

# 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 >>>](#)

2020年6月8日(月)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2020年2月期業績は連続過去最高を更新	01
2. 新型コロナウイルスへの対応について	01
3. 成長戦略	02
■ 会社概要	03
1. 会社沿革	03
2. 事業の概要	04
3. 特長・強み	06
■ 業績動向	10
1. 2020年2月期の業績概要	10
2. 事業セグメント別動向	11
3. 財務状況	13
■ 今後の展開	14
1. 新型コロナウイルス対策と業績への影響について	14
2. 中期経営計画と成長戦略	16
■ 株主還元策	20

## ■ 要約

### 新型コロナウイルスの影響を見極める必要があるが、成長のための基盤づくりは順調に進む

リソー教育 <4714> は“完全個別指導”と“進学指導”とを組み合わせた独自のビジネスモデルを構築し、事業領域を拡大している教育サービス企業である。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、学校内個別指導の(株)スクール TOMAS、ツアー体験企画や体操教室などを行う(株)プラスワン教育などを持つ。

#### 1. 2020 年 2 月期業績は連続過去最高を更新

2020 年 2 月期の連結業績は、売上高で前期比 9.0% 増の 26,704 百万円、営業利益で同 7.4% 増の 2,716 百万円と 5 期連続の増収増益となった。「TOMAS」や「名門会」「伸芽会」など主力事業の生徒数が順調に拡大したことが要因だ。前期末比の生徒数増加率は「TOMAS」が 10.2% 増、「名門会」が 3.9% 増、「伸芽会」が 10.8% 増となった。新規開校数は「TOMAS」で 3 校、「名門会」で 5 校、「伸芽'S クラブ(しんが〜ズクラブ)」で 2 校、「TOMAS 体操教室」で 1 校、新ブランドとして最難関校受験専門の個別指導塾「spec.TOMAS(スペック TOMAS)」を 1 校開校した。これらの寄与に加えて既存校でも生徒数が順調に増加した。また、学校内個別指導事業についても「スクール TOMAS」の導入校数が前期末の 36 校から 55 校に拡大し、売上高で前期比 24.7% 増と大きく伸長し、営業利益も黒字転換するなど収益増に貢献した。

#### 2. 新型コロナウイルスへの対応について

新型コロナウイルス感染症拡大に伴い緊急事態宣言が発令されたことを受け、「TOMAS」では 4 月 8 日以降、全教室を休校としていたが、生徒・保護者からの授業再開の要望もあったため、感染防止対策を徹底したうえで 4 月 22 日より希望者を対象に個別授業を再開することを発表した。「名門会」については、家庭教師は自粛対象外となっており、家庭教師の派遣は通常どおり行い、教室指導については TOMAS と同様の措置を取っている。一方、「伸芽会」については、全教室で休校期間を 5 月 6 日まで延長している。2021 年 2 月期の業績見通しについては、新型コロナウイルスの影響が不透明なため非開示としている。ただ、3 月の状況について見ると、学校が休校となったことから「TOMAS」「名門会」とも売上高で前年同月比 2 割増と伸長したほか、「TOMAS」の入塾生徒数も同 1 割増と順調に推移したもようだ。休校になって不足したコマ数については、再開後にスケジュールを組み直してカバーする方針で、緊急事態宣言の期間延長など事態が深刻化しない限りは、業績面でのマイナス影響も一時的なものにとどまる可能性が高いと弊社では見ている。なお、配当予定については未定となっているが、同社では配当を実施する方向で検討している。

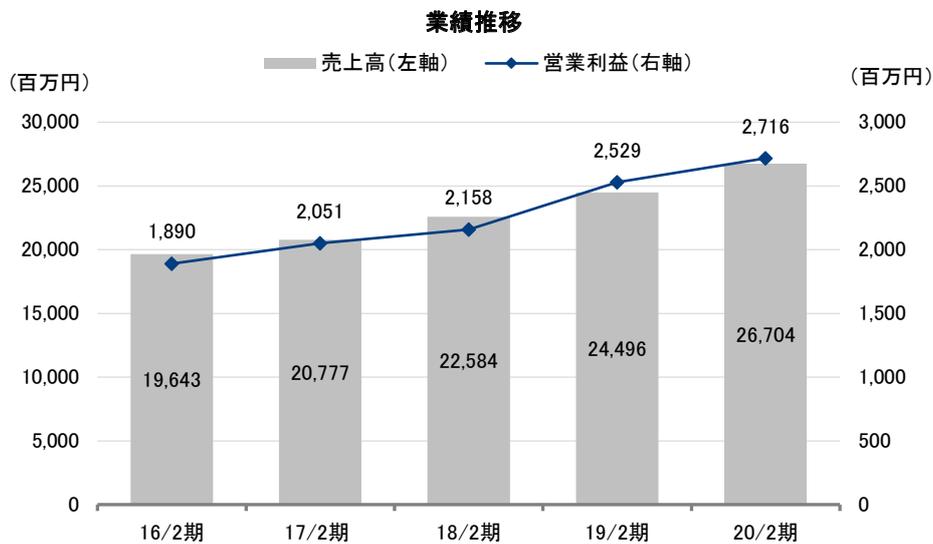
要約

### 3. 成長戦略

現在進行中の3ヶ年中期経営計画では2022年2月期に売上高で33,000百万円、営業利益で3,810百万円を目標として掲げている。第2次ゴールデン成長期と位置付け、首都圏で「TOMAS」、首都圏以外の地域では「TOMEIKAI」のブランドで個別指導塾の展開を進めていくほか、需要が旺盛な「伸芽'Sクラブ(学童・託児)」についても拡大していく。また、「スクールTOMAS」も引き合いが旺盛で、早期に導入校100校を目指していく。「TOMAS」「TOMEIKAI」「スクールTOMAS」の拡大にあたっては、優秀な学生アルバイト講師の確保が課題となるが、2019年に資本業務提携した学校法人駿河台学園と講師の募集・研修・派遣などを行う合弁会社を設立し、駿台予備学校などのネットワークも活用しながら確保していく予定となっている。直近は新型コロナウイルスの影響で、短期的にマイナスの影響が出る可能性はあるものの、各事業において質の高い教育サービスの提供を強みとして、今後も着実な成長が続くものと予想される。

#### Key Points

- ・高品質な教育サービスを基盤に、少子化を追い風にして第2次ゴールデン成長期に入る
- ・2020年2月期業績は5期連続増収、営業利益、経常利益も過去最高を連続更新
- ・生徒数・教室数の拡大によりすべての事業で持続的な成長を目指す方針



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の提供を目的に 1985 年に設立

#### 1. 会社沿革

同社は現取締役会長の岩佐実次（いわさみつぐ）氏が、自身が経営に参画していた（株）日本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、日本こどもびあから14教室を譲り受け、1985年7月に個人別指導による質の高い教育サービスを目的に（株）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い、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、名称を「東京マンツーマンスクール」と改称して提供を開始した。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。

同社は教育サービスの多角化にも積極的で、1989年5月に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 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 プラスワン教育）を2002年に設立したほか、名門幼稚園・小学校の受験指導を目的に伸芽会の株式を2003年に取得し子会社化した。直近では2019年7月に駿河台学園と資本業務提携を行い、最難関校の受験に特化した個別指導塾「spec.TOMAS」を展開すべく、合併で（株）駿台 TOMAS（出資比率51%）を設立している。

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。

**リソー教育** | 2020年6月8日(月)  
 4714 東証1部 | <https://www.riso-kyoikugroup.com/ir/>

#### 会社概要

#### 会社沿革

年月	沿革
1985年 7月	株式会社日本こどもびあより 14 教室の営業譲渡を受け、質の高い個人別指導サービスの提供を目的に、株式会社日本教育公社を東京都新宿区に設立。「理想教育研究所」という教室名で教室展開をスタート
1989年 5月	名門会家庭教師センターを開設し、家庭教師部門に進出
1990年 3月	独自の「完全個室の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
1998年10月	「株式会社日本教育公社」から「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 7月	インターネットテレビ電話を活用した双方向型の完全個別指導を目的に株式会社日本エデュネットを設立
2001年 3月	株式会社東京証券取引所市場第2部に上場
2002年 6月	株式会社東京証券取引所市場第1部に上場
2002年12月	人格情操合宿教育を目的として株式会社スクールツアーシップを設立
2003年 1月	家庭教師派遣部門を分社化して株式会社名門会を設立。幼稚園・小学校の受験指導を行う株式会社伸芽会を完全子会社化
2005年 7月	生徒募集勧誘事業部門を株式会社スクールツアーシップに事業譲渡し、併せて商号を株式会社リソー教育企画に変更
2013年10月	英語スクール部門を分社化し、株式会社インター TOMAS を設立。人格情操合宿教育事業を分社化し、株式会社プラスワン教育を設立。株式会社日本エデュネットの商号を株式会社スクール TOMAS に変更。株式会社リソー教育企画の商号を株式会社 TOMAS 企画に変更
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.」を設立(株式会社スクール TOMAS が 99.99% 出資)
2019年 9月	学校法人駿河台学園との資本業務提携に基づき、合弁会社「駿台 TOMAS」を設立(出資比率 51%)
2020年 2月	駿台 TOMAS にて新ブランド「Spec.TOMAS」第1号校を自由が丘校に開校。 株式会社インター TOMAS、株式会社 TOMAS 企画を吸収合併

出所：有価証券報告書及び同社プレスリリースよりフィスコ作成

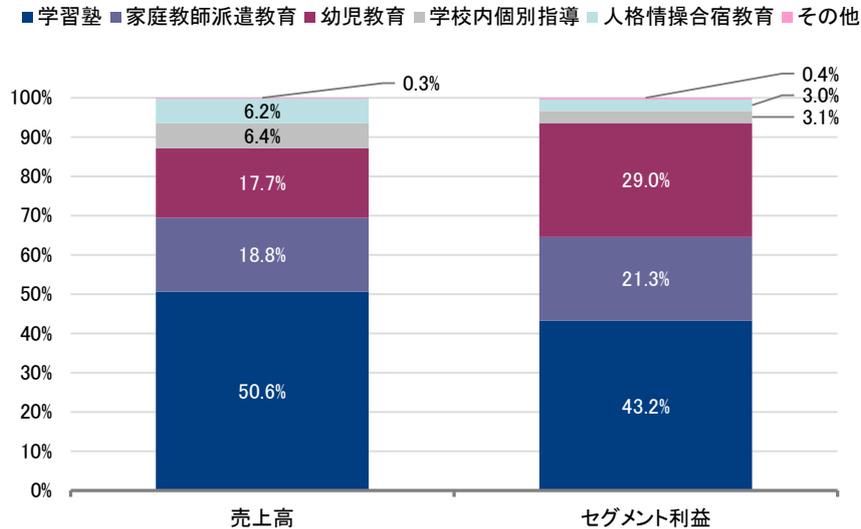
## TOMAS、名門会、伸芽会を中心に各種教育サービス事業を展開

### 2. 事業の概要

同社及び主要子会社5社で、学習塾事業を中心に各種教育サービスを展開しており、事業セグメントとしては学習塾事業、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に分けて開示している。2020年2月期の事業別売上構成比で見ると、学習塾事業が売上高の50.6%、セグメント利益の43.2%を占める主力事業となっており、家庭教師派遣教育事業、幼児教育事業と合わせた3つの事業で大半を占める格好となっている。

## 会社概要

## 事業セグメント別構成比(20/2期)



学習塾事業は主力事業である完全個別指導塾「TOMAS」を首都圏で84校(2020年2月末時点、以下同様)展開しているほか、英会話スクールの「インターTOMAS」を12校、医学部受験専門個別指導塾「MEDIC TOMAS」を2校展開している。また、子会社の駿台TOMASにおいて、2020年2月に最難関校受験専門の個別指導塾「spec.TOMAS」(自由が丘校)を開校している。売上高の大半は「TOMAS」によるもので、インターTOMASで年間5億円程度の規模になっていると見られる。

「TOMAS」は小学生から高校生までを対象とした1対1の完全個別指導塾で、志望校合格という目標を実現すべく、個々のスキルに応じて最適なカリキュラムを作成・提供している。講師は学生、社会人等のアルバイト講師が大半を占め、学習相談・サポートなどを正社員で対応している。また、「spec.TOMAS」については入塾のための試験を実施している。自由が丘校では小学3～6年生を対象とし、最難関中学校の合格を目指すべく、講師も正社員として採用している。2月に開校して以降、生徒数は50名程度と順調に推移しており、試験に不合格となった生徒については近隣の「TOMAS」を紹介している。

家庭教師派遣教育事業では、名門会が全国に34校を展開しており、社会人のプロ講師が家庭教師としてサービスを提供している。また、首都圏以外をサービスエリアとする個別指導塾として「TOMEIKAI」を7校(九州エリア4校、東海エリア2校、甲信越エリア1校)展開している。講師は学生講師となるため、開設する地域は近隣に医科大学など優秀な大学生が多くいる地域をターゲットにしている。

幼児教育事業では、名門幼稚園・小学校受験のパイオニアである伸芽会が、首都圏を中心に23校(首都圏20校、京阪神3校)を展開しているほか、需要が旺盛な学童・保育事業として「伸芽'Sクラブ」を首都圏で21校(学童15校、託児6校)展開している。

会社概要

学校内個別指導事業では、スクール TOMAS が各学校と契約して放課後の時間を活用した個別指導を行っている。また、インターネットを活用したオンライン英会話事業「ハロー e 先生」も同事業に含まれており、導入校数は「ハロー e 先生」を含めて 55 校（契約ベースでは 65 校）で、大半は私立高校となっている。

人格情操合宿教育事業では、プラスワン教育でサッカー教室や体操教室を各 6 校運営しているほか、土・日曜日や夏休みなどの長期休暇を利用した体験型教育プログラム「School Tour Ship」を企画・提供している。「School Tour Ship」に参加して様々な体験をすることで、行動力や判断力などを育成していくことが目的となっている。

**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	サービス地域
学習塾事業	リソー教育	学習塾事業。完全個別指導塾「TOMAS」を中心に、英会話スクール「インター TOMAS」、医学部受験専門個別指導塾「MEDIC TOMAS」などを運営	首都圏
	駿台 TOMAS	最難関校受験専門の個別指導塾「spec.TOMAS」を運営	首都圏 (将来的に拡大)
家庭教師派遣教育事業	名門会	家庭教師派遣「名門会」、及び地方（1都3県以外）における個別指導塾「TOMEIKAI」の運営	家庭教師は全国 「TOMEIKAI」は首都圏以外
幼児教育事業	伸芽会	名門幼稚園・小学校の受験指導教室「伸芽会」のほか、「伸芽'Sクラブ」ブランドで託児事業・学童保育事業を展開	「伸芽会」は首都圏及び京阪神 「伸芽'Sクラブ」は首都圏
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	全国
人格情操合宿教育事業	プラスワン教育	サッカー教室や体操教室の運営を行うスクール事業や、様々な体験を通じて行動力や判断力を養うツアー事業を展開	-

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

## 高品質な教育サービスを基盤に、 少子化を追い風にして第 2 次ゴールデン成長期に入る

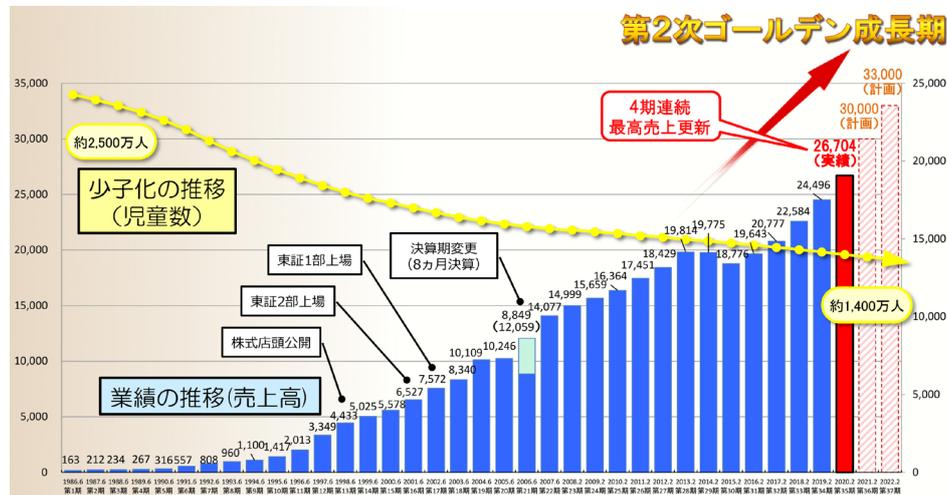
### 3. 特長・強み

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、同社が構築してきた優位性のある事業モデルに起因するものと考えており、これらを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ものと考えている。

同社の売上高は創業初年度となる 1986 年 6 月期で 163 百万円を計上し、2013 年 2 月期まで増収を継続してきた（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発覚とその対応に追われたことで、2016 年 2 月期まで業績の停滞が続いたが、2017 年 2 月期に 4 期ぶりに過去最高売上高を更新して以降は再び増収基調をたどっており、同社では 2017 年 2 月期以降を「第 2 次ゴールデン成長期」と位置付けている。

## 会社概要

## 創業以来売上高推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

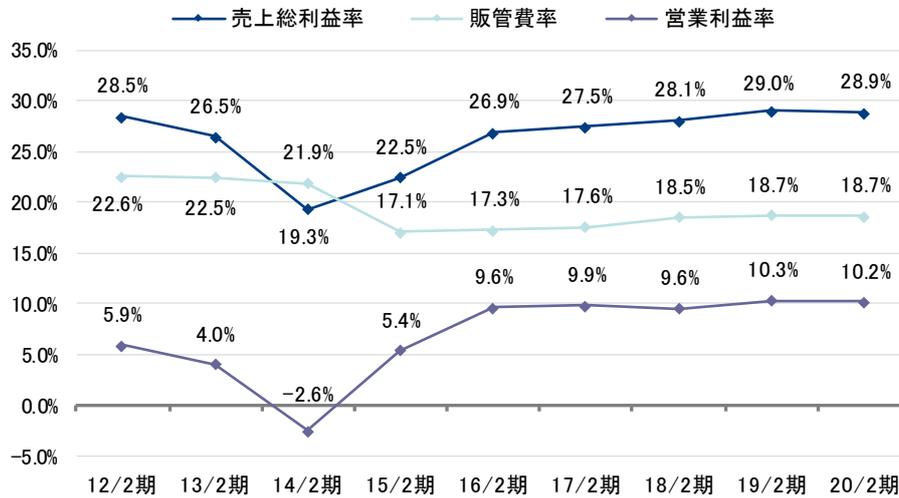
重要なことは、少子化の進行により学習塾・予備校市場が頭打ちとなるなかで、参入企業が増加し生徒獲得競争が激化するなど、業界全体としては決して良い環境とは言えないなかで、「TOMAS」や「名門会」「伸芽会」と主要事業においていずれも生徒数を伸ばし、成長を続けてきたことにある。

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2020年2月期の売上高営業利益率は10.2%と2ケタ台をキープしている。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、営業利益率で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%の水準は平均よりも上位に位置する。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かFC事業展開によりロイヤルティ収入を獲得している企業となる。同社のように直営教室だけで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で、2ケタの営業利益率を実現できている同業他社は極めて少ない。

2020年2月期までは新規教室の開設や新規事業の立ち上げなど先行投資を実施していることも考慮すれば、営業利益率で15%の水準も十分達成可能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ねらえるが、一方でコンプライアンスなども重視され、かつて(たとえば上場以前の営業利益率20%超を誇っていた時代)とは内部管理体制にかかるコストも一定水準必要となる。このため、同社が目指す営業利益率15%という目標設定は妥当な水準と言えるだろう。

## 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売上成長と高い収益性という2つの特長は、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あ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による少子化の進行と、少子化の結果として子ども1人当たりには投下される教育費が増大するというこの2点だ。このヒントをもとにして、少子化を当初から想定して事業モデルを構築してきたことが、現在までの成長につながっており、また子ども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。

少子化を追い風にするための重要なポイントが、1)1対1の完全個別指導による高品質な教育サービスの提供と、2)その目的(ゴール)を進学指導に置いたこと、の2点にある。この2つは現在の「TOMAS」をはじめとする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ほかに見当たらない。現在の個別指導市場における一般的なモデルは、1対少数(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が多く、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。このため、同社と同様の事業モデルで新規参入する企業はほとんどなく、個別指導の進学学習塾として高いブランド力を確立している要因となっている。

#### 会社概要

同社は、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。その間は社内でも意見・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。その意識の下、高い顧客満足度を提供することに心を砕いてきた。学習塾・予備校業界における高い顧客満足度とは志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。前述したとおり、「TOMAS」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うえでカリキュラムを作成し、3) 授業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、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ている。

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、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）に対する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見ている。同社が創業から長年構築してきた事業モデルを後追い・再現するには、事業リスクが高いためだ。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。

## 業績動向

### 2020年2月期業績は5期連続増収。 営業利益、経常利益も過去最高を連続更新

#### 1. 2020年2月期の業績概要

2020年2月期の連結業績は、売上高で前期比9.0%増の26,704百万円、営業利益で同7.4%増の2,716百万円、経常利益で同8.2%増の2,749百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同23.9%増の1,953百万円となった。売上高は5期連続増収、営業利益、経常利益は6期連続の増益となり過去最高を更新した。すべての事業セグメントで増収を達成し、生徒数が順調に拡大したことが増収増益要因となった。新規開校数が「TOMAS」で3校、「名門会」で5校、「伸芽'Sクラブ(学童)」で2校、「TOMAS体操教室」で1校であり、また、新規事業となる「spec.TOMAS」を2020年2月に1校開校するなど、積極的な教室展開を進めるなかで営業利益率は前期比0.1ポイント低下の10.2%とほぼ横ばい圏を維持した。また、「スクールTOMAS」の導入校数が前期末の36校から55校と大きく伸長し、学校内個別指導事業が黒字に転換して収穫期に入ったことが今回の決算のポイントとなる。

#### 2020年2月期連結業績

(単位：百万円)

	19/2期		期初計画	20/2期			
	実績	対売上比		実績	対売上比	前期比	計画比
売上高	24,496	-	27,000	26,704	-	+9.0%	-1.1%
売上総利益	7,113	29.0%	-	7,707	28.9%	+8.3%	-
販管費	4,583	18.7%	-	4,990	18.7%	+8.9%	-
営業利益	2,529	10.3%	3,010	2,716	10.2%	+7.4%	-9.7%
経常利益	2,540	10.4%	3,000	2,749	10.3%	+8.2%	-8.4%
特別損益	-44	-	-	-103	-	-	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,576	6.4%	1,800	1,953	7.3%	+23.9%	+8.5%

出所：決算短信よりフィスコ作成

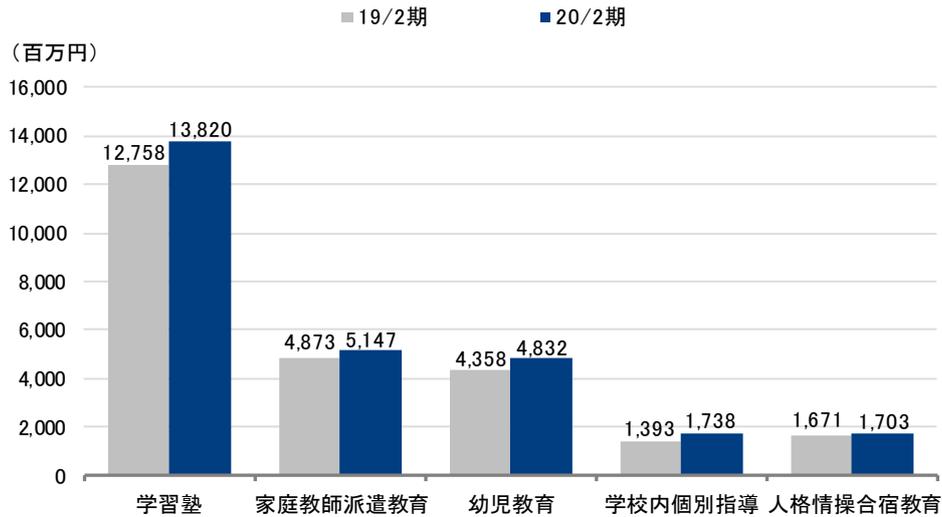
なお、同社計画比で見ると売上高で1.1%、営業利益で9.7%下回ったが、これは2019年10月に大型台風が上陸したことに伴い、「伸芽会」の全教室で休校を実施した影響などにより幼児教育事業の売上高が計画を2億円程度下回ったこと、また、同社計画には織り込んでいなかった「spec.TOMAS」の開校により、カリキュラム費用や広告宣伝費用など合わせて1億円強の減益要因になったことが要因となっている。一方で、親会社株主に帰属する当期純利益については計画を8.5%上回ったが、これは経営の効率化を図ること等を目的として、連結子会社のインターTOMAS(英語スクール事業)とTOMAS企画(生徒募集勧誘事業)を2019年12月に同社が吸収合併したことに伴い、繰越欠損金の調整等により実効税率が低下したことが要因となっている。

## 業績動向

## すべての事業で増収を達成し、スクールTOMASは黒字に転換

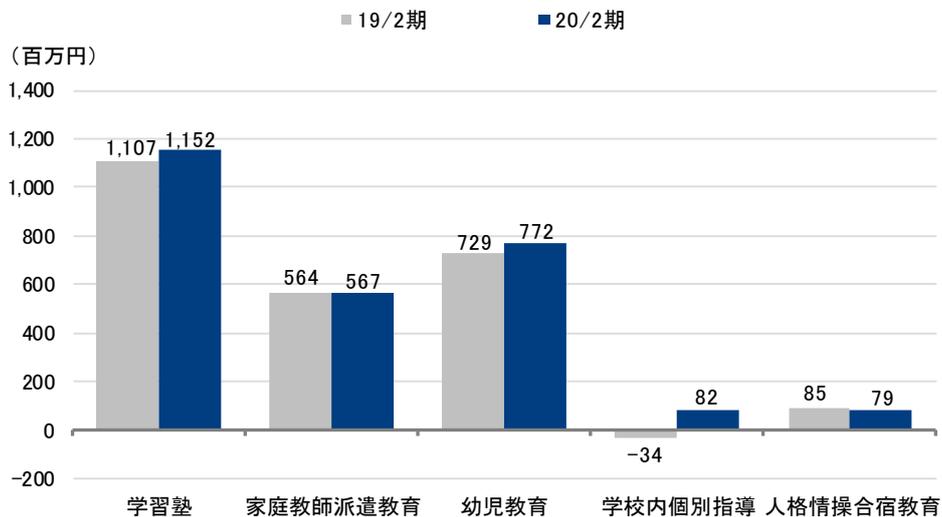
### 2. 事業セグメント別動向

#### 事業セグメント別売上高



出所：決算短信よりフィスコ作成

#### 事業セグメント別営業利益



出所：決算短信よりフィスコ作成

業績動向

### (1) 学習塾事業

学習塾事業の売上高は前期比 8.3% 増の 13,820 百万円（内部取引高含む、以下同様）、営業利益は同 4.1% 増の 1,152 百万円となった。期末生徒数は前期末比で 10.2% 増と順調に増加した。「TOMAS」の既存校で生徒数が増加したほか、前々期から推進している「首都圏サテライト校戦略」に基づき新規に開校した 3 校（5 月学芸大学校、6 月多摩センター校、9 月宮崎台校）の生徒獲得が寄与した。また、新業態として子会社の駿台 TOMAS で「spec.TOMAS」を 1 校（2020 年 2 月自由が丘校）開設している。

営業利益率が 8.7% から 8.3% に低下したが、これは「spec.TOMAS」の立ち上げ費用として 1 億円強を投下したことが要因で、これを除けば利益率も上昇している。「spec.TOMAS」は最難関校受験専門の個別指導塾で、入塾に際して試験を実施している。自由が丘校では小学 3 ～ 6 年生を対象にし、同社計画どおり 50 名程度が入塾した。

### (2) 家庭教師派遣教育事業

家庭教師派遣教育事業の売上高は前期比 5.6% 増の 5,147 百万円、営業利益は同 0.6% 増の 567 百万円と増収増益基調が続いた。「名門会」「TOMEIKAI」を合わせた期末生徒数は前期末比 3.9% 増と堅実な伸びを見せた。新規開校は「名門会」で 5 校（3 月岡山サテライト校、5 月宇都宮校、8 月水戸駅前校、高崎駅前校、9 月つくば駅前校）を開校した。営業利益率は新規開設校の立ち上げ費用などもあって、前期の 11.6% から 11.0% に若干低下した。

### (3) 幼児教育事業

幼児教育事業の売上高は前期比 10.9% 増の 4,832 百万円、営業利益は同 5.8% 増の 772 百万円と 5 期連続の増収増益となり、過去最高を連続更新した。「伸芽会」「伸芽'Sクラブ」を合わせた期末生徒数は前期末比で 10.8% 増と好調に推移した。特に、「伸芽'Sクラブ」は旺盛な需要を背景に 2 ケタ伸長が続いている。新規開校は「伸芽'Sクラブ（学童）」で 2 校（4 月池袋東口校、6 月学芸大学校）となっている。

営業利益率は新規開校に伴う立ち上げ費用負担や 2019 年 10 月の台風上陸に伴う休校の影響もあって、前期の 16.7% から 16.0% に低下したが、同社グループの中で最も高い収益性を維持している。

### (4) 学校内個別指導事業

学校内個別指導事業の売上高は前期比 24.8% 増の 1,738 百万円、営業利益は 82 百万円（前期は 34 百万円の営業損失）と 3 期ぶりの黒字に転換した。売上高は「スクール TOMAS」の導入校数が前期末の 36 校※から 55 校（契約ベースでは 65 校）に拡大したことが増収要因となっている。第 2 四半期末の導入校数は 39 校であったため、下期以降急速に導入が進んだことがうかがえる。利益率の改善要因は、「スクール TOMAS」の増収効果に加えて、オンライン英会話事業となる「ハロー e 先生」のフィリピンでの投資が一段落したことも寄与した。

※ スクール TOMAS とハロー e 先生はいずれも学校経由でのサービス提供という点で同じ事業モデルとなっており、導入校数にはハロー e 先生の単独導入契約校の数も含まれている。

### (5) 人格情操合宿教育事業

人格情操合宿教育事業の売上高は前期比 1.9% 増の 1,703 百万円、営業利益は同 7.0% 減の 79 百万円となった。前期が好調だった反動もあり売上げが伸び悩んだが堅調に推移している。利益面では、「TOMAS 体操教室」を 1 校（7 月麻布校）開校し、立ち上げ費用分が減益要因となった。

## 無借金経営で財務内容は良好。ROE、ROA の上昇傾向続く

### 3. 財務状況

2020 年 2 月期末の財務状況を見ると、総資産は前期末比 703 百万円増加の 13,214 百万円となった。主な変動要因を見ると、流動資産では現金及び預金が 120 百万円増加したほか、営業未収入金が 209 百万円増加した。また、固定資産では新規校の開設が進んだことで、有形固定資産が 180 百万円増加したほか、敷金及び保証金が 180 百万円増加した。

負債合計は前期末比 809 百万円増加の 7,056 百万円となった。流動負債では将来の売上げにつながる前受金が 382 百万円増加したほか、未払法人税等が 122 百万円増加し、固定負債では退職給付に係る負債が 116 百万円増加した。また、純資産は前期末比 106 百万円減少の 6,157 百万円となった。積極的な株主還元方針により配当金が 1,838 百万円、自己株取得で 326 百万円を支出したことによる。親会社株主に帰属する当期純利益は 1,953 百万円となり、総株主還元性向で 100% を超えたことになる。

経営指標を見ると、2017 年 2 月期以降は配当や自社株取得など株主還元を積極的に実施してきたため、自己資本比率は 45.9% まで低下したが、有利子負債はなく現預金も 40 億円超と右肩上がりに増加しており、財務内容は良好と判断される。また、収益性について見ても売上高営業利益率は 10.2% と前期比で横ばい水準となったものの、当期純利益の増加もあって ROE は 31.7% と 30% 台に乗せ、ROA についても 21.4% と上昇傾向が続くなど、収益性や資本効率の向上が進んでおり、収益体質もより強固なものになっていると判断される。

## 業績動向

## 連結貸借対照表

(単位：百万円)

	17/2期	18/2期	19/2期	20/2期	増減額
流動資産	5,598	6,052	6,318	6,644	326
（現預金）	3,866	4,171	4,716	4,837	120
固定資産	5,577	5,602	6,138	6,531	393
総資産	11,250	11,724	12,510	13,214	703
流動負債	3,162	3,430	3,861	4,498	637
固定負債	1,786	2,019	2,385	2,557	172
負債	4,949	5,450	6,247	7,056	809
（有利子負債）	-	-	-	-	-
純資産	6,301	6,273	6,263	6,157	-106
経営指標					
自己資本比率	56.0%	53.5%	49.9%	45.9%	-4.0pt
営業利益率	9.9%	9.6%	10.3%	10.2%	-0.1pt
ROE	18.1%	22.0%	25.2%	31.7%	6.5pt
ROA	17.1%	18.6%	21.0%	21.4%	0.4pt

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 今後の展開

### 新型コロナウイルス感染防止対策を徹底したうえで、TOMAS、名門会は授業を一部再開へ

#### 1. 新型コロナウイルス対策と業績への影響について

新型コロナウイルス感染拡大により4月8日に国内で緊急事態宣言が発令され、当社でも「TOMAS」及び「伸芽会」の全校休校、「名門会」では首都圏、京阪神・奈良・福岡の校舎で休校（家庭教師派遣は除く）を実施した。「スクールTOMAS」については学校内指導となるため、学校が休校となった3月以降、サービスは休止状態となっている。一方、「伸芽'Sクラブ（託児・学童）」については社会的要請に基づき対象者を限定し、時間・内容を変更して継続している。

このうち「TOMAS」「名門会」については生徒・保護者から授業再開を望む声もあったことから、ウイルス感染防止対策を徹底したうえで希望者に限り4月22日より授業を再開することを発表した。感染防止対策としては、サージカルマスクの着用やアルコール消毒だけでなく、ビニールカーテンの設置や医療用飛沫防止マスクを約2万個調達し、講師・生徒に無料支給する。ソーシャルディスタンスについても確保しながら授業を実施する方針だ。

今後の展開

### 主要事業における新型コロナウイルスへの対応策

	4月8日～4月21日	4月22日～
<b>TOMAS</b>	全校休校	希望者に限り、ウイルス感染防止対策を施したうえで再開
<b>名門会</b>	家庭教師派遣は自粛対象外のため、フェイスシールドの装着など感染防止策を実施の上、通常どおり授業をおこない、教室指導は首都圏、京阪神、奈良、福岡のみ休校	休校していた教室の教室指導については TOMAS と同様の措置を取り再開
<b>伸芽会</b>	4月8日～5月6日まで全校休校	
<b>伸芽'Sクラブ</b>		
(託児)	4月13日～5月6日まで、両親とも出勤が必要な子どものみ時間・保育内容を変更して対応	
(学童)	4月8日～5月6日まで、出勤の避けられない仕事を持つ保護者を対象に、時間・内容を変更して対応	

出所：各事業のホームページよりフィスコ作成

今回の新型コロナウイルスの影響について見ると、3月については「TOMAS」「名門会」ともに売上高が前年同月比20%増と伸長した。学校が一斉休校となったため、午前中に授業を受ける生徒が増加したことが要因だ。また、新規入塾生徒数についても、3月は「TOMAS」で前年同月比10%増と好調だった。4月に入って「TOMAS」「名門会」ともに休校としたが、4月22日から希望者に限り授業を再開し、今後緊急事態宣言が解除され平常稼働に戻れば授業スケジュールを組み直して、休校分の授業回数を埋め合わせていく予定にしている。このため緊急事態宣言の解除が長引かない限りは、両事業ともに業績面へのマイナス影響は軽微にとどまると弊社では予想している。

「伸芽会」についてはほぼ1ヶ月全校休校となるため、一時的なマイナス影響は避けられない。ただ、需要期は第2、第3四半期となるため、5月までに緊急事態宣言が解除されればダメージも限定的なものになると考えられる。「スクール TOMAS」については3月、4月と学校が休校となるため、その間の売上げは立たないことになり、第1四半期は厳しい業績になることが予想される。また、プラスワン教育で実施している「School Tour Ship」についても、現段階ですべてのイベントを中止しているためマイナスの影響を受けるが、連結業績全体に与える影響は軽微となっている。

同社では新型コロナウイルスの影響が業績面でどの程度出てくるのか合理的な見積もりが困難なことから、2021年2月期の業績見通しを開示していない。今後の感染拡大状況にもよるが、各事業の運営が正常化した段階で、影響額も把握できるものと考えられ、早ければ第1四半期決算発表時点で通期業績見通しを開示する可能性がある。

新規開校(予定含む)は、「インター TOMAS」で1校(3月桜新町校)、「TOMEIKAI」で1校(5月名古屋御器所校)となっているほか、増床移転リニューアルを「TOMAS」で3校(3月大宮校、桜新町校、三軒茶屋校)実施している。また、時期は未定だが「spec.TOMAS」を1校、吉祥寺に新設する。同校では対象を小・中・高校生に拡大して開始する予定にしている。「スクール TOMAS」については2021年2月期中に100校の導入を目標としているが、学校の休校が長引くようだと目標達成時期は2022年2月期にずれ込む可能性がある。

## 生徒数・教室数の拡大によりすべての事業で持続的な成長を目指す方針

### 2. 中期経営計画と成長戦略

#### (1) 中期経営計画の概要

同社は2020年2月期より3ヶ年の中期経営計画をスタートしている。既存主力事業である「TOMAS」「名門会」「伸芽会」の更なる拡大に加えて、「スクール TOMAS」「伸芽'Sクラブ」「インター TOMAS」「spec.TOMAS」「プラスワン教育」などの事業展開を一段と積極化していくことで持続的な成長を目指していく方針だ。

2019年4月に発表した中期経営計画では、最終年度となる2022年2月期に売上高で33,000百万円、営業利益で3,810百万円、営業利益率が11.5%を目標として掲げた。1年目については売上高、営業利益ともに若干未達となり、2年目となる2021年2月期についても前述したとおり、新型コロナウイルス感染拡大がどのように業績面で影響を及ぼすか不透明な状況にあるものの基本的な成長戦略に変わりなく、各事業で教室数・生徒数を伸ばしていくことで収益拡大を目指していく。教室数を拡大していくにあたっては講師の確保が課題となるが、そのための施策として資本業務提携先の駿河台学園と合併で講師の募集・研修・紹介派遣を行う新会社を近々設立する予定となっている。駿台予備学校のネットワークも活用しながら講師の採用を強化し、「TOMAS」だけでなく首都圏以外で展開する「TOMEIKAI」や「スクール TOMAS」の事業拡大を加速していく考えだ。ただ、2021年2月期については新型コロナウイルスの影響なども考慮し、新規校の開設は慎重に決定していく方針となっている。

#### 20/2期～22/2期中期経営計画（2019年4月発表値）

（単位：百万円）

	20/2期		21/2期		22/2期	
	計画	実績	計画	前期比	計画	前期比
売上高	27,000	26,704	30,000	12.3%	33,000	10.0%
営業利益	3,010	2,716	3,410	25.6%	3,810	11.7%
営業利益率	11.1%	10.2%	11.4%	-	11.5%	-
経常利益	3,000	2,749	3,400	23.7%	3,800	11.8%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,800	1,953	2,000	2.4%	2,300	15.0%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

#### (2) 学習塾事業の成長戦略

学習塾事業は個別進学指導塾「TOMAS」のほか、英会話スクールの「インター TOMAS」、医学部受験専門の個別指導塾・予備校となる「メディック TOMAS」に加えて、2020年2月より最難関校専門受験個別指導塾の「spec.TOMAS」が新たに加わった。中期計画では教室数・生徒数の増加によって年率10%程度の売上成長を見込んでいるものと見られる。

## 今後の展開

「TOMAS」の教室展開について同社は、2018年2月期から取り組んでいる「首都圏サテライト校戦略」を推進していく方針となっている。「首都圏サテライト校戦略」とは、従来、ターミナル駅において150～200坪の広さで200～400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100～150名の規模で教室を展開する戦略を言う。2020年2月期末時点で首都圏において84校を展開しており、今後も年間5～10校のペースでサテライト校の新規開校を継続し、当面の目標として120校体制を確立したい考えだ。前述したように、直近は新型コロナウイルスの影響を見極める必要があるため、投資は慎重に検討を進めるが、外部環境が正常化した段階で積極姿勢に転じるものと予想される。なお、既存校についても生徒数の増加により手狭となった教室については移転リニューアルを進めていく予定となっている。

新規ブランドとして立ち上げた「spec.TOMAS」については、2021年2月期に2校目を吉祥寺で開校予定となっているほか、今後も随時、首都圏で展開を進めていく方針となっている。1校当たりの生徒数は入塾試験で厳選することもあり、150～200名と「TOMAS」よりもやや小規模となる。「spec.TOMAS」の特徴は、駿河台学園と当社がそれぞれ蓄積してきたノウハウを融合して、最難関校を志望する生徒に対してオリジナルのカリキュラムを作成し、プロの社会人講師による完全個別指導によって、志望校の合格に導いていくことにある。駿河台学園との提携によって、駿河台学園が持つ講師人材を活用できることや、オリジナル教材の制作・出版面で質の向上が期待できるなどシナジー効果は大きい。進学塾では合格実績が生徒獲得のパロメーターとなるため、今後合格実績を積み重ねていくことで最難関校受験専門の個別指導塾としてのブランド確立を目指していくことになる。

### (3) 家庭教師派遣教育事業の成長戦略

家庭教師派遣教育事業は子会社の名門会が担っている。1989年から事業を開始しており、100%プロの社会人講師が指導すること、家庭教師業界の中で進学実績を公表している唯一の事業者であるという点が特長であり、競合他社との差別化要因となっている。

家庭教師は個別指導であるが、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、その他の地域については名門会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。名門会としての成長戦略は、既存事業である「名門会」による拠点数拡大と、新規事業としての個別指導塾「TOMEIKAI」の展開の2点となる。

「名門会」については従来、首都圏や大阪、名古屋など大都市での展開が中心だったが、今後は地方の主要都市への展開も積極的に進めていく方針となっている。実際、2020年2月期は北関東地域に4校を新設したほか、岡山にサテライト校を開設した。

一方、「TOMEIKAI」については首都圏以外の主要都市への展開を進めていく。現在、九州エリアに4校、東海エリアに3校、甲信越エリアに1校の合計8校にとどまっているが、講師採用・育成・派遣のための合弁会社を駿河台学園と近々設立する予定で、アルバイト講師採用のプラットフォームが整えば、校舎展開も加速していくものと予想され、大阪や名古屋、福岡などの主要都市部への展開も視野に入れている。「TOMEIKAI」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。

## 今後の展開

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校程度と見ておく方が妥当であるように弊社は考える。同社では名門会の売上げについて、中期的に年率5～10%の堅実な成長を目指している。

#### (4) 幼児教育事業の成長戦略

幼児教育事業を担う伸芽会は創業64年目となる老舗で、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の合格実績を持ち、圧倒的なブランド力を持っていることが特徴だ。幼児教育事業における成長戦略としては、「伸芽'Sクラブ」の拡大が挙げられる。

名門幼稚園や小学校のお受験市場は非常に特殊で、それを手掛ける「伸芽会」の事業はヨコ展開（地理的拡大）が難しく、首都圏と京阪神地域に限定される。そこで成長戦略として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（託児・学童）」となる。

小学校のお受験は4歳ご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1～3年生）を、中学校受験のための「TOMAS」（通常は小学4年生から受験勉強が始まる）に確実につなげるといふ、2つの視点が骨格となっている。その具体的サービスが「伸芽'Sクラブ」の託児事業と学童保育事業となる。

託児事業は1～5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ふ合格は困難と言われてきた）の2つだ。現在首都圏で6校（2020年2月末現在）を展開しているが、ほぼ定員一杯となっている。このため、運営スタッフや不動産物件などの条件が整えば新規校の開設を進めたい考えだ。

学童保育は小学1～3年生を対象としている。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。現在首都圏で15校を展開しており、いずれも入会生徒数は好調に推移している。託児事業と同様、運営スタッフや不動産物件などの条件が整えば新規校の開設を進めていく方針となっている。

弊社では「伸芽'Sクラブ」の教室数は中期的に現状の約3倍となる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付けだと考えれば、首都圏で20校の「伸芽会」教室に託児・学童を併設する形での開設が1つの基本形になってくると考えられる。そうならば2教室×20ヶ所で40教室となり、他のターミナル駅・中核駅への開設を合わせれば60教室という目標は現実的な想定と言えるだろう。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。特に人材については、託児や学童で必要とされるスキルは学習塾におけるそれとは全く異なるため、今後の課題と言えるだろう。

#### 今後の展開

一方、「伸芽会」の教室数拡大に関して、同社は慎重な姿勢を貫いている。名門幼稚園・小学校のお受験というある種、特定の市場において、首都圏で既に 20 校、京阪神で 3 校を展開しており、地理的に開設余地がないことや、入会生徒数の増加に対しては、既存教室の増床などで対応可能と見ているためだ。このため、「伸芽会」についての成長は他の事業と比べて緩やかなものにとどまるが、収益性に関しては高く、また毎年安定した需要が見込めることから、キャッシュ・カウ的な事業として位置付けている。

#### (5) 学校内個別指導事業の成長戦略と進捗状況

スクール TOMAS が展開する学校内個別指導事業では、学校内で個別指導サービスを提供する「スクール TOMAS」とオンライン英会話教育を提供する「ハロー e 先生」の 2 つのサービスを展開している。

「スクール TOMAS」では、学校内で希望者に 1 対 1 の個別指導を行い、授業の内容も補習ではなく受験指導であるという点が大きな特徴となっている。このため、導入する学校側の目的も進学実績の向上にある。私立学校などでは生徒獲得のため、進学実績をアピールポイントとしていることが多い。学校の授業に「スクール TOMAS」を付加することで合格実績を高めることができれば、入学志望者数の増加につなげていくことが可能となり、潜在的なニーズも極めて多いと推測される。一方、同社側のメリットとしては、不動産経費や生徒募集のための広告宣伝費がかからないことが挙げられる。このため、「スクール TOMAS」の理論上の営業利益率は 15 ~ 20% 程度が期待できると同社では見ている。

2020 年 2 月期末時点の導入校数は前期末比 19 校増加の 55 校（契約ベースで 65 校）と、導入ペースが加速している。講師の確保も含めて体制が整備されてきたことが背景にある。また、2019 年 4 月には東京都教育委員会と「進学アシスト校」事業にかかる業務委託契約を締結しており、今後、東京都立高校での導入が広がる可能性も出てきている。同事業では、都立高校の生徒を対象として、大学進学に向けた学力伸長並びに進学実績の向上を図ることを目的に「スクール TOMAS」を導入するというもので、現在 2 校で試験的に導入が進んでいる。1 年生を対象に実施しているため、導入効果（進学実績）を確認するにはまだしばらく時間が掛かりそうだが、効果が確認されれば都立高校での導入進展も期待できるだけに、今後の動向が注目される。そのほか、駿台予備学校の映像授業コンテンツをアルバイト講師が不足している地域の「スクール TOMAS」で活用できるよう、駿河台学園と現在交渉を進めている。

同社では「スクール TOMAS」の導入校数について、当面の目標は 100 校としているが、潜在需要としては 300 校程度まで拡大余地があると見ている。「スクール TOMAS」についても、進学実績という結果を出し続けることで認知度を向上し、中期的に 2 ケタ台の高成長を目指していく。

「ハロー e 先生」は、学校内でのマンツーマン型の個別英会話指導で、契約当事者が学校法人となる BtoBtoC 型事業モデルである点で「スクール TOMAS」と共通しており、シナジー効果は高い。「ハロー e 先生」の特長は、ネイティブスピーカーの英会話講師による英会話指導にある。国内でネイティブの英会話講師を確保することはコスト面で容易ではないことから、フィリピン・セブ島に「TOMAS イングリッシュトレーニングセンター」を開設し、現地で講師を集めて日本の高校にオンラインで英会話指導を行うモデルを 2017 年に開発した。システム開発を含めた先行投資負担によりここ数年赤字が続いていたが、償却負担も一巡し、2020 年 2 月期からは「スクール TOMAS」と同様に黒字化を実現しており、今後の収益貢献が期待される状況となっている。課題としては、オンライン英会話市場の成長に伴い参入企業が増加しており、価格競争が激化していることが挙げられる。いかに、サービス面で差別化を打ち出せるかが、今後の成長のカギを握ることになる。

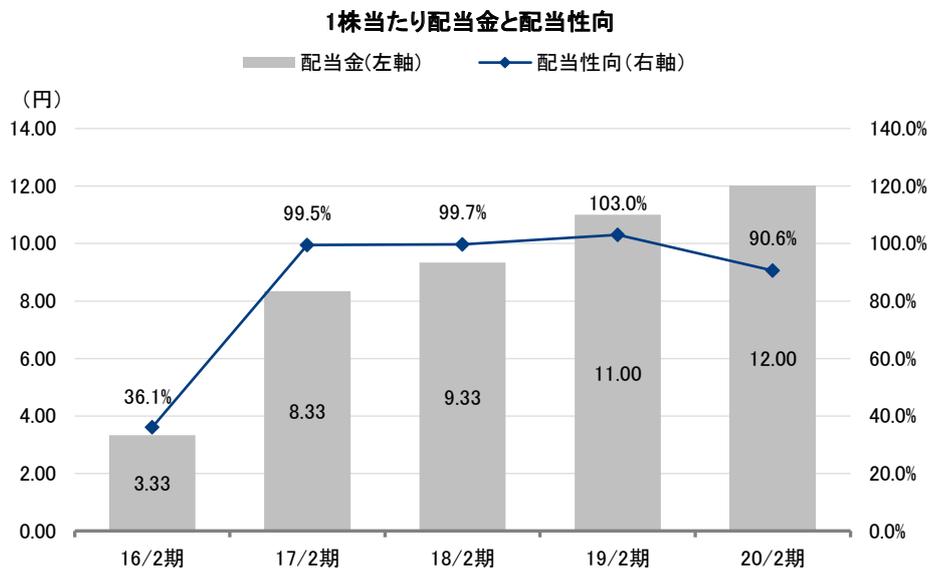
## ■ 株主還元策

### リスク管理のための内部留保等を勘案し、 今後の配当方針を決定する予定

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、2017年2月期以降は配当性向で100%を目安に配当を実施し、2020年2月期は1株当たり12.0円とした。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。

2021年2月期については業績見通しと同様、配当についても未定としている。新型コロナウイルスが業績に与える影響が不透明なためだ。同社では、リスク管理のための内部留保等を総合的に勘案して、今後の配当方針を決定することとしている。無配となる可能性はなく、業績状況に応じて一定水準の配当が実施されるものと弊社では予想している。

なお、自己株式取得について2020年2月に発表している。取得株数400万株、取得価額で12億円を上限とし、取得期間は2020年5月11日までとなっている。



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

#### 重要事項（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