

2012年1月13日（金）

Important disclosures  
and disclaimers appear  
at the back of this  
document.

企業調査レポート  
執筆 客員アナリスト  
佐藤 譲

## ■フランチャイズの中でも収益性トップクラス

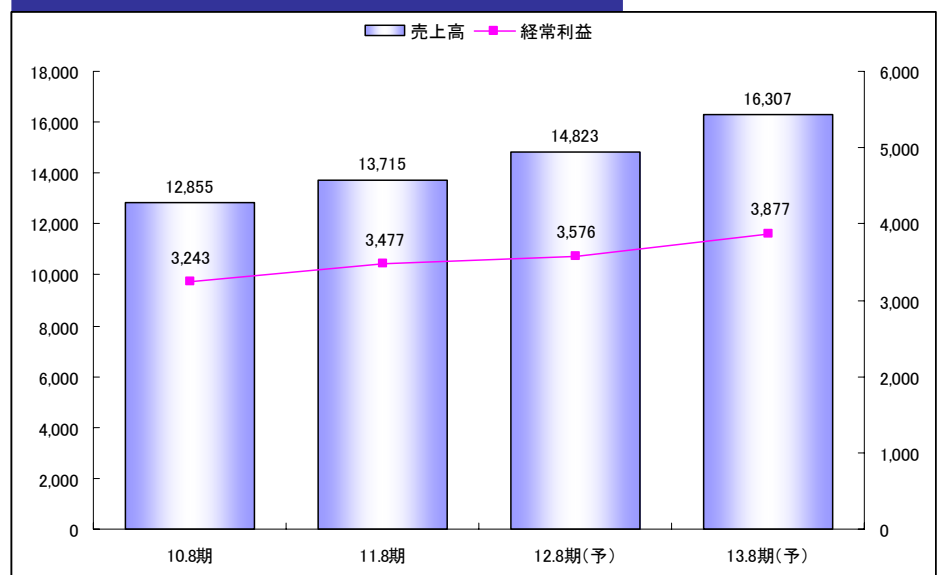
主に学習塾（「明光義塾」など）を展開しており、数あるFC（フランチャイズチェーン）の中でも収益性はトップクラス。FC展開により教室数は2,000教室を突破し、今後も拡大基調を継続。加えて、新たな事業として進学塾としての位置づけとなる個別進学館や学童保育の明光キッズなどを2011年よりスタート。また、英語教室を手がけるアルクとも業務提携し、今後のFC展開を計画するなど、学習塾を基軸とした横軸への展開をFCシステムを利用しながらスピーディに進め、更なる収益の拡大を目指していく方針だ。

2010年10月に発表した中期3ヵ年計画では、最終年度となる2013年8月期に売上高16,307百万円、経常利益3,877百万円を掲げているが、1年目となる2011年8月期は経常利益で6.7%上回るペースで推移。今後も新規事業が軌道に乗れば、更なる成長が期待できよう。同社は株主還元にも積極的な企業として注目される。具体的には、配当性向で35%程度を目処としており、13期連続で増配を継続中。2012年8月期についても、増収増益が見込まれるなか、一株当たり配当金は前期比3円増の25円を予定している。

## ■Check Point

- ・ 少子化進行のなかで年間100教室ペースで規模を拡大
- ・ 効率よいオペレーションで各FC教室は安定した経営
- ・ 学習塾との比較よりも好調なFC企業との比較が有効

中期経営計画（単位：百万円）



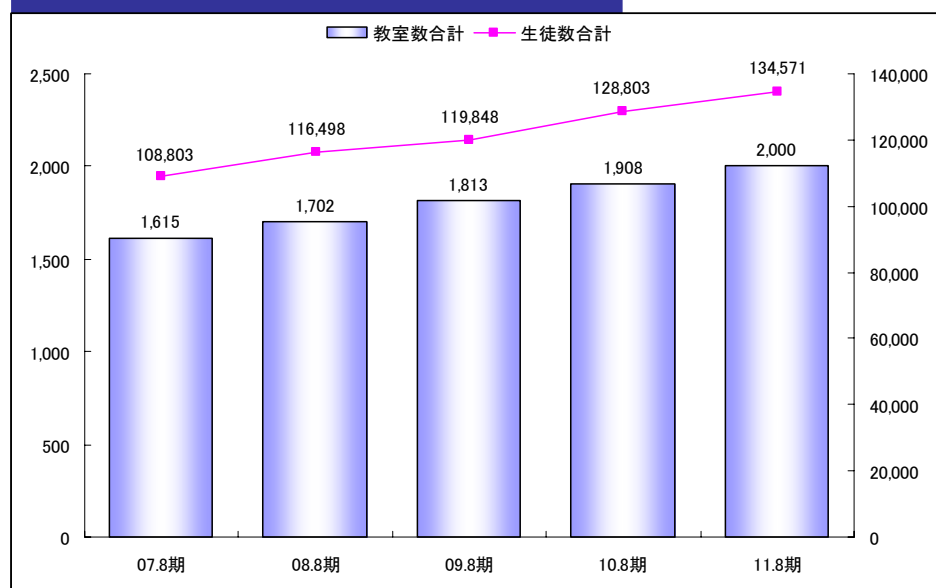
## ■会社概要

### 少子化進行のなかで年間100教室ペースで規模を拡大

1984年に現代表取締役社長の渡邊弘毅氏が全学年を対象とした個別指導型学習塾の全国FC（フランチャイズチェーン）展開を目的として同社を東京に設立したのが始まり。ブランド名は「明光義塾」として、FC及び直営教室による運営を17教室からスタートした。

2002年に1,000教室を達成し、2006年に1,500教室、2011年に2,000教室（8月時点で直営教室数215教室、FC教室数1,785教室）、生徒数で13万人を突破するなど、業界トップの教室数、生徒数を誇っている（KUMON、学研教室などのホームスクール除き）。

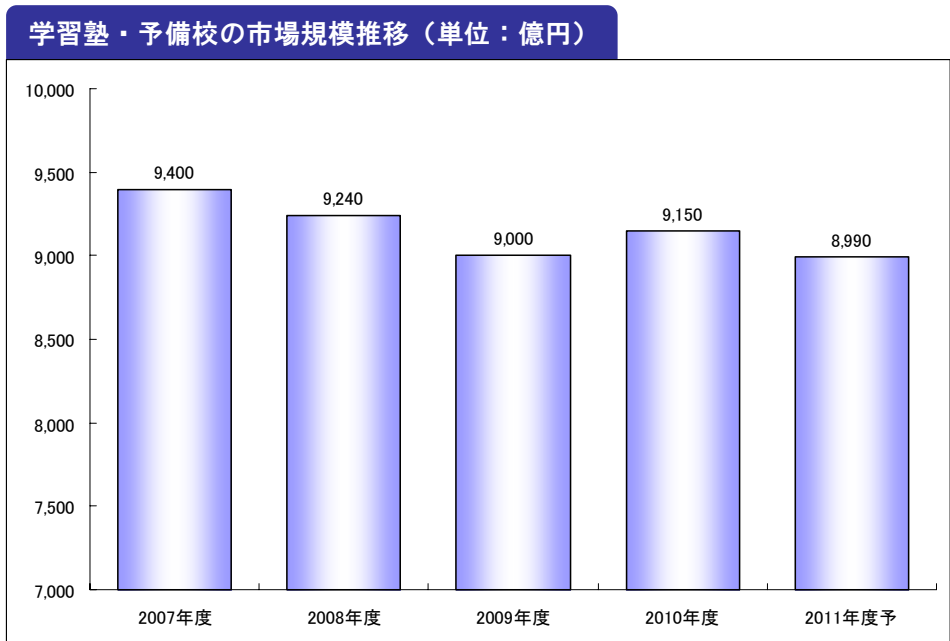
直近5期の教室数と生徒数の推移



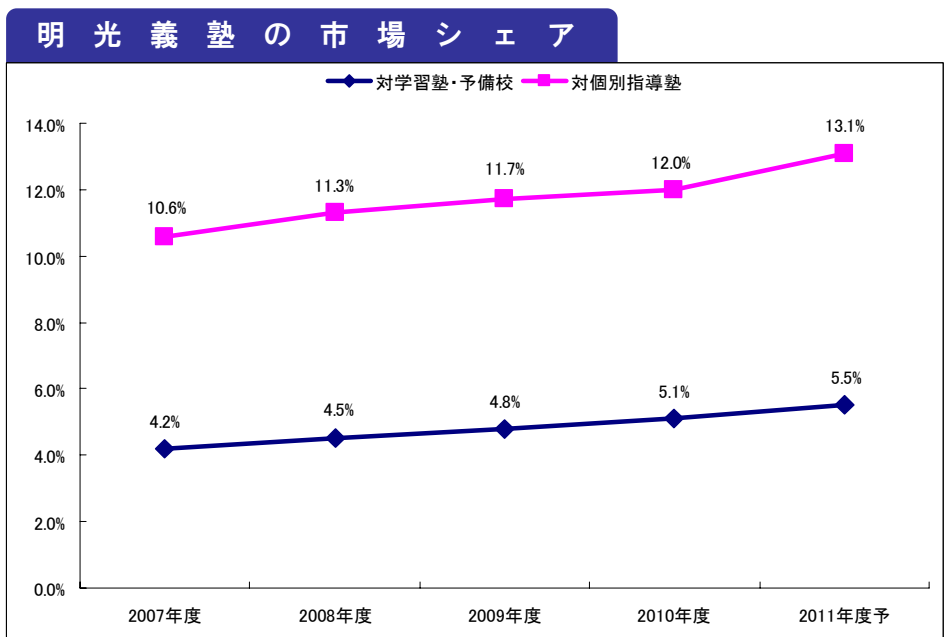
「明光義塾」の特徴は、小学校から高校まで全ての学年を対象としていること。また、一人の先生で3人程度の生徒を個別に学習指導するのが基本となっている。同社の教育理念として「自立学習」を挙げており、「勉強の仕方」を指導するというのがコンセプトとなっている。このため、対象となる生徒は学習成績で中位クラスの層が最も多く、進学塾とは一線を画している。

ここ数年、学習塾市場はグラフにみられるように少子化の進行とともに微減傾向となっているが、そのなかで同社は年間100教室ペースで規模の拡大を図りながら、平均6%の売上成長を続けており、市場シェアも着々と拡大している。

■会社概要



出所：(株) 矢野経済研究所『教育産業白書2011年版』、事業所売上高ベース  
 予は予測値 (2011年9月現在)

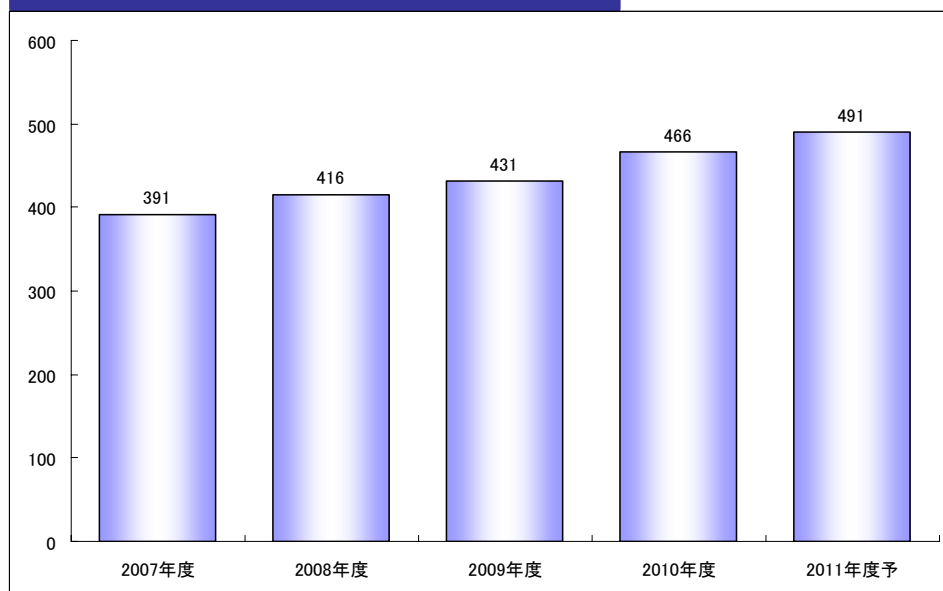


末端売上高÷市場規模（矢野経済研究所）にて算出



## ■会社概要

明光義塾の末端売上高（単位：億円）



末端売上高：直営教室の入会金、授業料、教材費、テスト料等の全売上高と、FC教室の入会金、授業料等の売上高を合計したものであり、FC教室の教材費、テスト料等の売上は含んでいない

同社では「明光義塾」以外の事業として、2010年に業務提携した早稲田アカデミーの教務ノウハウを個別指導塾で展開すべくスタートした進学塾「早稲田アカデミー個別進学館」、学校帰宅後の学童保育機能も兼ね備えた学習塾「明光キッズ」、生後20ヶ月から12歳までの児童を対象に創造力、表現力などを育むためのアート教育を行う「アブラカドゥードル アートスタジオ」、子供向けサッカー教室「明光サッカースクール」などを展開。また、子会社として2009年に買収した東京医進学院（医系大学受験専門予備校）がある。ただ、現在はどの事業も規模がまだ小さく、「明光義塾」学習塾だけで売上高の90%以上を占めている。

事業別の業績動向（単位：百万円）

事業別売上高	07.8期	08.8期	09.8期	10.8期	11.8期	前年比
明光義塾直営事業	5,334	5,711	6,004	6,288	6,575	4.6%
明光義塾FC事業	4,971	5,442	5,740	5,846	6,403	9.5%
予備校事業	-	-	-	634	594	-6.2%
その他事業	79	81	80	87	144	64.5%

事業別営業利益	07.8期	08.8期	09.8期	10.8期	11.8期	前年比
明光義塾直営事業	-	-	-	1,128	1,315	16.6%
明光義塾FC事業	-	-	-	3,056	3,256	6.6%
予備校事業	-	-	-	41	8	-81.4%
その他事業	-	-	-	7	-174	-
全社費用	-	-	-	-1,123	-1,042	-



## ■FC展開の強み

### 効率よいオペレーションで各FC教室は安定した経営

国内における学習塾市場の成長が頭打ちとなり、再編淘汰が進むなかで同社が成長を続けられる要因の一つとして、同社のFCシステムがうまく機能していることが挙げられよう。FCシステムそのものは小売や外食、サービス業など多岐に渡る業界で広く浸透しており、学習塾においてもその例外ではない。

同社のようなフランチャイザー（本部）にとってFCシステムの利点としては、低コストでスピーディに事業拡大を図ることが可能となるという点が挙げられる。またFC契約により安定的なロイヤルティ収入が見込めるため、事業リスクも最小限に抑えることができる。一方、フランチャイジー（加盟者）にとっては、教室の開業から軌道に乗せるための経営ノウハウを本部が実施する研修制度によって吸収することが可能で、また、「明光義塾」というブランド力や本部のマーケティング力によって生徒の募集力アップを図り、比較的早期に経営を軌道に乗せることが出来るというメリットがある。

「明光義塾」におけるFCシステムでは、他社よりも安い料金システムを導入しているものの、効率よいオペレーションによって各FC教室は安定した経営が行われている。研修制度は新任オーナー研修やオーナーズクラブ研修会、定例ブロック研修会、主任・新任講師研修など様々な研修プログラムが用意されており、オーナー間の情報交流も活発に行われている。オーナー数は2011年8月時点で481名、このうち複数教室を運営している割合は53.2%と半分以上を占めている。

1教室当たりの損益分岐点として生徒数でみると40名、オーナーが教室長も兼任する場合だと28名が分岐点と言われている。2011年8月期で、全国FC教室における平均生徒数は67名であり、1教室平均ロイヤルティ売上でも235万円強とここ数年安定して推移しており、全般的に経営状態は良好な状態にあると言える。このため、年間で100教室のペースで教室数が増加しているが、このうち約80%が経営に成功している既存オーナーの再投資であるため、新しい教室でも経営が早期に軌道に乗りやすいといった好循環が生まれている。

#### FC教室の各種数値

FC教室指標	07.8期	08.8期	09.8期	10.8期	11.8期
FC教室平均生徒数	66.4	67.6	65.7	67.3	67.0
ロイヤルティ収入（百万円）	3,078	3,344	3,542	3,747	4,089
1教室平均ロイヤルティ売上（千円）	2,216	2,285	2,266	2,267	2,352

※ロイヤルティは各FC教室の売上高の10%を徴収

## ■成長戦略

### 明光義塾の3次元成長と新事業進出で顧客層拡大に注力

同社では2010年10月に3カ年の中期経営計画と新たな成長戦略を発表している。成長戦略の骨子としては、従来の「明光義塾」のFCシステムを利用した教室増による収益拡大に加えて、教室当たりの生徒数、授業回数の増加の3次元成長を目指し、1教室当たりの収益を拡大すること、更には新規に第2、第3の事業の柱を構築するために新事業領域への進出、顧客層の拡大に取り組むことを掲げている。

新規事業としては前述した早稲田アカデミー個別進学館、明光キッズ、アブラカドゥードル、東京医進学院などに加えて、2011年7月に業務資本提携したアルクとの英語教室での展開などが注目される。明光義塾の顧客対象としては主に小学校4年生から高校3年生までで、学校の成績が中位クラスの生徒がボリュームゾーンであったが、今回新たに中学、高校、大学の難関校受験を専門とした個別指導塾をスタートさせ、成績上位クラスの生徒にも対象を広げたほか、年齢層でも下は明光キッズやアブラカドゥードルの開始によって幼児から、上は医科系大学を目指す予備校に通う高卒生までと一気に拡大、更には今後はアルクとの提携によって英語教室への展開も計画されている。以下、それぞれの事業について簡単に紹介する。

#### (1) 早稲田アカデミー個別進学館

早稲田アカデミー個別進学館では2011年1月に同社が直営校を埼玉で2校開設し（早稲田アカデミーでも直営校を1校開設）、今後のFC展開の準備を進めている。集団指導型進学塾として実績のある早稲田アカデミーの教務ノウハウと同社の持つ個別指導のノウハウをいかに上手く融合させて活かしていけるかがポイントとなってこよう。

#### (2) 明光キッズ

明光キッズは2011年2月に東京に1教室開設。12月にはアフタースクール（民間学童保育）で実績のある東急系列のキッズベースキャンプと業務提携を発表した。提携の内容は、キッズベースキャンプの持つ運営ノウハウ、プログラムコンテンツ開発力と同社が持つ個別指導塾とFC展開ノウハウを融合し、学習塾と学童保育、習い事などの機能を兼ね備えた新業態の事業を強化し顧客の開拓を進めていくというもの。両親共働きの世帯が増える中で、こうした新業態のニーズは大きいとみられ、今後の展開が注目される。

#### (3) アブラカドゥードル アートスタジオ

アブラカドゥードルとは米国で2002年から始まったアート教育プログラムのことで、具体的には、絵画を自分で制作、人前で発表することによって、子供の創造力や業現力、自立心などを育てていくことを目的としたものだ。対象は生後20ヶ月から12歳まで。現在日本における展開の準備をすすめている。国内ではまだアート教育についての関心度が低いいため注目はされていないが、米国ではポピュラーな教育プログラムの一つであり、今後は業務提携を結んだアルクの英語教室と絡めた事業展開なども検討されている。

#### (4) 東京医進学院

2009年に買収した東京医進学院は医科系大学の受験専門予備校として、34年の伝統を誇る実績のある予備校だ。現在、都内に4校、横浜に1校を直営展開しており、うち2校は全寮制システムをとっている。開業医の子息などが主な生徒層となる。

## ■成長戦略

同社では今後もこうした新規事業については積極的に展開していく方針で、中期計画の最終年度となる2013年8月期にはこうした明光義塾以外の事業で10%以上の売上構成比まで育てていく方針だ。

## 中期経営計画（単位：百万円）

	10.8期 実績	11.8期 計画	11.8期 実績	12.8期 計画	13.8期 計画
売上高	12,855	13,711	13,715	14,823	16,307
明光義塾	12,134	12,838	12,977	13,624	14,496
東京医進学院	633	700	594	850	1,000
サッカースクール	87	90	93	95	99
早稲アカ個別進学館	-	66	45	146	496
明光キッズなど	-	15	4	107	214
経常利益	3,243	3,258	3,477	3,576	3,877
当期純利益	1,897	1,768	1,922	2,030	2,206

## ■2012年8月期の第1四半期決算の概要

## 移転・リニューアルで費用先行もほぼ計画通りに推移

1月10日に発表された2012年8月期の第1四半期（9-11月期）決算は、売上高が前年同期比2.8%増の3,009百万円、営業利益が同11.4%減の550百万円、経常利益が同11.2%減の583百万円、四半期純利益が同1.3%増の333百万円となった。教室数・生徒数は2,026教室・146,128人となった。教室数は前期末比で26教室増加し、ほぼ計画通りに推移した。

少子化の流れが続き、市場規模が縮小する学習塾業界のなかにあって、FC展開による教室数、生徒数の拡大を背景に、売上高は増収基調を継続。一方で新規事業への先行投資負担、及び明光義塾直営教室の移転・リニューアル等による費用増などにより、営業利益、経常利益はそれぞれ減益に転じた。四半期純利益に関しては前年同期に計上した資産除去債務会計基準の適用による影響額など特別損失が無くなったことで、増益を維持した格好だ。会社計画に対する進捗状況としては、ほぼ計画通りに推移していることから、第2四半期（2011年9月-2012年2月期）及び2012年8月通期業績予想に関しては期初の計画を維持した。部門別の動向は以下のとおり。

## (1) 明光義塾直営事業

直営事業に関しては売上高が前年同期比2.4%増の1,372百万円、営業利益は同54.6%減の74百万円となった。教室数は前年同期比3.8%増の218教室、生徒数は同6.9%増の16,098人と増加したが、生徒一人当たり平均売上高が4.2%減少したことで、売上高はやや伸び悩んだ。利益面では、売上高が伸び悩んだことに加えて、生徒が安心して通塾できるための教室環境の整備や移転・リニューアルを積極的に実施したことによる一時的な費用増などにより2桁減益となった。

■2012年8月期の  
第1四半期決算の概要

(2) 明光義塾フランチャイズ事業

フランチャイズ事業は売上高が前年同期比2.9%増の1,464百万円、営業利益は同7.7%増の836百万円となった。教室開設候補物件の早期確保と新規開設可能な既存オーナーの発掘などを進めた結果、FC教室数は前年同期比5.8%増の1,808教室となり、生徒数も同3.3%増の130,030人と拡大基調を続けている。

(3) 予備校事業

連結子会社である東京医進学院による同事業の売上高は、前年同期比13.4%減の123百万円、営業損失は5百万円（前年同期は5百万円の黒字）となった。東日本大震災や原子力発電所事故などの影響により、2011年は地方からの新規入学予定者のキャンセルが相次いだのが要因だ。2012年春の生徒募集活動については、進学相談会の実施や医療従事者向けポータルサイト及び専門雑誌での広告宣伝活動などを行い、生徒数の拡大を目指している。

(4) その他事業

明光サッカースクール、早稲田アカデミー個別進学館、明光キッズ、アブラカドゥードルなどの新規事業に関しては売上高で前年同期比118.2%増の48百万円と順調に拡大する一方で、営業損失は初期投資負担増などにより31百万円（前年同期17百万円）とやや拡大した。なお、新たに進出する英語教育事業に関しては、昨年7月にアルクと業務資本提携契約を結んでおり、現在は新型英語教室を開設するために業務提携推進委員会を設置し、ビジネスモデルの構築を検討している段階にある。

事業別の四半期業績動向（単位：百万円）

事業別売上高	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	YoY
明光義塾直営事業	1,340	2,115	1,107	2,013	1,372	2.4%
明光義塾FC事業	1,422	1,819	1,298	1,864	1,464	3.0%
予備校事業	142	170	111	171	123	-13.4%
その他事業	22	27	36	59	48	118.2%
売上高合計	2,928	4,128	2,552	4,108	3,009	2.8%

事業別営業利益	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	YoY
明光義塾直営事業	165	766	-119	504	75	-54.6%
明光義塾FC事業	777	918	555	1,007	837	7.7%
予備校事業	5	-3	-18	23	-5	-
その他事業	-17	-63	-49	-45	-31	-
全社費用、のれん償却等	-309	-235	-239	-258	-325	-
営業利益合計	621	1,383	130	1,230	551	-11.4%



## ■業績見通しと類似企業比較

### 学習塾との比較よりも好調なFC企業との比較が有効

2012年8月期の会社側予想は売上高が前期比8.1%増の14,823百万円、営業利益が同6.3%増の3,576百万円、経常利益が同2.9%増の3,576百万円、当期純利益が同5.6%増の2,030百万円とされている。ただし、これは1年前に中期計画を発表した際の数値がそのままスライドされたものとなっている。初年度となる2011年8月期の実績は計画に対して、売上高はほぼ同水準だったが、経常利益は6.7%、当期純利益は8.8%上回った結果となっている。このため、今期売上高が計画通りで推移するようだと、利益に関しては計画に対して若干の上積みが見込まれる。

前述したとおり、「明光義塾」のFC展開は今後も教室数の増加に加えて、1教室あたりの売上高を伸ばすことで安定的な収益拡大が見込める。また、当社にはFC展開で築き上げた強固なネットワークが存在し、新規事業についても当該リソースを有効に活用することで、一段の業績成長が期待できる。

また、現在学習塾上場19社でみた今期平均予想PER（EPSは会社計画に基づく）は11倍、これに対して同社の水準は約9倍と平均を下回る。また、FC主体という同社の事業特性を考慮すれば、比較は学習塾の枠にとどまらない。少子化は今に始まったことでなく、そのような中でも業績を拡大してきた点からは、むしろFC展開を主体としたサービス業との比較が妥当だろう。FC展開で同様に業績を伸ばしているコンビニエンスストアや外食、その他サービス業など他業種の主要企業に対しても、予想PERや配当利回りの面でみて優位にあるほか、収益性の面でもトップクラスにあることがうかがえる。

### コンビニエンスストア各社との各種指標比較

社名	コード	PER (倍)	ROE	配当利回り
ローソン	2651	19.8	12.2%	3.87%
サークルKサンクス	3337	20.0	5.2%	3.13%
セブン&アイ・ホールディングス	3382	15.0	6.3%	2.86%
明光ネットワーク	4668	9.6	22.0%	3.55%
ファミリーマート	8028	20.4	8.3%	2.55%
ミニストップ	9946	13.6	6.3%	3.16%

※1月13日時点

## ディスクレマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社大阪証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ