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
2018年9月28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 20180925

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

チエル（3933 東証JQS）

発行日：2018/9/28

学校教育向け ICT 事業に特化した会社
19 年 3 月期は連結子会社増加による費用増の中でも営業増益に転じるかに注目

＞ 要旨

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

◆ 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。

◆ 18 年 3 月期決算

・18/3 期決算は、売上高 2,005 百万円（前期比 3.0%増）、営業利益 201 百万円（同 2.6%減）である。期初の会社計画に対する達成率は、売上高が 93.3%、営業利益が 87.4%だが、経常利益が 101.4%となった。売上高の内訳について詳細な開示はないが、受注高では、高校大学市場が前期比 3.7%増だった一方、小学校中学校市場は同 24.0%減と振るわなかった。

◆ 19 年 3 月期業績予想

・19/3 期業績について、同社は売上高 2,200 百万円（前期比 9.7%増）、営業利益 220 百万円（同 9.4%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、19/3 期の業績予想を、売上高 2,280 百万円（前期比 13.7%増、前回 2,437 百万円）、営業利益 221 百万円（同 10.3%増、同 278 百万円）へ修正した。連結子会社の増加による費用増加で、売上高営業利益率が若干低下すると予想する。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、20/3 期以降、年 13～15%の増収が続く一方、連結子会社の増加や営業体制の強化等による費用増で売上高営業利益率は 21/3 期の 8.9%まで低下するものと予想している。
・同社は 17/3 期より他社との提携を積極化させており、EdTech ベンチャーグループの形成を志向している。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。

【主要指標】

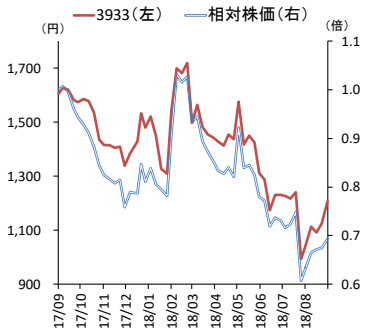
	2018/9/21
株価（円）	1,207
発行済株式数（株）	3,879,600
時価総額（百万円）	4,682

	前期実績	今期予想	来期予想
PER（倍）	25.2	24.2	22.2
PBR（倍）	3.1	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 （%）	8.4	-6.3	-25.8
対TOPIX（%）	4.3	-10.1	-31.1

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2017/9/22

【 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)
2017/3	1,947	12.7	206	11.2	225	21.5	157	32.6	41.9	349.8	0.0
2018/3	2,005	3.0	201	-2.6	253	12.3	183	16.9	47.9	392.0	0.0
2019/3 CE	2,200	9.7	220	9.4	265	4.5	190	3.3	49.1	—	0.0
2019/3 E	2,280	13.7	221	10.3	270	6.5	193	5.0	49.9	441.9	0.0
2020/3 E	2,621	15.0	230	3.8	293	8.7	209	8.7	54.3	496.1	0.0
2021/3 E	2,975	13.5	264	14.7	342	16.7	244	16.7	63.3	559.4	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、17/3期より連結決算開始、17/3期の前期比は16/3期単体との比較

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1）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 [注1] 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 58%、高校の 28%、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）。売上高の内訳の開示はないが、受注高ベースでは、高校大学市場向けが 81%、小学校中学校市場向けが 19%を占める。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）

	16/3期	17/3期	18/3期	前期比			対売上高		
	単体	連結	連結	16/3期	17/3期	18/3期	16/3期	17/3期	18/3期
売上高	1,727	1,947	2,005	11.1%	12.7%	3.0%	100.0%	100.0%	100.0%
営業利益	185	206	201	14.5%	11.2%	-2.6%	10.7%	10.6%	10.0%

（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）。

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。

【 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）の 3 分野、小学校中学校市場（以下、小中市場）の 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	授業支援分野
	運用管理システム分野	－
OEM製品	システムを円滑に稼働するための ソフトウェア･ハードシェア	

（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、3 分野をカバーするサービスを提供している（図

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。

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

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、18/3 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同社にとって強みを発揮できる分野となっている。

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。

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。

高大市場においては、18/3 期末時点で大学（高等専門学校含む）の58%にあたる 487 校（前期末比 15 校増）に、高校の 28%にあたる 1,402 校（同 52 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ている。

小中市場においては、18/3 期末時点で教育委員会の 32%にあたる 587 委員会（前期末比 23 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	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

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。

◆ 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。

18/3 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 7 名（17/3 期末は 8 名）が配置されている。単体の正社員 58 名に対する割合は 12.1%（同 15.1%）である。

研究開発の蓄積の結果、現在、以下の 4 件の特許を取得している。

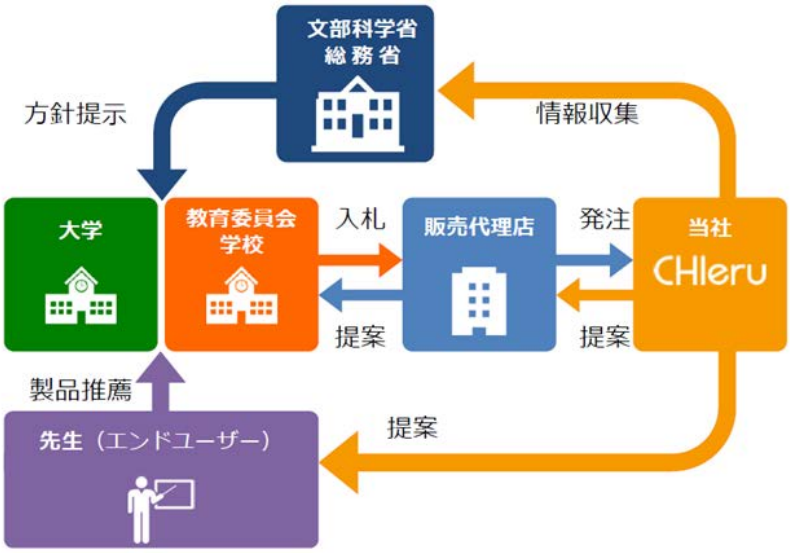
（1）学習用シングルサインオンシステム（05 年 10 月取得）
（2）教育教材ナビゲーション・システム（15 年 1 月取得）
（3）中継装置、中継方法及び中継プログラム（17 年 9 月取得）
（4）データ通信再生装置・再生方法・再生プログラム（18 年 8 月取得）

19/3 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

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。

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 25 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。

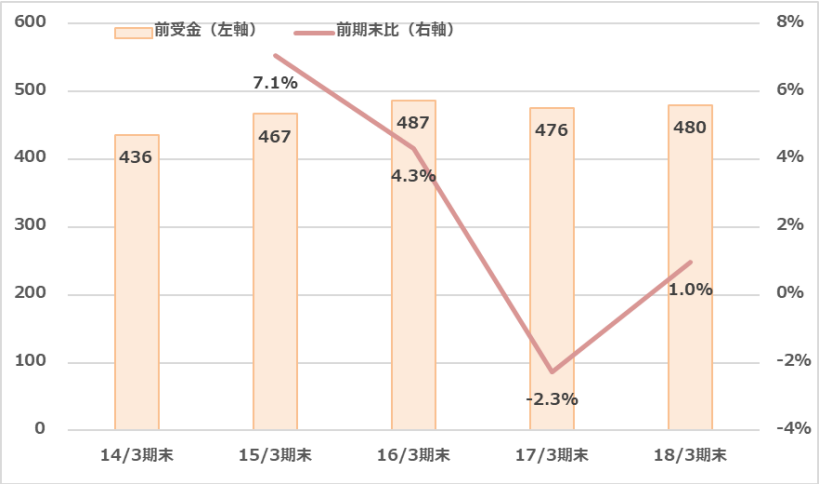
◆ ストックビジネスによる業績の安定化

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。18/3 期の売上高の 17%、売上総利益の 23%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 7）。

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。

【 図表７ 】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。

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。

＞ 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)	・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 　- 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 　- 取得特許の存在
弱み (Weakness)	・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 　- 営業拠点がない等、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)	・「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 　- 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 　- 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)	・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 　- 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。

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。

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。

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。

【 図表９ 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI 項目	KPI 数値（前回）	KPI 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）	472校（834校の57%） 06年～17年3月までの取引実績がある学校	487校（834校の58%） 06年～18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）	1,350校（4,925校の27%） 06年～17年3月までの取引実績がある学校	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
		・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）	564委員会（1,786委員会の32%）	587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	米国テキサス州ガーランド学校区での 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	24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6社	-----
		・業務提携	・共同開発	2社	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	2社（うち1社は販売契約）
組織資本	プロセス	・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（連結子会社の沖縄チエルを含む）	8カ所（連結子会社の沖縄チエルを含む）
			・営業担当者	20名強	開示ないが増加傾向
			・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）	半年ごとに20,000冊 （高校・大学、小学校・中学校の2種類） *前回の「半年ごとに30,000冊」は 「20,000冊」の誤り
			・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	24か国
		・製品開発及び研究開発	・研究開発費	33百万円	14百万円
			・体制	製品開発部開発課 正社員8名 製品技術部品質保証課は 製品開発部開発課に統合	製品開発部 正社員7名
	知的財産 ノウハウ	・特許	・保有特許数	17/3期末2件 17年9月に1件取得し、合計3件	18/3期末3件 18年8月に1件取得し、合計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	211百万円	267百万円
			・貸借対照表上のソフトウェア仮勘定	101百万円	152百万円
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（28.70%）	1,096,000株（28.25%）
			・社長以外の取締役の持株数 （監査役は除く）	34,700株（0.91%）	47,600株（1.23%）
			・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	58百万円（4名） （退職慰労金3百万円を含む）	54百万円（4名） （退職慰労金4百万円を含む）
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結66名　単体53名	連結89名　単体58名
			・平均年齢	37.0歳（単体）	38.1歳（単体）
			・平均勤続年数	5.1年（単体）	4.8年（単体）
		・インセンティブ	・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	121,200株（3.17%）（17/3期末） 115,200株（3.01%）（18/3期1Q末） *取締役の分を含む	60,000株（1.54%） （18/3期末、19/3期1Q末） *取締役の分を含む

（注）KPI の数値は、特に記載がない場合、前回は 17/3 期または 17/3 期末、今回は 18/3 期または 18/3 期末のもの
前回と変更ないものは-----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

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。

＞ 決算概要

◆ 18 年 3 月期は連結子会社の増加等による費用増で営業減益

18/3 期は、売上高が 2,005 百万円（前期比 3.0%増）、営業利益が 201 百万円（同 2.6%減）、経常利益が 253 百万円（同 12.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益が 183 百万円（同 16.9%増）となった。

18/3 期の期初の会社計画に対する達成率は、売上高は 93.3%、営業利益は 87.4%、経常利益は 101.4%、親会社株主に帰属する当期純利益は 105.1%となり、売上高と営業利益は計画未達となったものの、経常利益と当期純利益は上回った。

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 3.7%増となった一方、小中市場向けが同 24.0%減となり、明暗が分かれた格好となった。

高大市場向けの受注のうち、大学向けが総じて堅調に推移した一方、高校向けは減少した。センター試験の外部試験の活用の具体的な内容が 18 年 3 月まで定まらず、高校からの発注が動かなかったことが響いた。

小中市場向けの受注は、アプライアンスサーバーの販売を伴う大型案件が 17/3 期にあったが、18/3 期にはそのような大型案件がなく、減少幅が大きくなった。なお、クラウド化の進展に伴い、学校ごとに設置されるアプライアンスサーバーの販売は減少傾向にある。授業支援分野の「らくらく先生スイート」は前期並み、デジタル教材分野は前期比で増加した模様である。

同社のストックビジネスの動向を反映する前受金は、18/3 期末は前期末比 1.0%増となった。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、増加した理由として、受注に占める複数年契約比率の増加等が挙げられるよう。

売上総利益率は 55.7%となり、17/3 期の 48.6%に比べ 7.1%ポイント改善した。17/3 期にあったアプライアンスサーバーの販売を伴う大型案件がなく、売上総利益率が低いハードウェア販売の売上構成比が低下したこと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 23.8%増となり、売上高販管費率は 45.7%と前期比 7.7%ポイントの上昇となった。VERSION2 やコラボレーションシステムといった連結子会社の増加のほか、人員増による人件費の増加やのれん償却費の増加が主な要因である。これらの結果、売上高営業利益率は、17/3 期の 10.6%から 18/3 期の 10.0%まで 0.6%ポイントの低下となった。

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。

営業外収益では、持分法による投資利益が 17/3 期の 2 百万円に対し、18/3 期は 36 百万円まで増加した。これが貢献して、営業利益は前期比減益ながら、経常利益は増益となった。

＞ 最近の変化

◆ グループ経営の強化

17/3 期に引き続き、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。18/3 期末時点で、同社は 4 社の連結子会社と、3 社の持分法適用関連会社でグループを形成している（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 種類に大別されていると推察される。

（1）の現在の事業の補完を目的としたケースでは、相手先企業の状況にもよるが、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、出資を伴う提携が増加傾向にある。一方、(2) については、企業向けの研修を行うインソース（6200 東証一部）との業務提携が代表例だが、事業領域が同社の中核の学校教育分野とは異なるため、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				
				教育ICT市場		周辺市場	製品			営業	その他
			出資	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 17年9月	持分法適用関連会社 →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 →持分法適用関連会社	✓	✓	✓				✓		
VERSION2	17年4月	連結子会社（買収）	✓	✓				✓			
ダイヤ書房	17年4月	持分法適用関連会社	✓	✓	✓					✓	
SHIELDEX	17年9月	持分法適用関連会社	✓								
Opticis（韓国）	18年3月	業務提携		✓	✓			✓	✓		
ワイヤレスゲート LTE-X	18年5月	共同開発		✓	✓			✓	✓		

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

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。

なお、同社ではこれらのグループ会社を「EdTech ベンチャーグループ」と位置付け、中長期の目標のひとつである従来の中核の学校教育分野の周辺分野（学習塾や企業・企業内教育の分野）への展開を具体的に進めようとしている。

＞ 今後の業績見通し

◆ 19 年 3 月期会社計画

19/3 期の会社計画は、売上高 2,200 百万円（前期比 9.7%増）、営業利益 220 百万円（同 9.4%増）、経常利益 265 百万円（同 4.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 190 百万円（同 3.3%増）である（図表 11）。

【 図表 11 】チエルの 19 年 3 月期の業績計画

（単位：百万円）

	16/3期単体	17/3期連結	18/3期連結	19/3期連結	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	1,727	1,947	2,005	2,200	9.7%
売上総利益	879	946	1,116	–	–
売上総利益率	50.9%	48.6%	55.7%	–	–
営業利益	185	206	201	220	9.4%
売上高営業利益率	10.7%	10.6%	10.0%	10.0%	–
経常利益	185	225	253	265	4.5%
売上高経常利益率	10.8%	11.6%	12.6%	12.0%	–
親会社株主に帰属する当期純利益	118	157	183	190	3.3%
売上高当期純利益率	6.9%	8.1%	9.2%	8.6%	–

（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、語学系の「CaLabo」シリーズの拡販が、小中市場向けでは、無線 LAN 用のセキュリティ製品の拡販がそれぞれ牽引していくものと考えられる。また、海外市場に向けたクラウド型製品の開発・投入も行っていく予定である。これらにより、7 期連続の増収を目指すとしている。

費用面での内訳も開示されていないが、営業を中心とした人員強化、営業拠点の増加、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、増収が牽引する形で、売上高営業利益率は前期と同じ 10.0%を維持するものと同社では計画している。また営業増益率より経常増益率を低く見ているのは、持分法による投資利益の増加を緩やかに見ているためである。

なお、配当については、18/3 期に引き続き 19/3 期も無配を予定している。

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。

◆ 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、21/3 期の分が公表された。それによると、20/3 期以降は年 16～18%の増収となり、経常利益率は横ばいに推移するものと想定しているようである。市場別の受注の構成比率と複数年契約の比率については、直近の状況を踏まえた数値には更新されていないが、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というのが同社の基本方針である。

【 図表 12 】チエルの中期の数値目標

（単位：百万円）

	16/3期単体 実績	17/3期連結 実績	18/3期連結 実績	19/3期連結 会社計画	20/3期連結 中期計画	21/3期連結 中期計画
売上高	1,727	1,947	2,005	2,200	2,550	3,000
経常利益	185	225	253	265	290	350
売上高経常利益率	10.8%	11.6%	12.6%	12.0%	11.4%	11.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	118	157	183	190	200	240
売上高当期純利益率	6.9%	8.1%	9.2%	8.6%	7.8%	8.1%
市場別受注金額の構成比率						
高大市場	69%	76%	81%	―	―	―
小中市場	31%	24%	19%	―	―	―
受注金額に占める複数年契約の比率	17%	17%	17%	―	―	―

（注）19/3 期以降の市場別受注金額の構成比率や受注金額に占める複数年契約の比率は、直近の状況を踏まえた数値に更新されていないため表示を差し控えた
（出所）チエル決算説明会資料

◆ 19 年 3 月期第 1 四半期決算

19/3 期第 1 四半期は、売上高が 212 百万円（前年同期比 1.2%減）、営業利益が 207 百万円の赤字（前年同期は 129 百万円の赤字）、経常利益は 167 百万円の赤字（前年同期は 57 百万円の赤字）、親会社株主に帰属する四半期純利益が 110 百万円の赤字（前年同期は 14 百万円の赤字）であった。

19/3 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 20.8%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。

前年同期比で赤字が拡大しているのは、前年同期の連結業績に含まれておらず、同社と同様の季節変動性を有する VERSION2 とコラボレーションシステムの 2 社の損失が加わったことが主要因である。

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。

◆ 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、18/3 期の実績を踏まえて、19/3 期以降の業績予想を見直した。

19/3 期は、売上高 2,280 百万円（前期比 13.7%増）、営業利益 221 百万円（同 10.3%増）、経常利益 270 百万円（同 6.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 193 百万円（同 5.0%増）と予想した（図表 13）。前回の当センターの予想は、売上高 2,437 百万円、営業利益 278 百万円、経常利益 298 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、利益とも下方修正した。

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。従来は単体の従業員数の推移から予想していたが、連結子会社の増加に伴い、今回から連結の従業員数の推移をもとに予想することとした。連結の従業員数は 18/3 期末の 89 名に対し、19/3 期末に 101 名になる一方、新規に加わった連結子会社がある関係で、従業員 1 人当たりの売上高の減少が続くものと予想した。

（2）売上総利益率は、18/3 期の 55.7%に対し、19/3 期は 55.0%と若干低下するものとした。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が増加するものと想定した。

（3）販管費は、18/3 期の 915 百万円に対し、19/3 期は 1,032 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が、売上高販管費率は 0.4%ポイント低下するものとした。それでも、売上総利益率の低下の影響が上回り、19/3 期の売上高営業利益率は 9.7%と、18/3 期の 10.0%より 0.3%ポイント低下するものと予想した（会社計画では 10.0 %）。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 49 百万円上回るものとした。

20/3 期以降は、20/3 期は前期比 15.0%、21/3 期は同 13.5%の増収になる一方、売上高営業利益率は 21/3 期の 8.9%まで徐々に低下していくものと予想した。従業員 1 人当たり売上高は 20/3 期以降緩やかな上昇に転じるものとして増員とともに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 160～180 百万円ずつ増加することを想定した。

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。

【 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）

	16/3期単	17/3期連	18/3期連	19/3期連CE	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）	21/3期連E
損益計算書									
売上高	1,727	1,947	2,005	2,200	2,280	2,437	2,621	2,662	2,975
前期比	11.1%	12.7%	3.0%	9.7%	13.7%	13.0%	15.0%	9.2%	13.5%
売上総利益	879	946	1,116	–	1,254	1,182	1,441	1,291	1,636
前期比	1.5%	7.6%	18.1%	–	12.3%	13.0%	15.0%	9.2%	13.5%
売上総利益率	50.9%	48.6%	55.7%	–	55.0%	48.5%	55.0%	48.5%	55.0%
販売費及び一般管理費	693	739	915	–	1,032	903	1,211	993	1,372
売上高販管費率	40.2%	38.0%	45.7%	–	45.3%	37.1%	46.2%	37.3%	46.1%
営業利益	185	206	201	220	221	278	230	298	264
前期比	14.5%	11.2%	-2.6%	9.4%	10.3%	16.7%	3.8%	7.0%	14.7%
売上高営業利益率	10.7%	10.6%	10.0%	10.0%	9.7%	11.4%	8.8%	11.2%	8.9%
経常利益	185	225	253	265	270	298	293	318	342
前期比	15.4%	21.5%	12.3%	4.5%	6.5%	15.4%	8.7%	6.5%	16.7%
売上高経常利益率	10.8%	11.6%	12.6%	12.0%	11.8%	12.3%	11.2%	12.0%	11.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	118	157	183	190	193	209	209	222	244
前期比	29.7%	32.6%	16.9%	3.3%	5.0%	15.4%	8.7%	6.5%	16.7%
売上高当期純利益率	6.9%	8.1%	9.2%	8.6%	8.5%	8.6%	8.0%	8.4%	8.2%

（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

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。

【 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）

	16/3期単	17/3期連	18/3期連	19/3期連CE	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）	21/3期連E
貸借対照表									
現金及び預金	602	952	607	–	678	771	790	924	1,056
有価証券	355	–	0	–	0	0	0	0	0
売掛金	575	578	653	–	720	823	830	562	881
商品・仕掛品・貯蔵品	61	40	41	–	48	60	54	129	62
その他	192	226	180	–	180	226	180	226	180
流動資産	1,785	1,797	1,482	–	1,628	1,881	1,856	1,842	2,181
有形固定資産	14	12	20	–	18	10	17	8	15
無形固定資産	217	337	584	–	723	651	790	775	822
投資その他の資産	49	141	354	–	354	313	354	313	354
固定資産	282	491	959	–	1,096	975	1,162	1,097	1,192
資産合計	2,067	2,288	2,442	–	2,725	2,857	3,019	2,940	3,373
買掛金	181	226	117	–	145	260	156	60	185
未払法人税等	41	42	29	–	35	53	38	57	44
前受金	487	476	480	–	547	609	629	665	714
短期借入金	–	–	12	–	–	–	–	–	–
1年以内返済予定の長期借入金	–	–	–	–	–	–	–	–	–
その他	151	142	134	–	134	142	134	142	134
流動負債	860	887	774	–	927	1,066	1,022	926	1,138
長期借入金	–	–	81	–	–	–	–	–	–
その他	57	65	70	–	70	65	70	65	70
固定負債	57	65	151	–	89	65	78	65	71
純資産合計	1,148	1,335	1,515	–	1,708	1,726	1,918	1,948	2,163
(自己資本)	1,148	1,335	1,515	–	1,708	1,726	1,918	1,948	2,163
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	185	220	249	–	270	298	293	318	342
減価償却費	72	116	156	–	208	204	290	266	330
売上債権の増減額（－は増加）	-283	-1	-56	–	-67	-338	-109	261	-50
棚卸資産の増減額（－は増加）	-3	21	0	–	-7	52	-5	-68	-8
仕入債務の増減額（－は減少）	110	45	-113	–	27	226	11	-199	29
法人税等の支払額	-37	-64	-73	–	-71	-82	-80	-91	-91
その他	0	-56	-19	–	66	70	81	56	84
営業活動によるキャッシュ・フロー	44	281	141	–	425	432	481	542	636
有形固定資産の取得による支出	-1	-5	-13	–	-3	-3	-3	-3	-3
無形固定資産の取得による支出	-157	-218	-259	–	-341	-353	-353	-386	-357
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	-13	98	-189	–	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-172	-177	-462	–	-344	-356	-356	-389	-360
長期借入金の増減額（－は減少）	–	–	0	–	-49	0	-12	0	-11
株式の発行による収入	13	29	16	–	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
その他	–	–	–	–	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	168	21	16	–	-9	0	-12	0	-11
現金及び現金同等物の増減額（－は減少）	39	133	-304	–	71	76	112	153	265
現金及び現金同等物の期首残高	558	598	731	–	427	474	498	550	610
現金及び現金同等物の期末残高	598	731	427	–	498	550	610	703	876

（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

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。

＞ 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

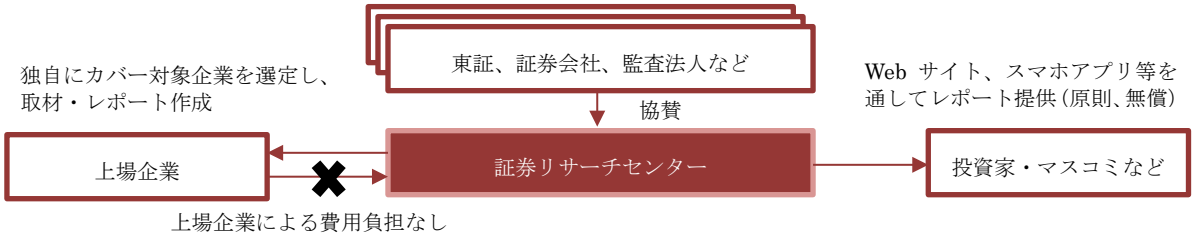
同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施しておらず、18/3 期も無配の予定である。

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。

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。