

2013年12月5日 (金)

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート  
執筆 客員アナリスト  
佐藤 譲

## ■期中平均生徒数の増加で過去最高業績を達成

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

11月1日付で発表された2013年9月期の業績は、売上高が前期比6.8%増、営業利益が同8.9%増となり、連続で過去最高業績を達成した。神奈川県内における公立高校の受験制度が大幅に変更されたこともあり、期中平均生徒数が前期比5.7%増と順調に拡大したことが要因だ。

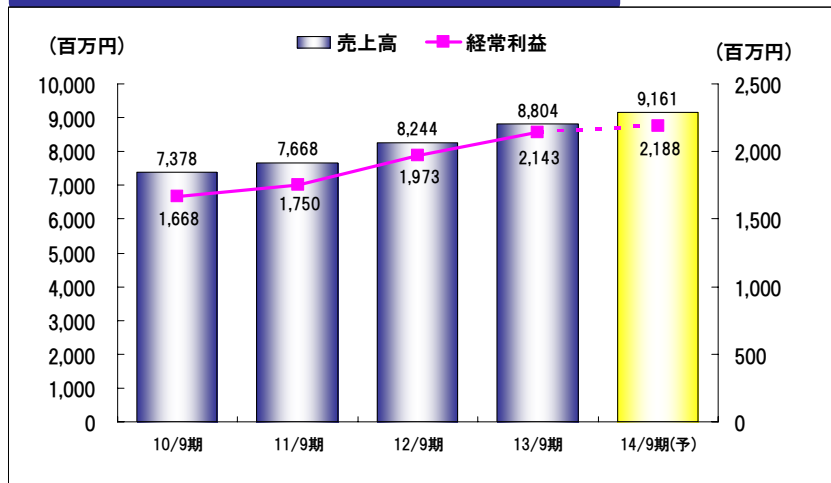
2014年9月期も売上高は前期比4.0%増、営業利益は同3.0%増と増収増益を見込む。教師数の増加や高校別の特色検査に対応した入試対策テスト等教材作成への注力のため、営業利益率は0.2ポイントの低下を見込んでいる。とはいえ、今春の高校入試の出題傾向や採点方法など細部にわたり調査、分析したことで、来春の合格実績が一段と伸び、新規生徒数が想定以上に増える可能性もあり、業績計画の増額余地は大きいとみられる。

中期的にも現在、手薄となっている川崎市や横浜市北部、東部への展開を強化していくことで、生徒数の拡大が見込まれ、安定成長を持續する見通しだ。配当金に関しては配当性向30%を目安としており、今後も収益の拡大とともに継続的な増配が期待される。

## ■Check Point

- ・教師のプロ化による質の高い学習指導と高い満足度が強み
- ・指導内容の高さや入試制度の変更が営業利益の改善に寄与
- ・サービスと実績による安定成長で配当金も着実に増加

### 業績推移及び中期計画



## ■ 事業概要

### 教師のプロ化による質の高い学習指導と高い満足度が強み

神奈川県内の小中学生、現役高校生向けを対象とした学習塾「STEP」を運営。2013年9月末で、小中学生向け107校（うち20校はハイレベルな指導を行う「Hi-STEP」）、現役高校生向け12校、個別指導向け1校の合計120校を展開している。売上高の83%が小中学生向けで占められており、県内公立進学校への高い合格実績とその指導内容に定評がある。

同社の特徴は、「教師のプロ化による質の高い学習指導」「ドミナント展開と口コミ情報による効果的なマーケティング戦略」「高い収益性・安定性」一に集約することができる。

#### (1) 教師のプロ化による質の高い学習指導

同社では「教師は学習指導のプロでなければならない」との理念のもと、2013年9月末で総勢567名の教師のうち、93%超が正社員で構成されている。また、残りの教師においても英語クラスにおける外国人講師であったり、結婚を機に身分変更した契約社員がほとんどで、ほぼ100%近くがプロの教師と呼べる指導体制となっている。同業他社では、大学生や大学院生などアルバイト講師を採用しているケースも多いが、同社では個別指導コースを除き、学生アルバイトは一切採用していない。また、教師が生徒獲得のため電話勧誘やポスティングなどの勧誘活動を行うこともなく、学習指導に専念できる体制が整えられていることが特徴となっている。

各教師においては「日々指導技術の研鑽を怠らず、一人ひとりの生徒と向き合い、学力向上に真摯に取り組んでいく」ことを基本方針として、研修活動なども定期的に行いながらスキルアップに努めている。こうした教師のプロ化による質の高い学習指導によって、神奈川県内の公立進学校上位19校中、11校でトップの合格者数を出すなど、質の高い学習指導とともに志望校への受験合格といった結果も残している。県内では同業に臨海セミナー、中萬学院、湘南ゼミナールなどがあるが、こうした公立進学校の合格者数は同社の約半分あるいはそれ以下の水準であり、同社が突出した実績をあげていることがわかる。

また、こうした質の高い指導内容や志望校への合格という結果を出していることから、顧客満足度も非常に高い学習塾となっている。実際、オリコン<4800>が2013年7月に首都圏で学習塾に通う生徒の保護者を対象に行った顧客満足度調査でも、同社は高校受験向けの学習塾（個別指導を除く）で、Z会進学教室に次ぐ2位にランクされている。

#### 公立進学校19校の合格者数

	2011年度	2012年度	2013年度	業界順位
湘南	211	203	180	1
横浜翠嵐	61	54	38	3
柏陽	95	97	88	1
厚木	151	177	205	1
小田原	147	152	162	1
平塚江南	162	176	156	1
希望ヶ丘	82	92	117	1
横浜緑ヶ丘	63	60	56	2
川和	33	40	63	2
横須賀	33	33	58	2
光陵	27	33	36	3
鎌倉	139	143	153	1
YSFH	47	45	49	2
多摩	4	6	7	N/A
相模原	116	129	103	1
茅ヶ崎北陵	135	126	145	1
大和	75	97	93	1
横浜国際	20	31	32	2
秦野	112	121	131	1
合計	1,713	1,815	1,872	1

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

## ■事業概要

## 高校受験向け塾 顧客満足度ランキング

順位	名称	点数
1	Z会進学教室	78.71
2	ステップ	74.48
3	早稲田アカデミー	73.45
4	サビックス	72.93
5	CG中萬学院	70.43
6	湘南ゼミナール	69.91
7	東進スクール	69.61
8	市進学院	69.05
9	臨海セミナー	68.15
10	栄光ゼミナール	64.12

出所：オリコン

## ドミナント戦略を基本に口コミでスクール数を拡大

## (2) ドミナント戦略と口コミ情報を活用したマーケティング戦略

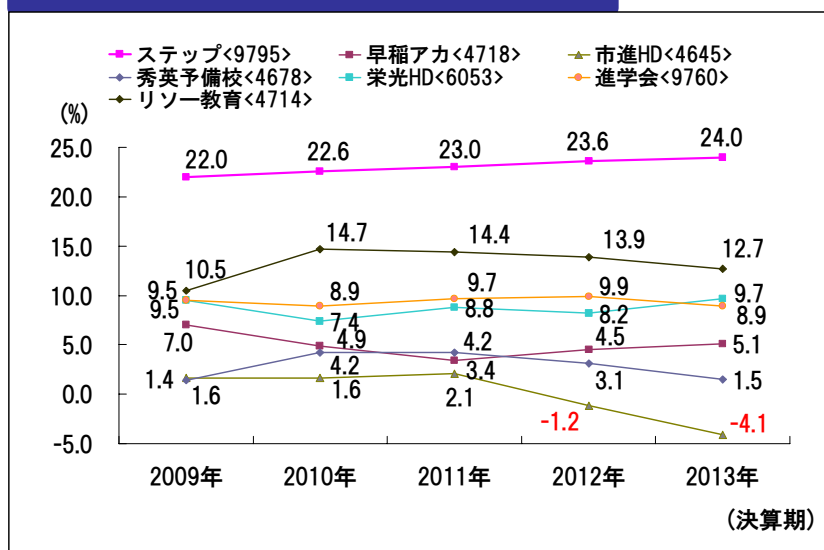
同社では県内の湘南地区や中西部においては既に揺るぎない地盤を確立しており、今後は競争激戦区である横浜北部や東部、川崎市でのスクール数の拡大を強化していく方針を打ち出している。スクールを開設するにあたっての戦略は、地域集中型のドミナント戦略を基本としている。また、生徒の募集活動では過大な広告宣伝費はかけずに、生徒やその保護者による口コミ情報を基本に据えていることも特徴の1つとなっている（一部折込チラシを活用）。このため、同社の広告宣伝費率（対売上比）は、業界平均の6～8%に対して2%台と圧倒的に低い水準となっている。

## 堅実な経営方針で高い収益性と安定性を誇る

## (3) 高収益性・安定性

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

## 営業利益率の推移



## ■決算動向

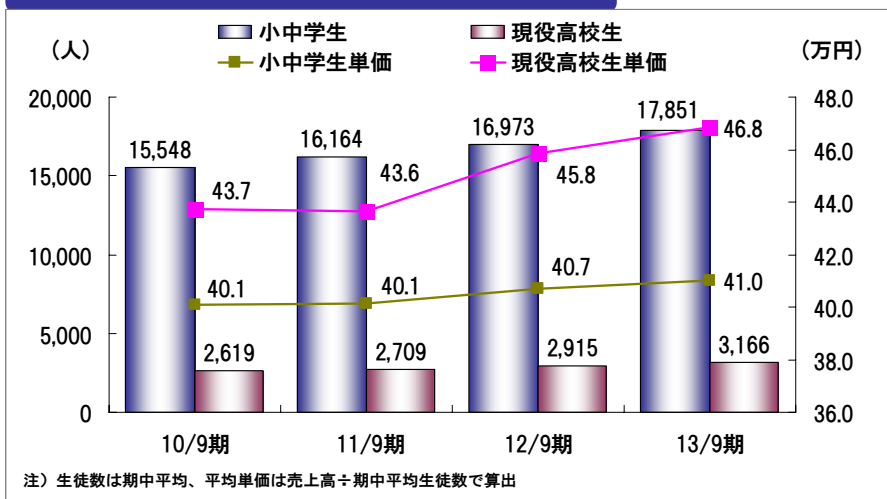
### 2013年9月期は引き続き堅実かつ安定的な成長を持続

#### (1) 2013年9月期業績について

11月1日付で発表された2013年9月期の業績は、売上高が前期比6.8%増の8,804百万円、営業利益が同8.9%増の2,117百万円、経常利益が同8.6%増の2,143百万円、当期純利益が同14.0%増の1,268百万円となり、売上高、利益ともに過去最高を連続で更新した。また、期初会社計画に対しても売上高で17百万円、営業利益で69百万円上回るなど、引き続き堅実かつ安定的な成長を持続する格好となった。

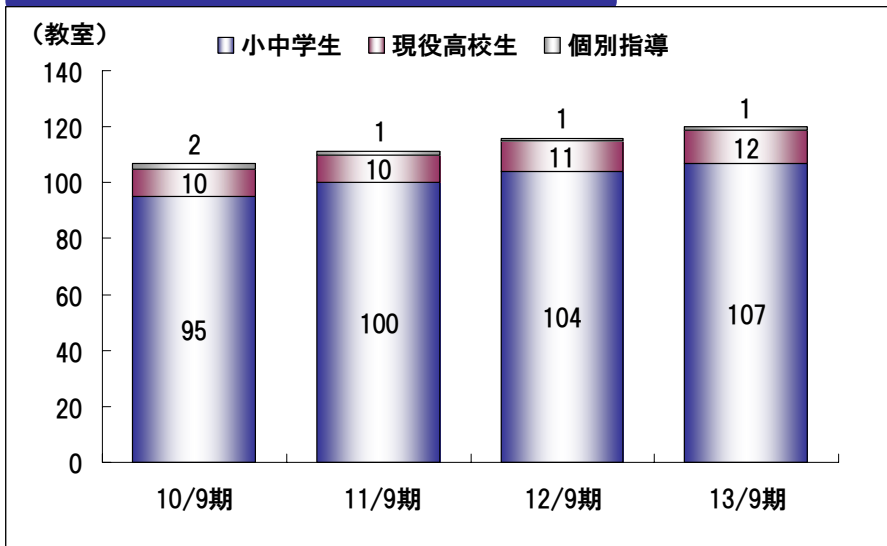
売上高の内訳を見ると小中学生部門が前期比6.0%増の7,321百万円、現役の高校生部門が同11.0%増の1,483百万円となった。期中平均生徒数の伸び率がそれぞれ5.2%増、8.6%増となっており、生徒数の増加に加えて生徒1人当たり売上単価の上昇も増収要因となったことがわかる。

#### 生徒数と平均単価の推移



また、新設スクール数は小中学生部門で3校（横須賀市・衣笠、横浜市・仲町台・菊名）、現役の高校生部門で1校（相模原市・相模大野）の計4校を開設し、ドミナント戦略を推進している。

#### スクール数の推移



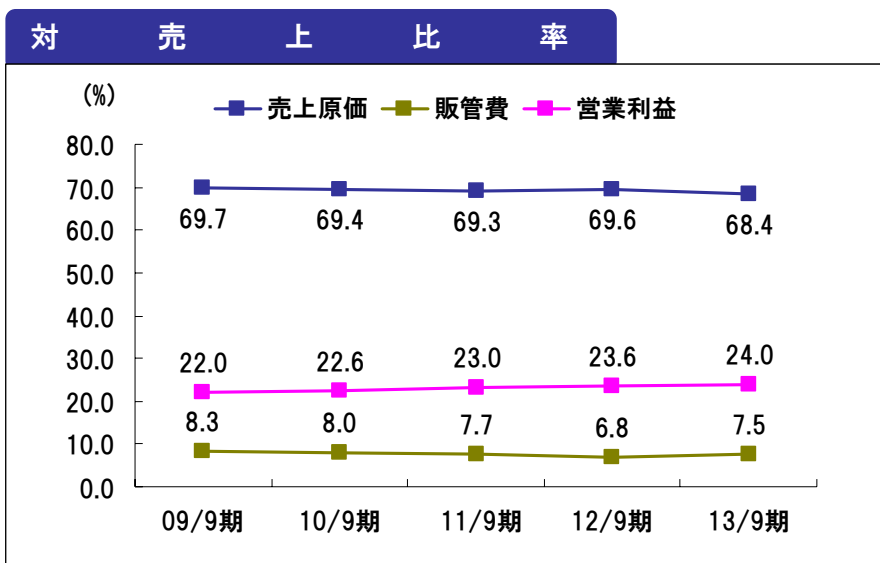
## ■決算動向

2013年春の合格者実績は、小中学生部門では前述したように県内公立進学校で高い実績を残したほか、「STEP」通学圏内で最難関と位置付けられる国立東京学芸大附属高校の合格実績も37名と同校の外部進学生用一般枠のなかでは5年連続でトップの実績をあげている。一方、大学受験に関しても国公立や早慶上智等の難関校をはじめ、MARCHなど人気校への合格者数も堅調に推移した。

## 指導内容の高さや入試制度の変更が営業利益の改善に寄与

営業利益の増減要因としては、売上原価率が前期比で1.2ポイント低下したことが大きい。原価率の内訳をみると、人件費が0.7ポイント、教材費が0.1ポイント、消耗品費が0.3ポイントの改善となっており、人件費の改善度合いが大きく寄与したことがわかる。これはスクール当たりの生徒数増加によるところが大きい。実際、同社のスクール（小中学生部）のうち開設後5年以上経過しているスクールの生徒数は、前期比で2.1%増と堅調な伸びを示している。少子化が進むなか、既存校の生徒数確保が厳しい市場環境下において、生徒数が増加していることは注目に値しよう。

生徒数増加の背景としては、同社の指導内容の高さが評価されていることに加えて、公立高校の入試制度が2013年春より大きく変わったこともプラスに働いたとみられる。従来の前期、後期の2期制度や推薦制度の廃止、特色検査の導入など、入試制度の変更によって、入試対策への関心が高まり、公立高校向けに県内トップの実績を誇る「STEP」に入会する生徒が増加したものと考えられる。実際、前期は年度の途中、2学期のスタート時にクラスを増設して中3生の新規受け入れ枠を増やしたスクールもあったほどだ。



## ■決算動向

## 売上費用構成比

対売上比	12/9期	13/9期
売上原価	69.6%	68.4%
人件費	48.5%	47.8%
教材費	3.6%	3.4%
消耗品費	1.4%	1.1%
減価償却費	3.5%	3.5%
家賃	8.1%	8.0%
その他	4.6%	4.5%

## 新入試制度の主な特徴

- 1 前期・後期の2期制選抜試験を廃止し、「共通選抜」として入試日程を一本化する。
- 2 受験生全員が学力検査及び面接を受ける。
- 3 高校ごとに作成されていた「独自入試問題」は廃止され、「共通問題」に一本化。
- 4 新しい共通問題は、これまで以上に「思考力、判断力、表現力等」を測る内容とし、各科目の満点を50点から100点とする。
- 5 学力検査に加え「特色検査（実技・作文・自己表現活動等）」を実施することもできる。その場合、学力検査の科目数を3科目にまで減らすことができる。
- 6 内申点の扱いについては従来どおり、2年9科(45点満点) + 3年9科を2倍(90点満点)の合計135点とする。
- 7 第1次選抜枠は全定員の90%とし、内申点+入試+面接の総合点=S1値(1000点満点)で判定する。
- 8 第2次選抜枠は全定員の10%とし、入試+面接の総合点=S2値(1000点満点)で判定する。

一方、販管費率は7.5%と前期比で0.7ポイント上昇した。ただし、これは役員退職慰労金計上によるもので、同費用を除けば前期比で0.1ポイントの低下となっている。以上の結果、売上高営業利益率は24.0%となり、過去最高の利益率水準となっている。また、当期純利益の伸び率が14.0%増と経常利益などに対して高くなっているが、これは実効税率の低下(42.7%→38.8%)によるものである。

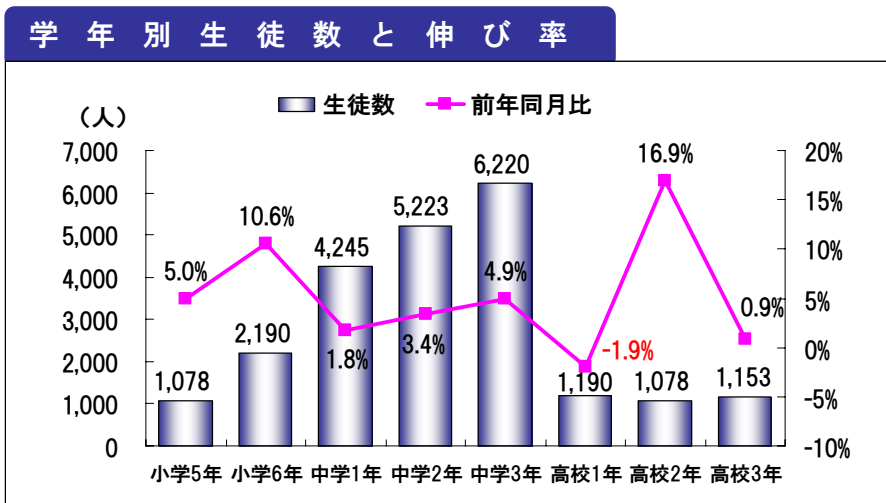
## 従前からの入会者を重視しつつスクール開設を進める方針

## (2) 2014年9月期業績見通しについて

2014年9月期の業績は、売上高が前期比4.0%増の9,161百万円、営業利益が同3.0%増の2,180百万円、経常利益が同2.1%増の2,188百万円、当期純利益が同3.7%増の1,316百万円となる見通し。

生徒数に関しては前期比4.0%の増加を見込んでいる(2013年10月末現在の生徒数は前年同月比4.0%増)。業界における生徒の獲得競争が激化するなかで、小中学生部門においては引き続き公立高校の入試制度の変更が同社にとってプラスに作用すると弊社ではみている。ただ、前期に実施した年度途中でのクラス増による中3生の新規受け入れは、今期は行わない。従前から入会している生徒の入試対策をしっかりとサポートしていくことのほうがより重要と認識しているためだ。

■決算動向



新設スクール数は、小中学生部門で4校（横浜市・戸塚、東戸塚、センター南、鎌倉市・大船）を予定している。現役高校生部門に関しては2015年春に1校（横浜市・センター南）を計画している。注力エリアの1つとして位置付けている川崎市に関しては、条件に見合う不動産物件がなかったため2014年9月期の開設は見送ったが、2015年9月期以降も引き続き物件が見つければ、スクールを開設していく方針であることに変わりない。また、2013年春に開設した4校に関してはいずれも生徒数の獲得において順調な滑り出しを見せている。

また、同社では来春の公立高校の合格実績で2位以下を一段と引き離すべく、入試対策への取り組みもいっそう強化している。具体的には、今春受験した生徒の学力検査や特色検査、面接等の結果に関する開示資料に基づき、採点方法やその特徴について高校別に詳細な分析を行った。神奈川県内における公立高校の入試結果に関する開示請求は全体で2,300件程度あり、そのうち同社の生徒が行った件数が約1,100件と半数近くを占めたという。

さらに、今秋には各高校の学力検査や特色検査、面接などに対する考え方など情報収集も行っており、こうした入試対策への綿密な取り組みが、次回の入試においてアドバンテージとなり、前年よりもさらに高い合格実績という結果になって表れてくるものと同社ではみている。

合格実績は生徒や保護者が学習塾を選択する際の重要な判断材料の1つとなるため、2014年春以降の生徒数の伸びが一段と高まる可能性がある。費用面を見るとスクール数の拡大によって教師数の増加が見込まれるほか、2014年9月期は特色検査対策用のテスト教材を、同検査を導入する11校分、それぞれ作成するための人件費が増加する見込みとなっており、会社側の2014年9月期の業績計画において営業利益率が前期比で0.2ポイント低下するのも、こうした人件費の増加によるところが大きい。ただ、一方で前期計上した役員退職慰労金がなくなるなどプラス要因もある。従前より同社が発表する業績計画については保守的で、結果的に計画を上回って着地するケースがほとんどだが、2014年9月期に関しても同様に売上高、利益とも会社計画を上回る公算が大きいと言えよう。

通期業績の推移・見通し

(単位：百万円)

	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	当期純利益	前期比	EPS(円)	配当(円)
08/9期	6,786	7.7%	1,479	15.3%	1,474	14.1%	824	7.7%	55.28	16.00
09/9期	7,131	5.1%	1,570	6.1%	1,581	7.2%	890	8.0%	59.71	17.00
10/9期	7,378	3.5%	1,667	6.2%	1,668	5.5%	912	2.4%	61.15	18.00
11/9期	7,668	3.9%	1,763	5.8%	1,750	4.9%	959	5.1%	64.98	19.00
12/9期	8,244	7.5%	1,944	10.3%	1,973	12.7%	1,112	16.0%	75.51	22.00
13/9期	8,804	6.8%	2,117	8.9%	2,143	8.6%	1,268	14.0%	76.71	28.00(※)
14/9期(予)	9,161	4.0%	2,180	3.0%	2,188	2.1%	1,316	3.7%	78.95	24.00

※記念配当5.0円を含む



## ■ 中期戦略

### 教育の質を重視する経営理念をもとに緩やかに成長

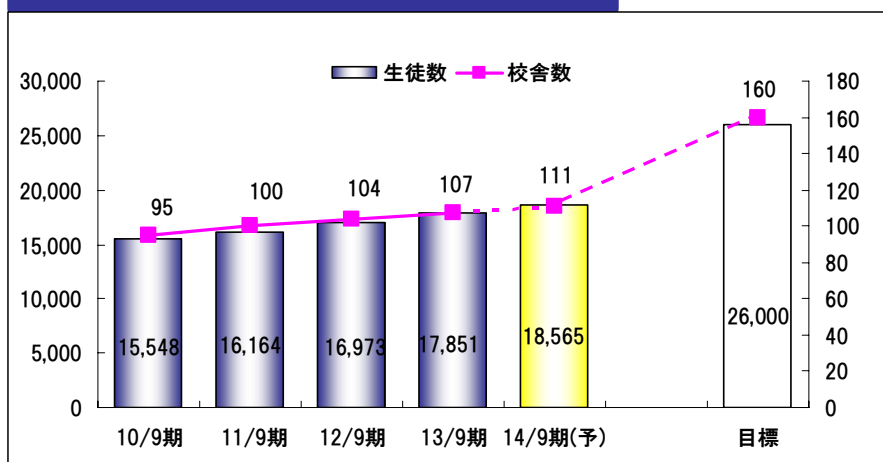
#### (1) 中期戦略

同社は今後も神奈川県内でのスクール数の拡大を目指していく方針で、小中学生部門では2013年9月期末の107校から160校へ、また、現役高校生部門では同様に12校から20校まで拡大していく計画だ。1年間で4~5校ペース（高校生向けは2~3年に1校ペース）で新設していく予定にしており、目標到達までには少なくとも10年以上は費やす計算となる。

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

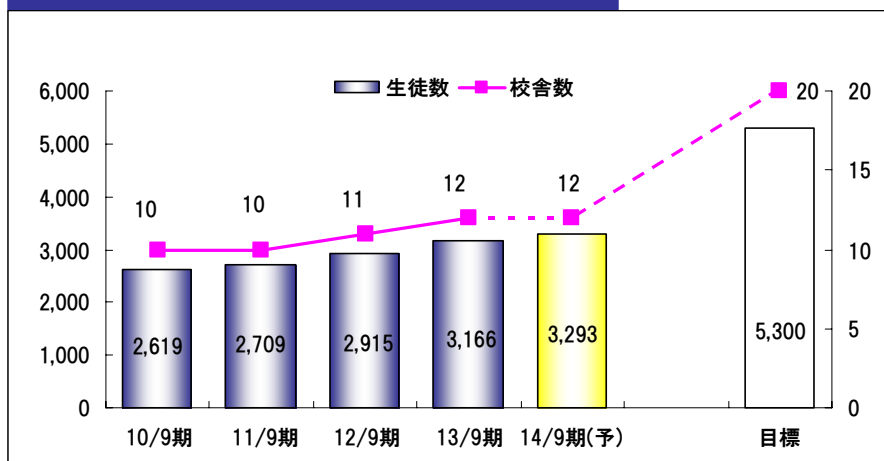
今後の経営課題としては、学習塾の激戦区である横浜北東部、及び2年前に初進出を果たした川崎市でのシェア拡大にある。同社のマーケティング戦略が生徒やその保護者等による「口コミ情報」を基本としているだけに、激戦区のエリアで生徒数を十分な水準まで確保するまでには、合格実績を積み重ねる時間が必要となる。生徒数の増加ペースとしては小中学生スクールで、1年目に約50名、2年目に約70名、3年目に約100名といった具合に増えていき、4年目で120~130名となり採算ラインを超えてくる格好となる。また、およそ4年程度で進出エリア内における進学校への合格者数でトップクラスの実績をあげることを目標にしている。

小中学生部門の生徒数、校舎数





現役高校生部門の生徒数、校舎数

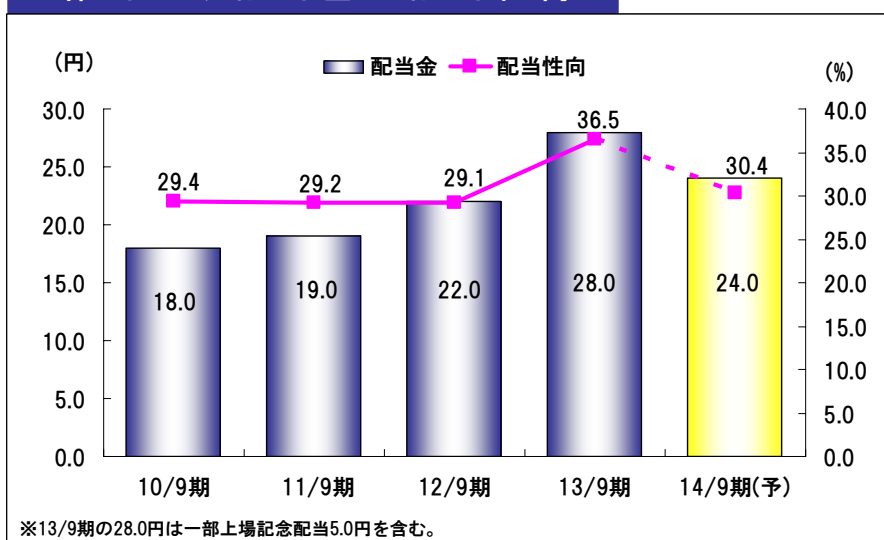


■株主還元策

サービスと実績による安定成長で配当金も着実に増加

同社の株主還元は配当金を基本として考えており、配当性向で30%を目安としている。2013年9月期は一部上場記念配当5円を含めて28円の配当とした。2014年9月期は普通配当で前期比1円増となる24円を予定している。前述したように、同社の業績は質の高い教育サービスの提供と、合格実績と言う結果を出すことによって、今後も4~5%の安定成長が見込まれている。このため配当金についても着実な増加が見込まれ、収益変動リスクの低い安定配当成長株として注目されよう。

1株当たり配当金と配当性向



## ディスクレマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ