

城南進学研究社

4720 ジャスダック

2014年7月25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
浅川 裕之

■ 新中計では乳幼児向け事業拡大で長期顧客の獲得へ

城南進学研究社<4720>は神奈川、東京を中心に首都圏を地盤とする総合教育企業。大学受験の「城南予備校」を始めとして、小中高生向け個別指導の「城南コベッツ」などを展開してきた。近年は乳幼児教育に特に注力しており、乳幼児向け教室の「くぼたのうけん」、くぼた式授業を取り入れた「城南ルミナ保育園」に加えて、2013年には幼児からの英語教育を行う「ズー・フォニックス・アカデミー（Zoo-phonics Academy）」事業に進出した。

同社は2015年3月期を初年度とする新中期経営計画を発表した。そこで掲げられた業績目標は従来の中計で掲げられていたものと比較すると下方修正された形となっている。しかしながら、その前提条件の置き方や目標実現に向けた具体的なアクションの中味、あるいは優先順位の明確化など様々な点で、実現可能性の高い計画となっている。また、前回の中計と今回の中計の根底に流れる考え方が大きく異なっている点に着目し、同社の経営に対するスタンスや社風がかなり深い部分から変化しつつあるのではないかと感じている。この点はまさに定性的な部分であり、今後の決算を見ながら後追いで確認していくことになるが、投資を考えるうえではこうした部分にも注意を払う意義は大きいと考えている。

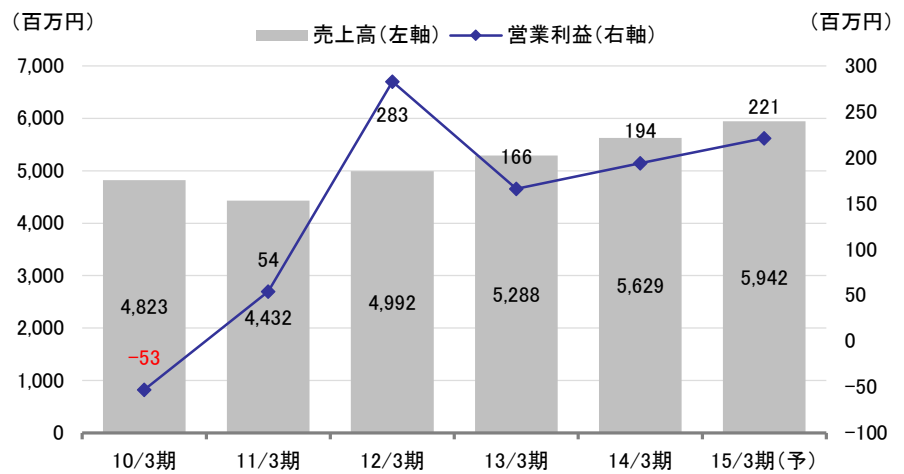
新中期経営計画で打ち出された成長戦略は、乳幼児向け事業の拡大を本格化させ、それを小中高など上の学年向け事業につなげていこうというものだ。時間はかかるが、ロイヤルカスタマーを育成し企業としての長期的な発展につなげようという戦略は正しいものと評価している。個々の乳幼児向けプログラムの訴求力、競争力は高いと考えられる。一方で、乳幼児向けプログラムと現行の小学生向けプログラムがすんなりとはつながっていないという現実がある。また、拡大の具体策としてフランチャイズ（FC）方式の活用をも視野に入れているため、すべてを自社でコントロールをしきれない面があるのは事実だ。このように、同社が目指す方向性については説得力があると評価できるものの、改善策やFC拡大計画の進捗などについて今後の推移を見守る必要がある。

新中計が達成された場合には、当社の試算では同社の自己資本利益率（ROE）は8.3%まで上昇する可能性がある。これは2014年3月期実績のROE3.5%と比較すると約2.5倍の水準であり、日本企業としての平均的な水準に到達することになる。この水準まで改善してくれば、PBR0.5倍という株価バリュエーションについても再評価されてくると期待することも十分可能だ。

■ Check Point

- ・ 厳しい業界環境を踏まえて実現可能性の高い中計へ修正
- ・ 乳幼児向け教育を主たる成長エンジンに位置付け
- ・ 15/3期は増収増益見通し、乳幼児・英語教室のFC展開に注目

通期業績の推移



※予想は会社予想

■ 新中期経営計画

厳しい業界環境を踏まえて実現可能性の高い中計へ修正

同社は今回、中期経営計画を見直した。従来の中期経営計画は2015年3月期を最終年度とする3ヶ年計画だったが、2014年3月期決算を下方修正したことに合わせて事業の前提条件を見直し、2015年3月期を初年度として2017年3月期までの3ヶ年計画を新たに策定した。

新中計の業績目標は、2015年3月期の売上高が5,942百万円（従来の中計目標は6,290百万円）、経常利益が274百万円（同640百万円）と大きく引き下げられている。また、2016年3月期と2017年3月期の業績予想が新たに策定されたが、各期の増収率、増益率、あるいは売上高利益率の改善度合いといったものが、2014年3月期実績をベースに現実性の高い数値となっている点で、従来の中計における業績計画から明白な変化が見られる。

新中期経営計画の業績目標

(単位：百万円)

	新中期経営計画						
	14/3期	15/3期		16/3期		17/3期	
		実績	予想	前期比	予想	前期比	予想
売上高	5,629	5,942	5.6%	6,317	6.3%	6,795	7.6%
営業利益	194	221	13.9%	315	42.5%	475	50.8%
(売上高利益率)	3.4%	3.7%	-	5.0%	-	7.0%	-
経常利益	255	274	7.5%	379	38.3%	543	43.3%
(売上高利益率)	4.5%	4.6%	-	6.0%	-	8.0%	-

新中計の基本戦略と計画骨子は表のとおりだが、まず目に付くのは、日本社会の構造的な変化を前提条件として受け入れ、それに立脚して中計目標を立てていることだ。言うまでもなく、日本は少子化が一段と進行し、予備校・学習塾業界にとって市場縮小傾向が続いている。従来の中計にはそれに対する言及がなかったが、新中計では基本戦略の第1に置かれている。また、新中計では自社の収益性の低さを認識し、その改善を基本戦略の2番目に据えている。この視点も従来の中計にはなかったものだ。

新中計の基本戦略が現実を踏まえたものとなっているため、「計画骨子」に掲げられた具体的アクションについても従来から比べると格段に具体的な内容となっている。計画骨子の内容についての考察は後述するが、投資家の視点からすれば、同社がどこを向いて進んで行こうとしているのか、同社に対する評価軸をどこに置けばよいのか、といった点が明確になった点は評価できる。弊社が特に注目しているのは、乳幼児・英語教育の強化と、基幹事業の収益構造改革だ。計画ができて方向性も定まった今、後はやるだけ、というのが同社の置かれた状況と言える。

中期経営計画の内容比較

第Ⅰ期中期経営計画（2013年3月期～2015年3月期）	
基本方針	
“安定した利益を生み出す事業・組織の構築”	
Challenge to the Next ～変化をおそれぬ勇気、高い目標への挑戦～	
基本戦略	
計画骨子	
(1) 基幹事業（予備校・個別指導）における成長戦略の確立	<ul style="list-style-type: none"> 1. 「合格保証制度」と「高付加価値サービス」による『成績上位層の獲得』 2. プレミアム個別（完全1対1、プロ講師を活用した高付加価値サービス）の新設 3. 小学生英語の新設
(2) 新規事業における顧客層・年齢層・商圏の拡大	<ul style="list-style-type: none"> 1. 新市場開拓による年齢層・商圏の拡大 2. プレミアム個別の独立ブランド展開による新たな顧客層の獲得 3. 映像コンテンツの作成 4. 社会人教育の拡充も視野に入れた OB・OG のネットワーク作り
(3) 事業成長を促進する人事戦略と組織改革	<ul style="list-style-type: none"> 1. 部門横断的な組織づくり 2. 人の成長を促進する人事制度 3. 採用、研修、育成制度のブラッシュアップ
新中期経営計画（2015年3月期～2017年3月期）	
基本戦略	
計画骨子	
(1) 社会環境の変化に応じた成長戦略の推進	<ul style="list-style-type: none"> 1. 乳幼児・英語教育に重点をおいた、長期顧客の拡大 2. FC 事業による積極展開 3. LTV の最大化を目指すマーケティング手法の改革
(2) 事業の再構築とシナジー効果の追求	<ul style="list-style-type: none"> 1. 基幹事業の収益構造改革 2. 事業展開を支える各種インフラの整備・促進 3. 事業展開を支える人材確保・育成
(3) 顧客満足度（CS）の向上を軸としたブランドの構築	<ul style="list-style-type: none"> 1. 求められる CS の明確化・指標化と実行 2. 行動規範の実践による質の高いサービスの提供 3. コンプライアンスを重視した事業展開

各事業の詳細は後述するが、新中期経営計画の業績計画に関して、弊社では実現は十分可能だと考えている。ただし、判断材料の重要な部分が不足しているため、可能性としては評価するが確信を持つまでには至っていないというのが正確なところだ。

判断材料の重要な部分というのは、FC 展開の実績あるいは具体的な見通しだ。前述のように予備校事業という直営事業の中核部分については控え目に見ている一方で、成長戦略の中核を FC 事業展開としたことで、相手に依存する要素が増えたことになる。同社は長期的かつ豊富な FC 事業の実績を有してはいるが、個別指導、英語教育、乳幼児教室それぞれに FC 展開の難しい要素を抱えているのも事実だ。同社がそれらのハードルをどう乗り越えて FC 展開を実現していくのかを注視する必要があると考えている。

■ 乳幼児向け教育

乳幼児向け教育を主たる成長エンジンに位置付け

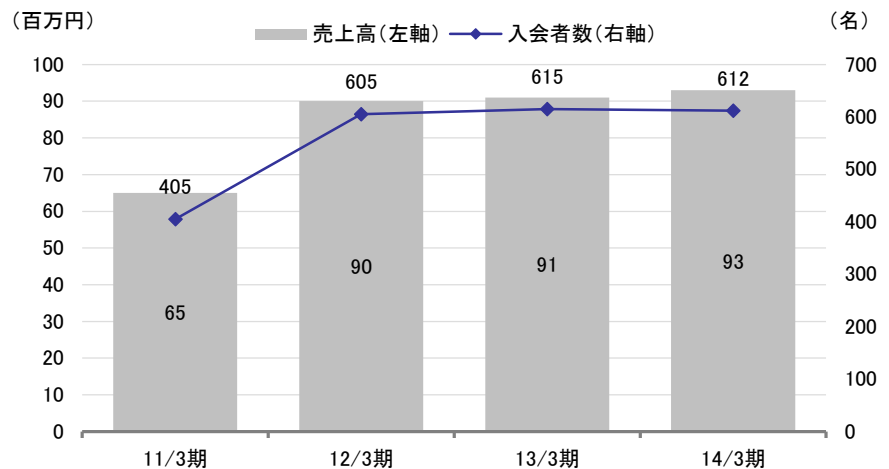
同社は少子化による対象人口の減少が避けられない状況において、乳幼児期からの顧客囲い込みを強化する方針を明確にした。現在同社の乳幼児対応としては乳幼児教室の「くぼたのうけん」、英語教育の「ズー・フォニックス・アカデミー」、認証保育所の「城南ルミナ保育園」がある。このうち、保育園は多分に実験的な要素もあって、当面は事業拡張の計画はないが、くぼたのうけんとズー・フォニックス・アカデミーについては積極的に展開する方針を掲げている。

(1) くぼたのうけん

くぼたのうけんは脳科学者久保田競博士の夫人・久保田カヨ子氏が考案・実践した0歳児からの育児教室だ。いわゆる「お受験」（幼稚園・小学校の受験）を対象としたものではなく、「賢い脳を育て、頭が良い子を育てる『育脳教室』」という性格のものだ。

同社は2009年からくぼたのうけんの教室を展開し、現在、目黒、自由が丘、横浜の3校を運営（すべて直営）している。事業規模は年間入会者数が約600人、年商が90百万円で安定的に推移している。採算的にも黒字が確保されている模様だ。

くぼたのうけんの業績推移



過去5年間で3校の展開というペースからは、同社が「くぼたのうけん」ブランドを大切に育て上げようとしてきたことがうかがえる。コンセプトが「お受験」とはまったく異なるため、効果（結果）が「お受験」の幼児教室ほど明確ではなく、良さを理解してもらうことに、じっくりと時間をかけてきたものと弊社ではみている。同社は久保田夫妻の講演会やセミナーを随時開催して知名度向上やコンセプトの浸透を図ってきた。

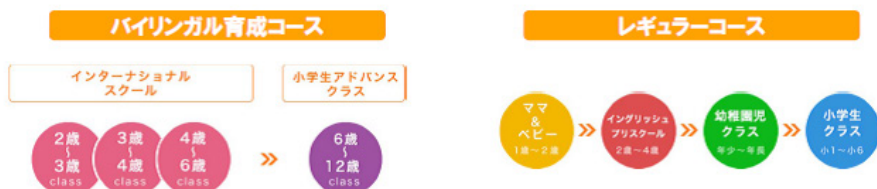
今回、同社は機が熟したと見て、フランチャイズ（FC）展開化を明言した。一気に数を追うような形での展開ではなく、あくまで「くぼたのうけん」のクオリティとブランドを維持することを優先しながらのFC展開というスタンスだ。したがって、現状、理想的なフランチャイジーとしては、地方の有力企業によるメガフランチャイジーを1つの典型例としてイメージしている。人材確保やその教育のためにある程度の資金力が必要となると考えていることが背景にあると思われる。

(2) 英語教育ズー・フォニックス・アカデミー

同社は2013年10月に(株)ジー・イー・エヌを連結子会社化した(株式保有比率75%)。ジー・イー・エヌは「Zoo-phonics method」に基づいた英語教室を、直営・FC合わせて16校を展開している。また、米国の権利元から「ズー・フォニックス (Zoo-phonics)」の日本での使用権を取得しており、国内で唯一、「Zoo-phonics」の名称の利用が許されている。

ズー・フォニックス・アカデミーは乳幼児及び小学生を対象とした英語教室であり、くぼたのうけんと同様、長期的な顧客囲い込み戦略の有効な武器となることが期待されている。小学校の英語教育の低年齢化や、バイリンガル育成に大きな潜在需要があることから、この分野は数少ない成長分野とされている。

ズー・フォニックス・アカデミーの対象の概念図



出所：同社HPから転載

ジー・イー・エヌの業況は、直営4校（うち1校はプリスクール）とFC12校で合計1,600名の在籍者を擁し、年商は232百万円（2015年3月期予想ベース）だ。採算的には黒字が確保されているが、利益額は数百万円の規模で、今後の改善余地は大きい状況にある。

城南進研グループとしては、ズー・フォニックス・アカデミーについてもFC展開を強化し、年間3教室のペースでの拡大を計画している。これにおいても、くぼたのうけん同様、有力企業によるメガフランチャイジー展開を理想と考えているようだ。外国人教師の採用、育成や設備投資などで、初期投資額が比較的大きくなることが背景にあると考えられる。また、同社グループから見ても、ノウハウの伝授や経営管理の面で、複数のFC教室をバラバラに管理するよりも、メガフランチャイジー企業の本体を一括で管理する方が効率的になるというメリットがあると言えよう。現状では具体的なFC展開等についての開示はないが、現在のFCの分布などを見ると、中部・関西の大都市圏など未開拓のエリアが広く残されており、潜在的需要はかなり大きいと期待される。

ズー・フォニックス・アカデミーの教室一覧

直営	FC教室		
都立大本校	錦糸町校	上尾校	津校
表参道校	南雪谷校	千葉校	京都校
上野毛校	吉祥寺校	名古屋イースト校	神戸校
八雲校（プレスクール）	自由が丘教室	伊勢校	米子校

弊社では、くぼたのうけんやズー・フォニックス・アカデミーを活用して、子供の低年齢時から長期顧客として囲い込もうという戦略には説得力があり、有効であると評価している。また、くぼたのうけん及びズー・フォニックス・アカデミーのブランド力の高さや、競合相手との相対的な立ち位置の違いが差別化要因となっている点も、大きな武器になると考えている。したがって、それぞれの事業において集客を実現し業容を拡大させるという点においては成功可能性が高いと思われる。

しかし、長期囲い込みという戦略については、その実効性において、若干の疑問を抱いている。それは、乳幼児向けの「くぼたのうけん」「ズー・フォニックス・アカデミー」と、同社の小中学生向けプログラム（城南コベッツ）との間に、関連性がないためだ。例えば、ズー・フォニックス・アカデミーで英語の基礎を身に着けた小学生がもっと英語を磨きたいと思っても同社にはその受け皿が用意されていない。くぼたのうけんで頭脳の基礎を磨いた子供にとって、（トップクラスの中学受験生をカバーするのではなく）「学校の授業をしっかりと理解したい」という生徒をメインのターゲットとする城南コベッツ（個別指導塾）は、ニーズがかみ合わない可能性がある。長期囲い込み戦略を画に描いた餅に終わらせないための対応が不可欠だと弊社では考えている。

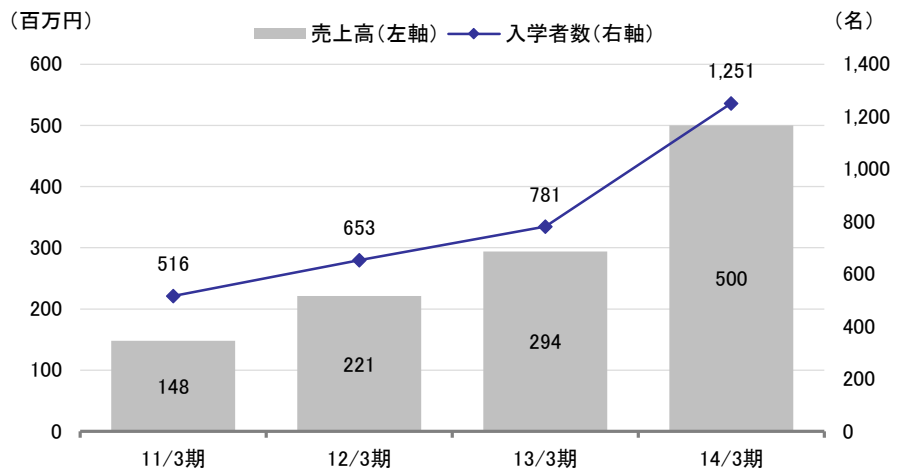
■映像授業「マナビス」

マナビスは地味ながら安定的に成長中

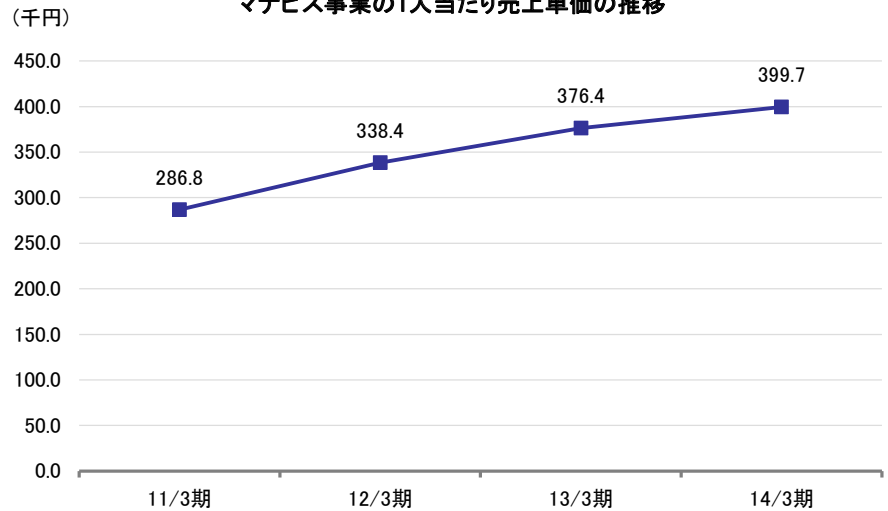
映像授業部門マナビスは、大手予備校の河合塾が「河合塾マナビス」ブランドで展開する高校生向けeラーニングのフランチャイジー事業だ。城南進学研究社は2014年3月末現在で9校を展開している。この規模は、河合塾の全国のマナビスの約5%に相当する。

2014年3月期のマナビス事業の売上高は500百万円で、前期比70.0%増となった。2013年3月期末の校舎数が8校で、期中に1校の新設があった点を差し引いても非常に大きな伸びを示したといえる。マナビスは、ビデオ・オン・デマンド式で、タイムマネジメントの主導権が生徒側にあることや、河合塾ブランドなどが奏功して、着実に人気を集めている。2014年3月期中の入学者数は1,251人と前期比で60.2%増加した。この急激な人数増加に対しては、各既存校で「増床」で対応し追加的費用負担を最小限に抑えることができた。また、生徒1人当たり売上単価も、年々右肩上がりでも推移してきており、2014年3月期にはついに40.0万円に達した。後述する予備校事業の売上単価（48.6万円）と比較した場合、人件費等のコストを考慮すれば、マナビス事業の収益性の高さが容易に想像できる。

マナビス事業の業績推移



マナビス事業の1人当たり売上単価の推移



同社と河合塾は互いに大学受験予備校を展開するという点では競合関係にも思える。しかしながら、両社の中心生徒層のターゲット大学の違いや地理的な校舎展開の違いから、真正面から競合する関係にはない。このことが、河合塾マナビスのフランチャイジーになることを決断させたといえる。前述のように、オンデマンド型映像授業に対する消費者（生徒）のニーズは非常に強く、同社はこの2014年6月に南浦和校を開校した。また、2015年2月にももう1校開校予定で準備を進めている。このように、映像授業部門は、総体的に高い成長性を依然として有している事業とすることができる。

■ 個別指導

直営は小学生の強化と乳幼児との連携強化がカギ

同社は2002年から「城南コベッツ」ブランドで個別指導教室を直営及びFCで展開している。2014年6月6日現在、直営58教室、FC174教室を開校している。当初は城南予備校に併設した個別指導コースからスタートした経緯もあって、専門教室を開校した2004年当初は高校生91%、中学生9%という構成だった。その後、中学生の取り込みが奏功し、現状では高校生36%、中学生53%、小学生11%という構成へと変わってきている。

城南コベッツの特徴の1つに、成績保証制度がある。これは期間内に所定の点数が達成できなかった場合には保証期間終了後の翌期間（4ヶ月間）の対象科目の通常授業料を全額無料とする制度だ。当初は直営教室のみでの制度だったが、のちに業界で初めてFC教室にも制度を拡大した。成績保証制度自体は業界全体に広まっているが、「成績アップ保証」というイメージによる集客効果は依然として高いようだ。

個別指導教室の教室数と分布

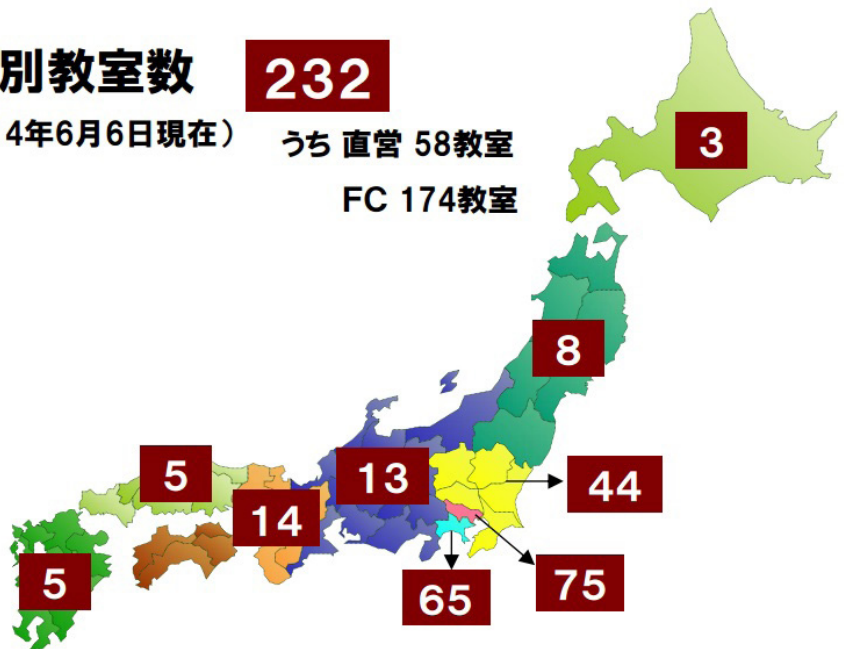
個別教室数

232

（2014年6月6日現在）

うち 直営 58教室

FC 174教室



出所：同社決算説明会資料から転載

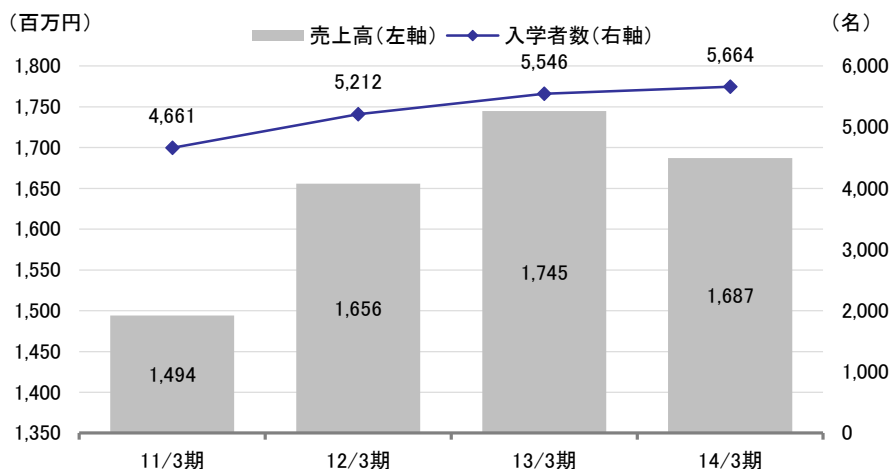
個別直営部門

個別指導の直営部門は予備校部門と並ぶ収益の柱になっているが、2014年3月期売上高は1,687百万円と、前期比3.3%減となった。第3四半期発表時点での会社予想の1,813百万円に対しては未達となった。

減収の要因は、生徒の構成比変化による売上単価のダウンだ。入学者数は前期比118人増の5,664人だったが、内訳としては小学生が232人増加したのに対して、中学生が114人減少した。この構成差による単価ダウンを、入学者数でカバーしきれず減収となった。

弊社では、今回の減収はさほど深刻にはみていない。中学生の減少というマイナス効果よりも、小学生の入学者増加のプラス効果の方が中期的に考えれば大きいと考えているからである。高校生の取り込みはその先につながりにくい、小学生の取り込みは、中学・高校へとつながる可能性を秘めている。それゆえ同社自身も小学生の取り込みに営業努力を行ってきたのであり、2014年3月期は、その点で一定の結果を残すことができたプラスに評価できると弊社では考えている。小学生の入学者数が600人を超えたとはいえ、全体に占める割合はやっと10%を超えたに過ぎない。この比率が15%～20%に高まってくると、その後の3～5年間の中期的事業拡大が具体性をもってイメージできてくるものと期待している。

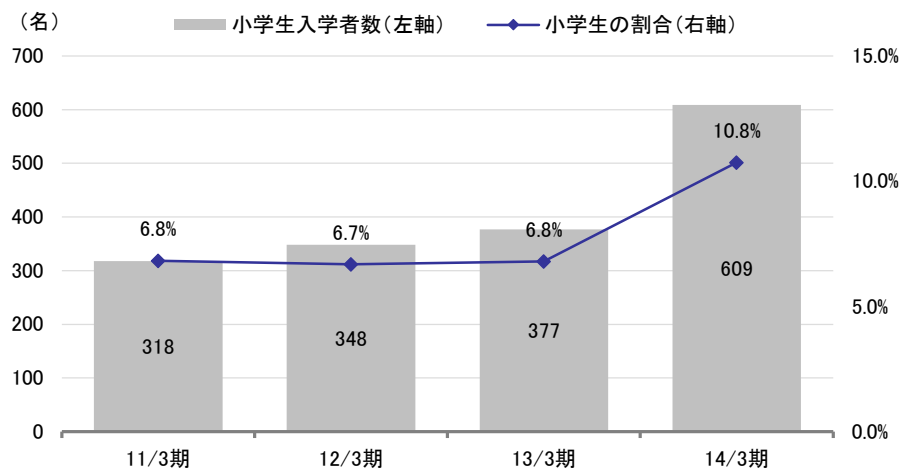
個別直営部門の業績推移



弊社では、小学生の取り込みを強化しようという同社の戦略を評価しているが、その一方で、具体的な取り込み策という点では改善の余地が大きいのではないかと考えている。このように考える理由の1つは、城南コベッツの特徴が見えづらいという点だ。同社は難関校の中学受験生を対象とするのではなく、学校の授業をきちんと理解するという、ボリュームゾーンを対象としている。逆に言えばそれゆえに城南コベッツというものの特徴を打ち出しにくいといえる。

もう1つのポイントは前述の、乳幼児教室や英語教室の幼稚園児が小学生になったときに城南コベッツに誘うような仕掛け・仕組みがないことだ。乳幼児強化は前述のとおり、今の同社の最大のテーマになってきているが、結局それが乳幼児時代で終わってしまうリスクがある。乳幼児教育と小学生教育が互いにシナジーを生み出せるような教育プログラムの提供は、同社にとって喫緊の課題ではないかと弊社では考えている。

個別直営部門における小学生の入学者数の推移



個別 FC 部門

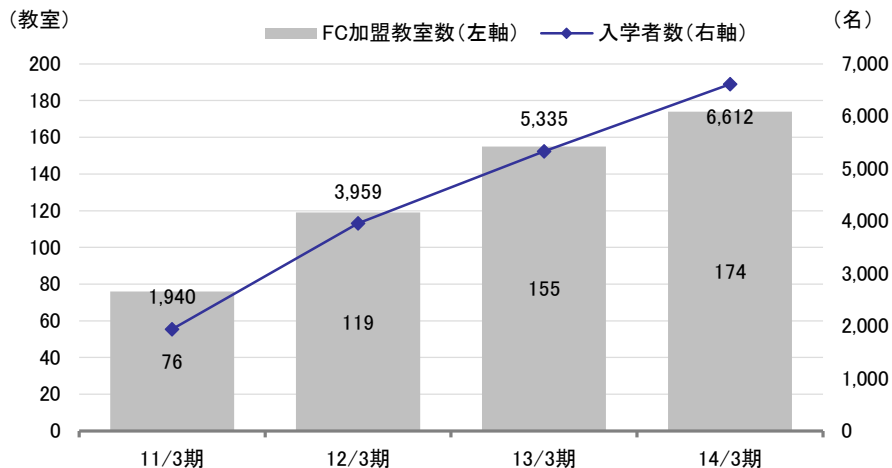
個別指導のFC部門は、2014年3月末の加盟教室数が175教室となった。2014年3月期中の新規開校は当初見込みの65教室に対して34教室だった。これはFC事業者の選別強化によるものだ。FCオーナー希望者の資質や経済状況などの審査を厳しくし、量より質を追求した。

■ 個別指導

弊社ではこうした事業者の選別強化は、中長期的視点に立てば非常に重要で有効な施策であると評価している。これまでの同社はどちらかといえば城南コベッツの勢力拡大にまい進していた印象だが、今回、量より質に基本方針を大きく転換した意味は大きいと考えている。同社への直接の収益は254百万円（前期比13.9%増）と、直営事業に比べて貢献度は小さいが、「城南」のブランドイメージを直接左右する存在だけに、FC事業者の経営基盤強化は直営事業同様に重要だ。

FC事業全体で見れば、順調が続いていると言える。教室数は12.3%増加したが入学者数の伸びはそれを上回る23.9%の伸びを示した。また、1人当たりの受講講座数及び売上単価も上昇している。

個別FC部門の加盟教室数と入学者数の推移



■ 予備校事業

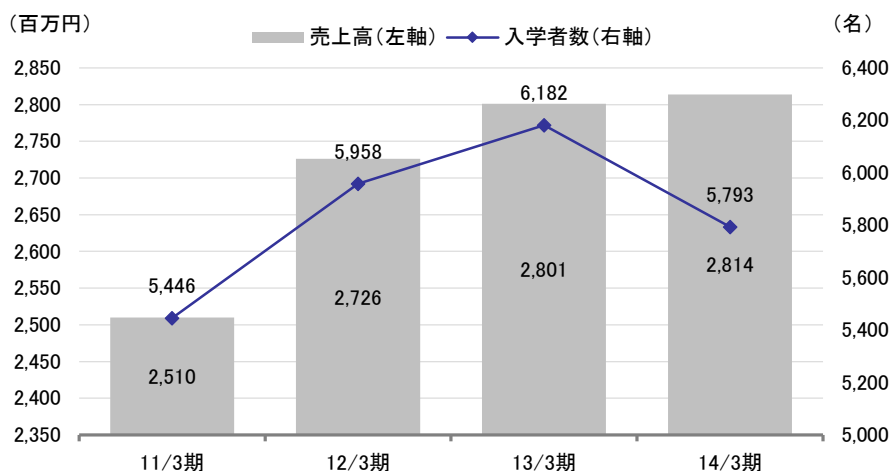
予備校は対象人口の減少の流れを単価アップでどこまで吸収できるかがカギ

同社は首都圏（神奈川、東京、埼玉、千葉）に、「城南予備校」を11校展開している。城南予備校の立ち位置は、国公立大学及び「早慶上理」は言うまでもないが、何よりも「GMARCH」と呼ばれる有名私立大学を志望する高校生をメインの顧客層としている。対象となる生徒数的にもっとも厚みがある部分だ。同社はこれらの生徒に対して「ワンランク上」の大学に合格させることを城南予備校の特徴としてアピールしている。

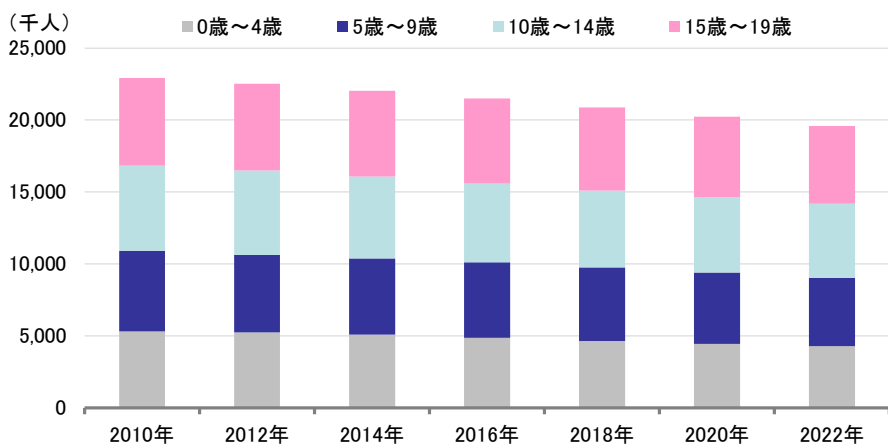
2014年3月期の予備校部門の売上高は、現役生・既卒生合わせて2,814百万円と前期比0.4%の増収となった。入学者数は5,793人で前期比6.3%(389人)減少したが、新商品「THE TANREN」や合宿メニューの投入で売上単価を伸ばし、売上高としては前期比並みを確保した形だ。

同社の集計では、東京都と神奈川県18歳人口は2013年度が17.8万人で、2018年までほぼ横ばいで推移すると見込んでいる。一方、各種統計では、生徒層年齢の人口が減少していく傾向が鮮明となっている。

予備校部門の業績推移



児童・生徒層の将来人口

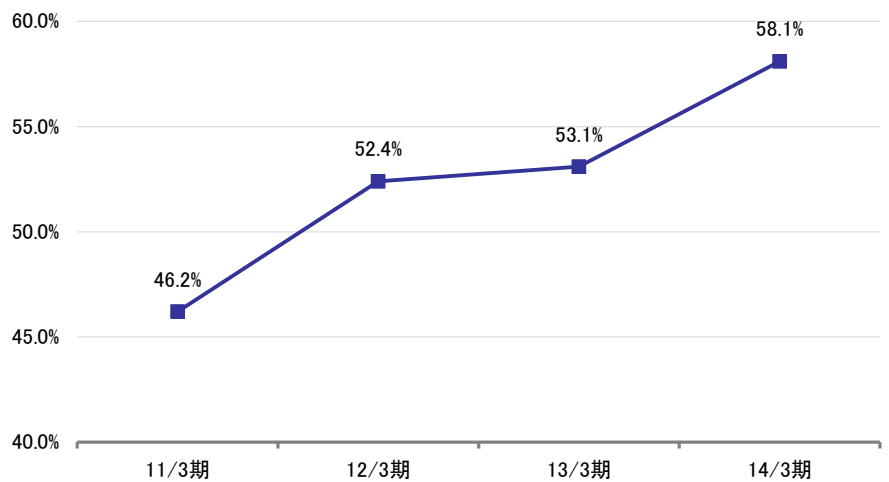


出所: 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」よりフィスコ作成

マクロ的な事業環境の厳しさについて同社は、従来からそれを認識し、「現役合格保証制度」の導入や魅力的な新メニューの投入などの施策を通じて、入学者数を確保し、かつ、売上単価を上げることで増収を実現するとしてきた。新中期経営計画における利益計画では、将来的に予備校事業の売上高はほぼ横ばいで推移する前提としている。そして、成長戦略の軸足を他の事業に大きくシフトした。弊社では、この戦略の切り替えは、同社がより実現可能性の高い施策に軸足を移したということで、高く評価している。

言うまでもなく、同社は予備校事業を捨てたわけではない。従来どおり、「ワンランク上」の合格につながる魅力的なプログラムの投入などで、収益確保を目指す方針だ。同社の予備校事業にあって、今も集客効果が高いとみられる施策が「現役合格保証制度」だ。在籍者に占めるこの制度の利用者の比率は、導入以来、年々上昇を続け、2014年3月期には58.1%と60%に迫った。この制度を利用されるマイナス効果よりも、この制度による集客効果や単価アップ効果の方がはるかに大きいと考えられ、こうした制度が同社の収益にマイナスになるという懸念は不要だ。同社によれば、実際のこの制度の利用者の割合は約15.8%と少なく、次年度の追加的コストがほとんど発生しない一方で講習会・テキスト代などによる売上高増加をもたらしているという。

在籍者に占める「現役合格保証制度」利用者数の割合



■ 大学入試制度改革

小回りの利く組織規模を生かして、成長機会として取り込むことに意欲

現在、大学入試制度改革が進められている。政府の教育再生実行会議は2013年10月、現行の大学入試センター試験に代わる新たな共通テストとして「達成度テスト」（仮称）の導入を提言した。また、これを受けて、文部科学省の中央教育審議会が具体的な制度設計を議論してきたが、6月20日に「達成度テスト」のうち、「発展レベル」についての答申案を示した。発展レベルは一般入試の合格判定に活用されるものだ。

今回の答申案では、知識よりも思考力、あるいは知識の活用力を問う試験へと変わることが明確化された。適用時期は2021年春の大学入学予定者で現行の小学6年生からだ。センター試験との主な違いは（1）実施回数が1回から2回になる、（2）現行は6教科29科目ごとに行われているが、「総合型」や「合教科・合科目型」などの科目にとらわれない問題が採用される、（3）成績表示が1点刻みの点数表示から数段階のレベル表示になる、の3点だ。

今回の答申案はあくまで大枠であり、具体的な制度設計が決定されるまでにはまだ時間を要する。ただし制度変更がなされることはほぼ確実であり、それによる同社を含めた関連業界各社への影響が注目される。そのような状況のなかで同社は、大学入試制度改革を自社のプラス要因として活用することに自信を示している。同社は大手予備校や大手学習塾などに比較すれば企業規模が小さく、フレキシブルな対応が可能とみているためだ。

大学生の学力低下が言われて久しいが、現実に同社は、大学に対して補習のための教員を派遣してもいる。この例からわかることは、一定の補習・補講のニーズが思わぬところに存在しているということだ。これらは大量の需要とはならないが、制度がどう変わろうと影響を受けることなく存在すると考えられる。同社の言う「小回りが利く」ということが、数人単位のこのようなニーズを事業として成立させることができるという意味であるならば、入試制度改革はプラスと言い切る同社の見方には説得力があると言える。ただ、この点については一段の事例の積み上げと分析が必要で、制度改革の行方も含めて、現時点で判断・評価を下すのは難しいと弊社では考えている。

マージン改善による ROE 向上が課題、中計の進捗に注目

(1) 財務分析

城南進学研究社の 2014 年 3 月期末の自己資本利益率（ROE）は 3.5% だった。この値は低い水準であると言わざるを得ない。わずか 2 期前の 2012 年 3 月期には、法人税の戻りがあったために当期純利益が上に押し上げられた特殊要因があったとはいえ、10.6% の ROE を記録していたことに照らしても、3.5% の ROE は改善が強く望まれる水準だ。

同社の ROE の主たる構成要素である ROA（総資産経常利益率）は 4.5% だった。これも 2012 年 3 月期の 6.8% から大きく低下した。この 2 期間に総資産回転率はほぼ横ばいであるため、マージンの低下が ROA を低下させたといえる。内容を分析すると売上高粗利益率が低下した一方で販管費率が上昇し、売上高営業利益率は 5.7% から 3.4% に圧縮されたことが原因とわかる。

マージン改善の重要性は、同社自身がよく認識しているところであり、中期経営計画でも、収益構造改善策を通じて、マージン改善を目指している。新中期経営計画の業績が達成されると仮定し、かつ、総資産や販管費を対売上高比率で 2014 年 3 月期と同様の数値にコントロールできれば、2017 年 3 月期の ROE は 8.3% に上昇するという試算が可能だ。この水準にまで改善してくれば、PBR0.5 倍という株価バリュエーションについても再評価がされてくる可能性がある。

結局、最大のポイントは新中期経営計画における業績見通しの実現可能性ということになる。この点については、別項で前述したように、新中期経営計画の業績計画に関して、弊社では実現は十分可能だと考えている。ただし、個別指導や乳幼児教室、英語教育についての FC 展開の実績あるいは具体的な見通しの発表を見ながら、中期計画の進捗と業績達成可能性を見極めていく必要があると考えている。

財務分析表

		実績				中期経営計画3か年			備考	
		11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期		
主要数値	売上高	百万円	4,432	4,992	5,288	5,629	5,942	6,317	6,795	会社予想
	販管費	百万円	879	1,161	1,332	1,367	1,443	1,534	1,650	14/3期以降、対売上高比率横ばいと仮定
	営業利益	百万円	54	283	166	194	221	315	475	会社予想
	経常利益	百万円	98	329	223	255	274	379	543	会社予想
	当期純利益	百万円	(326)	385	174	141	215	265	380	経常利益=税引前利益とし、実効税率30%と仮定
	総資産	百万円	4,577	5,160	5,361	5,659	5,992	6,394	6,929	14/3期以降、資産回転率横ばいと仮定
	自己資本	百万円	3,455	3,840	3,975	4,052	4,203	4,403	4,719	配当横ばいと、配当金支払のみ社外流出と仮定
	有利子負債	百万円	0	0	0	0	0	0	0	14/3期以降横ばいと仮定
	減価償却費	百万円	125	136	150	159	159	159	159	14/3期以降横ばいと仮定
	EBITDA	百万円	179	419	316	353	380	474	634	営業利益+減価償却費
収益性・効率性	自己資本利益率	%	-9.0%	10.6%	4.5%	3.5%	5.2%	6.2%	8.3%	
	総資産経常利益率	%	2.1%	6.8%	4.2%	4.5%	4.7%	6.1%	8.2%	
	資産回転率	回/年	0.96	1.03	1.01	1.02	1.02	1.02	1.02	
	売上高経常利益率	%	2.2%	6.6%	4.2%	4.5%	4.6%	6.0%	8.0%	
	売上高総利益率	%	21.0%	29.0%	28.3%	27.8%	28.0%	29.3%	31.3%	
	売上高販管費率	%	19.8%	23.3%	25.2%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	
	売上高営業利益率	%	1.2%	5.7%	3.1%	3.5%	3.7%	5.0%	7.0%	
成長性	EBITDA マージン	%	4.0%	8.4%	6.0%	6.3%	6.4%	7.5%	9.3%	
	売上高	%	-	-	-	-	-	6.5%	-	3期間の年平均成長率
	営業利益	%	-	-	-	-	-	34.8%	-	3期間の年平均成長率
当期純利益	%	-	-	-	-	-	39.2%	-	3期間の年平均成長率	

2014年7月25日（金）

14/3 期業績は事前予想をやや下回って着地

(2) 2014年3月期業績

2014年3月期の業績は、売上高が5,629百万円、営業利益194百万円、経常利益255百万円、当期純利益141百万円となった。従来の非連結決算から連結決算に切り替わったため、前期比較はない。連結対象となったのは英語教育のズー・フォニックス・アカデミーを手掛ける株式会社ジー・イー・エヌで、2013年10月からの6ヶ月分が連結されている。

2014年3月期決算は、2013年11月の連結業績予想発表時の計画値に対して、売上高、利益ともに未達であった。売上高は約200百万円のショートとなったが、内訳としては予備校部門で約100百万円ショートし、個別指導部門で約150百万円ショートした。他方、映像授業部門（マナビス事業）で50百万円上振れした。

予備校部門のショートは高校生の生徒数減少というマクロ要因の影響を埋めきれなかったためと思われる。「THE TANREN」や各合宿プログラムなど、受験生のニーズをうまく吸い上げて1人当たりの売上単価アップを実現したが、数の減少を補うには至らなかったという。個別指導においても状況は同じで、計画に対して入学者数が下回ったことが減収につながったとみられる。

費用については売上原価、販管費ともに実額としては前期比増加となり、対売上高比率はともに悪化した形となって売上高営業利益率を圧縮した。

事業部門別売上高の推移

	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期		15/3 期 (予)
				事前予想	実績	
予備校部門（現役高校生）	2,020	2,210	2,304	-	2,241	-
予備校部門（高校卒業生）	490	516	497	-	572	-
予備校部門計	2,510	2,726	2,801	2,915	2,814	2,735
（前期比）	-15.5%	8.6%	2.8%	4.0%	0.5%	-2.8%
個別指導部門（直営）	1,494	1,656	1,745	1,813	1,687	-
個別指導部門（FC）	96	178	223	277	254	-
個別指導部門計	1,591	1,834	1,968	2,090	1,942	2,116
（前期比）	5.1%	15.3%	7.3%	6.2%	-1.3%	9.0%
映像授業部門（マナビス）	148	221	294	447	500	553
（前期比）	-3.2%	49.3%	33.0%	51.9%	70.1%	10.6%
デジタル教材・乳幼児教育部門	104	165	183	204	208	227
中高受験部門	54	-	-	-	-	-
その他	22	43	40	54	50	75
ジー・イー・エヌ	-	-	-	102	112	232
合計	4,432	4,992	5,288	5,815	5,629	5,942
（前期比）	-8.1%	12.6%	5.9%	10.0%	6.4%	5.6%

15/3 期は増収増益見通し、乳幼児・英語教室のFC展開に注目

(3) 2015年3月期見通し

2015年3月期は、売上高5,942百万円（前期比5.6%増）、営業利益221百万円（同13.9%増）、経常利益274百万円（同7.5%増）、当期純利益215百万円（同52.5%増）と予想している。前期比伸び率は連結子会社の織り込みが、前期は6ヶ月で今期は12ヶ月であるため厳密な比較ではない点に注意が必要だ。

2014年7月25日（金）

2015年3月期は新中計の初年度に当たり、業績予想の策定の前提において、従来とは違ったスタンスが反映されている。すなわち、生徒数減少というマクロ要因の現実を織り込んだということだ。それが最もよく反映されているのが予備校部門での減収予算だ。これを個別指導、映像授業、英語教育などの各事業で吸収して前期比6%増収の予算としている。

弊社では、個別指導部門の増収額を174百万円としている点は強気の印象を持っている。他方、映像授業部門については、6月に南浦和校が開校した点や既存教室において生徒数、売上単価がともに伸びている現状を考えれば、控え目な予想だとの印象を持っている。売上高全体としては、会社予想値は妥当なものであり実現可能性は高いと考えている。利益面については300百万円を超える増収効果として27百万円の営業増益額は、堅実な予想だと弊社ではみており、実現可能性は高いと考えている。

2015年3月期決算で注目すべきは、乳幼児教室及び英語教室のFC展開の状況であろう。同社はこれら事業のFC展開加速を打ち出しているが、初年度の今年にどれだけ実行できるかで、今後の同社の計画実現可能性を占うことができると考えている。

損益計算書

(単位：百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期(予)
売上高	4,432	4,992	5,288	5,629	5,942
(前期比)	-8.1%	12.6%	5.9%	6.4%	5.6%
売上総利益	934	1,445	1,498	1,562	-
(粗利率)	21.1%	28.9%	28.3%	27.7%	-
販管費	879	1,161	1,332	1,367	-
(売上高比率)	19.8%	23.3%	25.2%	24.3%	-
営業利益	54	283	166	194	221
(前期比)	-	423.9%	-41.5%	16.9%	13.9%
経常利益	98	329	223	255	274
(前期比)	500.3%	232.8%	-32.2%	14.3%	7.5%
当期利益	-326	385	174	141	215
(前期比)	-	-	-54.8%	-19.0%	52.5%
EPS(円)	-40.58	47.85	21.63	17.59	26.73
BPS(円)	429.09	476.91	493.68	504.84	-
1株当たり配当(円)	0.0	10.0	8.0	8.0	8.0

貸借対照表

(単位：百万円)

	11/3期末	12/3期末	13/3期末	14/3期末
流動資産	984	1,661	1,781	1,948
現預金	571	1,104	1,304	1,469
その他	413	557	477	479
固定資産	3,593	3,498	3,579	3,711
有形固定資産	1,749	1,721	1,732	1,673
無形固定資産	62	72	112	272
投資等	1,781	1,704	1,735	1,764
資産合計	4,577	5,160	5,361	5,659
流動負債	668	827	828	998
固定負債	453	492	556	595
負債合計	1,121	1,319	1,385	1,593
株主資本	4,356	4,741	4,835	4,912
資本金	655	655	655	655
資本剰余金	652	652	652	652
利益剰余金	3,357	3,742	3,836	3,913
自己株式	-309	-309	-309	-309
評価換算差等	-900	-900	-859	-847
純資産合計	3,455	3,840	3,975	4,065
負債・純資産合計	4,577	5,160	5,361	5,659
有利子負債	0	0	0	0

キャッシュフロー計算書

(単位：百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期
営業活動キャッシュフロー	144	658	301	468
投資活動キャッシュフロー	8	-43	-330	-237
財務活動キャッシュフロー	-4	-2	-81	-73
現預金換算差額	-2	-1	0	0
現預金増減	146	611	-110	158
期首現預金残高	433	579	1,190	1,079
期末現預金残高	579	1,190	1,079	1,238

■会社概要

予備校・個別指導教室が中心、乳幼児向けなどを拡大中

同社は川崎市発祥で神奈川、東京、埼玉、千葉の首都圏を地盤とする総合教育企業。大学受験向けの「城南予備校」が創業事業だが、対象生徒やプログラムを順次拡大し、現在では乳幼児から大学生まで幅広い層を対象に教育プログラムを提供している。

収益の中心は城南予備校と個別指導教室の「城南コベッツ」だ。城南コベッツは、直営教室とFC教室を合わせて232校を全国展開している（2014年6月6日時点）。大学受験においては「早慶上理」及び「GMARCH」を目指す層、小・中学生においては難関校受験ではなく、学校の授業内容をしっかりと理解することを目指す層、をそれぞれメインターゲットとしている。

少子化は業界全体に関わる大きな問題だが、同社は乳幼児期からの囲い込み戦略で対応しようとしている。乳幼児向けに「くぼたのうけん」及び幼児期英語教育の「ズー・フォニックス・アカデミー」を運営している。これらは今後FC展開を積極化させ、同社の成長エンジンに位置付けて事業拡大していく計画だ。

沿革

1961年 4月	大学受験の総合予備校として、城南予備校を川崎に設立
1982年 9月	(株)城南進学研究社を設立。城南予備校の経営指導を開始
1986年 1月	城南予備校町田校を開校し、都内進出
1999年 4月	JASDAQ に株式を上場
2002年 4月	個別指導コース（現・城南コベッツ）を予備校内に設置
2004年 2月	城南コベッツを都内に開校
2006年 1月	城南コベッツを千葉に開校
2007年 1月	城南コベッツFC 第1号を開校
2008年 9月	城南コベッツを埼玉に開校
2008年11月	城南コベッツに成績保証制度を導入
2009年 2月	くぼたのうけん Web スクール、くぼたのうけん自由が丘校を開校
2009年 3月	小中学生向け Web 学習システム「城南マナビックス」を発売
2010年 1月	城南予備校に現役合格保証コースを導入
2011年 4月	城南ルミナ保育園立川を開所
2012年 3月	大学受験に特化したプレミアム個別指導「城南 ONE'S」を自由が丘に開校
2012年 5月	大学生の就職支援スクール「城南就活塾」を横浜に開校
2013年 4月	城南予備校早慶専門館を南浦和に開校
2013年10月	低年齢層英語教育の(有)ジー・イー・エヌを連結子会社化
2014年 3月	ズー・フォニックス・アカデミー自由が丘教室（児童英語教室）を開校

ディスクレーマー（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、株式会社東京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、企業との電話取材等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