

2012年4月6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

## ■ 好実績の継続で配当成長株としての存在感

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、県下の有名公立進学高校への合格者数ではトップの実績を誇る。

2012年9月期の第1四半期（10-12月期）決算は、売上高が前年同期比5.3%増の2,011百万円、営業利益が同8.3%増の567百万円となり、同社計画をやや上回るペースで着地した。想定よりも生徒の入塾数が増加したのが主因だ。

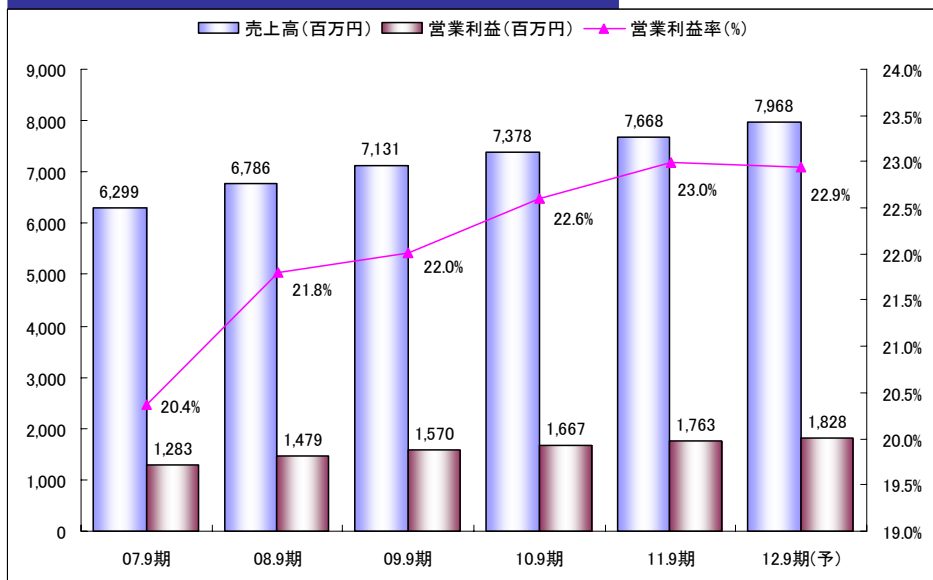
年明け以降も生徒数が想定を上回って推移していることに加えて、今春の高校入試合格者実績において前年を上回る結果を残したこと、さらには神奈川県で県立高校の入試制度が来春から変更となり、学習塾に対する需要が増加する可能性があることなどから、第2四半期以降の業績も同社計画をやや上回るペースで推移する公算が大きいとみられる。

今後は手薄だった横須賀エリア、横浜北東部エリア、川崎エリアへの進出に注力していく方針で、前期末で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となっている。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を続けていくと思われる。

## ■ Check Point

- ・ 第2四半期の決算は生徒数の伸びにより会社計画を上回る着地か
- ・ 入試実績を背景に制度変更が追い風へ
- ・ 2012年9月期の配当も前期比2円増配となる21円を予定

### 売上高・営業利益・営業利益率の推移



## ■2012年9月期の第1四半期決算

### 生徒数の伸びで会社計画を上回る格好で着地か

2011年9月期の第1四半期（10-12月期）決算は、売上高が前年同期比5.3%増の2,011百万円、営業利益が同8.3%増の567百万円、経常利益が同10.2%増の575百万円、四半期純利益が同18.4%増の302百万円と会社計画をやや上回る格好で着地した。

#### 第1四半期の業績概要（単位：百万円）

|         | 2011/9期<br>第1四半期 | 2012/9期<br>第1四半期 | 対前期比<br>伸び率 |
|---------|------------------|------------------|-------------|
| 売上高     | 1,909            | 2,011            | 5.3%        |
| 小中学生部門  | 1,603            | 1,675            | 4.5%        |
| 現役高校生部門 | 306              | 336              | 9.5%        |
| 営業利益    | 523              | 567              | 8.3%        |
| 経常利益    | 522              | 575              | 10.2%       |
| 四半期純利益  | 255              | 302              | 18.4%       |

※会社資料より作成。

昨年3月に発生した東日本大震災の影響で、生徒数の伸びが一時的に鈍化していたが、昨年11月あたりから入塾の動きが活発化し始め、12月末の生徒数が前年同期比2.6%増の19,731人と同社想定をやや上回った。生徒数の伸び率よりも売上高の伸び率が高かったのは、小中学生部門では授業料が相対的に高い中学生の生徒数の伸びが大きかったことによる。また、高校生部門では生徒数は減少したものの、2011年10月から小・中学生からの利用者に対して行っていた割引期間を1年から半年に変更したことも要因として挙げられる。学年別では、まだ小学5年生と高校1年生が前年同期比でマイナスとなっているものの、これは震災の影響が残っているためとみられる。

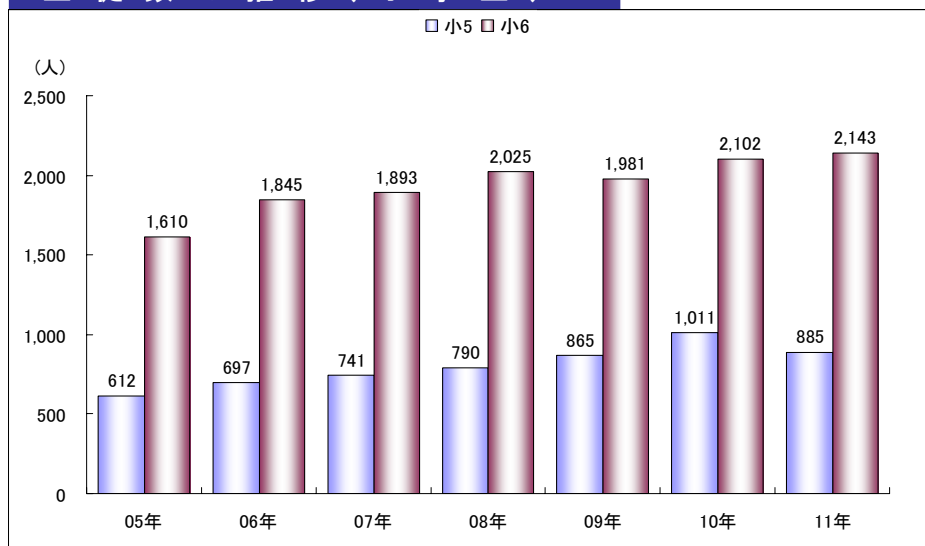
#### 学年別生徒数

|       | 2010/12月末 | 2011/12月末 | 伸び率    |
|-------|-----------|-----------|--------|
| 小学5年生 | 1,029     | 918       | -10.8% |
| 小学6年生 | 2,162     | 2,226     | 3.0%   |
| 中学1年生 | 3,891     | 4,015     | 3.2%   |
| 中学2年生 | 4,634     | 4,813     | 3.9%   |
| 中学3年生 | 4,787     | 5,084     | 6.2%   |
| 高校1年生 | 1,043     | 883       | -15.3% |
| 高校2年生 | 863       | 926       | 7.3%   |
| 高校3年生 | 830       | 866       | 4.3%   |
| 合計    | 19,239    | 19,731    | 2.6%   |
| 小中学生  | 16,503    | 17,056    | 3.4%   |
| 高校生   | 2,736     | 2,675     | -2.2%  |

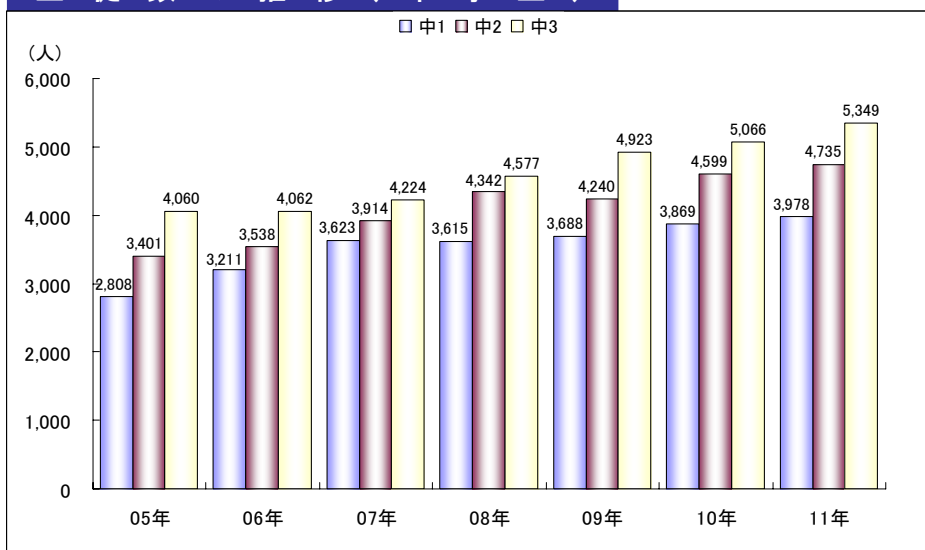
※会社資料より作成。

■2012年9月期の  
第1四半期決算

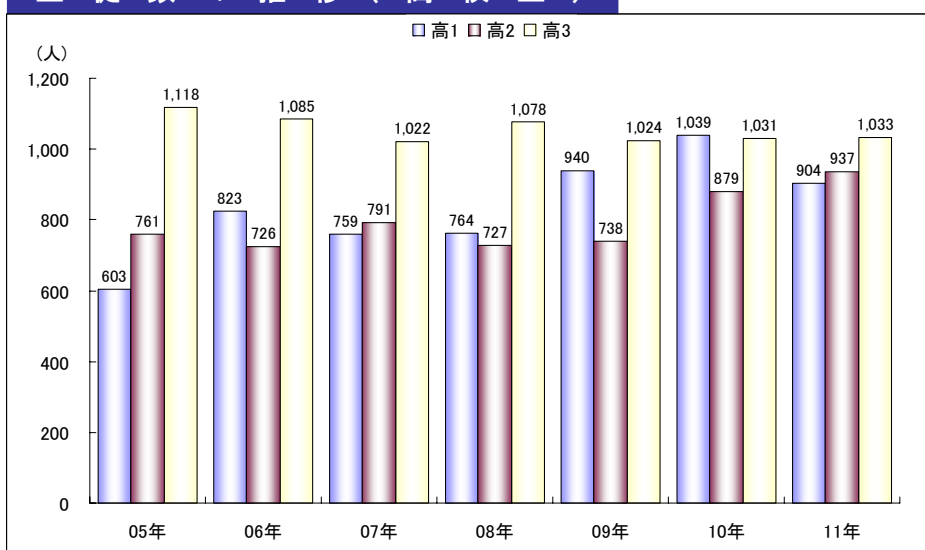
### 生徒数の推移（小学生）



### 生徒数の推移（中学生）



### 生徒数の推移（高校生）



※会社資料より作成。小中学生、高校生とも10月末時点。

■2012年9月期の  
第1四半期決算

売上高営業利益率は28.2%と2011年同期比で0.8ポイント上昇した。内訳を見ると、原価率は増収効果を人件費増(+48百万円)や減価償却費の増加(+11百万円)でほぼ相殺し、65.7%と前年同期比で0.1ポイント悪化したが、間接部門の合理化効果(-10百万円)によって販売管理費率が6.1%と同0.9ポイントの改善をみせた。

なお、四半期純利益の伸び率が18.4%増と高くなっているのは、前年同期に資産除去債務会計基準の適用に伴う特別損失を82百万円計上。当期は減損損失を32百万円計上と前年同期に比べて特別損失が減少したことによる。

## ■2012年9月期の見通し

### 年明け以降も生徒数は想定ラインを上回る可能性

同社側では2012年9月期の業績予想について、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1,053百万円と期初計画値を据え置いた。ただ、第1四半期(10-12月期)決算が計画を上回っており、年明け以降も生徒数は想定ラインを上回って推移している。また、神奈川県では来春から公立高校の入試制度が全生徒入学試験必須となり、全生徒が学力試験を受けなければならない制度となる。この制度変更が同社にとっては追い風になると予想されることなどから、業績は同社計画を上回る公算が大きいと弊社ではみている。

2012年9月期の新規開校は中学部で4校(2012年3月開校)、高校部で1校(2012年2月開校)と合計5校となる。これにより校舎数は中学部が104、高校部が11となる。今回、白楽と日吉に開校するが、東急東横線沿線では初の進出に、また、宮前平は川崎市で初めての開校となる。同社が今後注力していく横浜北部、東部、川崎市は学習塾の激戦地区とも言われているだけに、こうした新規開設スクールの動向は今後の同社の成長ポテンシャルを推し測るうえでも注目されるところだ。今のところ事前の説明会における保護者の方々からの反応は良いとのこと。同社では今後も毎年4~5校程度のペースで校舎数を増やしていく方針で、当面は神奈川県内に160校体制を構築することが目標となっている。

### 2012年9月期の新規開校校舎

| <中学部>                   | <高校部>            |
|-------------------------|------------------|
| センター北スクール(2012/3月)      | 大学受験大船校(2012/2月) |
| 白楽スクール(2012/3月)         |                  |
| Hi-STEP宮前平スクール(2012/3月) |                  |
| Hi-STEP日吉スクール(2012/3月)  |                  |

※会社資料より作成。

■2012年9月期の見通し

## 新規開校した大船校舎



※会社資料より引用

## 制度変更が高い実績を持つ同社に追い風か

次に、高校入試制度の変更について簡単に説明する。神奈川県公立高校に関しては2012年春まで前期（推薦）と後期の二本立てで入試が実施されていた。前期は判定基準として内申書と面接が中心、後期は内申書と学力試験で行われていた。また、偏差値の高い一部の高校では独自の学力試験を導入する高校もあった。これが来春からは前後期を一本化し、判定基準として内申書、面接、学力試験の全てを判定基準として数値化すること、また、独自の学力試験は廃止し全高校共通の学力試験が行われることとなった。数値化は、内申書、面接、学力試験の合計を1,000点満点とするシステムとなっている。今回、入試制度を変更した背景の1つとして、前期試験で合格した生徒の高校に入学してからの学力の伸びが、後期試験で入学した生徒よりも相対的に低い傾向になっているという点が指摘されている。学力試験を必須とすることで、学力の底上げを図るというのが狙いの1つになっていると言える。一見、判定基準が内申書、面接、学力試験と3つに分散されるため、学力試験の合否に与える影響が薄まるように見えるが、実際は面接によって点数に差は殆ど付けられないと思われる。3つの合計で1,000点満点となっているが、1つの項目における最低比重は200点となっていることからトップ校では学力試験により高い比重を置いてくることが考えられ、逆に学力試験が合否に与える影響が大きくなるという見方も出ている。また、選択問題解答式から記述解答式への変更も予定されており、従来よりも共通試験の難度も高くなることが想定される。

このように、受験する側からしてみれば、制度の変更によって受験対策も今までとは変わってくるため、受験相談も含めてプロである学習塾に頼る生徒や保護者の数が増えてくるものと考えている。実際、同社に保護者等からこうした問い合わせがすでに多く入っているようだ。同社は神奈川県の公立高校のうち学力トップ20校の合格者数実績で、2012年春に1,684名と群を抜く実績を上げており、この入試制度の変更によって受ける恩恵、影響度は学習塾業界のなかでは最も大きいと言えよう。いずれにしても、3月の生徒募集のピーク月にどの程度、生徒数が増えるかが今期の業績をみるうえで重要なポイントの1つとなってきそうだ。

■2012年9月期の見通し

## 中高一貫校専門の講座開校箇所を5ヶ所から16ヶ所へ

一方、同社の戦略部門の1つである現役高校生向けスクールでは2012年2月に4年ぶりに新校舎を開設した。まだ、実績を積み重ねていく途上にあるが2年連続で東工大合格者が2桁になるなど着実にその成果は実りつつあり、今後の伸びが期待される。小学生部門では6年生で卒業ラリーというイベント（科目ごとに設定された問題を全てクリアするとメダルを貰えるなど）を企画するなどして生徒の学習意欲を高めることで生徒の獲得に成功するなど、様々な施策を取り入れることで売上げの拡大を図っている。

また、神奈川県では公立の中学高校一貫校が2012年の春から1校増えて3校になる。公立の中高一貫校は人気も高く、また、それぞれの学校で独自色の強い入学試験を行っている。このため、同社も中高一貫校専門の入試対策講座を開いているが、申込み希望者の増加を受け、2012年は同講座開講箇所を2011年の5ヶ所から16ヶ所に増やす予定となっている。こうした神奈川県独特の入試制度に細部にわたり対応できるのも、同社の強みと言える。

### 公立の中学高校一貫校

相模原中等教育学校（旧相模大野高校）  
平塚中等教育学校（旧大原高校）  
横浜市立中高一貫教育校（現・市立南高校）

※会社HPより作成。

### 中高一貫校専門の入試対策講座開講箇所

| 開講スクール | 対応校    | 開講スクール | 対応校     |
|--------|--------|--------|---------|
| 海老名    | 相模原&平塚 | Hi戸塚   | 横浜市立南附属 |
| 小田原    | 相模原&平塚 | Hi横浜   | 横浜市立南附属 |
| 平塚     | 相模原&平塚 | Hi横浜南  | 横浜市立南附属 |
| Hi海老名  | 相模原&平塚 | Hi日吉   | 横浜市立南附属 |
| Hi大和   | 相模原&平塚 | Hi金沢文庫 | 横浜市立南附属 |
| Hi中央林間 | 相模原&平塚 |        |         |
| Hi茅ヶ崎  | 相模原&平塚 |        |         |
| Hi厚木   | 相模原&平塚 |        |         |
| Hi相模大野 | 相模原&平塚 |        |         |
| Hi相模原  | 相模原&平塚 |        |         |
| Hi青葉台  | 相模原&平塚 |        |         |

※会社HPより作成



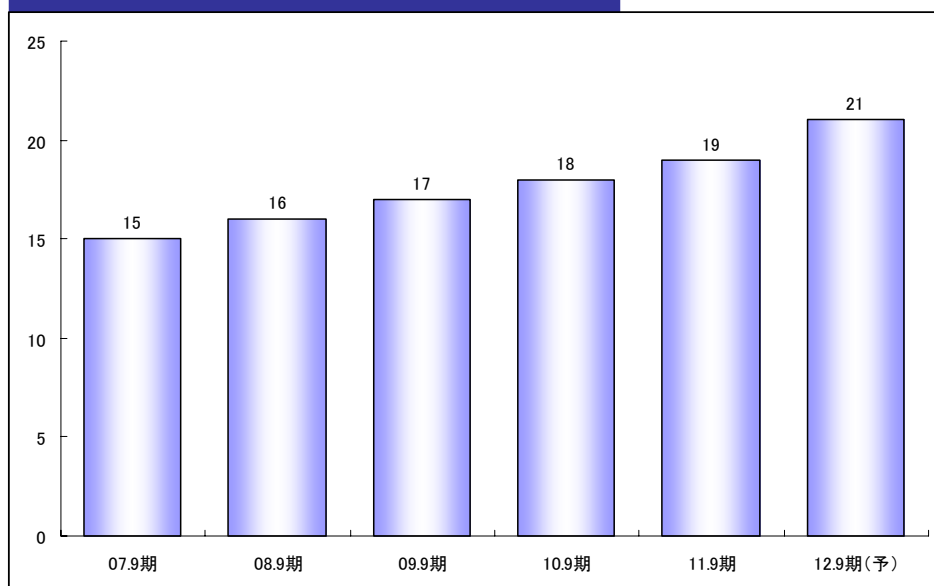
## ■株主還元の見通しなど

### 抜群の収益安定性で配当成長株の位置付け

競争激化が続く学習塾業界のなかにあって、同社は確固たる経営理念を持ち、神奈川県での展開にこだわり続けることで着実に今の地位を築き上げてきた。2012年9月期も増収増益が予想され、売上高では1995年9月期の株式公開以来、17期連続で増収、営業利益は12期連続で過去最高を更新する見通しで、収益の安定性は抜群だ。また、営業利益率も20%を上回り学習塾業界の中では、常にトップクラスに位置している。配当については、配当性向30%を目安としており、2012年9月期も前期比2円増配となる21円と5期連続での増配を予定している。前述したとおり利益が増額され配当性向で30%を下回るようだと過去の実績から見て、増配となる可能性も高い。

同社は教師のプロ化を標榜しており、プロの人材が育つのにあわせて新校舎の開設も進めていく。年間4～5校の新校舎開設ペースを設定しているのはそのためだ。このため、年間の成長率は1ケタ台に留まってしまうが、それでも収益の安定性や高収益率、高配当などは評価されている。

1株あたり配当金の推移(単位:円)



## 部門別業績の推移

|           | 2007/9期 | 2008/9期 | 2009/9期 | 2010/9期 | 2011/9期 | 伸び率   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 売上高（百万円）  |         |         |         |         |         |       |
| 小・中学生     | 5,237   | 5,710   | 6,007   | 6,233   | 6,486   | 4.1%  |
| 現役高校生     | 1,063   | 1,077   | 1,125   | 1,145   | 1,182   | 3.2%  |
| 生徒数（期中平均） |         |         |         |         |         |       |
| 小中学生      | 13,462  | 14,443  | 14,956  | 15,548  | 16,164  | 4.0%  |
| 現役高校生     | 2,338   | 2,338   | 2,398   | 2,619   | 2,709   | 3.4%  |
| 単価（万円）    |         |         |         |         |         |       |
| 小中学生      | 38.9    | 39.5    | 40.2    | 40.1    | 40.1    | 0.1%  |
| 現役高校生     | 45.5    | 46.1    | 46.9    | 43.7    | 43.6    | -0.2% |



## 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