

|| 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 7 月 29 日 (月)

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>

目次

■ 要約	01
1. 事業ポートフォリオの変革に伴う費用増加で減収減益	01
2. 中期経営計画の基本戦略に沿って諸施策が進捗	01
3. 2020年3月期は増収増益を予想	01
■ 業績の推移	02
■ 事業部門別動向	04
1. 個別指導部門	04
2. 予備校部門	05
3. 映像授業部門	06
4. 「くぼたのうけん」	08
■ 中長期の成長戦略と進捗状況	09
1. 中期経営計画と概況	09
2. 「事業ポートフォリオの改善と経営基盤の強化の進捗状況」	10
3. 「戦略的な M&A、アライアンスによる企業価値の向上」の進捗状況	12
■ 今後の見通し	15
■ 株主還元	18

■ 要約

事業環境の激変に強い意志と覚悟を持って能動的に取り組み、 着実に成果を積み上げつつある

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. 事業ポートフォリオの変革に伴う費用増加で減収減益

同社の2019年3月期決算は、売上高6,941百万円（前期比1.2%減）、営業損失385百万円（前期は304百万円の利益）と減収減益となった。ほぼ期初予想どおりの着地でサプライズはなかった。同社を取り巻く事業環境は少子化に加えて2020年度からの大学入試制度改革や学習指導要領の大規模改革など、激しく動いている最中にある。同社はこうした変化を見据え、従前から事業構造改革を進めてきたが、2019年3月期は事業ポートフォリオの改革、すなわち「城南予備校」の統廃合を加速する一方、新業態である「城南予備校 DUO」の新規開校などに取り組んだ。営業損失の計上は、成長業態である「マナビス」や「城南予備校 DUO」などの新規開校に伴う費用や、乳幼児・児童教育関連などの費用が、先行投資的に増加したことが要因だ。

2. 中期経営計画の基本戦略に沿って諸施策が進捗

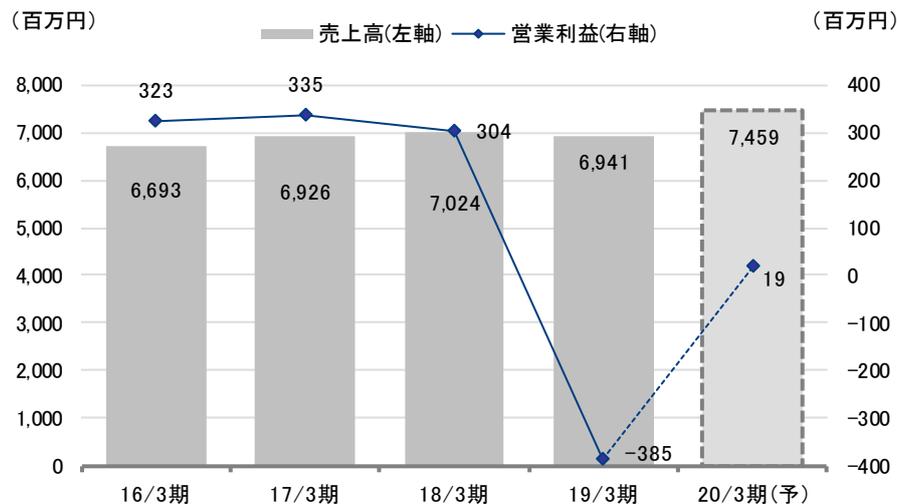
2020年3月期は現行の中期経営計画の最終年度に当たる。現行中期経営計画では大学入試制度改革への対応や、少子高齢化の進行を見越した収益構造改革、顧客ロイヤルティの向上などを基本戦略として、各種施策に取り組んでいる。2019年3月期は、4技能を伸ばす英語教育の推進に関して（株）アイベックの子会社化やiaeグローバルジャパン（株）との提携を進めた。また、ICTの活用ではAI活用ラーニングシステムを「城南予備校 DUO」に導入した。事業ポートフォリオ改革では、「城南予備校 DUO」や「河合塾マナビス」の開校加速に加え、（株）フェアリーと（株）リトルランドを子会社して乳幼児・保育事業の強化に努めた。全体として、中期経営計画で掲げる基本戦略に沿って着実に進捗し、次の飛躍に向けて駒がそろいつつある。今後は、これらの駒をどのように生かしてシナジーを実現し収益成長につなげるかにポイントが移ることになるだろう。

3. 2020年3月期は増収増益を予想

2020年3月期について同社は、売上高7,459百万円（前期比7.5%増）、営業利益19百万円（前期は385百万円の損失）と増収増益を予想している。売上高は、予備校部門の一段の縮小が予想されるが、前期に新規開設した拠点の通期寄与や前期中にグループ入りした子会社の貢献、乳幼児教育部門の拡大などで増収を計画している。一方利益は、前期に引き続き事業ポートフォリオ改革を積極的に進めることを織り込んで営業利益がぎりぎり水面に浮上する計画になっているとみられる。この点は、状況次第では上振れの余地もあると考えられる。しかし、同社にとって重要なことは目先の利益ではなく、2021年3月期にかつてのように5%前後の営業利益率を回復することであり、2020年3月期はそのための基盤整備を着実にやりきることだと弊社では考えている。

Key Points

- ・2019年3月期の赤字転落は、収益構造改革に向けた強い意志と覚悟の表れ
- ・予備校部門での校舎統廃合が着実に進展
- ・M&Aの成果で英語教育や乳幼児・児童教育の成長ポテンシャルが大きく拡大

業績推移


出所：決算短信よりフィスコ作成

業績の動向

2019年3月期は事業ポートフォリオ改革に注力した結果、期初予想どおり減収減益で着地

同社の2019年3月期決算は、売上高6,941百万円(前期比1.2%減)、営業損失385百万円(前期は304百万円の利益)、経常損失359百万円(同352百万円の利益)、親会社株主に帰属する当期純損失540百万円(同141百万円の利益)と減収減益となった。

営業利益以下の赤字転落については期初予想どおりであり、特段のサプライズはない。親会社株主に帰属する当期純損失は、事業構造改革に伴う特別損失の計上により期初予想から拡大したが、これも想定内の動きと言える。

業績の動向

2019年3月期決算の概要

(単位：百万円)

	18/3期			19/3期				前期比 増減額	予想比 増減額
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期	通期(予)	通期		
売上高	3,618	3,405	7,024	3,493	3,448	6,961	6,941	-82	-19
営業利益	235	68	304	3	-388	-393	-385	-689	7
経常利益	263	88	352	16	-376	-361	-359	-712	1
親会社株主に帰属する 当期純利益	170	-29	141	20	-560	-370	-540	-681	-170

出所：決算短信よりフィスコ作成

2019年3月期は、同社が中期経営計画で掲げる基本戦略に沿って、様々な施策を推進した。なかでも収益面で影響が大きかったのは、旧来型ビジネスモデルである「城南予備校」の統廃合を進め、時代のニーズに合った新業態の「城南予備校 DUO」や「河合塾マナビス」の出店を加速させたことだ。「城南予備校」の統廃合でダイレクトに売上高が減少する一方、新規開校の施設は一定の充足率に達するまでに時間がかかり、その間は費用が先行する形となる。これが2019年3月期に営業損失となった主たる要因だ。

赤字を避けながらゆっくり進めるという選択肢も可能ではあったが、同社はそうした問題先送りの策ではなく、少子化の進行スピードの速さや、2020年度から始まる大学入試制度改革及び学習指導要領の大規模改訂といった事業環境の変化にしっかりと対応できる体制づくりを急ぐべく、一時的な損失計上を甘受する方針を採用したということだ。いわゆる“ハードランディング”の策とも言えるが、それを実行に移す体力と覚悟があればこそと、弊社ではポジティブに評価している。

事業セグメント別では、主力の教育事業は売上高 6,591 百万円（前期比 1.6% 減）、営業損失 492 百万円（前期は 200 百万円の利益）と減収減益となった。内容は前述のとおりだ。スポーツ事業は売上高 349 百万円（前期比 6.9% 増）、営業利益 108 百万円（同 4.5% 増）と増収増益で着地した。スポーツ事業の事業主体である（株）久ヶ原スポーツクラブは、主力のスイミングスクールでは、ほぼ定員いっぱいの会員数を維持したことに加え、新規に開始した学童保育でも定員を超える集客に成功し、高稼働率を維持できた。久ヶ原スポーツクラブでは、自社の Web 学習システム「デキタス」を導入して勉強とスポーツの両立を実現し、“小4の壁”（塾通いのためにスポーツクラブを退会してしまう）を乗り越えることに取り組んできたが、それが奏功したとみられる。「デキタス」会員数が 350 名を突破した点はその証左と言えるだろう。

事業セグメント別詳細

(単位：百万円)

		18/3期	19/3期	
		実績	実績	前期比
売上高	教育事業	6,696	6,591	-1.6%
	スポーツ事業	327	349	6.9%
	売上高合計	7,024	6,941	-1.2%
営業利益	教育事業	200	-492	-
	スポーツ事業	103	108	4.5%
	営業利益合計	304	-385	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業部門別動向

不採算教室の整理統合の影響で前期比 6.7% の減収で着地。
 一方で、将来の増収に向けた取り組みとしてリニューアルも実施

事業部門別売上高

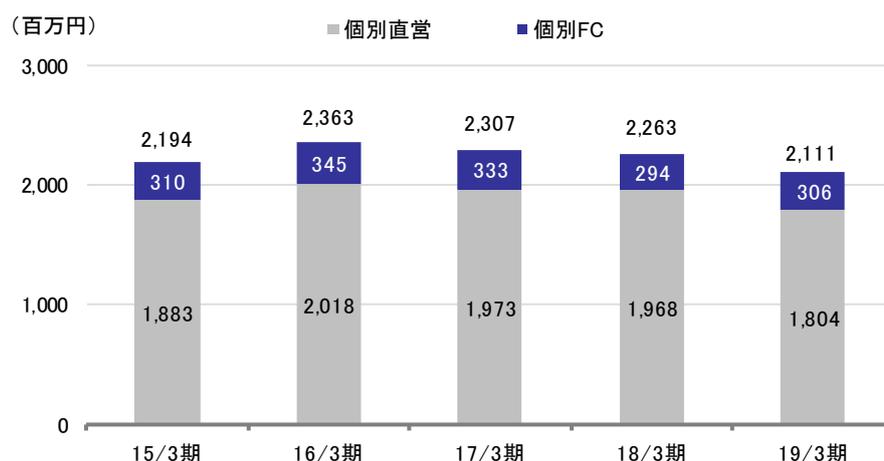
(単位：百万円)

	18/3期			19/3期			前期比
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期	通期	
予備校部門(現役高校生)	887	806	1,693	711	570	1,281	-24.3%
予備校部門(高校卒業生)	331	196	528	285	176	462	-12.3%
予備校部門計	1,219	1,002	2,221	997	747	1,744	-21.5%
個別指導部門(直営)	927	1,040	1,968	871	933	1,804	-8.3%
個別指導部門(FC)	148	145	294	138	168	306	4.2%
個別指導部門計	1,076	1,186	2,263	1,010	1,101	2,111	-6.7%
映像授業部門(マナビス)	615	504	1,119	721	541	1,263	12.8%
デジタル教材・児童教育部門	430	451	881	465	704	1,169	32.7%
その他	112	99	211	122	181	303	43.5%
教育事業売上高合計	3,452	3,244	6,696	3,316	3,275	6,591	-1.6%
スポーツ事業売上高	165	161	327	176	172	349	6.9%
売上高合計	3,618	3,405	7,024	3,493	3,448	6,941	-1.2%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

1. 個別指導部門

個別指導部門の売上高推移



出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

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。

事業部門別動向

2019年3月期の個別指導部門の売上高は2,111百万円（前期比6.7%減）となった。内訳は直営が1,804百万円（同8.3%減）、FCが306百万円（同4.2%増）だった。FCの売上高が加盟するFC事業者・オーナーからの加盟料収入やロイヤリティ収入であり、おおむね300百万円～350百万円での推移が続いている。個別指導部門の業績変動をもたらすのはやはり直営部門の動向ということになる。

その直営部門は、2018年3月期と2019年3月期に、不採算教室の統廃合を進め、2017年3月末の66教室から2019年3月末の54教室へと2年間で12教室減少した。この12教室の減少の大部分が2018年3月期の期末から2019年3月期の期初に集中したため、教室数減少による減収インパクトのほとんどが2019年3月期に出たことが、個別・直営売上高の前期比8.3%減につながった。

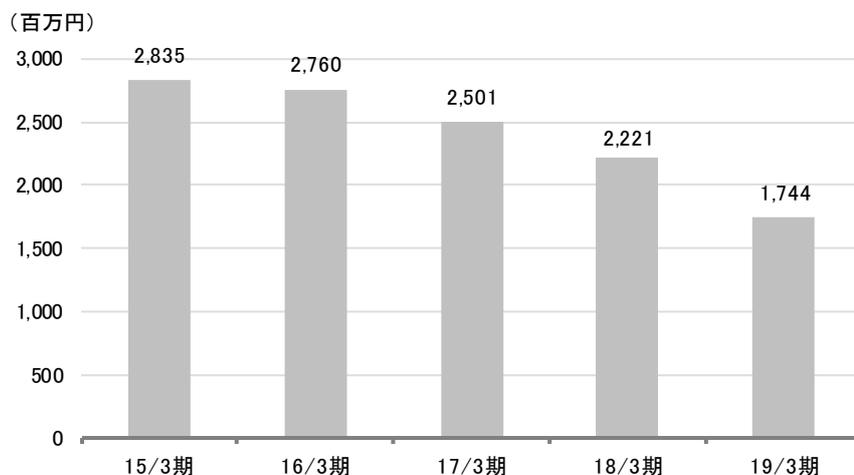
予備校に代わる新業態として同社が開設を進める「城南予備校 DUO」は、個別指導部門に属している。「城南予備校 DUO」の拠点数は、2018年3月末の2校から2019年3月末の7校に5校の増加となった。しかし業績貢献としては2018年3月に開校した2校からの収益がメインで、「城南コベッツ」の教室閉鎖の減収影響を吸収するには至らなかった。

2019年3月期までに同社が取り組んだのは、不採算教室の整理による採算性の向上だけではない。トップライティングロスに向けた取り組みとして、2019年3月期中において7教室について移転リニューアルを実施した。この効果と、「城南予備校 DUO」の本格的な収益貢献により、2020年3月期には個別指導部門で1億円を超える増収が期待できるとしている。

3校の統廃合を実施した影響で前期比20%超の大幅減収

2. 予備校部門

予備校部門の売上高推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

事業部門別動向

予備校部門の2019年3月期は、売上高が1,744百万円（前期比21.5%減）と大幅な減収となった。

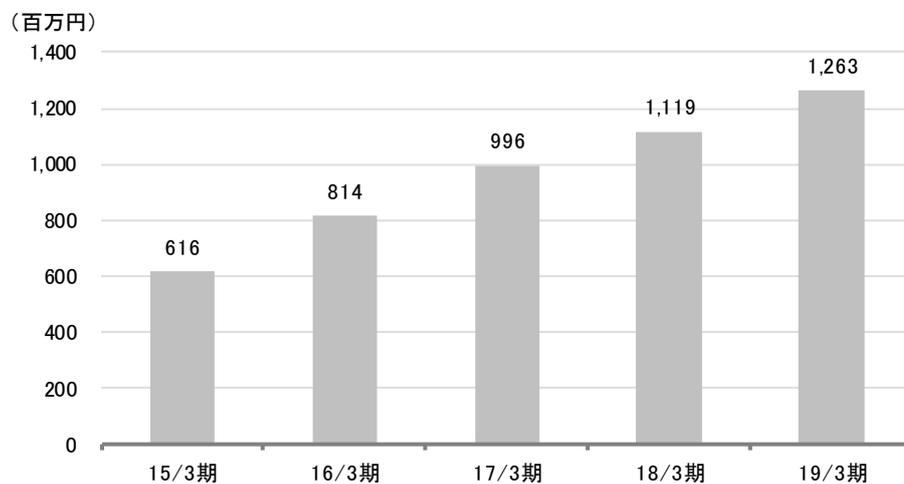
予備校事業は少子化が進む現代にあつては、固定費をカバーして利益を計上することが難しい事業モデルとなっている。予備校の学校数は2018年3月期に2校を統廃合し、同期末時点で9校体制となっていたが、2019年3月期は柏校、吉祥寺校、川崎校の3校の統廃合を進め、2019年3月末時点の校舎数を6校体制へと縮小した。こうした学校数の減少と、1校舎あたりに入学者数の減少基調継続により、既述のように前期比20%を超える減収となった。

現在残った6校についての考え方であるが、少子化や大学入試の多様化とそれに伴う受験生のニーズの変化を踏まえれば、残っている6校の経営が万全とはとても言えないだろう。2020年3月期においても予備校の再編・統廃合は継続される可能性が高いと弊社では考えている。

映像授業市場の拡大が続くなか、 FC事業者として第2位の強みを生かして新規開校を積極的に推進

3. 映像授業部門

映像授業部門「マナビス」の売上高推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

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。2019年3月期は、売上高が1,263百万円（前期比12.8%増）となり、2ケタ増収が続いている。

城南進学研究社 | 2019年7月29日(月)
 4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

事業部門別動向

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。その結果同社は、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、積極的な出店政策を採っている。

この方針のもと、2019年3月期は6校を新規開校し、2019年3月末時点の校舎数を22校とした。さらに、2020年3月期に入って6月末までに2校を開校している。

「マナビス」の新規開校の動き

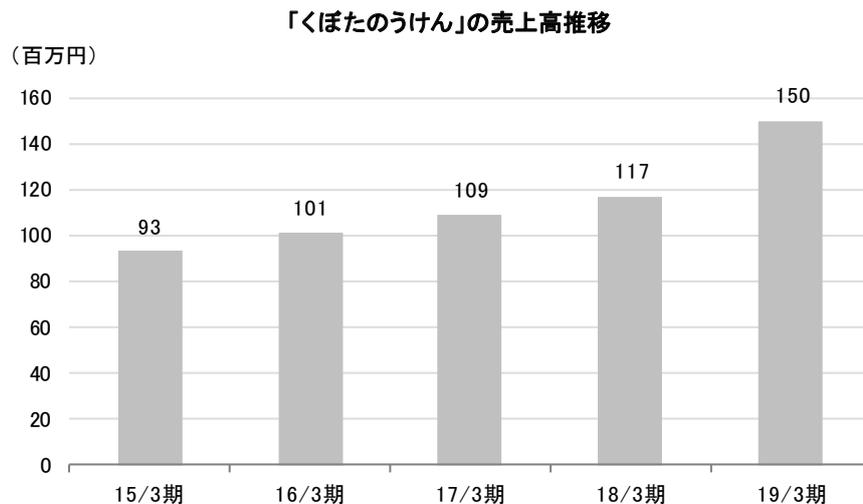
決算期	校舎名	所在地	開設時期	新設時校舎総数
17/3期	武蔵境校	東京都武蔵野市	2016年 6月	13
	ときわ台校	東京都板橋区	2017年 2月	14
	松戸校	千葉県松戸市	2017年 2月	15
18/3期	センター北	横浜市都筑区	2018年 2月	16
	武蔵中原校	川崎市中原区	2018年 5月	17
	三鷹校	東京都三鷹市	2018年 6月	18
19/3期	田無校	東京都西東京市	2018年11月	19
	池袋校東口校	東京都豊島区	2019年 2月	20
	ひばりヶ丘校	東京都西東京市	2019年 3月	21
	藤沢駅北口校	神奈川県藤沢市	2019年 3月	22
20/3期	たまプラーザ校	横浜市青葉区	2019年 5月	23
	京急川崎校	川崎市川崎区	2019年 6月	24

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

今後の方針について、同社は30校体制の構築を当面の目標としているものと弊社では理解している。それゆえ、今後も積極的な新規開校姿勢は続くと思われる。しかし一方で、同社はあくまで収益性重視の姿勢を徹底し、校舎数ありきの新規開校は行わない方針だ。現状は、商圈は確保できてそのエリアにおいて適切な物件を適切なコストで見つけることが非常に難しい状況にある。したがって、2020年3月期も前期のような5～6校の新規開校ができるかは不透明な状況だ。仮に新規校舎が開設できない場合でも、既存校舎における充足率の向上により成長軌道を維持できると考えられる。

ソリューション事業の伸長により前期比 30% 近い大幅増収。 「クボタメソッド」を展開するリトルランドの子会社化で 2020年3月期以降の成長加速に期待が高まる

4. 「くぼたのうけん」



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

「くぼたのうけん」の2019年3月期は、売上高が150百万円（前期比28.2%増）と大幅増収となった。

2018年11月に千葉県新浦安に新規教室を開設し、7校体制とした。しかし大幅増収は新教室効果よりもソリューション事業によるところが大きいとみられる。ソリューション事業とは、「くぼたのうけん」の教育ノウハウを外部の教育機関（幼稚園、保育園等）に販売することを言う。2018年3月期から本格展開し、2019年3月期は新規に7園と契約し、累計契約件数は9件となった。2020年3月期に入っても新規契約の動きが活発で、2019年6月末までにさらに5件の契約を締結した（累計では14件）。このソリューション事業は「くぼたのうけん」の今後の成長けん引役として、大きな期待がかけられている。

「くぼたのうけん」に関しては、2019年3月期においてくぼた式育脳法を「クボタメソッド」として展開してきた（株）主婦の友リトルランドを2019年1月に連結子会社化した。くぼた式育脳法の事業者を完全に同社のコントロール下に置く「ワン・くぼた」を実現したことで、今後の成長加速が期待される。

■ 中長期の成長戦略と進捗状況

少子化や大学入試制度改革などの事業環境の激変に対して 能動的に行動し、各種施策を着実に実行

1. 中期経営計画と概況

同社は中期経営計画を策定し、中長期的な成長戦略の着実な実行の道標としている。現在は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、2020年3月期は最終年度に当たる。

現行中期経営計画では、“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、民間教育をけん引する存在となる”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、各種施策に取り組んでいる（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）。

同社の各種取組事項の中で、特に重要と考えられるのは、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越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。

2019年3月期においては、事業ポートフォリオ改革に特に注力し、それが既述のような業績につながった。業績の数値は残念な結果であったが、重要なことは、前述のように同社が自ら“ハードランディング”を選択したこと、すなわち、“事業環境悪化に追いつめられる”という受け身的なものではなく、事業環境悪化を想定してそれを乗り越えるべく、プロアクティブに（能動的に）動いているということにあると弊社では考えている。そうした姿勢が、現行中期経営計画期間において、各方面でそれぞれ着実な進捗・成果を出すことにつながっていると、弊社では考えている。

中長期の成長戦略と進捗状況

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戦略 & 計画骨子	2018年3月期の進捗	2019年3月期の進捗
(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・河合塾マナビスの開校加 速。乳幼児教育事業（保育事業）の強化 (リトルランド、フェアリーを子会社)
☆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、リトルラン ドの子会社化、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

予備校部門の大幅統廃合と、 受け皿としての新業態「城南予備校 DUO」の開校を実施

2. 「事業ポートフォリオの改善と経営基盤の強化」の進捗状況

少子化や大学入試の多様化に伴う顧客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。特に課題だったのは「城南予備校」を運営する予備校部門だ。主として高卒生を対象に集団事業を全日制で実施するという事業モデルは、生徒数が多い時代に高い充足率で運営できれば非常に高い収益性を実現できた。しかし少子化の現在は歯車が逆回転し、固定費の高さが経営の大きな負担となっている状況だ。これまでも同社は予備校校舎の統廃合を行ってきたが、2019年3月期は本拠地とも言える川崎校を始め、柏校、吉祥寺校の合計3校を統廃合した。この結果、2019年3月末には6校体制へと減少した。

城南進学研究社 | 2019年7月29日(月)
 4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

中長期の成長戦略と進捗状況

「城南予備校」と「城南予備校 DUO」の校舎一覧（2019年3月末時点）

	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	
	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	
	南浦和校	さいたま市南区	高校・高卒、ONE'S	
城南予備校 DUO	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

残された6校についても、今後更なる統廃合が検討されていくと弊社では推測している。同社自身もその方向性については否定していない。少子化の進展や大学入試における推薦・AO入試の拡大、生徒側のニーズの多様さといった要素を考えれば、予備校のターゲット顧客層はさらに縮小していく可能性が高く、同社もそれへの対応を着実に進めると考えられる。

事業ポートフォリオ改革という点では、予備校の統廃合で減少した生徒をどう取り返すかだ。これについて同社は「城南予備校 DUO」と「河合塾マナビス」の拡大で臨む方針だ。

「城南予備校 DUO」は、名称に“予備校”とあるためミスリーディングを招きやすいが、実体は個別指導の派生形態だ。同社の業績開示においても、「城南予備校 DUO」の売上高は個別指導（直営）部門に組み込まれている。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。集団指導と個別指導に、さらにAIによる学びの最適化（システムは外部の atama plus(株) から導入）を組み合わせた点が特長となっている。

収益モデルは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。全日制の1クラス50人規模の集団事業を収益モデルとする予備校部門とはまったく異なるものであることがわかる。

同社は「城南予備校 DUO」を、2018年3月期に2校（新百合ヶ丘校と三軒茶屋校）を開校した後、2019年3月期において5校開校して7校体制としている（2019年3月末時点）。2020年3月期についても複数開校予定としている。

収益貢献に関しては、当初の2校及び柏校については既に充足率が想定線を越えてきているもようだ。他の4校のうち、平塚校とたまプラーザ校も順調に充足率が上昇しているとみられるが、吉祥寺校と蒲田校は開校後日が浅いため、軌道に乗るには時間がかかると考えられる。

現状の7校という体制は、予備校当統廃合で失った収益ポテンシャルをカバーするにはまったく足りていない。目安としてまず20校体制を目指すものと弊社では推測している。一方で、同社は「城南予備校 DUO」について、事業モデルが完全には完成しておらず、今後もブラッシュアップ（カリキュラム見直しやターゲット層の見極めなども含む）を新規開校と同時並行で進めていくとみられる。今後は、校舎数の拡大のアクセルを踏み込むのは事業モデルの完成度が高まった後になると弊社では見ている。その間をつなぐのは既存の個別指導教室ということになると考えられる。この点も踏まえて同社は2019年3月期にリニューアルを積極化させたと弊社ではみている。

M&Aの実施により、 英語教育と乳幼児教育の成長ポテンシャルが大きく拡大

3. 「戦略的な M&A、アライアンスによる企業価値の向上」の進捗状況

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。同社の歴史を振り返ると、2009年2月に「くぼたのうけん」のライセンスを取得したのが初のアライアンスの取り組みで、以降は（株）ジー・イー・エヌや久ヶ原スポーツクラブなどの買収を行ってきている。2019年3月期は英語教育のアイベックと乳幼児教育のリトルランド（買収時の主婦の友リトルランドから社名変更）を子会社化したほか、英語教育の分野で iae グローバルジャパンと業務提携を実施した。

これらの結果現在では、英語教育関連と乳幼児・児童教育関連でそれぞれ4つの連結子会社、スポーツ部門で1社の、合計8つの事業子会社を擁するに至っている（これらのほかに（株）イオマガジン＝非連結子会社がある）。そして、これらの M&A の成果として、英語教育関連と乳幼児・児童教育関連のそれぞれで、成長ポテンシャルが大きく拡大している状況となっている。特に乳幼児・児童教育関連では、保育事業と育脳教室事業の2つがともに拡大期にあるほか、両者のシナジー追求も期待できる状況となっている。

(1) 英語教育関連の状況

同社は自社を『英語の城南』でブランディングすることを目指している。英語教育関連ではこれまで、ジー・イー・エヌ、（株）リンゴ・エル・エル・シー、アイベックの3社を M&A で獲得している。それぞれ領域が全く異なっており、ジー・イー・エヌの幼児教育からアイベックのビジネスマンへの英語教育まで、カバーする年齢の幅は約30年にも達することになる。

このカバー年齢の広さを1つの強みということではできる。少子化への対応の1つにLTV（ライフタイムバリュー）の最大化ということがある。顧客1人当たりの売上高を最大化する取り組みだ。そのためには長期間にわたって顧客を囲い込むことが最も有効であり、顧客サービスのカバー年齢が30年というのはまさに理想的と言える。

しかしこれはあくまでも理想論で、実際に1人の顧客を30年にわたって囲い込むことが非常に難しいのは直感的にわかることだ。その難しい命題に同社は真剣に取り組んでいる。ポイントの1つは、人生で最も英語に接する年代（中学・高校生）のところに、同社自身が存在することだ。これにより、乳幼児から社会人までシームレスに（切れ目なく）『英語の城南』で完結できるプラットフォームが出来上がっている。

中長期の成長戦略と進捗状況

今後の課題は、それぞれをどう有機的につなげるか、だろう。比喩的に言えば、幼児から大人まで、同社グループで英語教育を一貫して行うという“線路”はおおむねできており、その線路を走る“列車”をどう編成するかということだ。

同社は放課後ホームステイ「E-CAMP」や、大学入試制度改革を見据えた4技能習得法「5 Codes English」、プロジェクト「英検1000」などを展開しているが、いずれも、言わば短距離列車で、同社グループの長い線路に顧客をとどめておくものではない。あえて長距離列車を運行しないという選択もあるのかもしれないが、一般的に考えればやはり、世界一周とまではいかずとも、“インターコンチネンタル”程度に、世代間をつなぐ中距離列車は必要だと思われる。今後の展開に注目したい。

英語教育関連の子会社一覧

事業領域	会社名	買収時期	事業内容
英語教育	ジー・イー・エヌ	2013年10月	2歳から小学生までを対象とした「ズー・フォニックス・アカデミー」を運営
	リンゴ・エル・エル・シー	2015年12月	TOEFL®、IELTS™ 対策に特化した留学対策専門学校。4技能対策教材「5 Codes English」を開発
	アイベック	2018年 9月	企業向けビジネス英語研修、英会話スクールを運営。海外駐在要員の育成やグローバルビジネスリーダー養成に強み

出所：会社資料、ホームページよりフィスコ作成

英語教育関連子会社の業績推移

(単位：百万円)

	18/3期			19/3期			前期比
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期	通期	
ジー・イー・エヌ	159	188	347	150	208	358	3.2%
リンゴ・エル・エル・シー	40	36	76	40	32	72	-5.3%
アイベック	-	-	-	-	88	88	-
(英語教育関連子会社計)	199	224	423	190	328	518	22.5%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

大学入試制度改革対応という点では、中期経営計画の基本戦略の中で『4技能を伸ばす英語教育の推進』を打ち出し、具体的成果として、子会社のリンゴ・エル・エル・シーと共同で『5 Codes English』を制作し、リリース済みとなっている。今後の入試においてこれが所期の成果を上げることができれば、同社が目指す『英語の城南』のブランドづくりが大きく進展するものと弊社では期待している。

(2) 乳幼児・児童教育関連の状況

乳幼児・児童教育関連では、JBS ナーサリー（株）など3社が子会社となっている。これ以外にも同社本体が運営する「くぼたのうけん」や、城南ルミナ保育園、英語教育ジー・イー・エヌが手掛ける「ズー・フォニックス・アカデミー」、スポーツ事業の久ヶ原スポーツクラブ（スイミングクラブ、学童保育）などがあり、乳幼児・児童教育関連は同社の中で存在感のある事業領域へと成長してきている。

城南進学研究社 | 2019年7月29日(月)
 4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

中長期の成長戦略と進捗状況

保育園事業ではJBS ナーサリーとフェアリーの2社が合計19園(2019年6月末現在)の保育施設を有しており、同社本体が運営する城南ルミナ保育園(立川)を含めるとグループで20園を擁することになる。これらの施設からの売上高は、2019年3月期で6億を超えており、2020年3月期には8億円を超えると思われる(数字は弊社の推定。2019年3月期はフェアリーの寄与が半年であるため2020年3月期の伸びが大きくなる)。

乳幼児・児童教育関連の子会社一覧

事業領域	会社名	買収時期	事業内容
乳幼児・児童教育	JBS ナーサリー	2017年5月	千葉県を中心に認可保育園を運営。2019年6月時点で全8園を運営。城南ルミナ保育園とのシナジーで、ルミナ保育園川崎も運営
	フェアリー	2018年9月	埼玉県で認可保育園を運営。2019年4月に2園を開園し、2019年6月時点で全11園を運営。保育士の研修・育成システムに優れたノウハウを持つ
	リトルランド	2019年1月	(株)主婦の友リトルランドを子会社化して社名変更。育脳プログラム「クボタメソッド」を開発

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

乳幼児・児童教育関連子会社の業績推移

(単位：百万円)

	18/3期			19/3期			前期比
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期	通期	
JBS ナーサリー	119	147	266	152	168	320	20.6%
フェアリー	-	-	-	-	197	197	-
リトルランド	-	-	-	-	-	-	-
(乳幼児・児童教育関連子会社計)	119	147	266	152	365	517	94.4%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

乳幼児・児童教育関連においても目指すところはシナジー効果だ。この点については、例えば英語教育などに比べて、比較的短期間にシナジー効果を実現できるものと弊社では期待している。

リトルランドは久保田競・久保田カヨ子先生の脳科学研究に基づく育脳プログラム「クボタメソッド」を展開している。同社自身が2009年から展開する「くぼたのうけん」とルーツは同じだ。「クボタメソッド」については直営4教室、FC2教室の合計6教室を展開しているほか、全国のピアノ教室260ヶ所に「クボタメソッド」を販売している。一方、「くぼたのうけん」では、直営7教室を運営するほか、全国14園(2019年6月現在)に「くぼたのうけん」のノウハウを販売している。こうしたソリューション提供による事業拡大というアプローチは両社に共通している。両社はそれぞれブランドが確立しているため、両社が融合するメリットは少ないとみられるが、“くぼた”ブランドを同社が一元管理することになり、無用な混乱や摩擦を避けて事業拡大を遂行できると期待される。同社が言う「ワン・くぼた」実現のメリットだ。

保育園については、JBS ナースリーとフェアリーは地域的にすみ分けているので、両社のシナジーは期待しにくい。しかし保育園事業と「くぼたのうけん」、あるいは保育園事業とジー・イー・エヌという組み合わせは十分あり得ると弊社では考えている。現実の事例として同社自身が立川市で城南ルミナ保育園（東京都認証保育所）がある。2011年4月から運営しているが、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。JBS ナースリーやフェアリーの保育園においても同様の試みは可能であり、それによる集客力のアップや客単価の向上が期待される。実際に、JBS ナースリーは2019年4月にルミナ保育園川崎を開園したが、これは同社に蓄積されている乳幼児教育についての特長を詰め込んだものであり、今後のシナジー追求に向けたモデルケースに位置付けられていると弊社ではみている。

■ 今後の見通し

2020年3月期は個別指導部門や乳幼児・児童教育部門などの成長領域の伸長で増収増益を予想

2020年3月期について同社は、売上高7,459百万円（前期比7.5%増）、営業利益19百万円（前期は385百万円の損失）、経常利益34百万円（前期は359百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純損失90百万円（前期は540百万円の損失）と増収増益を予想している。

2020年3月期業績見通しの概要

（単位：百万円）

	19/3期			20/3期					
	2Q累計	下期	通期	2Q累計(予)	前年同期比増減額	下期(予)	前年同期比増減額	通期(予)	前期比増減額
売上高	3,493	3,448	6,941	3,820	326	3,639	190	7,459	518
営業利益	3	-388	-385	33	29	-14	374	19	404
経常利益	16	-376	-359	42	25	-8	368	34	393
親会社株主に帰属する当期純利益	20	-560	-540	-10	-30	-80	480	-90	450

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高については前期比518百万円の増収予想となっている。同社は部門別の売上高予想を開示していないが、個別指導、映像授業（マナビス）の各部門及び各子会社で増収を想定し、これによって予備校部門の減収を吸収して増収を達成する計画と推測される。

前述のように、個別指導については、直営教室数の底打ち反転及びリニューアル効果による増収に加え、「城南予備校DUO」の充足率上昇によって前期比1億円を超える増収が見込まれる状況にある。またマナビスにおいても、前期に新規開校した6校が通期寄与するほか、2019年6月までに2校を新規開校したことでその増収効果も期待される。

今後の見通し

英語教育関連子会社では、2018年8月に子会社化したアイベックが12ヶ月間のフル寄与となるため、前期（約7ヶ月間の寄与）に比べ大幅増収が期待される。

乳幼児・児童教育部門（本体及び子会社）では、「くぼたのうけん」が7教室体制のフル寄与とソリューション事業の増収により2020年3月期の売上高が200百万円の大台に乗る可能性がある。子会社では、リトルランド（2019年1月グループ入り）とフェアリー（2018年9月グループ入り）のフル寄与が期待される。これらの結果、同社本体と子会社を合わせた乳幼児・児童教育部門全体の増収インパクトは4億円前後に達するものと弊社では推測している。

予備校部門については、仮に校舎数が維持されたとしても生徒数の減少により減収基調が続くと考えられる。そこに校舎の統廃合が行われれば減収ペースが加速することになる。同社は具体的な統廃合の計画を開示していないため、どの程度の減収になるかは想定が難しい。仮に前期並みの減収（約5億円）となれば、増収効果のかなりの部分が相殺され、全社ベースの売上高は同社の予想に届かない可能性もあると弊社では考えている。

一方利益面では、予備校部門の生徒数減少と校舎の統廃合は、2020年3月期も収益面に大きなマイナス影響を及ぼすと懸念される。また、前期同様、「マナビス」や「城南予備校 DUO」の新規開校の増加に伴う費用増加も予想される。こうした要因から2020年3月期の営業利益については、ぎりぎり水面上へ浮上する水準にとどまる予想になっているとみられる。

新規開校については、不動産物件の取得がボトルネックとなり新規開校が進まない可能性もある。その場合には新規開校費用の減少により、営業利益が想定を上回る可能性がある。しかし重要なことは2020年3月期のボトム圏でのわずかな利益上振れなどではなく、2021年3月期以降に営業利益率5%前後という同社のこれまでの収益性を回復できるかであり、それに向けた準備を2020年3月期中に整えることができるかどうかだと弊社では考えている。

簡略化損益計算書及び主要指標

（単位：百万円）

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	
					2Q累計(予)	通期(予)
売上高	6,693	6,926	7,024	6,941	3,820	7,459
前期比	8.3%	3.5%	1.4%	-1.2%	9.4%	7.5%
売上総利益	2,027	2,085	2,221	1,619	-	-
売上高比率	30.3%	30.1%	31.6%	23.3%	-	-
販管費	1,704	1,750	1,916	2,004	-	-
売上高比率	25.5%	25.3%	27.3%	28.9%	-	-
営業利益	323	335	304	-385	33	19
前期比	2.0%	3.6%	-9.3%	-	-	-
売上高比率	4.8%	4.8%	4.3%	-5.5%	0.9%	0.3%
経常利益	383	402	352	-359	42	34
前期比	-0.4%	5.2%	-12.5%	-	-	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	85	192	141	-540	-10	-90
前期比	-71.1%	126.7%	-26.5%	-	-	-
EPS(円)	10.56	23.93	17.58	-67.06	-1.27	-11.18
BPS(円)	532.67	546.53	551.50	472.69	-	-
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

今後の見通し

簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	15/3 期末	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末	19/3 期末
流動資産	2,432	1,632	1,723	2,436	1,386
現金及び預金	1,841	1,065	1,269	1,898	780
売掛金	146	131	129	161	203
固定資産	3,797	4,793	4,813	4,353	5,115
有形固定資産	1,723	2,915	2,882	2,783	2,949
無形固定資産	271	154	151	228	740
投資その他の資産	1,802	1,722	1,778	1,342	1,424
資産合計	6,229	6,426	6,536	6,790	6,501
流動負債	1,240	1,175	1,137	1,281	1,604
買掛金	11	11	16	14	18
短期借入金等	-	-	-	-	-
固定負債	668	943	978	1,045	1,060
長期借入金	-	-	-	-	-
株主資本	5,141	5,146	5,258	4,933	4,300
資本金	656	656	656	655	655
資本剰余金	652	652	652	652	687
利益剰余金	4,143	4,147	4,259	3,934	3,303
自己株式	-309	-309	-309	-309	-345
その他の包括利益累計額	-839	-856	-857	-491	-494
非支配株主持分	17	17	19	21	29
純資産合計	4,319	4,307	4,420	4,463	3,836
負債・純資産合計	6,229	6,426	6,536	6,790	6,501

出所：決算短信よりフィスコ作成

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
営業活動キャッシュ・フロー	637	316	441	412	-162
投資活動キャッシュ・フロー	30	-1,038	-121	315	-855
財務活動キャッシュ・フロー	-72	-91	-96	-102	-103
現金及び現金同等物に係る換算差額	3	0	0	-0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	600	-812	223	624	-1,120
現金及び現金同等物の期首残高	1,238	1,838	1,026	1,249	1,874
現金及び現金同等物の期末残高	1,838	1,026	1,249	1,874	753

出所：決算短信よりフィスコ作成

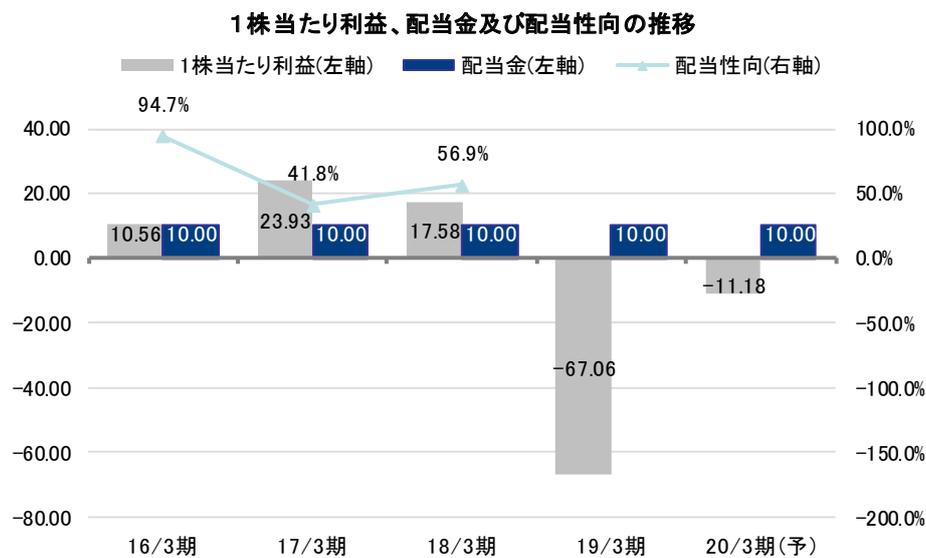
■ 株主還元

2020年3月期は前期に続き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、事前予想どおり、前期比横ばいの10円配（期末配のみ）の配当を実施した。業績的には1株当たり当期純損失が67.06円と悪化したが、これは事業構造改革に伴う一過性の事象ということで安定配当を優先させたとみられる。

2020年3月期については、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。1株当たり当期純損失は11.18円とマイナスが続くが、営業利益・経常利益段階では黒字を回復する計画であることなどから配当を継続する決断をしたと推測される。



出所：決算短信よりフィスコ作成

免責事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp