

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## リソー教育

4714 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2019 年 12 月 11 日 (水)

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. 2020年2月期第2四半期は2ケタの増収増益で着地。<br>5つの事業部門すべてが黒字化を達成 | 01 |
| 2. 「高い顧客満足度」への意識が独自の事業モデルと安定成長・高収益の実現に寄与           | 01 |
| 3. 中長期成長戦略は順調。今後数年間は“第2次ゴールデン成長期”を迎えると期待           | 01 |
| ■ 会社概要   | 02 |
| 1. 沿革  | 02 |
| 2. 事業の概要   | 04 |
| 3. 特長・強み   | 06 |
| ■ 業績の動向  | 08 |
| 1. 2020年2月期第2四半期決算の概要                              | 08 |
| 2. セグメント別動向  | 09 |
| ■ 中長期成長戦略と進捗状況                                     | 12 |
| 1. 中長期成長戦略の概要                                      | 12 |
| 2. 学校内個別指導事業の成長戦略と進捗状況                             | 15 |
| 3. 学習塾事業の成長戦略と進捗状況                                 | 16 |
| 4. 家庭教師派遣教育事業の成長戦略と進捗状況                            | 17 |
| 5. 幼児教育事業の成長戦略と進捗状況                                | 19 |
| ■ 今後の見通し   | 20 |
| ■ 株主還元   | 24 |

## ■ 要約

### 既存事業、新規事業が全般的に順調に拡大。 高い顧客満足度が好循環を生み出し、 少子化の中でも生徒数の増加が続く

リソー教育<4714>は“完全個別指導”と“進学指導”とを組み合わせた点で独自のポジションを確立した教育サービス企業。傘下に幼稚園・小学校受験指導の(株)伸芽会や家庭教師派遣事業の(株)名門会など、8つの事業会社を擁し、「TOMAS」ブランドで5つの事業を展開している。

#### 1. 2020年2月期第2四半期は2ケタの増収増益で着地。5つの事業部門すべてが黒字化を達成

同社の2020年2月期第2四半期決算は、売上高12,987百万円(前年同期比10.0%増)、営業利益1,166百万円(同19.8%増)と増収増益で着地した。学習塾事業、家庭教師派遣教育事業、幼児教育事業の中核分野で順調に生徒数が増加したのを始め、5つの事業セグメントすべてで前年同期比増収となった。利益面では、学校内個別指導事業が2019年2月期で先行投資を終えて“回収期”に入り、2020年2月期第2四半期決算では営業黒字に転換した。

#### 2. 「高い顧客満足度」への意識が独自の事業モデルと安定成長・高収益の実現に寄与

同社の長期業績を振り返ると少子化トレンドのなか安定した増収基調が続いている。また収益性の点でも10%前後の高い営業利益率を維持している。こうした業績面での強みは、同社が自身の事業について「サービス業である」という意識のもと、高い顧客満足度の提供、すなわち進学実績の実現にこだわった事業展開をしてきたことが背景にある。これがTOMASの“進学指導を目的とした1対1の完全個別指導”という独自のポジショニングの確立へとつながり、少子化が進行した今日でも生徒数の増大を実現できている強い経営体質をもたらした。

#### 3. 中長期成長戦略は順調。今後数年間は“第2次ゴールデン成長期”を迎えると期待

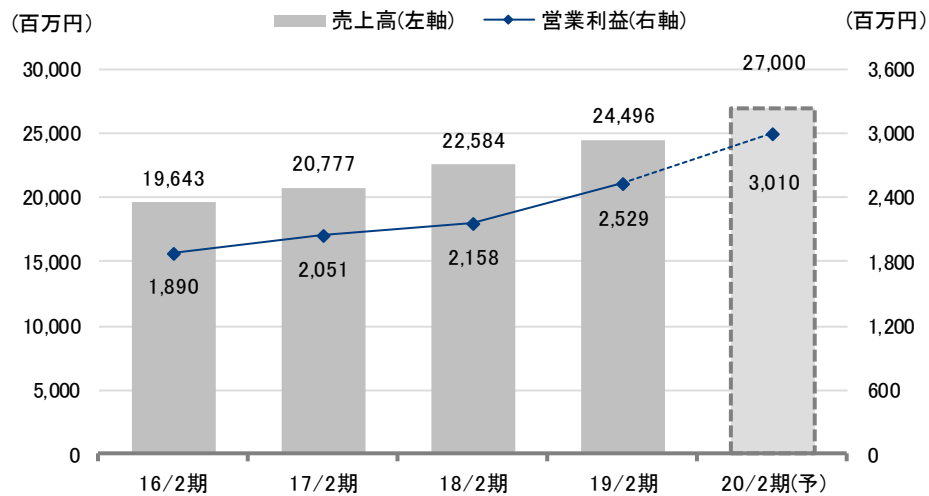
同社の中期成長戦略は順調に進捗している。学習塾事業ではサテライト戦略のもとTOMASの教室数が着実に増大しつつあるほか、2020年2月期第2四半期は学校法人駿河台学園と提携し、新業態への進出を決定した。学校内個別指導事業ではオンライン英会話事業の先行投資が終了し、契約・導入学校数の拡大に向けてアクセラロンの状況へとステージが上がった。その結果2020年2月期末の導入学校数は64校に達する見通しだ。幼児教育事業では新規事業の伸芽'sクラブで展開する託児事業と学童事業が好調で、顧客の長期囲い込み戦略の事業モデルが完成した状況となっている。2020年2月期からスタートした新中期経営計画では、最終年となる2022年2月期において売上高330億円、経常利益38億円を計画しているが、その達成は十分視野に入ってきたと言えるだろう。

## 要約

## Key Points

- ・学校内個別指導事業が回収期入り。潜在的需要は大きく中期的な成長エンジンと期待
- ・駿河台学園との資本業務提携はポテンシャルが大きく要注目
- ・株主重視の姿勢を明確にするために、配当性向100%を今後も継続する方針

## 業績の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 会社概要

### 質の高い教育サービスを目的に1985年に設立

#### 1. 沿革

同社は現取締役相談役の岩佐実次（いわさみつぐ）氏が、自身が経営に参画していた（株）こどもびあが教育機器の販売を重視する方針であったことを機に、こどもびあから14教室を譲り受け、1985年7月に個人別指導の質の高い教育サービスを目的に株式会社日本教育公社を設立したことに始まる。

設立当初は理想教育研究所（略称：理想研）という教室名の集団指導でスタートし、1クラス6名、学力別クラス編成、100%正社員講師を基本として教室運営を行った。その後、1990年3月から同社独自の「完全個室の1対1の個人教授システム」を開発して提供を開始し、名称を「東京マンツーマンスクール」と改称した。これが後に「TOMAS」へと名称変更（1997年に愛称として採用後、2000年に正式名称化）されて今日に至っている。

### 会社概要

同社は教育サービスの多角化にも積極的で、1989年5月には名門会家庭教師センターを開設し、家庭教師部門に進出した。また2000年にはインターネットテレビ電話を活用したリアルタイム双方向の完全個別指導を目的に、(株)日本エデュネット(現(株)スクールTOMAS)を設立した。さらには人格情操合宿教育を目的として(株)スクールツアーシップ(現(株)プラスワン教育)を設立した(2002年)ほか、名門幼稚園・小学校の受験指導を目的に伸芽会を子会社化した(2003年)。

2013年には技術革新や社会情勢の変化などに合わせて事業内容やグループ体制の見直しなどに着手し、英語スクール事業や人格情操合宿教育事業の分社化など大規模なグループ再編を行い、現在のグループ体制がほぼ完成した。

直近では2019年7月に学校法人駿河台学園と資本業務提携を行い、それに基づき9月に合併会社で(株)駿台TOMASを設立した。

証券市場には、1998年に日本証券業協会に株式を店頭登録したのち、2001年の東京証券取引所市場第2部上場を経て2002年6月に同市場第1部に上場し、現在に至っている。

### 沿革

| 年月       | 沿革  |
|----------|---|
| 1985年 7月 | 株式会社日本教育公社として東京都新宿区に設立<br>理想教育研究所(理想研)という呼称で教室展開をスタートさせる。1クラス6名を限度として100%正社員講師による責任ある指導体制を目指す   |
| 1989年 5月 | 名門会家庭教師センターを開設し家庭教師部門へ進出する。学生教師とは異なるプロの教師集団による個人指導をスタート。併せて、目白校を開設                              |
| 1990年 3月 | 同社独自の「完全個室(全室黒板付)の1対1の個人教授システム」を開発し、教室名を「東京マンツーマンスクール」と改称。同スクールとして初めての、新中野校を開設                  |
| 1997年 1月 | 東京マンツーマンスクールの愛称を、「トーマス」に決定<br>川崎校を開設し神奈川県に進出  |
| 1997年 8月 | 所沢校を開設し、埼玉県へ進出  |
| 1998年10月 | 株式会社リソー教育に商号変更  |
| 1998年12月 | 日本証券業協会に、株式を店頭登録  |
| 2000年 3月 | 「東京マンツーマンスクール」の愛称「トーマス」を正式名称とする   |
| 2000年 7月 | インターネットを利用したリアルタイムによる双方向性の完全個別指導を目的として(株)日本エデュネットを設立  |
| 2001年 3月 | (株)東京証券取引所第2部に上場  |
| 2002年 6月 | (株)東京証券取引所第1部に上場  |
| 2002年 9月 | 名門会家庭教師センター神奈川支社・横浜駅前校開設  |
| 2002年11月 | 名門会家庭教師センター千葉支社開設   |
| 2002年12月 | 名門会家庭教師センター埼玉支社開設<br>(株)スクールツアーシップ設立  |
| 2003年 1月 | (株)名門会分社化<br>(株)伸芽会子会社化   |
| 2005年 7月 | (株)スクールツアーシップを(株)リソー教育企画に商号変更   |
| 2013年10月 | (株)インターTOMAS分社化<br>(株)プラスワン教育分社化<br>(株)日本エデュネットを(株)スクールTOMASに商号変更<br>(株)リソー教育企画を(株)TOMAS企画に商号変更 |
| 2016年11月 | セブ島ITパークに学校法人向けオンライン英会話事業TOMAS ENGLISH TRAINING CENTER, INC.(スクールTOMAS 99.9%出資会社)を設立            |
| 2019年 9月 | 学校法人駿台学園との資本業務提携に基づき、合併会社「駿台TOMAS」を設立(出資比率51%)  |

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレマー)をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## 教育分野を事業ドメインとし5つのセグメントで事業を展開

### 2. 事業の概要

沿革の項で述べたように同社は学習塾事業から次第に事業領域を拡大し、2019年11月現在は同社本体及び子会社9社の合計10社でグループを形成している（2019年9月設立の駿台TOMASを含む）。この10社で学習塾や家庭教師派遣、幼児教育などの事業を展開しているが、情報開示上は業態によって5セグメントに分けて開示している。

基本的には各事業セグメントと主要なグループ会社は1対1の対応関係にある。また、会社名とサービスブランドが同じであることも多い。したがって同社の決算説明資料などでは、しばしば事業セグメントをグループ会社名あるいはサービスブランドに置き換えて説明している。1対1対応の例外は学習塾事業で、このセグメントは同社本体が運営する個別進学指導の「TOMAS」事業と、子会社の（株）インターTOMASが担当している英会話スクール（サービスブランド名は会社名と同じ「inter TOMAS」）事業の2つから成り立っている。その詳細な内訳は開示されていないが、現状ではインターTOMASの売上規模は年間5億円程度で、学習塾事業の収益の大半はTOMAS事業によるものと弊社では推測している。また、合併企業の駿台TOMAS（2019年9月設立）は新業態「Spec. TOMAS（スペクトーマス）」の第1号校舎を2020年2月に開校予定で、これも情報開示上は学習塾事業の中に含まれるとみられる。

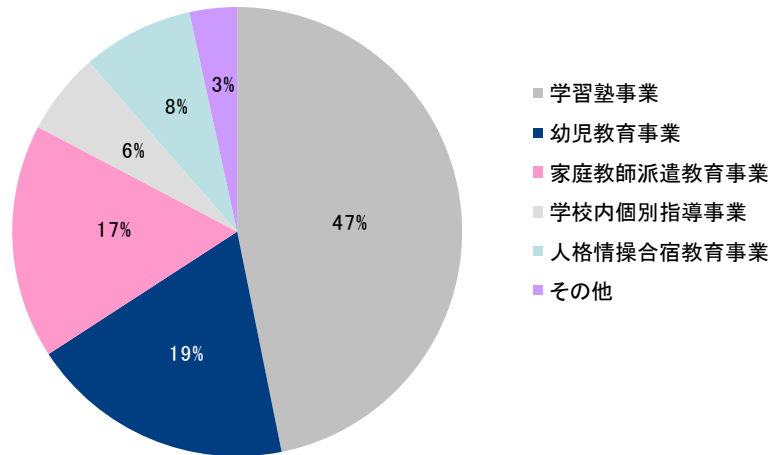
#### 事業セグメントと主要事業会社の概要

| 事業セグメント    | 会社名       | 事業内容   |
|------------|-----------|--|
| 学習塾事業      | リソー教育     | 学習塾事業。完全個別指導塾「TOMAS」を運営。「MEDIC TOMAS」ブランドで医学部受験専門個別指導も展開 |
|            | インターTOMAS | 幼児から社会人を対象とした英会話教室の運営                                    |
| 家庭教師派遣教育事業 | 名門会       | 家庭教師派遣、及び地方（1都3県以外）における個別指導塾「TOMEIKAI」の運営                |
| 幼児教育事業     | 伸芽会       | 名門幼稚園・小学校の受験指導、及び「伸芽'Sクラブ」ブランドで託児事業・学童保育事業を展開            |
| 学校内個別指導事業  | スクールTOMAS | 学校内における個別指導、及び子会社でセブ島を拠点としたオンライン英会話事業「ハローe先生」を展開         |
| 人格情操合宿教育事業 | プラスワン教育   | 様々な体験を通じて行動力や判断力を養うツアー事業や、サッカー教室や体操教室の運営を行うスクール事業を展開     |
| その他        | TOMAS企画   | 生徒募集勧誘事業（グループ各事業のための生徒勧誘事業）                              |

出所：有価証券報告書、決算説明会資料等よりフィスコ作成

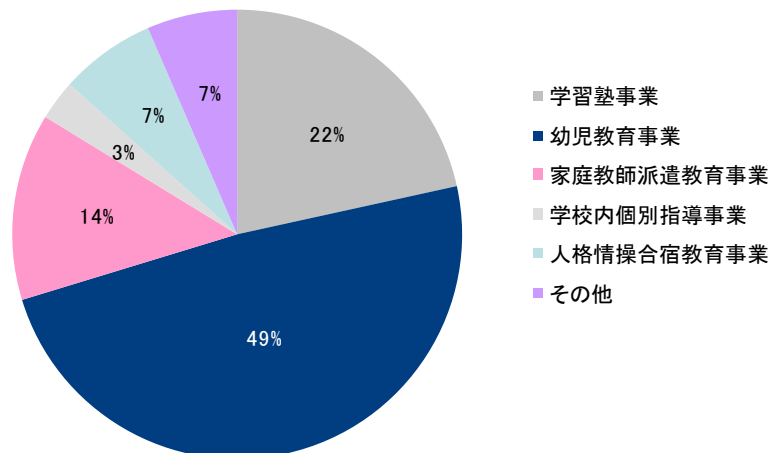
事業セグメント別の売上高及び営業利益の構成比を見ると、2020年2月期第2四半期実績ベースでは、売上高では学習塾事業が全体の47%を占め、幼児教育事業と家庭教師派遣教育事業がそれぞれ19%、17%で続いている。学校内個別指導事業は中期的に急拡大への期待が高いが2020年2月期第2四半期の売上構成比は6%にとどまっている。

## 会社概要

**事業セグメント別売上高内訳  
(2020年2月期第2四半期累計)**


注：構成比は調整額を除き算出  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

営業利益の売上構成比は、幼児教育事業が49%を占めてトップとなっており、以下、学習塾事業の22%、家庭教師派遣教育事業の14%と続いている。2020年2月期第2四半期決算では、上期(第2四半期)に需要期を迎える幼児教育事業の利益が大きく出ているのに対し、学習塾事業などの他の事業は下期に需要期を迎えるという事情から、年間ベースでの構成比に比べて大きくゆがんでいる点に注意が必要だ。通期ベースでは主力の学習塾事業や家庭教師派遣教育事業、学校内個別指導事業などの売上構成比が売上高のそれ並みに上昇してくるとみられる。

**事業セグメント別営業利益内訳  
(2020年2月期第2四半期累計)**


注：構成比は調整額を除き算出  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

## “進学実績追求型”事業モデルを確立し、少子化の逆風のなか、安定した増収基調と高い利益率を実現

### 3. 特長・強み

同社は様々な特長や強みを有しているが、弊社ではそれらの中で特に以下の 2 つが重要だと考えている。すなわち、1) 長期的にほぼ一貫して業績が拡大基調を歩んでいることと、2) 高い利益率を実現していること、の 2 つだ。これら 2 つの特長は、弊社の理解では同じところに根差しており、この 2 つをしっかりと理解することで、同社の中長期的な成長シナリオに対する理解度や確信度が高まることにつながってくるものと考えている。

同社は 1985 年 7 月の創業で、初年度の 1986 年 6 月期は 163 百万円の売上高を計上した。その後 2013 年 2 月期まで、連続増収を達成した（2006 年 2 月期は決算期変更によって 8 ヶ月の変則決算のため減収となったが、12 ヶ月換算すると実質的に増収を達成）。その後、不適切な会計処理の問題が発覚して同社はその対応に追われ、2016 年 2 月期まで停滞が続いた。2017 年 2 月期に 4 期ぶりに過去最高売上高を更新した後は再び連続増収基調をたどっている。

重要なことは、この間日本においては少子化、すなわち学習塾・予備校業界にとっての市場の縮小が続いてきたということだ。少子化を表す一例として、出生数は同社の創業の 10 年前に当たる 1975 年は 1,901,440 人だった。それが 2018 年には 918,397 人にまでほぼ一貫して減少が続いている。こうしたなか同社は生徒数の増大が続いており、直近の 2020 年 2 月期第 2 四半期においても学習塾事業、家庭教師派遣教育事業、及び幼児教育事業の中核の 3 セグメントでそれぞれ生徒数増加を達成した。すなわち、同社の業績拡大が、価格要因（生徒 1 人当たり売上高等）のみならず、数量要因（生徒数の増大）によってもたらされている点が同社の特長・強みの重要なポイントだ。

一方、同社の利益率について、売上総利益率、販管費率及び営業利益率を見ると、直近期の 2019 年 2 月期の売上高営業利益率は 10.3% と 10% をわずかに上回る水準となっているが、同社自身は現在の 10% 前後という営業利益率には決して満足しておらず、営業利益率 15% を当面の目標に掲げて全力で取り組んでいる最中にある。

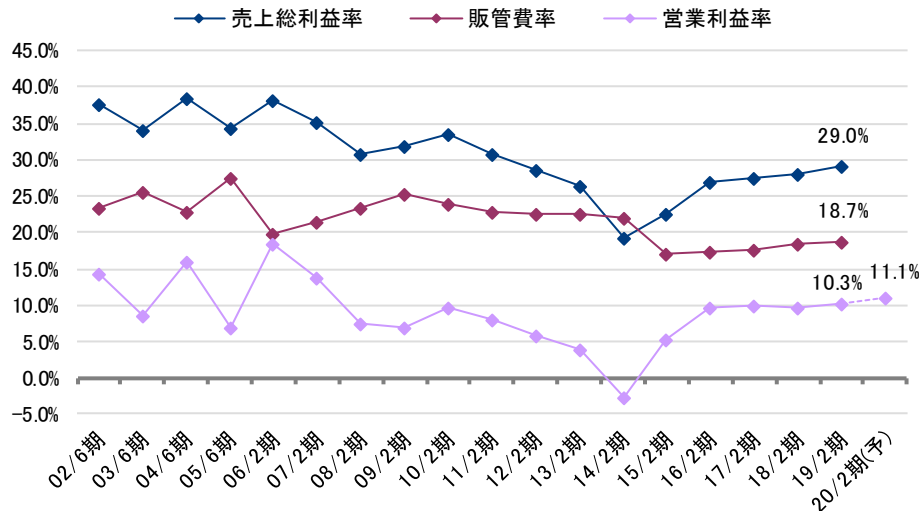
学習塾・予備校業界を俯瞰した場合、営業利益率 10% というのは決して低くはなく、むしろ上位に位置する水準だ。上場する同業他社の中には同社よりも高い営業利益率を実現している企業も複数あるが、それらは集団指導を中核の事業モデルとしている。同社のように個別指導をメインとするか、集団と個別とを半々で展開するような業態の同業他社の中に、同社のように 2 ケタの営業利益率を実現できているところは極めて少ない。

2019 年 2 月期までの業績は、新規事業の先行投資で一部の事業が損失を計上しているなど、同社の有する潜在力が十分には表れていない。同社が当面の目標と掲げる 15% という水準が、同社の事業が本質的に有する営業利益率であり、十分達成可能だと弊社では考えている。その先の将来においては、更なる利益率の上昇も狙えるが、一方でコンプライアンス経営の強化などにより、かつて（例えば上場以前の営業利益率 20% 超を誇っていた時代）とは環境が大きく異なることも事実だ。営業利益率 15% という目標設定は様々な角度からみて妥当で説得力のあるものと言えるだろう。



## 会社概要

## 売上総利益率、販管費率、営業利益率の長期推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

同社が持つ安定した収益成長とハイ・マージンビジネスという2つの特長は、本来まったく別の事象であり、それゆえその要因も異なると思いがちだ。しかし、同社にあっては同じところに起因するというのが弊社の理解だ。

現取締役会長の岩佐氏は創業に当たり中国の一人っ子政策から2つの大きなヒントを得た。それは一人っ子政策の裏側に潜む少子化と、少子化の結果として子供1人当たり投下される教育費が増大するということの2つだ。すなわち、少子化を当初から想定して事業を興し、事業モデルを構築したという点で、同社はスタート時から相対的に優位なポジションにあったとも言えるだろう。また1人当たりの教育費が増大する点を看破したことで、少子化を逆風ではなく追い風に変えることに成功している。

少子化に立ち向かううえで事業モデルの重要なポイントが、1)1対1の完全個別指導と、2)その目的(ゴール)を進学指導に置いたこと、の2つだ。この2つは現在のTOMASを始めとする同社の各業態に共通した要素でもある。1)と2)の2つを組み合わせた個別指導を本格的に展開しているところは現状では見当たらない。現在の個別指導市場における最も一般的なモデルは、1:少数(2~3名)の“準”個別指導で、学校の授業の補習目的というものだ。他社が同社のモデルを採用しない大きな理由は明確で、一言で言えば事業リスクが高いためだ。完全個別指導を行おうとすれば料金は高くせざるを得ないが、“授業の補習”ではその高い料金を正当化することはできない。高い授業料を正当化するものは唯一、進学実績だけという厳しい現実がある。ここまで頭では理解できても、いざ実行するのは相当ハードルが高いのは想像に難くない。成功(進学実績)が約束されているわけではなく、また、ブランドや評価の確立に相当の時間を要するためだ。

## 会社概要

同社自身、質の高い個別指導の提供を設立目的としながらも創業当初は「1クラス6名の学力別クラス編成」という集団指導からスタートし、岩佐氏が思い描いていた完全個別指導を提供したのは創業5年後の1990年だった。その間には同社内でも意見・方針の対立もあったと推察されるが、最終的に完全個別指導が実現したのは、「学習塾産業はサービス業である」という意識の導入とその徹底にある。その意識のもと、高い顧客満足を提供することに意を砕いてきた。学習塾・予備校業界における高い顧客満足度とは希望校への合格にほかならない。同社は創業以来現在に至るまでサービス業という意識が一貫して保持されており、サービス事業者の使命として進学実績の追求を最大の経営目標としている。この“進学実績追求型”の事業モデルこそが同社の強みの源泉であり、冒頭の安定増収と高利益率の2つの特長につながっている。

同社がサービス産業という意識を高く持って経営していることを表す1つの事例が、同社の正社員はマネジメントに徹するというスタイルだ。主力のTOMAS事業では同社の講師陣は学生や社会人のアルバイトであり、各教室に在籍する正社員はそうした講師陣と児童・生徒、及びその保護者との調整役に徹している。具体的には、1) 生徒・保護者の本音の目的・目標（ゴール）を引き出し、2) それを担当講師としっかり共有した上でカリキュラムを作成し、3) レッスン開始後は進捗状況やその後の指導方針等について保護者に対して説明責任を果たす、という作業だ。この一連のサイクルを繰り返して行うことで、普段から高い顧客満足度を維持しつつ、最終的に志望校合格という最大の顧客満足へとつなげるという流れだ。

同社の安定成長・高利益率という状況が将来的に持続可能かという点については投資のタイムホライズンをどう設定するかにもよるが、一般的な中長期投資のタイムホライズンと考えられる5年から10年という時間軸の中では持続する可能性は十分高いと弊社では考えている。

まず、同社の展開する事業モデル（高価格・高品質のサービス）への需要は常に一定数存在することが挙げられる。次に、その市場への他社の参入がポイントになるが、この点は前述のように他社の参入で過当競争に陥るリスクは小さいとみている。同社の事業モデルに特段の秘密はないが、様々な要素が有機的に組み合わさって初めて今の同社が有する特長・強さの実現が可能になり、そこに至るには時間を要する。同社が創業から長い年月を要した道程を少子化が加速する現在において後追い・再現するのは、同社が経験した以上の事業リスクを伴うことになると考えられる。同社の進学実績追求型事業モデルに対する参入障壁の高さは同社の3つ目の特長と言えるだろう。

## 業績の動向

### 全セグメントが増収となり、2ケタの増収増益で着地

#### 1. 2020年2月期第2四半期決算の概要

同社の2020年2月期第2四半期決算は、売上高12,987百万円(前年同期比10.0%増)、営業利益1,166百万円(同19.8%増)、経常利益1,165百万円(同19.0%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益727百万円(同25.3%増)と、増収増益で着地した。

業績の動向

同社は通期ベースで業績予想を管理しており第2四半期の業績予想を公表していない。したがって事前予想との比較はない。しかしながら、通期予想に対する進捗率や前年同期比伸び率などから判断すると、通期予想の線に沿った順調な進捗だったと弊社では評価している。

**2020年2月期第2四半期決算の概要**

(単位：百万円)

|                  | 19/2期  |        | 20/2期 |        |       |
|------------------|--------|--------|-------|--------|-------|
|                  | 上期     | 上期     | 前年同期比 | 通期(予)  | 進捗率   |
| 売上高              | 11,808 | 12,987 | 10.0% | 27,000 | 48.1% |
| 営業利益             | 973    | 1,166  | 19.8% | 3,010  | 38.7% |
| 営業利益率            | 8.2%   | 9.0%   | -     | 11.1%  | -     |
| 経常利益             | 979    | 1,165  | 19.0% | 3,000  | 38.8% |
| 親会社株主に帰属する四半期純利益 | 580    | 727    | 25.3% | 1,800  | 40.4% |

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高は5つの事業セグメントすべてで前年同期比増収となり、全社ベースでは前述のように前年同期比10.0%増収となった。増収額では売上構成比で47%を占める学習塾事業(TOMAS)の伸長が大きく、増収額1,179百万円の約47%に相当する551百万円の増収となった。一方伸び率では、学校内個別指導事業(スクールTOMAS)の伸びが17.1%増と最も高く、以下、幼児教育事業(伸芽会)の12.4%増、学習塾事業の9.4%増と続いた。

利益面では、売上総利益率が28.1%となり、前年同期の27.4%から0.7ポイント改善した。収益性の高い幼児教育事業が全社平均を上回る増収率となって売上構成比を高めたことや、学校内個別指導事業の採算性が大きく改善したことが要因とみられる。販管費は前年同期比9.4%増となったが売上高の伸び率を下回ったため販管費率は19.1%と、前年同期の19.2%から0.1ポイント改善した。これらの結果、営業利益は前述のように前年同期比19.8%増となり、営業利益率は9.0%と前年同期の8.2%から0.8ポイント改善した。

2020年2月期第2四半期決算のポイントは2つあると弊社では考えている。1つは、生徒数の増加を伴った増収を実現していることだ。同社は学校・教室数も増やしつつあるが、その影響を排除した実質ベースでも生徒数を増加させることに成功している。少子化の影響下にあっても数量(生徒数)と単価の両要因で増収を達成している稀有な企業とすることができる。もう1つは5つの事業セグメントすべてで利益率が社内目標を達成したことだ。前年同期との比較においても学校内個別指導事業が黒字転換を果たすなど、全般に利益率が改善傾向にある。こうした2つの点で充実した結果を残したということで、2020年2月期第2四半期が好決算であったことはもちろん、質的にも充実した半年だったと評価することができるだろう。

## 学校内個別指導事業の損益が黒字転換し、全事業が黒字化

### 2. セグメント別動向

同社のセグメントは、学習塾事業と家庭教師派遣教育事業、幼児教育事業、学校内個別指導事業、人格情操合宿教育事業で構成されている。

## 業績の動向

**(1) 学習塾事業**

学習塾事業の 2020 年 2 月期第 2 四半期は、売上高 6,395 百万円（前年同期比 9.4% 増）、営業利益 245 百万円（同 6.4% 減）と増収減益で着地した。営業利益率は前年同期の 4.5% から 3.8% へと低下した。

売上高は TOMAS の生徒数が前年同期比 9.9% 増となったことが貢献して 2 ケタ近い増収となった。TOMAS についてはサテライト戦略の下、120 校体制を当面の目標に出店を続けており、2020 年 2 月期第 2 四半期は学芸大学校（5 月）と多摩センター校（6 月）の 2 校を開校した。営業利益が減益となった理由は、後述する学校法人駿河台学園との業務提携による新業態「Spec. TOMAS」に関する先行費用が理由だ。この点を修正した実質ベースでは増収増益だったとみられる。

**(2) 家庭教師派遣教育事業**

家庭教師派遣教育事業の 2020 年 2 月期第 2 四半期は売上高 2,305 百万円（前年同期比 8.9% 増）、営業利益 153 百万円（同 43.1% 増）と増収増益となった。このセグメントでは家庭教師派遣の「名門会」を軸に、新規事業として TOMAS 事業を地方で展開する「TOMEIKAI」事業の運営を行っているが、事業全体で生徒数は前年同期比 6.7% 増と順調な伸びを達成した。家庭教師事業では北関東エリアの拡充に取り組み、5 月に宇都宮、6 月に水戸と高崎にそれぞれ拠点を開設した。TOMEIKAI 事業については市場性や立地を吟味しながらの事業展開を基本方針としており、2020 年 2 月期第 2 四半期では新規開設がなかった。

**(3) 幼児教育事業**

幼児教育事業の 2020 年 2 月期第 2 四半期は、売上高 2,594 百万円（前年同期比 12.4% 増）、営業利益 553 百万円（同 12.9% 増）と増収増益となった。営業利益率は 21.4% と前年同期から 0.1 ポイント改善した。売上高は生徒数が 12.9% 増と 2 ケタの増加となったことが貢献した。幼児教育は基本的に集団指導であるため、生徒数の増加は限界利益増となって利益を押し上げる。これによって拠点拡大に伴う費用増加等を吸収し、増益を確保した。拠点については新規事業の伸芽'S クラブの拠点拡大に注力しており、2020 年 2 月期第 2 四半期は伸芽'S クラブ学童の拠点を 2 ケ所（4 月・池袋東口校、6 月・学芸大学校）開設した。

**(4) 学校内個別指導事業**

学校内個別指導事業の 2020 年 2 月期第 2 四半期は、売上高 802 百万円（前年同期比 17.1% 増）、営業利益 32 百万円（前年同期は 41 百万円の営業損失）と、増収・黒字転換となった。このセグメントではスクール TOMAS とハロー e 先生の 2 つの事業を展開しているが、足元はスクール TOMAS の導入学校数拡大に注力している。2019 年 2 月末時点で 36 校\*が導入しており、これらが 2020 年 2 月期第 2 四半期はフル稼働したことが増収につながった。また 2020 年 2 月期第 2 四半期中にはさらに 3 校が導入し、2019 年 8 月末時点では 39 校の導入実績となっている。

\* スクール TOMAS とハロー e 先生はいずれも学校経由での販売という点では同じ事業モデルとなっており、導入学校数にはハロー e 先生の単独導入契約校の数も含まれている。

業績の動向

**(5) 人格情操合宿教育事業**

人格情操合宿教育事業の2020年2月期第2四半期は、売上高1,093百万円（前年同期比1.9%増）、営業利益78百万円（同11.8%減）となった。この事業では子会社の（株）プラスワン教育が「TOMAS Gymnastics」ブランドの体操教室の運営やスクールツアーの企画・実行などを手掛けている。イベント数などで売上高は変動しやすい面があるが、2020年2月期第2四半期は前年同期比横ばい圏で推移した。利益については、7月に「TOMAS Gymnastics」麻布校を開校し、それに伴う費用増などにより減益となった。

**セグメント別詳細動向**

（単位：百万円）

|            | 19/2期      |        | 20/2期  |        |
|------------|------------|--------|--------|--------|
|            | 上期         | 上期     | 前年同期比  |        |
| 売上高        | 学習塾事業      | 5,844  | 6,395  | 9.4%   |
|            | 家庭教師派遣教育事業 | 2,116  | 2,305  | 8.9%   |
|            | 幼児教育事業     | 2,308  | 2,594  | 12.4%  |
|            | 学校内個別指導事業  | 685    | 802    | 17.1%  |
|            | 人格情操合宿教育事業 | 1,072  | 1,093  | 1.9%   |
|            | その他        | 418    | 465    | 11.3%  |
|            | 小計         | 12,446 | 13,656 | 9.7%   |
|            | 調整額        | -638   | -669   | -      |
|            | 売上高合計      | 11,808 | 12,987 | 10.0%  |
|            | 営業利益       | 学習塾事業  | 261    | 245    |
| 家庭教師派遣教育事業 |            | 106    | 153    | 43.1%  |
| 幼児教育事業     |            | 490    | 553    | 12.9%  |
| 学校内個別指導事業  |            | -41    | 32     | -      |
| 人格情操合宿教育事業 |            | 88     | 78     | -11.8% |
| その他        |            | 35     | 73     | 108.0% |
| 小計         |            | 942    | 1,136  | 20.7%  |
| 調整額        |            | 31     | 29     | -      |
| 営業利益合計     |            | 973    | 1,166  | 19.8%  |
| 営業利益率      |            | 学習塾事業  | 4.5%   | 3.8%   |
|            | 家庭教師派遣教育事業 | 5.1%   | 6.6%   | -      |
|            | 幼児教育事業     | 21.3%  | 21.4%  | -      |
|            | 学校内個別指導事業  | -6.1%  | 4.1%   | -      |
|            | 人格情操合宿教育事業 | 8.3%   | 7.1%   | -      |
|            | その他        | 8.5%   | 15.8%  | -      |
|            | 全社営業利益率    | 8.2%   | 9.0%   | -      |

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 中長期成長戦略と進捗状況

### 新3ヶ年中期経営計画を開始。過去の種まきした事業の収穫と、将来に向けた新たな事業の開発に取り組む

#### 1. 中長期成長戦略の概要

同社は3ヶ年中期経営計画の着実な実行を中長期の持続的成長の指針と位置付けている。2019年2月期決算の発表に際して、同社は2020年2月期-2022年2月期の新3ヶ年中期経営計画を発表した。

新中期経営計画3ヶ年における各事業部門の成長への取り組みについて、前回と大きく変えていないのは、同社は教育業界に身を置く企業として拙速な利益成長の追求を避けるという配慮が背景にあると弊社ではみている。

しかし一方で、上場企業として収益成長を追求する意欲は他社に引けを取るものではなく、社会構造の変化や制度変更なども見据えながら常に5~10年という単位で事業展開を行っている。新中期経営計画では、前中期経営計画において種まきのステージにあった新規事業が収穫期に入ってくる見通しとなっており、その収穫具合が新中期経営計画のポイントの1つと言える。そしてもう1つのポイントは、将来に向けた新しい種まきの中身だ。

#### 事業セグメント別の成長への取り組みの一覧

| 事業セグメント    | 事業主体      | 事業の内容   | 成長への取り組み                       |   |
|------------|-----------|---|--------------------------------|---|
|            |           |   | 既存事業                           | 新規事業  |
| 学習塾事業      | リソー教育     | 進学個別指導塾「TOMAS」の運営   | 既存教室のリニューアル等                   | サテライト校の新開設の加速、医学部受験の「MEDIC TOMAS」の展開                                |
|            | インターTOMAS | 個別指導をベースにした英会話スクールを展開   |                                | TOMASと同一立地に展開し、シナジーの最大化   |
| 家庭教師派遣教育事業 | 名門会       | 家庭教師派遣  | 家庭教師派遣拠点の拡大                    | 個別指導塾「TOMEIKAI」の展開  |
| 幼児教育事業     | 伸芽会       | 受験指導の「伸芽会」教室の運営   | 「伸芽会」の増床によるキャパシティ拡大            | 「伸芽'Sクラブ」ブランドによる英才託児事業(1~3歳)と進学指導付き学童保育(小1~小3)                      |
| 学校内個別指導事業  | スクールTOMAS | 学校内における進学個別指導「スクールTOMAS」の展開<br>ハローe先生事業(マンツーマンの個別英会話の学校内での展開) |                                | 東京都教育委員会、みずほ銀行との業務提携で成長加速<br>スクールTOMASとの親和性の高さ、英語教育ニーズの高まりを背景に導入校拡大 |
| 人格情操合宿教育事業 | プラスワン教育   | 各種教室の運営(スクール事業)、ツアー事業、海外留学事業                                  | TOMASなど他事業との相互送客の強化でグループ収益の底上げ |   |

出所：会社資料、取材よりフィスコ作成

現在は中期経営計画初年度(2020年2月期)の上期(第2四半期累計期間)を終えたところだが、ここまででいくつかの明確な進展が見られ、新中期経営計画は極めて順調なスタートを切ったと弊社では評価している。

中長期成長戦略と進捗状況

次代の成長エンジンとして期待されている学校内個別指導事業は、収穫期に入ってきたことが明確となった。前述のように、同事業は2020年2月期第2四半期決算で営業黒字に転換したほか、導入学校数も2020年2月期末には1年前から大きく増える見通しとなって2021年2月期以降の成長加速シナリオの確信度が高まった状況にある。

高収益体質の幼児教育事業では、新規事業である伸芽'Sクラブ事業が幼児を対象とする託児と小学生を対象とする学童の2つの領域で順調な拡大が続いている。伸芽'Sクラブの最大の効能は乳幼児から高校生までの長期囲い込み戦略を可能にする点にある。これが狙いどおりに機能することが確認できたため、今後は新規開校を加速させて事業の拡大を図るステージに移行することになる。

将来に向けた新たな種まきとしては、学校法人駿河台学園との資本業務提携と合併会社の設立が行われた。これに基づき2019年9月には合併企業として駿台TOMASを設立（出資比率は同社51%、駿河台学園49%）し、2020年2月の新事業開始に向けて準備を開始した状況にある。

新中期経営計画の業績目標は、最終年度の2022年2月期において売上高33,000百万円、営業利益3,810百万円、経常利益3,800百万円、親会社株主に帰属する当期純利益2,300百万円を達成するというのがその内容だ。

**新中期経営計画（2020年2月期－2022年2月期）の業績計画**

（単位：百万円）

|                     | 20/2期  |       | 21/2期  |       | 22/2期  |       |
|---------------------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
|                     | 計画     | 前期比   | 計画     | 前期比   | 計画     | 前期比   |
| 売上高                 | 27,000 | 10.2% | 30,000 | 11.1% | 33,000 | 10.0% |
| 営業利益                | 3,010  | 19.0% | 3,410  | 13.3% | 3,810  | 11.7% |
| 営業利益率               | 11.1%  | -     | 11.4%  | -     | 11.5%  | -     |
| 経常利益                | 3,000  | 18.1% | 3,400  | 13.3% | 3,800  | 11.8% |
| 親会社株主に帰属する<br>当期純利益 | 1,800  | 14.2% | 2,000  | 11.1% | 2,300  | 15.0% |

出所：決算説明資料、決算短信よりフィスコ作成

弊社ではこの業績目標は十分達成可能とみている。前提条件は、1) 学習塾事業や家庭教師派遣教育事業は前中期経営計画期間の年平均成長率と同じ水準が続く、2) 幼児教育事業は伸芽'Sクラブの拡大で成長率が15%に上昇する、3) 学校内個別指導事業は導入学校数が加速するため年平均成長率が30%に急拡大する、というものだ。この試算結果は33,336百万円となり、同社が掲げる33,000百万円という売上高目標に近い値となった。

リソー教育 | 2019年12月11日(水)  
 4714 東証1部 | <https://www.riso-kyoikugroup.com/ir/>

中長期成長戦略と進捗状況

事業セグメント別売上高の年平均成長率と2022年2月期の試算

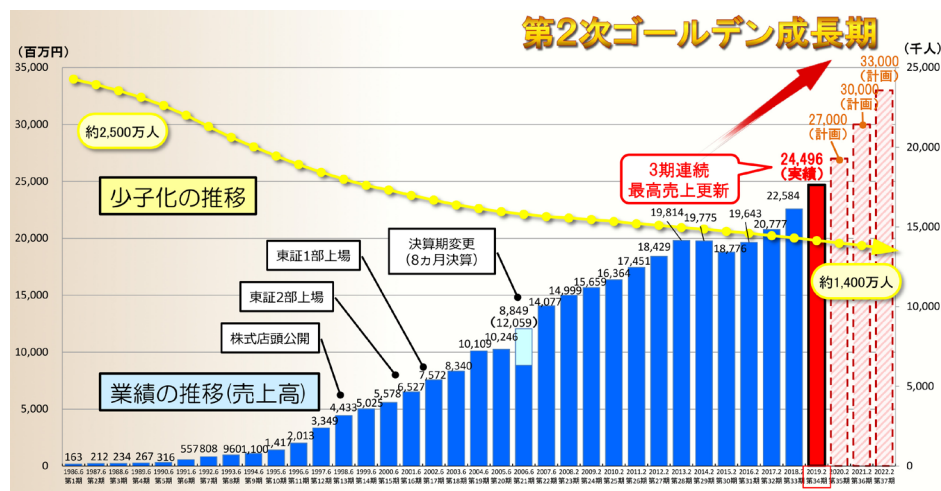
(単位：百万円)

|            | 前中期経営計画<br>(17/期～19/2期) |              |       | 新中期経営計画<br>(20/2期～22/2期) |                 |                 |
|------------|-------------------------|--------------|-------|--------------------------|-----------------|-----------------|
|            | 16/2期<br>売上高            | 19/2期<br>売上高 | 前期比   | 3ヶ年<br>年平均成長率            | 3ヶ年予想<br>年平均成長率 | 22/2期<br>売上高(予) |
| 学習塾事業      | 9,869                   | 12,586       | 8.9%  | 8.4%                     | 10.0%           | 16,752          |
| 家庭教師派遣教育事業 | 4,623                   | 4,873        | 1.5%  | 1.8%                     | 2.0%            | 5,171           |
| 幼児教育事業     | 3,119                   | 4,358        | 15.0% | 11.8%                    | 15.0%           | 6,628           |
| 学校内個別指導事業  | 1,175                   | 1,393        | 4.6%  | 5.8%                     | 30.0%           | 3,060           |
| 人格情操合宿教育事業 | -                       | 1,671        | 12.3% | -                        | -               | 2,224           |
| その他        | 1,657                   | 854          | 18.5% | -                        | -               | 1,000           |
| 小計         | 20,444                  | 25,737       | 8.7%  | 8.0%                     | -               | 34,836          |
| 調整額        | -802                    | -1,241       | -     | -                        | -               | -1,500          |
| 合計         | 19,643                  | 24,496       | 8.5%  | 7.6%                     | -               | 33,336          |

出所：取材、決算短信等よりフィスコ作成

前述のように、同社は1985年の創立以来、2013年2月期まで連続増収を達成してきたが、2014年2月期からしばらくは踊り場にあった。2016年2月期から連続増収基調を回復しているが、学校内個別指導事業がけん引する形で今後3ヶ年の増収率が加速すると期待される状況になっている。こうした状況を踏まえ、同社は新中期経営計画期間を含む今後数年間を『第2次ゴールデン成長期』と位置付けて収益の成長加速を狙う方針だ。

創業来売上高の推移



出所：決算説明資料より掲載



## スクール TOMAS、ハロー e 先生ともに回収期入り。 潜在的需要は大きく中期的な成長エンジンと期待

### 2. 学校内個別指導事業の成長戦略と進捗状況

学校内個別指導事業は子会社のスクール TOMAS が展開する事業で、学校内で個別指導サービスを提供するスクール TOMAS 事業とオンライン英会話教育を提供するハロー e 先生事業の 2 つから成っている。

#### (1) スクール TOMAS 事業

スクール TOMAS 事業とは学校内に 1 対 1 個別指導の TOMAS を設置する事業で、ポイントは、学校という集団指導との相性の良さと、授業の内容が補習ではなく受験指導である点にある。個別指導を手掛ける同業他社は数多いがそのほとんどは学校の補習という位置付けだ。

導入する学校側の目的は進学実績の向上だ。少子化の時代に生徒を呼び込む最大のアピール材料は進学実績であり、その実現を学校の授業と相性の良い個別指導によって目指すということで、潜在的なニーズは極めて多いと推測される。一方同社側のメリットはいろいろあるが、何といても大きいのは不動産経費の節減とそれによる高利益率の実現だ。

このスクール TOMAS の導入学校数はこれまで計画よりも遅れ気味ではあったが、講師の確保も含めて体制が整い、いよいよ導入学校数が加速するステージに入ってきた状況にある。2019 年 2 月末の導入学校数は 36 校だったが、2020 年 2 月末時点の導入見込みは 64 校（契約ベースでは 70 校）となる見通しだ。

スクール TOMAS に関しては、同社と東京都教育委員会との間で業務委託契約が締結されている。これは東京都教育委員会が進める「進学アシスト校」事業にかかる業務をスクール TOMAS が請負い、都立高校にスクール TOMAS を導入して大学受験のための進学指導を行うというものだ（2019 年 4 月 10 日付リリース参照）。現在、複数の都立高（2～3 校とみられる）で試験的に実施されており、その結果を見て導入学校数や時期などの詳細が決定される見通しだ。“結果”とは進学実績であるため、事業の進捗が具体化するのとは早くて 2020 年春、場合によってはさらに 1 年先の 2021 年春になる可能性がある。時間と手間がかかる取り組みではあるが、スクール TOMAS 事業の先行きを大きく左右すると考えられる取り組みであり、じっくりと見守りたい。

中期的な時間軸で見た場合のスクール TOMAS の事業規模に関し、同社は 300 校への導入は十分可能とみている。現在のペースが続けば 2021 年 2 月期中に導入校数が 100 校に到達する可能性があるが、それを機に、同社はスクール TOMAS の更なる拡販に向けて大きくアクセルを踏み込む構想を有している。学校側から見た場合も、100 校の導入実績があり、それらが期待どおりの進学実績を出しているということになれば、競争上の必要性や相対的優位性の確保といったことが直接の動機となって導入機運が大きく拡大することが期待される。

## (2) ハロー e 先生事業

ハロー e 先生は、学校内でマンツーマン型の個別英会話指導を行うもので、契約当事者が学校法人となる B to B to C 型事業モデルである点でスクール TOMAS 事業と共通している。当社における営業活動や受講生における進学指導など、様々な面でシナジー効果が高い構造となっている。

ハロー e 先生の特長は、ネイティブスピーカーの英語教師による英会話指導にある。しかし国内においてネイティブの英会話講師を確保することはコスト面でも容易ではない。これを解決するために同社は、フィリピン・セブ島に講師を集めてそこから日本の高校にオンラインで英会話指導を行うモデルを開発した。オンライン形式は、講師 1 人当たりの稼働率、すなわち生産性の向上にも寄与すると期待される。

しかしながら、ハロー e 先生事業はこれまで先行投資が続いてきた。現地の名門大学出身者を中心に人材を集めるだけでなく、現地の法規制にのっとった雇用体制の確立や教育効率を上げるために不可欠な講師への日本語教育などによって、当初の想定以上に立ち上げ費用が肥大化した模様で、これが収益性を圧迫してきた。しかしながらこれらの先行投資は 2019 年 2 月期までにピークを打ち、2020 年 2 月期からはスクール TOMAS 同様“回収期”に入っている。

ハロー e 先生の導入学校数は 2019 年 2 月期の 16 校から、2020 年 2 月期末では 28 校へと拡大する見通しとなっている。

## サテライト戦略の下、着々と校舎網を拡大。 駿河台学園との資本業務提携はポテンシャルが大きく要注目

### 3. 学習塾事業の成長戦略と進捗状況

学習塾事業は同社本体が運営する個別進学指導の「TOMAS」事業と、子会社のインター TOMAS が担当している英会話スクール（サービスブランド名は会社名と同じ「inter TOMAS」）事業の 2 つから成り立っている。その内訳は開示されていないが、現状ではインター TOMAS の売上規模は年間 5 億円程度で、学習塾事業の大半は TOMAS 事業によるものと弊社では推測している。

TOMAS 事業は進学指導を目的とした完全個別指導ということで、独自のポジションを築いている。一般的に、個別指導塾は学校の補習を目的としていることが多く、授業形態も 1 対 2 (もしくは 3) の“準”個別形式が多い。TOMAS は指導目的と授業形態の両面で差別化を図り、授業料の高価格設定を実現している。

授業料の高価格設定はプラス・マイナス両面がある。プラス面は高収益の実現や講師の確保だ。特に講師の確保は人手不足が蔓延する現在の社会情勢にあって、大きなアドバンテージとなっている。マイナス面は市場性の問題だ。高所得世帯が対象顧客となるが、その分布状況に鑑みて、現状では TOMAS の展開を 1 都 3 県に絞っており、地方展開は後述する家庭教師派遣教育事業の名門会が担っている。

### (1) サテライト戦略の進捗状況

こうした TOMAS 事業の特性を踏まえて同社は、同事業の成長戦略として「サテライト戦略」に取り組んでいる。これは、従来はターミナル駅において 150～200 坪の広さで 200 名～400 名規模で教室を展開していたのに対して、周辺の中堅駅において 50～60 坪の広さに 100 名～150 名の規模で教室を展開する戦略を言う。2019 年 2 月期においては 9 校を新規に開校し、期末の校舎数は 83 校となった。今後も年間約 5～10 校のペースでサテライト校の新規開校を継続し、2019 年 2 月期～2023 年 2 月期の 5 年間で約 50 校上積みして 120 校体制の確立を目指す方針だ。なお、この 120 校という数値は当面の目標であり通過点だ。

2020 年 2 月期第 2 四半期の進捗としては、当初の計画どおり 2 校（学芸大学校と多摩センター校）を新規開校した。また下期に当たる 9 月にはこれも計画どおり宮崎台校を開校し、2020 年 2 月期の新規開校計画は予定どおり完了している。

### (2) 駿台 TOMAS の設立と「Spec. TOMAS」事業

2020 年 2 月期第 2 四半期の大きな進捗としては、同社と学校法人駿河台学園との資本業務提携がある。この具体的アクションとして両社は 9 月に合弁で駿台 TOMAS を設立した。出資比率は同社が 51% で過半を握っている。駿台 TOMAS の事業目的は、両社の強みを生かした超難関校受験対策に特化した完全 1 対 1 の個別指導教室の展開だ。同社はこれを「Spec. TOMAS」のブランドで展開することを決定している。

Spec. TOMAS は 2020 年 2 月に自由が丘に第 1 号校舎を開校し、その後吉祥寺や市ヶ谷、横浜、大宮などに順次開校して 5 校体制で動きだす方針だ。当初は中学校受験を事業領域として事業を展開するが、将来的には高校受験や大学受験へと拡大させる計画だ。

弊社では駿河台学園との提携はポテンシャルが大きい、非常に質の良い提携だと評価している。弊社が期待するのは駿河台学園が抱える講師人材の活用や、教材の出版等の周辺事業への展開だ。特に人材活用に関しては、駿河台学園が抱える 5,000～6,000 名とも言われる講師陣のうち実際に稼働している講師の数は約半分にとどまっている点が注目される。同社は今後、スクール TOMAS の本格拡大期を迎えることや、TOMAS のサテライト戦略の進展に伴い、これまで以上の講師獲得ニーズに直面すると考えられる。駿河台学園の人材が活用できればこの問題の解決に大きく前進すると期待される。

## 既存事業の家庭教師派遣事業では中核市への拠点設置に注力中。 TOMAS を地方展開する TOMEIKAI 事業は出店地を吟味中

### 4. 家庭教師派遣教育事業の成長戦略と進捗状況

家庭教師派遣教育事業は子会社の名門会が担っている。同社の中では比較的早い 1989 年から事業を開始した。100% プロの社会人講師が指導することと、学習塾・予備校に比べて情報開示が不透明な家庭教師業界にあって、進学実績をきちんと公表している唯一の事業者であるという点が特長かつ差別化要因となっている。

## 中長期成長戦略と進捗状況

家庭教師はTOMAS同様、個別指導であるが、指導場所が異なる。同社グループとしては1都3県ではTOMASの拡大に注力し、TOMASの営業地域外においては家庭教師による個別指導という形ですみ分けてきた。その結果、名門会の地域別売上構成は、首都圏が31%、それ以外が69%となっている。

家庭教師派遣教育事業セグメントを担う名門会としての成長戦略は大きく2つだ。1つは既存事業である家庭教師派遣の拠点数拡大であり、もう1つは新規事業としての個別指導塾「TOMEIKAI」の展開だ。

**(1) 家庭教師派遣教育事業の進捗状況**

家庭教師派遣教育事業では従来あまり出店していなかった中核市への出店を強化していく方針だ。同社は元来、大阪、名古屋に代表される政令指定都市中心に家庭教師派遣事業を展開してきたが、今後は市場性の高い中核市を吟味しながら拠点数を拡大し、収益の成長実現を図るとみられる。

2020年2月期は北関東地域の強化を打ち出しており、2020年2月期第2四半期においては5月に宇都宮、8月に水戸・高崎に、それぞれ拠点を開設した。さらに下期に入った9月にはつくば駅前校を開設した。

今後は既に拠点を設けている政令指定都市についても、大阪、名古屋といった人口・経済の規模の大きい都市では、拠点の追加開設も検討していく方針だ。

**(2) TOMEIKAIの進捗状況**

名門会のもう1つの成長戦略は、TOMAS事業の地方展開だ。同社本体が手掛けるTOMAS事業は営業地域を1都3県に限定し、地方については名門会が「TOMEIKAI」ブランドで展開する方針を決定している。

TOMEIKAIは、2019年2月末時点で全国に7校を展開している。2020年2月期第2四半期は新規の開校はなく7校体制が続いている。これは出店候補地の再検討や市場性の精査に時間を要しているためと弊社では推測している。

TOMEIKAI事業のポテンシャルについては、1県2校平均と考えて全国で80～90校の開校余地があると考えられる。また、医学部をターゲットに門前教室的に開校するケースを想定しても、国公立や私立大学の医学部全81校のうち75校が1都3県以外のエリアにあることに照らすと、やはり80～90校の開校余地があるとの見方が可能だ。

一方、リスク要因としては、地方の人口減少や地域経済の疲弊が予想以上のスピードで進行していることが挙げられる。前述の潜在市場規模も、半分の50校程度とみておくほうが確実という可能性もある。TOMEIKAIの開校ペースが他の事業・業態よりも緩慢なのはこうした要因も理由の1つとなっている可能性がある。

## 新規事業である「伸芽'Sクラブ」は託児・学童ともに順調に拡大中。 長期囲い込み戦略の重要なパーツを担う

### 5. 幼児教育事業の成長戦略と進捗状況

幼児教育事業には 2003 年に伸芽会を完全子会社化して参入した。伸芽会は創立・創業 62 年の老舗で、名門幼稚園・小学校へのいわゆる“お受験”の業界において、パイオニア企業であると同時に No.1 の合格実績を誇っている。

幼児教育事業における成長の取り組みは、新規事業である「伸芽'Sクラブ」の拡大・強化だ。

#### (1) 伸芽'Sクラブの進捗状況

小学校お受験市場は非常に特殊で、それを手掛ける伸芽会事業はヨコ展開（地理的拡大）が難しい。そこで同社が打ち出したのがタテ展開（年齢層の拡大）であり、その具体的なプラットフォームが「伸芽'Sクラブ（しんがーずくらぶ）」だ。

タテ展開を別の言葉で言えば、いわゆる囲い込み戦略と言うことができる。小学校お受験は4歳ころからスタートするがその年齢をさらに下に拡大するという視点と、伸芽会の卒業生（すなわち小学生1年生）を、中学校受験のための TOMAS（通常は小学校4年生から受験勉強が始まる）に確実につなげるという、2つの視点で骨格となっている。その具体的なサービスが伸芽'Sクラブの託児事業と学童保育事業だ。

託児事業は1～3歳児を対象としており、お受験指導の「伸芽会」の1段階前の年齢層を取り込む事業だ。特長は1) お受験対応型の長時間託児、2) 共働き世帯へのお受験対応のソリューション提供（伝統的に、お受験は母親が専業主婦でないとい合格は困難と言われてきた）の2つだ。現在首都圏で6校（2019年2月末現在）を展開しているが、開校と同時に満員・順番待ちという状況が続いている。

学童保育は保育所の小学生版とも言え、保育所ニーズと同様の背景から少子化が進行する現在にあっても成長が続いている。一般的な学童保育は児童福祉法を根拠とし、行政からの補助金が受けられるが、数少ない成長市場であることもあり、学習塾事業者など民間企業の参入も相次いでいる。同社はこの市場に“（中学受験を見据えた）進学指導付きの長時間学童保育”を特長・差別化要因として参入している。2020年2月期第2四半期の進捗としては4月に池袋東口校、5月に学芸大学校を開校し、2019年8月末時点で15校体制となっている。下期はさらに3校（通期ベースでは5校）の開校を計画している。

弊社では伸芽'Sクラブの教室数は中期的に現状の約3倍、すなわち、託児・学童合計で60教室程度への拡大は十分可能だと考えている。伸芽'Sクラブが既存の「伸芽会」の対象年齢を前後に拡大する位置づけと考えれば首都圏20校の「伸芽会」教室に託児・学童を併設する形での出店が1つの基本形になってくると考えられる。そうなれば2教室×20ヶ所で40校となり、他のターミナル駅・中核駅への出店を合わせれば60校という目標は十分現実的な想定と言えるだろう。

## 中長期成長戦略と進捗状況

また、TOMAS（現状 86 校）への準備期間という位置付けからのアプローチでも、TOMAS が 120 校を目指して積極拡大中である現状に照らすと、やはり 60 教室という数値は十分理にかなうと考えている。実現するうえでのハードルは、市場性よりも不動産物件の確保や教師人材の確保にあると弊社ではみている。特に人材については、託児や学童が必要とされるスキルは学習塾におけるそれとはまったく異なるため、予想外に高いハードルとなる可能性もあるとみている。

## (2) 伸芽会事業の成長シナリオ

お受験業界は、学力テストで合否が決まる中学や高校受験とはまったく様相を異にしている。知能や運動能力、行動観察など評価基準が多岐にわたっており、試験科目も学校ごとにバラバラとなっている。それゆえ、特定の幼稚園や小学校をターゲットにした小規模事業者や個人事業者が乱立している。また市場も東京都内が圧倒的に大きく、それ以外は神奈川・埼玉・千葉の 3 県と関西圏の一部に限定されている。

こうした市場にあって伸芽会は、関東エリア 20 教室、関西エリア 3 教室の合計 23 教室（2019 年 2 月末現在）を展開し、規模と実績の両面で業界ナンバーワンのポジションにある。

お受験市場の特殊性と少子化トレンドに照らすと伸芽会事業には成長性がないように思えてしまうが、決してそうではないと弊社では考えている。

むしろ少子化ゆえに、今後も緩やかに拡大が続くと弊社ではみている。過去 10 年くらいの間に大学入試の多様化（推薦入試・AO 入試の拡大など）が急激に進んだがそれは一般入試の競争激化を生みだした。また、2020 年度からの大学入試制度改革は、その全貌が見えないこともあって、一般入試を避けるマインドが強まっている。こうした環境変化が大学系列の幼稚園・小学校へのお受験熱を高めている状況だ。一方、大学側でも学生の確保に向けた囲い込み戦略の一環で、系列幼稚園・小学校の強化を図っており、双方の思惑が一致した状況にある。これがお受験市場の拡大を予想する理由だ。

ただし、伸芽会教室数の拡大に対しては、同社は慎重な姿勢を貫いている。首都圏で 20 校を展開する同社は、地理的に出店余地がないと判断しているためだ。増大する需要に対しては既存教室の増床などで対応していくとみられる。したがって幼児教育事業の成長戦略の中心は前述の伸芽'S クラブ事業となってくるだろう。

## ■ 今後の見通し

### 上期の好調は下期も継続中。 通期予想の達成可能性は十分高いとみる

2020 年 2 月期について同社は、売上高 27,000 百万円(前期比 10.2% 増)、営業利益 3,010 百万円(同 19.0% 増)、経常利益 3,000 百万円(同 18.1% 増)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,800 百万円(同 14.2% 増)と増収増益を予想している。第 2 四半期決算を経ても通期予想には期初予想から変更はない。

**リソー教育** | 2019年12月11日(水)  
 4714 東証1部 | <https://www.riso-kyoikugroup.com/ir/>

今後の見通し

**2020年2月期通期見通しの概要**

(単位：百万円)

|                     | 19/2期  |        |        | 20/2期  |        |       |        |       |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
|                     | 上期     | 下期     | 通期     | 上期     | 下期(予)  | 前年同期比 | 通期(予)  | 前期比   |
| 売上高                 | 11,808 | 12,688 | 24,496 | 12,987 | 14,012 | 10.4% | 27,000 | 10.2% |
| 営業利益                | 973    | 1,556  | 2,529  | 1,166  | 1,843  | 18.5% | 3,010  | 19.0% |
| 営業利益率               | 8.2%   | 12.3%  | 10.3%  | 9.0%   | 13.2%  | -     | 11.1%  | -     |
| 経常利益                | 979    | 1,561  | 2,540  | 1,165  | 1,834  | 17.5% | 3,000  | 18.1% |
| 親会社株主に帰属する<br>当期純利益 | 580    | 995    | 1,576  | 727    | 1,072  | 7.7%  | 1,800  | 14.2% |

注：下期(予)は通期予想から上期実績を引いたもので、通期予想達成に必要な下期の所要収益額  
出所：決算短信よりフィスコ作成

同社はセグメント別の業績見通しについては公表していない。しかしながら中長期成長戦略の項で述べたように、基本的には各事業セグメントともに、2019年2月期実績の成長率が中期的(3~5年)に継続することを基本シナリオとし、その中で先行投資期を終えて回収期に入った学校内個別指導事業の収益成長が高い伸び率を達成することで全社の業績成長が形成される構図を想定しているとみられる。弊社においてこの前提で試算したところ、会社側の業績予想と矛盾しない結果が得られた。

**2020年2月期の事業セグメント別売上高見通しの試算**

(単位：百万円)

|            | 19/2期  |       |                      | 20/2期売上高             |                                 |
|------------|--------|-------|----------------------|----------------------|---------------------------------|
|            | 売上高    | 前期比   | 17/2期-19/2期の<br>CAGR | 19/2期の増収率を<br>適用した場合 | 17/2期-19/2期の<br>CAGRを適用した<br>場合 |
| 学習塾事業      | 12,586 | 8.9%  | 8.4%                 | 13,708               | 13,649                          |
| 家庭教師派遣教育事業 | 4,873  | 1.5%  | 1.8%                 | 4,948                | 4,959                           |
| 幼児教育事業     | 4,358  | 15.0% | 11.8%                | 5,012                | 4,872                           |
| 学校内個別指導事業  | 1,393  | 4.6%  | 5.8%                 | 1,811                | 1,811                           |
| 人格情操合宿教育事業 | 1,671  | 12.3% | -                    | 1,877                | 1,877                           |
| その他        | 854    | 18.5% | -                    | 1,012                | 685                             |
| 小計         | 25,737 | 8.7%  | 8.0%                 | 28,368               | 27,853                          |
| 調整額        | -1,241 | -     | -                    | -1,200               | -1,200                          |
| 売上高合計      | 24,496 | 8.5%  | 7.6%                 | 27,168               | 26,653                          |

注：学校内個別指導事業については、20/2期の前期比増収率は、いずれのケースも30%とした。人格情操合宿教育事業については17/2期-19/2期のCAGRがないため、いずれのケースも19/2期の増収率を適用した。

CAGR = Compound Annual Growth Rate (年平均成長率)

出所：決算説明資料、決算短信よりフィスコ作成

前述のように、2020年2月期第2四半期は極めて順調に推移し、生徒数が主要事業セグメントで全般的に増加したことから、内容的にも質の高い経営状況にあった。この状況は下期に入っても継続しており、悪化方向への急変といった兆候は見られない。こうしたことから、通期業績の上振れへの期待も高まるところではあるが、その点は慎重に見ておくべきだろう。

**リソー教育** | 2019年12月11日(水)  
 4714 東証1部 | <https://www.riso-kyoikugroup.com/ir/>

今後の見通し

通期の予想が達成されることについては弊社もその可能性は十分に高いとみている。しかし、その上振れ幅が適時開示上の上方修正に該当する水準になるかは難しい。2020年2月期第2四半期決算における売上高と営業利益の進捗率はそれぞれ48.1%、38.7%だった。この水準は前年同期と同じ水準だ。また、同社は成長戦略の一環で既存事業・新規事業それぞれで教室・校舎の展開を拡大させる方針だが、これらは初年度においては費用が先行し利益を圧迫する。これらをこなして適時開示上の上方修正を実現するのはハードルが高いと弊社では考えている。

2021年2月期以降に関しては、中長期の強力な成長エンジンと期待される学校内個別指導事業（スクールTOMAS）が本格的な立ち上がりを迎えて、導入学校数が2019年2月末の36校から2020年2月末には64校へと大きく増える見通しとなっている点が注目される。2020年2月期中の純増分が収益貢献するのは実質的には2021年2月期からとなるが、それだけに、2020年2月期以降も収益成長が持続することへ期待が高まる状況となっている。

**損益計算書及び主要指標**

(単位：百万円)

|                 | 16/2期  | 17/2期  | 18/2期  | 19/2期  | 20/2期<br>2Q累計 | 20/2期<br>通期(予) |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------------|----------------|
| 売上高             | 19,643 | 20,777 | 22,584 | 24,496 | 12,987        | 27,000         |
| 前期比             | 4.6%   | 5.8%   | 8.7%   | 8.5%   | 10.0%         | 10.2%          |
| 売上総利益           | 5,291  | 5,704  | 6,341  | 7,113  | 3,644         | -              |
| 売上総利益率          | 26.9%  | 27.5%  | 28.1%  | 29.0%  | 28.1%         | -              |
| 販管費             | 3,401  | 3,653  | 4,183  | 4,583  | 2,478         | -              |
| 販管費率            | 17.3%  | 17.6%  | 18.5%  | 18.7%  | 19.1%         | -              |
| 営業利益            | 1,890  | 2,051  | 2,158  | 2,529  | 1,166         | 3,010          |
| 前期比             | 87.9%  | 8.5%   | 5.2%   | 17.2%  | 19.8%         | 19.0%          |
| 営業利益率           | 9.6%   | 9.9%   | 9.6%   | 10.3%  | 9.0%          | 11.1%          |
| 経常利益            | 1,857  | 2,032  | 2,139  | 2,540  | 1,165         | 3,000          |
| 前期比             | 89.8%  | 9.4%   | 5.3%   | 18.7%  | 19.0%         | 18.1%          |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 1,428  | 1,275  | 1,381  | 1,576  | 727           | 1,800          |
| 前期比             | -40.0% | -10.7% | 8.3%   | 14.1%  | 25.3%         | 14.2%          |
| 分割調整後EPS        | 9.23   | 8.37   | 9.36   | 10.68  | 4.93          | 12.19          |
| 分割調整後配当         | 3.33   | 8.33   | 9.33   | 11.00  | 6.00          | 12.00          |
| 分割調整後BPS        | 50.28  | 42.68  | 42.49  | 42.28  | 40.78         | -              |

出所：決算短信よりフィスコ作成



**リソー教育** | 2019年12月11日(水)  
 4714 東証1部 | <https://www.riso-kyoikugroup.com/ir/>

今後の見通し

**貸借対照表**

(単位：百万円)

|             | 15/2 期末 | 16/2 期末 | 17/2 期末 | 18/2 期末 | 19/2 期末 | 20/2 期 2Q 末 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 流動資産        | 5,216   | 6,395   | 5,598   | 6,052   | 6,318   | 6,920       |
| 現金及び預金      | 3,288   | 4,515   | 3,866   | 4,171   | 4,716   | 4,815       |
| 営業未収入金      | 1,217   | 1,356   | 739     | 833     | 924     | 1,452       |
| 棚卸資産        | 107     | 99      | 125     | 100     | 102     | 129         |
| 固定資産        | 6,768   | 6,058   | 5,577   | 5,602   | 6,138   | 6,387       |
| 有形固定資産      | 2,282   | 2,177   | 2,277   | 2,489   | 2,877   | 3,071       |
| 無形固定資産      | 218     | 200     | 203     | 162     | 153     | 138         |
| 投資その他の資産    | 4,267   | 3,680   | 3,097   | 2,950   | 3,106   | 3,176       |
| 繰延資産        | 85      | 39      | 74      | 69      | 54      | 44          |
| 資産合計        | 12,069  | 12,493  | 11,250  | 11,724  | 12,510  | 13,351      |
| 流動負債        | 3,981   | 3,042   | 3,162   | 3,430   | 3,861   | 4,804       |
| 未払金         | 913     | 805     | 810     | 761     | 1,222   | 1,492       |
| 前受金         | 1,646   | 1,155   | 1,090   | 1,331   | 1,169   | 1,645       |
| 固定負債        | 2,047   | 1,664   | 1,786   | 2,019   | 2,385   | 2,505       |
| 株主資本        | 5,986   | 7,680   | 6,290   | 6,292   | 6,415   | 6,182       |
| 資本金         | 2,890   | 2,890   | 2,890   | 2,890   | 2,890   | 2,890       |
| 資本剰余金       | 822     | 822     | 822     | 822     | 822     | 822         |
| 利益剰余金       | 2,521   | 4,181   | 3,971   | 3,975   | 4,099   | 3,867       |
| 自己株式        | -249    | -215    | -1,394  | -1,396  | -1,397  | -1,398      |
| その他の包括利益累計額 | 55      | 105     | 10      | -18     | -173    | -163        |
| 純資産合計       | 6,041   | 7,785   | 6,301   | 6,273   | 6,263   | 6,041       |
| 負債・純資産合計    | 12,069  | 12,493  | 11,250  | 11,724  | 12,510  | 13,351      |

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)

|                  | 15/2 期 | 16/2 期 | 17/2 期 | 18/2 期 | 19/2 期 | 20/2 期 2Q |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 営業活動によるキャッシュ・フロー | -2,546 | 1,434  | 2,481  | 2,278  | 2,707  | 1,346     |
| 投資活動によるキャッシュ・フロー | 5,488  | -217   | -527   | -593   | -731   | -287      |
| 財務活動によるキャッシュ・フロー | -1,556 | 9      | -2,603 | -1,377 | -1,433 | -958      |
| 現金及び現金同等物に係る換算差額 | -      | -      | 0      | -2     | -1     | -1        |
| 現金及び現金同等物の増減額    | 1,385  | 1,227  | -649   | 305    | 544    | 98        |
| 現金及び現金同等物の期首残高   | 1,903  | 3,288  | 4,515  | 3,866  | 4,171  | 4,716     |
| 現金及び現金同等物の期末残高   | 3,288  | 4,515  | 3,866  | 4,171  | 4,716  | 4,815     |

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 株主還元

### 株主重視の姿勢を明確にするために、配当性向 100% を維持

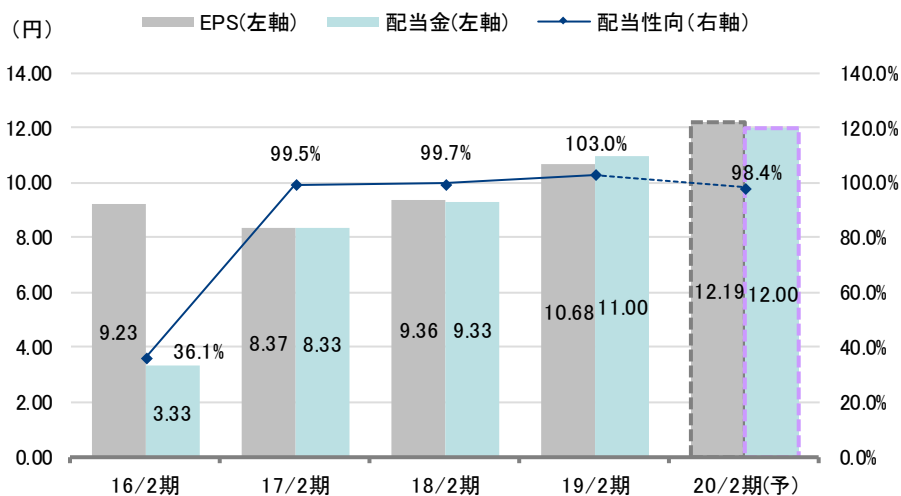
同社は株主への利益還元を経営の重要課題の1つと位置付けており、連結配当性向を指標として業績に応じた配当を行うことを基本方針としている。配当性向については一時的な配当の中断を経て復配を果たした2017年2月期以来、配当性向100%を目安としている。また、配当の支払いについては各四半期末の年4回としている。

2020年2月期については毎四半期3円配の年間12円配の配当予想を公表している。前期の11円配から1円の増配で、予想1株当たり利益12.19円に基づく配当性向は98.4%となる。2020年2月期はこれまで第1四半期末に3円配、第2四半期末に3円配と、期初予想どおりの配当を実施してきている。

配当性向100%の目安を導入した理由は、第1に長期保有株主への株主還元強化だ。また、成長投資のための所要額が相対的に小さく、営業キャッシュ・フローを中心とする内部調達や保有する手元資金等で十分に賄える状況にあることも大きな理由となっている。将来的に、大型投資等によって資金ニーズが高まるようなことがなければ、配当性向100%の目安は維持される可能性が高いとみられるが、配当性向の見直しを迫るような大型成長投資案件の登場も期待されるどころだ。

同社が高配当経営を行うもう1つの理由として、株価対策もあると考えられる。合従連衡が激しい学習塾・予備校業界にあって、株価を適性かつ高水準に保つというのは重要なポイントであるのは疑いない。しかしながら株価は本質的に上下に変動するものであり、その動きを自身でコントロールすることはできない。そこで同社は自助努力でコントロールできる配当において最大限の還元を実施し、配当の面から高株価経営の実現をサポートしようという意図を有しているものと推測される。

配当金、1株当たり当期純利益(EPS)及び配当性向の推移



注：2018年12月1日付で1:3の株式分割を実施  
 配当金は遡及して修正している

出所：決算短信よりフィスコ作成

#### 免責事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp