



# 東祥

東証1部

8920

業種: レジャー&アミューズメント

三田証券株式会社  
調査部長 チーフアナリスト  
清水 純一

## コロナ禍で光るコスト優位性。Buyでカバレッジ開始

## 新規カバレッジ

### 目標株価 2,300 円、レーティング Buy でカバレッジ開始

三田証券(当社)は、株式会社東祥(8920、東祥、同社)のカバレッジを目標株価2,300円、レーティングBuyで開始する。コロナ禍影響により、スポーツクラブ事業、ホテル事業の経営環境は急激に悪化した。同社持ち前の低コスト経営が奏功し、21/3期2Qには両事業とも競合に先駆けて黒字化を達成した。同社はいち早く市場回復の恩恵を受ける立場にいと見られる。他方、同社株価はコロナ禍をうけて同業他社並みに弱含んでおり、今後のアップサイドが期待できると判断する。

### レーティング Buy

目標株価(円)	2,300
株価(円) (4/20)	1,743
時価総額(十億円)	66.8

### 低コスト経営、地方中心の店舗構成

同社は愛知県に本拠を置き、「ホリデイスportsクラブ」101店舗、「ABホテル」31店舗を直営方式で運営している。初期投資抑制と低コストオペレーションに関して独自ノウハウを有しており、コロナ禍前は長期にわたり営業利益率25%超を継続しつつ店舗網を拡大してきた。両事業とも地方の店舗が多く、スポーツクラブは住宅立地、ホテルはメーカー製造拠点近隣を中心に新店を出店してきたため、コロナ禍にあっても比較的営業しやすい環境にある店舗が多い。

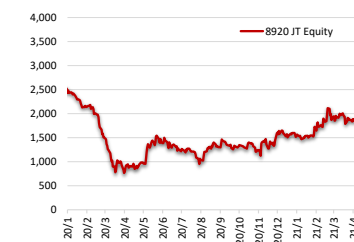
### 変更の有無

レーティング	新規
目標株価	新規
業績予想	新規

### 7-9月期には早くも黒字化。一方、競合の弱体化が進む

20/3期4Q以降、業績はコロナ禍影響を強く受けており、スポーツクラブ休館を余儀なくされた21/3期1Qには実質9億円の営業赤字に転落した。しかし、元来の優れたコスト競争力にさらに磨きをかけた結果、2Qは5億円、3Qは6億円の営業利益を達成している。一方、フィットネスクラブ業界では、大量閉店に踏み切る業者や、毀損した自己資本の修復に追われる業者も出てきている。ホテル業界でも自己資本の毀損に悩まされている業者が多い。

### 株価推移(円)



出所: Bloomberg Finance LP

### 三田証券による業績予想

当社による営業利益予想は、21/3期12億円(前期比87.5%減。会社ガイダンス11.5億円)、22/3期25億円(同103.8%増)。24/3期にはコロナ禍前に近い利益水準を取り戻せると見ている。さらに、日本のフィットネス参加率は4%程度と低く、中長期的な成長余地は大きい。

### 業績推移

	19/3	20/3	21/3予	22/3予	23/3予	
売上高	十億円	27.2	34.5	17.7	21.8	25.0
営業利益	十億円	7.2	9.7	1.2	2.5	4.5
経常利益	十億円	7.3	9.6	1.3	2.4	4.4
当期純利益	十億円	4.0	5.8	0.4	1.4	2.4
EPS	円	105.0	151.5	9.4	35.7	63.8
BPS	円	769.5	904.9	912.3	942.1	993.9
DPS	円	15.0	15.0	2.0	6.0	12.0
PER	倍	29.2	6.6	199.5	48.8	27.3
PBR	倍	4.0	1.1	2.0	1.9	1.8
配当利回り	%	0.5	1.5	0.1	0.3	0.7
ROA	%	6.4	8.1	0.5	1.7	3.0
ROE	%	14.5	18.1	1.0	3.9	6.6

出所: 会社資料、三田証券

### バリュエーション、リスク要因

目標株価の算出にあたっては、21/3期-26/3期の業績予想をもとに、株主資本コスト5.5%、永久成長率1.2%の残余利益モデル(RIM)を用いた。なお、目標株価は当社予想23/3期EPS63.84円の36.0倍に相当する水準である。

### 会社概要

東祥は愛知県に本拠地を置き、ホリデイスportsクラブ、ABホテル、不動産賃貸業を営む。店舗数は、スポーツクラブ101店舗、ABホテル31店舗。店舗の設計段階に積極的に関わることで初期投資を抑制し、また、独自の店舗運営により低コストオペレーションを実現している。

当社見解に対するリスク要因は、1) 国や自治体からフィットネスクラブの休業要請やビジネス出張の自粛要請が出された場合、2) フィットネスクラブ会員の大幅な減少が続く場合、3) ホテルの客室稼働率及び客室単価が大幅に下落した場合、4) 不動産賃貸物件の入居率が想定外に低下した場合、5) 創業家出身の経営陣の間で重大な対立関係が生じた場合、など。

# 投資判断のポイント

## アウトロックス

### スポーツクラブ、ホテルとも競合に先駆けて回復へ

三田証券(当社)は、株式会社東祥(8920、東祥、同社)のカバレッジを目標株価2,300円、レーティング Buy で開始する。

*目標株価 2,300 円、レーティング Buy でカバレッジ開始*

同社は、愛知県三河地区に本拠を置き、スポーツクラブ事業(総合型フィットネスクラブ)、ホテル事業(ビジネスホテル)、不動産事業(単身者向け賃貸マンション)を展開している。同社は、初期投資抑制と低コストオペレーションに関して独自のノウハウを有しており、コロナ禍前には6期連続で営業利益率25%超を達成した。また、高収益を背景に積極的に出店を重ね、業容を拡大してきた。

20/3期4Q以降、フィットネスクラブ業界及びホテル業界はコロナ禍の影響を強く受けており、特に最初の緊急事態宣言が発せられた21/3期1Qには多くの業者が大幅な赤字に転落した。同社においても、1Qはスポーツクラブ事業、ホテル事業の両セグメントが赤字となり、連結ベースで0.7億円の営業赤字に転落した(特損計上した一部営業費用を調整すると実質9億円の営業赤字)。しかし、元来のコスト競争力の高さを反映し、2Q及び3Qは両セグメントとも黒字を計上している。同業他社の中には、赤字から抜け出せない業者、大量の閉店を余儀なくされた業者、自己資本が大幅に毀損した業者(一部は資本増強を実施)などが珍しくないが、同社は店舗体制や財務に特段のダメージを負っておらず、今後の回復局面において競合に先駆けて業績を伸ばすことができると思われる。

*コスト競争力に優れ、コロナ禍からの早期回復が期待できる*

当社による営業利益予想は、21/3期12億円(前期比87.5%減、会社ガイダンス11.5億円)、22/3期25億円(同103.8%増)。コロナ禍前の業績水準近くまで回復するのは24/3期(営業利益予想66億円)とみている。中長期的には再び出店による拡大も見込めるだろう。日本のフィットネス参加率は4%程度と非常に低く、大きな成長余地が残されている。また、スポーツクラブ事業、ホテル事業とも、競合の撤退を背景に低予算で物件を確保しやすい環境になる可能性もある。

*24/3期にはコロナ禍前の業績水準近くまで戻ると想定。中長期の成長余地は大きい*

### カタリスト

当社が想定する株価上昇のカタリストは、スポーツクラブ事業における会員数の回復、ホテル客室稼働率の上昇、新型コロナウイルス新規感染者数の大幅な減少、ワクチン接種の一般化、政府によるGo Toトラベルキャンペーンの再開、など。

図表: 三田証券による業績予想サマリー (連結)

単位: 百万円			三田予想		三田予想		三田予想		三田予想		会社予想	コンセンサス	コンセンサス	コンセンサス
	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	21/3	21/3	22/3	23/3	
<b>業績</b>														
売上高	24,139	27,240	34,466	17,679	21,763	25,028	28,667	31,196	34,079	17,500	17,559	21,876	26,536	
YoY, %	13.1	12.8	26.5	-48.7	23.1	15.0	14.5	8.8	9.2		-49.1	24.6	21.3	
営業利益	6,561	7,164	9,682	1,209	2,464	4,466	6,639	7,896	9,318	1,150	1,151	2,717	5,303	
YoY, %	9.7	9.2	35.1	-87.5	103.8	81.2	48.7	18.9	18.0		-88.1	136.1	95.2	
OPM, %	27.2	26.3	28.1	6.8	11.3	17.8	23.2	25.3	27.3		6.6	12.4	20.0	
経常利益	6,603	7,304	9,580	1,257	2,442	4,441	6,625	7,892	9,323	1,200	1,200	2,750	5,350	
YoY, %	9.6	10.6	31.2	-86.9	94.2	81.9	49.2	19.1	18.1		-87.5	129.2	94.5	
当期純利益	3,767	4,023	5,804	359	1,369	2,445	3,696	4,386	5,157	250	325	1,740	3,295	
YoY, %	1.1	6.8	44.2	-93.8	281.5	78.6	51.1	18.7	17.6		-94.4	435.4	89.4	
減価償却費	1,766	2,079	2,362	2,389	2,534	2,583	2,648	2,761	2,893					
設備投資額	7,448	8,335	7,129	4,409	3,035	4,093	5,237	6,564	6,962					
フリーCF	-1,077	-1,942	8,404	-3,469	1,071	927	1,276	563	1,168					
<b>セグメント業績</b>														
スポーツクラブ事業														
売上高	18,193	20,111	19,424	11,441	14,072	16,200	18,953	20,505	22,261					
YoY, %	11.2	10.5	-3.4	-41.1	23.0	15.1	17.0	8.2	8.6					
営業利益	4,732	5,144	4,139	618	1,221	2,456	4,052	4,795	5,642					
YoY, %	9.7	8.7	-19.5	-85.1	97.6	101.2	64.9	18.3	17.7					
ホテル事業														
売上高	4,413	5,506	6,281	4,783	6,090	7,021	7,702	8,451	9,370					
YoY, %	25.8	24.8	14.1	-23.9	27.3	15.3	9.7	9.7	10.9					
営業利益	1,205	1,410	1,333	141	681	1,355	1,840	2,239	2,721					
YoY, %	22.7	17.0	-5.4	-89.4	383.7	98.8	35.8	21.7	21.5					
不動産事業														
売上高	1,533	1,622	8,761	1,456	1,601	1,806	2,012	2,240	2,448					
YoY, %	3.6	5.8	440.0	-83.4	10.0	12.8	11.4	11.4	9.3					
営業利益	619	601	4,198	450	562	655	748	863	957					
YoY, %	-8.4	-2.9	598.8	-89.3	24.9	16.5	14.2	15.5	10.9					
<b>1株当たり指標</b>														
EPS (円)	98.33	105.03	151.51	9.37	35.74	63.84	96.49	114.50	134.62	6.52	8.48	45.42	86.02	
BPS (円)	679.52	769.46	904.94	912.31	942.06	993.89	1,074.38	1,170.89	1,285.50					
DPS (円)	14.50	15.00	15.00	2.00	6.00	12.00	16.00	18.00	20.00	2.00				
<b>バリュエーション、収益性等</b>														
PER (倍)	41.8	29.2	6.6	199.5	48.8	27.3	18.1	15.2	12.9					
PBR (倍)	6.1	4.0	1.1	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4					
配当性向 (%)	14.7	14.3	9.9	21.3	16.8	18.8	16.6	15.7	14.9					
配当利回り (%)	0.4	0.5	1.5	0.1	0.3	0.7	0.9	1.0	1.1					
ROA (%)	7.0	6.4	8.1	0.5	1.7	3.0	4.3	4.9	5.4					
ROE (%)	15.6	14.5	18.1	1.0	3.9	6.6	9.3	10.2	11.0					
<b>財務健全性指標</b>														
自己資本比率 (%)	44.7	43.5	45.9	45.4	44.8	45.5	46.8	48.3	49.9					
D/レシオ (倍)	0.9	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7					

出所: 会社資料、QUICK、三田証券

注: コンセンサス予想は QUICK コンセンサスベース

## バリュエーション

## 残余利益モデル (RIM) による株式評価

目標株価 2,300 円の算出にあたっては、21/3 期-26/3 期の業績予想をもとに、株主資本コスト 5.5%、永久成長率 1.2%の残余利益モデル (Residual Income Model) を用いた。なお、目標株価は、当社予想 23/3 期 EPS 63.84 円の 36.0 倍に相当する水準である。

RIM に基づく目標株価は  
2,300 円

図表: 残余利益モデル (RIM)

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6~
	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想
10億円	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3
株主資本 (EOP)	34.9	36.1	38.1	41.2	44.9	49.2	
当期利益		1.4	2.4	3.7	4.4	5.2	
株主資本コスト		1.9	2.0	2.1	2.3	2.5	
残余利益		-0.6	0.5	1.6	2.1	2.7	
残余利益の現在価値		-0.5	0.4	1.4	1.7	2.1	
ターミナルバリュエーションの現在価値							48.4
ベータ	1.00						
リスクフリーレート (%)	0.50						
市場リスクプレミアム (%)	5.00						
株主資本コスト (%)	5.50						
永久成長率 (%)	1.20						
株主資本価値合計						88.4	
発行済株式数 (m)						38.306	
目標株価 (円)						2,300	

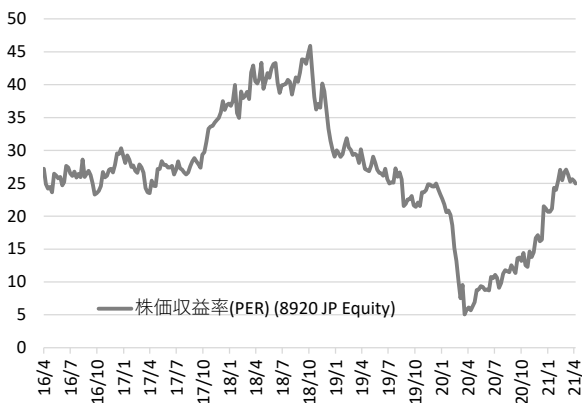
出所: 会社資料、三田証券

図表: 目標株価の永久成長率に対する感応度

永久成長率	0.60	0.70	0.80	0.90	1.00	1.10	1.20	1.30	1.40	1.50	1.60	1.70	1.80
目標株価	2,150	2,150	2,200	2,200	2,250	2,300	2,300	2,350	2,350	2,400	2,450	2,500	2,500

出所: 三田証券

図表: 東祥 PER 推移 (参考)



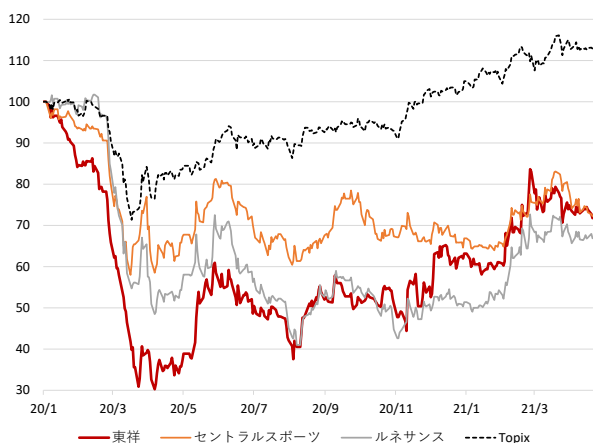
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

類似企業とのバリュエーション比較

東祥は21/3期2Qに早くも黒字化するなど、フィットネスクラブ及びホテル運営業者の競合に先駆けて収益を回復させ、自己資本の毀損もない。しかし、コロナ禍前の株価水準と比べた同社株価の回復状況は、業績ダメージのより大きい競合他社とさほど変わらない。両セクターは、時価総額が比較的小さい銘柄が多く、セルサイドアナリストのカバレッジが少ないこともあって、ファンダメンタルズの差異が株価に反映されるまでに時間がかかっている可能性がある当社は見ている。

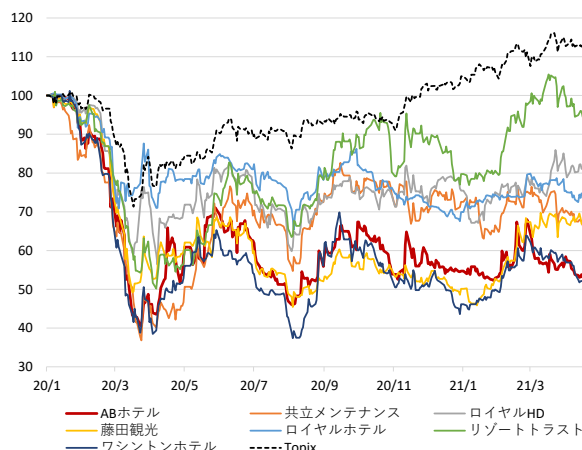
株価はファンダメンタルズの強さを十分に反映していないと思われる

図表: フィットネスクラブ業者株価推移



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019年末を100として指数化

図表: ホテル業者株価推移 (参考)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019年末を100として指数化

図表: フィットネスクラブ業者のバリュエーション比較

会社名	ティッカー	株価 4/20	時価総額 10億円	PER 前期	PER 直近12ヵ月	PER 今期予	PER 来期予	PBR 前期	EV/EBITDA 来期予	EV/売上高 来期予	ROE 直近12ヵ月	売上成長率 直近12ヵ月	EBITDAマージン 直近12ヵ月	配当利回り 今期予	1ヵ月 騰落率	3ヵ月 騰落率	1年 騰落率
ルネサンス	2378	1,132	24.2	13.4	NA	NA	61.2	1.4	NA	1.0	-24.8	-30.9	-1.1	0.2	-9.4	20.2	21.9
RIZAP	2928	201	111.8	NA	NA	NA	NA	4.4	NA	NA	-20.4	-13.5	2.7	NA	-14.8	36.7	67.5
セントラルSP	4801	2,351	27.0	12.3	NA	NA	NA	1.2	NA	NA	-10.3	-29.1	8.9	NA	-13.2	10.2	12.2
カーブスHD	7085	960	90.1	110.0	110.0	NA	NA	11.1	NA	NA	9.6	-10.5	11.3	NA	-5.1	22.8	101.0
F F J	7092	4,160	64.8	30.7	30.7	137.5	35.7	15.1	15.7	4.6	64.6	41.2	33.1	0.1	6.7	5.6	NA
<b>東祥</b>	<b>8920</b>	<b>1,743</b>	<b>66.8</b>	<b>11.5</b>	<b>24.0</b>	<b>197.6</b>	<b>34.9</b>	<b>1.9</b>	<b>13.4</b>	<b>3.7</b>	<b>8.4</b>	<b>-8.0</b>	<b>30.4</b>	<b>0.1</b>	<b>-11.5</b>	<b>13.2</b>	<b>91.5</b>
<b>平均</b>				<b>35.6</b>	<b>54.9</b>	<b>167.6</b>	<b>43.9</b>	<b>5.9</b>	<b>14.5</b>	<b>3.1</b>	<b>4.5</b>	<b>-8.5</b>	<b>14.2</b>	<b>0.1</b>	<b>-7.9</b>	<b>18.1</b>	<b>58.8</b>

出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 予想値は Bloomberg コンセンサスペース

図表: ホテル業者のバリュエーション比較 (参考)

会社名	ティッカー	株価 4/20	時価総額 10億円	PER 前期	PER 直近12ヵ月	PER 今期予	PER 来期予	PBR 前期	EV/EBITDA 来期予	EV/売上高 来期予	ROE 直近12ヵ月	売上成長率 直近12ヵ月	EBITDAマージン 直近12ヵ月	配当利回り 今期予	1ヵ月 騰落率	3ヵ月 騰落率	1年 騰落率
リゾートトラ	4681	1,721	186.8	25.8	19.0	30.1	17.3	1.4	9.7	1.5	7.3	-11.7	15.8	1.8	-11.3	14.9	65.2
ワシントンホテル	4691	685	8.3	18.5	18.5	NA	NA	0.6	NA	NA	3.1	-7.6	9.4	NA	-14.8	5.5	-0.6
アメイズ	6076	861	13.1	54.7	NA	NA	NA	1.2	NA	NA	-2.6	-28.7	14.0	NA	-3.6	6.4	28.3
グリーンズ	6547	520	6.7	NA	NA	NA	650.0	2.8	NA	0.5	-128.2	-50.3	-55.9	0.0	-18.4	14.3	27.8
<b>A B ホテル</b>	<b>6565</b>	<b>1,034</b>	<b>14.7</b>	<b>16.4</b>	<b>83.5</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>2.4</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>2.9</b>	<b>-23.6</b>	<b>21.9</b>	<b>NA</b>	<b>-7.3</b>	<b>-1.4</b>	<b>-14.9</b>
ロイヤルHD	8179	1,917	87.0	NA	NA	NA	98.6	3.4	14.6	1.1	-76.8	-41.2	-25.3	0.5	-7.3	5.5	12.8
共立メンテ	9616	3,375	132.4	19.0	NA	NA	29.4	1.8	17.6	1.3	-11.1	-25.6	-3.3	0.7	-14.0	-1.0	44.6
帝国ホテル	9708	1,850	109.9	45.6	NA	NA	NA	2.1	54.1	2.0	-16.5	-51.7	-15.3	0.2	-12.2	-5.2	-5.0
ロイヤルホテル	9713	1,205	12.4	17.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	-50.6	-25.8	NA	-6.2	-1.2	-7.3
藤田観	9722	1,847	22.5	NA	NA	1.0	NA	18.7	22.3	1.4	-163.4	-61.4	-68.6	0.0	-5.3	29.4	10.5
京都ホテル	9723	616	7.4	NA	NA	NA	NA	12.0	NA	NA	-126.8	-54.8	-19.8	NA	-1.1	7.7	10.4
<b>平均</b>				<b>28.2</b>	<b>40.3</b>	<b>15.6</b>	<b>198.8</b>	<b>4.6</b>	<b>23.6</b>	<b>1.3</b>	<b>-51.2</b>	<b>-37.0</b>	<b>-13.9</b>	<b>0.5</b>	<b>-9.2</b>	<b>6.8</b>	<b>15.6</b>

出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 予想値は Bloomberg コンセンサスペース

## リスク要因

当社見解に対するリスク要因は、1) 国や自治体からフィットネスクラブに対する休業要請や出張自粛要請が出された場合、2) フィットネスクラブ会員の大幅な減少が続く場合、3) ホテルの客室稼働率及び客室単価が大幅に下落した場合、4) 不動産賃貸物件の入居率が想定外に低下した場合、5) 創業家出身の経営陣の間で重大な対立関係が生じた場合、など。

# 会社概要

## 会社及び事業の概要

### 東祥の概要

東祥は、愛知県安城市に本拠を置き、スポーツクラブ事業、ホテル事業、不動産事業を展開している。「ホリデイスポーツクラブ」はフィットネス初心者を中心にターゲットとした総合型フィットネスクラブであり、21/3期3Q末時点で全国40都道府県に101店舗を展開し、18.1万人の会員を抱えている。また、連結子会社ABホテル(6565)を通じて、ビジネスホテルチェーン「ABホテル」31店舗(4,101室)を展開している。不動産事業においては、主に単身者向けに賃貸マンション「A・City」シリーズを提供し、愛知県内に55棟、2,191室を有している。

スポーツクラブ、ビジネスホテル、賃貸マンションを展開。強みは低コストオペレーション

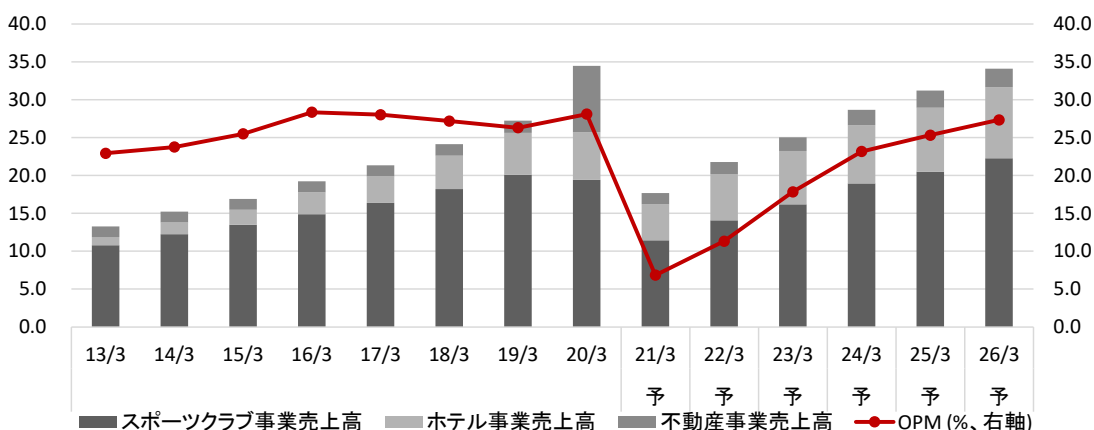
### 直近の業績

20/3期連結業績は、売上高345億円(前期比26.5%増)、営業利益97億円(同35.1%増)、当期純利益58億円(同44.2%増)であった。ただし、同期決算には、4Qに東祥リート投資法人に対して不動産の売却を行った影響が大きく出ている点に留意が必要である。上記売却による影響を除くと、20/3期売上高は277億円(前期比1.7%増)、営業利益は58億円(同18.9%減)であったと当社は推定している。実質営業減益の主因は、4Qにおけるスポーツクラブ事業及びホテル事業に対するコロナ禍悪影響の顕在化である。

コロナ禍を受け、20/3期は実質減益。21/3期は1Q赤字も2Qに黒字転換

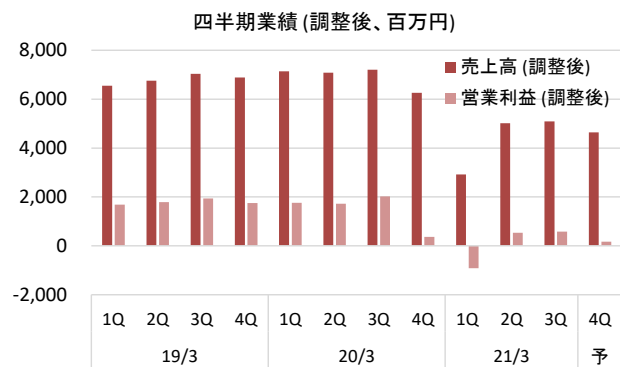
21/3期1-3Q連結業績は、売上高130億円(前期比39.2%減)、営業利益10億円(同81.1%減)、当期純利益2億円(同94.0%減)。なお、1Qに営業費用の一部(8億円)を特別損失に計上した影響を除くと、1-3Q営業利益は2億円(調整後営業利益)であったと当社は推定している。ただし、四半期別の営業利益は、1Q-9億円(調整後)、2Q5億円、3Q6億円と、2Qに早くも黒字化している。スポーツクラブ事業、ホテル事業とも、多くの同業大手よりも早期に黒字化を達成しており、同社の低コストオペレーションの強みが実感される決算内容であった。

図表: 売上高と営業利益率



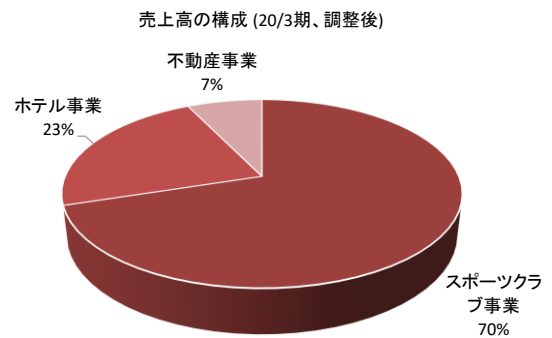
出所: 会社資料、三田証券 注: 10億円。予想は三田証券予想

図表: 四半期業績 (資産売却・コロナ特損調整後)



出所: 会社資料、三田証券 注: 20/3 期 4Q のリートへの資産売却の影響を除く。21/3 期 1Q の休業関連損失 (特損) を営業費用に振替え。予想は三田証券予想

図表: 売上高の事業別構成 (20/3 期、資産売却調整後)



出所: 会社資料、三田証券 注: リートへの物件売却の影響を除く

図表: スポーツクラブ事業及びホテル事業の出店地域

スポーツクラブ		
	店舗数	主な出店地域
北海道	7	
東北	4	
関東	19	千葉県5、群馬県4
中部	32	愛知県12、静岡県7
近畿	12	大阪府4
四国	2	
中国	10	山口県3
九州	15	福岡県7
合計	101	

ホテル		
	店舗数	主な出店地域
北海道	0	
東北	0	
関東	2	
中部	20	愛知県13、岐阜県3
近畿	7	滋賀県3
四国	0	
中国	1	
九州	1	
合計	31	

出所: 会社資料、三田証券

グループ会社

東祥は、子会社として、AB ホテル、東祥アセットマネジメントを有している。

図表: 子会社

子会社名	概要	保有比率 (%)
ABホテル(株)	(株)東祥の一部門としてホテル事業をスタート。2014年10月に東祥より分社化。東京証券取引所JASDAQ(スタンダード)及び名古屋証券取引所市場第二部に株式を上場。「ABホテル」のブランドでビジネスホテルを運営。21/3期3Q末時点で31店舗を展開。うち、18店舗が東海エリアに所在。	52.77
東祥アセットマネジメント(株)	2018年2月設立。東祥リート投資法人の資産運用を受託。	100.00

出所: 会社資料、三田証券



## 会社沿革

東祥の前身は、沓名俊裕氏（現代表取締役会長、筆頭株主）が1979年に設立した東和建設である。土木建築業の経験が、現在の事業において高収益を実現するカギとなっている。スポーツクラブ事業については、1996年に参入、2000年から多店舗展開を開始した。ホテル事業については1999年に参入（当初はフランチャイジーとして事業開始）、2005年から多店舗展開を開始した。

2004年2月には日本証券業協会に株式を店頭登録、同年12月にジャスダック証券取引所に株式を上場した。2013年3月に東京証券取引所市場第二部に上場、2014年3月には同市場第一部に指定替えした。

2014年10月、会社分割によりホテル事業を分社化し、ABホテル(株)を設立。2017年12月にはABホテルが東京証券取引所JASDAQスタンダードに上場した。

2018年2月、100%子会社として東祥アセットマネジメント(株)を設立。2020年1月には、東祥リート投資法人が発足し、同年3月に東祥及びABホテルから一部資産を譲り受けた。2021年3月には公募社債50億円を発行。同社の資金調達の見通しは増えており、財務の柔軟性が高まっている。

**土木建築業の経験を現在の事業に活かすことで高収益ビジネスモデルを実現**

図表: 東祥グループ沿革

年月	概要
1979年3月	沓名俊裕氏(現 東祥代表取締役会長)が土木建築業を目的に東和建設(株)(現 株式会社東祥)を設立。
1986年12月	分譲マンション事業及び賃貸マンション経営を開始。
1989年8月	分譲マンション管理、賃貸マンション管理を開始。
1989年12月	ゴルフ練習場第1号店を愛知県安城市に開業。
1995年3月	賃貸マンションの受注建設を開始。
1996年5月	スポーツクラブ事業に参入。第1号店「ホリデイススポーツクラブ三河安城」を出店。
1999年4月	グループ会社4社が合併し、(株)東祥に商号変更。
1999年11月	ホテル事業に参入。第1号店「ホテルサンルート三河安城」をフランチャイジーとして愛知県安城市に開業(現在の「ABホテル三河安城本館」)。
2000年12月	スポーツクラブ事業で多店舗展開開始。
2004年2月	東祥が日本証券業協会に株式を店頭登録。
2004年3月	自社所有賃貸マンション「A・City」シリーズの展開を開始。
2004年12月	東祥がジャスダック証券取引所に株式を上場。
2005年9月	「ホテルサンルート三河安城」を「ABホテル三河安城本館」に名称変更。愛知県安城市にホテル2号店「ABホテル三河安城新館」を出店し、多店舗展開を開始。
2010年4月	ジャスダック証券取引所と大阪証券取引所の合併に伴い、東祥が大阪証券取引所JASDAQに上場。
2012年5月	ホリデイススポーツクラブにおいて、関東初の店舗を千葉県船橋市に開業。
2013年3月	東祥が東京証券取引所市場第二部に上場。
2013年5月	東祥が名古屋証券取引所市場第二部に上場。
2013年6月	東祥が大阪証券取引所JASDAQ(スタンダード)上場廃止。
2014年3月	東祥が東京証券取引所市場第一部並びに名古屋証券取引所市場第一部に指定。東京事務所を開設。
2014年10月	会社分割により東祥のホテル事業を分社化。ABホテル(株)(現 連結子会社)を設立。沓名俊裕氏が代表取締役社長に就任。
2016年6月	沓名裕一郎氏が(株)東祥の代表取締役社長に就任。
2016年9月	沓名一樹氏がABホテル(株)の代表取締役社長に就任。
2017年12月	ABホテル(株)が東京証券取引所JASDAQスタンダード及び名古屋証券取引所市場第二部に上場。
2018年2月	東祥の100%連結子会社として東祥アセットマネジメント(株)を設立。沓名真裕美氏が代表取締役社長に就任。
2020年1月	東祥アセットマネジメント(株)が資産運用を行う東祥リート投資法人が投資法人登録を完了。
2020年3月	東祥及びABホテルが東祥リート投資法人に対して、スポーツクラブ、賃貸マンション、ホテルの一部を譲渡。
2020年10月	ホリデイススポーツクラブ第100号店を開業。
2021年3月	東祥が第1回無担保社債50億円を発行(JCR格付けBBB+/安定的)。

出所: 会社資料、三田証券

## 主要株主/経営陣

東祥の筆頭株主は、代表取締役会長の沓名俊裕氏であり、発行済株式総数の約 41%を保有している。第二位の株主は代表取締役社長の沓名裕一郎氏（沓名俊裕氏の長男）で、同氏の資産管理会社（ラセット合同会社）と合わせて約 14%を保有している。沓名一樹氏、菊池愛氏、沓名真裕美氏も会長の家族であり、創業家で約 63%を保有している。

創業家の影響力が強い

沓名一樹氏は沓名俊裕氏の次男で、AB ホテル代表取締役社長を務めている。AB ホテルの主要株主のうち AB 開発合同会社は沓名一樹氏の資産管理会社である。現在、東祥と AB ホテルの間には、役員の兼職はない。

沓名真裕美氏は沓名俊裕氏の妻であり、100%子会社である東祥アセットマネジメントの代表取締役社長を務めている。

このように、東祥及びその子会社については、資本面でも人材面でも創業家が大きな支配力を有しているのが特徴である。

図表: 東祥の主要株主 (20/3 期末)

主要株主	保有比率 (%)
沓名俊裕	41.21
沓名裕一郎	11.00
日本カストディ銀行(株)(信託口)	8.71
日本マスタートラスト信託銀行(株)(信託口)	3.64
沓名一樹	3.17
ラセット合同会社	2.98
菊池愛	2.72
沓名真裕美	1.74

出所: 会社資料、三田証券

図表: AB ホテルの主要株主 (20/3 期末) (参考)

大株主	保有比率 (%)
(株)東祥	52.77
AB開発合同会社	35.55

出所: 会社資料、三田証券

# スポーツクラブ事業

## スポーツクラブ事業の見通し

### 競合を大幅に上回る利益率、右肩上がりの成長（コロナ禍前）

東祥は「ホリデイスーツクラブ」の名称で総合型フィットネスクラブを運営している。21/3期3Q末時点の店舗数は101店舗、会員数は18.1万人。主に郊外の住宅地近隣に出店している。総合型フィットネスクラブ大手として同社は後発であるが（多店舗展開開始は2000年）、高収益性を背景にコロナ禍前までは右肩上がりの成長を実現してきた。コロナ禍影響を受ける前の19/3期末会員数は24.3万人（89店舗）であった。

総合型スポーツクラブとしては後発だが、高収益性を背景に店舗網を拡大。店舗数101店舗、会員18.1万人

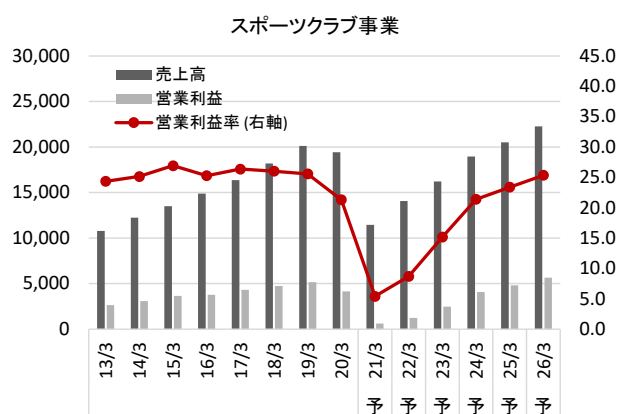
コロナ禍前のスポーツクラブ事業セグメント営業利益率は25%超と、総合型フィットネスクラブ大手の一般的な水準（5-10%程度）を大幅に上回っていた。同社は高い利益率を背景に積極的な出店を行い、16/3期末から21/3期末の5年間に店舗網を1.5倍に拡大している。

### コロナ禍影響は大きいですが、競合に先駆けて回復が見込める

当社による21/3期セグメント業績予想は、売上高114億円（前期比41%減）、営業利益6億円（同85%減）。店舗休業に伴う会費返還、会員数の減少などを背景に売上高が大幅に減少している。ただし、同社は早くも2Qには黒字化するなど、同業大手に先駆けて業績が回復している。足元のトップラインはまだ弱く感じられるが、1) 感染予防の観点から店舗の営業時間の正常化に慎重に取り組んできたこと、2) 新規入会者を増やすための広告宣伝の強化にまだ踏み切っていないこと、などが背景にあると当社は見ている。見方を変えれば、コスト面で余裕があるからこそ、営業時間の正常化を急がなくて済んでいる、とも言えよう。したがって、今後会員数を回復させるための余裕は十分にあるとの印象。当社予想では、22/3期は新規出店こそないものの既存店の回復が進み営業利益12億円（前期比98%増）を見込む。また、23/3期には出店を再開、24/3期にはコロナ禍前の業績水準近くまで回復すると見ている。

2Qには競合に先駆けて黒字転換。3年後にはコロナ禍前の業績近くまで回復すると想定

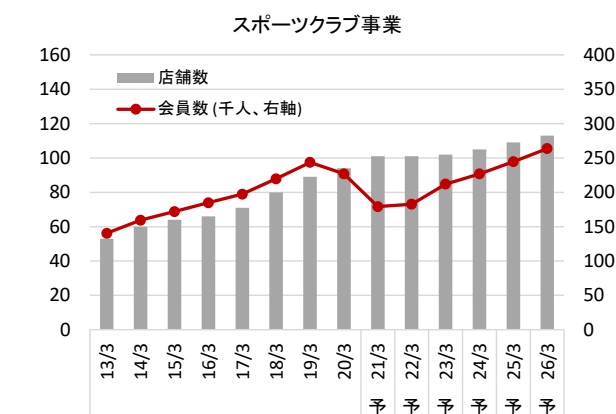
図表：売上高、営業利益、OPM



出所：会社資料、三田証券

注：百万円、予想は三田証券予想

図表：店舗数、会員数



出所：会社資料、三田証券

注：予想は三田証券予想

## ホリデイスポーツクラブの特徴

### 大人の初心者対象の総合型フィットネスクラブ

ホリデイスポーツクラブは、ジム、スタジオ、プール、大型共同浴場を備えた総合型フィットネスクラブである。同社がターゲットとする顧客は大人のフィットネス初心者。日本ではフィットネス参加率が低く、初心者向け市場の潜在的な成長性は非常に大きいと考えられる。また、初心者を対象とするため、総合型としては比較的シンプルな店舗設備となっており、初期投資の抑制にも繋がっている。

同社社員は、店舗事務のみならず、ジム、スタジオ、水泳のインストラクター業務をこなせるように教育されている。同社は、他の大手クラブが手掛けているような、子供用のスイミングスクールや、スポーツ選手の育成等を行っていないため、外部インストラクターの件費を抑制しやすい。

### 出店地域及び立地

同社は全国40都道府県に進出済みだが、本拠地が愛知県安城市であることを反映し、中部地方の店舗が全体の30%を占めている。最も多いのは愛知県の12店舗。一方、同業大手が最も多く出店している関東地方の構成比は20%弱でしかなく、東京都内には2店舗しかない。長期的にみて、全国的に出店余地は十分残っていると見られる。

出店立地の中心は郊外のロードサイド、生活立地である。同業大手の中には都心の駅前など賃料の高い立地に多くの店舗を構えているところもあるが、同社は収益性重視の観点からそのような立地を避けてきた。東京都内の2店舗（小平店、西一之江店）もロードサイド立地である。コロナ禍をうけて都心の人出は大幅に減少しており、都心・駅前立地のフィットネスクラブは収益性の観点から極めて厳しい状況に置かれていると当社は推察している。東祥は、郊外ロードサイドにこだわってきた結果、現在のような危機下でも同業大手ほどのダメージを負わずに済んでいると当社は見ている。

ターゲット顧客をフィットネス初心者に絞った総合型クラブで、潜在的な成長性が高い。社員が事務とジムのこなすことでオペレーションを最適化

郊外ロードサイド中心に出店。コロナ禍のダメージを比較的受けにくい地域・立地構成

図表：主要フィットネスクラブ業者の出店地域構成

ホリデイスポーツクラブ (総合型) 21/3期3Q末		ルネサンス (総合型) 21/3期2Q末		セントラルスポーツ (総合型) 21/3期2Q末		ANYTIME FITNESS (マシン専門型) 21/3期3Q末					
店舗数	構成比 (%)	店舗数	構成比 (%)	店舗数	構成比 (%)	店舗数	構成比 (%)				
北海道	7	6.9	北海道	5	2.9	北海道	6	2.4	北海道	11	1.3
東北	4	4.0	東北	20	11.4	東北	26	10.5	東北	39	4.5
関東	19	18.8	関東	93	53.1	関東	157	63.3	関東	385	44.2
中部	32	31.7	中部	9	5.1	中部	15	6.0	中部	119	13.6
近畿	12	11.9	近畿	18	10.3	近畿	34	13.7	関西	175	20.1
中国	2	2.0	中国・四国	16	9.1	中国	2	0.8	中国	32	3.7
四国	10	9.9			四国	0	0.0	四国	16	1.8	
九州	15	14.9	九州・沖縄	14	8.0	九州	7	2.8	九州・沖縄	95	10.9
					その他	1	0.4				
合計	101	100.0	合計	175	100.0	合計	248	100.0	合計	872	100.0

出所：各社資料、三田証券

### 標準的な店舗収益モデル

同社の標準的な店舗収益モデル「2500人モデル」では、建物は自社保有の新築が原則で、1店舗当たりの総投資金額を4.5億円としている。会員2,500人の前提で、年間売上2億1,600万円、経費1億4,040万円、経常利益7,560万円、経常利益率35%を目指す。この収益モデルを満たせると判断した場合のみ出店するという方針。東京都内にほとんど出店していないのは出店基準が厳しいからである。一般的に総合型フィットネスクラブの1店舗当たり総投資金額は10億円前後になることも珍しくなく、同社の投資額4.5億円は相対的に抑制された水準である。建物を自社で新築するため設計上の自由度が高いこと、大人の初心者向け施設として設備を絞り込んでいること、同社自身が建築業の経験を持ち店舗の設計段階からコスト抑制に積極的に関与できる立場にあることから、このような投資額の抑制が可能となっていると見られる。

売上高の大半は会員から受け取る月額会費で構成されている。同業他社の中には、プロテイン、スポーツウェア等の物販に力を入れているところがあるが、同社は仕入・在庫リスクを嫌い、物販には消極的である。

損益分岐点となる1店舗当たり会員数はかつて1,500人程度だったが、コロナ禍をうけて低コストオペレーションに磨きをかけた結果、1,300人程度まで下がっていると見られる。21/3期3Q末の店舗数101店舗、会員数18.1万人、休会者比率20%を前提とすると、足元における実質的な1店舗当たりの会員数は約1,430人であり、損益分岐点に対して余裕を持った状態にあると考えられる。また、21/3期に開業した新店舗については、一部を除き1,500-2,000人の集客ができていているという。

店舗段階で経常利益率35%を想定できる場合のみ出店するという厳格な方針。建築に関する独自ノウハウを有し投資金額を抑制

月額会費中心の売上構成

コロナ禍をうけてオペレーションを見直し、損益分岐点を引き下げ

図表: スポーツクラブの標準ビジネスモデル

総投資金額(千円)	450,000
売上(千円)	216,000
経費(千円)	140,400
経常利益(千円)	75,600
経常利益率(%)	35.0
想定会員数(人)	2,500
設備: 建物自社所有。ホットスタジオ付 ジム、スタジオ、プール、大型風呂を完備	
ターゲット顧客: フィットネス初心者	

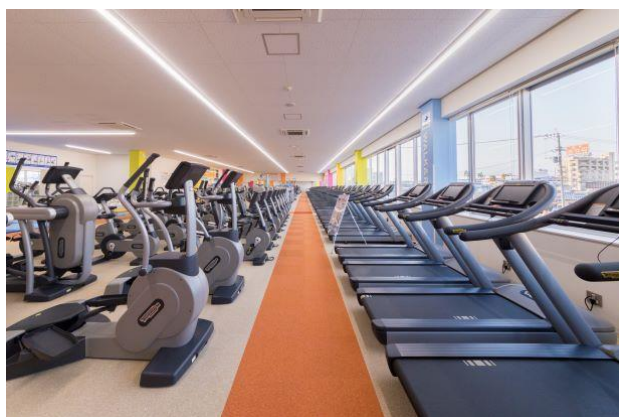
出所: 会社資料、三田証券

図表: スポーツクラブの外観



出所: 会社資料

図表: ジム



出所: 会社資料

図表: スタジオ



出所: 会社資料

図表: プール



出所: 会社資料

図表: 大型浴場



出所: 会社資料

### 競争力あるプライシング

以下の図表は、複数地域におけるフィットネスクラブの月額会費を比較したものである。ホリデイスポーツクラブの会費は、同じ地域の他の総合型フィットネスクラブの会費よりも10-20%程度低く設定されていることが多いようだ。また、ANYTIME FITNESS や JOYFIT のようなマシン専門型の低価格ジムとの差も1,500円程度にとどまっている。

**総合型クラブとしては低めの  
月次会費**

図表: フィットネスクラブの月額会費の例

	ホリデイ	セントラル	コナミ	ルネサンス	ティップネス	メガロス	ANYTIME FITNESS	JOYFIT
愛知県	名古屋鳴海店 マスター会員 9,130	大曽根 シングルA 11,313	鳴海山下 好きなだけフリー 11,440	名古屋小幡 正会員 12,100	上飯田店 レギュラー 10,780	千種店 レギュラー 10,500	相原郷店 7,678	名古屋地アミ レギュラー会員 8,379
	刈谷知立店 マスター会員 9,130	千種 シングル 8,250	刈谷 好きなだけフリー 10,340					
埼玉県	深谷店 マスター会員 8,470	東松山高坂 シングル 9,900	北上尾 好きなだけフリー 13,750	春日部 フルタイム 11,990	久喜店 レギュラー 10,780	草加店 レギュラー 8,030	東松山店 7,678	春日部 レギュラー会員 7,128
	桶川店 マスター会員 7,227	桶川北本 シングル 9,000	川口 好きなだけフリー 11,440	北朝霞24 正会員 12,870	川口店 レギュラー 11,330		川口店 7,678	
群馬県	高崎店 マスター会員 9,625	高崎 スーパーシングル 11,313					高崎江木店 7,480	SPA高崎上中居 レギュラー会員 7,480

出所: 各社資料、三田証券

## フィットネス業界に対するコロナ禍の業績影響

### 利益の回復状況にばらつき

以下、上場4社（東祥のスポーツ事業セグメント、コナミHD（9766）のスポーツ事業セグメント、セントラルスポーツ（4801）、ルネサンス（2378））の業績をもとに、コロナ禍が大手フィットネスクラブ業者に及ぼした影響を観察する。なお、コナミHDのみIFRSを採用しており、営業損益に減損損失等の影響が含まれている。

日本においてコロナ禍が懸念されるようになった20/3期4Qに各社は大幅な減収に陥ったが、日本基準採用の3社（東祥、セントラルスポーツ、ルネサンス）は黒字を維持していた。しかし、21/3期1Qには一部地域に関する緊急事態宣言発令に伴い休業店舗が増え、会費返却を余儀なくされたため、4社とも大幅な減収となり（前期比60-70%程度の減少）、赤字に転落した。なお、日本基準採用の3社は休業店舗の営業経費の一部を特別損失に計上しており、その分だけ営業損失が小さくなっているが、下記図表ではその影響を排除した営業利益率（調整後）を示している。

2Q以降は、営業時間の短縮が求められたが、1Qのような多店舗における休業はなくなったため、売上高は1Q比大幅に回復した。解約または休会した会員が多く、対前年では20-30%程度の減収が続いているものの、解約率は3Qまでに落ち着いてきている様子。営業利益ベースでは、東祥が2Qに黒字化、セントラルスポーツが3Qに黒字化を果たしたが、ルネサンスは赤字から抜け出せていない。コナミHD（IFRS採用）も赤字が続いている。

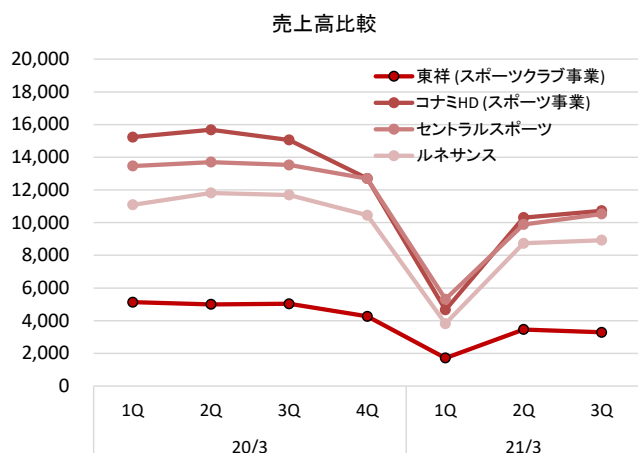
東祥の売上高の戻りが他社よりも弱く見えるのは、同社が営業時間を短縮していた期間が長く、休会者が増えたからではないかと当社は推察している。コスト削減を徹底し早期に黒字転換できたため、売上を犠牲にしても感染防止対策を重視した店舗運営を行う余裕があったということだと理解している。一方、赤字の続くコナミHDは大量閉店を発表済みである。同じく赤字が続くルネサンスは、通常営業時間に戻す時期が他社よりも早かったほか、4月に値上げを実施しており、解約率の動向が注目される状況にある。

**21/3期1Qは休業影響で各社は60-70%減収となり、大幅な赤字を計上**

**東祥は2Q以降黒字化**

**東祥は利益面で余裕を残していると推察**

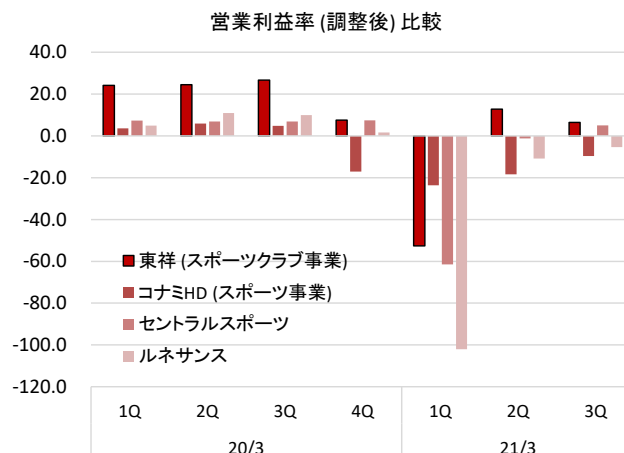
図表: 総合型大手各社の四半期売上高



出所: 各社資料、三田証券

注: 予想は三田証券予想

図表: 総合型大手各社の四半期 OPM (調整後)



出所: 各社資料、三田証券

注: 予想は三田証券予想。各社が特別損失に計上した営業費用を調整済み

## コロナ禍をうけてのフィットネス業者の対応事例

### ホリデイスportsクラブの状況

東祥は 2020 年 4 月、2021 年 3 月以降に開業を予定していたホリデイスportsクラブ 3 店舗の出店を中止すると発表した。一方、閉店の発表はなされていない。また、21/3 期 2Q には四半期ベースでsportsクラブ事業セグメントの営業利益が黒字転換しており、自己資本の毀損も生じていない。一方、同業他社においては、より厳しい状態にあるところが多く、大量閉店や自己資本の毀損が生じている。

新規出店は見合わせるが、既存店の閉店なし。自己資本も維持

### 店舗の大量閉店

コナミ HD (9766) 傘下のコナミスポーツは 21/3 期以降、大量閉店を実施・発表している。2021 年 1-2 月に 10 店舗を閉店済み、さらに 5 月に 16 店舗を閉店する予定。これらの大半は総合型フィットネスクラブ「コナミスポーツクラブ」業態である。

コナミが大量閉店。カーブス、JOYFIT も

女性向け健康体操教室「カーブス」を FC 展開するカーブス HD (7085) は、コロナ禍影響の大きい約 100 店舗を閉鎖し、近隣店舗に統合すると発表した。

マシン専門 24 時間型ジムを中心とする JOYFIT は、2020 年 12 月-2021 年 1 月に 47 店舗を閉鎖している。うち 22 店舗は関東地方（東京都及び神奈川県）の店舗である。

### 自己株式処分による資本調達

ルネサンス (2378) は、2020 年 8 月、自己株式を第三者割当により処分し 27 億円を調達した。割当先は SOMPO HD (8630) 及び住友生命保険。これに先立つ 21/3 期 1Q の赤字により、1Q 末自己資本は 132 億円（前期末比 29 億円減）まで減少しており、これを補った格好である。

ルネサンスは自己株式処分により資本増強



## 価格改定

ルネサンス (2378) は、2021年4月、月会費の値上げ (税込 990 円) を行うとともに、休会費の徴収 (月当たり税込 1,100 円) を開始した。なお、休会期間は最大 2 ヶ月となっており、休会期間満了後は手続きなしに元の契約が復活する仕組み。

## 日本のフィットネスクラブ市場

### 市場規模

コロナ禍影響を受ける前の段階において、実態として日本のフィットネスクラブ市場は拡大基調にあったと当社は見ている。一方、経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」におけるフィットネスクラブ売上高 (暦年ベース) は、2019年までの3年間に於いて 3,350 億円前後でほぼ横這いであった。これは、近年店舗網を急拡大してきた一部業者の数値が経済産業省データに反映されていないため、と当社は見ている。なお、コロナ禍の影響を受けた 2020 年 (暦年ベース) の売上高は、経済産業省データベースで 2,161 億円 (前年比 35.5%減) であった。

経済産業省データに基づくホリデイスポーツクラブの市場シェア (年度売上高ベース) は、15/3 期の約 4% から 20/3 期の約 6% へと上昇している。

### 人口に占める参加率

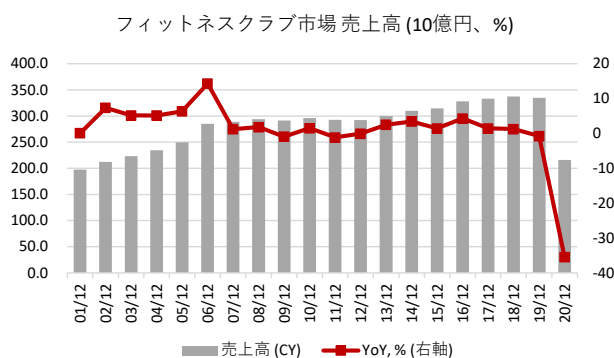
経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」ベースのフィットネスクラブ会員数は、2020 年末 (暦年ベース) 257.4 万人 (前年比 23.4%減)、フィットネス参加率 (フィットネスクラブ会員数/日本の人口) は 2.1% であった。2019 年までの 3 年間は 336 万人前後で推移しており、参加率は 2.7% 程度であった。

ただし、上述の通り、当該統計に含まれない一部業者が多くを有している可能性が高く、実態としてのフィットネスクラブ会員数は 2019 年時点で 500 万人超に達していたと当社は推定している。とはいえ、それでも人口比で 4% 程度の参加率にとどまっており、フィットネス市場の長期的な成長余地は非常に大きいと考えられる。仮に、参加率が現在の 2 倍になったとしても欧米の参加率には遥か及ばない。

実態として、フィットネス市場は 2019 年まで拡大基調。2020 年はコロナ禍で大幅に縮小

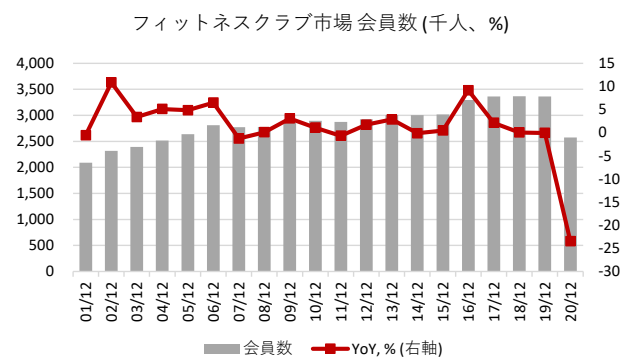
実態としてのフィットネス参加率は 5% に満たない。長期的な成長余地は非常に大きい

図表: フィットネスクラブ市場 売上高 (暦年)



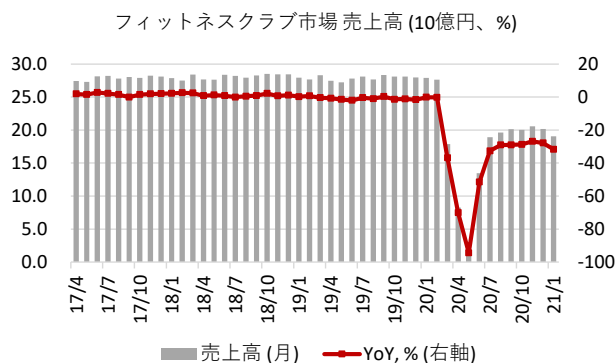
出所: 経済産業省資料、三田証券

図表: フィットネスクラブ市場 会員数 (暦年)



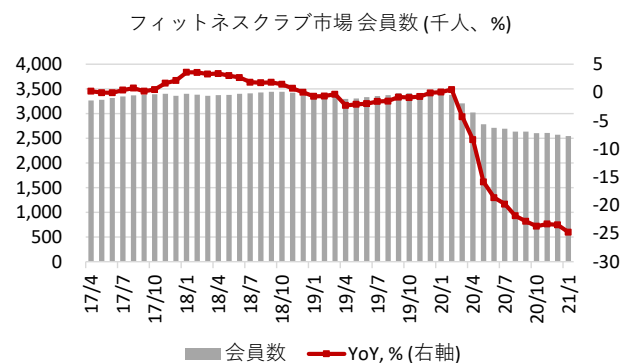
出所: 経済産業省資料、三田証券

図表: フィットネスクラブ市場 売上高 (月次)



出所: 経済産業省資料、三田証券

図表: フィットネスクラブ市場 会員数 (月次)



出所: 経済産業省資料、三田証券

### 主なプレイヤー

フィットネスクラブ業界における伝統的なプレイヤーは、ジム、スタジオ、プール、テニスコート、大浴場等を備えた大型店舗を展開する、総合型クラブ運営業者である。大手業者には、コナミスポーツクラブ(コナミ HD (9766) 傘下)、セントラルスポーツ (4801)、ルネサンス (2378)、ティップネス (日本テレビ HD (9404) 傘下)、ホリデイスーツクラブ (東祥) などが含まれる。スイミングスクールなどにおいて、オリンピック選手を含む本格的な選手育成を行っているクラブも多い。総合型クラブは 1 施設当たりの投資額が大きく (5-10 億円など)、FC 店での展開が難しいこともあって、各社とも直営店中心の店舗構成となっている。顧客層に偏りはなく、男女とも様々な世代を取り込んでいる。この中で、東祥のホリデイスーツクラブは、大人のフィットネス初心者向けを謳っているのが特徴。低コストオペレーションを徹底し、高い利益率を実現することで、近年、他社を上回るペースで出店を重ねてきた。

ニッチプレイヤーの代表的な存在としては、カーブス HD (7085) が運営するカーブスが挙げられる。女性中高年層を対象とした短時間の体操教室であり (男性は入会不可。60 歳以上が 70% を占める)、個々の店舗の規模が小さいことから FC 中心の店舗構成となっている。店舗数は約 2,000 店舗で国内最大。チェーン全体の売上高は 19/8 期 702 億円、20/8 期 574 億円で、総合型フィットネスクラブ業者を上回る。

近年、マシン特化型で 24 時間営業を売りにするプレイヤーが店舗数を急激に伸ばし、フィットネス市場拡大に貢献してきた。その中で最大勢力となるのが Fast Fitness Japan (7092) が運営する ANYTIME FITNESS である。総合型フィットネスクラブと異なり、スタジオ、プール、大浴場などを備えないため投資金額が低く、また、常駐する従業員数が限定的であるため経費を抑えられる。FC 展開で店舗数を拡大し、2020 年末には 872 店舗を抱えるに至った。顧客層は、比較的若い男性の比率が高い。同社の成功を受けて、大手を含む多数の業者がマシン特化型 24 時間営業ジム業態に進出している。

総合型フィットネスクラブは「コナミ」「セントラル」「ルネサンス」「ティップネス」「ホリデイ」など

女性専門のニッチプレイヤー「カーブス」

マシン特化型 24 時間営業ジム「ANYTIME FITNESS」

図表: フィットネスクラブ業者の比較 (参考)

フィットネスクラブ名	運営会社または親会社		売上高		営業利益		店舗数		会員数		備考	
			(百万円)	YoY (%)	(百万円)	OPM (%)	YoY (%)	YoY (%)	(千人)	YoY (%)		
ホリデイスポーツクラブ	東祥 (8920)	21/3期1-3Q 20/3期	8,464 19,424	-44 -3	598 4,139	7 21	101 94	11 6	181 227	-7	1,792 2,415	業績はスポーツクラブ事業
コナミスポーツクラブ	コナミHD (9766)	21/3期1-3Q 20/3期	25,695 58,662	-44 -7	-4,027 33	-16 0	376					店舗数は21/3期末 業績はスポーツ事業
セントラルスポーツ	セントラルスポーツ (4801)	21/3期1-3Q 20/3期	25,726 53,386	-37 -2	240 3,814	1 7	248 244	5 6	368 434	-17 -1	1,484 1,779	店舗数、会員数は21/3期2Q末
ルネサンス	ルネサンス (2378)	21/3期1-3Q 20/3期	21,468 45,049	-38 -2	-3,394 3,267	-16 7	175 172	7 4	339 405	-19 -2	1,939 2,354	店舗数、会員数は21/3期2Q末
ティップネス	日本テレビHD (9404)	21/3期1-3Q 20/3期	14,812 35,884	-47 -5	-4,617 847	-31 2	169					
東急スポーツオアシス	東急不動産HD (3289)	21/3期1-3Q 20/3期	10,400 18,700	-28 4			37				120	
メガロス	野村不動産HD (3231)	21/3期1-3Q 20/3期	8,200 15,700	-36 -5			50					
アクトス	パローHD (9956)	21/3期1-3Q 20/3期	6,638 13,597	-36 3	-1,615 556	-24 4	193 192	4 32				
カーブス	カーブスHD (7085)	20/8期 19/8期	25,082 28,036	-11 0	1,167 5,436	5 19	2,020 1,991	1 4	701 822	-15 -1	347 413	FCビジネスモデル。チェーン売上高 は20/8期574億円
RIZAP	RIZAPグループ (2928)	21/3期1-3Q 20/3期	40,100	-3			183 198	-8 5				業績はRIZAP関連事業全体
ANYTIME FITNESS	Fast Fitness Japan (7092)	21/3期1-3Q 20/3期	7,985 11,334		1,520 2,831	19 25	872 736	18 47	550 582	-5	631 791	FCビジネスモデル
JOYFIT	オカモトグループ						255					2021/1/31に47店舗を閉店
GOLD'S GYM	THINKフィットネス						96					
コス・パ	オージースポーツ		14,779				33					

出所: 各社資料、三田証券

# ホテル事業

## ホテル事業の見通し

### 独自性の高いビジネスモデルで急速に業容を拡大（コロナ禍前）

同社は、「AB ホテル」のブランド名でビジネスホテルを運営している。21/3 期 3Q 末現在、31 店舗、4,101 室を擁している。店舗はすべて直営店。店舗数は 17/3 期末 14 店舗から 2 倍以上に増加した。コロナ禍以前に 25% 超の営業利益率を長期継続するなど、ホテル運営業者としては利益率が極めて高いのが特徴。

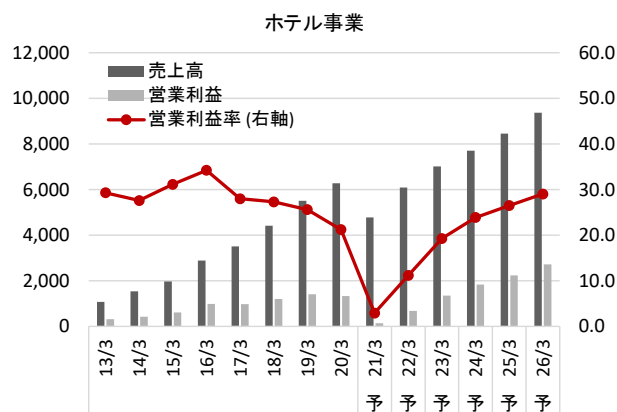
高い利益率を背景に店舗網を急拡大

### コロナ禍を受けても比較的高い客室稼働率を維持。早期回復が見込める

当社による AB ホテルの 21/3 期業績予想は、売上高 47.83 億円（前期比 24.0% 減）、営業利益 1.41 億円（同 89.4% 減）。1Q は 1.56 億円の営業赤字であったが、同社ホテルの出店地域・立地などの特性から、ビジネス顧客の回復は順調に進んでおり、2Q には早くも黒字転換している。1-3Q 累計の既存店稼働率は 69% と、ビジネスホテルとして比較的高い水準にある。当社では、22/3 期営業利益 6.81 億円（前期比 383.7% 増）を予想する。また、23/3 期初には限定的ながら出店再開が計画されている。23/3 期にはコロナ禍前の業績水準に戻ると想定する。

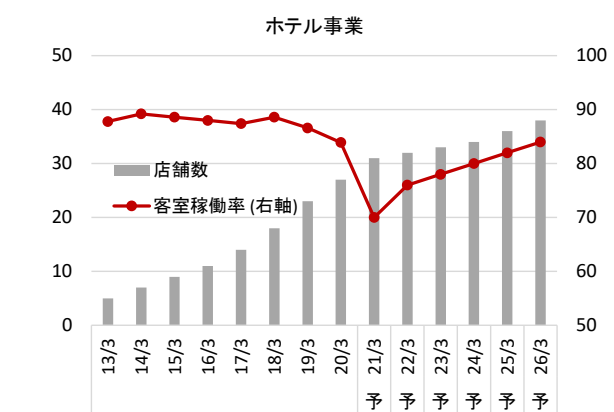
23/3 期にはコロナ禍前の業績水準を回復すると予想

図表：売上高、営業利益、OPM



出所：会社資料、三田証券 注：百万円、予想は三田証券予想

図表：店舗数、客室稼働率



出所：会社資料、三田証券 注：予想は三田証券予想

## AB ホテルの特徴

### 純粋なビジネスユースのホテル

AB ホテルは純粋なビジネス需要への対応を追求したホテルチェーンである。過去、多くのビジネスホテル業者は、増大するインバウンド顧客向けに積極的な営業活動を行い、観光目的の格安ホテルとして機能してきた。しかし、その後の供給過剰に加えて、コロナ禍影響によるインバウンド需要喪失により、多くの業者が苦境に陥っている。AB ホテルはインバウンド全盛期にあっても敢えて流行を追わず、ビジネスユースのリピーター顧客を重視したホテル運営を行ってきた。その結果、コロナ禍を受けてもビジネスホテル業界の中で比較的高い客室稼働率を維持している。

インバウンドブームに流されず、純粋なビジネスユースにフォーカス

### 出店地域及び立地

AB ホテルの出店地域は、本拠地である愛知県を中心としながらも、全国各地にわたっている。立地としては、近郊にメーカーの製造拠点が存在し出張顧客の宿泊需要がある駅前・インターチェンジ付近が中心。本拠地である愛知県は自動車関連を中心に多数のメーカーが製造拠点を有している地域であり、ビジネス顧客の出張需要が強い。

メーカーの製造拠点近隣にこだわって出店

図表: ホテル一覧 (21/3期3Q末)

地方	都道府県	ホテル名	地方	都道府県	ホテル名	地方	都道府県	ホテル名
中部	愛知県	ABホテル三河安城 本館 ABホテル三河安城 新館 ABホテル三河安城 南館 ABホテル豊田元町 ABホテル岡崎 ABホテル名古屋栄 ABホテル小牧 ABホテル一宮 ABホテル豊橋 ABホテル三河豊田 ABホテル東海太田川 ABホテル田原 ABホテル蒲郡	中部	岐阜県	ABホテル岐阜 ABホテル各務原 ABホテル可児	関東	群馬県	ABホテル伊勢崎
				静岡県	ABホテル磐田 ABホテル富士		埼玉県	ABホテル深谷
				長野県	ABホテル塩尻	近畿	大阪府	ABホテル大阪堺筋本町 ABホテル堺東
				石川県	ABホテル金沢		京都府	ABホテル京都四条堀川
							滋賀県	ABホテル近江八幡 ABホテル彦根 ABホテル湖南
							奈良県	ABホテル奈良
						中国	山口県	ABホテル宇部新川
						九州	福岡県	ABホテル行橋

出所: 会社資料、三田証券

### ビジネスモデルの特徴

AB ホテルの標準的なビジネスモデルは、総投資額 6-7 億円程度、部屋数 130 部屋前後、稼働率 80%を前提として、店舗ベース経常利益率 35%を確保するというもの。宿泊特化型のホテルであり、宴会場などは備えていない。親会社・東祥のスポーツクラブ事業と同じく、同社の建築業に関する知見が初期投資の抑制に役立っている。

店舗段階で経常利益率 35%を想定できる場合のみ出店するという厳格な方針。建築に関する独自ノウハウを有し投資金額を抑制。フロント業務には業務委託方式を活用

オペレーション面では、店舗運営に業務委託方式を採用しているのが特徴。個々のホテルのフロント業務等を行うのは同社社員ではなく、業務委託契約を締結し、ホテルに住み込みで働く夫婦（夫婦以外の組み合わせもある）である。客室稼働率に連動したインセンティブ支給などの仕組みを取り入れ、オペレーションの効率を高めている。

販売チャネルは、楽天トラベルなどのネット旅行代理店、自社ウェブなど。総じて、同スペックのビジネスホテルに比べてプライシングはやや低めとの印象。初期投資の抑制と低コストの業務委託方式により、今後もプライシングにおいて競争力を発揮し続けることが可能であろうと会社は見ている。

図表: ホテルの外観



出所: 会社資料

図表: シングルルーム



出所: 会社資料

図表: 大浴場



出所: 会社資料

図表: ビュッフェ (朝食用)



出所: 会社資料

図表: 食堂 (朝食用)



出所: 会社資料

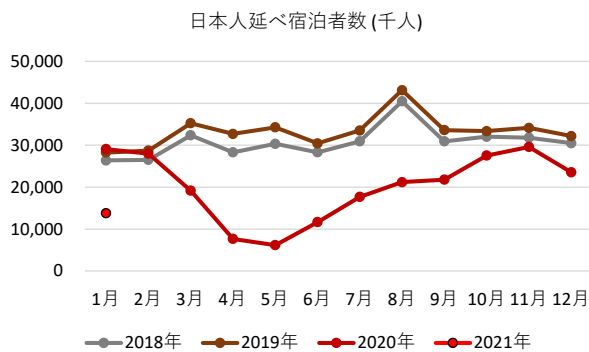
## ホテル市場の動向

### コロナ禍による猛烈な逆風（観光庁データ）

コロナ禍はホテル市場に対して猛烈な逆風となっている。2020年3月以降、外国人宿泊客がほぼ消滅したことに加えて、日本人宿泊客も激減した。夏場に入ってから政府のGo Toトラベルキャンペーンを機に一時期盛り返したものの、年末に同キャンペーンが中断された後は再び宿泊需要が低迷している。

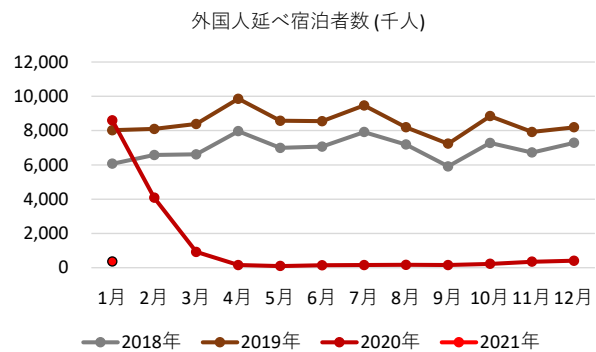
インバウンド需要消滅。国内旅行者も激減

図表: 日本人延べ宿泊者数



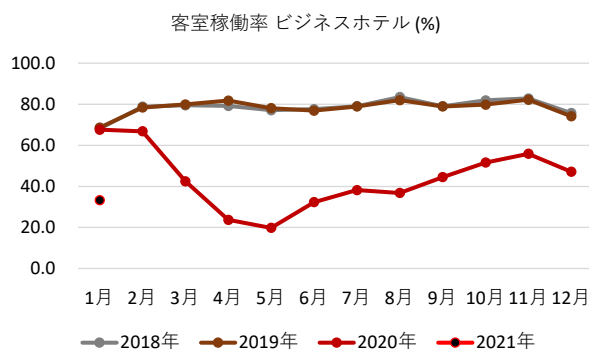
出所: 観光庁資料、三田証券

図表: 外国人延べ宿泊者数



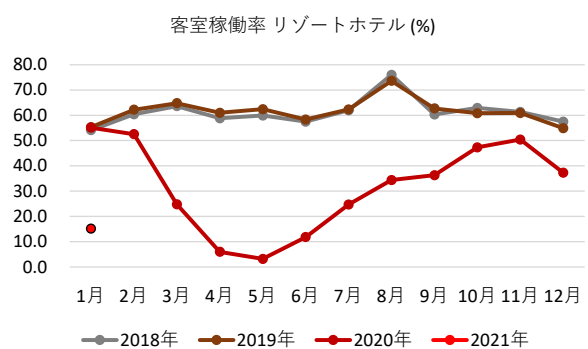
出所: 観光庁資料、三田証券

図表: ビジネスホテル客室稼働率



出所: 観光庁資料、三田証券

図表: リゾートホテル客室稼働率



出所: 観光庁資料、三田証券

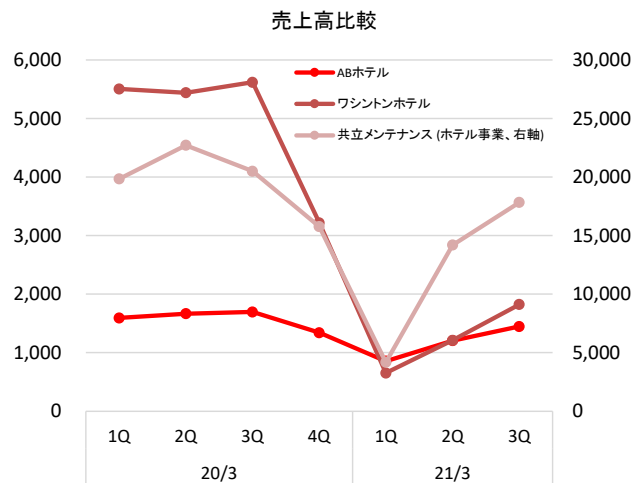
### AB ホテルの状況

初回の緊急事態宣言が発せられた21/3期1Qにホテル各社は急激な減収を余儀なくされ、大幅な赤字に転落した。ABホテルも例外ではなく、売上高8.55億円(前期比46.3%減)、営業損失1.56億円、OPM -18.3%を計上した。ただし、同社業績に対するダメージは、他のホテル運営業者に比べて相当に軽微であった。2Qには僅かながら営業利益を計上(0.12億円)、1-3Q累計では営業黒字となった。背景として、1) 同社ホテルは地方のメーカー製造拠点近隣の立地が多くビジネス利用需要がしっかりしていること、2) 従前からインバウンド顧客需要に依存しない経営方針をとっていたこと、3) 初期投資抑制と低コストペレーションにより元来利益率が高く稼働率低下や客室単価下落に対して強い耐性があること、などが指摘できる。

コロナ禍のダメージは相対的に軽微であり、早期回復が期待できる

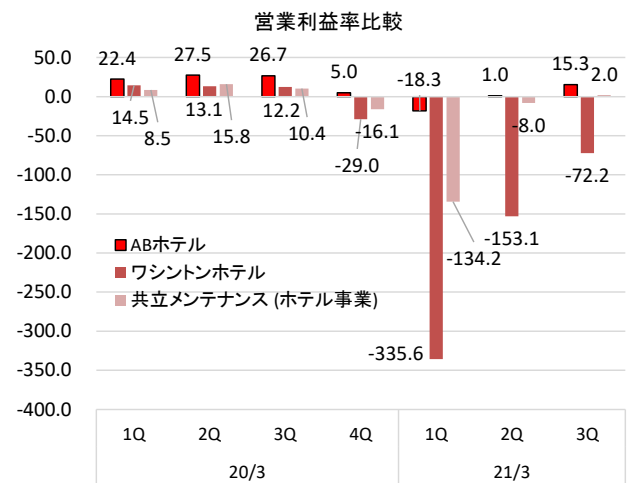
ホテル業者の中には大規模な赤字を計上し、自己資本を大きく毀損したところも少なくない。一部業者は増資を余儀なくされた。一方、ABホテルにおいては、このようなリスクが生じる可能性は限定的であり、業界に先駆けて早期回復に向けた施策を実行しやすい位置にいと当社は見ている。

図表: ホテル各社の四半期売上高 (百万円)



出所: 各社資料、三田証券

図表: ホテル各社の四半期 OPM (%)



出所: 各社資料、三田証券

図表: 上場ホテル業者の比較

会社名	ティッカー	決算期	連結/単体				自己資本	ホテル関連事業セグメント				セグメント名
			売上高	YoY (%)	OP	OPM (%)		売上高	YoY (%)	OP	OPM (%)	
リゾートトラスト	4681	21/3期1-3Q	130,572	5.9	15,350	11.8	134,383	45,710	-28.1	-2,650	-5.8	ホテルレストラン事業
		20/3期	159,145	-11.4	11,652	7.3	127,798	80,659	0.3	92	0.1	
ワシントンホテル	4691	21/3期1-3Q	3,686	-77.8	-5,358	-145.4	8,553					
		20/3期	19,786	-7.6	1,269	6.4	14,445					
アメイズ	6076	20/11期	11,343	-23.5	1,525	13.4	11,604					
		19/11期	14,837	0.9	3,652	24.6	11,898					
グリーンズ	6547	21/6期1-2Q	8,223	-48.2	-3,637	-44.2	2,358					
		20/6期	22,909	-25.9	-3,456	-15.1	6,003					
ABホテル	6565	21/3期1-3Q	3,508	-29.2	77	2.2	6,021					
		20/3期	6,295	14.2	1,333	21.2	6,062					
ロイヤルHD	8179	20/12期	84,304	-40.0	-19,269	-22.9	20,896	13,906	-53.9	-6,996	-50.3	ホテル事業
		19/12期	140,578	2.1	4,648	3.3	50,824	30,185	5.6	3,622	12.0	
共立メンテナンス	9616	21/3期1-3Q	91,343	-31.4	-3,744	-4.1	75,130	36,208	-42.6	-6,392	-17.7	ホテル事業
		20/3期	169,770	4.3	11,205	6.6	83,954	78,831	0.8	4,853	6.2	
帝国ホテル	9708	21/3期1-3Q	16,632	-61.6	-8,439	-50.7	51,523					
		20/3期	54,558	-6.6	3,160	5.8	60,627					
ロイヤルホテル	9713	21/3期1-3Q	11,879	-60.0	-7,249	-61.0	12,419					
		20/3期	37,601	-8.0	-257	-0.7	20,132					
藤田観光	9722	20/12期	26,648	-61.4	-20,611	-77.3	1,182					
		19/12期	60,960	-0.5	280	0.5	26,263					
京都ホテル	9723	21/3期1-3Q	2,993	-62.9	-1,849	-61.8	567					
		20/3期	9,625	-9.0	89	0.9	2,106					

出所: 各社資料、三田証券



# 不動産事業

## 不動産事業の見通し

### 不動産事業の概要

不動産事業セグメントは、同社が「A・City」ブランドで展開する賃貸マンション事業、及び、連結子会社東祥アセットマネジメントによる東祥リート投資法人の資産運用事業で構成されている。「A・City」は主に単身世帯向けの賃貸マンションであり、事業規模は21/3期3Q末時点で55棟2,191室である。東祥リート投資法人の運用資産は、ホリデイスポーツクラブ2店舗、ABホテル3店舗、A・City賃貸マンション15棟（上記55棟には含まれない）で構成されており、運用資産額は、リートの取得価額ベースで100億円弱とみられる。

愛知県内で単身者向け賃貸マンション事業を営む

### セグメント業績

20/3期のセグメント業績は、売上高88億円（前期比440.0%増）、営業利益42億円（同598.8%増）であった。これには、東祥リート投資法人に対するA・City15棟の売却を行った影響が売上高に68億円、営業利益に38億円含まれている。

特殊要因を除けば、業績は安定的に推移

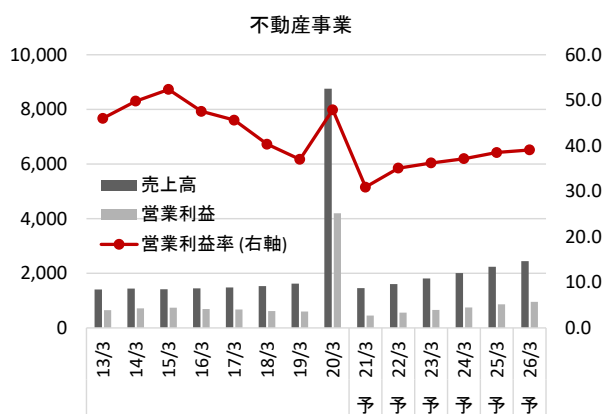
当社では、21/3期通期業績について、売上高15億円（前期比83.4%減）、営業利益5億円（同89.3%減）と予想している。大幅減益の主因は、前期に計上した売却益の剥落、資産売却による保有棟数の減少である。不動産事業はコロナ禍影響を受けておらず、業績は順調に推移している。入居率は90%台半ばを維持しているとみられる。

### 成長戦略

同社は賃貸マンション開発を愛知県の三河地方で開始し、その後名古屋地区へ拡大してきた。同地区は自動車産業に支えられ、賃貸マンションに対する強い需要が続くと見られる。同社は、今後、年間300室程度の供給を続けていく方針。当社による営業利益予想は22/3期6億円（前期比24.9%増）、23/3期7億円（同16.5%増）である。

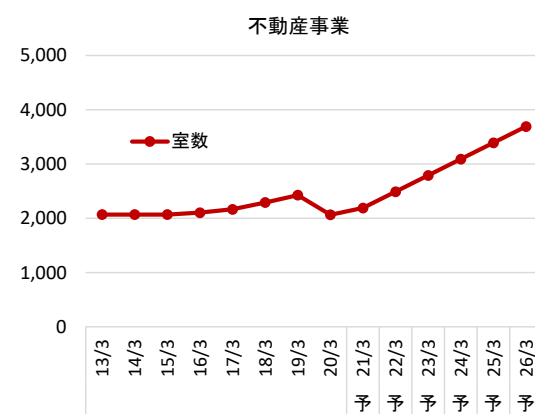
需要の高いエリアで継続的に賃貸物件を供給

図表: 売上高、営業利益、OPM



出所: 会社資料、三田証券 注: 百万円、予想は三田証券予想

図表: 室数



出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

## 三田証券による業績予想

### 21/3 期業績予想

三田証券では、21/3 期業績について、売上高 177 億円（前期比-48.7%減）、営業利益 12 億円（同 87.5%減）、当期純利益 4 億円（同 93.8%減）と、会社ガイダンス（売上高 175 億円、営業利益 11.5 億円、当期純利益 2.5 億円）に対して若干の上振れを予想する。4Q（3 ヶ月）の営業利益予想は 2 億円。

通期営業利益予想のセグメント別内訳は、スポーツクラブ事業 6 億円（前期比 85.1%減）、ホテル事業 1 億円（同 89.4%減）、不動産事業 5 億円（同 89.3%減）。4Q（3 ヶ月）は、スポーツクラブ事業 0.2 億円（3Q は 2 億円）、ホテル事業 1 億円（同 2 億円）、不動産事業 1 億円（同 1 億円）を見込む。4Q は緊急事態宣言の影響を受けたと見られるが、各事業で黒字を維持したと想定している。

### 22/3 期業績予想

22/3 期業績については、売上高 218 億円（前期比 23.1%増）、営業利益 25 億円（同 103.8%増）、当期純利益 14 億円（同 281.5%増）と予想する。営業利益のセグメント別予想は、スポーツクラブ事業 12 億円（前期比 97.6%増）、ホテル事業 7 億円（同 383.7%増）、不動産事業 6 億円（同 24.9%増）。スポーツクラブ事業では会員数の反転（会員総数ベースで前期末比 2.0%増、休会者除くベースで 23.0%増）を想定。ホテル事業では客室稼働率及び客室単価が改善し RevPAR が 15%上昇すると想定した。

### 23/3 期以降の見方

23/3 期以降の営業利益予想は、23/3 期 45 億円（前期比 81.2%増）、24/3 期 66 億円（同 48.7%増）、25/3 期 79 億円（同 18.9%増）。24/3 期にはコロナ禍前の利益水準近くまで回復すると見ている。中長期的には再び出店による拡大も見込めるだろう。日本のフィットネス参加率は 4%程度と非常に低く、大きな成長余地が残されている。また、スポーツクラブ事業、ホテル事業とも、競合の撤退を背景に低予算で物件を確保しやすい環境になる可能性もある。

*21/3 期 OP は 12 億円を見込む。4Q は各事業が黒字継続との見方*

*22/3 期 OP は 104%増の 25 億円を見込む。スポーツクラブ事業で休会者の復帰が進み、ホテルでは稼働率と単価の回復が進むとの見方*

*24/3 期にはコロナ禍前の利益水準近くまで回復すると予想。日本ではフィットネス参加率が低く、中長期での成長余地は大きい*

図表: 三田証券業績予想 (連結、諸指標)

諸指標	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	5年平均成長率 (CAGR, %)
	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	
売上高成長率 (%)	13.1	12.8	26.5	-48.7	23.1	15.0	14.5	8.8	9.2	
営業利益成長率 (%)	9.7	9.2	35.1	-87.5	103.8	81.2	48.7	18.9	18.0	
経常利益成長率 (%)	9.6	10.6	31.2	-86.9	94.2	81.9	49.2	19.1	18.1	
当期純利益成長率 (%)	1.1	6.8	44.2	-93.8	281.5	78.6	51.1	18.7	17.6	
売上総利益率 (%)	37.8	36.1	36.6	13.2	20.9	27.2	32.2	34.2	36.0	
売上高販管費率 (%)	10.6	9.8	8.5	6.4	9.6	9.4	9.0	8.8	8.7	
売上高営業利益率 (%)	27.2	26.3	28.1	6.8	11.3	17.8	23.2	25.3	27.3	
売上高経常利益率 (%)	27.4	26.8	27.8	7.1	11.2	17.7	23.1	25.3	27.4	
EBITDA マージン (%)	34.5	33.9	34.9	20.4	23.0	28.2	32.4	34.2	35.8	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、PL、百万円)

PL 連結 (百万円)	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	5年平均成長率 (CAGR, %)
	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	
売上高	24,139	27,240	34,466	17,679	21,763	25,028	28,667	31,196	34,079	14.0
売上原価	15,025	17,396	21,838	15,346	17,207	18,208	19,450	20,542	21,809	
売上総利益	9,114	9,844	12,628	2,334	4,556	6,820	9,217	10,654	12,270	
販管費	2,552	2,679	2,946	1,125	2,092	2,354	2,578	2,758	2,952	
営業利益	6,561	7,164	9,682	1,209	2,464	4,466	6,639	7,896	9,318	50.4
営業外収益	229	322	245	300	250	250	260	270	280	
営業外費用	187	183	346	252	273	275	275	275	275	
経常利益	6,603	7,304	9,580	1,257	2,442	4,441	6,625	7,892	9,323	49.3
特別利益	0	209	384	200	0	0	0	0	0	
特別損失	5	492	90	844	0	0	0	0	0	
税金等調整前当期純利益	6,598	7,021	9,874	613	2,442	4,441	6,625	7,892	9,323	72.3
法人税等合計	2,545	2,579	3,649	221	879	1,599	2,385	2,841	3,356	
非支配株主利益	286	419	421	34	194	397	544	664	810	
当期純利益	3,767	4,023	5,804	359	1,369	2,445	3,696	4,386	5,157	70.4
EBITDA	8,328	9,243	12,045	3,598	4,998	7,048	9,288	10,657	12,211	27.7
発行済株式数 (m)	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3	38.3	
EPS	98.33	105.03	151.51	9.37	35.74	63.84	96.49	114.50	134.62	
DPS	14.50	15.00	15.00	2.00	6.00	12.00	16.00	18.00	20.00	
BPS	679.52	769.46	904.94	912.31	942.06	993.89	1,074.38	1,170.89	1,285.50	
配当性向 (%)	14.7	14.3	9.9	21.3	16.8	18.8	16.6	15.7	14.9	
ROA (%)	7.0	6.4	8.1	0.5	1.7	3.0	4.3	4.9	5.4	
ROE (%)	15.6	14.5	18.1	1.0	3.9	6.6	9.3	10.2	11.0	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、セグメント業績、百万円)

セグメント業績 (百万円)	18/3 実績	19/3 実績	20/3 実績	21/3 三田予想	22/3 三田予想	23/3 三田予想	24/3 三田予想	25/3 三田予想	26/3 三田予想	5年平均成長率 (CAGR, %)
<b>スポーツクラブ事業</b>										
売上高	18,193	20,111	19,424	11,441	14,072	16,200	18,953	20,505	22,261	14.2
(YoY, %)	11.2	10.5	-3.4	-41.1	23.0	15.1	17.0	8.2	8.6	
営業利益	4,732	5,144	4,139	618	1,221	2,456	4,052	4,795	5,642	55.6
(YoY, %)	9.7	8.7	-19.5	-85.1	97.6	101.2	64.9	18.3	17.7	
売上高営業利益率 (%)	26.0	25.6	21.3	5.4	8.7	15.2	21.4	23.4	25.3	
店舗数 (期末)	80	89	94	101	101	102	105	109	113	
会員数 (期末)	219,790	243,515	227,000	179,180	182,764	211,978	226,757	244,628	263,613	8.0
(YoY, %)	11.4	10.8	-6.8	-21.1	2.0	16.0	7.0	7.9	7.8	
<b>ホテル事業</b>										
売上高	4,413	5,506	6,281	4,783	6,090	7,021	7,702	8,451	9,370	14.4
(YoY, %)	25.8	24.8	14.1	-23.9	27.3	15.3	9.7	9.7	10.9	
営業利益	1,205	1,410	1,333	141	681	1,355	1,840	2,239	2,721	80.8
(YoY, %)	22.7	17.0	-5.4	-89.4	383.7	98.8	35.8	21.7	21.5	
売上高営業利益率 (%)	27.3	25.6	21.2	2.9	11.2	19.3	23.9	26.5	29.0	
店舗数 (期末)	18	23	27	31	32	33	34	36	38	4.2
客室数 (期末)	2,342	3,029	3,586	4,099	4,227	4,331	4,461	4,721	4,981	4.0
(YoY, %)	28.4	29.3	18.4	14.3	3.1	2.5	3.0	5.8	5.5	
売上高/平均客室数(円/日)	5,561	5,564	5,176	3,430	3,952	4,446	4,800	5,043	5,292	
(YoY, %)	-2.2	0.1	-7.0	-33.7	15.2	12.5	8.0	5.1	4.9	
<b>不動産事業</b>										
売上高	1,533	1,622	8,761	1,456	1,601	1,806	2,012	2,240	2,448	10.9
(YoY, %)	3.6	5.8	440.0	-83.4	10.0	12.8	11.4	11.4	9.3	
営業利益	619	601	4,198	450	562	655	748	863	957	16.3
(YoY, %)	-8.4	-2.9	598.8	-89.3	24.9	16.5	14.2	15.5	10.9	
売上高営業利益率 (%)	40.4	37.0	47.9	30.9	35.1	36.2	37.2	38.5	39.1	
棟数 (期末)	61	61	53	55	61	67	73	79	85	
室数 (期末)	2,292	2,427	2,066	2,191	2,491	2,791	3,091	3,391	3,691	11.0
(YoY, %)	5.9	5.9	-14.9	6.1	13.7	12.0	10.7	9.7	8.8	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、BS、百万円)

BS 連結(百万円)	18/3 実績	19/3 実績	20/3 実績	21/3 三田予想	22/3 三田予想	23/3 三田予想	24/3 三田予想	25/3 三田予想	26/3 三田予想	5年平均成長率 (CAGR, %)
(資産の部)										
流動資産合計	13,784	16,264	23,342	22,832	25,720	27,056	28,558	29,420	30,902	
現金及び預金	12,815	15,201	22,413	21,454	22,936	23,606	24,382	24,279	24,696	
売掛金	446	497	435	243	354	469	473	552	568	
棚卸資産	74	84	70	72	73	94	98	110	117	
その他の流動資産	450	483	423	1,063	2,357	2,887	3,605	4,478	5,521	
固定資産合計	44,400	51,457	52,119	54,152	54,907	56,595	59,388	63,453	67,808	
有形固定資産	41,033	47,746	47,686	49,672	50,168	51,673	54,257	58,055	62,119	
無形固定資産	89	131	146	180	185	190	195	200	205	
投資その他の資産	3,278	3,580	4,287	4,300	4,553	4,732	4,936	5,198	5,484	
繰延資産	10	6	2	0	0	0	0	0	0	
総資産	58,195	67,727	75,463	76,984	80,627	83,652	87,946	92,873	98,710	5.1
(負債の部)										
流動負債合計	8,504	9,540	12,374	10,697	11,866	12,273	12,653	12,987	13,375	
買掛金	1	1	1	0	0	0	0	0	0	
短期有利子負債	4,374	5,486	5,689	6,000	6,600	6,700	6,700	6,700	6,700	
その他の流動負債	4,129	4,054	6,684	4,697	5,266	5,573	5,953	6,287	6,675	
固定負債合計	21,564	26,228	25,561	28,442	29,583	29,819	30,106	30,338	30,586	
長期有利子負債	18,256	22,611	21,782	27,000	26,900	26,800	26,800	26,800	26,800	
その他の固定負債	3,308	3,617	3,778	1,442	2,683	3,019	3,306	3,538	3,786	
総負債	30,068	35,768	37,934	39,139	41,449	42,092	42,759	43,325	43,961	2.4
(純資産の部)										
純資産	28,127	31,959	37,529	37,844	39,177	41,560	45,187	49,548	54,749	7.7
自己資本	26,030	29,475	34,665	34,947	36,087	38,072	41,156	44,852	49,243	7.1
非支配株主持分	2,098	2,483	2,863	2,897	3,091	3,488	4,031	4,696	5,506	
新株予約権	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
有利子負債	22,630	28,097	27,472	33,000	33,500	33,500	33,500	33,500	33,500	0.3
Debt/Equity (x)	0.9	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	
Net Debt/Equity (x)	0.4	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	
自己資本比率 (%)	44.7	43.5	45.9	45.4	44.8	45.5	46.8	48.3	49.9	
Debt/EBITDA (x)	2.7	3.0	2.3	9.2	6.7	4.8	3.6	3.1	2.7	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、CF、百万円)

CF 連結(百万円)	18/3 実績	19/3 実績	20/3 実績	21/3 三田予想	22/3 三田予想	23/3 三田予想	24/3 三田予想	25/3 三田予想	26/3 三田予想	5年平均成長率 (CAGR, %)
営業キャッシュフロー	6,658	6,386	13,964	951	4,360	5,199	6,717	7,389	8,416	
当期純利益	3,767	4,023	5,804	359	1,369	2,445	3,696	4,386	5,157	
減価償却費及びのれん償却額	1,766	2,079	2,362	2,389	2,534	2,583	2,648	2,761	2,893	
その他	1,125	284	5,797	-1,797	457	171	372	242	366	
投資キャッシュフロー	-7,736	-8,328	-5,559	-4,420	-3,289	-4,272	-5,441	-6,826	-7,248	
有形・無形固定資産の取得	-7,448	-8,335	-7,129	-4,409	-3,035	-4,093	-5,237	-6,564	-6,962	
有形・無形固定資産の売却	4	334	3,042	0	0	0	0	0	0	
その他	-292	-327	-1,472	-11	-253	-179	-204	-262	-286	
財務キャッシュフロー	1,401	4,136	-1,884	4,914	410	-257	-500	-666	-750	
配当金の支払額	-479	-574	-613	-574	-77	-230	-460	-613	-690	
株式の発行/取得	-2	-1	0	0	0	0	0	0	0	
有利子負債の発行/償還	851	4,744	-1,230	5,528	500	0	0	0	0	
その他	1,031	-33	-40	-40	-13	-27	-40	-54	-60	
現金及び現金同等物残高 フリーキャッシュフロー	11,294	13,488	20,009	21,454	22,936	23,606	24,382	24,279	24,696	
	-1,077	-1,942	8,404	-3,469	1,071	927	1,276	563	1,168	

出所: 会社資料、三田証券

## 留意事項

### 【アナリストによる証明】

本レポートに示された有価証券や発行体に関する見解は、本レポートの表紙に記載されたアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明します。また、当該アナリストは、直接間接を問わず、本レポートで特定の見解を表明することに対して報酬を受領していないこと、また、報酬の受領を約していないことをここに証明します。

### 【目標株価及びレーティングについて】

レーティングの定義は以下の通りです。

目標株価及びレーティングの対象期間は今後 12 カ月程度です。

Buy：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が+15%以上と判断する銘柄。

Hold：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が-15%から+15%の間にあると判断する銘柄。

Sell：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が-15%以下と判断する銘柄。

RS：一時的に目標株価及びレーティングを停止した銘柄。

NR：目標株価又はレーティングを付与しない銘柄。

### 【利益相反関係の可能性について】

三田証券株式会社及びその関連会社は、本レポートに記載された企業に対して投資銀行業務に関するサービスを提供する等、同企業と取引を行なっている、又は今後行なう可能性があります。したがって、本レポートを閲覧される投資家の皆さまは、本レポートの客観性に影響を与える利益相反関係が当社に発生する可能性があることを予めご了承ください。三田証券株式会社は、本レポートに掲載されている銘柄の株式について、今後保有し、又は売買する可能性があります。また、三田証券株式会社は、本レポートで示される投資判断や見解と相反する又は整合しない態様で、自己において売り又は買いのポジションを有する可能性があります。本レポートはあくまでも投資判断の参考のための一つの要素としてご参照ください。

### 【重要な開示事項】

1. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社と親会社、子会社、関連会社または関係会社の関係にあります：該当なし
2. 三田証券株式会社の役員は、本レポートの対象会社の役員を兼任しています：該当なし
3. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社の発行済み普通株式等総数の5%以上を保有しています（前月末時点）：該当なし
4. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社の有価証券の募集または売出し等に際し、過去 12 カ月間に主幹事会社または共同主幹事会社を務めました：該当なし
5. 本レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
6. 本レポートの表紙に記載されたアナリストの家族は、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
7. 本レポートの表紙に記載されたアナリストまたはその家族は、本調査レポートの対象会社の有価証券（普通株式、社債、転換社債型新株予約権付社債など）を保有しています：該当なし

### 【その他の留意事項】

本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、三田証券株式会社は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。三田証券株式会社は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。当社が行う情報提供に関しましては、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、将来の結果をお約束するものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本レポートの著作権は三田証券株式会社に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。本レポートは目論見書その他の募集書面を構成せず、証券の勧誘行為が認められていない国・地域において、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

### 【英語版レポートに関する免責事項】

本レポートは日本語版が正規版であり、英語版レポートは日本語版を英語に翻訳したものです。日本語版と英語版の内容に齟齬がある場合、常に日本語版が優先します。三田証券株式会社は、英語版レポートの内容の正確性、完全性等についていかなる保証をするものではありません。

### 【金融商品取引法における表示事項（手数料及びリスク情報等）】

本レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各サービス又は各商品ごとに所定の手数料や諸経費等をお客様にご負担いただく場合があります。また、各サービス又は各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。各サービス又は各商品ごとに手数料等、リスクは異なりますので、上場有価証券等書面、当該サービス又は商品等の契約締結前交付書面又はお客様向け資料をよくお読みください。

商号等：三田証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 175 号  
加入協会：日本証券業協会