

## 極楽湯 スーパー銭湯、海外への挑戦で成長性評価の年へ

|        |       |    |       |
|--------|-------|----|-------|
| 東証 JQS | 2340  |    |       |
| 株価     | 441 円 |    |       |
| 単位     | 100 株 | 目標 | 541 円 |
|        |       | 期間 | 4 か月  |

### ① スーパー銭湯「極楽湯」を全国で展開する

同社はスーパー銭湯専業で、国内 37 店舗（うち直営 22、FC15）、海外 1 店舗を展開している業界最大手企業。

上場企業で、大型温浴施設経営を専業で展開するのは、いまのところ同社しかない。同業他社が存在しない、という中での株価評価にも、面白味がある。

### ② 投資の視点 1 天井崩落事故からコスト削減を実現

2013年2月、堺泉北店で釜風呂の天井が落下する、という事故が発生。これによって、休業期間が生じるなどの損失があったが、その後、この損失をカバーするために、オペレーション上のコスト削減に最大限の挑戦をしてきた。

当期においては、事故後の回収費用の発生に加え、上海店の出店費用 2 億円が負担となるため、第三四半期までは、196 百万円の赤字を計上している。ただし、これが通常の数値に戻ったときに、コスト削減効果が明らかになるだろう。

また、今年は、4月に水戸、8月に鶴見店がオープン予定だ。鶴見店は客単価の高い大型店舗となる見込みで、今後の貢献が期待できる。

当業界は、基本的には競争の激化と、消耗品の価格上昇などにより、環境は厳しい。しかし同社は、唯一の上場企業という強みに加え、コストオペレーションにも一日の長となった。

いずれにしても、事故の影響で当期業績には大きなハンディがかかっている。その分、来期業績には期待がもたれる。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

### ③ 投資の視点2 海外市場は成長の源泉

同社は2013年2月、上海に海外第一号店を出した。この出来事は、日本文化の海外進出、という側面もあいまって話題となり、TVを始め、メディアでも大々的に報道された。日本の銭湯を古代ローマ人がタイムスリップで経験し、祖国にそのノウハウを生かすという「テルマエロマエ」なるマンガが実写映画化され、その連想もあり、投資家たちの間でも話題となった。

しかし、当時の盛り上がりは、いわゆる「理想買い」だったと言える。確かに上海店は盛り上がり、話題にもなったが、それがどの程度の収益をあげるか、は、まさにこの決算から数値が上がってくる。第四四半期に取り込むことになる10月から12月、上海店の来客は、月平均3000人だ。損益分岐点は900人とされていることを考え合わせれば、3000人という数値がどういうことかがわかる。ここからが、上海店出店の「現実買い」が始まる局面だといえるだろう。

また、今後も同社は海外への第二、第三の店舗を開発していく予定でいる。すでにその資金は自己株の第三者割当により調達をされている。この戦略が、同社の評価の根本となり、バリュエーションの見直しのきっかけとなるだろう。国内の市場が成長性を失ったとしても、海外での「銭湯」の発達は「カラオケ」と同じく日本文化の海外展開の好例となる可能性は高い。

今期は、中国での売上は連結100億中7億程度と思われ、開業コスト2億円の影響で、ほぼ収支0のラインと思われるが、開業コストがなくなる来季は、上海だけで2億円程度の収益が見込める。新たな海外出店のコストが来季かかったとしても、成長性確保のためには積極的に評価できるはずだ。海外出店が期待できるここ数年間の利益成長率は、潜在的には100%を上回る可能性がある。

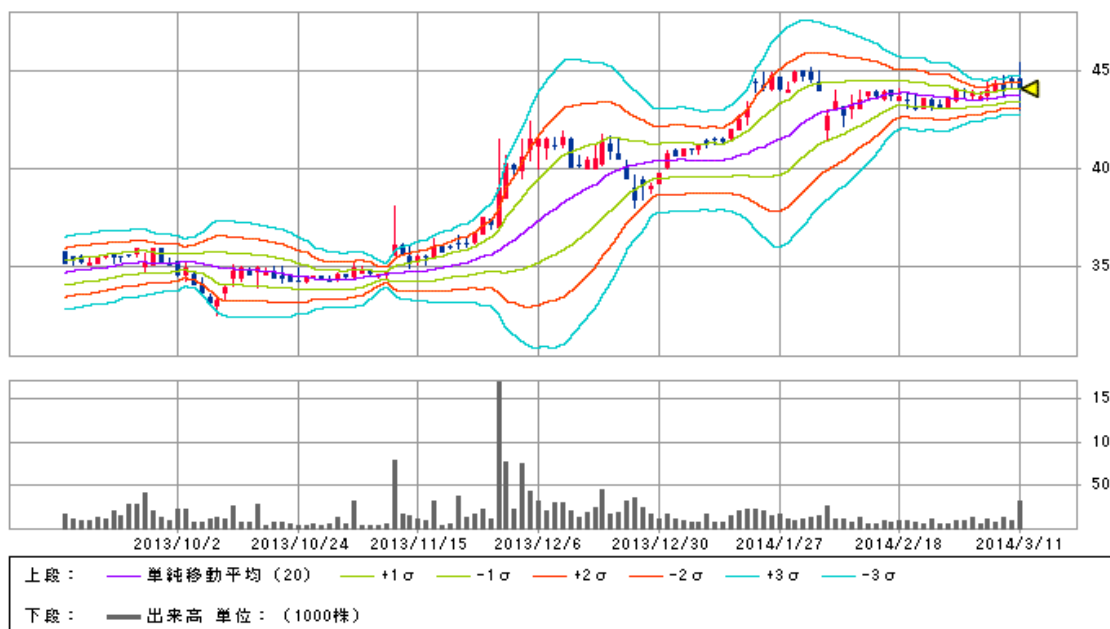
## ④ テクニカル



\*チャートは野村ホームトレード

2013年の上海店オープン以来、下落局面がほとんどない。株主優待制度があるため、3月末までは需給はしっかりか。

チャートは、25日平均線に近づく局面があれば、買いやすい形をしている。



本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切かつ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

ボリンジャーバンドでの投資は信用度が高いようで、 $+2\sigma$ が、売り買いのタイミングとなっている。ただし、直近ではボラティリティが下がっているので、参考にしづらい面もある。

直近では、450円を抜けるかどうか単純な目処になっており、そのラインを超えるようなら、新たな需給の局面に移るだろう。

## ⑤ 株価評価

### ★極楽湯

株価 3月12日 441円

予想 PER 26.44

PBR 1.03

配当利回り 1.36

自己資本比率 38.0%

予想 ROE 3.2%

予想 ROA 1.0%

売上高成長率 7.8%

同社の株価はこれまで、PBRをベースに考えられていたと思われる。しかし、昨年の上海店のオープン以降、同社のバリュエーションに「成長性」という要素が加わり、PERでの評価が可能となった。昨年年初からの一貫した上昇は、このバリュエーション指標の交代のためと思われる。このような、判断基準に変化が起きる場面が、企業の株価位置が最も変わりやすいときだ。

ただし、それでもまだ同社株価はPBR=1倍の水準にすぎない。本当に成長性が評価されるのは、これからだろう。

この前提で考えた場合、中期的な成長性と短期的な業績を分けて株価が示現すると仮定すれば、同社への投資のチャンスはそこにあるだろう。

2014年3月期の会社側業績予想は、

売上 107億円、営業利益 2.6億円、当期利益 1.6億円

この数値の達成は、率直に言って困難だろう。

第3四半期までの数値は、売上 72億円、営業利益 -1.9億円、当期利益 -1億円

であり、いかに上海の4Qが良かったとしても、同時期、国内の気象条件は極めて悪く、雪の影響は多大である可能性が高い。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

同社への投資タイミングを考える場合、当期業績予想の下方修正が発表されることを覚悟しておく必要はあるだろう。

ただし、来期以降、収益力は劇的に改善する可能性が高い。来期は海外新店舗の出店コスト、鶴見店出店コストなどにより、営業利益は抑えられるだろうが、それでも第二の成長期の原点となるだろう。その間に潜在的な営業利益は、年間 5 億円程度が出せる企業に変化すると思われる。

今期業績予想の下方修正により、株主優待取りの後、一旦同社株価は下落する可能性がある。ただし、その後、同社の戦略が評価されれば、550 円程度の水準まで上昇することが期待できる。

4 月～5 月にかけての調整局面が、同社株式への投資の最大のチャンスとなるのではないだろうか。

★ バリュエーション（潜在的な営業利益をベースとする）

営業利益 5 億円 当期利益 2.75 億円

EPS : 23.85 円（2016 年 3 月期）

永久成長率を、0%から 1%とする。

WACC－成長率＋事業リスク＝4.4%

PER 22.7 倍 541 円

■ 参考資料 ■

2340: 極楽湯

|       | 2010  | 2011  | 成長率  | 2012  | 成長率  | 2013  | 成長率   | 会社2014 | 成長率  | 四季2014 | 当社予想 | 来季以降 |
|-------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|--------|------|--------|------|------|
| 売上    | 9,570 | 9,792 | 2.3% | 9,947 | 1.6% | 9,923 | -0.2% | 10,700 | 7.8% | 10,700 | 8%   | 9800 |
|       | 利益率   | 利益率   | 利益率  | 利益率   | 利益率  | 利益率   | 利益率   |        |      |        | 利益率  |      |
| 売上総利益 | 929   | 812   | 8%   | 815   | 9.2% | 1,016 | 9.9%  |        |      |        |      |      |
| 販売管理費 | 671   | 661   | 6%   | 690   | 6.9% | 744   | 7.2%  |        |      |        |      |      |
| 営業利益  | 251   | 151   | 2%   | 224   | 2.3% | 274   | 2.7%  | 260    |      | 200    | 1.9% | 50   |
| 経常利益  | 251   | 74    | 2%   | 215   | 2.2% | 378   | 3.7%  | 330    | 3.1% | 270    | 2%   | 275  |
| 純利益   | 122   | -438  | 1%   | 102   | 1.0% | 114   | 1.1%  | 160    | 1.5% | 130    | 1%   | 30   |
| 配当    |       |       |      | 6.0   |      | 6     |       | 6      |      |        |      |      |

|     |        |     |        |       |        |       |        |       |
|-----|--------|-----|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 純資産 | 4,690  | 34% | 4,217  | 33.9% | 4,279  | 38.0% | 4,097  | 38.0% |
| 総資産 | 13,751 |     | 12,437 |       | 11,263 |       | 10,769 |       |
| ROE | 2.60%  |     | -10.2% |       | 2.38%  |       | 2.78%  |       |
| ROA | 1.83%  |     | 0.6%   |       | 1.91%  |       | 3.51%  |       |

|         |            |           |           |
|---------|------------|-----------|-----------|
| 発行済み自己株 | 11,529,000 | 1,937,675 | 9,591,325 |
|---------|------------|-----------|-----------|

|         |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|
| 有利子負債利率 | 2.08% | 永久成長率 | 1.0%  |
| 有利子負債   | 4482  | 事業リスク | 2.51% |
| 資本コスト   | 3.76% |       |       |
| 時価総額    | 4220  |       |       |
| 時価資産    | 8702  | PER   | 22.70 |
| WACC    | 2.89% |       |       |

|     |  |  |  |  |  |          |  |       |  |        |  |      |       |
|-----|--|--|--|--|--|----------|--|-------|--|--------|--|------|-------|
| EPS |  |  |  |  |  | 11.89    |  | 16.68 |  | 13.55  |  | 2.60 | 23.85 |
| BPS |  |  |  |  |  | 427.16   |  | 0.00  |  |        |  |      |       |
| SPS |  |  |  |  |  | 860.6991 |  |       |  | 928.09 |  |      |       |

|      | 株値    |     | PER   | 株値  |
|------|-------|-----|-------|-----|
| PER  | 26.44 | 441 | 32.54 | 441 |
| PSR  | 0.51  | 441 | 0.48  | 441 |
| PBR  | 1.03  | 441 |       | 441 |
| 配当回り | 1.36% | 441 |       | 441 |

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

## 本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。
2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。
3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

---

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。