

2013年11月15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

■新中計では事業領域の更なる拡大を目指す、一段の増配にも意欲

明光ネットワークジャパン<4668>が10月11日付で発表した2013年8月期の連結業績は、売上高が前期比5.5%増の15,279百万円、営業利益が同1.1%増の3,580百万円と堅調を維持した。ただ、明光義塾の教室数、生徒数の拡大ペースが鈍化したことで、期初計画は若干未達となった。

2014年8月期の連結業績は売上高が前期比7.8%増、営業利益が同5.6%増となる見通し。明光義塾事業の拡大や明光サッカースクール、早稲田アカデミー個別進学館など新規事業の収益貢献が寄与する。課題であった明光義塾の生徒数拡大に関しては、入会カウンセリングにおけるアプローチ法などを標準化することで実現を目指す。すでに同手法を用いた直営教室では効果が出始めているようで、2014年春の新規生徒募集に向けてフランチャイズ（FC）教室でも研修を行いながら浸透を図っていく方針。

同社は決算発表と同時に中期3ヶ年計画を発表。最終年度の2016年8月期に売上高18,720百万円、経常利益4,500百万円を目指す。明光義塾の「三次元成長（教室数、教室当たり生徒数、生徒当たり売上高の増加）」に加えて、新規事業の収益基盤確立と事業領域の更なる拡大などを経営戦略として掲げている。

また、株主還元策についても基準配当性向を従来の35%から50%まで段階的に引き上げていく方針を新たに打ち出した。FC展開をベースとした安定的な収益成長と同時に、配当成長が期待できる企業として引き続き注目される。

■Check Point

- ・13年8月期は売上高、営業利益ともに増加傾向を維持
- ・主力事業の成長などにより増収増益基調は今後も継続へ
- ・配当性向を段階的に50%まで引き上げる方針

売上高と営業利益の推移



■決算動向

13年8月期は売上高、営業利益ともに増加傾向を維持

(1) 2013年8月期の業績

10月11日付で発表された2013年8月期の連結業績は、売上高が前期比5.5%増の15,279百万円、営業利益が同1.1%増の3,580百万円、経常利益が同0.2%減の3,718百万円、当期純利益が同10.2%増の2,169百万円となった。持分法投資損失の計上により経常利益は減益となったが、それ以外はすべて堅調を維持した。

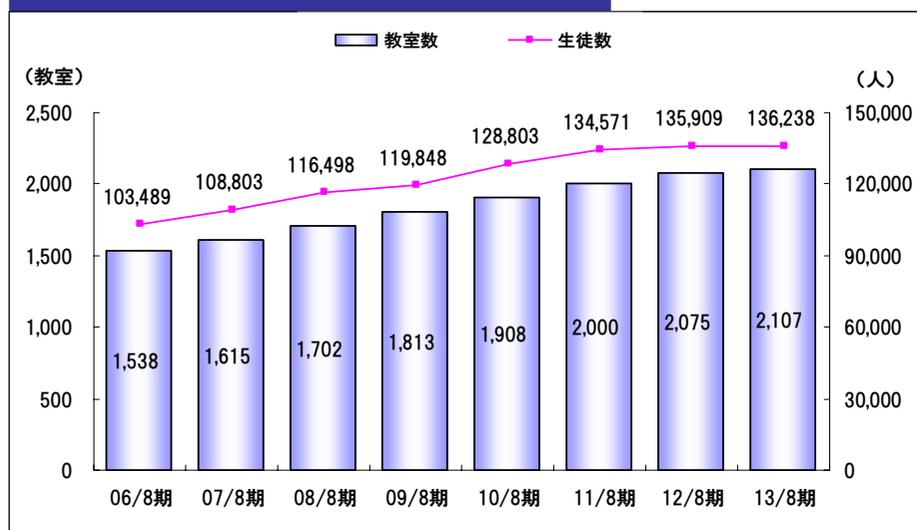
ただ、主力の明光義塾の教室数が直営、FC事業合わせて前期比32教室増加の2,107教室にとどまり、90~100ペースで増加してきた従来と比較すると鈍化した。また、生徒数に関しても全体で前期比0.2%増の136,238人と、教室数、生徒数の成長ペースが鈍化したことで、会社計画に対しては売上高、利益ともに若干下回る格好となった。

増収要因は、新たに連結対象子会社となったユーデック（受験情報誌発行、教材販売事業等）及びその子会社である晃洋書房（学術専門書出版）の寄与が大きい。また、営業利益の増加要因は、子会社の東京医進学院が前期の7百万円の赤字から37百万円の黒字となったことが主因となっている。

売上高営業利益率は23.4%と前期比で1.1ポイント低下した。内訳を見ると、売上高原価率が前期比で0.9ポイント上昇の58.9%となったほか、販管費率も同0.2ポイント上昇の17.7%となった。いずれもユーデック、晃洋書房の子会社化による費用増加が主因となっている。

営業外収支が前期比で46百万円悪化したが、これは持分法投資損益が前期21百万円の黒字から60百万円の赤字となったことが大きい。これは持分法適用関連会社となったライフサポート（福祉サービス業）ののれん償却計上が主因となっている。この結果、経常利益は8期ぶりに減益に転じたが、減損損失など特別損失が減少したこと、法人税等負担率が45.1%から39.7%へ低下したことなどにより、当期純利益は前期比10.2%の増加となった。

教室と生徒数の推移



■決算動向

2013年8月期の業績概要（単位：百万円）

	12/8期	13/8期	増減要因
売上高 (対前期比)	14,484 5.6	15,279 5.5	・ユーデック、晃洋書房の売上高828百万円 ・明光義塾事業(-172百万円)
売上原価 (対売上高比)	8,403 58.0	8,995 58.9	・ユーデック、晃洋書房の連結化による仕入れ増加
販管費 (対売上高比)	2,537 17.5	2,703 17.7	・ユーデック、晃洋書房の連結化による増加 ・株主数増加に伴うQuoカード等の費用増(+48百万円)
営業利益 (対前期比) (対売上高比)	3,543 5.3 24.5	3,580 1.1 23.4	・予備校事業の黒字化(-7百万円→+37百万円) ・明光義塾直営事業は増益(+18百万円) ・明光義塾FC事業は減益、新規事業全体では赤字継続
経常利益 (対前期比) (対売上高比)	3,727 7.2 25.7	3,718 -0.2 24.3	・持分法投資損益が21百万円の黒字から60百万円の赤字に
特別損失	166	110	・減損損失が減少
法人税等 (法人税等負担率)	1,616 45.1	1,433 39.7	
当期利益 (対前期比) (対売上高比)	1,969 2.4 13.6	2,169 10.2 14.2	

財政状況を見ると、総資産残高は前期比1,362百万円増加の16,557百万円だった。資産の主な増加要因は、現預金で1,191百万円の増加、投資有価証券で143百万円の増加となった。一方、負債は有利子負債を中心に前期比300百万円の減少となり、純資産は利益増に伴って同1,663百万円の増加だった。

経営指標を見ると、自己資本比率が66.6%から71.2%に上昇したほか、有利子負債比率が12.5%から10.1%へ低下するなど、安全性指標が改善した。半面、ROEや売上高営業利益率など収益性指標はいずれも若干低下した。

2013年8月期の連結貸借対照表（単位：百万円）

	12/8期	13/8期	増減額	増減要因
流動資産	7,890	9,297	+1,407	
（現預金）	5,931	7,122	+1,191	
固定資産	7,304	7,259	-44	のれん-20
総資産合計	15,195	16,557	+1,362	
流動負債	2,713	4,130	+1,416	長期借入金1,600百万円を流動負債に組み換え
固定負債	2,331	613	-1,717	
（有利子負債）	1,902	1,670	-232	
負債合計	5,045	4,744	-300	
純資産	10,149	11,813	+1,663	株主資本+1,455、その他包括利益+209

経営指標

【安全性】			
自己資本比率	66.6%	71.2%	
流動比率	290.8%	225.1%	
有利子負債比率	12.5%	10.1%	
【収益性】			
ROE	20.9%	19.8%	
売上高営業利益率	24.5%	23.4%	

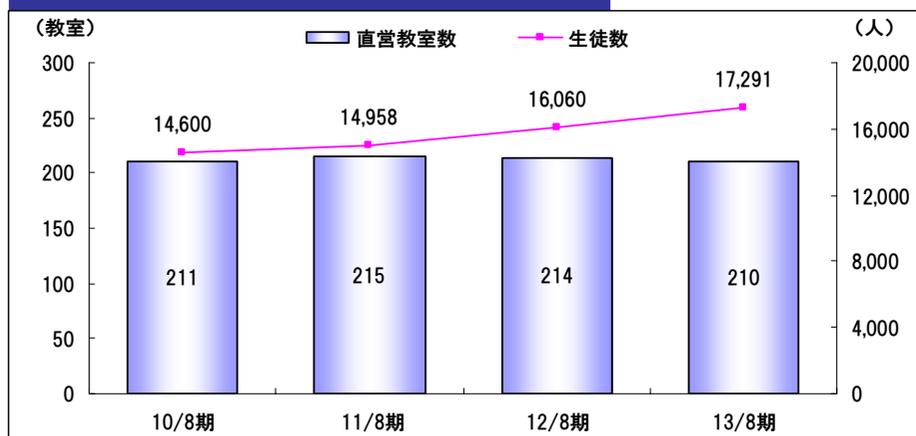
明光義塾直営事業では教室当たりの収益性が改善

セグメント別の収益動向は以下の通りとなっている。

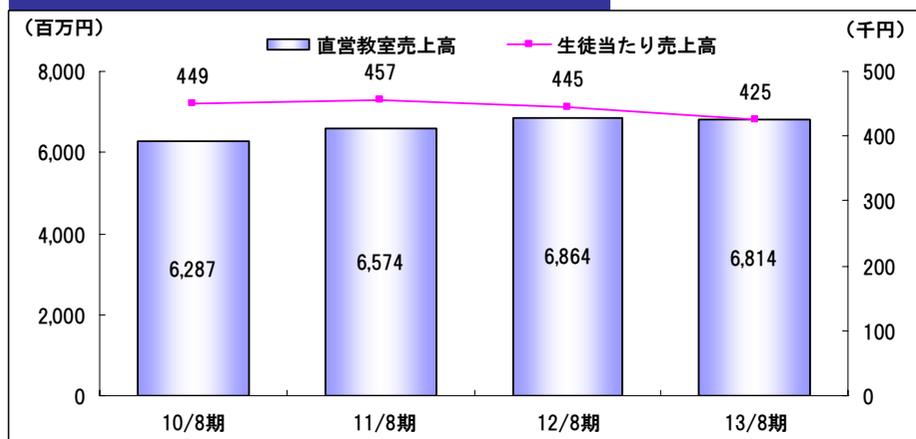
(a) 明光義塾直営事業

明光義塾直営事業の2013年8月期の業績は、売上高が前期比0.7%減の6,814百万円、セグメント利益が同1.3%増の1,461百万円だった。教室数はFCオーナーに直営教室を譲渡したことで、前期末比4教室減の210教室となったが、生徒数は同1,231人増加の17,291人となった。売上高が微減となったのは、生徒1人当たりの売上高が若干低下したため。ただ、1教室当たりの平均生徒数が75.0人から82.3人と10%近く増加したことによって、教室当たりの収益性が改善し、セグメント利益は増加を維持した。

直営教室と生徒数の推移



直営事業売上高と生徒当たり売上高の推移



注) 生徒当たり売上高=直営売上高÷期中平均生徒数

FC事業は伸び悩むも新経営システム導入でマイナス影響払拭へ

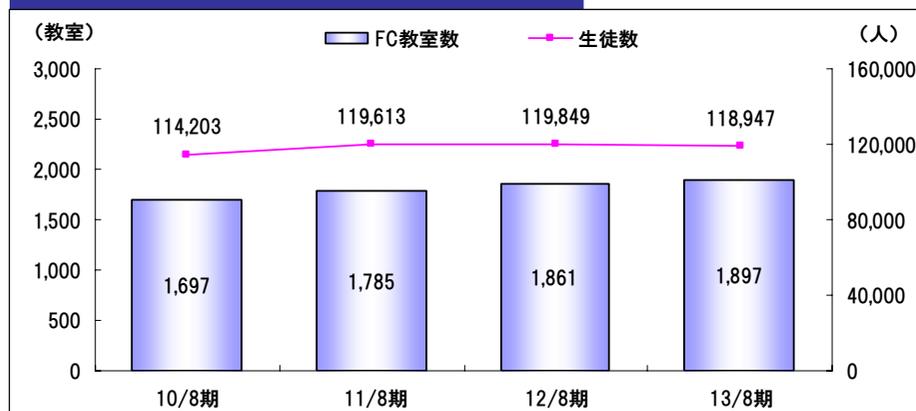
(b) 明光義塾FC事業

明光義塾FC事業の2013年8月期業績は、売上高が前期比1.8%減の6,613百万円、セグメント利益が同1.1%減の3,276百万円だった。FC教室数は前期末比36教室増の1,897教室と、増加数が前期の76教室からほぼ半減。在籍生徒数も同902人減少の118,947人となり、初めて減少に転じたのが響いた。生徒数の減少によってロイヤリティ収入（末端売上高の約10%）が減少したほか、広告・教材等商品売上高も減少した。

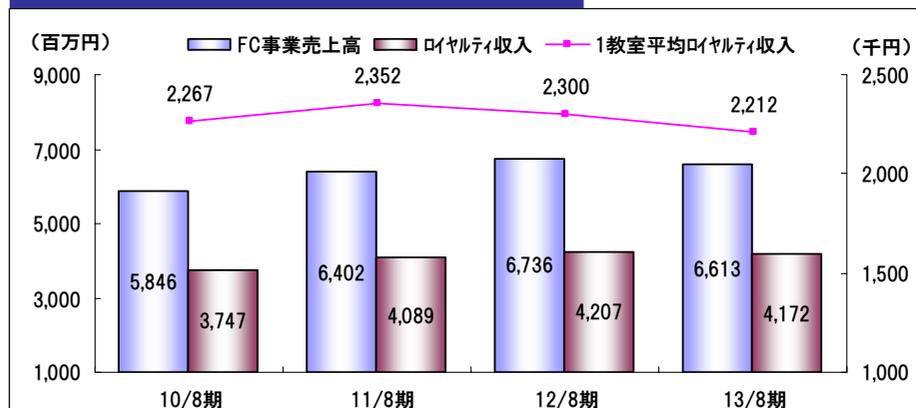
FC事業における生徒数の減少と教室数の伸び鈍化の要因としては、複合的な要素が考えられる。まず、生徒数の減少に関しては、一昨年より新教室管理システムの導入を進めており、FCオーナー側で新システムの導入、習熟のための研修に時間が費やされ、生徒募集活動がやや手薄になったことが挙げられる。学習塾業界での生徒獲得競争が激化するなかで、こうした影響は大きかったと考えられる。

また、教室数の伸びの鈍化については、既存教室の生徒数減少で売上高が伸び悩むなか、新規開設の約8割を占める既存オーナーの投資意欲が後退したことが要因とみられる。ただ、新教室管理システムの導入は2013年内に完了する予定で、2014年以降はこうしたマイナス影響は払拭される見通し。

FC 教室 と 生徒 数 の 推 移



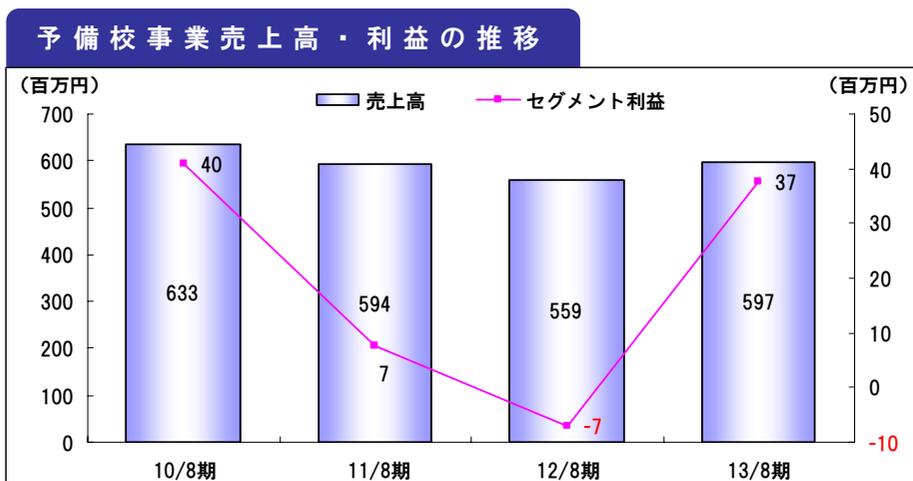
FC 事 業 売 上 高 の 推 移



予備校事業は生徒数の増加を受けて2期ぶり黒字転換

(c) 予備校事業

東京医進学院による予備校事業の2013年8月期の業績は、売上高が前期比6.9%増の597百万円、セグメント利益は37百万円（前期は7百万円の損失）と2期ぶりの黒字となった。特別講座や夏期合宿の強化を図ったほか、進学相談会の実施や各種メディアでの広告宣伝活動を積極化したことで生徒数が前期比24人増の144人となり、子会社化して以降で初の増収を確保した。また、費用面では全寮制の多摩川校を閉鎖して三鷹校に集約、現役館は本部ビルに移転するなど固定費の削減を進めた効果が大きく、約40百万円のコスト削減を実現して黒字転換の要因となった。



その他新規事業も順調に売上高が伸長

(d) その他事業

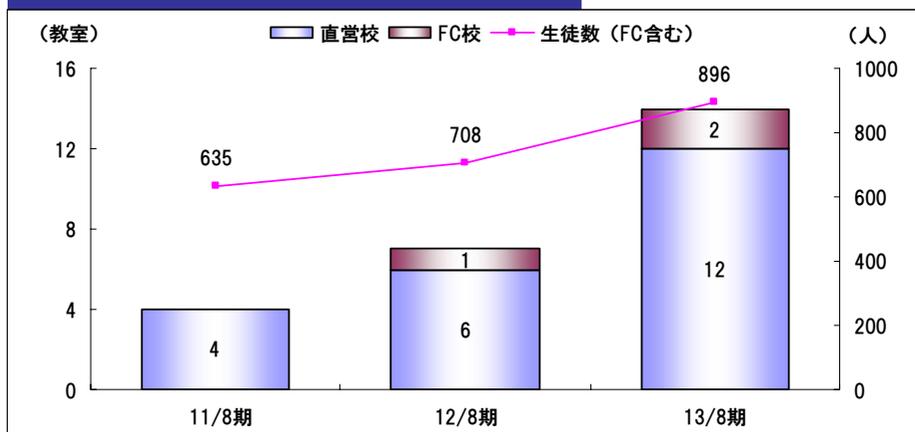
その他事業の2013年8月期の業績は売上高が前期比286.6%増の1,253百万円、セグメント損失が126百万円（前期は120百万円の損失）となった。売上高の増加要因は、前述のようにユーデック、晃洋書房の子会社化による影響が大きい。ユーデックに関しては主力の進学模擬試験の販売が大手塾向けを中心に堅調に推移したほか、学内予備校事業も伸びており、業績は堅調に推移したものとみられる。

その他の新規事業では、明光サッカースクールや早稲田アカデミー個別進学館、明光キッズが順調に売上高を伸ばしている。ただ、いずれも収益貢献するまでには至っておらず、初期投資の段階にあると言える。なお、未来キッズクラブ（アブラカドゥードル、明光アルク英語スタジオ）に関しては、従来1教室で試験的にサービスを行っていたが採算面で厳しいと判断し、2013年12月末で撤退を予定。今後は明光キッズ教室のサービスメニューの1つとして統合していくほか、アブラカドゥードルについてはスポット的にスタジオ展開する方針だ。

■決算動向

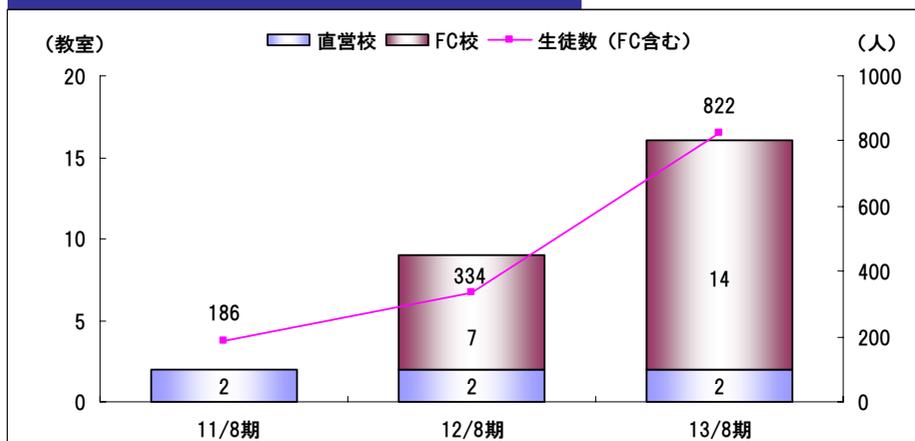
明光サッカースクールは、直営12校、FC2校の計14校で展開。生徒数は前期末で896人と順調に拡大している。2013年8月期の売上高は128百万円、営業損失は13百万円だった。営業損失に関しては新規で譲受した直営校の損失が影響したが、当初の直営4校は既に黒字体質が定着。その他の直営校も生徒数の増加によって黒字転換が見込める体制になってきており、2014年8月期には黒字化を見込んでいる。また、スクール数に関しては100校を当面の目標としているが、フットサルコートの確保が課題となっており、今後も着実に事業を拡大していく方針としている。

明光サッカースクール教室数と生徒数の推移



早稲田アカデミー個別進学館は、直営2校、FC14校の計16校を展開（このほかにも早稲田アカデミーの直営校が4校）、生徒数は直営校223人、FC校599人の822人まで拡大している。当初の計画よりもFC校の拡大ペースが緩やかとなっているが、FCオーナーの大半は明光義塾の既存オーナーでもあり、新規投資に対してやや慎重な姿勢となっているのが影響した。ただ、合格実績は着実に積み上がってきており、生徒数も順調に拡大していることから、2014年8月期には黒字転換が期待される。

早稲田アカデミー校舎数と生徒数の推移



■決算動向

明光キッズに関しては、今まで石神井公園教室（東京都練馬区）でビジネスモデル確立に向けてサービスを行ってきたが、生徒数は前期末で101名まで拡大した。収益化が見込めるようになってきたことから、2014年8月期以降、教室数の拡大を本格的に進めていく。2014年8月期には3教室を開設し、3年間トータルでは10教室を最低ラインとして拡大する方針だ。

進出エリアはドミナント戦略により既存教室の周辺エリアを予定している。送迎バスの共有によるコスト削減が可能となるほか、広告宣伝も効果的に行うことができるためだ。新規教室が立ち上がるため、収益寄与はまだ先となるが、明光サッカースクール、個別進学館に次ぐ新たな新規事業としてようやく離陸する体制が整ったと言える。

このほか、未来キッズについては前述した通り、今後は明光キッズにサービスを統合していく方向にある。また、韓国人生徒向け個別指導塾として、2013年2月よりMEIKO PLUS Academyを開校しているが、2013年8月期の売上高はまだ小さく、生徒募集に力を入れていく考えだ。

主力事業の成長などにより増収増益基調は今後も継続へ

(2) 2014年8月期の業績見通し

2014年8月期の連結業績は、売上高が前期比7.8%増の16,470百万円、営業利益が同5.6%増の3,780百万円、経常利益が同4.3%増の3,880百万円、当期純利益が同7.4%増の2,330百万円と増収増益基調が続く見通し。明光義塾事業の売上高が直営で前期比9.1%増、FCで5.1%増とそれぞれ成長軌道に復帰するほか、新規事業も明光サッカースクールや個別進学館を中心に16.6%増と2ケタ増収が見込まれ、収益をけん引する。

明光義塾事業では、前期より生徒数の拡大が課題となっている。同社では、入会カウンセリングにおけるアプローチ法などを標準化し、生徒数の増加につなげていく戦略だ。すでに効果の出始めている直営教室もあり、今後の生徒数の動向が注目されよう。

連結業績予想

	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS (円)
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	
13/8期	15,279	5.5	3,580	1.1	3,718	-0.2	2,169	10.2	78.60
14/8期予	16,470	7.8	3,780	5.6	3,880	4.3	2,330	7.4	84.43

注) %表示は対前期増減率

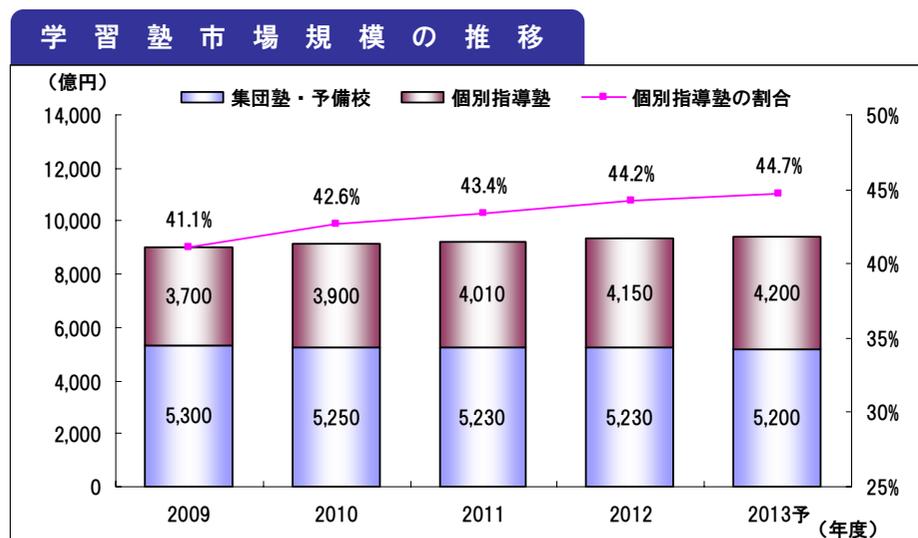
■ 中期経営計画

教育の変化に対応した次世代事業モデルを確立へ

同社は「教育・文化事業を核として更なる成長を図り、人づくりのトップカンパニーとなることを目指す」という2020年ビジョンを掲げており、その実現に向けた3ヶ年中期経営計画が2011年8月期からスタートしている。2014年8月期からは中期計画の第2ステージに入るが、経営戦略としては第1次中期計画で掲げた戦略（明光義塾事業における三次元成長、新規事業の育成など）をさらにブラッシュアップし、成長を加速させていく方針だ。

新中期計画における経営目標値としては、2016年8月期に売上高18,720百万円、経常利益4,500百万円、当期純利益2,840百万円、明光義塾教室数で2,300教室の達成を掲げている。年平均成長率は売上高、経常利益ともに約7%、教室数は約3%の成長となる見通しだ。

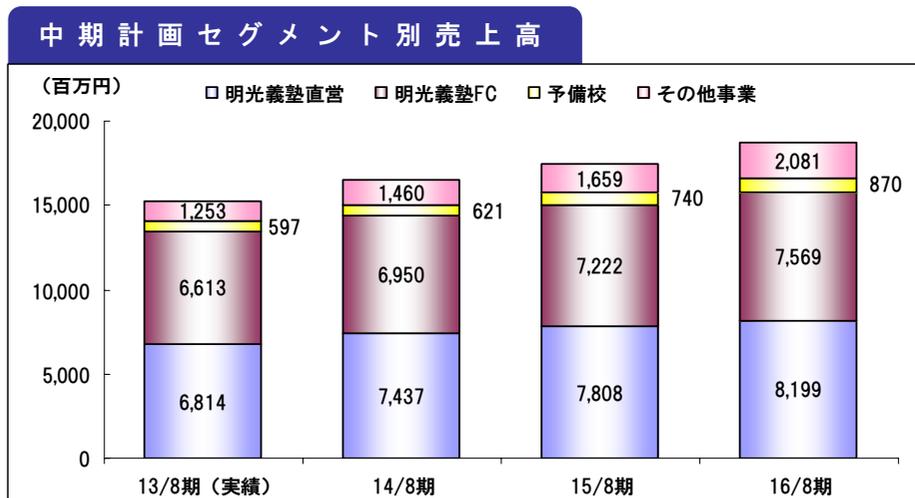
学習塾市場の今後の動向に関しては、少子化が続くものの、「ゆとり教育」による学力低下の補完等を背景として、1人当たりの学習塾費用は今後も増加し、全体的には緩やかな成長が続くそう。また、そのなかでも個々人のレベルに合わせたきめ細やかな指導、補習ニーズの高まりなどから、個別指導塾の割合は引き続き上昇していくとみられる。



注：事業者売上高ベース
出所：矢野経済研究所「教育産業白書2013年版」

事業別の売上高計画は次のグラフの通りで、年平均成長率では明光義塾事業が5%、予備校事業が13%、その他事業が18%となる。予備校事業に関しては、医科系受験者数の増加による生徒数拡大を見込んでいるほか、その他事業においては明光サッカースクールや早稲田アカデミー個別進学館でそれぞれ20%程度の持続的成長を予測。また、その他事業全体は2016年8月期での黒字転換を見込んでいる。

■中期経営計画



このほか、新中期計画では、明光義塾の「三次元成長（教室数・生徒数・授業回数）」の実現に向けて本部指導體制の強化を図っていく。うち生徒数の拡大については、入会カウンセリングにおけるアプローチ法などを標準化することで実現を目指す方針だ。また、教室数の拡大では、現在空白エリアになっている地域にサテライト教室を新設していくことも考えている。サテライト教室を作ることで、地域シェアを一段と高め、ブランド力の向上にも努めていく。

生徒1人当たり売上高のアップに関しては、メニューの拡充により通塾回数を増やすことによって実現していく。生徒数の拡大という点では、現在直営教室で導入を進めている小学生向けの「まなびコース」や高校生向けの映像授業など、価格を抑えたコースを新設することで、新たな需要層の取り込みを狙う。これらの新コースは今期中にもFC教室に導入していく予定だ。

また、今回の中期計画では社会の変化、教育の変化に対応して「明光義塾」の次世代モデルの確立に向けた研究に着手する方針だ。さらには新規事業の基盤確立に加えて、新たなM&Aへの取り組みも継続して行っていく。同社グループの事業領域は「教育」という共通プラットフォームの上に、年齢層別にさまざまなサービスを展開しているが、中長期的にはシニア層向けのサービスや海外展開なども視野に入っているものとみられる。

事業領域と顧客層イメージ



出所：会社資料より引用



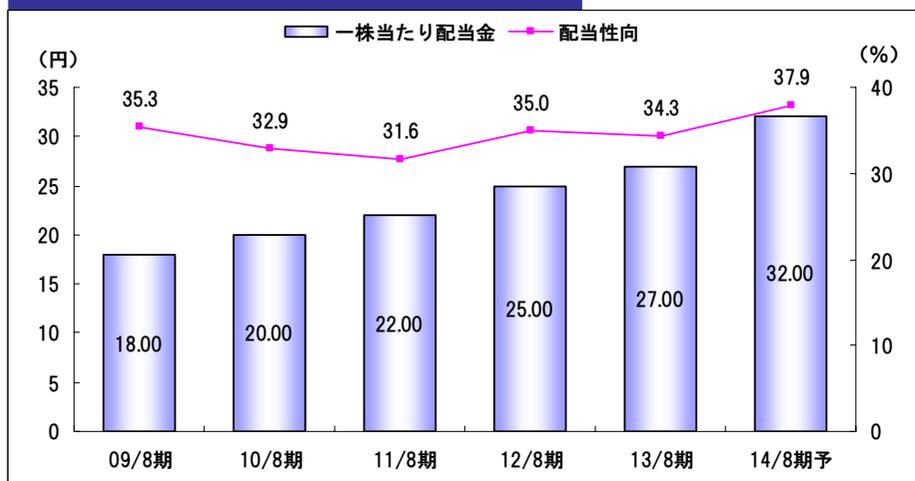
■株主還元策

配当性向を段階的に50%まで引き上げる方針

株主還元策に関しても今回、基準配当性向を従来の35%から50%まで段階的に引き上げていく方針を打ち出した。同社は株式を上場して以来、増配記録を続けており、2014年8月期も前期比5円増配の32円と16期連続の増配を予定している。また、株主優待として実施しているQuoカード3,000円分の贈呈も継続する予定。11月12日現在の株価（1,080円）を基準とした、単元当たりの総利回りは5.7%となる。

教育サービス業界のなかでフランチャイズシステムを確立した同社の業績は、今後も堅実な成長が見込まれるほか、継続的な配当成長も期待できる。また、投資指標として重要性が増しつつあるROEに関しても、前期実績で19.8%と上場企業の平均以上の水準を維持しており、引き続き投資魅力の高い企業として注目されよう。

1株当たり配当金と配当性向の推移



このほか、同社は10月28日に大株主による株式売り出しを行うと発表した。株主層の拡大と株式流動性の向上を目的としている。売り出し株数はオーバーアロットメントを含めて250万株で、発行済み株式数の約9%に相当する。売り出し発表後の市場では、需給悪化への警戒感が強まる場面もあったが、売り出しであるが故に安定した収益成長と増配が期待できる企業との位置付けは変わらない。

損益計算書(単位:百万円)

	10/8期	11/8期	12/8期	13/8期	14/8期予
売上高	12,855	13,715	14,484	15,279	16,470
(対前期比)	8.7	6.7	5.6	5.5	7.8
売上原価	7,323	7,922	8,403	8,995	-
(対売上高比)	57.0	57.8	58.0	58.9	-
販管費	2,423	2,429	2,537	2,703	-
(対売上高比)	18.9	17.7	17.5	17.7	-
営業利益	3,108	3,363	3,543	3,580	3,780
(対前期比)	4.4	8.2	5.3	1.1	5.6
(対売上高比)	24.2	24.5	24.5	23.4	23.0
営業外収益	236	212	238	260	-
営業外費用	102	98	53	123	-
経常利益	3,243	3,477	3,727	3,718	3,880
(対前期比)	6.0	7.2	7.2	-0.2	4.3
(対売上高比)	25.2	25.4	25.7	24.3	23.6
特別利益	47	26	24	0	-
特別損失	81	169	166	110	-
税引前利益	3,209	3,334	3,585	3,608	-
(対前期比)	9.3	3.9	7.5	0.6	-
(対売上高比)	25.0	24.3	24.8	23.6	-
法人税等	1,312	1,411	1,616	1,433	-
(法人税等負担率)	40.9	42.3	45.1	39.7	-
当期純利益	1,897	1,922	1,969	2,169	2,330
(対前期比)	11.4	1.4	2.4	10.2	7.4
(対売上高比)	14.8	14.0	13.6	14.2	14.1
【主要指標】					
期中平均株式数(千株)	31,190	27,647	27,587	27,599	-
1株当たり利益(円)	60.82	69.55	71.38	78.60	84.43
1株当たり配当(円)	20.00	22.00	25.00	27.00	32.00
1株当たり純資産(円)	267.76	316.93	366.72	426.82	-
配当性向(%)	32.9	31.6	35.0	34.3	37.9
ROE(%)	25.8	23.9	20.9	19.8	-

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