

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

リソー教育

4714 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2019 年 6 月 27 日 (木)

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. 2019年2月期は全事業部門で前期比増収。営業利益は3期連続で過去最高を更新	01
2. 新中期経営計画を発表。 従来からの継続施策に加えてスクールTOMASが成長けん引役に浮上	01
3. 東京都連携とみずほ銀行連携の2つのカタリストでスクールTOMASの成長加速へ	01
■ 会社概要	02
1. 沿革	02
2. 事業の概要	04
3. 特長・強み	06
■ 業績の動向	09
1. 2019年2月期決算の概要	09
2. セグメント別動向	10
■ 中長期成長戦略と進捗状況	12
1. 中長期成長戦略の概要	12
2. 学校内個別指導事業の成長戦略と進捗状況	15
3. 学習塾事業の成長戦略と進捗状況	17
4. 家庭教師派遣教育事業の成長戦略と進捗状況	18
5. 幼児教育事業の成長戦略と進捗状況	19
■ 今後の見通し	22
● 2020年2月期業績見通しの概要	22
■ 株主還元	25

■ 要約

主力事業の順調な成長に加え、 スクール TOMAS 事業が成長けん引役として浮上。 今後の数年間を“第 2 次ゴールデン成長期”と位置付け高成長を目指す

リソー教育<4714>は“完全個別指導”と“進学指導”とを組み合わせた点で独自のポジションを確立した教育サービス企業。傘下に幼稚園・小学校受験指導の(株)伸芽会や家庭教師派遣事業の(株)名門会など、8つの事業会社を擁し、「TOMAS」ブランドで5つの事業を展開している。

1. 2019 年 2 月期は全事業部門で前期比増収。営業利益は 3 期連続で過去最高を更新

同社の 2019 年 2 月期決算は、売上高 24,496 百万円（前期比 8.5% 増）、営業利益 2,529 百万円（同 17.2% 増）と増収増益で着地した。主力事業の「TOMAS」をはじめ、幼児教育事業や学校内個別指導事業など全事業セグメントが前期比増収となった。利益面では、最も利益率が高い幼児教育事業の売上高構成比が上昇したことで製品ミクスが改善し、全社ベースの売上高総利益率、営業利益率の改善へとつながった。営業利益は 2017 年 2 月期から 3 期連続での過去最高更新となった。

2. 新中期経営計画を発表。従来からの継続施策に加えてスクール TOMAS が成長けん引役に浮上

同社は 2020 年 2 月期 - 2022 年 2 月期の新 3 ヶ年中期経営計画を公表した。各事業セグメントにおける成長に向けた取り組みは前中期経営計画から継続しており、そこに大きな変更やぶれはない。「TOMAS」では中堅駅への小規模校を開校して 120 校体制を目指す“サテライト校戦略”が、幼児教育では託児と学童の「伸芽'S クラブ」による囲い込み戦略が、具体的戦略だ。そうしたなか、新中期経営計画では学校内個別指導事業「スクール TOMAS」が一気に成長シナリオの主役に躍り出ることが期待されている。新中期経営計画期間では、基本的に各事業部門が前中期経営計画で見せた成長率を引き続き維持する一方、スクール TOMAS は年平均 30% 前後の高い成長を目指す方針だ。

3. 東京都連携とみずほ銀行連携の 2 つのカタリストでスクール TOMAS の成長加速へ

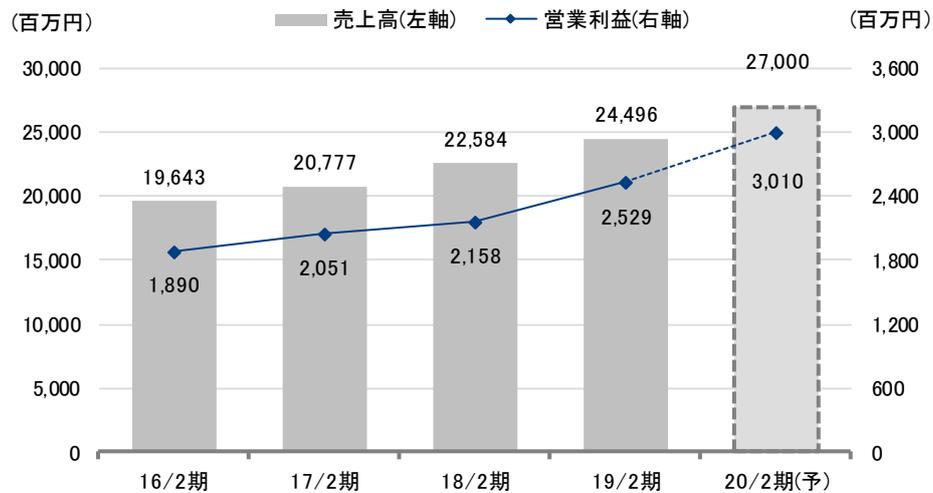
スクール TOMAS に期待が高まる背景には 2 つの成長のためのカタリスト（触媒）の存在がある。そのうちの 1 つは東京都教育委員会との業務委託契約の締結だ。都立高校がスクール TOMAS を導入して進学指導を行うというもので詳細は未定だが、都立高校が導入に踏み切ることのアナウンスメント効果は非常に大きいと期待される。もう 1 つは(株)みずほ銀行とのビジネスマッチング契約だ。みずほ銀行のネットワークを生かして学校法人等への営業効率を高めようというもので、初年度の 2019 年 2 月期は 4 校への導入実績を挙げた。同社はこれら 2 つのカタリストの活用と営業体制強化を通じて、スクール TOMAS の販売拡大を加速させる方針だ。

要約

Key Points

- ・回収期に入ったスクール TOMAS 事業が新たな成長のけん引役に
- ・主力の TOMAS は、中堅駅に小規模校で進出する“サテライト校戦略”を展開
- ・幼児教育事業は託児と学童保育の「伸芽'Sクラブ」で成長を狙う。高い利益率の実現にも期待

業績の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

個人別指導の質の高い教育サービスを目的に 1985 年に設立

1. 沿革

同社は現取締役会長の岩佐実次（いわさみつぐ）氏が、自身が経営に参画していた（株）こどもびあが教育機器の販売を重視する方針であったことを機に、こどもびあから 14 教室を譲り受け、1985 年 7 月に個人別指導の質の高い教育サービスを目的に株式会社日本教育公社を設立したことに始まる。

設立当初は理想教育研究所（略称：理想研）という教室名の集団指導でスタートし、1 クラス 6 名、学力別クラス編成、100% 正社員講師を基本として教室運営を行った。その後、1990 年 3 月から同社独自の「完全個室の 1 対 1 の個人教授システム」を開発して提供を開始し、名称を「東京マンツーマンスクール」と改称した。これが後に「TOMAS」へと名称変更（1997 年に愛称として採用後、2000 年に正式名称化）されて今日に至っている。

会社概要

同社は教育サービスの多角化にも積極的で、1989年5月には名門会家庭教師センターを開設し、家庭教師部門に進出した。また2000年にはインターネットテレビ電話を活用したリアルタイム双方向完全個別指導を目的に、(株)日本エデュネットを設立した。さらには人格情操合宿教育を目的として(株)スクールツアーズを設立した(2002年)ほか、名門幼稚園・小学校の受験指導を目的に(株)伸芽会を子会社化した(2003年)。

それぞれの事業は順調に業容を拡大したが、一方で技術革新や社会情勢の変化などに合わせて事業内容やグループ体制の見直しなどに着手し、2013年に英語スクール事業や人格情操合宿教育事業の分社化など大規模なグループ再編を行い、現在のグループ体制がほぼ完成した。

証券市場には、1998年に日本証券業協会に株式を店頭登録したのち、2001年の(株)東京証券取引所市場第2部上場を経て2002年6月に同市場第1部に上場し、現在に至っている。

沿革

年月	沿革
1985年 7月	株式会社日本教育公社として東京都新宿区に設立 理想教育研究所(理想研)という呼称で教室展開をスタートさせる。1クラス6名を限度として100%正社員講師による責任ある指導体制を目指す
1989年 5月	名門会家庭教師センターを設立し家庭教師部門へ進出する。学生教師とは異なるプロの教師集団による個人指導をスタート。併せて、目白校を開設
1990年 3月	同社独自の「完全個室(全室黒板付)の1対1の個人教授システム」を開発し、教室名を「東京マンツーマンスクール」と改称。同スクールとして初めての、新中野校を開設
1997年 1月	東京マンツーマンスクールの愛称を、「トーマス」に決定 川崎校を開設し神奈川県に進出
1997年 8月	所沢校を開設し、埼玉県へ進出
1998年10月	株式会社リソー教育に商号変更
1998年12月	日本証券業協会に、株式を店頭登録
2000年 3月	「東京マンツーマンスクール」の愛称「トーマス」を正式名称とする
2000年 7月	インターネットを利用したリアルタイムによる双方向性の完全個別指導を目的として(株)日本エデュネットを設立
2001年 3月	(株)東京証券取引所第2部に上場
2002年 6月	(株)東京証券取引所第1部に上場
2002年 9月	名門会家庭教師センター神奈川支社・横浜駅前校開設
2002年11月	名門会家庭教師センター千葉支社開設
2002年12月	(株)名門会家庭教師センター埼玉支社開設 (株)スクールツアーズ設立
2003年 1月	(株)名門会分社化 (株)伸芽会子会社化
2005年 7月	スクールツアーズを(株)リソー教育企画に商号変更
2013年10月	(株)インター TOMAS 分社化 (株)プラスワン教育分社化 日本エデュネットを(株)スクール TOMAS に商号変更 リソー教育企画を(株)TOMAS 企画に商号変更
2016年11月	セブ島 IT パークに学校法人向けオンライン英会話事業 TOMAS ENGLISH TRAINING CENTER, INC. (スクール TOMAS 99.9% 出資会社) を設立

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

会社概要

教育分野を事業ドメインとし、 サービス業態に応じて 5 つのセグメントで事業を展開

2. 事業の概要

沿革の項で述べたように同社は学習塾事業から次第に事業領域を拡大し、現在は同社本体及び子会社 8 社の合計 9 社でグループを形成し、事業を展開している。主要な事業会社は同社本体を含めた 7 社で、事業セグメントは業態によって 5 セグメントに分かれている。事業セグメントと事業会社の対応関係、及び事業の概要は以下のとおりだ。

基本的には各事業セグメントと主要なグループ会社は 1 対 1 の対応関係にある。また、会社名とサービスブランドが同じであることも多い。したがって同社の決算説明資料などでは、しばしば事業セグメントをグループ会社名あるいはサービスブランドに置き換えて説明している。1 対 1 対応の例外は学習塾事業で、このセグメントは同社本体が運営する個別進学指導の「TOMAS」事業と、子会社のインター TOMAS が担当している英会話スクール（サービスブランド名は会社名と同じ「inter TOMAS」）事業の 2 つから成り立っている。その詳細な内訳は開示されていないが、現状ではインター TOMAS の売上規模は年間 5 億円程度で、学習塾事業の大半は TOMAS 事業によるものと弊社では推測している。

各事業の詳細は成長戦略の項で詳述する。

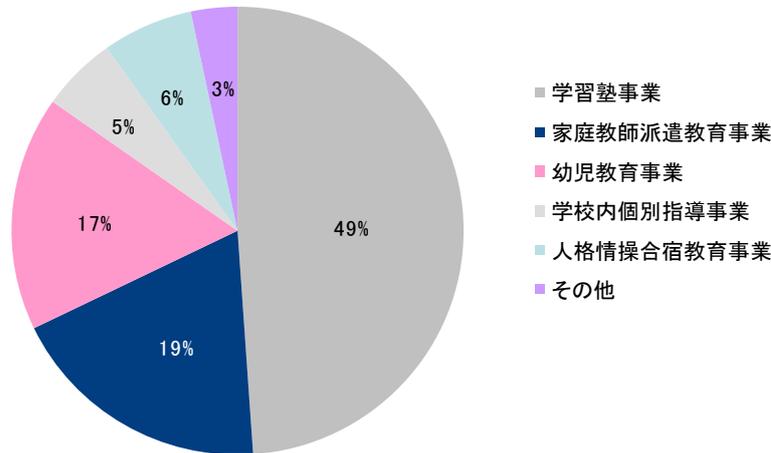
事業セグメントと主要事業会社の概要

事業セグメント	会社名	事業内容
学習塾事業	リソー教育	学習塾事業。完全個別指導塾「TOMAS」を運営。「メディック TOMAS」ブランドで医学部受験専門個別指導を展開
	インター TOMAS	幼児から社会人を対象とした英会話教室の運営
家庭教師派遣教育事業	名門会	家庭教師派遣、及び地方（1 都 3 県以外）における個別指導塾「TOMEIKAI」の運営
学校内個別指導事業	スクール TOMAS	学校内における個別指導、及び子会社でセブ島を拠点としたオンライン英会話事業「ハロー e 先生」を展開
幼児教育事業	伸芽会	名門幼稚園・小学校の受験指導、及び「伸芽'Sクラブ」ブランドで託児事業・学童保育事業を展開
人格情操合宿教育事業	プラスワン教育	サッカー教室や体操教室の運営を行うスクール事業や、様々な体験を通じて行動力や判断力を養うツアー事業を展開
その他	TOMAS 企画	生徒募集勧誘事業（グループ各事業のための生徒勧誘事業）

出所：有価証券報告書、決算説明会資料等よりフィスコ作成

事業セグメント別の売上高構成比は、以下のようになっている。2019 年 2 月期実績ベースでは、学習塾事業が全体の 49% を占め、幼児教育事業と家庭教師派遣教育事業がそれぞれ 17%、19% で続いている。学校内個別指導事業は今後の急拡大への期待が高まっているが 2019 年 2 月期まではまだ助走段階であり、売上高構成は 5% にとどまっている。

会社概要

**事業セグメント別売上高内訳
(2019年2月期)**


注：構成比は調整額を除き算出
 出所：決算短信よりフィスコ作成

一方利益の構成比は、2019年2月期は学習塾事業が約41%でトップを占め、幼児教育事業（約30%）、家庭教師派遣教育事業（約23%）がそれに続いている。学校内個別指導事業は34百万円（全社営業利益の約1%）の営業損失だった。上述の売上構成比と比較すると明らかのように、幼児教育事業は利益の構成比が売上高の構成比と比べて高く、利益率が学習塾事業など他の事業を大きく上回っていることがわかる。これは幼児教育事業が集団指導を基本としていることが背景にある。

幼児教育事業は収益の季節性の平準化にも貢献している。学習塾業界は受験直前指導（合宿や講習会など）が最大の稼ぎ時となる。中学校～大学の受験シーズンは年明けの2月～3月であるため表積的には下期に寄与することになる。一方、幼稚園・小学校受験の受験時期は秋（東京都の場合は11月初頭）が中心であるため、上期（第2四半期累計期間）業績においては幼児教育事業の比重が高まる傾向にある。

詳細は後述するが、同社はそれぞれの事業において先行投資や利益率改善などに向けて様々な施策に取り組んできたが、2020年2月期から全社的にその収穫期に入る見通しだ。したがって、来期からの数年間で売上高及び利益の構成比が現状から様変わりすることが予想され、その変化に注目していきたいと弊社では考えている。

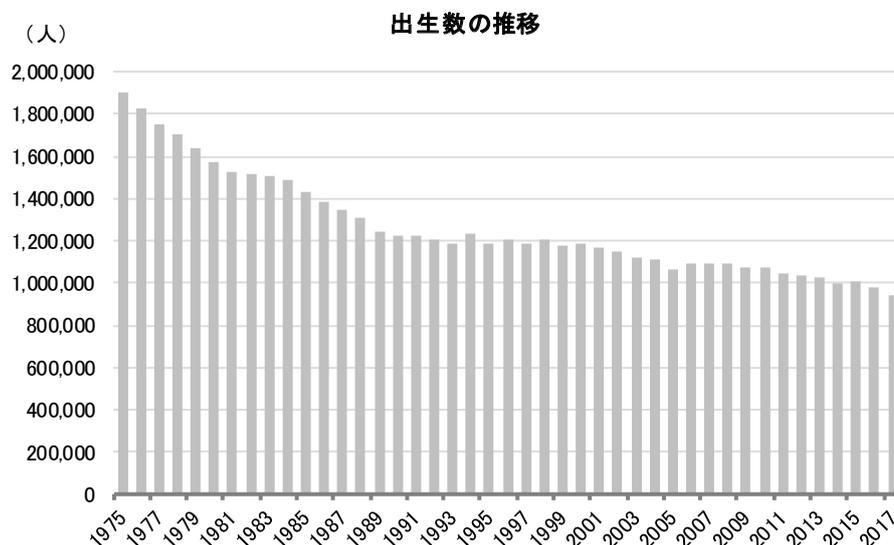
“進学実績追求型”事業モデルを確立し、少子化の逆風の中、安定した増収基調と高い利益率を実現

3. 特長・強み

同社は様々な特長や強みを有しているが、弊社ではそれらの中で特に以下の2つが重要だと考えている。すなわち、1) 長期的にほぼ一貫して業績が拡大基調を歩んでいること、2) 高い利益率を実現していること、の2つだ。これら2つの特長は、弊社の理解では同じところに根差しており、この2つをしっかりと理解することで、同社の中長期的な成長シナリオに対する理解度や確信度が高まることにつながってくるものと考えている。

同社は1985年7月の創業で、初年度の1986年6月期は163百万円の売上高を計上した。その後2013年2月期まで連続増収を達成している（2006年2月期は決算期変更によって8ヶ月の変則決算のため減収となったが、12ヶ月換算すると実質的に増収を達成）。その後、不適切な会計処理の問題が発覚して同社はその対応に追われ、2016年2月期まで停滞が続いた。2017年2月期に4期ぶりに過去最高売上高を更新した後は再び連続増収基調をたどっている。

重要なことは、この間日本においては少子化、すなわち学習塾・予備校業界にとっての市場の縮小が続いてきたということだ。少子化を表す一例として、各年の出生数を見ると、同社の創業の10年前に当たる1975年は1,901,440人だった。それが2017年には946,065人にまでほぼ一貫して減少が続いている。



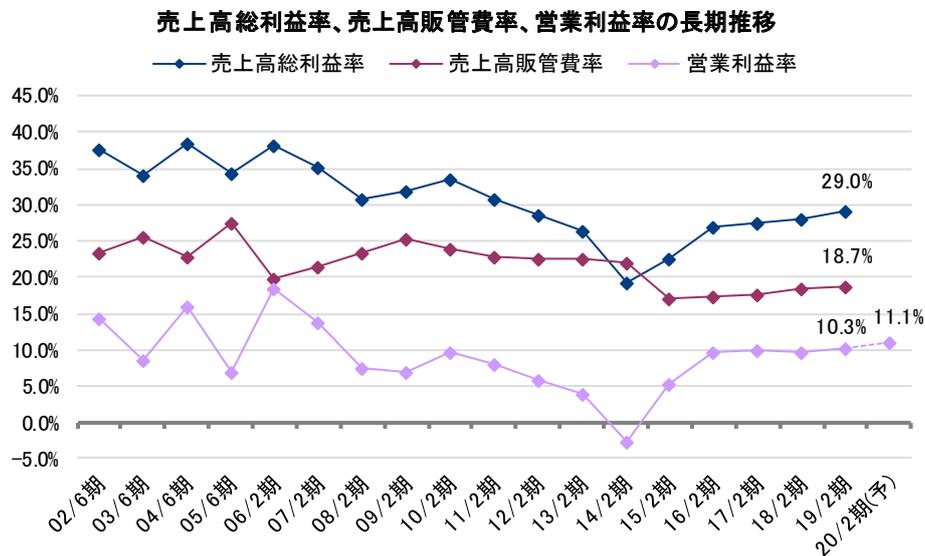
出所：厚生労働省「人口動態統計」よりフィスコ作成

会社概要

一方、同社の利益率について、売上高総利益率、売上高販管費率及び営業利益率の推移を下に掲げた。直近期の2019年2月期の営業利益率は10.3%と10%をわずかに上回る水準となっているが、過去2000年代前半においては15%前後の営業利益率も決して珍しいことではなく、さらに歴史を遡れば株式公開前の1990年代においては20%～25%の営業利益率が続いていた。同社自身は現在の10%前後という営業利益率には決して満足しておらず、営業利益率15%への回復を当面の目標に掲げて全力で取り組んでいる最中にある。

学習塾・予備校業界を俯瞰した場合、営業利益率10%というのは決して低くはなく、むしろ上位に位置する水準だ。上場する同業他社の中には同社よりも高い営業利益率を実現している企業も複数あるが、それらは集団指導を中核の事業モデルとしている。同社のように個別指導をメインとするか、集団と個別とを半々で展開するような業態の同業他社の中に、同社のように2ケタの営業利益率を実現できているところは極めて少ない。

2019年2月期までの業績は、新規事業の先行投資で一部の事業が損失を計上しているなど、同社の有する潜在力が十分には表れていない。同社が当面の目標と掲げる15%という水準が、同社の事業が本質的に有する営業利益率であり、十分達成可能だと弊社では考えている。その先の将来においては更なる利益率の上昇も狙えるが、一方でコンプライアンス経営の強化など、かつて（例えば上場以前の営業利益率20%超を誇っていた時代）とは環境が大きく異なることも事実であり、営業利益率15%という目標設定は、様々な角度から見て妥当で説得力のあるものと言えるだろう。



出所：決算短信よりフィスコ作成

安定した増収とハイ・マージンビジネスという2つの特長はまったく別の事象であり、その要因も異なると思いがちであるが、実は同じところに起因するというのが弊社の理解だ。

会社概要

同社が現取締役会長の岩佐氏により創業されたのは前述のとおりだが、同氏は創業に当たり中国の一人っ子政策から 2 つの大きなヒントを得た。それは一人っ子政策の裏側に潜む少子化と、少子化の結果として子供 1 人当たり投下される教育費が増大するということの 2 つだ。すなわち、少子化を当初から想定して事業を興し、事業モデルを構築したという点で、同社はスタート時から相対的に優位なポジションにあったとも言えるだろう。また 1 人当たりの教育費が増大する点を看破したことで、少子化を逆風ではなく追い風に変えることに成功している。

少子化に立ち向かううえで事業モデルの重要なポイントが、1) 1 対 1 の完全個別指導、2) その目的（ゴール）を進学指導に置いたこと、の 2 つだ。この 2 つは現在の TOMAS をはじめとする同社の各業態に共通した要素でもある。1) と 2) の 2 つを組み合わせた個別指導を本格的に展開しているところは現状では見当たらない。現在の個別指導市場における最も一般的なモデルは、1：少数（2～3 名）の“準”個別指導で、学校の授業の補習目的というものだ。他社が同社のモデルを採用しない大きな理由は明確で、一言で言えば事業リスクが高いためだ。完全個別指導を行おうとすれば料金は高くせざるを得ないが、“授業の補習”ではその高い料金を正当化することはできない。高い授業料を正当化するものは唯一、進学実績だけという厳しい現実がある。ここまで頭では理解できても、いざ実行するのは相当ハードルが高いのは想像に難くない。成功（進学実績）が約束されているわけではなく、また、ブランドや評価の確立に相当の時間を要するためだ。

同社自身、質の高い個別指導の提供を設立目的としながらも創業当初は「1 クラス 6 名の学力別クラス編成」という集団指導からスタートし、岩佐氏が思い描いていた完全個別指導を提供したのは創業 5 年後の 1990 年だった。その間には同社内でも意見・方針の対立もあったと推察されるが、最終的に実現の原動力となったのは、「学習塾産業はサービス業」という意識の導入とその徹底にある。サービス産業だからこそ高い顧客満足を提供することに心を砕いてきた。学習塾・予備校業界における高い顧客満足度とは、希望校への合格にほかならない。同社では創業以来現在に至るまでサービス産業という意識が一貫して保持されており、サービス事業者の使命として進学実績の追求を最大の経営目標としている。この“進学実績追求型”の事業モデルこそが同社の強みの源泉であり、冒頭の安定増収と高利益率の 2 つの特長につながっている。

同社がサービス産業という意識を高く持って経営していることを表す 1 つの事例が、同社の正社員はマネジメントに徹するというスタイルだ。主力の TOMAS 事業では、同社の講師陣は学生や社会人のアルバイトであり、各教室に在籍する正社員はそうした講師陣と児童・生徒、及びその保護者との調整役に徹している。具体的には、1) 生徒・保護者の本音の目的・目標（ゴール）を引き出し、2) それを担当講師としっかり共有した上でカリキュラムを作成し、3) レッスン開始後は進捗状況やその後の指導方針等について保護者に対して説明責任を果たす、という作業だ。この一連のサイクルを繰り返して行うことで、普段から高い顧客満足度を維持しつつ、最終的に志望校合格という最大の顧客満足へとつなげるという流れだ。

同社の安定成長・高利益率という状況が将来的に持続可能かという点については投資のタイムホライズンをどう設定するかにもよるが、一般的な中長期投資のタイムホライズンと考えられる 5 年から 10 年という時間軸の中では持続する可能性は十分高いと弊社では考えている。

会社概要

まず、同社の展開する事業モデル（高価格・高品質のサービス）への需要は常に一定数存在することが挙げられる。次に、その市場への他社の参入がポイントになるが、この点は前述のように他社の参入で過当競争に陥るリスクは小さいと見ている。同社の事業モデルに特段の秘密はないが、様々な要素が有機的に組み合わさって、初めて今の同社が有する特長・強さの実現が可能になり、そこに至るには時間を要する。同社が創業から長い年月を要した道程を少子化が加速する現在において後追い・再現するのは、同社が経験した以上の事業リスクを伴うことになると考えられる。同社の進学実績追求型事業モデルに対する参入障壁の高さは、同社の3つ目の特長と言えるだろう。

■ 業績の動向

主力の TOMAS をはじめ全事業部門で前期比増収を達成。 営業利益は3期連続で過去最高を更新

1. 2019年2月期決算の概要

同社の2019年2月期は、売上高24,496百万円（前期比8.5%増）、営業利益2,529百万円（同17.2%増）、経常利益2,540百万円（同18.7%増）、親会社株主に帰属する当期純利益1,576百万円（同14.1%増）と増収増益となった。

同社は2019年2月期第2四半期決算を踏まえて通期見通しを上方修正した。しかし最終的には売上高、利益ともに修正予想に対して未達となり、期初予想を若干上回る水準で着地した。

2019年2月期決算の概要

(単位：百万円)

	18/2期			19/2期					前期比	直近 予想比
	上期	下期	通期	上期	下期	通期 (期初予)	通期 (修正予)	通期		
売上高	10,814	11,770	22,584	11,808	12,688	24,200	24,700	24,496	8.5%	-0.8%
営業利益	740	1,417	2,158	973	1,556	2,510	2,710	2,529	17.2%	-6.6%
営業利益率	6.8%	12.0%	9.6%	8.2%	12.3%	10.4%	11.0%	10.3%	-	-
経常利益	725	1,413	2,139	979	1,561	2,500	2,700	2,540	18.7%	-5.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	503	878	1,381	580	995	1,500	1,600	1,576	14.1%	-1.5%

出所：決算短信よりフィスコ作成

業績の動向

2019年2月期は現行中期経営計画の3年目に当たるが、高品質な本物の教育サービスを提供し、徹底した差別化戦略によって日本を代表するオンリーワン企業を目指すという基本方針のもと、既存事業（TOMAS、名門会、伸芽会）の更なる拡大と、新規事業（スクールTOMAS、プラスワン教育、伸芽'Sクラブ、interTOMAS）の事業展開に注力した。その結果、5つの事業セグメント（及びそれぞれの事業を営むグループ企業）がいずれも前期比増収を達成した。

利益面では、売上高総利益率が2019年2月期は29.0%と前期の28.1%から0.9ポイント改善した。売上高販管費率が前期の18.5%から18.7%に0.2ポイント悪化したものの売上高総利益率の改善が奏功して営業利益率は前期の9.6%から今期は10.3%に0.6ポイント改善した。この結果、営業利益は前述のように前期比17.2%の増益となり、2017年2月期から3期連続で過去最高を更新した。

売上高総利益率の改善の理由について、弊社ではプロダクトミクス（商品・サービスの売上構成比）の改善が主因と見ている。同社の事業セグメント別内訳を見ると幼児教育事業の利益率が最も高いことがわかる。2019年2月期はこの幼児教育事業の増収率が前期比15.0%増と最も高くなり、売上構成比も上昇した。これが売上高総利益率を押し上げる原動力になったと見ている。

利益率の高い幼児教育事業が大幅増収増益で全社収益の成長をけん引

2. セグメント別動向

2019年2月期は前述のように、5つの事業セグメントがいずれも前期比増収を果たした。各セグメントの詳細動向は以下のとおり。

業績の動向

セグメント別詳細動向

(単位：百万円)

	18/2期			19/2期						
	上期	下期	通期	上期	前年同期比	下期	前年同期比	通期	前期比	
売上高	学習塾事業	5,334	6,222	11,556	5,844	9.6%	6,742	8.4%	12,586	8.9%
	家庭教師派遣教育事業	2,112	2,686	4,799	2,116	0.2%	2,756	2.6%	4,873	1.5%
	幼児教育事業	1,986	1,803	3,789	2,308	16.2%	2,050	13.7%	4,358	15.0%
	学校内個別指導事業	661	670	1,332	685	3.6%	707	5.5%	1,393	4.6%
	人格情操合宿教育事業	928	559	1,488	1,072	15.5%	598	7.0%	1,671	12.3%
	その他	363	357	721	418	15.2%	435	21.8%	854	18.5%
	小計	11,386	12,300	23,687	12,446	9.3%	13,291	8.1%	25,737	8.7%
	調整額	-572	-529	-1,102	-638	-	-603	-	-1,241	-
	売上高合計	10,814	11,770	22,584	11,808	9.2%	12,688	7.8%	24,496	8.5%
	営業利益	学習塾事業	245	784	1,029	261	6.7%	748	-4.6%	1,009
家庭教師派遣教育事業		76	480	557	106	39.0%	457	-4.8%	564	1.3%
幼児教育事業		345	177	523	490	41.9%	238	34.2%	729	39.3%
学校内個別指導事業		-26	-45	-72	-41	-	7	-	-34	-
人格情操合宿教育事業		51	-17	34	88	70.7%	-3	-	85	146.5%
その他		47	6	53	35	-24.9%	79	1,213.6%	114	115.1%
小計		740	1,385	2,125	942	27.2%	1,527	10.3%	2,469	16.2%
調整額		-	32	32	31	-	28	-11.5%	60	85.8%
営業利益合計		740	1,417	2,158	973	31.5%	1,556	9.8%	2,529	17.2%
営業利益率		学習塾事業	4.6%	12.6%	8.9%	4.5%	-	11.1%	-	8.0%
	家庭教師派遣教育事業	3.6%	17.9%	11.6%	5.1%	-	16.6%	-	11.6%	-
	幼児教育事業	17.4%	9.9%	13.8%	21.3%	-	11.6%	-	16.7%	-
	学校内個別指導事業	-4.0%	-6.8%	-5.4%	-6.1%	-	1.0%	-	-2.4%	-
	人格情操合宿教育事業	5.6%	-3.1%	2.3%	8.3%	-	-0.5%	-	5.1%	-
	その他	13.0%	1.7%	7.4%	8.5%	-	18.1%	-	13.4%	-
	小計	6.5%	11.3%	9.0%	7.6%	-	11.5%	-	9.6%	-
	調整額	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	全社営業利益率	6.8%	12.0%	9.6%	8.2%	-	12.3%	-	10.3%	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

(1) 学習塾事業

学習塾事業は売上高が前期比 8.9% 増の 12,586 百万円（内部売上高を含む。以下同じ）、営業利益が同 1.9% 減の 1,009 百万円で着地した。2019年2月期においては“サテライト校戦略”のもと、TOMAS 白山校など 9 校を新規に開校し、2019年2月末現在の学校数は 83 校となった。新規開校の寄与もあって期末の生徒数は前期末比で 7.0% 増加し、売上高は増収となった。利益については、新規開校に伴う費用の増加を主因として、前期比微減益となった。

業績の動向

(2) 家庭教師派遣教育事業

家庭教師派遣教育事業は売上高 4,873 百万円（前期比 1.5% 増）、営業利益 564 百万円（同 1.3% 増）と増収増益となった。家庭教師派遣の「名門会」については名門会千葉駅前校を新規開校し、2019 年 2 月末時点で全国 29 校体制とした。また、あざみ野駅前校（神奈川県）と西大路駅前校（奈良県）を移転リニューアルした。新規事業の「TOMEIKAI」については、佐賀校と四日市校（三重県）を新規にオープンし 2019 年 2 月末時点で全国 7 校体制とした。これらの結果、期末生徒数は前期末比 7.2% 増となり、前述のように増収増益を達成した。

(3) 幼児教育事業

幼児教育事業は売上高 4,358 百万円（前期比 15.0% 増）、営業利益 729 百万円（同 39.3% 増）と大幅増収増益となった。既存事業（小学校受験）の「伸芽会」については、拠点数は 23 校体制で前期から変化はなかったものの、増床によって需要を取り込み、増収につなげた。伸芽会の期末生徒数は前期末比 17.3% の増加となった。一方新規事業の「伸芽'S クラブ」も、1～3 歳を対象とした託児部門と小 1～小 3 を対象とする学童保育部門がともに人気を集め、期末生徒数は託児部門が前期末比 14% 増、学童保育部門が同 30% 増と順調に拡大した。

(4) 学校内個別指導事業

学校内個別指導事業（スクール TOMAS）は売上高 1,393 百万円（前期比 4.6% 増）、営業損失 34 百万円（前期は 72 百万円の損失）となった。スクール TOMAS は着実に導入学校数が増加し、2019 年 2 月末時点で 35 校となった。子会社で展開するオンライン英会話「ハロー e 先生」も 2020 年の大学入試制度改革を控えて注目が高まり、2019 年 2 月期までに 16 校が導入した。営業利益が赤字となっているのは「ハロー e 先生」にかかるフィリピンでの先行投資によるところが大きい。この点については 2019 年 2 月期で投資がピークアウトした。

(5) 人格情操合宿教育事業

人格情操合宿教育事業は売上高 1,671 百万円（前期比 12.3% 増）、営業利益 85 百万円（同 146.5% 増）となった。情操分野を育む多彩な体験学習が顧客ニーズに合致したことが主駅拡大の直接の要因だが、背景には幼児教育事業（伸芽会及び伸芽'S クラブ）とのシナジーや、同社の中心顧客層である高所得層で情操教育への意識が高いことがあり、それらが同事業の着実な成長につながっていると見られる。

■ 中長期成長戦略と進捗状況

成長戦略の根幹は従来から不変ながら、回収期に入った スクール TOMAS 事業が新たな成長のけん引と期待

1. 中長期成長戦略の概要

同社は 3 ヶ年中期経営計画の着実な実行を中長期の持続的成長の指針と位置付けている。2019 年 2 月期決算の発表に際して、同社は 2020 年 2 月期 - 2022 年 2 月期の新 3 ヶ年中期経営計画を発表した。

中長期成長戦略と進捗状況

新中期経営計画3ヶ年における各事業部門の成長への取り組みの一覧は以下のとおりだ。ここに掲げた取り組み内容は前中期経営計画3ヶ年のそれを引き継いだもので、大きく異なることはない。同社は教育業界に身を置く企業として、拙速に利益成長を追求することは避け、社会構造の変化や制度変更なども見据えながら、常に5～10年という単位で事業展開を行っていることが背景にある。

事業セグメント別の成長への取り組みの一覧

事業セグメント	事業主体	事業の内容	成長への取り組み	
			既存事業	新規事業
学習塾事業	リソー教育	進学個別指導塾「TOMAS」の運営	既存教室のリニューアル等	サテライト校の新開設の加速、医学部受験の「MEDIC TOMAS」の展開
	インターTOMAS	個別指導をベースにした英会話スクールを展開		TOMASと同一立地に展開し、シナジーの最大化
家庭教師派遣教育事業	名門会	家庭教師派遣事業	家庭教師派遣拠点の拡大	個別指導塾「TOMEIKAI」の展開
幼児教育事業	伸芽会	受験指導の「伸芽会」教室の運営	「伸芽会」の増床によるキャパシティ拡大	「伸芽'Sクラブ」ブランドによる英才託児事業（1～3歳）と進学指導付き学童保育（小1～小3）
学校内個別指導事業	スクールTOMAS	学校内における進学個別指導「スクールTOMAS」の展開 ハローe先生事業（マンツーマンの個別英会話の学校内での展開）		東京都教育委員会、みずほ銀行との業務提携で成長加速 スクールTOMASとの親和性の高さ、英語教育ニーズの高まりを背景に導入校拡大
人格情操合宿教育事業	プラスワン教育	各種教室の運営（スクール事業）、ツアー事業、海外留学事業	TOMASなど他事業との相互送客の強化でグループ収益の底上げ	

出所：会社資料、取材よりフィスコ作成

しかし、企業業績や収益成長の構造という面では、新中期経営計画と前中期経営計画とでは、大きく変わりそうだ。

最大の変化は、学校内個別指導事業が、これまでの先行投資期から新中期経営計画期間においては回収期へとステップアップし、収益に貢献してくることが見込まれることだ。学校内個別指導事業の売上高は、前中期経営計画期間における年平均成長率が約6%だった（2016年2月期を起点に2019年2月期までの3年間の年平均成長率）。これが新中期経営計画の3ヶ年では30%前後と飛躍的に上昇すると同社では想定しているもようだ。他方、それ以外の各事業セグメントについては、前中期経営計画で実現してきた成長率が新中期経営計画期間においても継続すると想定していると見られる。

弊社では、学校内個別指導事業が成長事業に変貌するシナリオについては十分説得力があると考えており、30%前後という高い成長率についても、現時点の絶対額が大きいと十分可能だと見ている（詳細は後述する）。それ以外の各事業についても、これまでの成長率を維持することは十分可能であるだけでなく、事業セグメントの中には前中期経営計画の実績を上回るどころか出てくる可能性は高いと見ている。

前中期経営計画における売上高の年平均成長率と、前述の想定に基づいた2022年2月期の売上高の試算は以下のようになる。

リソー教育 | 2019年6月27日(木)
 4714 東証1部 | <https://www.riso-kyoikugroup.com/ir/>

中長期成長戦略と進捗状況

事業セグメント別売上高の年平均成長率と2022年2月期の試算

(単位：百万円)

	前期中期経営計画 (2017/2期～2019/2期)			新中期経営計画 (2020/2期～2022/2期)		
	16/2期 売上高	19/2期		3ヶ年 年平均成長率	3ヶ年予想 年平均成長率	22/2期 売上高(予)
		売上高	前期比			
学習塾事業	9,869	12,586	8.9%	8.4%	10.0%	16,752
家庭教師派遣教育事業	4,623	4,873	1.5%	1.8%	2.0%	5,171
幼児教育事業	3,119	4,358	15.0%	11.8%	15.0%	6,628
学校内個別指導事業	1,175	1,393	4.6%	5.8%	30.0%	3,060
売上高 人格情操合宿教育事業	-	1,671	12.3%	-	-	2,224
その他	1,657	854	18.5%	-19.8%	-	1,000
小計	20,444	25,737	8.7%	8.0%	-	34,836
調整額	-801	-1,241	-	-	-	-1,500
売上高合計	19,643	24,496	8.5%	7.6%	-	33,336

出所：取材、決算短信等よりフィスコ作成

今回当社が発表した実際の業績計画は以下のようになっている。2022年2月期の売上高は33,000百万円と計画されており、上の試算結果はこの会社計画と大きな差がない値となっている。

新中期経営計画の業績計画では売上高よりもむしろ営業利益及び営業利益率に弊社は注目している。営業利益率は年々上昇する計画となっているが最終年度でも11.5%にとどまっている。前述したように当社が営業利益率15%台の回復を目指しているということからすれば、控え目な計画という印象だ。

この点については、前期中期経営計画において売上高こそ計画を達成したものの利益については各期末達が続いたことを踏まえて、事業環境が多少変化しても達成可能な最低水準を出してきた（すなわち、保守的な計画を立てた）というのが弊社の理解だ。

新中期経営計画 (2020年2月期 - 2022年2月期) の業績計画

(単位：百万円)

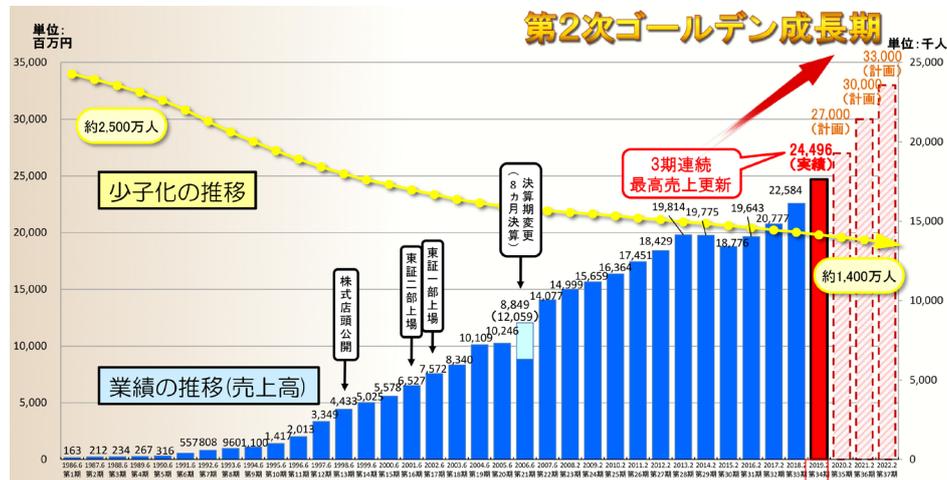
	20/2期～22/2期中期経営計画					
	20/2期		21/2期		22/2期	
	計画	前期比	計画	前期比	計画	前期比
売上高	27,000	10.2%	30,000	11.1%	33,000	10.0%
営業利益	3,010	19.0%	3,410	13.3%	3,810	11.7%
営業利益率	11.1%	-	11.4%	-	11.5%	-
経常利益	3,000	18.1%	3,400	13.3%	3,800	11.8%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,800	14.2%	2,000	11.1%	2,300	15.0%

出所：決算説明資料、決算短信よりフィスコ作成

前述のように、当社は1985年の創立以来、2013年2月期まで連続増収を達成してきたが、2014年2月期からしばらくは踊り場にあった。2016年2月期から連続増収基調を回復しているが、学校内個別指導事業がけん引する形で今後3ヶ年の増収率が加速すると期待される状況になっている。こうした状況を踏まえ、当社は今後の数年間を『第2次ゴールデン成長期』と位置付けて収益の成長加速を狙う方針だ。

中長期成長戦略と進捗状況

創業売上高の推移



出所：決算説明資料より掲載

東京都及びみずほ銀行との業務提携でスクール TOMAS 事業が本格的に回収期入りへ

2. 学校内個別指導事業の成長戦略と進捗状況

学校内個別指導事業は成長のけん引役の主役に躍り出た。同セグメントは学校内で個別指導サービスを提供するスクール TOMAS 事業とオンライン英会話教育を提供するハロー e 先生事業の 2 つから成っているが、ともに 2020 年 2 月期からは回収期に入る見通しとなっている。

(1) スクール TOMAS 事業の進捗状況

学校内個別指導事業は子会社のスクール TOMAS が展開する事業で、サービスブランドも同じだ。スクール TOMAS 事業とは、学校内に 1 対 1 個別指導の TOMAS を設置する事業で、学校という集団指導と TOMAS の個別指導の長所を組み合わせることで進学実績向上をサポートし、ひいては学校の経営を支援することを目的としている。

サービス内容は 1) 学校内に自習室を設置し、同社から派遣した講師が質問に答える等の自習サポートを行う、2) TOMAS 型個別指導 (1 対 1 の完全個別進学指導) を行う、の 2 つから成っており、2 つセットでの導入が基本となっている。収益モデルとしては BtoBtoC、すなわち同社と学校が直接契約の当事者となるが最終消費者は生徒という構造だ。対象とする生徒数やサービス内容、生徒側の負担額などは個々の契約によって様々だ。なお、導入した学校側においては、こうした個別指導サービスについて「スクール TOMAS」という看板を掲げることはなく、同社はあくまでバックヤードの黒子に徹する形となる。

中長期成長戦略と進捗状況

スクール TOMAS の導入学校数は 2019 年 2 月期末時点で 35 校となっている。スクール TOMAS 事業は軌道に乗っているものの、足元で 35 校という導入校の数自体は当社が描いていた当初プランに対して遅れているというのが実情のようだ。しかしながら、ここに来て、今後のスクール TOMAS の導入拡大を後押しすると期待される 2 つの動きが出てきている。

そのうちの 1 つは、当社と東京都教育委員会との業務委託契約の締結だ。これは東京都教育委員会が進める「進学アシスト校」事業に係る業務をスクール TOMAS が請負い、都立高校にスクール TOMAS を導入して大学受験のための進学指導を行うというものだ。2019 年 4 月 10 日付リリースで当該業務委託契約の締結が公表されたが、導入学校数や事業内容、時期等の詳細については今後協議される見通しで、現時点では収益影響も含めてすべて未定となっている。とはいえ、都立高校がスクール TOMAS を導入することの影響は大きく、私立学校は言うまでもなく、全国各地の公立学校からも問い合わせが急増している状況だ。従前から水面下では数十校と導入に向けた商談が進められているが、この数が今後一段と増加するものと期待される。

もう 1 つは、みずほ銀行とのビジネスマッチング契約だ。この契約自体は 2018 年 6 月 18 日付リリースで公表されており、みずほ銀行のネットワークを活用して学校法人への売込みの機会を広げるとというのがその内容となっている。これに関して、2019 年 2 月期において、4 校との導入契約が成立したことが公表された。2020 年 2 月期以降も、この実績とそこで得た知見を生かして、ビジネスマッチング契約をより有機的・機能的に進化させて導入校数の増加につなげる方針だ。

当社はこれら 2 つのカタリストの活用と、自身の営業体制強化を行い、スクール TOMAS の導入を加速させる計画だ。具体的には、2020 年 2 月期末時点で 62 校、2021 年 2 月期中に 100 校超えを当面の目標とし、その先では時期は不明確ながら 300 校体制の確立を目指している。

(2) ハロー e 先生事業の進捗状況

スクール TOMAS の子会社で展開するハロー e 先生は、学校内でマンツーマン型の個別英会話指導を行うもので、契約当事者が学校法人となる BtoBtoC 型事業モデルである点もスクール TOMAS 事業と共通している。当社における営業活動や受講生における進学指導など、様々な面でシナジー効果が高い構造となっている。

ハロー e 先生の特長は、ネイティブスピーカーの英語教師による英会話指導にある。しかし国内においてネイティブの英会話講師を確保することはコスト面でも容易ではない。これを解決するために当社は、フィリピン・セブ島に講師を集めてそこから日本の高校にオンラインで英会話指導を行うモデルを開発した。オンライン形式は、講師 1 人当たりの稼働率、すなわち生産性の向上にも寄与すると期待される。

しかしながら、ハロー e 先生事業はこれまで先行投資が続いてきた。現地の名門大学出身者を中心に人材を集めるだけでなく、現地の法規制にのっとった雇用体制の確立や教育効率を上げるために不可欠な講師への日本語教育などによって、当初の想定以上に立ち上げ費用が肥大化したもようだ。しかしながらこれらの先行投資は 2019 年 2 月期までにピークを打ち、2020 年 2 月期からは“回収期”に入る見通しとなっている。

ハロー e 先生の導入校数は 2019 年 2 月期までに 16 校となっているが、前述のスクール TOMAS 事業との親和性の高さを生かして、今後はスクール TOMAS 事業の導入校数拡大と軌を一にして普及拡大を図っていく計画だ。

主力のTOMASは、 中堅駅に小規模校で進出する“サテライト校戦略”を展開。 2023年2月期までの5年間で50校を出店し、120校体制を目指す

3. 学習塾事業の成長戦略と進捗状況

学習塾事業は同社本体が運営する個別進学指導の「TOMAS」事業と、子会社のインターTOMASが担当している英会話スクール（サービスブランド名は会社名と同じ「inter TOMAS」）事業の2つから成り立っている。その内訳は開示されていないが、現状ではインターTOMASの売上規模は年間5億円程度で、学習塾事業の大半はTOMAS事業によるものと弊社では推測している。

TOMAS事業は進学指導を目的とした完全個別指導ということで、独自のポジションを築いている。一般的に、個別指導塾は学校の補習を目的としていることが多く、授業形態も1対2（もしくは3）の“準”個別形式が多い。TOMASは指導目的と授業形態の両面で差別化を図り、授業料の高価格設定を実現している。

授業料の高価格設定はプラス・マイナス両面がある。プラス面は高収益の実現や講師の確保だ。特に講師の確保は人手不足の現在の社会情勢にあって、大きなアドバンテージとなっている。マイナス面は市場性の問題だ。高所得世帯が対象顧客となるが、その分布状況に鑑みて、現状ではTOMASの展開を1都3県に絞っている。

こうしたTOMAS事業の特性を踏まえて同社は、同事業の成長戦略として“サテライト校戦略”に取り組んでいる。これは、従来はターミナル駅において150～200坪の広さに200名～400名規模で教室を展開していたのに対して、周辺の中堅駅において50～60坪の広さに100名～150名の規模で教室を展開する戦略を言う。2019年2月期においては9校を新規に開校し、期末の校舎数は83校となった。今後も年間約10校のペースでサテライト校の新規開校を継続し、2019年2月期～2023年2月期の5年間で約50校上積みして120校体制の確立を目指す方針だ。

TOMASの新規開校状況

	時期	校舎名
2019年2月期実績	2018年3月	白山校、大崎校、石神井公園校、市川校、綱島校
	2018年4月	吉祥寺校
	2018年9月	海浜幕張校
	2018年10月	下高井戸校
	2019年1月	桜新町校
2020年2月期予定	2019年5月	学芸大学校
	2019年6月	多摩センター校
	2019年9月	宮崎台校

出所：会社資料よりフィスコ作成

TOMAS に関しては、サテライト校戦略に加え医学部受験に特化した個別指導塾「MEDIC TOMAS」の展開にも取り組んでいる。現役の難関大学医学部生チューターによる指導が特色だ。MEDIC TOMAS は TOMAS の地域特性・市場特性に応じた派生形態で TOMAS の内数となるが、医学部合格実績はアピール力が強いと考えられるため TOMAS 事業全体の底上げへの貢献が期待される。

英会話の inter TOMAS については、TOMAS と連携して成長を目指す方針だ。背景には大学入試制度改革とそれに誘発された英語教育に対するニーズの変化がある。入試においてもより実践的な英語力が問われるようになったことで、英語指導を理由として TOMAS からの退会者が増えることを同社は潜在的なリスク要因として考えている。それへの予防・対抗措置が TOMAS 教室と同一・隣接ビルへの inter TOMAS の出店だ。それによって TOMAS からの退会を防ぐだけでなく、inter TOMAS から TOMAS への集客という流れも狙っていると見られる。

家庭教師派遣の拠点数拡大と、TOMAS 事業の地方展開モデル「TOMEIKAI」事業の 2 本柱で成長を目指す

4. 家庭教師派遣教育事業の成長戦略と進捗状況

家庭教師派遣教育事業は子会社の名門会が担っている。同社の中では比較的早い 1989 年から事業を開始した。100% プロの社会人講師が指導することと、学習塾・予備校に比べて情報開示が不透明な家庭教師業界にあって、進学実績をきちんと公表している唯一の事業者であるという点が特長かつ差別化要因となっている。

家庭教師は TOMAS 同様、個別指導であるが、指導場所が異なる。同社グループとしては 1 都 3 県では TOMAS の拡大に注力し、TOMAS の営業地域外においては家庭教師による個別指導という形で住み分けてきた。その結果、名門会の地域別売上構成は、首都圏が 40%、それ以外が 60% となっている。

家庭教師派遣教育事業セグメントを担う名門会としての成長戦略は大きく 2 つだ。1 つは既存事業である家庭教師派遣の拠点数拡大であり、もう 1 つは新規事業としての個別指導塾「TOMEIKAI」の展開だ。

(1) 家庭教師派遣教育事業の進捗状況

同社の家庭教師派遣教育事業全体の売上高は 2019 年 2 月期実績で 50 億円弱となっている。かつて家庭教師業界で最大手だった企業が、同社とは事業モデルが異なるものの、ピーク時に 300 億円の年商を上げた実績がある。こうした事実を踏まえて同社は、自身の家庭教師派遣教育事業の成長ポテンシャルはまだ大きいと考えている。

具体的には、従来あまり出店していなかった中核市への出店を強化していく方針だ。同社は元来、大阪、名古屋に代表される政令指定都市中心に家庭教師派遣事業を展開してきたが、今後は市場性の高い中核市を吟味しながら拠点数を拡大し、収益の成長実現を図ると見られる。2020 年 2 月期の実績として、既に宇都宮、水戸、つくばの 3 市に開校し、名門会の拠点数は 2019 年 2 月期末の 29 校から、足元では 32 校へと増加している。政令指定都市についても、大阪、名古屋といった人口・経済の規模の大きい都市では、拠点の追加開設も検討していく方針だ。

中長期成長戦略と進捗状況

(2) TOMEIKAI の成長

名門会のもう1つの成長戦略は、TOMAS 事業の地方展開だ。前述のように TOMAS は1都3県に営業地域を限定している。しかしながら地方においても TOMAS が提供する進学指導型個別指導へのニーズは存在している。これまではそれを家庭教師派遣で対応してきたが、ニーズに応じて教室型の個別指導での展開にも着手した。同社はこれを「TOMEIKAI」ブランドで展開しており、2019年2月現在、全国で7校展開している。ブランド名は「TOMAS 名門会」から来ており、TOMAS の指導ノウハウと実績の全国展開という意図が込められている。

「TOMEIKAI」の教室一覧

中部地方	近畿地方	九州地方
松本校 浜松校	四日市校	長崎校 熊本校 鹿児島中央校 佐賀校

出所：名門会ホームページよりフィスコ作成

TOMEIKAI については、平均1県2校と考えれば全国で100校近い開校余地があることになる。また、例えば医学部をターゲットに門前教室的に開校する場合でも、国公立や私立大学の医学部全81校のうち75校が1都3県以外のエリアにあることに照らすと、やはり100校近くの開校余地があるとの見方が可能だ。

しかしながら一方で、地方の人口減少や地域経済の疲弊は、中央（東京）からはなかなか想像しにくいスピードで進行しているのも事実だ。同社（名門会）は家庭教師派遣という既存事業と TOMEIKAI という新規事業の2つで成長に取り組んでいるが、両方を同時に推し進めるのは地方の市場性を考えた場合にはリスクが大きいとも言える。こうしたことを踏まえて、同社は各地域の実情やニーズに応じて、2つを使い分けながら慎重に成長戦略を進めていくと見られる。

託児と学童保育の「伸芽'Sクラブ」が成長エンジン。お受験指導の「伸芽会」や TOMAS の早期囲い込み手段としての役割も担う

5. 幼児教育事業の成長戦略と進捗状況

幼児教育事業には2003年に伸芽会を完全子会社化して参入した。伸芽会は創立・創業62年の老舗で、名門幼稚園・小学校へのいわゆる“お受験”の業界において、パイオニア企業であると同時に No.1 の合格実績を誇っている。

幼児教育事業における成長の取り組みは、既存事業であるお受験指導の「伸芽会」事業と、新規事業である「伸芽'Sクラブ」の2つだ。

中長期成長戦略と進捗状況

(1) 伸芽会事業の進捗状況

伸芽会事業では関東エリア 20 教室、関西エリア 3 教室の合計 23 教室を展開している（2019 年 2 月末現在）。お受験業界は、学力テストで合否が決まる中学や高校受験とはまったく様相を異にしている。知能や運動能力、行動観察など評価基準が多岐にわたっており、試験科目も学校ごとにバラバラとなっている。それゆえ、特定の幼稚園や小学校をターゲットにした小規模事業者や個人事業者が乱立している。また市場も東京都内が圧倒的に大きく、それ以外は神奈川・埼玉・千葉の 3 県と関西圏の一部に限定されている。そうした業界構造にあって 23 教室を抱える伸芽会は、実績のみならず事業規模の点でも業界 No.1 企業と言えるポジションにある。

「伸芽会」教室の一覧

関東圏				関西圏		
東京	神奈川	埼玉	千葉	京都	兵庫	大阪
池袋	二子玉川	横浜	浦和	千葉	四條烏丸	西宮北口
渋谷	成城学園	藤沢	市川			上本町
広尾	新宿					
麻布	荻窪					
目黒	国分寺					
大崎	飯田橋					
銀座	浅草					
自由が丘						

出所：伸芽会ホームページよりフィスコ作成

お受験市場は少子化トレンドにもかかわらず、むしろ少子化ゆえに、今後も緩やかに拡大が続くと弊社では見ている。過去 10 年くらいの間に大学入試の多様化（推薦入試・AO 入試の拡大など）が急激に進んだがそれは一般入試の競争激化を生みだした。また、2020 年度からの大学入試制度改革は、その全貌が見えないこともあって、一般入試を避けるマインドが強まっている。こうした環境変化が大学系列の幼稚園・小学校へのお受験熱を高めている状況だ。一方、大学側でも学生の確保に向けた囲い込み戦略の一環で、系列幼稚園・小学校の強化を図っており、双方の思惑が一致した状況にある。これがお受験指導の拡大を予想する理由だ。

こうした市場環境にあっても同社は伸芽会教室の拡大には慎重だ。首都圏で 20 校を展開する同社は、地理的に進出可能な地域を埋め尽くした状況にあり、出店余地がないと判断しているためだ。増大する需要に対しては既存教室の増床などで対応していくと見られる。

M&A による成長は同社の選択肢にあると思われる。しかしながら、ことの性質上、個々の案件ごとに是々非々で判断していくことになるため、中長期の業績計画には M&A による成長は織り込んでいないと見られる。

(2) 伸芽'Sクラブの進捗状況

伸芽会はヨコ展開（地理的展開）が難しいのは前述のとおりだ。そこで同社が取り組みを強化しているのがタテ展開（年齢層の拡大）であり、その具体的なプラットフォームが「伸芽'Sクラブ（しんがーずくらぶ）」だ。

伸芽'Sクラブは託児事業と学童保育事業の 2 つから成っている。

中長期成長戦略と進捗状況

託児事業は1～3歳児を対象としており、お受験指導の伸芽会の1段階前の年齢層を取り込む事業だ。その特長は、1) お受験対応型の長時間託児、2) 共働き世帯へのお受験対応のソリューション提供（伝統的に、お受験は母親が専業主婦でないと合格は困難と言われてきた）の2つだ。現在首都圏で6校（2019年2月末現在）を展開しているが、開校と同時に満員・順番待ちという状況が続いている。

学童保育は保育所の小学生版とも言え、保育所ニーズと同様の背景から少子化が進行する現在にあっても成長が続いている。一般的な学童保育は児童福祉法を根拠とし、行政からの補助金が受けられるが、数少ない成長市場であることもあり、学習塾事業者など民間企業の参入も相次いでいる。同社はこの市場に“（中学受験を見据えた）進学指導付きの長時間学童保育”を特長・差別化要因として参入している。2019年2月末現在で首都圏に13教室を開設しており、託児事業同様、順調な成長が続いている。2020年2月期は4月に池袋東口校、5月に学芸大学校を開校しており、通期では5校の開校を計画している。

「伸芽'Sクラブ」の託児事業・学童事業の教室一覧（2019年2月末現在）

託児事業		学童保育事業		
東京	東京	神奈川	千葉	
目黒*	目黒	市ヶ谷	藤沢	千葉
飯田橋	飯田橋	月島		
池袋*	池袋	阿佐ヶ谷		
自由が丘	自由が丘	府中		
田町	田町	国立		
大崎*	大崎*			

注：校舎名の後の*印は伸芽会と同じ建物にあることを示している
 出所：ホームページよりフィスコ作成

弊社では伸芽'Sクラブの教室数は中期的に現状の約3倍、すなわち60教室程度への拡大は十分可能だと考えている。伸芽'Sクラブが既存の伸芽会の対象年齢を前後に拡大する位置付けと考えれば、首都圏20校の伸芽会教室に託児・学童を併設する形での出店が1つの基本形になってくると考えられる。また、TOMAS（現状83校）への準備期間という位置付けからのアプローチでもやはり60教室という数値は十分理にかなうと考えている。実現するうえでのハードルは、市場性よりも不動産物件の確保にあると弊社では見ている。

(3) 幼児教育事業の収益性

幼児教育事業については重要なポイントは収益性ポテンシャルだと弊社では考えている。幼児教育事業はその高い利益率で中期成長戦略の中で重要な役割を果たすと期待される。このように考える理由は、幼児教育事業が伸芽会、伸芽'Sクラブともに、集団指導であるということにある。集団指導と個別指導とを比較した場合、同じフル稼働状態にあるならば本質的に集団指導の方が収益性は高い。講師1人当たりの生徒数（すなわち収入）を考えれば明白だろう。

ポイントは教室の高稼働率をどのように確保するかにあるが、お受験指導の伸芽会については明確で合格実績の実現・維持にあると言える。一方、伸芽'Sクラブも、突き詰めていけば伸芽会やTOMASにおける合格実績がカギとなると弊社では見ている。伸芽'Sクラブの特長・位置付けが伸芽会・TOMASの生徒の早期囲い込みであるためだ。

幼児教育事業セグメントの2019年2月期の営業利益率は16.7%に上った。これは一過性の現象ではなく、伸芽'Sクラブ事業が軌道に乗ってきたことの結果の表れと考えている。今期以降も伸芽'Sクラブの新規開設が続くため、一足飛びに利益率が20%超えとなることはないとしているが、そのポテンシャルは十分にあるというのが弊社の評価だ。

■ 今後の見通し

連続増収増益を予想。新たな成長エンジンと期待される スクールTOMASの成長スピードが最大の注目点

● 2020年2月期業績見通しの概要

2020年2月期について同社は、売上高27,000百万円(前期比10.2%増)、営業利益3,010百万円(同19.0%増)、経常利益3,000百万円(同18.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益1,800百万円(同14.2%増)と増収増益を予想している。

2020年2月期通期見通しの概要

(単位：百万円)

	19/2期		20/2期		
	上期	下期	通期	通期(予)	前期比
売上高	11,808	12,688	24,496	27,000	10.2%
営業利益	973	1,556	2,529	3,010	19.0%
営業利益率	8.2%	12.3%	10.3%	11.1%	-
経常利益	979	1,561	2,540	3,000	18.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	580	995	1,576	1,800	14.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

同社はセグメント別の業績見通しについては公表していない。しかしながら中長期成長戦略の項で述べたように、基本的には各事業セグメントともに、2019年2月期実績の成長率が中期的(3~5年)に継続することを基本シナリオとし、その中で先行投資期を終えて回収期に入った学校内個別指導事業の収益成長が高い伸び率を達成することで全社の業績成長が形成される構図を想定していると思われる。弊社においてこの前提で試算したところ、会社側の業績予想と矛盾しない結果が得られた(以下参照)。

今後の見通し

2020年2月期の事業セグメント別売上高見通しの試算

(単位：百万円)

	19/2期		FY16-18の CAGR	20/2期売上高	
	売上高	前期比		19/2期の 増収率を 適用した場合	FY16-18の CAGRを 適用した場合
学習塾事業	12,586	8.9%	8.4%	13,708	13,649
家庭教師派遣教育事業	4,873	1.5%	1.8%	4,948	4,959
幼児教育事業	4,358	15.0%	11.8%	5,012	4,872
学校内個別指導事業	1,393	4.6%	5.8%	1,457	1,474
売上高 人格情操合宿教育事業	1,671	12.3%	-	1,877	1,877
その他	854	18.5%	-19.8%	1,012	685
小計	25,737	8.7%	8.0%	28,368	27,853
調整額	-1,241	-	-	-1,200	-1,200
売上高合計	24,496	8.5%	7.6%	27,168	26,653

注：学校内個別指導事業については、20/2期の前期比増収率は、いずれのケースも30%とした。人格情操合宿教育事業についてはFY16-18のCAGRがないため、いずれのケースも19/2期の増収率を適用した。

CAGR = Compound Annual Growth Rate (年平均成長率)

出所：決算説明資料、決算短信等よりフィスコ作成

各事業セグメントの取り組みや成長戦略は前述のとおりだ。2020年2月期の最大の注目ポイントは、新たな成長エンジンと期待される学校内個別指導事業（スクールTOMAS）の進捗に尽きると言えるだろう。前述のように、東京都教育委員会からの業務受託とみずほ銀行とのビジネスマッチング契約という2つのカタリストを得て、どのようなスピードで成長を遂げるかに注目していきたいと考えている。

損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	16/2期	17/2期	18/2期	19/2期	20/2期(予)
売上高	19,643	20,777	22,584	24,496	27,000
前期比		4.6%	5.8%	8.7%	8.5%
売上総利益	5,291	5,704	6,341	7,113	-
売上高総利益率	26.9%	27.5%	28.1%	29.0%	-
販売費及び一般管理費	3,401	3,653	4,183	4,583	-
売上高販管費率	17.3%	17.6%	18.5%	18.7%	-
営業利益	1,890	2,051	2,158	2,529	3,010
前期比		87.9%	8.5%	5.2%	17.2%
売上高営業利益率	9.6%	9.9%	9.6%	10.3%	11.1%
経常利益	1,857	2,032	2,139	2,540	3,000
前期比		89.8%	9.4%	5.3%	18.7%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,428	1,275	1,381	1,576	1,800
前期比		-40.0%	-10.7%	8.3%	14.1%
分割調整後EPS	9.23	8.37	9.36	10.68	12.19
分割調整後配当	3.33	8.33	9.33	11.00	12.00
分割調整後BPS	50.28	42.68	42.49	42.28	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

リソー教育 | 2019年6月27日(木)
 4714 東証1部 | <https://www.riso-kyoikugroup.com/ir/>

今後の見通し

貸借対照表

(単位：百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期	19/2期
流動資産	5,216	6,395	5,598	6,052	6,500
現金及び預金	3,288	4,515	3,866	4,171	4,716
営業未収入金	1,217	1,356	739	833	924
たな卸資産	107	99	125	100	102
その他	604	425	868	948	758
固定資産	6,768	6,058	5,577	5,602	5,957
有形固定資産	2,282	2,177	2,277	2,489	2,877
無形固定資産	218	200	203	162	153
投資その他の資産	4,267	3,680	3,097	2,950	2,926
繰延資産	85	39	74	69	54
資産合計	12,069	12,493	11,250	11,724	12,513
流動負債	3,981	3,042	3,162	3,430	3,861
短期借入金等	-	-	-	-	-
未払金	913	805	810	761	1,222
前受金	1,646	1,155	1,090	1,331	1,169
その他	1,422	1,082	1,262	1,338	1,470
固定負債	2,047	1,664	1,786	2,019	2,388
長期借入金	-	-	-	-	-
その他	2,047	1,664	1,786	2,019	2,388
株主資本	5,986	7,680	6,290	6,292	6,415
資本金	2,890	2,890	2,890	2,890	2,890
資本剰余金	822	822	822	822	822
利益剰余金	2,521	4,181	3,971	3,975	4,099
自己株式	-249	-215	-1,394	-1,396	-1,397
その他の包括利益累計額	55	105	10	-18	-173
純資産合計	6,041	7,785	6,301	6,273	6,263
負債・純資産合計	12,069	12,493	11,250	11,724	12,513

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)

	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期	19/2期
営業活動によるキャッシュ・フロー	-2,546	1,434	2,481	2,278	2,707
投資活動によるキャッシュ・フロー	5,488	-217	-527	-593	-731
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,556	9	-2,603	-1,377	-1,433
現金及び現金同等物に係る換算差額	-	-	0	2	1
現金及び現金同等物の増減額	1,385	1,227	-649	305	544
現金及び現金同等物の期首残高	1,903	3,288	4,515	3,866	4,171
現金及び現金同等物の期末残高	3,288	4,515	3,866	4,171	4,716

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 株主還元

配当性向 100% の基本方針を維持。 利益成長に伴い増配基調が継続する見通し

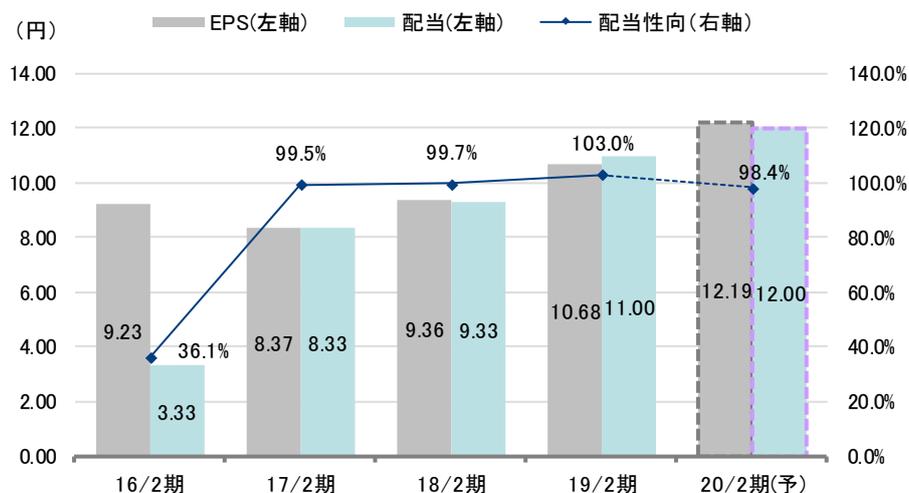
同社は株主への利益還元を経営の重要課題の1つと位置付けており、連結配当性向を指標として業績に応じた配当を行うことを基本方針としている。配当性向については一時的な配当の中断を経て復配を果たした2017年2月期以来、配当性向100%を目安としている。また、配当の支払いについては各四半期末の年4回としている。

一方、同社は2018年12月1日付で1対3の割合で株式分割を実施した。2019年2月期の配当額について同社は、株式分割調整後で年間11円（株式分割前のベースでは33円）の配当を決定している。2018年2月期実績の配当（分割調整後）は9.33円となるため、前期比1.67円の増配となる（株式分割前のベースの比較では、2018年2月期の28円から、2019年2月期の33円へ5円の増配となる）。

2020年2月期については、配当性向100%を目安とする方針のもと、12円の配当予想を公表している。2019年2月期実績の11円（分割調整後）から1円の増配となる。

配当性向100%の目安を導入した理由は、第1に長期保有株主への株主還元強化だ。また、成長投資のための所要額が相対的に小さく、自己資金や一時的借入等で十分に賄える状況にあることも大きな理由となっている。将来的に、大型投資等によって資金ニーズが高まるようなことがなければ、配当性向100%のという目安は維持される可能性が高いと見られるが、配当性向の見直しを迫るような大型成長投資案件の登場も期待されるところだ。

配当金、1株当たり当期純利益(EPS)及び配当性向の推移



注：2018年12月1日付で1：3の株式分割を実施

配当金は遡及して修正している

出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（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。“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・加工することは堅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・譲渡することは堅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