

2013年2月6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

■新規事業が成長拡大に本格寄与へ

2013年8月期の第1四半期（9-11月）連結業績は、売上高が前年同期比10.6%増の3,327百万円、営業利益が同35.2%増の744百万円と、第1四半期（9-11月期）としては過去最高の業績を更新した。売上高の増収要因は、明光義塾事業が拡大したことに加え、2012年7月末に連結子会社化したユーデックの売上分が加算されたことによる。利益面では明光義塾直営事業でのセグメント利益が前年同期比で160.9%増と大幅増益となったことが貢献した。

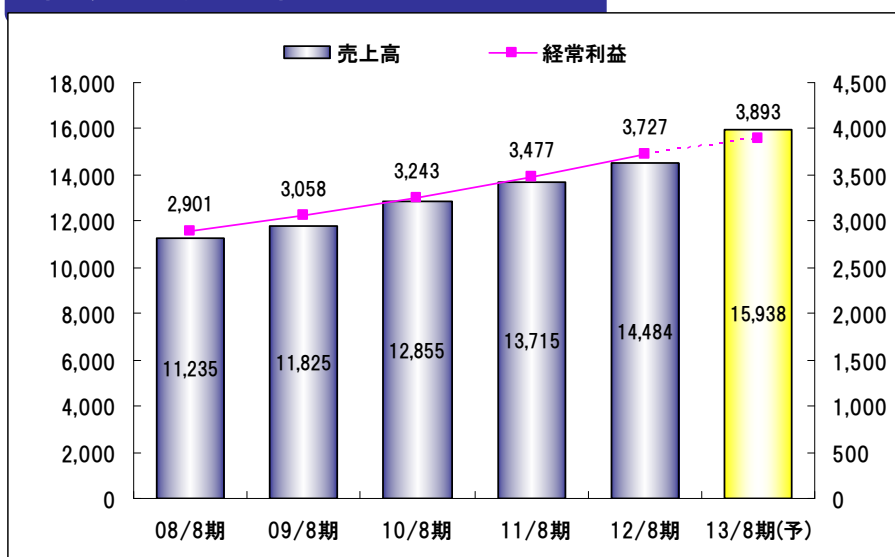
第2四半期においても、明光義塾直営事業における冬期講習が堅調に推移している模様で、四半期ベースでの増収増益トレンドは続く見通し。このため、第2四半期累計の連結業績は利益ベースで会社計画を若干上回る公算が大きく、通期業績においても増額修正が期待される。また、新規事業である早稲田アカデミー個別進学館や、明光サッカースクールにおいても順調に生徒数が拡大しており、今後の成長拡大に向けた収益基盤作りも着実に進んでいると言える。このため、2014年8月期以降の業績に関してもコア事業である明光義塾事業に加え新規事業の成長が加わる格好で、安定成長が続くものと弊社では予想している。

2013年8月期の1株当たり配当金は前期比2円増配の27円を予定しているが、会社業績予想をベースにした配当性向では32%の水準となっており、今後の利益増額が期待されること、会社側の配当政策として配当性向35%を目途としていることなどを考慮すれば、一段の増配が期待されよう。

■Check Point

- ・第1四半期で売上高、利益ともに過去最高を記録
- ・堅調な業績に加え成長市場と減税措置も同社の業績を後押しへ
- ・積極的な株主還元の動向にも注目

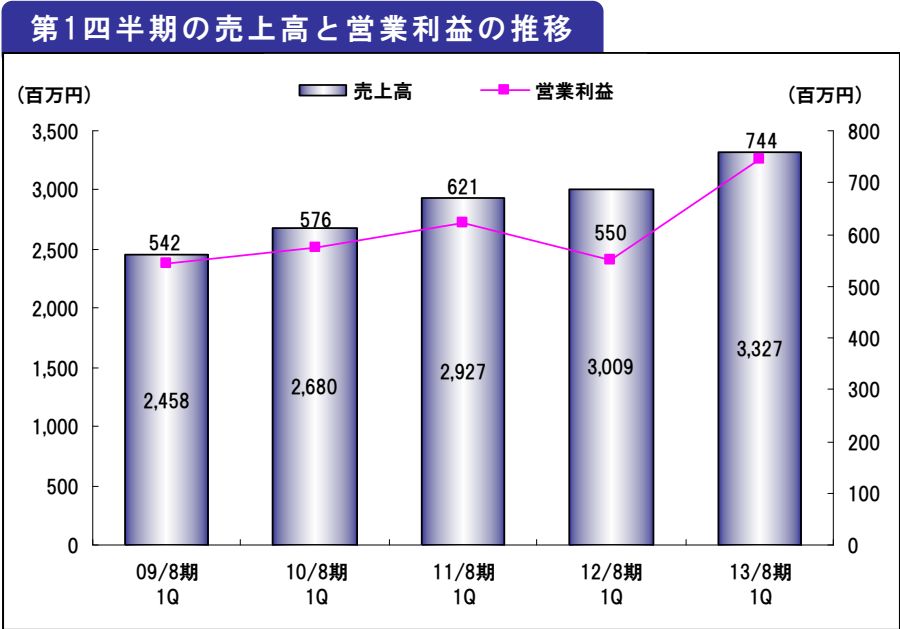
業績推移（単位：百万円）



■決算動向

第1四半期で売上高、利益ともに過去最高を記録

1月10日に発表された2013年8月期の第1四半期（9-11月）連結業績は、売上高が前年同期比10.6%増の3,327百万円、営業利益が同35.2%増の744百万円、経常利益が同30.8%増の763百万円、四半期純利益が同36.9%増の456百万円となった。第1四半期（9-11月期）の業績だけで見ると、売上高、利益ともに過去最高を更新する好決算となった。



第1四半期の業績推移 (単位：百万円、%)

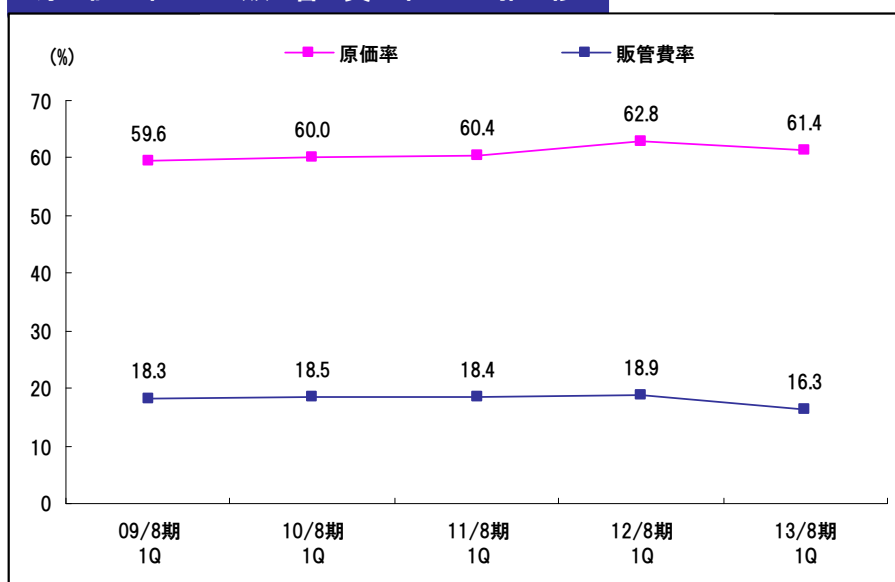
	09/8期 1Q	10/8期 1Q	11/8期 1Q	12/8期 1Q	13/8期 1Q	前年同期比 増減率
セグメント別売上高						
明光義塾直営事業	1,203	1,206	1,340	1,372	1,393	1.5%
明光義塾FC事業	1,236	1,318	1,422	1,464	1,560	6.6%
予備校事業	-	135	142	123	126	2.7%
その他事業	18	19	22	48	246	404.6%
売上高合計	2,458	2,680	2,927	3,009	3,327	10.6%
セグメント別利益						
明光義塾直営事業	-	108	165	74	195	160.9%
明光義塾FC事業	-	770	776	836	865	3.5%
予備校事業	-	-15	5	-5	-8	-
その他事業	-	1	-17	-30	-31	-
全社費用、のれん償却等	-	-289	-309	-325	-277	-
セグメント別利益合計	-	576	621	550	744	35.2%
利益率						
明光義塾直営事業	-	9.0%	12.3%	5.5%	14.0%	-
明光義塾FC事業	-	58.5%	54.6%	57.1%	55.5%	-
予備校事業	-	-	3.8%	-	-	-
その他事業	-	9.7%	-	-	-	-
合計	-	21.5%	21.2%	18.3%	22.4%	-



■決算動向

増収要因は、明光義塾直営、FC（フランチャイズ）事業が堅調に推移したことに加えて、2012年7月末に連結子会社化したユーデック（受験情報誌発行、教材販売事業等）の売上高である180百万円程度がその他事業として加算されたことによる。一方、増益要因の大半は明光義塾直営事業の増益によるもの。2012年8月期の第1四半期（9-11月期）に積極的に実施した教室の移転リニューアルにかかる費用が前年同期比で減少したこと、並びに直営教室1教室当たりの生徒数が増加したことによる収益性向上が主因となっている。なお、ユーデックに関しては利益ベースでは収支均衡ラインであり、殆ど影響はなかった。

原価率と販管費率の推移



■セグメント別の決算動向

明光義塾直営事業は生徒数の増加で売上高増へ

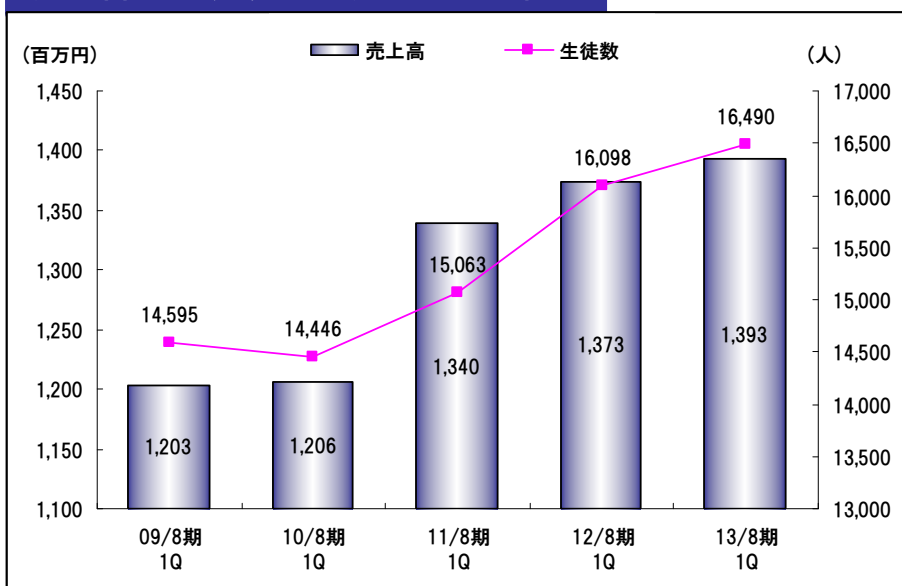
(1) 明光義塾直営事業

明光義塾直営事業の第1四半期（9-11月期）の売上高は、前年同期比1.5%増の1,393百万円、セグメント利益は同160.9%増の195百万円となった。教室数は前年同期比で13教室減少し205教室となった。このうち、9教室をFCオーナーに譲渡している。教室数は減少したものの、教室の移転リニューアルによる効果並びに、エリアごとの合同講師研修・講師ミーティングの実施など指導力の強化を進めてきた効果などで、生徒数は前年同期比2.4%増の16,490人へと拡大、売上高増に繋がった。

■セグメント別の決算動向

セグメント利益の増益要因は、前述した通り2012年8月期の第1四半期（9-11月期）に積極的に行った移転リニューアル費用が前年同期比で減少したことに加え、1教室当たりの生徒数が前年同期の73.8人から当四半期は80.4人と約9%増加したことで、1教室当たりの収益性が向上したことなどが要因となっている。また、1部の教室を希望するFCオーナーに譲渡したことも利益率の改善要因に繋がっている。

売上高と生徒数の推移（直営事業）



教室数は増加も1教室当たり平均生徒数は横ばいへ

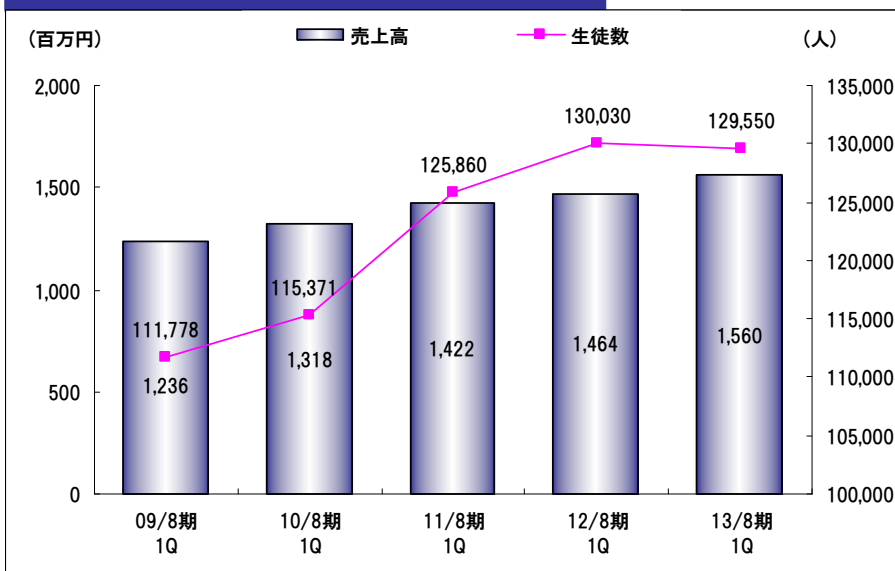
(2) 明光義塾FC事業

明光義塾FC事業の第1四半期（9-11月期）の売上高は、前年同期比6.6%増の1,560百万円、セグメント利益は同3.5%増の865百万円となった。FC教室数は前年同期比3.7%増の1,875教室と増加する一方で、1教室当たりの平均生徒数は71.9人から69.0人と若干減少したことで、第1四半期（8-11月期）の在籍生徒数は前年同期比0.4%減の129,550人となった。生徒数がほぼ横ばいだったにも関わらず、増収率が6.6%増と高めにでたのは教材販売などの増加によるものと思われる。結果、利益率に関しては若干低下したものと弊社ではみている。ちなみに、FC教室の末端売上高（教材費、テスト代除く）は前年同期比と比べ横ばいの水準であった。

なお、教室1人当たり生徒数が減少した背景には、FC教室の新設地域において生徒数が相対的に少ない地方都市の比率がここ最近では高まっていること、また、首都圏など大都市圏では生徒獲得競争が激化していること、などが挙げられる。

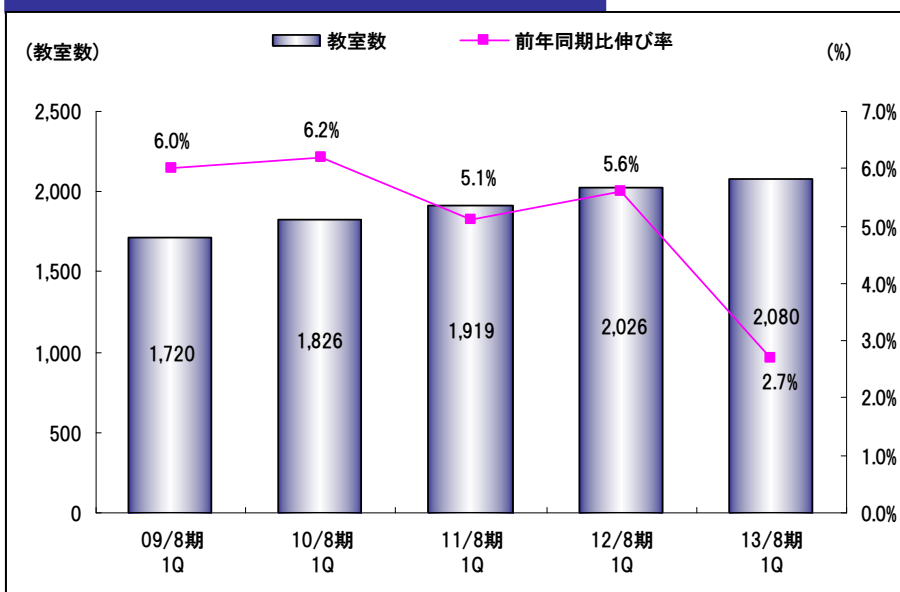
■セグメント別の決算動向

売上高と生徒数の推移（FC事業）

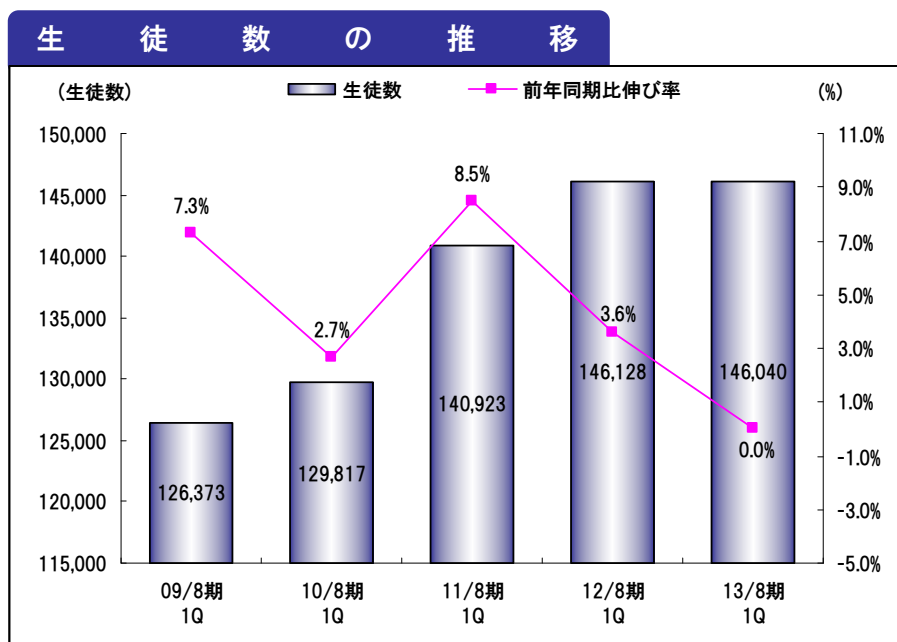


明光義塾全体の教室数、在籍生徒数の成長率に関してみれば、2012年8月期の第4四半期（6-8月期）頃からスローダウンの傾向が出始めており、同社でもこの点に関しては経営課題として認識している。具体的な施策としては、エリア・教室ごとの特性を考慮した生徒募集活動の推進や、教室の成功事例の蓄積・共有化、スーパーバイザーに対するスキルアップ研修による指導体制の強化に取り組んでいるほか、学習環境に配慮したホスピタリティの充実なども進めている。こうした取り組みの成果は今後、徐々に顕在化していくものと見込まれる。

教室数の推移



■セグメント別の決算動向



固定費を削減し収益化の体制を確立へ

(3) 予備校事業

連結子会社である東京医進学院による予備校事業の第1四半期（9-11月期）の売上高は、前年同期比2.7%増の126百万円、セグメント損益は8百万円（前年同期は5百万円の損失）となった。同事業は毎年春の新規入学者の動向によって左右され、2012年度春シーズンの入学者数が低迷したことで、同事業も低迷が続いている。既に2012年8月期末に余剰設備の減損損失を計上するなど規模の縮小による固定費削減を進めており、新年度における生徒募集活動の強化を現在、進めている段階にある。

新規事業がFC展開により本格的に収益寄与

(4) その他事業

その他事業には、明光義塾に次ぐ新たな収益の柱として期待す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などの新規事業、並びに2012年7月末に子会社化したユーデックの事業が含まれている。第1四半期（9-11月期）の売上高は、前年同期比で約5倍の246百万円、セグメント損益は31百万円（前年同期は30百万円の損失）となった。

前述した通り、ユーデックの寄与分で180百万円程度の増収要因となっている。これを除けば前年同期比で約40%増の増収となる計算で、新規事業が順調に推移していることが推察される。利益面ではまだ初期投資段階であるため、損失が若干程度残るが同社の持つFCノウハウが活かされ、各事業でFC展開が進むようになれば、収益へ本格的に貢献してくるものと思われる。

明光サッカースクールに関しては、売上高が26百万円（前年同期は22百万円）、営業損失が0.8百万円となっている。前四半期比では直営校が2校増の8校に、FC校が1校となっている。在籍スクール生は763名と2012年8月期の第4四半期（6-8月期）比で55名増加しており、順調に拡大を続けている。

一方、早稲田アカデミーとの共同事業である早稲田アカデミー個別進学館については、直営校がそれぞれ2校ずつに、FC校が8校（前四半期比1校増）の体制となっている。同社直営校の生徒数は215名となっており、前年同期比では18名増加するなどこちらも好調に推移、今後はFC校での展開を強化していく方針となっている。

その他、幼児から小学生を対象とした情操教育を展開するアブラカドゥードル事業も、サービスのレベルアップとともに、生徒募集から入会フォローまでの基本オペレーションの確立を図るなど、今後の事業拡大に向けた基盤構築を行っている段階にある。2012年に横浜市都築区にあるショッピングセンター内に開設した「未来キッズクラブ」ではアブラカドゥードル事業に英会話教室も併設するなど、サービス内容の充実を図り生徒数の拡大を進めている。

■2013年8月期の業績見通し

堅調な業績に加え成長市場と減税措置も同社の業績を後押しへ

同社は2013年8月期の第2四半期（2012年9月-2013年2月期）累計及び通期の業績見通しに関して、表の通り期初計画を維持した。第2四半期（2012年9月-2013年2月期）累計の業績見通しから第1四半期（9-11月期）実績を差し引くと、第2四半期（2012年12月-2013年2月期）の対前年同期比伸び率は、売上高が9.4%増、営業利益が10.6%減となる計算だ。

第1四半期（9-11月期）の売上高に関しては、ほぼ見込み通りの進捗となっている一方で、営業利益に関してはやや計画を上回ったものとみられる。第2四半期（2012年12月-2013年2月期）に入っても市場環境に大きな変化はなく、費用面でも大きな増加要因は無いことから、第2四半期（2012年9月-2013年2月期）累計の営業利益に関しては会社計画に対して150～200百万円程度の上積みは可能と弊社ではみている。また、通期業績に関しては各事業における2013年春以降の生徒獲得状況によるが、会社計画を若干上回る可能性は高い。

業績予想

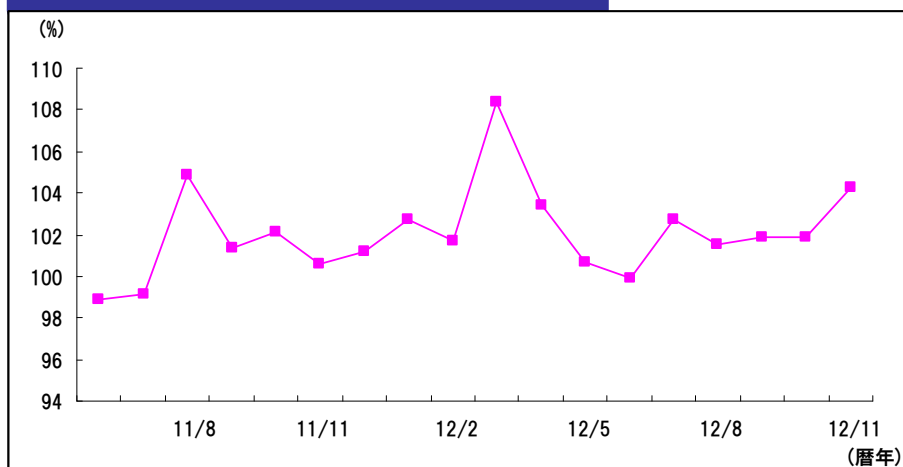
（単位：百万円、%）

	売上高	増減率	営業利益	増減率	経常利益	増減率	当期純利益	増減率	EPS (円)	DPS (円)
第2四半期累計	7,898	9.9	1,967	2.5	2,004	0.1	1,191	6.1	43.17	13.0
通期	15,938	10.0	3,846	8.6	3,893	4.5	2,323	18.0	84.23	27.0

注）通期は前期比、第2四半期累計は前年同期比増減率

経済産業省の統計によれば、国内の学習塾市場は前年同期比で1桁台前半の成長が続いており、堅調を持続している。また、自民党政権が新たな経済対策の1つとして、祖父母が孫などに教育資金をまとめて贈与した場合、贈与税の一定額を非課税にする減税措置を創設する方向で調整していると報じられており、同措置が決定すれば学習塾市場にとっては追い風となるものとして期待される。

学習塾売上高の前年同月比伸び率



出所：経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」

■2013年8月期の業績見通し

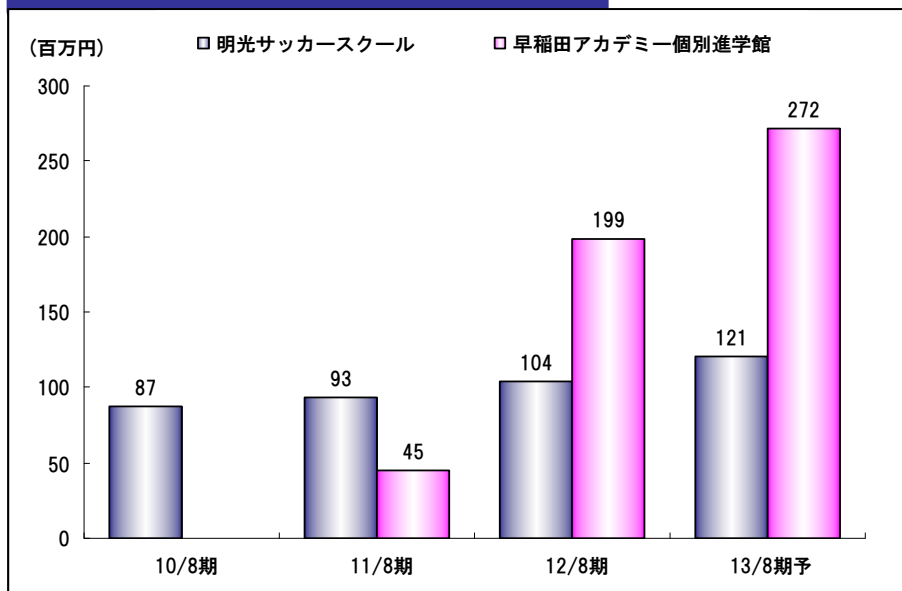
セグメント別の業績推移

(単位：百万円、%)

	10/8期	11/8期	12/8期	13/8期予	伸び率
セグメント別売上高					
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	3.3%
その他事業	87	143	324	1,115	244.1%
売上高合計	12,855	13,715	14,484	15,938	10.0%
セグメント別利益					
明光義塾直営事業	1,128	1,315	1,443	4,996	5.0%
明光義塾FC事業	3,055	3,256	3,313		
予備校事業	40	7	-7	5	-
その他事業	7	-174	-120	-50	-
全社費用、のれん償却等	-1,123	-1,041	-1,086	-1,100	-
セグメント別利益合計	3,108	3,363	3,543	3,846	8.6%
利益率					
明光義塾直営事業	17.9%	20.0%	21.0%	35.0%	-
明光義塾FC事業	52.3%	50.9%	49.2%	-	-
予備校事業	6.5%	1.3%	-	0.8%	-
その他事業	8.0%	-	-	-	-
合計	24.2%	24.5%	24.5%	24.1%	-

事業セグメント別でみると、主力である明光義塾事業（直営、FC事業）に関しては第2四半期（2012年12月-2013年2月期）以降、FC教室数並びに生徒数の拡大を進め、売上高、セグメント利益ともに5%前後の成長を見込んでいる。予備校事業に関しては、2013年春の新規入学者獲得に注力するほか、通年募集の強化等にも取り組んでいくことで黒字転化を見込む。その他事業は、ユーデックの売上高約700百万円が加算されるため売上高は大幅増収となるが、利益面では新規事業の初期投資期間にあるため、引き続き若干のマイナス傾向が続く見込み。ただ、前述したように明光サッカースクールや早稲田アカデミー個別進学館に関しては順調に売上高が拡大しており、早期の収益貢献が期待される。特に早稲田アカデミー個別進学館は前期末に直営校2校、FC校8校だったが、2013年8月期中にFC校を19校まで拡大する計画で、5年後には100校体制を目指すなど、積極的な事業展開を見込んでいる。

新規事業の売上高の推移



■中長期的な経営戦略

学習塾業界で売上高トップの市場シェアをさらに拡大へ

現在、同社は学習塾業界のなかで売上高でトップの地位を占めており、ここ数年は着実に市場シェアの拡大も進めている。一方で、同社の市場シェアは5%強であり、市場シェアの拡大余地は依然大きいと言える。同社では今後も独自のFC経営ノウハウを活かし、教室数、生徒数、授業回数の3つの要素において拡大路線を進めていく方針だ。授業メニューにおいては、魅力ある映像コンテンツの配信サービスの導入も検討している。

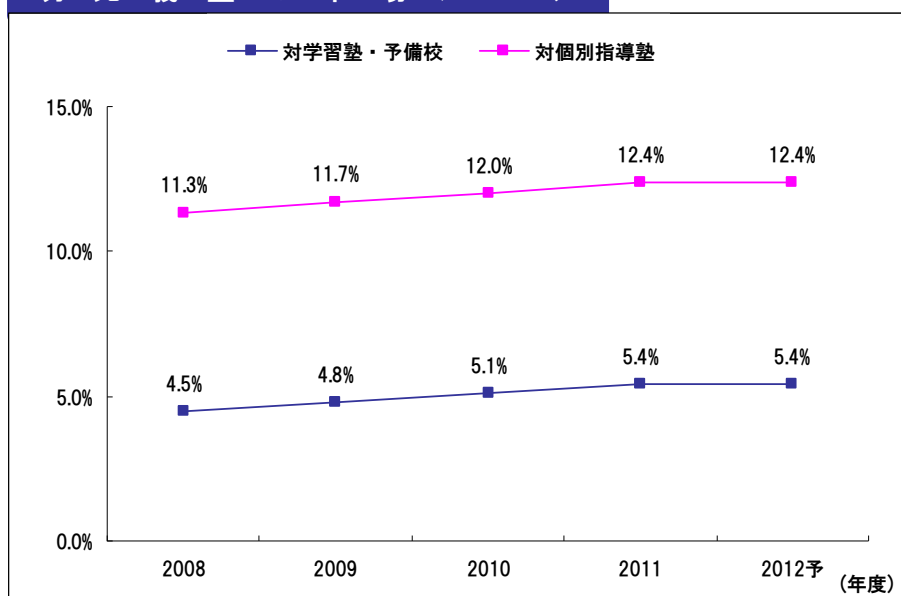
上場学習塾の売上高ランキング

(単位：百万円)

会社名	売上高
明光ネットワーク(明光義塾)*末端売上高	49,287
栄光(栄光ゼミナール・ナビオ・ビザビ)	34,067
ナガセ(東進ハイスクール、東進衛星予備校ほか)	27,493
学研HD(学研教室・サイシン・あすなろ学院ほか)	20,725
リソー教育(TOMAS)	20,146
さなる(佐鳴予備校、さなる個別パートナー、啓明舎)	18,751
市進HD(市進学院、市進予備校、個太郎塾)	17,964
早稲田アカデミー	17,225
ワオ・コーポレーション(能開センター、個別指導Axis)	16,673

注)売上高は2011年9月～12年9月の間に迎えた決算期（さなるのみ11年6月期）

明光義塾の市場シェア

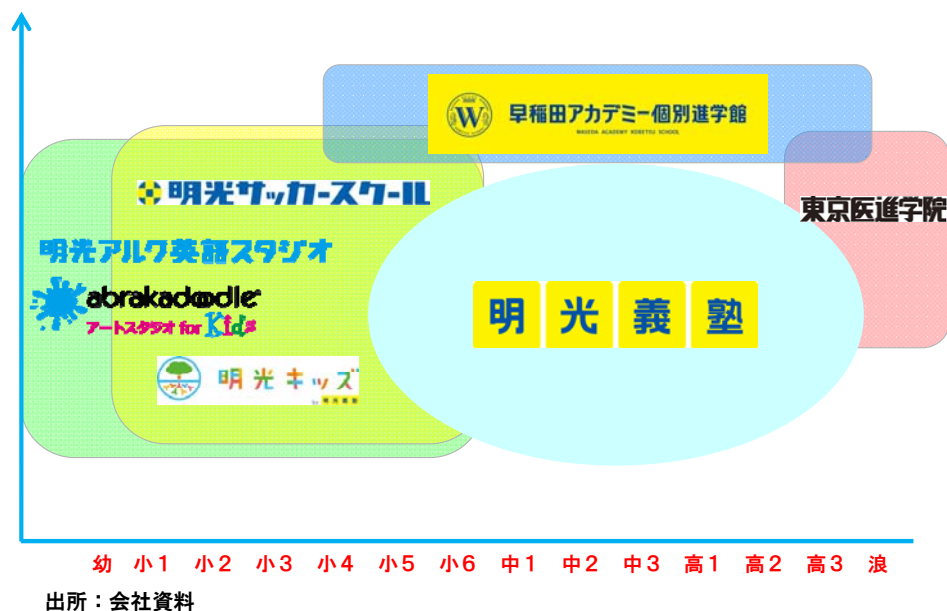


出所:矢野経済研究所「教育産業白書2012年版」

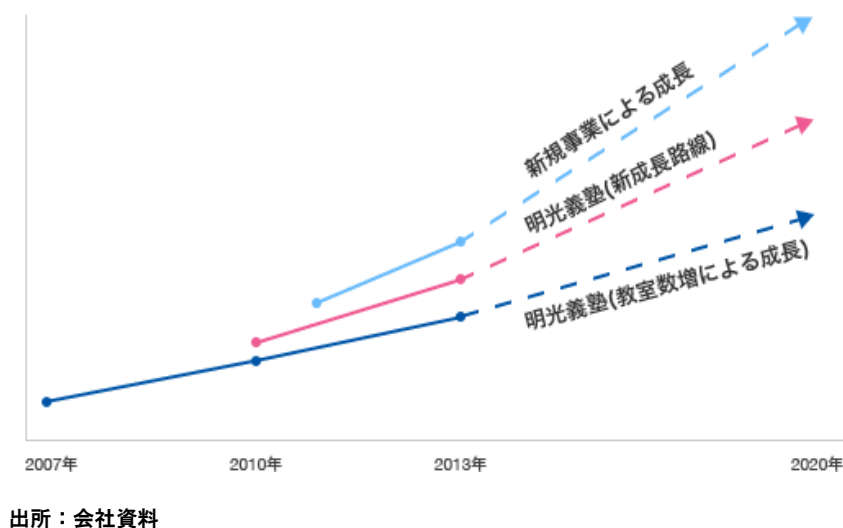
■中長期的な経営戦略

同社では「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、核となる明光義塾の更なる成長に加えて、現在種まき中にある新規事業の育成によって対象顧客の年齢層を拡大し、2020年に向けた更なる成長を計画している。

明光義塾を核に面的に事業領域を拡大中



成長路線イメージ



■株主還元策

積極的な株主還元の動向にも注目

同社は株主還元 to 積極的な企業として注目されている。株式上場以来、増配記録を続けているが、2013年8月期も前期比2円増配の27円を予定している。ただ、会社業績予想に基づいた配当性向は32%となり、2013年8月期業績も会社計画を上回るペースで推移していることから、第2四半期（2012年12月-2013年2月期）以降も収益の拡大が続けば、更なる増配が期待される。

なお、株主優待と実施しているQuoカード3,000円分の贈呈は2013年8月期も継続する予定だ。このため2月6日現在の株価（1,068円）を基準とすると、1単元保有の株主に対する総利回りは5%超となる。学習塾業界でみれば市進HDや東京個別指導学院も株主優待を実施しているが、用途限定型であるため一般株主投資家にとってのメリットは薄い。このため、実質の総利回りでみれば学習塾業界や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、投資魅力は依然大きいと言えよう。

主要学習塾及びFC企業の株価指標と配当利回り

(単位：円、%)

コード	会社名	株価 (2月6日)	予想 EPS	予想 DPS	予想 PER	配当 利回り	総利回り	株主優待制度
4668	明光ネットワークジャパン	1,068	84.2	27.0	12.6	2.5%	5.3%	100株で3,000円分のQuoカード
4714	リソー教育	7,620	478.7	260.0	15.9	3.4%	-	
4645	市進HD	316	34.9	10.0	9.0	3.2%	9.5%	500株で1万円相当の割引優待券
4745	東京個別指導学院	236	6.2	6.0	38.0	2.5%	4.3%	1,000円相当の受講料割引券
6053	栄光HD	707	67.7	24.0	10.4	3.4%	-	
2651	ローソン	6,940	334.3	190.0	20.7	2.7%	-	
2702	日本マクドナルド	2,382	120.3	30.0	19.7	1.3%	2.5%	3,000円相当分の優待食事券
7611	ハイディ日高	2,093	141.6	32.0	14.7	1.5%	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	646	66.7	25.0	9.6	3.9%	-	

注) 予想EPS、DPSは会社予想。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