

2012年1月13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

## ■高収益を維持して安定した増収増益基調

神奈川を地盤とした高校受験をメインとした学習塾。教師のプロ化による高品質な学習指導に定評があり、神奈川県下では有名な公立の進学高校へ多数の合格者を送り出すなど結果を出し、着実に業績を伸ばしている。売上高営業利益率で20%台と学習塾業界のなかではトップクラスの高収益性を維持し続けているのも同社の特徴だ。

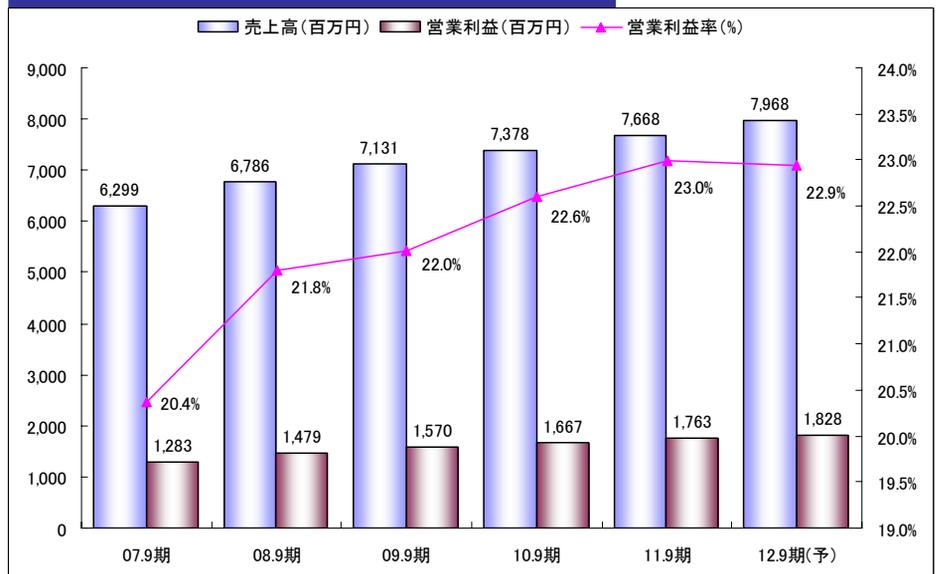
2011年9月期決算は、新スクールを5校開校して生徒数が増加した効果により、売上高は前期比3.9%増、営業利益は同5.8%増と連続で過去最高を更新した。2012年9月期においても、新たに5校の開校を予定しており、生徒数の拡大を背景として最高益の更新が続く見通しだ。配当性向30%を目処に配当金も前期比2円増の21円と連続増配を予定している。

今後は手薄だった横須賀、横浜北部、東部エリア、川崎市への進出に注力していく方針で、2011年9月期末で111校だった校舎数を10年程度かけて160校体制にするのが当面の目標だ。2013年春には神奈川県立の県立高校入試制度が変更されることも、同社にとっては追い風になるとみられる。従来と変わらぬ堅実な経営戦略で、今後も高収益を維持しながら安定した増収増益基調が続く見通しだ。

## ■Check Point

- ・2011年9月期は16期連続の増収と11期連続の営業増益を達成
- ・2012年9月期は配当の更なる増加と神奈川入試制度の変更に注目
- ・今後もプロ講師による高品質なサービスで着実な成長へ

### 売上高・営業利益・営業利益率の推移



## ■ 決算動向

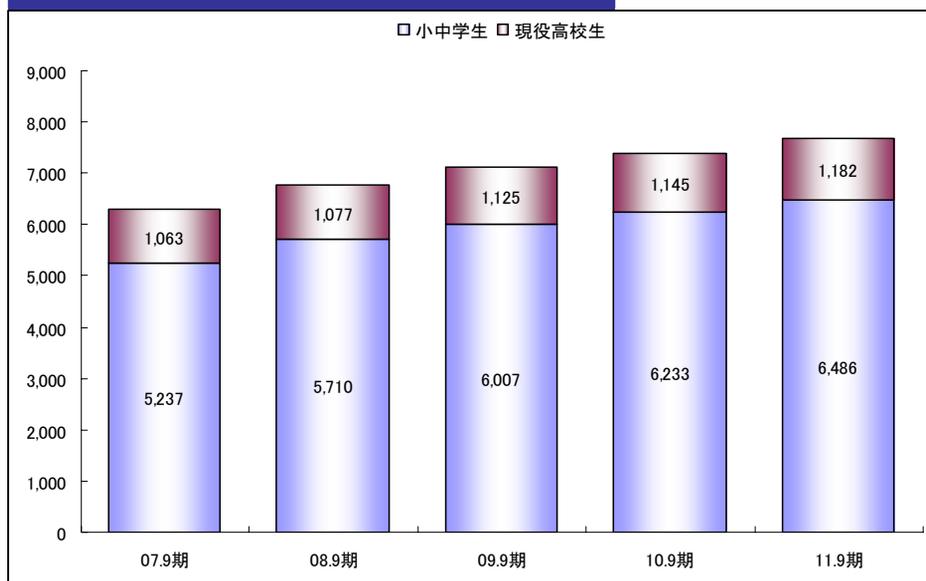
### 16期連続の増収と11期連続の営業増益を達成

#### (1) 2011年9月期の実績

2011年9月期決算は、売上高が前期比3.9%増の7,668百万円、営業利益が同5.8%増の1,763百万円、経常利益が同4.9%増の1,750百万円、当期純利益が同5.1%増の959百万円となった。売上高は1995年9月期の株式公開以来、16期連続で増収、営業利益は11期連続で過去最高を更新中だ。経常利益、純利益においても過去最高を更新中で、少子化などを背景とした競争激化により厳しい経営環境が続く学習塾業界において、その抜群の高収益性と安定性は注目に値しよう。

期中に東日本大震災が起こり、短期的に新規入会の動きにブレーキがかかったものの、5校の新スクールを開校したことで期中平均生徒数が前期比3.9%増となり、売上高も同3.9%増と増収を維持できた。部門別売上高でみると、小中学生部門が同4.1%増の6,486百万円、現役高校生部門が同3.2%増の1,182百万円とともに増収を維持。期中平均生徒数で割った生徒一人当たり年間売上高については、小中学生部門が40.1万円、現役高校生部門が43.6万円とそれぞれほぼ前期並みの水準で推移した。

部門別の売上高(単位:百万円)

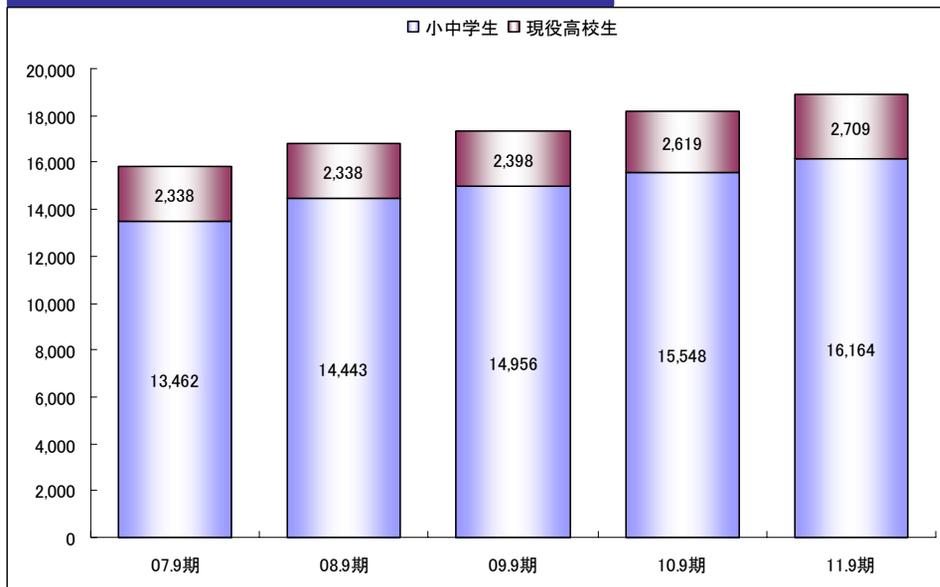


生徒数の順調な増加に比例して1995年9月期の株式公開以来、16期連続で増収を達成している

■決算動向

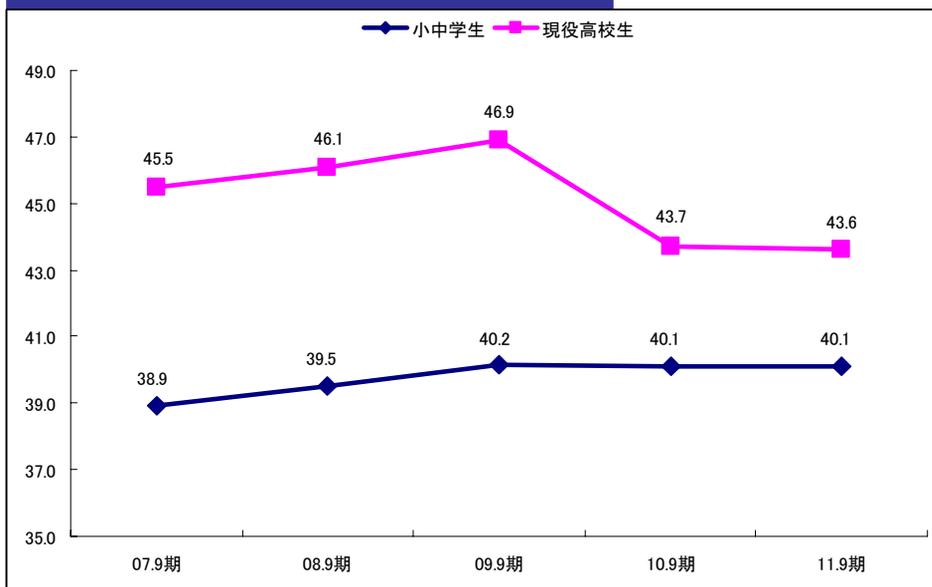
少子化にもかかわらず、合格実績の高さを背景に在籍生徒数は右肩上がりを続けている

期中平均の生徒数(単位:人)



生徒1人あたり売上高も安定的に推移している

生徒1人あたり売上高(単位:万円)



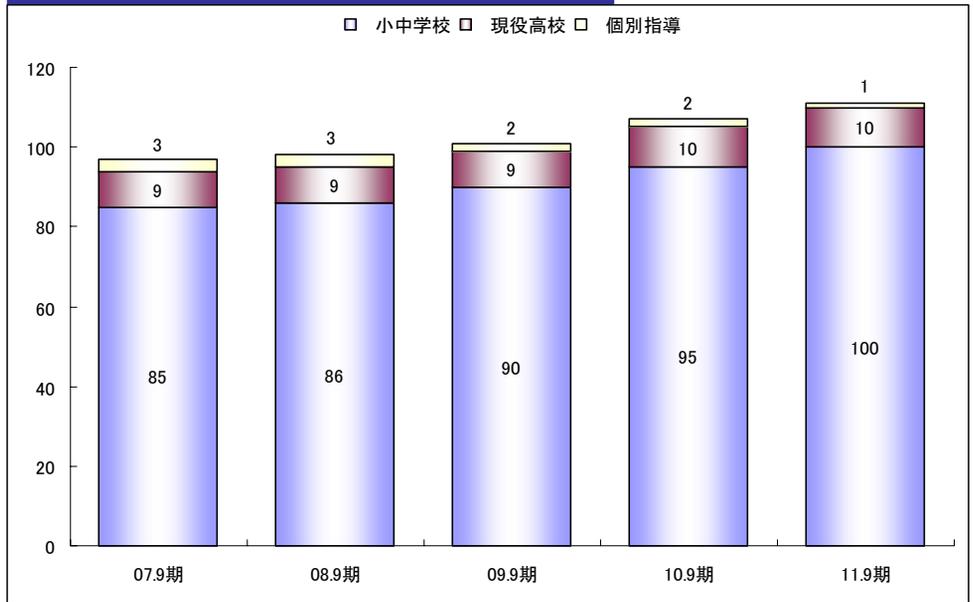
1人あたり売上高 = 当期部門売上高 ÷ 当期末部門生徒数



■決算動向

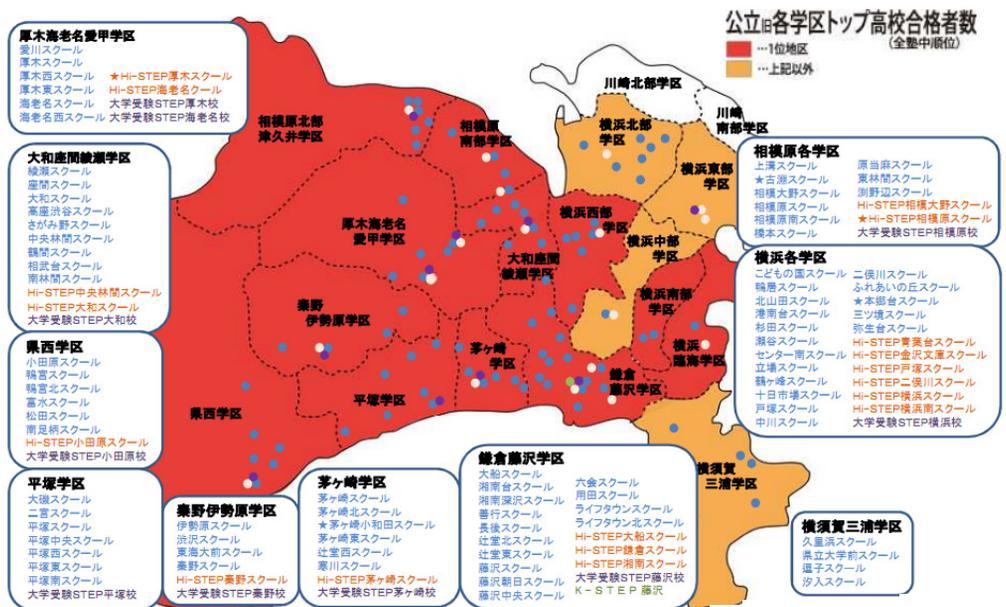
拡大を急がず、教師を育てた上で着実に数を増やしている

カテゴリー別の教室数の推移



合格実績についてみると、神奈川県下の公立高校でトップ校と呼ばれる高校への合格実績が過去最多となる1,645名となったほか、こうしたトップレベル校のうち半数以上の12校において同社の合格者数がトップとなるなど引き続き高校受験で高い実績を残している。また、現在強化中である大学受験においても、国公立、早慶上智への合格者数が過去最高の253名となるなど着実に実績を積み上げており、同社の強みであるプロの講師による高品質な学習指導が成果を上げていることがうかがえる。

各学区スクール数とトップ高校合格実績



会社側資料より引用

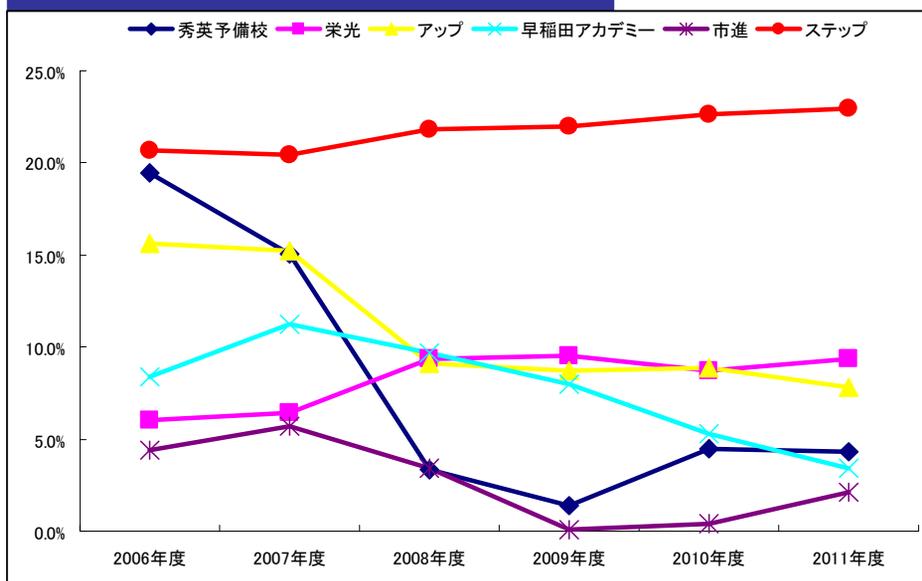


■決算動向

売上原価率は69.3%と前の期と比較して0.1ポイント低下した。原価の7割近くを占める人件費の伸びを前期比2.9%増の3,691百万円と売上高の伸びよりも低く抑えることが出来たことによる。また、2011年9月期は校舎用となる自社物件の購入、建築を進めたことで、設備投資額が1,350百万円となり減価償却費が前期比62百万円増の283百万円となったが、一方で校舎の自社物件への移転等により地代家賃が631百万円と同19百万円減少した。

また、販売管理比率も7.7%と前の期と比較して0.3ポイント低下した。これは広告宣伝費を前期比32百万円減の205百万円と圧縮した効果が大い。広告宣伝費の売上高比率については2.7%となり、同業他社が5~10%の間で推移しているのと比較して圧倒的に低く、同社の収益率の高さの要因ともなっている。広告宣伝比率を低く抑えることができるのは、生徒やその親などから伝わる口コミ情報こそが広告宣伝の最大のツールであると位置づけており、それは学力の向上、目標校への合格といった結果を残すことで自然と伝播していくものと考えているためだ。

類似企業比較での営業利益率



合格実績を背景にした口コミによる広告宣伝費の抑制などにより、営業利益率は類似企業と比較して圧倒的に高く、かつ安定している

なお、2011年9月期に新設及び移転した校舎については下表のとおり。

新設および移転校の詳細

新設校	移転校
< 中学部 > 茅ヶ崎小和田 (2010/12月) 本郷台 (2010/12月) Hi-STEP厚木 (2011/3月) 古淵 (2011/3月) Hi-STEP相模大野 (2011/3月)	< 中学部 > 藤沢、鶴間、鶴ヶ峰、厚木 相模原、Hi-STEP相模原 < 高校部 > 厚木、相模原

赤字は自社物件

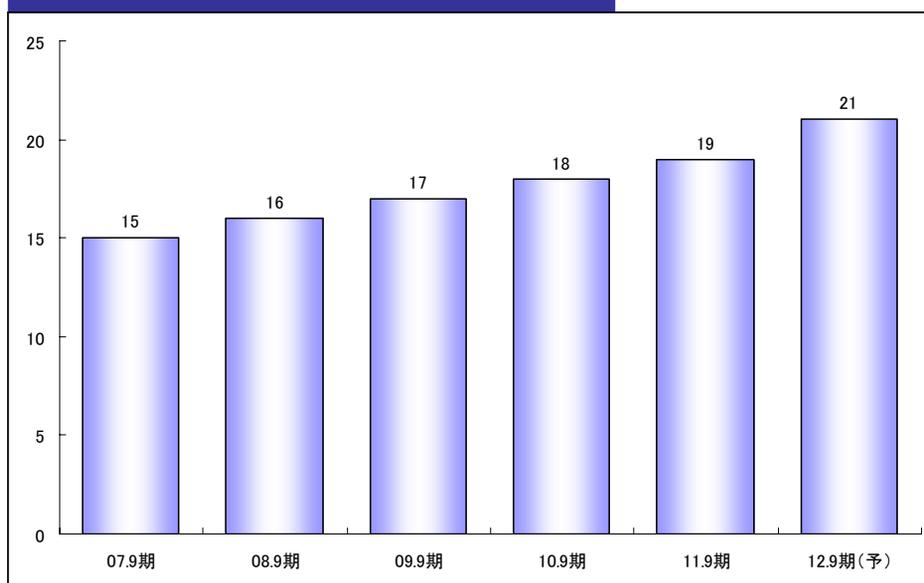


## 配当の更なる増加と神奈川入試制度の変更に注目

### (2) 2012年9月期の計画

2012年9月期の会社側業績計画は、売上高が前期比3.9%増の7,968百万円、営業利益が同3.6%増の1,828百万円、経常利益が同4.9%増の1,836百万円、当期純利益が同9.8%増の1,053百万円としている。このなかで当期純利益の伸びが高くなっているのは、2011年9月期に特別損失として計上した資産除去債務会計基準の適用に伴う影響額82百万円が2012年9月期に無くなるためだ。また、配当金は配当性向30%を目処としていることから、2011年9月期比2円増配となる21円を予定している。

#### 1株あたり配当金の推移(単位:円)



2012年9月期の計画の前提となっている新設校舎数は5校を予定している。既に2012年春開校予定で3校が発表されており、残り2校は小中学部で交渉中となっている。なお、2012年9月期は初めて川崎市内に進出(宮前平校)することになる。横浜市東部、北部と並んで今後の同社の重点拡大エリアに位置づけられているだけに、その動向が注目される。設備投資額は660百万円と前期比で約6億円減少し、減価償却費も354百万円と同4百万円減少する見込みだ。

また、神奈川県立高校入試制度において、2013年春入試からは受験生全員が学力検査と面接を受けることになった。従来は前期、後期に分かれ、前期は面接と内申書のみで学力検査は免除されていた。また、有名校によっては独自の学力検査問題を導入するなど、変則的な選考方法を取り入れていたが、学力検査をしないことに対する弊害が指摘されるようになり、全受験生が学力検査を受けるように変更された。これによって、学習塾への入塾者数が増える可能性がある。

ちなみに、校舎1校あたりの生徒数については、新校舎立ち上げ時の3~4年間の上昇曲線はその後緩やかになるものの、全体として下降トレンドに入ることはなく底堅く安定的に推移する。新たな校舎を開校して、高校などへの合格者の実績が積み重なって、その地区で一定の評価を得るまでに3~4年かかるが、そこから先は口コミで生徒数の獲得も容易となってくるわけだ。今回の入試制度変更によって実績を伸ばせば、更なる生徒数の拡大が期待される。

## ■中期目標

### プロ講師による高品質なサービスで着実な成長へ

同社の当面の目標は、神奈川県でトップの高校、大学受験進学塾となること。このためドミナント戦略を基本として、今後進学塾の激戦地区である横浜北東部や川崎市に積極的に進出していく方針だ。開校数としては160校程度を目標にあげており、期間として10年、年間の新設校舎数で5校程度とみている。既に100校体制となった同社にとって年間5校のペースは成長性の観点からするとやや物足りないとの見方もあるが、同社では一定レベルの教師を育てるには3~5年かかり、過剰なペースで新規校を増やしてしまうと逆に教師の質が落ちる危険性があるとみている。このため、今後はこうした教師の育成システムの拡充が課題となってこよう。

また、現在は売上高の15%程度に留まっている現役高校生の大学受験コースも将来的に20%程度まで引き上げたい考えだ。現在、現役高校生が通う進学塾はDVDなどに収めた授業を視聴する非ライブ授業を主力とする塾と、個別指導による塾とに大きく潮流がわかれている。ゆとり教育の影響から、高校生活においてクラブ活動など学校行事が忙しく、3年生になっても塾に行く時間が作れないという生徒が増え、結果、DVDやインターネット映像などの再生映像による授業のニーズが増しているという。

一方で、個人指導塾になると料金も高額になり、対象生徒も少なくなるといったデメリットがある。実際、同社でも個別指導部門を有しているが、こうした理由から今後も個別指導部門は補完的な位置づけとして、ライブ授業を重視していく方針だ。大学受験になると大学や学部によって試験科目や選考方法など多様なため、学習指導内容も複雑になるがそれを上手く調整し、対応できるようになれば相当の需要はあるとみている。

また、授業を欠席した生徒や復習したい生徒が、インターネットを通じて重要単元を自宅でいつでも自由に無料で受講できる授業配信システム（e-STEP）に関しても、小中学生、現役高校生の両部門においてほぼ一通りのコンテンツを整備するなど、サービスの充実も図っている。

以上のように同社は堅実な経営戦略とともに、プロの講師による高品質な学習指導サービスを提供し結果を出し続けることによって、顧客である生徒や保護者の信頼を獲得し収益の拡大につなげてきた。ここ数年、学習塾業界ではM&Aなど合従連衡を進めることでシェアを拡大する戦略をとる同業者もあるが、同社はそうした風潮とは一線を画している。「日々指導技術の研鑽を怠らず、一人一人の生徒と向き合い、学力向上に真摯に取り組んでいく」という設立以来の基本方針を堅持し、着実に業績拡大を進めながら増配という形で株主還元を行う同社の姿勢は、その収益性の高さ、業績の安定性なども含めて注目に値する。

## 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致します。

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