

# ホリスティック企業レポート チエル

## 3933 東証 JQS

アップデート・レポート  
2019年9月27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 20190924

# チエル(3933 東証 JQS)

発行日: 2019/9/27

## 学校教育向け ICT 事業に特化した会社 短期的な業績回復と中長期的な EdTech ベンチャーグループ形成の動きに期待

### > 要旨

#### ◆ 会社概要

- ・チエル(以下、同社)は、学校教育向け ICT 事業の専業で、小学校～大学を対象に、授業・講義支援システムやデジタル教材を提供している。
- ・教育 ICT に関係する企業は多いが、システムとコンテンツの両方を持ち、専業で展開する企業は少ない。

#### ◆ 19年3月期決算

- ・19/3 期決算は、売上高 2,030 百万円(前期比 1.2%増)、営業利益 77 百万円(同 61.4%減)である。期初の会社計画に対する達成率は、売上高が 92.3%、営業利益が 35.3%と、利益が大幅に未達となった。高校大学市場向けの受注減に加え、高利益率の自社開発製品の売上構成比の伸び悩み、開発費の増加による原価の増加が影響した。

#### ◆ 20年3月期業績予想

- ・20/3 期業績について、同社は売上高 2,900 百万円(前期比 42.8%増)、営業利益 210 百万円(同 170.2%増)を予想している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、20/3 期の業績予想を、売上高 2,871 百万円(前期比 41.4%増)、営業利益 209 百万円(同 169.6%増)と会社計画に近い水準へ修正した。連結子会社の増加で新規に加わる進路部門の上乗せのほか、既存事業では情報基盤部門が増収に貢献するものとした。また、売上総利益率及び売上高販管費率の改善により、売上高営業利益率は 7.3%まで改善するものと予想する。

#### ◆ 今後の注目点

- ・当センターでは、21/3 期は前期比 22.5%増収、22/3 期は同 8.6%増収とし、22/3 期に売上高営業利益率が 8.0%まで改善すると予想している。
- ・同社は 20/3 期に新たに進路部門を加え、3 セグメント体制で事業を展開していくこととなった。今後も M&A を積極的に活用すると考えられるが、どのような EdTech ベンチャーグループを構築するかにも注目しておくたい。

#### 【 3933 チエル 業種：情報・通信業 】

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)
2018/3	2,005	3.0	201	-2.6	253	12.3	183	16.9	47.9	392.0	0.0
2019/3	2,030	1.2	77	-61.4	61	-75.7	10	-94.3	2.8	385.6	0.0
2020/3 CE	2,900	42.8	210	170.2	230	273.8	150	14.2×	38.5	-	0.0
2020/3 E	2,871	41.4	209	169.6	228	272.0	149	14.2×	39.1	424.7	0.0
2021/3 E	3,516	22.5	277	32.6	301	31.8	201	34.2	52.4	477.2	0.0
2022/3 E	3,818	8.6	304	9.7	333	10.6	228	13.6	59.6	536.7	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、連結決算

アナリスト: 藤野敬太  
+81 (0) 3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

#### 【主要指標】

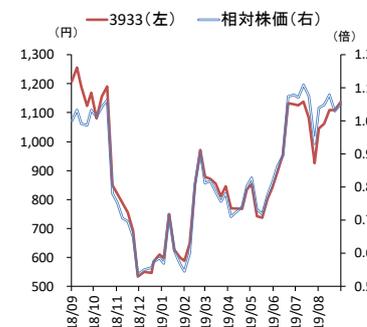
	2019/9/20
株価 (円)	1,136
発行済株式数 (株)	3,882,000
時価総額 (百万円)	4,409

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	405.7	29.1	21.7
PBR (倍)	2.9	2.7	2.4
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	7.1	26.6	-9.6
対TOPIX (%)	0.2	21.5	1.7

#### 【株価チャート】



(注) 対TOPIXは対TOPIX、基準は2018/9/21

#### アップデート・レポート

2/22

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。

> 事業内容

注) ICT

Information & Communications Technology の略。

情報処理や通信に関連する技術、産業、設備、サービス等の総称をいう。

◆ 学校教育 ICT 市場に特化して事業を展開

チエル (以下、同社) は、学校教育 ICT 市場に特化して事業を展開している。小学校から大学を対象に、授業・講義支援システムやデジタル教材を提供している。

学校教育 ICT は、政府が策定した教育に関する総合計画の「第 2 期教育振興基本計画」を始めとする政府の政策により、大きな予算がつく分野である。政策の後押しという大きな追い風が吹く中、参入も多く見られ、教育 ICT に関係する企業は多い。その中でも、システム (プラットフォーム) とコンテンツ (デジタル教材) の両方を持って提供する企業は少なく、その両方を持ち合わせていることが大きな競争力の源泉となっている。

◆ 再編後の報告セグメントベースでは、学習部門が約 70%を占める

同社の事業は、19/3 期までは学校教育 ICT 事業の単一セグメントであった。昭栄広報 (東京都千代田区) とエーアンドシー (東京都千代田区) の買収に伴い、進路部門を新設した上で、従来の事業を学習部門と情報基盤部門に再編し、20/3 期から 3 つの報告セグメントでの開示を行う予定としている。

参考情報ではあるが、19/3 期は学習部門が約 70%、情報基盤部門が約 37%の構成となった (部門内相殺があるため、合計は 100%にならない) (図表 1)。また、販売先別では、売上高の内訳の開示がなく、受注高ベースとなるが、高校大学市場向けが約 60%、小学校中学校市場向けが約 29%、自治体・企業等が約 15%となっている (同上)。なお、事業の特性上、同社の売上高及び営業利益は第 4 四半期に集中する傾向にある。

【 図表 1 】 売上高・営業利益

(単位:百万円)

	17/3期 連結	18/3期 連結	19/3期 連結	前期比			対売上高		
				17/3期	18/3期	19/3期	17/3期	18/3期	19/3期
売上高	1,947	2,005	2,030	12.7%	3.0%	1.2%	100.0%	100.0%	100.0%
学習部門	-	-	1,425	-	-	-	-	-	70.2%
進路部門	-	-	-	-	-	-	-	-	-
情報基盤部門	-	-	748	-	-	-	-	-	36.8%
部門内相殺	-	-	-143	-	-	-	-	-	-7.0%
営業利益	206	201	77	11.2%	-2.6%	-61.4%	10.6%	10.0%	3.8%

(注) 17/3 期連結の前期比は 16/3 期単体との比較

(出所) チエル有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 学校教育分野の ICT 市場が事業領域

同社は教育分野での ICT のシステムやコンテンツの提供を主要事業としている。教育シーンを、場所・形態 (学校、学習塾・通信教育、企

業・社会人教育)と業務(事務、現場)で分類した場合、従来は学校における教育現場にほぼ特化して事業を展開してきた(図表2)。

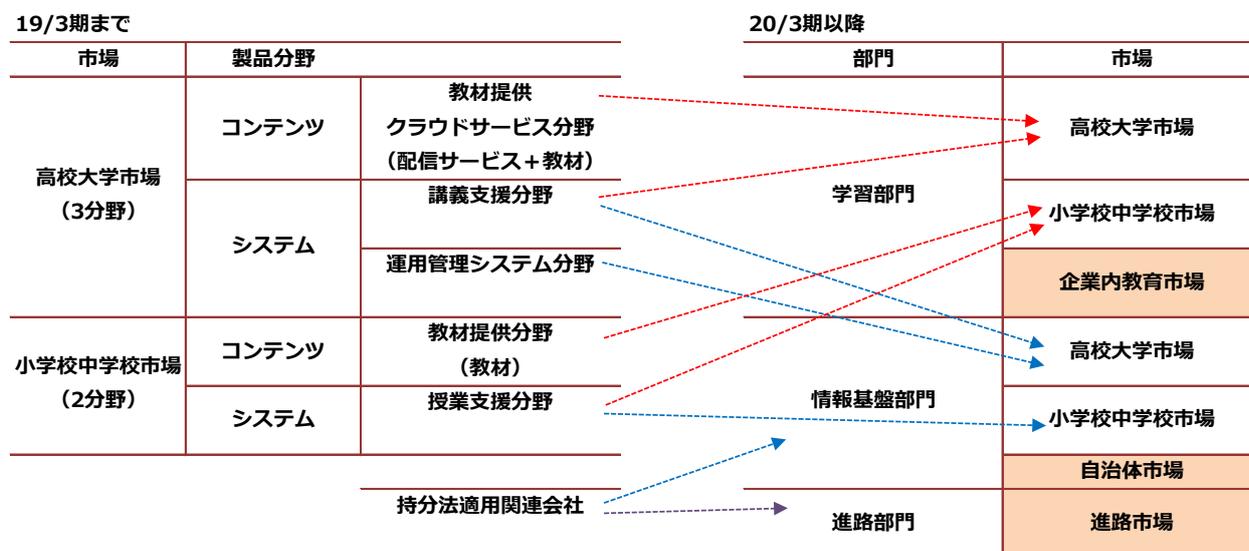
【図表2】チエルの従来の事業領域

	事務	現場
学校	校務	学校教育(教務)
学習塾 通信教育	総務・経理	通信教育や学習塾での教育
企業 社会人教育	総務・経理	研修

(注) 点線で囲った部分がチエルの事業領域  
(出所) チエル決算説明会資料

しかし、M&Aによりグループ会社が増え、事業領域が拡大してきた。そのため、20/3期以降は、事業領域を3つに再編することとなった(図表3)。

【図表3】チエルの事業再編



(出所) チエル中期経営計画説明資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 4 】 グループ会社の対応部門

企業名	関係	グループ会社化 の経緯	部門			概要
			学習部門	進路部門	情報基盤	
チエル	親会社	—	✓		✓	・教育用ソフトの開発・販売
沖縄チエル	連結子会社	16年7月 設立	✓		✓	・教育用ソフトの販売
東大英数理教室	連結子会社	17年3月 買収	✓			・デジタル教材の開発・販売
VERSION2	連結子会社	17年4月 買収	✓			・eラーニングシステムの開発・販売
コラボレーションシステム	連結子会社	17年3月 持分法適用会社 17年9月 連結子会社化			✓	・沿革監視システムの開発・販売
昭栄広報	連結子会社	19年6月 買収		✓		・進学情報の提供
エーアンドシー	連結子会社	19年6月 買収		✓		・進学情報の提供、就職斡旋
ダイヤ書房	持分法適用会社	17年4月 出資		✓		・教材販売、進学情報の提供
ワンピ	持分法適用会社	元は共同開発先 17年3月 出資			✓	・データ消去システムの開発・販売
SHIELDDEX	持分法適用会社	17年9月 出資			✓	・セキュリティ製品の開発・販売

(出所) チエル決算説明会資料より証券リサーチセンター加筆

#### ◆ チエルが提供する製品分野

以前より同社が提供する製品の対象は、高校大学市場向け（以下、高大市場）の 3 分野、小学校中学校市場（以下、小中市場）向けの 2 分野の合計 5 分野となる（図表 3 の左側）。製品ごとの競合はあるが、コンテンツとシステムの両方を自社で取り揃えている企業はほとんどなく、そのことが同社の強みのひとつとなっている。

提供するシステムの多くが自社または自社グループの開発によるものである。また、これらのシステムの稼働をスムーズにするために、システム導入時に、セキュリティ関連のソフトウェアや画像転送システム等のハードウェア等の OEM 製品をセットで納入することがある。

また、コンテンツに分類される教材は、外部の企業の制作協力を受けて作られている。

#### ◆ 高校大学市場（高大市場）

高大市場向けには、教材提供クラウドサービス分野、講義支援分野、運用管理システム分野の 3 分野をカバーしてサービスを提供している（図表 5）。

特徴的なのは、クラウド型の教材配信サービス「CHJeru.net」があることで、「CHJeru.net」は 04 年 4 月のサービス開始以降、16 年 11 月に累計 300 万ユーザーを超えてもなお、増加し続けている模様である。この「CHJeru.net」を通じて各種デジタル教材が販売されている。

高大市場での取り扱いが多岐にわたるが、同社が得意としているのは

注2) CALL

Computer Assisted Language Learningの略。

コンピュータを活用した外国語教育システムのことをいう。

CALL/PC 教室向けのシステムである。それは、19/3 期において、全社売上高の約30%がCALL<sup>注2</sup>/PC 教室向けによるものであることからもうかがえよう。

語学学習やPC 学習のためのツールは、ソフトウェアだけでなく、ハードウェアやネットワークも機能の優劣を決める要因であり、コンテンツとシステムの両方を自社で取り揃えることができる会社にとって強みを発揮できる分野となっている。

【 図表 5 】 高校大学市場（高大市場）向け製品・サービス

市場	分野	製品・サービス名	内容	
コンテンツ	教材提供 クラウドサービス 分野	教材配信プラットフォーム	CHIERU.net	・語学学習教材等のeラーニング教材を提供する ・学校向けクラウド型教材配信サービス ・主に高大市場が対象
	教材提供 クラウドサービス 分野 (デジタル教材)	クラウド型英検対策教材	旺文社・英検CAT	・英検対策の学習ができるeラーニング教材 ・制作協力は旺文社
		アクティブ・ラーニング型 学修(学習)支援教材	ABLish	・世界のニュースを難易度別にトピック化して配信する 英語ニュース教材 ・制作協力はインターアクト・ジャパン
		クラウド型 TOEFL®テスト・TOEIC®テスト 対応教材	スーパー英語	・受験対策用eラーニング教材 ・制作協力はエル・インターフェース
*多くは 「CHIERU.net」 を通じて販売	ムービーテレコ対応映像・音声教材	Adventures Abroad等	・「CaLabo EX」で利用可能な映像・音声教材学習ツールの 「ムービーテレコ」対応の英語学習教材 ・制作協力はマクミラン ランゲージハウス	
システム	講義支援分野	フルデジタルCALLシステム	CaLabo EX	・デジタル教材、音声、画像をデジタル配信する CALL教室向け語学学習支援システム
		授業支援システム	CaLabo LX	・PC教室用の画面モニタリングや操作ロック機能を 搭載した授業支援システム
		タブレット対応授業支援システム	CaLabo TX	・タブレット端末を利用したアクティブ・ラーニング型 授業に対応する授業支援システム
		語学学修プラットフォーム	CaLabo Language	・PC、タブレット端末、スマートフォンに対応し、 いつでもどこでも語学学習を可能とするシステム
	アクティブ・ラーニング 支援システム	CaLabo Bridge	・講義管理機能、「CaLabo EX」「CaLabo LX」との連携、 配布資料やレポート課題の一元管理を通じて、 複数の講義室での授業の双方向性を高める タブレット対応授業支援システム	
運用管理システム分野	学内ICT運用管理ソリューション	ExtraConsole	・学内端末やユーザー情報を一元管理し、 学内資産の機能性向上を図る運用管理ソリューション	

(出所) チエル有価証券報告書、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ 小学校中学校市場（小中市場）

小中市場向けには、2 分野をカバーするサービスを提供している（図表 6）。高大市場向けと異なるのは、運用管理システム分野の製品・サービスがないことである。

また、高大市場向けの「CHJeru.net」のようなクラウド型の教材配信プラットフォームが長らくなかったが、17年7月に、小中市場向けの教育クラウドサービス「CHJeru.net for School」をリリースし、第1弾として3種類のデジタル教材をクラウド化している。

【図表6】小学校中学校市場（小中市場）向け製品・サービス

市場	分野	製品・サービス名	分野	分野
コンテンツ	教材提供 クラウドサービス 分野	教材配信プラットフォーム	CHJeru.net for School	・デジタル教材や教務支援システムをクラウド化して 一元的に提供する教育クラウドサービス ・小中学校向け
	教材提供 クラウドサービス 分野 (デジタル教材)	検定式デジタル教材	基礎・基本 計算検定 基礎・基本 国語検定	・個別学習に合わせた検定式のデジタル教材 ・繰り返し学習と進級する仕組みによる学習意欲喚起が特徴
		タブレット対応教師用提示教材	フラッシュ型教材シリーズ	・フラッシュカードのように課題を瞬時に切り替え表示し、 基礎・基本知識の習得を支援するデジタル教材 ・制作協力は教育同人社等
		タブレット対応生徒児童用教材	個別学習型教材シリーズ	・児童生徒が1人でも基礎・基本知識を習得できる教材 ・制作協力は教育同人社等
	ドリル型eラーニング教材	基礎・基本定着ドリル	・個別学習・家庭（反転）学習による基礎・基本の定着を図る ドリル型教材 ・アダプティブラーニング（適応学習）機能で児童生徒の 理解度に応じた学習を可能にする ・制作協力はすららネット	
システム	授業支援分野	タブレット対応教務支援システム	らくらく先生スイート	・授業の準備、評価、計画、運営等の教員の教える仕事を 支えるタブレット対応教務支援システム
		ネットワーク型学習評価システム	InterCLASS	・PC教室での、普通教室の学習の振り返りを実現する PC教室向け授業支援システム
	運用管理システム分野	-	-	-

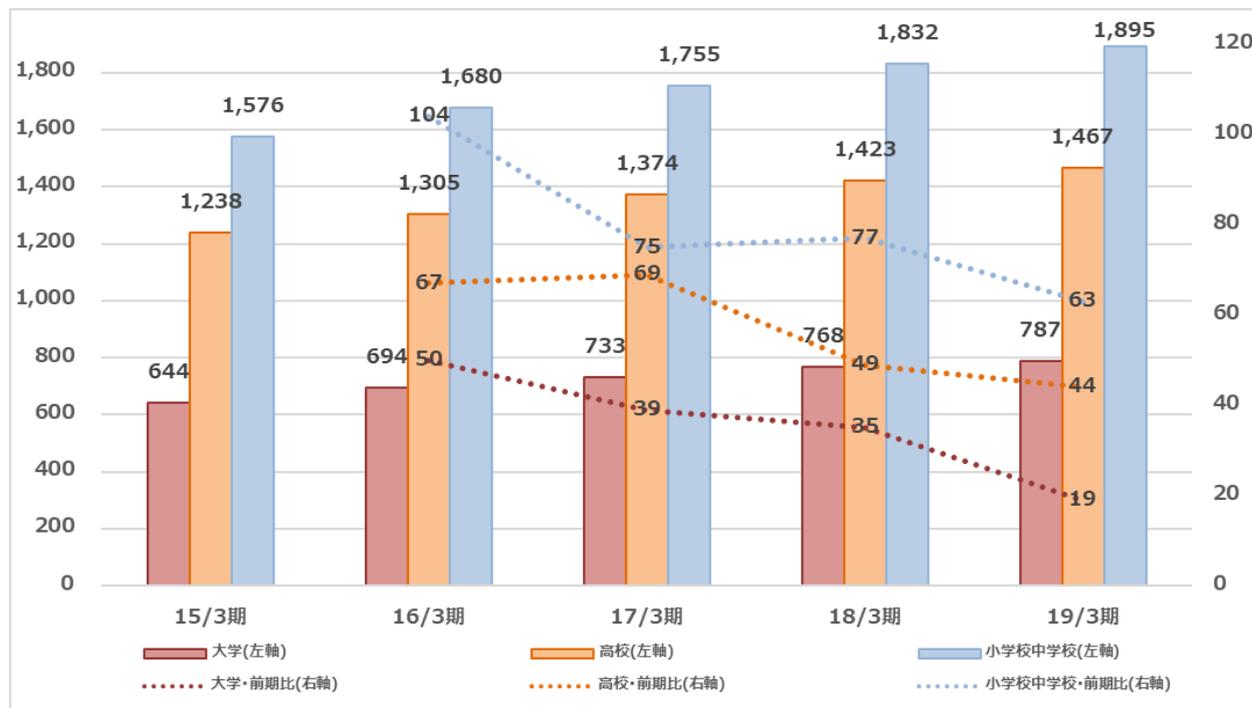
(出所) チエル有価証券報告書、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

#### ◆ 導入実績

過去に同社のシステムやサービスを導入したことがある学校数は、19/3期までの累計ベースで、大学（高等専門学校を含む）787校、高等学校1,467校、小学校中学校1,895校である（累計であるため、当該時点で導入されているかどうかを示しているわけではない）（図表7）。

【 図表 7 】 累計の導入校数の推移

(単位:校)



(出所) チエル中期経営計画説明資料より証券リサーチセンター作成

### ◆ 開発

同社が提供する商品・サービスの多くが、システムを中心として自社開発のものが多いこともあり、積極的な開発が続けられている(研究開発と製品・サービス開発の両方を含む)。

19/3 期末時点で、新製品開発や既存製品のバージョンアップを行う製品開発部に正社員 6 名(18/3 期末は 7 名)が配置されている。単体の正社員 47 名に対する割合は 12.8%(同 12.1%)である。

積極的な開発の蓄積の結果、現在、以下の 4 件の特許を取得している。

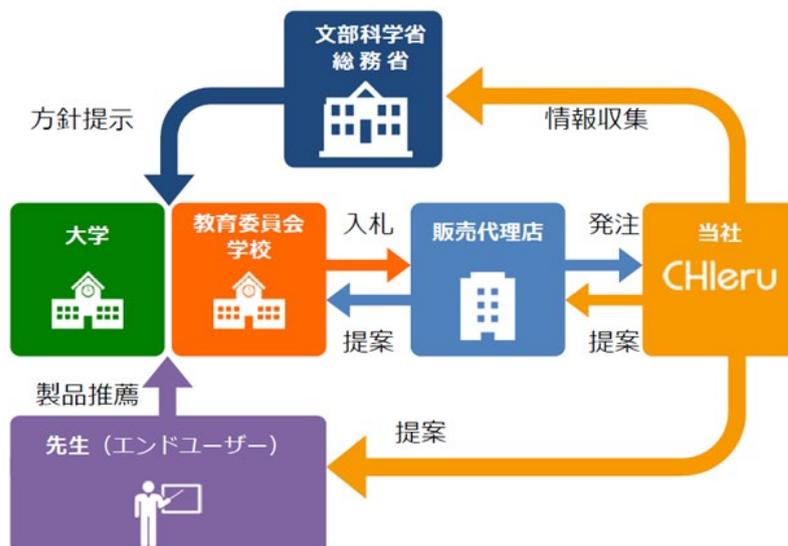
- (1) 学習用シングルサインオンシステム (05 年 10 月取得)
- (2) 教育教材ナビゲーション・システム (15 年 1 月取得)
- (3) 中継装置、中継方法及び中継プログラム (17 年 9 月取得)
- (4) データ通信再生装置・再生方法・再生プログラム  
(18 年 7 月取得)

なお、研究開発について、20/3 期以降の主要テーマは、タブレット対応、アクティブ・ラーニング対応、クラウド対応、教材開発の 4 つとしている。

◆ 学校の先生がエンドユーザーとなるビジネスフロー

同社の進路部門以外の事業のビジネスフローは図表 8 で示される。

【 図表 8 】 チエルのビジネスフロー



(出所) チエル決算説明会資料

教育分野のうち、これまでは学校における教育現場にほぼ特化してきたため、ICT を用いることで先生の授業を改善することと、ICT を用いて生徒の情報活用能力を高めることが、同社が提供する付加価値となる。そのため、同社にとってのエンドユーザーは、生徒を指導する先生となる。

学校教育においては、どのようなシステムや教材を用いるかは、現場の先生に事実上の決定権があり、先生から学校（大学や高校の場合）や教育委員会（小中学校の場合）に製品・サービスが推薦される。

その後、学校や教育委員会が入札権を持つ企業を対象に入札を募り、落札した企業が学校に納入する。この落札した企業（販売代理店）を経由して、同社の製品・サービスが提供されていく。

販売代理店は、その地域で入札権を持つ企業であり、全国に分布している。現在、販売代理店は約 400 社ある。これに対し、同社の営業拠点は子会社の沖縄チエルを含めて 8 カ所あり、約 20 名の担当者が、各地の学校の先生に提案を行うとともに、販売代理店との関係強化に努めている。なお、営業部門の規模は大きいとは言えないため、顧客データベースを活用した営業活動の効率化を図っている。

また、セミナー開催や展示会への出展を行うほか、カタログ情報誌を年に2回、1回につき20,000部(高大市場向け9,000部、小中市場向け11,000部)を制作、配布することで、同社の認知度向上を図っている。

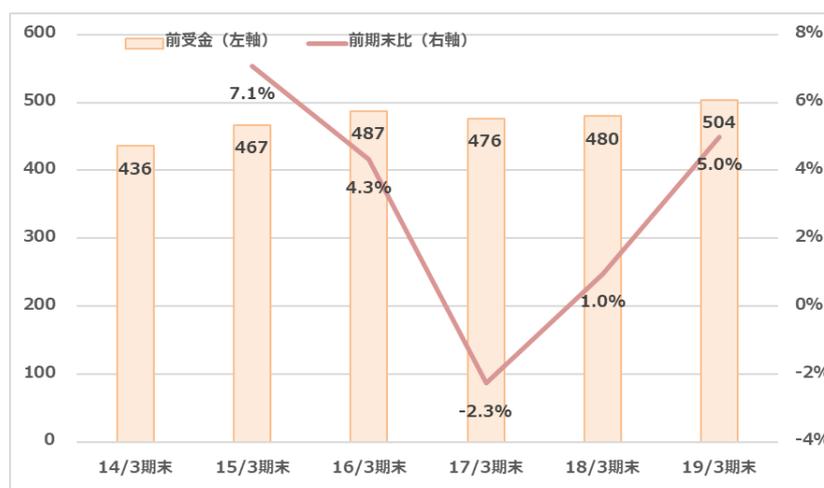
#### ◆ ストックビジネスによる業績の安定化

同社では、教材の複数年購入、保守契約、大学への常駐契約等の複数年契約(期間契約)をストックビジネスと称している。同社の売上及び売上総利益の一定割合がこれらのストックビジネスによってもたらされているものであり、業績の安定化につながる要因である。

これらのストックビジネスの受注の傾向は、前受金の推移により推し量ることができるため、同社の業績を見る上での重要な財務項目となっている(図表9)。

【図表9】前受金の推移

(単位:百万円)



(注) 16/3 期末までは単体の数値

(出所) チエル有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 海外への販売

同社は早い段階から、海外の学校での実証実験を行ってきた。その関係もあって、08年の韓国を皮切りに、海外の企業とも販売代理店契約を締結している。同社は海外拠点を有しているわけではないが、現在、販売代理店が置かれている24カ国へ製品・サービスを輸出している。ただし、海外向けは国内向けに比べて単価が低いため、全体の業績への貢献は限定的である。また、国内でのM&Aを活発化していることもあり、海外販売の優先度合いは低下しているものと推察される。

> 強み・弱みの分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 10 のようにまとめられる。

M&A によりグループ会社が増加している状況を反映し、「機会」の項目に、「M&A による事業領域の拡大」を、「脅威」の項目に、「M&A によるグループ会社数の増加によってグループ管理が難しくなる可能性」の 2 点を追加した。また、海外への販売の優先度が低下している状況を受け、「機会」の項目の「海外での拡販」を削除した。

【 図表 10 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・学校教育ICTへの特化及び経営資源の集中</li> <li>・システム（プラットフォーム）とコンテンツ（デジタル教材）の両方を提供できる事業構造</li> <li>・提供できる製品・サービスの品揃えの多さ                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- セキュリティ製品等までも提供</li> </ul> </li> <li>・システム製品の多くが自社開発ということで裏付けられる製品開発力</li> <li>・これまでの研究開発及び実証実験の蓄積                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 取得特許の存在</li> </ul> </li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国や地方自治体の予算のつき方により業績が変動しやすい状況</li> <li>・営業力の不足                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 営業拠点が無い等、カバーできていない空白地域がある</li> </ul> </li> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・現社長への依存度が高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「教育振興基本計画」等、教育分野でのICTの利活用を促進する政策の後押し                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 高校大学市場：アクティブラーニング、英語学習の環境整備</li> <li>- 小学校中学校市場：1人1台のタブレット、デジタル教科書、教育クラウド、無線LANの整備</li> </ul> </li> <li>・業務提携の増加                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 学校教育ICT分野での事業の深化</li> <li>- 周辺領域への間接的な参入</li> </ul> </li> <li>・M&amp;Aによる事業領域の拡大（新規）                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 進路分野への参入</li> </ul> </li> <li>・海外での拡販（削除）</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・現在の政策目標の未達の可能性</li> <li>・政策の優先順位が変更となる可能性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 選挙による政府や地方自治体の長の変更</li> <li>- 重点政策の変更</li> <li>- 自然災害の発生等による、教育関連の政策の後回し</li> </ul> </li> <li>・新規参入の増加と競争の激化の可能性</li> <li>・M&amp;Aによるグループ会社数の増加によってグループ管理が難しくなる可能性（新規）</li> <li>・人材の確保が難しくなる可能性</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

## > 知的資本分析

### ◆ 知的資本の源泉は現社長による事業の全体設計にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図 11 に示し、KPI の数値をアップデートした。

同社の知的資本の源泉は、人的資本に属する、現社長による事業の全体設計にある。同社は当初より、事業領域を学校教育 ICT の分野に絞り、経営資源を集中させてきた。その結果、当分野での事業の深耕が可能となり、製品開発力を中心とした競争力が高まったと言えよう。それは、事業領域と定めた学校教育 ICT の分野において、当初より志向していた、システムとコンテンツを併せ持つ事業体制の強化につながっていく。

こうした全体設計に基づいて、製品開発や研究開発、営業・販売を中心としたプロセスが磨かれると、導入実績という形で顧客資本が蓄積されていく。また、業務提携という形でネットワークも増えていく。同社の業務提携は共同開発や製品の機能強化を目的としているものが多いため、製品開発や研究開発のプロセスの強化につながるという好循環が進むことになるものと考えられる。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	・大学高校市場におけるICT導入実績	・大学への導入実績 (累計) 487校 (834校の58%) 06年~18年3月までの取引実績がある学校	累計787校	
			・高校への導入実績 (累計) 1,402校 (4,907校の28%) 06年~18年3月までの取引実績がある学校	累計1,467校	
		・小学校中学校市場におけるICT導入実績	・小中を管理する教育委員会 への導入実績 (累計) 587委員会 (1,786委員会の32%)	(今回削除)	
			・小学校中学校への導入実績 (累計) (今回新設)	累計1,895校	
		・「CHIeru.net」のユーザー数	・累計ユーザー数 300万人 (16年11月25日)	前回より増加	
	ブランド	・「エンドユーザーである先生」	・アプローチ先の先生の数 開示なし	-----	
		・実証研究等の実績	・委託事業や産学連携プロジェクト 経済産業省や文部科学省の委託事業2件 産学連携のプロジェクト1件	-----	
	ネットワーク	・表彰	・海外での表彰 米国テキサス州ガーランド学区での 4年連続の優秀ベンダー賞受賞 (07年)	-----	
		・国内販売代理店	・国内全体の販売代理店数 約400社	-----	
		・海外販売代理店	・販売代理店が置かれている国数 24か国	-----	
		・デジタル教材の制作	・制作協力会社 主要な制作協力会社は6社	-----	
		業務提携	・共同開発	3社 (18年5月開示のワイヤレスゲートと LTE-Xとの提携は1社とカウント)	-----
			・既存分野での機能強化	4社	-----
			・販路拡大	1社 (沖縄チエルを除く)	-----
	・周辺市場への展開		2社 (うち1社は販売契約)	-----	
	・新規事業領域 (進路部門) への参入 (今回新設)	昭栄広報とエーアンドシーの買収 (19年6月)			
組織資本	国内の営業・販売	・国内の販売代理店	約400社	-----	
		・営業拠点	8カ所 (連結子会社の沖縄チエルを含む)	-----	
		・営業担当者	開示ないが増加傾向	開示ないが前回より減少	
		・データベースマーケティング	特になし	-----	
		・情報誌 (カタログ) の配布	半年ごとに20,000冊 (高校・大学・小学校・中学校の2種類)	-----	
	海外の営業・販売	・販売代理店が置かれている国数	24か国	-----	
		・研究開発費	14百万円	2百万円	
	・製品開発及び研究開発	・体制 製品開発部 正社員7名	製品開発部 正社員6名		
	知的財産 ノウハウ	・特許	・保有特許数 18/3期末3件 18年7月に1件取得し、合計4件	19/3期末4件	
		・実証実験の経験	・回数や頻度等 開示なし	-----	
ソフトウェア		・貸借対照表上のソフトウェア	267百万円	213百万円	
		・貸借対照表上のソフトウェア仮勘定	152百万円	142百万円	
人的資本	現社長の存在	・事業の全体設計 事業領域の学校教育ICTへの特化 システムとコンテンツを両方持つ事業体制	-----		
		・代表取締役社長による保有 1,096,000株 (28.25%)	1,016,300株 (26.41%)		
	インセンティブ	・社長以外の取締役の持株数 (監査役(前回)、監査等委員(今回)除く) 47,600株 (1.23%)	43,400株 (1.12%)		
		・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く 直近の開示はなし	-----		
		・役員持株会 なし	-----		
		・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く 54百万円 (4名) (退職慰労金4百万円を含む)	58百万円 (4名) (退職慰労金4百万円を含む)		
	企業風土	・従業員数	連結89名 単体58名	連結76名 単体47名	
		・平均年齢	38.1歳 (単体)	37.7歳 (単体)	
		・平均勤続年数	4.8年 (単体)	4.9年 (単体)	
		・従業員持株会 あり (直近の株数開示なし)	-----		
従業員	・インセンティブ	60,000株 (1.54%) (18/3期末、19/3期1Q末) *取締役の分を含む	57,600株 (1.48%) (18/3期末、19/3期1Q末) *取締役の分を含む		
	・ストックオプション				

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は18/3期または18/3期末、今回は19/3期または19/3期末のものとする  
前回と変更しないものは-----と表示

(出所) チエル有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

**> 決算概要****◆ 19年3月期は売上高伸び悩みと売上総利益率悪化で大幅減益**

19/3期は、売上高が2,030百万円(前期比1.2%増)、営業利益が77百万円(同61.4%減)、経常利益が61百万円(同75.7%減)、親会社株主に帰属する当期純利益が10百万円(同94.3%減)となった。

19/3期の期初の会社計画に対する達成率は、売上高は92.3%、営業利益は35.3%、経常利益は23.2%、親会社株主に帰属する当期純利益は5.6%に留まり、利益は大幅に未達となった。

売上高の内訳に関する詳細な数字の開示はないが、受注高は、高大市場向けが前期比15.5%減、小中市場向けが同61.2%増となり、明暗が分かれた格好となった。さらに、小中市場向けを中心に、ストックビジネスの製品(受注総額に対して前受金へ計上される金額の割合が高い製品)が増加したことも、売上高が伸び悩んだ要因のひとつとなったようである。

高大市場向けの受注は、前期比226百万円減の1,236百万円となった。主だった増減の内訳は、好調に推移した子会社の受注が同48百万円増となった一方、利益貢献が低いために抑制した機器仕入販売が同140百万円減、講義支援分野が同221百万円減となった。集合型からアクティブ・ラーニング型へ学習形態がシフトする流れが進んだことも、講義支援分野の受注減少のひとつの要因になった模様である。

小中市場向けの受注は、前期比224百万円増の590百万円となった。「セキュリティポリシーガイドライン」への対応に向け、セキュリティ関連製品が同94百万円増となったことが貢献した。

同社のストックビジネスの動向を反映する前受金は、19/3期末は前期末比5.0%増となった。小中市場向けのセキュリティ関連製品のように、保守・運用サービスを伴う製品の受注増加が背景にあると推察される。

売上総利益率は49.9%となり、18/3期の55.7%に比べ5.8%ポイント悪化した。利益貢献が低い機器仕入販売の減少というプラス要因はあったものの、高利益率の自社開発製品の売上構成比の低下というプロダクトミックスの変化のほか、開発費の増加による原価の増加が影響した模様である。

一方、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前期比2.2%増となり、売上高販管費率は46.1%と同0.4%ポイントの上昇となった。本社部門の人員の減少もあって給与手当は減少したが、のれん償却費を含め、グループ会社関連の費用が増加した模様である。

これらの結果、売上高営業利益率は、18/3 期の 10.0%から 19/3 期の 3.8%まで 6.2%ポイントの低下となった。

営業外収益では、18/3 期に持分法による投資利益が 36 百万円あったのに対し、19/3 期は一転して、持分法による投資損失が 14 百万円となった。また、特別利益において、関係会社の持分を減らしたことによる関係会社株式売却益が 22 百万円発生した一方、一部製品を対象に減損処理を行ったことで、特別損失として 89 百万円の減損損失が発生した。

## > 最近の変化

### ◆ 昭栄広報及びエーアンドシーの買収

19 年 6 月に、昭栄広報及びエーアンドシーを買収した。昭栄広報の株式は、個人 1 名が 60.4%、エーアンドシーが 39.6%を保有していたが、同社は昭栄広報の株式 60.4%とエーアンドシーの株式 100.0%を買収し、両社とも 100%子会社とした。

昭栄広報及びエーアンドシーは、高校生を対象とする進学相談会の実施を主な事業としている。進学相談会とは、専門学校や大学が高校に来て説明会を開く形式が多く、進学してくる高校生を獲得したい専門学校や大学の費用負担で開催される。昭栄広報及びエーアンドシーは、専門学校や大学と、高校とをマッチングして進学相談会をアレンジすることで対価を得る。

そのため、同社は、昭栄広報及びエーアンドシーが持つ高校や大学、専門学校との接点を魅力に感じ、また、進学相談会実施にあたっての ICT 化の余地が大きいと判断した。また、同社の持分法適用関連会社であるダイヤ書房は、北海道を中心に進学相談会の事業を行っているが、昭栄広報及びエーアンドシーとは地域的な重複はほとんどなく、地域補完ができると考えている模様である。

この買収を経て、同社では、新たに進路部門を事業領域に加えることとなり、既存事業の再編も含め、20/3 期から 3 つの報告セグメントでの開示を行うことになった。

## > 今後の業績見通し

### ◆ 20 年 3 月期会社計画

20/3 期の会社計画は、売上高 2,900 百万円 (前期比 42.8%増)、営業利益 210 百万円 (同 170.2%増)、経常利益 230 百万円 (同 273.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 150 百万円 (同 14.2 倍) である。

期初の段階では売上高は 2,100 百万円（前期比 3.4%増）としていたが、昭栄広報及びイーアンドシーを買収したことにより、売上高が 2,900 百万円へ上方修正された。なお、昭栄広報及びイーアンドシーの経営基盤強化のための費用を見込み、利益については据え置かれている（図表 12）。

【 図表 12 】チエルの 20 年 3 月期の業績計画

(単位：百万円)

	17/3期連結	18/3期連結	19/3期連結	20/3期連結		
	実績	実績	実績	会社計画 (期初)	会社計画 (修正後)	前期比
売上高	1,947	2,005	2,030	2,100	2,900	42.8%
学習部門	—	—	1,425	—	1,491	4.6%
売上構成比	—	—	70.2%	—	51.4%	—
進路部門	—	—	—	—	761	—
売上構成比	—	—	—	—	26.2%	—
情報基盤部門	—	—	748	—	797	6.6%
売上構成比	—	—	36.8%	—	27.5%	—
部門内相殺	—	—	-143	—	-150	—
売上構成比	—	—	-7.0%	—	-5.1%	—
売上総利益	946	1,116	1,013	—	—	—
売上総利益率	48.6%	55.7%	49.9%	—	—	—
営業利益	206	201	77	210	210	170.2%
売上高営業利益率	10.6%	10.0%	3.8%	10.0%	7.2%	—
経常利益	225	253	61	230	230	273.8%
売上高経常利益率	11.6%	12.6%	3.0%	11.0%	7.9%	—
親会社株主に帰属する当期純利益	157	183	10	150	150	14.2%
売上高当期純利益率	8.1%	9.2%	0.5%	7.1%	5.2%	—

(出所) チエル決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

セグメント別の売上高は、学習部門は前期比 4.6%増、情報基盤部門は同 6.6%増を想定している。学習部門はクラウド対応製品の品ぞろえの拡充によって拡販を進め、情報基盤部門は 19/3 期に引き続き、セキュリティ製品の販売を拡大することで、それぞれ増収を目指すとしている。これらに加えて、買収した昭栄広報及びイーアンドシーの売上高が進路部門として加わることになる。

費用面での内訳の開示はないが、人員強化を図るものの、全般的に費用の伸びは抑制され、進路部門が加わる前の既存事業だけの状態では、売上高営業利益率は 10.0%まで改善する計画であった。20/3 期は利益を見込んでいない進路部門が加わった後でも、売上高営業利益率は 7.2%を計画しており、19/3 期から利益率が回復することが見込まれている。

◆ 中期の数値目標

同社は中期の数値目標を開示しており、今回、22/3 期の分までが公表された(図表 13)。それによると、21/3 期は前期比約 24%増収、22/3 期は同約 11%増収を想定し、売上高経常利益率は 22/3 期に 11.6%まで改善することを見込んでいる。

【図表 13】チエルの中期の数値目標

(単位:百万円)

	17/3期連結	18/3期連結	19/3期連結	20/3期連結		21/3期連結		22/3期連結
	実績	実績	実績	会社計画	中期計画 (前回)	中期計画 (今回)	中期計画 (前回)	中期計画
売上高	1,947	2,005	2,030	2,900	2,550	3,600	3,000	4,000
経常利益	225	253	61	230	290	300	350	350
売上高経常利益率	11.6%	12.6%	3.0%	7.9%	11.4%	8.3%	11.6%	11.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	157	183	10	150	200	200	240	240
売上高当期純利益率	8.1%	9.2%	0.5%	5.2%	7.8%	5.6%	8.1%	8.1%
部門別売上高								
学習部門	—	—	1,420	1,490	—	1,680	—	1,890
売上構成比	—	—	70.0%	51.4%	—	46.7%	—	47.3%
進路部門	—	—	—	760	—	1,170	—	1,240
売上構成比	—	—	—	26.2%	—	32.5%	—	31.0%
情報基盤部門	—	—	740	790	—	910	—	1,040
売上構成比	—	—	36.5%	27.2%	—	25.3%	—	26.0%
部門内相殺	—	—	-140	-150	—	-160	—	-190

(出所) チエル決算説明会資料、中期経営計画説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ 20年3月期第1四半期決算

20/3 期第 1 四半期は、売上高 271 百万円(前年同期比 27.5%増)、営業損失 147 百万円(前年同期は 207 百万円の損失)、経常利益 118 百万円(同 167 百万円の損失)、親会社株主に帰属する四半期純損失 81 百万円(同 110 百万円の損失)であった。

20/3 期通期の会社計画に対する進捗率は、売上高は 9.4%となった。同社の業績は第 2 四半期と第 4 四半期に売上高と営業利益が偏重する季節変動性があるため、第 1 四半期だけでは判断しづらい。そのため、第 1 四半期決算公表の時点で、会社計画は据え置かれている。

第 1 四半期の売上高と利益には、学習部門と情報基盤部門のみが含まれ、進路部門は含まれていない(第 2 四半期から加わる)。

学習部門は、売上高が前年同期比 1.9%減、セグメント損失が 36 百万円(前年同期は 66 百万円の損失)となった。主力である高校・大学向けの CALL システムや小学校向けの授業支援システムの受注が増加した一方、小学校向けのデジタル教材が減少し、全体としても減収となった。しかし費用減により、セグメント損失の幅は縮小した。

情報基盤部門は、売上高が前年同期比 69.1%増、セグメント利益が 6 百万円となった(前年同期は 10 百万円の損失)。全国の教育委員会からの無害化製品の拡販が進み、セグメント利益も黒字転換した。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、19/3 期及び 20/3 期第 1 四半期の実績を踏まえて、19/3 期以降の業績予想を見直した(図表 14)。

20/3 期は、売上高 2,871 百万円(前期比 41.4%増)、営業利益 209 百万円(同 169.6%増)、経常利益 228 百万円(同 272.0%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 149 百万円(同 14.2 倍)と、会社計画に近い水準へ予想を修正した(図表 14)。前回の当センターの予想は、売上高 2,621 百万円、営業利益 230 百万円、経常利益 293 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 209 百万円であり、売上高は上方修正、利益は下方修正となった。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 売上高は、20/3 期から採用される新セグメント別の開示に沿って予想した。既存事業の流れを組む学習部門は前期比 0.4%増、情報基盤部門は同 10.0%増と予想した。学習部門の増収率を低めに、情報基盤部門の増収率を高めにしたのは、第 1 四半期の状況を反映させたためである。なお、新規に加わる進路部門については、会社計画通りとした。

(2) 売上総利益率は、19/3 期の 49.9%に対し、20/3 期は 52.0%と改善に向かうものとした。ソフトウェアの減価償却費の増加等の費用増の要因はあるものの、効率性の向上等の要因も想定した。

(3) 販管費は、19/3 期の 935 百万円に対し、19/3 期は 1,283 百万円まで増加するものと想定した。既存事業の人員増に伴う人件費の増加等のほか、買収した 2 社の費用も加わるため、前期比 37.2%増と大幅増となるが、売上高販管費率は 1.4%ポイント低下するものとした。売上総利益率の改善の影響と合わせ、20/3 期の売上高営業利益率は 7.3%と、19/3 期の 3.8%より 3.5%ポイント改善するものと予想した(会社計画では 7.2%)。

(4) 営業外損益において持分法による投資利益が発生することを織り込み、営業外収益が営業外損失を 19 百万円超過するものとした(19/3 期は営業外損失が営業外利益を 16 百万円超過した)。また、19/3

期に発生したような特別損益は20/3期では想定していない。

21/3期以降は、21/3期は前期比22.5%、22/3期は同8.6%の増収になり、売上高営業利益率は22/3期に8.0%まで改善するものと予想した。学習部門の増収率が上向くこと、情報基礎部門の増収率が年10%近辺で推移することを想定した。売上総利益率は緩やかに上昇し、売上高販管費率は44%台~45%で推移するものとした。

【 図表 14 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	17/3期連	18/3期連	19/3期連	20/3期連CE	21/3期連CE	22/3期連CE	20/3期連E	20/3期連E	21/3期連E	21/3期連E	22/3期連E
				(中計)	(中計)		(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	
<b>損益計算書</b>											
売上高	1,947	2,005	2,030	2,900	3,600	4,000	2,871	2,621	3,516	2,975	3,818
前期比	12.7%	3.0%	1.2%	42.8%	24.1%	11.1%	41.4%	15.0%	22.5%	13.5%	8.6%
セグメント別											
学習部門	-	-	1,425	1,491	1,680	1,890	1,431	-	1,589	-	1,744
前期比	-	-	-	4.6%	12.7%	12.5%	0.4%	-	11.0%	-	9.8%
売上構成比	-	-	70.2%	51.4%	46.7%	47.3%	49.8%	-	45.2%	-	45.7%
進路部門	-	-	-	761	1,170	1,240	761	-	1,170	-	1,240
前期比	-	-	-	-	53.7%	6.0%	-	-	53.7%	-	6.0%
売上構成比	-	-	-	26.2%	32.5%	31.0%	26.5%	-	33.3%	-	32.5%
情報基盤部門	-	-	748	797	910	1,040	822	-	933	-	1,024
前期比	-	-	-	6.6%	14.2%	14.3%	10.0%	-	13.4%	-	9.8%
売上構成比	-	-	36.8%	27.5%	25.3%	26.0%	28.7%	-	26.5%	-	26.8%
部門内相殺	-	-	-143	-150	-160	-190	-143	-	-175	-	-190
売上構成比	-	-	-7.0%	-5.2%	-4.4%	-4.8%	-5.0%	-	-5.0%	-	-5.0%
売上総利益	946	1,116	1,013	-	-	-	1,493	1,441	1,846	1,636	2,023
前期比	7.6%	18.1%	-9.3%	-	-	-	47.3%	15.0%	23.6%	13.5%	9.6%
売上総利益率	48.6%	55.7%	49.9%	-	-	-	52.0%	55.0%	52.5%	55.0%	53.0%
販売費及び一般管理費	739	915	935	-	-	-	1,283	1,211	1,568	1,372	1,718
売上高販管費率	38.0%	45.7%	46.1%	-	-	-	44.7%	46.2%	44.6%	46.1%	45.0%
営業利益	206	201	77	210	-	-	209	230	277	264	304
前期比	11.2%	-2.6%	-61.4%	170.2%	-	-	169.6%	3.8%	32.6%	14.7%	9.7%
売上高営業利益率	10.6%	10.0%	3.8%	7.2%	-	-	7.3%	8.8%	7.9%	8.9%	8.0%
経常利益	225	253	61	230	300	350	228	293	301	342	333
前期比	21.5%	12.3%	-75.7%	273.8%	30.4%	16.7%	272.0%	8.7%	31.8%	16.7%	10.6%
売上高経常利益率	11.6%	12.6%	3.0%	7.9%	8.3%	8.8%	8.0%	11.2%	8.6%	11.5%	8.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	157	183	10	150	200	240	149	209	201	244	228
前期比	32.6%	16.9%	-94.3%	14.2%	33.3%	20.0%	14.2%	8.7%	34.2%	16.7%	13.6%
売上高当期純利益率	8.1%	9.2%	0.5%	5.2%	5.6%	6.0%	5.2%	8.0%	5.7%	8.2%	6.0%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想  
(出所) チエル有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

【 図表 15 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	17/3期連	18/3期連	19/3期連	20/3期連CE	21/3期連CE	22/3期連CE	20/3期連E	20/3期連E	21/3期連E	21/3期連E	22/3期連E
				(中計)	(中計)		(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	
<b>貸借対照表</b>											
現金及び預金	952	607	687	-	-	-	949	790	1,060	1,056	1,082
有価証券	-	0	-	-	-	-	0	0	0	0	0
売掛金	578	653	663	-	-	-	752	830	836	881	941
商品・仕掛品・貯蔵品	40	41	44	-	-	-	53	54	66	62	73
その他	226	164	109	-	-	-	158	180	158	180	158
流動資産	1,797	1,466	1,504	-	-	-	1,913	1,856	2,121	2,181	2,257
有形固定資産	12	20	18	-	-	-	25	17	24	15	23
無形固定資産	337	584	531	-	-	-	725	790	876	822	1,038
投資その他の資産	141	370	353	-	-	-	772	354	772	354	772
固定資産	491	975	903	-	-	-	1,523	1,162	1,672	1,192	1,833
資産合計	2,288	2,442	2,408	-	-	-	3,436	3,019	3,794	3,373	4,090
買掛金	226	117	176	-	-	-	216	156	245	185	256
未払法人税等	42	29	19	-	-	-	36	38	46	44	48
前受金	476	480	504	-	-	-	574	629	703	714	763
短期借入金	-	12	12	-	-	-	264	-	259	-	254
その他	142	134	121	-	-	-	237	134	237	134	237
流動負債	887	774	834	-	-	-	1,328	1,022	1,491	1,138	1,560
長期借入金	-	81	18	-	-	-	-	-	-	-	-
その他	65	70	75	-	-	-	470	70	470	70	470
固定負債	65	151	94	-	-	-	478	78	472	71	470
純資産合計	1,335	1,515	1,479	-	-	-	1,629	1,918	1,830	2,163	2,059
(自己資本)	1,335	1,515	1,479	-	-	-	1,629	1,918	1,830	2,163	2,059
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>											
税金等調整前当期純利益	220	249	-7	-	-	-	228	293	301	342	333
減価償却費	116	156	171	-	-	-	180	290	204	330	224
売上債権の増減額 (-は増加)	-1	-56	-9	-	-	-	-89	-109	-83	-50	-105
棚卸資産の増減額 (-は増加)	21	0	-3	-	-	-	-8	-5	-13	-8	-7
仕入債務の増減額 (-は減少)	45	-113	59	-	-	-	40	11	28	29	10
法人税等の支払額	-64	-73	-31	-	-	-	-62	-80	-90	-91	-102
その他	-56	-19	201	-	-	-	137	81	129	84	60
営業活動によるキャッシュ・フロー	281	141	380	-	-	-	426	481	476	636	413
有形固定資産の取得による支出	-5	-13	-7	-	-	-	-11	-3	-3	-3	-3
無形固定資産の取得による支出	-218	-259	-220	-	-	-	-370	-353	-351	-357	-381
投資有価証券の取得・売却による支出	-51	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	98	-189	218	-	-	-	-165	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-177	-462	-9	-	-	-	-547	-356	-354	-360	-384
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	-	-1	0	-4	0	-4
長期借入金の増減額 (-は減少)	-	0	-64	-	-	-	-11	-12	-6	-11	-1
株式の発行による収入	29	16	0	-	-	-	0	0	0	0	0
自己株式の取得・売却による収支	-	0	-47	-	-	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	-	-	-	-	-	-	394	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	21	16	-111	-	-	-	382	-12	-11	-11	-6
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	133	-304	259	-	-	-	261	112	111	265	22
現金及び現金同等物の期首残高	598	731	427	-	-	-	686	498	948	610	1,059
現金及び現金同等物の期末残高	731	427	686	-	-	-	948	610	1,059	876	1,082

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) チエル有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 第4四半期への売上の集中

同社は第2四半期と第4四半期に売上高が集中する傾向がある。例年、会社計画が達成されるかどうかは第4四半期次第と言っても過言ではない。そのため、株価形成という意味では、期末前後に大きく動きやすい傾向があると考えられる

◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施しておらず、20/3期も無配の予定である。

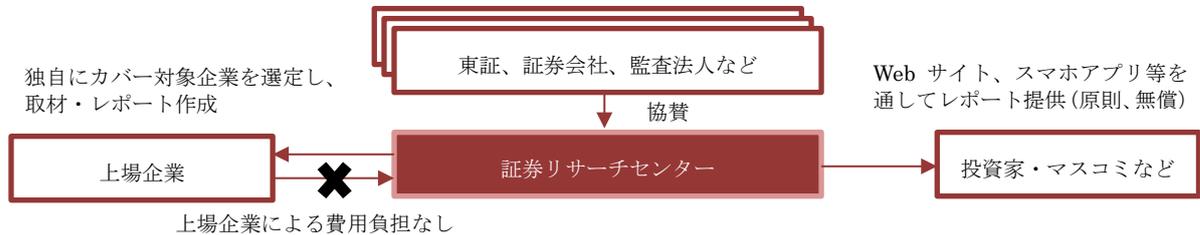
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を17年4月7日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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、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。
- ・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・間接的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。