

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

栄光ホールディングス (6053 東証二部)

発行日: 2013/6/14

上場する学習塾では売上高トップ、総合力が強み、13年3月期は好決算

> 要旨

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

◆上場学習塾の中では売上高トップ

・栄光ホールディングス(以下、同社)は、「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。幼児教育や小学、中学、高校、大学の受験指導を始め社会人教育、教材作成・印刷などの周辺業務を含む幅広い事業領域を持つ。上場する学習塾のなかでは売上高トップ。尚、同社は2011年10月に単独株式移転により設立された持株会社である。

◆13年3月期は実質的に過去最高の業績

・13/3期決算はほぼ予想どおりの結果だった。実質的には微増収・微増益ながら2年連続で過去最高売上・利益を更新するなど好調。学習塾部門が堅調に推移したほか、語学教育部門、語学教材部門が約10%の増収を記録した。

【主要指標】

| | 2013/6/7 |
|-----------|------------|
| 株価(円) | 780 |
| 発行済株式数(株) | 21,873,024 |
| 時価総額(百万円) | 17,061 |

| | 前期実績 | 今期予想 | 来期予想 |
|----------|------|------|------|
| PER(倍) | 10.6 | 10.4 | 10.2 |
| PBR(倍) | 1.2 | 1.0 | 1.0 |
| 配当利回り(%) | 3.1 | 3.2 | 3.3 |

【株価パフォーマンス】

| | 1ヵ月 | 3ヵ月 | 12ヵ月 |
|-----------|------|------|------|
| リターン(%) | -1.1 | -4.9 | 62.5 |
| 対TOPIX(%) | 11.7 | -6.9 | 18.4 |

> 投資判断

◆14年3月期も伸び率は低いものの増収・増益へ

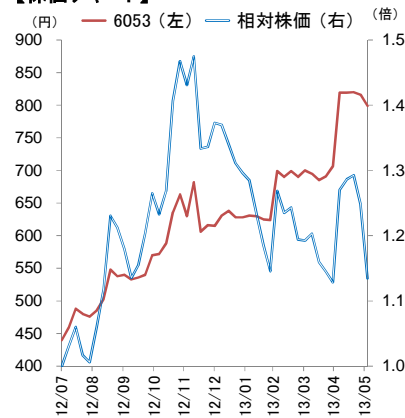
・14/3期について、会社は売上高42,450百万円(前期比1.1%増)、営業利益4,250百万円(同4.1%増)、経常利益4,140百万円(同4.2%増)、純利益1,570百万円(同2.3%増)を見込んでいる。教育事業が、学習塾・語学教室とも新校開設により増収を牽引する見込み。教育ソリューション事業は、テキスト改訂費用などがなくなり利益に寄与する見込みである。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の良好な2013年の合格実績から生徒の確保が順調進むと予想し、14/3期の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762円~914円

・同社の妥当PERを10倍~12倍と想定し、このPER水準を当センターの16/3期予想EPS76.6円に適用して算出した株価水準は762円~914円と想定される。中期的な増益率予想を見直したことにより妥当PER水準を修正した。

【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) |
|-----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2011/3 | 37,582 | -5.2 | 3,292 | 11.8 | 2,999 | 4.2 | 909 | -38.0 | 49.4 | 520.9 | 20.0 |
| 2012/3 注2 | 41,180 | - | 4,027 | - | 3,869 | - | 1,295 | - | 62.7 | 563.8 | 22.0 |
| 2013/3 | 42,000 | - | 4,080 | - | 3,974 | - | 1,534 | - | 73.7 | 624.6 | 24.0 |
| 2014/3 CE | 42,450 | 1.1 | 4,250 | 4.1 | 4,140 | 4.2 | 1,570 | 2.3 | 74.0 | NA | 24.0 |
| 2014/3 E | 42,400 | 1.0 | 4,240 | 3.9 | 4,130 | 3.9 | 1,565 | 2.0 | 73.8 | 714.4 | 24.0 |
| 2015/3 E | 43,000 | 1.4 | 4,300 | 1.4 | 4,200 | 1.7 | 1,590 | 1.6 | 75.0 | 764.4 | 25.0 |
| 2016/3 E | 43,500 | 1.2 | 4,350 | 1.2 | 4,250 | 1.2 | 1,625 | 2.2 | 76.6 | 815.0 | 26.0 |

(注)CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

(注)2011/3期までは栄光の連結決算、2012/3期は栄光と栄光ホールディングスの各半期決算を合計

フォロー・レポート

2/9

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。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。

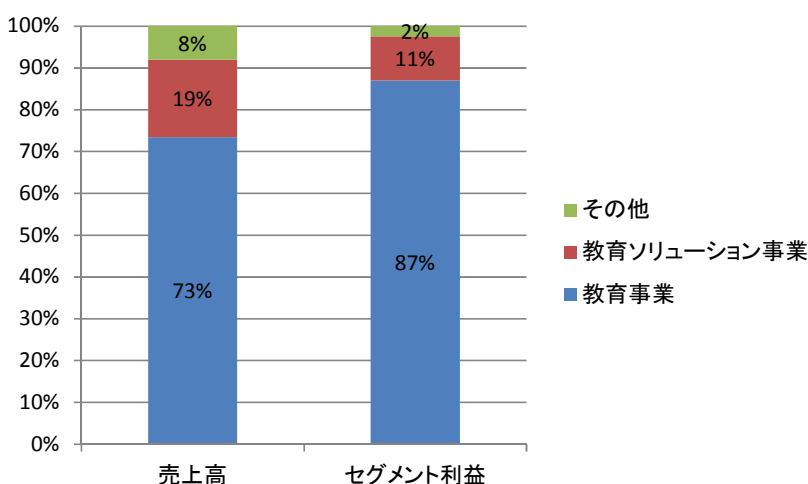
決算サマリー

> 事業内容

◆ 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）は上場する学習塾のなかでは、売上高トップである。同社は2011年10月3日に単独株式移転の方法により設立された持株会社である。そのため、11/9期は栄光の6カ月決算、12/3期は栄光ホールディングスの6カ月決算となっている。同社の事業は、「栄光ゼミナール」、「シェーン英会話」を中心とする『教育事業』、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事業で構成されている。

【図表1】13年3月期のセグメント別売上高と利益



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

1. 教育事業

- 栄光が担う学習塾部門（学習塾「栄光ゼミナール」等）は、12/3期末399校→13/3期末421校体制で、期中平均生徒数は12/3期69,263名→13/3期71,242名、前期比2.9%の増加となった。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、教室数は12/3期末177校→13/3期末175校（フランチャイズ教室41校→42校を含む）となった。統廃合により校数は減少したものの期中平均生徒数は19,069名→19,456名、前期比2.0%の増加となった。

2. 教育ソリューション事業

- 学校、学習塾等の教育機関に対する総合支援事業。学習塾用教材・テストの販売、私学の生徒募集活動を支援する募

集広告、教職員の派遣・紹介など、相互に連携しソリューションの強化を推進している。

3. その他

- 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。

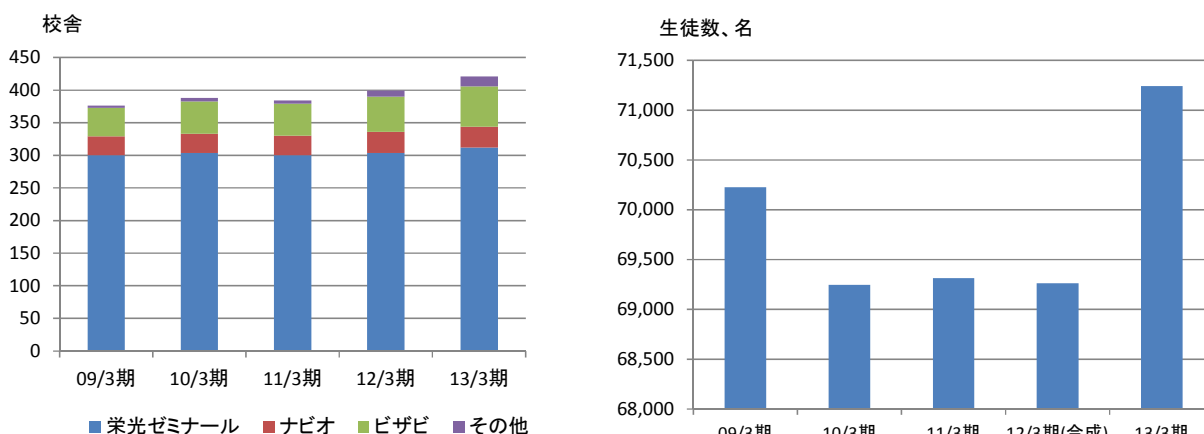
> 決算概要

◆ 13年3月期は実質増収増益

13/3期決算は、会社予想 ⇒ 実績、単位：百万円で売上高 42,500 ⇒ 42,000、営業利益 4,150 ⇒ 4,080、経常利益 4,060 ⇒ 3,974、純利益 1,400 ⇒ 1,534 とほぼ会社予想並みの結果だった。前述のように12/3期は6カ月決算のため、前期比較はない。純利益が予想を上回ったのは、教育事業用資産における物件の返却等及びその他の資産における地価の下落の影響で719百万円を特別損失に計上したが、見込みよりやや少ない金額となったため。13/3期末で400を超える校舎数があり、毎期校舎の統廃合を実施していることから、賃借物件の原状復帰費用等が毎期発生している。したがって、こうした特別損失は、経常的な損失と捉えるべきだろう。

13/3期の学習塾期中平均生徒数は、前述したように71,242名、前期比2.9%の増加となったが、12/3期は東日本大震災の影響で春先の生徒募集に対する販促活動を自粛したことから生徒数が伸び悩んだが、13/3期は通常の販促活動を行うことが出来たため、比較的高い増加率となった。校舎数は13/3期末421校だが、「栄光ゼミナール」から他ブランドへの分離独立による新設も含めて26校を新たに開設した一方で、運営面の効率を高めるために4校を統廃合した。

【図表2】学習塾部門の期末校舎数と期中平均生徒数の推移



(注) 11/3期迄は栄光、12/3期以降は栄光ホールディングス、12/3期の生徒数は、11/9期(6カ月決算)の栄光と12/3期(同)の栄光ホールディングスの各々の期中平均生徒数

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 合格実績

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。13年入試実績も想定通り、良好に推移したため新学年に向けた生徒募集は堅調に推移したようだ。

13年入試における同社生徒の中学入試合格者総数は9,392名(前年9,251名)で、有名中学では開成18名、麻布27名、桜蔭5名、女子学院12名、渋谷幕張32名。同様に高校入試合格者総数は15,810名(前年16,111名)で、慶應義塾40名、早大学院53名、戸山31名、開成5名などとなっている。

> 業績見通し

◆ 14年3月期会社予想

14/3期について、会社は売上高42,450百万円(前期比1.1%増)、営業利益4,250百万円(同4.1%増)、経常利益4,140百万円(同4.2%増)、当期純利益1,570百万円(同2.3%増)を見込んでいる。同社は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たが、14/3期に達成を計画している。

1. 教育事業は、売上高34,490百万円(前期比1.2%増)、セグメント利益5,360百万円(同1.2%増)を見込む。生徒数の予想は開示していない。
 - 学習塾部門では、「栄光ゼミナール」「栄光ゼミナール リテラ」を中心に10校を新たに開設する予定。既存校でも効率化・顧客満足度の向上を図る予定である。「栄光ゼミナール リテラ」は新ブランドで、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となっている。
 - 語学教育部門では、5月に自由が丘校を新設したが、その他に6、7校を新たに開設する予定。学習塾スペースの共有による新校展開も図る。
2. 教育ソリューション事業は、売上高6,720百万円(前期比0.6%増)、セグメント利益750百万円(同17.7%増)を見込む。
 - 13/3期は、平成24年度からの中学校における新学習指導要領の実施に伴い、中学生対象の教材改訂の先行的なコスト負担があったが、14/3期はそうしたテキスト改訂費用がなくなり収益性が向上する見込み。

◆ 14年3期の当センター予想

当センターでは、先に行われた中学・高校入試における同社の合格者動向は概ね良好であることから、生徒の募集は堅調なスタートが切れた状況にあると考えている。「シェーン英会話」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生徒数が増加し、出校も順調に進むと思われることから、会社予想並みの増収増益を予想している。

> 中期見通し

一人の女性が一生に産む子供の数は低い水準にあるものの、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、今後もニーズの増大が期待される。このような経営環境下、同社は事業を教育に特化し、サービスの拡充に注力することによって増収基調を維持したい考えである。

当センターでは、15/3期以降も14/3期程度の校舎数の増加、及び校舎の増加に伴う生徒数の増加を見込み、従来の中期見通しを見直し、16/3期予想を新たに策定した。増収率は年率1%台が続くと思われ、中期的な利益成長率を年率1%～3%と見込む。前述した経常的な特別損失も毎期5億円程度見込んでいる。

【図表3】中期業績見通し

| (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 | 予想 | 予想 |
| 前回 13年3月 時点 | 売上高 | 42,500 | 43,500 | 44,500 | |
| | 営業利益 | 4,150 | 4,250 | 4,350 | |
| | 経常利益 | 4,060 | 4,150 | 4,250 | |
| | 当期純利益 | 1,400 | 1,480 | 1,530 | |
| 今回 | 売上高 | 42,000 | 42,450 | 43,000 | 43,500 |
| | 営業利益 | 4,080 | 4,250 | 4,300 | 4,350 |
| | 経常利益 | 3,974 | 4,140 | 4,200 | 4,250 |
| | 当期純利益 | 1,534 | 1,570 | 1,590 | 1,625 |

(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

連結配当性向 40%を目安に業績に応じた柔軟な成果配分を行うことを基本方針としている。また、内部留保資金については、従来通り成長に向けた投資(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)に活用する方針である。13/3 期は、24 円の配当を実施予定である。旧栄光の配当実績を含めると、10/3 期以降 4 期続けての増配となる。今期は、24 円を継続する予定。同社の今期予想 EPS (74.0 円) をベースにすると配当性向は約 32%、現在の株価水準では配当利回りは約 3%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

成熟化しつつある学習塾業界は成長期待が乏しいことから、東証二部全銘柄の今期予想基準 PER13.0 倍に対して、同業界はやや低位に放置される傾向がある。同社の株価バリュエーションは 14/3 期会社予想及び当センター予想基準 PER は約 11 倍と、同業他社の今期予想基準 PER と大きな隔たりはない。

【図表 4】 株価バリュエーション

| | 6053 東証二部 栄光ホールディングス | 4718 東証一部 早稲田アカデミー | 9733 JQS ナガセ |
|--------------|-------------------------|-----------------------|-----------------|
| 株価 (6/7終値) | 780 | 739 | 2,631 |
| PER (今期予想、倍) | 10.4 | 11.0 | 12.5 |
| PBR (直近実績、倍) | 1.2 | 1.0 | 2.4 |
| 配当利回り (予想) | 3.2% | 4.1% | 3.0% |
| 時価総額 (百万円) | 17,061 | 6,160 | 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 762 円~914 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、東証二部全銘柄の今期予想基準 PER 及び同業他社の今期予想基準 PER を参考に、当センターでは同社の適正な PER を 10 倍~12 倍と想定している。これを当センターの 16/3 期予想 EPS 76.2 円に適用して算出した中期的な適正株価は 762 円~914 円と想定される。今後は、短期的には生徒数の推移、新校開設の状況、合格実績、中期的には業務提携先との協業の進展、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

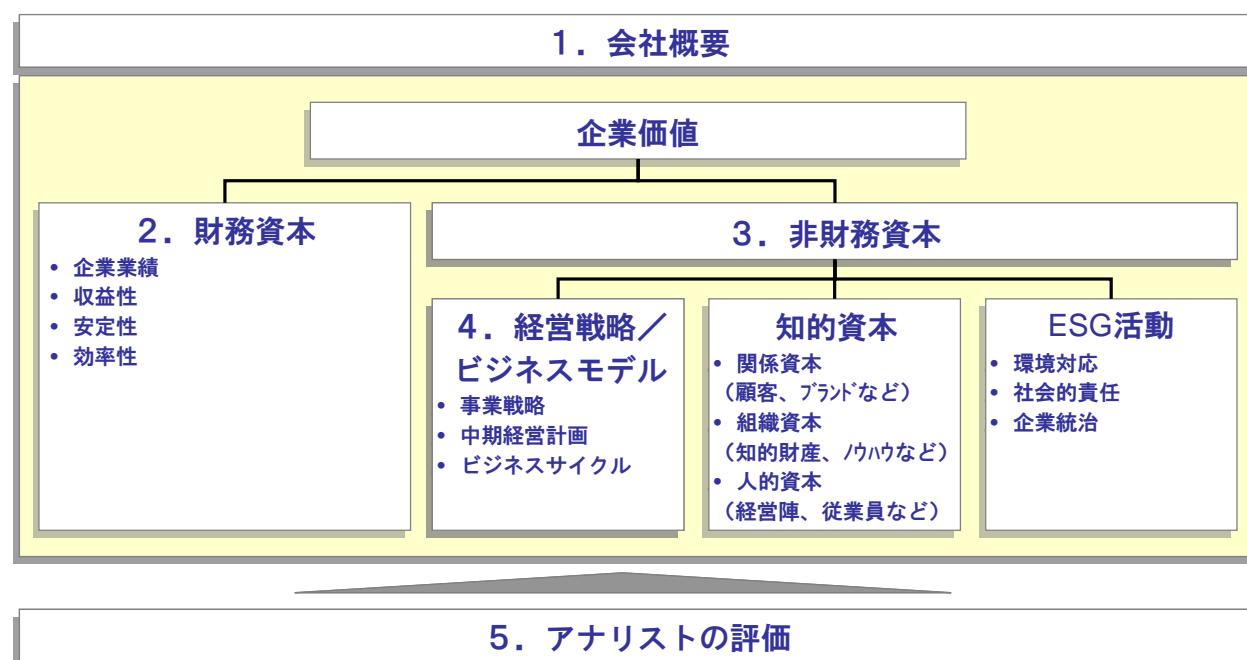
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。