

ステップ

9795 東証 1 部

2014 年 5 月 30 日（金）

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

■ 収益成長率は安定成長が続く見通し、収益の成長とともに増配に期待

ステップ<9795>は神奈川県内に特化して高校、大学受験をメインとした学習塾を展開している。教師のプロ化による質の高い学習指導に定評があり、県内の公立進学校への合格者数ではトップの実績を誇る。

2014 年 9 月期第 2 四半期累計（2013 年 10 月 -2014 年 3 月）の業績は、売上高が前年同期比 3.5% 増、営業利益が同 5.6% 増となり、増収増益決算となった。期中平均生徒数が 3% 増と伸びたほか、生徒当たり単価も堅調に推移し、売上高、利益ともにほぼ期初計画どおりの結果となった。

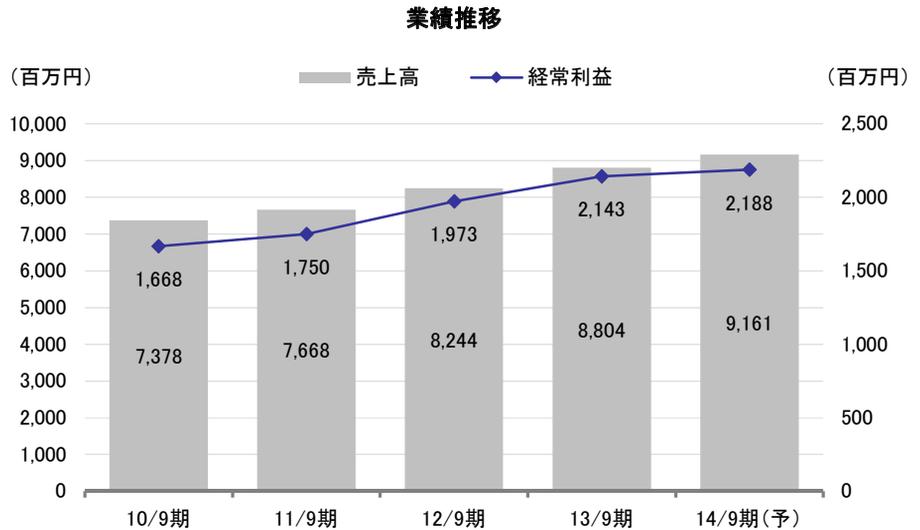
2014 年 9 月期の業績は、売上高が前期比 4.0% 増、営業利益が同 3.0% 増と安定成長が続く見通し。2014 年 4 月末の生徒数は前年同月比で 1.3% 増とスローダウンしているが、単価の高い中学、高校 3 年生が想定を上回っているため、増収増益基調は維持するものとみられる。

新規生徒の獲得動向に影響を与える受験合格者数では、県内の公立旧学区トップ 19 校で前年度比 200 名増の 1,945 名と大幅に増加した。2 年前より導入された「特色検査」など新制度への対策が奏功したものとみられる。少子化が進み、学習塾にとっては生徒獲得競争がますます激しくなるなかで、合格者実績を伸ばしている同社への評価はさらに高まるものと予想される。

同社では神奈川県内に年間 4 ~ 5 校のペースで小中学部向け校舎の開設を進めていくほか、2 ~ 3 年に 1 校のペースで高校部の校舎を増やしていく方針。このため、収益成長率は今後も年率 4% 前後の安定成長が続く見通しだ。配当金に関しては配当性向 30% を目安としており、今後も収益の成長とともに増配が期待される。

■ Check Point

- ・ 業界内でも高い収益性、かつ抜群の収益安定性
- ・ 今 2Q 業績は売上高、利益ともに半期ベースで過去最高を更新
- ・ 収益変動リスクの低い安定配当成長株として注目



■ 事業概要

県内公立進学校への高い合格実績とその指導内容に定評

神奈川県内の小中学生、現役高校生向けを対象とした学習塾「STEP」を運営。2014 年 3 月末で、小中学生向け 111 校 (うち 21 校はハイレベルな指導を行う Hi-STEP)、現役高校生向け 12 校、個別指導向け 1 校の合計 124 校を開設している。売上高の 83% が小中学生向けで占められており、県内公立進学校への高い合格実績とその指導内容に定評がある。

同社の特徴は、「教師のプロ化による質の高い学習指導」「ドミナント展開と口コミ情報による効果的なマーケティング戦略」「高い収益性・安定性」に集約することができる。

神奈川県内の公立進学校の合格者数では突出した実績

(1) 教師のプロ化による質の高い学習指導

同社では「教師は学習指導のプロでなければならない」との理念のもと、2014 年 3 月末で総勢 597 名の教師のうち、正社員率が 94% 超に達している。また、残りの教師においても英語クラスにおける外国人講師や、結婚を機に身分変更した契約社員がほとんどで、ほぼ 100% がプロの教師と呼べる指導体制となっている。同業他社では、大学生や大学院生などアルバイト講師を採用しているケースも多いが、同社では個別指導コースを除き、学生アルバイトは一切採用していない。また、教師が生徒獲得のため電話勧誘やポスティングなどの勧誘活動を行うこともなく、学習指導に専念できる体制が整えられていることが特徴となっている。

2014年5月30日（金）

各教師においては「日々指導技術の研鑽を怠らず、一人ひとりの生徒と向き合い、学力向上に真摯に取り組んでいく」ことを基本方針として、研修活動なども定期的に行いながらスキルアップに努めている。こうした教師のプロ化による質の高い学習指導によって、神奈川県内の公立トップ19校中、11校で最多の合格者数を出すなど、学習指導の質の高さとともに志望校への受験合格といった結果も残している。県内の競合として臨海セミナー、中萬学院、湘南ゼミナールなどがあるが、公立トップ校の合格者数では同社の半分以下の水準であり、同社が突出した実績を上げている。また、現役高校生向けに関しても、難関大学の合格者実績は年度によって多少のばらつきはあるものの、基本的に右肩上がりのトレンドが続いている。

湘南地区や中西部においては既に揺るぎない地盤を確立

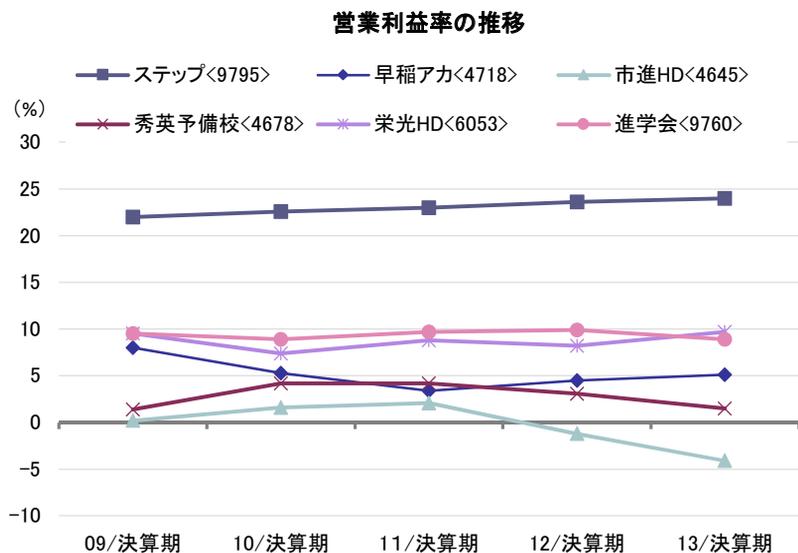
(2) ドミナント戦略と口コミ情報を活用したマーケティング戦略

同社では県内の湘南地区や中西部においては既に揺るぎない地盤を確立しており、今後は競争激戦区である横浜北部や東部、川崎市での教室数の拡大を強化していく方針を打ち出している。教室を開設するに当たっての戦略は、地域集中型のドミナント戦略を基本としている。また、生徒の募集活動では過大な広告宣伝費はかけずに、生徒やその保護者による口コミ情報を基本に据えていることも特徴の1つとなっている（一部折込チラシを活用）。このため、同社の広告宣伝費率（対売上比）は、業界平均の6～8%に対して2%台と圧倒的に低い水準となっている。

業界内でも高い収益性、かつ抜群の収益安定性

(3) 高収益性・安定性

3つ目の特徴としては、業界の中でも高い収益性を誇り、かつ抜群の収益安定性も兼ね備えていることが挙げられよう。この要因としては、前述した広告宣伝費率の低さに加えて、公立進学校向けの学習塾としての圧倒的なブランド力と、校舎の開設においても年間4～5校ペースと無理のない堅実な経営方針で進めていることが挙げられる。



今 2Q 業績は売上高、利益ともに半期ベースで過去最高を更新

(1) 2014 年 9 月期第 2 四半期累計業績概要

4 月 28 日付で発表された 2014 年 9 月期第 2 四半期累計（2013 年 10 月 - 2014 年 3 月）の業績は、売上高が前年同期比 3.5% 増の 4,520 百万円、営業利益が同 5.6% 増の 1,145 百万円、経常利益が同 5.6% 増の 1,160 百万円、四半期純利益が同 3.8% 増の 725 百万円となり、売上高、利益ともに半期ベースで過去最高を更新した。また、期初会社計画に対しても売上高、利益ともにほぼ計画どおりの着地となった。

2014 年 9 月期第 2 四半期累計の連結業績

（単位：百万円）

	13/9 期 2Q 累計		14/9 期 2Q 累計				
	実績	対売上比	期初計画	実績	対売上比	前年同期比	計画比
売上高	4,369	-	4,561	4,520	-	3.5%	-0.9%
売上原価	2,868	65.7%	-	3,005	66.5%	4.8%	-
人件費	2,037	46.6%		2,128	47.1%	4.4%	
地代家賃	345	7.9%		355	7.9%	2.8%	
減価償却費	140	3.2%		158	3.5%	13.0%	
販管費	415	9.5%	-	369	8.2%	-11.2%	-
広告宣伝費	158	3.6%		161	3.6%	2.1%	
営業利益	1,084	24.8%	1,150	1,145	25.3%	5.6%	-0.4%
経常利益	1,099	25.2%	1,157	1,160	25.7%	5.6%	0.3%
四半期純利益	698	16.0%	706	725	16.0%	3.8%	2.7%

当第 2 四半期累計における新設校舎数は、小中学生部門で 4 校（東戸塚、戸塚東、センター南、大船笠間）と予定どおりの進捗となった。

売上高の内訳を見ると、小中学生部門が前年同期比 2.5% 増の 3,716 百万円、現役高校生部門が同 8.4% 増の 804 百万円といずれも着実な伸びを示した。期中平均生徒数の伸びは前年同期比で 3.0% 増となっており、生徒当たり単価に関しては若干上昇した格好だが、これは中学 3 年生や高校 3 年生など単価の高い学年の構成比が若干上昇したことによる。

売上原価率が前年同期比で 0.8 ポイント上昇の 66.5% となったが、内訳としては教師数の増員に伴い人件費が 0.5 ポイント上昇し、また、新設校舎数の稼働に伴い減価償却費が 0.3 ポイント上昇した。2014 年 4 月末時点における教師数は契約社員や非常勤講師も含めて 631 名と前年同期比で 25 名の増加となっている。

販管費率に関しては前年同期比で 1.3 ポイント低下の 8.2% となっている。前年同期に計上した役員退職慰労金がなくなったことが主因だ。広告宣伝費率に関しては前年同期並みの 3.6% となった。広告宣伝費は、生徒募集や新校舎の開設が集中する期の前半に偏る傾向にあり、通期では 2% 台の推移となっている。

新規生徒の獲得動向に影響する受験合格者数に関しては、高校、大学とも前年度より実績を伸ばす結果となった。特に高校受験においては、県内公立トップ 19 校の合格者数で前年度比 200 名増となる 1,945 名と大躍進を果たしている。公立の入試制度が昨春より改変され、一般試験問題が全校共通となった代わりに、各校が独自の裁量で行うことができる「特色検査」が公立トップ校を中心に新たに導入されている。「特色検査」を導入した高校はトップ 19 校のうち 12 校となっており、学習塾では一般入試対策だけでなく、いかに「特色検査」への対策を準備できるかが重要となっていた。

ステップ

9795 東証 1 部

2014 年 5 月 30 日 (金)

同社においては、昨春新入試制度が導入されて以降、各高校や卒業生（受験生）へのヒアリングを積極的に実施し、情報開示制度を活かして特色検査の出題傾向と採点の実際を分析、具体的な対策を立てた上で「特色検査」専門の講座や模擬試験を実施し、受験対策に活かしてきたことが好成績につながったとみられる。実際、グラフにみられるとおり、旧学区トップ校 19 校におけるステップ通塾生とそれ以外の生徒の合格者数を見ると合格率の差は歴然で、そのなかでも特色検査実施高に絞ってみれば、さらにその差は拡大していることがわかる。こうした結果から、公立進学校を目指す生徒やその保護者からの同社に対する評価は、さらに高まっているものと推察される。

公立進学校 19 校の合格者数

	11 年度	12 年度	13 年度	14 年度	業界順位
湘南	211	203	180	184	1
横浜翠嵐	61	54	38	56	3
柏陽	95	97	88	131	1
厚木	151	177	205	182	1
小田原	147	152	162	170	1
平塚江南	162	176	156	182	1
希望ヶ丘	82	92	117	128	1
横浜緑ヶ丘	63	60	56	65	2
川和	33	40	63	81	2
横須賀	33	33	58	75	1
光陵	27	33	36	49	3
鎌倉	139	143	153	133	1
YSFH	47	45	49	47	2
多摩	4	6	7	7	3
相模原	116	129	103	119	1
茅ヶ崎北陵	135	126	145	162	1
大和	75	97	93	96	1
横浜国際	20	31	32	34	3
秦野	112	121	131	154	1
神奈川総合	26	13	26	23	3
合計	1,600	1,685	1,745	1,945	1

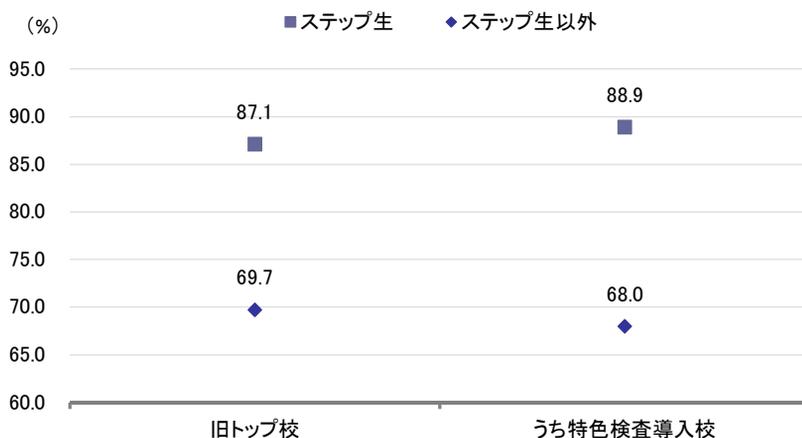
注) 順不同、多摩高校に関しては通学エリアに教室がないため合格者数も僅かとなっている。

大学合格実績

	11 年度	12 年度	13 年度	14 年度
国公立	86	111	100	122
早慶上智	167	197	158	184
MARCH + 東京理科大	569	666	612	681
合計	822	974	870	987

注) MARCH (明治、青学、立教、中央、法政)

旧トップ校における合格率(2014年度)



出所: ステップ生以外は県教育委員会発表数値からステップ生の数値を減産したのもの

2014 年 5 月 30 日 (金)

有利子負債の削減が進み財務体質はより強固なものに

(2) 財務状況

2014 年 3 月末の総資産残高は、前期末比 219 百万円増加の 16,212 百万円となった。現預金の減少で流動資産が 170 百万円減少した一方で、新校舎の完成などにより固定資産が 389 百万円増加した。また、有利子負債に関しては 2011 年 3 月末の 3,275 百万円をピークに着実に削減が進んでいる。有利子負債比率も 5.6% の水準にまで低下しており、財務体質はより強固なものになってきていると言える。

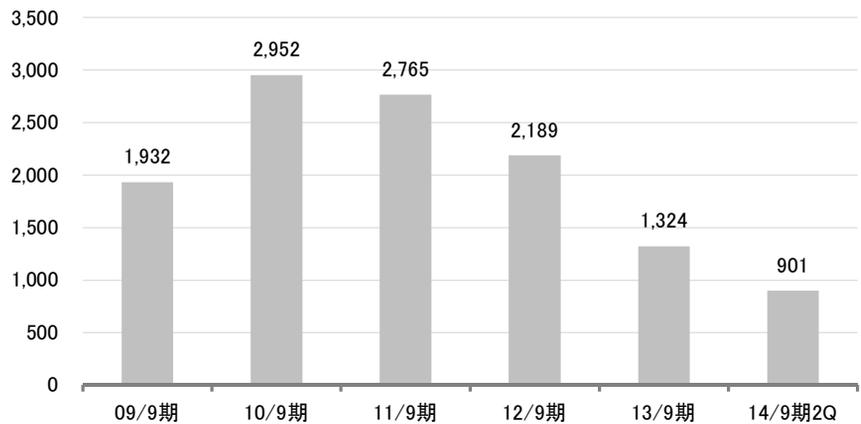
貸借対照表

(単位：百万円)

	13/9 期	14/9 期 2Q	増減	主な増減要因
総資産	15,993	16,212	+219	
流動資産	2,079	1,908	-170	現預金 204 百万円減少、棚卸資産増 54 百万円加
固定資産	13,913	14,303	+389	新校舎完成などにより建物 625 百万円増加
有利子負債	1,324	901	-423	
純資産	13,373	13,898	+524	利益 725 百万円増加、配当期支払で 200 百万円減少
自己資本比率	83.6%	85.7%	+2.1	
有利子負債比率	8.3%	5.6%	-	

有利子負債の推移

(百万円)



通期業績は期初会社計画を見込む

(3) 2014 年 9 月期業績見通しについて

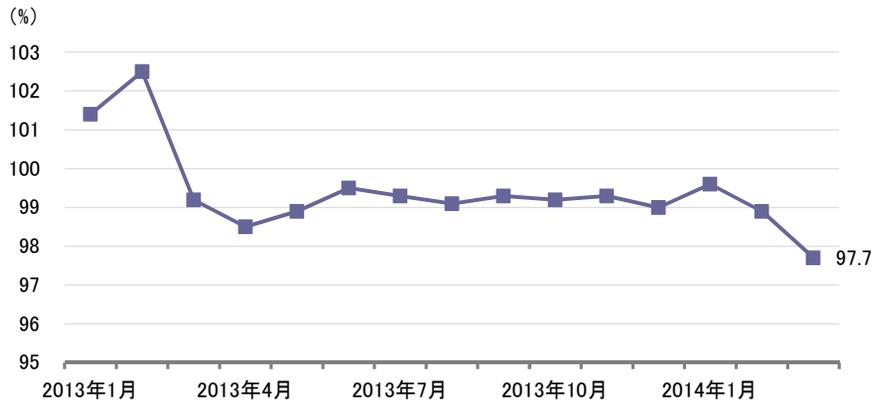
2014 年 9 月期業績は、売上高が前期比 4.0% 増の 9,161 百万円、営業利益が同 3.0% 増の 2,180 百万円、経常利益が同 2.1% 増の 2,188 百万円、当期純利益が同 3.7% 増の 1,316 百万円と期初会社計画を据え置いている。

生徒数に関しては期初計画では前期比 4.0% の増加を見込んでいた。これに対してこの第 3 四半期以降のペースとなる 4 月末における生徒数は全体で前年同月比 1.3% 増にとどまっている。内訳は、小中学生で 1.2% 増、高校生で 1.7% 増となっており、第 2 四半期累計までの状況から見ると、高校生の伸び率が大きく鈍化したように見える。これは校舎数の影響が大きく第 2 四半期累計までは前年比で 1 校舎多い状態であったが、今春は新設の校舎数がなかったことが影響していると考えられる。

2014 年 5 月 30 日 (金)

一方、主力の小中学生においても若干スローダウン気味ではあるが、少子化や消費増税による影響が出た可能性もある。経済産業省の統計によると、全国の学習塾生徒数は 2013 年 3 月以降、前年比で 1% 前後の減少が続いていたが、2014 年 3 月には減少率が 2% 強へとやや拡大している。消費増税後の家計の状況を見極めようと、生徒の入塾時期を少し遅らせる動きが出た可能性はある。ただ、そうしたなかでも同社の 4 月の売上状況は、ほぼ計画線で推移しているようだ。生徒数全体は伸び悩んでいるものの、単価の高い中学 3 年生や高校 3 年生に関しては想定よりもやや上回って推移しているためだ。前述した合格者実績の結果などが好影響を与えているものとみられる。このため、生徒数の伸びはやや想定を下回ったとしても、業績面で計画を達成する可能性は高いとみられる。

学習塾生徒数伸び率(前年同月比)



出所:経産省「特定サービス産業動態統計」

○新たな取り組み

その他、2014 年春以降の新たな取り組みとして、Hi-STEP のカリキュラムとして新たに「ハイブリッド授業」を小学生クラス（5、6 年生）で導入した。「ハイブリッド授業」とは科目の枠を取り払い、文系と理系の 2 コースでそれぞれ学習に対するモチベーションを向上させ、かつ思考力を養成するような授業内容となる。具体的には、文系コースでは国語に日本や世界の地理、日本史など社会的な要素、さらには教養的な要素を取り入れたカリキュラムとなり、パワーポイントでの映像やクイズ形式での出題など創意工夫を凝らした授業内容となる。2013 年春から 5 年生を対象に一部の校舎で実施したところ、生徒の学習意欲が目に見えて向上するなど、1 年間の実践でその有効性を確認し、今回の本格導入となった。

「ハイブリッド授業」の導入は、思考力を求められる「特色検査」、あるいは人気の高い中高一貫校の入試対策にもつながることになる。中高一貫校の受験対策は今まで小学 6 年生の 1 年間で対応してきたが、同授業を受けることで 2 年間みっちり対策を行うことができ、今後の合格者数増加につながる可能性がある。「楽しく学びながら、学力も向上する」授業として、今後の生徒数獲得に寄与するカリキュラムとして注目されよう。

○新校舎を 7 月に開校

当社では新校舎の開校時期を毎年、新学期が始まる 4 月までに終えているが、2014 年 9 月期は 7 月に追加で小中学部の STEP を横浜市青葉区（藤が丘）で開校する予定となっている。これは、当社が注力エリアとして位置付けている横浜市北部で駅前の好物件が見つかったためだ。同社の開校時期としてはイレギュラーではあるものの、注力エリアであるということと、立地条件の良さを優先した格好だ。

同社が注力エリアとして 2 年前に開校した日吉、白楽、宮前平校など激戦区における生徒獲得状況に関しては順調に増加しており、生徒、保護者に対するアンケート調査も良好な結果を得ている。このため、物件さえ見つければこうした激戦区においても生徒を獲得することが十分可能とみられる。

なお、来春に向けた新校舎の開設予定も 4～5 校を目指しているが、現在はこのうち 1～2 件がほぼ確定している。残りは候補として抱えている 20 件程度のなかから、条件等を考慮して絞っていく方針としている。

■ 中期戦略

教育の質を重視するという経営理念のもと緩やかなペースで拡大

(1) 中期戦略

同社は今後も神奈川県内での校舎数を拡大していく方針で、小中学生部門では 3 月末の 111 校から 160 校へ、また、現役高校生部門では同様に 12 校から 20 校まで拡大していく計画となっており、10 年程度かけて目標を達成していく考えだ。

新設校のペースが年間で 4～5 校と緩やかなのは、教師の育成に時間がかかるためで、教育の質を重視するという同社の経営理念からきている。このため、生徒数の増加ペースも平均で 4% 程度となり、授業料が同水準であれば売上高の平均成長率も 4% 程度になると予想される。

今後の経営課題としては、学習塾の激戦区である横浜北部、東部、及び 2 年前に初進出を果たした川崎市でのシェア拡大にある。同社のマーケティング戦略が生徒やその保護者等による「口コミ情報」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な水準まで確保するまでには、合格実績を積み重ねる時間が必要となる。生徒数の増加ペースとしては小中学生スクールで、1 年目に約 50 名、2 年目に約 70 名、3 年目に約 100 名といった具合に増えていき、4 年目で 120～130 名となり採算ラインを超えてくる格好となる。

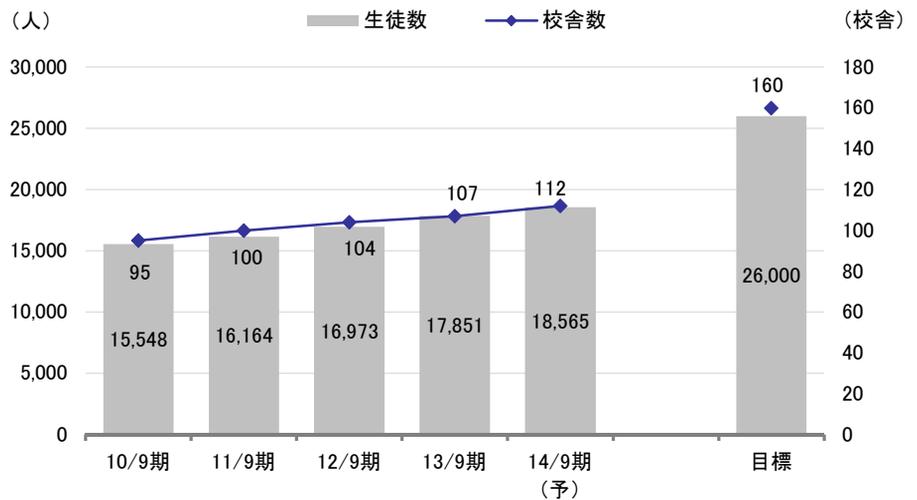
同社では、およそ 4 年程度で進出エリア内における進学校への合格者数でトップクラスの実績を挙げることを目標としている。実際、2009 年から進出した横須賀エリアではドミナント戦略を進めながら、同地区のトップ高である横須賀高校の合格者数で今回トップとなるなど、その実績は折り紙つきだ。

ステップ

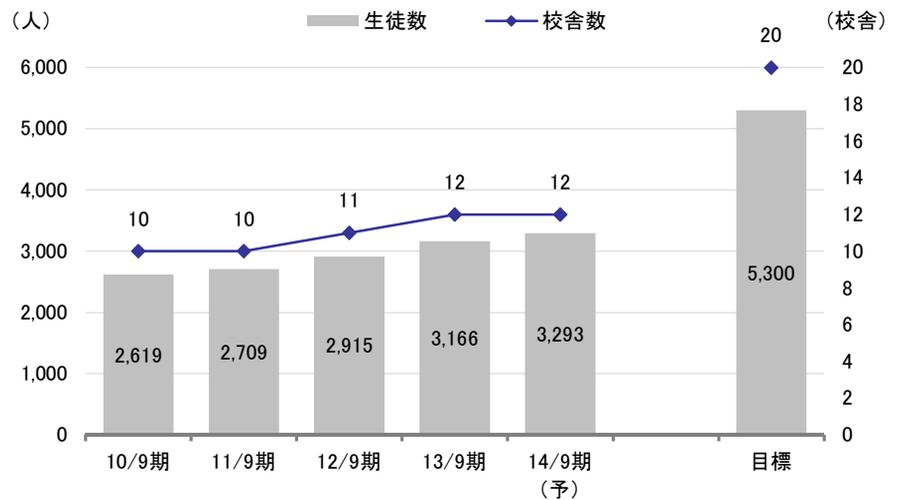
9795 東証 1 部

2014 年 5 月 30 日 (金)

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

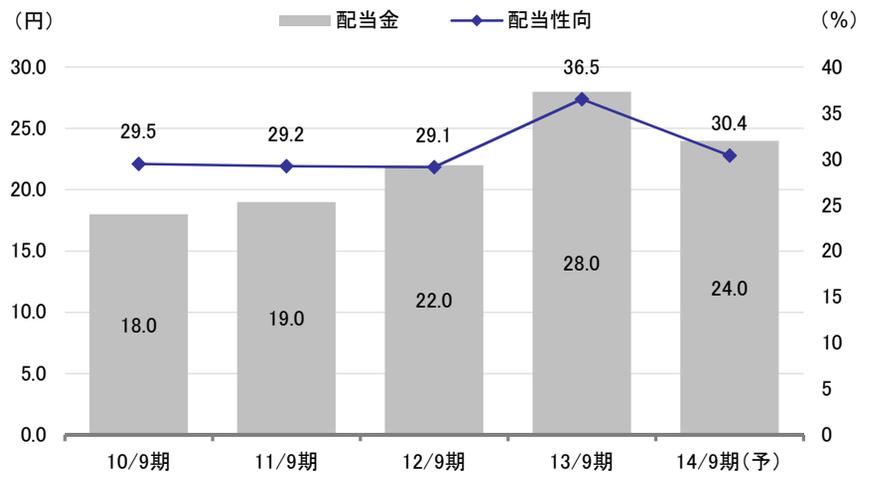


■ 株主還元策

収益変動リスクの低い安定配当成長株として注目

同社の株主還元は配当金を基本として考えており、配当性向で30%を目安としている。2014年9月期は普通配当で前期比1円増となる24円を予定している(2013年9月期は5円の記念配当あり)。前述したように、同社の業績は質の高い教育サービスの提供と、合格実績という結果を出すことによって、今後も4%程度の安定成長が見込まれる。このため配当金に関しても着実な増加が見込まれ、収益変動リスクの低い安定配当成長株として注目されよう。

1株当たり配当金と配当性向



1 株当たり配当金と配当性向

ディスクレーマー（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、株式会社東京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、企業との電話取材等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