

進学個別指導塾TOMASを運営

投資判断 (5/2)

リソー教育 (4714・東証1部)

Overweight 継続

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
835円 (5/2)	100株	434.8億円 (5/2)	948円 (18/1/4)	725円 (18/3/26)	27.4倍 (5/2)

生徒数増加で業績好調、株価は依然割安

■18年2月期過去最高、「サテライト校戦略」奏功

18年2月期連結業績は、売上高22,584百万円（前期比8.7%増）、営業利益2,158百万円（同5.2%増）、当期純利益1,381百万円（同8.3%増）と増収増益で着地、過去最高収益を更新した。営業利益率は9.5%と、会社計画やモーニングスターの想定を小幅に下回った。新規事業であるスクールTOMAS（学校内個別指導塾）のセグメント損益が72百万円の赤字（前期は169百万円の黒字）となったことが響いたが、これはフィリピン・セブ島のITパークに設立したオンライン英会話事業に対する先行投資が想定以上にかさんだため。投資は完了したことから、19年2月期以降、同セグメントは黒字化する見通し。

主力のTOMAS（学習塾事業部門）は、前期から成長戦略として注力する「首都圏サテライト校戦略」が順調に進み、8校を新規開校、3校を移転リニューアルした結果、売上高は11,556百万円（前期比9.1%増）、セグメント利益は1,029百万円（同18.4%増）と伸長した。新規開校を推進しているにも関わらず、サテライト校戦略により高収益体質化が進み、セグメント利益率は89%と前期の82%から上昇している点も注目したい。

■大学入試改革、人づくり革命が追い風

「人づくり革命」の一環として教育無償化が進み教育関連への投資拡大が見込まれる他、大学入試改革による英会話の導入など、国の教育改革が同社の追い風となる。

会社計画の19年2月期連結業績予想は、売上高24,200百万円（同72%増）、営業利益2,510百万円（同163%増）と増収増益で過去最高を更新する見通し。モーニングスターでは、計画値は保守的と見ており、期初ながら上プレ余地があると予想している。業績のけん引役は引き続き主力の学習塾事業。同社は年間10校程度の新規開校を計画、18年に入りすでに6校を開校済。これまでは主にターミナル（主要）駅を中心に展開してきたが、今後は主要駅周辺の中堅駅にもサテライト校の展開を開始する。サテライト校の教室の規模は、不動産の物件が探しやすい150名規模で展開を進めているが、例えば、4月に開校した吉祥寺校（東京都）は、生徒数も多く見込める好立地な上、250-300名程度の規模となり、収益インパクトが大きくなるケースも見られる。既存校に関しては、拡大リニューアルをし、よ



り多くの生徒数を受け入れる体制も整えている。

成長事業である学校内個別指導にも注目したい。18年2月期の同セグメントの売上高は前期比5.1%増と高い増収率を示したが、19年2月期はさらに成長が加速すると予想。フィリピン・セブ島のITパークを拠点とした学校法人向けオンライン英会話システムを学校の授業内や放課後学習で展開、今期で学校内個別指導とあわせて合計41校導入となる。導入校の中には西大和学園中学校・高等学校（奈良県）など名門校も含まれる。少子化の流れの中、学校側も生き残りをかけ付加価値を高めようと、学校内個別指導のニーズが高まっている。これに対し、リソー教育側も大幅に営業人員を採用するなど取り組みを図る。

株価は19年2月期の好調な決算や増配予想を背景に上昇したが、依然評価不足とみる。投資判断は「Overweight」継続。想定株価レンジ上限を1,200円（従来は1,150円）に小幅引き上げる。同社へのヒアリングを経て、23年2月期までの業績予想をアップデート、新たな収益予想をベースにDCF（ディスカウント・キャッシュフロー）法を用い算出した。

配当についても株主還元率100%を継続し、19年2月期の1株当たり予想配当は30円（前期は28円）、配当利回りは36%（5月2日終値時点）に達している。

(宮本 裕之)

業績動向 (5/2時点)

		売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
17年2月期	実績	20,777	5.8	2,051	8.5	2,032	9.4	1,275	▲10.7	25.1
18年2月期	実績	22,584	8.7	2,158	5.2	2,139	5.3	1,381	8.3	28.1
19年2月期	会社予想	24,200	7.2	2,510	16.3	2,500	16.9	1,500	8.6	30.5
	MS予想	26,000	15.1	2,800	29.7	2,800	30.9	1,680	21.7	32.3
20年2月期	MS予想	32,000	23.1	3,500	25.0	3,500	25.0	2,100	25.0	40.3

■ 会社概要

進学個別指導塾のTOMASを首都圏中心に展開している。従来は「補習」がメインとされた個別指導塾を、「進学」向けとした先駆者で、同社の進学実績は高い。個別指導塾は、先生1人が数人の生徒を指導する塾も多いが、同社は完全1対1。その分月謝は高めだが、徹底した研修を背景としたクオリティの高い講師や各個人に合った「百人百様のカリキュラム」の提供など、質の高いサービスを提供している。

TOMASは18年3月末時点で79校を展開しているが、同業他社と比べ教室数は依然として少なく、教室を増やす余地は大きい。今後年間10校程度増やし、120校程度まで拡大する方針。その他、プロの家庭教師派遣を手掛ける名門会や、13年にM&A(企業の合併・買収)した伸芽会が主力事業。さらに、新規事業である学校内個別指導の成長も著しい。

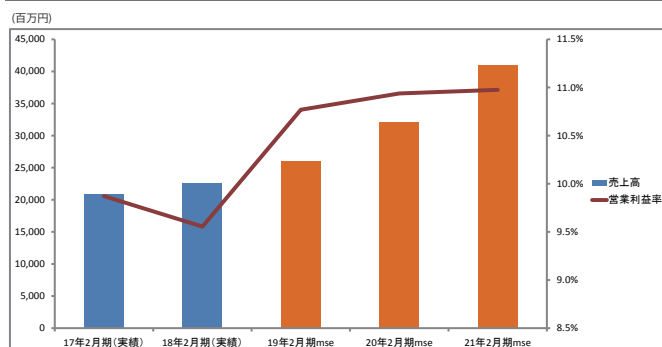
■ 事業環境と展望

事業環境には追い風が吹く。安倍晋三政権は、「人づくり改革」の一環として幼児教育の無償化や高等教育の負担軽減などに、19年10月の消費増税増収分を財源とする年間2兆円程度を投じる方針を示しており、幼児教育の市場拡大や、学習塾など教育関連への投資拡大が期待できそうだ。また、2020年度から始まる大学入試改革により、英語の「話す」や「書く」技能が追加されることで、教育関連業界にとっては新たな商機となる。

同社ではフィリピン・セブ島のITパークに事業所を整備、英会話が重要科目となる中で、こうしたニーズに応える体制を整えている。英会話を強みに学校内に開校している「ハローe先生事業」を含む学校内個別指導は、導入校が急拡大。カリキュラムが放課後だけではなく、通常授業内にも組み込まれ始めている。同社にとっては教室確保の必要もないため、25%~30%程の収益率の高い事業となる一方、学校側にとっては、少子化を背景とした生き残りを掛けた競争の中で、付加価値を付けることにもつながっている。

主力事業のTOMASは完全1対1で、塾ビジネスを教育ではなくサービス業と位置付け、徹底したクオリティの向上に注力している。その分単価は高めだが、集団指導や複数指導に比べ、授業の質は格段に高くなり、こうしたレベルの高いサービスを求める傾向が強まっている。講師の給与も高いことで、優秀な講師が集まりやすくなる他、徹底した社員教育や講師研修も行っている。教室の社員が教務業務(担任制)に専従することで、講師は目の前の授業だけに集中できる環境を整えている。

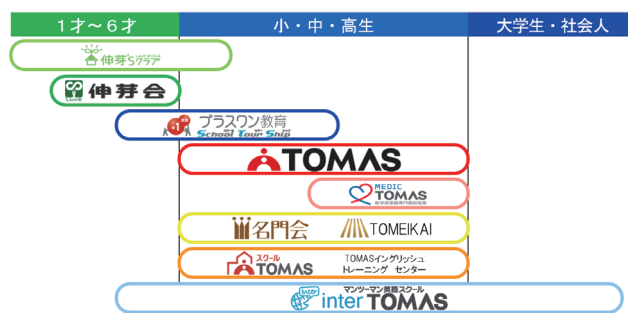
19年2月以降成長加速



出所: 会社資料を基にモーニングスター作成

対象年齢軸の拡大

「伸芽'sクラブ」により1歳児からの「囲い込み戦略」



出所: 会社資料

リスク要因

進学個別指導塾TOMASは、首都圏を中心に新校開設、既存校の拡大移転リニューアルで教室展開を図る予定だが、物件の確保が出来ずに計画通り教室展開が出来ない場合は、業績へ影響を及ぼす可能性がある。

株主還元 (5/2時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金				
		10末	2Q末	3Q末	期末	年間
17年2月期	実績	0円	12円	6円	7円	25円
18年2月期	実績	7円	7円	7円	7円	28円
19年2月期	会社予想	7.5円	7.5円	7.5円	7.5円	30円

■ 株主優待

無し

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (5/2時点)

	リソー教育 (4714・東証1部)	明光ネット (4668・東証1部)	東京個別 (4745・東証1部)	
基本事項	株価	835円	1,245円	1,220円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	83,500円	124,500円	122,000円
	決算月	2月	8月	2月
株価指標	PER(予)	27.4倍	27.8倍	37.0倍
	PBR(実)	6.6倍	2.3倍	7.7倍
	配当利回り(予)	3.6%	3.4%	2.1%
成長性	売上高成長率(予)	7.2%	5.3%	3.3%
	営業利益成長率(予)	16.3%	▲23.1%	2.5%
	EPS成長率(予)	8.5%	▲41.7%	2.5%
収益性	売上高営業利益率(予)	10.4%	9.9%	13.6%
	自己資本当期純利益率(実)	22.0%	14.8%	20.7%
	総資産経常利益率(実)	18.6%	15.5%	24.0%
財務安定性	自己資本比率(実)	53.5%	74.5%	75.2%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.0%	0.5%	0.0%
	流動比率(実)	176.4%	250.3%	316.7%

「明光義塾」を展開する明光ネットワークジャパン（4668）や、ベネッセグループの東京個別指導学院（4745）を比較対象として挙げた。

■ 成長性

質の高いサービスの提供を背景に少子化に強い耐性を持っていることから、厳しい環境でも堅調な成長が見込まれる。会社計画の19年2月期連結業績予想は、売上高24,200百万円（前期比7.2%増）、経常利益2,500百万円（同16.8%増）と増収増益で、過去最高を更新する見通し。長期的には22年2月期に17年2月期会社計画から倍増となる売上高40,000百万円以上、経常利益5,000－6,000百万円以上を目標に掲げる。収益性の高い学校内個別指導など新規ビジネスの展開が進むことで、利益成長は2ケタの高い伸びが想定される。TOMASの新校開設が進み、新規事業の収益寄与が本格化する19年2月期以降、本格的な成長期に突入する。

■ 収益性

ROE（株主資本利益率）を重視した経営を行っている。18年2月期のROEは22.0%と17年2月期の18.1%から一段と上昇、競合他社と比べても高水準にある。今後はスクールTOMASのオンライン英会話事業の拡大や成長事業である学校内個別指導など収益性の高い新規事業がROEの上昇に貢献しそうだ。

株主や従業員への100%の利益還元を重視する方針を示しており、利益の拡大は配当増などにつながる可能性が高い。

■ 財務安定性

18年2月期の自己資本比率は53.5%と問題のない水準。有利子負債はなく、実質無借金経営。教室はすべて賃貸で、大型の設備投資も必要ない業態だ。18年2月期は、フィリピン・セブ島のITパークの事業所への先行投資を行ったが、この整備は終了し、さらなる投資はなさそうだ。流動比率も100%を大幅に上回っており、財務面での不安は乏しい。

モーニングスター株式会社
プロダクト開発本部 株式分析部 アナリスト 宮本 裕之
03-6229-0810 hmiyamoto@morningstar.co.jp

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートの読み方

特徴

(1) 第三者機関として中立的な立場を重視

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートは、モーニングスターが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。モーニングスターがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

(2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

(3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、モーニングスターの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%~+15%にとどまると予測される場合

Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以下下回ると予測される場合

モーニングスターでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

(4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

項目説明

■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2~4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびモーニングスターの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債 / 自己資本 × 100）、流動比率（＝流動資産 / 流動負債 × 100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。