

2012年6月29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

■ 計画を上回る好決算で更なる増配も期待

神奈川が地盤の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、県内の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2四半期（2011年10月-2012年3月期）決算は、売上高が前年同期比6.4%増の3,985百万円、営業利益が同15.9%増の991百万円となり、それぞれ期初の会社計画を上回る好決算となった。会社想定よりも生徒数が増加したことが主因だ。また、売上単価の高い中学3年生、高校3年生の入塾数が伸びたことも利益率の上昇に寄与した。

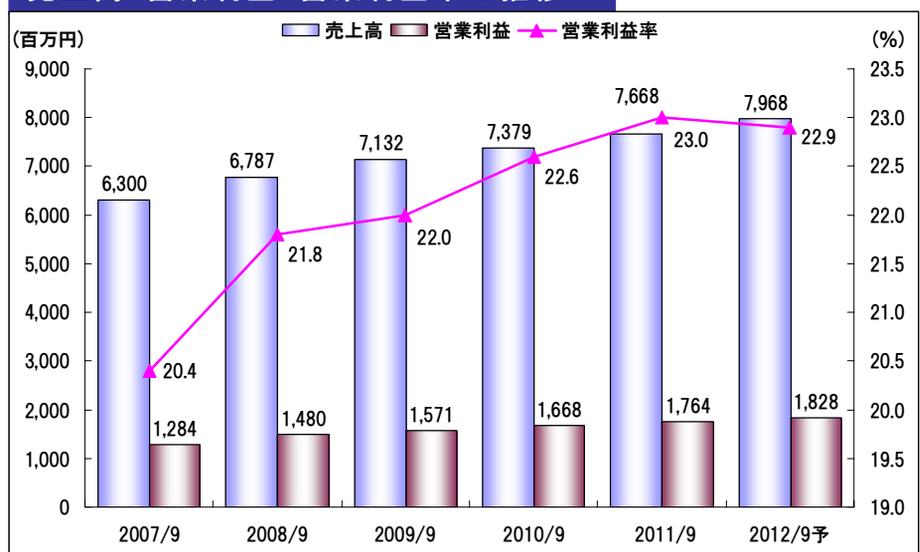
2013年度の神奈川県公立高校入試で新制度が導入されることも追い風となっているようだ。新制度では学力試験が必須となるだけでなく、傾向的に記述式問題の比率が増し難度が高くなることが予想されるため、入試対策として早めに入塾して受験に備えるといった動きが出ていると考えられる。このため、今回は上方修正されなかった2012年9月期通期の業績に関しても増額される公算が大きく、更なる増配も期待できると弊社ではみている。

同社は、今後も神奈川県内での拠点拡大を進めていく方針だ。とりわけ、学習塾業界で激戦区の横浜北東部や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校体制にするのが目標となっている。今後も確固たる学習指導法と着実な拠点展開によって生徒数の拡大を図り、収益成長を目指していく。堅実な経営戦略から、業績が短期間で急成長する可能性は低いものの、安定した成長が期待できる。また、株主還元においても配当性向30%を基準に、業績に連動した増配が期待できるため、中長期スタンスの投資家にとっては魅力ある企業の1つとして注目されよう。

■ Check Point

- ・ 生徒数は想定を上回るペースで推移し拡大基調が継続
- ・ 入試制度変更がもたらすフォローの風を確実に享受
- ・ 通期業績においても会社計画を上回る可能性

売上高・営業利益・営業利益率の推移



■第2四半期の決算動向

生徒数は想定を上回るペースで推移し拡大基調が継続

(1) 2012年9月期の第2四半期決算について

2012年9月期の第2四半期（2011年10月-2012年3月期）決算は、売上高が前年同期比6.4%増の3,985百万円、営業利益が同15.9%増の991百万円、経常利益が同18.8%増の1,008百万円、四半期純利益が同33.9%増の579百万円となった。それぞれ半期ベースでは過去最高を更新し、期初の会社計画を上回る好決算となった。第2四半期の累計期間における平均在籍生徒数は、東日本大震災の影響を受け一部で低調だった学年があったものの、全体では会社想定を上回るペースで推移し、前年同期比3.6%増と拡大基調が続いた。また、当期間における新設スクールは小中学生部門で4校、現役高校生部門で1校となり、合計で116校となった。

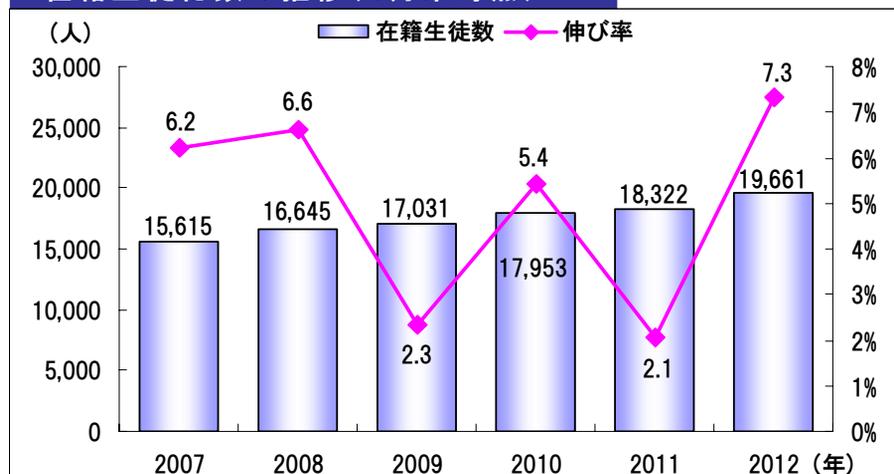
第2四半期業績（単位：百万円）

	計画	実績	差異
売上高	3,875	3,985	+110
営業利益	881	991	+110
経常利益	885	1,008	+123
四半期純利益	510	579	+69

2012年9月期の新設校

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

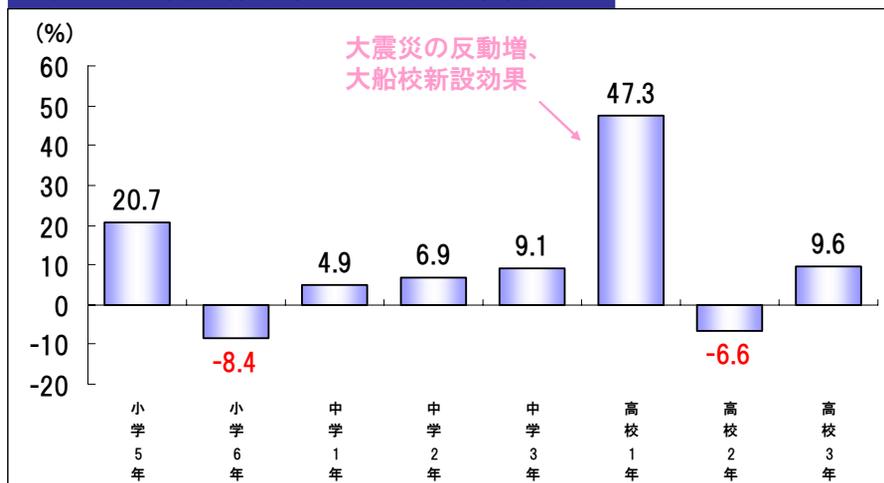
在籍生徒総数の推移（4月末時点）



■第2四半期の決算動向

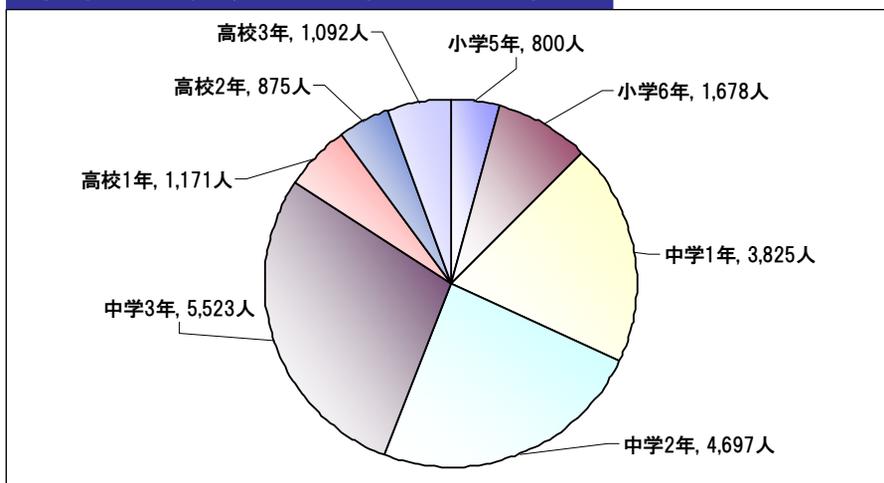
売上高営業利益率が前年同期比で2ポイント上昇し24.9%となったが、これは生徒数の拡大による増収効果に加えて、単価が相対的に高い中学3年生や高校3年生の伸びが大きかったこと、また各種割引施策において割引率を低く抑えることができたことによる効果が大きい。なお、割引施策に関しては生徒数の動向や経済情勢など、その時々を経営環境をみて見直しを行っている。

学年別生徒数伸び率(2012年4月末現在)



※前年同期と比較

学年別生徒数(2012年4月末現在)



費用面をみると、人件費が正社員教師数の増加によって前年同期比5.2%の増加となったものの、折り込みチラシの回数を減らしたことで広告費が減少するなどその他の経費の抑制を進めた結果、全体の費用は前年同期比で104百万円の増加に留まり、利益率の上昇要因に繋がった。

売上高を部門別でみると、小中学生部門は前年同期比5.2%増の3,350百万円、高校生部門は同13.2%増の635百万円となった。高校生部門の伸びが大きかったのは、高校1年、3年生の生徒数の伸びが大きかったこと、前述した割引施策の見直しを行った効果が出たことが考えられる。



入試制度変更がもたらすフォローの風を確実に享受

(2) 神奈川県公立高校入試制度の変更が追い風に

神奈川県における公立高校の入試制度で新制度が導入される初年度にあたり、県内で展開する学習塾にとっては生徒数拡大のための好機と捉えることができる。なかでも県内のみで事業展開し、公立進学校を目指す生徒をメインとした学習塾を展開する同社は、今回の入試制度変更の恩恵を最も享受している会社であると弊社ではみている。実際、2011年末頃から入塾する生徒の数は中学3年生を中心に会社想定を上回るペースで推移しており、入試制度変更がもたらすフォローの風を同社も確実に享受しているものと考えられる。

神奈川県公立高校の入試制度についての主な変更点、特徴は表の通りとなっている。この制度変更の背景には、学力試験を受けて入学した生徒（後期選抜合格者）に対して、学力試験を受けていない生徒（前期選抜合格者）の高校に入ってから学力の伸びが相対的に鈍いことが傾向としてでてきたこと、学生の全体的な学力底上げを図ること、の2点が挙げられる。このため、高校を受験する全ての生徒で学力試験が必須となり、また、試験の内容も記述式問題の比重が増し、またその問題も基礎学力が備わっていないと解けないような思考力、表現力を問われる問題が多くなると予想されている。

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、学力試験の可否に与える影響が薄まったかのように見えるが、実際は面接によって点数に差は殆ど付けられないと考えられるため、従来以上に学力試験の出来不出来が可否に与える影響が大きくなったと言える。こうした入試制度の変更によって、受験生の保護者からの問い合わせも増えており、2012年に入って受験対策も早めに動きが出始めたといった状況にある。

新入試制度の主な特徴

- ①前期・後期の2期制選抜試験を廃止し、入試日程を一本化する。
- ②受験生全員が学力検査及び面接を受ける。
- ③高校ごとに作成されていた「独自入試問題」は廃止され、「共通問題」に一本化。
- ④新しい共通問題は、これまで以上に「思考力、判断力、表現力等」を測る内容とし、各科目の満点を現行の50点から100点とする。
- ⑤学力検査に加え「特色検査（実技・作文・自己表現活動等）」を実施することもできる。その場合、学力検査の科目数を3科目にまで減ずることができる。
- ⑥内申書の扱いについては従来どおり、2年9科(45点満点) + 3年9科を2倍(90点満点)の合計135点とする。
- ⑦第一次選抜率は全定員の90%とし、内申点+入試+面接の総合点=S値(1,000点満点)で判定する。
- ⑧第2次選抜率は全定員の10%とし、入試+面接の総合点(1,000点満点)で判定する。

■第2四半期の決算動向

同社は神奈川県公立高校のなかでも進学校と呼ばれる上位校の合格者実績でトップの実績を誇っており、2012年春の合格者数も1,684名と増加基調を続け、全塾中でもトップの実績を誇っている。ちなみに、臨海セミナー、湘南ゼミナールがそれぞれ800名前後の合格者実績となっており、同社の公立進学校での合格者実績が突出していることがうかがえる。このため、今回の公立高校の入試制度変更は同社にとって絶好のフォローの風になっていると言える。

また、公立の中高一貫校として合格倍率が10倍前後と人気のある中高一貫校3校でも同様に、合格者数を順調に伸ばしている。同社では、中高一貫校向けの特別講習のプログラム数を増やすなど受験対策を強化していることもあって、今後の業界内での順位も上がってくることが予想される。

2012年春の公立高校合格実績

高校名	塾名/合格者数				2011年実績
湘南 (356)	ステップ 203	湘南ゼミナール 43	臨海セミナー 22	中萬学院 14	211 (356)
柏陽 (275)	ステップ 97	湘南ゼミナール 73	中萬学院 47	臨海セミナー 17	95 (276)
横浜翠嵐 (312)	湘南ゼミナール 113	臨海セミナー 99	ステップ 54	中萬学院 7	61 (276)
厚木 (353)	ステップ 177	臨海セミナー 28	秀英予備校 12	中萬学院 10	151 (316)
平塚江南 (316)	ステップ 176	中萬学院 41	臨海セミナー 32	湘南ゼミナール 9	162 (316)
小田原 (317)	ステップ 152	中萬学院 65	秀英予備校 39	臨海セミナー 11	147 (317)
鎌倉 (276)	ステップ 143	中萬学院 47	秀英予備校 6		139 (276)
相模原 (276)	ステップ 129	臨海セミナー 40	湘南ゼミナール 21	中萬学院 3	116 (276)
茅ヶ崎北陵 (276)	ステップ 126	臨海セミナー 47	中萬学院 14	湘南ゼミナール 7	135 (276)
秦野 (355)	ステップ 121	中萬学院 44	臨海セミナー 40	秀英予備校 25	112 (356)
大和 (276)	ステップ 97	湘南ゼミナール 47	臨海セミナー 21	中萬学院 10	75 (276)
希望ヶ丘 (276)	ステップ 92	湘南ゼミナール 40	臨海セミナー 25	中萬学院 23	82 (276)
横浜緑ヶ丘 (276)	湘南ゼミナール 74	ステップ 60	臨海セミナー 41	中萬学院 32	63 (276)
YSFH (237)	ステップ 45	湘南ゼミナール 39	臨海セミナー 32	中萬学院 25	47 (237)
川和 (313)	湘南ゼミナール 90	ステップ 40	臨海セミナー 27	中萬学院 5	33 (316)
光陵 (275)	臨海セミナー 105	湘南ゼミナール 69	ステップ 33	中萬学院 33	27 (236)
横須賀 (276)	臨海セミナー 73	中萬学院 50	創俊学院 36	ステップ 33	33 (276)
横浜国際 (175)	ステップ 30	中萬学院 29	臨海セミナー 28	湘南ゼミナール 27	20 (136)

※会社資料より作成
「()」内は定員数

■第2四半期の決算動向

東京学芸大附属高校の合格実績（外進生）

	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
1位	サピックス 26名	ステップ 30名	ステップ 52名	ステップ 43名	ステップ 39名
2位	ステップ 23名	市進学院 29名	早稲田アカデミー 21名	サピックス 17名	湘南ゼミナール 22名
3位	市進学院 17名	サピックス 27名	市進学院 16名	湘南ゼミナール 16名	早稲田アカデミー 20名

※会社資料より作成

中高一貫校の合格実績

学校名	塾名/合格者数					
相模原 中等教育学校	ステップ 30	日能研 19	栄光ゼミナール 18	市進学院 15	中萬学院 10	ena 9
平塚 中等教育学校	秀英予備校 32	中萬学院 30	ステップ 22	栄光ゼミナール 18	日能研 12	ena 1
横浜市立南附属 中学校	中萬学院 39	日能研 27	栄光ゼミナール 23	臨海セミナー 20	ステップ 4	ena 4

学校名	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
ステップの 合格者数推移	相模原中等教育学校 10	17	19	30
	平塚中等教育学校 8	13	16	22
	横浜市立南附属中学校 4			4

※会社資料より作成

合格者数という実績を積み重ね生徒数の拡大を図る

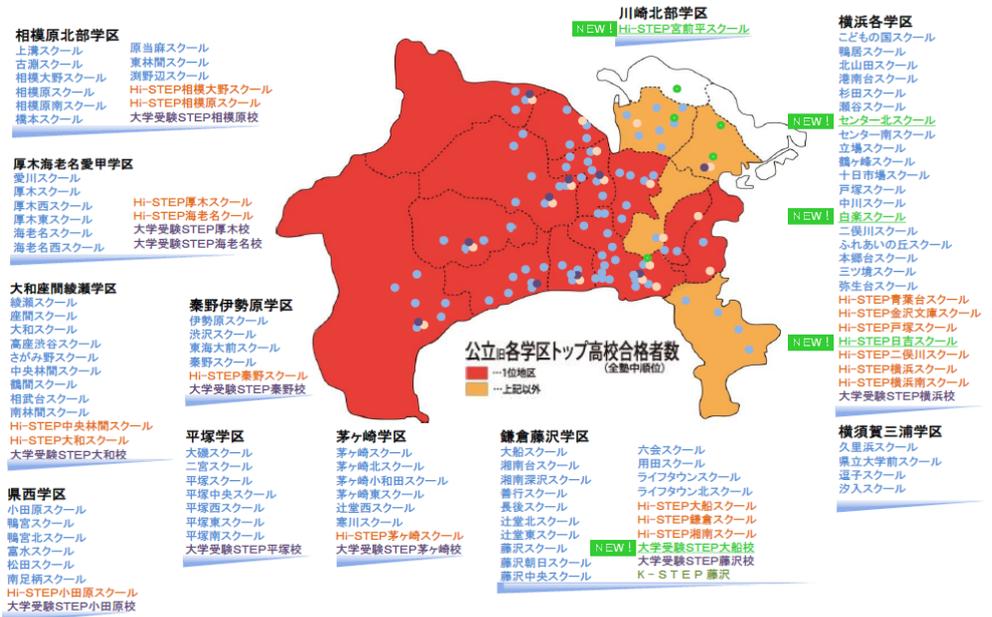
(3) 小中学部は激戦区に本格参戦

同社は主に神奈川県でも県央から西部にかけて強く、同エリア内でトップの合格実績を築き上げてきた。中期計画では神奈川県内で高校部も含めて160校を目標としており、今後は学習塾の激戦区である横浜北東部、及び未開拓地域であった川崎市での展開を強化していく方針だ。

実際、2012年春に白楽、日吉など東急電鉄沿線に初進出したほか、川崎市（宮前平校）にも初進出を果たした。これらエリアは学習塾の激戦区であることから、当初の想定生徒数には今のところ達していないが、今まで同様、合格者数という実績を積み重ねることで生徒数の拡大を図っていく方針で、今後の展開が注目される。

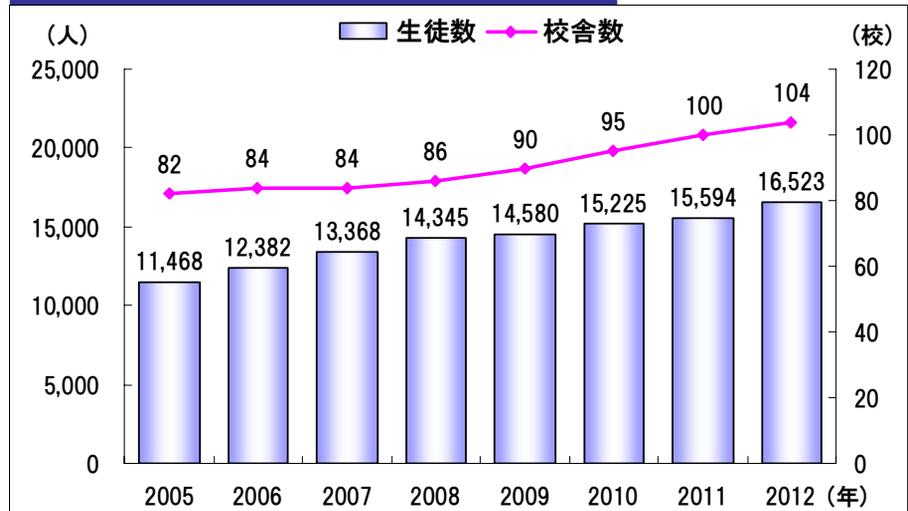
■第2四半期の決算動向

神奈川県公立旧学区分布図



出所：会社資料より引用

小中学部生徒数と校舎数(4月末)



■第2四半期の決算動向

大学受験向けの4月末の生徒数は前年比2ケタ台の伸び

(4) 大学受験向けも着実に増加

一方、高校生を対象とした大学受験向け学習塾についても、着実に大学合格者実績を積み重ねることで、生徒数も拡大している。8年ぶりの本格的な新設校として2012年2月に開校した大船校も、既に180名の生徒数を獲得するなど好調に推移し、4月末の生徒数は前年比15%増と2ケタ台の伸びを見せた。

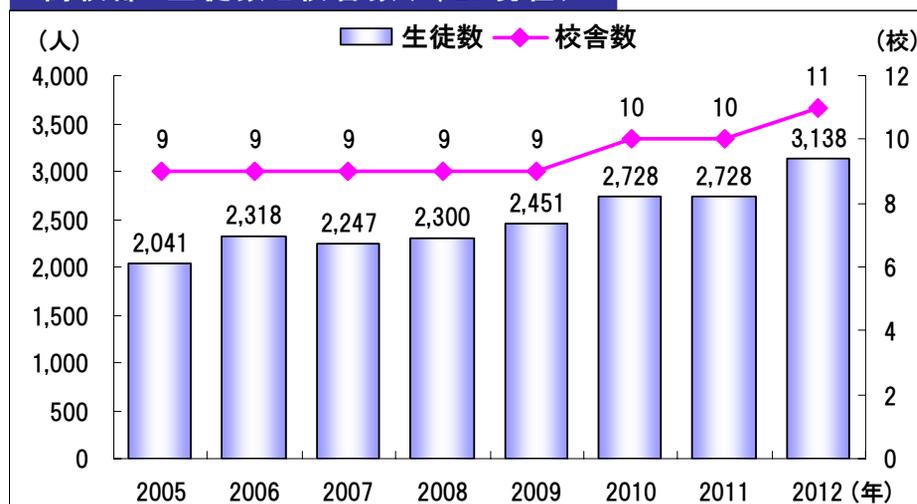
2013年春にも相模大野に1校、開校する予定となっている。教師の育成なども進めながら、高校生部門についても、今後4～5年に1校のペースで着実に拠点を拡大していく方針だ。

大学合格実績（単位：人）

	2011年度	2012年度
国公立	86	111
早慶上智	167	197
MARCH	525	617
合計	778	925

※MARCH（明治、青山学院、立教、中央、法政）

高校部 生徒数と校舎数（4/27 現在）



■2012年9月期の見通し

通期業績においても会社計画を上回る可能性が高い

2012年9月期の会社側業績予想は、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1,053百万円と期初計画を維持した。第2四半期（2011年10月-2012年3月期）累計業績では会社計画を上回ったものの、第3四半期以降については新入試制度の影響がどの程度でくるかまだ見極め難いというのが理由のようだ。ただ、前述したようにその影響は業績面で既にプラスに出てきており、今後も夏期講習や短期受験対策用講習など例年以上に売上の拡大が期待される。また、第3四半期以降に関して、特別な費用が発生する可能性も低い。このため弊社では、通期業績においても会社計画を上回ってくる可能性が高いとみている。

■高収益、安定成長、高配当が魅力

営業利益は12期連続で過去最高を更新する見通し

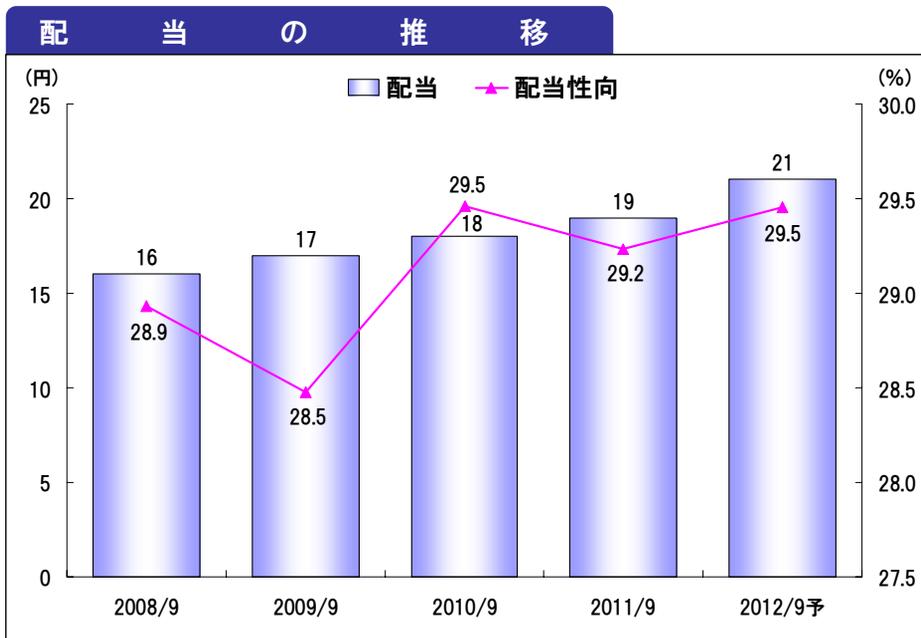
競争激化が続き業界再編が続く学習塾業界のなかにあって、同社は「プロの教師による質の高い学習指導」と「堅実な経営展開」によって、着実に成長を続け今の地位を築き上げてきた。2012年9月期も増収増益が予想され、売上高では1995年9月期の株式公開以来、17期連続で増収、営業利益は12期連続で過去最高を更新する見通しで、収益の安定性は抜群だ。また、営業利益率も20%を上回り、学習塾業界の中では常にトップクラスに位置している。配当については、配当性向30%を目安としており、2012年9月期も前期比2円増配となる21円と5期連続での増配を予定している。前述した通り利益が増額され配当性向で30%を下回るようだと言え、過去の実績から見て、更に増配される可能性も高い。

全国的に少子化傾向が進む中で、神奈川県内に就学する学生数はここ数年緩やかな増加傾向にあり、学習塾市場全体として伸びる余地はあると言える。特に、同社においてはまだ未進出地域が残されているため、中長期的な成長余力は依然として大きいと言える。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方針だ。年間の新校舎開設を4～5校と意識的に限定しているのもこうした理由によるものである。このため、年間の売上成長率も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、配当利回りの高さなどを考慮すると、中長期スタンスの投資家にとっては魅力ある企業の1つとして注目されよう。

■高収益、安定成長、
高配当が魅力

通期業績の推移 (単位：百万円)

	2008/9	2009/9	2010/9	2011/9	2012/9予
売上高	6,786	7,131	7,378	7,668	7,968
営業利益	1,479	1,570	1,667	1,763	1,828
経常利益	1,474	1,581	1,668	1,750	1,836
当期純利益	824	890	912	959	1,053



出所：文部科学省「学校基本調査」



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