

グロースキャピタルによる時価総額向上の企業価値創造 (例1:RIZAPグループ(株) 市場:札幌アンビシャス【2928】)

1. 企業概要

RIZAPグループ(株) 市場:札幌アンビシャス【2928】

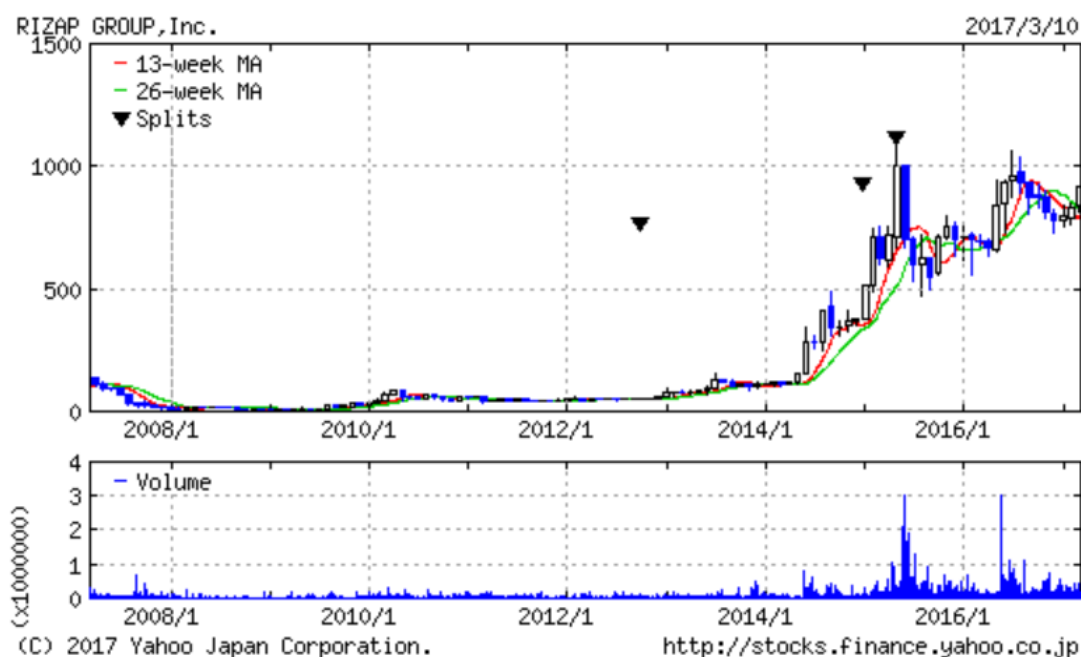
旧会社名(健康コーポレーション株式会社)

時価総額:116,349百万円 総発行株式数:127,436,000株

美容・健康関連の通販、減量ジム「ライザップ」を展開。M&A攻勢でマルコ、アイデアなど傘下に

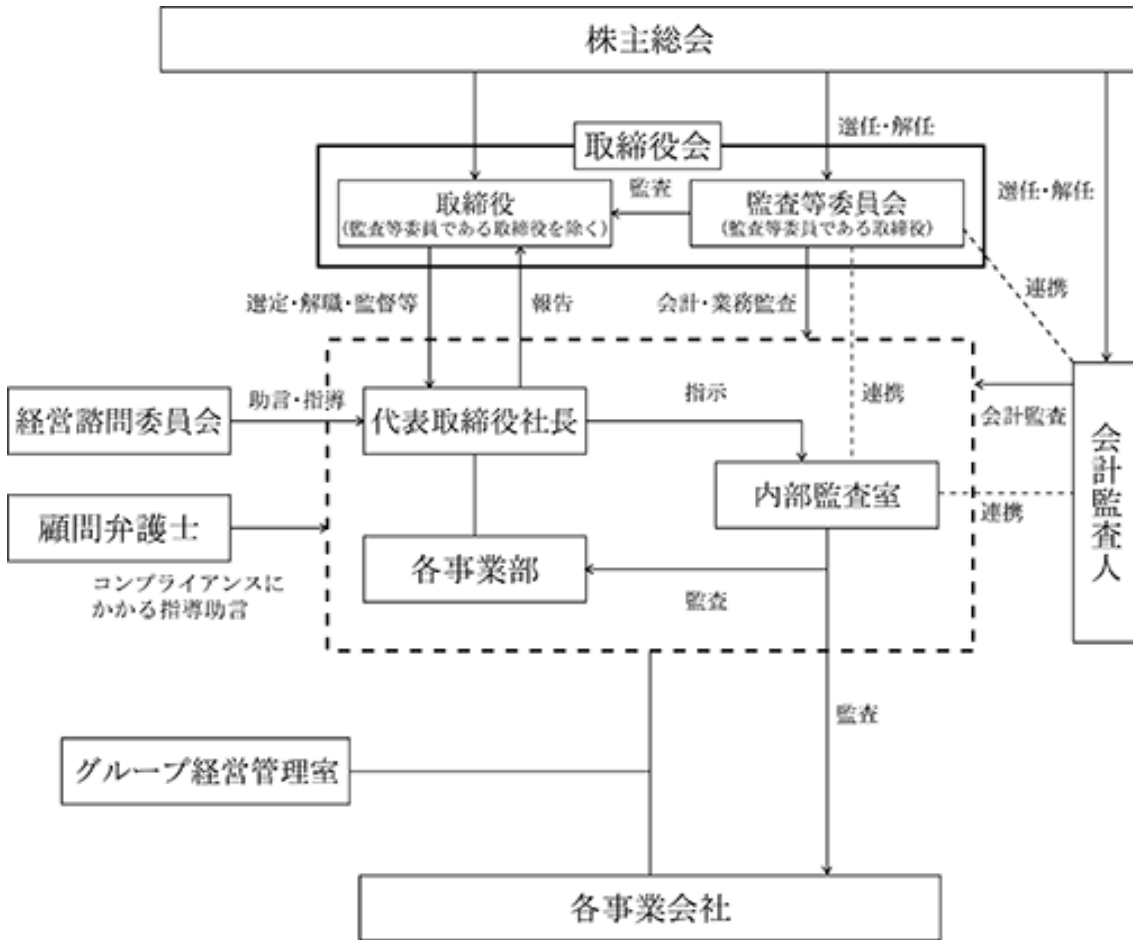
| | 前期 | 2期前 | 3期前 |
|------|-----------|-----------|-----------|
| 決算期 | 2016年3月期 | 2015年3月期 | 2014年3月期 |
| 売上高 | 55,448百万円 | 39,101百万円 | 23,910百万円 |
| 営業利益 | 5,066百万円 | 2,108百万円 | 1,127百万円 |
| 経常利益 | 4,639百万円 | 1,946百万円 | 1,303百万円 |
| 当期利益 | 2,466百万円 | 1,636百万円 | 2,698百万円 |

2. 同社の株価推移



(平成29年3月10日:データ差し替え)

3. 同社のガバナンス体制図



4. 同社の躍進的なグロースキャピタル戦略

マンツーマンのトレーニングジム「RIZAP」(ライザップ)を運営するRIZAPグループは、健康食品の通信販売会社として設立されたが、「結果にコミットする」というCMで一躍有名になり、美容・健康事業が急成長しています。現在では高い知名度を背景に広告宣伝費をかけずとも会員が集まる好循環が生まれています。RIZAPで稼いだ資金を原資に積極的なM&Aにも取り組んでおり、時価総額は1,000億円を突破した。「自己投資産業ナンバーワン」をめざすRIZAPの著しい活躍を分析しました。

5. 企業概要：絶大なブランド力、高収益率が加速

RIZAPグループは、健康食品の通信販売を目的に2003年に設立され、現在は美容・健康関連事業、アパレル事業、住関連ライフスタイル事業、エンターテインメント事業を営んでいる。

美容・健康関連事業は、『結果にコミットする』というCMで一躍有名となった「RIZAP」により予想を大きく上回る成長を見せている。その源泉は、他のフィットネスジムに比べ高収益率を誇り、その資金力を元に積極的に広告宣伝を行うことで新規の顧客を大幅に増加させてきたことにある。広告宣伝効果により「RIZAP」ブランドの認知度が高まったことや利用者の満足度が高いこともあり、2014年頃から多額の広告宣伝費を投入せずともリピート客(例えば2

か月コースから1年コースへの変更)や既存顧客からの紹介による新規顧客が増加している。売上高に占める広告宣伝費の割合が低下したことにより、高収益率を更に加速させている。なお、認知度の高い「RIZAP」ブランドを活用するため、2016年7月、持株会社であった健康コーポレーションの美容・健康事業を新設分割した上で社名を「RIZAPグループ」に変更している(新設分割した会社の社名は「健康コーポレーション」)。

時価総額が1,000億円を超え、海外店舗も増加させ業績絶好調のRIZAPの経営目標は「自己投資産業グローバルNo.1ブランドをつくる」ことである。自己管理に対する意識が高い顧客をターゲットに、美容・健康、アパレル、ライフスタイル、エンターテインメントなどの分野において多面的なサービス展開により更に業容の大幅な成長を見込んでいる。RIZAPでは、対象とする顧客のニーズを徹底的に分析した上で新規事業を立ち上げている。RIZAPの子会社が運営する「RIZAP GOLF」や「RIZAP ENGLISH」はいずれも問い合わせが殺到し3ヵ月以上の待ち状態が続いているとのことで、まさに顧客のニーズを的確に捉えた事業展開を行っているといえる。

6. 経営陣:瀬戸社長は20代で起業、設立3年で株式公開

RIZAPを創業した瀬戸健社長は1978年生まれ。2002年から個人事業としてパソコン販売を始めた。2003年に資本金900万円で健康コーポレーションを設立した。設立からわずか3年後の2006年に札幌証券取引所アンビシャス市場に株式を上場。M&Aにも積極的で多くのグループ会社の役員も兼任する。現在38歳と若い。経営陣に助言する経営諮問委員に、元経済財政担当大臣の竹中平蔵氏やシティグループ証券前副会長の藤田勉氏、一橋大学大学院特任教授の伊藤邦雄氏ら大物を招き、コーポレートガバナンスを強化している。

RIZAPの筆頭株主は瀬戸健社長が代表取締役を務める資産管理会社のCBM。第2位が瀬戸健社長本人で、第3位は瀬戸早苗氏(2016年6月の株主総会で健康コーポレーション取締役を退任)。3者を合計すると7割近くに達する。上場してもなお、創業オーナー社長が高い持ち株比率を維持していることから、トップダウンによる意思決定の速さがRIZAPの急成長の一因になっているとみられる。

7. グロースキャピタル戦略概要:上場企業株、割安に取得 周辺事業に進出

RIZAPは美容・健康事業を軸に考えており、M&Aについても美容・健康事業の拡大、または美容・健康事業とのシナジーをテーマにM&Aを実施してきた。M&Aにより美容・健康事業を拡大させる一方で、美容・健康事業とのシナジーが見込めない会社については積極的に株式譲渡をしている。2007年に3社、2008年に3社、2013年9月に1社、2015年5月に1社の株式を外部に譲渡した。

RIZAPグループの主なM&A

2006年12月 生鮮魚介類加工品の製造販売を行う丸主中柏水産(売上高47億円)の株式50.8%を6億円で取得。

2006年12月 インターネット広告事業を行うアクディア(売上5億円)の株式100%を4億円で取得。

2007年1月 美容機器等の製造販売を行うジャパングヤルズ(売上14億円)の株式80%を4億円で取得。

2007年3月 食品原材料や包装資材の輸入販売を行うシステムパーツ(売上5億円)の株式100%を6,500万円で取得。

2007年3月 健康食品や薬品の販売を行うラピー(売上2億円)の株式100%を1.7億円で取得。

2007年7月 乳製品の製造販売を行う弘乳舎(売上24億円)の株式100%を36億円で取得。

- 2007年9月 孫会社である福岡弘乳舎(売上2.8億円)の株式の保有分全て(100%)を3,000万円で売却。
- 2007年9月 孫会社である弘乳舎熊本販売(売上5.2億円)の株式の保有分全て(100%)を1,000万円で売却。
- 2007年9月 孫会社である北九州弘乳舎(売上2.1億円)の株式の保有分全て(94%)を700万円で売却。
- 2008年2月 丸主中柏水産(売上47億円)の株式の保有分全て(55.3%)を6.8億円で売却。
- 2008年4月 美容機器の輸入販売を行うBijin(売上3.2億円)の株式86%を8,600万円で取得。
- 2008年6月 2006年12月に子会社化したインターネット広告事業を行うアクディア(売上5億円)の株式の保有分全て(100%)を売却。
- 2008年9月 ラピー(売上2.9億円)の株式の保有分全て(100%)を1.9億円で売却。
- 2011年12月 化粧品類の開発・製造販売を行うミウ・コスメティックス(売上3,300万円)の株式100%を7,400万円で取得。
- 2011年12月 サプリメントやコスメティック商材の企画・卸売を行うアスティ(8.5億円)の株式100%を4円で取得。
- 2011年12月 テレマーケティングサービス、コールセンター事業を行うエムシーツー(売上1億円)の株式100%を4.2億円で取得。
- 2012年4月 マタニティ関連商品、内祝いギフト関連商品の販売を行うエンジェリーベ(売上36億円)の株式50.01%を1.5億円で取得。
- 2013年8月 化粧品の製造工場を有する日本レント化粧品(売上4.2億円)の株式100%を6,200万円で取得。
- 2013年9月 婦人既製服の企画、製造、販売を行う馬里邑(売上16億円)の株式100%を1.9億円で取得。
- 2013年9月 住関連ライフスタイル商品の企画・開発・製造及び販売を行っているアイデアインターナショナル(売上49億円)の株式66.25%を6億円で取得。
- 2013年9月 弘乳舎(売上29億円)の株式の保有分全て(93.44%)を25億円で売却。これにより食品関連事業から撤退している。
- 2014年1月 ゲームやフィットネスなどのエンターテイメント事業を営むゲオディオス(売上83億円)の株式72.03%を5.5億円で取得。その後、2014年7月にゲオディオスの商号をSDエンターテイメントに変更している。
- 2014年4月 ネットマーケティングを行うDropWave(売上6億円)の株式75%を300万円で取得。
- 2014年5月 婦人服・紳士服の企画及び販売を行うアンティローザ(売上16億円)の株式100%を1.5億円で取得。
- 2014年12月 商業デザインの企画・制作、写真業、印刷業、広告業を営むエーエーディ(売上8.6億円)の株式100%を3億円で取得。
- 2015年3月 アパレルのインターネット通信販売事業等を営む夢展望(売上65億円)の株式73.54%を7.4億円で取得。
- 2015年5月 テレマーケティングサービス、コールセンター事業を行うエムシーツー(売上1億円)の株式の保有分全て(100%)を子会社であるSDエンターテイメントに5,800万円で売却。
- 2016年2月 注文住宅やリフォームを手掛けるタツミプランニング(売上95億円)の株式96%を25億円で取得。
- 2016年3月 書籍・雑誌の出版及び販売を手掛ける日本文芸社(売上42億円)の株式100%を20億円で取得。
- 2016年4月 婦人服・服飾雑貨の企画・製造・販売を手掛ける三鈴(売上48億円)の株式100%をヨンドシーホールディングスから4.5億円で取得。
- 2016年5月 インテリア小物雑貨及び生活雑貨の販売等を行うパスポート(売上109億円)の株式65.83%を第三者割当増資にて11億円で取得。
- 2016年6月 富裕層向けの医療・美容、健康を中心とした美容・ヘルスケア分野に係る予約・送客サイト事業を手掛けるエンパワープレミアム株式50%を4,500万円で取得すると同時に、第三者割当増資により株式を3.1億円で取得した(持分は50%と変わらず)。
- 2016年7月 体型補正用婦人下着の販売、化粧品の販売等を手掛けるマルコ(売上155億円)の株式64.35%を第三者割当増資にて27億円で取得。

RIZAPのM&Aは、基本的には株式買収金額が比較的小さいことが特徴である。しかし2016年に入り10億円を超えるM&Aを4件実行しており、年々大型化しているのは注目すべきである。

株式買収金額が最も大きかったのは2007年に子会社化した弘乳舎(36億円で買収)であるが、2013年にアスラポート・ダイニングに株式全てを25億円で売却している。買収金額が多額になる見込の会社の株式は100%取得せず経営権を支配できる50%超を取得するにとどめているケースが多い。

また、上場会社の株式は時価を大きく下回る価格で買収している。2014年1月のゲオディオス(売上8,370百万円)をTOBにより子会社化した際の1株あたり純資産が556円に対し公開買付価格は178円である。2015年2月の夢展望(2013年東証マザーズに上場)の買収もその典型である。アパレル業界全体の業績が低迷しており、アパレル商材を扱う同社の業績も悪化していたが、2012年に同社が金融機関と締結したシンジケートローンのコベナント(財務制限条項)に記載されている「2期連続経常損失を計上した場合に借入を一括返済する」ことが現実化したことで同社の資金繰りが悪化した。同社の資金援助に唯一手を挙げたRIZAPが相当有利な第三者割当増資により同社を子会社化するという結果となった。なお、その後、RIZAPが親会社になるという期待から同社の株価が急伸、その結果、同社の株主全体に大きな利益をもたらしている。

M&Aを推し進める一方で、新たな収益基盤を創造するため、下表のように産学提携、共同研究や各分野のリーダー企業との提携も進めている。今後はM&Aだけでなく業務提携も増加することが予想される。

8. 財務分析:美容・健康事業が成長牽引 財務の健全性維持

業績推移を見ると、リーマンショック時に売り上げが落ち込んでいるが、その後は順調に増加している。新中期計画「COMMIT 2020」によると、2017年3月期に売上高1,000億円、2021年3月期までに売上高3,000億円を目標としている。セグメント別の売上推移を確認すると、やはり美容・健康事業が牽引していることが分かる。食品関連事業は、2007年に(株)弘乳舎を子会社化し事業を営んできたが、今後さらに美容・健康事業を軸に業容を拡大するにあたりグループ内シナジーが希薄であるという理由で、2013年に弘乳舎の全株式を売却することで撤退となった。

食品関連事業撤退の代わりに、住関連ライフスタイル事業及びエンターテイメント事業が美容・健康事業との協業を進めている。住関連ライフスタイル事業は、高機能やデザイン性に富む商品に満ちたライフスタイルを提供するという点でRIZAPにおける重要な事業領域の一つとして位置付けている。2013年9月にアイデアインターナショナルを子会社化し、2014年2月にはアイデアインターナショナルが同じく子会社の日本リント化粧品を吸収合併するなど業容の拡大を図っている。また、2016年2月に注文住宅やリフォームを手掛けるタツミプランニング、2016年5月にインテリア小物雑貨及び生活雑貨の販売を手掛けるパスポートを子会社化したことで、更なる商材の拡大を図っている。

エンターテイメント事業は2014年1月にゲオディオス(2014年1月にSDエンターテイメントに商号変更)を子会社化したことで開始し、美容・健康事業との協業を進めている。

RIZAPの自己資本比率は最近では20%前後を推移している。2006年にM&Aを本格的な開始にともない有利子負債が大幅に増加したことで自己資本比率は低下したが、毎期の利益の積み上げにより自己資本比率は上昇している。しかし2013年3月期以降、総資産の急激な増加により自己資本比率は減少している。総資産の急激な増

加は、売上の増加に伴う当座資産(簡便的に現預金+売上債権で算出)が大幅に増加していること、及びM&Aによる資産の増加が要因である。

2016年3月期に自己資本比率が大幅に増加しているが、これは2015年6月にドイツ銀行が新株予約権を総額26億円で行使したことで株主資本が増加したことが要因である(なお、新株予約権が行使されなかったと仮定した場合の2016年3月期の自己資本比率は19.22%で、2015年3月期に比べ微増している)。M&Aにより総資産が増加しているが利益の増加に伴い株主資本も増加しており、結果として財務健全性は維持されている。

2017年3月期では第1四半期において業績予想を上方修正している。「COMMIT2020」に掲げた「売上1000億円、営業利益100億円」を達成できれば、RIZAPの財務健全性はさらに安定したものとなるであろう。

一方で、積極的なM&Aに伴い、2016年6月末時点でのれんが54億円に膨らんでいる。RIZAPは2017年3月期から会計基準に国際会計基準(IFRS)を適用した。IFRSではのれんの定期償却が不要となり、損益計算書上は営業利益のプラス要因になる。しかし、買収先の収益が悪化した場合、のれんの減損処理を迫られるリスクもある点には注意したほうがよいだろう。

業績拡大に伴い、RIZAPグループの株価は大幅に上昇している。11月2日時点の株価は863円と3年前の約8倍に跳ね上がった。2017年3月期の業績予想をベースに計算した予想PER(株価収益率)は約18倍。スポーツクラブ運営のセントラルスポーツ(約13倍)やルネサンス(約12倍)を大きく上回る。RIZAP事業の高いブランド力に基づく収益力や成長性が投資家に評価されているようだ。

もっとも足元では株価の上値は重くなっている。さらに上値を追うには、RIZAP事業が好調なうちにここ1~2年で買収した子会社の業績を成長軌道に乗せることが課題になりそうだ。

9. まとめと総合判断:グロースキャピタル戦略:M&Aさらに積極化の公算:買収子会社の成長が重要に

RIZAPグループの急激な成長は、多額の広告宣伝費の投入によるブランド力の増大とグロースキャピタル戦略に基づいたM&Aによるものであることは明らかである。創業者持株比率が以前高いこともあり資金調達の余地は大きいため、豊富な資金力を背景に今後もM&Aを活発に行っていくことも考えられる。ただ、最近では資金の移動を伴わない業務提携も増えてきている。「RIZAP」ブランド力が高まったことで広告宣伝費の投入が抑えられていることと同様に、これまで買収した子会社を成長させることにも力点を置くことが重要となってくる。今後は、蒔いた種をいかに刈り取るかについても注目していきたい。

以上