

コンビニジム「chocoZAP」が拡大中

投資判断 (9/29)

RIZAPグループ (2928・札証アンビシャス)

Overweight 継続

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
173円 (9/29)	100株	1,032.2億円 (9/29)	250円 (26/2/16)	165円 (26/9/10)	20.6倍 (9/29)

損益分岐点会員数の半減で収益基盤強固に

■第1四半期は5期ぶり最終黒字、chocoZAPの収益構造変革

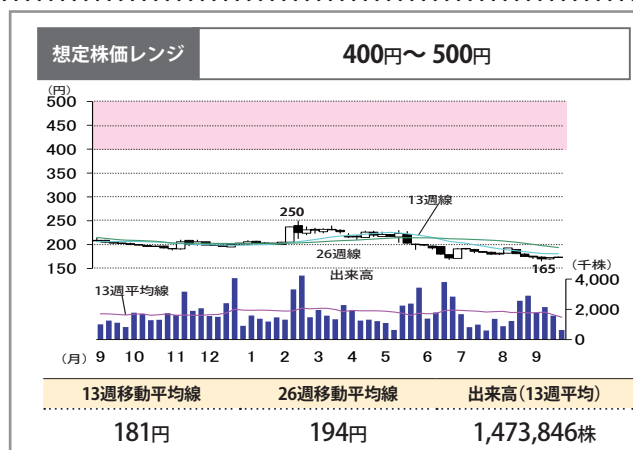
27年3月期第1四半期（26年4—6月）の連結業績（IFRS）は、売上収益が369.1億円（前年同期比7.5%減）となったものの、営業利益は7.9億円（同93.4%増）と大幅増益を達成。さらに純損益は1.35億円の黒字（前年同期は59.5億円の赤字）となり、第1四半期としては5期ぶりの黒字転換を達成した。セグメント別では、中核のchocoZAPを含むヘルスケア・美容セグメントの業績が売上収益153.1億円（前年同期比6.1%減）、営業利益4.6億円（同40.1%減）となり、うちRIZAP関連事業は売上収益102.8億円（同6.9%減）、営業利益5.2億円（同30.1%減）にとどまった。RIZAP関連事業（chocoZAP）の減収要因は、新規会員獲得に向けたキャンペーン無料期間（当初2カ月）の影響（前年同期は出店・会員獲得を抑制していたため期ズレの影響が小さかった）に伴う売上計上のリードタイム発生が主因。また、利益面では成長投資による減益影響が2.2億円発生した。一方、グループ子会社は好調で、RIZAP関連事業の一時的な利益の落ち込みをカバーした。27年3月期の連結業績予想は、売上収益1,800億円（前期比7.6%増）、営業利益120億—160億円（同8.2—44.3%増）、純利益40億—60億円（同2.8倍—4.2倍）の従来計画を据え置いた。営業利益上限では18年3月期の過去最高益（136億円）の更新を視野に入れる。

無人店舗運営のコンビニジムであるchocoZAPは、消耗品やメンテナンス、運送の内製化、フレンドリー会員の活用効率化を進めている。第1四半期は既存店の95%が3カ月連続で黒字を達成するなど、恒常的な赤字店舗は全体のわずか1.9%と極めて限定的である。徹底的なコスト削減やオペレーション効率化により、26年3月期末時点の損益分岐点会員数を25年3月期初と比べて半分にまで引き下げるなど、強固な収益基盤の構築に成功した。そうした中、第2四半期（26年7—9月）以降はキャンペーンで獲得した会員が順次有料転換していく。また、直営・FCの二刀流による効率的な出店により、集客・広告投資をこなしながら収益性を伴った業績成長を図る。27年3月期は国内で300—650店、海外で50—150店の出店を計画。第1四半期の国内店舗の純増数は、優良物件を厳選したことなどで66にとどまったものの、紹介物件数の向上に向けたパートナーの拡大や自社での物件探索の強化を進めており、現時点で出店計画を達成する見通しが立っているよう

業績動向 (9/29時点)

		売上収益 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	税引前利益 (百万円)	前年比 (%)	親会社の所有者 に帰属する 当期利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
25年3月期	実績	171,090	5.2	1,882	黒転	▲1,495	赤縮	264	黒転	0.15
26年3月期	実績	167,257	▲2.2	11,086	489.1	8,128	黒転	1,440	445.5	2.4
27年3月期	会社予想	180,000	7.6	14,000	26.3	11,000	35.3	5,000	247.2	8.4
	WA予想	180,000	7.6	14,000	26.3	12,000	47.6	5,500	281.9	9.2
28年3月期	WA予想	222,000	23.3	19,500	39.3	14,800	23.3	6,600	20.0	11.1

※ IFRS 基準、27年3月期会社計画の利益はレンジ中央値



だ。より会員数の増加が見込める物件選定の手法の確立も進んでいるといい、今後は質を重視した上での出店ペースの加速が期待される。

■chocoZAP「第2章」始動、品質改善と成長投資の両立

同社は「chocoZAP第2章」と銘打って、27年3月期は150億円の成長投資を実施する。新規出店やマシンの拡充、AI導入強化を図る。ジム初心者を中心にターゲットに据える基本戦略に変化はないが、習熟度の上がった既存会員の継続率を高める狙いで中級者向け機器（より負荷の高いトレーニングに対応したマシン）も順次整備する。これにより、結果的にこれまで本格的なジムを利用していた中間層へも訴求できるようになり、新規会員獲得の裾野が広がる副次的な効果も期待される。AX（AIトランスフォーメーション）では、IoTやアプリを通じて取得するリアルタイムデータをAIが分析し、スタッフやフレンドリー会員に指示を出す「AI店長」導入を計画している。また、マシンの故障率は、修理の内製化や現場でできる修繕範囲の拡大、巡回体制の強化による修繕リードタイムの大幅な短縮が奏功し、直近では過去最低水準の1.6%まで低下した。顧客満足度に関して数値上の健全性にとどまらず、「店舗体験スコア」を新たに採用。これは、アプリやアンケートを通じて会員から寄せられる「生の声」を、AIによる自然言語解析で「清潔さ」「マシンの稼働状況」「在庫補充」などの観点ごとに項目別・店舗別にスコア化する仕組み。スコアの低い項目を各店舗の現場へ迅速にフィードバックし、優

先順位をつけた改善（PDCA）をリアルタイムに実行することで、会員体験の質的向上に結びつけている。海外は本格展開を推進中の香港を中心にまずはアジアで店舗網を拡大し、27年3月期には最大150店の出店を目指す。韓国での新業態店舗や、マレーシアでの2号店（大型店舗）の出店を予定しており、今秋ごろから出店スピードが加速する見通し。直営展開のため本格的な収益化には一定の時間を要することが予想されるものの、将来的な業績成長の牽引役として注目される。

■アセットライトな高効率成長へ、投資判断は「Overweight」継続

国内店舗の損益分岐点が半減したことで、今後の会員獲得や出店再加速に伴うレバレッジはより強力になっている。財務体質の改善を背景に26年3月期には8期ぶりの復配（0.67円）を果たし、27年3月期は1.34～2.01円への増配を計画するなど、株主還元へのコミットメントも明確だ。資産の増加を抑制しながら大量出店を継続するFC戦略は加盟ニーズが極めて強く、27年3月期末にはFC店数を286店（国内全店の約10%）に引き上げる計画である。直営店からFCへの譲渡に際しては一時的な店舗譲渡益が発生するほか、譲渡後のランニング収益として売上連動のロイヤリティや、その他広告費や運営費用等の固定額が本部に入るストック型収益モデルを確立している。27年3月期のWA予想については第1四半期の出店の進捗状況を踏まえて会社計画の中央値（営業利益140億円）並みに調整したものの、中核事業の収益基盤強化とアセットライトな再成長のシナリオに変更はなく、想定株価レンジ400～500円を据え置き、投資判断「Overweight」を継続する。（鈴木 草太）

■会社概要

03年に健康食品の通信販売を目的として創業。16年7月1日をもって、純粋持株会社制に移行し、「RIZAPグループ」へ商号を変更した。22年7月より、新規事業であるコンビニズム「chocoZAP」を本格展開、ボディメイクのRIZAP関連事業を含むヘルスケア・美容事業が主力事業。chocoZAPは26年8月14日時点の店舗数が2,056店舗（国内2,030店舗、海外26店舗）、会員数（法人トライアル会員・株主優待会員含む）は116.7万人。店舗拡大や広告宣伝費などへかけてきた投資を、店舗品質や顧客満足度向上に振り向けてきたが、chocoZAP事業の黒字化が定着してきたことで、26年3月期下期以降は再成長に向けた投資フェーズに入った。出店ポテンシャルは6,000店舗以上あり、国内8,000店舗まで拡大する方針。また、香港、台湾、韓国、マレーシアを皮切りに海外展開の本格化も視野に入れる。FCオーナーや法人、自治体、病院など多様なパートナーと組み、地域の遊休地

chocoZAP店舗数の推移

収益性を重視し厳格な立地選定を徹底。足元は慎重ながらも目標達成は可能なペース
過去の出店スピードの実績を背景に、投資と利益のバランスを見極め成長を加速



RIZAPグループの決算説明会資料より抜粋

を活用することで拡大を図り、健康の社会インフラを目指す。

■事業環境と展望

日本のフィットネス参加率は5%程度と推計され、米国の20%程度など海外先進国の状況を踏まえると市場の拡大余地は大きい。このためchocoZAPの店舗数は、会社目標の8,000店舗まで拡大するポテンシャルがあるとみられる。足元では家賃・資材費の高騰や職人不足といった外部環境の逆風もみられるものの、同社は内製化などを通じて店舗当たりの損益分岐点を大幅に引き下げ、少ない会員数でも黒字化可能な強固な収益構造を確立している。これにより、出店可能条件を安易に緩和する（人口条件を緩めるなど）ことなく、妥協せずに会員数の増加が見込める優良物件を厳選する手法を高度化。質を重視したスマートな出店再加速へと繋げている。一方で、DXを通じた店舗環境の改善や「店舗体験スコア」の導入による徹底的な現場フィードバック（PDCA）で顧客満足度の向上も図っており、27年3月期にはマシン・サービスの大幅拡充や女性専用店の出店加速に加え、中級者向けマシンの順次導入、アジアを中心とした海外店舗網の拡大にも踏み切る。

リスク要因

美容・健康分野は、フィットネス運営会社、食品企業、医薬品メーカーなどからの参入が多く、競争が激化、事業リスクといえる。chocoZAPの店舗拡大、新サービスの導入・拡大、マーケティングに費用が投じられているが、集客に期待通りの広告宣伝効果を得られない場合は事業に影響を及ぼす可能性がある。

株主還元 (9/29時点)

■配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
25年3月期	実績	0円	0円	0円
26年3月期	実績	0円	0.67円	0.67円
27年3月期	会社予想	0円	1.34～2.01円	1.34～2.01円

■株主優待

2026年3月末

- ① chocoZAP 半額
- ② 自社グループデジタルギフト券（RIZAP グループで利用可能）
- ③ 優待ポイント（RIZAP グループの商品引き換え可能）
- 100 株以上 ① 6 カ月
- 200 株以上 ① 1 年
- 400 株以上 ① 1 年（2 名）+② 5,000 円分+③ 10,000 ポイント
- 800 株以上 ① 1 年（4 名）+② 10,000 円分+③ 14,000 ポイント
- 1,600 株以上 ① 1 年（4 名）+② 10,000 円分+③ 24,000 ポイント
- 2,400 株以上 ① 1 年（4 名）+② 10,000 円分+③ 30,000 ポイント
- 4,000 株以上 ① 1 年（4 名）+② 10,000 円分+③ 36,000 ポイント
- 8,000 株以上 ① 1 年（4 名）+② 10,000 円分+③ 72,000 ポイント
- 16,000 株以上 ① 1 年（4 名）+② 10,000 円分+③ 144,000 ポイント

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (9/29時点)

		RIZAPグループ (2928・札証アンビシャス)	ルネサンス (2378・東証プライム)	フェリシモ (3396・東証スタンダード)
基本事項	株価	173円	1,005円	859円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	17,300円	100,500円	85,900円
	決算月	3月	3月	2月
株価指標	PER(予)	20.6倍	39.6倍	20.4倍
	PBR(実)	2.0倍	2.5倍	0.3倍
	配当利回り(予)	1.0%	1.3%	2.9%
	売上高成長率(予)	7.6%	4.7%	3.7%
成長性	営業利益成長率(予)	26.3%	15.0%	10.2%
	EPS成長率(予)	347.7%	▲122.6%	▲16.5%
	売上高営業利益率(予)	7.8%	2.6%	0.8%
収益性	自己資本当期純利益率(実)	2.8%	▲19.3%	1.8%
	総資産経常利益率(実)	5.0%	1.4%	1.6%
	自己資本比率(実)	30.9%	17.0%	70.1%
財務安定性	デット・エクイティ・レシオ(実)	126.1%	164.6%	0.0%
	流動比率(実)	122.3%	81.3%	293.3%

スポーツクラブを運営するルネサンス（2378）、通信販売で衣料品や美容関連商品などを扱うフェリシモ（3396）を比較対象とした。

※ RIZAP は IFRS 基準で利益予想はレンジ中央値、配当利回り予想もレンジ中央値

■成長性

27年3月期の営業利益は120億—160億円（レンジ、前期比8.2—44.3%増）を計画する。利益拡大の最大の要因は主力を占めるchocoZAPの黒字体質が定着してきたことにある。第1四半期は無料キャンペーンに伴う収益計上の期ズレが発生したものの、第2四半期以降はその影響が順次有料転換によって縮減し、増益に転じていく見通し。今後は積極的な新規優良物件の新店と、加盟ニーズの強いFC展開の両輪で、資産の増加を抑制しながら高効率な店舗網拡大を狙うアセットライトな成長を推進する。

■収益性

chocoZAP事業の回復を背景に、営業利益は26年3月期に110.86億円（前期比5.9倍）に拡大し、27年3月期は120億—160億円（同8.2—44.3%増）のレンジを予想している。26年3月期末の損益分岐点会員数は25年3月期初と比べて半分に低下しており、今後の会員増に伴う収益レバレッジは一段と高まっている。

■財務安定性

chocoZAPの収益改善や資産の効率化に伴い財務体質が安定化した。フリーキャッシュフローは25年3月期に黒字に転じ、26年3月期は309億円の黒字（前期は69億円の黒字）とさらに拡大した。27年3月期第1四半期末時点の親会社所有者帰属持分比率は30.8%（26年3月期末は30.9%）と高水準を維持しており、現預金が負債を上回るネットキャッシュ（実質無借金）状態を継続している。また、直営店からFCへの譲渡推進により、資産の増加を抑制するアセットライトな戦略が徹底されており、財務の健全性は中長期的に維持される見込み。

ウエルスアドバイザー株式会社
アナリスト 鈴木 草太
03-6229-0078 sotsuzuki@wealthadvisor.co.jp

ウェルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートの読み方

特 徴

(1) 第三者機関として中立的な立場を重視

ウェルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートは、ウェルスアドバイザーが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。ウェルスアドバイザーがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

(2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50 億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

(3) 3 段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、ウェルスアドバイザーの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を 15%以上上回ると予測される場合

Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の - 15%～+ 15%にとどまると予測される場合

Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を 15%以下下回ると予測される場合

ウェルスアドバイザーでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

(4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

項目説明

■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2～4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびウェルスアドバイザーの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS 成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債 / 自己資本 × 100）、流動比率（＝流動資産 / 流動負債 × 100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。