

ホリスティック企業レポート

栄光ホールディングス

6053 東証二部

フル・レポート
2013年4月12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20130409

要旨

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

1. 会社の概要

- ・関東圏を中心に小・中・高校生を対象とする学習塾「栄光ゼミナール」や語学教室「シェーン英会話」を中心に展開。幼児教育・小学・中学・高校・大学受験指導、社会人教育、教材作成・印刷などの周辺業務にいたるまで幅広い教育ビジネスを行う総合力を持つ。
- ・創業 33 年で業界最大手。増進会出版社(Z会)と業務・資本提携。自社直営で複数ブランドにて塾を展開。

2. 財務面の分析

- ・12 年 3 月期は実質的に増収・増益。13 年 3 月期も 1 桁台の伸び率だが増収・増益が継続する見込み。
- ・規模は大きく、安全性・収益性は改善しつつある。株主還元には積極的である。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は、業界最大手のブランドと受験合格実績、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、自主性を尊重する文化により形成されていると考えられる。

4. 経営戦略の分析

- ・栄光ブランドを活用し、今後も首都圏を中心に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「既存市場の深耕」とシナジー効果が期待できる語学教育等の「新市場の開拓」を推進する。

5. アナリストの評価

- ・中期的な利益成長率を年率約 3~5%と予想。営業エリア内の対象人口が底を打ちつつあること、高い知名度と合格実績を背景にシェアアップ、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贈与などが追い風となろう。

【主要指標】

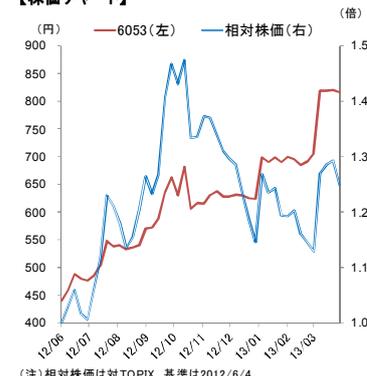
	2013/4/5
株価(円)	816
発行済株式数(株)	21,873,024
時価総額(百万円)	17,848

	12/3期実績	13/3期予想	14/3期予想
PER(倍)	13.0	12.1	11.5
PBR(倍)	1.4	1.3	1.2
配当利回り(%)	2.7	2.9	3.1

【株価パフォーマンス】

	1 ヵ月	3 ヵ月	12 ヵ月
リターン(%)	18.0	31.2	81.0
対TOPIX(%)	11.3	9.0	49.5

【株価チャート】



(注) 相対株価は対 TOPIX、基準は2012/6/4

【6053 栄光ホールディングス 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	39,659	-3.9	2,944	0.7	2,877	16.9	1,465	-	85.5	505.1	16.0
2011/3	37,582	-5.2	3,292	11.8	2,999	4.2	909	-38.0	44.6	520.9	20.0
2012/3	41,180	10.4	4,027	22.3	3,869	29.0	1,295	-42.5	62.7	563.8	22.0
2013/3 CE	42,500	-	4,150	-	4,060	-	1,400	-	67.8	NA	24.0
2013/3 E	42,500	-	4,150	-	4,060	-	1,400	-	67.2	645.1	24.0
2014/3 E	43,500	2.4	4,250	2.4	4,150	2.2	1,480	5.7	71.0	691.1	25.0
2015/3 E	44,500	2.3	4,350	2.4	4,250	2.4	1,530	3.4	73.4	738.5	26.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、2011/3期までは株式会社栄光の連結決算、12/3期は栄光と栄光ホールディングスの各半期間の合成値、13/3期より栄光ホールディングス連結決算、当センター予想のEPSとBPSは自己株式保有分控除後

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

首都圏有数の進学塾。業界最大手(売上高日本一)として確固たるネームバリューと経営基盤を有する。

◆ 首都圏有数の進学塾大手で教育事業がコア

栄光ホールディングス(以下同社)グループの事業は、「栄光ゼミナール」、「シェーン英会話」を中心とする『教育事業』、及び教育機関へのトータルサポート事業である『教育ソリューション事業』の2事業を柱とし、印刷業、不動産業、緑化・清掃事業からなる『その他の事業』を加えた3分野で構成されている。また、同社グループは、同社、子会社11社、関連会社3社及び、その他の関係会社3社により構成されている(2012年12月末時点)。グループの主な事業内容及びセグメントは、図表1のとおり。

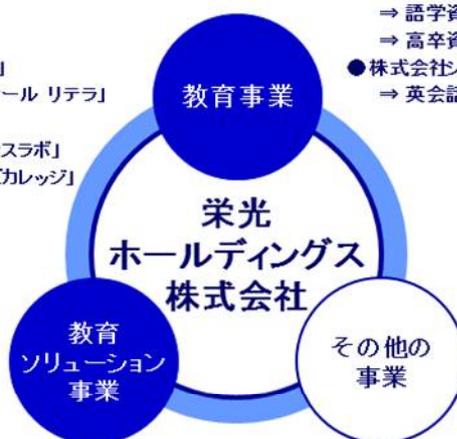
【図表1 事業概要】

【学習塾の経営】

- 株式会社栄光
 - ⇒ 小中学生向け学習塾「栄光ゼミナール」
 - ⇒ 大学受験指導「ナビオ」
 - ⇒ 個別指導専門塾「ビザビ」
 - ⇒ 最難関中学合格専門塾「エクタス」
 - ⇒ 県立高校受験対策塾「栄光ゼミナール リテラ」
 - ⇒ 多彩で上質な学びの場「ワイズ」
 - ⇒ 科学実験専門教室「栄光サイエンスラボ」
 - ⇒ 知育・カルチャー講座「栄光キッズカレッジ」

【専門教育の展開】

- 株式会社栄光
 - ⇒ 教員養成・就職支援「日本教育大学院大学」
 - ⇒ 語学資格・留学準備「カプラン ジャパン」
 - ⇒ 高卒資格・アーティスト養成「VAW栄光ハイスクール」
- 株式会社シェーンコーポレーション
 - ⇒ 英会話・中国語会話教室「シェーン英会話」



【教育機関に対する総合支援】

- 株式会社エデュケーショナルネットワーク
 - ⇒ 教育コンテンツ製作・出版
 - ⇒ 生徒募集広告「スクールネットワーク」
 - ⇒ 教職員派遣・紹介・研修「イー・スタッフ」
 - ⇒ 事務用品・家具・OA機器販売「オフィスサプライ」
- 株式会社ネリーズ
 - ⇒ 外国語教材出版・輸入販売

- 株式会社エデュプレス
 - ⇒ 教材印刷・総合印刷
- 株式会社栄光リアルエステート
 - ⇒ 不動産の仲介・管理
- 株式会社栄光アース
 - ⇒ 緑化・清掃

(出所) 会社資料

1. 教育事業～売上高の83%、利益の96%を占めるコア事業
 - ・ 栄光が担う学習塾部門(学習塾「栄光ゼミナール」等)は、合計で414校体制。期中平均生徒数は約7万人(2012年3月期)で小学生・中学生が売上高の約8割を占める。
 - ・ シェーンコーポレーションが担う語学教育部門(語学教室「シェーン英会話」等)は、教室数179校(フランチャイズ教室41校を含む)、期中平均生徒数は19,297名(同)。

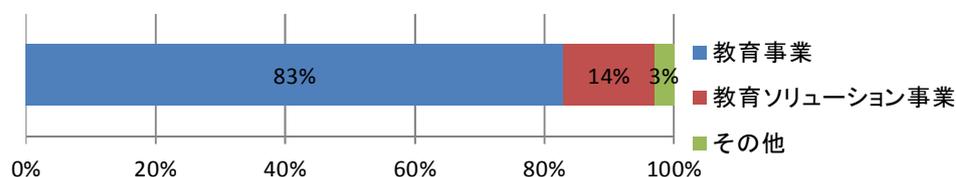
【図表2 ブランド一覧】

ブランド名	特徴	校舎数
栄光ゼミナール	小・中学生を対象とする標準タイプの進学指導塾。集団指導と個別指導の両方を提供。	306
エクタス	最大12名までのクラス編成による少人数指導を特色とする最難関中学受験専門塾。	6
栄光ゼミナール リテラ	主に住宅街に出店、地元公立高校への進学指導を行う地域密着型。	6
ワイズ	6名定員制の私立中学校受験対策、私立小・中学校生徒等を対象とする個別指導。	1
ナビオ	現役高校生を対象とする学習塾。少人数制授業が基本。	32
ビザビ	個別指導専門塾。	63
合計		414
シェーン英会話	英会話スクール。	179
栄光サイエンスラボ	体感型の新しいサービスである科学実験専門教室。	12
栄光キッズカレッジ	子供のためのカルチャースクール。	4
栄光navioZ会東大マスターコース		1

(出所) 会社資料から当センター作成、2012年9月末時点

2. 教育ソリューション事業～売上高の14%を占める事業
 - ・ 学校、学習塾等の教育機関に対する総合支援事業。中核であるエデュケーショナルネットワークは学習塾用教材・テストの販売を行う教育コンテンツ部門、私学の生徒募集活動を支援する募集広告部門「スクールネットワーク」、教職員の派遣・紹介部門「イー・スタッフ」等の部門を連携し、ソリューションの強化を推進している。
3. その他の事業～売上高の3%を占める事業
 - ・ その他の事業は、エデュプレスが担う教材・一般商業等の印刷部門が中心であり、教育事業及び教育ソリューション事業とのシナジーを活かした事業展開を図っている。

【図表3 事業別売上高構成比率】



【図表4 事業別セグメント利益構成】



(注) 図表3・4とも2013年3月期第3四半期累計

(出所) 図表3・4とも短信より当センター作成

最大手の学習塾として高い知名度と安定した指導実績を堅持。

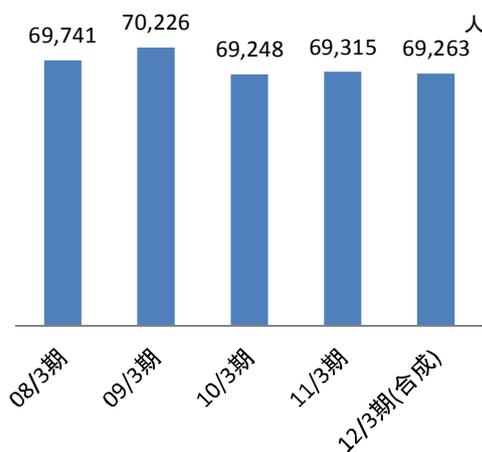
◆ **長年に亘る進学・指導実績と高い知名度**

同社の顧客は、進学・受験を想定している個人。高い知名度と長年にわたる指導実績を背景に、安定した事業基盤を築いている。生徒数は、シェーンを除き、栄光ゼミナール単独では横ばい、他のブランドを加えると通増トレンド。

<合格実績の例(中学及び高校、13年3月27日集計分)>

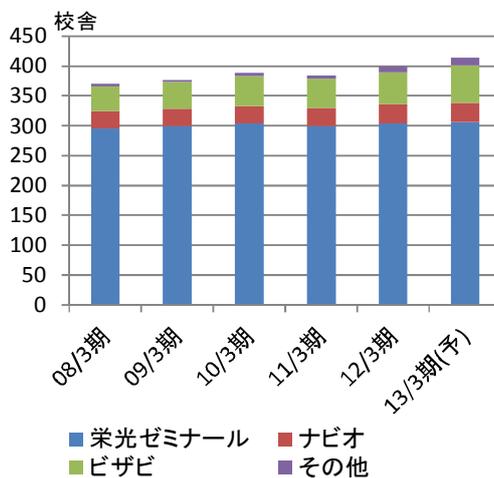
- ・ 中学入試合格者総数 9,390名(前年9,251名)
開成中 18名、麻布中 27名、桜蔭中 5名、女子学院中 12名、渋谷幕張中 32名
- ・ 高校入試合格者総数 15,805名(前年16,111名)
慶應義塾高 40名、早大学院 53名、戸山高 31名、開成高 5名など

【図表5 生徒数推移(期中平均)】



(出所) 会社資料から当センター作成

【図表6 主要ブランド別期末校舎数】



(出所) 会社資料から当センター作成

(注) イード・アワード教育情報サイト「リセマム」を運営しているイードが実施している調査。顧客満足度により、塾・通信教育を表彰する制度。幼児・小学生・中学生・高校生の保護者を対象としたインターネット調査による。

◆ **差別化戦略**

同社は、授業の方法から生徒・保護者とのコミュニケーション、教師の管理・育成にまで及ぶ広範な指導システム・運営マニュアルを創立当初より確立し、少人数定員制クラス編成により、一人ひとりの生徒の学力や適性、現状を把握して的確に対応し、有益な教育サービスを提供してきた。

近年、質の強化のために、日本の学習塾業界では初となる ISO29990 (民間教育サービスの国際規格) を取得した。また、イード・アワード^注2011 では、大学受験の部(総合)最優秀賞、中学部(集団指導)優秀賞、同2012では、中学部(集団指導)最優秀賞、この他にも部門賞を複数受賞しており、ブランドの確立と差別化(安心・信頼)をはかっている。

◆ 競合先・同業者

サービスの形態・対象の範囲が広い総合型であるため、ほぼあらゆるセグメントで大手と競合する。同社は、各セグメントで概ね業界 3 位前後、トータルで 1 位となっている。競合先は、大手の集団指導型の進学塾では、早稲田アカデミー・SAPIX・ウィザス・市進（主に小中高生）、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、明光ネットワーク。語学スクールでは、ECC、COCO 塾、イーオン、ベルリッツなどである。

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。また特定セグメントに特化せず、総合化しているため幅広いターゲット層・セグメントに事業が分散されており、相対的に少子化や不況の影響を受けにくいという顧客構成上の特徴がある。

> ビジネスモデル

◆ B to C モデル

同社は、英会話スクールを除き FC 展開をしておらず、塾を直営している。塾経営においては、トップライン（売上高）の確保、つまり塾生数の確保と継続が最大のポイントとなる。このためには、生涯教育によるラインナップ、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。ライフサイクルに合わせた垂直型と教育内容のラインナップによる水平型のビジネスモデルである。

◆ 直営方式の集団・個別学習塾を首都圏中心にドミナント展開

小中学生が通塾するため、商圏人口が半径 2km 程度と小さく、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、首都圏及び特定都道府県に集中的にドミナント展開しており、競合は激しいものの校舎数で勝り、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

現場の講師や事務員が規模に合わせて一定数は必要であり、労働集約的なビジネスではある。他方、カリキュラム・教材開発・オペレーションシステム・広告宣伝などは固定費部分も大きく、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効果がある業態である。

> 市場構造とポジション

◆ 業界のリーディングカンパニー

栄光グループの中核である学習塾「栄光ゼミナール」は、首都圏、東北、関西、北海道に日本有数の直営塾ネットワークを形成している。その成長は、「栄光は受験産業にとどまることなく、人生のさまざまな場において教育のナビゲーションを行うサービス事業者である」との理念に基づいた戦略的な事業展開にある。

1994年、生徒一人ひとりの学力や理解力に合わせてグループ指導と個別指導を組み合わせるハイブリッド指導スタイルを開発・導入した。教師にとっての「教えやすさ」ではなく、生徒にとっての「学びやすさ」を求めて取り入れた手法は、今日では学習塾のスタンダードとなっている。さらに「少人数定員制」「一駅一教室展開」という新たな戦略も推進、首都圏を中心に集中的に出校するドミナント展開で学習塾業界をリードしてきた。

◆ 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(矢野経済研究所「教育産業白書2012年版」)される。最近5年では市場が横ばいで推移している。長期的には少子化により塾生対象数の減少が見込まれており(毎年おおよそ1%減少するペース)、同業界では顧客層の拡大やサービスの強化を目指して、アライアンスやM&Aも活発化している。今後も、高度な指導ノウハウ・情報力と資金力・人的資源を有する大手事業者間で競争が激化し、ナショナルチェーンなどの大手や特徴のある学習塾への集約・寡占化が進むと予想される。

同業界は成熟産業になりつつあるが、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要領、高学歴や中高一貫教育を指向する社会的な風潮が、同業界にはプラスになる。

学習塾を経営する上場企業は17社。同社は、売上高では1位、営業利益では2位、時価総額では4位にある。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、同社の売上高での市場シェアは、約4.5%と算出できる。

> 沿革と経営理念

個々の生徒に応じた指導方法をとるユニークな塾として誕生し、創業約33年の業歴を有する。関東圏を中心に展開。

08年、創業者から現社長が事業を継承し、新体制に移行。日本初の民間総合教育サービス企業を目指す。

◆ 沿革

1980年7月、栄光グループの創業者である北山雅史氏が、長年の経験からさまざまな成績の子どもを一斉に教える指導方式に限界を感じ「より責任の持てる指導に徹したい、量より質を大切にしたい」とのこだわりに基づき「栄光ゼミナール」を設立。埼玉県内に次々に校舎を開設。その後、東京都区内、神奈川、千葉、宮城、北海道、栃木、群馬、茨城、関西などへ進出した。

入塾時にテストを行い最適な受講コース・レベルを提案するという、「全コース選抜制」を採用。「個」にフォーカスした教育サービスを追求し、84年に少人数制授業を基本とする高等部「ナビオ」、91年に個別指導専門塾「ビザビ」での展開をスタート。94年には学びやすく通いやすい教室環境の提供を目指して、大規模教室主体だった栄光ゼミナールのビジネスモデルの転換を「少人数定員制」「一駅一教室展開」という新戦略に沿い、グループ指導と個別指導を組み合わせた指導スタイルをとる小規模教室展開に転換。現在、日本有数の直営塾ネットワークを形成。

95年、栄光が日本証券業協会に株式を店頭登録、96年、東京証券取引所市場第二部に株式を上場。06年、日本教育大学院大学を開学。08年、創業者から現社長が事業を継承し、新体制に移行。11年10月、同社を設立した栄光が単独株式移転の方法によりホールディングス体制に移行した。

◆ 経営理念

同社は経営理念として「PROVIDA（造語）：学び、未来を変えよう」を掲げている。教育という事業を通じて、一人ひとりがよりよい未来と夢をかなえられるように、貢献していく。

◆ 経営ビジョン

栄光グループは独自の「ライフナビゲーションプログラム」を提案、推進している。人は「生涯をとおして学び続けていく存在」だと考えており、人が誕生し一生を送っていく過程で、その人の成長に合わせたより多彩かつ進んだ支援・ナビゲーションを提供していくことが、栄光が目指すこれからの教育サービスの姿としている。「日本初の民間総合教育サービス企業」となることが目標である

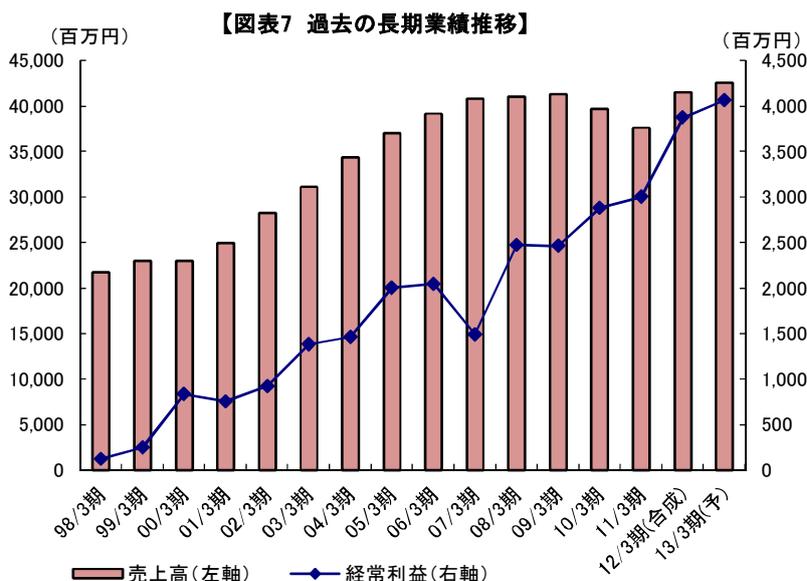
2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

収益は底打ち。増収増益
トレンドに回帰。

◆ 過去の業績推移

同社の過去の長期業績推移は図表7の通り。近年、市場の成熟化とともに成長率は鈍化しつつも、売上高・経常利益は過去最高を更新するトレンドとなっている。



(出所) 有価証券報告書から当センター作成、予想は当センター予想

◆ 13年3月期は連続増収・経常増益を見込む

13年3月期第3四半期までの累計業績は概ね会社予想どおりに推移しており、前回発表(12年5月15日付)の通期見通しは変えていない。13年3月期第3四半期決算は、売上高30,853百万円(会社予想に対する進捗率72.6%)、営業利益3,052百万円(同73.5%)、経常利益2,982百万円(同73.4%)、純利益1,645百万円(同117.5%)。なお、前年同期の数値がないため前年同期比較はない。

学習塾を中心とする「既存市場の深耕」とシナジーが期待される語学教育等の「新市場の開拓」効果により、13年3月期は売上高42,500百万円(注:実質前期比2.5%増)、営業利益4,150百万円(同3.1%増)、経常利益4,060百万円(同4.9%増)、純利益1,400百万円(同8.1%増)と、実質的に増収・増益を見込んでいる。

セグメント別には、主力の教育事業が売上高34,580百万円(同2.5%増)、セグメント利益5,260百万円(同1.3%増)を見込む。学習塾部

門では、新ブランド「栄光ゼミナール リテラ」を含む新設校の寄与や、語学教育部門では、法人営業や留学事業強化の効果があらわれるとみている。教育ソリューション事業は、売上高6,680百万円(同3.0%増)、セグメント利益790百万円(同22.9%増)を見込む。教育コンテンツ部門において、新学習指導要領の実施による教材販売増、Z会グループとの提携・シナジー効果が寄与する見込み。

当センターでは、13年3月期については第4四半期を残すのみとなり、業績に大きなブレはなくほぼ達成可能と判断している。先に行われた中学・高校入試結果は概ね良好であり、また景気の回復期待も加わり、堅調な新学期スタートが切れる状況にあると考えている。

> 同業他社との比較

◆ 財務体質・収益性に改善の余地も

学習塾形態やFC展開の有無に違いがあり単純比較はできないものの、同社と類似する同規模程度の上場企業と比較した。同社の規模は大きく、収益性・安全性には遜色はないが改善の余地はある。特定都道府県へのドミナント展開により効率性は高いが、一方で幅広いブランド・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、TVCMなどの積極的に広告宣伝などから、コスト負担は重いといえる。尚、過去の多角化した事業の整理・統合を行い、財務体質・収益率は改善しつつある。

【図表8 同業他社比較】

項目	銘柄	単位	栄光HD	早稲田アカデミー	ナガセ
	証券コード		6053 東証二部	4718 東証一部	9733 JQS
	決算期		12/3(合成値)	12/3	12/3
規模	売上高	百万円	41,480	17,225	38,168
	経常利益	百万円	3,869	755	4,064
	総資産	百万円	26,878	10,447	38,783
収益性	自己資本利益率	%	11.6	13.6	22.3
	総資産経常利益率	%	13.8	7.3	11.1
	売上高経常利益率	%	9.3	4.4	10.6
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	0.2	0.9	2.5
	経常利益(同上)	%	16.3	-13.1	22.6
	純資産(同上)	%	12.8	4.8	3.6
安全性	自己資本比率	%	43.3	43.4	24.0
	流動比率	%	86.2	71.5	108.3
	インタレスト・カバレッジレシオ	倍	—	33.6	34.4

(注)平均成長率は複利。自己資本利益率、総資産経常利益率は期間利益÷(期首・期末平均資本)。流動比率は流動資産÷流動負債、栄光HDは、持ち株会社化に伴う連結決算期変更などに伴い、13/3期は6カ月決算であるが、株式会社栄光の前下期6カ月の数値を単純合計して使用

(出所) 有価証券報告書から当センター作成

> 今後の業績見通し

◆ 今 14 年 3 月期以降の会社予想

同社は3年単位の中期経営計画を策定しているが、詳細は社外には公表していない。今14年3月期から新中期経営計画がスタートする。その内容だが、連結売上高営業利益率を重視し10%超の早期達成を目標としている(13年3月期予想9.8%)。同社は、当面は安定成長が続くと予想している(具体的な成長率目標は非開示)。

日本の合計特殊出生率は極めて低い水準にあり、当面はこの傾向が続くが、学力低下問題が顕在化し、学習内容の増加に主眼を置く新学習指導要領の実施、文教・育児支援政策に関する議論の活発化、企業における英語公用語化の動き等を受けて、社会全体の潮流としても教育全般及び教育サービス業界への関心は高まりを見せており、今後のニーズの増大が期待される。このような環境下、同社グループは事業を教育に特化し、サービスの拡充に邁進することによって増収基調を維持したい考えである。

具体的には、「新市場の開拓」を目指して、語学教育部門の「シェーン英会話」の強化、主に低年齢層を対象とする科学実験教室「栄光サイエンスラボ」やカルチャースクール「栄光キッズカレッジ」の浸透、アライアンスも活用しての大学入学予定者・大学生向けリメディアル教育、社会人教育、通信教育、幼児教育の開発等に注力し、対象層の拡大を図る。

また、学習塾「栄光ゼミナール」を中心とする既存事業でも、新校展開、既存校のリニューアル、教師のレベルアップに向けた研修等に引き続き注力するほか、顧客に提供可能な選択肢の増強を目的に、新ブランドの「栄光ゼミナール リテラ」(主に住宅街に出店し、地元の公立高校への進学指導を行い地域密着型の教室)及び「栄光ゼミナール ワイズ」(私立中学校受験対策の6名定員制授業や私立小学校・中学校及びインターナショナルスクールの生徒を対象とした個別指導を行う教室)の普及、ウェブを利用した学習システムの開発と充実、(株)増進会出版社(Z会グループ)のノウハウの一部導入や教材の共同開発・販売等に取り組み、「既存市場の深耕」を推進する。

◆ 今 14 年 3 月期の当センター予想

当センターでは、同社の13年の合格実績も想定通り好調であり、14年3月期も校舎数が増加し、シェーンや新ブランドの展開により、対象層の拡大を図ることから塾生数が増加し、連続の増収増益を予想している。

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から中期的な年率利益成長を3~5%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、長年にわたる中学・高校向け受験指導実績と知名度、ノウハウ・教材の蓄積、研修教育制度の充実により形成されていると考えられる。「競争原理」を軸とする他塾の教育方針とは一線を画し、同社は生徒一人ひとりに合わせた教育指導・カリキュラム編成を導入、従業員の自主性を尊重・活性化し、教育のソリューション提供をしてきたことが今日の売上高・総合力1位に繋がっていると思われる。

【図表 9 知的資本の分析】

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	ブランド力	<ul style="list-style-type: none"> 業歴 売上高順位 合格者数 ブランド認知度 	<ul style="list-style-type: none"> ・33年 ・国内上場企業の業界での売上順位:1位 ・中学入試合格者総数 9,390名(前年9,251名)開成中18名、麻布中27名、桜蔭中5名、女子学院中12名、渋谷幕張中32名 ・高校入試合格者総数 15,805名(前年16,111名)慶應義塾高40名、早大学院53名、戸山高31名、開成高5名など ・認知度: イード・アワード最優秀賞、部門賞を複数受賞
	ネットワーク	<ul style="list-style-type: none"> ・業務提携先が株式を保有(大株主名簿)。 ・業界他社と業務提携。 	<ul style="list-style-type: none"> ・提携企業(数) ・国内提携: Z会
	顧客基盤	<ul style="list-style-type: none"> ・継続かつ安定的に在籍生徒数を確保している。移動平均的なストック型ビジネス。 	<ul style="list-style-type: none"> ・生徒在籍数推移 ・期中平均塾生数: 2008年度69,741人→2012年度69,263人
組織資本	知的財産	<ul style="list-style-type: none"> ・指導方法・教材・運営ノウハウの蓄積。オリジナル教材も開発。 	<ul style="list-style-type: none"> ・各分野の研修会回数 ・オリジナル教材も開発 ・年数回
	業務プロセス	<ul style="list-style-type: none"> ・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って、日次・週次・月次・年間の業務が執行される。 	<ul style="list-style-type: none"> ・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ヶ月から数ヶ月程度 ・大衆向けCM広告・DMなどは、常時
	ノウハウの共有/管理	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会によって意思決定と確認がされている ・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。 	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会: ・経営会議: ・各分野の発表会・研修会など ・毎月1回 ・毎月1回 ・スケジュールに沿って実施、年2回社員会を開催(成功事例、方針説明)、月曜研修
人的資本	経営トップの資質	<ul style="list-style-type: none"> ・社長は、創業者ではないが、当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。 	<ul style="list-style-type: none"> ・業界経験年数 ・社長任期年数 ・社長個人株式保有比率 ・約33年 ・約5年(取締役在任期間は31年) ・約1.4%で第9位株主
	企業文化	<ul style="list-style-type: none"> ・自主性を尊重。 ・慎重・堅実。 ・教育事業を行う熱意と志を高く持つ企業風土。 	<ul style="list-style-type: none"> ・連結従業員数 ・1,758名(12年3月末)、別途、臨時雇用者数の年間平均10,164名。
	従業員	<ul style="list-style-type: none"> ・社内研修制度が充実。講師職・事務職とも教育を行う。 ・社員・時間講師の士気を鼓舞しノウハウ共有のためにコンテストを導入。 	<ul style="list-style-type: none"> ・社内資格、外部奨励資格 ・離職率 ・社内・外部奨励資格はない。 ・離職率: 10%から15%。

(出所) ヒアリング、会社資料、有価証券報告書から当センター作成

> 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)

教育サービスを通じての貢献：教育とは、人間の成長や人生設計の手助けをする点で未来にかかわりを持つ、極めて責任の重い行為と認識し、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、社会に貢献することを希望。

日本教育大学院大学の活動：栄光が東京都千代田区の「キャリア教育推進特区」を利用し、日本初の教員養成専門職大学院として 06 年 4 月に開学。講義は大学教員出身者、中学・高校のベテラン教員出身者、研究者、企業出身者など多彩な教員陣が担当し、多くの教員を輩出。また、現任教員の研修などのプログラムも提供し、学校教育のレベルアップを支援している。

障がい者雇用の促進：09 年 1 月、同社グループは、障がい者の雇用機会を広げ自立支援を行うことを主な目的に栄光アースを設立。栄光ゼミナールの教室を中心に観葉植物を搬入し、清掃、水遣り、手入れなどのメンテナンス業務などにおいて、ハンディを持つ多くの人々が働いている。

◆ 企業統治 (Governance)

グループ全体の企業価値の向上、経営資源の配分の最適化、機動的な意思決定体制の確立のために、同社は持株会社として 11 年 10 月 3 日に設立。栄光及び関係会社管理部門に関する事業の一部を同社が承継する吸収分割を実施し、経営方針・計画策定機能を持株会社へ集約した。経営の迅速化を図るとともに、事業領域の拡大、アライアンス・M&A等の検討・実施に取り組む一方で、各事業子会社においても業務執行機能の強化、市場への機動的な対応と業績の向上を推進する体制を整えている。

同社の取締役会は取締役 5 名（提携先の増進会より 2 名）、監査役 4 名で構成され、毎月 1 回開催される取締役会に加え、グループ経営会議を設置。同社常勤取締役、主要グループ会社代表取締役、同社取締役社長の指名を受けたグループ会社常勤取締役をメンバーとし、毎月 1 回以上開催している。監査役 4 名のうち 3 名が社外監査役（非常勤：弁護士、税理士、公認会計士及び税理士）であり、独立役員に指定し、東京証券取引所に届け出ている。また、常勤監査役は同社の主要取引銀行である武蔵野銀行出身。

資本構成は図表 10・11 の通り。同業の学習塾及び教育サービス大手 2 社が大株主で、過半数を保有。牽制機能は働いているが、株主、経営の安定化が課題と思われる。

【図表10 大株主の状況】

株主名	比率 (%)
1 進学会ホールディングス	29.5
2 増進会出版社(業務提携先)	28.4
3 栄光従業員持株会	5.9
4 栄光ホールディングス(自己株式) (従業員インセンティブ付与型ESOP)の信託財産を含む)	3.4
5 北山 ひとみ	2.5
6 武蔵野銀行 (常任代理人日本マスタートラスト信託銀行)	2.0
7 栄光(注:議決権なし)	1.6
8 みずほ銀行 (常任代理人資産管理サービス信託銀行)	1.6
9 近藤 好紀(同社代表取締役社長)	1.4
10 児玉 毅(同社元役員)	1.1
計	77.4

備考) 同業の学習塾及び教育サービス大手2社 57.9
 社長+従業員持株会+グループ会社保有 12.3
 (12年9月30日現在)

(出所) 四半期報告書より当センター作成

【図表11 所有者別状況】

	(%)
その他の法人	61.3
個人その他	28.8
金融機関等	9.5
外国法人等	0.3
金融商品取引業者	0.1
合計	100.0

(12年3月31日現在)

(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

◆ 人材面でのボトルネック

人的資本に依存するため、事業の成長スピードと人材のバランスが鍵である。出校のためには優秀な人材の採用・育成が不可欠であるが、時間を要することから制約要件の一つになっている。

同社は、首都圏エリアでは、500校舎まで(現状、約350校)の開校余地があるとしている。優良物件(校舎)の確保に加えて人材の育成が課題となる。人材開発部による研修プログラムの作成・実施、多様な勤務形態の提供などにより働きやすい環境を提供し、マネジメント・スタッフ、講師及び事務スタッフの質量両面での拡充をはかる方針である。校舎のリニューアル・再配置・移転をしながら、小中学生向けでは、毎年15校前後の開校(純増)が目安となる。

> 中長期の戦略

◆ 成長戦略の軸は、4つのボーダーレス

同社は、既存市場のニーズを深化しながら、新規市場の創出に取り組んでいく意向である。

1. 「垂直」展開。人は学びを通して、よりよい未来を実現することができるとの思いに沿って、限られた世代ではなく、生涯を通じて一人ひとりに最適な学びを提供する教育サービスを展開する。
2. 「水平」展開。学習塾の境界を超え、シェーン英会話や栄光サイエンスラボ、学びと安心(学童保育)をワンストップで実現した恵比寿アカデミーガーデンなどの事業を展開。今後も、グローバル時代の新たな教育ニーズを見据えて、日本初の教育サービスを積極的に展開していく方針である。
3. 「グローバル」展開。グローバル化により、世界の教育競争は激化し、教育界の国境を越えた相互学習も、かつてないスピードで行われている。経済発展国の教育ニーズに対して、日本の民間教育の経験とノウハウを提供することが可能であり、特に、アジアの成長市場におけるビジネス展開を行う。(栄光ゼミナール初の海外教室「ベトナム ハノイ校」開校)
4. 「公教育」への展開。欧米で進んでいる「公教育」の民間委託や民間教育のノウハウの導入が、日本においても徐々に進みつつあり、今後大きな市場となると予想される。一人ひとりの子どもの学びを最適化する同社のナレッジを、「公教育」にも提供していく。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆高いブランドイメージ、総合力、合格実績が強み

SWOT 分析による同社の強みは、総合力、知名度、ノウハウ・知識であり、指導及びオペレーションを構築したことにある。

【図表 12 SWOT 分析】

項目	特質・事情
強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・業界最大手のネームバリュー、安定した合格実績 ・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 ・教育事業における多角化・シナジー効果・総合的な展開力
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・株主構成上、現経営陣の持ち株比率が低い
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・首都圏での開校余地、海外展開 ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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

(出所) 当センター作成

> 経営戦略の評価

◆ 経営手腕を評価

塾として業界大手まで発展してきたのは、創業者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、市場の成長期に短期間に多校展開し、実績・ブランドを確立したスピード戦略にある（83年から85年間の3年間で17校を新設、1986年には生徒数が1万名を突破）。事業を継承した現社長は、成熟市場に移行後の現代のニーズに合わせた事業展開を進めており、次なる新成長戦略に布石を打ってきている。従業員（講師・事務スタッフ）にきめ細かな教育・研修制度を導入したこと、及び地域特性に合わせた自主裁量（価格設定・カリキュラム・提案など）を現場及びラインに与えたことも成功要因のひとつと思われる。

◆ 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集中して開校する計画であり、今後効率性、収益性が一層高まるものと予想される。首都圏以外への進出には、理念が共有できる既存塾の買収などにより進出してきた（飛び地におけるドミナント展開）。非効率であるため、全国展開にはこだわっていない。

◆ 事業の多角化から教育関連事業に集中と選択

教育関連事業以外への多角化事業は、集中と選択により概ね整理し、シナジーも含めた収益力・財務力の強化・改善を進めてきた。同グループとしての次期中期経営計画の実施(外部には非公表)が待たれる。また、事業の海外展開を進めているが、現状ではその規模は小さく、十分なシナジー効果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。ベトナム市場は、ポテンシャルが大きく期待される。企業買収・提携戦略については、理念が共有できる先とは、今後も検討していく。

> 利益還元策

◆ 安定配当が基本方針

安定配当を基本とし、連結配当性向 40%を目安に、経営環境の変化や投資計画の進捗等を勘案して柔軟な成果配分を行う方針である。また、内部留保資金については、新校の展開、既存校のリニューアル、新サービスや教材の普及等、同社グループの持続的な成長を支えるための諸施策に活用する方針である。

13年3月期は、24円の配当を計画している。過去の栄光の配当実績を含めると、10年3月期以降4期続けての増配となる予定。同社の予想EPSをベースにすると配当性向は約33%、現在の株価水準では配当利回りは約3%となる。また、株主優待制度は採用せず当面予定もしていない。

> バリュエーション比較

◆ 株価は短期的にフェアバリュース水準

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。

【図表13 株価バリュエーション同業比較】

(円、倍、%)	6053 東証二部	4718 東証一部	9733 JQS	株価 (13/4/5終値)
	同社	早稲田アカデミー	ナガセ	上場学習塾・17社平均
株価(13/4/5終値)	816	748	2,570	
PER(予想)	12.1	11.6	10.8	14.8
PBR(直近実績)	1.4	0.8	2.6	1.9
配当利回り(予想)	2.9	4.0	3.1	3.1
時価総額(百万円)	17,848	6,234	26,081	10,164

(注)同社予想は当センター予想、他社は会社予想、PERなどは自社株保有分控除で計算

(出所) 当センター作成

東証1・2部平均に対して、同業界は低位に放置される傾向がある。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、2013年3月期、会社予想ベースでPER約12倍。これに対し当センターの13年3月期予想でPER約12倍、PBR1倍強。14年3月期予想ではPER11倍半ばとなる。同社の株価は、同業他社と比較して若干高い評価(PER)を受けているが、最大手企業に対するプレミアムとも考えられる。

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な想定株価を880円～1,100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。既存事業での中期的な利益成長は、年率3～5%程度と考えられる。東証一部及び同業他社の現在の平均PERを参考に、今後の利益成長を考慮し、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12倍～15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73円を当てはめると、適正株価水準は880円～1,100円と想定される。今後は、業務提携先との協業の進展、合格実績、新校開設、生徒数の推移、同業他社との合併・提携、海外展開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

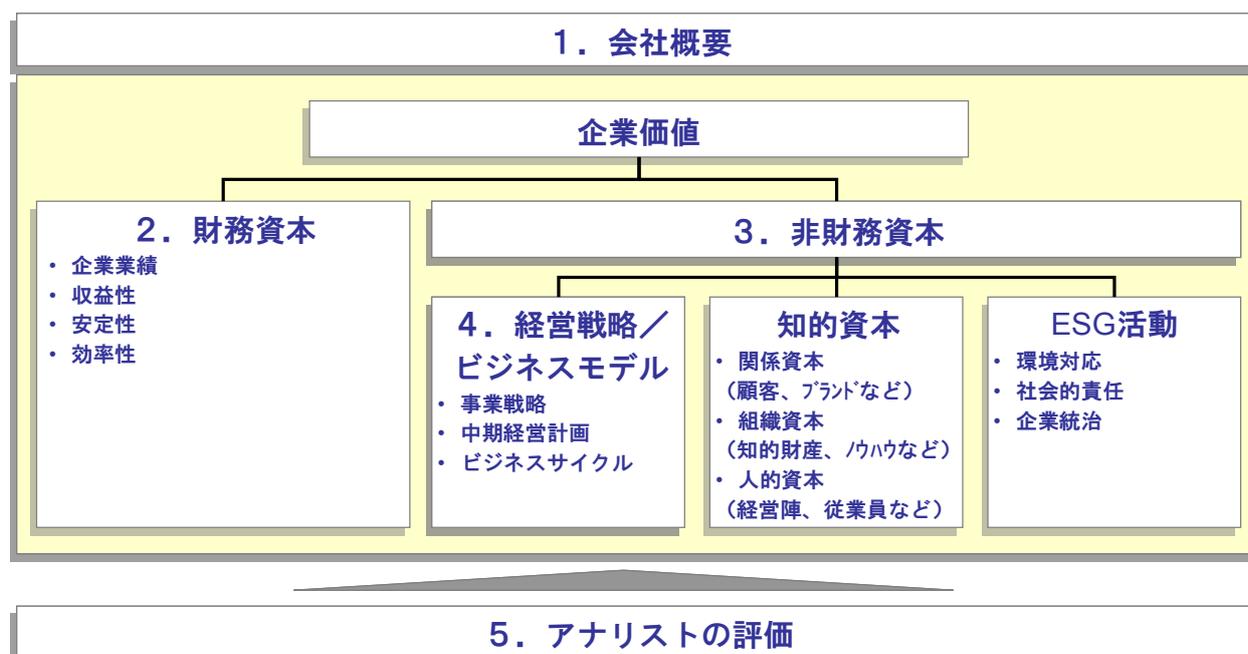
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。