

|| 企業調査レポート ||

城南進学研究社

4720 東証 JASDAQ

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 1 月 22 日 (月)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 2018年3月期第2四半期は増収減益で着地。収益構造改革の効果で利益は上振れ	01
2. 最終年度に営業利益率8.0%を目指す新3ヶ年中期経営計画を発表。各成長戦略が順調に進捗	01
3. 成長戦略に沿った各種施策の進捗で今通期の業績見通しは達成可能	01
■ 業績の推移	02
■ 各事業部門の動向	04
1. 個別指導部門	04
2. 映像授業部門	06
3. 予備校部門	08
4. くぼたのうけん事業	09
5. 子会社 ジー・イー・エヌ	10
6. 子会社 久ヶ原スポーツクラブ	11
7. 子会社 JBS ナーサリー	12
■ 中期経営計画と進捗状況	12
1. 新中期経営計画の概要	12
2. 基本戦略「大学入試制度改革への対応とソリューション事業の強化」とその進捗状況	13
3. 基本戦略「少子高齢化の進行を見越した収益構造改革」とその進捗状況	14
4. 基本戦略「顧客ロイヤルティの向上によるLTVの最大化」とその進捗状況	15
■ 今後の見通し	16
■ 株主還元策	17
■ 情報セキュリティ	18

■ 要約

新3ヶ年中期経営計画を発表。 3つの基本戦略に沿った各種施策が順調に進捗中

城南進学研究社<4720>は東京・神奈川を地盤とする総合教育ソリューション企業。大学受験の「城南予備校」から出発し、社会環境の変化に対応して、小学生や乳幼児へと教育サービスを拡大してきた。一生を通じた一人ひとりの主体的な学びを支援することを目指している。

1. 2018年3月期第2四半期は増収減益で着地。収益構造改革の効果で利益は上振れ

同社の2018年3月期第2四半期決算は、売上高3,618百万円(前年同期比1.6%増)、営業利益235百万円(同3.8%減)と増収減益となった。売上高は期初予想にわずかに未達だったが、利益は計画を上回って着地した。大学受験市場の縮小で予備校部門が減収となったほか、個別指導部門も収益体質強化を優先させたため直営・FC合計では減収となった。これを乳幼児・児童教育関連の増収でカバーした。2017年5月に子会社化した認可保育園運営を手掛けるJBS ナーサリー(株)も増収に大きく貢献した。利益面では収益構造改革の効果や乳幼児・児童教育関連事業での増益により計画を上回った。

2. 最終年度に営業利益率8.0%を目指す新3ヶ年中期経営計画を発表。各成長戦略が順調に進捗

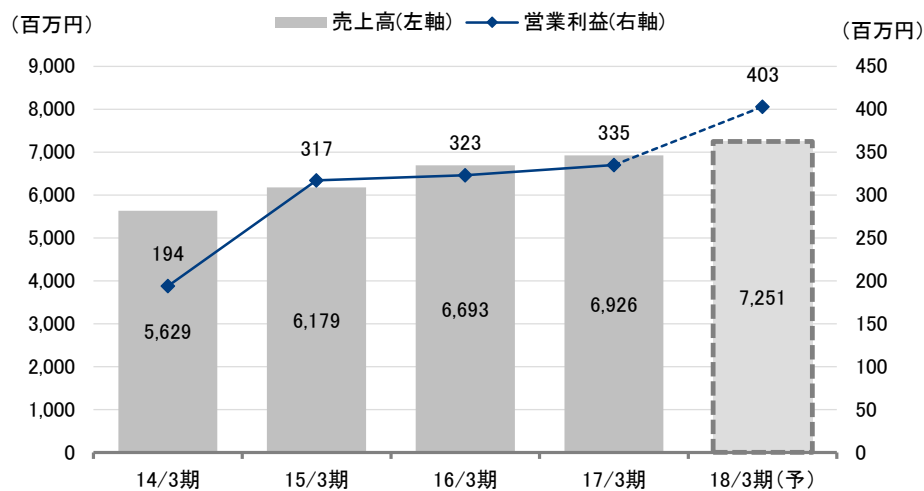
同社は2018年3月期-2020年3月期の3ヶ年中期経営計画を発表した。業績目標では最終年度に売上高8,654百万円、営業利益率8.0%を目指している。基本戦略は、1) 大学入試制度改革への対応とソリューション事業の強化、2) 少子高齢化の進行を見越した収益構造改革、3) 顧客ロイヤルティの向上によるLTVの最大化の3つから成っている。これまでのところ、それぞれの戦略において着実な進捗と成果を認めることができる。今後は事業間シナジーの追求やソリューション事業の拡大に注力する方針で、順調な進捗が続けば売上高、営業利益率とも中期経営計画の業績計画を達成することは可能だと弊社では考えている。

3. 成長戦略に沿った各種施策の進捗で2018年3月期通期の業績見通しは達成可能

2018年3月期通期について同社は、売上高7,251百万円(前期比4.7%増)、営業利益403百万円(同20.2%増)を予想している。達成のための今下期のハードルは高く見えるが、予備校の整理統合や個別指導部門の不採算教室の整理を進めた効果や、乳幼児・児童教育関連事業の着実な収益拡大により、達成は可能だと弊社ではみている。従来の同社は大学受験生のための夏期講習の収益インパクトが大きく、業績における上期偏重の季節性が顕著だった。しかしながら、乳幼児・児童教育関連事業やスポーツ事業の売上構成比が高くなってきたことで、こうした業績の季節性も薄れつつあり、2018年3月期は上下の差が一段と縮まる見込みだ。

Key Points

- ・2017年度-2019年度の3ヶ年中期経営計画を策定。最終年度に売上高 86 億円超、営業利益率 8.0% を目指す
- ・顧客満足度向上への意識は従来から高い。人生のワイドレンジに教育サービスを提供する体制が高レベルで整う
- ・収益構造改革の進展で収益の上下差が縮小。通期見通し達成の可能性は高い

通期業績の推移


出所：決算短信よりフィスコ作成

業績の推移

予備校部門等の減収を乳幼児教育の増収などで吸収し、7期連続増収を達成。経営効率化で利益は計画を上回って着地

同社の2018年3月期第2四半期決算は、売上高 3,618 百万円（前年同期比 1.6% 増）、営業利益 235 百万円（同 3.8% 減）、経常利益 263 百万円（同 2.1% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 170 百万円（同 10.8% 減）と、増収減益で着地した。

期初予想との比較では、売上高は若干の未達となったが、営業利益以下の各利益項目は期初予想に対して 15% 前後上回っての着地となった。

業績の推移

2018年3月期第2四半期決算の概要

(単位：百万円)

	17/3期		18/3期				
	2Q累計	通期	2Q累計(予)	前年同期比	2Q累計	前年同期比	期初予想比
売上高	3,560	6,926	3,695	3.8%	3,618	1.6%	-2.1%
営業利益	245	335	204	-16.8%	235	-3.8%	15.6%
経常利益	269	402	226	-15.9%	263	-2.1%	16.7%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	191	192	151	-20.8%	170	-10.8%	13.1%

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高は、大学受験市場の縮小に合わせて前期に予備校2校を整理統合した影響で、予備校部門が前年同期比で減収となった。また、個別指導部門も経営効率改善を優先させたため同じく減収となった。これを映像授業部門や乳幼児・児童教育関連事業などの増収で吸収し、全社ベースでは前年同期比1.6%増収と、上期ベースで7期連続の増収を達成した。

乳幼児・児童教育関連事業では同社は2017年5月に認可保育園の運営を手掛けるJBSナーサリーを子会社化した。今第2四半期は5ヶ月分の業績が連結され、増収に貢献した。同社はかねてより、オーガニックグロースとM&Aによる成長を組み合わせることで全体としての収益拡大を図ってきており、今第2四半期もその戦略が奏功した形だ。

利益面では、前述のように前年同期比では減益となったが、計画に対しては10%以上上振れた。業績が上振れたのは、不採算校舎・教室の整理統合などの経営効率向上が奏功したことや、乳幼児・児童教育関連事業が全般に好調裡に推移したことが要因とみられる。

同社が期初予想で減益を予想した理由は、利益面での季節性が薄れることを考慮したためだ。予備校部門の夏期講習の収益インパクトが非常に大きく、同社の業績は伝統的に上期偏重であった。しかしながら、予備校部門が減収基調をたどる一方で、季節性の薄い乳幼児・児童教育関連事業が順調に成長を続けているため、全社ベースでも収益の季節性が薄れつつある。

業績の推移

事業部門別売上高の動向

(単位:百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期	
	2Q累計	2Q累計	2Q累計	前年同期比
予備校部門(現役高校生)	1,150	1,005	887	-11.8%
予備校部門(高校卒業生)	347	370	331	-10.5%
予備校部門小計	1,498	1,376	1,219	-11.4%
個別指導部門(直営)	948	916	927	1.2%
個別指導部門(FC)	169	165	148	-10.2%
個別指導部門計	1,117	1,082	1,076	-0.6%
映像授業部門(マナビス)	453	556	615	10.6%
ジー・イー・エヌ	137	146	159	8.9%
くぼたのうけん	47	55	57	4.6%
城南ルミナ保育園	38	51	49	-3.9%
JBS ナーサリー	-	-	119	-
その他	90	139	158	13.7%
教育事業合計	3,380	3,405	3,452	1.4%
スポーツ事業	-	155	165	6.5%
売上高合計	3,380	3,560	3,618	1.6%

出所:決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 各事業部門の動向

**直営・FC 両部門で既存教室の売上向上・経営体質強化に注力。
低学年児童の取り込み策が奏功し収益影響は限定的**

1. 個別指導部門

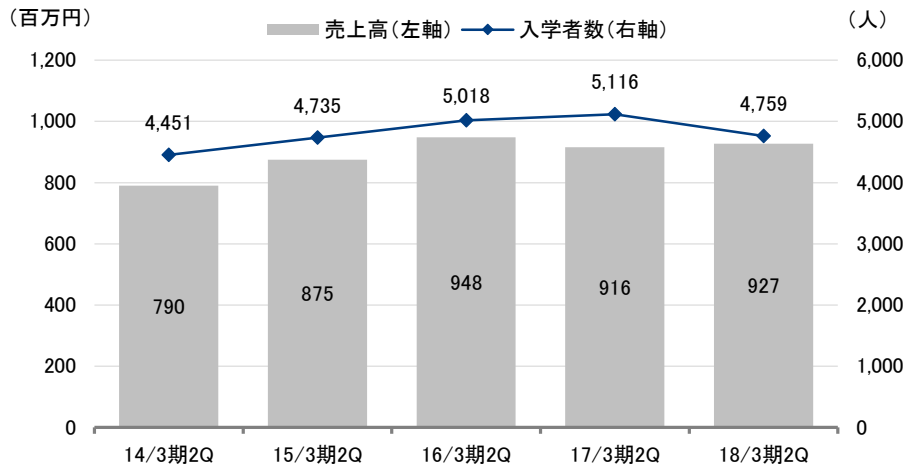
個別指導部門では個別指導教室「城南コベッツ」を直営とFC(フランチャイズ)の2つの部門で展開している。

個別指導・直営部門の今第2四半期の売上高は927百万円で前年同期比1.2%増となった。直営部門においてはここ数年、不採算教室の閉鎖も含めた経営効率の改善に努めてきている。今第2四半期は8教室減少し、2017年9月末の直営教室数は58教室となった。

今第2四半期において教室数減少とそれに伴う入学者数減少という状況にもかかわらず売上高で増収を確保できた背景には、教室運営のマネジメント強化や授業内容の質向上などにより単価が向上したことが寄与したとみられる。

各事業部門の動向

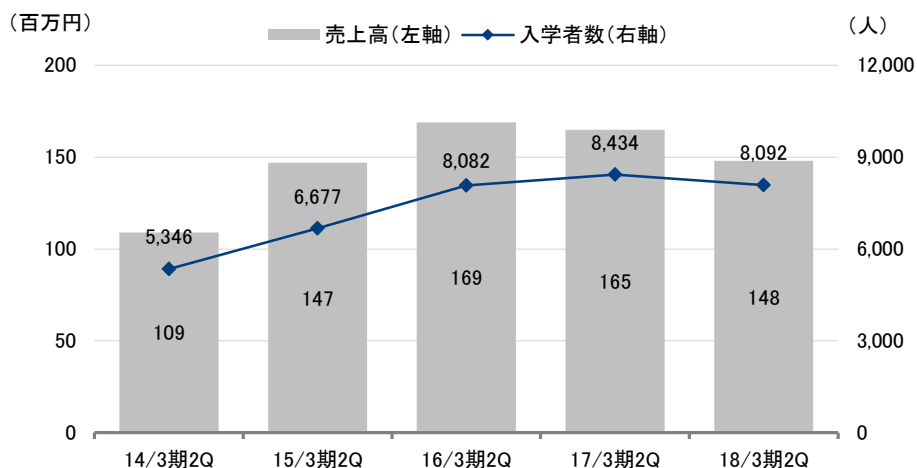
個別指導・直営部門の業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

個別指導・FC部門の今第2四半期は、売上高が前年同期比10.2%減の148百万円となった。同社はFC部門においても、既存教室の売上向上・経営体質強化を最優先に取り組んでいる。新規開校については加盟基準を厳格化して数を絞り込む一方、経営不振の教室は閉鎖なども含めて立て直しを指導している。今第2四半期はそうした施策の結果、前期末比9教室減少し、2017年9月末のFC教室数は204教室となった。

個別指導・FC部門の業績推移

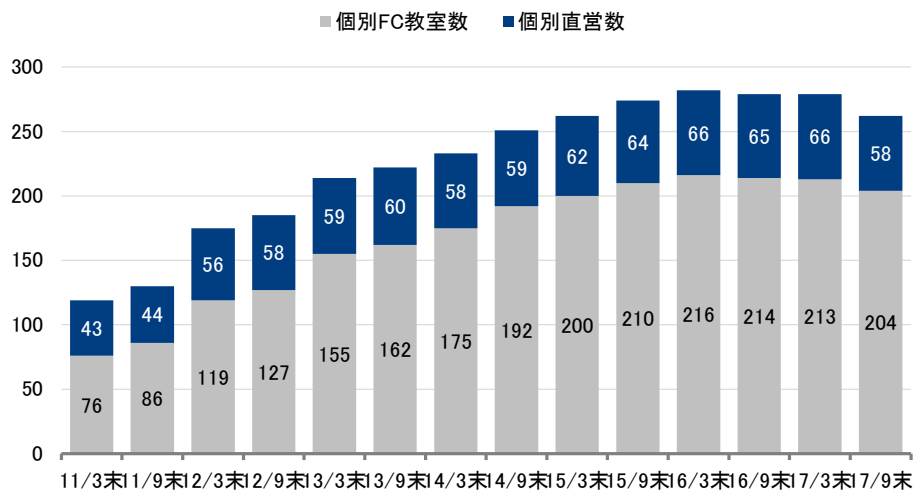


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

各事業部門の動向

個別指導部門における経営効率改善の取り組みは、不採算教室を削減することが大きな要素を占めていることもあり、業績的にはプラス影響が着実に出ているとみられる。一方で、既存教室の生徒数増大・売上高向上への取り組みも行っているが、少子化の流れの中で他社との競争が激化している状況のため、簡単ではないと弊社ではみている。同社自身は個別指導教室数を減らすことを目標としているわけではないが、経営効率化の努力は今後も続ける方針であるため、その結果として教室数が減少することは今後もあり得ると弊社ではみている。

個別指導部門・教室数の推移



出所：事業報告書よりフィスコ作成

平均を上回る生徒数・売上高を実現。 新規開校も着実なペースを刻み、事業として収益拡大が続く

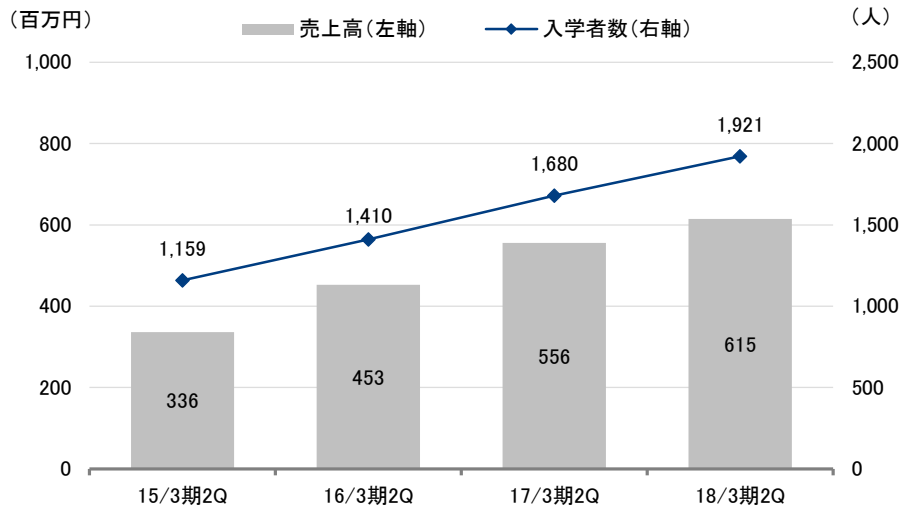
2. 映像授業部門

映像授業部門は同社が大手予備校・河合塾のフランチャイジー（FC オーナー）として「河合塾マナビス」の校舎を展開する事業だ。映像授業は自分のペースで勉強を進めることができる点が好評で、生徒の間での人気、ニーズが高まっている。同社は予備校運営で培った指導ノウハウを組み合わせることで、さらに高評価・高実績を獲得することに成功している。

今第2四半期は、売上高615百万円（前年同期比10.6%増）、入学者数1,921名（同14.3%増）となり、順調な拡大が続いている。同社は前期中の2016年6月に武蔵境校を、2017年2月に松戸校とときわ台校をそれぞれ開校、これら新設3校が期初から貢献した。

各事業部門の動向

映像授業「マナビス」部門の業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

河合塾マナビスの中での同社の立ち位置及び、河合塾マナビス自体の成長性は従来から変わっていない。同社は2017年9月末現在で15校を展開し、河合塾マナビスのFCオーナーの中ではトップクラスの規模を有している。また、同社の15校舎の1校舎当たり平均生徒数及び平均売上高は、河合塾マナビスの全FC平均を上回っており、経営効率の高い校舎がそろっている点が強みとなっている。

同社が展開する「河合塾マナビス」校舎

東京都内	神奈川県	埼玉県	千葉県	群馬県	新潟県
大森校	湘南台校	南浦和校	新浦安校	高崎校	新潟駅前校
大泉学園校	センター北校	川越校	木更津駅前校		長岡校
武蔵境校		川口駅前校	松戸校		
ときわ台校		新越谷校			

注：2017年9月末現在。ただし神奈川県のセンター北校は2018年2月開校予定

出所：会社資料よりフィスコ作成

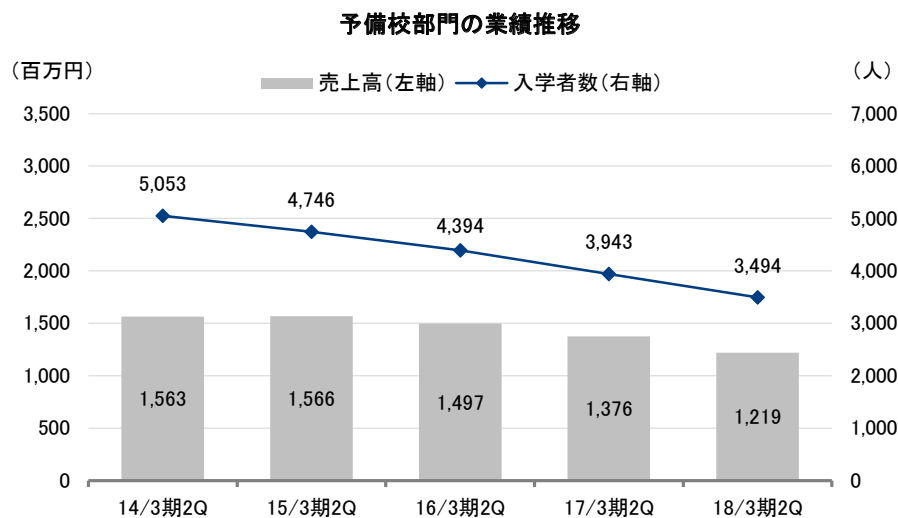
同社は今後も河合塾マナビスの新規開校の機会を積極的に探る方針だ。積極策をとる理由の1つには、河合塾マナビス自体がまだ出店余地を数多く残していることがある。もう1つの理由は、前述のように同社の校舎がFC平均を上回る規模と効率性を実現していることがある。これまでの実績により、新規開校に関する交渉等において、他のFCオーナーよりも相対的に優位なポジションを確立しているとみられる。

2018年3月期については期初段階では新規開校について未定としていたが、これまでに2018年2月にセンター北校(横浜市営地下鉄センター北駅)を開校することが決定されている。2019年3月期以降も年1~2校のペースで新規開校を行っていくものと弊社ではみている。

市場縮小のなか規模適正化と経営資源の集中を継続。 2018年からは新英語カリキュラムを投入

3. 予備校部門

予備校部門では2017年9月末現在、大学受験のための城南予備校を9校展開している。2018年3月期第2四半期は売上高1,219百万円（前年同期比11.4%減）で着地した。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

大学受験市場は少子化の影響により縮小トレンドにあるだけでなく、AO入試・推薦入試の拡大などで多様化している。同社はそれに対応して、予備校部門の規模適正化と経営資源の集中に注力してきている。2016年に厚木校を町田校に統合したほか、2017年に入ってから金沢文庫校を横浜校へ統合して、経営の効率化とサービスの質向上を図った結果、2017年9月末までに校舎数は9校体制となった。

同社は9校が最適規模とは考えておらず、市場の縮小トレンドが続くと想定されるなか、状況に応じて対応していくとしている。一方で、AO入試・推薦入試による入学者の学力不足が問題となっており、文科省はAO・推薦入試にも学力試験を課す方針だ。また、高校無償化も家計における通塾の余裕を生みだすことにつながるためプラス要因と期待される。これらによって予備校に対する需要が下げ止まり、または底打ちする可能性もあると考えられる。

攻めの施策もある。大学入試制度改革により2020年度（2021年1月実施）からは新しい大学入学共通テストが開始される予定だが、その中で英語の試験では4技能（聞く・話す・読む・書く）対策が一段と重要になるとみられている。同社は、子会社の（株）リンゴ・エル・エル・シーと共同で4技能強化のための新プログラム『5 Codes English』の開発を進めており、2018年から投入予定だ。差別化商品として集客に貢献できるか注目される。

くぼた式育脳法の人気は高く、外部との提携契約が着実に増加中

4. くぼたのうけん事業

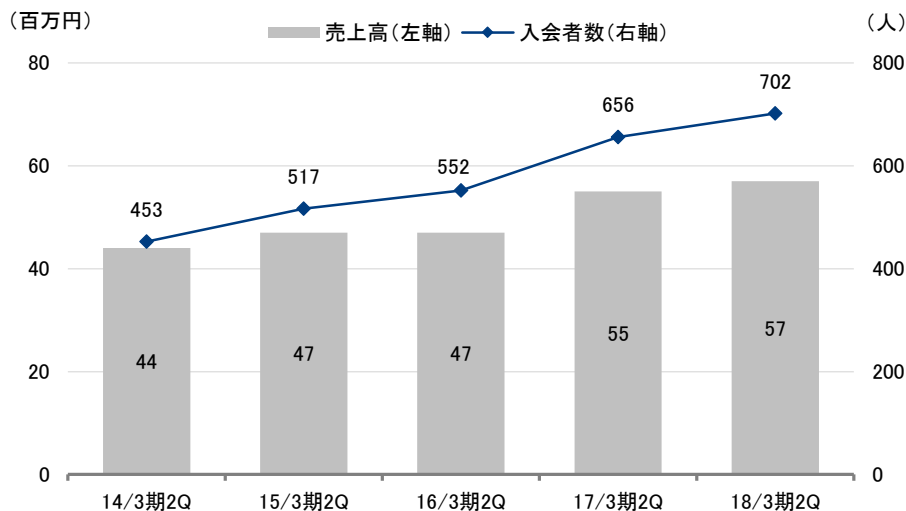
同社本体が展開する幼児教育が、くぼた式育脳法による育脳教室の「くぼたのうけん」だ。都内と横浜に5教室を展開し、今第2四半期は57百万円（前年同期比4.6%増）の売上高を計上した。

今第2四半期は従来の目黒教室を麻布十番に移転した。キャパシティの増加と集客効率増大を狙った移転とみられる。

くぼたのうけんへの潜在的需要は非常に強いが、同社は教育の質を最重要視しており、トレーナーの育成と充実に急いでいるものの、新規教室の開設についてはこれまで同様、慎重に進める方針だ。その代替策として同社が注力しているのがソリューション事業だ。ソリューション事業は同社の教育ノウハウや商材をBtoBで展開しようというものだ。くぼたのうけんにおいても、そのくぼた式育脳法をマニュアル化し、外部の提携先にカリキュラムを外販する事業を進めている。

2017年3月期において（株）講談社パルと提携を行ったが、今第2四半期は大阪府・帝塚山学院幼稚園、山形県・米沢幼稚園と契約し、提供を開始した。くぼた式育脳法の導入を検討している幼稚園はほかにも複数存在しており、今後も提携先が増える見通しだ。

くぼたのうけん事業の業績推移



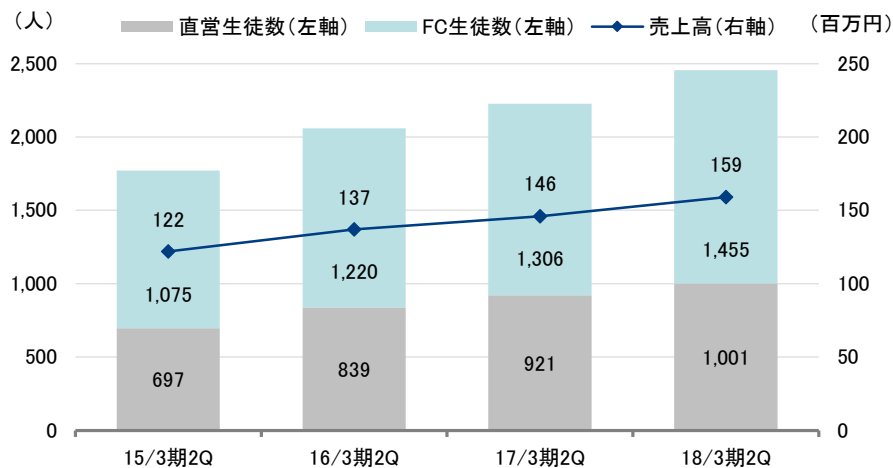
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

幼児英語教育熱がますます高まるなか、着実に成長中。 人材確保ができれば成長余地は大きい

5. 子会社 ジー・イー・エヌ

(株)ジー・イー・エヌは幼児～小学生向け英語教室「ズー・フォニックス・アカデミー」を直営及びFCで展開している。2018年3月期第2四半期は売上高159百万円(前年同期比8.9%増)と、順調な拡大を示した。

ジー・イー・エヌの業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

生徒数は直営・FC合わせて2,456人で前年同期比10.3%増加した。教室数は1年前と比較して直営・FC合わせて20校で変わっておらず、既存校が着実に売上高を伸ばしていることがうかがえる。

くぼたのうけん同様、幼児英語教育に対する潜在的需要は大きく、同社は「ズー・フォニックス・アカデミー」の校舎数拡大による成長を従前から志向している。しかし同時にまた、教育の品質確保へのこだわりから、同社の求める水準をクリアした英語教育トレーナーの確保を優先させており、これがボトルネックとなって校舎数が増えない状況が続いている。トレーナー育成は徐々に進められているもようで、2019年3月期以降、人的体制が整うのにしたがって新規開校を実施してくると弊社では推測している。

各事業部門の動向

「ズー・フォニックス・アカデミー」の校舎

ジー・イー・エヌ直営	FC教室（城南進研）	FC教室	
都立大本校	南浦和校	錦糸町校	名古屋イースト校
表参道校	自由が丘校	南雪谷校	伊勢校
上野毛校	戸塚校	吉祥寺校	津校
八雲校		上尾校	京都校
芝浦校		千葉校	米子校
白金校			
たまプラーザ校			

注：2017年9月末現在

出所：ホームページよりフィスコ作成

スポーツを初め様々な分野のレッスンを提供。 今第2四半期は学童保育事業も開始

6. 子会社 久ヶ原スポーツクラブ

(株)久ヶ原スポーツクラブは東京都大田区でスイミングやスポーツジム、バレエ、囲碁、茶道などの様々な分野のレッスンを提供している。2018年3月期第2四半期は売上高は165百万円（前年同期比6.5%増）で着地した。

同社はスポーツクラブ事業と同社が得意とする教育を組み合わせることでシナジーを追求することを目指している。目下力を入れているのが、同社が開発したWeb学習システム「デキタス」の導入だ。児童に対しては勉強とスポーツの両立という価値を提供するとともに、同社としては児童のつなぎ止めという目的がある。

今第2四半期はスポーツと勉強の組み合わせをさらに発展させて、学童保育事業を開始した。弊社では学童保育への潜在的需要は非常に大きいと考えており、今後の展開に注目している。また同社は、ソリューション事業の一環として、「デキタス」を他のスポーツクラブ等へ外販して事業化することを目指している。久ヶ原スポーツクラブにおける様々なチャレンジは、そうしたモデルケースとしての役割もあり、その観点でも今後注目すべきと弊社では考えている。

これまでのところは同社の様々な取り組みは一定の効果を上げているというのが弊社の評価だ。同社が2015年11月に久ヶ原スポーツクラブを子会社化後、生徒数は着実に増加してきており、2017年9月末で2,951人（前年同期比3.0%増）に達している。これはほぼ定員に迫る数値であり、今後は受入定員増のための施策なども検討課題として浮上してきそうだ。

認可保育園事業では新規開設に加え、 他の乳幼児事業とのシナジーを追求して成長を目指す

7. 子会社 JBS ナーサリー

同社が2017年5月に子会社化したJBS ナーサリーは小規模認可保育事業を営んでおり、千葉、東京、福岡に7拠点を有している。今第2四半期は5ヶ月分の収益寄与ではあるが、売上高は119百万円を計上した。

認可保育園に対する社会的ニーズの高さについては説明は不要だろう。同社は2018年3月に千葉県・幕張に認可保育園を新規開園予定だ。2019年3月期以降も人材確保と立地開発を進めて新規開園を行っていく方針だ。

同社は前述のように乳幼児の育脳教室「くぼたのうけん」を展開しているほか、東京都立川市ではくぼた式育脳法カリキュラムを導入した城南ルミナ保育園を運営している。いずれの事業も安定的に満員が続いている。同社は今後、くぼたのうけんや城南ルミナ保育園と、JBS ナーサリーのシナジー追求を本格化させる方針だ。

■ 中期経営計画と進捗状況

2017年度-2019年度の3ヶ年中期経営計画を策定。 最終年度に売上高86億円超、営業利益率8.0%を目指す

1. 新中期経営計画の概要

同社は2017年度（2018年3月期）から2019年度（2020年3月期）の3ヶ年中期経営計画の策定に取り組んできたが、2017年12月6日にその詳細を正式に発表した。

新中期経営計画では、ビジョンとして、“総合教育ソリューション企業として激変する社会環境にフレキシブルに対応し、一生を通じた一人ひとりの主体的な学びを支援”することと“ステークホルダーとともに企業価値の最大化を追求し、民間教育をけん引する存在”となることを掲げている。

新中期経営計画では、1) 大学入試制度改革への対応とソリューション事業の強化、2) 少子高齢化の進行を見越した収益構造改革、3) 顧客ロイヤルティの向上によるLTVの最大化の3点が基本戦略となっている。

新中期経営計画の前提としては、明治維新以来続いてきた日本の教育が大きな変革を迎える時期と重なるという基本的な認識がある。具体的には、思考力・判断力・表現力といった能力や、主体性・多様性・協調性といった性質を身に着けることが求められると考えている。同時に、社会的背景として、少子高齢化、ICT化、グローバル化などが存在していると認識している。そうした見方から同社は、“未来を生き抜く力”を身に着けさせることが、教育産業に携わる者としての使命と位置付け、前述の3つの基本戦略の策定へとつながった。

中期経営計画と進捗状況

新中期経営計画の基本戦略

- (1) 大学入試制度改革への対応とソリューション事業の強化
 - 1 4 技能を伸ばす英語教育の推進
 - 2 ICT を活用した次世代型指導の開発・販売
 - 3 時代のニーズに対応した「真の学ぶ力」の研究と開発
- (2) 少子高齢化の進行を見越した収益構造改革
 - 1 事業ポートフォリオの改善と経営基盤の強化
 - 2 基幹事業間のシナジー効果追求
 - 3 ダイバーシティの推進と人材育成
- (3) 顧客ロイヤルティの向上による LTV の最大化
 - 1 教場事業のクオリティ強化と J-FAMILY 化構想の実現
 - 2 戦略的な M&A、アライアンスによる企業価値の向上
 - 3 クレドの実践による経営理念の実現

出所：会社資料よりフィスコ作成

新中期経営計画の業績目標は、以下のとおりだ。最終年度の 2020 年 3 月期において売上高 8,654 百万円、営業利益 692 百万円、営業利益率 8.0% を目標に掲げている。売上高の成長は映像授業（マナビス）や乳幼児・児童教育、子会社群などがけん引すると期待されている。利益率の改善は、事業間シナジーの追求やソリューション事業の拡大によって実現する計画だ。

新 3 ヶ年中期経営計画の業績目標

(単位：百万円)

	18/3 期		19/3 期		20/3 期	
	金額	前期比	金額	前期比	金額	前期比
売上高	7,251	4.7%	7,726	6.6%	8,654	12.0%
営業利益	403	20.2%	487	20.8%	692	42.1%
営業利益率	5.6%	-	6.3%	-	8.0%	-

出所：会社リリースよりフィスコ作成

2018 年に英語の新カリキュラムをローンチへ。 自治体連携などの新しい取り組みも進捗

2. 基本戦略「大学入試制度改革への対応とソリューション事業の強化」とその進捗状況

大学入試制度改革への対応としてまず挙げられるのが英語教育における“城南”ブランドの確立だ。同社は乳幼児から社会人までのワイドレンジに対して英語教育サービスを提供する体制を整えている。その中で大学入制度改革に対応して、4 技能を伸ばす新たな英語カリキュラム『5 Codes English』の開発を進めている。これは同社が 2015 年 12 月に子会社化した留学試験対策をメイン事業とするリンゴ・エル・エル・シーとの共同開発事業だ。『5 Codes English』は 2018 年に予備校などに投入され、差別化商品として集客力向上に寄与することが期待されている。

中期経営計画と進捗状況

ソリューション事業というのは BtoB での事業展開を意図しており、その内容は、同社の対象顧客とサービス範囲の幅広さゆえに、様々なものが考えられる。前述のくぼたのうけんや Web 学習システム「デキタス」もソリューション事業の一環として外部との提携や外販を進めている。そうしたなか、今第 2 四半期は、地方自治体との提携という興味深い進捗があった。

これは、神奈川県箱根町との間で、同町教育委員会が開講する『箱根土曜塾』の運営を受託したというものだ。『箱根土曜塾』は箱根町が経済的理由などから塾に通えない受験生を支援するために開校した公営塾で、これに同社の『城南アクティブラーニングメソッド（略称・JAM）』が採用された。JAM は Web 学習システム「デキタス」を利用しており、同社の成長戦略の 1 つである“ICT を活用した次世代型指導の開発・販売”に合致するものといえる。箱根町と同様のニーズは他の地方を中心に多数の自治体に存在しているとみられる。『箱根土曜塾』の成功をてこに、他の自治体との連携へと拡大させていくことを当然に狙っているとみられる。今後の展開を見守りたい。

収益構造改革は着実に進捗。 今後は事業をまたいだシナジーの一段の追求に期待

3. 基本戦略「少子高齢化の進行を見越した収益構造改革」とその進捗状況

少子高齢化の進行を見越した収益構造改革における進捗としては事業部門別動向の項で述べたように、各部門において着実に進捗している。

予備校の校舎統廃合や、個別指導教室の不採算教室の管理強化とスクラップアンドビルド、2017 年 5 月の JBS ナーサリーの子会社化などは、すべてこのテーマによって 1 本につながっていると言える。縮小方向ばかりでなく、河合塾マナビスや各種乳幼児向けサービス（くぼたのうけん、ズー・フォニックス・アカデミー、保育園運営など）、久ヶ原スポーツクラブなどの強化といった拡大方向の動きもある。

今後はそれぞれの事業間のシナジー追求に期待が高まる。これまでも予備校で培った指導ノウハウを、映像授業部門や個別指導部門、デジタル教材の開発などに活用するなど、シナジー追求の努力は行われてきている。しかしながら、城南予備校の空いたスペースにおいて学童保育事業を展開するなど、新たな事業モデルの開発も含めて、シナジー追求の余地はまだ大きく弊社では期待している。

顧客満足度向上への意識は従来から高い。 人生のワイドレンジに教育サービスを提供する体制が高レベルで整う

4. 基本戦略「顧客ロイヤルティの向上による LTV の最大化」とその進捗状況

同社は“教場事業のクオリティ強化と J-FAMILY 化構想の実現”に取り組んでいるが、これは“顧客ロイヤルティの向上による LTV の最大化”と実質的に同じことだと弊社では理解している。J-FAMILY 化というのは乳幼児期から大人までの長期にわたって同社の顧客化を進め、LTV すなわち生涯売上高を拡大させることを意図している。

一方、顧客ロイヤルティの向上は、顧客満足度の向上とほぼ同義と言えるだろう。満足しないサービスにロイヤルティを有する顧客はいない。“教場事業のクオリティ強化”とは高い顧客満足度を実現できるサービスを提供しようということにほかならない。

この教場事業のクオリティに関しては、公益社団法人企業情報化協会が主催するカスタマーサポート表彰制度において「奨励賞」を受賞するなど、目に見える形で成果が出てきている。弊社ではこうした賞にもまして、今第 2 四半期における 7 期連続増収という業績が同社への満足度の高さを雄弁に物語っていると考えている。

LTV の最大化を目指す戦略は、高校生主体から乳幼児教育や小中学生への注力という戦略転換や、一生の課題と言える英語教育の強化などを通じて、これまで着実に進捗してきている。教育産業は制度改革や社会の変化などにも左右されるため、“完了”はないが、完成度としてはかなり高いレベルにあるというのが弊社の評価だ。同社自身は一段の完成度向上に向けて、今後も戦略的な M&A やアライアンスを進める方針だ。2017 年 10 月に発表された進学会ホールディングス <9760> との資本業務提携はその一環だ。こうした動きは 2019 年 3 月期以降も続く見込みであり、今後の展開を見守りたい。

■ 今後の見通し

収益構造改革の進展で収益の上下差が縮小。 通期見通し達成の可能性は高い

2018年3月期通期の業績について同社は、売上高7,251百万円（前期比4.7%増）、営業利益403百万円（同20.2%増）、経常利益454百万円（同12.9%増）、親会社株主に帰属する当期純利益304百万円（同58.1%増）と増収増益を予想している。これらの予想数値は期初予想から変更はない。

2018年3月期通期見通しの概要

（単位：百万円）

	17/3期			18/3期				
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期(予)	前年同期比	通期(予)	前期比
売上高	3,560	3,365	6,926	3,618	3,633	7.9%	7,251	4.7%
営業利益	245	90	335	235	167	85.2%	403	20.2%
経常利益	269	133	402	263	190	42.7%	454	12.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	191	1	192	170	133	-	304	58.1%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2018年3月通期の予想を達成するために必要な下期の収益は、売上高が3,633百万円（前年同期比7.9%増）、営業利益が167百万円（同85.2%増）となっている。このハードルは決して低くはないが、達成可能だと弊社では見ている。

売上高については映像授業部門や乳幼児・児童教育部門、子会社群の売上伸長が期待される。河合塾マナビスは前年下期に新規開校した2校舎（松戸校、ときわ台校）が生徒数を積み上げ、売上を伸ばしてくると期待される。乳幼児・児童教育関連ではJBSナーサリーが下期は6ヶ月分がフルに寄与することになるほか、くぼたのうけんや城南ルミナ保育園、子会社のジー・イー・エヌなどは収益の季節性がないため、安定的に推移すると期待される。久ヶ原スポーツクラブやリンゴ・エル・エル・シーなどの子会社も収益の拡大が続く見通しだ。これらの結果として、売上高の3,633百万円（前年同期比7.9%増、上期比0.4%増）という目標は視野に入っていると弊社では考えている。

一方、利益については、過去の推移を見ると季節要因から下期は利益が大きく低下する傾向が顕著だった。今下期の営業利益167百万円という水準はそうした過去の実績に照らすと非常にチャレンジングな目標に見える。しかし同社の収益構造が変わりつつあるなかで、利益の上下差が縮小してきているのは事実だ。乳幼児・児童教育関連事業の売上構成比は、それ自体が堅調に売上成長を続けているところに予備校部門の縮小が加わり、急速に上昇してきている。前述のように乳幼児・児童教育関連事業は季節性がなく利益面でも年間を通じて安定している。また、下期に利益の足を引っ張っていた予備校部門において、2017年3月期中に2校舎を整理統合した効果が、2018年3月期はフルに寄与すると期待される。個別指導部門でも不採算教室の整理統合を進めており、この効果も利益押し上げ要因となると期待される。結果的に、下期の利益目標が達成される可能性は高いと弊社では考えている。

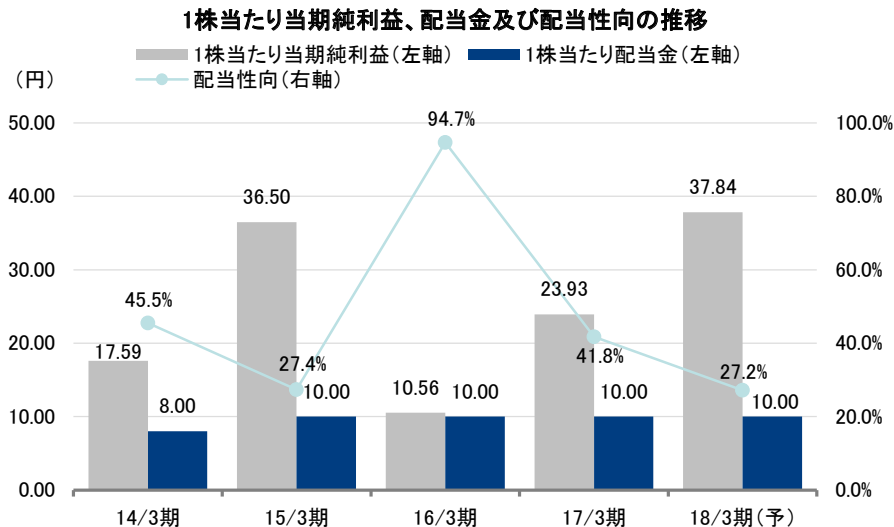
■ 株主還元策

成長投資に向けた資金ニーズは高いが、 2018年3月期も前期比横ばいの10円配を予想

同社は株主還元を経営上の重要課題と位置付け、配当による還元を基本方針としている。公約配当性向などは定めておらず、業績と、成長投資のための内部留保のバランスを勘案して配当額を決定するとしている。

2018年3月期について同社は、前期比横ばいの10円の配当予想を公表している。予想1株当たり利益37.84円に基づく連結配当性向は27.2%になる見通しだ。同社は下期以降も映像授業部門や乳幼児・児童教育関連事業、英語教育などで成長投資を着実に進行する方針だ。また、同社はM&Aに対しても積極的にチャンスを探る姿勢を維持している。こうした成長投資のための資金ニーズを考えれば、前期比横ばいの配当は妥当な判断だと弊社では考えている。

同社は2017年3月期末から株主優待制度を導入している。内容は、毎年3月末と9月末の株主名簿に記載された1単元（100株）以上保有の株主に対して、それぞれ500円分のQUOカードを贈呈するというものだ。



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 情報セキュリティ

生徒の個人情報保護のために複数の施策を組み合わせて対応

同社は多数の生徒の個人情報を有しているため、情報セキュリティに関しては極めて高い意識で臨んでおり、様々な施策を講じて情報管理強化及びリスク低減に努めている。最も基本的な部分では、情報セキュリティポリシーを定め、社内の意識統一を推進するとともに、個人情報保護のための体制整備や社内研修等を実施している。より具体的な対策としては、情報へのアクセス権者の限定やアクセス記録の保持、データのコピーや外部持ち出しを防ぐ対策（機器やソフトウェア等）の導入などを行っている。

重要事項（ディスクレーマー）

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・加工することは堅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・譲渡することは堅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