

2012年11月26日（月）

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

## ■生徒数の順調な拡大で過去最高益を更新

神奈川県内に特化して展開する高校受験をメインとした学習塾。教師のプロ化による高品質な学習指導に定評があり、県内の公立進学高校への合格者数ではトップの実績を誇る。2012年10月に東証1部銘柄へ指定されている。

2012年9月期の業績は、売上高が前期比7.5%増、営業利益が同10.3%増とそれぞれ過去最高を更新する好決算となった。高い合格実績を背景に、期中の平均生徒数が前期比5.4%増と順調に拡大したのが主因。とりわけ、公立高校の入試制度変更によって、夏以降に中学3年生の生徒数が伸びてきており、第4四半期（7-9月期）だけでみた前年同期比の増収率は12.0%増と2008年9月期の第3四半期（4-6月期）以来の2ケタ増収となっている。

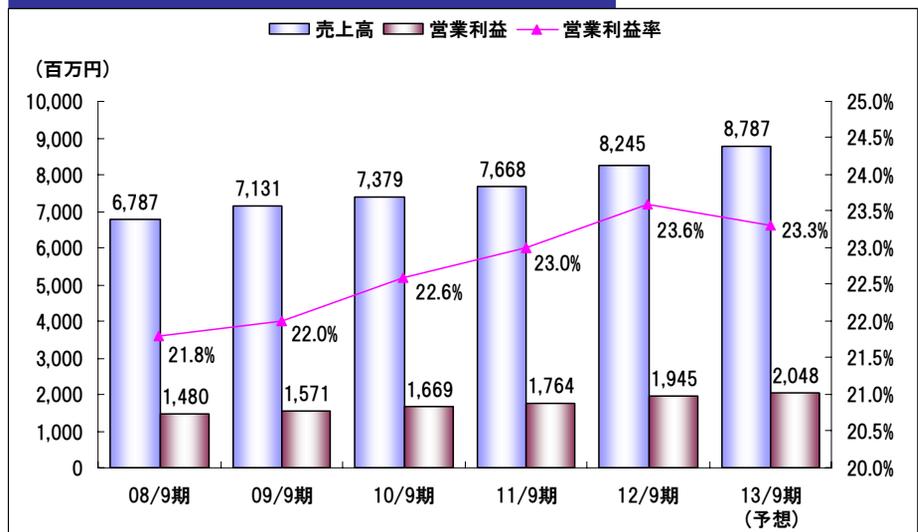
2013年9月期の会社計画は売上高が前期比6.6%増、営業利益が同5.3%増と過去最高を連続で更新する見通し。新設校は小中学生部門で3~4校、現役高校生部門で1校と前期並みの水準を計画しており、生徒数は前期比6.7%増を想定している。足元の状況は高校入試制度の変更が追い風となり、会社計画を若干上回るペースで推移している模様だ。冬季直前入試対策も活況が予想されるだけに、業績は会社計画を上回る公算が大きい。配当金についても配当性向30%を基準に、増配の余地があると弊社ではみている。

同社は今後も神奈川県内での拠点拡大を進めていく方針。とりわけ、学習塾業界で激戦区の横浜北東部や川崎市への進出に今後は注力していく方針で、2012年9月期末で116校だった校舎数を将来的には180校体制にするのが目標だ。年率換算では4%程度の成長となるが、今後も「質の高いプロの教師による授業」によって「目標校への合格」という結果を出し、市場シェア拡大と安定した収益成長を続けていくものと予想される。

## ■Check Point

- ・売上高、利益ともに計画を上回って過去最高を連続で更新
- ・2013年9月期業績は引き続き過去最高を更新する見通し
- ・配当性向30%をベースに2013年9月期配当は22.0円を計画

### 売上高・営業利益・営業利益率の推移



## ■ 決算動向

### 売上高、利益ともに計画を上回って過去最高を連続で更新

#### (1) 2012年9月期決算について

11月2日に発表された2012年9月期の決算は、売上高が前期比7.5%増の8,244百万円、営業利益が同10.3%増の1,944百万円、経常利益が同12.7%増の1,973百万円、当期純利益が同16.0%増の1,112百万円となり、それぞれ過去最高を連続で更新した。期初の会社計画に対しても、表の通り売上高、利益ともに上振れての着地となり、好決算だったと言える。

#### 2012年9月期業績（期初計画 vs 実績値）

	計画	実績	差異
売上高	7,968	8,244	276
営業利益	1,828	1,944	116
経常利益	1,836	1,973	137
当期純利益	1,053	1,112	59
1株当たり配当金（円）	21.0	22.0	1.0

当期の新設校舎数は小中学生部門で4校、現役高校生部門で1校となり、合計で116校となった。新校舎1年目の滑り出しとしては、高校生部門の大船校と小中学生部門のセンター北校は想定以上に入塾者が集まった一方で、激戦区である白楽校、Hi-STEP日吉校や川崎市内で初の進出となったHi-STEP宮前平校はやや想定を下回る結果となった。激戦区エリアのなかでまだステップの知名度が低かったためと思われるが、同社の生徒募集におけるマーケティングの基本戦略は「生徒や保護者などからの口コミ情報」をメインとしたものであるため、「志望校への合格」という実績を上げることによって、今後の生徒数拡大は可能と思われる。

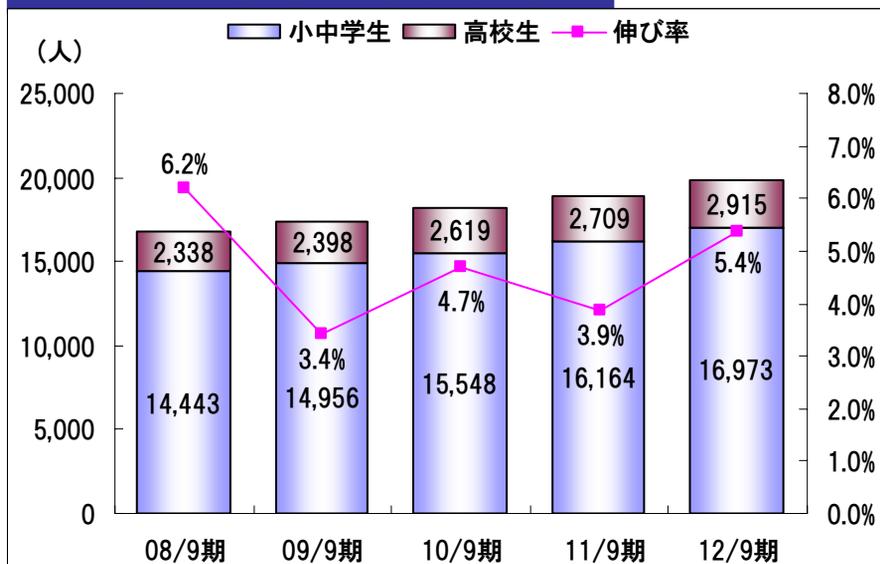
#### 2012年9月期の新設校

< 中学部 >	< 高校部 >
センター北スクール（2012/3）	大学受験大船校（2012/2）
白楽スクール（2012/3）	
Hi-STEP宮前平（2012/3）	
Hi-STEP日吉（2012/3）	

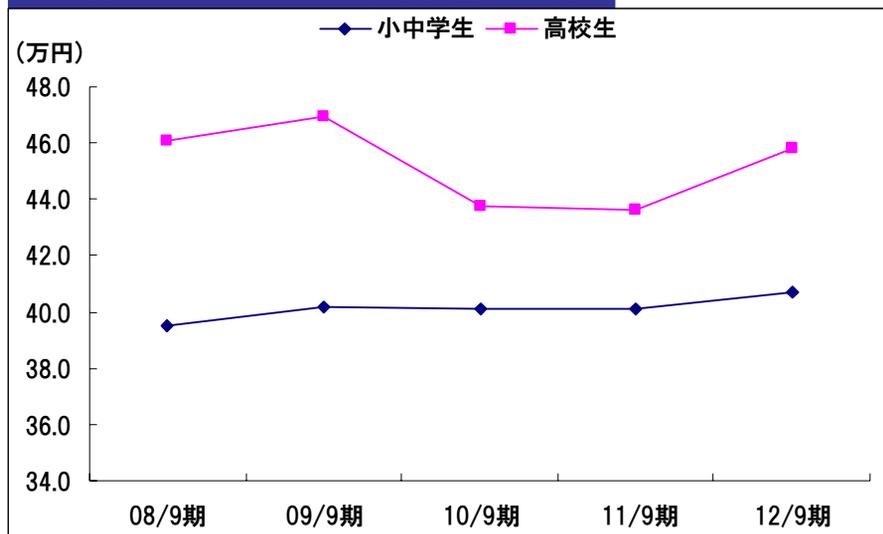
期中平均の生徒数は前期比5.4%増の19,888名と順調に拡大。内訳は小中学生部門が5.0%増の16,973名、現役高校生部門が7.6%増の2,915名となった。売上高でみると、小中学生部門が6.5%増の6,909百万円、現役高校生部門が13.0%増の1,335百万円となり、生徒数の伸び以上に売上高が伸びたことになる。小中学生部門では単価の高い中学3年生の生徒数の伸びが高かったこと、高校生部門では昨年東日本大震災の影響でダメージを受けた高校1年生の募集が順調に回復したことが主因となっている。

■決算動向

生徒数の推移(期中平均)



生徒1人当たり年間売上高

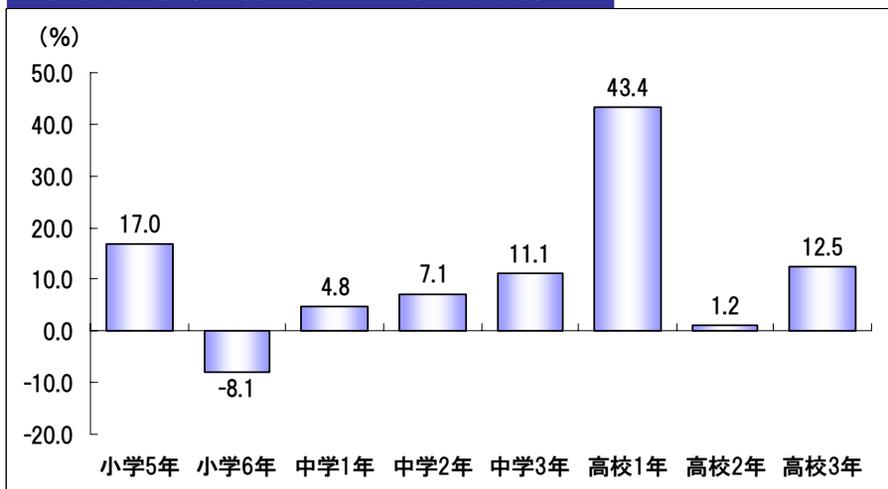


9月末現在の生徒数の伸び率はグラフの通りとなっており、高校1年生が43.4%増と大きく伸びていることがわかる。これは、新設した大船校での入塾者数が好調だったことも大きく寄与している。ちなみに、同社の全生徒数の学年別構成比では中学3年生が最も大きく全体の3割弱、次いで中学2年生が2割強となっており、この2学年で全体の5割強の水準となっている。このため、生徒数の増加数と言う点では、中学3年生や中学2年生の増加が当期の生徒数増加に大きく寄与した格好となっている。



■決算動向

学年別生徒数の伸び率(2012年9月末現在)



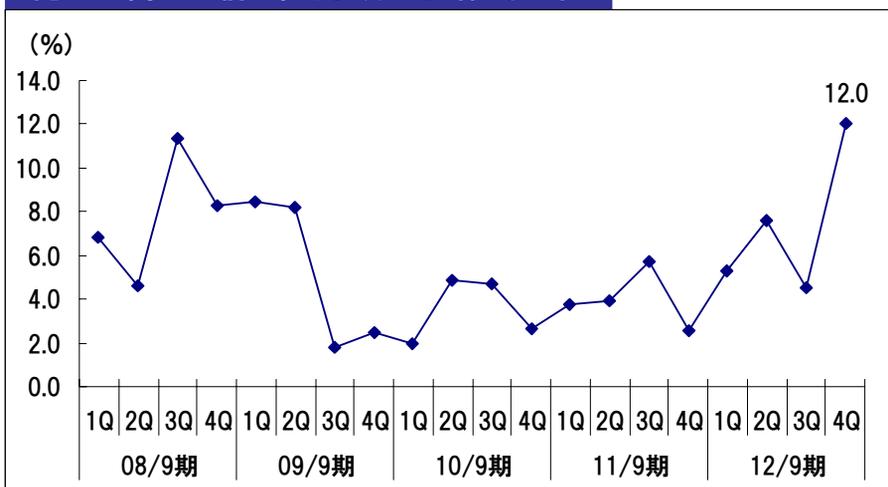
※前年同月と比較

とりわけ中学3年生で生徒の伸びが高くなった要因として、2013年春から県内公立高校入試制度が変更される点が挙げられる。従来まで神奈川県内の公立高校入試制度では、前期、後期の2期制に分けられ、前期では学力検査が免除されていたが、今回より2期制が廃止となり、全ての受験生に学力検査が課されるようになった。また、学力上位校においては共通試験では差がでにくくなるため、特色検査を導入できるようにした。こうした新制度への対策として、従来から公立高校向けの学習塾として合格実績など評価の高かった同社へ入塾する生徒が増加したものとみられる。実際、四半期ベースでの売上高の伸長率をみると2012年9月期の第4四半期(7-9月期)は前年同期比12.0%増と4年ぶりに2ケタ台の伸びを示すなど、受験制度変更によるプラスの効果が如実に表れていると言えよう。

新入試制度の主な特徴

- ①前期・後期の2期制選抜試験を廃止し、入試日程を一本化する。
- ②受験生全員が学力検査及び面接を受ける。
- ③高校ごとに作成されていた「独自入試問題」は廃止され、「共通問題」に一本化。
- ④新しい共通問題は、これまで以上に「思考力、判断力、表現力等」を測る内容とし、各科目の満点を現行の50点から100点とする。
- ⑤学力検査に加え「特色検査(実技・作文・自己表現活動等)」を実施することもできる。その場合、学力検査の科目数を3科目にまで減らすことができる。
- ⑥内申点の扱いについては従来どおり、2年9科(45点満点) + 3年9科を2倍(90点満点)の合計135点とする。
- ⑦第一次選抜率は全定員の90%とし、内申点+入試+面接の総合点=S値(1,000点満点)で判定する。
- ⑧第二次選抜率は全定員の10%とし、入試+面接の総合点(1,000点満点)で判定する。

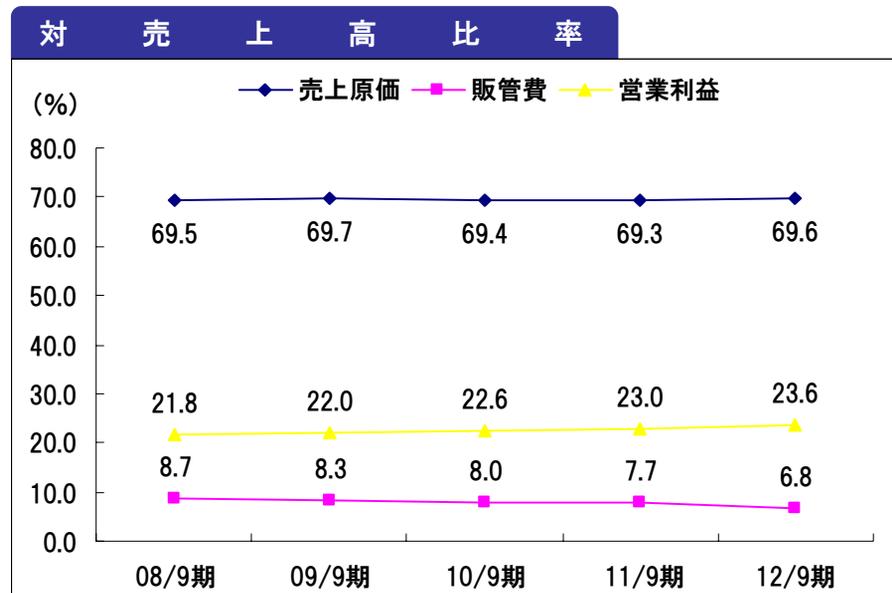
売上高の前年同月比伸び率



## 間接費用を殆ど増やさずに売上高の拡大を実現

### ・営業利益率、販管費率の改善

2012年9月期の売上高営業利益率は23.6%と前期比で0.6ポイント上昇し、過去最高水準となった。ここ数年、着実に利益率も上昇しているが、グラフにみられるように販管費率が年々低下していることがその要因となっている。



2012年9月期の利益率改善要因を詳しくみると、売上原価は対売上比で0.3ポイントの上昇となっている。これは人件費の上昇によるもので、同社の場合、教師のプロ化を標榜しており、2012年9月期は新設校舎数の増加もあって正社員の教師数を増員したことが背景となっている。一方、販管費比率は0.9ポイントの低下となった。広告宣伝費や手数料などを中心に全般的に低下傾向にあったことがみてとれる。間接費用を殆ど増やさずに、売上高の拡大を実現できていることがうかがえる。なお、手数料の低下要因は、2011年9月期に東証上場の際の手数料が発生した反動減によるものである。

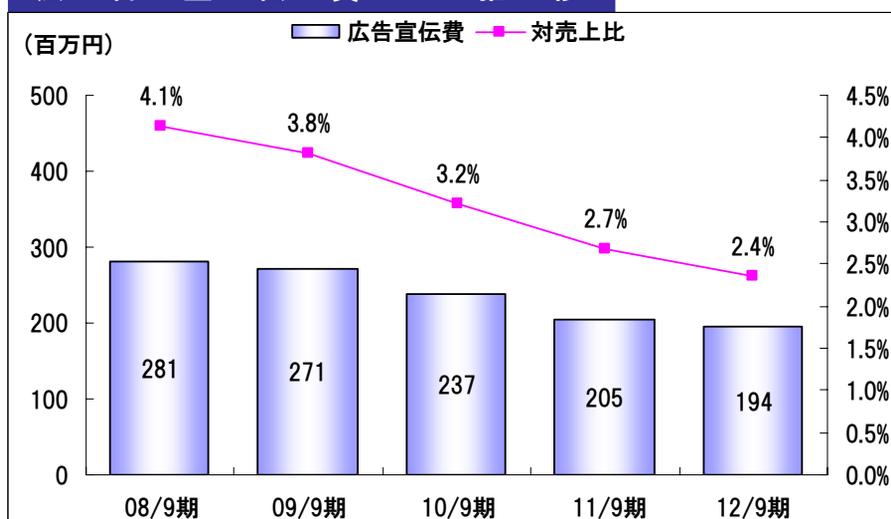
また、生徒募集などの際に必要な広告宣伝費について年々、減少傾向にあることは注目される。新規エリアへ進出する際には、広告宣伝費をかけて生徒募集を行うことが一般的ではあるが、同社の場合、「口コミ情報」が最大のマーケティング効果になるとの考えから、折り込みチラシ広告など必要最小限の広告にとどめていることが同業他社との大きな違いとなっており、それが同社の収益性の高さの一因になっているものと思われる。

■決算動向

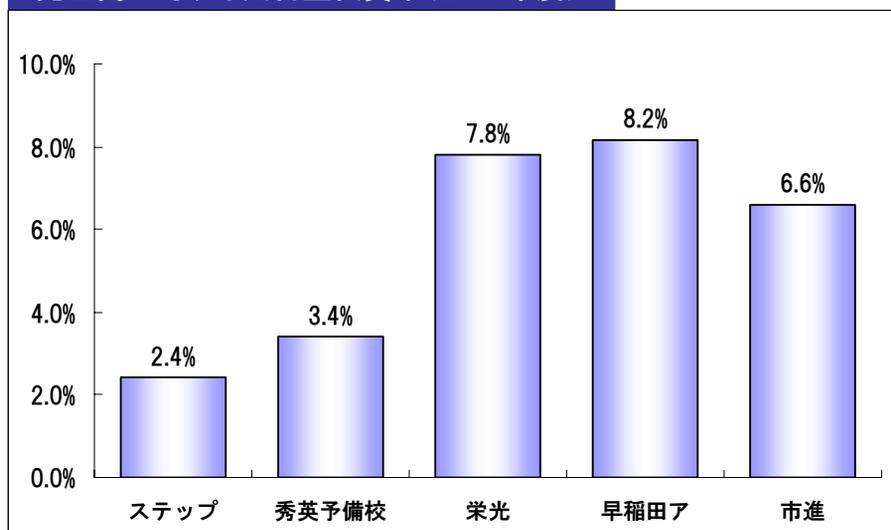
売上費用構成比(左)、従業員数内訳(右)

決算期	11/9期	12/9期	決算期末	11/9期	12/9期
売上高	100.0%	100.0%	中学部教師	411	430
売上原価	69.3%	69.6%	高校部教師、チューター	92	105
人件費	48.1%	48.5%	事務職	29	38
教材費	3.5%	3.6%	正社員計	532	573
消耗品費	1.3%	1.4%	フェロー、嘱託	37	29
減価償却費	3.7%	3.5%	非常勤講師	13	12
賃借料	8.2%	8.1%	事務職	170	177
その他	4.4%	4.6%	その他計	220	218
販管費	7.7%	6.8%	合計	752	791
広告宣伝費	2.7%	2.4%			
役員報酬	1.1%	1.1%			
人件費	1.3%	1.2%			
減価償却費	0.4%	0.3%			
手数料	0.8%	0.5%			
その他	1.5%	1.4%			

広告宣伝費の推移



売上高に対する広告宣伝費率(2011年度)



## 収益拡大に伴う負債の減少で財務状況は一段と改善

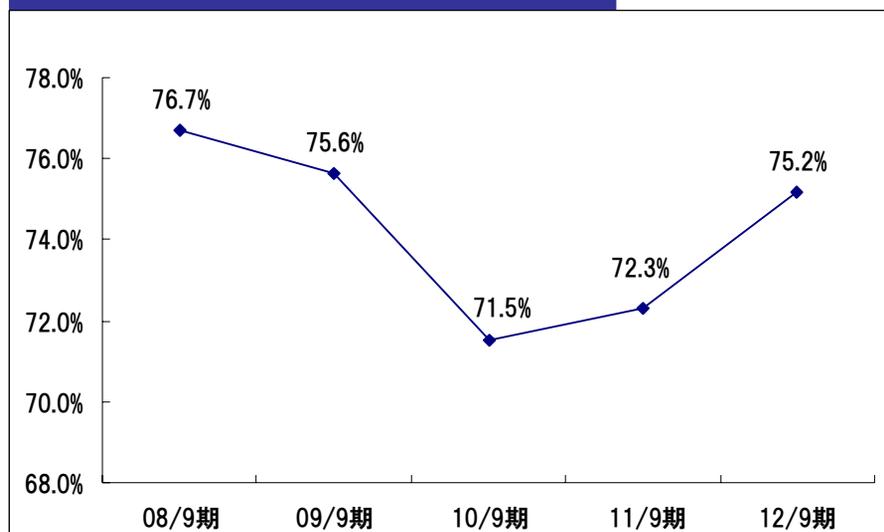
### (2) 財務状況について

2012年9月期末の資産、負債の変化については表の通りで、資産側では収益拡大に伴い現預金・有価証券が増加した一方で、校舎移転に伴う旧校舎の土地建物売却を行ったことで有形固定資産が減少し、総資産は前期末比544百万円増の14,965百万円となった。負債側は収益拡大に伴って有利子負債が576百万円減少し、流動・固定負債あわせて272百万円減少した。この結果、自己資本比率は前期から2.9ポイント上昇して75.2%となり、収益拡大によって財務状況も一段と改善したことになる。

### 貸借対照表（単位：百万円）

	11/9期	12/9期	増減額
流動資産	1,232	1,858	626
（現預金・有価証券）	962	1,600	638
有形固定資産	12,589	12,491	▲ 97
建物	5,454	5,210	▲ 243
土地	6,969	6,928	▲ 40
建設仮勘定	1	198	196
無形固定資産	27	22	▲ 4
投資等	571	592	20
資産合計	14,421	14,965	544
流動負債	1,848	2,027	179
固定負債	2,143	1,691	▲ 451
（長短有利子負債）	2,765	2,189	▲ 575
負債合計	3,991	3,718	▲ 272
純資産	10,429	11,247	817
負債・純資産合計	14,421	14,965	544

### 自己資本比率の推移



## 2013年9月期業績は引き続き過去最高を更新する見通し

### (3) 2013年9月期業績見通し

2013年9月期の会社業績予想は表の通り、売上高が前期比6.6%増の8,787百万円、営業利益が同5.3%増の2,048百万円と引き続き過去最高を更新する見通しとなっている。

### 業績推移と2013年9月期見通し

	売上高		営業利益		経常利益		当期純利益		1株当たり 利益(円)	1株当たり 配当金(円)
2009/9期	7,131	5.1%	1,570	6.1%	1,581	7.2%	890	8.0%	59.71	17.00
2010/9期	7,378	3.5%	1,667	6.2%	1,668	5.5%	912	2.4%	61.15	18.00
2011/9期	7,668	3.9%	1,763	5.8%	1,750	4.9%	959	5.1%	64.98	19.00
2012/9期	8,244	7.5%	1,944	10.3%	1,973	12.7%	1,112	16.0%	75.51	22.00
2013/9期予	8,787	6.6%	2,048	5.3%	2,056	4.2%	1,236	11.1%	74.15	22.00

生徒数に関しては、全体で6.7%の伸びを見込んでいる。学年別の伸びはグラフの通りで引き続き中学3年生の伸びが平均を上回るほか、新設校を1校計画している高校生に関しても高い伸びを見込んでいる。

2013年9月期の新設校の計画は小中学生部門で3~4校、現役高校生部門で1校となっている。既に小中学生部門の2校、高校部門の1校は決定しており、残り1校もほぼ3月までに開校の目途が立っている。ほぼ前年度と同じペースとなっている。なお、茅ヶ崎校舎（高校受験及びHi-STEP）は施設設備のリニューアルのため、既存校舎の近隣に自社物件を新築して移転した。

### 2013年9月期の新設校（開設時期）

< 中学部 >		教室数	座席数	< 高校部 >		教室数	座席数
横須賀市	衣笠 (2012/11)	4	80	相模原市	相模大野 (2013/3)	6	120
横浜市	仲町台 (2013/3)	4	80				
他1~2校予定							

足元の状況に関しては、引き続き2012年9月期の第4四半期（7-9月期）の勢いが持続している模様で、冬期講習も活況に推移する公算が大きい。このため、2013年9月期の第1四半期（10-12月期）においても2ヶタ増収が続くものと弊社ではみている。また、第2四半期（1-3月期）においても2013年9月期は公立高校入試制度の変更に伴って若干のプラス効果が見込まれる。中学3年生に関しては、従来の入試制度では前期試験で合格した生徒の大半が合格発表日（2月初旬）後に退会していたが、新たな入試制度では2月15日の学力検査または2月18日の面接および特色検査実施まで在籍する生徒が大半を占めることになりそうなためだ。

## ■決算動向

以上から、第2四半期累計（10-3月期）の業績は会社計画を上回る公算が大きいと弊社ではみている。また、合格実績の結果次第では、2013年4月以降の入塾者数も一段と増える可能性もある。今回の入試制度変更は、県内公立進学校の受験対策を中心に学習指導を行ってきた同社にとっては追い風となり、現在ドミナント戦略でエリアを拡充している横浜北東部、川崎市での生徒獲得にもプラスの効果をもたらすものと期待される。

また、現役高校生部門においても国公立大学や早慶上智など有名大学への合格者が着実に増加しており、小中学生時代にステップに入塾していた生徒を中心に、今後も入塾者の拡大が見込まれる。

## 公立進学校19校の合格者数（左）、大学合格実績（右）

	11年度	12年度	業界順位		11年度	12年度
湘南(356)	211	203	1	国公立	86	111
横浜翠嵐(312)	61	54	3	早慶上智	167	197
柏陽(275)	95	97	1	MARCH	525	617
厚木(353)	151	177	1	合計	778	925
小田原(317)	147	152	1			
平塚江南(316)	162	176	1			
希望ヶ丘(276)	82	92	1			
横浜緑ヶ丘(276)	63	60	2			
川和(313)	33	40	2			
横須賀(276)	33	33	4			
光陵(275)	27	33	3			
鎌倉(276)	139	143	1			
YSFH(237)	47	45	1			
多摩(275)	4	6	N.A.			
相模原(276)	116	129	1			
茅ヶ崎北陵(276)	135	126	1			
大和(276)	75	97	1			
横浜国際(175)	20	30	1			
秦野(355)	112	121	1			
合計	1,713	1,814	1			

※順不同、カッコ内は定員人数

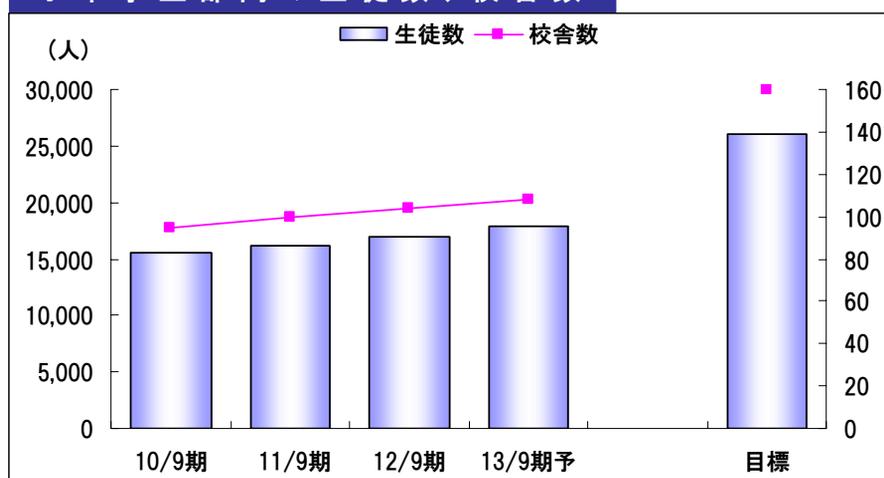
## ■ 中期戦略

### 学習塾の激戦区である横浜北東部、川崎市での展開を強化

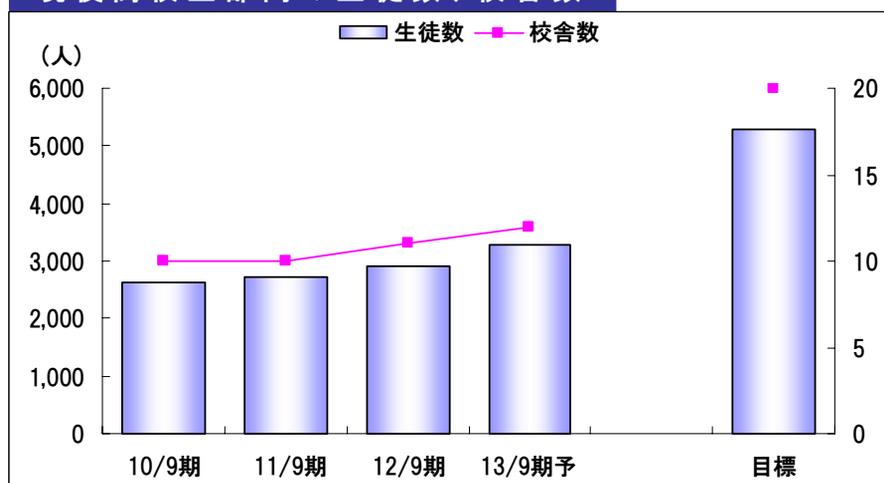
同社は今後も神奈川県内での校舎数の拡大を目指していく方針で、小中学生部門では2012年9月期末の104校から160校まで拡大する余地があると考えている。また、高校生部門では同様に11校を20校程度まで拡大していく計画となっている。1年間で4~5校ペースで新設していく予定のため、目標到達までには、少なくとも10年以上を費やす計算となる。新設校のペースが4~5校と緩やかなのは、教師の育成に時間がかかるため、教育の質を重視する同社の経営理念によるものだ。このため、年間の生徒数の増加ペースも平均で4~5%となり、授業料に変化がなければ概ね売上高の平均成長率も4~5%程度になると予想される。

今後の注力エリアとしては学習塾の激戦区である横浜北東部、及び2012年9月期に初進出を果たした川崎市での展開を強化していく方針だ。同社のマーケティング戦略が「ロコミ情報」を基本としているだけに、激戦区のエリアで生徒数を十分に獲得できるまでには合格実績を積み重ねる時間が必要となるが、それでも教育に熱心な世帯が集まる地域であるだけに、同社にとって進出する価値は大きいと言える。

#### 小中学生部門の生徒数、校舎数



#### 現役高校生部門の生徒数、校舎数



## ■中期戦略

現在、同社の神奈川県内での市場シェアについては、中学3年生をベースに考えると、公立の中学3年生が2012年で約6.9万人、ステップの同学年の生徒数が約5,900人となっていることから、市場シェアは約8.6%となる。ただ、古くから校舎展開しているドミナント地域でのシェアは中学校によっては20%を超えている地域がある一方で、川崎市のようにまだ新設校が1校だけでシェアが殆どゼロに近い地域があるなど、エリアによってバラつきがあるのも事実。同社では今後10年かけてこうした未開拓地域へ進出していき、シェアを獲得することで、全体の市場シェアを10%台に引き上げていく戦略だ。

中長期的には少子化という流れのなかで競争激化が一段と厳しさを増すものの、同社では「質の高い教育サービスの提供」と「志望校への合格」と言う結果を導くことによって、生徒や保護者からの信頼を獲得し、シェアの拡大を図り持続的な安定成長を続けていく考えだ。

## ■公募増資と配当政策

### 調達資金は設備投資資金に充当する計画

#### (1) 公募増資と資金用途について

同社は2012年10月に東証1部銘柄に指定されると同時に、公募増資を実施した。普通株式135万株と自己株式の処分58万株の計193万株を1株710円で発行し（払込金額は665.6円）、発行済み株式数（自己株式含む）は1,667万株と従来から8.8%増加した。

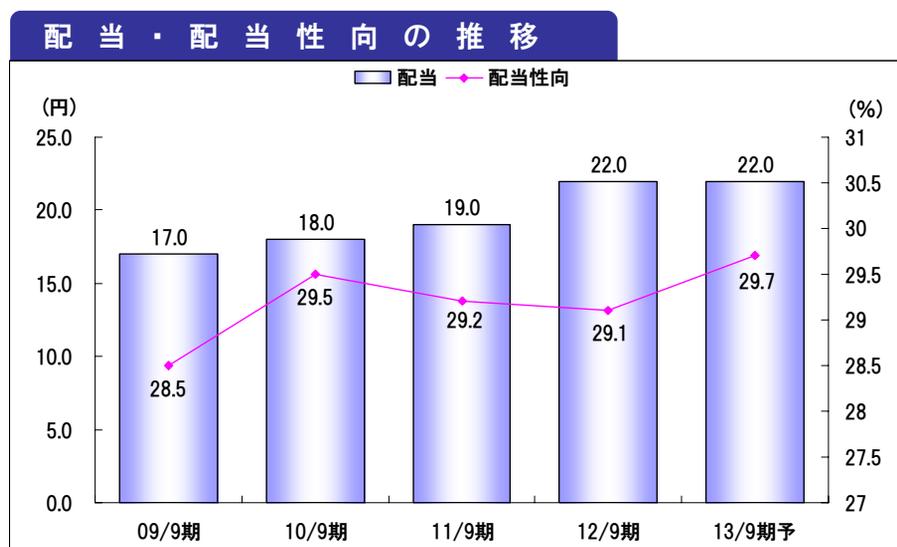
調達資金は1,284百万円となり、全額を2014年9月末までに、校舎の自社物件化など不動産物件の取得費用のほか、老朽化して手狭となった印刷配送センターの新設費用などの設備投資資金に充当する計画となっている。

### 配当性向30%をベースに2013年9月期配当は22.0円を計画

#### (2) 配当政策

同社は安定した収益の拡大を背景に、1株当たり配当金も前期まで5期連続で増配を実施してきた。2013年9月期も当期純利益は前期比11.1%増益と伸びるものの、公募増資の実施によって1株当たり利益が希薄化したため、配当性向30%基準をベースに配当金は22.0円と2012年9月期並みの計画となっている。ただし、前述した通り2013年9月期も業績が増額される公算が大きく、8期連続での増配の可能性も十分であると弊社ではみている。

自社の強みを発揮できる神奈川県下において着実なエリア展開を進める基本方針のもと、業績は年率1ケタ台の安定成長が見込まれるほか、営業利益率で20%台の高い収益性を維持可能なビジネスモデルを確立していること、配当利回りの高さなどを考慮すれば、中長期スタンスの投資家にとっては魅力ある企業の1つとして注目されよう。



## 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