

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### 【要約】

- ✓ 市進ホールディングスは千葉県市川市を発祥とする総合教育サービス企業。千葉・東京・茨城・神奈川・埼玉の首都圏5都県において学習塾「市進学院・市進予備校・茨進」、個別指導塾「個太郎塾」を始め、「ウイングネット」などの映像授業、幼児教育、学童保育、介護事業、家庭教師派遣、日本語学校など、幅広く展開している。
- ✓ 同社は少子化による学習塾事業の収益悪化を受け、その立て直しに取り組んできた。具体的内容は学習塾の拠点統廃合と各施設の小型化だ。既存生徒のケアや賃借物件の原状回復などで時間と費用を要したが、2016年10月に埼玉県内の学習塾事業を合併会社に移管し、事業立て直しはほぼ完了した。
- ✓ 同社は2018年2月期において成長軌道回帰のための準備作業の“最後の仕上げ”として既存施設の設備リニューアルに取り組む方針だ。内装や設備の新しさ、クリーンさは生徒・保護者にとって塾選びの重要な要素であるため、これは非常に重要なポイントと言える。また競争力の高い映像授業教材の更新投資も行う計画だ。
- ✓ 同社の中長期の成長戦略は、学習塾事業と教育関連事業の2つのエンジンで構成されている。学習塾事業は、ブランド力を活かせる千葉、東京・東部地域及び茨城での新規出店が中心の施策となる。教育関連事業では成長が続く映像授業の販売をコアに、学童保育や能力開発などの新規事業、英語教育、海外事業、介護事業などがけん引役と期待される。
- ✓ 同社の業績は2016年2月期に黒字体質が定着した。2018年2月期では前述の“最後の仕上げ”等で減収減益が計画されており、増収増益に転じるのは2019年2月期になる見込みだ。問題はその持続性であるが、同社が現在取り組んでいる施策を着実に完遂できれば、その後も継続的に増収増益基調を歩むことは十分可能だとみている。

(株式会社ジーキューブ アナリスト 浅川裕之)

# 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

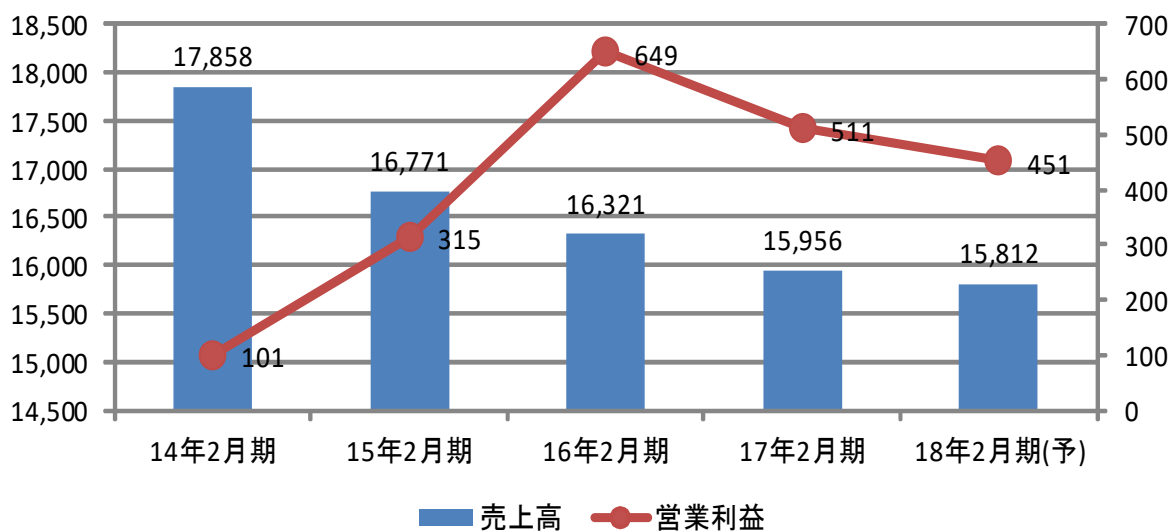
## <連結業績推移>

決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	経常利益 (百万円)	当期利益 (百万円)	配当 (円)
2014年2月期	17,858	101	84	△ 737	10.0
2015年2月期	16,771	315	282	△ 1,053	10.0
2016年2月期	16,321	649	623	242	10.0
2017年2月期	15,956	511	489	234	10.0
2018年2月期(予)	15,812	451	418	201	10.0

注: 当期利益は親会社株主に帰属する当期純利益、予想は会社予想

出所: 決算短信からジーキューブ作成

## <売上高と営業利益の推移>



注: 予想は会社予想

# 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

## 会社概要

### 1. 沿革

#### <千葉県市川市で誕生。学習塾事業で“市進”ブランドを確立>

同社は、1965年に創業者の梅田威男氏が千葉県市川市において、個人経営の「真間進学会」を創業し、中学・高校受験指導を開始したことに始まる。その後1970年に「市川進学教室」と改称し、1975年に「株式会社市川進学教室」を設立して法人化した。

同社の歴史を振り返ると、1970年代～80年代前半、1990年代後半～2000年代前半、及び2010年の純粋持株会社以降後、の大きく3つの成長・転換期があることがわかる。

1970年代から80年代においては、市川進学教室(1984年に「市進学院」に名称変更)に加えて「市進予備校」を開校して大学受験分野に参入し、中学・高校・大学の受験指導のための学習塾事業の基盤固めがなされた。その後、1980年代後半からは東京を始めとして、埼玉、神奈川、茨城に多店舗展開を進めて業容を拡大させた。

1990年代に入ると多様化する顧客ニーズに対応すべく、プロ家庭教師派遣事業の「市進チューターバンク」(現・「プロ家庭教師ウイング」)や、個別指導塾の「個太郎塾」の事業を開始した。また、インターネットの発達・普及に伴い映像配信型授業の「ウイングネット」事業も開始した。個太郎塾とウイングネットでは、自社による直営展開にとどまらず、フランチャイズ(FC)展開や外部販売にも乗り出した。

2010年に純粋持株会社に移行後は、M&Aによって日本語学校事業や幼児教育事業などに参入して顧客層の拡大を図ったほか、介護事業に参入して事業の多角化展開を行った。また、茨進グループの子会社化、学研ホールディングスとの業務資本提携、香港とインドでの現地法人設立など、積極的な投資を矢継ぎ早に打ち出し、現在の企業グループの体制を構築した。

証券市場には1996年に店頭登録により株式を公開した後、2004年には店頭登録を廃してジャスダック証券取引所に上場した。その後、証券取引所の統合に伴い2013年に東証JASDAQスタンダードに上場し、現在に至っている。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### <沿革表>

1965年	5月	創業者が千葉県市川市に個人経営の「真間進学会」を創業し、中学・高校受験指導を開始
1970年	12月	「市川進学教室」と改称
1975年	6月	「株式会社市川進学教室」を設立し、法人化
1979年	2月	現役高校生を対象とした学習指導を目的に「市進予備校」を創設
1984年	10月	「株式会社市進」に商号変更し、「市川進学教室」を「市進学院」に名称変更
1989年	3月	市進予備校八王子校等を開校し、東京都への市進学院、市進予備校の進出を開始
1996年	7月	日本証券業協会に株式を店頭登録し、株式公開
1997年	3月	1995年に開始した市進チューターバンク(現・プロ家庭教師ウイング)の営業を首都圏全域に拡大
1998年	10月	千葉県市川市に「個太郎塾行徳駅前教室」を開設し、個別指導塾分野に参入
1999年	5月	個別指導教育を主業務とする子会社として(株)個学舎(現・連結子会社)を設立
2004年	12月	ジャスダック証券取引所に株式を上場
2006年	3月	市進予備校において映像配信型授業「ウイングネット」を開始
2007年	3月	個太郎塾のフランチャイズ展開1号教室が営業を開始
2007年	6月	「ウイングネット」の外部販売を開始
2008年	2月	株式会社増進会出版社及びZ会グループと業務資本提携契約を締結
2010年	3月	純粋持ち株会社に移行し、「株式会社市進ホールディングス」に商号変更
2010年	5月	ジャパンタイム株式会社の株式を100%取得し、子会社化
2011年	6月	「株式会社市進アシスト」を設立
2011年	9月	株式会社江戸カルチャーセンター及び株式会社桐杏学園(現・株式会社市進)の株式を100%取得し、子会社化。日本語学校事業、小学校受験・幼児教育事業に参入
2011年	11月	楽ちん株式会社(現・株式会社市進ケアサービス)の株式を100%取得し子会社化。株式会社学研ホールディングスと業務資本提携契約を締結
2012年	3月	茨進グループ株式会社(現・株式会社茨進)の株式を100%取得し子会社化
2013年	2月	香港に現地法人「香港市進有限公司」を設立
2013年	12月	学研グループとの共同出資により、株式会社GIビレッジを設立、東京都港区にて幼児保育・学童保育を行う「クランテテ三田」の運営を開始
2014年	6月	インドに現地法人「Ichishin India Consultant Private Limited」を設立
2015年	10月	株式会社アンドウの株式を100%取得し、子会社化
2016年	3月	株式会社まなびソリューションズを設立
2016年	7月	株式会社SIGN-1(持分法適用会社)を設立
2017年	2月	東京都と協定を締結し、体験型英語学習施設を提供する株式会社TOKYO GLOBAL GATEWAYを学研グループ等と共同出資により設立 一般社団法人日本経済団体連合会(経団連)入会

出所:有価証券報告書等からジーキューブ作成

# 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

## 2. 事業内容

### ＜学習塾を中核に、垂直・水平両方向に展開し、「総合教育サービス企業」に転換＞

同社は市進学院(小・中学生向け)・市進予備校(現役高校生向け)の学習塾からスタートした。その後ニーズの変化に合わせて個別指導や家庭教師派遣に進出した。少子化の影響が顕著になった2000年代半ば以降は、学習塾事業の規模縮小に伴う余剰人員の受け皿確保と、学習塾を核にした垂直展開及び水平展開を推進した。現在では、幼児から大学受験生までを幅広くカバーし、提供するサービスの内容も、受験を目的とした学習指導を中核としつつも、英語・日本語などの語学教育、幼児教育、保育サービス、海外事業、能力開発事業など多岐に渡る「総合教育サービス企業」へと変貌している。

地域的には千葉県を中心に、茨城、東京、神奈川、埼玉の首都圏5都県に特化して事業を展開してきた(個別指導のFC教室で一部例外はある)。そのなかでも、千葉県、茨城県及び東京都・東部地域では、高い知名度、認知度及びブランド力を誇っている。一方、神奈川、埼玉、東京都・西部地域では地元資本の同業他社との競争が厳しく、後述するように学習塾事業の事業構造見直しを経て、地域的に強化の濃淡を明確にした事業展開を行っている。

### ＜市進グループの概要＞



出所:会社 HP から転載

本レポートは、当該企業に対する情報提供及び理解促進のサポートを目的としたものであり、投資勧誘・推奨・助言を意図するものではありません。また、本レポートに記載されている情報及び見解は、当該企業が公表されたデータに基づいて作成したものです。但し、本レポートの内容は、全て作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。また、当該情報や見解の正確性、完全性もしくは妥当性について、株式会社ジーキューブ(以下「ジーキューブ」といいます。)が保証するものではなく、何ら責任を負うものではありません。投資にあたっての最終決断は、投資者ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。なお、本レポートに関する一切の権利は、ジーキューブに帰属しますので、許可なく複製・転写・引用等を行うことを禁じます。 Copyright(C) G-Cube Co.,Ltd All Rights Reserved.

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

同社は純粋持株会社制度を採用しており、それぞれの業務は子会社で行われている。主要な事業子会社の事業内容は以下の通りだ。

### (株式会社市進ホールディングス)

純粋持株会社として、経営戦略の策定、予算の統制、各種契約内容の検証やコンプライアンス強化、講師やスタッフの採用効率化、などの面でグループ内の事業会社を支援している。また、能力開発、研修企画、海外事業、学童保育等の新商品の開発も手掛けている。

### (株式会社市進)

小・中高生向け学習塾の「市進学院」、現役高校生向け「市進予備校」を運営するほか、社内FCとして個別指導塾「個太郎塾」も運営している。現在は市進学院と市進予備校を統合し、それぞれの施設で小学生から高校生までを対象に、集団授業、個別授業、映像授業を提供している。また、幼児教育部門では小学校受験指導の「桐杏学園」を運営している。

### (株式会社個学舎)

小学生から高卒生までを対象とする個別指導塾「個太郎塾」、家庭教師派遣の「プロ家庭教師ウイング」、医学部受験に特化した「ハイパーウイング」を運営している。個太郎塾は直営のほか、フランチャイズ展開も行っている。

### (株式会社茨進)

茨城県内で学習塾「茨進ゼミナール」、「茨進中学受験ゼミ」、「茨進ハイスクール」、「いばしん個別指導学院」や、小学低学年の才能共育「ウイングキッズ・ラボ」などを運営している。2012年3月に市進グループ入りし、2013年度からは市進グループの茨城県内でのサービス名称を「茨進」ブランドに統一。茨城県内ではトップの地位を確立している。

### (株式会社ウイングネット)

映像授業「ウイングネット」、「ベーシックウイング」などの販売事業を手掛けている。コンテンツは市進学院、市進予備校に加え、業務提携先の「Z会の教室映像」などを扱っている。販売先は全国の塾・教育機関で、ボランティアチェーン(VC)方式により販売している。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

その他子会社の概況は以下の表のようになっている。

### <事業子会社の概要一覧>

会社名	事業内容	株式保有割合	グループ入り・設立
ジャパンライム(株)	スポーツ、教育、医療分野の映像コンテンツの制作・販売	100%	2010年5月
(株)江戸カルチャーセンター	海外からの留学生を対象とした日本語学校の運営、海外展開の中核	100%	2011年9月
(株)アンドウ	千葉県房総地区を中心に地域密着型個別指導「アンドー塾」4校、自立型個別演習指導「MANA」2校を運営	100%	2015年10月
(株)まなびソリューションズ	全国の学習塾、私立学校、新規参入者に対する学習塾運営のコンサルティング、自律型個別指導形態「MANA STUDY GYM」のFC展開	100%	2016年3月
(株)市進ケアサービス	住宅型有料老人ホーム「友友ビレッジ羽村」、サービス付き高齢者向け住宅「友友ビレッジ昭島」の運営、デイサービス拠点「ココファン川越」の運営	100%	2011年11月
(株)市進アシスト	「障がい者の雇用の促進等に関する法律」に基づく特例子会社。グループ各社の事務、学習支援業務の代行など	100%	2011年6月
市進インディア	インドにおける日本語事業、学習塾等の運営	100%	2014年6月
(株)Giビレッジ	持分法適用会社。学童・幼児保育事業。幼少一貫教育託児施設「クランテテ三田」の運営	50%	2013年5月
(株)SIGN-1	持分法適用会社。埼玉県内の小・中・高生を対象にした学習塾「サイン・ワン」の運営	30%	2016年7月
(株)Tokyo Global Gateway	持分法適用会社。東京都が募集した「英語村」(仮称)の事業者選考で当選。2018年9月開業を目指す	35%	2017年2月
香港市進有限公司	非連結子会社。学習塾、日本語学校「東亜語言文化學校」を運営	100%	2013年2月

出所:会社 HP からジーキューブ作成

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

また、各サービスブランドの2017年3月現在の拠点数は以下の表の通りだ。

### <主要サービスブランド別拠点数一覧>

(2017年3月末時点)

サービスブランド	拠点数	事業内容	
市進学院・市進予備校	110	学習塾	
茨進	茨進ゼミナール	32	学習塾
	茨進中学受験ゼミ	18	学習塾
	茨進ハイスクール	16	学習塾
	いばしん個別指導学院	30	個別指導塾
桐杏学園	11	幼児教育、小学校受験	
個太郎塾	238	個別指導塾	
プロ家庭教師ウイング	1	家庭教師派遣	
江戸カルチャーセンター	1	日本語学校	
アンドー塾・MANA	5	個別指導塾	
ナナカラ	4	学童保育	
みらいえインターナショナルスクール	1	保育・学童施設	
クランテテ	1	幼少一貫託児施設	
友友ビレッジ	2	高齢者向け住宅・有料老人ホーム	
ココファン川越	1	デイサービス(通所介護)施設	

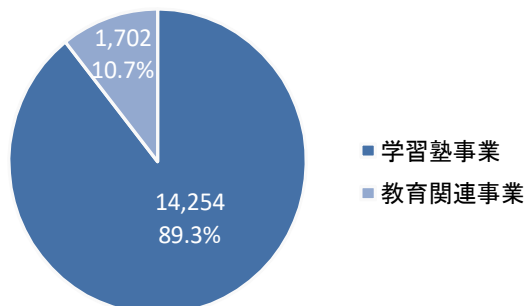
出所: 会社 HP からジーキューブ作成

同社は情報開示におけるセグメントとして、従来は授業形態に基づき、集団授業・個別授業・映像授業の3セグメントに分けて売上高や生徒数を開示していた。しかし2017年2月期実績の開示からは「学習塾事業」と「教育関連事業」の2つの事業に分けて開示することに変更した。理由は、一人の生徒が3つの授業形態をまたいで受講することが多くなり、授業形態別の把握が困難、かつ、3業態に分ける意義が薄れたためだ。

新セグメントのうち、学習塾事業セグメントは(株)市進、(株)個学舎、(株)茨進、及び(株)アンドウの4社で構成されており、教育関連事業はそれ以外の子会社で構成されている。2017年2月期実績ベースの事業セグメント別売上高は、学習塾事業が14,254百万円で全体の89.3%、教育関連事業が1,702百万円で10.7%となっている。

利益についてはセグメント別の内訳は開示されていない。主力業態である市進学院・市進予備校が回復途上で収益性が低い状況にあることや、一方で(株)ウイングネットが手掛ける映像授業の収益性が高いと推測されることなどを勘案すると、利益面では2つの事業セグメントで半々程度ではないかと思われる。



**株式会社市進ホールディングス** (4645 JASDAQ)**<事業セグメント別売上高構成比>**

出所: 会社資料からジーキューブ作成

# 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

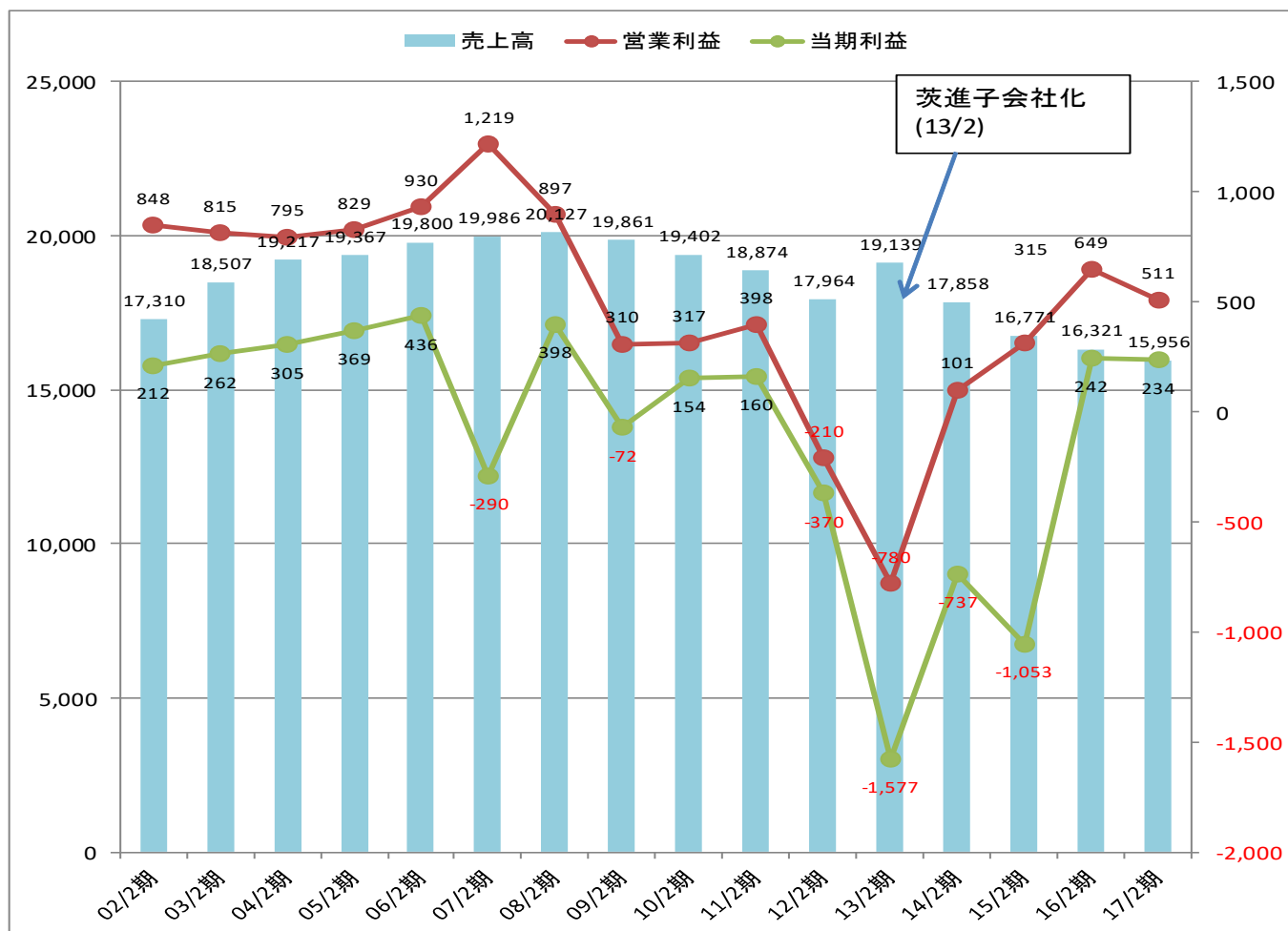
## 中長期の成長戦略

### 1. 過去業績の振り返りと同社の現状

＜学習塾事業の立て直しは2017年2月期でほぼ終了。同時並行で進めた教育関連事業も順調に進捗＞

同社の2000年代の業績を振り返ると、売上高は2008年2月期を、営業利益は2007年2月期をそれぞれピークに低迷期に入った。営業利益は減収トレンドに転じて4年目の2012年2月期に営業赤字に転落し、翌年にはさらに赤字幅が拡大した。

### ＜市進ホールディングスの長期業績推移＞



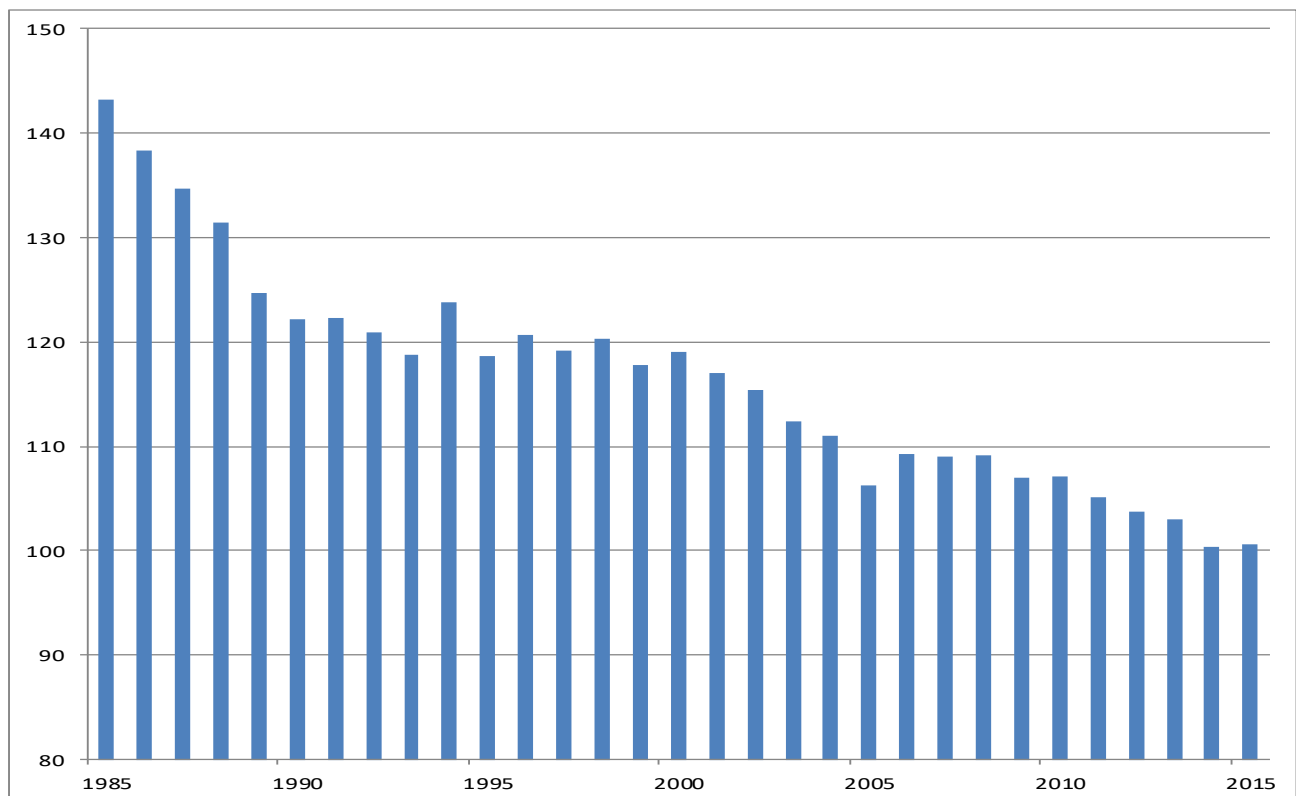
出所: 決算短信等からジーキューブ作成

本レポートは、当該企業に対する情報提供及び理解促進のサポートを目的としたものであり、投資勧誘・推奨・助言を意図するものではありません。また、本レポートに記載されている情報及び見解は、当該企業が公表されたデータに基づいて作成したものです。但し、本レポートの内容は、全て作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。また、当該情報や見解の正確性、完全性もしくは妥当性について、株式会社ジーキューブ(以下「ジーキューブ」といいます。)が保証するものではなく、何ら責任を負うものではありません。投資にあたっての最終決断は、投資者ご自身の判断でなされますようお願い申し上げます。なお、本レポートに関する一切の権利は、ジーキューブに帰属しますので、許可なく複製・転写・引用等を行うことを禁じます。 Copyright(C) G-Cube Co.,Ltd All Rights Reserved.

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

同社の業績が悪化した理由の一つは言うまでもなく少子化だ。1990年代は年間出生数が120万人前後で横ばいの状態が続いていたが、2000年代に入ると出生数の減少が加速し、年間出生数は110万人前後に大きく低下した。また、都道府県別出生率が最も低いのは東京都であり、首都圏各県も全国平均を下回っている。少子化の影響が同社の地盤である首都圏においては増幅されたことが容易に推測できる。

### <日本の出生数の推移>



出所:厚生労働省「人口動態統計」からジーキューブ作成

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

もう一つの理由は、市進学院・市進予備校の施設の大規模投資だ。沿革で見たように、同社は2000年代初頭までは現在の様には多角化が進展しておらず、実質的には市進学院・市進予備校の一本足経営であった。そうした中で、面積が100坪～120坪規模の大型施設の開設を2000年代に入っても続けた。2006年～2007年頃までは90年代に生まれた生徒が安定して入ってきたため施設数の増加による増収が実現できていたが、2008年以降は出生数低下の影響が顕在化して各教室の生徒の充足率(ここでは、定員に対する実際に集まった生徒数の割合の意味)が低下し、営業損失に陥った。

業績悪化を受けて、同社は事業の見直しに迅速に対応した。具体的には大きく2つで、地理的な展開の見直しと、施設の小型化だ。

同社は東京、千葉、埼玉、神奈川、茨城の首都圏5都県で全方位的に展開していたが、“市進”ブランドが浸透している地域とそうでない地域とでは、各店舗の経営状況において明確な差が出ていた。経営悪化を受けて同社は、同社の認知度が高くブランド力を活かせる千葉県、東京都・東部地域(及び、茨進を子会社化後の茨城県)を強化地域とし、それ以外の埼玉県、東京都・西部地域、及び神奈川県は、経営状態の良い店舗以外は閉鎖の方針を打ち出した。

こうした地理的展開の見直しは、在籍生徒のケアや賃借物件の原状回復などに必要なため費用と時間を要するが、2016年10月に持分法適用会社である(株)SIGN-1(サイン・ワン)に埼玉県の市進学院・市進予備校を移管したことで、2017年2月期までに一応の完了を見た。一連の整理統合の結果、市進学院・市進予備校の拠点数は、ピーク時の138拠点から、2017年2月末には109拠点にまで減少した。

市進学院店舗の小型化については、基本的な出店モデルを、従来、100～120坪で展開していたものを、40坪～50坪を基本とし、最大でも60坪という形に変更した。これによる効果は、直接の賃借料抑制に加えて、教室数の減少とそれに伴う配置すべき講師数の削減による経費節減につながる。また、定員数が減少するため充足率を確保しやすくなり、黒字化の時期の繰り上げや、収益性の維持・伸長といった面でも効果があったと推測される。

これらの施策の結果、同社の営業利益は、2014年2月期に黒字転換を果たし、その後は順調に黒字基調が定着した状況にある。当期利益は、拠点閉鎖に伴う費用を特別損失に計上することが続いたため、2015年2月期まで4期連続で損失を計上したが、これも拠点閉鎖が一段落した2016年2月期からは黒字に転換し、2017年2月期も着実に黒字を確保した状況だ。すなわち、過去の拡大主義による負の遺産を整理し、年間出生数100万人前後の時代に対応できる体制を整えたのが2017年2月期終了時点での同社ということだ。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### 2. 成長戦略の概要

#### (1) 全体像

##### <学習塾事業と教育関連事業の2つのエンジンで中長期的成長を目指す>

前述のように、過去の負の遺産を整理する施策は2017年2月期までにほぼ終了しているが、同社は2018年2月期も成長軌道回帰に向けた基礎固めの“最後の仕上げ”の時期と位置付けている。具体的には、残った施設のリニューアル・移転だ。同社は過去5、6年の間、業績悪化への対応に追われ、優良施設も含めて、内装や設備類がだいぶ古くなっている状況だ。児童生徒や親が学習塾を選ぶ際の重要な項目として施設の新鮮さやクリーンさがあるため、店舗リニューアルは極めて重要な経営課題と位置づけ、全力で取り組んでいる状況だ。

詳細は後述するが、2018年2月期は、実質的には増収増益と言えるが、前述のように、“最後の仕上げ”としての投資がいくつかあるため、期初の会社予想は減収減益予想となっている。業績面で増収増益に転じるのは2019年2月になる見通しで、そこが“反攻元年”となる見通しだ。

同社は中期経営計画をはっきり開示していない(ただし、内部的な中期経営方針は当然に有しており、一部は決算説明会資料に開示されている)。弊社では、同社の業績が2019年2月期のみならずその後も安定的に増収増益基調を続けることができると考えている。そう考える理由は以下の通りだ。同社はここ数年、主力業態である市進学院・市進予備校の立て直しに資金、人的リソース等あらゆる面で集中したため、それ以外の事業展開はその分制約を受けてきた。

一方、そうしたリストラモードの中にあっても、同社は将来への布石を着実に打ってきた。具体的には、映像授業の強化や茨進の子会社化、海外展開、学童保育事業などだ。これらそれぞれが一定の事業規模に成長したことに加え、将来の成長ポテンシャルも高いとみられる。市進学院・市進予備校の事業再編の終了で、資金と人材をこれら新規事業(その多くは教育関連事業セグメント)に振り向けることが可能になり、成長加速ステージに入ってくると期待される。すなわち、学習塾事業における収益回復と、教育関連事業における成長加速の2つをエンジンとして、同社の収益は2019年2月期以降、成長軌道を歩むというのが現時点の弊社の考え方だ。

以下では主要な事業分野ごとに成長戦略を述べる。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### (2) 学習塾事業

**<リニューアルによる生徒数増加と、競争優位にある千葉・東京東部地域・茨城での新規出店で成長を目指す>**

学習塾事業のうち成長源になると期待されるのが市進学院・市進予備校を展開する市進と茨城県で事業を展開する茨進だ。

市進については、前述のように不採算拠点の統廃合が終了し、今後も千葉県及び東京都・東部地域における新規開設を継続する。2017年2月期は市進学院を6か所新規開設したが、2018年2月期からは年10か所前後へと新規開設のペースを上げるとみられる。一方で、既存店のなかでも黒字化が進まないものや成長性が無いと判断した店舗については、今後も逐次閉鎖を行い、売上高よりも利益の成長を重視していく方針だ。

足元の状況として、小1から高2までの非受験学年の生徒数が前年対比で明確にプラスとなっており、来期には全学年のプラス転換が狙える状況となっている模様だ。元来有する集客力、ブランド力に、リニューアル効果が組み合わさったためとみられる。

茨進は、県立高校合格者数において、茨城県内で圧倒的トップ企業としての地位とブランドを確立しており、既存店における生徒数増大による成長が続いている。これに加え、地域的にはつくば市やつくばエクスプレス沿線などでまだまだ出店余地が残っているため、新規出店による成長も狙う方針だ。

### (3) 映像授業事業

**<映像授業は依然として成長分野。競争力のある「ウイングネット」等の販売加速を目指す>**

同社の映像授業事業は、映像授業教材の販売を手掛けるウイングネットと、映像コンテンツの制作を手掛けるジャパンライムが担っている。ウイングネットの商材はボランタリーチェーン方式で展開する「ウイングネット」と一般教材として販売する「ベーシックウイング」の2つだ。このうち「ウイングネット」は2017年7月現在、全国2,000超の拠点で使用されている。2015年3月に1,400拠点だったため、年率20%の成長が続いていることになる。「ベーシックウイング」は各学習項目の導入部分と練習問題を20分にまとめた学校の補習用映像教材である点が大きな特長となっている。双方ともFC契約ではなく、VC方式で通常販売していることもあり、FC契約や系列などの壁を乗り越えて、競合企業傘下の学習塾でも幅広く利用されている。

映像授業は業界全体でも成長が続いている分野だ。背景には生徒側のニーズの多様化やそれに応えるIT技術の進歩のほかに、講師の人手不足がある。この点は容易には解決できないため、今後も成長が続くと期待される。前述のように、同社の映像授業商品は高い競争力があり、同社の映像授業事業は市場全体をアウトパフォームする成長が期待できるのではないだろうか。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### (4) 学童保育事業

#### <学童保育のビジネスモデルを確立。地元の千葉県で多店舗展開し事業の本格拡大を狙う>

学童保育事業は新規開発の領域でもあり、これまで市進ホールディングス本体が手掛けてきている。サービスブランドは「ナナカラ」で、現在、千葉県で4施設を展開中だ。開設から3年目に入った1号店の「流山おおたかの森」スクールでは入所予約待ちが100人を超えるなど、順調に業容が拡大している。2019年2月期には現行の4店舗の売上が一定水準に達してくる見通しのため、同様に市進ホールディングスが管掌する「みらいえインターナショナルスクール」と合わせて事業会社に切り離すことも検討されている。

#### <ナナカラの施設一覧>

スクール名	開業	定員	提供サービス
流山おおたかの森	2015年4月	70名	学童保育、リトルクラブ、英語、幼児英語、ブロック、習字
八千代中央	2016年4月	35名	学童保育、リトルクラブ、英語、ブロック、習字
奏の杜	2016年11月	30名	学童保育、リトルクラブ、英語、ブロック、習字
ナナカラ・クロス 本八幡	2017年4月	--	学童保育、リトルクラブ、プログラミング

出所：会社資料からジーキューブ作成

学童保育の潜在成長性は大きいと考えられる。保育園の待機児童問題は良く知られたところであるが、同じことは子供が成長して小学生になった際にもう一度起こる。いわゆる「小1の壁」だ。その解決策としての学童保育は、成長性が高いことは容易に想像できる。同社自身も将来的に「ナナカラ」の多店舗展開に乗り出すとみられるが、最大のハードルは、人材（先生）の確保であろう。同社には学習塾事業を縮小させたため余剰人材が生じているとみられるが、学習塾と学童保育とでは、先生に求められるスキルセットが異なるため、社内の人材活用で対応できるかどうかは未知数と弊社では考えている。一方、施設については、学童保育という性格上、商圈が狭いため、施設も小規模なもので十分と考えられ、設備投資負担は小さいとみられる。

### (5) 海外事業、能力開発事業他

#### <海外事業、能力開発は高い成長ポテンシャル。英語教育の収益化にも期待>

海外事業はインドと香港で展開している。インドは幼稚園事業を開始の準備に入ったため、足元は投資が先行した形になっているが、日本語事業、学習塾事業は軌道に乗っており収益に貢献できているとみられる。香港では学習塾事業と日本語学校「東亜語言文化学校」を展開しているが、こちらも収益貢献ができているとみられる。いずれの国でも拡大志向で臨むが、人材確保が拡大ペースのカギを握ると弊社ではみている。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

能力開発事業は自治体や企業の社員に対する研修、トレーニングを行う事業だ。これまで自治体や公共事業体の職員向けなどにサービスを展開してきたが、民間企業からの受注も増えつつある状況だ。収益の観点からは民間企業からの受注拡大がポイントとなるが、2019年2月期には売り上げが一定水準を超え、収益貢献が期待できる状況となっている。また、この事業は子を持つ親に対して“市進”をアピールする機会でもあり、相乗効果も注目される。

介護事業は市進ケアサービスがデイサービス拠点と高齢者向け住宅、有料老人ホームを展開している。このうちデイサービス拠点は、学研ココファンのフランチャイジー(FC)としてデイサービス事業を行うと同時に、同社自身の事業として、介護資格取得と就労支援サービスを提供している。デイサービス拠点は住宅型サービスに比べて設備投資が軽微であるため、今後は社内の余剰人材活用の点からも、FCとして多店舗展開していくと弊社ではみている。介護業界の一般的な例に照らすと、同社の場合も拠点数を5~10店舗くらいに増やせば収益貢献が見えてくると弊社では推測している。

同社は英語教育にも今後注力する予定で、その先陣を切るのが学研ホールディングス等と共同出資で設立したTokyo Global Gatewayだ。当該合弁会社は東京都の「英語村(仮称)」事業に応募し、最優秀事業応募者に選定された。「英語村(仮称)」は正式に「Tokyo Global Gateway」と名称が決定して、2018年9月のオープンに向けて準備が進められている状況だ。同社はTokyo Global Gatewayへの参画により、将来のグローバル社会へのニーズに応えるため英語に取り組む姿勢を明確にし、「英語の市進」というブランドを確立することを企図している。現時点では英語教室チェーンの展開などは考えておらず、既存の市進学院・市進予備校における英語教育商品の拡販による収益貢献を計画している。



## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### 業績の動向

#### 1. 2017年2月期決算の概要

＜学習塾事業の事業構造改革の進捗で減収。一方で成長期待の事業は順調に増収を達成＞

同社の2017年2月期決算は、売上高15,956百万円(前期比2.2%減)、営業利益511百万円(同21.2%減)、経常利益489百万円(同21.6%減)、親会社株主に帰属する当期純利益234百万円(同3.6%減)と、減収減益で着地した。

#### ＜2017年2月期決算の概要＞

(百万円)	16/2期		17/2期				
	通期	通期(予)	通期	前期比		予想比	
				伸び率	増減額	伸び率	増減額
売上高	16,321	16,069	15,956	△ 2.2%	△ 365	△ 0.7%	△ 113
営業利益	649	462	511	△ 21.2%	△ 138	10.6%	49
経常利益	623	429	489	△ 21.6%	△ 134	14.0%	60
親会社株主に帰属する 当期利益	242	207	234	△ 3.6%	△ 8	13.1%	27

出所:決算短信からジーキューブ作成 注:予想は会社予想

2017年2月期は減収減益決算ではあったが、減収の要因は同社が事業構造改革の一環で縮小を図った事業での減収がその主因であり、同社が成長を期待した事業は狙い通り収益を拡大させた。その意味では、2017年2月期決算は想定通りの順調な決算であったと評価している。

売上高の減収は、事業子会社の市進において、埼玉県内の市進学院・市進予備校を学研スタディエとの共同出資で設立したSIGN-1に移管した要因が大きい。この影響額は約350百万円と弊社では推測している。また、個学舎においては個太郎塾の直営教室についてFC化を進めており、これも減収要因となった。

一方、同社が成長を期待する茨進、ウイングネット、ジャパンライム、江戸カルチャーセンター、市進ケアサービスなどの各事業子会社は順調に売上高を拡大させた。

利益面では、利益重視の経営方針の下、グループ全体での費用コントロールに取り組んだ結果、当初計画以上の効率化を達成した。これが計画対比で利益の超過達成につながった。

4 大経費の推移をみると、2017年2月期は対売上高比率こそ79.6%と前期比悪化したが、経費総額は12,705百万円と前期から減少している。人件費は埼玉県内の拠点のSIGN-1への移管が主因とみられる。また賃借料の削減は拠点の撤退、小型化の効果だ。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### <4 大費用項目の推移>

	13/2期	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期
人件費	11,151	10,078	9,246	8,760	8,580
施設費(賃借料)	3,167	3,118	2,921	2,696	2,621
広告宣伝費	1,147	705	608	599	612
教材・印刷費	1,120	885	819	872	891
4大経費計	16,586	14,788	13,597	12,929	12,705
(対売上高比率)	13/2期	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期
人件費	58.3%	56.4%	55.1%	53.7%	53.8%
施設費(賃借料)	16.5%	17.5%	17.4%	16.5%	16.4%
広告宣伝費	6.0%	3.9%	3.6%	3.7%	3.8%
教材・印刷費	5.9%	5.0%	4.9%	5.3%	5.6%
4大経費計	86.7%	82.8%	81.1%	79.2%	79.6%

出所:決算説明会資料からジーキューブ作成

## 2. 2018年2月通期見通し

### <実質は増益基調に転換も、成長軌道回帰に向けた“最後の仕上げ”の投資断行で減収減益の見通し>

2018年2月期について同社は、売上高15,812百万円(前期比0.9%減)、営業利益451百万円(同11.8%減)、経常利益418百万円(同14.4%減)、親会社株主に帰属する当期純利益201百万円(同14.2%減)と減収減益を予想している。

2017年7月14日に発表された第1四半期決算は、売上高3,060百万円(前年同期比3.7%減)、営業損失612百万円(前年同期は629百万円の営業損失)で着地した。同社の業績は四半期ベースで強い季節性があり、第1四半期と第3四半期は例年、営業損失となることが多い。これは夏期講習(第2四半期)と冬期講習・直前講習(第4四半期)で利益を稼ぐという業界特有の収益構造によるものだ。弊社では、今第1四半期決算は、同社の計画通りに順調に進捗したものとみている。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### <2018年2月期第1四半期決算と通期見通しの概要>

(百万円)	17/2期			18/2期						
	1Q	2Q累計	通期	1Q実績	前年同期比 伸び率	進捗率 (注1)	2Q累計(予)	前年同期比 伸び率	通期(予)	前期比 伸び率
売上高	3,178	7,896	15,956	3,060	△ 3.7%	40.0%	7,656	△ 3.0%	15,812	△ 0.9%
営業利益	△ 629	55	511	△ 612	--	--	2	△ 95.6%	451	△ 11.8%
経常利益	△ 642	33	489	△ 628	--	--	△ 20	--	418	△ 14.4%
親会社株主に帰属する 当期利益	△ 511	7	234	△ 496	--	--	△ 60	--	201	△ 14.2%

注1: 進捗率は第2四半期累計(上期)予想に対する進捗率

注2: 予想は会社予想

出所: 決算短信からジーキューブ作成

2018年2月期の減収予想は、学習塾事業において埼玉県内の学習塾事業をSIGN-1に移管した影響で売上高が前期比460百万円減少することが主因だ。全社ベースの売上高は前期比で144百万円の減収見通しとなっているため、実質的には前期比で316百万円の増収見通しということになる。他には個太郎塾の直営からFCへの切り替えという減収要因もあるため、実質的な増収額は400百万円程度ではないだろうか。

学習塾事業では前述のように、既存店ベースでは次年度継続になる小1～高2までの非受験学年の生徒が前年比プラスとなり、来年度には全学年がプラスになることが見込まれ、順調に進捗している模様だ。生徒数が増加している要因は、同社が進める設備のリフォームや、中1向け進学応援キャンペーンなど、価格面で通塾しやすい授業料・講習料に転換したことなどの諸施策の効果が発現したためとみられる。学習塾事業では、年度初めに生徒数を確保すれば一定割合は1年間持続するため、今期は第2四半期以降も順調な推移が期待される。

教育関連事業ではウイングネット、ジャパンライムは映像授業・映像コンテンツへの一段の需要の高まりを受けて順調に売り上げを伸ばすとみられる。また江戸カルチャーセンター、市進ケアサービス、学童保育事業、能力開発事業などの各事業子会社及び各事業においても、足元は想定通りに順調に拡大している模様で、第2四半期以降も現在の状況が継続するとみられる。

利益面では、これまで同様、費用コントロールをグループ全体で進める一方、来2019年2月期以降の成長軌道回帰のための最後の準備として、学習塾事業の設備リニューアルに資金を投下する計画だ。同社は映像授業教材の競争力を維持するために従来から毎年、映像授業教材のリニューアルを行ってきたが、新指導要領改訂をにらみ、今後もリニューアル投資を続けていく予定だ。この費用は同社の利益水準に照らせば決して軽くない金額であるが、その分の費用は売り上げの増加によってカバーする予定だ。実質増収額の約400百万円とSIGN-1への移管に伴う人件費負担減をこの2つの費用増で消化し、営業利益は前期比60百万円の減益というのが同社の期初予想の構造となっている。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

同社の収益力は順調に回復してきており、自然体でいけば今期の営業利益が会社の期初予想を上回って前期比増益となることは充分可能だとみている。しかし実際には、仮に利益が計画よりも増えるような場合には、同社はその分をさらにリニューアルなどの先行投資に回してくると考えている。同社の成長軌道回帰への意思は強く、そのためには2018年2月期において徹底的に施設やサービスの魅力度を改善していく方針であるためだ。

### 3. 2019年2月期以降の業績の考え方

**<2019年2月期からは持続的な成長軌道に回帰してくる見通し。中期的には売上高180億円、経常利益10億円を目指せると試算>**

2019年2月期については同社側からは何も示されてはいないが、弊社では増収増益になってくるとみている。2019年2月期にはSIGN-1への事業移管の影響がなくなり、想定できる減収要因は個太郎塾のFC化の影響だけとなる。

一方、市進の事業ではリニューアル効果やキャンペーン等により、生徒数が増加基調に転じたほか、千葉県や東京都東部地域での新規出店効果もあり、増収への転換が期待される。また、茨進も安定した成長が期待される。

教育関連事業では映像事業、日本語学校、学童保育事業、介護事業などが、前期までの流れが続いて順調に収益を伸ばすと期待される。

一方利益面では、映像授業教材の更新費用が小さくなる。また店舗リニューアル費用も、2018年2月期でピークアウトし、前期対比では減少してくると想定される。その分はこれまで投資が見送られてきた教育関連事業などの成長分野に回されるとみられるが、前述のように売上の成長がみられる分野であり、売上見合いの投資になると弊社では想定している。

想定が難しいのは「英語村」運営にかかわるTokyo Global Gatewayからの損益影響だが、事業主体はあくまでTokyo Global Gatewayであること、同社は35%のマイナー持分であること、等を勘案すれば、営業利益段階では着実に増益を達成でき、経常利益段階においても黒字は確保できると想定している。

同社が2018年2月期まで注力している事業構造改革は、あくまで中長期的に持続的成長を達成するための土台作りであり、その施策が順調に進捗している現状からみて、2020年2月期以降も増収増益基調は続くと考えられる。

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

前述のように、同社の学習塾事業の売上規模は、2018年2月期において13,700百万円程度にまで縮小する見通しであり、そこを底として、強化エリアでの新規出店を重ねて年間300百万円～500百万円の増収ペースを狙うというのは、現実的な想定ではないだろうか。

教育関連事業の売上高は、2017年2月期に前期比17%増の成長を示した。本来的にこのセグメントの成長性が高いことや、今後はこのセグメントでも成長投資が行われることを考えれば、年平均20%の成長が今後4～5年続く可能性は十分あると弊社ではみている。2017年2月期実績を起点に、17%成長が4年間続くと、4年後の売上高は3,189百万円という計算となる。これはあくまで机上の計算に過ぎないが、教育関連事業の売上規模として、3,000百万円は十分射程圏にあることがわかる。

利益面では、同社自身が連結経常利益率5%を目指すと掲げており(2017年2月期決算説明会資料)、これが1つの評価基準となろう。前述のように学習塾事業で150億円、教育関連事業で30億円の計180億円が全社売上高の1つの目標水準だと考えられる。これに対する5%は9億円となり、中期的に目標となる利益水準は10億円前後になってくると想定できる。

これらの数値は、あくまで弊社のざっくりとした試算に過ぎないが、今後の同社の成長を見守る際の数値面での目安として意識しておくことは、一定の有意性があるのではないだろうか。

### <損益計算書>

(百万円)	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期		
					1Q実績	2Q累計(予)	通期(予)
売上高	17,858	16,771	16,321	15,956	3,060	7,656	15,812
前期比	△ 6.7%	△ 6.1%	△ 2.7%	△ 2.2%	△ 3.7%	△ 3.0%	△ 0.9%
売上総利益	2,715	2,647	2,963	2,996	14	--	--
売上高比率	15.2%	15.8%	18.2%	18.8%	0.5%	--	--
販管費	2,613	2,332	2,313	2,484	626	--	--
売上高比率	14.6%	13.9%	14.2%	15.6%	20.5%	--	--
営業利益	101	315	649	511	△ 612	2	451
前期比	--	209.6%	106.3%	△ 21.2%	--	△ 95.6%	△ 11.8%
売上高比率	0.6%	1.9%	4.0%	3.2%	△ 20.0%	0.0%	2.9%
経常利益	84	282	623	489	△ 628	△ 20	418
前期比	--	235.9%	120.6%	△ 21.6%	--	--	△ 14.4%
親会社株主に帰属する当期利益	△ 737	△ 1,053	242	234	△ 496	△ 60	201
前期比	--	--	--	△ 3.6%	--	--	△ 14.2%
EPS(円)	△ 81.68	△ 105.61	23.52	22.43	△ 47.34	△ 5.69	19.17
BPS(円)	306.87	159.19	167.33	199.91	141.17	--	--
配当(円)	10.00	10.00	10.00	10.00	--	--	10.00

注: 予想は会社予想

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### <貸借対照表>

(百万円)	13/2期	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期
流動資産	3,327	2,826	3,225	2,812	3,185
現預金	1,880	1,571	1,638	1,434	1,761
売掛金	68	81	88	72	74
その他	1,379	1,174	1,499	1,306	1,350
固定資産	10,650	9,715	8,394	7,768	7,697
有形固定資産	4,631	4,515	4,121	3,979	3,832
無形固定資産	1,536	1,181	922	796	648
投資等	4,482	4,017	3,351	2,992	3,217
繰延資産	0	0	8	4	0
資産合計	13,977	12,541	11,628	10,586	10,884
流動負債	4,337	3,798	4,851	4,088	3,763
買掛金	41	30	7	6	5
短期借入金等	1,601	1,700	2,083	1,773	1,569
その他	2,695	2,068	2,761	2,309	2,189
固定負債	6,002	5,924	5,106	4,766	5,024
長期借入金	4,091	3,884	3,138	2,937	3,151
その他	1,911	2,040	1,968	1,829	1,873
株主資本	3,732	2,904	2,026	2,126	2,259
資本金	1,375	1,375	1,475	1,475	1,476
資本剰余金	1,085	1,085	1,145	1,145	1,145
利益剰余金	1,437	609	△ 544	△ 454	△ 323
自己株式	△ 166	△ 166	△ 38	△ 38	△ 38
その他包括利益累計額等	△ 140	△ 132	△ 382	△ 398	△ 163
新株予約権	45	47	26	1	0
純資産合計	3,637	2,818	1,670	1,730	2,095
負債・純資産合計	13,977	12,541	11,628	10,586	10,884

### <キャッシュフロー計算書>

(百万円)	13/2期	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期
営業活動キャッシュフロー	△ 694	290	1,109	898	1,032
投資活動キャッシュフロー	△ 313	△ 152	△ 424	△ 170	△ 675
財務活動キャッシュフロー	459	△ 66	△ 617	△ 884	△ 178
現預金換算差額	-	-	-	12	△ 0
現預金増減	△ 547	71	67	△ 144	179
期首現預金残高	1,297	750	821	888	744
期末現預金残高	750	821	888	744	923

16/2期の「現預金換算差額」には新規連結に伴う現金等の増加を含む

## 株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

### 株主還元策

#### <安定配当を重視。2018年2月期も10円配の配当予想>

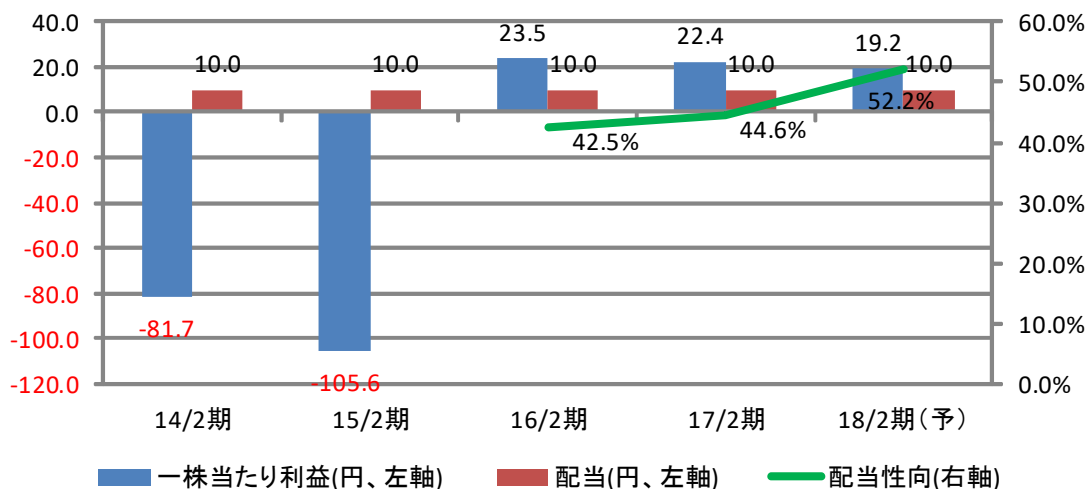
同社は株主への利益還元を重要な経営課題と位置付けており、配当によることを基本としている。配当額については株主への利益還元の充実と安定を基本方針としており、ここ数年の実績はその基本方針に従って期末に10円配がなされてきた。

2017年2月期は、事前の予想通り、期末に10円の配当が実施された。配当金の総額は104百万円で、配当性向は44.6%であった。前述のように2017年2月期は減収減益決算ではあったが、親会社株主に帰属する当期利益は前期比3.6%減と微減益にとどまったことで、前期比横ばいの10円配が維持されたとみられる。

2018年2月期については、前期比横ばいの10円配(期末)の配当予想を公表している。予想一株当たり当期利益19.17円に基づく配当性向は52.2%となる。2018年2月期の通期業績見通しは減収減益となっているが、前述のように安定配当を重視するという基本方針や、配当総額を十分に賄える利益見通しとなっていることがこうした配当予想に繋がっていると考えられる。

なお同社は2017年6月30日付で特別利益計上のリリースを出したが、弊社ではこれによる配当見通しの変動はないと考えている。過去、当期損失計上時にも10円配を維持したように、今回のような一時的な特別利益による利益増加に際しても、10円配が維持されるものとみているためだ。

#### <一株当たり利益、配当金及び配当性向の推移>



出所:決算短信からジーキューブ作成

**株式会社市進ホールディングス** (4645 JASDAQ)

また、同社は株主優待制度も設けている。内容は毎年2月末時点で500株以上保有の株主に対し、10,000円の割引優待券を贈呈するというものだ。この割引券は市進グループの学習塾、予備校等の各施設で、入会金や受講料などに利用することが出来る。