

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
2017年9月22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 20170919

チエル(3933 東証 JQS)

発行日: 2017/9/22

学校教育向け ICT 事業に特化した会社 18年3月期も堅調な増収増益が続く見込み

> 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。

◆ 17年3月期決算

- ・17/3 期決算は、売上高 1,947 百万円(前期比 12.7%増)、営業利益 206 百万円(同 11.2%増)である(17/3 期より連結決算のため、前期比は 16/3 期単体との比較)。期中に連結決算となった際に公表された会社計画に対する達成率は、売上高が 108.2%、営業利益が 103.2%となった。売上高の内訳について詳細な開示はないが、受注高を見る限り、高校大学市場が好調の一方、小学校中学校市場は軟調に推移した模様である。

◆ 18年3月期業績予想

- ・18/3 期業績について、同社は売上高 2,150 百万円(前期比 10.4%増)、営業利益 230 百万円(同 11.4%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、18/3 期の業績予想を、売上高 2,156 百万円(前回 2,020 百万円)、営業利益 238 百万円(同 228 百万円)へ上方修正した。高校大学市場向けの拡販が牽引し、増収効果によって費用の増加が吸収され、売上高営業利益率が上昇する展開を予想する。

◆ 今後の注目点

- ・当センターでは、19/3 期以降、年 9～13%の増収が続き、20/3 期まで売上高営業利益率が 11%台前半で推移すると予想している。注目点は、同社が中期的に目指す小学校中学校市場の受注構成比の引き上げと複数年契約の増加が成るかという点である。
- ・同社は最近 M&A を積極化させている。どのような企業グループを構築するかにも注目しておきたい。

【 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)
2016/3	1,727	11.1	185	14.5	185	15.4	118	29.7	37.1	312.0	0.0
2017/3	1,947	12.7	206	11.2	225	21.5	157	32.6	41.9	349.8	0.0
2018/3 CE	2,150	10.4	230	11.4	250	10.7	175	11.2	45.8	—	0.0
2018/3 E	2,156	10.7	238	15.7	259	14.7	181	15.3	47.5	397.2	0.0
2019/3 E	2,437	13.0	278	16.7	298	15.4	209	15.4	54.8	452.0	0.0
2020/3 E	2,662	9.2	298	7.0	318	6.5	222	6.5	58.4	510.4	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想 16年3月の上場時に140,000株(株式分割後ベース280,000株)の自己株式処分を実施
16年10月1日に1：2の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は分割を考慮して算出 2017/3期より連結決算開始 2017/3期の前期比は2016/3期単体との比較

アップデート・レポート

2/20

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。

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】

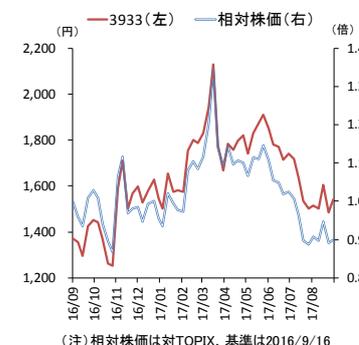
	2017/9/15
株価(円)	1,542
発行済株式数(株)	3,824,400
時価総額(百万円)	5,897

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	36.8	32.5	28.1
PBR(倍)	4.4	3.9	3.4
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(%)	-4.5	-12.8	19.2
対TOPIX(%)	-5.7	-14.3	-3.8

【株価チャート】



> 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。

同社は売上高の約 10%を研究開発費に回すなど、自社開発に力を入れている。この自社開発能力も同社の競争力を支える一つの要因となっており、その結果、大学の 57%、高校の 27%、小中学校を管理する教育委員会の 32%で同社の製品・サービスの導入実績がある。

◆ 事業は単一セグメントで、高校大学市場向けが約 70%を占める

同社の事業は、学校教育 ICT 事業の単一セグメントである(図表 1)。売上高の内訳に関する開示はないが、高校大学市場向けが売上高の 70%弱、小学校中学校市場向けが同 30%強を占めているとされる。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)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	前期比		対売上高	
	単体	単体	単体	連結	16/3期	17/3期	16/3期	17/3期
売上高	1,502	1,555	1,727	1,947	11.1%	12.7%	100.0%	100.0%
営業利益	153	162	185	206	14.5%	11.2%	10.7%	10.6%

(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 市場に事業領域を特化

同社は教育分野での ICT のシステムやコンテンツを提供している。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、同社の事業領域は学校における教育現場であり、この分野に特化して事業展開している(図表 2)。

【 図表 2 】 教育における ICT の利活用シーンとチエルの事業領域

	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

◆ チエルが提供する製品分野

同社が提供する製品の対象は、高校大学市場（以下、高大市場）に3分野、小学校中学校市場（以下、小中市場）に2分野の合計5分野となる（図表 3）。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。

【 図表 3 】 チエルが提供する製品・サービス分野

	高校大学市場 (3分野)	小学校中学校市場 (2分野)
コンテンツ	教材提供 クラウドサービス分野 (配信サービス+教材)	教材提供分野 (教材)
システム	講義支援分野 運用管理システム分野	授業支援分野 -
OEM製品	システムを円滑に稼働するための ソフトウェア・ハードウェア	

(出所) チエル決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

提供するシステムの多くが自社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、3 分野をカバーするサービスを提供している (図表 4)。特徴的なのは、クラウド型の教材配信サービス「CHieru.net」を有していることである。「CHieru.net」は 04 年 4 月のサービス開始以降、16 年 11 月に累計 300 万ユーザーに達しており、「CHieru.net」を通じて各種デジタル教材が販売されている。

【 図表 4 】 高校大学市場向け製品・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
	デジタル教材 *多くは 「CHieru.net」 を通じて販売	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
		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 「ムービーテレコ」対応の英語学習教材 ・制作協力はマクラミン 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

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。

高大市場での取り扱いは多岐にわたるが、同社が得意としているのはCALL/PC 教室向けのシステムである。それは、17/3 期において、全社売上高の約30%がCALL注2/PC 教室向けによるものであることから窺えよう。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同社にとって強みを発揮できる分野となっている。

高大市場においては、17/3 期末時点の大学 834 校の 57%にあたる 472 校（前期末比 18 校増）に、高校 4,925 校の 27%にあたる 1,350 校（同 82 校増）に導入実績がある。

◆ 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 5）。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「CHieru.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「CHieru.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た。

小中市場においては、17/3 期末時点の 1,786 の教育委員会のうち、32%にあたる 564 委員会（前期末比 41 委員会増）に導入実績がある。

【 図表 5 】 小学校中学校市場向け製品・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	CHieru.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
	デジタル教材	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

◆ 研究開発

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、積極的な研究開発が続けられている。同社では、売上高の約 10%を研究開発やソフトウェア開発に投資することを基本方針としている。

17/3 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開発課に正社員 8 名 (16/3 期末は 6 名) が配置されている。全社で正社員が 53 名であることを考えると、研究開発を重視する姿勢がうかがえよう。なお、16/3 期末には別途、開発された製品の検証を行う製品技術部品質保証課があり、正社員 3 名が配置されていたが、製品開発部開発課に統合された。

研究開発の蓄積の結果、現在、以下の 3 件の特許を取得している。

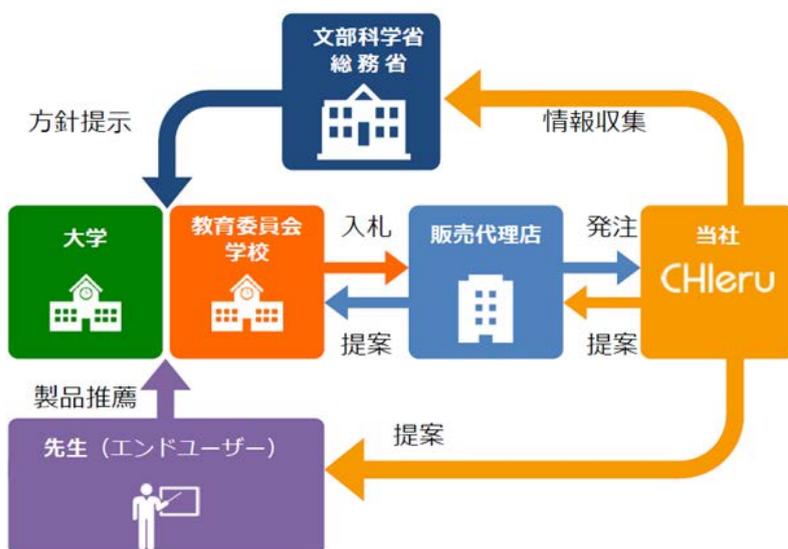
- (1) 学習用シングルサインオンシステム (05 年 10 月取得)
- (2) 教育教材ナビゲーション・システム (15 年 1 月取得)
- (3) 無線 LAN 環境最適化ソリューション (17 年 5 月取得)

18/3 期以降の主要研究開発テーマは、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 つである。

◆ 学校の先生がエンドユーザーとなるビジネスフロー

同社の事業のビジネスフローは図表 6 で示される。

【 図表 6 】 チエルのビジネスフロー



(出所) チエル決算説明会資料

学校教育の分野に特化しているため、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7カ所あり、20名強の担当者が、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を行っている。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。

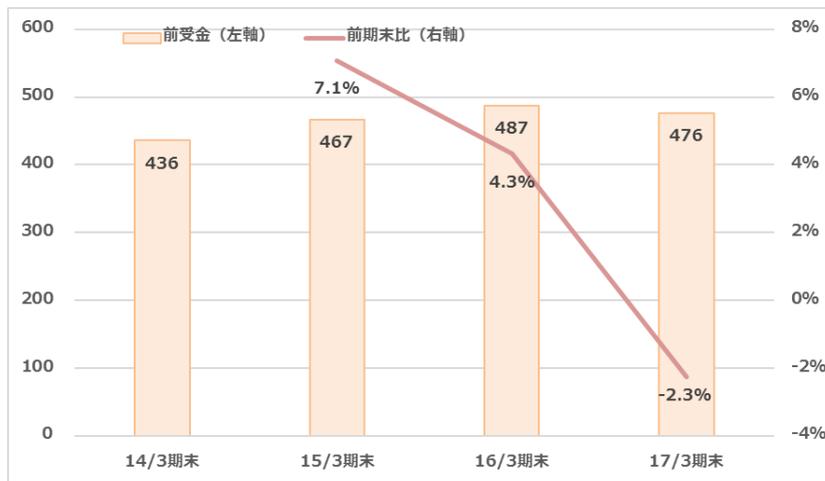
また、セミナー開催や展示会への出展を行うほか、カタログ情報誌を年に2回、1回につき30,000部(高大市場向け15,000部、小中市場向け15,000部)を制作、配布することで、同社の認知度向上を図っている。

◆ スtock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Stockビジネスと称している。17/3期の売上高の17%、売上総利益の30%が、これらのStock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Stock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7)。

【 図表 7 】 前受金の推移



(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約20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。

> 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 8 のようにまとめられる。

【 図表 8 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・学校教育ICTへの特化及び経営資源の集中 ・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 ・提供できる製品・サービスの品揃えの多さ <ul style="list-style-type: none"> - セキュリティ製品等までも提供 ・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 ・これまでの研究開発及び実証実験の蓄積 <ul style="list-style-type: none"> - 取得特許の存在
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・営業力の不足 <ul style="list-style-type: none"> - 営業拠点が無い等、カバーできていない空白地域がある ・事業規模の小ささ ・現社長への依存度が高い事業運営
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・「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"> - 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 - 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 ・業務提携の増加 <ul style="list-style-type: none"> - 学校教育ICT分野での事業の深化 - 周辺領域への間接的な参入 ・海外での拡販 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・現在の政策目標の未達の可能性 ・政策の優先順位が変更となる可能性 <ul style="list-style-type: none"> - 選挙による政府や地方自治体の長の変更 - 重点政策の変更 - 自然災害の発生等による、教育関連の政策の後回し ・新規参入の増加と競争の激化の可能性 ・人材の確保が難しくなる可能性

(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表 9 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 9 】 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	・大学への導入実績 (累計)	473校 (834校の57%) 06年~16年9月までの取引実績がある学校	472校 (834校の57%) 06年~17年3月までの取引実績がある学校	
		・高校への導入実績 (累計)	1,319校 (4,845校の27%) 06年~16年9月までの取引実績がある学校	1,350校 (4,925校の27%) 06年~17年3月までの取引実績がある学校	
		・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)	550委員会 (1,786委員会の31%)	564委員会 (1,786委員会の32%)
		・「CHIERU.net」のユーザー数	・累計ユーザー数	300万人 (16年11月25日)	-----
	・エンドユーザーである先生	・アプローチ先の先生の人数	開示なし	-----	
	ブランド	・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	-----
		・表彰	・海外での表彰	米国テキサス州ガランド学区での 4年連続の優秀ベンダー賞受賞 (07年)	-----
	ネットワーク	・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	約20カ国	-----
		・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5社	主要な制作協力会社は6社
業務提携		・共同開発	ずららネット	(今回より記載方法変更) 2社	
		・既存分野での機能強化	コラボレーションシステム (17年3月)	(今回より記載方法変更) 4社	
		・販路拡大	(今回より記載)	1社 (沖繩チエルを除く)	
	・周辺市場への展開	インソース 国際産業技術	(今回より記載方法変更) 2社		
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	7カ所 (連結子会社の沖繩チエルを含む)	-----	
		・営業担当者	20名強	-----	
		・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30,000冊 (15,000冊ずつ2種類)	-----	
		・セミナー開催 展示会参加	開示なし	-----	
	・海外の営業・販売	・販売代理店が置かれている国数	約20カ国	-----	
	製品開発及び研究開発	・研究開発費	25百万円	33百万円	
		・体制	製品開発部開発課 正社員6名	製品開発部開発課 正社員8名	
			製品技術部品質保証課 正社員3名	製品技術部品質保証課は 製品開発部開発課に統合	
(16/3期末)					
知的財産ノウハウ	・特許	・保有特許数	2件 別に申請中が1件	17/3期末2件 17年5月に1件取得し、合計3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	114百万円 (16/3期末) 203百万円 (17/3期第3四半期累計)	211百万円	
		・貸借対照表上のソフトウェア仮勘定	103百万円 (16/3期末) 90百万円 (17/3期第3四半期累計)	101百万円	
人的資本	経営陣	・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	
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	1,096,000株 (29.10%) (16年10月の株式分割考慮後)	1,096,000株 (28.70%)
			・社長以外の取締役の特株数 (監査役は除く)	135,000株 (3.58%) (16年10月の株式分割考慮後)	34,700株 (0.91%)
			・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	-----
	従業員	・企業風土	・役員持株会	なし	-----
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	58百万円 (3名) (退職慰労金5百万円を含む) (16/3期)	58百万円 (4名) (退職慰労金3百万円を含む)
			・従業員数	60名 (16/3期末)	53名
		・インセンティブ	・平均年齢	36.7歳 (16/3期末)	37.0歳
			・平均勤続年数	4.7年 (16/3期末)	5.1年
			・従業員持株会	あり (直近の株式数は開示なし)	-----
・ストックオプション		175,500株 (4.66%) (17/3期2Q末)	121,200株 (3.17%) (17/3期末)		
		129,300株 (3.25%) (17/3期3Q末) (16年10月の株式分割考慮後)	115,200株 (3.01%) (18/3期1Q末)		

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は17/3期上期または17/3期上期末、今回は17/3期または17/3期末のもの
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

◆ 17年3月期は高校大学市場向けの受注堅調で増収増益を達成

17/3期は、売上高が1,947百万円(前期比12.7%増)、営業利益が206百万円(同11.2%増)、経常利益が225百万円(同21.5%増)、親会社に帰属する当期純利益が157百万円(同32.6%増)となった(17/3期より連結決算開始のため、前期比は16/3期単体実績との比較、以下同様)。

期中に連結決算となった際に公表された17/3期の会社計画に対する達成率は、売上高は108.2%、営業利益は103.2%となり、売上高、利益とも上回った。

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19.3%増となった一方、小中市場向けが同17.2%減となり、明暗が分かれた格好となった。

高大市場向けは、高校向け、大学向けともに伸びたが、特に高校向けが好調だったようである。スポット案件があったほか、既存ユーザーに対する導入サービス数が増えたことが要因である。

小中市場向けは、17年3月に公示された新学習指導要領を控えて購入が様子見されたという外部要因のほか、同社のタブレット対応の教材の浸透が進んでいないという同社独自の要因もあったようである。

同社のストックビジネスの動向を反映する前受金は、17/3期末は前期末比2.3%減となった。同社の前受金は高大市場向けの契約に由来するものであり、減少した理由として、受注に占める複数年契約比率の減少や平均契約月数の短縮が挙げられる。

売上総利益率は48.6%となり、16/3期の50.9%に比べ2.3%ポイント低下した。連結子会社の沖縄チエルでは、売上総利益率が低いハードウェア販売の売上構成比が高い。17/3期は、沖縄チエルの全体に占める売上構成比が上昇し、売上総利益率の低下を招いた。一方、販売費及び一般管理費(以下、販管費)の伸びが抑制されたため、売上高営業利益率は、16/3期の10.7%から17/3期の10.6%まで0.1%ポイントの低下に留まった。

> 最近の変化

◆ グループ経営の強化

17/3期より同社は複数の企業との提携を推し進め、一部の企業については資本提携によりグループの傘下に置くようになった(図表10)。

同社が行う提携には、(1)事業展開上必要な機能の補完または強化を

目的とするもの、(2) 同社の事業領域である教育 ICT 市場以外と関係を持つものの2種類に大別されよう。

(1) の代表例が、17年3月の東大英数理教室(東京都文京区)の買収、連結子会社化である。

東大英数理教室は個人経営の時代も含めて1988年より教育ソフトの開発を行ってきた会社で、小学校と中学校向けの全科目、全学年の教材を持っている。一方、同社の小中市場向けのコンテンツは全範囲を網羅していなかった。東大英数理教室の買収は、同社の教材コンテンツの補強という点で重要な意味を持っている。

こうした現在の事業の補完を目的としたケースでは、相手先企業の実況にもよるが、連結子会社化も視野に入ってくると考えられる。特に17年3月以降は、急ピッチで出資を伴う提携が増えてきている。

一方、(2) の代表例が、企業向けの研修を行うインソース(6200 東証一部)との業務提携である。インソースとの提携の第1弾として、企業向け研修におけるグローバル人材育成分野と研修関連ツール分野での協業が進んでいる。ただ、同社の事業領域とは異なるため、資本提携には至っていない。

【 図表 10 】 上場 (16年3月) 以降の他社との提携等の動き

提携先	時期	関係	対象市場				分野				
			出資	教育ICT市場		周辺市場	製品			営業	その他
				高大	小中		教材	講義 授業支援	運用管理		
沖縄チエル	16年7月	連結子会社(設立)	✓	✓	✓					✓	
インソース	16年11月	業務提携					✓				✓
すららネット	16年11月	共同開発		✓			✓				
コラボレーションシステム	17年3月	持分法適用会社									
	17年9月	→連結子会社	✓	✓	✓			✓	✓		
東大英数理教室	17年3月	連結子会社(買収)	✓	✓	✓		✓				
ワンビ	17年3月	共同開発	✓	✓	✓				✓		
VERSION2	17年4月	連結子会社(買収)	✓	✓				✓			
ダイヤ書房	17年4月	持分法適用会社	✓	✓	✓					✓	

(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

> 今後の業績見通し

◆ 18年3月期会社計画

18/3 期の会社計画は、売上高 2,150 百万円 (前期比 10.4%増)、営業利益 230 百万円 (同 11.4%増)、経常利益 250 百万円 (同 10.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 175 百万円 (同 11.2%増) である (図表 11)。

【 図表 11 】チエルの 18 年 3 月期の業績計画

(単位: 百万円)

	15/3期単体	16/3期単体	17/3期連結	18/3期連結	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	1,555	1,727	1,947	2,150	10.4%
売上総利益	866	879	946	-	-
売上総利益率	55.7%	50.9%	48.6%	-	-
営業利益	162	185	206	230	11.4%
売上高営業利益率	10.4%	10.7%	10.6%	10.7%	-
経常利益	161	185	225	250	10.7%
売上高経常利益率	10.4%	10.8%	11.6%	11.6%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	91	118	157	175	11.2%
売上高当期純利益率	5.9%	6.9%	8.1%	8.1%	-

(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

詳細の開示はないが、高大市場向けでは、英語を中心としたアクティブ・ラーニング対応製品、小中市場向けでは、無線 LAN 用のセキュリティ製品を重点的に拡販していくものと考えられる。

このうち、高大市場向けでは、CALL/PC 教室で英語を総合的に学ぶための「CaLabo EX」に、場所を選ばずに学べるソリューションとして「CaLabo Language」を付加するような展開を進めていく。このようにして、製品全体の競争力を強化するとともに、既存導入先での販売の上乗せを図っていくようである。

費用面での内訳も開示されていないが、人員強化による人件費の増加、販売目的ソフトウェアの減価償却費負担や研究開発費の増加により費用が増加するとしている。それでも、増収により、売上高営業利益率は前期と同じ 11.6%を維持するものと同社では計画している。

株主還元に関して、1 株当たりの配当は、17/3 期に引き続き 18/3 期も無配を予定している。

◆ 中期の数値目標

同社は20/3期までの中期の数値目標を開示している。それによると、年 10%弱の増収と経常利益率の横ばいを想定しているようである。また、小中市場の受注構成比の上昇、受注金額に占める複数年契約の比率の上昇を目指す方針である。

【 図表 12 】 チエルの中期の数値目標

(単位：百万円)

	15/3期単体 実績	16/3期単体 実績	17/3期連結 実績	18/3期連結 会社計画	19/3期連結 会社計画	20/3期連結 会社計画
売上高	1,555	1,727	1,947	2,150	2,352	2,550
経常利益	161	185	225	250	272	295
売上高経常利益率	10.4%	10.8%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	91	118	157	175	191	207
売上高当期純利益率	5.9%	6.9%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
市場別受注金額の構成比率						
高大市場	76%	69%	76%	72%	66%	60%
小中市場	24%	31%	24%	28%	34%	40%
受注金額に占める複数年契約の比率	20%	17%	17%	22%	29%	37%

(出所) チエル決算説明会資料

◆ 18年3月期第1四半期決算

18/3期第1四半期は、売上高が215百万円(前年同期比40.1%増)、営業利益が129百万円の赤字(前年同期は131百万円の赤字)、経常利益は57百万円の赤字(前年同期は129百万円の赤字)、親会社株主に帰属する四半期純利益が14百万円の赤字(前年同期は89百万円の赤字)であった(前年同期は単体実績)。

18/3期第2四半期累計期間の会社計画に対する進捗率は、売上高は22.7%となった。なお、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。

連結子会社となった東大英数理教室の上乗せ分が存在するが、それがなかったとしても増収であった模様である。高大市場では、首都圏の高校を中心に、「CaLabo EX」と「CaLabo Language」の組み合わせの販売が好調であったようで、17/3期の受注動向の傾向が継続しているものと考えられる。

同社の業績動向の特性として、第2四半期と第4四半期に偏重する傾向があるため、第1四半期だけでは判断しづらい。予定されていた通りの費用の増加は増収効果ではカバーしきれず、前年同期と同様に営業赤字となった。

◆ 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、17/3 期の実績を踏まえて、18/3 期以降の業績予想を見直した。

18/3 期は、売上高 2,156 百万円（前期比 10.7%増）、営業利益 238 百万円（同 15.7%増）、経常利益 259 百万円（同 14.7%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 181 百万円（同 15.3%増）と予想した（図表 13）。

前回の当センターの予想は、売上高 2,020 百万円、営業利益 228 百万円、経常利益 229 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 155 百万円であり、売上高、利益とも上方修正した。

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) 売上高の詳細について開示がないため、営業体制を強化し、販売代理店との関係を密にすることで売上高が増加するという考え方により、従業員 1 人当たりの売上高及び従業員数の推移から売上高の予想を組み立てることとした。従業員数は 17/3 期末の 53 名に対し、18/3 期末に 62 名になるものとし、従業員 1 人当たりの売上高も増加すると予想した。また、売上高に連動する形で、18/3 期末の前受金は前期末比で約 13%増加するものとした。

(2) 売上総利益率は、17/3 期の 48.6%に対し、18/3 期は 48.5%とほぼ横ばいで推移するものとした。ソフトウェアの減価償却費の増加や低利益率のハードウェア製品の販売の影響は前期と同程度と想定した。

(3) 販管費は、17/3 期の 739 百万円に対し、18/3 期は 806 百万円まで増加するものと想定した。主に人件費や研究開発費の増加を考慮した。それでも、増収効果により、18/3 期の売上高営業利益率は 11.1%と、17/3 期の 10.6%より 0.5%ポイント上昇するものと予想した（会社計画では 10.7%）。なお、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、経常利益は営業利益を 21 百万円上回るものとした。

19/3 期以降は、19/3 期は前期比 13.0%、20/3 期は同 9.2%の増収になるものとし、売上高営業利益率は 20/3 期まで 11%前半で推移するものと予想した。従業員 1 人当たり売上高は横ばいで推移するものとし、増員が増収の主要因となること、売上総利益率は横ばいで推移すること、販管費は年約 90~100 百万円ずつ増加することを想定した。

【 図表 13 】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)

	15/3期単	16/3期単	17/3期連	18/3期連CE	18/3期連E	18/3期連E	19/3期連E	19/3期連E	20/3期連E	20/3期連E
					(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)
損益計算書										
売上高	1,555	1,727	1,947	2,150	2,156	2,020	2,437	2,241	2,662	2,472
前期比	3.5%	11.1%	12.7%	10.4%	10.7%	9.7%	13.0%	10.9%	9.2%	10.3%
売上総利益	866	879	946	-	1,045	1,030	1,182	1,143	1,291	1,261
前期比	4.5%	1.5%	7.6%	-	10.5%	10.8%	13.0%	10.9%	9.2%	10.3%
売上総利益率	55.7%	50.9%	48.6%	-	48.5%	51.0%	48.5%	51.0%	48.5%	51.0%
販売費及び一般管理費	704	693	739	-	806	801	903	876	993	948
売上高販管費率	45.3%	40.2%	38.0%	-	37.4%	39.7%	37.1%	39.1%	37.3%	38.3%
営業利益	162	185	206	230	238	228	278	266	298	313
前期比	5.7%	14.5%	11.2%	11.4%	15.7%	12.1%	16.7%	16.5%	7.0%	17.4%
売上高営業利益率	10.4%	10.7%	10.6%	10.7%	11.1%	11.3%	11.4%	11.9%	11.2%	12.7%
経常利益	161	185	225	250	259	229	298	266	318	313
前期比	4.0%	15.4%	21.5%	10.7%	14.7%	4.6%	15.4%	16.5%	6.5%	17.4%
売上高経常利益率	10.4%	10.8%	11.6%	11.6%	12.0%	11.3%	12.3%	11.9%	12.0%	12.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	91	118	157	175	181	155	209	181	222	212
前期比	-9.4%	29.7%	32.6%	11.2%	15.3%	7.0%	15.4%	16.5%	6.5%	17.4%
売上高当期純利益率	5.9%	6.9%	8.1%	8.1%	8.4%	7.7%	8.6%	8.1%	8.4%	8.6%

(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 14 】 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)

	15/3期単	16/3期単	17/3期連	18/3期連CE	18/3期連E (今回)	18/3期連E (前回)	19/3期連E (今回)	19/3期連E (前回)	20/3期連E (今回)	20/3期連E (前回)
貸借対照表										
現金及び預金	497	602	952	-	695	1,171	771	1,288	924	1,489
有価証券	410	355	-	-	0	0	0	0	0	0
売掛金	291	575	578	-	485	562	823	640	562	646
商品・仕掛品・貯蔵品	58	61	40	-	113	74	60	85	129	90
その他	186	192	226	-	226	100	226	100	226	100
流動資産	1,442	1,785	1,797	-	1,520	2,020	1,881	2,239	1,842	2,462
有形固定資産	20	14	12	-	11	12	10	10	8	9
無形固定資産	133	217	337	-	498	372	651	441	775	518
投資その他の資産	53	49	141	-	313	49	313	49	313	49
固定資産	207	282	491	-	823	434	975	502	1,097	578
資産合計	1,649	2,067	2,288	-	2,343	2,454	2,857	2,741	2,940	3,040
買掛金	70	181	226	-	33	122	260	148	60	149
未払法人税等	18	41	42	-	46	43	53	51	57	60
前受金	467	487	476	-	539	604	609	666	665	731
短期借入金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1年以内返済予定の長期借入金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
その他	183	151	142	-	142	79	142	79	142	79
流動負債	738	860	887	-	761	940	1,066	1,046	926	1,132
長期借入金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
その他	50	57	65	-	65	63	65	63	65	63
固定負債	50	57	65	-	65	63	65	63	65	63
純資産合計 (自己資本)	861	1,148	1,335	-	1,516	1,450	1,726	1,631	1,948	1,844
キャッシュ・フロー計算書										
税金等調整前当期純利益	159	185	220	-	259	229	298	266	318	313
減価償却費	54	72	116	-	131	97	204	125	266	137
売上債権の増減額 (-は増加)	28	-283	-1	-	92	-129	-338	-78	261	-5
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-32	-3	21	-	-72	-4	52	-11	-68	-5
仕入債務の増減額 (-は減少)	11	110	45	-	-193	0	226	26	-199	1
法人税等の支払額	-59	-37	-64	-	-73	-70	-82	-78	-91	-91
その他	-56	0	-56	-	62	56	70	60	56	63
営業活動によるキャッシュ・フロー	105	44	281	-	206	179	432	311	542	414
有形固定資産の取得による支出	-13	-1	-5	-	-3	-3	-3	-3	-3	-3
無形固定資産の取得による支出	-98	-157	-218	-	-312	-171	-353	-190	-386	-210
投資有価証券の取得・売却による支出	-	-	-51	-	-172	0	0	0	0	0
その他	-108	-13	98	-	24	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-219	-172	-177	-	-463	-174	-356	-193	-389	-213
株式の発行による収入	-	13	29	-	0	0	0	0	0	0
自己株式の取得・売却による収支	-	154	-	-	0	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
その他	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-	168	21	-	0	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-114	39	133	-	-256	5	76	117	153	200
現金及び現金同等物の期首残高	672	558	598	-	731	805	474	811	550	928
現金及び現金同等物の期末残高	558	598	731	-	474	811	550	928	703	1,129

(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

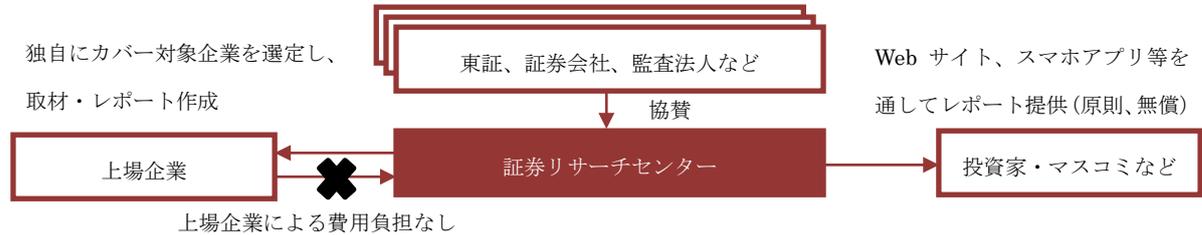
◆ 配当について

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、18/3期も無配の予定である。

ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

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。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所
みずほ証券株式会社
優成監査法人

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社 ICMG

大和証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社
新日本有限責任監査法人

(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
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ
いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 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、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

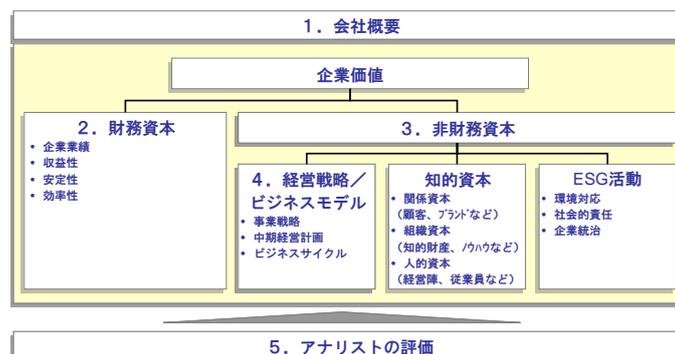
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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 Ratio)

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、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と、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。