

2012年8月24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
佐藤 譲

■中期計画の達成へ順調、株主還元も積極化

2010年10月に発表した中期3ヵ年計画では、最終年度となる2013年8月期に売上高16,307百万円、経常利益3,877百万円を掲げている。従来の「明光義塾」のFCシステムを利用した教室増による収益拡大に加え、教室当たりの生徒数、授業回数増加の3次元成長を目指し、1教室当たりの収益を拡大すること、更には新規に第2、第3の事業の柱を構築するために新事業領域への進出、顧客層の拡大に取り組むことを掲げている。

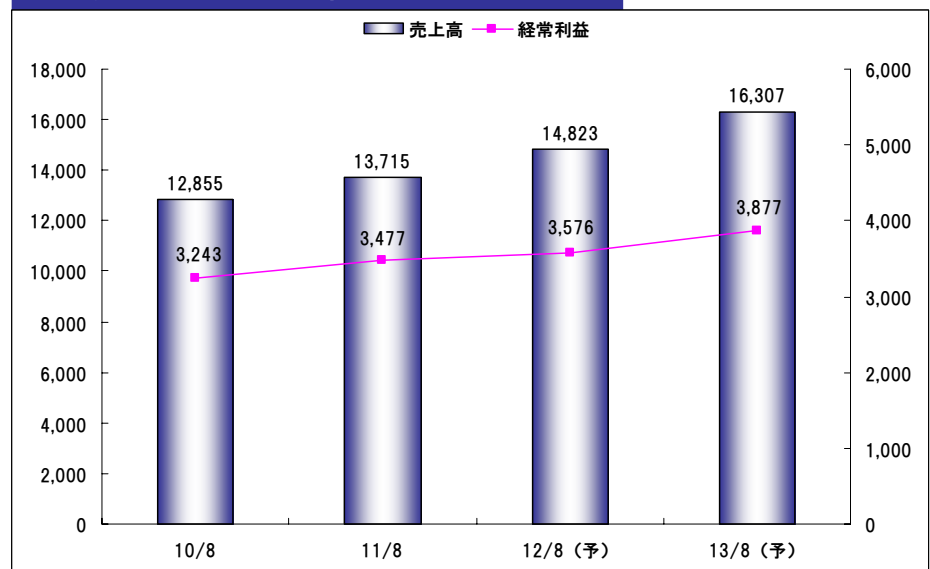
2013年8月期以降は、主力の明光義塾の拡大持続に加えて、新規事業である早稲田アカデミー個別進学館や明光サッカースクールなども収益貢献し始める見通し。M&Aにも積極的で、2012年6月に介護・保育事業を行うライフサポートの株式40%を取得し持分法適用関連会社としたほか、従来持分法適用関連会社であったユーデックの株式を7月末に追加取得し、持ち株比率63%の連結子会社とした。「明光義塾」の拡大、M&Aを絡めた新規事業の育成および種まきなども含めて、中期3ヵ年計画の達成は比較的順調に推移している。

株主還元も積極化している。配当性向で35%程度を目処としており、13期連続で増配を継続中だが、株主還元策の一環として8月31日現在の株主に新たにQUOカード3,000円分を一律贈呈することを発表した。ちなみに、配当は1株あたり25円（最小単元株100株で2,500円）予想であるのに対して、最小単元株での投資金額は81,300円（8月23日現在）となる。

■Check Point

- ・主力の明光義塾の市場シェアは上昇基調を維持
- ・M&Aを絡めた新規事業の育成および種まきは順調
- ・連続増配と株主優待の新設で株主還元を積極化

中期経営計画（単位：百万円）



■中期3カ年計画

年齢層を含めて事業領域の拡大を推進中

同社では2010年10月に3カ年の中期経営計画と新たな成長戦略を発表している。成長戦略の骨子としては、従来の「明光義塾」のFCシステムを利用した教室増による収益拡大に加えて、教室当たりの生徒数、授業回数の増加の3次元成長を目指し、1教室当たりの収益を拡大すること、更には新規に第2、第3の事業の柱を構築するために新事業領域への進出、顧客層の拡大に取り組むことを掲げている。

新規事業としては早稲田アカデミー個別進学館、明光キッズ、アブラカドゥードル、東京医進学院などに加えて、2011年7月に業務資本提携したアルクとの英語教室での展開などが注目される。明光義塾の顧客対象としては主に小学校4年生から高校3年生までで、学校の成績が中位クラスの生徒がボリュームゾーンであったが、今回新たに中学、高校、大学の難関校受験を専門とした個別指導塾をスタートさせ、成績上位クラスの生徒にも対象を広げたほか、年齢層でも下は明光キッズやアブラカドゥードルの開始によって幼児から、上は医科系大学を目指す予備校に通う高卒生までと一気に拡大、更に今後はアルクとの提携によって英語教室への展開も計画されている。

事業領域の拡大



会社側資料より引用

同社では今後もこうした新規事業については積極的に展開していく方針で、中期計画の最終年度となる2013年8月期にはこうした明光義塾以外の事業で10%以上の売上構成比まで育てていく方針だ。

■中期3ヵ年計画

中期経営計画（単位：百万円）

	10.8期 実績	11.8期 計画	11.8期 実績	12.8期 計画	13.8期 計画
売上高	12,855	13,711	13,715	14,823	16,307
明光義塾	12,134	12,838	12,977	13,624	14,496
東京医進学院	633	700	594	850	1,000
サッカースクール	87	90	93	95	99
早稲アカ個別進学館	-	66	45	146	496
明光キッズなど	-	15	4	107	214
経常利益	3,243	3,258	3,477	3,576	3,877
当期純利益	1,897	1,768	1,922	2,030	2,206

早稲アカデミーのFC化によるライン増に期待

2013年8月期以降は主力の明光義塾の拡大持続に加えて、新規事業である早稲アカデミー個別進学館や明光サッカースクールなども収益貢献し始める見通し。明光義塾で培ったフランチャイズシステムをこれらの新規事業でも導入、活用していくことで一段の収益拡大を図っていく方針だ。

主力の明光義塾に関しては、今後もF C教室を中心に年間90~100校の新規開設校を増やしていく方針で、年間成長率では1ケタ前半のペースで安定成長が期待できる。少子化が続くなかで市場全体の伸びが見込みにくいものの、同社の市場シェアは13%程度の水準であり、「自立学習」「個別指導」といった特色のある学習指導法と、卓越したフランチャイズシステムを武器に、シェアの拡大によって成長を持続していくことは可能とみられる。

また、新規事業においても今後の収益貢献が期待される。とりわけ期待が大きいのが2011年からスタートした早稲アカデミー個別進学館だ。同進学館は早稲アカデミー<4718>が持つハイレベルな教材、指導ノウハウと明光義塾の持つ個別指導やFC運営のノウハウを融合することで、学習塾市場のなかでの新たな市場を獲得することを狙いとしたものとなっている。5月末現在で、同社の直営校としては埼玉に2校を展開しており、生徒数は153名と好調に推移している（早稲アカデミーの直営校2校）。明光義塾の既存オーナーからも個別進学館での新規開設を希望している声が多く上がってきていることから、同社では2012年8月期中にフランチャイズ校として7校を開設した。その後も年間20校ペースで新設校を開校していく予定で、5年後にはF C校で100校体制を目指している。末端売上高の規模としては5,000~6,000百万円規模が予想される。

■M&Aの取り組みについて

保育・介護事業へ参入し生涯教育に向けた事業展開へ

同社は5月末の自己資本比率で70.1%、現預金残高では4,741百万円と総資産の35%を超えるキャッシュリッチな会社の1つであるが、M&Aに対しても前向きに取り組んでいる。6月以降に2件のM&Aに係る案件が会社側から発表されたので、以下に概要を紹介する。

(1) ライフサポートの株式取得

2012年6月にライフサポートの株式40%を500百万円強で取得し、持分法適用関連会社とした。ライフサポートは保育所の運営、自治体と連携した保育関連サービスの運営受託及び訪問保育等の保育事業、並びに老人ホームの運営、訪問・通所介護及び居宅介護支援等の介護事業の両輪で、福祉サービス事業を展開する企業だ。保育事業では、認可保育所・東京都認証保育所「ゆらりん」等を東京都で展開。また、介護事業においては介護付有料老人ホーム「悠楽里(ゆらり)」等を東京都、埼玉県で運営しており、売上高は保育事業と介護事業でほぼ半々の構成を占めている。訪問保育事業や託児所運営においては大手企業やホテルなどとも契約実績が多数あり、堅実な経営を行っている企業として評価されているようだ。

明光ネットワークが今回出資をした目的は、保育事業においては若年層の顧客拡大に向けた事業展開の一環として、介護事業においては生涯教育に向けた事業展開の布石として関連会社化したとのことで、役員のパイプも予定している。ライフサポートの直近の状況は売上高が09年9月期の2,726百万円から3,123百万円、当期純利益が同45百万円から87百万円、1株当たり当期純利益(EPS)が9,172円から17,494円、1株当たり純資産(BPS)が94,641円から121,834円に増加している。2011年9月期業績は営業利益ベースで減益となったが、保育園の新規開設に関わる設備助成金を営業外収支に計上したことで、経常利益は2桁増益となっている。

関西圏トップシェアの受験情報誌を連結子会社化

(2) ユーデックの株式取得

7月には従来、持分法適用関連会社(出資比率19.2%)であったユーデックの株式を追加取得し、出資比率63.1%の連結子会社とした。取得価額は105百万円。株式の取得先はユーデック代表取締役社長の川東氏、関西を拠点とする学習塾のアップ、ウィザス<9696>からとなる。

ユーデックは関西圏における私立中学受験情報誌及び公立・私立高校受験情報誌「がくあん」を発行しており、当該情報誌の販売数は関西圏においてトップシェアの実績を誇る。また、進学模擬試験の販売を全国展開するとともに、学習塾教材の販売、学内予備校の運営も行っている。ユーデックとは従来からも模擬試験の制作や教材販売など業務上の取引関係があり、役員も1名入っていたが、子会社化することにより今後はユーデックが展開している学内予備校事業の拡大、並びに明光義塾統一テストの更なる品質向上等を進めていく方針だ。

■M&Aの取り組みについて

ユーデックの直近の状況は売上高が09年9月期の577百万円から695百万円、当期純利益が同14百万円から25百万円、1株当たり当期純利益（EPS）が7,439円から12,803円、1株当たり純資産（BPS）が82,745円から98,377円に増加している。

ライフサポートに関しては、介護事業という従来同社が関わってこなかった市場に展開しており、将来的にはシルバー層向けの教育・文化事業への参入につながる布石になるものとして期待される。

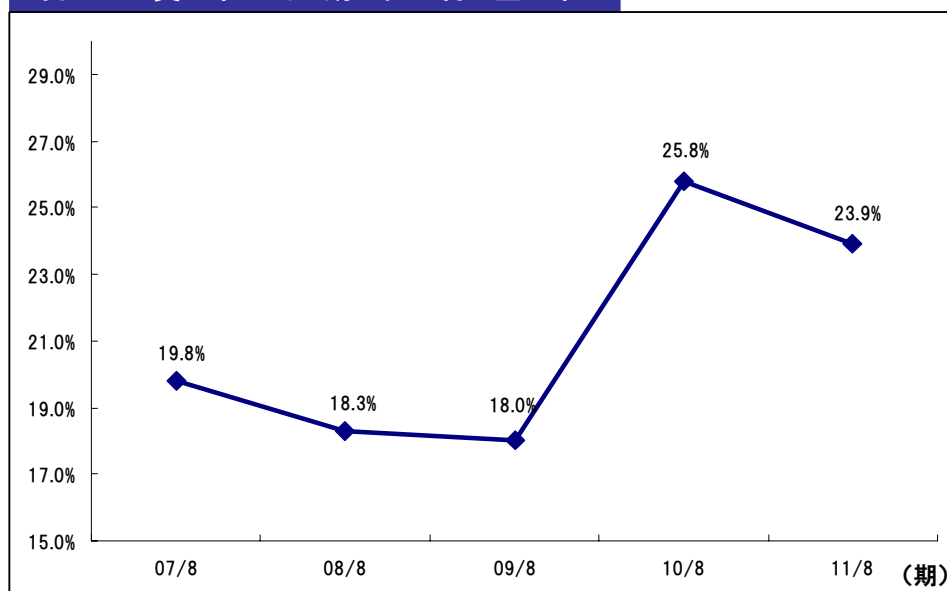
同社では今後も、「教育・文化事業への貢献を通じて人づくりを目指す」「フランチャイズノウハウの開発普及を通じて自己実現を支援する」という経営理念と合致し、同社の今後の事業展開においてプラスとなるようなM&A案件に関しては、前向きに検討していく方針だ。主力事業である明光義塾という安定した収益基盤を核にして、新規事業の収益貢献が期待される2013年8月期以降の同社の成長が注目される。

■株主還元について

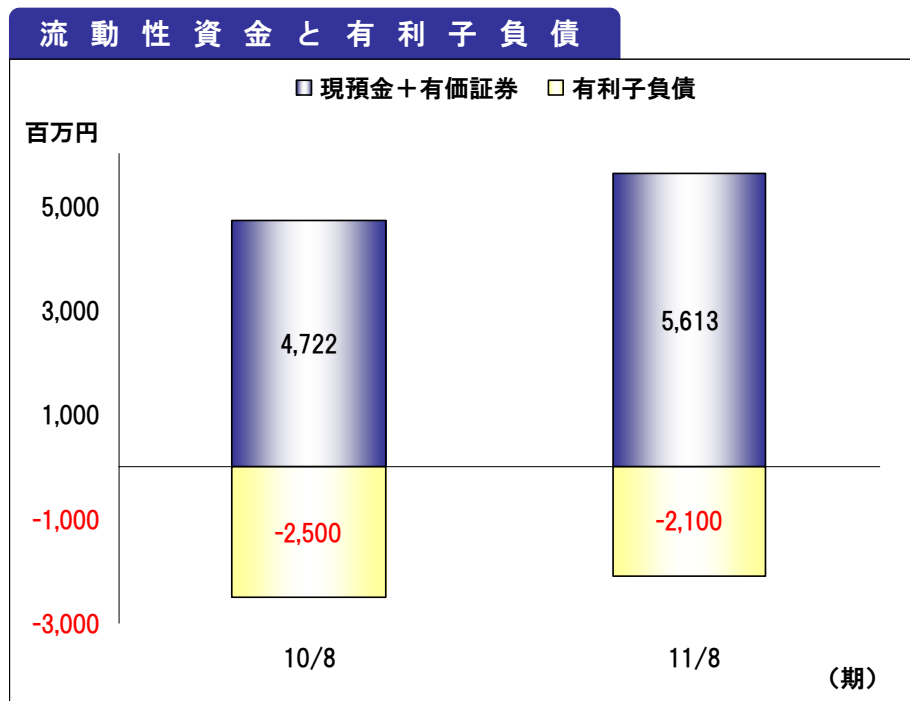
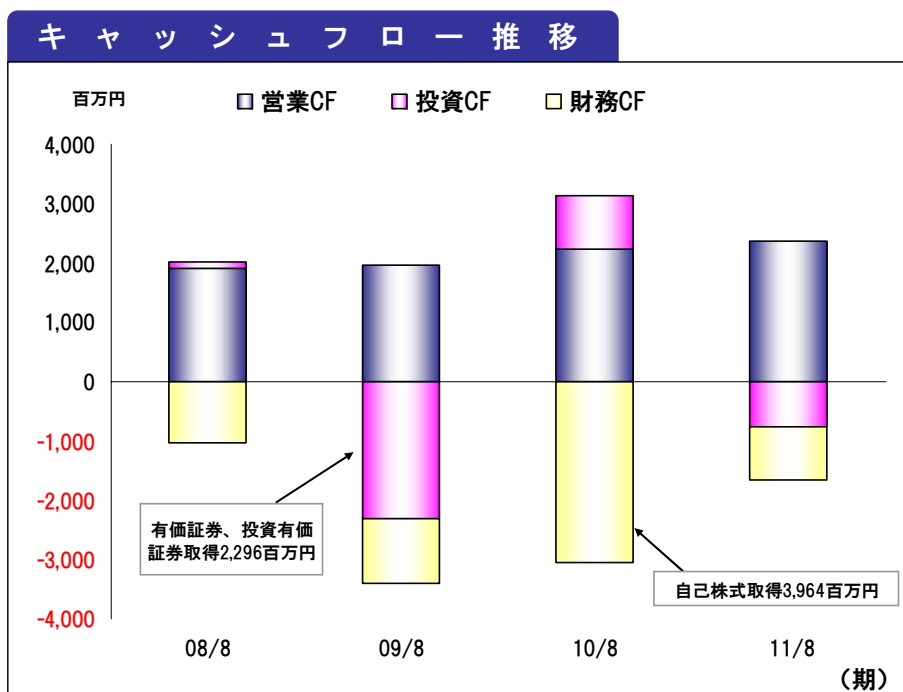
健全な財務基盤で自由度の高い資本政策を実施できる状態

同社の財務状況については極めて良好な状態にあると言える。FC展開というビジネスモデルの特性上、事業拡大にあたって設備投資資金を低く抑えることができる一方で、安定的にキャッシュを獲得できるためだ。ここ数年の収益性をみると、株主還元のため自己株消却し、ROEが高まった。ROEで20%を超えており高収益体質である。フリーキャッシュフロー（営業CF－投資CF）も年間で20億円前後の営業CFを稼ぎ出す一方で、キャッシュアウトは配当金や自己株式取得などが中心となっており、每期、流動性資金（現預金＋有価証券）が積み上がっていることがうかがえる。有利子負債も着実に減少しており、財務の安全性を示す流動比率も2012年2月期には300%を越えた。こうした豊富なキャッシュの用途先として、新たなM&A投資、あるいは増配や自己株式取得などの株主還元策などが考えられるが、いずれにしてもその自由度は高い状態にあると言えよう。

自己資本当期純利益率



■株主還元について

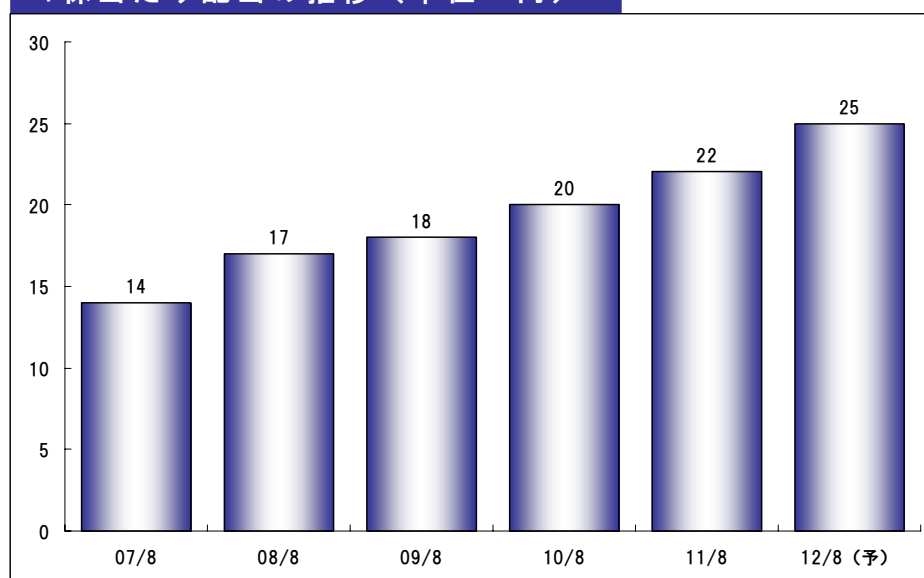


■株主還元について

8月31日現在の株主にQUOカード3,000円分を一律贈呈

株主還元も積極化している。配当性向で35%程度を目処としており、13期連続で増配を継続中だが、同社は株主への新たな還元策として、8月31日現在の株主にQUOカード3,000円分を一律贈呈することを発表した。2012年8月期は前期比で1株当たり年間配当金を前期比3円増配の25円（最小単元株100株で2,500円）予想であるのに対して、最小単元株での投資金額は81,300円（8月23日現在）となる。前述のような財務余力と順調な業績成長が背景にあり、今後においても高配当安定成長銘柄としての評価が一段と高まってこよう。

1株当たり配当の推移（単位：円）



■決算動向

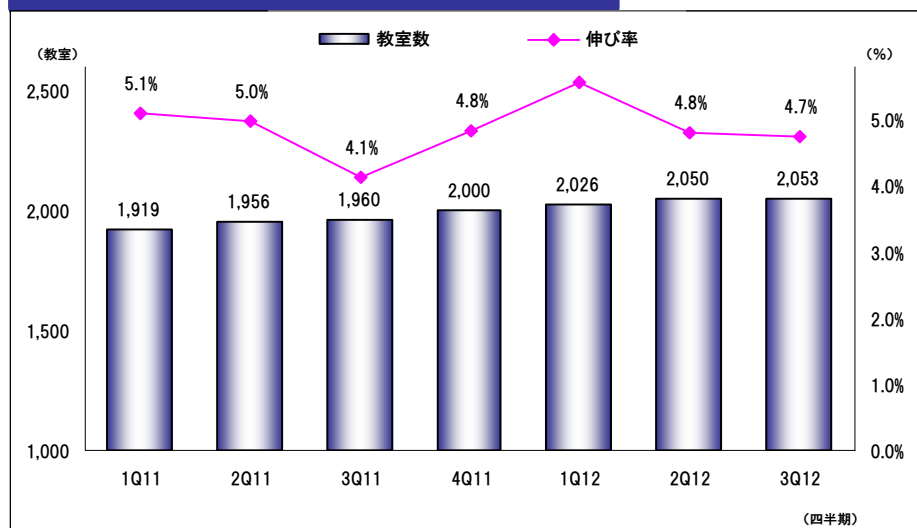
主力の明光義塾の市場シェアは上昇基調を維持

(1) 2012年8月期の第3四半期について

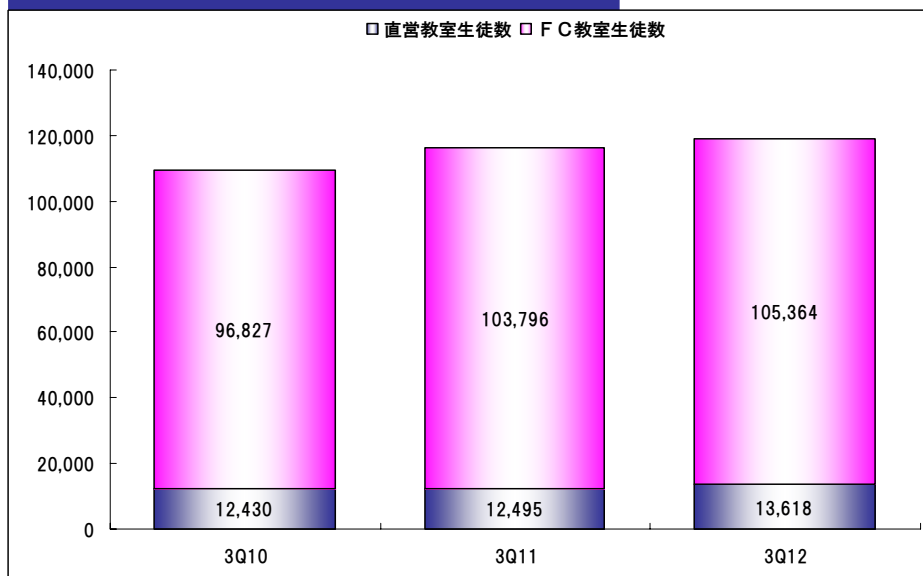
7月10日付で発表された2012年8月期の第3四半期累計決算（2011年9月-2012年5月期）は、売上高が前年同期比6.4%増の10,220百万円、営業利益が同1.5%減の2,100百万円、経常利益が同1.2%減の2,231百万円、四半期純利益が同0.5%増の1,233百万円となった。

主力事業である明光義塾の教室数は5月末時点で前年同期比4.7%増の2,053教室、生徒数も同2.3%増の118,982人となり、業界全体が伸び悩むなかで拡大基調を継続し、売上げ増のけん引役となった。業界での市場シェアも年々上昇基調にあり、同社の「自立学習」「個別指導」方式の学習塾がフランチャイズ展開によって年々成長を続けていることが伺えよう。

教室数の推移（FC教室含む）

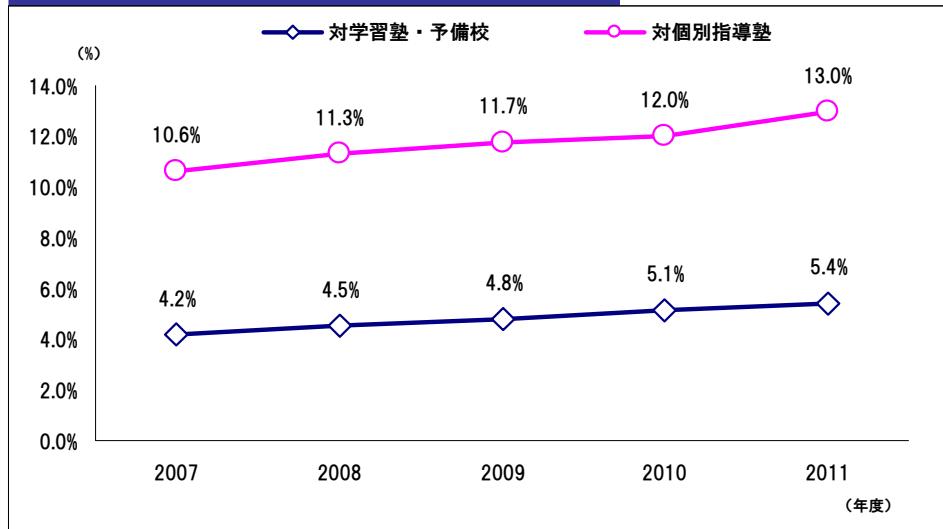


生徒数の推移（FC教室含む）



■決算動向

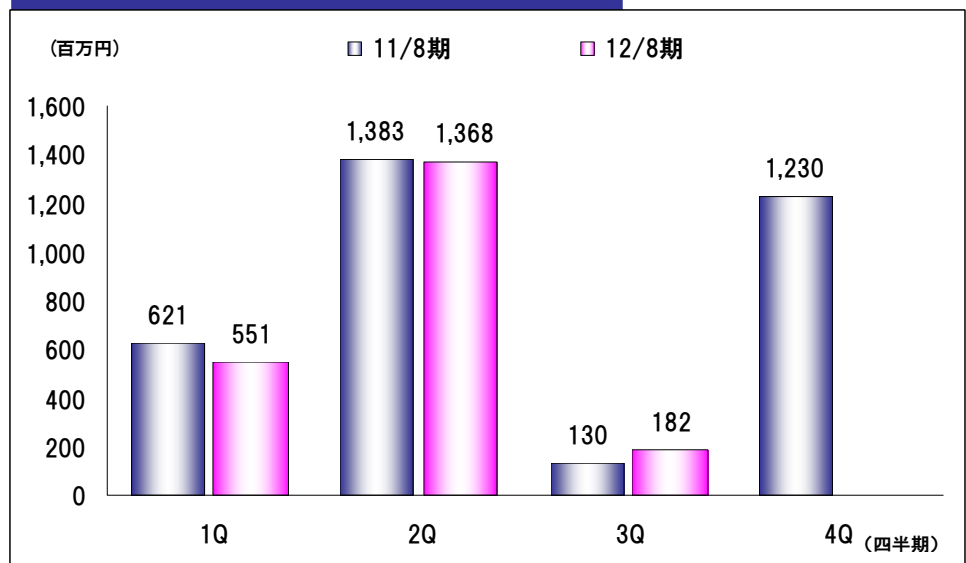
明光義塾の市場シェア



出所：矢野経済研究所

一方、利益面では若干の減益となっている。教室環境の改善のための移転・リニューアルを積極的に実施した費用や新規事業の先行投資がかさんだことが主因。ただ、同社では社内における経費削減なども進めており、第3四半期（3-5月期）だけでみると営業利益は前年同期比40.6%増の182百万円と4四半期ぶりに増益に転じている。

四半期別営業利益の推移



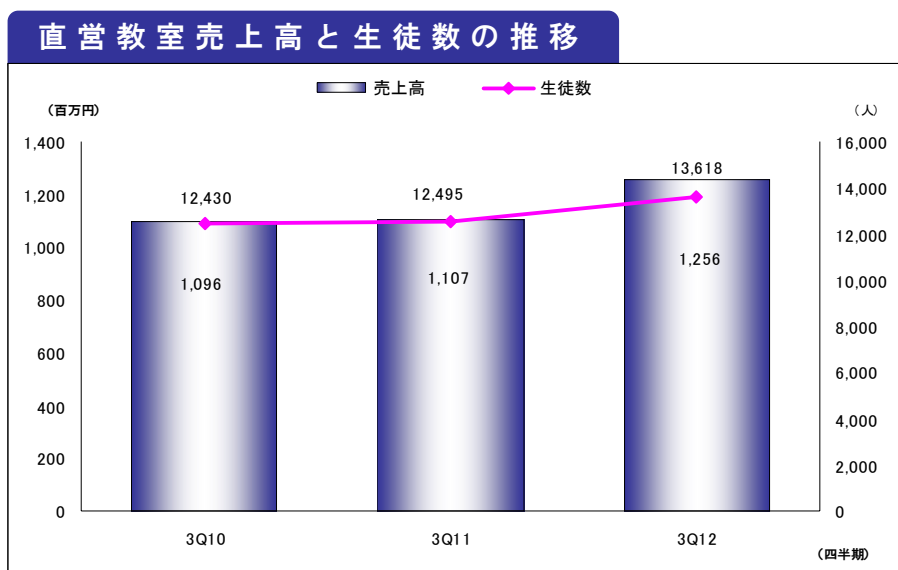
■決算動向

セグメント別の動向は以下の通り。

(a) 明光義塾直営事業

明光義塾の直営教室数は5月末時点で前年同期比横ばいの214教室、生徒数は同9%増の13,628人となった。昨年は震災の影響で生徒数が減少していた影響があるものの、堅調に推移したと言えよう。新年度のカウンセリング徹底により生徒・保護者の満足度向上に繋がったほか、生徒が安心して通塾できるための教師の環境整備や移転・リニューアルを積極的に実施してきた効果がでたものと思われる。

このため、同セグメントの2012年8月期の第3新規累計（2011年9月-2012年5月期）売上高は前年同期比4.6%増の4,771百万円と増収となった。一方、利益は教室の移転・リニューアル費用が嵩んだことで同9.6%減の733百万円となった。



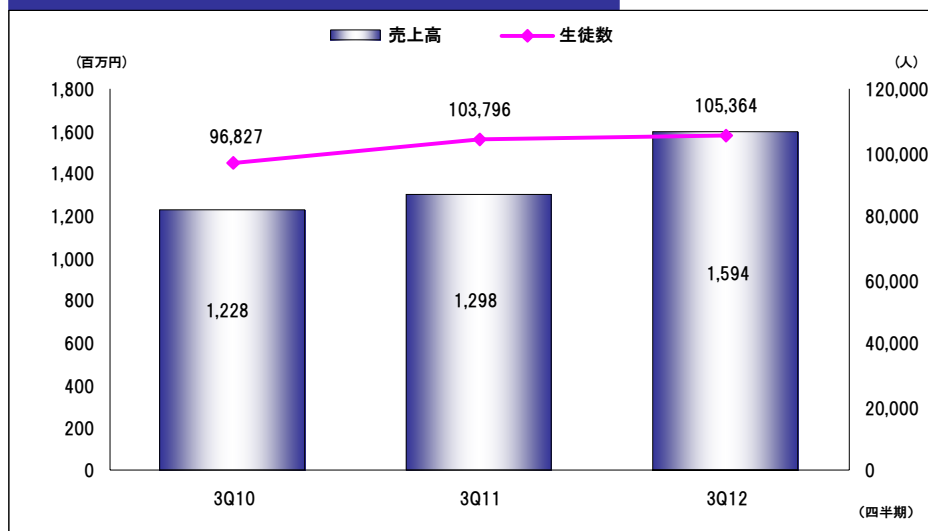
(b) フランチャイズ事業

フランチャイズ教室数は5月末時点で前年同期比5.3%増の1,839教室、生徒数は同1.5%増の105,364人となった。教室数は直近1年間で93教室増加し、引き続き年間90~100校ペースで拡大を続けている。「自立学習」「個別指導」方式による学習塾としてのブランド力が上昇しているほか、フランチャイズオーナー・教室長向けの定例研修を強化するなど経営指導を充実させ、新規開設候補物件の早期確保も強化するなど教室数拡大に向けた継続的な取り組みの効果がでているものと思われる。

このため同セグメントの2012年8月期の第3新規累計（2011年9月-2012年5月期）売上高は前年同期比7.4%増の4,875百万円、利益は同2.7%増の2,311百万円となった。

■決算動向

F C 事業売上高と生徒数の推移



(c) 予備校事業

連結子会社の東京医進学院による予備校事業は、2012年8月期の第3新規累計（2011年9月-2012年5月期）売上高が前年同期比10.7%減の377百万円、利益は▲35百万円の損失（前年同期は▲15百万円）となった。震災の影響で低調だった11年度に続いて、12年度春の新規入学者も国内景気の低迷を映して低迷したことが響いた格好だ。在籍生徒数は前年同期比5.6%減の117名となった。同社ではきめ細かいプロモーション活動により当学院の強みを訴求し、年間を通しての新規入学者の獲得などに取り組んでいく方針だ。

(d) その他事業

その他事業には、明光サッカースクールや早稲田アカデミー個別進学館、明光キッズ、アブラカドゥドルなどの新規事業が含まれる。2012年8月期の第3新規累計（2011年9月-2012年5月期）売上高は前年同期比130%増の196百万円、利益は▲102百万円の損失となった（前年同期は▲129百万円）。売上高の伸びは2011年1月よりスタートした早稲田アカデミー個別進学館の生徒数が順調に増加していることが主因。サッカースクール事業も3月に直営校を新たに2校開設し合計6校となったほか、FC教室も1校開設するなどで、売上高は前年同期比10%増の75百万円、営業利益は1百万円となった。

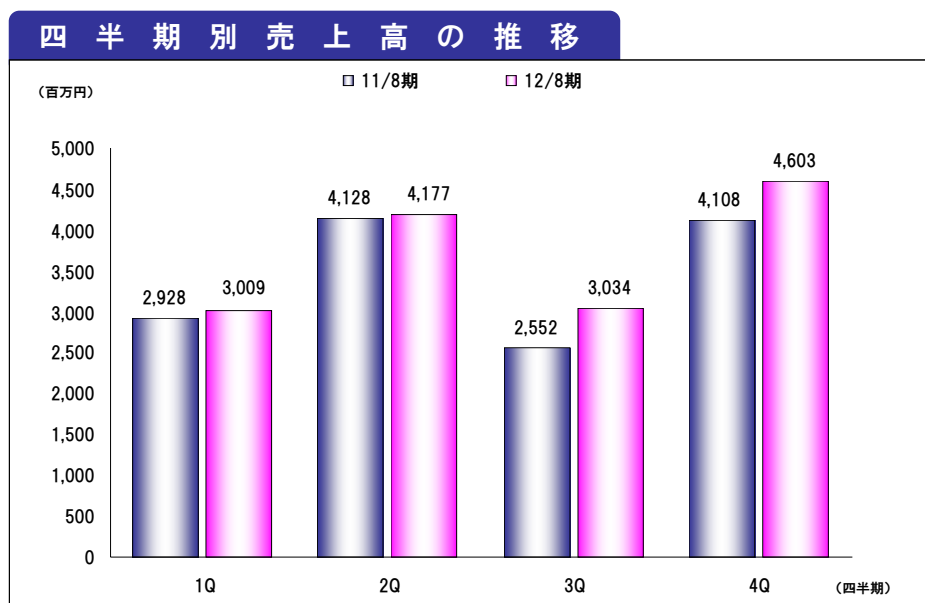
■決算動向

夏期講習への取り組みを強化し会社計画達成へ

(2) 2012年8月期見通し

2012年8月期の業績見通しについて、会社側では売上高で前期比8.1%増の14,823百万円、営業利益で同6.3%増の3,576百万円、経常利益で同2.9%増の3,576百万円、当期純利益で同5.6%増の2,030百万円と連続で過去最高の業績を更新するという従来計画を維持した。

計画を達成するためには第4四半期（6-8月期）の売上高が前年同期比12%増、営業利益が同20%増と2桁台の増収増益が必要となる。会社側では売上げが伸びる可能性がある夏期講習に対する取り組みを強化していくことで、計画の達成を目指していくとしている。弊社では、第3四半期（3-5月期）の売上高が18.9%増と勢いが出てきているほか、前年が震災の影響で伸び悩んでいたことを考慮すれば、計画を達成する可能性は十分あるとみている。



2012年8月期の4Qは会社計画達成に必要な数値

ディスクレマー（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・大阪証券取引所・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、株式会社大阪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、企業との面会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