



コシダカホールディングス

東証1部

2157

業種: レジャー&アミューズメント

ピンチをチャンスに。Buyでカバレッジ開始

目標株価 650円、レーティング Buyでカバレッジ開始

三田証券(当社)は、株式会社コシダカホールディングス(2157、コシダカHD、同社)のカバレッジを目標株価650円、レーティングBuyで開始する。コロナ禍を受けてカラオケ業者は時短要請・休業要請に従わざるを得ない状況が続いており、同社についても21/8期-22/8期は営業赤字継続と予想する。しかし、同社財務に対する影響は浅く済み、ポストコロナを見据えた積極的な投資を継続できる状況にあると考える。同社は、居酒屋や同業者カラオケ店の閉店を受けて、これまで賃料が高額で出店できなかった立地・物件が出店基準に見合うようになってきたことをチャンスと捉えている。長期的な視点からM&Aや新規事業に積極的に取り組むスタンスも不変である。同社は中長期的にカラオケルーム市場における競争優位性を高めることができると当社は判断する。

カラオケ需要は根強く、ワクチン接種進展が供給回復のカギに

これまで、新型コロナ感染者数が増加する度に、行政からカラオケ業者に対する時短要請や休業要請がなされており、特に売上の大半を稼ぐ夜間時間帯の営業制限が業績改善を阻んできた。一方、昨年秋など時短要請が緩和された時期には客足が戻る傾向が観察され、娯楽としてのカラオケには根強い潜在需要があることが確認された。当社は、ワクチン接種の進展が供給回復のカギになると考える。ワクチン接種スケジュールには不明な点が多いが、実際に接種が進めばカラオケ店の営業時間の正常化が進み、同社業績も回復に向かうであろう。

三田証券による業績予想

当社による営業利益予想は、21/8期-55億円(前期実績11億円)、22/8期-13億円。22/8期を赤字と想定するのは、今後のワクチン接種スケジュールに確信が持てないため。それでも22/8期4Q頃にはカラオケ店の営業時間正常化が進み、23/8期には営業黒字(当社予想15億円)に転換すると考える。24/8期-25/8期にはコロナ禍以前の収益性を回復すると予想する。

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、21/8期-25/8期の業績予想をもとに、株主資本コスト6.0%、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、当社による23/8期EPS予想20.07円の32.4倍、24/8期EPS予想37.59円の17.3倍に相当する水準である。

当社見解に対するリスク要因は、1)新型コロナ感染者数の大幅増加による休業要請の長期化及び対象地域拡大、2)ワクチン接種スケジュールの大幅な遅れ、3)大型M&Aの失敗、など。

三田証券株式会社
調査部長 チーフアナリスト
清水 純一

新規カバレッジ

レーティング

Buy

目標株価(円)	650
株価(円)(5/6)	562
時価総額(十億円)	46.3

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

株価推移(円)



出所: Bloomberg Finance LP

業績推移

	19/8	20/8	21/8予	22/8予	23/8予	
売上高	十億円	65.8	43.3	23.5	29.7	38.8
営業利益	十億円	9.5	1.1	-5.5	-1.3	1.5
経常利益	十億円	9.6	1.7	-3.1	-0.5	1.8
当期純利益	十億円	6.2	-0.2	-3.1	-1.0	1.6
EPS	円	76.6	-2.8	-37.9	-12.8	20.1
BPS	円	391.2	281.0	231.0	214.2	230.2
DPS	円	12.0	12.0	4.0	4.0	6.0
PER	倍	23.1	NA	NA	NA	28.0
PBR	倍	4.5	1.6	2.4	2.6	2.4
配当利回り	%	0.7	2.6	0.7	0.7	1.1
ROA	%	8.9	-0.4	-7.0	-2.4	3.6
ROE	%	21.7	-0.8	-14.8	-5.8	9.0

出所: 会社資料、三田証券

会社概要

コシダカHDは「カラオケまねきねこ」を全国展開するカラオケルーム大手。総店舗数546店舗(2021年2月末)。2020年3月にカーブス事業をスピンオフし、カラオケ事業に経営資源を集中している。

投資判断のポイント

アウトLOOK

出店可能な立地が拡大へ。ピンチをチャンスに変える発想

三田証券(当社)は、株式会社コンダカホールディングス(2157、コンダカHD、同社)のカバレッジを目標株価650円、レーティングBuyで開始する。

目標株価650円、レーティングBuyでカバレッジ開始

同社は、「カラオケまねきねこ」のブランドでカラオケルームを全国展開している。業界シェアは第3位。総店舗数は546店舗(21/8期2Q末)。「既存業種新業態」という方針に基づき、普及の進んだカラオケ市場で差別化により成長を実現してきた。元々、地方のロードサイド店に強みを持っていたが、近年は都心の駅前繁華街への出店を積極化させ、過去5年間で100店舗超の純増を実現した。コロナ禍前の19/8期カラオケ事業セグメント営業利益は45億円、5年平均成長率(CAGR)は23.4%であった。

成長のエンジンは差別化

20/8期3Q以降、同社業績はコロナ禍影響を強く受けている。特に、最初の緊急事態宣言が発せられた20/8期3Qは、一時期全店で休業したこともあり、大幅な赤字に転落した。その後、徐々に売上回復が見られたものの、2度目の緊急事態宣言を受けた21/8期2Qには時短店舗が増えて減収率と営業赤字が拡大している。足元では3度目の緊急事態宣言を受けて東京都等の店舗が休業中であり、営業赤字はさらに拡大すると見込まれる。当社による21/8期連結業績予想は、営業利益-55億円、当期純利益-31億円である。

休業・時短要請で大幅減収・赤字が続く

しかし、同社はコロナ禍にあっても積極的な出店姿勢を崩していない。業績悪化に見舞われた居酒屋やカラオケ店の閉店が見込まれる中、従来であれば賃料が高額で出店できなかったような立地・物件が出店基準に見合うようになってきたことを歓迎している様子である。M&Aにも積極的であり、4月には居酒屋チェーン大手である大庄(9979)のカラオケ事業を買収し43店舗を手に入れた。同社は低コストでの出店が可能なノウハウを有しており、過大投資による財務悪化の懸念は小さいと当社は判断している。足元では赤字が続いているが、休業・時短要請に対する自治体の協力金等が得られる点も財務面での緩和要因となろう。

積極的な出店姿勢を継続。居酒屋や同業者の撤退が出店余地拡大の好機と捉えている

今後は日本でもワクチン接種が進められる予定であり、カラオケ店の営業時間も徐々に正常化に向かうと見ている。政府発表では、高齢者(65歳以上)向けのワクチン配布を6月末までに完了させる計画。しかし、一般向けの接種開始がいつになるのかは確信が持てない状況にあり、当社では、22/8期営業利益-13億円と赤字継続を想定する。とはいえ、ワクチン接種の進展により、22/8期4Q頃にはカラオケ店の営業時間正常化が進むと見ている。23/8期には黒字転換、24/8期-25/8期にはコロナ禍以前の収益性を回復できると予想する。

ワクチン接種が進展すればカラオケ店の営業時間が正常化に向かうだろう

カタリスト

当社が想定する株価上昇のカタリストは、新型コロナウイルス感染者数の大幅な減少、カラオケ店の営業時間正常化の進展、新型コロナウイルスワクチン接種の進行、M&Aの実施、新規事業の早期収益化、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	18/8 実績	19/8 実績	20/8 実績	21/8 三田予想	22/8 三田予想	23/8 三田予想	24/8 三田予想	25/8 三田予想	21/8 会社予想	21/8 コンセンサス	22/8 コンセンサス	23/8 コンセンサス
業績												
売上高	61,771	65,840	43,304	23,510	29,724	38,827	41,294	44,811	NA	36,300	36,950	37,700
(YoY, %)	11.7	6.6	-34.2	-45.7	26.4	30.6	6.4	8.5				
営業利益	7,858	9,508	1,148	-5,531	-1,304	1,530	2,958	4,674	NA	1,700	1,800	2,000
(YoY, %)	27.8	21.0	-87.9	NA	NA	NA	93.4	58.0				
OPM (%)	12.7	14.4	2.7	-23.5	-4.4	3.9	7.2	10.4				
経常利益	8,208	9,562	1,700	-3,116	-496	1,837	3,165	4,881	NA	1,700	1,800	2,000
(YoY, %)	29.2	16.5	-82.2	NA	NA	NA	72.3	54.2				
当期純利益	4,427	6,227	-232	-3,091	-1,047	1,637	3,065	3,346	NA	870	1,010	1,150
(YoY, %)	36.0	40.7	NA	NA	NA	NA	87.3	9.2				
減価償却費	3,582	4,096	4,493	4,540	4,555	4,572	4,595	4,617				
設備投資額	4,822	8,049	5,983	5,500	5,000	5,000	5,500	6,000				
フリーCF	-15,079	3,845	-4,746	-5,906	-1,464	2,133	2,304	2,367				
セグメント業績												
カラオケ事業												
売上高	31,936	35,732	27,157	21,828	27,928	36,905	39,180	42,486				
(YoY, %)	7.8	11.9	-24.0	-19.6	27.9	32.1	6.2	8.4				
営業利益	3,153	4,519	-839	-4,502	-559	2,214	3,605	5,311				
OPM (%)	9.9	12.6	-3.1	-20.6	-2.0	6.0	9.2	12.5				
カーブス事業												
売上高	27,933	28,037	14,302									
(YoY, %)	17.8	0.4	NA									
営業利益	5,345	5,679	3,006									
OPM (%)	19.1	20.3	21.0									
温浴事業												
売上高	1,587	1,640	1,207	1,045	1,098	1,152	1,268	1,394				
(YoY, %)	-3.0	3.3	-26.4	-13.4	5.0	5.0	10.0	10.0				
営業利益	72	109	-70	-121	-88	-46	27	59				
OPM (%)	4.5	6.6	-5.8	-11.6	-8.0	-4.0	2.1	4.2				
不動産管理事業												
売上高	314	432	637	636	699	769	846	931				
(YoY, %)	0.5	37.6	47.7	-0.2	10.0	10.0	10.0	10.0				
営業利益	134	59	-78	-208	42	62	77	104				
OPM (%)	42.6	13.8	-12.2	-32.7	6.0	8.0	9.1	11.2				
1株当たり指標												
EPS (円)	54.44	76.57	-2.84	-37.91	-12.84	20.07	37.59	41.04	NA	10.67	12.39	14.10
BPS (円)	315.51	391.24	281.01	230.99	214.15	230.23	261.82	296.86				
DPS (円)	25.00	12.00	12.00	4.00	4.00	6.00	6.00	8.00	NA			
バリュエーション、収益性等												
PER (倍)	21.5	23.1	NA	NA	NA	28.0	14.9	13.7				
PBR (倍)	3.7	4.5	1.6	2.4	2.6	2.4	2.1	1.9				
配当性向 (%)	18.6	15.9	NA	NA	NA	29.9	16.0	19.5				
配当利回り (%)	2.1	0.7	2.6	0.7	0.7	1.1	1.1	1.4				
ROA (%)	7.9	8.9	-0.4	-7.0	-2.4	3.6	6.3	6.5				
ROE (%)	18.7	21.7	-0.8	-14.8	-5.8	9.0	15.3	14.7				
財務健全性指標												
自己資本比率 (%)	37.5	44.1	51.4	42.6	39.4	39.9	42.7	45.3				
D/Eレシオ (倍)	0.9	0.7	0.6	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8				

出所: 会社資料、QUICK 資料、三田証券

注: コンセンサス予想は QUICK コンセンサス

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 650 円の算出にあたっては、21/8 期-25/8 期の業績予想をもとに、株主資本コスト 6.0%、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、当社による 23/8 期 EPS 予想 20.07 円の 32.4 倍、24/8 期 EPS 予想 37.59 円の 17.3 倍に相当する水準である。

RIM に基づく目標株価は 650 円

図表: 残余利益モデル (RIM)

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6~
	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
10億円	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	26/8
株主資本 (EOP)	22.9	18.8	17.5	18.8	21.3	24.2	
当期利益		-3.1	-1.0	1.6	3.1	3.3	
株主資本コスト		1.4	1.1	1.0	1.1	1.3	
残余利益		-4.5	-2.2	0.6	1.9	2.1	
残余利益の現在価値		-4.2	-1.9	0.5	1.5	1.5	
ターミナルバリュの現在価値							32.5
ベータ	1.10						
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 (%)	6.00						
永久成長率 (%)	1.20						
株主資本価値合計						52.9	
発行済株式数 (m)						81.533	
目標株価 (円)						650	

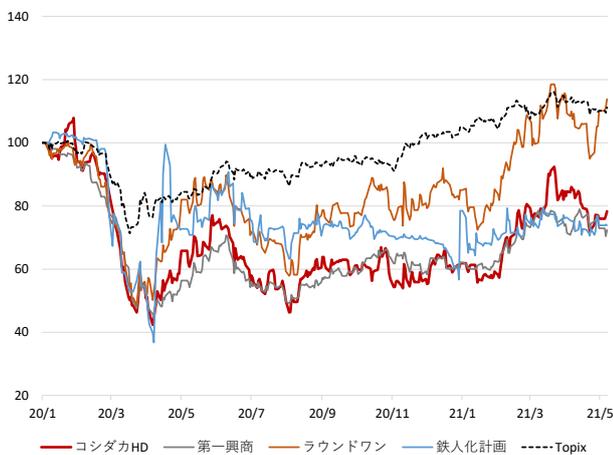
出所: 会社資料、三田証券

図表: 目標株価の永久成長率に対する感応度

永久成長率	0.20	0.40	0.60	0.80	1.00	1.20	1.40	1.60	1.80	2.00
目標株価	580	590	600	620	630	650	670	690	710	730

出所: 三田証券

図表: カラオケ業者株価推移



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: アミューズメント業者株価推移 (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: カラオケ業者のバリュエーション比較

会社名	ティッカー	株価 5/6	時価総額 10億円	PER 前期	PER 直近12か月	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か月	売上成長率 直近12か月	EBITDAマージン 直近12か月	配当利回り 今期予	1か月 騰落率	3か月 騰落率	1年 騰落率
コシダカHD	2157	562	46.3	NA	NA	NA	NA	2.2	NA	NA	-19.1	-68.1	-18.3	NA	-7.9	12.2	28.9
鉄人化計画	2404	271	3.7	NA	NA	NA	NA	115.1	NA	NA	-832.4	-42.5	-47.0	NA	-1.8	3.0	4.2
ラウンドワン	4680	1,234	117.8	24.5	NA	NA	31.3	2.7	7.6	1.6	-29.1	-36.2	-4.8	1.6	4.2	21.3	46.6
第一興商	7458	4,185	239.5	18.9	NA	NA	49.2	1.9	11.1	1.8	-1.8	-28.5	18.1	2.7	-2.8	6.2	33.5
平均				21.7	NA	NA	40.3	30.5	9.4	1.7	-220.6	-43.8	-13.0	2.2	-2.1	10.7	28.3

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: アミューズメント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 5/6	時価総額 10億円	PER 前期	PER 直近12か月	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か月	売上成長率 直近12か月	EBITDAマージン 直近12か月	配当利回り 今期予	1か月 騰落率	3か月 騰落率	1年 騰落率
OLC	4661	15,485	5,631.7	NA	NA	109.2	52.8	6.7	29.6	10.6	-6.9	-63.3	2.1	0.2	-6.7	-10.4	16.8
バンナムHD	7832	8,190	1,818.2	31.2	32.5	36.8	23.7	3.7	12.4	2.1	11.8	-0.2	13.7	1.3	1.0	-7.9	50.0
サンリオ	8136	1,753	156.1	775.7	NA	NA	165.0	3.9	41.7	3.3	-8.6	-26.1	-5.9	0.0	1.8	3.0	11.7
富士急	9010	5,180	284.3	173.9	NA	NA	104.3	11.2	NA	7.1	-11.6	-39.1	13.8	0.1	-12.9	-9.6	76.3
コナミ HD	9766	6,580	944.2	44.7	28.7	29.3	20.9	3.0	9.7	2.9	10.9	-0.5	25.1	1.0	-0.8	-5.7	95.8
平均				256.4	30.6	58.4	73.4	5.7	23.3	5.2	-0.9	-25.8	9.8	0.5	-3.5	-6.1	50.1

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) 新型コロナ感染者数の大幅増加による休業要請の長期化及び対象地域拡大、2) ワクチン接種スケジュールの大幅な遅れ、3) 大型 M&A の失敗、など。

会社概要

会社及び事業の概要

コシダカHDの概要

コシダカHDは、カラオケ事業、温浴事業、不動産管理事業を展開している。売上高の大半を占めるカラオケ事業の主力業態は「カラオケまねきねこ」であり、21/8期2Q末(2021年2月末)時点で、全国43都道府県に516店舗を抱える。また、国内カラオケ業態として「ひとりカラオケ専門店ワンカラ」6店舗を展開している。同社はカラオケルーム業者として、第一興商(7458、「ビッグエコー」を運営)、B&V(「カラオケ館」を運営)に次ぐ第3位の規模を有している。

カラオケ「まねきねこ」を全国で500店舗超展開。カラオケルーム業界で第3位のシェア

海外カラオケ市場にも進出しており、シンガポール5店舗、韓国5店舗、マレーシア6店舗、タイ1店舗、インドネシア1店舗という構成(ただし、連結対象はシンガポール及び韓国のみ。シンガポールは撤退を発表済み)。

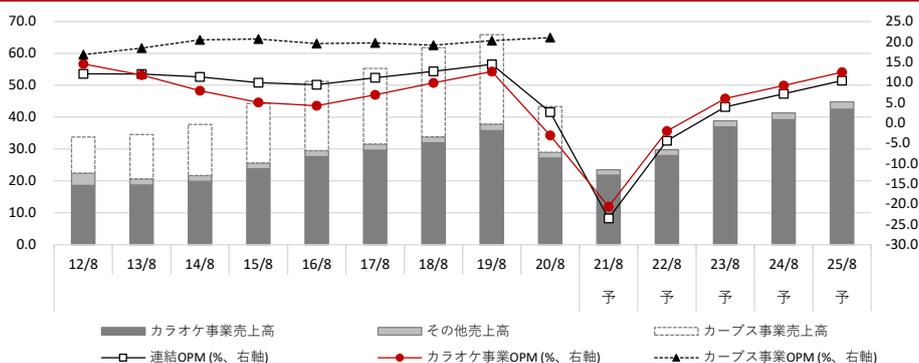
カラオケ以外の店舗(「からあげの天才」など)を含めた総店舗数は546店舗である(ただし、非連結の海外店舗を除く)。

温浴事業では、東京、群馬、福島、大分で天然温泉施設5カ所を運営している。不動産管理事業では、グループが保有する不動産の管理等を行っており、代表的な物件は前橋駅前の「アクエル前橋」である。

女性向けフィットネスクラブを運営するカーブス事業については、2020年3月1日付でスピノフにより完全分離している。カーブス事業は20/8期2Qまで連結対象であり、かつ、業績貢献度が大きかったため、過去の業績を見る際には留意が必要である。

カーブス事業を完全分離

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

直近の業績

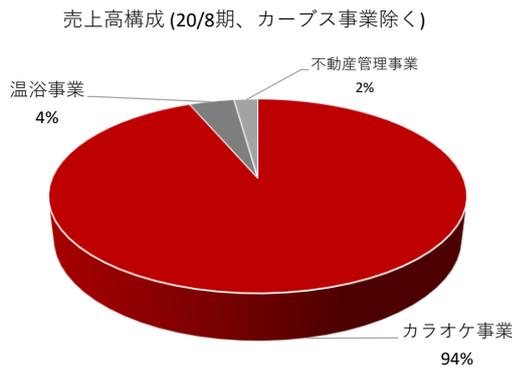
20/8期連結業績は、売上高433億円(前期比34.2%減)、営業利益11億円(同87.9%減)、当期純利益-2億円(前期実績62億円)であった。前年同期比での大幅な営業減益の主因は、1)下期(3-8月)におけるコロナ禍悪影響の顕在化、2)3Q以降の連結業績からのカーブス事業の除外、などである。カラオケ事業セグメントは、売上高272億円(前期比24.0%減)、営業利益-8億円(前期実績45億円)と赤字に転落した。

20/8期3Q以降、コロナ禍影響で営業赤字が続いている

21/8期上期連結業績は、売上高121億円（前年同期比64.3%減）、営業利益-26億円（前年同期は49億円の黒字）、当期純利益-17億円（同34億円の黒字）。なお、上述のとおり、前年同期はカーブス事業が連結対象であった。カラオケ事業セグメントは、売上高113億円（前年同期比39.0%減）、営業利益-21億円（前年同期は23億円の黒字）であった。

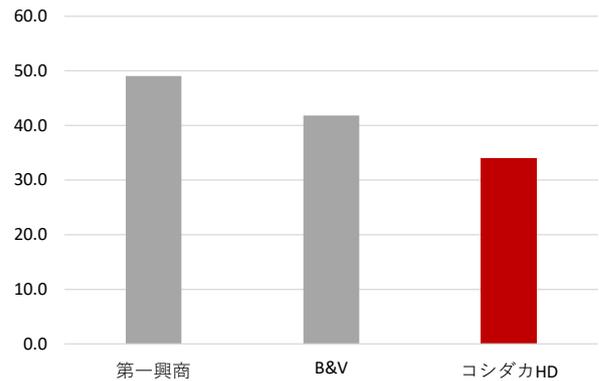
四半期ベースの営業利益は、連結、カラオケ事業セグメントとも、20/8期3Q（2020年3-5月）以降、4四半期連続で赤字である。

図表: 売上高の構成 (20/8期)



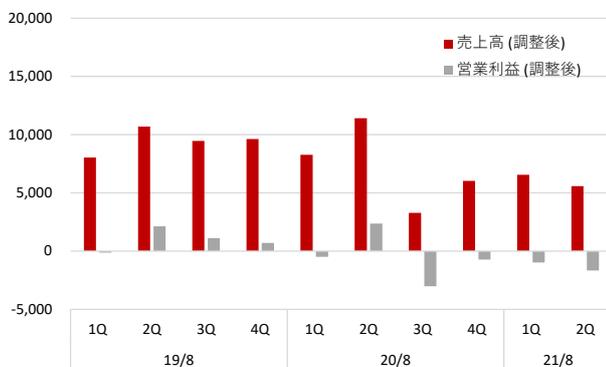
出所: 会社資料、三田証券 注: カーブス事業の売上高を除く

図表: カラオケルーム大手3社の売上高比較



出所: 各社資料、三田証券 注: 10億円。第一興商とB&Vは19/3期、コシダカHDは19/8期。第一興商はルーム事業売上高、コシダカHDは国内カラオケ事業売上高

図表: 四半期業績 (カーブス事業除く)



出所: 会社資料、三田証券 注: 百万円

図表: まねきねこの看板 (新宿西口店)



出所: 会社資料

グループ会社

コシダカ HD は純粋持株会社であり、各事業の運営は子会社が行っている。国内カラオケ事業及び温浴事業は(株)コシダカ、不動産事業は(株)コシダカプロダクツ、海外カラオケ事業は各国の現地法人が運営している（ただし、海外事業のうち連結対象はシンガポール及び韓国のみ）。なお、シンガポールについてはすでに撤退が発表されており、KOSHIDAKA SINGAPORE PTE. LTD.は解散の予定である。

図表: 主な子会社

子会社名	保有比率 (%)	所在地	概要
(株)コシダカ	100.0	群馬県	カラオケ事業、温浴事業の運営
(株)コシダカプロダクツ	100.0	東京都	不動産事業
(株)コシダカビジネスサポート	100.0	東京都	グループ管理業務
(株)韓国コシダカ	100.0	大韓民国	韓国におけるカラオケ事業の運営
KOSHIDAKA INTERNATIONAL PTE. LTD.	100.0	シンガポール	東南アジアのカラオケ事業を統括する中間持株会社
KOSHIDAKA SINGAPORE PTE. LTD.	100.0	シンガポール	シンガポールにおけるカラオケ事業の運営

出所: 会社資料、三田証券

会社沿革

コシダカ HD の前身は、群馬県前橋市の中華料理店である。「上州ラーメン」のブランドでチェーン展開していたが、1990年にカラオケ店に参入。1993年に「カラオケまねきねこ」1号店を前橋市にオープン。その後、居抜き出店方式による多店舗展開を開始。2004年に100店舗目、2017年に500店舗目をオープンするに至った。

群馬のラーメン店から全国的なカラオケ店へと成長。カーブス事業を分離し、再びカラオケ中心の事業構成に

2007年、ジャスダック証券取引所に上場。その後、証券取引所の再編により、2010年に大阪証券取引所 JASDAQ 市場に上場、2013年に東京証券取引所 JASDAQ (スタンダード) に上場した。2016年には東京証券取引所市場第一部に市場変更した。

同社は2008年、カーブス事業の日本での独占事業権を有する(株)カーブスジャパンを買収。2018年には、カーブス事業のグローバルフランチャイザーである Curves International Holdings, Inc.をも買収した。2020年3月、カラオケ事業及びカーブス事業の企業価値向上を図るため、株式分配型スピンオフにより、カーブス事業をコシダカ HD から完全に分離した。

図表: 沿革

年月	概要
1967年3月	群馬県前橋市に中華料理店を営む(有)新盛軒を設立(現(株)コシダカホールディングス)。その後、「上州ラーメン」の屋号でチェーン展開
1990年8月	カラオケ店の経営を開始
1993年12月	「カラオケまねきねこ」1号店を前橋市に開設
1995年8月	腰高博氏が代表取締役社長に就任
2000年3月	(株)コシダカに商号・組織変更
2004年10月	「カラオケまねきねこ」100店舗目を開設
2006年3月	FCとしてカーブス1号店を北海道札幌市に開設
2007年6月	ジャスダック証券取引所に上場
2008年10月	(株)カーブスジャパンの株式取得
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、大阪証券取引所JASDAQ市場に上場
2010年9月	(株)コシダカホールディングスに商号・組織変更
2011年6月	「カラオケまねきねこ」海外1号店を韓国ソウル市に開設
2011年11月	「ひとりカラオケ専門店ワンカラ」1号店を東京都千代田区に開設
2013年7月	東京証券取引所と大阪証券取引所の統合に伴い、東京証券取引所JASDAQ(スタンダード)に上場
2014年2月	K BOX ENTERTAINMENT GROUP PTE. LTD. の株式を取得、子会社化(KOSHIDAKA SINGAPORE PTE. LTD.に商号変更)。シンガポールにおけるカラオケ店の営業を開始
2015年4月	(株)ムーン(神奈川県、カラオケ店運営)の株式を取得。(株)コシダカに吸収合併
2016年11月	東京証券取引所市場第一部へ市場変更
2017年7月	「カラオケまねきねこ」500店舗目を開設
2018年3月	Curves International Holdings, Inc. (カーブス事業の世界総本部)の株式取得
2019年10月	カーブス事業の店舗数が2,000店舗を突破
2020年3月	株式分配型スピンオフによりカーブス事業を非連結子会社化、完全分離
2021年4月	KOSHIDAKA SINGAPORE PTE. LTD. の解散を発表
2021年4月	(株)大庄のカラオケ事業を譲受。対象店舗43店舗

出所: 会社資料、三田証券

主要株主/経営陣

代表取締役社長である腰高博氏及びその資産管理会社（ヨウザン、ふくる）が合計で約37%の株式を保有している。また、元専務取締役の腰高修氏（腰高博氏の弟）及びその資産管理会社（アイエムオー）が合計で約7%、常務取締役の腰高美和子氏（腰高博氏の配偶者）が約1%を保有している。以上3名の保有株式を合計すると、創業家一族が少なくとも約46%の株式を保有している。

筆頭株主は社長。創業家一族が46%の株式を保有

図表: 主要株主 (20/8 期末)

大株主	保有比率 (%)
(株)ヨウザン	25.92
(株)ふくる	8.54
Northern Trust Co., (AVFC) Re Fidelity Funds	7.26
(株)アイエムオー	4.60
腰高博	2.84
腰高修	2.69
The Chase Manhattan Bank 385036	2.26
日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	2.23
腰高美和子	1.17

出所: 会社資料、三田証券

カラオケ事業

カラオケ事業の見通し

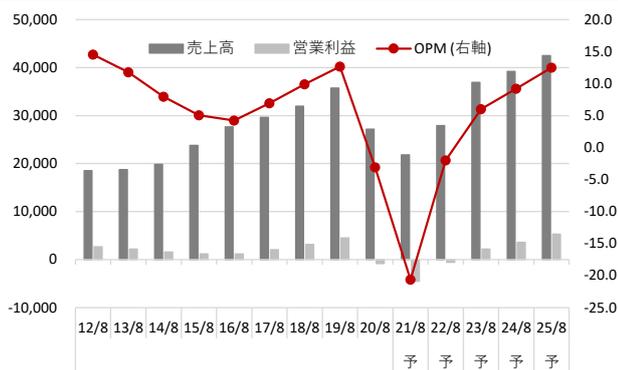
利益成長フェーズにあったがコロナ禍で赤字転落

同社のカラオケ店舗は元々、地方のロードサイド中心であったが、近年、「カラオケまねきねこ」のブランド認知度が高まったことを受けて、都心の駅前繁華街における出店積極化と店舗の大型化に取り組んだ結果、売上高及び利益の大幅な成長を実現してきた。コロナ禍影響を受ける前の19/8期までのカラオケ事業の5年平均成長率(CAGR)は、売上高12.5%、営業利益23.4%であった。また、総店舗数は19/8期末までの5年間で1.4倍に拡大した。

コロナ禍影響を受けた20/8期は3Q(2020年3-5月)以降大幅な減収となり、カラオケ事業セグメントの通期営業利益は-8億円と赤字に転落した。四半期ベースでは、20/8期3Qから直近決算の21/8期2Qまで4四半期連続で営業赤字である。行政による休業要請や時短要請に応じたことで、多数の店舗において、1日で最も売上の多い時間帯(19-23時頃)の営業が限定的にしかできなかった。

積極的な出店姿勢で利益成長を継続。しかし、コロナ禍を受けた休業要請・時短要請で大幅減収・赤字転落

図表: カラオケ事業売上高、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、1店舗当たり売上高



出所: 会社資料、三田証券 注: 百万円。予想は三田証券予想

今期、来期は営業赤字を予想

当社による21/8期カラオケ事業セグメント業績予想は、売上高218億円(前年比19.6%減)、営業利益-45億円(前期実績-8億円)。上期(9-2月)の営業利益-21億円に対して下期(3-8月)は-24億円と赤字拡大を見込む。

酒類とカラオケに対する強い逆風が続き、21/8期は3Q、4Qとも営業赤字を予想

東京都その他の地域において3-4月は時短営業が続いていたが、3度目の緊急事態宣言を受け、4月25日以降、多数店舗が臨時休業に入った(4月26日、130店舗が休業中と発表)。今回、東京都など緊急事態宣言下にある4都府県では、酒類またはカラオケ設備を提供する飲食店・遊興施設に対して、時短ではなく休業を要請しているのが特徴。居酒屋やカラオケ店にとって極めて厳しい措置である。5月7日付日本経済新聞朝刊は、緊急事態の期間が5月31日まで延長され、新たに福岡県及び愛知県が対象に追加されると報道している(当社は報道内容の真偽について確認していない)。3Q(3-5月)の営業赤字は避けられず、4Q(6-8月)も営業黒字化できるほどの売上回復は期待できないと当社は見ている。

とはいえ、時短要請や休業要請に応じることで自治体から協力金が支給される見込みである。協力金の支給額についてはその時々によって変更がなされる可能性があるが、当社業績予想上、21/8期の営業外収益に22億円の協力金収入を織り込んだ(セグメント利益に含まれないことに留意)。

協力金収入を営業外収益として織り込む

当社による22/8期セグメント業績予想は、売上高279億円(前期比27.9%増)、営業利益-6億円と、3期連続の営業赤字予想である。日本では新型コロナワクチンの接種はまだ高齢者の一部に対して始まったばかりであり、一般向けの接種がどのようなスケジュールで進むのかについて確信を持てる状況にはない。政府発表では、高齢者(65歳以上)向けワクチンの配布を6月末までに完了するとしており、一般向けの配布・接種はその後になると見られる。したがって、特に上期(2021年9月-2022年2月)において、一方向に新規感染者数が減少するとの楽観的な想定は置きにくいと判断した。新規感染者数が増えたり減ったりしている間は、行政によるカラオケ店への時短要請や酒類提供に関する制限が払拭しきれないと考える。ただし、22/8期4Q頃にはワクチン効果が顕在化し、カラオケ店の営業時間正常化が進むと想定する。

ワクチン接種スケジュールは不確定。営業黒字転換は23/8期と想定

セグメント業績の営業黒字転換は23/8期と当社は予想する。23/8期22億円、24/8期36億円の営業利益を想定している。

カラオケは文化。国内市場における潜在需要は根強い

25/8期セグメント業績予想は、営業利益53億円、営業利益率12.5%。コロナ禍前の19/8期並みの営業利益率を回復すると考える。これは、ポストコロナ時代において、カラオケが人々の重要な娯楽手段としての地位を再び取り戻すであろうとの見方に基づく。カラオケは日本の文化として老若男女にしっかりと根付いている。また、時短営業を求められていた期間においても、営業時間内におけるカラオケ需要は十分にあったと当社は観察している。

日本にはカラオケ文化がしっかりと根付いている。市場は回復するだろう

コロナ禍を経て、カラオケの楽しみ方には変化が生じる可能性がある。利用者グループの少人数化・若年層化、テレワーク普及によるビジネスパーソンによる2次会利用の減少、などが想定される。これまで低料金で若年層を囲い込んできた当社にとっては回復のきっかけが掴みやすく、市場における地位を強化するチャンスともなり得るだろう。

海外は仕切り直しが必要

同社の海外カラオケ事業は国内カラオケ事業に比べて規模が小さく、また、海外市場においては国内市場ほどカラオケの娯楽手段としての需要が確立されていないと見られる。当社業績予想上、海外については赤字が継続すると想定した。

海外は赤字続きと予想。仕切り直しが必要に

シンガポールについては、コロナ禍を受けて営業休止期間が続き、営業再開が見込めないため、同社はすでに撤退を発表済みである。傷が深くなる前に撤退の決断を下せたことは、健全な判断であったと評価できよう。他の地域についても、コロナ禍前のような成長分野としての位置づけではなくなるだろう。海外事業のノウハウ維持は重要だが、早期回復は容易ではなく、全体として仕切り直しが必要な局面を迎えていると思われる。

「カラオケまねきねこ」の特徴

店舗立地

同社は、元々、群馬県前橋市を本拠地としており（現在、登記上の本社所在地は前橋市だが、本社機能は東京都港区にある）、店舗も東日本のロードサイド店が多い。また、近年は都心の駅前繁華街における出店を積極化しており、東京都内の店舗が増えている。結果、関東地方の店舗が45%強を占めるに至った（まねきねこ店舗数ベース）。

関東地方が45%強。ロードサイドから駅前繁華街へ出店を拡大

同社の繁華街店舗の競合となるビッグエコー（第一興商）やカラオケ館（B&V）は繁華街の中でも特に視認性の良い場所を確保しているケースが多い。ビッグエコーのすぐ近くにカラオケ館があるというケースは珍しくない。これは、飲み会から流れてくるビジネスパーソンの2次会需要を取り込むための立地戦略であると考えられる。

「既存業種新業態」の方針に基づき同業と差別化

一方、まねきねこは、同じ地区でもあまり視認性の良くないビルに入居しているケースが少なくないとの印象。出店コストや賃料を節約することで低料金でのルーム提供が可能になり、リピーター顧客を中心に高回転で売上をとっていく戦略であると見られる。まねきねこは都心繁華街における後発組であり、同業大手に対する差別化で地位を築いてきた。同社は自社の差別化戦略を表すために「既存業種新業態」という言葉を使っており、それは立地の選択にも表れている。

図表: カラオケ店舗の分布

カラオケ店業態	地方	構成比(%)	都道府県別内訳																	
			北海道	東北	関東	中部	近畿	中国	四国	九州	沖縄	合計								
まねきねこ	41	7.9	41																	
大庄カラオケ店	0	0.0																		
合計	41	7.3	41																	
まねきねこ	52	10.1	新潟	宮城	福島	青森	山形	岩手	秋田											
大庄カラオケ店	3	7.0	17	13	12	4	3	2	1											
合計	55	9.8	18	13	13	5	3	2	1											
まねきねこ	235	45.5	東京	神奈川	埼玉	千葉	群馬	茨城	栃木	山梨										
大庄カラオケ店	34	79.1	81	38	36	27	21	15	15	2										
合計	269	48.1	95	48	38	33	21	17	15	2										
まねきねこ	71	13.8	静岡	愛知	長野	富山	石川	岐阜	福井											
大庄カラオケ店	6	14.0	22	15	12	7	6	5	4											
合計	77	13.8	25	15	14	8	6	5	4											
まねきねこ	31	6.0	兵庫	大阪	三重	滋賀	奈良	京都	和歌山											
大庄カラオケ店	0	0.0	13	10	3	2	2	1	0											
合計	31	5.5	13	10	3	2	2	1	0											
まねきねこ	28	5.4	広島	岡山	山口	鳥取	島根													
大庄カラオケ店	0	0.0	17	7	4															
合計	28	5.0	17	7	4															
まねきねこ	19	3.7	香川	愛媛	徳島	高知														
大庄カラオケ店	0	0.0	7	7	4	1														
合計	19	3.4	7	7	4	1														
まねきねこ	30	5.8	福岡	佐賀	宮崎	鹿児島	大分	長崎	熊本											
大庄カラオケ店	0	0.0	8	5	5	5	4	3	0											
合計	30	5.4	8	5	5	5	4	3	0											
まねきねこ	9	1.7	沖縄																	
大庄カラオケ店	0	0.0	9																	
合計	9	1.6	9																	
まねきねこ	516	100.0																		
大庄カラオケ店	43	100.0																		
合計	559	100.0																		

出所: 会社資料、三田証券 注: まねきねこは20/8期2Q末店舗数。大庄カラオケ店は大庄から譲り受けた店舗数。地方の定義は会社による

収益構造

カラオケ事業の売上高は、1) ルーム利用料×利用人数、2) 追加的な飲食代金、で構成される。ルーム利用料は、30分単位、またはフリータイム（長時間利用顧客向けの固定料金）。ルーム利用料には、店舗によって、ドリンクバーが含まれるケースとそうでないケースとがある。なお、まねきねこでは飲み物や食べ物の持ち込みを可としており、持ち込み料も請求していない点が特徴。また、まねきねこは24時間営業を行っており、主力の夜の時間帯（19-23時頃）以外でも積極的に集客に努めている。コロナ禍前の1店舗当たり月商は500万円前後であった。

コロナ禍前の営業利益率は12%前後。足元では大幅減収で固定費を賄えていない

原価のうち主な項目は、店舗賃料、減価償却費（カラオケ機器、厨房、その他設備）、人件費（社員、アルバイト）、食材費、販促費など。固定費的な性格の経費の割合が相応に高いと見られる。なお、店舗はリースが大半、カラオケ機器は買取りが基本である。

コロナ禍直前には、カラオケ事業の粗利率は22%前後、営業利益率は12%前後であった。これは、大手外食業者の一般的な営業利益率の2倍前後に相当する高水準である。しかし、20/8期3Q以降、売上高が大幅に減少したため、粗利マイナスの状態が続いている。

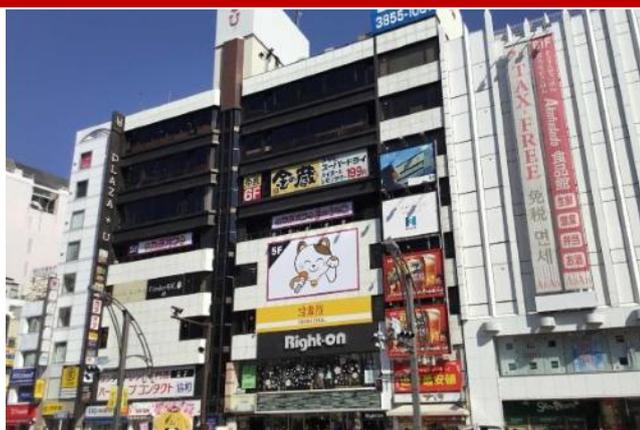
店舗及び設備

かつて同社店舗は地方のロードサイドが中心であったが、近年では都心の駅前繁華街の店舗が増えている。後者では、ビルの空中階に1-2フロアを借りることで、賃料を節約し、オペレーション負担（及び人件費）を抑制しているケースが多いと見受けられる。同社のカラオケルームは、外装・内装とも同業大手（ビッグエコー、カラオケ館）に比べてややシンプルな作りで、ルーム内の照明も明るめである。

オペレーション効率を重視した設備

設置されているカラオケ機器は、第一興商のLIVE DAMシリーズ、及びエクシングのJOYSOUNDシリーズである。従って、第一興商はカラオケルームの競合であると同時にカラオケ機器のサプライヤーでもある。同社は過去、自社開発の通信カラオケ「すきっと」を開発したことがあったが、普及には至らず、すでに撤退している。

図表: 店舗外観 (上野中央通り店)



出所: 会社資料

図表: 受付



出所: 会社資料

図表: カラオケルーム



出所: 会社資料

図表: ドリンクバー



出所: 会社資料

図表: まねぎねこセット



出所: 会社資料

図表: 銀だこ



出所: 会社資料

図表: まねぎねこサラダ



出所: 会社資料

図表: チョコレートパフェ



出所: 会社資料

プライシングにおける特徴

以下にあるように、カラオケ店にとってピーク時間帯となる金曜夜のルーム利用料には、各社とも大きな差はないと見受けられる。

持ち込み可、学生向け低料金
で他社を圧倒するコストパフォーマンスを実現

ただし、他社店舗と異なり、まねきねこでは飲み物や食べ物の持ち込みが許されている。持ち込みを利用した場合、利用者にとってのコストパフォーマンスが圧倒的に高くなることは明らかであろう。持ち込み可能なカラオケ店は少ないため、リピート客を確保しやすいと考えられる。店舗側にとっては、飲食関連の売上が伸びにくい一方、オペレーション負担が軽くなるというメリットがあると見られる。

さらに、同社は以下のような格安サービスも実施し、学生やシニア層の需要喚起も行っている。

- 「まふ」(まねきねこフリータイム): 大学生・短大生・専門学生グループ向け。日曜日から木曜日までの18時以降翌朝まで、1人当たり550円(税込)で歌い放題、ドリンクバー飲み放題。
- 「ZEROカラ」: 高校生グループ向け。曜日、時間にかかわらず、カラオケルーム代無料。ワンオーダー制。
- 「朝うた」: 朝から昼12時までは、1人当たりのルーム代が30分11円(税込)。ワンオーダー制。年齢制限はないが、主なターゲットはシニア層。

図表: 価格の比較 (渋谷駅近辺、東京都渋谷区)

まねきねこ 渋谷本店(コンダカHD)					ビッグエコー 渋谷店(第一興商)					カラオケ館 渋谷本店(B&V)				歌広場 渋谷センター街本店(クリアックス)			
一人当たり30分料金					一人当たり30分料金					一人当たり30分料金				一人当たり30分料金			
1オーダー制 1オーダー制					1ドリンク制					1ドリンク制				ドリンクバー付			
会員	会員	会員	会員		会員	会員	会員	会員	会員	会員	会員	会員	一般	一般	一般	一般	
毎日	月・木	金・祝前	土・日・祝		月・木	金・祝前	土	日	祝	月・木	金・祝前	土・日・祝	月・木	金・祝前	土	日・祝	
7:00-12:00					11												
11:00-18:00					開店-19:00					11:00-19:00				開店-18:00			
	187	187	220		200	200	270	270	270	99	99	143	270	270	270	270	
18:00-7:00					19:00-閉店					19:00-閉店				18:00-閉店			
	429	539	539		440	540	540	440	440	440	539	539	500	550	550	500	

出所: 各社資料、三田証券 注: 価格は2021年4月23日のホームページ上の表示

図表: 価格の比較 (三軒茶屋駅近辺、東京都世田谷区)

まねきねこ 三軒茶屋店(コンダカHD)					ビッグエコー 三軒茶屋駅前店(第一興商)				カラオケ館 三軒茶屋店(B&V)					
一人当たり30分料金					一人当たり30分料金				一人当たり30分料金					
1オーダー制 ドリンクバー付					1ドリンク制				1ドリンク制					
会員	会員	会員	会員		会員	会員	会員	会員	会員	会員	会員	一般	一般	一般
毎日	月・木	金・祝前	土・日・祝		月・木	金・祝前	土・日・祝	月・木	金・祝前	土・日・祝	月・木	金・祝前	土・日・祝	
7:00-12:00					11									
11:00-19:00					開店-19:00				11:00-19:00					
		275	275	385	200	200	240	99	99	143				
19:00-7:00					19:00-閉店				19:00-閉店					
	440	550	550	400	400	500	407	495	495					

出所: 各社資料、三田証券 注: 価格は2021年4月23日のホームページ上の表示

カラオケルーム市場に対するコロナ禍の業績影響

休業や時短による供給制限が痛手に

以下、コシダカ HD のカラオケ事業セグメント、及び第一興商のカラオケ・飲食店舗事業セグメントの四半期業績を示す。コロナ禍がカラオケルーム市場に甚大な影響を及ぼしていることが分かる。

休業・時短要請により大幅減収、赤字転落

コシダカ HD の前年同期比減収率は、2020年3月-5月期-66.2%、6-8月期-37.6%、9-11月期-21.0%、2020年11月-2021年2月期-52.1%。営業利益は2020年3月-5月期以降すべて赤字である。自治体の休業要請や時短要請に従っていた期間・範囲が大きい四半期ほど厳しい結果となっている。直近の四半期に売上高及び営業利益が悪化したのは、2度目の緊急事態宣言に基づき時短要請がなされ、閉店時間を早めた店舗が多かったからである。カラオケ店は夜の時間帯の売上構成比が高く、時短による売上影響を受けやすい。

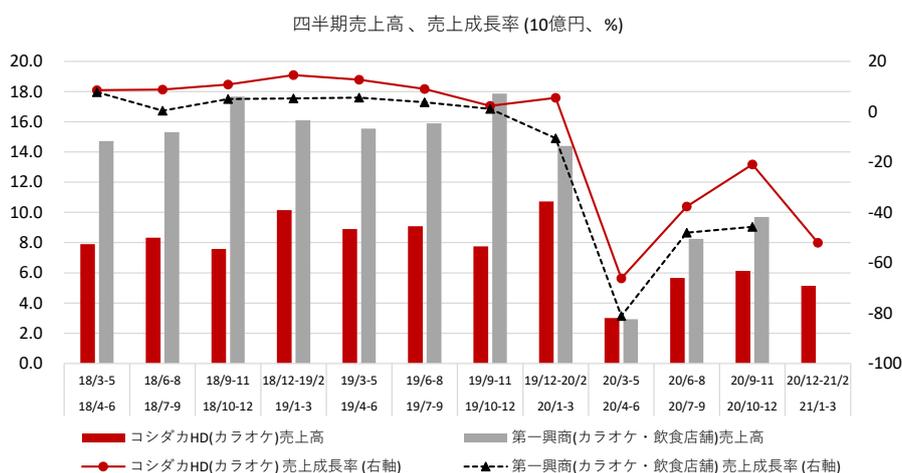
それでも、時短要請が緩和された時期には売上が回復する傾向にあること、直近の夜間営業が厳しく制限された四半期でも前年同期比 50%程度の売上を維持できていることから、カラオケに対しては潜在的に根強い需要があることが分かる。近時の大幅減収をもたらしたのは主に供給要因であろうと当社は見ている。

需要はあるが供給が制約されている

2社のうち、コシダカ HD の方が若干ながらも業績悪化の度合いが小さいのは、出店地域の違い（地方ロードサイドが多い）、夜の時間帯のビジネスパーソン需要に対する依存度の違い、などによるものと思われる。また、第一興商のカラオケ・飲食店舗事業にカラオケルーム以外の飲食店舗の業績が反映されていることも一つの要因であろう。第一興商の飲食店舗は元々カラオケルームよりも利益率が低く、居酒屋などコロナ禍影響の大きい業態の店舗が多く含まれているため、より悪化の度合いが大きく見えるのだと思われる。

コシダカ HD は相対的に影響が小さい

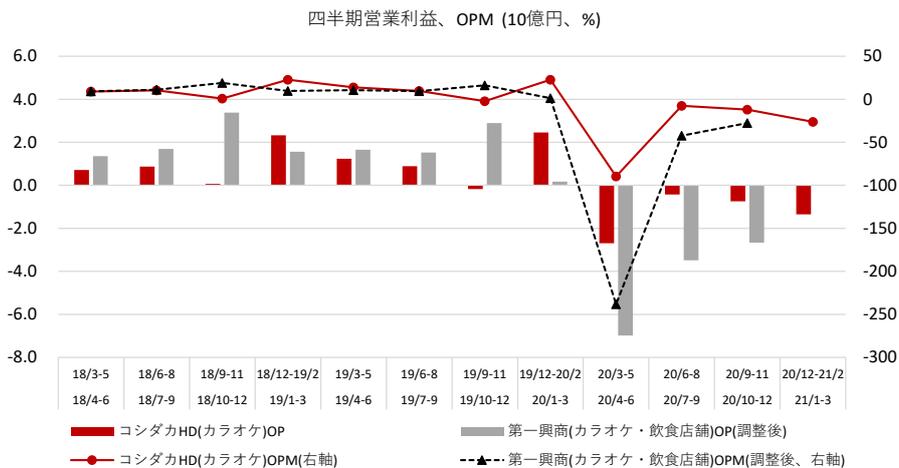
図表: 四半期売上高



出所: 各社資料、三田証券

注: 10億円。決算期は上段がコシダカ HD、下段が第一興商

図表: 四半期営業利益、OPM



出所: 各社資料、三田証券 注: 10 億円。決算期は上段がコンダカ HD、下段が第一興商。第一興商の 20/4-6 営業利益 (調整後) は、特別損失計上した固定費を反映したものである

成長戦略

積極的な出店継続、店舗当たり売上高拡大

コロナ禍を受けても同社の基本戦略に変化はなく、店舗数拡大、及び 1 店舗当たり売上高拡大による売上成長を追求する方針である。従来どおり、都心の駅前繁華街立地での出店を継続する計画。同社は、今後、居酒屋やカラオケ店の閉店が増える中で、今まで賃料が高額で出店できなかったような立地・物件に出店できるチャンスが増えると、前向きな姿勢を見せている。2020 年 10 月には渋谷 THE PRIME (SHIBUYA 109 隣) に大型店舗 (渋谷本店) をオープンした (従前は酒類を提供する飲食店が入居していたが撤退)。また、2021 年 4 月には居酒屋チェーン大手である大庄のカラオケ事業 (43 店舗) を譲り受けるなど、M&A も活用している。既存店舗の増床による店舗の大型化も進めている。

さらに、同社は、1 店舗当たり売上高拡大のために、上記の繁華街出店や増床に加えて、以下のような新たな取り組みも積極化させている。これら事業の実現性や収益化に課題はあるものの、常に新たな取り組みにチャレンジする同社の姿勢はポジティブに評価できると当社は考える。

ライブビューイング事業

同社は新規事業として、ライブビューイング事業を開始した。渋谷本店に設けたライブルームで行うアーティストのライブを全国のまねきねこのカラオケルームに配信するというもの (3,000 室で受信可能)。カラオケルーム料金及び飲食代金に加えて、ライブのチケット収入や、物販収入の一部を得られる。また、定期的にライブビューイングが開催されることでカラオケ店のリピーター獲得にも役立つと思われる。同社は、1 ルーム当たりの売上高を引き上げるための方策の一つとして同事業に期待している。

ライブを中心に活動するアーティストは、コロナ禍を受けてリアルでのライブを行いにくくなっている。イベントのライブ配信需要はすでに高まっており、ネット配信はすでに一般化している。

出店のチャンスが広がるとの
前向きな姿勢

チケット・物販収入

ただし、リアルなライブと比べて物販その他の収入（CD、グッズ、生写真、お話し会、チェキ撮影）を得にくく、サービス提供及び課金の手法には工夫の余地がある。アーティストが同社のライブビューイングを用いることで集客能力が高まり、物販その他の収入も得やすくなるような仕組みを築けるかどうかのポイントとなる。

図表: ライブルーム



出所: 会社資料

図表: レコーディングルーム



出所: 会社資料

KARASTA×ONEREC

同社は、ミクシィと共同で、「歌ってみた動画」を録画し YouTube 等に投稿できるサービスを開発し、渋谷本店に設置したレコーディングルームでテスト運用を開始した。高音質な伴奏・マイク、高画質カメラ・ライティングシステムなどを利用できるほか、著作権等の問題がクリアされるというメリットがある。テスト運用後には全国展開も視野に入れているとのこと。

チャレンジ精神が旺盛な同社ならではの新規事業であり、話題性を呼ぶ可能性があるだろう。登録者数の多い YouTuber などに定期的に活用してもらうことができれば、一般消費者のカラオケ需要を喚起するのに役立ちそうである。

ただし、潜在的なユーザーが限定されており、収益化のためにはスケーラビリティの問題など解決すべき課題が多いとの印象を当社は持っている。

YouTuber 向けサービス

三田証券による業績予想

21/8 期業績予想

三田証券では、21/8 期連結業績について、売上高 235 億円（前期比 45.7%減）、営業利益 -55 億円（前期実績 11 億円）、当期純利益-31 億円（同-2 億円）と予想する。営業利益ベースでは、上期実績-26 億円に対して下期は-29 億円と赤字拡大を見込む。一方、当期純利益ベースでは、上期実績-17 億円に対して下期は-14 億円と赤字縮小を見込む。これは、下期に営業外収益として休業・時短協力金収入を見込むためである。期末総店舗数は 595 店舗（前期末比 57 店舗増）と想定する。大庄のカラオケ事業（43 店舗）の承継が大きく貢献する見込みである。

21/8 期 OP は-55 億円の赤字を見込む

22/8 期業績予想

22/8 期業績については、売上高 297 億円（前期比 26.4%増）、営業利益-13 億円、当期純利益-10 億円と予想する。赤字を想定するのは、上期（2021 年 9 月-2022 年 2 月）時点で新型コロナワクチン接種がどの程度進むか、現時点では確信を持ちにくいためである。地域によって時短要請が残るところもあると考える。ただし、ワクチン接種進展により 4Q 頃にはカラオケ店の営業時間が正常化に向かうと想定した。期末総店舗数は 615 店（前期末比 20 店舗増）を前提としている。

22/8 期 OP は-13 億円と赤字縮小を見込む

23/8 期以降の見通し

23/8 期以降の営業利益予想は、23/8 期 15 億円、24/8 期 30 億円、25/8 期 47 億円。24/8 期-25/8 期にはコロナ禍前の利益水準（カーブス事業を除く）を回復できるとの見方である。総店舗数は、23/8 期末 637 店舗、24/8 期末 669 店舗、25/8 期末 701 店舗と想定した。当社業績予想上、M&A による店舗取得は織り込んでいないが、追加的な成長要因として注目している。

23/8 期には黒字化、24/8 期-25/8 期にはコロナ禍前の利益水準まで回復すると予想

留意点：カーブス事業のスピンオフ

カーブス事業のスピンオフは 2020 年 3 月 1 日付で実行された。20/8 期の連結 PL 及び連結 CF にはカーブス事業の上期業績が反映されている。20/8 期末連結 BS にはカーブス事業は含まれていないが、19/8 期末連結 BS には含まれている。

図表: 三田証券業績予想 (連結、諸指標)

	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	5年平均成長率
	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	(CAGR, %)
売上高成長率 (%)	11.7	6.6	-34.2	-45.7	26.4	30.6	6.4	8.5	
営業利益成長率 (%)	27.8	21.0	-87.9	NA	NA	NA	93.4	58.0	
経常利益成長率 (%)	29.2	16.5	-82.2	NA	NA	NA	72.3	54.2	
当期純利益成長率 (%)	36.0	40.7	NA	NA	NA	NA	87.3	9.2	
売上総利益率 (%)	27.0	30.0	19.1	-8.2	8.5	15.4	18.5	21.6	
売上高営業利益率 (%)	12.7	14.4	2.7	-23.5	-4.4	3.9	7.2	10.4	
EBITDAマージン (%)	19.7	22.7	14.6	-3.8	11.6	16.2	18.8	21.2	
ROA (%)	7.9	8.9	-0.4	-7.0	-2.4	3.6	6.3	6.5	
ROE (%)	18.7	21.7	-0.8	-14.8	-5.8	9.0	15.3	14.7	

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	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	5年平均成長率
	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	(CAGR, %)
売上高	61,771	65,840	43,304	23,510	29,724	38,827	41,294	44,811	0.7
売上原価	45,065	46,078	35,049	25,428	27,185	32,830	33,664	35,128	
売上総利益	16,706	19,762	8,255	-1,918	2,540	5,997	7,630	9,683	
販管費	8,848	10,254	7,107	3,613	3,844	4,467	4,672	5,010	
営業利益	7,858	9,508	1,148	-5,531	-1,304	1,530	2,958	4,674	32.4
営業外収益	600	621	904	2,514	914	414	314	314	
営業外費用	250	566	352	99	106	107	107	107	
経常利益	8,208	9,562	1,700	-3,116	-496	1,837	3,165	4,881	23.5
特別利益	381	3	21	200	0	0	0	0	
特別損失	520	737	1,533	1,500	1,000	200	100	100	
税金等調整前当期純利益	7,688	8,829	188	-4,416	-1,496	1,637	3,065	4,781	91.1
法人税等合計	2,897	2,432	419	-1,325	-449	0	0	1,434	
非支配株主に帰属する当期純利益	365	170	0	0	0	0	0	0	
親会社株主に帰属する当期純利益	4,427	6,227	-232	-3,091	-1,047	1,637	3,065	3,346	NA
EBITDA	12,155	14,925	6,330	-891	3,451	6,302	7,753	9,490	
発行済株式数	81.318	81.318	81.533	81.533	81.533	81.533	81.533	81.533	
EPS	54.44	76.57	-2.84	-37.91	-12.84	20.07	37.59	41.04	
DPS	25.00	12.00	12.00	4.00	4.00	6.00	6.00	8.00	
配当性向 (%)	18.6	15.9	NA	NA	NA	29.9	16.0	19.5	
BPS	315.51	391.24	281.01	230.99	214.15	230.23	261.82	296.86	

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 連結、百万円	18/8 実績	19/8 実績	20/8 実績	21/8 三田予想	22/8 三田予想	23/8 三田予想	24/8 三田予想	25/8 三田予想	5年平均成長率 (CAGR, %)
カラオケ事業									
売上高	31,936	35,732	27,157	21,828	27,928	36,905	39,180	42,486	9.4
(YoY, %)	7.8	11.9	-24.0	-19.6	27.9	32.1	6.2	8.4	
営業利益	3,153	4,519	-839	-4,502	-559	2,214	3,605	5,311	NA
(YoY, %)	53.8	43.3	NA	NA	NA	NA	62.8	47.3	
OPM (%)	9.9	12.6	-3.1	-20.6	-2.0	6.0	9.2	12.5	
店舗数	542	542	538	595	615	637	669	701	
(YoY, %)	3.6	0.0	-0.7	10.6	3.4	3.6	5.0	4.8	
売上高/平均店舗数	60	66	50	39	46	59	60	62	
(YoY, %)	1.7	9.9	-23.7	-23.4	19.8	27.7	1.8	3.4	
カーブス事業									
売上高	27,933	28,037	14,302						
(YoY, %)	17.8	0.4	NA						
営業利益	5,345	5,679	3,006						
(YoY, %)	14.4	6.3	NA						
OPM (%)	19.1	20.3	21.0						
温浴事業									
売上高	1,587	1,640	1,207	1,045	1,098	1,152	1,268	1,394	2.9
(YoY, %)	-3.0	3.3	-26.4	-13.4	5.0	5.0	10.0	10.0	
営業利益	72	109	-70	-121	-88	-46	27	59	NA
(YoY, %)	-41.2	51.0	NA	NA	NA	NA	NA	120.0	
OPM (%)	4.5	6.6	-5.8	-11.6	-8.0	-4.0	2.1	4.2	
不動産管理事業									
売上高	314	432	637	636	699	769	846	931	7.9
(YoY, %)	0.5	37.6	47.7	-0.2	10.0	10.0	10.0	10.0	
営業利益	134	59	-78	-208	42	62	77	104	NA
(YoY, %)	5.8	-55.6	NA	NA	NA	46.7	25.1	35.4	
OPM (%)	42.6	13.8	-12.2	-32.7	6.0	8.0	9.1	11.2	

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	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	5年平均成長率
連結、百万円	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	(CAGR, %)
資産の部									
流動資産合計	19,963	20,762	13,753	7,621	6,809	8,508	9,891	11,791	
現金及び預金	11,926	12,582	9,890	5,760	4,970	6,776	8,591	10,469	
受取手形及び売掛金	3,824	3,870	197	125	282	250	316	298	
棚卸資産	1,123	1,112	283	187	407	369	456	440	
その他	3,089	3,198	3,383	1,549	1,151	1,112	528	584	
固定資産合計	48,394	51,325	30,803	36,562	37,486	38,512	40,051	41,589	
有形固定資産	17,552	22,193	22,568	24,959	25,798	26,721	28,063	29,405	
無形固定資産	24,628	22,536	351	2,500	2,320	2,142	1,975	1,807	
投資その他の資産	6,214	6,596	7,884	9,103	9,368	9,649	10,013	10,377	
資産合計	68,357	72,087	44,556	44,184	44,295	47,020	49,942	53,380	3.7
負債の部									
流動負債合計	14,828	15,023	10,468	10,450	12,654	13,309	13,406	13,575	
支払手形及び買掛金	2,431	2,477	235	350	374	452	463	484	
短期有利子負債	4,808	4,153	7,396	7,500	9,500	9,500	9,500	9,500	
その他	7,588	8,393	2,837	2,600	2,780	3,357	3,442	3,592	
固定負債合計	26,833	25,249	11,176	14,900	14,181	14,940	15,190	15,601	
長期有利子負債	19,541	18,098	7,248	10,500	9,500	9,500	9,500	9,500	
その他	7,292	7,152	3,928	4,400	4,681	5,440	5,690	6,101	
負債合計	41,660	40,272	21,646	25,350	26,835	28,249	28,595	29,176	6.2
純資産の部									
自己資本	25,657	31,815	22,912	18,834	17,460	18,771	21,347	24,204	1.1
新株予約権	0	0	0	0	0	0	0	0	
非支配株主持分	1,041	0	0	0	0	0	0	0	
純資産合計	26,697	31,815	22,912	18,834	17,460	18,771	21,347	24,204	1.1
有利子負債	24,349	22,251	14,644	18,000	19,000	19,000	19,000	19,000	5.3
有利子負債/EBITDA	2.0	1.5	2.3	-20.2	5.5	3.0	2.5	2.0	
D/Eレシオ (x)	0.9	0.7	0.6	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8	
自己資本比率 (%)	37.5	44.1	51.4	42.6	39.4	39.9	42.7	45.3	

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	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	5年平均成長率
連結、百万円	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	(CAGR, %)
営業CF									
営業CF	8,327	12,578	4,378	1,594	3,536	7,133	7,804	8,367	
当期純利益	4,427	6,227	-232	-3,091	-1,047	1,637	3,065	3,346	
減価償却費及びのれん償却額	4,297	5,417	5,182	4,640	4,755	4,772	4,795	4,817	
その他	-397	934	-573	45	-172	724	-56	204	
投資CF									
投資CF	-23,406	-8,732	-9,124	-7,500	-5,000	-5,000	-5,500	-6,000	
有形・無形固定資産の取得	-4,822	-8,049	-5,983	-5,500	-5,000	-5,000	-5,500	-6,000	
有形・無形固定資産の売却	0	6	43	0	0	0	0	0	
その他	-18,584	-689	-3,184	-2,000	0	0	0	0	
財務CF									
財務CF	13,276	-3,193	5,785	2,369	674	-326	-489	-489	
有利子負債の増減	14,449	-2,099	6,925	3,356	1,000	0	0	0	
株式の発行・取得(ネット)	0	0	0	0	0	0	0	0	
配当金の支払額	-773	-895	-1,140	-987	-326	-326	-489	-489	
その他	-400	-200	0	0	0	0	0	0	
現金及び現金同等物の期末残高	11,889	12,530	9,297	5,760	4,970	6,776	8,591	10,469	
フリーCF	-15,079	3,845	-4,746	-5,906	-1,464	2,133	2,304	2,367	

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 ヶ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