

## 7085 カーブスホールディングス

### ～女性専用からオンライン・ハイブリッドやメンズへ新たなサービスを展開～

2022年2月5日

東証1部

#### ポイント

・会員数の回復が順調に進んでいる。コロナ前の会員数は86.4万人がピークであったが、2020年8月末は60.0万人まで落ち込んだ。前2021年8月末は69.3万人へ好転し、今期は79.8万人への回復を目指す。1Q末(11月末)で74.8万人となった。

・そのためのマーケティングに先行投資しており、効果を上げている。従来の65歳以上向けとは別に、50～64歳に向けて新たな方策を打っている。コンテンツは自社で開発しており、ノウハウが蓄積されつつある。

・休会していた会員も戻ってきた。前期の1Q(9～11月)で赤字が大幅に縮小し、2Q以降は黒字を確保している。この間、緊急事態宣言下でも、カーブスへの直接的な休業や時短要請はなかったため、十分乗り切れた。現在は、ポストコロナに対応した戦略遂行で、次の成長に備えようとしている。

・オンラインの「おうちでカーブス」は2020年9月からトライし、同年4月から本格的にマーケティングを開始した。11月末のオンライン会員は1.7万人となった。店舗会員とリモート会員の双方を利用するダブル会員も増え始めており、今後の重要な戦略となる。

・また、メンズ・カーブスは、昨年12月に岡山県で「メンズ・カーブスイオン津山」、2022年1月に静岡県で「メンズ・カーブス浜松入野」がオープンし、9店となった。女性向けの立地と連携しているため、立ち上げは順調である。

・今期の営業利益計画は25億円(前期比54%増)で、配当も7円(前期5円)に引き上げる予定である。新規会員の獲得が成果を上げてくるので、来期には90万人への拡大が見込めよう。業績の回復テンポも一段と上がってこよう。

・店舗とリモートのハイブリッド型ビジネスモデルに、メンズを加えて、国内の会員数135万人をめざす。売上高営業利益率もコロナ前の水準に戻す方針で、いずれ視野に入ってこよう。パイはかなり大きくなるので、中長期的な成長は十分期待できる。会員数と業績の回復ピッチに注目したい。

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

## 目次

1. 特色 女性専用フィットネスがキャッシュカウ
2. 強み 米国カーブス総本部の買収後、スピンオフで分離独立
3. 中期経営方針 オンラインサービスを開始し、ハイブリットのビジネスモデルへ
4. 当面の業績 コロナショックを克服し、本格回復へ
5. 企業評価 新たな会員の獲得に向けて

## 企業レーティング A

株価 (2022年2月4日) 720円 時価総額 676億円 (93.85百万株)

PBR 7.38倍 ROE 17.5% PER 42.4倍 配当利回り 1.0%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2018.8	27937	5095	5293	3488	37.4	32.0
2019.8	28036	5436	5242	3706	39.5	31.8
2020.8	25082	1167	1165	764	8.7	5.0
2021.8	24681	1622	1716	1129	12.0	5.0
2022.8(予)	26500	2500	2450	1600	17.0	7.0
2023.8(予)	29000	4000	3900	2500	26.6	13.0

(2021.11ベース)

総資産 34877百万円 純資産 9156百万円 自己資本比率 26.3%

BPS 97.6円

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

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

担当アナリスト 鈴木行生  
(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

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

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

## 1. 特色 女性専用フィットネスがキャッシュカウ

### カーブスのミッション

カーブスは、地域密着の健康インフラ企業を目指す。

カーブスのミッション（使命）は、正しい運動習慣を広めることを通じて、豊かな人生を提供し、社会課題の解決を実現することにある。

「健康生活の習慣化」こそ顧客への本質的価値の提供であると位置付け、そのための場づくり、コミュニケーションとコミュニティをビジネスモデルに作り込もうとしている。

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

### 2005 年に創業し、順調に発展

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

いつまでも健康でいられるように、これまでフィットネスジムとはあまり縁のない人々を中心に、気軽に、楽しく、効果的に運動が続けられるような場を提供し、新しい市場を創ってきた。

カーブスは、病気や介護の不安や孤独のない、生きるエネルギーに溢れる社会をつくる、地域密着の健康インフラ企業を目指している。

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

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

2008 年 10 月に現コシダカ HD の傘下に入り、2011 年には 1000 店を突破、2019 年には遂に 2000 店を超えた。そして、2020 年 3 月、コシダカ HD からスピンオフによって分離独立、東証 1 部の上場企業として独自の事業展開を本格化させた。東証の市場変更では、プライム市場に移る予定である。

### カーブスジャパンが国内 FC の本部

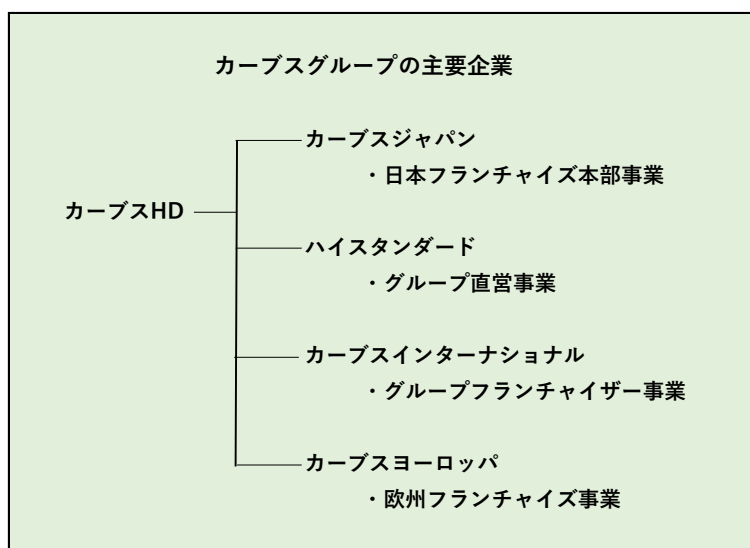
カーブスホールディングス (HD) の下に、カーブスジャパンとハイ・スタンダードがある。カーブスジャパンが全国の FC（フランチャイズ）の元締めであり、ハイ・スタンダードは直営のカーブス FC である。

---

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。

カーブスの直営店は、現在 75 店を有するが、今後とも必要に応じて増やしていく方向である。フランチャイズとのバランス、ドミナントの形成などを考えている。

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



### 経営陣は創業当時のメンバー

カーブス HD は、増本岳氏（56 歳）が代表取締役社長で、坂本氏、田島（増本）氏、松田氏が執行担当の取締役である。

監査等委員会設置会社なので、3 名の社外取締役がいる。常勤の國安氏は商社出身、山本氏は会計士、寺石氏は大学教授である。

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

### 株式報酬制度の導入

昨年 11 月の株主総会を経て、役員向け株式報酬制度（BBT:株式給付信託）と社員向け株式給付制度（J-ESOP）を導入した。役員向け株式報酬制度では、当社の企業価値向上との連携と株主とのリスクの共有を図るもので、望ましい方式である。

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。

## シニア層へのサービスを展開～手軽な 30 分フィットネスで健康増進

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

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

カーブスの会員は、50 代以上が 9 割を占める。カーブス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ってよい。ダイエットが主目的ではなく、健康を維持して老化防止や病気にならないようにする。

コロナショック前の 2020 年 2 月末時点で、全国に 2014 店、会員数 83.2 万人、1 店当たりの平均会員数は 413 人であった。昨年 8 月末では 1958 店、会員数 69.3 万人であった。

フィットネスの売上規模では業界 4 位だが、店舗数では断然トップである。なお、カーブスの売上高は FC のロイヤルティベースである。店舗ベースのチェーン売上高は 2021 年 8 月期で 580 億円を超えており、実質的に業界トップクラスとみてよい。

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

### カーブスの主要指標

(店、百万円、%)

	2012.8	2013.8	2014.8	2015.8	2016.8	2017.8	2018.8	2019.8	2020.8	2021.8
店舗数	1197	1339	1475	1602	1722	1823	1912	1991	2020	1958
総会員数(千人)	503	586	641	711	772	821	827	822	600	693
1店当たり会員数(人/店)	420	437	431	434	448	450	432	412	297	354
売上高	11320	13860	16028	18649	21667	23720	27933	28036	25082	24681
粗利益	4249	4999	5786	6451	7183	7979	9947	11505	9168	10403
売上高粗利益率	37.5	36.1	36.1	34.6	33.2	33.6	35.6	41.0	36.6	42.1
チェーン売上高	33016	40449	46462	52262	58991	64173	70059	70241	57369	58598
ショッピング売上高	3053	4430	5705	7203	8900	10065	14394	14483	13966	14463

(注) 2020.8期の会員数は特別休会会員約10万人を除く。

## カーブスの FC 権を買収～独自の成長を実現

女性専用フィットネスのカーブス(Curves)は、米国のゲイリー・ヘブン氏が 1992 年に創

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。

設したもので、世界にフランチャイズチェーン(FC)を展開したフィットネスチェーンとなった。日本ではコンサルタント会社がFC権を取得してカーブスジャパンを設立し事業を展開、コシダカはそのフランチャイズ店として参加していた。

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

### 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	
			2019年度	2020年度
1	コナミスポーツ	コナミスポーツクラブ他	58984	36409
2	セントラルスポーツ	セントラルスポーツ	53386	36027
3	ルネサンス	スポーツクラブルネサンス	45049	30209
4	カーブスホールディングス	カーブス	28036	25082
5	RIZAP	RIZAP	27507	-
	東急スポーツオアシス	東急スポーツオアシス	-	13943
6	スポーツクラブNAS	NAS	21783	13379
7	東祥	ホリデイスーツクラブ	19424	11436
8	野村不動産ライフ&スポーツ	メガロス	15757	11509
9	THINKフィットネス	ゴールドジム	15099	10311
10	ウェルネスフロンティア	ジョイフィット、FIT365	14118	8959

(注) カーブスの売上高はロイヤルティベース。FCベースの売上高に換算すると573億円で業界トップクラス。

(出所) 日経MJ 2021年10月29日号

### 既存のフィットネスとは違ったビジネスモデルで差別化

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

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

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

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。

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

フィットネス関連の上場企業比較（関連5社）

社名	カーブスHD	東祥	セントラル スポーツ	ルネサンス	Fast Fitness Japan
店舗名	カーブス	ホリデイ	セントラル	ルネサンス	エニタイム フィットネス
コード	7085	8920	4801	2378	7092
市場	東1	東1	東1	東1	マザーズ
業界順位	4位	7位	2位	3位	-
店舗数	1958	101	246	136	907
売上高（2020年度）(億円)	246	176	360	302	112
経常利益（億円）	17	11	7	-49	23
売上高経常利益率（%）	7.0	0.7	2.1	-16.2	20.2
株価（2/4）（円）	720	1610	2457	1077	2189
時価総額（億円）	676	617	282	230	409
PBR（倍）	7.38	1.75	1.21	2.07	4.53
ROE（%）	17.5	5.7	3.9	4.1	12.2
PER（倍）	42.4	30.8	31.3	50.9	37.2
配当利回り（%）	1.0	0.4	1.0	0.6	-

（注）業界順位はフィットネス部門の売上。カーブスは2021.8期。PBR、ROE、PER、配当利回りは直近予想。

「スポーツエールカンパニー」に認定

カーブスジャパンは、スポーツ庁が実施する令和3年度の「スポーツエールカンパニー」に認定された。社員の健康増進のための積極的な取り組みを評価するものである。本業からみて、当社にとっては順当なところであろう。

カーブスフードドライブを継続

「カーブスフードドライブ」は今回で15回目を迎えた。毎年1~2月に全国のカーブスの店舗において、常温で保存できる食料品を募り、地域の施設（児童養護、母子生活支援）に寄付している。もともとは米国カーブスの活動を取り入れたものであるが、ボランティア活動として全国的に行っている。

今年は1/15~2/15の1か月間実施している。昨年は、①13.1万人が参加し、②178t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。

集まった食品を、③749の施設・団体に届けた。社会貢献活動の意義は大きい。

## 2. 強み 米国カーブス総本部の買収後、スピンオフで分離独立

### 米国のカーブスインターナショナルを買収

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

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

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

### 大型 M&A の実行

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

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

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

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

---

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。



## FC マネジメントのリスクは遮断

カーブスの世界本社は特別目的会社を含む 5 社を 1 社にまとめ、すべてマスターフランチャイズ化した。マスターフランチャイジーは、フランチャイザー（日本の CVH が世界本部）に代って、その地域内（米国など各国）でのフランチャイジー（FC 店）を募集する権利を有する。

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

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

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

## カーブス事業へのプラス効果は大きい

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

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、増本社長は、4 つの要因をあげた。1) 米国など海外では、事業をダイエットビジネスと位置付けた。これは不況に弱い。一方、日本はシニア向けの健康体操なので、継続性が高い。2) 米国の FC は 90%が個人経営のフランチャイジーで、女性の独立起業が多かった。経営が上手くいかないと、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、2000 店を約 380 の加盟企業で運営している。1 企業で 4~5 店を運営しており、多いところは 30 店も有している。日本の本部は FC を手厚くサポートしており、赤字の店

---

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。

舗はほとんどなかった。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、ロイヤルティが年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った。1) 新しいサービスを独自に展開することができる。いちいち米国本部の承認がいらない。2) 日本人に合ったマシンを開発し採用できる。これまでは改良の交渉に3~4年かかり、しかもマシンは先方から購入する必要があった。3) 他の組織と協業ができるようになる。これまで他の健康事業はできなかったが、新しい業態に入っていくことができる。それが始まっている。

### 借入金の返済は順調～バランスシートに問題なし

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

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

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

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

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

### カーブスを分離独立して上場～1対1の株式配当

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

スピンオフについて株主総会で94%の賛同が得られた。反対した株主の意見の中に、カラオケとカーブスの二本柱の経営が充実しており、企業価値の評価において、どちらかが十分に評価されず、割安な状態におかれているディスカウントは生じていない。その状況でなぜ

---

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。

事業を切り出す必要があるのか、というものがあつた。

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

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

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

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

### スピノフの狙い

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

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

カーブスの成長性を高めるには、カラオケ会社の子会社というのでは十分でない。健康寿命の延伸という社会的使命を担い、地方公共団体と連携するには、単独の一部上場の方が社会的信頼はより高いものになる。

また、カーブスはかなり大きくなってきた。営業利益でカーブスはカラオケを抜いていた。カラオケがカーブスに依存するような収益構造は望ましくないと考えた。カラオケ事業も成熟市場にありながら、相当成長できると自信を持っていた。

そこで、カーブスのスピノフプロジェクトをスタートさせた。カーブス HD の増本社長以下、社員のモチベーションは一気に高まった。メンズ・カーブスが始まり、海外展開も視野にあつた。

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

---

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。

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

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

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

### カーブス上場のメリット

カーブスの上場によって、社員のモチベーションは上がり、人材を集める点でも望ましい。ヘルスケア企業として、産学官の連携、自治体との連携、医療機関との連携を一段と進めていく。この時、自立した上場企業としての信頼は大きく貢献しよう。また、人手不足の中、カーブスFCにとって、人材採用面でのサポートはかなり期待できる。

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

2020年3月2日にカーブスHDは上場した。企業には成長ステージがあり、カーブスは独立会社として自立した方がよりチャンスが活かせる。

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

2019年11月の株主総会後の経営体制は、コシダカHDとカーブスHDでマネジメントに重複がないようにした。増本社長は、保有する新株予約権を上場後速やかに行使して、カーブスの株主となった。この株式を2年間は継続して保有する約束である。

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

## 世界のカーブスの中で日本は優等生〜グローバル展開を目指す

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

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

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

海外は欧州8カ国で2021年9月末現在154店が営業を再開している。今期の海外は、赤字は縮小するが、まだ黒字化には届かない。今後海外のビジネスモデルも見直していくが、新規のFCが増やせるようになれば、いずれ1000店が見込めるようなマーケット十分にあると増本社長はみている。

### 3. 中期経営方針 オンラインサービスを開始し、ハイブリットのビジネスモデルへ

#### コロナショックはほぼ克服

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

海外事業は海外子会社2社で、カーブスインターナショナルのグローバルFC事業と、欧州FC本部の直営事業である。海外でも、新型コロナウイルスの影響は深刻であった。海外戦略、とりわけ欧州でのFC展開については見直すことも必要となっている。

コロナへの対応として、2020年3~5月は2つのことに力を入れた。1つは顧客とのエンゲージメントの強化である。①休会、休業中の全会員へ定期的に電話し、運動など健康相談を実施、②自宅でできる運動プログラムの提供、③カーブスマガジン、カーブス通信の発行、④感染予防のために運動不足となる健康二次被害の啓発、などを行った。

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

営業が再開した2020年6~8月の取り組みとしては、1) 感染予防(10の対策)の徹底、

---

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) 健康二次被害の啓発（持病悪化、認知機能低下、免疫低下など）、3) 健康情報の発信（カーブスマガジン発行）、4) 運動効果の科学的実証（東北大学と共同研究）、5) オンライン体操（おうちでカーブス）のテストラン、6) メンズ・カーブスの出店などに力を入れた。

同 11 月下旬からコロナ第 3 波が来た。昨年 1 月に始まった緊急事態宣言は、10 都道府県で 3 月初めまで 1 ヶ月延長された。その点では、1) 春のキャンペーンが遅れた、2) 2 月も来店客が鈍くなる、という影響が出た。しかし、会員ビジネスなので、休業要請、時短要請がなければ、十分対応可能であった。

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

#### カーブスの主要指標

(店、万人、億円)

(末ベース)	店舗数	会員数	国内チェーン店 売上高
2010.8	864	32.2	198
2011.8	1038	40	261
2012.8	1197	50.3	330
2013.8	1339	58.6	404
2014.8	1475	64	464
2015.8	1602	71.1	522
2016.8	1722	77.2	589
2017.8	1823	82	641
2018.8	1912	82.7	700
2019.8	1991	82.2	702
2020.8	2020	60 (70.0)	573
2021.8	1958	69.3	585
2021.11	1953	74.8	

(注) カッコ内は特別休会を含む会員数。

#### 店舗の統合を実施～FC 間のやり取りも

コロナの影響で複数店を経営する FC が店舗を閉めて統合するという動きが出た。ドミナント出店をしてきたので、FC のオーナーが同じである場合が多い。2000 店の FC オーナーは 380 件で企業が多い。1 社で 3～5 店を運営している。このうち 1 店に他店に統合して収益性の改善を図るといふ動きである。店舗の退店統合は今 2022 年 8 月期までの 2 年半で 141 店を見込んでいるが、今のところこれより増加する心配はない。

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。

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

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

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

会員数と店舗数

(店、千人、人/店)

	2019.8	2020.2	2020.5	2020.8	2020.11	2021.2	2021.5	2021.8	2021.11
会員数	822	832	545	600	689	641	681	693	748
特別休会数	0	0	203	100	43	44	0	0	0
休会を含む会員数	822	832	749	700	732	685	681	693	748
店舗数	1991	2014	2019	2020	2000	1988	1974	1958	1953
1店当たり会員数	413	413	270	297	345	322	345	354	383
(休会を含む会員数)			370	346	366	345			

## 2つの環境変化へ対応

コロナ禍に直面して、2つの環境変化にいち早く対応している。2022年末までに、1) 会員数をコロナ前に戻し、2) コロナ前とは違った新しいビジネスモデル作りを整えるという方針を強力に推進している。

市場環境に変化では、1) 健康マーケットの広がり（コロナ太り、免疫維持改善、基礎疾患予防への対応）、2) 非接触サービス需要の高まりがみられる。これに対して、リアルとオンラインの融合で、ハイブリッド型の新しいビジネスモデルを確実にしようとしている。

増本社長は、2022年末までの2年を事業回復と新しいビジネスモデルの確立の時期と位置づけ、リアルとオンラインの融合による成長を目指す方針を遂行している。

会員を70万人、80万人へと戻す中で、店舗会員とリモート会員はどのような動きを示すのか。当初は2025年で135万人を目指すという目標であったが、コロナで後ろ倒しになるとしても、5~6年先には実現できよう。リモートがうまく離陸するようだと、この会員はさらに大きく伸びていくことになろう。また、メンズ向けのリモート会員についても現在検討中である。

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。

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

また地方自治体と連携して、高齢者の健康づくりを図っていく。メンズ・カーブスは、いずれ年間20～30店を出していく。ビジネスモデルもほぼ出来上がっている。

#### カーブスの中長期経営ビジョン

- ・健康生活の習慣化、病気と介護の予防に貢献する社会問題解決企業、健康寿命延伸企業として、成長戦略を追求
- ・顧客サービスの強化による満足度の向上
- ・オンラインによる新しいカーブスモデルによるサービス提供
- ・メンズ・カーブスによる新業態の推進
- ・地方自治体と連携し、自治体の健康づくり政策を支援
- ・海外FCへの日本モデルの導入
- ・国内会員数を2025年に135万人へ（オンライン会員も含めて）

(注) アナリスト作成

#### ハイブリッド型のビジネスモデルづくり

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

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

①ネットで勧誘、②店舗と両立、③新しい顧客層という点で、ハイブリッド型のビジネスモデルは有望である。



## カーブスの開拓余地は大きい

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

今後とも顧客を深掘りすれば、逐次拡大していけよう。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。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。

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

カーブス加盟店の出店意欲は高い。既存店はこれまで儲かってきた。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ていた。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約380社である。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店舗以上出しているFCも相当数ある。

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

## 顧客満足度（CS）調査でカーブスはNo.1~低い退会率

2021年度のJCSI調査において、カーブスジャパンのフィットネスクラブが、7年連続でフィットネスクラブ業界においてNo.1となった。6つの指標のうち、①顧客期待、②知覚品質、③顧客満足、④推奨意向、⑤ロイヤルティでトップとなった。

なぜNo.1なのか。カーブスジャパンの坂本社長は、顧客とインストラクターの距離感、コミュニケーションのよさをあげる。

何のために30分フィットネスを行うのか。入会の時によく確認し、毎回伴走のパートナーとなって一緒にプログラムを行う。親しくコミュニケーションできることが今回の評価につながっていると強調した。

このサービスは、米国から16年前にカーブスの仕組みを導入した時にはなかった。日本のカーブスがカルチャーとして磨いてきたものである。

JCSI（Japanese Customer Satisfaction Index）は、日本版顧客満足度指数で、サービス産業生産性協議会が調査している。

この調査は12万人を対象にアンケート調査し、34業種、410企業のCSを調べている。フィットネスの調査対象には、コナミスポーツ、セントラルスポーツ、ティップネス、ルネサ

---

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。

ンスなどが入っている。

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

カーブスの退会率はフィットネス業界では極めて低い。2021年8月期の平均月間退会率は2.3%であった。今後2%を切るようにもっていく方針である。これには、クラブ内でのサービスを上げるとともに、成果を感じてもらうことである。

### マーケティングの強化

マーケティングでは、当社にとってのヤングマーケティング（50～64歳）を強化している。当社の顧客層は60代以上が7割強と多いので、50代を増やしていこうという狙いである。昨年秋のキャンペーンでは幅広くTVCMを行ったが、50代層にはWebでのマーケティングで働きかけた。

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

会員は、前期末（8月末）の69.3万人から1Q末（11月末）には、+5.4万人純増し、74.8万人となった。会員増は順調に進んでいる。秋の入会キャンペーンでは、当社が主力とする65歳以上よりも、50～64歳までの若い層の純増の方が多かった。

メインの顧客は、スマホもネットもあまり使わないので、紙面やTVによる広告に頼ることになる。一方、50～64歳の層は、スマホやWebが有効である。

### オンライン体操教室「おうちでカーブス」の本格化～店舗との連動

新サービスとして、オンライン体操教室「おうちでカーブス」を2020年9月から一部スタートさせた。①自宅でカーブスと同じ動きの運動ができる、②ネットでコーチが直接見てくれる、③タブレットを貸し出す、④店舗との連携を図る、⑤自宅だけのサービスも有料で提供している。

同年9月に873店舗でテスト導入した。まずは特別休会会員の復帰に活用した。今年4月からは新規会員の獲得に向けてマーケティングを開始した。「おうちでカーブス」は、休会・退会会員向けにスタートさせて、運動再開の1つのきっかけとしてもらおうとした。そのために、2020年8月期の下期にタブレットを1.5万台、2021年8月期の上期に1.0万台を購入し、これをオンラインユーザーに手軽に使ってもらった。

同年11月末で1万人が利用していた。会員は必ずFC店と結び付いているので、FC店としては1525店がサービスを提供した。

---

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。

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

「おうちでカーブス」の会員が10万人単位で増加してくると、このビジネスのネット効果は大きいものとなろう。収益的にも儲かるビジネスとして注目できよう。

会員総数については、2022年8月期80万人、2023年8月期90万人へと拡大しながら、いずれ100万人超えを目指すことになる。その増加に当たっては、リアルな会員と共にオンライン会員の拡大も狙っている。カーブスの店舗にいくリアルな会員、店舗+オンラインを併用する会員、オンラインだけの会員という3つのタイプになる。

カーブスの顧客層はあまり運動をしていない人、運動が得意でない人を対象にしている。そうした人が気楽にサポート付きで運動できる。つまり、カーブスの店舗と連携することでシナジーを上げようとしている。

### オンライン会員の新規募集

「おうちでカーブス」のオンライン会員は、1Q末(11月末)で、1.7万人となった。Wプランも好評である。

「おうちでカーブス」会員は、①自宅で手軽に、②専用グッズでマシンと同じ効果を、③自分のスマホ・タブレットを利用して、④オンラインで継続できるプログラム内容とした。

料金体系は、リモートの「おうちでカーブス」は4700円/月、店舗での会費は5700円/月、リモートと店舗の両方を利用できるダブル会員は8000円/月として展開している。5700円は他のスポーツクラブよりは安い。リモートは、例えばカーブスは知っていても介護者がいるので、中々通えないという人に向いている。今後はもう少し若い人向けにもアピールできよう。

オンラインの会員の立ち上げ期は、特別休会の会員に先行的にサービスを提供したが、特別休会は昨年3月で終了した。4月後半からの緊急事態宣言における休業店舗の会員には、近隣他店舗または「おうちでカーブス」が利用できる特別プランを提案し、7割の会員はそれを利用した。休会者の半数は店舗に戻ってきたので、当初のリモート会員もそれに見合っただけで減少したが、それを上回る形で新規が増えている。

新しいマーケティングによるオンライン会員の獲得は、1会員の獲得コストという点で、まだ課題を残しており、今後改善していく。

### ダブル会員の獲得に向けて

カーブスの店舗を使う会員とリモートを利用する会員の内容とみていると、50代の若い人々は家の都合や仕事の都合もあって、週に2～3回店に来るというわけにもいかない。そうすると、リモートでしっかりカーブスのプログラムを行うことへのニーズも高い。

---

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。

そこで、双方を使えるダブル会員のニーズがかなりあるので、ここを掘り起こしていくことができる。ダブル会員になっても、月の会費は8000円で、一般のアスレチッククラブに比べても高いというわけではない。

カーブスのマネジメントとしては、年末までに過去の会員数に戻した後、リモート会員も兼ねてダブル会員の増加を図って、会員当たりの付加価値を高めていく方針である。

## 競合しない差別化

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

オンラインの新規加入の動きでも、店舗と同じように顧客の差別化ができています。通常のスポーツジムや通常のオンラインとは違って、シニアの女性を中心である。店舗では50代後半より上が多いが、オンラインでは40代後半からも入っている。オンラインの会員も必ず、最寄りの店舗と結び付けて、サポートするようにしている。

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

## メンズ・カーブスの展開

メンズ・カーブス（Men's Curves）は2022年1月末で9店となったが、かなり運営ノウハウは蓄積しつつある。2023年からの多店舗展開に向けて、さらに準備を進めている。

メンズ・カーブスの1号店はオープン半年で、会員が340名となった。FC展開するには、会員の定着に目途をつける必要があった。つまり、男性が長続きするように、さらにノウハウをためてきた。

メンズ・カーブスの1号店は長野県の茅野市で2018年11月にオープンした。男性専用のフィットネスジム「メンズ・カーブスオギノ茅野」である。

大手スーパーのオギノを核とする茅野ショッピングセンター内のカーブス(1F)の2Fにメンズ・カーブスを設置した。この地域には3店のカーブスがあり、約2000名の女性会員がいる。夫向けの男性用が欲しいという多くの声を受けて、メンズを試行した。

メンズ・カーブスは、大山町で実験して、上手くいくことがわかっていた。まわりに女性のカーブスがあると、男性をひきつけることも可能となる。大山町の男性用はブルーディアという名前でも実験したが、会員は女性版カーブスと同程度となっている。男性同志のコミュニケーションもうまくいっている。ローカルな地域特性を生かすという点で、茅野市に展開した。

---

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

サービスの中身では、1) 運動指導はもちろんであるが、2) コミュニケーションをよくとって、3) 会員のコミュニティ作りをサポートすることが極めて重要である。メンズ・カーブスの展開では、男性はコミュニケーションやコミュニティへの参加で、女性より上手いかない特性があるので、ここをどうつないでいくかが最大のポイントであった。

メンズ・カーブスの1号店、オギノ茅野店は、茅野、諏訪、岡谷にあるカーブス(女性向け)を所有するオーナーと同じである。

### 鍵は女性用カーブスとの連携

メンズの会員は順調で、その6割はカーブスに入っている家族(奥様)からの紹介である。全く同じ仕組みなので、事前の知識をもって入会してくる。よって、すぐに溶け込めるようだ。

2割は、加入した男性のロコミで入っている。チラシなどによる加入の比率は全体の2割弱にとどまっており、女性用のカーブスの近くに立地することが圧倒的によい。メンズ・カーブスのFCオーナーも、ここでカーブスを運営する同じオーナーである。

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

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

メンズ・カーブスのスタッフは、女性中心の方がよい。しかし、顧客マネジメントという点で男性スタッフは必ず配置する必要がある。

カーブスとメンズ・カーブスのシナジーは大きい。同じオーナーが展開している。スタッフも近くから異動してもらえる。女性の家族が男性を勧めてくれる。SCで買い物もできるので、ついでの来る人も多い。夫婦でそれぞれできるので、長続きする。

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

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

### メンズ・カーブスの9店目がオープン

2020年7月に「メンズ・カーブスビバモール東松山」がオープンし、同年10月に京都でメンズ・カーブス山科竹鼻をオープンした。女性より会員料金が1000円高いので、その分

---

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。

損益分岐点は低い。男性は女性より紹介が少ないとみていたが、そうでもないことが分かってきた。メンズ・カーブスは各店とも順調である。メンズ・カーブスをやりたいというFCは多い。コロナを乗り切った後に加盟件数は数10店単位で増えてこよう。

昨年5月に、東北で初めて青森県八戸市に「メンズ・カーブス八戸ラピア」がオープンした。7店目である。ここのFCのオーナーはすでに6店のカーブスを運営しており、京都のメンズ・カーブスも見学して、その良さを十分納得して出店した。

同年12月に岡山県津山市に「メンズ・カーブスイオン津山」をオープンした。ここのFCオーナーは女性のカーブスを7店経営している。2022年1月に静岡県浜松で、「メンズ・カーブス浜松入野」をオープンした。ここのオーナーはすでにカーブスを10店経営している。これでメンズ・カーブスは9店となった。

今期中にあと3店程度出店する計画である。いずれも、女性向けカーブスで成功しているFCオーナーが出店してくるので、シナジーが働くため成功の可能性が高い。来期は出店ペースがさらに上がって、年20店ペースとなってこよう。

FC展開のカギは一気に加盟店を増やすことである。女性のカーブスではすでに実績を有するので、そのオーナーと連携して実行すれば、すぐに100店を達成することはできよう。

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

### サプリメントも好調～スーパープロテインからプレミアムプラスへ

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

プロテインについては、今回、スーパープロテインにプレミアムプラスを加えた。スーパープロテインに、青汁や、ブルーベリーや、グルコサミンを加えた。3つのプレミアムを用意して、昨年12月にキャンペーンを実施した。

今後も新商品の開発に力を入れて、効能を一段と高めていく。販売率も50%以上を目指す方向にある。

### 共同研究～サーキットトレーニングの効果

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。

2020年8月に東北大学加齢医学研究所との共同研究で、カーブスのサーキットトレーニングを行うことが認知機能や活力を即時的に向上させるということを科学的に実証した。

---

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

一日実施するだけでも効果があるということがわかった。筋トレと有酸素運動による中程度の負荷であるから中高年でも取り組みやすい。

### 実証分析～腰、膝に優位な改善

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

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

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

### 地方の健康対策に貢献

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

具体的には大山町内にカーブスタイプの店舗を出した。大山にある男性用30分アスレチック（店名：ブルーディア）は、実質的に男性用カーブス1号店であり、カーブスと同じ仕組みで運営し、実験を重ねた。

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

### 神奈川県の未病センターの認証を受ける

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

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

2015年6月の小田原、2018年6月の相模原 it's に続き、2019年5月に金沢文庫、鹿島田、鎌倉小町、<sup>かやま</sup>栢山、小田急相模原が未病センターに承認された。その後、2019年10月

---

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。

には19店舗が承認され、現在は26店舗となっている。

### ベネフィットワン・ヘルスケアと連携

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

### 「まち・ひと・しごと創生」と連携

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

東松山市は、国の「まち・ひと・しごと創生法」を受けて、住みたい、働きたい、訪れたい地域とともに、高齢者の「楽しみたい、働きたい、貢献したい」という思いの実現に向け、福祉プロジェクトを推進している。カーブスジャパンはこれを支援する。

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

カーブスは、カーブスビバモール東松山（2008年3月）、カーブス西友東松山（2017年5月）をベースに、今回メンズ・カーブスの場も設置した。

### カーブスをリハビリに活用

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

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

### 健康二次被害の予防に向けて

健康二次被害の予防に向けて、啓発活動を開始している。健康二次被害とは、新型コロナウイルスの影響で、外出を控え運動不足になったり、人との関りが減って体や心が衰えたりすることをいう。具体的には、1) 肥満や生活習慣病、2) 免疫力の低下、3) ストレスによる心の病、

---

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。



4) 筋力低下による転倒、骨折、5) 認知機能の低下、などを招きかねない。

こうした社会課題に取り組むために、「健康二次被害防止コンソーシアム」が2021年3月に設立された。学者・医師などの有識者、自治体、企業団体が加わっている。昨年10月現在、各々152名、102自治体、155社である。

当社はその発起人の1社であり、まとめ役となって活動している。情報発信のリーフレットは1565万人に配り、うち63万枚はワクチン接種会場で配られた。社会活動としては、画期的であり、このことがカーブスの社会的価値と経済的価値の協創という点でいずれ貢献度を高めてこよう。

#### スマート・エイジングの共同研究を開始

昨年11月、カーブスジャパンは東北大学加齢医学研究所と、スマート・エイジングの共同研究を開始した。カーブスのサーキットトレーニングをベースに、①運動、②栄養、③社会性、④認知の4条件について、包括的に研究する。従来の認知的健康に加えて、身体、社会、精神の健康に及ぼす影響について検証する。また、今回は女性だけでなく男性も対象とする。カーブスの会員、運動はしっかりデータをとりやすいので、科学的研究に向いている。これがカーブスのよさにも結び付いてくるので、研究のエビデンスに注目したい。

## 4. 当面の業績 コロナショックを克服し、本格回復へ

### 売上内訳と利益貢献

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

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

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

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

### 2020年8月期は下期に赤字となった

2020年8月期は、売上高25082百万円（前年度比-10.5%）、営業利益1167百万円（同

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。

-78.5%)、経常利益 1165 百万円 (同-77.8%)、純利益 764 百万円 (同-79.4%) となった。

国内売上構成

(百万円)

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

上期下期に分けてみると、上期 (9~2月) の売上高 14431 百万円、営業利益 2988 百万円に対して、下期 (3~8月) は売上高 10651 百万円、営業利益-1821 百万円と大幅な赤字になった。

売上高の内訳をみると、ロイヤルティは大きく減少したが、プロテインを主力とする会員向け物販はほとんど減少しなかった。会員はプロテインをFC店より毎月継続的に購入しているため、すぐには減少しない仕組みである。

下期赤字になった要因は3つある。第1は、コロナショックの影響でカーブスの店舗が休業となり、売上 (FCからのロイヤルティ) が減ったこと、第2は、FC加盟店への経営支援金を支出したこと、第3はオンラインカーブスへの先行投資を行ったことによる。

3Q (3~5月) の営業利益が-1259 百万円であったのに対して、4Q (6~8月) は-562 百万円へ減少した。全店舗で営業が再開したこと、休会していた会員が戻ってきたことやFCへの経営支援金が減少したことが寄与している。

2020年8月期のFCチェーン全体の売上高をみると、57369 百万円 (前年度比-18.3%) で、内訳は入会金・会費売上高が 43403 百万円 (同-22.2%)、会員向け物販 (プロテインなど) が 13966 百万円 (同-3.6%) であった。プロテインは安定しているが、新規販売は積極

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。

的に行っていなかったため、この分減少した。

業績推移

(百万円、%) 百万円、%)

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

守りと攻めの投資～FCへ経営支援金は一巡

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

売上高の減少は、①店舗の休業に伴う会費の返金で、FCからのロイヤルティの収入が減少したことによる。営業利益では、①に加えて、②加盟店への経営支援金、③会員との関係維持のための広報・発行物の費用(原価)が追加で発生した。

ロイヤルティの売上高は2020年5月には-77%まで落ち込んだが、8月には-25%に戻った。FCへの経営支援金(休業および特別休会の会員費のサポート)は4Qが1034百万円であったが、4Qは341百万円に減少した。2021年8月期の1Qはさらに減少した。

TVCM、Web広告には積極的に投資しているが、緊急事態宣言下でも、当社のフィットネスには何ら制限がない。つまり、カーブスは通常通り営業できた。但し、一部大型ショッピングセンター内にカーブスがあるケースでは、SCの休業に伴って店舗を閉めざるを得ない。これが、前3Q(3～5月)では、合計で最大31店(15日間)あった。この休業サポート(FC

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。

への経営支援金)は数百万円にとどまった。

#### コロナショックの影響

(百万円、%、万人)

	2020.8				2021.8				2022.8
	1Q (9~11)	2Q (12~2)	3Q (3~5)	4Q (6~8)	1Q (9~11)	2Q (12~2)	3Q (3~5)	4Q (6~8)	1Q (9~11)
営業利益	1603	1384	-1259	-561	-10	882	443	307	493
チェーン売上高(前同比)	17380	18037	8929	13023	13938	14555	14746	15359	15417
期末実質会員数	86.4	83.2	54.5	60.0	68.9	64.1	68.1	69.3	74.8
期末特別休会会員数	0	0	20.3	9.9	4.3	4.4	0	0	0
ロイヤルティ等売上高	1676	1611	738	1182	1346	1359	1420	1440	1524
FC向け経営支援金	0	0	1035	342	166	0	0	0	0

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

#### 会員の一次的減少も回復へ～特別休会も終了

2020年8月末の実質会員は、60.0万人(前期末82.2万人)であった。この他に、会費を支払っていない特別休会の会員が10万人いた。特別休会とは、コロナショックの状況を受けて、休む期間について会費を返金するという新たに導入した制度である。実会員という意味では、特別休会を除いた人数でみた方がよい。10万人の会員減少は、FCチェーンベースで年間70億円の売上減に相当するので、その影響は大きかった。

同年6月以降、店舗のオープンと共に、この特別休会の会員が戻ってきた。実際、会員の戻りを誘導するマーケティングにも力を入れてきた。

#### 会員数の変動

(万人)

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

緊急事態宣言では、大型の商業施設に休業要請が出されているが、その影響を受けた店舗は少ない。一部、休業の商業施設に入っているカーブスの会員については、①近隣他店舗の利用、②オンラインフィットネス「おうちでカーブス」の利用、③休業日数に応じた会費の返金、で対応している。よって、業績への直接的影響は小さい。

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。

特別休会という暫定措置は、2021年3月末で終了した。会員をそのままやめる人、これを機会に戻る人に分けられたが、一定数は戻ってきた。

当初休業要請はあったが、スポーツクラブは生活必需サービスとして、昨年6月以降、規模に関わらず休業要請はない。今後もないとみてよい。

### 今後の資金確保は十分～順調に返済

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

バランスシート

(百万円)

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

2020年8月末のバランスシートをみると、前期末の2019年8月末に比べて現金が41億円ほど増加し、現預金残高は95.3億円となった。2020年3月の上場に伴う公募増資で16.5億円を調達したが、加盟店への経営支援に13.7億円を使った。これが特別であって、あとはプロテインの在庫+6億円（調達リスクへの対応）、長期借入金の返済（大型M&Aの経常的な返済分）などであった。

キャッシュとして、借入金で50億円調達した。また、2020年3月に三菱UFJ銀行と50

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。

億円のコミットメントライン契約を結んだ。コロナショックへの運転資金の確保は、全体では145億円の枠をとった。

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

2021年8月期のバランスシートでは、総資産が-553百万円減少しているが、これは無形資産（のれん商標権）の償却が進んだことと、コロナに伴う調達リスクを考慮して、一時的に増やしていた商品在庫（プロテイン）を正常に戻したことによる。

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

#### キャッシュ・フローの推移

(百万円)

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

#### 2021年8月期の業績は大幅改善

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

内外のセグメント別でみると、国内は順調な回復途上にあるが、海外はほぼ休業状態であったため赤字が拡大した。海外の赤字は-529百万円（前年度-323百万円）であった。

ロイヤルティ等の売上と会員向け物販が収入の2本柱であるが、ロイヤルティ等は+6.8%、会員向け物販も+3.6%と改善をみせた。

売上高全体でみるとやや減収ながら、営業利益が好転した要因は、1) FCへの経営支援金

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。

が減少したこと、2) ロイヤルティや物販が回復してきたこと、による。一方で、会員数の回復に向けて、マーケティング費用にかなり先行投資しているので、その分の費用は増加した。

実際、4Qは3Qに比べると営業減益になっている。これは、売上は増収ながら、秋のキャンペーン前のプレマーケティングに力を入れたことによる。

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

2Qの営業利益8.8億円に対して、3Qの営業利益は4.4億円であった。TVCMなどのマーケティングに5.6億円を投じていることによる。3Q(3~5月)の4~5月にTVCM、4Q(6~8月)の6~7月もTVCMを行っているため、4Qも3Q並みのコストをかけた。

ロイヤルティ収入の四半期別をみると回復をみせている。実質会員数(休会を除く)も増加している。

プロテインの物販は、2Qからは新規のマーケティングを再開したので、増加に転じている。2Qにプロテインの新商品を投入した。既存のプロテイン愛用者向けにプロテイン+青汁、プロテイン+ブルーベリーポリフェノール、プロテイン+グルコサミン(コンドロイチン、コラーゲン)の3種類を提案している。いずれも魅力的である。

価格は従来プロテイン4900円/月が5900円となる。18万人がお試し(初回無料)を利用し、4月より12万人が継続する。3Qより顧客単価のアップとして貢献している。

## 為替の影響

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

## 広告分担金の変更

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

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

四半期別業績推移

(百万円、%)

	2020.8				2021.8				2022.8
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
売上高	7335	7096	5127	5523	5719	6172	6278	6510	6460
国内	7200	6975	4967	5474	5679	6096	6214	6426	6388
海外	134	117	159	49	40	75	64	84	71
国内売上内訳									
FC関連	3824	3087	1449	2228	2486	2380	2486	2521	2705
(ロイヤルティ)	1676	1611	738	1182	1346	1356	1420	1440	1524
(広告分担金)	776	239	57	177	0	0	0	0	0
会員向け物販	3376	3892	3518	3246	3193	3716	3728	3905	3683
粗利益	3031	3071	1292	1772	2507	2456	2703	2736	2829
売上高粗利益率	41.3	43.3	25.2	32.1	43.8	39.8	43.1	42.0	43.8
販管費	1428	1686	2551	2333	2518	1573	2260	2429	2336
経営支援金	0	0	1035	342	166	0	0	0	0
営業利益	1603	1384	-1259	-561	-10	882	443	307	493
売上高営業利益率	21.8	19.5	-24.5	-10	-0.2	14.3	7.1	4.7	7.6

今 2022 年 8 月期は一段と好転へ

2022 年 8 月期の重点戦略は、1) 事業基盤の守りと育成 (CS の向上と FC の収益力回復)、2) 会員数の回復 (マーケティング強化)、3) 新ビジネスモデルの確立 (リアルとオンラインのハイブリッド化) にある。その先にメンズの多店舗化、新業態の開発が続く方向である。

2022 年 8 月期の会社計画は、売上高 26550 百万円 (前年度比+7.6%)、営業利益 2500 百万円 (同+54.1%)、経常利益 2450 百万円 (同+42.7%)、純利益 1598 百万円 (同+41.5%)、を見込んでいる。

期末の会員数は+10.4 万人の 79.8 万人、店舗数-25 店の 1933 店を計画する。コロナ前の会員数 86.4 万人が、ボトムには 54.5 万人 (特別休会を除く) まで落ち込んだが、これを 69.3 万人まで戻してきた。9 月には+2.3 万人で 71.7 万人となったが、2022 年 8 月期末で 79.8 万人、2022 年 12 月で 86 万人まで戻す計画である。

9~11 月は、秋にリフレッシュキャンペーンとして、TVCM やメディアミックスマーケティングに力を入れている。今期の出退店は、閉店-50 店、新規出店+25 店という計画である。増本社長は、会員を一刻も早くかつてのピークに戻すことを目指している。

海外事業はまだ不透明である。国や地域によるが、ロックダウンが解除されても人数制限があったり、FC の動きもオーナーによってバラツキがあったりする。今後もう少しはつき

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。



りしてこようが、海外でもオンラインを含めて、新しいビジネスモデルをどうしていくか、検討していくことになるだろう。

### 業績予想

	2018.8	2019.8	2020.8	2021.8	2022.8	2023.8
					(予)	(予)
売上高	27937	28036	25082	24681	26500	29000
FC関連	13446	13442	11048	10138	11500	13000
ショッピング	14490	14593	14034	14543	15000	16000
(会員数：千人)	827	822	600	693	800	900
営業利益	5095	5436	1167	1622	2500	4000
売上高営業利益率	18.2	19.4	4.7	6.9	9.4	13.8
経常利益	5293	5242	1165	1716	2450	3900
純利益	3488	3706	764	1129	1600	2500

(注) アナリスト予想

### 1Qは順調

2022年8月期の1Q(9~11月)は、売上高6460百万円(前年同期比+13.0%)、営業利益493百万円(前年同期-10百万円)、経常利益536百万円(同-103百万円)、純利益315百万円(同-143百万円)と順調な回復をみせた。

コロナ禍にはあるが、店舗営業への制約はなく、会員も戻ってきていることによる。マーケティングに先行投資はしているが、前年同期にあったFC店への経営支援金や特別休会会員はなく、前4Qに比べれば、マーケティングコストの負担もやや減少している。1Qの出店は6、閉店は11で、1Q末の店舗数は1953店(-5店)となった。

海外は全店営業しているが、会員が3分の1に減っており、まだ戻っていない。これからどうするか。キャンペーンの実施、店舗の拡大など黒字化に向けてやるべきタイミングを図っていく必要がある。

### 配当性向50%が目途

2020年8月期の配当は、普通配3.0円、東証1部上場記念配2.0円の計5.0円であった。配当性向50%をベースにする。2021年8月期は、期中の業績の上方修正に合わせて、3円配の予定を4.0円に上げたが、さらに5円(配当性向41.5%)へ引き上げた。

今期は7円(同41.1%)を予定している。配当性向50%を目途としているが、キャッシュ・フローもみながら、投資の水準、借入金の返済をみながら決めていく方針である。

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。

## 5. 企業評価 新たな会員の獲得に向けて

### コロナ禍を克服

今後の重点施策として、増本社長は2つあげる、1つは、会員数の回復で、トップラインの増加に向けて、マーケティングの強化を継続する。もう1つは、オンラインのビジネスモデルを確立していく。店舗とオンラインのハイブリッド型モデルを確立していく方針である。

1) FC加盟店の会員をさらに戻していく、2) 会員の満足度を上げて退会を減らしていく、3) 50~60代へのヤングマーケティングを強化していく、4) 「おうちでカーブス」を速やかに立ち上げていく、5) メンズ・カーブスの出店を年20~30店ペースに上げていく、ことが実践されよう。コロナ禍にあっても、すでにその方向で手を打ってきた。収益力は着実に戻ってくる方向にある。

新型コロナウイルスは予断を許さないが、今回のような新型ウイルスパンデミックに直面して、緊急の対応策やビジネス遂行の仕組みに関して、抜本的な見直しが迫られた。当社も事業ポートフォリオをどのように再構成していくのか。グローバル戦略はどのように再構築するのか。サプライチェーンからみて、人員、施設能力、資金などの水準はどこにおくのか。一定の余裕は、これまで以上に持っておきたい。

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

### 会員の回復がKPIに

カーブスで、安全に安心して健康づくりをしたい、というニーズは強い。会員がどこまで戻ってくるか。まずはそのペースに注目したい。そこに、オンライン「おうちでカーブス」との連携が効果を発揮すれば、ピッチは早まろう。

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

株主数は、2021年8月末時点で3.6万人である。カーブスの会員には株主になってもらう方針である。株主優待（500円のクオカード）は予定通りで、配当については、配当性向50%をベースとする。

株価（2月4日時点）をみると、PBR 7.38倍、ROE 17.5%、PER 42.4倍（来期ベースで27.0倍）、配当利回り 1.0%である。新たなサービス提供などによって、ビジネスモデル（企業

---

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。

価値創造の仕組み) は引き続き進化するものと期待される。会員数と業績の回復ピッチを見極めながら、株価はさらに見直されてこよう。