

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

フォロー・レポート
2013年6月14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20130611

早稲田アカデミー (4718 東証一部)

発行日: 2013/6/14

**難関校への高い合格実績を持ち首都圏にドミナント展開
13年3月期決算はほぼ会社予想並み、今後も増収増益トレンドが続こう**

> 要旨

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

◆ 難関校入試でトップクラスの合格実績を持つ大手学習塾

- ・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。2012年12月に東京証券取引所一部に指定。
- ・四谷大塚、明光ネットワークジャパンと提携。自社で複数ブランドにて集団塾、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)を傘下に持つ。

◆ 13年3月期決算は会社予想並み

- ・13/3期連結は4.7%増収、19.1%経常増益となった。会社予想にはわずかに未達となったが、ほぼ予想並みの結果と言える。

> 投資判断

◆ 14年3月期は3期連続の増収、経常増益へ

- ・14/3期連結の会社予想は、売上高18,912百万円(前期比4.9%増)、営業利益1,024百万円(同12.2%増)、経常利益1,003百万円(同11.5%増)、当期純利益557百万円(同20.2%増)。高い合格実績と9校舎の新規出校を背景に、塾生数増と経営効率向上の推進を図る構え。
- ・当センターでは、小学生の募集などがやや低調なスタートとなったが、出校が計画通りであれば、会社予想は概ね達成可能と判断している。

◆ 中期的な想定株価は781円~941円

- ・中期的な利益成長率、年率5%~10%との予想は継続。
- ・株価は、同業他社のバリュエーション指標と比較するとやや割安感があるが、現値はほぼフェアバリュー水準と思われる。中期的な妥当株価は784円~941円と想定される。

【主要指標】

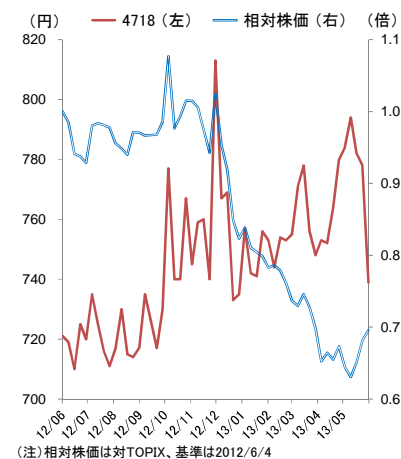
	2013/6/7
株価(円)	739
発行済株式数(株)	8,334,976
時価総額(百万円)	6,160

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	8.7	11.0	10.1
PBR(倍)	1.00	0.95	0.89
配当利回り(%)	4.2	4.1	4.1

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	1.8	3.9	6.3
対TOPIX(%)	-0.6	-15.1	-36.0

【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)
2011/3	16,334	-0.5	547	-31.9	509	-34.1	190	-50.2	27.9	616.4	30
2012/3	17,225	5.5	774	41.5	755	48.2	585	206.6	87.8	676.7	30
2013/3	18,026	4.7	913	17.9	900	19.1	463	-20.8	65.2	736.4	31
2014/3 CE	18,912	4.9	1,024	12.2	1,003	11.5	557	20.2	68.2	NA	30
2014/3 E	18,900	4.8	1,020	11.7	1,000	11.1	550	18.8	67.4	778.7	30
2015/3 E	19,700	4.2	1,100	7.8	1,080	8.0	600	9.1	73.5	827.2	30
2016/3 E	20,500	4.1	1,170	6.4	1,150	6.5	640	6.7	78.4	880.6	30

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想

フォロー・レポート

2/10

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。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、本レポートの配信に関して閲覧し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。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

決算サマリー

> 事業内容

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

◆ 首都圏有数の進学塾大手

早稲田アカデミー（以下、同社）は、首都圏（東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県、茨城県）にて、直営方式で小・中学生を主対象とし、集団進学学習塾「早稲田アカデミー」を核に運営。明光ネットワークジャパン（4668 東証一部）と業務・資本提携し、個別指導塾「早稲田アカデミー個別進学館」も展開している。また、複数ブランド、子会社にて塾を展開し、多様なニーズに対応し、高校生、予備校生、社会人も顧客対象としている。近年、学習塾や私立学校の幹部職員や幹部候補職員、社会人を対象とする教育研修や、自社開発した教育コンテンツ等の外部販売、小学生向け英語教室（IBS）、中学・高校への出張授業等も行い、顧客層の拡大にも積極的である。

同社は四谷大塚の提携塾として教材やカリキュラムなどの提供を受けている。四谷大塚の親会社であるナガセ（9733JQS）が同社株の1割超を保有している。

13/3 期末時点の校舎数は139校（うち野田学園2校）、13/3 期の期中平均塾生数は29千人。

【図表1】ブランド別校舎数

ブランド名	東京	埼玉	神奈川	千葉	茨城	合計	特徴
早稲田アカデミー	55	19	16	13	1	104	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)	1	0	0	0	0	1	小学生対象、難関中学受験指導の専門集団塾。
ExiV(エクシブ)	3	0	1	0	0	4	小・中学生対象、難関中学・高校受験指導の集団塾。
Success 18	7	3	2	0	0	12	現役高校生対象、難関大学受験指導の専門集団塾。
MYSTA (マイスタ)	9	1	0	2	0	12	小・中・高校生対象、難関及び中堅校受験の個別指導塾。
早稲田アカデミー個別進学館	4	0	0	0	0	4	小・中・高校生対象、難関校受験の個別指導塾。明光ネットワークと共同開発。
野田学園	2	0	0	0	0	2	卒業生含む高校生対象、医歯薬専門予備校。
合計	81	23	19	15	1	139	

(出所) 早稲田アカデミー資料より証券リサーチセンター作成

◆ 2013年の難関校への合格実績

高水準の合格実績が、同社にとって塾生獲得のための最大のアピールポイントとなる。中学入試では、男女御三家合格者数333名（同塾史上最高を更新、業界3位ながら2位に肉薄）、早稲田系中学7年連続全国1位、高校入試においても開成高校6年連続全国1位、早慶附属高校13年連続全国1位の実績を残している。特に、難関校への合格実績が高いことを背景にして、ブランド、経営基盤を築いている。塾生数は毎年増加傾向にある。

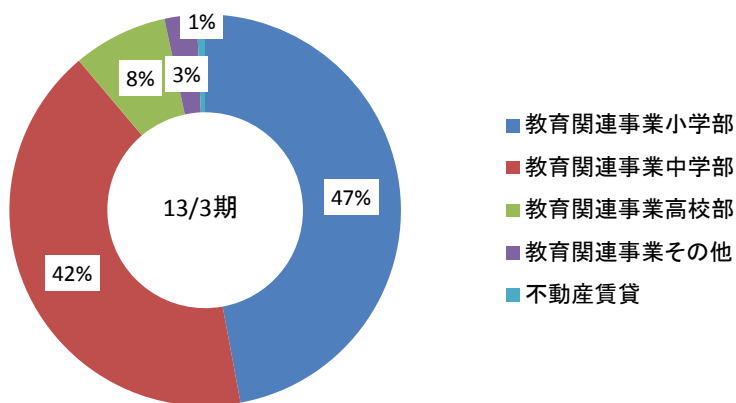
> 決算概要

◆ 13年3月期は営業2桁増益

13/3 期連結決算は、会社予想⇒実績、単位：百万円で売上高 18,168 ⇒18,026 (前期比 4.7%増)、営業利益 923 ⇒ 913 (同 17.9%増)、経常利益 899 ⇒ 900 (同 19.1%増)、純利益 518 ⇒ 463 (同 20.8%減) とほぼ会社予想並みの結果だった。小学部・中学部ともに難関校などの合格実績が好調に推移し、塾生募集が順調であったこと(期中平均塾生数：12/3 期 27,902 人⇒13/3 期 29,073 人)が増収に結びついた。労務費、地代家賃、広告宣伝費の増加抑制を行った結果、売上高営業利益率は 0.6%ポイント改善した。純利益が減益となったのは、12/3 期に固定資産売却益(271 百万円)を計上したが、13/3 期はそれになくなったためである。

事業セグメントは、「教育関連事業」、「不動産賃貸」の2事業に分類されるが、「教育関連事業」が売上高の98%を占める。早稲田アカデミー単体が連結売上高に占める割合は約98%、同営業利益では全てを占めている。同社単体では、売上高 17,737 百万円(前期比 5.1%増)、営業利益 923 百万円(同 19.6%増)、経常利益 926 百万円(同 19.5%増)、純利益 489 百万円(同 35.3%増)と順調であった。同社の100%出資子会社である株式会社野田学園(唯一の連結子会社：医歯薬理工系専門の大学受験予備校)が、収益の貢献度が大きい高卒生の集客に苦戦し、前期比 11.5%の減収、26 百万円の最終赤字となった。

【図表 2】事業業種別売上高



(出所) 早稲田アカデミー決算説明補足資料より証券リサーチセンター作成

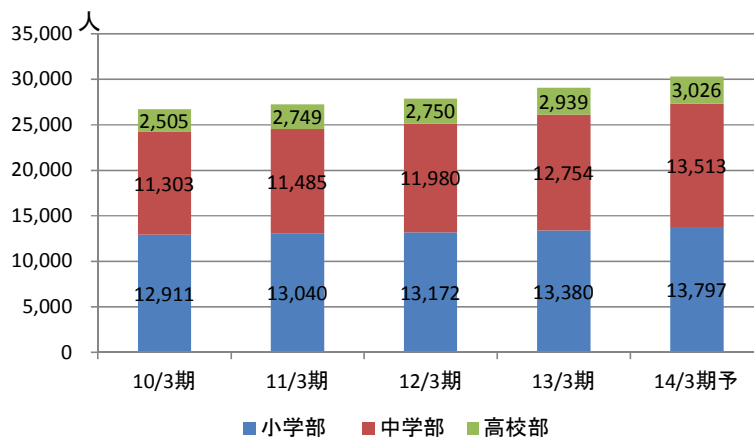
> 業績見通し

◆ 14年3月期会社予想

14/3 期業績について、会社は売上高 18,912 百万円 (前期比 4.9%増)、営業利益 1,024 百万円 (同 12.2%増)、経常利益 1,003 百万円 (同 11.5%増)、当期純利益 557 百万円 (同 20.2%増) を見込んでいる。高い合格実績を背景に、塾生数 (13/3 期 ⇒ 14/3 期予想: 期中平均塾生数 29,073 人 ⇒ 30,336 人)、校舎数 (13/3 期末 139 校 ⇒ 14/3 期末 148 校) の増加と経営効率向上を見込んでいる。一方で新規出校に備えた人員増、管理職給与のベースアップによる労務費の上昇や地代家賃の増加が見込まれるものの、広告宣伝費の増加率を抑制するなどコスト増を吸収し営業 2 桁増益を目論んでいる。

同社単体では、会社は売上高 18,549 百万円 (前期比 4.6%増)、営業利益 975 百万円 (同 5.7%増)、経常利益 970 百万円 (同 4.8%増)、純利益 527 百万円 (同 7.8%増) を見込んでいる。野田学園については、高卒者の集客が順調であったことから、売上高 440 百万円 (前期比 19.7%増)、営業利益 36 百万円 (前期 22 百万円の赤字)、経常利益 32 百万円 (前期 26 百万円の赤字)、純利益 29 百万円 (前期 26 百万円の赤字) を見込んでいる。

【図表 3】 期中平均塾生数推移



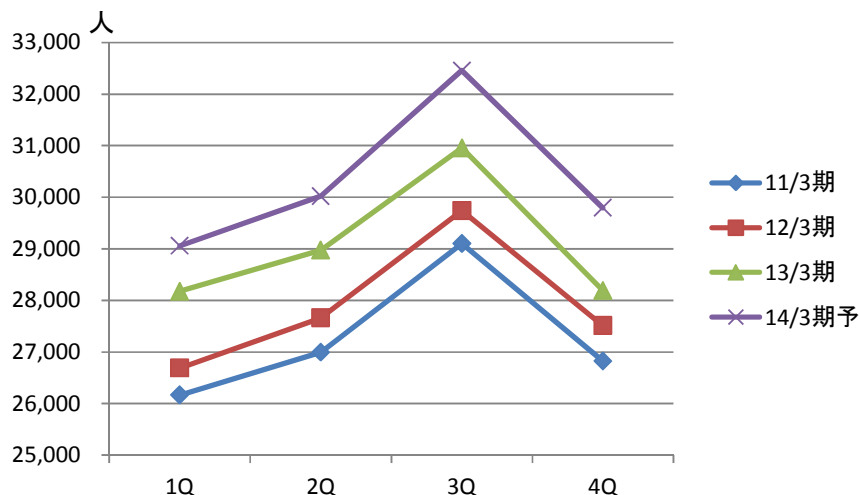
(注) 予想は早稲田アカデミー予想

(出所) 早稲田アカデミー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 14年3月期の当センター予想

14/3 期は小学生の募集などがやや低調なスタートとなったが、高い合格実績を継続していることから塾生獲得に不安がないことや、過去における業績予想と実績の差異が殆どないこともあり、14/3 期の会社予想は達成可能と判断している。注目したい点は、四半期決算で公表される四半期毎の平均塾生数の推移である。例年第 3 四半期 (10 月～12 月) に向けて塾生数が上昇していくが、第 2 四半期平均の塾生数が期初予想を上回れば業績予想の増額修正の可能性もあろう。

【図表 4】 四半期毎の期中平均塾生数推移



(注) 予想は早稲田アカデミー予想

(出所) 早稲田アカデミー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 中期見通し

同社は、中期業績見通し及び経営計画を発表していないが、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。最大市場であり、かつ所得水準が高い首都圏に限定して出校するドミナント戦略を展開しており、今後さらに効率性、収益性が高まるものと当センターでは予想している。13 年の合格実績も想定通り好調であったこと、集客力を高めるための社内体制も強化してきたことから、新規出校ペースを従来の年 5 校から同 8 校~9 校へ上げたい意向である。

【図表 5】 今後の出校予想

単位: 校		14/3期	15/3期	16/3期
期末校舎数	早稲田アカデミー単体	146	154	163
	野田学園	2	2	2
	合計	148	156	165
前期末比増加数		9	8	9
増加数内訳	早稲田アカデミー	5	4	4
	ExiV	1	0	0
	Suceess18	1	2	2
	個別進学館	2	2	3
	小計	9	8	9
	IBS	0	1	1

(出所) ヒアリングより証券リサーチセンター作成

当センターでは、同社が従来ペースよりも出校ペースを早める方針であることを受け、従来の中期業績見直しを見直すとともに、16/3期の業績予想を新たに策定した。尚、中期業績予想にあたっては、同社の新規出校ペースを年7校～8校ペースに修正し、業績予想を行った。

15/3期以降も塾生数、校舎数が増加し増収要因となる上、13/3期に稼働した新事務システムで経営効率化も進むと予想されることから、当センターは中期的にも増収・増益傾向が続くと予想している。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、シェアアップ及び校舎の展開余地があると思われることから、中期的な利益成長率を年率5%～10%と予想している。

【図表6】中期業績見直し

(単位:百万円)		13/3期	14/3期	15/3期	16/3期
		会社予想/実績	予想		
前回 13年3月 時点	売上高	18,150	19,200	20,250	
	営業利益	920	1,000	1,050	
	経常利益	900	980	1,030	
	当期純利益	520	570	600	
今回	売上高	18,026	18,900	19,700	20,500
	営業利益	913	1,020	1,100	1,170
	経常利益	900	1,000	1,080	1,150
	当期純利益	463	550	600	640

(出所) 証券リサーチセンター作成

投資判断

> 株主還元

◆ 安定配当が基本方針

安定配当が基本であり、業績及び配当性向を勘案し、利益配分を行っていく方針である。13/3期は、東証一部に指定されたことに伴う記念配1円を加え31円配当としたが、14/3期は30円に戻す予定である。同社によるEPS予想をベースにすると配当性向は約44%、現在の株価水準では配当利回りは4%台となる。

> 株価バリュエーション

◆ 現在の株価水準はフェアバリュー

同業で上場する会社のうち、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指標の比較を行った。同社の株価は、実績基準PBR及び今期予想基準配当利回りで比較するとやや安い水準にあるが、今期予想基準PERで比較すると同等な水準にある。したがって同社の株価はほぼフェアバリューと思われる。

【図表7】株価バリュエーション

	4718東証一部	6053東証二部	9733JQS
	早稲田アカデミー	栄光HD	ナガセ
株価(6/7終値、円)	739	780	2,631
PER(今期予想、倍)	11.0	10.5	12.5
PBR(直近実績、倍)	1.0	1.2	2.4
配当利回り(予想)	4.1%	3.1%	3.0%
時価総額(百万円)	6,160	17,061	26,700

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な想定株価レンジは781円～941円

人口動態・税制・教育制度の変化により業績及び、株価は影響を受けると考えられる。同社の中期的な利益成長を考慮し、同業他社の今期予想基準PERを参考にして、同社の妥当PERは10倍～12倍と想定した。これを当センター予想の16/3期予想EPS78.4円に適用した、中期的な株価水準は784円～941円と想定される。新校開設、塾生数の推移、有名校への合格実績、業界再編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

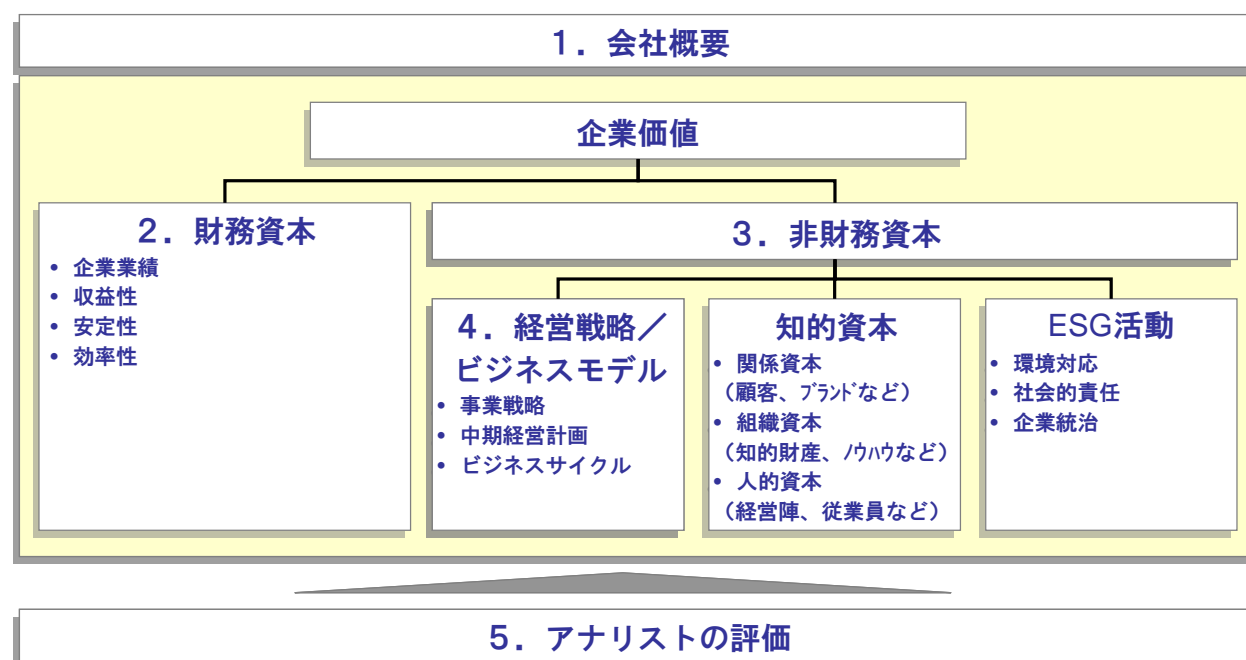
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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ず、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。