

## ステップ

9795 東証1部

2015年6月8日(月)

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

企業調査レポート  
執筆 客員アナリスト  
佐藤 譲

## ■ 安定成長が続く見通し、新たな株主優待制度を発表

ステップ<9795>は神奈川県内に特化して小5～高3年生を対象とした学習塾「STEP」を展開している。教師のプロ化による質の高い学習指導に定評があり、県内の公立進学校への合格者数ではトップの実績を誇る。2015年3月末の校舎数は小中学部が115校、高校部が14校、個別指導部が1校の計130校(前期末比+5校)となっている。

2015年9月期第2四半期累計(2014年10月-2015年3月)の業績は、売上高が前年同期比3.8%増、営業利益が同3.2%減と増収減益決算となった。期中平均生徒数は4.7%増と堅調に推移し、売上高はほぼ期初計画どおりとなったが、教師を中心に正社員を増員したことで人件費が増加したほか、新設校の立ち上げ費用増が減益要因となった。

通期業績は売上高が前期比4.0%増の9,471百万円、営業利益が同2.5%増の2,253百万円と期初計画を据え置いている。ただ、今春の新規入会生徒数は想定以上に好調で、3月末時点での生徒数は前年同期比で10.4%増となっている。このため、売上高に関しては会社計画を若干上回ることが予想される。一方、利益面では小中学生部で7月に1校を追加開校するため、期初計画並みの水準となりそうだ。

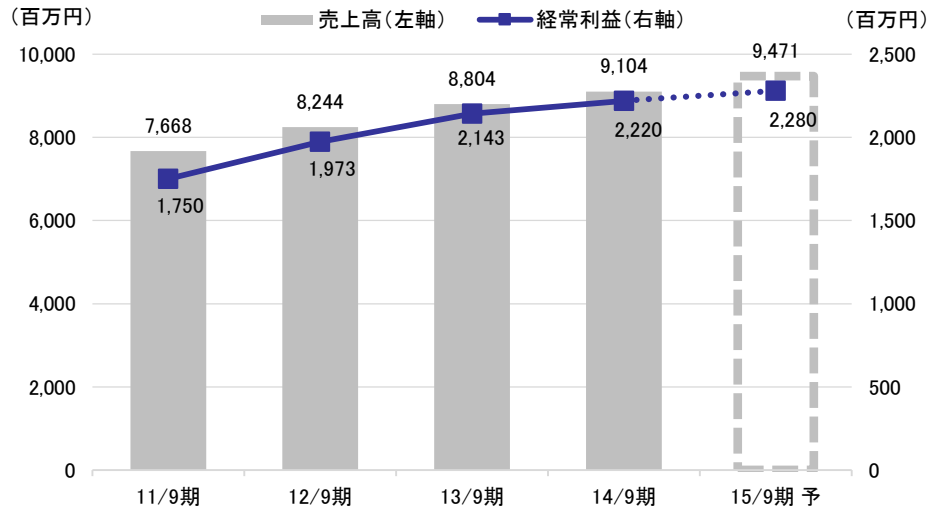
同社では今後も神奈川県内に特化して新規校舎数を年4～5校のペースで増設していく方針としている。学習塾激戦区と言われる横浜市の東部、北部や川崎市においては空白エリアがまだ多く残っていることから、当面は年率4%前後の安定成長が続くものと予想される。

株主還元策として、従来は配当性向30%を目安に配当を実施してきたが、今回、新たに株主優待制度の導入を発表している。9月末の株主に対して保有株式数に応じてオリジナルQUOカード(1,000～3,000円分)を贈呈するというもの。最少単元株主の総投資利回りで見ると3%台の水準となる。

## ■ Check Point

- ・ 業界の中でも高い収益性を誇り、収益の安定性も兼ね備える
- ・ 期初計画を据え置き、売上高は上振れも
- ・ 収益変動リスクの低い配当成長株として注目

業績の推移

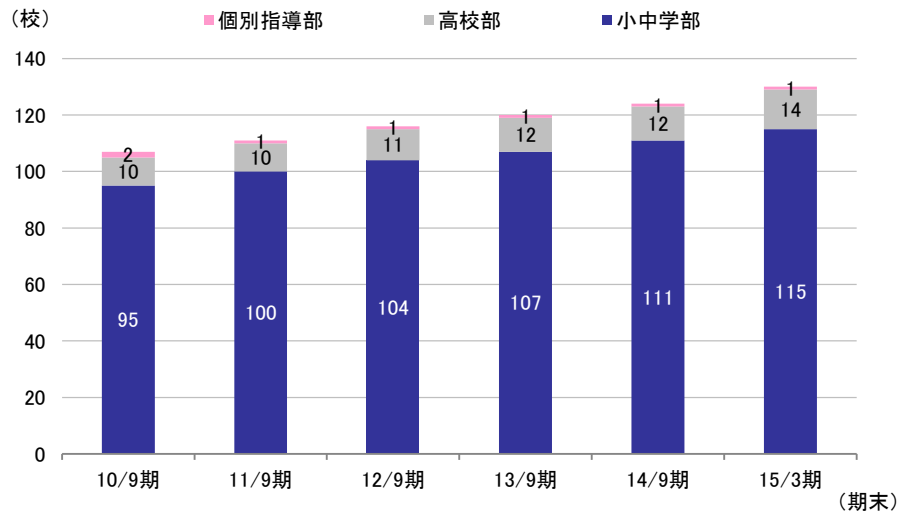


## ■ 事業概要

### 県内公立進学校への高い合格実績とその指導内容に定評

神奈川県内の小中学生、現役高校生向けを対象とした学習塾「STEP」を運営。2015 年 3 月末で、小中学生向け 115 校 (うち 21 校はハイレベルな指導を行う Hi-STEP)、現役高校生向け 14 校、個別指導向け 1 校の合計 130 校を開設しており、生徒総数は 2 万人を超えている。売上高の 83% が小中学生部門で占められており、県内公立進学校への高い合格実績とその指導内容に定評がある。

校舎数の推移



同社の特徴は、「教師のプロ化による質の高い学習指導」「ドミナント展開と口コミ情報による効果的なマーケティング戦略」「高い収益性・安定性」に集約することができる。

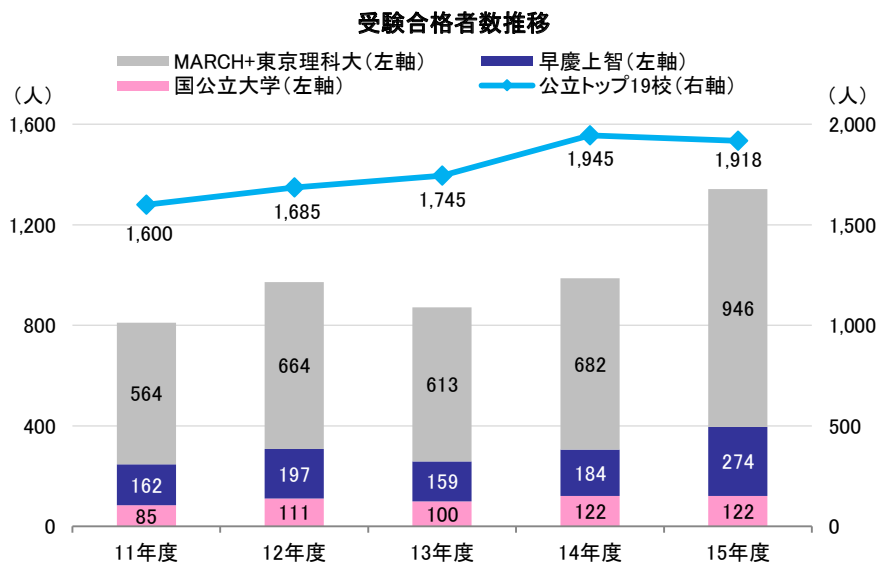
## プロの教師が学習指導に専念

### (1) 教師のプロ化による質の高い学習指導

同社では「教師は学習指導のプロでなければならない」との理念のもと、2015 年 4 月末で総勢 617 名の教師のうち、正社員は 592 名となっており、正社員率は 95.9% に達している。また、残りの教師においても英語クラスにおける外国人講師や、結婚を機に雇用形態を変更した契約社員がほとんどで、ほぼ 100% がプロの教師と呼べる指導体制となっている。同業他社では、大学生や大学院生などアルバイト講師を採用しているケースも多いが、同社では個別指導コースを除き、学生アルバイトは一切採用していない。また、教師が生徒獲得のため電話勧誘やポスティングなどの勧誘活動を行うこともなく、学習指導に専念できる体制が整えられていることが特徴となっている。

各教師においては「日々指導技術の研鑽を怠らず、一人ひとりの生徒と向き合い、学力向上に真摯に取り組んでいく」ことを基本方針として、研修活動なども定期的に行いながらスキルアップに努めている。こうした教師のプロ化による質の高い学習指導によって、2015 年度は神奈川県内の公立高校トップ 19 校で 1,918 名の合格者を輩出、うち 11 校において塾別合格者数で最多の実績を出すなど、学習指導の質の高さとともに志望校への受験合格といった結果も残している。県内の競合として臨海セミナー、中萬学院、湘南ゼミナールなどがあるが、いずれも公立トップ校の合格者数では同社の半分以下の水準であり、同社が突出した実績を上げている。

また、現役高校生向けに関しても、難関大学の合格者実績が着実に増加傾向にある。2015 年度は特に早慶を中心とした難関私立大学の合格者数が大幅に増加しており、「高校生活の充実と志望大学への現役合格の両立」を目指す同社の教育方針の成果が数字となって現れてきたことが注目されよう。



## 地域集中型のドミナント戦略を基本に競争激戦区での拡大を強化

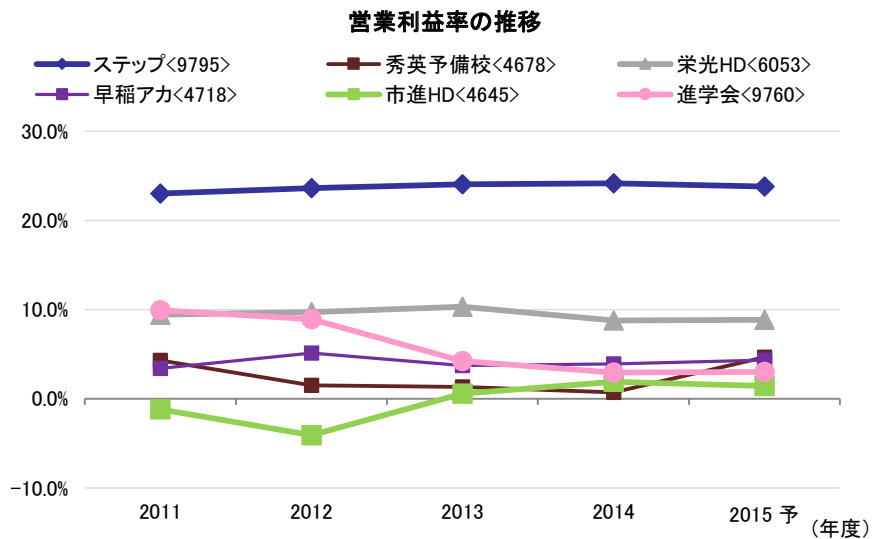
### (2) ドミナント戦略と口コミ情報を活用したマーケティング戦略

同社では県内の湘南地区や中西部においては既に揺るぎない地盤を確立しており、今後、競争激戦区である横浜北部や東部、川崎市での教室数拡大を強化していく方針を打ち出している。教室を開設するに当たっての戦略は、地域集中型のドミナント戦略を基本としている。また、生徒の募集活動では過大な広告宣伝費はかけずに、生徒やその保護者による口コミ情報を基本に据えていることも特徴の 1 つとなっている（一部折込チラシを活用）。このため、同社の広告宣伝費率（対売上比）は、業界平均が 4～8% の水準であるのに対して 2% 台と圧倒的に低い水準となっている。

## 業界の中でも高い収益性を誇り、収益の安定性も兼ね備える

### (3) 高収益性・安定性

3 つ目の特徴としては、業界の中でも高い収益性を誇り、かつ抜群の収益安定性も兼ね備えていることが挙げられよう。この要因としては、前述した広告宣伝費率の低さに加えて、公立進学校向けの学習塾としての圧倒的なブランド力により、生徒や保護者からの評価も高く教室当たり収益性が高いこと、校舎の開設においても年間 4～5 校ペースと無理のない堅実な経営方針で進めていること、事業を学習塾に特化しており、本社機能がスリム化されていること、などが挙げられる。



## ■ 決算動向

### 上半期は増収減益決算、人件費と教室立ち上げ費用の増加が影響

#### (1) 2015年9月期第2四半期累計業績

4月28日付で発表された2015年9月期第2四半期累計の業績は、売上高が前年同期比3.8%増の4,691百万円、営業利益が同3.2%減の1,109百万円、経常利益が同2.5%減の1,132百万円、四半期純利益が同3.0%減の703百万円と増収減益決算となった。また、期初計画比では、売上高はほぼ計画どおりとなったものの、利益ベースではいずれも若干下回る格好となった。

利益が下振れた要因は、教師を中心に正社員を増員したことで、人件費の増加幅が例年よりも大きくなったこと（前年同期比150百万円増）、また、新規開設校が前年同期の4校（小中学部4校）から5校（小中学部3校、高校部2校）に増えたことで、教室の立ち上げ費用が増加したことなどが挙げられる。

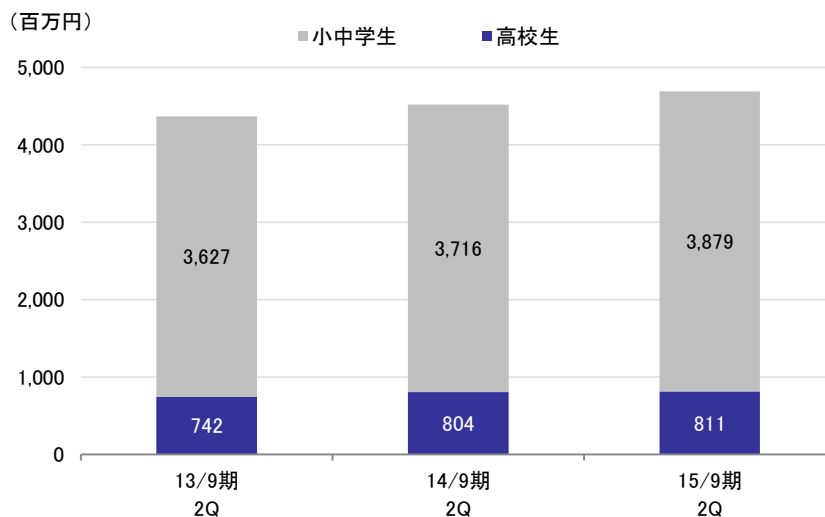
#### 2015年9月期第2四半期累計の業績

（単位：百万円）

	14/9期 2Q 累計		15/9期 2Q 累計				
	実績	対売上比	期初計画	実績	対売上比	前年同期比	計画比
売上高	4,520	-	4,702	4,691	-	3.8%	-0.2%
売上原価	3,005	66.5%	-	3,216	68.6%	7.0%	-
販管費	369	8.2%	-	365	7.8%	-0.9%	-
営業利益	1,145	25.3%	1,198	1,109	23.6%	-3.2%	-7.4%
経常利益	1,160	25.7%	1,212	1,132	24.1%	-2.5%	-6.6%
四半期純利益	725	16.0%	759	703	15.0%	-3.0%	-7.4%

期中の平均生徒数は前年同期比4.7%増となり、小中学部で4.3%増、高校部で6.7%増といずれも着実に増加した。売上高は小中学部が4.4%増の3,879百万円、高校部が0.9%増の811百万円となり、高校部の増収率が生徒数の伸びに対して緩やかになっているが、これは平均単価の低い高校1年生の増加率が高かったためだ。

#### 部門別売上高



## ステップ

9795 東証 1 部

2015 年 6 月 8 日 (月)

また、2015 年 4 月末時点で見た生徒数は前年同期比 8.4% 増となっており、特に高校部の伸びが高くなっている。これは新規開校した 2 校を中心に高校 1 年生の入会が好調に推移したことが主因で、高校 1 年生だけで見ると 45.2% の増加となっている。2015 年度の高校、大学受験において、引き続き高い合格実績を上げたことが、生徒数の増加に好影響を与えたものと考えられる。

特に、大学受験では難関私立大学の合格者数が大幅に拡大したが、この要因として、同社の学習・進路指導の方針と生徒の考え方が一致してきたことが大きい。同社では進路指導のアドバイザー役となるチューターを各校舎に配置しているが、ここにきてチューターをうまく活用する生徒が増えてきたことが合格者数の増加につながったとみている。プロの教師による教科指導と進路指導のプロであるチューターを揃えることで、相乗効果を生み出しているとも言える。

小中学部の新設校（江田、たまプラーザ、大倉山東）の中では、特に大倉山東校の入会生徒数が好調に推移している。また、高校部の新設校（戸塚、センター南）はいずれも、小中学部が開校している自社ビル内での新設となる。既存の高校部の生徒数の約 90% は小中学部からの生徒となっていることから、2 校とも今後は順調に生徒数が拡大していくものと予想される。

## 公立進学校 19 校の合格者数

	11 年度	12 年度	13 年度	14 年度	15 年度	業界順位
湘南	211	203	180	184	192	1
横浜翠嵐	61	54	38	56	49	3
柏陽	95	97	88	131	130	1
厚木	151	177	205	182	181	1
小田原	147	152	162	170	176	1
平塚江南	162	176	156	182	170	1
希望ヶ丘	82	92	117	128	112	1
横浜緑ヶ丘	63	60	56	65	75	2
川和	33	40	63	81	78	2
横須賀	33	33	58	75	78	1
光陵	27	33	36	49	37	3
YSFH	47	45	49	47	54	2
多摩	4	6	7	7	9	3
相模原	116	129	103	119	129	1
茅ヶ崎北陵	135	126	145	162	148	1
大和	75	97	93	96	95	1
横浜国際	20	31	32	34	29	3
秦野	112	121	131	154	152	1
神奈川総合	26	13	26	23	24	3
合計	1,600	1,685	1,745	1,945	1,918	1

※ 順不同、多摩高校に関しては通学エリアに教室がないため合格者数もわずかとなっている。

## 大学合格実績

	11 年度	12 年度	13 年度	14 年度	15 年度
国公立	85	111	100	122	122
早慶上智	162	197	159	184	274
MARCH + 東京理科大	564	664	613	682	946
合計	811	972	872	988	1342

※ MARCH（明治、青学、立教、中央、法政）

## 財務体質は良好、高収益体質も維持

### (2) 財務状況

2015 年 3 月末の財務状況を見ると、総資産残高は前期末比 305 百万円増加の 17,619 百万円となった。主な増減要因としては、現預金が前年同期比 115 百万円減少した一方で、固定資産がスクール移転用土地の取得により同 402 百万円増加した。

一方、負債は前期末比 199 百万円減の 2,783 百万円となった。有利子負債が同 331 百万円減少したことが主因となっている。また、純資産については利益剰余金の増加により、前期末比 505 百万円増の 14,836 百万円となった。

主要経営指標を見ると、安全性を示す自己資本比率は有利子負債の減少により前期末から 1.4 ポイント上昇の 84.2% となった。有利子負債比率も 8.2% へ低下し、財務体質は良好な状態が続いていると言える。収益性についても営業利益は減益となったものの、利益率では 20% 以上を維持しており、高収益体質は維持しているものと考えられる。なお、同社の財務状況を見ると固定資産の比率が高くなっているが、これは同社がスクールを展開していく際に、土地の取得から自社ビルまで建設する物件が多いことが要因となっている。

### 貸借対照表

(単位：百万円)

	12/9 期	13/9 期	14/9 期	15/9 期 2Q	増減額
流動資産	1,858	2,079	2,823	2,725	-97
現預金・有価証券	1,600	1,813	2,562	2,446	-115
固定資産	13,106	13,913	14,491	14,894	402
総資産	14,965	15,993	17,314	17,619	305
負債合計	3,718	2,619	2,983	2,783	-199
有利子負債	2,189	1,324	1,541	1,210	-331
純資産	11,247	13,373	14,330	14,836	505
経営指標					
自己資本比率	75.2%	83.6%	82.8%	84.2%	
有利子負債比率	19.5%	9.9%	10.8%	8.2%	
ROE	10.3%	10.3%	9.8%	-	
営業利益率	23.6%	24.0%	24.1%	23.6%	

## ■今後の見通し

### 期初計画を据え置き、売上高は上振れも

#### (1) 2015 年 9 月期の業績見通し

2015 年 9 月期の業績は売上高が前期比 4.0% 増の 9,471 百万円、営業利益が同 2.5% 増の 2,253 百万円、経常利益が同 2.7% 増の 2,280 百万円、当期純利益が同 5.3% 増の 1,427 百万円と期初計画を据え置いている。

ただ、前述したように 4 月の生徒数は前年同月比で 8.4% 増と想定を上回っており、足元においても生徒数は順調に拡大していることから、売上高に関して前期比 5 ~ 6% 程度の増収となる可能性が高い。生徒数に関しては期中平均で見ると 7 ~ 8% 程度の増加となる見通しだ。増収率が生徒数の伸びよりも低くなるのは、新設校の増加により高校 1 年生や中学 1 年生など平均単価の低い生徒の割合が増加するためだ。ただ、今後も生徒数の増加ペースが落ちなければ、来期以降の増収率はさらに高まっていくことが予想される。

一方、利益ベースではほぼ計画どおりに推移するものと予想される。7月に小中学部のスクールを1校(市が尾)新たに開校することが決まり、立ち上げ費用が増加するためだ。同社の場合、新規開校の時期は新年度が始まる直前の2～3月頃が多いが、市が尾エリアは東急田園都市線の激戦エリアで不動産物件が出にくいエリアの1つでもあったことから、今回は拠点を開設することを優先した格好だ。

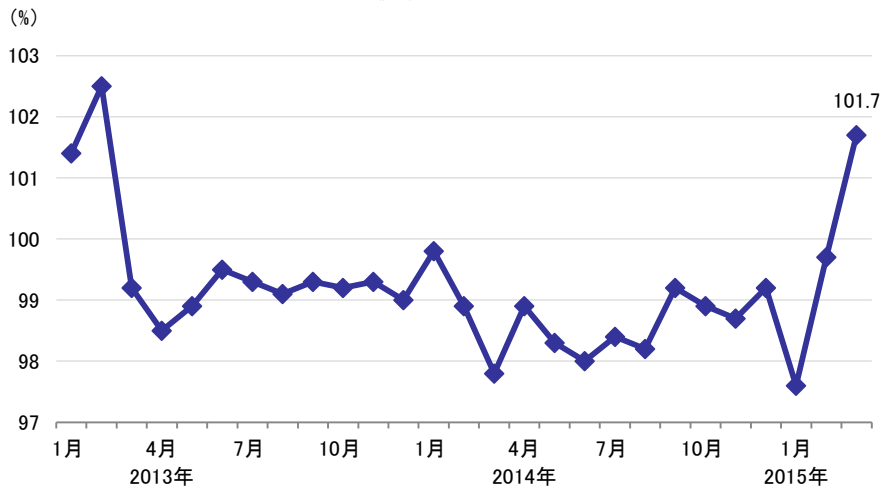
なお、高校受験対策としては神奈川県で2013年度から新たに導入された特色検査の成績が合否判定でより重要になってきていることから、同社では特色検査対策講座や模擬テストの実施に加えて、学校別の対策も秋から取り組んでいるなど、合格者数のアップに向けた体制を進化させている。また、大学受験においては生徒の多様なニーズに応えるためのガイダンスの実施や、チューターも含めたサポート体制の整備、教師の教務力育成などに引き続き注力していく。

## 今後も教育の質を重視し神奈川県内で校舎数を拡大していく方針

### (2) 中期見通し

経済産業省の統計によれば、学習塾に通う生徒数の伸びは、2015年3月に前年同月比で1.7%増と23ヶ月ぶりにプラスに転じたが、少子化の流れが続くなかで、生徒獲得競争も激化しており、厳しい状況が続いていることに変わりない。

学習塾生徒数伸び率(前年同月比)



出所:経産省「特定サービス産業動態統計」

こうした環境下でも、同社は毎年神奈川県内で4～5校のペースで校舎数を拡大し、生徒数を着実に伸ばしている。前述したように県内公立進学校における高い合格実績、質の高い授業力や的確な進学指導力などが、生徒やその保護者の口コミを通じて広がっており、「STEP」の高いブランド力形成につながっているとみられる。特に、ここに来て大学受験においても合格者数が増加しており、同社の「学校生活の充実と志望大学への現役合格の両立」を目指す教育方針に対する支持が高まっていくことが予想される。

同社は今後も神奈川県内で校舎数を拡大していく方針で、小中学生部門では年間4～5校、高校生部門で3～4年に1校のペースで新設し、10年後には小中学生部門で160校、高校生部門で20校の合計180校体制を目指していく考えだ。



新設校のペースが年間で4～5校と緩やかなのは、教師の育成に時間がかかるため、教育の質を重視するという同社の経営理念からきている。このため、生徒数の増加ペースも平均で4%程度となり、授業料が同水準であれば売上高の平均成長率も4%程度になると予想される。

今後の経営課題としては、学習塾の激戦区である横浜北部、東部、及び川崎市での不動産物件探しとなる。特に、東急田園都市線、東横線などの人気エリアにおいては、60～70坪程度で同社の条件にかなう物件が出にくい状況となっており、仮に物件が出たとしても、賃料が他のエリアと比較して割高となる可能性がある。このため、こうした人気エリアにおいては小中学生部門では、Hi-STEP スクールの展開を厚めにしていく方針だ。

また、こうした激戦区では生徒の獲得競争も今まで以上に厳しくなることが予想される。同社のマーケティング戦略が生徒やその保護者等による「口コミ情報」を基本としているだけに、激戦区のエリアで生徒数を十分な水準まで確保するまでには、合格実績を積み重ねる時間が必要となる。従来、小中学生スクールの収益化するまでのペースは、1～3年目で着実な実績を上げ、しっかりと地元での評判を高め、4年目以降から収益貢献する流れとなるが、一定の生徒数を獲得するまでに時間がかかる可能性もある。ただ、前述したように授業の質や成績向上、志望校への合格実績などの評価は折り紙つきであるだけに、開校すれば時間がかかったとしても、着実に成果となって表れてくるものと予想される。

## ステップ

9795 東証1部

2015年6月8日(月)

## 株主還元策

### 収益変動リスクの低い配当成長株として注目

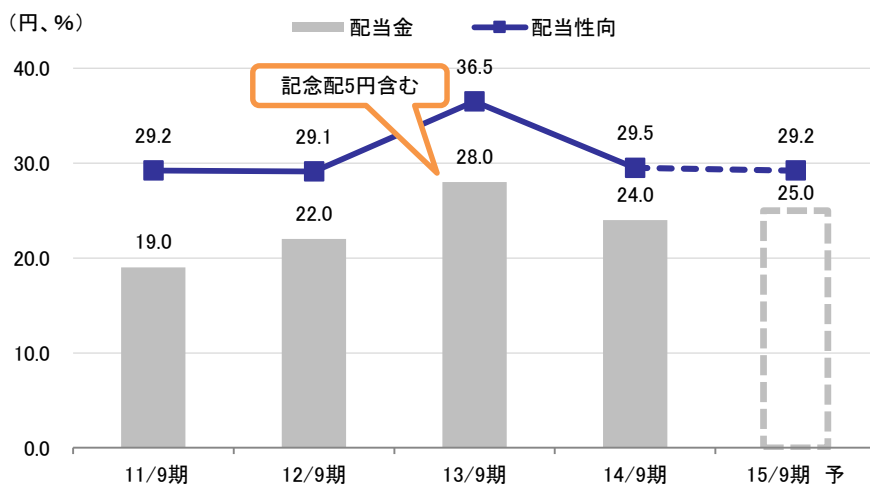
同社は株主還元策として、配当性向30%を目安に配当を実施してきたが、今回、新たに株主優待制度の導入を発表している。9月末の株主に対して、保有株式数に応じてオリジナルQUOカード(1,000～3,000円分)を贈呈するというものだ。2015年9月期は1株当たり配当で前期比1円増配の25.0円(配当性向29.2%)を予定しているほか、最少単元株主では1,000円のQUOカードが贈呈されることになり、現在の株価水準で見た総投資利回りは3%台半ばの水準となる。同社の業績は今後も安定成長が続く可能性が高く、収益変動リスクの低い配当成長株として注目される。

#### 株主優待制度

保有株式数	優待内容
100～500株未満	オリジナルQUOカード 1,000円分
500～1,000株未満	オリジナルQUOカード 2,000円分
1,000株以上	オリジナルQUOカード 3,000円分

※ 対象株主：9月末の株主名簿に記載された100株以上の株主

1株当たり配当金と配当性向



損益計算書

(単位：百万円)

	11/9期	12/9期	13/9期	14/9期	15/9期 予
売上高	7,668	8,244	8,804	9,104	9,471
(対前期比)	3.9%	7.5%	6.8%	3.4%	4.0%
売上原価	5,310	5,738	6,024	6,290	
(対売上比)	69.3%	69.6%	68.4%	69.1%	
販管費	593	562	663	615	
(対売上比)	7.7%	6.8%	7.5%	6.8%	
営業利益	1,763	1,944	2,117	2,197	2,253
(対前期比)	5.8%	10.3%	8.9%	3.8%	2.5%
(対売上比)	23.0%	23.6%	24.0%	24.1%	23.8%
経常利益	1,750	1,973	2,143	2,220	2,280
(対前期比)	4.9%	12.7%	8.6%	3.6%	2.7%
(対売上比)	22.8%	23.9%	24.3%	24.4%	24.1%
特別利益	-	49	-	-	-
特別損失	106	81	70	36	-
税引前利益	1,643	1,940	2,073	2,183	2,280
(対前期比)	4.9%	18.1%	6.8%	5.3%	4.4%
(対売上比)	21.4%	23.5%	23.5%	24.0%	24.1%
法人税等	684	827	804	827	853
(実効税率)	41.7%	42.7%	38.8%	37.9%	37.4%
当期利益	959	1,112	1,268	1,355	1,427
(対前期比)	5.1%	16.0%	14.0%	6.9%	5.3%
(対売上比)	12.5%	13.5%	14.4%	14.9%	15.1%
[主要指標]					
期中平均株式数(千株)	14,759	14,738	16,541	16,668	16,668
1株当たり利益(円)	64.98	75.51	76.71	81.34	85.61
1株当たり配当(円)	19.0	22.0	28.0	24.0	25.0
1株当たり純資産(円)	707.67	763.13	802.35	859.75	

※ 15/9期の税引前利益、法人税等は弊社予測

#### 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