

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

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

日本での成功が世界に通用するのか。これは、各国のマスターフランチャイジーが、どこ

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。

まで日本の成功を学んで、それを現地のFC店におろしていけるかにかかっている。もちろん、日本からも本格的な支援を開始する。但し、これには時間を要するので、1~2年ですぐに成果が出ないかもしれないが、可能性は十分あるといえよう。

### カーブス事業へのプラス効果は大きい

世界のカーブス事業は縮小に入っており、うまくいっていなかった。一方、日本のカーブスは独自に発展を続けてきた。米国の総本社からは何のサポートもないのに、毎年ロイヤリティを支払ってきた。これはフェアでないと考え、日本サイドからロイヤリティの縮減を図ろうと交渉していたら、総本社そのものが売りに出た。そこで、当社が買収することになった。

日本のカーブスが世界の本部になったわけで、カーブス事業の展開力は高まった。カーブスは日本が断然伸びたが、それ以外の国では、韓国、台湾、ウクライナ、ロシアが伸びていた。一方、主力の米国は大幅に縮小した。

米国のカーブスが衰退した理由として、CVHの増本社長は、4つの要因をあげている。1) 米国など海外は、事業をダイエットビジネスと位置付けた。これは不況に弱い。一方、日本はシニア向けの健康体操なので、継続性が高い。2) 米国のFCは90%が個人経営のフランチャイジーで、女性の独立起業が多かった。経営が上手くいかないと、サービスが劣化し、すぐに閉店となってしまう。3) FC本部のサポートが不十分で、新店のオープンまではサポートしてもその後の支援が弱かった。4) 本部の戦略が迷走し、現場が混乱した。

日本は、1900店を430の加盟店で運営している。1企業で4~5店を運営しており、多いところは30店も有している。日本はFCを手厚くサポートしており、赤字の店舗はほとんどない。米国のファンドNCPはCVIに資本参加した後、3年でエグジットを狙ったが、結局5年経って全株の売却に至った。

日本からの支払いは、ロイヤリティが年16億円、機器の販入が4億円であったが、これがグループ内に留保できる。マスターライセンスは、いつ契約が切られるかもしれないというリスクがあった。日本のカーブスのライセンスが切られるリスクを避けて、カーブスの知的財産(IP)を確保することができた。

本部の買収で、日本の活動における自由度が高まる。1) 新しいサービスを独自に展開することができる。いちいち米国本部の承認がいらぬ。2) 日本人に合ったマシンを開発し採用できる。これまでは改良の交渉に3~4年かかり、しかもマシンは先方から購入する必要があった。3) 協業ができるようになる。これまで他の健康事業はできなかったが、新しい業態に入っていくことができる。

### グローバル展開の可能性はいかに

カーブス世界本部の買収を機に、すぐに世界に打って出るのか、という問いに対して、腰

---

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。

高社長は、焦らずに熟慮して展開すると述べた。まずは、カーブス事業も含めて、フィットネスビジネスに関するフリーハンドを手に入れた。国内事業で自由度が高まったので、やれることがいろいろある。そこからしっかり手を打っていく、という方針である。

グローバル展開はどうか。業績のよくない地域はこれから1年かけて戦略を見直していく。日本方式をきちんと導入できれば、日本と同じように伸ばせるとCVHの増本社長はみている。すでに、日本のノウハウを他国に無償で教えてきたが、そのノウハウを入れた国では、業績が回復している。よって、3~5年で業績はかなり伸ばせるとみてよい。

カーブスは2017年8月時点で、世界で4240店、日本が1860店であったから、日本以外が2380店であった。その時点で、43カ国に15社のマスターフランチャイジーを展開し、米国790店、欧州240店、韓国300店、オセアニア140店、台湾120店などあった。米国は、その後もFCが減少しているので、2018年8月末でみると、日本1900店、日本以外2200~2300店となろう。

今後の戦略として、日本は2000店に拡大しようが、日本以外が1500~2000店に縮小するのか、2500~3000店に拡大するのかによって、ロイヤリティの収入が異なってくる。当面のロイヤリティ収入の効果は2億円レベルであるから、これが多少上下してもさほど大きなインパクトはないが、今後の可能性には大いに注目したい。

フィットネスの広がりとしては、1)現在のカーブスをベースに周辺に広げていく、2)全く新しい業態と作っていくことなどが考えられよう。

## 5. 当面の業績 カラオケが本格復調、ピーク利益の更新が続こう

### 業績の季節性

当社の業績の季節性は、カラオケに左右される。カラオケは12月に最も稼ぐことができ、次が8月である。逆に10月、11月はやや低調となる。これを四半期でみると、2Q(12月~2月)が最もよく、次が4Q(6月~8月)、その次が3Q(3月~5月)で、1Q(9月~11月)が相対的に低い。

### 2017年8月期はカラオケが急回復

当社は、2016年11月に1部上場となり、2017年3月に創業50周年を迎えた。そして、5月にエクイティファイナンスを実施して、2017年8月期の業績は当初計画を上回って大幅な増益を達成した。

2017年8月期は、売上高55283百万円(前年度比+8.0%)、営業利益6146百万円(同+27.8%)、経常利益6354百万円(同+35.2%)、純利益3255百万円(同+71.3%)と好調であった。

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。

上場来、毎期、経常利益で増益をキープしてきたが、過去5年は40億円台に留まっていた経常利益が60億円にジャンプアップした。売上高営業利益率も11.1%、と3期ぶりに2桁に戻してきた。

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

#### カラオケの業績

	2014.8		2015.8		2016.8		2017.8	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益
カラオケ全体	19854	1580	23794	1203	27643	1170	29614	2050
国内 (営業利益率)	19775	1632 8.3	21787	1775 8.1	25727	1468 5.7	27814	2361 8.5
海外								
韓国	79	-52	140	-91	259	-117	238	-115
シンガポール			1867	-181	1701	119	1562	104
のれんの償却				-300		-300		-300
合計	79	-52	2007	-572	1916	-298	1800	-311

(注) 韓国、シンガポールの利益は現地ベース。のれんの償却は連結ベース。  
国内の利益は全体から海外を引いた推定値。

特別損失が546百万円ほど発生しているが、これは「すきっと」のソフトウェアの減損とカラオケの移転や閉店に伴うものである。

キャッシュ・フローでは、営業キャッシュ・フロー 9457百万円に対して、投資キャッシュ・フロー 6317百万円（うち有形固定資産取得 4978百万円）となり、フリーキャッシュ・フローは+3140百万円となった。

2017年8月期末の従業員数は1142名（他にパート等2781名）、このうちカラオケ事業で666名（同2594名）、カーブス事業438名（同51名）、温浴事業25名（同136名）という内訳である。

セグメント別にみると、カラオケは売上高+7.1%、セグメント利益2050百万円(+75.1%)と急回復をみせた。ここ数年の出店拡大とともに、店舗の適正化に取り組んできた効果が出ている。セグメント利益の増減分析では、国内新店の売上増と、効率化による原価低減が最も寄与した。売上高原価率が-2.3%ポイント下がり、売上高販管費比率も-0.4%ポイントと下がった。結果として、営業利益率が6.4%へ、+2.7%も改善した。

既存店は-1.1%と、客数、客単価とも今一步であった。人手不足の中で、店舗の資本装備率を上げて、自動化を進めている。スタッフの負担を減らして、顧客へのサービスに当てるようにしている。新規出店は46店（前回47店）、そのうち首都圏出店は25店（同30店）であった。リニューアルも37店行った。

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。

海外のカラオケは減収減益となった。シンガポールは、まねきねこ化のためのリニューアルで一時店舗を閉めたので、その分がマイナスとなったが、全体としてみると順調であった。韓国は赤字が続き低調であった。従来のノレバンは展開難の店が多く、それに対応すべく飲食もできるノレタウンの1号店を7月にオープンした。今後は構造転換で黒字化を目指すことになる。

カラオケのセグメント利益は、大震災後の2012年8月期の2692百万円がピークであった。この時の売上高営業利益率は14.5%であった。その後の先行投資もあって、2016年8月期にはセグメント利益1170百万円、利益率4.2%まで落ち込んだ。そこから回復している局面で、2018年8月期には過去のピーク利益を抜いてこよう。しかし、利益率を2桁に戻すにはもう一段の努力を要する。

カーブスは、売上高+9.5%、セグメント利益4672百万円(+10.3%)と順調であった。利益率も19.7%と高水準をキープしている。会員数は82.1万人(+6.3%)となった。店舗数は8月末で1823店、+104店(前期+122店)と、100店増ペースはキープしている。

しかし、新規出店の伸びは次第に鈍化している。1店当たりの会員数は450人と高水準にあり、FCは十分儲かっている。客層は50歳代以上が9割近い(50代23%、60代40%、70代以上26%)。カーブスの増収分+2053百万円の内訳をみると、FCからのロイヤリティ収入+736百万円、新規加盟収入+192百万円、サプリメントなどのショッピング売上+1177百万円であった。

温浴は、売上高+5.5%、セグメント利益122百万円(同+58.2%)と好調であった。利益率も7.5%(前期5.5%)まで上昇した。集客が効果を上げており、省エネ化にも引き続き取り組んだ。いい物件があれば、拡大する方向であったが、この期には適当なものがなかった。

#### カラオケの海外事業

(店、百万円)

	2015.8			2016.8			2017.8		
	店舗数	売上高	営業利益	店舗数	売上高	営業利益	店舗数	売上高	営業利益
韓国 まねきねこ	9	140	-91	13	259	-117	14	238	-115
シンガポール K BOX	10	1867	-181	11	1701	119	10	1562	104
海外合計	19	2007	-272	24	1961	2	24	1800	-11

#### 2018年8月期も好調を継続

2018年8月期の3Q累計は、売上高45763百万円(前年同期比+11.7%)、営業利益5547百万円(同+14.1%)、経常利益5640百万円(同+12.8%)、純利益3139百万円(同+14.3%)と好調であった。

セグメント利益をみると、カラオケは極めて好調、カーブスは伸び悩み、温浴は低調という内容であった。但し、カーブスについては、CVI(カーブスインターナショナル)の買収

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。



に関わる一時的費用が入っているので、これを除いてみれば好調を継続している。

カラオケは売上高+7.5% (3Q 累計前年同期比)、営業利益 2282 百万円 (同+48.2%) であった。首都圏出店の効果が大きく寄与している。カラオケの既存店は 3Q で+1.2%であった。出店は+18 店で 517 店となった。

カーブスは、売上高+18.1%、営業利益 3732 百万円 (同-0.7%) と若干減益となった。ここには、CVI 買収に伴う費用 565 百万円 (2Q で 328 百万円、3Q で 237 百万円) が入っている。これを除くと+14.3%の増益となったはずなので好調とみてよい。カーブスは+68 店で 1891 店となった。会員数は 82.0 万人 (前期末比-0.1%) であった。プロテインは好評で会員の 4 割弱が利用しており、利用率が高まっている。

温浴は、売上高-2.0%、営業利益 60 百万円 (同-35.1%) と今一步であった。温浴はリニューアルに力を入れている。その費用が先行しているほか、エネルギー代も上がってコスト負担がマイナスとなった。

### 3Qのセグメント別業績

(百万円)

		2017.8期 3Q	2018.8期 3Q	
カラオケ	売上高	21959	23606	+7.5
	利益	1540	2282	+48.2
	利益率	7.0	9.7	
カーブス	売上高	17541	20710	+18.1
	利益	3759	3732	-0.7
	利益率	21.4	18.0	
温浴	売上高	1235	1210	-2.0
	利益	92	60	-35.1
	利益率	7.4	5.0	
不動産管理	売上高	234	235	+0.6
	利益	94	97	+3.2
	利益率	40.2	41.3	
	利益調整	-623	-625	
合計	売上高	40971	45763	+11.7
	利益	4863	5547	+14.1
	利益率	11.9	12.1	

(注) 利益は営業利益、下段は営業利益率、右辺は伸び率

### CVI 買収の B/S、P/L への影響

M&A の一時的費用 565 百万円には、①買収に当たってのアドバイザー費用、②買収後の統合に関わる費用などが入っており、買収総額 184 億円に対して 3.1%であった。

CVI (カーブスインターナショナル) の決算期は 6 月であるが、これを連結に取り込んでいる。買収に伴う P/L、B/S への影響は、3Q 末は 184 億円がバランスシートに反映されている。総資産が前期末比+198 億円となっているが、このうちのれんが+170 億円、その他無形資産 (意匠権など) が+25 億円で、この 2 つの勘定科目に CVI 買収は全て反映されている。184 億円の買収に当たっては、長期借入金で対応した。そのファイナンス手数料が 1 億円ほど営業外費用で発生している。

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。

4Q から CVI の売上、利益が P/L に入ってくる。年間のロイヤリティ収入は約 2 億円と見積もられるので、その 4 分の 1、0.5 億円程度が乗ってこよう。

日本のカーブスが支払っていたロイヤリティが年間 16 億円なので、この費用がいらなくなる。一方で、のれん代が発生する。172 億円を 15 年で償却すると仮定して、年間 12 億円弱の費用が発生する。この差額が年間 4 億円で、その 4 分の 1 が 4Q には寄与してくる。

また、M&A に伴う一時的費用は 4Q には発生しないので、カーブスの利益は平常ベースに戻ってこよう。

翌 2019 年 8 月期のカーブスのセグメント利益では、1)M&A の一時的費用 5.65 億円がなくなる、2)日本からのロイヤリティに関わる支払いがなくなる、3)海外のロイヤリティ収入が入ってくる。4)一方でのれんの償却がフルに入ってくる。これらを考慮すると、セグメント利益は大幅に増えて、10 億円前後押し上げられよう。

セグメント別業績予想

(百万円、%)

	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8(予)	2019.8(予)
カラオケ					
売上高	23794 [54]	27643 [54]	29614 [54]	32500 [53]	36000 [54]
営業利益	1203	1170	2050	3200	3600
同利益率	5.1	4.2	6.9	9.8	10.0
カーブス					
売上高	18649 [42]	21667 [42]	23720 [43]	27500 [44]	29000 [43]
営業利益	3856	4235	4672	5000	6100
同利益率	20.7	19.5	19.7	18.2	21.0
温浴					
売上高	1495 [3]	1552 [3]	1637 [3]	1600 [3]	1700 [3]
営業利益	-89	77	122	80	100
同利益率	-6.0	5.0	7.5	5.0	5.9
不動産管理					
売上高	318 [1]	306 [1]	312 [1]	300 [1]	300 [1]
営業利益	127	98	126	130	130
同利益率	40.2	32.2	40.5	43.3	43.3
合計					
売上高	44257 [100]	51170 [100]	55283 [100]	61900 [100]	67000 [100]
営業利益	4394	4810	6146	7500	9000
同利益率	9.9	9.4	11.7	12.1	13.4

(注) (予) はアナリスト予想。利益率は売上高営業利益率、カッコ内は売上高構成比。

2018 年 8 月期の会社計画は、売上高 59612 百万円 (前年度比+7.8%)、営業利益 7313 百万円 (同+19.0%)、経常利益 7306 百万円 (同+15.0%)、純利益 4036 百万円 (同+24.0%) であるが、これは十分達成できよう。

## 今後の展開

現在、カラオケの収益性が大きく戻っている。6 年前には 14.5% あったセグメントの売上高営業利益率が 2 年前には 4.2% まで落ち込んだがこの上期には 10.0% まで戻ってきた。今後とも 10~15% の利益率は狙うことができよう。

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

カーブスは、6年前の利益率16.8%がこの上期でM&Aの費用分を除くと20.1%であった。今後、CIの買収で利益が上乘せになることも十分想定できるので、セグメントの利益率で20~25%を目指すことができよう。温浴も10%は確保できるものと想定できる。

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

2018年8月期のカラオケの出店は45店を計画したが、31店に留まる模様である。無理な出店は避けているが、翌期も40店ペースは目指していくことになるだろう。カラオケの首都圏出店は、1年目は負担であるが、3~4年目となると収益貢献が高まってくる。4年前からの首都圏出店で、収益の上がる店が増えており、部門全体の収益力向上に寄与している。

カラオケの出店が少し遅れているのは、首都圏出店の成功モデルは分かってきたので、現在は1店当たりのルーム数を増やそうとしている。店舗の規模を少し大型にしようとしている。そのため立地探索に時間がかかっている。実際、従来の1店当たり10ルーム台から20ルーム台に増やそうとしている。首都圏で最も大きい店は立川店で、ここは50ルームあるが、高収益を上げている。

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

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

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

海外では、シンガポールで6月に1店出店し、これで11店となった。韓国は5月に2店閉店して12店となった。ノレタウンの新店は立ち上がりのピッチがさほどでもないため、次の出店については少し様子を見ている。7月にマレーシアで1店、その後秋にはタイで出店が始まる。

既存ののれんの償却4.5億円の内訳はシンガポールのK BOXで2.7億円、国内のムーンので1.8億円である。この償却は、2019年8月期末で終了するので、2020年8月期のカラオケのセグメント利益はこの分が上乘せとなって出てくる。利益率を1.0~1.5%ほど押し上げよう。

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。

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

カーブスのFCへの加盟件数は430件であるから、1オーナーが平均3~5店の出店をしている。最近では新規の加盟店は募集しておらず、既存のオーナーのFC要望を重点的に審査して、FCを増やしている。

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

プロテインを新しくした。スーパープロテインは、価格は同じだが、1回あたりの量を少なくして、飲みやすくし、効果も高まるようにした。会員になって1年以上を経た人にプロテインを勧めている。新製品にして加入率が高まっており、これも売上、利益面でプラスに働いている。

CVIの買収は総額184億円であった。のれんをどのように償却していくかについては、現在精査中である。多少おつりがくる公算が高い。年間で4~5億円ほどカーブスのセグメント利益が押し上げられることも想定される。

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

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

### 配当性向は20%を目途とする~5月末で1:4の株式分割を実施

5月末ベースで、1:4の株式分割を行った。これによって、流動性は高まっている。配当については、1:4の分割後で、2018年8月期は10.0円(前期9.0円)の配当を予定し、11期連続増配となる予定である。配当については、継続的に増配していく方向にある。株主に関して、当社のビジネスがB to C(対個人顧客サービス)であることに鑑み、株主=お客様という路線で進みたいと会社は考えている。引き続き成長志向を強める方針で、配当につ

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。

いては、今後とも業績の拡大につれて増配が期待できよう。

株主優待も充実させており、3年間株主を継続すると、優待が2倍になるようにした。分割後の株主優待は、従来の100株以上は400株以上となるので、従来通りの優待である。新たに100株～399株（分割後）を所有する株主には2000円相当の株主優待券、3年以上の保有株主には4000円相当の株主優待券が配布される。

400株以上で5000円相当の株主優待券と3000円相当のカタログギフト（1000種から選ぶ）がつく。4000株以上では、カタログギフトが5000円相当となる。全体としては、お得感のある優待といえよう。

## 6. 企業評価 首都圏攻勢と海外展開の加速に注目

### 成長志向を強めよう

今後の展開について、腰高社長は、1)カラオケの国内は構造転換を一段と進め、海外は積極的に攻める、2)カーブスのビジネスモデルは頑健で、M&Aを機に一段と深掘りができる、3)温浴は黒字化したので、出店再開を検討する、という方針である。

カラオケの国内は、①大都市、②駅前・繁華街、③建築出店、という方向で進める。建築出店は居抜きよりも投資コストはかかるが、競争力が確保できることが分かってきたので、十分対応できる。カラオケは首都圏中心に出店ができており、S&B（スクラップアンドビルド）にも力が入っている。

まねきねこのFC化、ビーアンビシヤスは30店となった。社員が独立してFC化した店は、オーナーの才覚ですこぶる好調である。これも引き続き増やしていく。海外はシンガポールがいい形になりつつある。シンガポールのまねきねこモデルが成功しているので、これでアジアへの拡大が出来そうである。

カーブスについては、会員100万人を目指して拡大できそうである。FCの加盟店(430件)が複数の店を持っており、もっと増やしたいという意向は強い。温浴は営業利益率10%以上に上げていく。東京健康ランドは宿泊施設も整えて、インバウンドへの対応も図っていく。

課題であった内外のカラオケの収益力向上が進展している。国内では、まねきねこのビジネスモデルが一定の差別化効果を持って、都心への出店を果たしている。カラオケの首都圏展開は「守りの戦略」でもあった。地方は人口が減って、若者も都会へ行くので相対的に不利である。首都圏への出店は当初は苦勞しても収益性は目に見えて良くなっていく。カラオケを単に歌うところという狭い意味ではなく、新しい遊び方が工夫できる施設時間サービス業の場であるとして、いろいろトライしている。

アジアのカラオケ市場は有望である、と腰高社長はみている。シンガポールのK BOXで、どうマネージすればよいか分かった。中期的にはアセアン各国に出ていく方向である。当

---

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。

社の国内売上高 300 億円規模に対して、アジアではその 2 倍の市場規模が見込めそうである。すぐにはないとしても、若いファミリー層を中心に、新しい市場形成ができそうである。アセアン各国でパートナーと組んで、そのパートナーが直営または FC 展開をすればピッチが上がってきそうである。

アジアで FC 展開ができるフォーマットに仕上げる必要がある。ハードやシステムのレベルアップと共に、店長に依存しないシステム化やブランド力を高めていくことが求められる。内外合わせて、カラオケで 1000 店を目指すということも視野に入れてこよう。

カーブスは次にどのように展開するのか。当社の基本方針は、既存業種新業態にある。単純な後追いはしない。強みは、1) FC 展開のノウハウと、2) カーブスの FC を担っている企業が 430 社ほどある、3) 地方のシニア層へのサービスを自治体と組んでトライしている、という点にある。これを軸に、次なる展開がみえてこよう。カーブスは、フィットネス事業として周辺多角化が期待される。収益力の向上も見込めるだけに、成長保テンシシャルが高まっているといえよう。

#### 価値向上企業としての評価は高まってこよう

カラオケ、カーブス、温浴に共通化するビジネスモデルのコアは、1)健康、2)運動、3)リピーター、4)会員化、5)コミュニティ、である。若者から高齢者まで、女性から男性まで、どのように囲い込んでストック型ビジネスに持ち込んでいくかが鍵であろう。

社内の組織能力を高めるという点では、引き続き人材の育成が求められる。国内営業の若手マネジメントは育っているが、本社スタッフ、海外マネジメントなどは、もう一段強化する必要がある。また、「攻めの IT」のための人材活用や外部ベンチャーとのオープンイノベーションを積極化することも必須であろう。

いずれも本業強化を図りながら、周辺多角化を検討し、各事業のシナジーを出そうというものである。経営者の経営力、事業の成長性・持続性、業績の下方修正リスクという 3 つの評価軸から見て、当社は「良好である」（ベルレーティング法で「A」ランク）と評価できる（表紙の注を参照）。

株価(8月2日時点)をみると、PBR 4.03 倍、ROE 17.2%、PER 23.5 倍、配当利回り 0.8% である。好業績を反映して株価は上昇し、成長企業として株価水準を切り上げてきたが、ここに来てやや調整している。M&A の成果を見極めたいという動きであろう。新たなサービス提供などビジネスモデル（企業価値創造の仕組み）が引き続き進化するものと期待されるので、それにつれて株価は改めて見直されてこよう。