

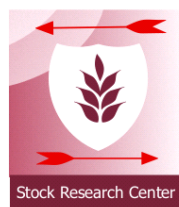
ホリスティック企業レポート

早稲田アカデミー

4718 東証一部

フル・レポート
2013年3月8日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20130305

要旨

1. 会社の概要

- ・首都圏で小学生・中学生・高校生を対象とする進学学習塾「早稲田アカデミー」(通称:早稲アカ)を中心に直営展開。難関中学・高校入試でトップクラスの合格実績を持つ。
- ・1975 年、学習指導サークルを開始。2001 年に早稲田・慶応附属高校合格者数日本一を達成後、業績は急拡大。明光ネットワークジャパンと業務・資本提携。自社で複数ブランドの集団塾・個別指導塾を展開するほか、医歯薬理工系大学受験専門予備校「野田クルゼ」を連結子会社にて経営。

2. 財務面の分析

- ・2007 年 3 月期をピークに 11 年 3 月期まで経常減益が続いていたが、前 12 年 3 月期には、増収・増益に転じる。今 13 年 3 月期も連続増収・増益、来 14 年 3 月期は、3 期連続の増収・増益が見込まれる。
- ・効率性は高い水準だが、安全性・収益性に改善の余地がある。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は、難関中学・高校向け合格者数がトップクラスである実績と知名度、長年の組織的及び人的なノウハウ・教材の蓄積、社内研修教育制度により形成されていると考えられる。

4. 経営戦略の分析

- ・早慶ブランドの通用する首都圏に特化し、今後も校舎をドミナント展開する予定。塾生数の拡大、教室の新設強化、事業の多角化により学習塾をコアとした総合教育事業を指向する戦略である。

5. アナリストの評価

- ・中期的な利益成長率を年率約 5～10%と予想。事業エリア内の対象人口が底を打ち微増傾向であること、高い合格実績を背景にシェアアップが見込めること、教育重視への社会風潮の高まり、検討されている教育資金の一括贈与政策などが追い風となろう。

アナリスト:松尾 十作
+81(0)3-6858-3216
matsuo@stock-r.org

【主要指標】

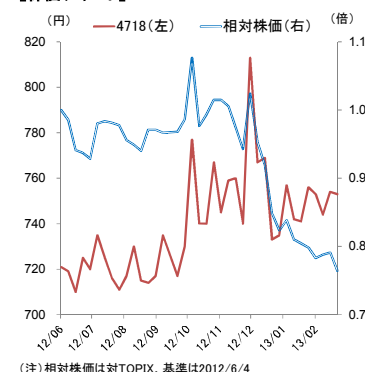
2013/3/1	
株価 (円)	753
発行済株式数 (株)	8,154,976
時価総額 (百万円)	6,141

	前期	今期E	来期E
PER (倍)	8.6	11.5	10.5
PBR (倍)	1.11	1.00	0.94
配当利回り (%)	4.0	4.0	4.0

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	0.0	1.8	-2.0
対TOPIX (%)	-3.6	-18.5	-16.0

【株価チャート】



【4718 早稲田アカデミー 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2010/3	16,411	-2.1	804	-31.5	773	-32.7	383	-11.2	55.3	623.4	30.0
2011/3	16,334	-0.5	547	-31.9	509	-34.1	190	-50.2	27.9	616.4	30.0
2012/3	17,225	5.5	774	41.5	755	48.2	585	206.6	87.8	676.7	30.0
2013/3 CE	18,168	5.5	923	19.2	899	19.0	518	-11.5	72.9	NA	30.0
2013/3 E	18,150	5.4	920	18.9	900	19.2	520	-11.1	65.2	753.4	30.0
2014/3 E	19,200	5.8	1,000	8.7	980	8.9	570	9.6	71.5	799.9	30.0
2015/3 E	20,250	5.5	1,050	5.0	1,030	5.1	600	5.3	75.3	850.2	30.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、当センター予想 1 株指標は自社株控除

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

難関中学・高校入試において、輝かしい合格実績を誇る首都圏有数の進学塾に成長。早慶受験の「早稲アカ」として有名

◆ 首都圏有数の進学塾大手

進学指導塾を運営。首都圏（東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県・茨城県）で校舎展開を行っており、全て直営方式で運営している。小・中学生を主に対象とし、集団進学学習塾「早稲田アカデミー」（小・中学生向け）を核に個別指導塾も展開。複数ブランド、子会社にて塾を展開し、高校生・予備校生もカバー。2012 年 3 月末時点の校舎数は 134 校（うち野田学園 2 校）となる。期中平均塾生数は、前 2012 年 3 月期で 28 千人。早稲田、慶応大附属など難関中学・高校入試でトップクラスの合格実績を持つことが最大の強みとなっている。

【図表 1】2012 年 3 月期末校舎数 （単位：校）

ブランド名	東京	埼玉	神奈川	千葉	茨城	合計
早稲田アカデミー	55	18	15	13	1	102
WAC(ワック)	1	0	0	0	0	1
ExiV(エクシブ)	3	0	1	0	0	4
Success18	6	3	2	0	0	11
MYSTA(マイスタ)	9	1	0	2	0	12
個別進学館	2	0	0	0	0	2
合 計	76	22	18	15	1	132

(出所) 会社資料

【図表 2】ブランド別塾の特徴

ブランド名	特徴
早稲田アカデミー	小・中学生対象、難関中高受験指導の集団塾。標準的タイプ。
WAC(ワック)	小学生対象、難関中学受験指導の専門集団塾。。
ExiV(エクシブ)	小・中学生対象、難関中学・高校受験指導の集団塾。
Success18	現役高校生対象、難関大学受験指導の専門集団塾。
早稲田アカデミー個別進学館	小・中・高生対象、難関校受験の個別指導塾。明光ネットワークと共同開発
MYSTA(マイスタ)	小・中・高生対象、難関及び中堅校受験の個別指導塾。

(出所) 会社資料より証券リサーチセンター作成

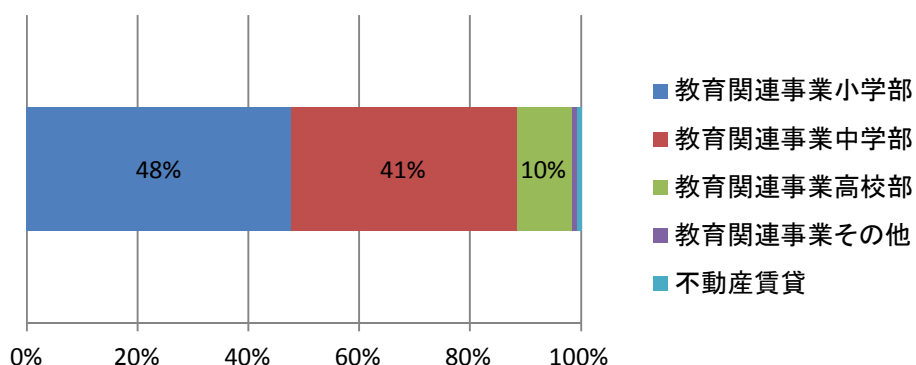
近年、学習塾や私立学校の教師や幹部職員あるいは社会人を対象とする教育研修、自社開発した教育コンテンツ等の外部販売、英語教室、公・私立中学・高校への出張授業等も行い、経営の多角化を進める。また、四谷大塚の提携塾として教材・カリキュラムなどの提供を受ける。四谷大塚の親会社であるナガセ（JQ・9733）が同社株式を 1 割超保有している。個別指導塾では定評のある明光ネットワークジャパン（東証一部・4668）とは業務・資本提携し、個別指導塾を共同で展開していく方針。

同社グループは、同社(株式会社早稲田アカデミー)と、同社の100%出資子会社である野田学園(連結子会社)の2社で構成、事業セグメントは、「教育関連事業」「不動産賃貸」の2事業に分類され、教育関連事業が主たる事業である。野田学園は、「野田クルゼ」の名称で、医歯薬理工系専門の大学受験予備校の経営を行っており、買収後再建中である。早稲田アカデミー単体の連結売上上の占率は約98%、同営業利益占率は約99%を占め、野田学園のウエートは僅少である。

◆「教育関連事業」が売上高のほとんど

小学1年生から高校3年生までを対象とした進学学習指導である教育関連事業が連結売上高の99%を占めるコア事業となっている。具体的には、入塾費、基本コース・講習会・合宿・特別コースの授業料、その他の教材費収入などである。売上高は、小学生・中学生・高校生・その他の4部門別に管理・公表されているが、小学生・中学生を対象とする教育関連売上で全売上高の89%とほとんどを占める。尚、集団・個別、ブランド別などの区分による売上や損益は公表していない。その他教育事業の売上高は、人材育成のノウハウと教育コンテンツを活用した社会人研修、受託事業、デジタルサイネージ(電子公告)、自社で開発した教育コンテンツの外部販売等である。

【図表 3】部門別売上高構成



(出所) 短信より当センター作成

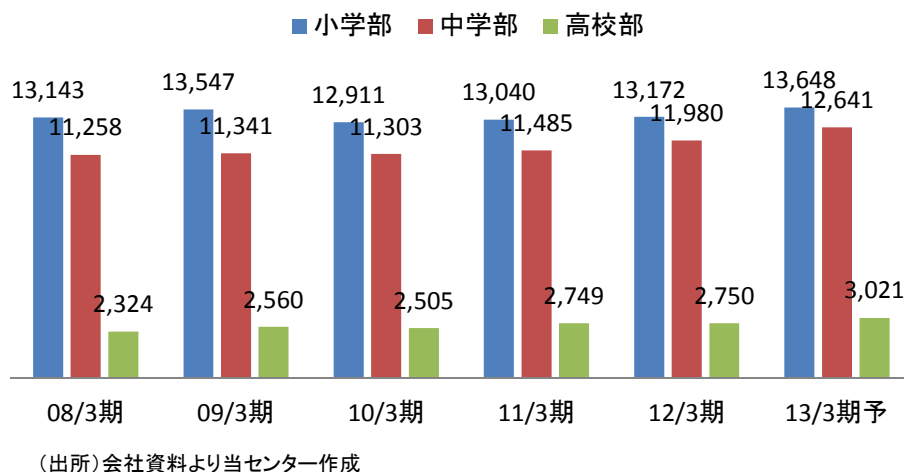
もう一つのセグメントである不動産賃貸は売上高の1%と僅少。同社が、自社保有の住居用・事業用不動産物件を一般顧客に賃貸するとともに、野田学園に対して、校舎物件の一部を転貸している。また、同社は、野田学園から事業用物件(事務所)を賃借している。

高水準の合格実績を堅持、最大のアピール・生徒の獲得ポイント

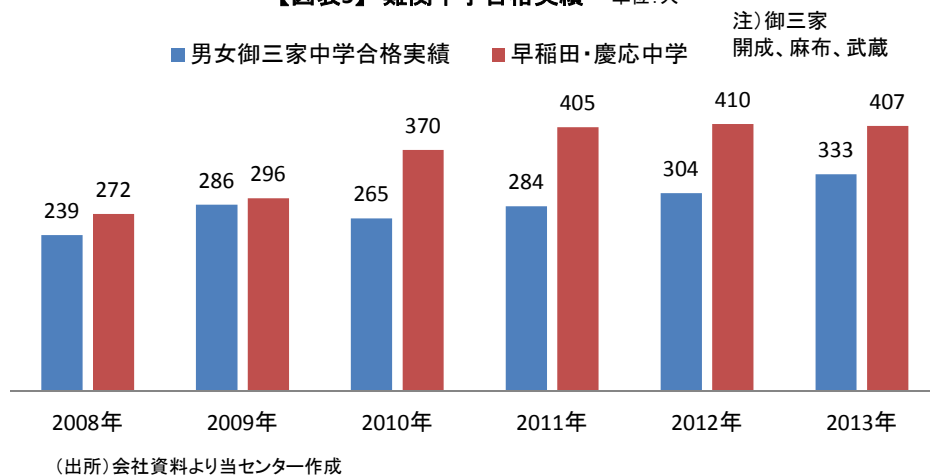
◆長年に亘る難関校への合格実績

同社の顧客は、進学・受験を想定している個人。特に、難関校への合格実績の評価が高く、長年の事業基盤を築くのに繋がっている。塾生数は毎年増加トレンドを示し、合格実績も業界トップクラスを維持している。

【図表4】 期中平均塾生数(連結) 単位:人



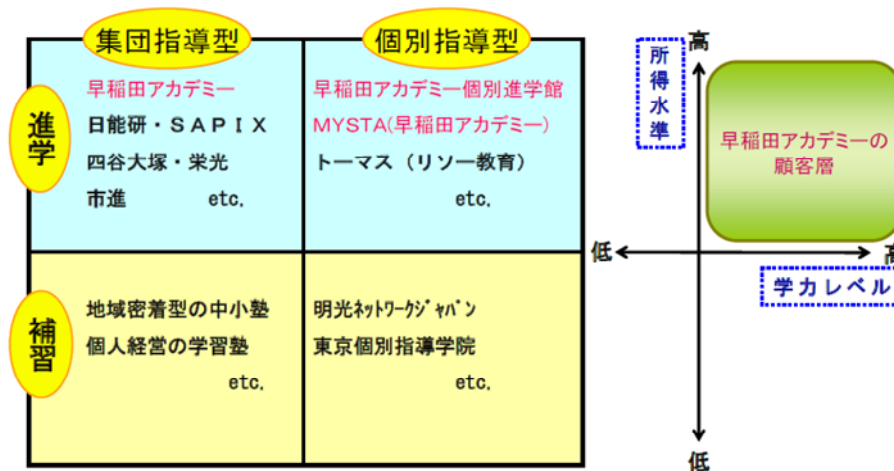
【図表5】 難関中学合格実績 単位:人



◆ 競合先・同業者

大手の競合先は、集団指導型の進学塾では、S A P I X・栄光ゼミナール・市進(主に小中学生)、日能研・四谷大塚(主に小学生)、駿台・代々木ゼミナール・東進ハイスクール(主に中高生)である。個別指導型の塾では、リソー教育、東京個別指導学院、提携先の明光ネットワークジャパンなどが挙げられる。

【図表6】学習塾の分類と同社の集客ゾーン



(出所) 会社資料

同社は、相対的に学力レベルが中以上、家庭の所得水準が平均以上の顧客を対象にしているため、少子化や不況の影響を受けにくい顧客構成上の特徴がある。

> ビジネスモデル

◆ 好循環モデル～合格実績が集客力に直結

同社はFC展開をしておらず、全て直営の塾経営を行っている。塾経営においては売上高の確保、つまり塾生数の確保が最大のポイントとなる。このためには、集客力、つまり合格実績や宣伝広告などによるブランド力が不可欠である。合格実績→ブランド力向上→集客力のアップ(塾生数の増加、優秀な塾生の早期確保)→合格実績の向上・安定という好循環のビジネスモデルとなっている。

【図表 7】ビジネスモデル概略



(出所) 会社資料

◆ 直営の集団学習塾を首都圏に集中してドミナント展開

小中学生が通塾するため、各校舎あたりの商圈は半径 3km と小さく、自宅から通える範囲に校舎のあることが重要なポイントとなる。同社は、直営方式による集団学習塾を、早慶ブランドが通用する首都圏に集中的にドミナント展開しており、競合は激しい市場ではあるものの市場規模が大きく、経営効率が良い。

◆ 労働集約的ではあるが、スケールメリットも働くモデル

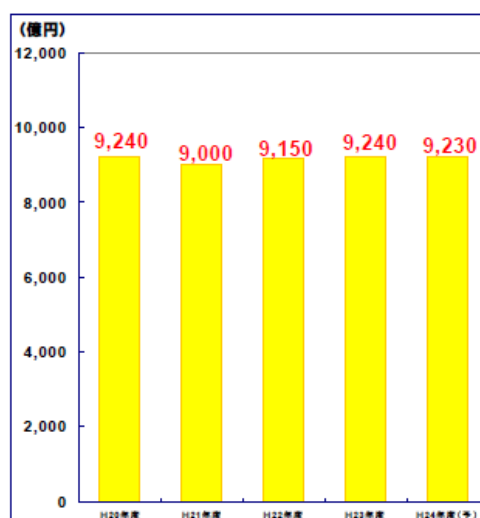
塾生数・規模に合わせて現場の講師や事務員が一定数必要であり、労働集約的なビジネスモデルではある。カリキュラム・教材開発・オペレーションシステム・広告宣伝などの固定費はかかるが、集団指導塾であり、知名度の向上、塾生数・校舎数の増加によりスケールメリットの働く業態であるとも言えよう。

> 市場構造とポジション

◆ 市場は成熟化し、大手塾による寡占化が一層進む

学習塾・予備校市場は、2012 年度で 9,230 億円と推定される。最近 5 年間ではほぼ市場は横ばいとなっている。長期的には少子化により塾生対象数減少が見込まれており、同業界では急速に合従連衡が進みつつある。今後もナショナルチェーンの大手や特徴のある学習塾への集約・寡占化が一層進むと予想される。別の視点では同業界は成熟産業ではあるが、少子化により子供一人当たりにかかる教育費は増加傾向にあると推測され、教育資金贈与などの税制改革、学力向上のための新学習指導要領の実施、高学歴や中高一貫教育を指向する社会的な風潮が、当業界にはプラスに働こう。

【図表8】 学習塾・予備校市場規模推移



※矢野経済研究所「教育産業白書2012年版」(2012年9月28日発行)より

(出所) 会社資料

学習塾を経営する上場企業 17 社で比較すると、同社は、売上高では 5 位、営業利益では 8 位（前期実績）になる。前述の矢野経済研究所調査による市場規模と単純比較すると、同社の市場シェアは約 2%と算出できる。

【図表 9】学習塾上位会社一覧

コード	企業名	売上 順位	直近期実績			地盤	集団指導	個別指導及び 周辺業務、特徴
			売上高	営業利益	OPM			
6053	栄光ホールディングス	1	41,480	4,026	9.7	全国展開	小学・中学生向け	学習塾の最大手、Z会と提携
9733	ナガセ	2	38,168	4,414	11.6	全国展開	中学受験 四谷大塚	東進ハイスクール・衛星予備校、スイミング等
4714	リソー教育	3	20,146	2,807	13.9	首都圏		TOMASブランドの個別指導、幼児教育・英会話
4645	市進ホールディングス	4	17,964	-210	--	首都圏	市進学院・学びMAX	子会社で個別指導塾も展開
4718	早稲田アカデミー	5	17,225	774	4.5	首都圏	早稲田アカデミーなど	(医)野田クルゼ、個別指導塾、社会人研修事業、教育コンテンツ販売
9696	ウィザス	6	15,582	793	5.1	近畿	第一ゼミナール	学習受験社を買収、通信制高校、個別指導塾併営
4668	明光ネットワークジャパン	7	14,484	3,543	24.5	首都圏・千葉	東京医進学院	個別指導塾である明光義塾をFC中心に展開
4678	秀英予備校	8	12,590	388	3.1	静岡・全国展開	中学生向け中心	
4745	東京個別指導学院	9	12,572	347	2.8	首都圏・全国展開		中学・高校生・個別指導塾、直営補習、ベネッセ系

(注) 栄光ホールディングスは変則決算のため実質的に過去12カ月間の合成値、OPMは売上高営業利益率(%)

(出所) 短信等から当センター作成

> 沿革と経営理念

創業以降38年の業歴。首都圏に特化し、難関校への合格実績を積み上げ業界有数の学習塾に成長

創業者から現社長が事業を継承し、新体制に移行。今後は、学習塾をコアに総合教育産業への飛躍を目指す

◆ 沿革

1975 年に創業者である須野田誠氏が、早稲田大学在学中に友人とともに個人で東京都にて小中学生を対象とする学習指導サークルを開始。79 年、株式会社建てをするにあたり学習塾を大鵬機械（同社の前身で当時は休眠会社）に営業譲渡し、株式会社に改組。法人化を機に本格的に学習塾を展開。85 年には社名を「早稲田大学院生塾」から「早稲田アカデミー」に変更。97 年、四谷大塚の提携塾となり、現在でも四谷大塚の最大提携校。99 年 WAC（「ワック」難関中学受験専門塾）を開校。

2001 年、個別指導分野にも進出し、02 年に新ブランド ExiV（「エキシブ」難関中高受験専門塾）を、05 年には、W-ExPerT（「ダブルエキスパート」社会人対象の研修リーダー育成合宿）を開始。07 年に医歯薬専門予備校「野田クルゼ」の運営会社である株式会社野田学園を買収、連結子会社とする。08 年に創業者が他界したことに伴い、瀧本司氏が代表取締役社長に就任。10 年には、個別指導大手の明光ネットワークジャパン（東証一部・4668）と業務・資本提携。両社で「早稲田アカデミー個別進学館」の新規立ち上げを発表した。

◆ 経営理念

同社は経営理念として「目標に向かって真剣に取り組む人間の創造」を、教育理念として「本気でやる子を育てる」を創業以来掲げている。

◆ 経営ビジョン

同社は経営ビジョンとして、以下の2項目を挙げている。

- 1) 「日本一の学習塾」(全ての指標で日本一)になるという目標を掲げ、時代の変遷と顧客ニーズに柔軟に対応した施策を積極的に推進し、学習塾をコアとした総合教育産業への飛躍を目指す。
- 2) 日本の教育が「脱ゆとり教育」へと舵を切り、民間教育へのニーズが高まるなか、「難関志望校に合格したい」という家庭・顧客の要望に応えることを追及し、強みを活かして事業を拡大する。

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

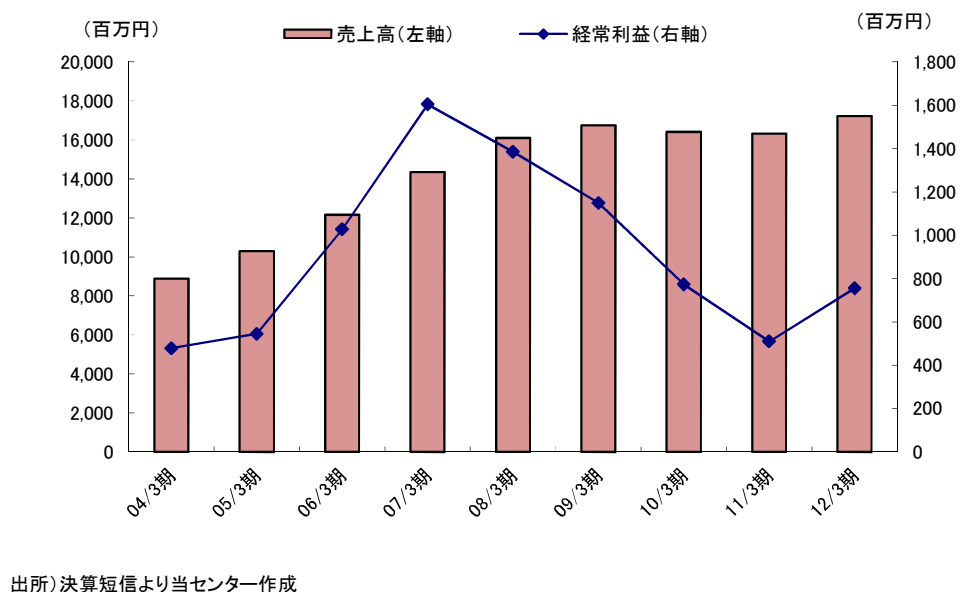
収益は底打ち。増収増益
トレンドに回帰

◆ 過去の長期業績推移

2001 年に早稲田・慶応附属高校合格者数日本一に輝いた後、塾生数の増加により、売上高は 11 年間 (01 年 3 月期～12 年 3 月期) で約 3.3 倍に増加した。その後、07 年 3 月期をピークに 11 年 3 月期まで 4 期連続減益。同期間で収益は約 1/3 まで減少した。この間、新規出校は継続的に実施していたが、リーマンショック後の景気悪化による家計引き締めが教育関連費用にも及び、既存校の集客に苦戦したため売上が予定ほど伸びなかった。

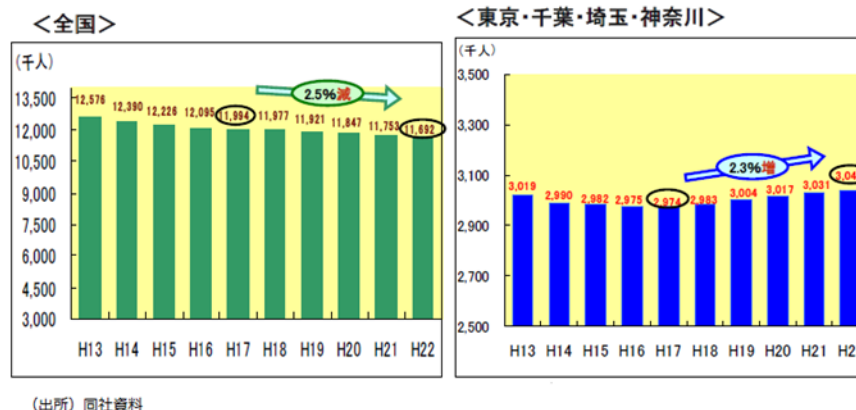
また、新規出校により人材が希薄化し、高品質なサービス提供において校舎間格差が生じてきたなどの内部要因も加わった。一方、出校により費用は増加 (地代家賃、専任職員の給与等) し、結果として利益率の低下したことが、業績低迷の背景である。

【図表10】過去の長期業績推移



前期 (12 年 3 月期) に、増収・増益に転じ、収益はボトムアウト。業況の好転した理由としては、経済環境悪化の歯止めや、新規出校数の抑制、内部充実を社内スローガンとして社内研修の強化を図り、顧客満足度の向上があげられる。

【図表 11】学齢人口推移



同社の営業エリアの学齢人口は増加傾向が続いている

また、6 歳から 15 歳を対象とする学齢人口は、全国が減少傾向にあるのに対して、同社が営業エリアとして展開している首都圏では増加傾向にあることもプラスに働いている。

◆ 2013 年 3 月期の第 3 四半期～概ね計画線で順調～

13 年 3 月期第 3 四半期連結決算は、売上高 13,406 百万円（前年比 5.1%増）、営業利益 713 百万円（同 5.2%増）、経常利益 711 百万円（同 7.0%増）、純利益 379 百万円（同 31.4%減）となった。前年同期には子会社（野田学園）の固定資産売却益 271 百万円を特別利益に計上していたが、今期はそうした特別利益のないことが、純利益が前年同期を下回っている要因。概ね会社の見込みどおり順調に推移しており、通期の業績予想は、期初に公表した数値から変更はしていない。第 3 四半期決算の通期業績計画に対する達成率は、売上高 73.8%（前年同期実績 74.1%）営業利益 77.3%（同 87.5%）、経常利益 79.2%（同 88.1%）、当期利益 73.2%（同 94.4%）となっている。

セグメント別では、教育関連事業の売上高は 13,358 百万円（前年比 5.1%増）、セグメント利益 2,249 百万円（同 5.9%増）となった。進学塾としてのサービスの本質である授業の品質向上と、入試情報や受験準備情報の提供等に注力し、顧客満足度の向上に取り組んできた。費用面では、利益率向上を課題とし、校舎の地代家賃削減や業務の効率化推進による労務費の増加抑制、事務消耗品費等の変動経費の削減等、全社レベルでの費用統制に努めた。

低学年集客と新たな顧客層の開拓に注力。また、「早稲田アカデミー個別進学館」の運営・指導システム並びにフランチャイズ教室支援の体制構築、中学部における志望校別必勝コースの編成見直しや各地域の都県立最難関高校対策講座の充実等に取り組んだ。大学受験部門においては、「東大・医学部クラブ 御茶ノ水／女子専用館」を 12 年 10

月にプレオープンし、東大・医学部を目指す女子高生に対する学習支援体制を整備した。収益の基礎となる塾生数については、当第3四半期連結累計期間の期中平均で、小学部 13,387 人（前年同期比 2.5%増）、中学部 12,933 人（同 6.7%増）、高校部 3,049 人（同 7.0%増）、合計では 29,369 人（同 4.8%増）と全学部において順調に伸長した。

野田学園においては、現役生（高校生）の集客力向上を図るため、現役校の指導システムの充実、ホームページのメンテナンスや広告宣伝ツールの見直しに取り組むとともに、夏期・冬期合宿等のオプション講座受講生の獲得に注力した。

不動産賃貸事業は、賃貸物件の稼働率向上に努めた結果、売上高 93 百万円（前年比 1.9%減）、セグメント利益 18 百万円（同 26.8%減）となった。

> 同業他社との比較

◆ 財務体質・収益性に改善の余地も

FC 展開や学習塾形態に違いがあり単純比較はできないものの、同業他社比較では財務的な効率性は高い水準だが、収益性・安全性には改善の余地がある。前期実績で比較すると、上場学習塾 17 社平均の売上高営業利益率 9.4%に対し、同社は 4.5%に留まる。これは、首都圏に特化したドミナント展開で効率的ではあるが、幅広いブランド・講座・層を対象としていることや、社内教育・研修制度を充実させていること、各種インセンティブを従業員に与えていることなどから、相対的にコスト負担が重いと分析される。この結果、収益率が低く、過去の利益蓄積が少ないと分析される。

【図表12】 同業他社との財務指標比較

項目	銘柄 証券コード 決算期	単位	同社 4718 12/3	栄光HD 6053 12/3 (注)	ナガセ 9733 12/3
規模	売上高	百万円	17,225	41,480	38,168
	経常利益	百万円	755	3,869	4,064
	総資産	百万円	10,447	26,678	38,783
収益性	自己資本利益率	%	13.6	11.6	22.3
	総資産経常利益率	%	7.3	13.9	11.1
	売上高経常利益率	%	4.4	9.3	10.6
成長性	売上高（3年平成長率）	%	0.9	0.2	2.5
	経常利益（同上）	%	-13.1	16.3	22.6
	純資産（同上）	%	4.8	12.8	3.6
安全性	自己資本比率	%	43.4	43.3	24.0
	流動比率	%	71.5	86.2	108.3
	インタレスト・カバレッジレシオ	倍	33.6	—	34.4

(注) 栄光HDの12/3期は6カ月決算だが、11/9期の下期決算を加えた数字

(出所) 短信等から当センター作成

> 今後の業績見通し**◆ 今 2013 年 3 月期会社予想**

合格実績を背景に、塾生数・出校数の増加と経営効率向上の推進により、同社は今 13 年 3 月期、売上高 18,168 百万円（前期比 5.5%増）、営業利益 923 百万円（同 19.2%増）、経常利益 899 百万円（同 19.0%増）、当期純利益 518 百万円（同 11.5%減）と、増収・増益（実質）を見込んでいる。第 3 四半期までは、ほぼ計画線で推移していることから、期初発表時点の予想数値を変えていない。

業績予想の前提となる期中平均塾生数は、同社（単体）が前期比 5.1%増、野田学園が同 3.0%増、連結では同 5.0%増の 29,310 名を見込んでいる。また、今期の校舎展開は、小中学生対象の集団指導「早稲田アカデミー」ブランドで 3 校、現役高校生対象「サクセス 18」ブランドで 1 校、「早稲田アカデミー個別進学館」ブランドで 2 校（全ブランド合計で 6 校、前期は 7 校）の出校を計画している。

◆ 今 2013 年 3 月期の当センター予想

今期は第 4 四半期（1-3 月）を残すのみとなり、業績に大きなブレはなく概ね達成可能と当センターでは判断しているが、会社予想売上に對し若干、慎重にみている。既に 5 校の出校は終了しているものの、残り 1 校については来期にずれの可能性があることと、第 4 四半期の平均塾生数の前提が前年同期比 5.3%増と第 3 四半期までの実績と比較するとやや高めであること（同第 1 四半期 5.6%、第 2 四半期 4.7%、第 3 四半期 4.1%）から、新学期に向けての 2～5 月の塾生募集状況を確認していきたい。

◆ 中長期見通し

同社は、来期以降の中期業績見通し及び経営計画を対外的には発表していないものの、今後 2 期の期末校舎数及び 10 年後の校舎数（250 校）見込みを公表している。

【図表13】 期末校舎数予想

	13/3期	14/3期	15/3期
同社	138	146	154
野田学園	2	2	2

（出所）会社資料より当センター作成

13 年の合格実績も想定通り好調であり、来期以降も塾生数・校舎数が増加し増収要因となる上、基幹システムの稼働などにより経営効率も改善すると予想されることから、当センターでは、コストが正常化し連続増収・増益を予想している。

尚、中期業績予想にあたっては、同社計画の予想期末校舎数を若干慎重に修正し、現在の平均的な校舎あたりの年間売上を参考として、現状の利益率が通増することを前提に売上高・利益予想を行った。今後、団塊の世代の孫が中学及び高校受験にさしかかり対象塾生数の漸増が見込まれること、シェアアップ・校舎の展開余地があると思われることも加味し、中期的な年率利益成長を 5～10%と予想した。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 合格実績に裏打ちされたブランドが知的資本を構成

同社の知的資本は、難関中学・高校受験合格がトップクラスである実績とブランド、これを長年継続的に可能とする指導ノウハウとシステム・教材の蓄積、研修教育制度により形成されていると考えられる。

【図表 14】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客	・継続的に在籍生徒数を延ばしている。移動平均的なストック型ビジネス	・生徒在籍数推移 ・期中平均小中高生塾生数、08年度 26,601人→12年度 27,736人
	ブランド	・長年にわたる難関校への合格実績 ・「早慶受験の早アカ」の知名度	・集団指導塾で国内トップクラスの知名度 ・合格者数:早慶高合格者数、13年 1,399人(13年連続全国 No.1)、開成高校 69人(6年連続全国 No.1)、男女御三家中学合格者数:08年 239人→13年 333人
	事業パートナー	・取引先が株式を保有(大株主名簿) ・業界他社と業務提携	・提携企業(数) ・国内提携塾:四谷大塚(教材提供を受ける)、個別指導塾の展開で明光ネットワークジャパン。 ・地方塾9社(英進館など)とも提携、海外提携校:12校
組織資本	プロセス	・年間スケジュールにより定例募集・指導を行う。2月より実質新年度 ・予め決められたスケジュールにより日次・週次・月次・年間の業務を執行	・募集活動に要する期間 ・毎年2月～5月及び季節講習(夏期・冬期・春期)前1カ月から数カ月程度 ・大衆向け広告・DMなどは、常時
	知的財産・ノウハウ	・指導方法・教材・運営ノウハウの蓄積 ・知識、職務遂行能力など社内研修会などを通じてノウハウの共有がなされる	・各分野の研修会回数 ・学校の学期を考慮したスケジュールに沿って実施
人的資本	経営陣	・社長は創業者ではないが、同社にプロパーで入社。長年塾経営に参画。保有株式数は少ない	・業界経験年数 ・社長任期年数 ・社長個人株式保有比率 ・約26年 ・約5年(取締役在任期間19年) ・株式保有比率約0.1%とわずか
	従業員	・有言実行と競争原理を活用 ・社内研修制度が充実。講師職・事務職とも教育を行う ・インセンティブ制度で報酬が大きく左右される	・勤続年数 ・社内資格、外部奨励資格 ・離職率 ・6年2カ月(親会社単体) ・社内及び外部奨励資格はない ・事務15%、講師10%

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

室内温度の調整や蛍光灯を LED に変え節電に努めている。

◆ 社会的責任 (Society)

次世代を担う子供の教育を通じて、基礎学力の向上・人材の育成に寄与し、社会に貢献する。

◆ 企業統治 (Governance)

監査役制度を採用しており、取締役会は 6 名（内、社外取締役 1 名）、監査役会は 3 名（内、社外監査役 3 名、内 1 名は公認会計士、1 名は公認会計士の資格を保有する弁護士）で構成されている。

取締役会は、毎月 1 回の定例取締役会の他、必要に応じ臨時取締役会を開催し、全取締役及び監査役が出席している。取締役会の他、取締役・常勤監査役・校舎を統括するブロック長・本社部室長並びに主席専門職で構成する経営会議を、毎月 1 回開催している。

経営会議においては、経営状況の把握と情報の共有化を図るとともに、経営上の重要事項、対処すべき課題等について討議・検討を行っている。また、予算管理については、予算管理ブロック会を毎月 1 回開催し、事業計画の進捗状況・予算執行状況の分析確認を行い、その結果が取締役に報告される。

資本構成は、図表 15 のとおりである。

【図表15】上位株主の状況

	株主名 (12年3月31日現在)	持株比率 (%)
1	ナガセ	18.4
2	須野田 珠美 (創業者一族)	13.5
3	英進館 (業務提携先)	12.3
4	福山産業 (創業者一族の関連会社)	8.4
5	早稲田アカデミー従業員持株会	4.0
6	学研ホールディングス (安定株主)	3.8
7	中国開発 (創業者一族の関連会社)	3.4
8	日本マスタートラスト信託銀行 (従業員持株ESOP信託口・75,427口)	3.4
9	明光ネットワークジャパン (業務提携先)	3.3
10	平井興産	2.9
		73.5

(出所)有価証券報告書より当センター作成

【図表16】所有者別状況

	(%)
その他の法人	56.2
個人その他	33.0
金融機関等	10.2
外国法人等	0.3
金融商品取引業者	0.2
12年3月末現在 合計	100.0

(出所)有価証券報告書より当センター作成

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

顧客及び業種上での事業
ポートフォリオの分散化が
短期的な課題

◆ 当面の対処すべき課題

少子化による国内市場規模の縮小傾向が続くと予想される学習塾業界は、同業間の生徒獲得競争が更に激化するものと推察される。一方、学力向上路線が明確に打ち出された新学習指導要領への移行や、公立中高一貫校の増設等は、新たな顧客層獲得に繋がるものと期待される。このような経営環境下、同社グループは、“難関校への合格実績”に代表される顧客への明確な指標において、同業他社との差別化を一層推進するとともに、経営効率の向上に取り組んでいく方針である。

中期的な展望を持って、足下取り組んでいる課題は以下の通り。

- 1) 要員計画に基づく適正人員の確保
- 2) 出校計画の推進に必要な校長の早期育成
- 3) 校舎運営の標準化推進による経営効率の改善
- 4) 統合型基幹システムの活用による業務効率の向上及び内部管理体制の強化
- 5) 合格実績伸長と収益構造の改善に繋がる小学部低学年生の集客力向上
- 6) 新たな事業領域に対応した研修システム及び人事評価制度構築
- 7) アウトソーシングの活用等による経費削減
- 8) 中長期の事業展開と企業規模拡大を見据えた最適組織の構築

> 今後の戦略

◆ コア・コンピタンスを確立し、総合教育産業に展開

中長期の施策として、以下の3つを掲げている。

- A) 既存ブランド塾のエリア展開～早慶ブランドが通用する首都圏全域には、まだ進出余地があると同社は考えており、圧倒的な合格実績を背景に、2012年3月末現在、132の校舎数（野田学園を除く）を10年後には250校までドミナント展開する。

【図表 17】 長期的な校舎展開



(出所) 会社資料

- B) 新ブランド塾の拡大～時代とともに多様化する顧客ニーズに柔軟に対応するため、早稲田アカデミーIBS（年長・小学生低学年から高度な教育を求める顧客層向け英語講座）、早稲田アカデミー個別進学館（明光ネットワークジャパンと共同開発・相互展開する新たな個別指導塾、同社直営は現在 4 校だが、将来的には同社直営 20 校程度、明光直営・明光FCを含めると今後 5 年間で 100 校体制まで増設予定）を拡大していく。
- C) ビジネスの多角化～人材育成のノウハウと教育コンテンツを活用した新たな教育ビジネスを創出していく。現役の学校教諭や教員志望者向けの研修事業、同社講師による私・公立学校への出張授業、塾生とその保護者を対象とするデジタル・サイネージ（電子広告）事業、同社が開発した教材・模試などの海外・国内提携塾（地方塾）に対する販売などである。因みに中期的には海外での直接展開の意志はなく、他社の海外校とゆるやかに提携し、同社から現地校への教材の提供や海外赴任師弟の相互紹介などを行う。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 安定した顧客基盤と長年にわたるノウハウ・実績が強み

SWOT 分析による同社の強み・弱みは、以下のように要約される。同社の真の強みは、合格実績の高さではなく、「普通の学力の子供たちを鍛え、難関志望校に合格させることができる」ことであり、それができる教師を育成するノウハウと指導システムを自らの手で構築してきたことにある。

【図表 18】 SWOT 分析

項目	特質・事情
強み (Strength)	・輝かしい合格実績 ・組織的なノウハウ、長い業歴と信用力・知名度 ・教育・研修制度の充実、インセンティブ制度
弱み (Weakness)	・特定エリア（首都圏）への依存が大きい ・少子化による市場の縮小 ・財務体質が弱い、収益性が低い
機会 (Opportunity)	・首都圏での開校余地、大学受験の強化余地 ・新教育カリキュラム、ゆとり教育から学力強化への方針転換 ・他社との提携・買収 ・政府施策として教育贈与の創設
脅威 (Threat)	・少子化にともなう同業他社との競争の激化 ・大規模自然災害、感染症の流行 ・個人情報情報の漏洩等

> 経営戦略の評価

◆ 経営手腕を評価

塾としては後発ながら、業界大手まで成長をとげたのは、創業者及び現社長（一橋大学在学中から講師として貢献しプロパー入社）の経営手腕に負うところが大きい。事業のブレークスルーのポイントは、難関校の中でも複数校ある早稲田及び慶応のボリュームゾーンにターゲットを絞り、合格数 No. 1 の実績をあげブランドを確立した事業戦略にある。

生徒側にやる気を出させるために良い意味での「競争」を意識させる仕組みを導入したことに加え、スタッフ（講師、事務員）にも同様にきめ細かなインセンティブ制度を導入し、競争原理の働く社風を作り、モチベーションをあげ活性化したことが、真の成功モデルを築いた源泉であると思われる。これが今日の高い合格実績とオペレーションに繋がっている。

◆ ドミナント戦略

最大市場であり、かつ所得水準が高い首都圏エリアに限定して今後も開校する計画であり、さらに効率性、収益性が高まるものと予想され

る。首都圏以外への進出には、各地元校の合格実績を確立するまでの時間とコストがかかり、非効率であるため、全国展開・海外進出を戦略の中心には据えていないことは評価できる。また、企業買収・提携戦略については、特に、選択を排除するわけではないが、現状では、具体的に検討していない模様。

◆ 高校部の伸長と野田クルゼの再建、及び事業の多角化が課題

中学・高校受験では、堅固な事業基盤を確立しているが、大学受験では大手予備校の後塵を拝し、高校生を対象とするトップラインの引き上げが課題となる。子会社である野田学園については、現役高校生の集客力強化、各種経費の見直し、収益構造の改善を進めているが、明確な成果・方向性が見えずシナジーを考慮した同グループとしての抜本策の実施が待たれる。

また、事業の多角化を進めているものの現状ではその規模は小さく、十分なシナジーや新規分野の収益寄与には時間を要するものと思われる。現状では、進学・受験のコアの教育事業以外は、収益源となっているとは考えられない。むしろ、入塾の動機つけやノウハウの二次利用などが目的と思われる。本格的な事業展開は、業容や市場環境を勘案しながら検討していくと思われるが、投資収益率（ROI）については注視していきたい。一方、ウェブなどのインターネットの活用は、今後の戦略発表を待ちたい。

◆ 校舎・人材面でのボトルネック

規模拡大、出校のためには優秀な人材の育成が不可欠であるが、時間を要することから、人材が出校ペースの制約要件になっている。同社は、首都圏エリアでは、現状の倍近い校舎（早稲田アカデミー校舎、前期末 132→250 校舎）の開校余地があるとしているが、優良物件（校舎）の確保と、人材育成が課題となる。過去の反省を踏まえ、スタッフの質を維持しつつ講師及び事務スタッフの採用、教育・育成する必要がある、小中学生向けでは、毎年 6～8 校以内の開校が目安となる。

大学受験では、講師側にも相応の学力・指導力・コミュニケーション力が求められ、その育成は容易ではない。実績がある予備校・塾との競合もあり、毎年 1～2 校の開校ができるかは不透明である。

> 利益還元策

◆ 安定配当が基本方針

安定配当を基本とし、業績の状況に応じて配当性向も勘案し、利益配分を行っていく方針である。また、内部留保資金については、業容拡大のための設備投資や新規事業の開発・拡充等に活用し、企業価値の向上に努めるとしている。

今期は 30 円の配当継続を計画している。同社の予想 EPS をベースにすると配当性向は約 41%、現在の株価水準では配当利回りは約 4%となる。公約配当性向の目標はない。また、株主優待制度は採用せず当面予定もしていない。業績伸長時には増配や株式分割などを含めた積極的な株主還元策が求められる。

> バリュエーション比較

◆ 株価はフェアバリュエーション水準

同業で上場する会社は多数存在するが、同規模かつ業務内容の類似する企業とバリュエーションの比較を行った。東証一部平均に対して、同業界は低位に放置されている傾向がある。これは成熟化しつつある同業界に対し、投資家による成長期待が乏しいことが背景にあると推測される。同社の株価バリュエーションは、13 年 3 月期会社予想で PER 約 12 倍、当センターの今期予想で PER 約 11.6 倍、PBR 約 0.8 倍、14 年 3 月期予想では、PER 約 10.5 倍となる。同社の株価は（一時期の業績の伸び悩みを反映し、）同業他社と比較してもほぼ同等な水準にある。一方、PBR 及び配当利回りからすると、やや割安な水準と思われる。

（参考：東証一・二部平均の PER：20.1 倍、17.4 倍、同 PBR：1.3 倍、0.78 倍、単純平均配当利回り 1.8%、1.9%）

【図表19】株価バリュエーション同業比較

	4718 同社	6053 栄光HD	9733 ナガセ
株価（13/3/1終値）	753	691	2,690
PER（今期予想、倍）	11.5	10.3	11.3
PBR（直近実績、倍）	0.8	1.2	2.8
配当利回り（予想、%）	4.0	3.5	3.0
時価総額（百万円）	6,141	15,114	27,299

（注）同社予想は当センター予想、他2社は会社予想、PERなどは自社株保有分を考慮して計算

（出所）当センター作成

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な想定株価を 750 円～900 円と想定

内需関連の小型株。・人口動態・税制・教育制度の変化により業績は影響を受ける。同社の中期的な利益成長は年率 5～10%程度と考えられる。

東証一・二部及び同業他社の現在の平均 PER を参考に、小型株かつ流動性、今後の業績の変化率を考慮し、当センターでは同社の適正バリュエーションを PER 予想レンジで 10 倍～12 倍と仮定した。これに当センターの 15 年 3 月期の予想 EPS である約 75.3 円を当てはめると中期的な想定株価水準は 750 円～900 円と想定される。

今後は、有名校への合格実績、新校開設、生徒数の推移、同業他社との合併・提携、及び業績の変化率に注目していきたい。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

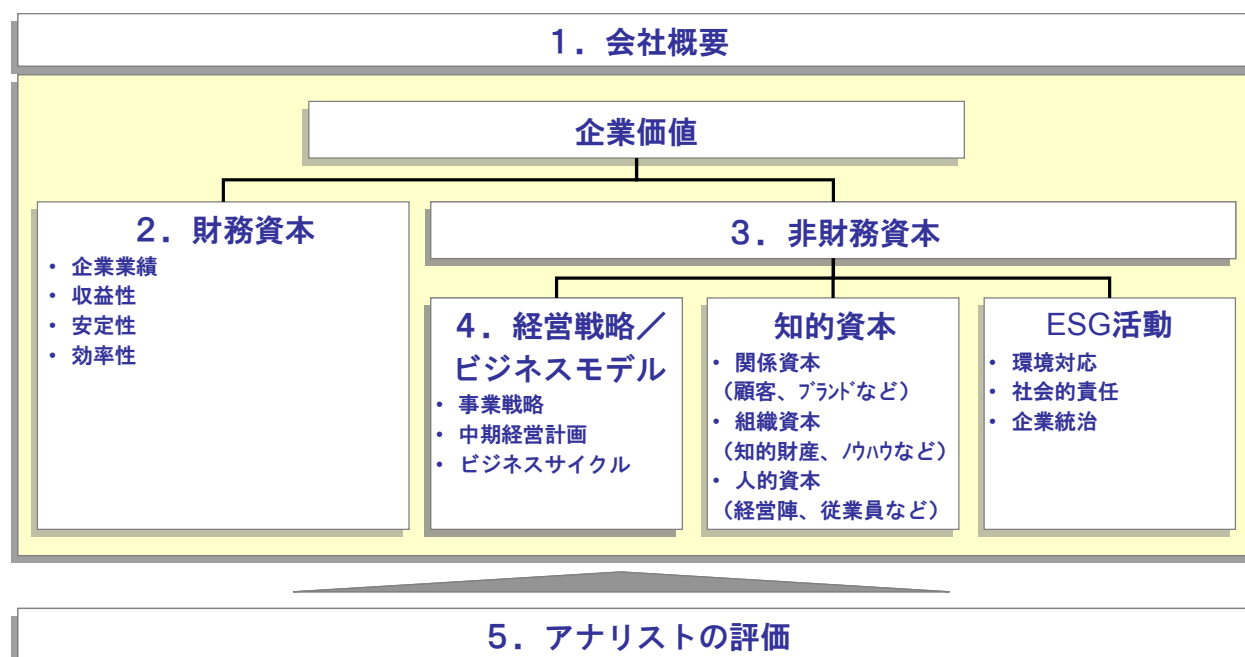
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment：環境、Society：社会、Governance：企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。