

2012年10月31日（水）

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

■中長期的な成長ポテンシャルは一段の高みへ

同社の2012年8月期の連結業績は、売上高が前期比5.6%増の14,484百万円、経常利益が同7.2%増の3,727百万円となり、過去最高益を更新した。主力の明光義塾で教室数、生徒数を伸ばし、増収増益基調が続いたことが主因。また、中期経営戦略の1つである新規事業の育成に関しても、早稲田アカデミー個別進学館や明光サッカースクールなどでFC（フランチャイズチェーン）展開が始まり、成長に向けた基盤が整ってきたと言えよう。

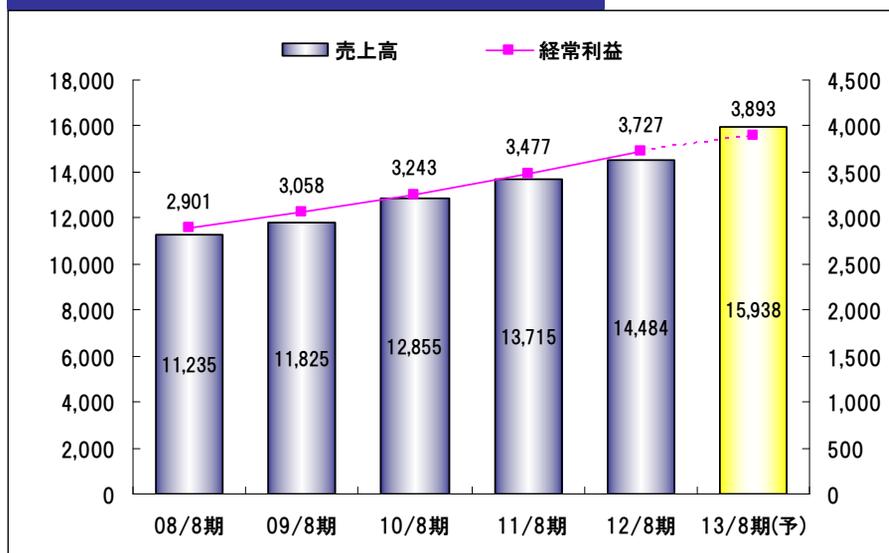
中期3カ年計画の最終年度となる2013年8月期も、売上高で前期比10.0%増の15,938百万円、経常利益で同4.5%増の3,893百万円と増収増益を見込んでいる。主力の明光義塾の安定成長が見込まれるほか、新規事業も早稲田アカデミー個別進学館や明光サッカースクールのFC展開本格化に伴い、収益貢献が見込まれる。また、2012年7月に子会社化したユーデック、6月に持分法適用会社となったライフサポートなどによる今後の収益貢献も期待したい。

株主への利益還元に対しても引き続き積極的に進めていく。2013年8月期の1株当たり配当金は前期比2円増の27円と15期連続での増配を予定している。また、2012年8月期末に実施した株主優待制度（1単元以上の株主に一律3,000円のQuoカード贈呈）も継続していく方針だ。明光義塾に加えて、今後は新規事業も収益への貢献が見込まれることから、中長期的な成長ポテンシャルは一段と高まってこよう。積極的な株主還元策も考慮すれば、株式市場での評価余地は大きいと言える。

■Check Point

- ・売上高、利益ともに過去最高を更新
- ・明光義塾の持続的成長と新規事業のFC展開で今期も増収増益へ
- ・15期連続での増配で株主優待を加えた利回りは7%超

業績推移（単位：百万円）



■決算動向

売上高、利益ともに過去最高を更新

10月11日に発表された2012年8月期の連結業績は、売上高が前期比5.6%増の14,484百万円、営業利益が同5.3%増の3,543百万円、経常利益が同7.2%増の3,727百万円、当期純利益が同2.4%増の1,969百万円と、売上高、利益ともに過去最高を更新した。また、1株当たり配当金も収益の拡大に伴い、前期比3円増の25円と14期連続での増配を記録した。なお、連結売上高経常利益率は連結の開示を始めた2010年8月期の25.2%から2011年8月期は25.4%、2012年8月期は25.7%と2期連続で上昇を続けている。

セグメント別の業績推移（単位：百万円、%）

セグメント別売上高	10/8期	11/8期	12/8期	伸び率
明光義塾直営事業	6,287	6,574	6,864	4.4%
明光義塾FC事業	5,846	6,402	6,736	5.2%
予備校事業	633	594	559	-5.9%
その他事業	87	143	324	125.3%
売上高合計	12,885	13,715	14,484	5.6%
セグメント別利益				
明光義塾直営事業	1,128	1,315	1,443	9.8%
明光義塾FC事業	3,055	3,256	3,313	1.7%
予備校事業	40	7	-7	-
その他事業	7	-174	-120	-
全社費用、のれん償却等	-1,123	-1,041	-1,086	-
営業利益合計	3,108	3,363	3,543	5.3%
セグメント別利益率				
明光義塾直営事業	17.9%	20.0%	21.0%	
明光義塾FC事業	52.2%	50.9%	49.2%	
予備校事業	6.4%	1.2%	-1.3%	
その他事業	8.0%	-121.7%	-37.0%	
合計	24.2%	24.5%	24.5%	

増収増益の主因は売上高、利益の9割以上を占める明光義塾の教室数、生徒数の拡大によるもの。また、早稲田アカデミー個別進学館や明光サッカースクールなど新規事業でFC展開が始まり、赤字幅が縮小したことも増益要因となった。

■決算動向

売上原価率が58.0%と前期比で0.2ポイントとわずかに上昇したが、これは中学生の学習指導要領改訂に伴い、教材仕入れが増加したことが大きい。また、販管費率は17.5%と0.2ポイント低下した。株主優待制度の費用（30百万円）や国連世界食料計画（WFP）の「学校給食プログラム」への寄付金（10百万円）など新たな費用増があったものの、販管費の抑制により販管費率を低減することができた。この結果、売上高営業利益率は前期比横ばいの24.5%となった。また、営業外収益で投資有価証券評価損の戻し入れ益が計上されたことや、持分投資利益の増加などにより営業外収支が改善、経常利益率は25.7%と前期比0.3ポイント上昇した。

2012年8月期連結決算概要（P/L）

（単位：百万円、%）

	11/8期	12/8期	12/8期増減要因
売上高 (対前期比増減率)	13,715 6.7	14,484 5.6	・明光義塾の教室数、生徒数の増加 ・新規事業におけるFC展開の開始
売上原価 (対売上比)	7,922 57.8	8,403 58.0	・中学の学習指導要領改訂に伴う教材仕入れの増加
販管費 (対売上比)	2,429 17.7	2,537 17.5	・株主優待開始（30百万円） ・国連WFPの「学校給食プログラム」への寄付金（10百万円）
営業利益 (対前期比増減率) (対売上比)	3,363 8.2 24.5	3,543 5.3 24.5	・明光義塾事業の増益 ・新規事業の赤字幅縮小
経常利益 (対前期比増減率) (対売上比)	3,477 7.2 25.4	3,727 7.2 25.7	・投資有価証券評価損の増減（+60百万円） ・持分投資利益（+16百万円）
特別利益 特別損失	26 169	24 166	・減損損失（155百万円）・・・東京医進学院
税引前利益 (対前期比増減率) (対売上比)	3,334 3.9 24.3	3,585 7.5 24.8	
法人税等 (実効税率)	1,411 42.3	1,616 45.1	
当期利益 (対前期比増減率) (対売上比)	1,922 1.4 14.0	1,969 2.4 13.6	

一方、キャッシュフロー（CF）の推移をみると、営業活動CFは堅調な業績推移により2,443百万円となった。投資活動CFは1,026百万円の出費となった。2012年8月期に保育・介護事業を手掛けるライフサポートの株式を取得し持分法適用関連会社化、また、関西圏における私立中学校受験情報誌及び公立、私立高校情報誌「がくあん」を発行するユーデックの株式を追加取得して連結子会社化したことなどによる。また、財務活動CFは1,158百万円の出費となったが、内訳は有利子負債の削減と配当金の支払いによるもの。2012年8月期末の有利子負債は1,902百万円となっている。この結果、自己資本比率は2011年8月期の64.2%から2012年8月期は66.6%とさらに改善している。

2012年8月期連結決算概要（C/F）

（単位：百万円、%）

	11/8期	12/8期	2012年8月期増減要因
営業活動CF	2,375	2,443	・堅調な業績推移による
投資活動CF	-758	-1,026	・ライフサポート株式取得（521百万円） ・ユーデック株式追加取得（105百万円）
財務活動CF	-904	-1,158	・借入金返済（500百万円） ・配当金支払い（661百万円）
現金・同等物の増減	712	257	
期末残高	4,173	4,431	



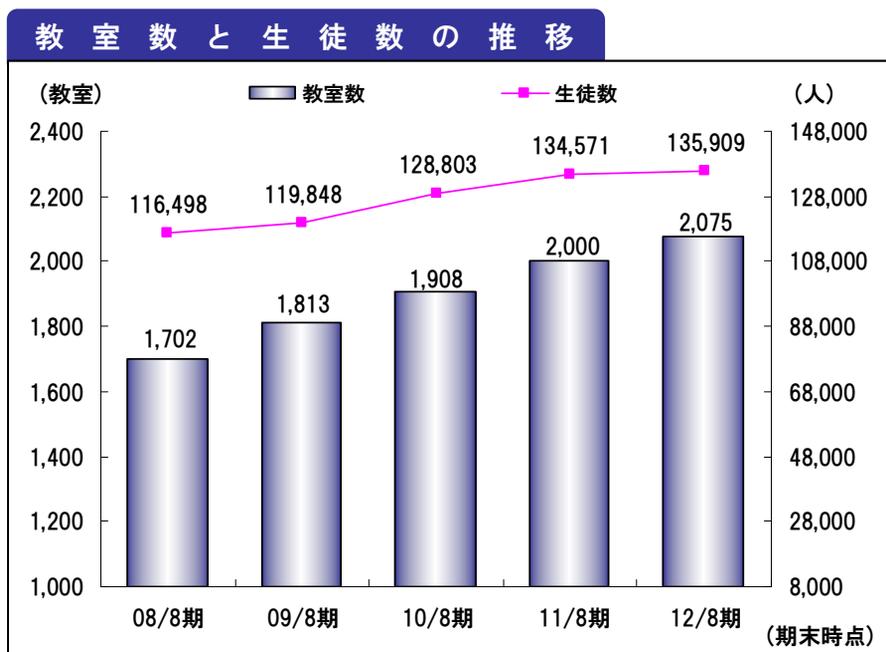
■セグメント別の決算動向

明光義塾の教室数、生徒数は安定成長を継続

(1) 明光義塾

2012年8月期のFC事業と直営事業を合わせた明光義塾は、教室数、生徒数が安定して伸びたことで、売上高は前期比4.8%増の13,600百万円、セグメント利益は同4.0%増の4,757百万円となった。このうち直営事業は売上高が4.4%増、セグメント利益が9.8%増、FC事業は売上高が5.2%増、セグメント利益は1.7%増となった。

教室数と生徒数の推移はグラフの通りとなっており、每期安定成長を継続していることがうかがえる。エリア別に増加した地域をみると、2012年8月期においては中部・東海・北陸地方が21の教室数の増加と最も多く、次いで東北、近畿、北関東・甲信越地方となっており、特に地方での開校が多かったと言える。



地域別教室数 (2012年8月末時点)

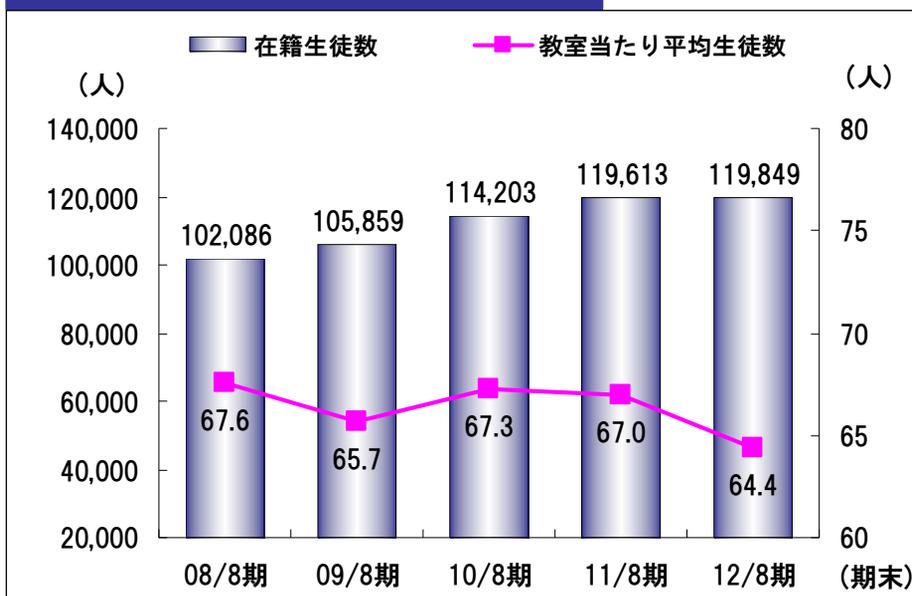
エリア	教室数	前期末比
北海道	72	0
東北	164	12
北関東・甲信越	256	11
首都圏	591	8
中部・東海・北陸	291	21
近畿	328	12
中国・四国	163	9
九州・沖縄	210	2
合計	2,075	75



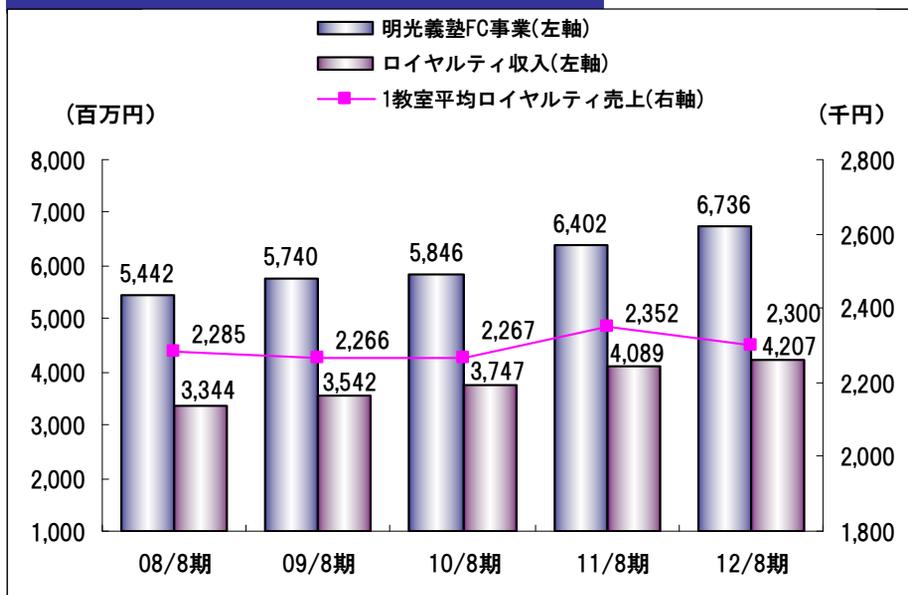
■セグメント別の決算動向

明光義塾FC事業の動向をみると、教室数は76教室増加の1,861教室、生徒数は前期比0.2%増の119,849人、1教室当たりの平均生徒数は64.4人と前期比で2.6人の減少となった。このため1教室当たりのロイヤルティ売上も減少する格好となったが、教室数の伸びやその他の収入増によってカバーし、売上高は前期比5.2%の増収となった。

FC 事業 の 生 徒 数 推 移



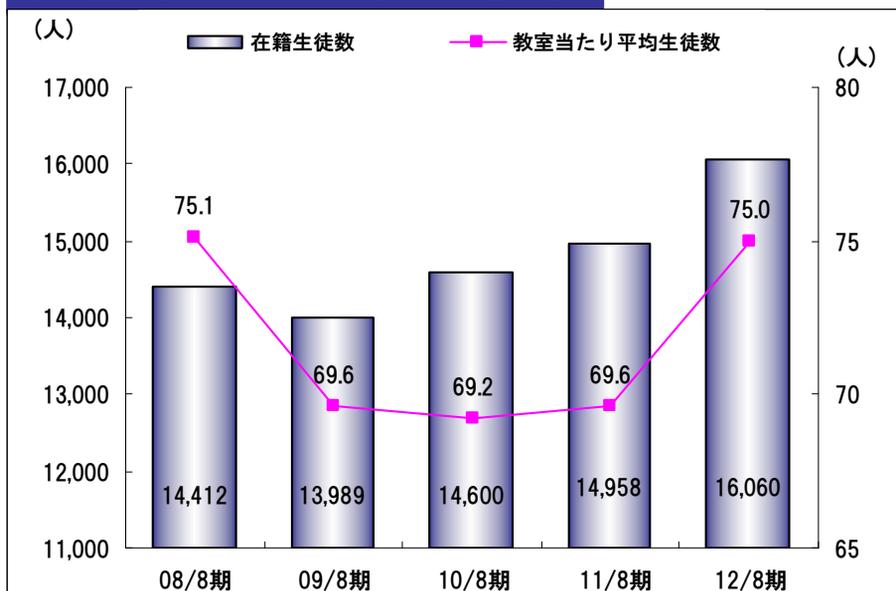
FC 事業 の 売 上 高 推 移



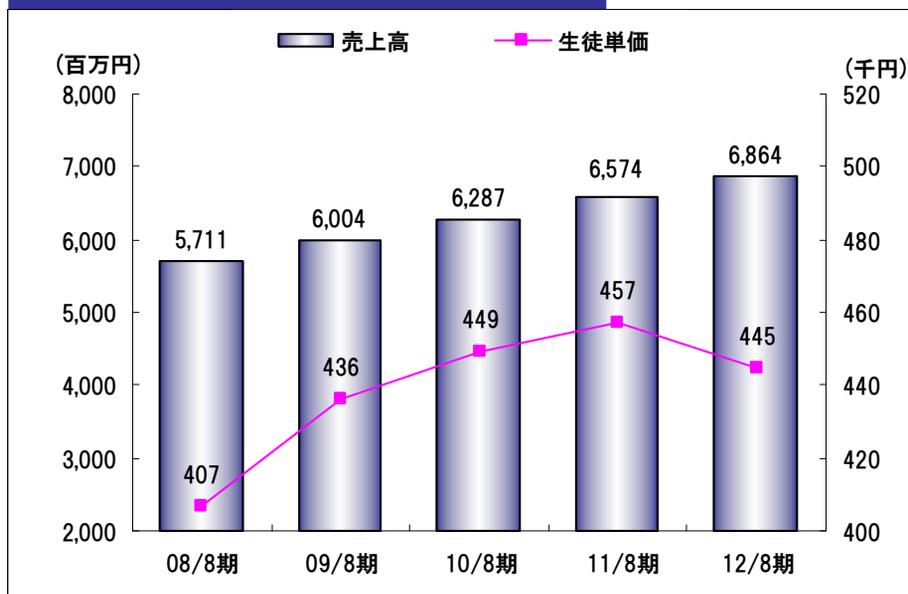
■セグメント別の決算動向

一方、直営事業は教室数が前期比で1教室減少の214教室となったが、在籍生徒数は前期末比7.4%増の16,060人と順調に拡大した。生徒1人あたりの平均単価は445千円となり、前期比で減少したものの、生徒数の拡大が寄与し、売上高は前期比4.4%増の6,864百万円となった。生徒数の拡大に関しては東日本大震災以降進めてきた、教室環境の整備、移転・リニューアルへの取り組みに対する効果が顕在化してきたものと思われる。

直営事業の生徒数推移



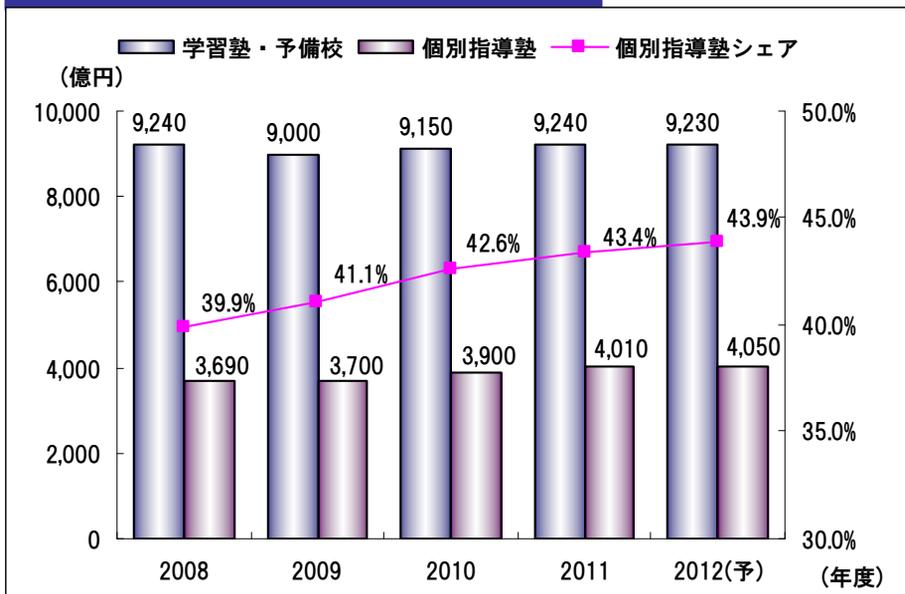
直営事業の売上高推移



■セグメント別の決算動向

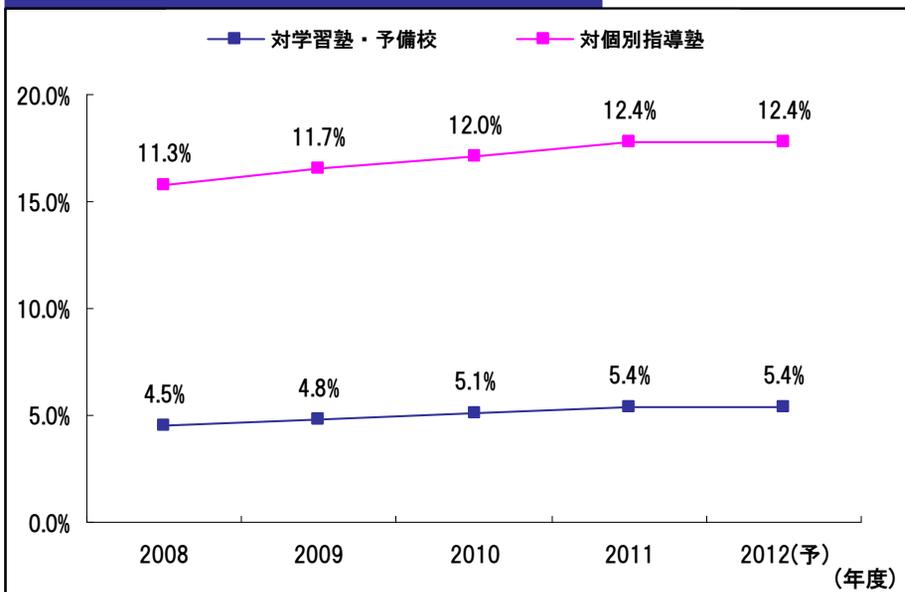
学習塾・予備校市場全体の動きは、2009年度に市場環境の悪化でいったん落ち込んだものの、2011年度には2008年の水準に回復、再び緩やかな成長を続けると考えられる。小学校における英語授業の必須化も、需要拡大の要因の1つとなっている。また、学習塾の中でも個別指導塾の比率が年々上昇しており、2011年度は43.4%の水準まで上昇している。同社のような少数人数での個別指導塾というスタイルが新規参入も含めて増えてきているものと思われる。こうしたなかで、同社の2011年度の市場シェアは学習塾・予備校市場で前期比0.3ポイント上昇の5.4%に、個別指導塾に限定すれば同0.4ポイント上昇の12.4%になっており、年々着実に上昇を続けている。

学習塾市場の市場規模



出所：矢野経済研究所「教育産業白書2012年版」

明光義塾の市場シェア



出所：矢野経済研究所「教育産業白書2012年版」

※1、事業者売上高ベース、2012年度は予測値（2012年9月現在）

※2、個別指導塾シェアについては学習塾・予備校市場規模、個別指導塾市場規模を基に算出



■セグメント別の決算動向

予備校事業は減損で償却負担がゼロへ

(2) 予備校事業

子会社である東京医進学院による予備校事業に関しては、医学部受験市場への新規参入による競争激化に加えて、家計部門の所得低下も影響し、生徒数は前期比10人減の120名と低調に推移した。このため、売上高は前期比5.9%減の559百万円、セグメント損益は7百万円の赤字となった。同社では同事業の立て直しを図るために、全寮制2校を2013年3月に統合することを決定。これに先立ってのれん等の残価155百万円を2012年8月期に一括で減損損失として計上した。従来であれば年間74百万円ののれん償却が2013年8月期も計上されるところが、今回の一括費用計上により、同事業におけるのれん償却負担はゼロとなる。

東京医進学院（単位：百万円）

	10/8期	11/8期	12/8期
売上高	633.9	594.0	559.0
営業利益	40.9	7.6	-7.0
経常利益	29.5	4.5	-10.0

新規事業のFC展開開始により成長軌道へ

(3) 新規事業

新規事業には表の通り、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5つの事業を現在展開している。このうち、2012年8月期は明光サッカースクールと早稲田アカデミー個別進学館でFC展開を開始。新規事業の売上高は前期比125.3%増の324百万円と成長軌道に乗り始めてきた。セグメント利益はまだ事業モデルを検証している事業もあるため赤字が続いているが、早稲田アカデミー個別進学館の躍進によって赤字幅は縮小している。

新規事業の業績推移（単位：百万円）

	10/8期	11/8期	12/8期	12/8期の取り組み
売上高	87	143	324	
明光サッカースクール	87	93	104	12年3月FC第1号開校、直営2校開校（直営6校、FC1校体制）
早稲田アカデミー個別進学館	-	45	199	FC7校新規開校（直営2校、FC7校）
明光キッズ	-	4	12	事業モデル検証中
アブラカドゥードル	-	0.6	7	12年4月複合施設「未来キッズクラブ」開設するなど、
明光アルク英語スタジオ	-	-	0.7	事業モデル検証中
セグメント利益	7	-174	-120	

■業績見通し

明光義塾の持続的成長と新規事業のFC展開で今期も増収増益へ

(1) 2013年8月期業績見通し

2013年8月期の会社側業績見通しは、売上高が前期比10.0%増の15,938百万円、営業利益が同8.6%増の3,846百万円、経常利益が同4.5%増の3,893百万円、当期純利益が同18.0%増の2,323百万円、1株当たり利益で84.23円となっている。

明光義塾の持続的成長が見込まれるほか、新規事業のFC展開本格化による売上拡大も増収増益要因となる。なお、営業利益率が24.1%と前期比0.4ポイント低下する計画となっているが、これは2013年8月期より新しくユーデックが連結対象と加わるため、売上高で675百万円、営業利益で直前期（2012年3月期）並みの水準となる17百万円前後を計画として織り込んでいるためだ。ユーデックの影響を除いたベースでみると、売上高は5%増、営業利益は8%増程度となり、既存事業ベースでは利益率は更に向上する見通しだ。

セグメント別売上高の業績推移（単位：百万円、%）

セグメント別売上高	10/8期	11/8期	12/8期	13/8期(予)	伸び率
明光義塾直営事業	6,287	6,574	6,864	14,244	4.7%
明光義塾FC事業	5,846	6,402	6,736		
予備校事業	633	594	559	578	3.4%
その他事業	87	143	324	1,115	244.1%
売上高合計	12,885	13,715	14,823	15,938	10.0%

なお、2013年8月期は中期3カ年計画の最終年度となるが、3カ年計画における業績（売上高16,307百万円、経常利益3,877百万円、当期純利益2,206百万円）と比較して、部門ごとの入り繰りはあるものの、全体的にはほぼ計画通りの進捗になっていると言える。

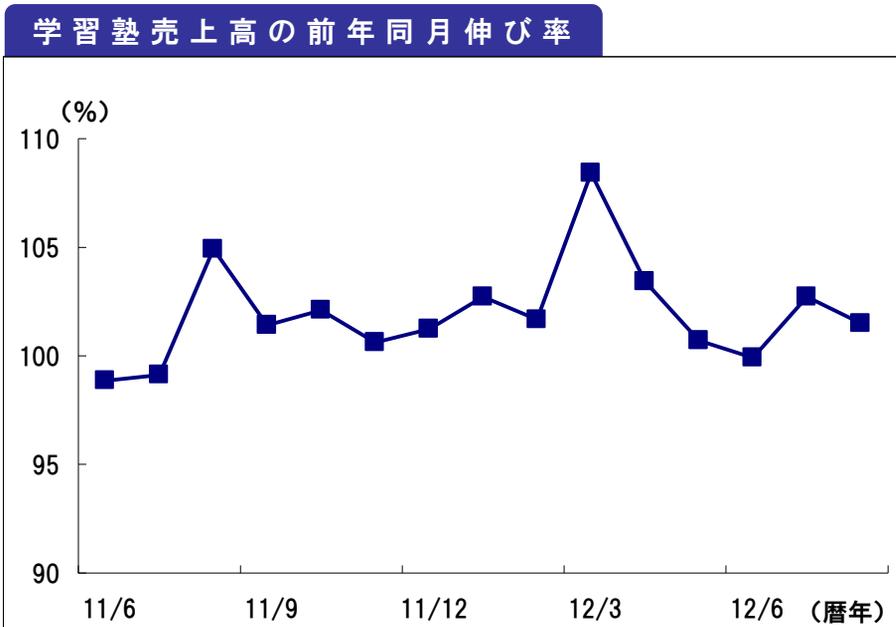
事業部を再編しより機動的な拡大を推進

(2) 明光義塾

FC事業と直営事業を合わせた明光義塾の売上高は前期比4.7%増の14,244百万円を見込んでいる。2012年8月期にややFC事業での伸びがスローダウンしたことから、同社では明光義塾をFC5事業部、直営6事業部の合計11事業部に2012年9月より再編し（従前はエリアごとに直営・FC共通の5事業部体制）、より機動的に対応できる体制を整えた。これにより、教室数の開校促進、生徒数の拡大を積極的に進めていく方針だ。また、教室運営力や人材育成の強化を図るため、マネジメント研修や新人教室長業務・入会カウンセリング研修等についても今まで以上に充実を図っていく。

■業績見通し

経済産業省の「特定サービス産業動態統計調査」によれば、学習塾の売上高は前年実績を上回るペースが続き、市場全体は堅調に推移しているとみられる。このため、いかにFC教室の開校を進めていくことができるかが、計画達成のポイントになるものとみられる。同社では2013年8月期の新設開校数に関して、従来通り90～100校の水準を予定している。



出所：経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」

予備校事業は事業のスリム化を図り利益体質の確立へ

(3) 予備校事業

東京医進学院は前述したように、経営の黒字体質化を進めるため、全寮制校舎2校を2013年3月に統合する予定。校舎数は通学制3校と合わせて4校体制として固定費の削減を進めることで、年間の売上高が550百万円レベルでも黒字が見込める体制にする。また、同時に校舎説明会や地方説明会などを積極的に開催するなど、生徒募集の強化も進めていく方針だ。



■業績見通し

早稲田アカデミー個別進学館が新規事業をけん引

(4) 新規事業

新規事業の売上計画の内訳は表の通りとなっており、2013年8月期は早稲田アカデミー個別進学館が大幅に伸びる計画となっている。2012年8月期より開始したFC教室の運営が順調に推移しており、2013年8月期は新たに12校のFC校開設を予定（合計直営2校、FC19校に）、5年間で100校体制を確立するのが目標となっている。明光義塾の既存FCオーナーからの注目度も高く、合格実績、広告宣伝での認知度向上などブランドイメージの向上とともに、早稲田アカデミーとの連携を強化して運営ノウハウの蓄積を進めながら、FC校の開設、生徒数の拡大を進めていく戦略だ。

明光サッカースクール事業においても直営、FC校含めて新規開校を5校し合計で12校体制を予定しており、売上の拡大を進めていく。2013年8月期は、事業運営の効率化を進めるため、「iPad」を活用したスクール運営システムを新たに開発して10月までに全校で導入した。スクール運営業務に関わる様々な作業を「iPad」を使うことによって完全ペーパーレス化し、業務運営の効率化とコスト削減を同時に実現している。同社のサッカースクールは元Jリーガーのコーチを採用するなど、基礎的な技術から学ぶことができるのが特徴となっている。このため、学校でサッカーのクラブ活動しながら同スクールに通う生徒も多い。既に明光サッカースクール卒業生からJリーガーも誕生するなど、ブランド価値も向上してきており、将来的には全国でのFC展開も期待される。

その他、明光キッズやアブラカドゥードル、明光アルク英語スタジオについては、現在事業モデルの確立に向けた検証作業を行っており、FC展開に向けた体制整備を進めている段階にある。幼児を対象にした教育事業についてはまだ市場規模が小さいものの、潜在的な需要は大きいとみられ、今後の成長が期待される。

新規事業の業績推移（単位：百万円）

	10/8期	11/8期	12/8期	13/8期(予)
売上高	87	143	324	1,115
明光サッカースクール	87	93	104	121
早稲田アカデミー個別進学館	-	45	199	272
明光キッズ	-	4	12	17
アブラカドゥードル	-	0.6	7	29
明光アルク英語スタジオ	-	-	0.7	-
ユーデック	-	-	-	675

■ 中長期的な経営戦略

教育文化事業に関わる様々な事業でFC展開を推進

中長期的な経営戦略については、従来通り「教育・文化事業への貢献を通じて人づくりを目指す」「フランチャイズノウハウの開発普及を通じて自己実現を支援する」という経営理念に基づき、事業展開を進めていく方針に変わりない。

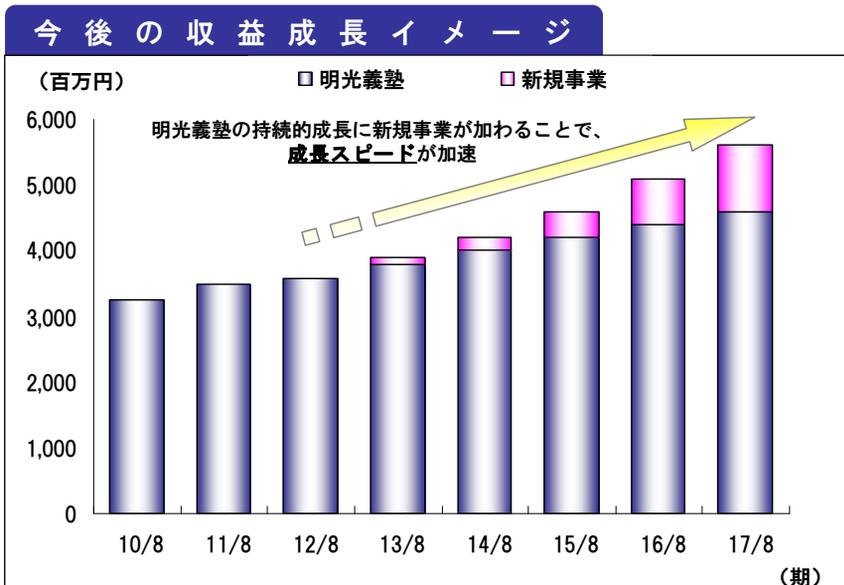
明光義塾を中核事業として、教育文化事業に関わる様々な事業についてFC展開を進めながら、収益の拡大を進めていく。また、同社の経営理念に合致する事業であれば今後もM&Aに対して積極的に取り組んでいく方針だ。

同社は学習塾市場において市場シェアトップに位置するが、その水準は個別指導塾のなかでもまだ12%程度でシェアの拡大余地は大きい。このため今後も明光義塾においてはFC展開を中心とした持続的な成長が続く可能性が高い。これに加えて、新規事業である早稲田アカデミー個別進学館や明光サッカースクールも今後、収益への本格貢献が見込まれることから、中長期的な収益成長ポテンシャルは従来以上に高まったと弊社ではみている。

明光義塾を核に面的に事業領域を拡大中



出所：会社資料



■株主還元策

15期連続での増配で株主優待を加えた利回りは7%超

同社は株主還元積極的に企業として注目されている。2013年8月期の1株当たり配当金は前期比2円増の27円と、15期連続での増配を予定している。また、2012年8月期から実施している株主優待のQuoカード3,000円分の贈呈も継続して行う予定だ。このため10月30日現在の株価(803円)を基準とすると、1単元保有の株主に対する利回りは7%超となり、学習塾業界にとどまらずコンビニ業界などのFC展開で収益を伸ばしている企業群に対しても、トップクラスの株主還元を行っている企業として位置付けられる。なお、2012年8月期から実施している国連WFPの「学校給食プログラム」(*)への寄付金に関しても同様に継続していく方針で、社会的な利益還元も行う企業としても注目される。

(*)「学校給食プログラム」・・・発展途上国における学校で子供たちに栄養価の高い給食を提供する取り組み。子供たちの健全な発育を助けるとともに、就学率の向上と教育機会の拡大を目標としている。同プログラムへの寄付金は明光義塾で使用するオリジナル教材の売上げの一部が充当されており、今後も継続していく方針。

主要学習塾及びFC企業の株価指標と配当利回り

コード	会社名	株価 (10月30日)	予想 EPS	予想 1株配当	予想 PER	配当 利回り	株主優待制度
4668	明光ネットワークジャパン	803	84.2	27.0	9.5	3.4%	100株で3,000円分のQuoカード
4714	リソー教育	5,910	476.9	300.0	12.4	5.1%	
4645	市進HD	253	-49.5	10.0	-5.1	4.0%	500株で1万円相当の割引優待券
4745	東京個別指導学院	139	6.8	6.0	20.4	4.3%	1,000円相当の受講料割引券
6053	栄光HD	610	67.8	24.0	9.0	3.9%	
2651	ローソン	5,840	334.4	200.0	17.5	3.4%	
2702	日マクナド	2,205	116.6	30.0	18.9	1.4%	3,000円相当分の優待食事券
7611	ハイデイ日高	1,304	141.7	32.0	9.2	2.5%	2,000円分の優待券又はお米券
2674	ハードオフコーポレーション	552	66.7	25.0	8.3	4.5%	

注) 予想EPS、予想1株配当は各社予想。株主優待制度は市進HDを除いて最少購入単元で得られる権利を表記



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