

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

【会社概要】

- ✓ 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・神奈川県・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」、個別指導塾「個太郎塾」を初め、幼児教育、学童保育、映像授業、家庭教師派遣、日本語学校、介護事業、旅行業など、幅広く展開している。

【サマリー】

- ✓ **学習塾事業の事業構造改革が順調に進捗。成長を目指す内容へとステージが一段上昇**
 少子化や大学入試の多様化により主力の学習塾事業の事業環境は非常に競争が厳しい状況が続いている。同社は2011年以来、主力業態の「市進学院・市進予備校」の事業構造改革を進めてきた。主眼はコスト構造改革で、校舎・教室のダウンサイジングや、競争優位性の観点で地域的な集中と選択を進めた。一連の流れの中で不採算拠点の整理も大きく進捗した。2018年2月期は、コスト構造改革に加えて、トップライングロースを目指す取り組みも積極化させた。具体的には、受講料の価格改定や施設のリニューアル、新規開校の積極化などだ。同社は依然として事業構造改革の中にいるが、その内容・方向性は前向きへと180度変わり、ステージが一段上がったといえる。
- ✓ **2018年2月期の減益はリニューアルと新規開校への積極的投資が主因**
 同社の2018年2月期決算は、売上高15,672百万円(前期比1.8%減)、営業利益347百万円(同32.0%減)と減収減益で着地した。減収減益ではあったが、充実した1年だったというのが弊社の評価だ。売上高の減収は学習塾事業において埼玉地区の事業を持分法適用会社に移管した影響が主因だ。減益の要因は前述のトップライングロースへの取り組み、すなわち、リニューアルと新規開校の費用増だ。これは将来の成長のための必要不可欠な投資であり、まだ完全に体力が回復していない中で、一定規模の収益(特に利益)を確保しつつこれらの施策を断行したことを評価すべきであろう。
- ✓ **今期から2年間は持続的成長への基盤固めに注力し、2021年2月期に増益転換へ**
 同社が次に増益に転じてくるのは2021年2月期になると弊社では考えている。同社のトップライングロースに向けた取り組みは、2011年からの約7年間、実質的に止まっていたこともあり、2018年2月期～2020年2月期の3か年はその反動によって先行投資の規模が通常よりも拡大する見通しだ。それが利益を圧迫することになる。収益拡大策が効果を早期に発揮すればそれに応じて同社の先行投資も前倒しとなり、2020年2月期において増益に転じる可能性も出てくる。しかしながら、今同社が注力すべきことは、早期の増益転換ではなく、持続的成長のための基盤づくりであると弊社では考えている。

(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)

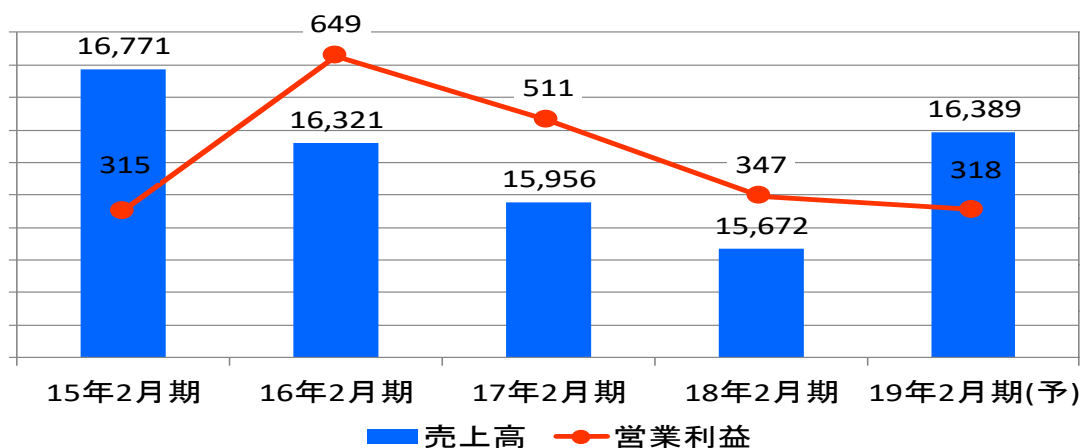
<連結業績推移>

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)
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	15,672	347	271	269	10.0
2019年2月期(予)	16,389	318	236	200	10.0

注: 当期利益は親会社株主に帰属する当期利益、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、高度経済成長期やバブル期、バブル崩壊後の経済低迷や少子化の進行といった社会の変化を背景に、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、の大きく3つの成長・転換期を経て、学習塾・予備校の専門事業者から総合教育サービス企業へと変貌を遂げて現在に至っている。

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初めとして、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。

2000年代半ばになると少子化の影響が一気に鮮明化し、同社を初めとして業界全体が対応を迫られた。同社は経営の効率化や意思決定のスピードアップなどを目指して持株会社体制に移行する選択をした。

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、現在のグループ体制を構築した。

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	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
1995年		市進チューターバンク(現・プロ家庭教師ウイング)を開設し、家庭教師派遣業を開始
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
1999年	11月	市進チューターバンク及び個太郎塾を(株)個学舎に営業譲渡
2004年	12月	株式の店頭登録を取り消し、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号教師が営業を開始
2007年	6月	「ウイングネット」の外部販売を開始
2008年	5月	株式会社ウィザスと業務提携契約を締結
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	ジャパソラ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・株式会社市進ラボ)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・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GIB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	株式会社アンドゥの株式を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
2017年	12月	株式会社時の生産物を子会社化
2018年	3月	パス・トラベル株式会社を子会社化(株式会社アイウイングトラベルに社名変更)、株式会社市進ラボを設立

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

<連結子会社 14 社で学習塾関連事業と教育関連事業を展開>

沿革の項で見たように、同社は学習塾事業からスタートし、垂直展開及び水平展開を推進してきた。また、その過程では、M&A も積極的に活用してきた。2018年6月現在、同社グループは、持株会社である同社本体と、連結子会社 14 社、持分法適用会社 3 社、非連結子会社 1 社で構成されている。

<企業グループの概要>

	会社名	事業内容	株式保有割合	設立・グループ入り
持株会社	(株)市進ホールディングス	純粋持株会社として、経営戦略策定、予算管理等でグループの事業会社を支援するほか、新規事業開発も担当	--	1975年6月
連結子会社	(株)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」を運営を行うほか、社内FCとして個別指導塾「個太郎塾」も運営	100%	2009年10月
	(株)個学舎	小学生から高校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	100%	1999年5月
	(株)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	100%	2012年3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、自律型個別演習指導「MANA」2校を運営	100%	2015年10月
	(株)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	100%	2009年10月
	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)まなびソリューションズ	自立型個別指導形態「MANA STUDYGYM」の販売を通じて、全国の学習塾、私立学校に対する運営のコンサルティングを展開	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。グループ各社の教育、学習支援業務の代行など	100%	2011年6月
	市進インディア	インドにおける学習塾等の運営	100%	2014年6月
	(株)市進ラボ	児童保育「ナナカラ」、「みらいえインターナショナルスクール」、及び「桐杏学園」の運営	100%	2018年3月
	(株)アイウイングトラベル	京都支店を中心に、主に関西の大学・企業・個人の学術、ビジネス旅行や海外旅行の企画・手配、および、東京営業所での全国の学習塾を対象とした勉強合宿等のプランの提供	100%	2018年3月
	(株)時の生産物	少人数制デイサービス、リハビリ特化型トレーニングセンター(デイサービス)、相談センターの運営	100%	2017年12月
持分法適用会社	(株)Giビレッジ	児童・幼児保育事業。幼少一貫教育託児施設「クランテテ」の運営	50%	2013年5月
	(株)SIGN-1	埼玉県内の小・中・高生を対象にした学習塾の運営	30%	2016年7月
	(株)Tokyo Global Gateway	江東区青海において、学研HD等とともに体験型英語学習施設「東京都英語村」を運営。ピーク時には小5から高3まで年間20万人が利用する見込み。	35%	2017年2月
非連結子会社	香港市進有限公司	学習塾、日本語学校「東亜言語文化学校」を運営	100%	2013年2月

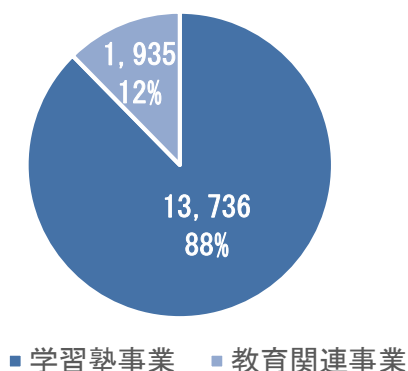
出所:ジーキューブ作成

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

同社は連結子会社 14 社を擁し、「総合教育サービス企業」として様々な事業を展開している。情報開示上は、業態別に、学習塾事業と教育関連事業の 2 つのセグメントに分けている。2018 年 2 月期実績ベースでは、学習塾事業が全社の売上高の 87.6%を占めて、売上高の大半を占めている。しかしながら、学習塾事業が教室の統合整理や事業再編に取り組む一方で、教育関連事業は着実に業績を伸ばした結果、ここ数年は教育関連事業の売上高構成比が徐々に高まってきている。

利益の業態別セグメントの内訳は公表されていない。本質的には利益構成比も売上構成比と同様になると考えられるが、上述の様な経緯から学習塾の収益性は低水準にあるとみられる。一方、教育関連事業は育成途上の赤字事業や損益トントンの事業も含まれているものの、マイナス影響額の絶対値は小さいとみられる。そのなかで高収益とみられるウイングネットがしっかりと収益を上げているため、現状では 2 つのセグメントの利益額は同程度ではないかと弊社では推測している。

<売上高の業態別セグメント内訳(2018年2月期実績)>



出所：決算説明会資料よりジーキューブ作成

(1) 学習塾事業

学習塾事業は、市進、茨進、個学舎及びアンドウ塾の 4 社で構成されている。市進は「市進学院」「市進予備校」を 116 校(2018 年 2 月末現在。以下同じ)展開する中核会社だ。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 4 県に特化して事業を展開してきた。このうち、茨城県の事業は茨進ブランドに集約し、また埼玉県内の事業は持分法適用会社の SIGN-1 に移管し、現在では“地元”である東京都・東部地域と千葉県にフォーカスして事業を展開している(神奈川、東京都・西部地域にも店舗は保有している)。

茨進は、茨城県内に 101 拠点を擁し、学習塾、予備校、個別指導教室、学童保育等、多様な業態を幅広く展開している。中核は茨進ゼミナール(30 拠点)といばしん個別指導学院(34 拠点)だ。公立高校受験では優れた実績を積み重ね、茨城県下の学習塾・予備校事業者として No.1 の地位を築いている。

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

個学舎とアンドウ塾は個別指導教室だ。中核は個学舎で、「個太郎塾」ブランドで直営・FC 合わせて 226 拠点を展開し、小学生から高校生を対象に個別指導を行っている。FC 展開では外部の FC オーナーに加えて、市進もフランチャイジーとして個太郎塾を展開している。個太郎塾とアンドウが展開する「アンドー塾」、茨進のいばしん個別指導学院を合わせたグループ全体の個別指導拠点は 267 拠点となっている。

<学習塾事業の拠点数一覧>

業態	事業会社	サービスブランド	期末拠点数		
			17/2期	18/2期	
学習塾事業	(株)市進	「市進学院」、「市進予備校」	109	116	
	(株)個学舎	「個太郎塾」直営	69	65	
		「個太郎塾」市進FC	60	59	
		「個太郎塾」外部FC	94	102	
		「プロ家庭教師ウイング」	1	1	
	(株)茨進	「茨進ゼミナール」	28	30	
		「茨進中学受験ゼミ」	14	14	
		「茨進ハイスクール」	12	9	
		「いばしん個別指導学院」	31	34	
		その他	15	14	
	(株)アンドウ	「アンドー塾」	6	6	
	「学習塾事業」拠点数			439	450
	学習塾拠点数(学習塾事業拠点数と桐杏学園の合計)			450	461
個別指導拠点(個学舎、いばしん個別指導学院、アンドウ塾の合計)			261	267	
集団指導拠点数(市進と茨進の拠点数)			178	183	

出所: 会社資料よりジーキューブ作成

(2)教育関連事業

教育関連事業はサービスの内容が幅広いが、映像授業関連事業、幼児・児童教育事業、介護事業、その他の4つのサブセグメントに分けるか、主要な子会社ごとに整理すると理解しやすいであろう。同社の子会社は業態ごとに分かれているので、どちらのアプローチでも実質的な差はない。

映像授業関連事業にはウイングネットとジャパンライムが関係する。特に重要なのはウイングネットで、映像授業「ウイングネット」、「ベーシックウイング」などを全国の塾・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。VC方式は、FCとは異なり契約や系列を超えて販売できることもあり、コンテンツの高い評価を武器に販売を伸ばしている。コンテンツは市進学院、市進予備校の映像などを扱っている。

幼児・児童教育事業は、学童保育、インターナショナルスクール(乳幼児英語教室)、及び「桐杏学園」ブランドで展開する小学校受験指導の3つがその内容となっている。学童保育とインターナショナルスクールについては2018年2月期までは同社本体が新規事業開発として行っていたが、運営が軌道に乗ってきたことから2018年3月に市進ラボを設立し事業を移管した。それに合わせて「桐杏学園」事業も市進から市進ラボへと移管した。収益的には、「桐杏学園」事業は認知度も高く黒字化が定着して安定的に運営されている。

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

一方学童保育とインターナショナルスクールは、黒字の校舎も出てきているが新規開校も続けているため事業としてはまだ赤字の状況だ。

介護事業は、市進ケアサービスと2017年12月に子会社化した時の生産物が展開している。市進ケアサービスは住宅型有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅及びデイサービスを運営している。時の生産物は、サービス形態としてはデイサービスだが、少人数型や機能向上トレーニングといった特色あるサービスを展開している。

その他の中には、学習塾・私立学校等の運営のコンサルティングを行うまなびソリューションズや、日本語学校運営の江戸カルチャーセンターなどがある。2018年3月には学術・ビジネス旅行に強みを持つアイウイングトラベル(パス・トラベルから社名変更)を子会社化した。

<教育関連事業の主な拠点>

業態	事業会社	サービスブランド	期末拠点数	
			17/2期	18/2期
教育関連事業	(株)市進ラボ	「ナナカラ」	4	4
		「みらいえインターナショナルスクール」	1	2
		「桐杏学園」	11	11
	(株)江戸カルチャーセンター	「江戸カルチャーセンター日本語学校」	1	1
	(株)市進ケアサービス	「友友ビレッジ」	2	2
		「ココファン川越」	1	1
		「庭」(少人数デイサービス)	--	4
	(株)時の生産物	「NIWA」(機能向上トレーニングセンター)	--	2
		介護相談センター	--	1

出所: 会社資料よりジーキューブ作成

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

中長期の成長戦略と進捗状況

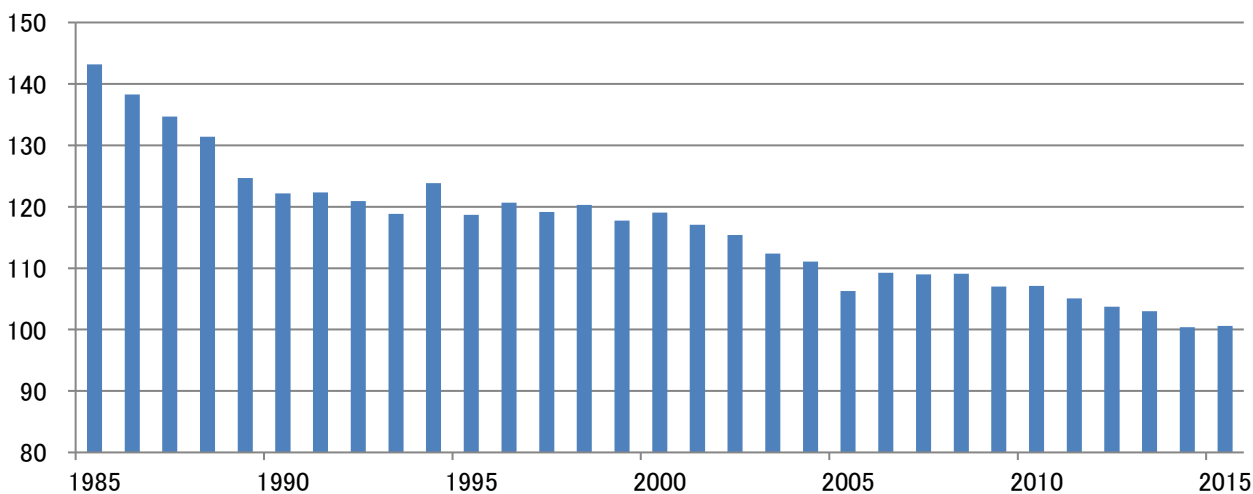
1. 学習塾事業の成長戦略と進捗状況

＜コスト構造改革からトップライングロースに向けた取り組みにステージアップ。リニューアル、新規開校、価格改定などの施策で成長軌道への回帰を狙う＞

(1) 事業環境

学習塾・予備校の事業環境については、出生数の推移のグラフが雄弁に物語っている。グラフのバーの位置を10年～15年程度ずらして考えればそれがそのまま市場規模を表すことになる。これに、大学入試方法の多様化、例えば推薦入試・AO入試による入学者数の割合の増加を重ねればより厳しさが実感できよう。年間出生数については100万人をさらに割り込む見通しだ。

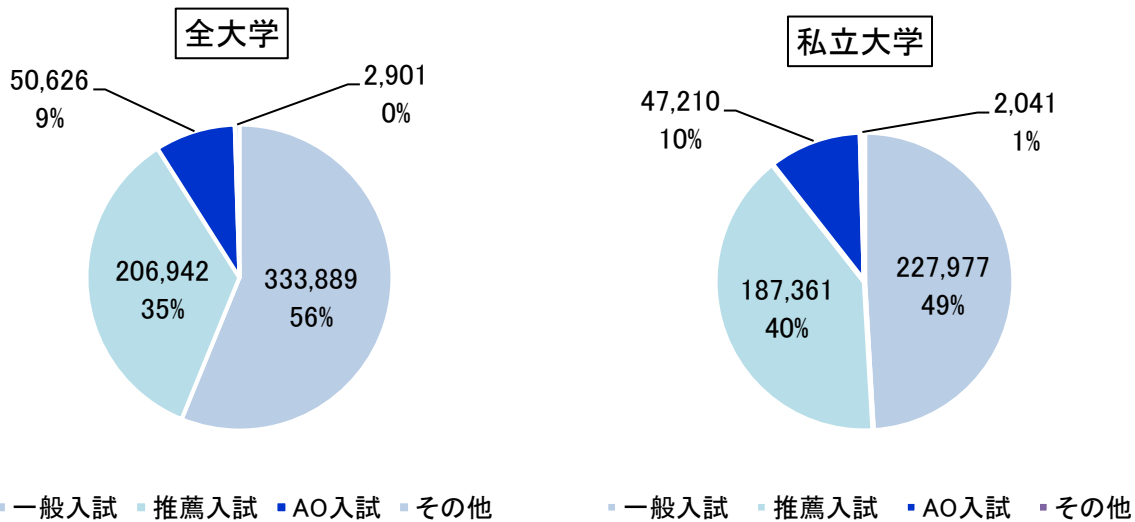
＜年間出生数の推移(万人)＞



出所:厚労省「人口動態統計」よりジーキューブ作成

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

<大学入学における選抜方式別内訳(2012年度)>

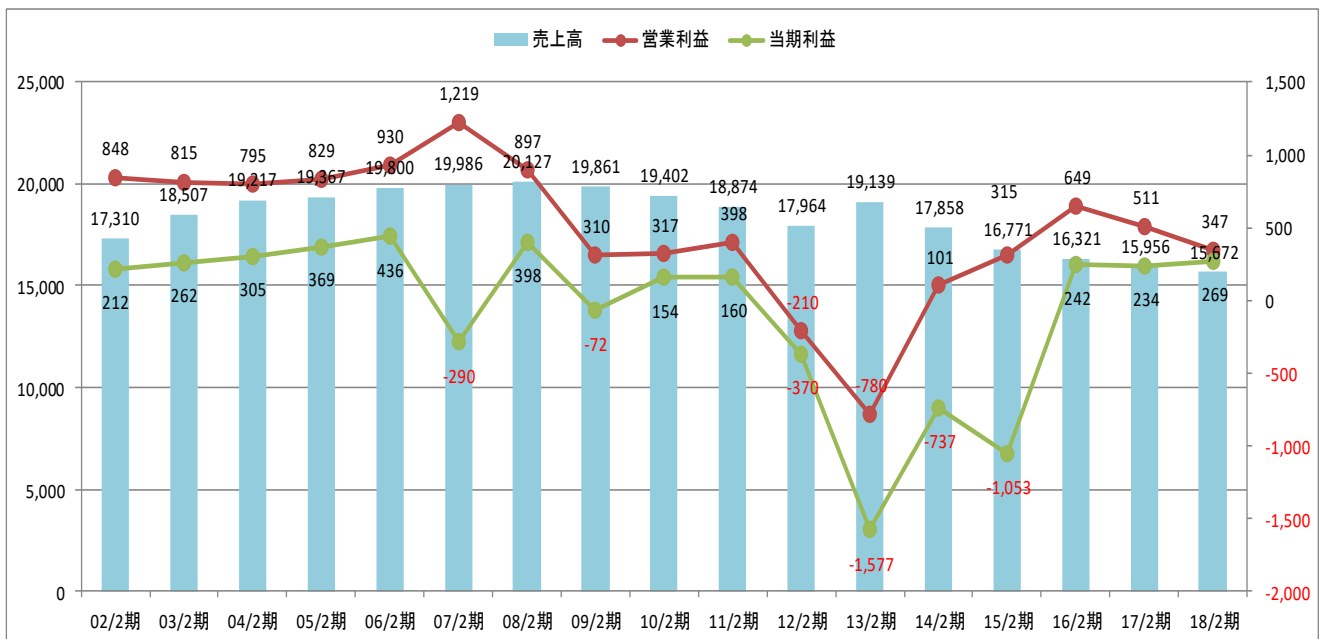


出所: 文部科学省資料よりジーキューブ作成

(2)これまでの取り組み

こうした厳しい事業環境にさらされているのは同社も同じだ。同社はかつて、出生数の低下と通塾年齢のタイムラグ期間(期間にして約10年、時期にして1990年代後半～2008年頃)において、従来と同じモデルで積極出店を続けた結果、出生数減少の影響が顕在化した2008年以降は充足率(各教室の定員に対する確保した生徒数の割合)が急速に低下し、業績の悪化につながった。

<長期業績推移>



出所: 決算短信よりジーキューブ作成

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)

同社は、現社長の下屋俊裕氏の就任(2011年5月)以来、出生数100万人時代及びその後を見据えた事業構造改革に取り組んできた。

前述のように、同社の学習塾事業は、現時点では市進を初めとして4事業会社で構成されているが、事業構造改革に着手した当時は、市進と個学舎の2社で構成されていた。このうち業績悪化に直面していたのはハコビジネスである市進学院・市進予備校である。個別指導教室の業態は、集団事業に比べて施設の規模も小さく、業態自体が成長期にあり、個学舎も順調に推移していた(個別指導の相対的な好調は現在も継続している)。それゆえ、事業構造改革の主たる対象は市進学院・市進予備校であった。

学習塾事業における売上高は、生徒数と一人当たりの単価の積で決まる。一人当たり単価については現実的なレンジ内に収めざるを得ないため、生徒数の変動が売上高を決定することになる。しかしながら、少子化によってパイが縮小する中では、「生徒数増大⇒売上拡大⇒利益の確保」といった、売上高の成長ありきの戦略は描けない。むしろコスト構造を変革してベースのコストを引き下げ、最悪シナリオの売上高であっても、上場企業として存続可能な最低限の利益を確保できる体制作りが先だ。それゆえ、ここまでの約7年間の取り組みは、主としてコストダウンにフォーカスした取り組みであった。

具体的には、100坪～120坪クラスの大型校については、50坪～60坪クラスの標準型へとダウンサイジングを実施した。これは賃借料の低下、定員数削減による充足率の上昇、人員配置の効率化等につながり、拠点単位の収益性の改善に寄与したとみられる。

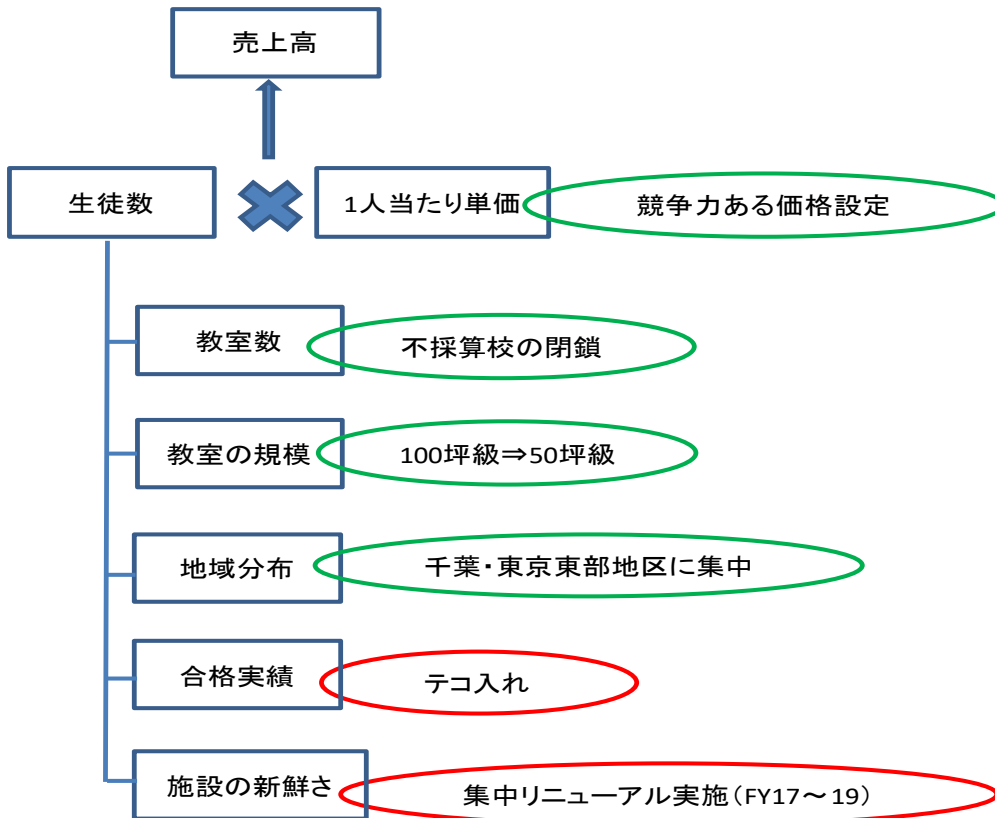
地域展開においては、同社の“地元”である千葉県及び東京東部と、それ以外の地域ではブランドや認知度において明確な差があった。そうした現実を踏まえて神奈川や東京西部地域では教室の整理統合を進め、埼玉地区では持分法適用会社に事業を移管した。反対に茨城県では、県下 No1 事業者であった茨進を2012年3月に子会社化し、茨城県内の事業を茨進に統一した。

これらの施策の結果、市進学院・市進予備校の経営状況は大きく改善され、大きな問題となるよう不採算校はほぼ一掃された。期末拠点数はピークの138拠点から2017年2月期の109拠点へと20%以上減少したが、現在残っているのは、店舗PL(損益計算書)が黒字(もしくはそのポテンシャルがある)の校舎だけという体制を構築できている。2018年2月期は閉鎖校舎がなかったため、期末校舎数は純増となった。

2018年2月期には、“一人当たり単価”、すなわち受講料の価格にも切り込んだ。行った施策は競争力ある価格への改定、すなわち一部学年の受講料や夏季講習料金の値下げだ。過去において同社は、生徒数減少を単価アップで補って売上高を確保すべく、値上げを繰り返した。その結果同社の料金体系は同業他社の中でもトップクラスとなり、相対的に割高な料金設定がさらに生徒数を減少させることに繋がるという負のスパイラルに陥った。コスト構造改革が進んだことで、課題として残っていた価格の見直しまで改善が進んだ。価格適正化は2019年2月期の期初の生徒数の前年比増という形で、すでに効果が顕在化している。

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

<「市進学院・市進予備校」の事業構造改革と進捗状況>



出所: ジーキューブ作成

市進の構造改革と並行して、個別指導の個学舎においても収益性強化の取り組みが行われてきている。具体的には、直営教室から FC 教室への切り替えだ。直営教室の場合は収入がそのまま個学舎の売上として立つが、FC 化するとロイヤルティ収入だけとなる(一般的には売上高の 10%程度と推定)。しかしながら、人件費や不動産費用等の費用がなくなるため、ロイヤルティ収入がほぼ利益として残り利益率は大きく改善することになる。この取り組みも 2018 年 2 月期までで一段落した状況だ。

茨進は、県下 No1 というポジションもあり安定経営が続いている。市進学院・市進予備校のような意味での事業構造改革は実施されず、拠点数はおおむね横ばいで推移してきている状況だ。そうしたなか同社は、2018 年 2 月期において、茨進の本部ビル等の不動産を売却した。これは老朽化や地価下落によって将来的に減損リスクが高まったと判断したことが背景だ。同社は売却した不動産をリースバックしてそのまま使用を続けるため、業務遂行には全く問題はない。賃料から固定資産税等の費用を差引いて年間約 70 百万円の費用負担が発生するが、売却益を年 30 百万円計上する(期間は共に 10 年)ため、親会社株主に帰属する当期純利益段階の負担増は 20 百万円～30 百万円程度に抑えられるとみられる。

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

(3) 今後の取り組み

同社の事業構造改革への取り組みは今後も継続するが、その視点は大きく変わることになる。上述の様に、市進学院・市進予備校のコスト構造改革は2018年2月期までにほぼ完了し、2019年2月期からは、いよいよトップライングロースに主眼をおいた取り組みへと軸足を映すことになる。この点が、直近における最大の進捗と言える。トップライングロースへの取り組みは、市進学院・市進予備校のみならず、茨進と個学舎においても同様に行われる予定であり、学習塾事業全体としての成長軌道回帰を目指すことになる。

トップライングロースへの具体的取り組みは大きく2つだ。すなわち、1)教室のリニューアルと、2)新規開校の再加速の2つだ。3つ目として合格実績を上げることもできるが、これは永久不変かつ普遍的なテーマとして常に取り組んでいることでもある。

リニューアルは集客戦略としては非常に重要だ。学習塾を決める際に児童生徒と保護者が実地見学をすることは一般的に行われており、その時の印象は意思決定に大きく左右する。一般にリニューアルの目安は10年～15年といわれるが、市進学院・市進予備校のケースでは、116拠点中10年以上の拠点が63拠点(いずれも2018年2月末現在)と過半を占めている。

同社がコスト構造改革に集中的に取り組んでいた時期は、リニューアルをする余力がなかったが、その目鼻がついた2018年2月期において、特に優先度が高い46拠点についてリニューアルを実施した。同社はさらに、2019年2月期と2020年2月期の2年間で、36拠点のリニューアルを行う計画だ。1年前の時点では“最後の仕上げ”として46拠点のリニューアルまでを織り込んでいたが、その後の施設の精査と、中長期的な安定成長の実現には施設の継続的なリフレッシュが不可欠との判断から、36拠点の追加リニューアルを決定した。同様に、茨進と個学舎においても一部校舎でのリニューアルを計画している。

弊社では、同社のリニューアル加速の施策を、トップライングロースに向けた必要不可欠な先行投資としてポジティブに評価している。後述の新規開校と並んでリニューアルは費用が先行するため、短期的な業績にはマイナス影響となる。しかしながら、教室・校舎は学習塾事業にとっても最も基本となる部分であり、その魅力度や競争力がなければ持続的な成長どころか事業基盤自体が危機にさらされる可能性がある。

検討の余地があるとしたら、費用の時間(時期)的分散であろう。赤字も厭わず1年あるいは2年という短時間に一気に行って翌期のV字回復につなげる、“谷深ければ山高し”的なアプローチと、3、4年に分散して投資を行うことで、単年度業績への影響を最小限にするアプローチが考えられる。現状のスケジュールから判断すると、同社は後者を選択したと言える。この点についても、弊社では同社の判断を支持したいと考えている。同社は有価証券や固定資産の売却で資金的には十分な裏付けを有している。しかしバランスシートの自己資本比率(14.1%)に象徴されるように、盤石とは言い難い部分もある。株主に対して安定配当を続けることについても、重大な使命感を持って臨んでいる。こうした点を考慮すれば、後者を選択した同社の判断には十分説得力があると考えている。

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

<リニューアルのスケジュール>

	事業会社	リニューアル 実施施設数	備考
18/2期	(株)市進	46	現場からのリクエストに対応して実施
19/2期及び20/2期	(株)市進	36	このうち半数が経年数が20年以上
	(株)茨進	10	数字は概数
	(株)個学舎	10~20	数字は弊社推定

出所:ジーキューブ作成

市進における新規開校は、コストダウンへの取り組み期間中もスクラップアンドビルドの一環として行ってきたが、2017年2月期まではスクラップのほうが多く期末拠点数は109拠点にまで低下した。しかし2018年2月期は7拠点の新規開校に対して閉鎖はゼロとなり、期末拠点数は116にまで回復した。

2011年の事業構造改革の開始以降、同社の出店戦略は従来とは大きく変わった。端的に言えば、過去の広域拡大主義から同社の地盤(“地元”)におけるドミナント出店戦略への転換だ。ブランド力や知名度の点で優位に立つ千葉県や東京都東部地域に集中的に出店することで、地元での競争優位性をさらに高める戦略だ。

2019年2月期は新規開校を10前後計画している。これまでに大島教室(3月)、ワンズモール長沼教室(6月)を開校したほか3拠点の開校がスケジュールされている。さらに期中に出店可能な立地等の選定を進めて新規開校を目指すと思われる。一方閉鎖については、1~2校と弊社では推定している。いわゆるリストラモードは終結したものの、個々の教室の経営状態を吟味しながら、改善の余地が乏しいとみれば閉鎖は躊躇しないというスタンスで臨むとみている。

<学習塾事業の新規開校計画>

	市進学院・市進予備校			茨進(全業態)			個別舎・直営		
	新規	閉鎖	純増	新規	閉鎖	純増	新規	閉鎖	純増
2018/2期	7	0	7	6	5	1	4	8	-4
2019/2期(予)	約10	1~2	7~10	7~8	3~4	3~4	6~7	2~5	2~5

注:2019年2期はジーキューブ推定

出所:ジーキューブ作成

新規出店は茨進と個学舎でもこれまでよりも積極化するとみられる。茨進は2018年2月期に6拠点を新規開校した(閉鎖は5拠点)。2019年2月期は若干増えて7~8拠点になると弊社では推測している。個学舎についてはこれまで直営からFCへの切り替えを進めてきたが、2019年2月期からは直営の出店を増加し、FC転換を抑制していくとみられる。ただしFC転換をすべてやめるわけではなく、既存の教室長への“のれん分け”という形でのFC化はこれまで同様、継続するとみられる。

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

リニューアルと新規開校を実施する資金的裏付けは万全だ。同社は 2018 年 2 月期において、期間利益に加えて、投資有価証券の売却収入約 11 億円(売却益は約 5 億円)、固定資産の売却収入などによって、期末の現金及び同等物が約 30 億円にまで積みあがった。これを活用することで同社が計画するリニューアル、新規開校等の先行投資は順調に遂行されると弊社では見ている。

2. 教育関連事業の成長戦略と進捗状況

(1) (株)ウイングネット

＜映像授業のコンテンツを全国の学習塾・予備校に VC 方式で販売。採用拠点数は約 2,000 と他社圧倒＞

(株)ウイングネットは映像授業の販売を手掛けている。コンテンツの制作にあたってはグループ内のジャパンライムとも協業している。商材はボランタリーチェーン(VC)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 つがある。このうち「ウイングネット」の加盟校は直近で 2,000 拠点を突破している。ここ数年、拠点数は年 15%~20%増のペースで成長を続けてきているとみられる。

映像授業の領域では(株)ナガセが FC で展開する東進衛星予備校や、大手予備校の河合塾が直営及び FC で展開する河合塾マナビスが大手として存在感を示している。校舎数は東進衛星予備校が約 1,000 校、河合塾マナビスが約 300 校となっており、ウイングネットの 2,000 拠点超という数は、それらを大きく上回っている。同社が拠点数を大きく拡大できた理由としては、コンテンツの質の高さに加えて、VC 方式による展開も貢献したとみている。

映像授業は現時点でも成長が続いている分野だ。背景には生徒側と事業者側双方にとってメリットが大きいことがある。生徒側がもっとも評価するのは自分のペースで学習できる点だ。学習ペースという点に加えて部活との両立といった点も評価されている。また、拠点数が多いため通いやすい立地にあることも需要増につながっているとみられる。事業者側の事情としては、従来型の集団授業の業態(予備校・学習塾)の縮小で生じた余剰人員の受け皿や、講師不足の解消などだ。こうした事業環境にあって、同社のウイングネットは今後も順調な販売が続くと期待される。

映像授業については、同社グループ内における活用、すなわちシナジーの追求という点では、外部販売以上の大きなポテンシャルがあると弊社では考えている。例えば、個別指導と集団指導は、教育の内容や経営効率など様々な観点で比較した場合、一長一短がある。その時々消費者の流行によって流行り廃りが生じて企業経営が影響を受けることになる。映像授業には、そうした 2 つの業態の足りない部分を補って、長所同士を連結するポテンシャルがあるのではないかと考えている。同社が保有する映像授業と既存の施設、人材を活用した新たな事業モデルの開発などに期待したい。

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

(2) (株)市進ラボ

<学童保育や幼児英語教育、小学校受験指導を展開。3事業とも順調な拡大が続く>

市進ラボは、それまで市進ホールディングス本体が運営していた学童保育事業とインターナショナルスクール事業、及び市進で運営していた小学校受験のための「桐杏学園」事業を担う新組織として2018年3月に設立された。同社の幼児・児童教育事業の中核事業会社と言える。

学童保育事業では「ナナカラ」ブランドで、千葉県内で4校舎を展開しており、いずれも順調に進捗している。1号店の「流山おおたかの森」スクールは順調に業容が拡大し、開校3年目の2018年2月期において黒字化を果たした。2019年2月期においては八千代中央が黒字化してくる見通しだ。残りの2校も、開校3年目の2020年2月期には黒字化が見込まれる。同社は開校後一気に充足率を高めるのではなく、定員の3分の1ずつを3年かけて100%にもっていく戦略を採用している。学童保育では小4で卒業するケースが多いが、それを前提に、毎年一定数が入学と卒業をすることで経営の安定化を図ることが狙いだ。

<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	50名	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。同社が現在展開している4校がいずれも順調に推移しており、経営ノウハウの蓄積も進んだことから、2019年2月期に新規開設(1か所)を予定している模様だ。

インターナショナルスクール事業は、幼児の英語教育のためのオールイングリッシュ保育園の運営だ。「みらいえインターナショナルスクール」のブランドで、東京都中央区内で、人形町校(2015年8月譲受)と八丁堀校(2018年4月開設)の2校を運営している。乳幼児の英語教育は小学校での英語教育強化など背景にニーズが高まっている領域だ。こうしたなかで人形町校は収益が水面上で安定的に推移していることもあり、2018年4月に八丁堀校の開設に踏み切った。

「桐杏学園」は幼稚園・小学校受験のための指導を手掛けており、東京・千葉・埼玉・茨城で合計11校を展開している。首都圏においては小学校受験のニーズは強く、桐杏学園の業績は安定的に黒字を確保している模様だ。

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

以上の3事業を合わせた、市進ラボとしての業績は、2019年2月期に新規開設予定の学童保育拠点と、2018年4月開設のみらいえインターナショナルスクール八丁堀校の先行投資負担により、赤字となる見通しだ。しかしながら2020年2月期には既存の学童保育4拠点がすべて黒字化することでトントン程度に改善が期待される。弊社ではその後も学童保育拠点やインターナショナルスクールの増設を続けるとみているが、業績的には既存拠点が順次黒字化していくことで、新設拠点の初期赤字を吸収し、損益トントンから若干の黒字という状況を維持できるとみている。

(3) (株)アイウイングトラベル

<学習塾事業、教育関連事業とのシナジー実現の余地が大きく、早期の収益貢献を目指す>

同社は2018年3月に旅行代理店事業を営むパス・トラベル(株)を子会社化した。その後アイウイングトラベルへと社名変更して現在に至っている。

旅行代理店事業は同社の事業ドメインからすると“飛び地”事業に見えるのは否定できないが、同社としてはシナジー効果の実現で収益貢献は十分期待できるとみている。パス・トラベルの時代は、京都支店を中心に、主に関西の大学・企業・個人を顧客として、学術・ビジネス旅行や、海外への観光旅行の企画・手配等を行ってきた。同社傘下に入ってアイウイングトラベルとなってからは、本社(東京営業所)をベースに同社の学習塾事業、教育関連事業とのシナジー効果によって業容拡大を目指す方針だ。具体例としては、同社が出資するTokyo Global Gatewayが運営する「東京都英語村」に全国の小中高生が参加できる旅行宿泊プランや、全国の学習塾が実施する勉強合宿等へ提供する合宿プランの販売などが挙げられる。

パス・トラベル時代の業績は売上高が324百万円、営業利益が2百万円の損失という水準であった(2018年3月期実績)。同社傘下に入って東京ベースの収益が上乘せされることで、早期の収益改善と連結業績への寄与が期待される。

(4) 介護事業

<2017年12月に1社を新規連結。特色のあるデイサービスを中心に、安定的な収益貢献体制の確立を目指す>

介護事業では2017年12月に時の生産物を子会社化し、従来からの市進ケアサービスと合わせて2事業会社体制となった。

市進ケアサービスは、高齢者向け住宅「友友ビレッジ昭島」、有料老人ホーム「友友ビレッジ羽村」、デイサービス拠点「ココファン川越」を展開している。ココファン川越の運営は学研ココファンのフランチャイジー(FC)としての事業であるが、同時にまた、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行っている拠点でもある。

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

時の生産物は、デイサービスを主体としているが、住宅を利用した少人数制や機能向上トレーニングという特色を打ち出しているところが差別化要因となっている。現在、少人数制の「庭」ブランドのデイサービス拠点を4か所(すべて都内)、「NIWA」ブランドの機能向上トレーニングセンターを2拠点(いずれも大田区)、介護相談センターを1拠点(大田区)の、合計7拠点を擁している。

介護事業の収益状況は、市進ケアサービスの営業利益が黒字化にあと一步、時の生産物が若干の黒字で、介護事業全体としてトントンの水準とみている。市進ケアサービスが運営する有料老人ホームや高齢者住宅は、稼働率(入居率)が大きく損益に影響する。入居者が高齢者であるため安定してフル稼働を保つことが難しく、専門事業者は多店舗展開などで損益分岐点となる入居率の水準を引き下げるなどの施策を行っている。同社の場合は1施設ずつであるため、その点で改善の余地が大きいと推定される。

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、将来的に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、市進ケアサービスの場合も拠点数を5~10店舗くらいに増やせば安定的な収益貢献が見えてくると弊社では推測している。前述のように時の生産物は少人数制や機能向上トレーニングといった特色を持たせることで成功しており、2つの事業会社間でのシナジー効果にも期待が高まる。

(5) Tokyo Global Gateway

<2018年9月開校予定のTGGは、想定以上の事前予約で順調に進捗。「英語の市進」のブランド確立を目指す>

同社は英語教育にも今後注力する予定で、その象徴的存在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」事業に応募し、最優秀事業応募者に選定された。施設名も正式に「Tokyo Global Gateway(TGG)」と決定して、2018年9月のオープンに向けて準備順調に進んでいる状況だ。

TGGの事業拠点は江東区青海で、そこに総面積7,000㎡の施設が建設されている。その施設において小学5年生から高校3年生までが半日もしくは1日単位で滞在し、英語とグローバルな世界を体験することになる。料金は1日4,800円、半日2,400円(いずれも都内在住者料金)となっている。

現在、東京都と共同でプロモーションに努めているが反応は良好で、想定を上回る反響と事前予約を獲得している状況だ。軌道に乗った段階で年間20万人以上の利用を見込んでいる。同社は、Tokyo Global Gatewayに35%出資しており、持分法適用会社としている。ただし、Tokyo Global Gatewayについては公共性の高い事業ということで、そこからの直接的な収益は期待していない模様だ。むしろ同社が目指すのは「英語の市進」というブランドの確立だ。今後は既存の市進学院・市進予備校における英語教育商品の拡販や、映像授業コンテンツの拡充などに取り組むもの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)

業績の動向

1. 2018年2月期決算の概要

＜コスト構造改革やリニューアル・新規開校などを計画通りに進めるなか、減収減益で着地＞

同社の2018年2月期決算は、売上高15,672百万円(前期比1.8%減)、営業利益347百万円(同32.0%減)、経常利益271百万円(同44.5%減)、親会社株主に帰属する当期純利益269百万円(同15.1%増)と、減収減益で着地した。

同社は上期(第2四半期累計期間)決算に際して通期見通しを下方修正したが、最終的にはその修正予想を大きく上回った。しかし、期初予想には達しなかった。

＜2018年2月期決算の概要＞

(百万円)	17/2期	18/2期						
	通期実績	通期(期初予想)	通期(修正予想)	通期実績	前期比伸び率		期初予想比	
					伸び率	増減	伸び率	増減
売上高	15,956	15,812	15,635	15,672	△1.8%	△284	△0.9%	△140
営業利益	511	451	129	347	△32.1%	△164	△23.1%	△104
経常利益	489	418	45	271	△44.5%	△218	△35.1%	△147
親会社株主に帰属する当期利益	234	201	324	269	15.1%	35	33.8%	68

出所: 決算短信等よりジーキューブ作成

2017年2月期との比較では、売上高は284百万円の減少となった。業態別にみると、学習塾事業の売上高が518百万円の減収、教育関連事業が233百万円の増収という内訳となった。同社は埼玉地区の市進学院・市進予備校の事業を2016年10月に持分法適用会社の(株)SIGN-1に譲渡した。これによる減収影響が460百万円あり、学習塾事業の減収額の大半を占めている。残りの58百万円の減収は、市進や個学舎で行ったキャンペーン割引による減収等だった。

＜業態別売上高の状況＞

(百万円)	17/2期		18/2期			
	実績	構成比	実績	前期比伸び率	前期比増減	構成比
学習塾事業	14,254	89.3%	13,736	△3.6%	△518	87.6%
教育関連事業	1,702	10.7%	1,935	13.7%	233	12.4%
売上高合計	15,956	100.0%	15,672	△1.8%	△284	100.0%

出所: 決算説明会資料よりジーキューブ作成

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

利益面では、4大経費の中の人件費は、埼玉地区事業の譲渡影響もあり、前期比175百万円減少した。教材費も印刷物の冊子化などで経費節減に努めた結果38百万円の減少となった。これらの結果、4大経費は前期比214百万円減少した。一方で、新校舎への移転や教室・校舎のリニューアルを実施したため、4大経費以外の費用が前期比190百万円増加し、最終的に売上原価の減少は24百万円にとどまった。これらの結果、売上総利益は前期比260百万円の減益となった。本部経費等の節減に努めて販管費は前期比97百万円減少したものの及ばず、営業利益は前期比164百万円減益の347百万円となった。

<4大経費、販管費等の推移>

	17/2期	18/2期	前期比増減
売上高	15,956	15,672	△ 284
人件費	8,580	8,405	△ 175
施設費(賃借料)	2,621	2,613	△ 8
広告宣伝費	612	618	6
教材・印刷費	891	853	△ 38
4大経費計	12,705	12,491	△ 214
4大原価以外の経費	255	445	190
売上原価	12,960	12,936	△ 24
売上総利益	2,996	2,735	△ 260
販管費	2,485	2,388	△ 97
営業利益	511	347	△ 164

出所:決算説明会資料よりジーキューブ作成

特別損益の段階において、投資有価証券売却益(536百万円)を初めとして合計で566百万円の特別利益を計上した。一方で、固定資産の売却、除却、原状回復、及び減損に係る費用として392百万円を特別損失として経常した。これらの結果、親会社株主に帰属する当期純利益は前期比35百万円の増益で着地した。

期初予想との比較では、売上高は140百万円、営業利益は104百万円、それぞれ未達となった。売上高の未達は、期初及び期中の入学者数が想定を下回ったことが主因とみられる。キャンペーン割引などを実施して回復を図ったが、当初の遅れを挽回しきれず計画を下回った。営業利益については、経費節減の強化や、冬季講習での受講者増加はあったものの、売上高の計画比未達分を取り返すには至らなかった。

弊社では2018年2月期決算は、表面上の数字以上に、その内容においては充実した1年だったと評価している。2011年からの一連の施策はコスト構造改革といういわば後ろ向きの施策が主体だったが、2018年2月期からはトップライングロースを目指す前向きの施策も打ち出された。それが積極的な新規開校や大規模なリニューアルだ。これらの施策は費用が売上高に先行して発生するため、業績に対してはマイナス影響となる。しかしながらこれらは次期以降の成長につながるものであり、一定規模の収益(特に利益)を確保しつつこれらの施策を断行したことが2018年2月期決算の最大のポイントだというのが弊社の評価だ。

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

2. 2019年2月期の業績見通し

＜リニューアルや新規開校積極化などのトップライングロスへの取り組みが続く中、増収減益の見通し＞

2019年2月期について同社は、売上高 16,389 百万円(前期比 4.6%増)、営業利益 318 百万円(同 8.6%減)、経常利益 236 百万円(同 13.1%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 200 百万円(同 25.8%減)と増収減益を予想している。

＜2019年2月期の業績見通しの概要＞

(百万円)	18/2期			19/2期					前期比	
	2Q累計	下期	通期実績	2Q累計(予)	YOY 伸び率	下期(予)	YOY 伸び率	通期(予)	伸び率	増減
売上高	7,553	8,118	15,672	7,875	4.3%	8,514	4.9%	16,389	4.6%	717
営業利益	△ 36	384	347	△ 92	--	410	6.7%	318	△ 8.6%	△ 29
経常利益	△ 72	343	271	△ 128	--	364	6.1%	236	△ 13.1%	△ 35
親会社株主に帰属する当期利益	304	△ 35	269	△ 193	--	393	--	200	△ 25.8%	△ 69

注: YOY=前年同期比

出所: 決算短信からジーキューブ作成

売上高は前期比 717 百万円の増収予想となっている。この内訳の詳細は開示されていないが、学習塾事業において前期比 2 億円～3 億円の増収、新規連結子会社のアイウイングトラベルと時の生産物の売上高貢献がそれぞれ約 3 億円、約 2 億円を見込み、教育関連事業の既存事業については前期比横ばいを想定している模様だ。

学習塾事業の今期の売上高は約 140 億円～141 億円を見込んでみるとみられるが、この主要因は生徒数の増加(新規開校の効果も含む)だ。2018年2月期の新規開設分のフル寄与やリニューアル効果、価格改定効果などの貢献で、今期は期初時点で、前年に比べて市進が 550 名増、茨進が 150 名増、個学舎が 150 名増でそれぞれスタートした。今期の期中においても、市進を初めとする各事業会社で新規開設を前期よりも増加させる方針であり、生徒数は拡大基調を歩むと予想される。

教育関連事業については 23 億円～24 億円の売上高を想定しているとみられるが、前述の様に前期比増収分は新規連結 2 社の貢献だけで説明されてしまい、既存事業における増収は想定されていない。この点については今後上振れの余地があると弊社では考えている。各事業子会社に増収期待はあるが、なかでも映像事業のウイングネットや市進ラボについては増収となる可能性が高い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)

一方利益面では、増収にもかかわらず減益予想となっている。これについて同社は、1)茨城県内の不動産売却とリースバックによる費用増 70 百万円(営業費用段階)、2)新規出店とリニューアルに係る費用増、3)ウイングネットにおけるシステム投資とコンテンツ制作費用の増加、の 3 点を主な減益要因として挙げている。リニューアルと新規開校に伴う費用が期間損益を圧迫するというのは 2018 年 2 月期と同じ構図だ。しかしこれは成長のためには不可欠の投資として甘受すべきものと考えている。

弊社ではこれらに加えて、生徒の内容構成変化にも注目している。前述のように、今期は学習塾事業の主要 3 社が前年比で生徒数が増加してスタートした。しかしながら、2018 年春の合格実績の影響などで、新規入塾者を含め、中 3 と高 3 の両学年は前年比減少でスタートした。受験学年は学習塾事業にあつては収益源であり、ここでの生徒数の減少(すなわち生徒の構成悪化)により利益率が低下することも考慮して慎重な業績予想となっているとみている。

親会社株主に帰属する当期純利益が、上期(第 2 四半期累計期間)において損失幅を拡大しているのは、リニューアルや校舎の移転等に伴う特別損失の計上による弊社ではみている。一方で、下期には資産売却益の計上を予定していると推定される。以上のような先行投資負担や事業・資産の構造改革を進めながら、親会社株主に帰属する当期純利益については 2 億円の確保を目指すものとみられる。

3. 2020 年 2 月期以降の考え方

<先行投資が一段落する 2021 年 2 月期には増益に転換してくる可能性>

減益が続く同社の業績は、先行投資が一段落する 2021 年 2 月期には増益に転じる可能性があるかと弊社では考えている。

リニューアルや新規開校などのトップライングロースは、継続的に実施されるべき施策ではあるが、同社の場合は 2011 年以来コスト構造改革を優先し、トップライングロースへの取り組みはごく限定的であった。その舵が切り替わったのが 2018 年 2 月期から 2019 年 2 月期にかけてであり、結果的に、トップライングロースのための費用が通常のペースから大きく膨らんだ。これが 2018 年 2 月期と 2019 年 2 月期だ(詳細は前述のとおり)。

予想が難しいのは 2020 年 2 月期だ。同社は追加リニューアルの 36 拠点について 2019 年 2 月期と 2020 年 2 月期の 2 年間で行うとしており、その年ごとの内訳は非公表としている。情報開示を渋るのではなく、業績の進捗状況を見ながら柔軟に調整する方針のためだ。したがって、2019 年 2 月期に生徒数が順調に拡大すれば、リニューアルの余力拡大によって進捗度が高まることが期待される。その場合には 2020 年 2 月期への積み残し分が減少して、増益へと転じる可能性も見えてくる。逆の場合には前期比横ばい圏での減益という形になろう。

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

以上のように考えてくると、2019年2月期の注目点もまた、表面的な数字よりも、同社のトップライングロースを目指した施策の進捗状況ということになる。とりわけ、2018年2月期にリニューアルを実施した教室・校舎の集客状況や、価格改定効果の分析などが重要になってくると考えている。現在の同社はまさに業績の転換点に立っており、変化が大きく出やすいタイミングと言える。今後の推移に注目したい。

<損益計算書>

	(百万円)	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期	19/2期	
						2Q累計(予)	通期(予)
売上高		16,771	16,321	15,956	15,672	7,875	16,389
	前期比	△6.1%	△2.7%	△2.2%	△1.8%	4.3%	4.6%
売上総利益		2,647	2,963	2,996	2,735	--	--
	売上高比率	15.8%	18.2%	18.8%	17.5%	--	--
販管費		2,332	2,313	2,484	2,387	--	--
	売上高比率	13.9%	14.2%	15.6%	15.2%	--	--
営業利益		315	649	511	347	△92	318
	前期比	209.6%	106.3%	△21.2%	△32.0%	--	△8.6%
	売上高比率	1.9%	4.0%	3.2%	2.2%	△1.2%	1.9%
経常利益		282	623	489	271	△128	236
	前期比	235.9%	120.6%	△21.6%	△44.5%	--	△13.1%
親会社株主に帰属する 当期利益		△1,053	242	234	269	△193	200
	前期比	--	--	△3.6%	15.1%	--	△25.8%
EPS(円)		△105.61	23.52	22.43	26.59	△19.47	20.18
BPS(円)		159.19	167.33	199.91	174.83	--	--
配当(円)		10.00	10.00	10.00	10.00	--	10.00

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

<貸借対照表>

(百万円)	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期
流動資産	2,826	3,225	2,812	3,185	4,953
現預金	1,571	1,638	1,434	1,761	3,521
売掛金	81	88	72	74	109
その他	1,174	1,499	1,306	1,350	1,323
固定資産	9,715	8,394	7,768	7,697	6,661
有形固定資産	4,515	4,121	3,979	3,832	3,304
無形固定資産	1,181	922	796	648	764
投資等	4,017	3,351	2,992	3,217	2,592
繰延資産	0	8	4	0	0
資産合計	12,541	11,628	10,586	10,884	11,615
流動負債	3,798	4,851	4,088	3,763	4,097
買掛金	30	7	6	5	8
短期借入金等	1,700	2,083	1,773	1,569	1,540
その他	2,068	2,761	2,309	2,189	2,549
固定負債	5,924	5,106	4,766	5,024	5,785
長期借入金	3,884	3,138	2,937	3,151	2,610
その他	2,040	1,968	1,829	1,873	3,175
株主資本	2,904	2,026	2,126	2,259	1,868
資本金	1,375	1,475	1,475	1,476	1,476
資本剰余金	1,085	1,145	1,145	1,145	1,145
利益剰余金	609	△ 544	△ 454	△ 323	△ 481
自己株式	△ 166	△ 38	△ 38	△ 38	△ 272
その他包括利益累計額等	△ 132	△ 382	△ 398	△ 163	△ 135
新株予約権	47	26	1	0	0
純資産合計	2,818	1,670	1,730	2,095	1,732
負債・純資産合計	12,541	11,628	10,586	10,884	11,615

<キャッシュフロー計算書>

(百万円)	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期
営業活動キャッシュフロー	290	1,109	898	1,032	839
投資活動キャッシュフロー	△ 152	△ 424	△ 170	△ 675	413
財務活動キャッシュフロー	△ 66	△ 617	△ 884	△ 178	823
現預金換算差額	△ 1	△ 1	12	0	2
現預金増減	71	67	△ 144	179	2,077
期首現預金残高	750	821	888	744	923
期末現預金残高	821	888	744	923	3,000

株式会社市進ホールディングス (4645 JASDAQ)

株主還元策

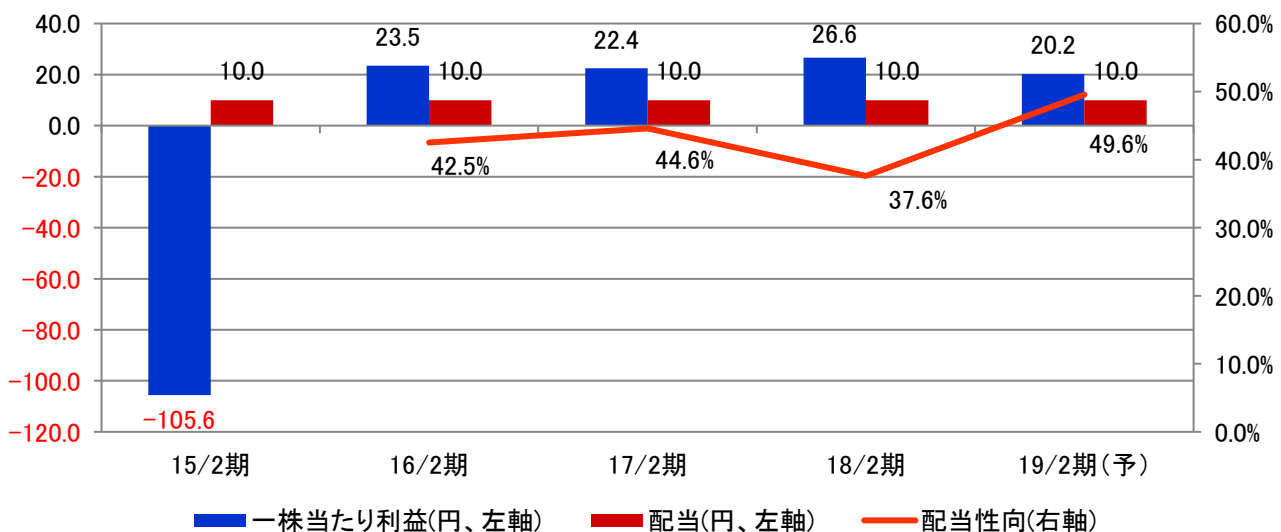
＜安定配当を継続。2019年2月期も10円配の配当予想＞

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。

2018年2月期は、事前の予想通り、期末に10円の配当を実施した。配当総額は99百万円で、配当性向は37.6%となった。前述の通り、2018年2月期は減収減益決算ではあったが、安定配当重視の基本方針が反映された。

同社は、2019年2月期についても前期比横ばいの10円配(期末配のみ)の配当予想を公表している。2019年2月期は一段の減益を予想しているが、減益の主因が将来のための先行投資であることや、それが一段落する2021年2月期には増益シナリオが現実味を帯びてくること、予想される親会社株主に帰属する当期純利益が200百万円と10円配の継続に十分な額であること、などが配当維持見通しの背景だと弊社では推測している。

＜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

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、入会金や講習料などに利用することができる。