

|| 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7月27日(金)

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月期は予備校部門の減収の一方、新規開校を着実に実施し、増収減益	01
2. 2019年3月期は収益構造改革を一気に加速	01
3. “谷深ければ山高し”を実践して2020年3月期にV字回復を目指す	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	07
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と進捗状況	12
2. 予備校事業モデルの構造改革	13
3. 基幹事業間のシナジー効果追求	16
■ 今後の見通し	17
1. 2019年3月期の業績見通し	17
2. 2020年3月期の考え方	19
■ 株主還元	21
■ 情報セキュリティ	22

■ 要約

予備校の統合・閉鎖、新業態の拡大、映像授業の拡大、 の3施策を一体で推進し、収益構造を一気に転換へ

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月期は予備校部門の減収の一方、新規開校を着実に実施し、増収減益

同社の2018年3月期決算は、売上高7,024百万円（前期比1.4%増）、営業利益304百万円（同9.3%減）と増収減益で着地した。売上高は前の期に予備校2校を整理統合した影響で予備校部門が減収となったほか、個別指導部門も経営効率改善を優先したため減収となった。これを映像授業部門や児童教育部門などの増収でカバーし、前期比では増収を確保したものの、期初予想には未達となった。利益面では、教室の整理統合や成長分野における新規開校を着実に実施し、計画どおりに費用が発生した。その結果、売上高が未達だった分利益が圧縮される形となり、営業利益は予想比、前期比ともに減益となった。

2. 2019年3月期は収益構造改革を一気に加速

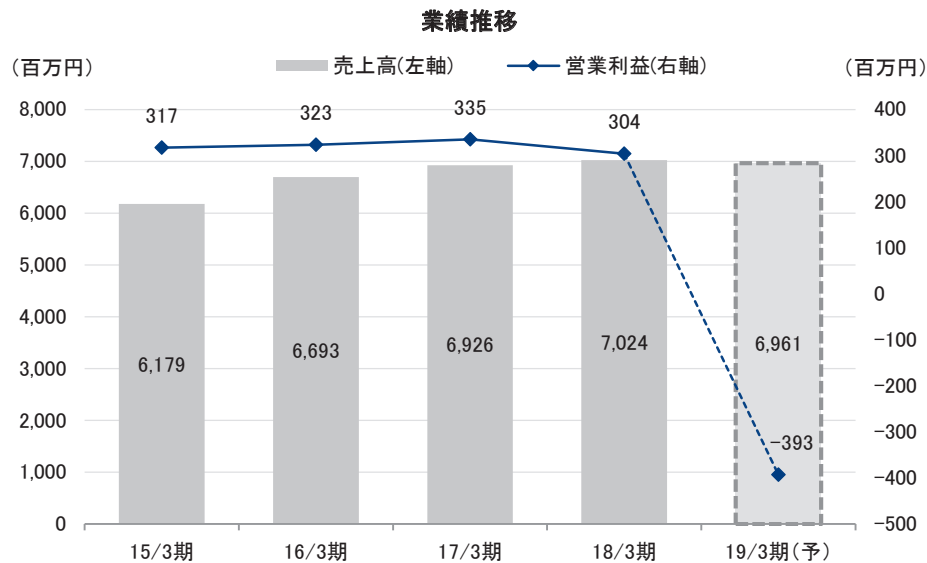
同社は2019年3月期において収益構造改革を一気に加速させる方針だ。最大の懸案事項であった予備校部門について事業モデルの再構築を図ることが主眼だ。ポイントは、単に予備校を統合閉鎖するのではなく、総合教育ソリューション企業の強みを生かして、予備校の統合・閉鎖、新業態「城南予備校 DUO」の拡大、マンビスの拡大、の3施策を一体で推進し収益構造を一気に転換を図る点にあると弊社では考えている。前期までに進めた資産売却等で資金的な裏付けはできている。また、DUOはパイロット校を2校開校済みで、十分な手応えを得ているもようだ。マンビスについてもこれまでの実績は申し分ない状況だ。これらのことから、収益構造改革の成功可能性は充分あると弊社ではみている。

3. “谷深ければ山高し”を実践して2020年3月期にV字回復を目指す

2019年3月期は、収益構造改革の一環で新規開校が大幅に増加するため、先行費用の増大で利益は大幅な赤字となる見通しだ。弊社では、注目すべきは2020年3月期のV字回復可能性だと考えている。2019年3月期の赤字額の大きさは、翌期にV字回復を実現することへの同社の強い意志の表れであると弊社では理解している。前述のように、同社の計画には説得力があり成功可能性は充分あると考えているが、リスク要因もある。それは新規開校が思うように進まないケースだ。新規開校は物件の確保など、会社だけの事情では決定できない要素もあることが理由だ。今後の展開を見守りたい。

Key Points

- ・ 予備校の統合・閉鎖、新業態の拡大、映像授業の拡大、の3施策を一体で推進し、収益構造を一気に転換へ
- ・ 総合教育ソリューション企業の強みを最大限に生かし、シナジー追求も本格化
- ・ 2019年3月期に想定どおりの新規開校を実現できれば、2020年3月期はV字回復へ



出所：決算短信よりフィスコ作成

業績の推移

予備校・個別指導部門の減収の一方、新規開校等の投資を着実に実施し、増収減益で着地

同社の2018年3月期決算は、売上高7,024百万円(前期比1.4%増)、営業利益304百万円(同9.3%減)、経常利益352百万円(同12.5%減)、親会社株主に帰属する当期純利益141百万円(同26.5%減)と、増収減益で着地した。

同社は2018年3月16日に通期見通しについて下方修正を行ったが、その修正予想との比較では売上高はほぼ予想どおり、営業利益、経常利益は約6%上回った。親会社株主に帰属する当期純利益は、校舎の統合・閉鎖のための関連費用や固定資産の減損損失として特別損失を計上したため、修正予想を大きく下回った。

業績の推移

2018年3月期決算の概要

(単位: 百万円)

	17/3期			18/3期			前期比 伸び率	予想比 伸び率		
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期	通期(期 初予)			通期(修 予)	通期
売上高	3,560	3,365	6,926	3,618	3,405	7,251	6,990	7,024	1.4%	-3.1%
営業利益	245	90	335	235	68	403	288	304	-9.3%	-24.5%
経常利益	269	133	402	263	88	454	334	352	-12.5%	-22.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	191	1	192	170	-29	304	409	141	-26.5%	-53.6%

注: 予想比伸び率は、期初予想に対する伸び率

出所: 決算短信よりフィスコ作成

売上高については、大学受験市場の縮小に合わせて前の期に予備校2校を整理統合した影響で、予備校部門が前期比で2ケタの減収となった。また個別指導部門も経営効率改善を優先させた取り組みの結果、前期比減収となった。これらを映像授業部門の大幅増収や乳幼児・児童教育部門で補い、教育事業全体の売上高は、前期比1.3%増の6,696百万円となった。一方子会社で展開するスポーツ事業は、学童保育事業の開始やWeb学習システムの導入などもあって順調に会員が増加し、売上高は前期比3.9%増の327百万円となった。これらの結果、全社ベースでは前期比増収を確保したものの、期初予想に対しては未達となった。

利益面では、教室の整理統合や新規開校などを着実に実施して計画どおりの費用が発生したのに対し、売上高が当初計画から下振れとなったことで利益が減少し、営業利益、経常利益ともに前期比10%前後の減益となった。特別損益においては、固定資産譲渡益を計上する一方、特別損失において固定資産の減損損失等を計上し、ネットの特別損益は107百万円の損失となった。この結果、親会社株主に帰属する当期純利益の減益幅が経常利益のそれに比べて拡大した。

事業部門別売上高の動向

(単位: 百万円)

	17/3期			18/3期			前期比
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期	通期	
予備校部門(現役高校生)	1,005	917	1,923	887	806	1,693	-11.9%
予備校部門(高校卒業生)	370	207	577	331	196	528	-8.6%
予備校部門計	1,376	1,124	2,501	1,219	1,002	2,221	-11.2%
個別指導部門(直営)	916	1,056	1,973	927	1,040	1,968	-0.3%
個別指導部門(FC)	165	168	333	148	145	294	-11.7%
個別指導部門計	1,082	1,224	2,307	1,076	1,186	2,263	-1.9%
映像授業部門(マナビス)	556	440	996	615	504	1,119	12.3%
ジー・イー・エヌ	146	168	317	159	188	347	9.5%
くぼたのうけん	55	54	109	57	60	117	7.3%
城南ルミナ保育園	51	57	108	49	59	108	0.0%
JBS ナーサリー	-	-	-	119	147	266	-
その他	135	136	271	158	96	254	-6.4%
教育事業売上高合計	3,405	3,205	6,610	3,452	3,244	6,696	1.3%
スポーツ事業売上高	155	159	315	165	161	327	3.9%
売上高合計	3,560	3,365	6,926	3,618	3,405	7,024	1.4%

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とも基幹事業としての位置づけは不変。
 経営効率の改善が進捗し、再び拡大を積極化させる方針**

1. 個別指導部門

(1) 直営教室

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

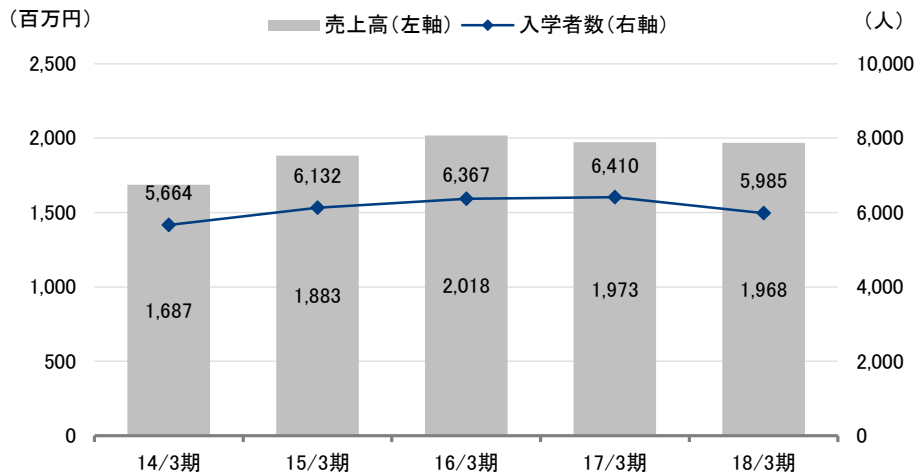
個別指導・直営部門の2018年3月期は売上高は、前期比0.3%減の1,968百万円となった。不採算教室の閉鎖を進め、期末の教室数は1年前から9減少して57教室となった。これを反映して入学者数は前期比6.6%の減少となったが、1教室当たりの売上高が増加したため、個別指導・直営部門の売上高は微減にとどまった。また、不採算教室の整理により、収益性は改善した。

個別指導に対するニーズ自体は依然として高く、事業モデルとしてのポテンシャルも大きい。それだけに競争が激しく、立地や物件、競合環境で収益性が教室ごとに大きな差があるほか、店舗の収益変動も大きいとみられる。2018年3月期は前述のように9教室の整理統合を進めたが、今後も店舗ごとの収益管理を厳格に行い、整理が必要と判断すれば機敏に対応していく方針だ。一方で、チャンスがあれば新規出店も積極的に進める方針で、いわゆるスクラップ＆ビルドを、これまで以上にスピード感を持って進めていくとみられる。また、競争力のある教室については移転拡大を実施し、個々の教室が有するポテンシャルを収益化させる方針だ。

2019年3月期は7教室の移転拡大を計画している。後述するように、同社は2019年3月期において予備校の事業モデルの再構築の一環で、予備校を統合閉鎖する一方、個別指導と予備校の長所を組み合わせた新業態「城南予備校 DUO」の開設を加速させる方針だ。今期予定の7教室の移転拡大は、城南予備校 DUO の開設に伴うものとみられる。

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

(2) FC 教室

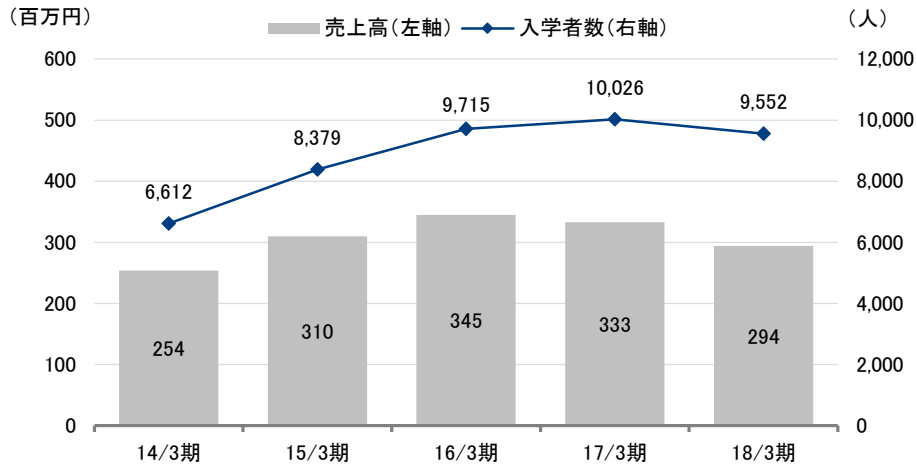
個別指導・FC部門は、売上高が前期比 11.7% 減の 294 百万円となった。期末の FC 教室数は 1 年前から 1 増加して 214 教室となった。同社はここ数年、新規加盟のオーナーを事業の運営能力や継続能力の観点から厳選し、絞り込んでいる。他方で、これまでに実績を上げている既存オーナーの多店舗展開を支援している。この結果として、新規オーナーからの加盟金収入が減少し、同社の売上高減少につながっているが、個々の教室の収益性は着実に強化されてきているとみられる。言わば同社の収入の質が向上していると言えるだろう。

個々の FC 教室の経営体質の改善が進んできたことで、今後は再び増収に向けた取り組みを積極化させると弊社ではみている。その内容は、1 教室当たりの売上高の拡大と教室数の増加が 2 本柱となると考えられる。1 教室当たり売上高の拡大は生徒数の増加はもちろんだが、同社が開発と市場投入を進める各種 ICT 教材などの重ね売りなども貢献すると期待される。教室数の増加については、既存オーナーの多店舗展開の推進が中心となると考えられる。

同社は 2019 年 3 月期の教室数の増設計画を開示していないが、2018 年 4 月に早くも 3 教室がオープンしており、年間では 10 教室を超える増加となる可能性もあると弊社では予想している。

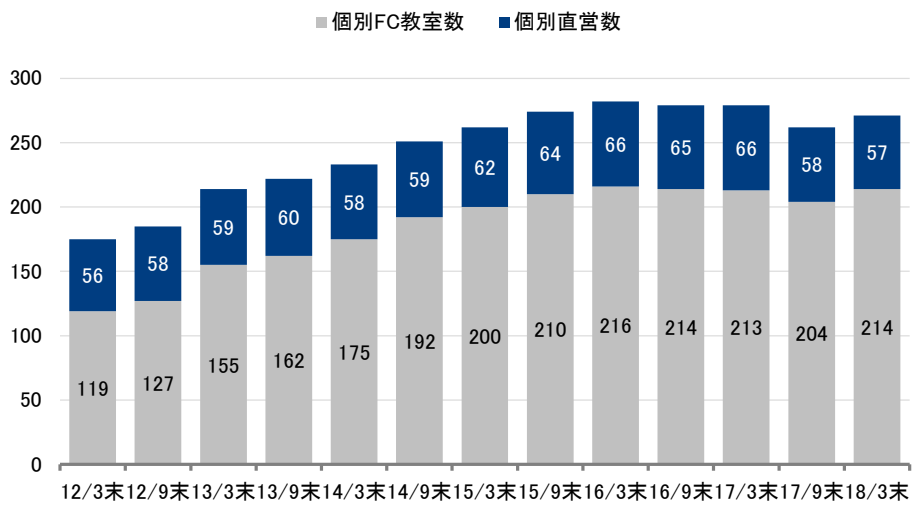
各事業部門の動向

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

個別指導部門・教室数の推移



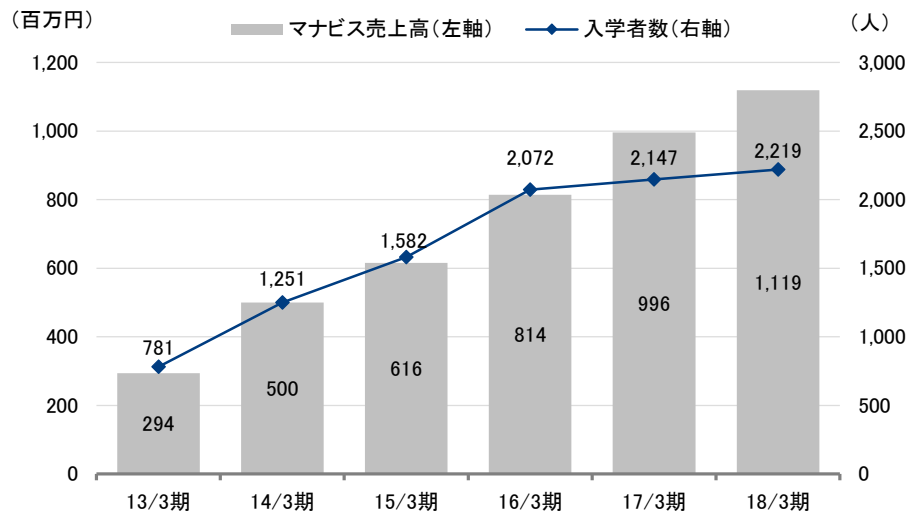
出所：決算説明会資料、取材よりフィスコ作成

映像授業という形態が生徒のニーズとかみ合い順調な拡大が続く。 収益構造改革の一環で校舎数の拡大を積極化させる方針

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。映像授業はビデオオンデマンド方式で授業を視聴するもので、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・保護者からの人気が高まっている。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。

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

2018年3月期は売上高が前期比12.3%増の1,119百万円に達した。同社は2017年3月期中に3校を新規開校したが、それらが通期で寄与したことで、入学者数は2,219人と前期から5.1%増加した。2018年2月にはセンター北校（横浜市）を新規に開校し、2018年3月末の運営校舎数は16校となった。

河合塾はマナビスを直営とFC方式で展開しており、全国に300を超える校舎数がある。その中で同社はFCオーナーとしての運営校舎数で第2位のポジションにある。同社の強みは、同社の1校舎当たりの生徒数と売上高が他のFC平均を大きく上回り、高効率経営を実現している点にある。これは、一部は群馬や新潟などの地方都市にあるものの、校舎の大半を首都圏で運営していることが大きいと弊社ではみている。同社は横浜・川崎及び都内城南地区を中核に首都圏で城南予備校を展開してきたが、そこで培ったブランド力や土地勘がマナビスの運営にも大きく貢献していると弊社ではみている。

各事業部門の動向

詳細は後述するが、同社は2019年3月期において、事業ポートフォリオの改善と経営基盤の強化を一気に加速する計画だ。その中でマナビス事業は最大の成長エンジンとして位置付けられており、“2020年までに校舎数を倍増”という方針が打ち出されている。同社はここ数年、マナビスの新規校開設を着実に続けているが、2019年3月期以降はこれが一気に加速することになる。

マナビスの新規開設の推移

決算期	校舎名	所在地	開設時期
17/3期	武蔵境校	東京都武蔵野市	2016年6月
	ときわ台校	東京都板橋区	2017年2月
	松戸校	千葉県松戸市	2017年2月
18/3期	センター北校	横浜市都筑区	2018年2月
19/3期	武蔵中原校	川崎市中原区	2018年5月
	三鷹校	東京都三鷹市	2018年6月

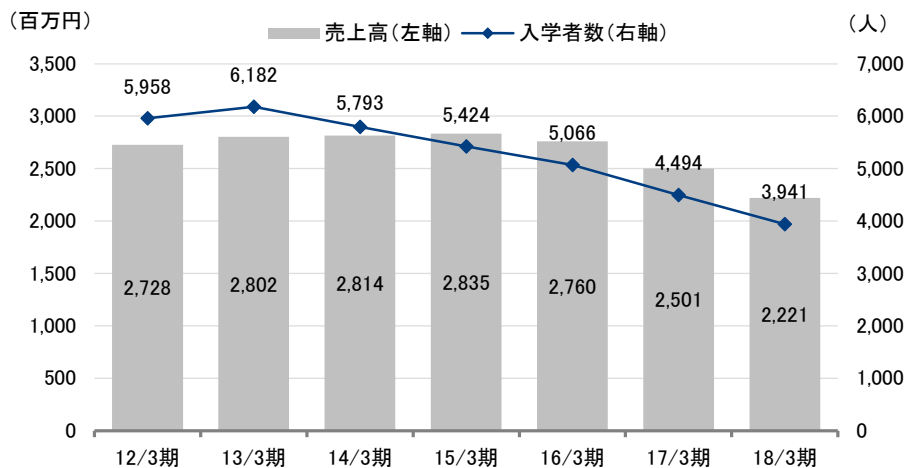
出所：会社資料よりフィスコ作成

少子化や大学入試の構造変化の大きな潮流のなかで減収基調が続く

3. 予備校部門

予備校部門では2018年3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月期の売上高は前期比11.2%減の2,221百万円となった。

予備校部門の業績推移



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

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3月末までに校舎数は9校体制となった。2018年3月期は校舎の整理統合の影響がフルに出たこともあり、上記のように前期比2ケタの減収となった。

予備校部門は減収の基調が続くとはいえ、依然として、個別指導部門と並ぶ収益の柱となっている。生徒数減少に手をこまねているわけではない。2018年3月期は、他社との差別化のための施策として、英語教育の新プログラム『5 Codes English』を2018年1月に投入した。これは子会社の(株)リンゴ・エル・エル・シーと共同で開発した、4技能強化のためのものであり、2020年度(2021年1月実施)からの大学入試制度改革に対応したものだ。同社は英語教育に特に力を入れており、「英語の城南」というブランドの確立を目指している。

こうした経営の効率化や教育サービスの質の向上に努めてはいるが、少子化や大学入学方式の変化(推薦入学やAO入試の拡大など)という大きな潮流には逆らえず、トップライングロースを実現できない状態が続いている。そうしたなか同社は、中期経営計画における事業ポートフォリオ改善の一環で、予備校事業モデルの抜本的かつ大胆な再構築を行うことを決定した(詳細は後述)。

高い人気が続くなか6教室目を開校。 ソリューション事業も着実に拡大

4. くぼたのうけん事業

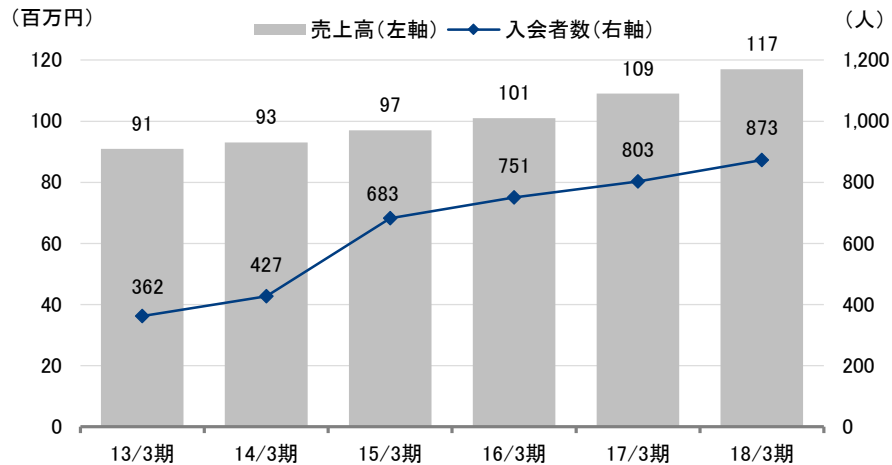
同社本体が展開する幼児教育が、くぼた式育脳カリキュラムによる育脳教室の「くぼたのうけん」だ。都内と横浜に5教室を展開していたが、2018年3月期は期末に6教室目となる豊洲教室を開設した。

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時間をかけながら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。その一方で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、提携先にカリキュラムを外販する事業を進めている。

ソリューション事業の第1段として、2017年3月期において(株)講談社パルと提携を行った。その後、2018年3月期は幼稚園へのノウハウ提供を開始し、大阪府・帝塚山学院幼稚園、山形県・米沢幼稚園、三重県・くわな幼稚園の3園と提携を行った。くぼた式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。

以上のような動きのなか、2018年3月期の売上高は、前期比7.3%増の117百万円となった。この中にはソリューション事業からの収益も含まれているが、収益貢献の度合いはまだ限定的とみられる。

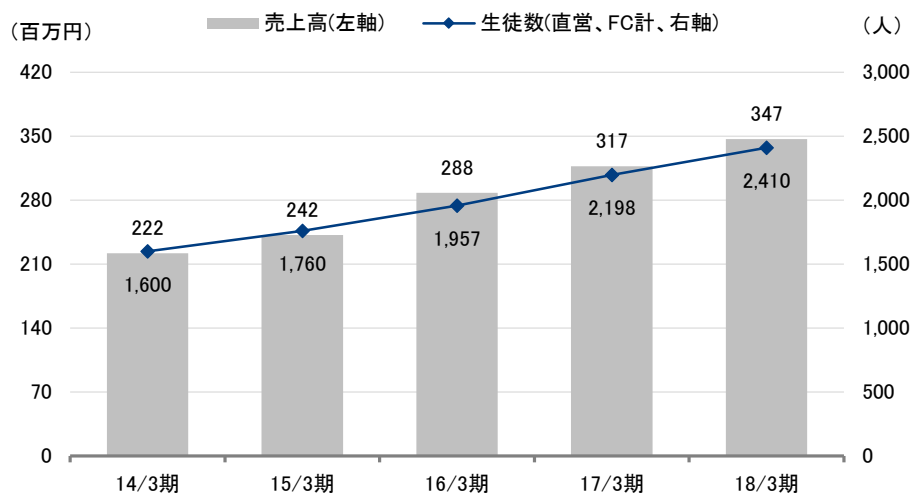
各事業部門の動向

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

1 教室当たりの生徒数・売上高が着実に拡大し、増収基調を継続
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月期の売上高は、前期比9.5%増の347百万円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

各事業部門の動向

生徒数（期中平均）は直営・FC 合わせて 2,410 人で、前期比 9.6% 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、既存校において生徒数、売上高が着実に増大しつつあることがうかがえる。

ズー・フォニックス・アカデミーの教室展開のスタンスも、くぼたのうけん同様、質を担保しながら着実にを行うというものだ。やはりトレーナー人材の確保がカギとなっている。提携戦略も視野には入れているが、この点でも同社と理念を共有できるパートナーであることを重要視しており、やみくもに規模拡大を狙うことはしない方針とみられる。

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：2018年3月末現在

出所：会社資料よりフィスコ作成

会員数はほぼフルに近づく。 Web 学習とのコラボや学童保育の開始など、 新しい取り組みにも積極的にチャレンジ

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月期の売上高は、前期比 3.9% 増の 327 百万円となった。

スイミングを主体としたスポーツの会員数は、同社の子会社化以来着実に増加して定員に迫っている。2018年3月期の増収率が低かったのはこの要因が大きいと弊社ではみている。学童向けスイミングクラブには「小4の壁」などもあるが、同社は Web 学習システム「デキタス」の導入で勉強とスポーツの両立を図ることに取り組み、定着率アップに成功している。

2018年3月期のトピックとしては、学童保育事業の開始がある。現在までに定員の 20 名の在籍者を確保している。同社はこれを学童保育事業のモデルケースと位置付けており、事業展開のノウハウや経験の蓄積をした上で、多店舗展開等を検討しているもようだ。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。

認可保育園を1校開園し8園体制に。 他の乳幼児教育とのシナジー追求を本格化へ

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(株)は小規模認可保育園事業を営んでおり、その時点では千葉、東京、福岡に7拠点を有していた。2018年3月期の売上高は266百万円(11ヶ月間)となった。

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4月に千葉市花見川区に8校目となる「星のおうち 幕張北」を開園した。

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

中期経営計画2年目の2019年3月期は、 収益構造改革を一気に加速へ

1. 新中期経営計画の概要と進捗状況

同社は現在、2018年3月期-2020年3月期の3ヶ年中期経営計画に取り組んでいる。“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”ことをビジョンとして掲げ、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点を基本戦略・計画骨子としている(中期経営計画の詳細説明は2018年1月22日付レポートを参照)。

中期経営計画初年度の2018年3月期の業績は、期初予想、すなわち中期経営計画の業績計画を下回っての着地となった。同社は2018年3月期において、中期経営得計画の計画骨子に沿って、各種施策を着実に実行した。これら一連の施策で費用増が発生した一方、売上高が計画に届かなかったため、利益が圧迫されたというのが2018年3月期の基本的な構図だ。

城南進学研究社 | 2018年7月27日(金)
 4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

中期経営計画と進捗状況

2018年3月期の各種施策に目を移すと、計画骨子2の、“少子高齢化の進行を見越した収益構造改革”の内容が注目される。特に事業ポートフォリオの改善と、シナジー効果追求の部分だ。これらの施策は、2018年3月期においても一部は実行されたが、本格的な実施は2019年3月期以降となる。後述するように、同社は2019年3月期の業績について、営業利益以下の各利益項目を赤字予想としているが、その主因はここにある。

中期経営計画の基本骨子と2018年3月期の進捗

中期経営計画の基本骨子	2018年3月期の進捗
(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	
☆ 4技能を伸ばす英語教育の推進	「5 Codes English」の開発と提供開始(18年1月)
☆ ICTを活用した次世代型指導の開発・販売	AI学習システム「Go NAVI」の開発、WEB学習システム「デキタス」の活用、アウトプット学習「デキタス コミュ」の開発。「箱根土曜塾」の運営受託
☆ 時代のニーズに対応した「真の学ぶ力」の研究と開発	城南AO塾の指導の強化、アクティブラーニング活用強化
(2) 少子高齢化の進行を見越した収益構造改革	
☆ 事業ポートフォリオの改善と経営基盤の強化	予備校事業モデルの再構築、河合塾マナビスの強化、個別指導と城南予備校DUOの拡大
☆ 基幹事業間のシナジー効果追求	城南予備校DUO開校、マナビス卒業生⇒コベッツ講師のルート確立、新規事業リング塾とくぼたのうけんの連携
☆ ダイバーシティの推進と人材育成	メンター制度導入、ユニバーサル人材の育成と人事制度の改定
(3) 顧客ロイヤルティの向上によるLTVの最大化	
☆ 教場事業のクオリティ強化とJ-FAMILY化構想の実現	
☆ 戦略的なM&A、アライアンスによる企業価値の向上	(株)進学会HDとの資本業務提携--教材、模試の共有、ソリューションの提供等
☆ クレドの実践による経営理念の実現	働き方改革--過重労働対策、エンゲージメントサーベイの活用

出所：会社資料よりフィスコ作成

予備校の統合・閉鎖、新業態「城南予備校DUO」の拡大、マナビスの拡大、の3施策を一体で推進し収益構造を一気に転換へ

2. 予備校事業モデルの構造改革

事業ポートフォリオの改善というテーマにあっては、かつての同社の基幹事業であった予備校をどうするかが最大の課題となっていた。言うまでもなく、少子化と大学入試の変化背景にある。同社はこの点について手をこまねいていたわけではなく、校舎の整理統合を進めて2017年3月期末には9校舎まで体制をスリム化した。しかしながら、2018年3月期はトップライングロースがない状況では経営効率化だけでは限界があることを改めて思い知る1年となった。

こうした状況を受けて、同社は予備校事業の抜本的かつ大胆な改革に踏み切ることを決断した。単に予備校を閉鎖するのではなく、大学受験生を対象とする他の教育サービスも交えて、総合的に事業モデルを組み替えることが特徴だ。総合教育ソリューション企業として、大学入試市場に多様なサービスを提供している同社ならではの施策と言える。

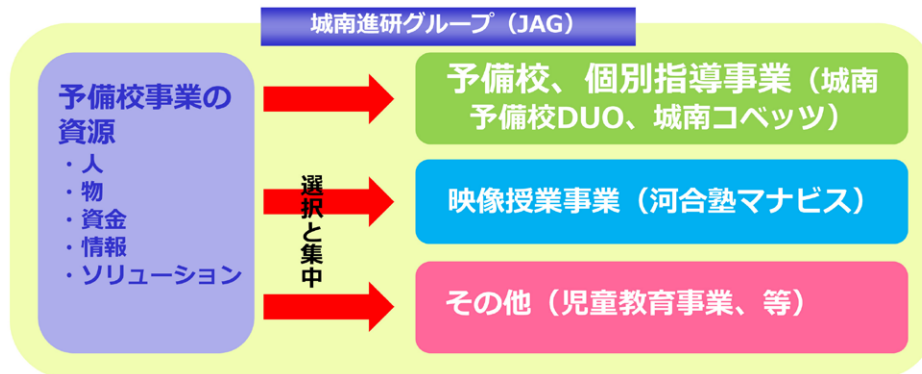
城南進学研究社 | 2018年7月27日(金)
 4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

中期経営計画と進捗状況

具体的には、1) 予備校の統合・閉鎖の推進、2) 個別指導と予備校の2つを合わせた新業態「城南予備校 DUO」の拡大、3) 河合塾マナビス事業の拡大、の3つが施策の柱となっている。これら3 施策は、城南予備校 DUO やマナビスが予備校の生徒の受け皿となるという意味で、密接につながっている。

予備校事業モデルの再構築のイメージ図

- ◆ 予備校事業モデルの再構築
 - 予備校の統合閉鎖（選択と集中）
- ◆ 個別指導事業と城南予備校DUOの拡大を目指す
 - 2018年度7教室の移転（拡大）を計画
- ◆ 河合塾マナビス = 第2位のメガフランチャイジー
 - 2020年までに教場数を倍増させる計画



出所：決算説明会資料より掲載

(1) 予備校の統合・閉鎖

予備校は現在の9校舎体制から大きく数を減少させることになると思われる。閉鎖する校舎数やスケジュールなどの具体的なところは明らかにされていない。既存の入学者への影響などを考慮してのことと考えられる。

予備校の統合閉鎖と表裏一体の関係にある城南予備校 DUO やマナビスの拡大が先に来るのではないかと弊社では推測している。後述するように、これらの拡大領域の作業は予想以上に早いタイミングで行われる可能性がある。そうだとすれば、予備校の統合・閉鎖もまた迅速に（例えば2019年3月期中に）行われる可能性がある。

予備校の統合・閉鎖に伴う固定資産の減損処理、あるいは資産売却に伴う特別利益の計上などは、2018年3月期までに前倒しで実施されており、2019年3月期以降の決算では大きなものは発生しないもようだ（この点も、同社が予備校の統合・閉鎖を従前より周到に準備検討を進めてきたことを示唆していると言える）。2018年3月期のキャッシュ・フロー計算書を見ると、同社は有形固定資産の売却収入706百万円を計上しており、こうした結果として期末の現金及び同等物の残高は1,874百万円にまで積み上がっている。事業再編のための資金的裏付けは充分とみられる。

中期経営計画と進捗状況

城南予備校と城南予備校 DUO の一覧

	校舎名	所在地	対象・サービス
城南予備校	横浜校	横浜市西区	高校・高卒、ONE'S
	湘南藤沢校	神奈川県藤沢市	高校・高卒、ONE'S
	川崎校	川崎市川崎区	高校、ONE'S
	町田校	東京都町田市	高校・高卒、ONE'S
	自由が丘校	東京都目黒区	高校・高卒、ONE'S
	立川校	東京都立川市	高校・高卒、ONE'S
	吉祥寺校	東京都武蔵野市	高校・高卒、ONE'S
	南浦和校	さいたま市南区	高校・高卒、ONE'S
	柏校	千葉県柏市	高校・高卒、ONE'S
	城南予備校 DUO	新百合ヶ丘校	川崎市麻生区
三軒茶屋校		東京都世田谷区	-

出所：会社資料よりフィスコ作成

(2) 城南予備校 DUO の拡大

同社が個別指導については強化していく方針であることは前述のとおりだ。これに加えて、個別指導と（一定水準のカリキュラムを能動的に生徒に提供する）予備校の長所を組み合わせた新業態である城南予備校 DUO を拡大していく方針だ。

DUO の成り立ちからもわかるように、DUO は既存の個別指導の教室（直営）において DUO の特徴である予備校型メニューを追加するという形が取られる。これによって、開校にかかる設備投資額や費用を抑制できる見通しだ。同社は個別指導・直営部門において、2019年3月期に7教室の移転拡大を計画しているが、これらは DUO 併設を前提としたものと弊社ではみている。

同社は2018年2月に、新百合ヶ丘校と三軒茶屋校の2校を開校した。これまでに受講者からポジティブな評価を獲得しており、今後の事業拡大に十分な手応えを感じているもようだ。ここに前述の7教室が加わることで、2019年3月期は9校～10校の体制で走るものと弊社では推測している。

予備校から DUO への移行は、予備校というハコビジネスのダウンサイジングの流れであり、コンピュータの世界におけるメインフレームから PC への移行と重なる。また、消費者の視点からは、ターミナル駅に立地する予備校まで通うニーズは減退し、学校もしくは自宅の近隣、あるいは通学路線上に立地する塾に通うニーズが高まっている。こうした点から弊社では、DUO は予備校からの“正常進化”業態と言えます、成功を収める可能性は十分あるとみている。

最終的に DUO の校舎数をどこまで拡大する計画かは明らかにされていない。DUO の特長は、予備校と同じように一定水準のカリキュラムの提供と個別指導の融合にある。このカリキュラムの提供が予備校からの人材が行う形であるならば校舎数は限定される可能性がある。一方、それを ICT の活用で対応できるのであれば大きく校舎数を拡大することが可能だと弊社ではみている。今後の展開に注目したいと考えている。

(3) 河合塾マナビス事業の拡大

同社は、2020年までに河合塾マナビスの校舎数を倍増させる計画だ。計画策定時点の校舎数が16校だったことからすると、2018年～2020年の3年間で16校舎を新規開校するということになり、かなり意欲的、挑戦的な目標だと言える。

前述のように、マナビスは生徒や保護者の支持を集めて順調に拡大している。同社はFCオーナーとして第2位グループにあるが、倍増計画が達成されれば、明確に第2位のメガフランチャイジーとしてのポジションを確立することになる。

同社の資金力やこれまでの運営実績から、同社の校舎倍増計画自体には懸念していない。ポイントは、現在と同様の高効率経営が可能となる立地を確保できるかどうかだと考えている。前述のように同社がマナビスで成功を収めている要因は首都圏での地域ドミナント出店だ。この延長上で店舗拡大を実現できれば、同社の収益構造改善に大きな寄与が期待できると弊社では考えている。

城南進研が展開する「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	木更津校		長岡校
武蔵境校	武蔵中原校	川口校	松戸校		
ときわ台校		新越谷校			
三鷹校					

注：2018年6月末現在

出所：会社資料よりフィスコ作成

総合教育ソリューション企業の強みを最大限に生かす仕組みづくりを強化し、シナジーを追求へ

3. 基幹事業間のシナジー効果追求

同社は、基幹事業間のシナジー効果追求についても具体的な戦略を打ち出し、上記の事業ポートフォリオ改革と並んで、収益構造改革の中核に位置付けている。

同社は既に、シナジー追求のプラットフォーム（仕組み）を複数打ち出しており、今後はその幹を太くすることに一段と注力していくことになる。具体的なシナジー追求型の取り組み事例は以下のようなものだ。

(1) 新ブランド「城南予備校 DUO」の確立

城南予備校 DUO はビジネスモデルの掛け合わせによるシナジー追求の取り組みだ。生徒のニーズに沿った個別指導と、豊富なノウハウと知見に裏付けられた一定水準のカリキュラムの提供という予備校の強みを掛け合わせた点が城南予備校 DUO の特長となっている。さらにそれらをサポートする ICT 技術（デキタス）や、同社独自のアクティブラーニングのノウハウ（JAM：城南アクティブラーニング・メソッド）の活用で効果を高め、城南予備校 DUO を新たな同社の教育サービスブランドに育てる方針だ。

城南進学研究社 | 2018年7月27日(金)
 4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

中期経営計画と進捗状況

(2) 人材確保の取り組み

教育サービスでは人材の確保が大きな要素を占めている。この点で同社は、河合塾マナビスや城南予備校を卒業した大学生を、城南コベッツなど他の教育サービスの講師に起用する仕組みの確立に取り組んでいる。これは非常に合理的な仕組みであり、事業のサステナビリティに大きく貢献するものだと弊社では評価している。

(3) くぼたのうけんからの継続受講の仕組みづくり

育脳メソッドのくぼたのうけんが乳幼児教育の分野で大きな注目と人気を集めているのは前述した。これまでくぼたのうけん卒業後の継続受講の受け皿としてズー・フォニックス・アカデミーが貢献してきているが、それに加えて算数の領域でも受け皿の拡充を図った。それが算数の「りんご塾」だ。これは2017年算数オリンピックの金メダリストを輩出した滋賀県彦根市の「りんご塾」と提携し、同社がフランチャイジーとして展開する幼児～小学生向けの算数塾だ。2018年4月に第1号店の自由が丘教室を開校した。この受講者の約80%がくぼたのうけん卒業生で、“乳児育脳法⇒先鋭的算数教室による理系脳の創造”という流れができつつある。顧客の成長に合わせた教育サービスを長期にわたり提供し、LTVの最大化を狙う戦略だ。

基幹事業間のシナジー効果追求のイメージ図



出所：決算説明会資料より掲載

■ 今後の見通し

**収益構造改革の一環で新規開校を急拡大。
 先行費用の増加によって営業利益は一時的に赤字となる見通し**

1. 2019年3月期の業績見通し

同社は2019年3月期について、売上高6,961百万円（前期比0.9%減）、営業損失393百万円（前期は304百万円の利益）、経常損失361百万円（同352百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純損失370百万円（同141百万円の利益）を予想している。

今後の見通し

前述のように、同社は2018年3月期～2020年3月期の3ヶ年中期経営計画に取り組んでいるが、そこで掲げられた業績計画は2年目にして大幅修正となった。

2019年3月期業績見通しの概要

(単位：百万円)

	18/3期			19/3期					
	2Q累計	下期	通期	2Q累計(予)	前年同期比伸び率	下期(予)	前年同期比伸び率	通期(予)	前期比伸び率
売上高	3,618	3,405	7,024	3,578	-1.1%	3,383	-0.6%	6,961	-0.9%
営業利益	235	68	304	-83	-	-310	-	-393	-
経常利益	263	88	352	-68	-	-293	-	-361	-
親会社株主に帰属する当期純利益	170	-29	141	-38	-	-332	-	-370	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

前述のように、2019年3月期は予備校事業モデルの再構築が本格化させる計画だ。その過程では予備校部門の売上高が大きく低下することが想定されるが、予備校以外の事業での増収で吸収し、全社ベースでは前期比0.9%減にとどめる計画となっている。2018年3月期の実績ベースでは予備校部門の売上高は2,221百万円で、依然として個別指導部門(直営・FC合計)の2,263百万円と並ぶ収益の柱となっている。これを一気に失った場合、それを他の部門で吸収するのは困難と言える。それゆえ、2019年3月期は予備校の統合・閉鎖の前に、受け皿としての城南予備校DUOやマナビスの新規開校を急ぐのではないかと弊社では想定している。

同社はDUOについては城南コベッツの7教室のリニューアルという形で目安を発表しているがマナビスについては“2020年までに倍増”としか発表していない。しかし上記の見方が正しいとするなら、新規開校予定の半程度(7校～8校)を2019年3月期中に開校する可能性もあると弊社では考えている。

一般的に、新規開校の教室・校舎は生徒の充足率が低く、利益的にはマイナスとならざるを得ない。不動産費用や備品費、人件費等が先行的に発生するためだ。通常であれば既存教室からの増益効果と新規開校に伴う減益影響とのバランスを取りながら計画を立てるため、新規開校の影響が全体の足を引っ張るような形で顕在化することはない。しかしながら2019年3月期は、DUOとマナビスについて積極的な新規開校を計画しており、このことが大幅赤字の業績予想につながっている。

なお、前述のように、同社は2018年3月期において、固定資産の売却益や減損損失、校舎再編成損失引当金繰入額などを計上した。これらは2019年3月期の予備校の統合・閉鎖を想定したものであり、今後は大きな特別損益の計上はないとみられる。また、固定資産の売却収入の計上もあって、同社の期末現金は1年前の1,249百万円から2018年3月期末には1,874百万円に拡大しており、期中の積極的な新規開校のための費用は十分に自己資金で賄うことが可能だと弊社では考えている。

2019年3月期に想定どおりの新規開校を実現できれば、 2020年3月期はV字回復の可能性が高まるとみる

2. 2020年3月期の考え方

2019年3月期の営業損失の予想は393百万円で、前期比697百万円の悪化だ。非常に衝撃的な数字であることは言うまでもないが、一方で、この数値には、収益構造改革に伴う業績の悪化は1年間で収束させ、2020年3月期にはV字回復で黒字転換を果たすことに対する、同社の強い意思が込められていると考えている。

2019年3月期中に開校した校舎・教室が多いほど、2020年3月期の増収増益インパクトは大きくなると期待される。もちろんこれは、2019年3月期中の新規開設校が、着実に生徒の充足率を引き上げ、2020年3月期に高い充足率でスタートできればという条件が付く。この点については、同社は豊富なノウハウと十分な過去の実績を有しており、懸念は小さいと弊社では考えている。

2020年3月期に対するリスク要因は、前述の収益構造改革が2019年3月期に想定どおり進まないことだと弊社では考えている。新規開校が計画どおりに進まない場合、2019年3月期の損失は想定よりも小さくなるかもしれないが、予備校の再編のずれ込みと新規開校に伴う負担の継続で、2020年3月期に収益回復を果たせない可能性が高まるためだ。また、リストラモードの長期化はブランドの毀損にもつながるリスクをはらんでいる。

2020年3月期の山の高さは2019年3月期の谷の深さにかかっていると見え、今2019年3月期の思い切った収益構造改革の進展に注目したい。

簡略化損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	
					2Q累計(予)	通期(予)
売上高	6,179	6,693	6,926	7,024	3,578	6,961
前期比	9.8%	8.3%	3.5%	1.4%	-1.1%	-0.9%
売上総利益	1,875	2,027	2,085	2,221	-	-
売上高比率	30.3%	30.3%	30.1%	31.6%	-	-
販管費	1,558	1,704	1,750	1,916	-	-
売上高比率	25.2%	25.5%	25.3%	27.3%	-	-
営業利益	317	323	335	304	-83	-393
前期比	62.9%	2.0%	3.6%	-9.3%	-	-
売上高比率	5.1%	4.8%	4.8%	4.3%	-2.3%	-5.6%
経常利益	384	383	402	352	-68	-361
前期比	50.5%	-0.4%	5.2%	-12.5%	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	293	85	192	141	-38	-370
前期比	107.5%	-71.1%	126.7%	-26.5%	-	-
EPS(円)	36.50	10.56	23.93	17.58	-4.73	-45.96
BPS(円)	534.20	532.67	546.53	551.50	-	-
配当(円)	10.00	10.00	10.00	10.00	0	10.00

出所：決算短信よりフィスコ作成

城南進学研究社 | 2018年7月27日(金)
 4720 東証 JASDAQ | <http://www.johnan.co.jp/ir/>

今後の見通し

簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期
流動資産	1,948	2,432	1,632	1,723	2,450
現預金	1,469	1,841	1,065	1,269	1,898
売掛金	83	146	131	129	161
その他	396	445	436	328	391
固定資産	3,711	3,797	4,793	4,813	4,341
有形固定資産	1,673	1,723	2,915	2,882	2,783
無形固定資産	272	271	154	151	228
投資等	1,764	1,802	1,722	1,778	1,329
資産合計	5,659	6,229	6,426	6,536	6,791
流動負債	998	1,240	1,175	1,137	1,281
買掛金	30	11	11	16	14
短期借入金等	-	-	-	-	-
その他	968	1,229	1,164	1,121	1,267
固定負債	595	668	943	978	1,046
長期借入金	-	-	-	-	-
その他	595	668	943	978	1,046
株主資本	4,912	5,141	5,146	5,258	4,933
資本金	656	656	656	656	655
資本剰余金	652	652	652	652	652
利益剰余金	3,913	4,143	4,147	4,259	3,934
自己株式	-309	-309	-309	-309	-309
その他の包括利益累計額	-860	-839	-856	-857	-491
非支配株主持分	13	17	17	19	21
純資産合計	4,065	4,319	4,307	4,420	4,463
負債・純資産合計	5,659	6,229	6,426	6,536	6,791

出所：決算短信よりフィスコ作成

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期
営業活動キャッシュ・フロー	468	637	316	441	412
投資活動キャッシュ・フロー	-237	30	-1,038	-121	315
財務活動キャッシュ・フロー	-73	-72	-91	-96	-102
現預金換算差額	0	3	0	0	-0
現預金増減	158	600	-812	223	624
期首現預金残高	1,079	1,238	1,838	1,026	1,249
期末現預金残高	1,238	1,838	1,026	1,249	1,874

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 株主還元

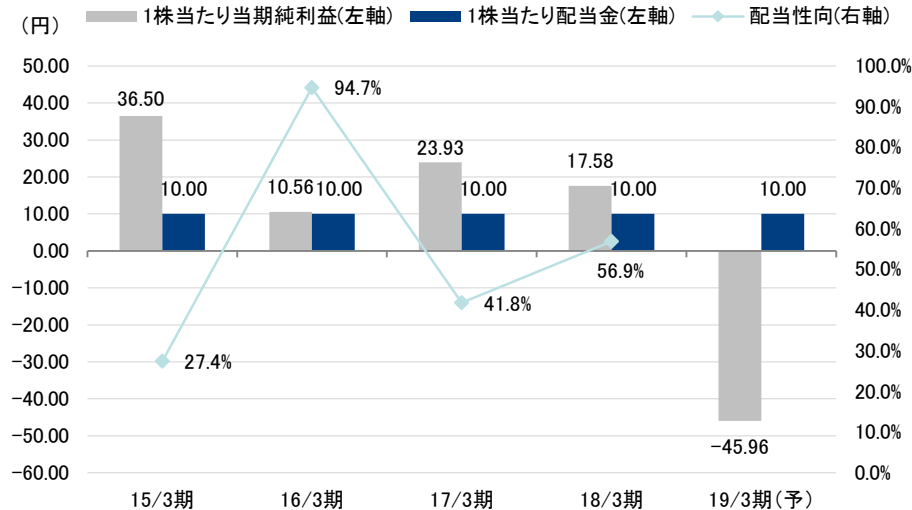
2019年3月期は前期並みの10円配を予想。 安定配当重視と次期のV字回復への自信の表れとみる

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、期初からの予想通り、前期比横ばいの10円の配当（期末配のみ）を実施した。配当性向は56.9%となった。

2019年3月期についても、前期比横ばいの10円配（期末配のみ）の配当予想を公表している。前述のように、2019年3月期は収益力強化のための先行投資により、赤字予想となっている。しかしながら、安定配当継続という株主重視の姿勢に加えて、先行投資の資金手当てが十分であることや、次期の収益V字回復への自信から、配当維持を決断したものと弊社では推測している。

1株当たり当期純利益、配当金及び配当性向の推移



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 JIS 基準に沿って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