

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

城南進学研究社

4720 東証 JASDAQ

企業情報はこちら >>>

2019 年 2 月 8 日 (金)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

城南進学研究社
4720 東証 JASDAQ

2019 年 2 月 8 日 (金)
<http://www.johnan.co.jp/ir/>

目次

■ 要約	01
1. 2019 年 3 月期は年間を通じて収益構造改革に取り組む計画。期初予想に変化なし	01
2. M&A や事業提携を活用し、英語教育の強化や事業ポートフォリオ改善が順調に進捗	01
3. 入口（幼児教育）と英語教育の強化によって、長期的囲い込み戦略が一段と具体化	01
■ 業績の推移	02
● 2019 年 3 月期第 2 四半期決算概要	02
■ 事業部門別動向	04
1. 個別指導部門	04
2. 映像授業部門	07
3. 予備校部門	08
4. くぼたのうけん部門	09
5. 主要子会社の動向	10
■ 中期経営計画の進捗状況	12
1. 中期経営計画と進捗の概況	12
2. 「4 技能を伸ばす英語教育の推進」の狙いと進捗状況	13
3. 「事業ポートフォリオの改善と経営基盤の強化」の狙いと進捗状況	15
4. 「戦略的な M&A、アライアンスによる企業価値の向上」の狙いと進捗状況	17
5. 今後の取り組みと課題	18
■ 今後の見通し	19
● 2019 年 3 月期通期見通しと 2020 年 3 月期の考え方	19
■ 株主還元	22

城南進学研究社
4720 東証 JASDAQ

2019 年 2 月 8 日 (金)
<http://www.johnan.co.jp/ir/>

要約

次代の成長に向けた収益構造改革が順調に進捗。今下期も積極投資を敢行し、来期の V 字回復と持続的成長可能な収益体質づくりを目指す

城南進学研究社 <4720> は東京・神奈川を地盤とする総合教育ソリューション企業。大学受験の「城南予備校」から出発し、社会環境の変化に対応して、小学生や乳幼児へと教育サービスを拡大してきた。一生を通じた一人ひとりの主体的な学びを支援することを目指している。

1. 2019 年 3 月期は年間を通じて収益構造改革に取り組む計画。期初予想に変化なし

同社の 2019 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上高 3,493 百万円（前年同期比 3.5% 減）、営業利益 3 百万円（同 98.7% 減）と減収減益で着地した。同社は今期を収益構造改革の年と位置付け、先行投資によって収益が一時的に悪化する予算で臨んだ。今第 2 四半期は、売上高は予備校部門の低調で計画を下回ったものの、営業利益については人件費の抑制や個別指導部門のリニューアルの下期へのずれ込みによって、想定を上回って黒字で着地した。2019 年 3 月期通期については、収益構造改革を計画どおり遂行する計画で、それに伴って費用も予定どおり発生する見通しであるため、期初予想に変化はない。

2. M&A や事業提携を活用し、英語教育の強化や事業ポートフォリオ改善が順調に進捗

同社は中期経営計画のもと、大学入試制度改革への対応や事業ポートフォリオの改革に取り組んでいる。今第 2 四半期においては、4 技能を伸ばす英語教育の推進に関して iae グローバルジャパン（株）との提携や社会人英語教育に強みを持つ（株）アイベックの子会社化を実施した。事業ポートフォリオの改善では予備校の閉校方針を確定する一方、新業態の「城南予備校 DUO」や映像授業の「河合塾マナビス」の新規開校を進めた。また、M&A によって埼玉県下で小規模保育施設を 9 園運営する（株）フェアリーを子会社化し、同社が注力する乳幼児教育（保育）事業の強化を図った。不動産物件の需給がタイトなために新規開校が計画より若干遅れている状況にはあるが、やるべきことが明確ななかで、着実に前に進んでいるというのが同社の今の状況と言える。

3. 入口（幼児教育）と英語教育の強化によって、長期的囲い込み戦略が一段と具体化

同社はかねてより「総合教育ソリューション企業」として乳幼児から社会人まで幅広い年齢層をターゲットに教育サービスを提供する体制を整え、長期的囲い込み戦略によって持続的成長を目指してきた。それに向けた布石を着々と打ってきたもののこれまでは散発的な印象を拭えなかった。しかし今第 2 四半期の各種進捗の結果、入口に当たる乳幼児教育分野の充実と、長期的囲い込みのためのメインツールとして英語教育を活用することが明確になった。これによって同社の中長期の成長戦略が従来よりも一段と明確になったと弊社では考えている。今後はさらに工夫を重ねて各種教育サービスと各世代を有機的につなぐ仕組みを開発し、「J-Family」のメンバーであり続けることについてどう説得力を持たせていくかが課題となるだろう。

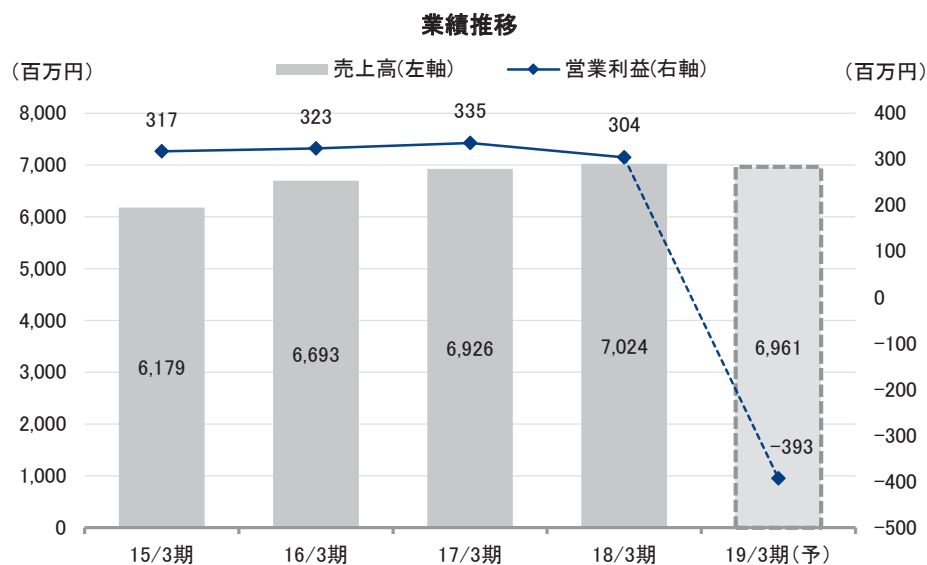
城南進学研究社
4720 東証 JASDAQ

2019 年 2 月 8 日 (金)
<http://www.johnan.co.jp/ir/>

要約

Key Points

- ・大学入試制度改革への対応や収益構造の改革といった中期経営計画目標が順調に進捗中
- ・英語や幼児教育の分野で、M&A や事業提携を着実に実現
- ・「J-Family」構想実現に向け、各世代・各サービスを縦横に有機的につなぐ仕組みの強化が課題



出所：決算短信よりフィスコ作成

業績の推移

利益の上振れはリニューアル計画のずれ込みによるものでプラス要因ではない。気を緩めることなく事業構造改革に取り組む

● 2019 年 3 月期第 2 四半期決算概要

同社の 2019 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上高 3,493 百万円（前年同期比 3.5% 減）、営業利益 3 百万円（同 98.7% 減）、経常利益 16 百万円（同 93.6% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 20 百万円（同 88.3% 減）と減収減益で着地した。

同社は今期を収益構造改の年と位置付け、先行投資によって収益が一時的に悪化する予算で臨んだ。今第 2 四半期は、売上高は予備校部門の低調で計画を下回ったものの、営業利益については人件費の抑制や個別指導部門のリニューアルの下期へのずれ込みによって、想定を上回って黒字で着地した。

城南進学研究社 | 2019 年 2 月 8 日 (金)
4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

業績の推移

2019 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

(単位：百万円)

	18/3 期			19/3 期			
	2Q 累計	下期	通期	2Q 累計 (予)	2Q 累計	前期比 伸び率	予想比 増減額
売上高	3,618	3,405	7,024	3,578	3,493	-3.5%	-84
営業利益	235	68	304	-83	3	-98.7%	86
経常利益	263	88	352	-68	16	-93.6%	84
親会社株主に帰属する 当期純利益	170	-29	141	-38	20	-88.3%	58

出所：決算短信よりフィスコ作成

主力の教育事業においては、予備校部門が大学受験のニーズの多様化などにより厳しい状況が続き、前年同期比 18.2% の減収となったほか、個別指導部門（直営）についても施設の見直しを進めた結果、同 6.1% の減収となった。一方で映像授業部門は既存校舎の好調が持続した上新規開校効果もあり、同 17.3% の増加となり、児童教育部門※も幼児教室の開校や教材の外部販売などで同 8.3% の増収となった。しかし予備校部門の減収影響を吸収するには至らず、教育事業の売上高は同 3.9% 減となった。スポーツ事業においては、子会社の（株）久ヶ原スポーツクラブが安定した会員数を確保しつつ、学童保育の利用者が増加しており、同 6.8% 増となった。これらの結果、全社売上高は、同 3.5% 減の 3,493 百万円となった。

※ ここでは（株）ジー・イー・エヌ、くぼたのうけん、城南ルミナ保育園、JBS ナーサリー（株）の 4 事業・子会社の売上高を合算したベース

利益面では、2019 年 3 月期第 2 四半期は収益構造改革の取り組みに伴う先行費用の発生などを理由に、期初から営業損失の予算で臨んだ。新業態である「城南予備校 DUO」の新規開校、映像授業の「マナビス」などの新規開校はほぼ順調に進んだが、一部下期にずれ込んだことに加えて、個別指導教室（直営）のリニューアルが下期にずれ込んだことで費用が当初想定よりも減少した。また、人件費の抑制努力もあり、営業利益は期初予想を 86 百万円上回り、3 百万円の営業黒字で着地した。

城南進学研究社 | 2019 年 2 月 8 日 (金)
4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

業績の推移

事業部門別売上高の詳細

(単位：百万円)

	18/3 期			19/3 期	
	2Q 累計	下期	通期	2Q 累計	前年同期比
予備校部門 (現役高校生)	887	806	1,693	711	-19.8%
予備校部門 (高校卒業生)	331	196	528	285	-13.8%
予備校部門計	1,219	1,002	2,221	997	-18.2%
個別指導部門 (直営)	927	1,040	1,968	871	-6.1%
個別指導部門 (FC)	148	145	294	138	-6.7%
個別指導部門計	1,076	1,186	2,263	1,010	-6.1%
映像授業部門 (マナビス)	615	504	1,119	721	17.3%
ジー・イー・エヌ	159	188	347	150	-5.3%
くぼたのうけん	57	60	117	68	19.3%
城南ルミナ保育園	49	59	108	46	-6.1%
JBS ナーサリー	119	147	266	152	27.6%
その他	158	96	254	171	8.4%
教育事業売上高合計	3,452	3,244	6,696	3,316	-3.9%
スポーツ事業売上高	165	161	327	176	6.7%
売上高合計	3,618	3,405	7,024	3,493	-3.5%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

事業部門別動向

直営部門では不採算教室の閉鎖の一方で移転・リニューアルを実施し収益拡大を目指す。FC 部門でも経営改善に向けた取り組みに注力

1. 個別指導部門

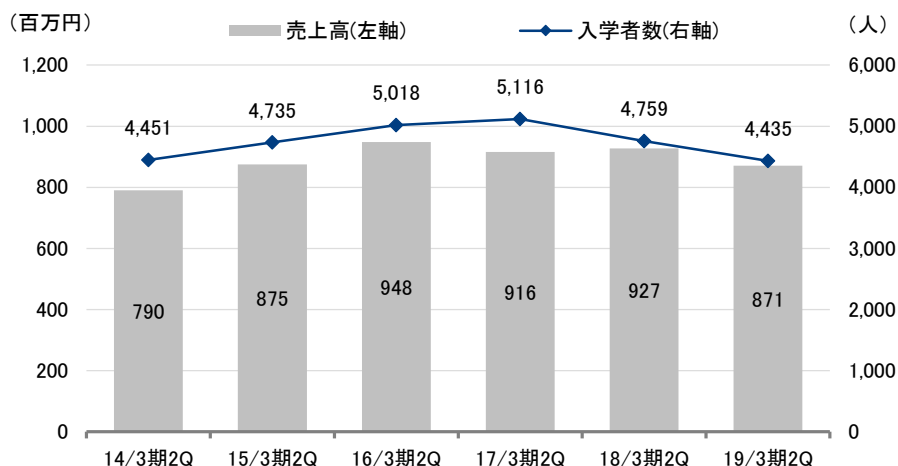
(1) 直営教室

個別指導部門は「城南コベッツ」ブランドの個別指導塾を、直営と FC (フランチャイズ) 方式で展開している。

城南進学研究社 | 2019 年 2 月 8 日 (金)
4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

事業部門別動向

個別指導・直営部門の業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

個別指導・直営部門の2019年3月期第2四半期は、売上高が前年同期比6.1%減の871百万円となった。同社は2018年3月期末に、不採算教室の整理統合により4教室を閉鎖した(3月31日まで営業し4月1日から閉鎖)。2019年3月期第2四半期はその影響がフルに出たことにより前年同期比で減収となった。

一連の整理統合の結果、2018年9月末現在の直営教室数は54校にまで減少したが、不採算教室はほぼ解消された状況にある。個別指導に対するニーズは依然として高く、成長ポテンシャルも大きいことから、今後は採算性を重視しながら教室数を再び漸増させていくとみられる。

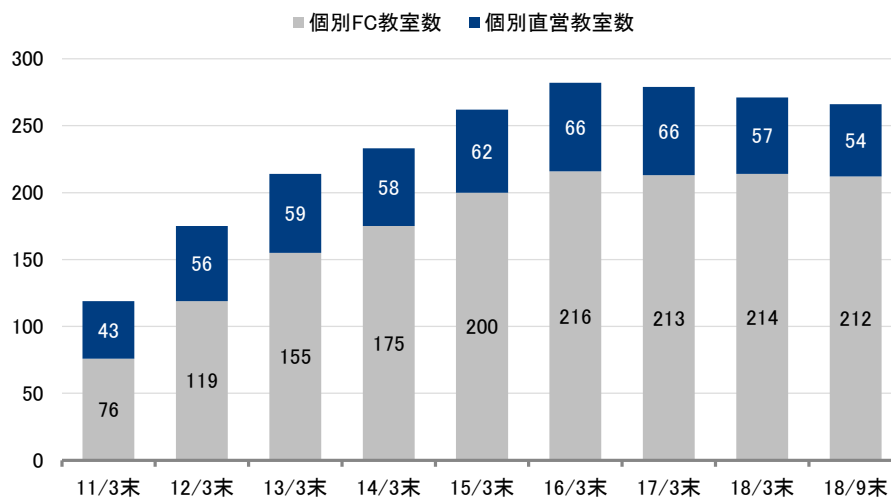
不採算教室の整理の一方、収益拡大に向けた取り組みも着実に実施している。具体的には、教室の移転・リニューアルがその主な柱だ。学習塾選びの際に新しさや清潔感は重要なアピールポイントであり、既存教室のリニューアルを順次進めている。また、予備校改革の一環で出店を加速させている「城南予備校 DUO」と商圈が重なる場合には、個別指導の教室を DUO と同じ校舎に移転し、不動産費用を抑制するとともに、中高生の「城南コベッツ」生を、自然な形で大学受験対策をコンセプトとする DUO 生へと誘導する仕組みづくりを進めていく方針だ。

城南進学研究社
4720 東証 JASDAQ

2019 年 2 月 8 日 (金)
http://www.johnan.co.jp/ir/

事業部門別動向

個別指導教部門・室数数の推移

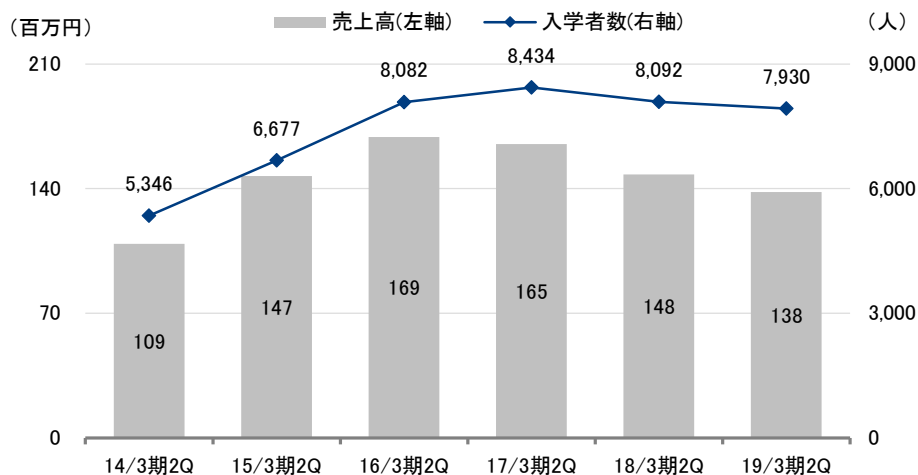


出所：決算説明会資料、取材よりフィスコ作成

(2) FC 教室

個別指導・FC 部門の 2019 年 3 月期第 2 四半期は売上高が前年同期比 6.7% 減の 138 百万円となった。

個別指導・FC部門の業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

個別指導・FC 部門では、同社は売上の一定比率を受け取る事業モデルであるため、短期的な収益だけを重視するならば FC 教室数を増大させ続けた方が得策だ。しかしながら同社は、各 FC オーナーが健全に経営できこそ、ブランド価値の向上、ひいては自社の収益増につながるとの観点から、直営教室同様、FC 教室の経営改善にも従来から注力してきている。

城南進学研究社
4720 東証 JASDAQ

2019 年 2 月 8 日 (金)
<http://www.johnan.co.jp/ir/>

事業部門別動向

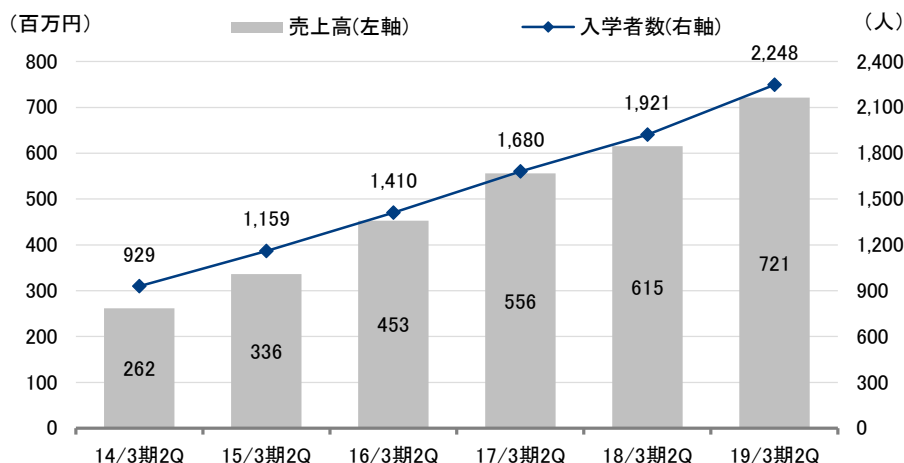
具体的な動きとしては、直営教室での成功事例（ベストプラクティス）を FC オーナーで作るオーナー会を通じて共有することで各 FC 教室の収益拡大につなげる取り組みなどがある。また、新規加盟の希望者に対しては、経営力と同社の教育理念への共感の 2 つを重視した審査を行い、その基準を厳しくすることで各年の新規加盟者数を絞り込んでいる。こうしたスタンスは、今後も維持する方針であるため、FC 教室数及び同社の個別指導・FC 教室の収益は、しばらく横ばい圏で推移する可能性もある。

FC オーナー 2 位の実績を生かし、 好立地への出店機会を逃さず積極的出店を実施

2. 映像授業部門

映像授業部門は、同社が大手予備校・河合塾のフランチャイジー（FC オーナー）として「河合塾マナビス」の校舎を展開する事業だ。映像授業はビデオオンデマンド方式で授業を視聴するため、自分の都合とペースに合わせて勉強を進めることができる点が好評で、市場は依然として拡大基調にある。同社はそこに予備校運営で培った指導ノウハウを組み合わせることでさらに高評価・高実績を獲得している。

映像授業「マナビス」部門の業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

今第 2 四半期の売上高は前年同期比 17.3% 増の 721 百万円となった。映像授業市場全体の成長に加え、2018 年 2 月に開校したセンター北校（横浜市）や同年 5 月開校の武蔵中原校、6 月開校の三鷹校からの収益も貢献したとみられる。

城南進学研究社 | 2019 年 2 月 8 日 (金)
4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

事業部門別動向

同社は「河合塾マナビス」の FC 事業者の中で、運営校舎数で第 2 位のポジションにある。過去から積み重ねたその実績によって、新規開校のエリア・立地の選択において相対的に有利な地位を得られる立場にあることと、前述のように映像市場全体の成長が続いていることの 2 つの理由から、同社は「河合塾マナビス」の校舎数の倍増を狙っている。これは、2018 年 3 月期末の 16 校を踏まえて、1 つの区切りとなる 30 校体制の構築を目指す趣旨だと弊社では理解している。

2019 年 3 月期は、前述した 2018 年 5、6 月開校の 2 校に加えて、11 月には田無校を開校した。さらに 2019 年 3 月までの間に 3～4 校の新規開校を目指している。ただ、新規開校エリアについては確定しているものの適当な不動産物件の数が非常に少ない地域もあるため、1、2 ヶ所については 2019 年 3 月までに開校できない可能性もあるとみられる。

マナビスの校舎一覧

東京都内	神奈川県	埼玉県	千葉県	群馬県	新潟県
大森校	湘南台校	南浦和校	新浦安校	高崎校	新潟駅前校
大泉学園校	センター北校	川越校	木更津校		長岡校
武蔵境校	武蔵中原校	川口校	松戸校		
ときわ台校		新越谷校			
三鷹校					
田無校					

注：2018 年 11 月末現在

出所：会社資料よりフィスコ作成

生徒数の減少が予想以上に拡大し、前年同期比 20% 近い減収

3. 予備校部門

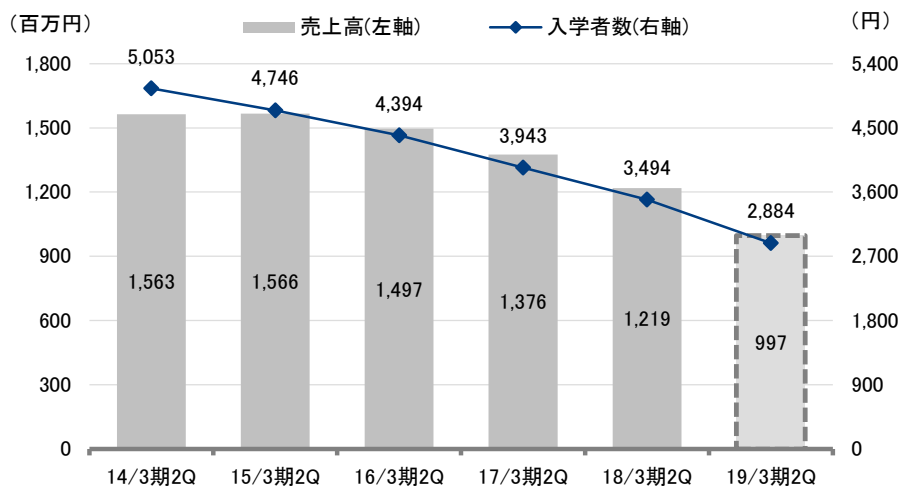
予備校部門の今第 2 四半期は、売上高が前年同期比 18.2% 減の 997 百万円となった。大学受験におけるニーズが多様化したことで、予備校部門は長期低落傾向が続いている。同社もそれに対応すべく、予備校部門の収益構造改革に着手しているが、今第 2 四半期は想定以上の減収となり、全社ベースの売上高が期初予想に対して未達となったことの主因となった。

城南進学研究社
4720 東証 JASDAQ

2019 年 2 月 8 日 (金)
<http://www.johnan.co.jp/ir/>

事業部門別動向

予備校部門の業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

予備校部門の収益構造改革については中期経営計画の進捗の項で詳述する。

3 月の豊洲教室に続き、11 月には新浦安教室を開設。 ノウハウを外部に卸売するソリューション事業も順調に拡大

4. くぼたのうけん部門

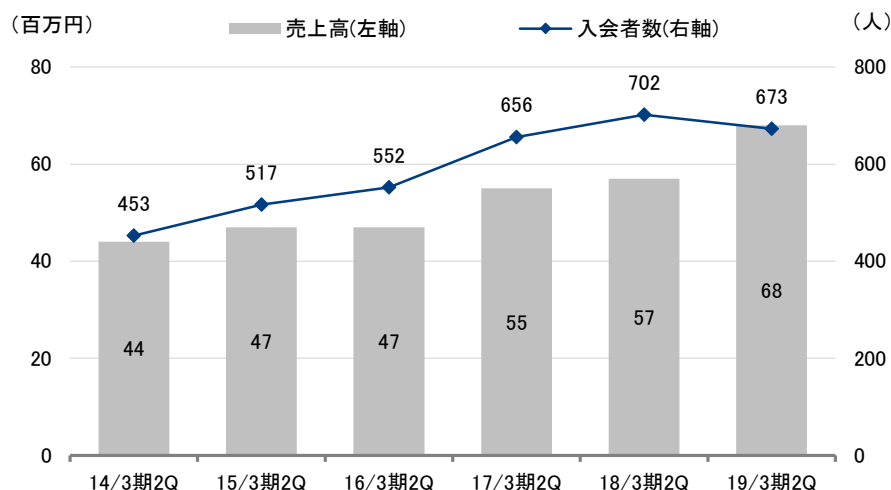
くぼたのうけんの 2019 年 3 月期第 2 四半期は、売上高は前年同期比 19.3% 増の 68 百万円となった。2018 年 3 月に 6 教室目となる豊洲教室を開設したことや、指導ノウハウを外部の幼稚園・保育園等に販売するソリューション事業の拡大により、売上高が 20% 近い増収となった。ソリューション事業の契約件数は、今第 2 四半期に静岡県と山形県の幼稚園と契約を締結し、累計契約数は 4 件（4 園）となった。

城南進学研究社
4720 東証 JASDAQ

2019 年 2 月 8 日 (金)
<http://www.johnan.co.jp/ir/>

事業部門別動向

くぼたのうけん部門の業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

今後の展開については、新規教室よりもソリューション事業の拡大が中心となる見込みだ。2019 年 3 月期下期に入り、2018 年 11 月に 7 教室目となる新浦安教室を開設したが、トレーナーの育成に時間がかかるため、8 教室目以降の開設は未定の状況とみられる。一方でくぼた式育脳法を取り入れたいというニーズは強く、現状でも交渉中の案件が複数あるもようで、今後の進展が注目される※。

※取材後の 2018 年 12 月 26 日、同社は「クボタメソッド能力開発教室」を展開する(株)主婦の友リトルランドの発行済株式を 100% 取得することを発表している。

主要子会社はそれぞれの特長を生かして総じて順調な進捗が続く。 今後はシナジー追求の取り組みが注目ポイントに

5. 主要子会社の動向

同社は M&A や戦略的アライアンスを成長戦略の 1 つに位置付けていることもあり、年々子会社が増加しつつある。買収された企業は、従来からの経営陣や経営方針、企業カルチャーをリスペクトするという同社の方針のもと、独立して事業を営んでいる。

(1) ジー・イー・エヌ

ジー・イー・エヌは幼児向け英語教室「ズー・フォニックス・アカデミー」を直営と FC 合わせて全国で 20 校を展開している。今第 2 四半期の売上高は前年同期比 5.3% 減の 150 百万円となった。減収ではあるが競争環境などに目立った変化はなく、学校数が増えないなかで期中に生徒数が異動した影響による減収と弊社ではみている。

城南進学研究社 | 2019 年 2 月 8 日 (金)
4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

事業部門別動向

同社は城南グループの特長の 1 つとして「英語の城南」というブランドイメージの確立に注力しており、ズー・フォニックスという独特の教育メソッドを有し、英語教育と幼児教育の両方に知見を持つジー・イー・エヌは、今後の同社グループの成長戦略で重要性が一段と増すと弊社ではみている。

(2) リンゴ・エル・エル・シー

(株) リンゴ・エル・エル・シーは TOEFL® と IELTS™ の対策に特化した留学試験対策専門校で、海外有名大学・大学院への豊富な合格実績を誇っている。今第 2 四半期の売上高は前年同期比横ばいの 40 百万円となった。

リンゴ・エル・エル・シーも「英語の城南」戦略では重要な位置を占めており、大学入試改革への対応の一環として新教材「5 Codes English」を開発した。また、2018 年 8 月に社会人・企業向け英語教育を手掛ける(株) アイバックがグループ入りしたことで、今後のシナジー追求の取り組みが注目される。

(3) JBS ナーサリー

JBS ナーサリーは千葉・東京・福岡で 8 ヶ所の保育園を運営する企業で、2017 年 5 月に同社グループ入りした。今第 2 四半期の売上高は、6 ヶ月間のフル寄与ということもあり、前年同期比 27.6% 増の 152 百万円となった。

JBS ナーサリーは、同社本体が運営する城南ルミナ保育園とのシナジー追求の一環で、2019 年 4 月に川崎にルミナ保育園を開園予定だ。また、同社は 2018 年 9 月に埼玉県を地盤に保育園運営を手掛けるフェアリィーを子会社化したため、それとのシナジー追求の動きも注目される。

(4) 久ヶ原スポーツクラブ

久ヶ原スポーツクラブは同社のスポーツ事業を担う子会社で、スイミングを中心とするスポーツクラブの運営を行っている。今第 2 四半期の売上高は前年同期比 6.7% 増の 176 百万円となった。スイミングの会員数はほぼ上限に達しているが、スポーツジムやバレエ教室、囲碁、茶道など様々な分野のレッスンを提供することで総会員数の増大を図り、増収につなげた。

今第 2 四半期からは学童保育にも進出し、現在 18 名の在籍者数を抱えている。初年度ということで抑制しているが 2020 年 3 月期は期初から定員の 40 名体制で走る見通しとなっている。また、同社が推進する WEB 学習システム「デキタス」についても 200 名超の会員の獲得に成功しており、デキタス事業のベストプラクティスを実現している。

■ 中期経営計画の進捗状況

大学入試制度改革への対応や収益構造の改革といった 中期経営計画目標が順調に進捗中

1. 中期経営計画と進捗の概況

同社は現在、2018 年 3 月期 - 2020 年 3 月期の 3 ヶ年中期経営計画に取り組んでおり、今期はその 2 年目に当たる。“総合教育ソリューション企業として激変する社会環境に対応し、一生を通じた一人ひとりの主体的な学びを支援する”ことと、“ステークホルダーとともに企業価値の最大化を追求し、民間教育を牽引する存在となる”ことをビジョンとして掲げ、1) 大学入試制度改革への対応とソリューション事業の強化、2) 少子高齢化の進行を見越した収益構造改革、3) 顧客ロイヤルティの向上による LTV の最大化、の 3 点を基本戦略 & 計画骨子としている（中期経営計画の詳細説明は 2018 年 1 月 22 日付レポートを参照）。

中期経営計画の基本戦略 & 計画骨子とそれぞれの項目における進捗状況をまとめた表を見ると、2018 年 3 月期に引き続き、2019 年 3 月期第 2 四半期も総じて順調に進捗している。それぞれの項目について明確な進捗がみられるが、特に重要性が高いものや、今第 2 四半期に大きな進捗があったものとしては、以下の項目を挙げることができる。すなわち、1) 4 技能を伸ばす英語教育の推進、2) 事業ポートフォリオの改善と経営基盤の強化、3) 戦略的な M&A、アライアンスによる企業価値の向上、の 3 項目だ。これらはそれぞれのテーマの枠を超えて他のテーマとも関連性があり、現実には、複数の事業部門にまたがる形で展開されている。中期経営計画の基本戦略 & 計画骨子の枠組みから離れて別な角度から各イベントを見ると、同社の狙いや将来のシナジーの在り方が、より良く理解できるだろう。

城南進学研究社
4720 東証 JASDAQ

2019 年 2 月 8 日 (金)
http://www.johnan.co.jp/ir/

中期経営計画の進捗状況

中期経営計画の基本戦略 & 計画骨子と、その進捗状況

中期経営計画の基本骨子	2018 年 3 月期の進捗	2019 年 3 月期上期の進捗
(1) 大学入試制度改革への対応とソリューション事業の強化		
☆ 4 技能を伸ばす英語教育の推進	「5 Codes English」の開発と提供開始 (18 年 1 月)	プロジェクト『英検 1000』の実施、iae グローバルジャパンとの業務提携、アイベックの子会社化
☆ ICT を活用した次世代型指導の開発・販売	AI 学習システム「Go NAVI」の開発、WEB 学習システム「デキタス」の活用、アウトプット学習「デキタス コミュ」の開発。「箱根土曜塾」の運営受託	AI 活用ラーニングシステム「atama +」の導入
☆ 時代のニーズに対応した「真の学ぶ力」の研究と開発	城南 AO 塾の指導の強化、アクティブラーニング活用強化	教育アライアンスネットワークに参加し、「明日の学力診断テスト」を実施
(2) 少子高齢化の進行を見越した収益構造改革		
☆ 事業ポートフォリオの改善と経営基盤の強化	予備校事業モデルの再構築、河合塾マナビスの強化、個別指導と城南予備校 DUO の拡大	城南予備校を 6 校体制にする一方、城南予備校 DUO の開校加速、河合塾マナビスと乳幼児教育事業（保育事業）の強化
☆ 基幹事業間のシナジー効果追求	城南予備校 DUO 開校、マナビス卒業生 → コベッツ講師のルート確立、新規事業リング塾とくぼたのうけんの連携	2018 年 3 月期の取り組みを継続的に実施
☆ ダイバーシティの推進と人材育成	メンター制度導入、ユニバーサル人材の育成と人事制度の改定	安心塾バイトの認定の取得、アルバイト組織「IMPACT」からの採用促進
(3) 顧客ロイヤルティの向上による LTV の最大化		
☆ 教場事業のクオリティ強化と J-FAMILY 化構想の実現		カスタマーサポート表彰制度「奨励賞」受賞、CS アンケート実施、「お客様の声に寄り添う会」の創設
☆ 戦略的な M&A、アライアンスによる企業価値の向上	(株)進学会 HD との資本業務提携 -- 教材、模試の共有、ソリューションの提供等	アイベック、フェアリーの子会社化、iae グローバルジャパンとの業務提携、教育アライアンスネットワークへの加盟
☆ クレドの実践による経営理念の実現	働き方改革 -- 過重労働対策、エンゲージメントサーベイの活用	チャレンジミーティングの実施、アドマイアードカンパニー認定の取得

出所：決算説明会資料、取材等よりフィスコ作成

4 技能強化の動きを「英語の城南」ブランドの確立つなげるべく、矢継ぎ早に施策を実施。幼児から社会人までを有機的につなぐラインアップができつつある

2. 「4 技能を伸ばす英語教育の推進」の狙いと進捗状況

2020 年度に実施予定の大学入試制度改革では各科目ともに対応を迫られることになるが、なかでも変化が大きいとみられるのが英語だ。読む・聞く・書く・話すの 4 技能が評価対象となる点がポイントだ。同社はこの 4 技能対策を、ただの入試制度改革対応にとどめるのではなく、これを「英語の城南」ブランドの確立の好機と捉えて、様々な施策に取り組んでいる。

城南進学研究社

4720 東証 JASDAQ

2019 年 2 月 8 日 (金)

<http://www.johnan.co.jp/ir/>

中期経営計画の進捗状況

英語教育の社会的な重要性と自身のビジネスとしてのポテンシャルについて、同社は以前より認識しており、具体的なアクションも取ってきた。2013 年 10 月のジー・イー・エヌの子会社化や 2015 年 12 月のリンゴ・エル・エル・シーの子会社化がそれだ。しかし、ジー・イー・エヌは幼稚園から小学校低学年が対象である一方、リンゴ・エル・エル・シーは海外留学対策に特化しており、両者の間にあるのは中高生を対象とした旧来の受験対策としての英語教育だった。

今回、入試制度改革で 4 技能強化が必須となったことで、学習指導・受験指導の対応強化をそのまま英語の生涯教育ラインナップの整備につなげることが可能になった。英語教育の重要性を認識していた同社はその機を見逃すことなく、素早く対応した。その最初のステップが 4 技能強化の対策用教材「5 Codes English」のリンゴ・エル・エル・シーとの共同開発だ（2018 年 3 月期）。

さらに、今第 2 四半期は「英語の城南」のブランドイメージ確立への動きが大きく加速した。6 月には海外留学のサポートを主たる事業とする iae グローバルジャパンと業務提携を行った。iae グローバルジャパンは世界 13 ヶ国の留学エージェントネットワークのメンバーとなっており、世界 700 校以上の教育機関へのアプローチを有している。今回の提携によって同社は、個別指導教室等の卒業生の海外留学にサポートを提供できるようになるほか、幼児教育を始めとした全事業に関して夏期や冬季の短期留学を取り入れることができるなど、英語指導に関したサービスの拡充を図ることができることになる。

8 月には企業向けビジネス英語研修や英会話スクールの運営を行うアイバックを子会社化した（持分割合 70%）。アイバックの業容は 2017 年 12 月期の売上高が 211 百万円、営業利益 10 百万円となっている。企業・社会人向けの英語研修が主力事業であり、リンゴ・エル・エル・シーと一部重なるところはあるものの、同社にとっては社会人向け英語教育の本格進出となる。各世代・年齢層をつなぐ英語教育ラインアップの重要なピースとすることができる。

一方、低年齢層向け英語教育の拡充という点では、英語教育と学童保育を組み合わせた「E-Camp」の提供を開始した。これは同社が子会社ジー・イー・エヌの FC として運営するズー・フォニックス・アカデミー南浦和校で展開するものだ。学童保育は学習塾産業全体に広がっている成長分野であり、同社の子会社の久ヶ原スポーツクラブはデジタル教材との組み合わせで順調な立ち上げに成功している。同社自身はズー・フォニックスメソッドの英語教育を武器に学童保育事業を成功と「英語の城南」のブランドイメージの確立を狙っている。

また、ブランドイメージの確立を目指す取り組みとして、「英検 1000」プロジェクトをスタートさせた。これは個別指導を含む全事業の在籍生を対象に、英検合格者 1,000 名の達成を目指すものだ。既取得者の場合は 1 段階上の級を目指すことになる。全 3 回を予定しており、第 1 回において 471 名の合格者を輩出し、順調なスタートを切った。

城南進学研究社
4720 東証 JASDAQ

2019 年 2 月 8 日 (金)
<http://www.johnan.co.jp/ir/>

中期経営計画の進捗状況

予備校の校舎数を削減する一方、新業態の「城南予備校 DUO」や マナビスの増大で、事業ポートフォリオの改善を急ぐ

3. 「事業ポートフォリオの改善と経営基盤の強化」の狙いと進捗状況

少子化や大学入試の多様化に伴う消費者ニーズの変化などにより、事業ポートフォリオの改善というテーマは、以前から重要な課題となっていた。同社はこの点について、予備校部門の校舎の整理統合を進めて 2017 年 3 月期末には 9 校舎まで体制をスリム化した。しかしながらトップライングロース（売上高の拡大）が望めない状況にあっては経営効率化（経費節減）の取り組みだけでは限界があることから、同社は 2019 年 3 月期において、予備校事業の抜本的対策に踏み切ることを見断した。これが業績面での赤字予想の要因ともなっている。

こうしたケースでは往々にして縮小均衡に陥りがちであるが、同社の場合は総合教育ソリューション企業として、大学入試市場に多様なサービスを提供している強みを生かし、新業態の「城南予備校 DUO」や「河合塾マナビス」、個別指導部門の強化とセットにすることで、文字どおりのポートフォリオ変革を目指している点が特長的だ。

予備校事業では、現在の 9 校舎のうち、吉祥寺、柏、川崎の 3 校を閉校し、6 校体制にすることが決定している。このうち、吉祥寺校と柏校については近隣に「城南予備校 DUO」を開校し、そこへの移転という形となる。川崎校については、2019 年 2 月に開校予定の「城南予備校 DUO」蒲田校で生徒を吸収することになる。

「城南予備校 DUO」は、2018 年 3 月期において新百合ヶ丘校と三軒茶屋校をパイロットスクールとして開校し、手応えを得たことが最初のきっかけだ。「城南予備校」の整理統合の受け皿としての役割に加え、個別指導塾の「城南コベッツ」との親和性も高く、直営の「城南コベッツ」の DUO 化（DUO と同じ校舎に「城南コベッツ」も入居して経営効率と指導効率アップを狙う取り組み）は、テコ入れの有効な施策として期待されている。

「城南予備校 DUO」は 2019 年 3 月期に 5 校の開校が予定されており、2019 年 3 月末時点では 7 校体制となる見通しだ。同社自身は今期の新規開校数として 10 校近くを目標としていたと推測されるが、マナビス同様、適切な物件の確保が追い付かないもようだ。

城南進学研究社 | 2019 年 2 月 8 日 (金)
4720 東証 JASDAQ | http://www.johnan.co.jp/ir/

中期経営計画の進捗状況

「城南予備校」と「城南予備校 DUO」

	校舎名	所在地	対象・サービス	異動時期
城南予備校	横浜校	横浜市西区	高校・高卒、ONE'S	
	湘南藤沢校	神奈川県藤沢市	高校・高卒、ONE'S	
	川崎校	川崎市川崎区	高校、ONE'S	19年3月期閉校
	町田校	東京都町田市	高校・高卒、ONE'S	
	自由が丘校	東京都目黒区	高校・高卒、ONE'S	
	立川校	東京都立川市	高校・高卒、ONE'S	
	吉祥寺校	東京都武蔵野市	高校・高卒、ONE'S	19年3月期閉校
	南浦和校	さいたま市南区	高校・高卒、ONE'S	
城南予備校 DUO	柏校	千葉県柏市	高校・高卒、ONE'S	19年3月期閉校
	新百合ヶ丘校	川崎市麻生区	-	18年3月期開校
	三軒茶屋校	東京都世田谷区	-	18年3月期開校
	平塚校	神奈川県平塚市	-	2018年9月
	柏校	千葉県柏市	-	2018年12月
	たまプラーザ校	横浜市青葉区	-	2018年12月
	吉祥寺校	東京都武蔵野市	-	2019年1月
	蒲田校	東京都大田区	-	2019年2月

出所：会社資料、取材よりフィスコ作成

弊社では同社が進める予備校から DUO への業態変更は収益構造の改善に大きな効果をもたらすとみている。理由はコスト構造の差だ。予備校は現役高校生よりも卒業生を対象とし、50 人規模の集団授業を行うという事業モデルで制度設計がされている。昼間の時間帯に高校と同様に授業を行うため、設備・教室数（不動産賃料）、講師（人件費）の両方で固定費負担が重いコスト構造となっていた。充足率が高ければ極めて高い経営効率を実現できたが少子化が進行した現在ではそれが逆回転して経営を圧迫している。

一方、DUO の事業モデルは現役高校生を対象とし、講師 1 人に対して生徒数 8 人をマックスとして、集団授業と個別指導を組み合わせる形で授業を行うものだ。1 校舎の教室数は 2～4 教室程度で、現役生が対象であるため、夕方から夜間に 2 回転で収益が確保できるコスト構造としている。

大学受験対策という機能面では、DUO が予備校の役割を肩代わりすることは十分可能だと考えられるが、前述のような事業モデルに照らすと、収益の絶対額で予備校並みのものを確保するためには、校舎数は予備校よりも多く設置する必要があると弊社では推測している。状況次第では予備校の閉鎖統合は 2020 年 3 月期以降も続く可能性がある。こうした状況を考えると DUO は現状見通しが立っている 7 校体制では不十分で、最低でも 20 校程度は必要ではないかというのが弊社の推測だ。今後、どのようなスピード感で DUO を拡大させていくかが注目される。

城南進学研究社 | 2019 年 2 月 8 日 (金)
4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

中期経営計画の進捗状況

英語分野での M&A・事業提携に加え、 幼児教育の分野でも小規模保育事業のフェアリーを子会社化。 今後のシナジーに期待が高まる

4. 「戦略的な M&A、アライアンスによる企業価値の向上」の狙いと進捗状況

戦略的な M&A やアライアンスは手法の問題であって、事業領域としてはどの分野でも活用できる。前述のように、今第 2 四半期は英語教育の領域で iae グローバルジャパンとの業務提携やアイベックの子会社化を実施した。

今第 2 四半期のもう 1 つの注目すべき M&A は、乳幼児教育分野で行われた。フェアリーの子会社化（2018 年 9 月）だ。この M&A を始めとして、同社は今第 2 四半期で乳幼児教育の分野でいくつかの施策を発表しており、この分野が英語教育の分野と並ぶ注力事業ドメインということが明確となった。

フェアリーは 0～2 歳までの乳幼児を対象とした小規模保育事業の保育施設を、埼玉県下で 9 園運営している。また保育士の研修・育成に関しても優れたノウハウを有しているのが特長だ。事業規模は、2018 年 3 月期の売上高が 361 百万円、営業利益が 27 百万円となっている。

同社は 2017 年 5 月に、千葉県を中心にフェアリー同様に小規模保育所運営を手掛ける JBS ナーサリーを子会社化している。フェアリーの子会社化によって、同社は隣接する千葉・埼玉両県で保育事業の拠点を確保したことになる。

保育事業については同社自身が立川市で城南ルミナ保育園（東京都認可保育所）を 2011 年 4 月から運営している。くぼた式育脳法を導入しているほか英語レッスンや体操指導も行っており、ほぼ満員での運営が続いている状況だ。このルミナ保育園について、JBS ナーサリーが 2019 年 3 月期に川崎市にルミナ保育園を開園する予定だ。

乳幼児教育に関しては前述のように、コンテンツとしてのくぼたのうけんの育脳法とズー・フォニックス・アカデミー（子会社ジー・イー・エヌが事業主体）の英語教育がある。これにハコ（施設）として JBS ナーサリーとフェアリーが加わったことで、今後はそれぞれが融合しあって乳幼児教育という領域内でのシナジー追求が大きく進展することを弊社では期待している。川崎のルミナ保育園のコンセプトは立川と同様になると考えられ、そのモデルケースとなるものと期待される。

城南進学研究社
4720 東証 JASDAQ

2019 年 2 月 8 日 (金)
http://www.johnan.co.jp/ir/

中期経営計画の進捗状況

各世代向けのサービスメニューはほぼ出そろう。 今後は有機的につなぐ仕組みの強化が課題

5. 今後の取り組みと課題

以上見てきたように、今第 2 四半期までに同社の中期経営計画は順調に進捗し、予備校事業の再編にとどまらず、同社全体としての事業ポートフォリオの変化が一段と明確となってきた。同社はかねてより「総合教育ソリューション企業」を目指して、事業展開図（事業ロードマップ）の空いた隙間を埋めるべく M&A 等に注力してきたが、乳幼児から社会人まで、かなり埋まってきた形となっている。



出所：決算説明会資料より掲載

城南進学研究社
4720 東証 JASDAQ

2019 年 2 月 8 日 (金)
<http://www.johnan.co.jp/ir/>

中期経営計画の進捗状況

3 年前に比べるとその変化と充実ぶりが明確に理解できる。同社は早くから「総合教育ソリューション企業」を目指す方針を掲げていたが、乳幼児、小学生、受験生（中高生）、大学・社会人の各世代向けのサービスがスタンドアローン（独立）の状態にあり、同社の掲げる「長期囲い込み戦略」というコンセプトが空回りしている印象は拭えなかった。しかし現在では、事業展開図に見られるように各世代向けの教育サービスの充実度に加え、（4 技能強化という）英語教育によって世代を超えて 1 本の芯で貫く、いわゆる一気通貫体制の確立への道筋が見えてきた。

まだ事業マップの隙間は空いており、そこを埋めていくという課題は残っているものの、同社のサービスを受け続ける（同社の言葉で言えば「J-Family」のメンバーであり続ける）ことの価値や意義を体感できる体制が整いつつあるということだ。前述のように、同社はその決め手として「英語の城南」ブランドの確立を目指している。

しかしながらこの点については、慎重に見ておく必要があるというのが弊社の考えだ。「英語の城南」ブランドの確立は有力な戦略の 1 つであることに異論はないが、それで十分かは疑問だ。ブランドの確立には相応の時間を要するという現実もある。真の「J-Family」構想の実現に向けて、英語教育の一層の充実、あるいは、英語にこだわらず同社が提供する各教育サービスや対象とする各世代を有機的につなげる新たな「仕組み」の開発が、今後の課題になってくるものと弊社では見ている。

■ 今後の見通し

2019 年 3 月期は損失を甘受しながらも収益構造改革を断行し、 2020 年 3 月期は収益の V 字回復を目指す

● 2019 年 3 月期通期見通しと 2020 年 3 月期の考え方

2019 年 3 月期について同社は、売上高 6,961 百万円（前期比 0.9% 減）、営業損失 393 百万円（前期は 304 百万円の利益）、経常損失 361 百万円（同 352 百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純損失 370 百万円（同 141 百万円の利益）を予想している。

前述のように今第 2 四半期は営業利益以下の各利益が期初予想を上回った。しかしそれは、個別指導・直営部門のリニューアル費用の発生時期が下期に繰り下がったことが主な要因であり、この費用は下期には計画通り発生する見通しだ。それゆえ、通期予想については売上高、利益ともに期初予想から変更はない。

城南進学研究社 | 2019 年 2 月 8 日 (金)
4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

今後の見通し

2019 年 3 月期通期見通しの概要

(単位：百万円)

	18/3 期			19/3 期						
	2Q 累計	下期	通期	2Q 累計	下期 (予)	前年同期比		通期 (予)	前期比	
						伸び率	増減額		伸び率	増減額
売上高	3,618	3,405	7,024	3,493	3,467	1.8%	61	6,961	-0.9%	-63
営業利益	235	68	304	3	-396	-	-464	-393	-	-697
経常利益	263	88	352	16	-377	-	-466	-361	-	-713
親会社株主に帰属する 当期純利益	170	-29	141	20	-390	-	-360	-370	-	-511

出所：決算短信よりフィスコ作成

通期予想から今第 2 四半期実績を引いたものを下期予想とした場合、売上高は前年同期比微増となるが、これは今第 2 四半期において売上高が未達となった反動に過ぎない。実質的には減収・赤字転落というのが今下期の計画だ。

この理由は前述のように、予備校部門の縮小、個別指導・直営部門の不採算校整理などに伴う売上高の減少と、新業態の「城南予備校 DUO」を始めとする、成長分野における積極的な新規開校に伴う先行費用の増加だ。

2019 年 3 月期の視点は業績数値ではなく、事業ポートフォリオの変革がどこまで計画に沿って進捗するかにあると言える。予備校 3 校舎の閉校については粛々と進むと考えられ、その点での懸念は小さい。一方、新規開校については、「マナビス」と「城南予備校 DUO」いずれも、期初計画の新規開校数を下回る可能性が出てきている点に注意が必要だ。計画遅れの要因は不動産物件に確保であって同社自身の問題ではないが、理由はどれあれ計画の遅れは業績に影響を及ぼす。DUO の新規開校の計画未達は、個別指導・直営部門の移転リニューアル計画にも影響を及ぼす可能性がある。

2020 年 3 月期は前期比増収増益になると弊社では考えている。同社自身も 2019 年 3 月期に一気に事業ポートフォリオの変革と収益構造改革をやり遂げ、業績の V 字回復を目指すとしている。V 字回復シナリオ自体は高コスト構造の予備校部門において 3 校舎を閉校するため実現の確度が高いと弊社では見ている。問題は V 字の度合いだ。現在同社が進める施策においては、谷が深いほど山は高くなると弊社では考えている。その意味でも 2019 年 3 月期において、新規開校をしっかりとやり遂げることが重要となるがこの点に未達リスクがあるのは前述のとおりだ。

城南進学研究社 | 2019 年 2 月 8 日 (金)
4720 東証 JASDAQ | http://www.johnan.co.jp/ir/

今後の見通し

簡略化損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期	
					2Q 累計	通期 (予)
売上高	6,179	6,693	6,926	7,024	3,493	6,961
前期比	9.8%	8.3%	3.5%	1.4%	-3.5%	-0.9%
売上総利益	1,875	2,027	2,085	2,221	927	-
売上高比率	30.3%	30.3%	30.1%	31.6%	26.5%	-
販管費	1,558	1,704	1,750	1,916	924	-
売上高比率	25.2%	25.5%	25.3%	27.3%	26.5%	-
営業利益	317	323	335	304	3	-393
前期比	62.9%	2.0%	3.6%	-9.3%	-98.7%	-
売上高比率	5.1%	4.8%	4.8%	4.3%	0.1%	-5.6%
経常利益	384	383	402	352	16	-361
前期比	50.5%	-0.4%	5.2%	-12.5%	-93.6%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	293	85	192	141	20	-370
前期比	107.5%	-71.1%	126.7%	-26.5%	-88.3%	-
EPS (円)	36.50	10.56	23.93	17.58	2.49	-45.96
BPS (円)	534.20	532.67	546.53	551.50	-	-
配当 (円)	10.00	10.00	10.00	10.00	0.00	10.00

出所：決算短信よりフィスコ作成

簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期 2Q
流動資産	2,432	1,632	1,723	2,436	1,865
現預金	1,841	1,065	1,269	1,898	1,416
売掛金	146	131	129	161	141
固定資産	3,797	4,793	4,813	4,353	4,902
有形固定資産	1,723	2,915	2,882	2,783	2,768
無形固定資産	271	154	151	228	729
投資等	1,802	1,722	1,778	1,342	1,404
資産合計	6,229	6,426	6,536	6,790	6,768
流動負債	1,240	1,175	1,137	1,281	1,292
買掛金	11	11	16	14	26
短期借入金等	-	-	-	-	6
固定負債	668	943	978	1,045	1,048
長期借入金	-	-	-	-	-
株主資本	5,141	5,146	5,258	4,933	4,862
資本金	656	656	656	655	655
資本剰余金	652	652	652	652	652
利益剰余金	4,143	4,147	4,259	3,934	3,863
自己株式	-309	-309	-309	-309	-309
その他の包括利益累計額	-839	-856	-857	-491	-470
非支配株主持分	17	17	19	21	34
純資産合計	4,319	4,307	4,420	4,463	4,427
負債・純資産合計	6,229	6,426	6,536	6,790	6,768

出所：決算短信よりフィスコ作成

城南進学研究社 | 2019 年 2 月 8 日 (金)
4720 東証 JASDAQ | http://www.johnan.co.jp/ir/

今後の見通し

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期 2Q
営業活動キャッシュ・フロー	637	316	441	412	109
投資活動キャッシュ・フロー	30	-1,038	-121	315	-503
財務活動キャッシュ・フロー	-72	-91	-96	-102	-89
現預金換算差額	3	0	0	-0	0
現預金増減	600	-812	223	624	-483
期首現預金残高	1,238	1,838	1,026	1,249	1,874
期末現預金残高	1,838	1,026	1,249	1,874	1,390

出所：決算短信よりフィスコ作成

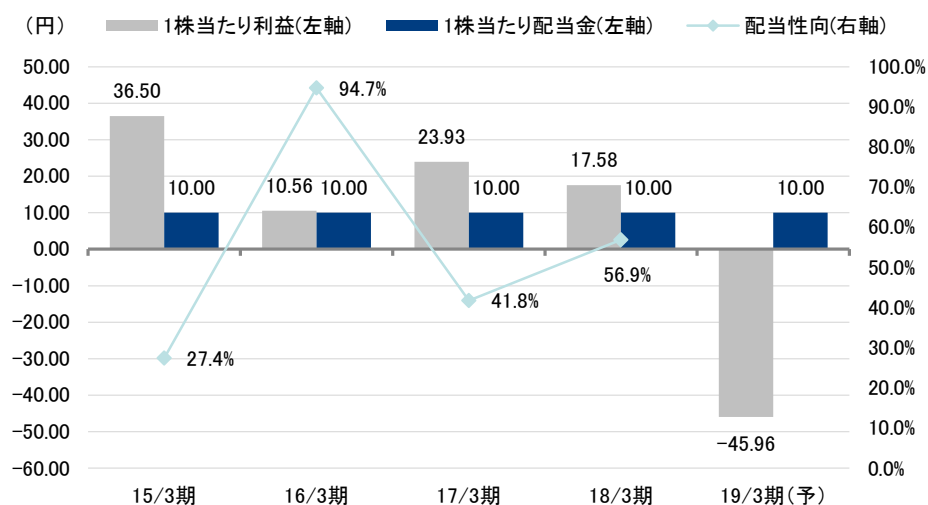
株主還元

2019 年 3 月期は前期並みの 10 円配を予想

同社は株主還元を経営上の重要課題と位置付け、配当による還元を基本方針としている。公約配当性向などは定めておらず、業績と、成長投資のための内部留保のバランスを勘案して配当額を決定するとしている。

2019 年 3 月期について同社は、前期比横ばいの 10 円配（期末配のみ）の配当予想を公表している。第 2 四半期決算を終えた時点で期初から変更はない。前述のように、2019 年 3 月期は利収益力強化のための先行投資により、赤字予想となっている。しかしながら、安定配当継続という株主重視の姿勢に加えて、先行投資の資金手当てが十分であることや、次期の収益 V 字回復への自信から、配当維持を決断したものと弊社では推測している。

1 株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレーマー）

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