

# RIZAP グループ (2928・札幌証券取引所アンビシャス)

2018年12月19日

## グループ子会社の再建を優先し、M&A を原則凍結

### アップデートレポート

(株) QUICK  
豊田 博幸

#### 主要指標 2018/12/18 現在

株 価	213 円
年 初 来 高 値	1,099 円 (1/30)
年 初 来 安 値	201 円 (12/11)
発行済株式数	556,218,400 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	118,475 百万円
予 想 配 当 ( 会 社 )	0 円
予 想 E P S ( ア ナ リ ス ト )	-10.79 円
実 績 P B R	2.21 倍

#### 直前のレポート発行日

リサーチノート	2018/9/3
ベ ー シ ャ ッ ク	2018/7/5

#### 19/3 期上期は 88 億円の営業赤字

19/3 期上期連結業績は、売上収益が前年同期比 74.3%増え 1091 億円となったが、営業損益は 88 億円の赤字(前年同期は 50 億円の黒字)になった。売上収益を事業別にみると、主力の美容・ヘルスケア事業が RIZAP 関連事業(RIZAP ボディメイク事業に加え、RIZAP 関連の商品・サービスを含む事業)の伸長を牽引役に同 33.9%増の 393 億円。プラットフォーム事業が新規連結効果で同 4.8 倍の 445 億円と大きく貢献。利益面ではグループ入り 1 年未満の子会社の再建の遅れなどが響き、営業赤字を余儀なくされた。会社では新規の M&A(合併・買収)を原則凍結し、当面は業績改善の遅れた子会社の再建に集中するとした。

#### 19/3 期通期は 25 億円の営業赤字を予想

QUICK 企業価値研究所による 19/3 期通期の連結業績予想を、売上収益が 2500 億円→2320 億円(前期比 70%増)、営業損益が 230 億円の黒字→25 億円の赤字(前期 135 億円の黒字)、純損益が 160 億円の黒字→60 億円の赤字(同 93 億円の黒字)に減額する。RIZAP 関連事業は好調だが、グループ入り 1 年未満の企業を中心に業績悪化が続いていることや、経営再建に向けた構造改革費用の計上が響くとみているため。

#### RIZAP 関連事業の収益力は依然強く、来期は黒字に転換

続く 20/3 期連結業績予想を、売上収益が 3000 億円→2520 億円(前期比 9%増)、営業利益は 290 億円→110 億円に減額するが、構造改革効果の寄与や、RIZAP 関連事業の収益力の強さから、損益は黒字に転換する見通し。なお、M&A の停止に加え、グループ企業の見直しを進めていることから、21/3 期を最終年度とする中期経営計画は、見直しの可能性が大きくなってきたようだ。

業 績 動 向	売上収益 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	税引前利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2018/3 通 実 績	136,201	42.9	13,541	-	11,998	-	9,250	20.5	18.15	
2019/3 上 実 績	109,105	74.3	-8,829	-	-9,705	-	-8,532	-	-15.90	
2019/3 通	新・会社予想 (2018年11月発表)	230,900	69.5	-3,300	-	-4,900	-	-7,000	-	-12.81
	旧・会社予想 (2018年5月発表)	250,000	83.6	23,000	69.9	21,100	75.9	15,940	72.3	29.17
	新・アナリスト予想	232,000	70.3	-2,500	-	-4,000	-	-6,000	-	-10.79
	旧・アナリスト予想 (2018年7月発表)	250,000	83.6	23,000	69.9	21,100	75.9	16,000	73.0	28.77
2019/3 通	新・アナリスト予想	252,000	8.6	11,000	-	10,000	-	5,000	-	8.99
	旧・アナリスト予想 (2018年7月発表)	300,000	20.0	29,000	26.1	27,000	28.0	20,600	28.8	37.04

注:18/3 期(実績)の営業利益、税引前利益は企業結合に係る暫定的な会計処理の確定に伴い、遡及修正された数値を記載していたため、営業利益と税引前利益の前期比は記載していない

## 業 績

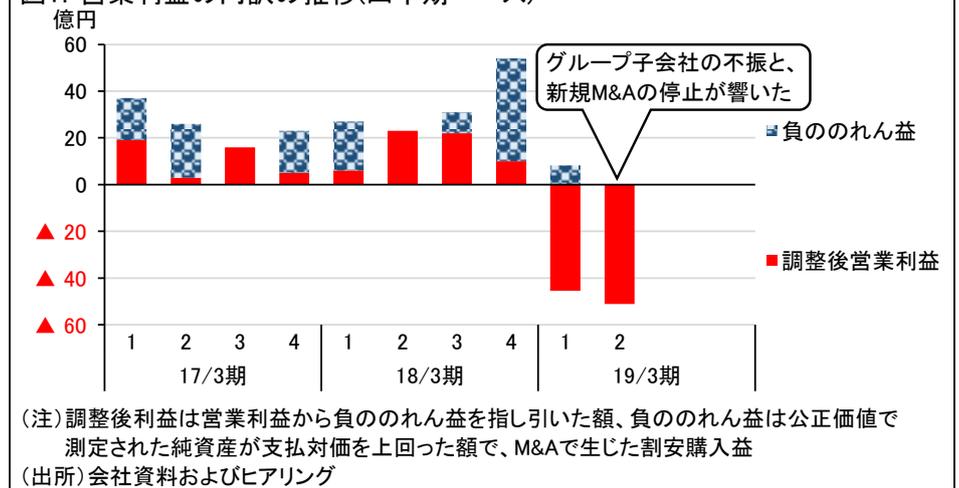
19/3 期上期  
連結業績

## ● 19/3 期上期連結業績動向 ～M&amp;A 凍結、子会社の再建遅れなどが響く

19/3 期上期連結業績は、売上収益が前年同期比 74.3% 増え 1091 億円となったが、営業損益は 88 億円の赤字 (前年同期は 50 億円の黒字) になった。売上収益を事業別にみると、主力の美容・ヘルスケア事業が RIZAP 関連事業 (RIZAP ボディメイク事業に加え、RIZAP 関連の商品・サービスを含む事業) の伸長に加え、体型補正用婦人下着販売の MRK HLD (旧マルコ、18 年 10 月より商号変更) や、ゲームセンターやフィットネスが主力の SD エンターも増収を確保し、同 33.9% 増の 393 億円。他事業も増収を確保。ライフスタイル事業は構造改革やアパレル不況の影響があったものの、新規出店や商品政策見直しの効果により同 3.3% 増の 260 億円。プラットフォーム事業は、フリーペーパーのぱどが不振だったものの、CD やレンタルを郊外型店舗で展開するワンダーコーポの新規連結効果 (18 年 3 月より連結) により同 4.8 倍の 445 億円と、連結での大幅増収に貢献した。

利益面では、再建の遅れによるグループ子会社の営業損益の悪化 (18/3 期 22 億円の黒字→19/3 期上期 75 億円の赤字) に加え、マーケティングや新規出店など事業拡大に向けた費用が膨らんだ。なかでも、グループ入り 1 年未満の子会社の損益悪化が顕著だったとしている。売上総利益率は 49.2%→43.7% に悪化し、販管費は同 86.5% 増の 531 億円となり、営業損益は赤字転落を余儀なくされた。こうした状況を踏まえ、会社では新規の M&A (合併・買収) を原則凍結した。

図1. 営業利益の内訳の推移(四半期ベース)



業

績

**19/3 期通期  
連結業績予想**
**● 19/3 期通期予想 ～通期では 25 億円の営業赤字に転落へ**

QUICK 企業価値研究所による 19/3 期通期の連結業績予想を、売上収益が 2500 億円→2320 億円(前期比 70%増)、営業損益が 230 億円の黒字→25 億円の赤字(前期 135 億円の黒字)、純損益が 160 億円の黒字→60 億円の赤字(同 93 億円の黒字)に減額する。RIZAP 関連事業の好調が続くものの、M&A でグループ入りした企業の不振が響く。RIZAP 関連事業は、ボディメイクジムにおける客数拡大やシニア層の開拓に加え、ゴルフレッスンや英語教室の寄与もあり売上収益は拡大が見込まれる。ただ、消費不況もあり、グループ入り 1 年未満の企業を中心に従来想定よりも業績悪化が続いている。加えて、新規の M&A を原則凍結したことも響く。損益面では、RIZAP 関連事業の好調による利益増があるものの、グループ入り 1 年未満の企業を中心にした業績回復の遅れ、経営再建のための構造改革費用(83.5 億円を計画)の計上、新規 M&A の凍結による利益減などが響き、営業損益は赤字転落を予想する。なお、構造改革は大幅なものとなるが、スピードを重視し、19/3 期中に終える予定だ。

**● 会社計画との違い**

会社による 19/3 期の連結業績計画は、売上収益が 2500 億円→2309 億円(前期比 70%増)、営業損益が 230 億円の黒字→33 億円の赤字、純損益が 159 億円の黒字→70 億円の赤字に減額した。当研究所予想は会社計画に比べ、売上収益が 11 億円多く、営業損失が 8 億円、純損失が 10 億円少なくみている。RIZAP 関連事業はボディメイクジムを中心に好調が続いていることに加え、消費不況は依然厳しいものの、以前からの事業構造改革の取り組みにより効果が出てきたグループ企業の貢献などもあるとみていることが理由。

**20/3 期通期  
連結業績予想**
**● 20/3 期連結業績予想 ～RIZAP 関連事業の牽引で黒字を回復**

当研究所による 20/3 期連結業績予想を、売上収益が 3000 億円→2520 億円(前期比 9%増)、営業利益は 290 億円→110 億円に減額する。20/3 期は 19/3 期に引き続き、RIZAP 関連事業の売上収益拡大を見込む。シニア層や女性など顧客層の拡大もありボディメイクジムの成長が続くほか、ゴルフレッスンや英語教室も拡大が見込まれる。会員層を拡大するためボディメイクジムの体験やカウンセリングなどを提案する店舗の運営、若年女性会員を獲得するためのヨガ教室なども寄与。生徒多数の教室形式のため、マンツーマン形式のボディメイクジムに比べ安い費用で指導を受けることが出来るため、ボディメイクジムへの誘導も想定される。通販製品も製品開発が進むとみている。業績改善に取り組む子会社も事業の選択と集中の推進により効率が高まり、損益は改善に向かうとみている。

業

績

図2. 事業別売上収益の推移

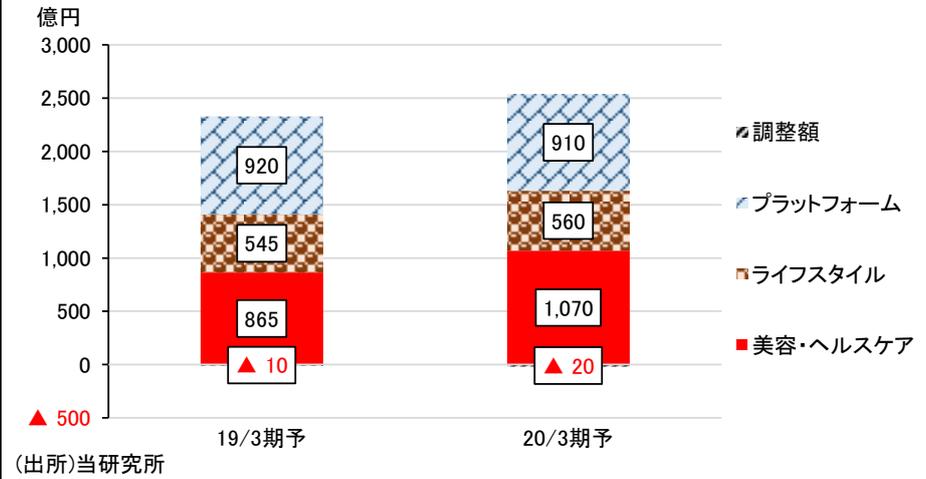
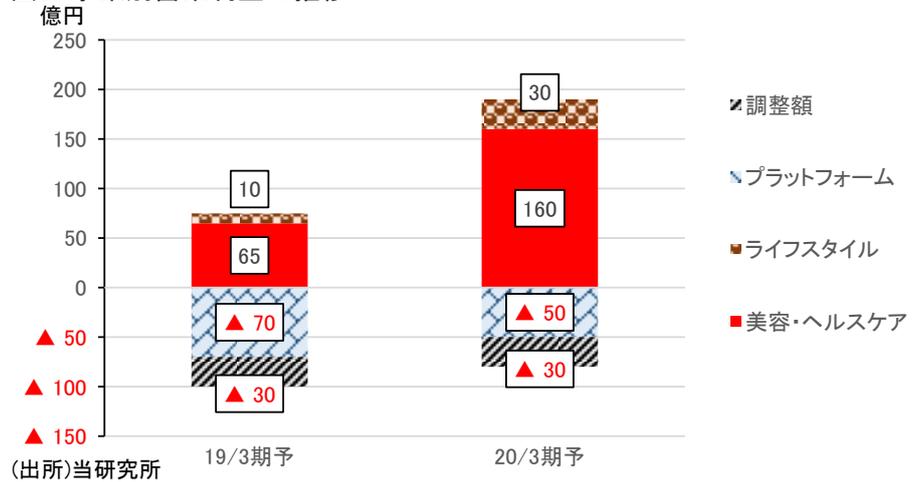


図3. 事業別営業利益の推移



## 事業動向

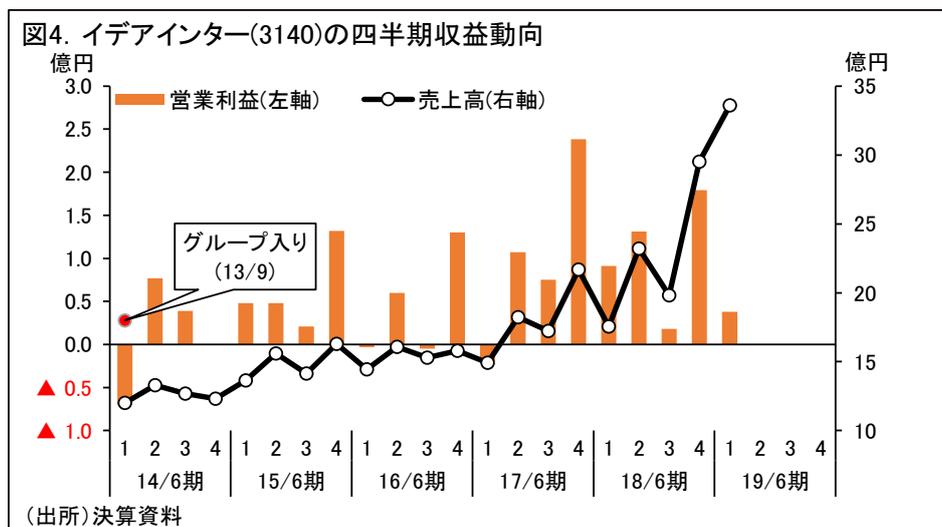
上場子会社  
9社の状況

●消費不況のなか、健闘する企業もあるが、再建途上で不振企業も  
現在、上場子会社を9社抱える。これまで、商品構成の見直しや事業構造の改革に注力し、売上収益よりも利益の改善を念頭に経営を進めてきた。ただ、ようやく事業の選択と集中が奏功し、販売拡大に施策が移ってきた企業も出てくるようになった半面、厳しい状況が続く企業もある。各社の概要は表1の通り。各社の四半期業績推移を図4から図12で示した。

表1. RIZAPグループの上場企業

企業名	コード	事業内容など	業績				自己資本比率		グループ入り (年/月)
			直近本 決算 (期)	売上高(億 円)	営業利益 (億円)	売上高営業 利益率 (%)	直近四 半期末 (期.Q)	(%)	
アイデアインター	(3140)	インテリア、旅行、調理など各種雑貨の取り扱い	18/6	90	4	4.6	19/6.1	44.1	13/9
夢展望	(3185)	若年女性向けの衣料品、自主企画に強み	18/3	51	6	11.5	19/3.2	23.5	15/3
ワンダーCO.	(3344)	郊外大型エンタテインメント複合店を展開	18/2	732	3	0.4	19/3.2	30.2	18/3
SDエンター	(4650)	ゲームセンターやフィットネスクラブを運営、北海道が主力	18/3	79	1	0.9	19/3.2	20.1	14/1
ぱど	(4833)	フリーペーパー大手、地域密着型ビジネスに強み	18/3	72	2	3.3	19/3.2	22.1	17/3
ジーンズメイト	(7448)	ジーンズ中心のカジュアル衣料、首都圏が主力	18/3	97	▲6	▲6.3	19/3.2	70.8	17/2
HAPINS	(7577)	インテリア、生活雑貨。首都圏中心だが、全国に店舗網	18/3	88	2	1.7	19/3.2	12.8	16/5
堀田丸正	(8105)	中堅繊維商社、和装に強みを持つが、洋装にも展開	18/3	77	1	0.9	19/3.2	76.5	17/6
MRK HLD	(9980)	体型補整下着が主力、ネットや自社割賦で販売強化	18/3	149	9	6.0	19/3.2	77.1	16/7

(注)売上高および営業利益は直近本決算、自己資本比率は直近四半期末  
(出所)決算資料、会社リリースより当研究所作成



事業動向

図5. 夢展望(3185)の四半期収益動向

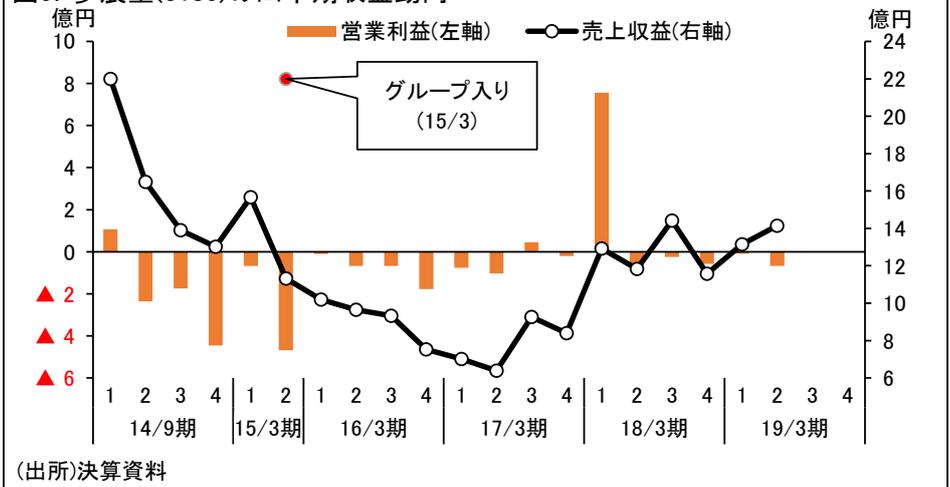


図6. ワンダーCO.(3344)の業績推移

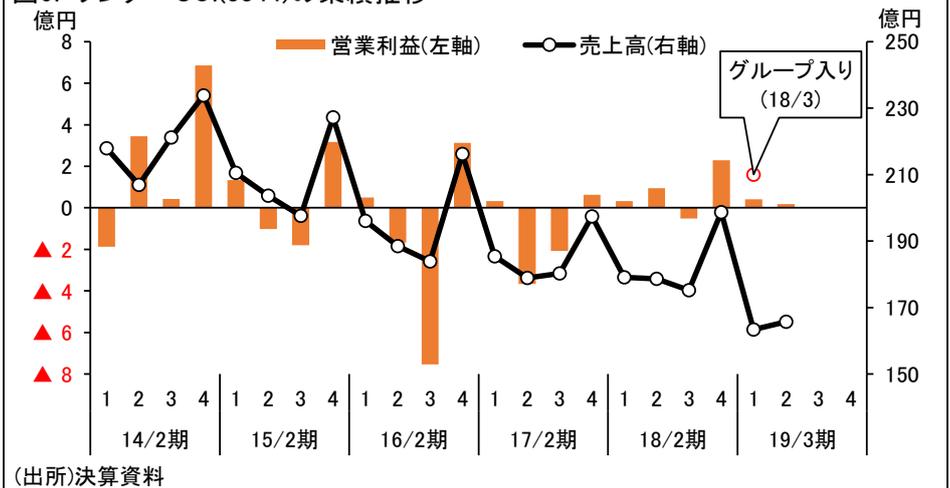
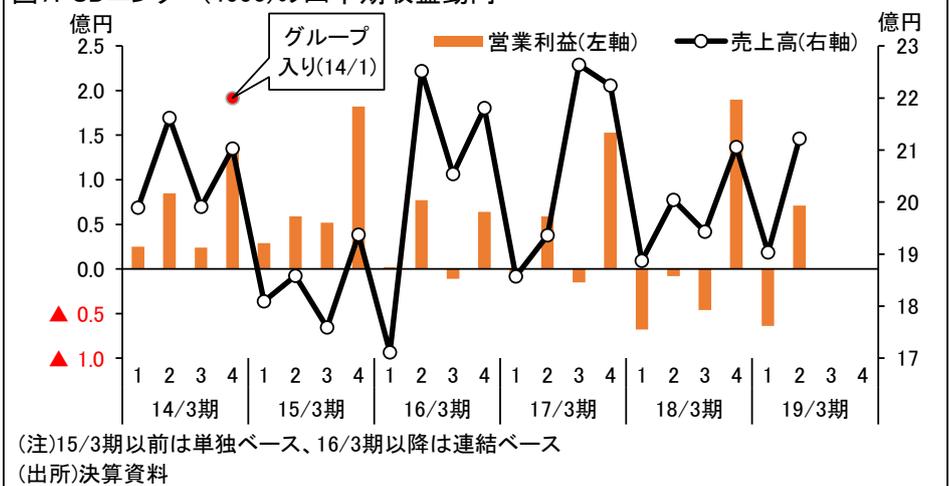
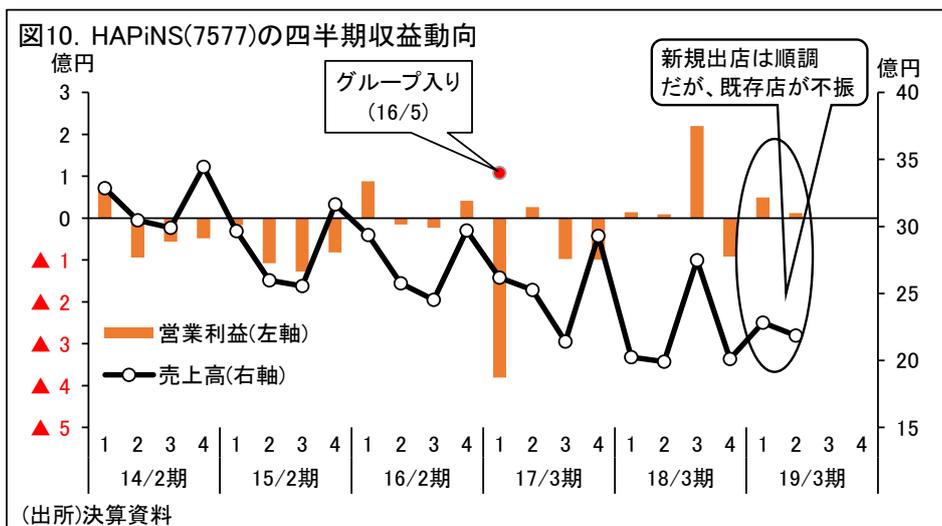
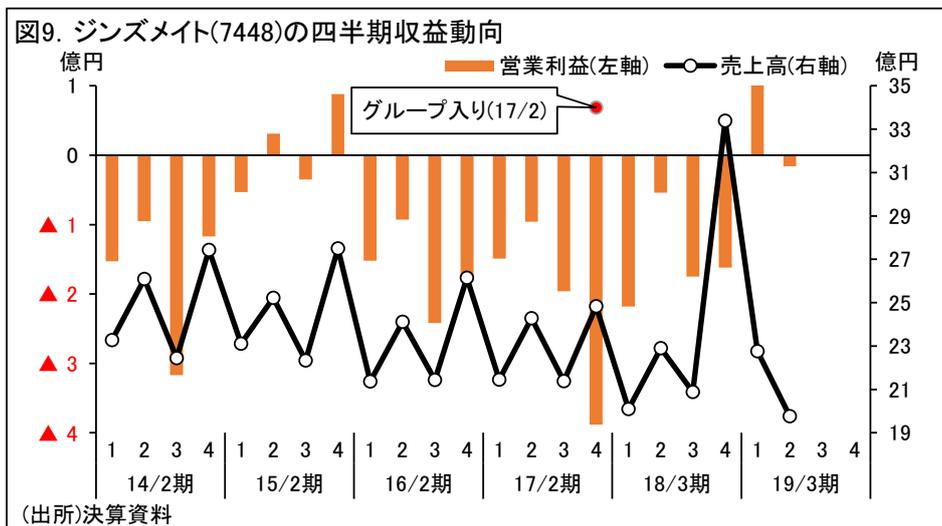
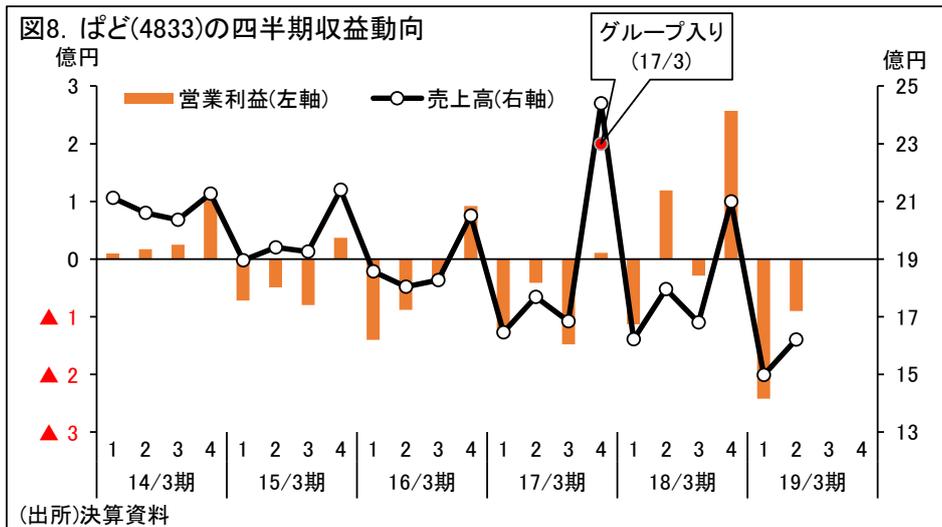


図7. SDエンター(4650)の四半期収益動向



事業動向



## 事業動向

図11. 堀田丸正(8105)の四半期収益動向

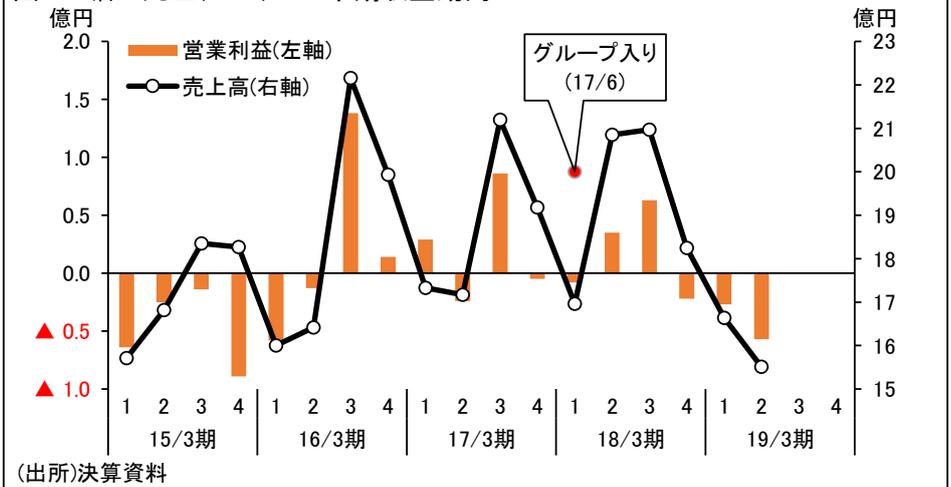
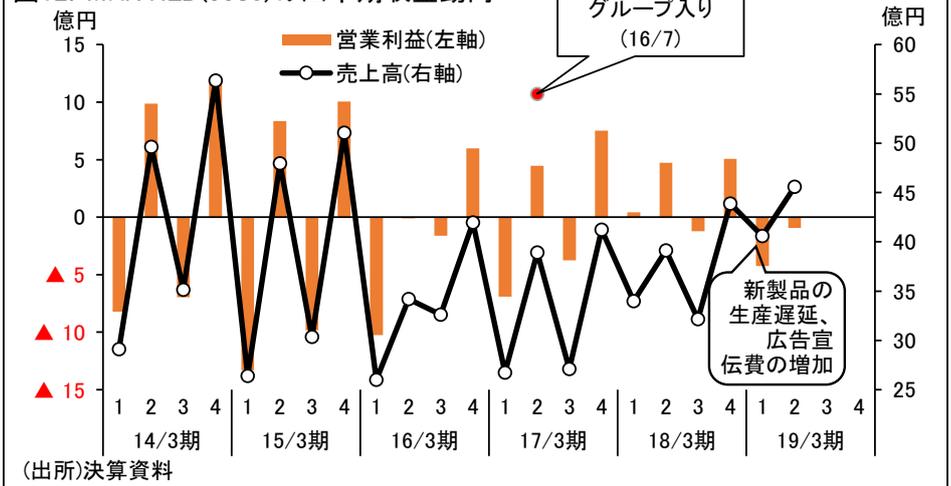


図12. MRK HLD(9980)の四半期収益動向



中期経営計画は  
見直しの可能性が  
大きい

## ● 業績不振の子会社の再建を優先

15年2月に発表した中期経営計画「COMMIT2020」(～21/3期)の数値目標は、21/3期に売上収益3000億円、営業利益350億円を目指す意欲的な計画だったが、業績不振の子会社の再建を優先することや、成長の源泉の1つだったM&Aを原則凍結する方針を表明。中期経営計画は見直しの可能性が大きくなっているようだ。

ただ、会社としては中期経営計画の業績目標の修正というよりも、今後のグループとしての方向性を改めて明確化することを主眼に置いているようだ。グループが急拡大したことで、当初想定していたシナジー効果が発揮されていなかったことや、業績管理が行き届かなくなってきたことを改善し、グループとしての一体感を強めていく施策や目標のほか、事業の選択と集中の方法などを示していくことが中心になると、当研究所では考えている。

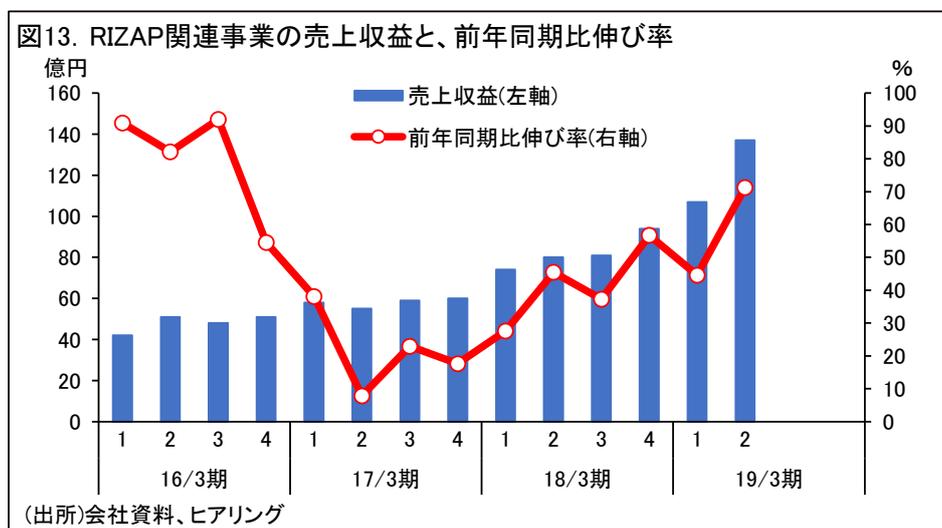
## 事業動向

RIZAP 関連事業は  
成長が続く

## ● 順調な拡大続く RIZAP 関連事業

ボディメイクジムは拡大が続いている。18年9月末の会員数が12.2万人に達したほか、関連事業を含めた店舗数も18年10月末182(18年3月末149)に拡大。現在、入会待ち人数も3千人と依然高水準で人気が高い。

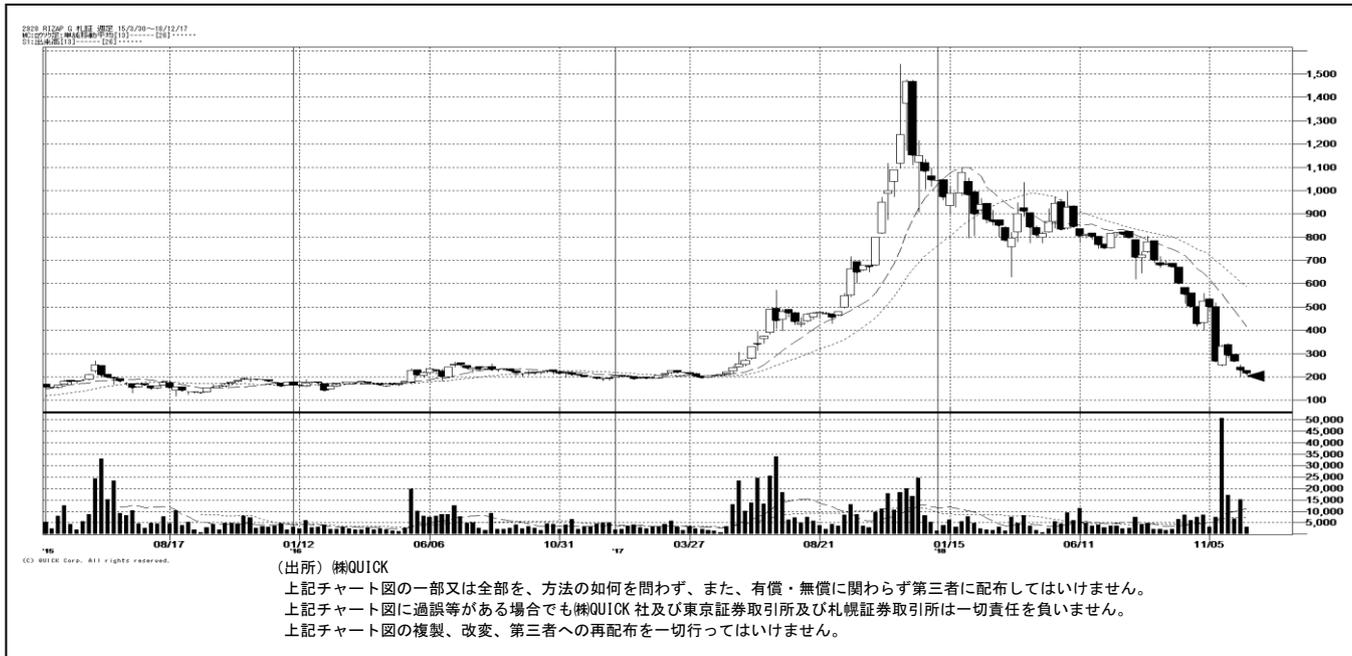
ボディメイクジムで培ったマンツーマン方式をゴルフや英語教室にも活用。ゴルフは18年9月末の会員数が1万人を突破。月次の営業損益も18年9月、10月は黒字に転換した。英語教室も会員数の増加により19/3期2Qは営業黒字に転換したとしている。RIZAP 関連事業は順調に拡大しており、今後もメニューを増やすことで、成長を続けていく意向だ。



## ● 健康増進プログラム

大学や医療機関と共同研究を実施し、単なる「やせる」だけではなく、政府の推進する「健康寿命延伸」に取り組んでいる。この成果を生かし地方自治体への取り組みを強化している。健康増進プログラムと称し、指導を通じ参加者の体力年齢の若返りや、プログラム参加者の翌年の医療費削減で報酬を決定しようという試みだ。既に全国で11の自治体に採用されるなど実績を上げている。

他のトレーニングジムは、個人経営が多い。トレーナー個人の裁量での指導が一般的だが、同社はトレーナーにデータに基づいた指導するよう徹底。加えて、医療機関との提携で医学的な効果裏付けも強化している。最近の例としては、患者数の多い糖尿病での研究で権威がある朝日生命成人病研究所附属病院との共同研究結果を日本糖尿病学会(18年10月)で発表。内容は同社がボディメイクジムで推奨する短期間低糖質食は肥満症治療に有効というものだった。また、筑波大学との共同研究では、うつ傾向の改善などメンタル面での効果があることも検証された。同業他社との差別化を進めることで、高成長を持続させていく考えだ。



			2016/3 (連)	2017/3 (連)	2018/3 (連)	2019/3 予 (連) (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	271.3	266.0	1545.0	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	117.8	157.8	194.3	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	263,326	195,394	386,471	-
業 績 推 移	売 上 収 益	百万円	53,937	95,299	136,201	232,000
	営 業 利 益	百万円	3,159	10,212	13,541	-2,500
	税 引 前 利 益	百万円	2,806	9,604	11,998	-4,000
	当 期 純 利 益	百万円	1,587	7,678	9,250	-6,000
	E P S	円	6.26	30.13	36.29	-10.79
	R O E	%	19.5	56.4	40.7	-14.2
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	32,522	62,086	116,614	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	21,255	33,562	57,760	-
	資 産 合 計	百万円	53,777	95,648	174,375	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	27,296	43,636	80,579	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	15,344	30,557	50,912	-
	負 債 合 計	百万円	42,640	74,194	131,492	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	10,226	17,018	28,401	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	868	175	87	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-3,973	2,914	-3,495	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	5,137	11,088	22,725	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	10,483	24,643	43,630	-

## リスク分析

## 事業に関するリスク

## ●施設内での事故について

運営する施設内で事故が発生した場合、賠償請求を受ける可能性がある。賠償責任保険に加入しているが、訴訟によりブランドイメージを棄損し、業績に悪影響が出るおそれがある。

## ●安全性

安全性を確保できるようにトレーサビリティの推進に努めている。しかし、指定要件を満たさない原材料の使用や異物混入等を防止できなかった場合、損害賠償請求の対象となる可能性がある。また、商品の安全性に関する悪い風評が発生する場合もある。

## ●アパレル業界について

国内外の競合企業との厳しい競争状態にあり、流行・嗜好が短期的に大きく変化する傾向が強い。商品企画の対応次第では業績に悪影響が出るおそれがある。

## ●特定人物への依存

同社設立の中心人物であり事業の推進者である代表取締役社長瀬戸健は経営方針や経営戦略等、同社グループの事業活動全般において重要な役割を果たしている。同社は同氏に対して過度に依存しない経営体制の構築を目指し、人材の育成・強化に注力している。何らかの理由で同氏の業務遂行が困難になった場合、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を証券会員制法人 札幌証券取引所（以下「札証」といいます。）が利用して作成されたものであり、東証及び札証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を東証及び札証を通じて株式会社 QUICK（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払うことを約束することにより作成されたものです。
3. 本レポートは、東証及び札証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証及び札証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証、札証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証、札証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

## &lt;指標の説明について&gt;

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html>