

ホリスティック企業レポート

チエル

3933 東証 JQS

フル・レポート
2017年4月7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 20170404

学校教育向け ICT 事業に特化した会社 システムとコンテンツの両方を持つ強みで政策の追い風をどこまで享受するか

1. 会社概要

- チエル(以下、同社)は、学校教育向け ICT 事業の専門で、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、専門で展開する企業は少ない。

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

2. 財務面の分析

- 11/3 期～16/3 期は、年平均 5.2%の増収だったが、経常利益は同 1.5%の減益と伸び悩んだ。12/3 期と 14/3 期に前期比減益を経験したが、15/3 期以降は増益基調に戻ってきている。
- 同社のような教育 ICT 分野専門の上場企業は他にない。同分野で製品・サービスを提供する企業との財務指標の比較では、収益性全般で同社が優位にある。一方、成長性と安全性に関しては、特段の優劣はない。

【主要指標】

	2017/3/31
株価(円)	2,128
発行済株式数(株)	3,812,100
時価総額(百万円)	8,112

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	57.4	55.0	52.0
PBR(倍)	6.8	6.3	5.6
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

- 同社の知的資本の源泉は、現社長による事業の全体設計(人的資本)にある。事業領域の絞り込みと経営資源の集中により、製品開発力を中心とした競争力を高めてきた。

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	6 カ月
リターン(%)	29.0	34.9	64.5
対TOPIX(%)	30.9	35.5	43.8

4. 経営戦略の分析

- 対処すべき課題は、営業体制の強化と売上の分散である。
- 学校教育 ICT 分野への特化という方針は変えず、同分野での事業の深化を経営戦略の中心に据えている。その上で、市場ごとのシステム開発及び教材開発、国内の営業体制の強化、ストックビジネスの拡大、海外展開(輸出の強化)を進めていく方針である。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

- 学校教育 ICT の分野に特化して事業展開をしてきたことが最大の成功要因である。ニッチな分野にフォーカスし参入障壁を築いたことが成長の基盤となっている。
- 今後の動向を見る上では、あまり積極的な取り扱いがない販売代理店に対する取引の活性化、共同開発の増加による製品投入サイクルの変化の可能性、の2点に注目したい。

【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)
2015/3	1,555	3.5	162	5.7	161	4.0	91	-9.4	28.7	270.5	0.0
2016/3	1,727	11.1	185	14.5	185	15.4	118	29.7	37.1	312.0	0.0
2017/3 CE	1,800	4.2	200	7.7	200	7.6	138	16.3	36.9	—	0.0
2017/3 E	1,841	6.6	204	9.9	218	17.8	145	22.7	38.7	339.6	0.0
2018/3 E	2,020	9.7	228	12.1	229	4.6	155	7.0	40.9	380.4	0.0
2019/3 E	2,241	10.9	266	16.5	266	16.5	181	16.5	47.6	428.0	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

フル・レポート

2/32

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。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。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 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 市場^{注1}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31%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期連	前期比		対売上高	
	単体	単体	単体	3Q累計	15/3期	16/3期	15/3期	16/3期
売上高	1,502	1,555	1,727	1,154	3.5%	11.1%	100.0%	100.0%
営業利益	153	162	185	1	5.7%	14.5%	10.4%	10.7%

(注) 17/3 期第2四半期より連結決算開始

(出所) チエル有価証券報告書、四半期報告書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

(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「CHJeru.net」を有していることである。「CHJeru.net」は 04 年 4 月のサービス開始以降、16 年 11 月に累計 300 万ユーザーに達しており、「CHJeru.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	CHJeru.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 「CHJeru.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
	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が多岐に渡るが、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、16/3 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 期上期末時点の大学 834 校の 57%にあたる 473 校に、高校 4,845 校の 27%にあたる 1,319 校に導入実績がある。

◆ 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、「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ないことと、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。

ただし、17 年 4 月に、小中市場向けの教育クラウドサービスをリリースし、教務支援システムとデジタル教材をクラウド化していく予定である。

小中市場においては、17/3 期上期末時点の 1,786 の教育委員会のうち、31%にあたる 550 委員会に導入実績がある。

【 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		内容
コンテンツ	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て表示して基礎・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
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。

16/3 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 6 名、開発された製品の検証を行う製品技術部品品質保証課に正社員 3 名が配置されている。全社で正社員が 60 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。

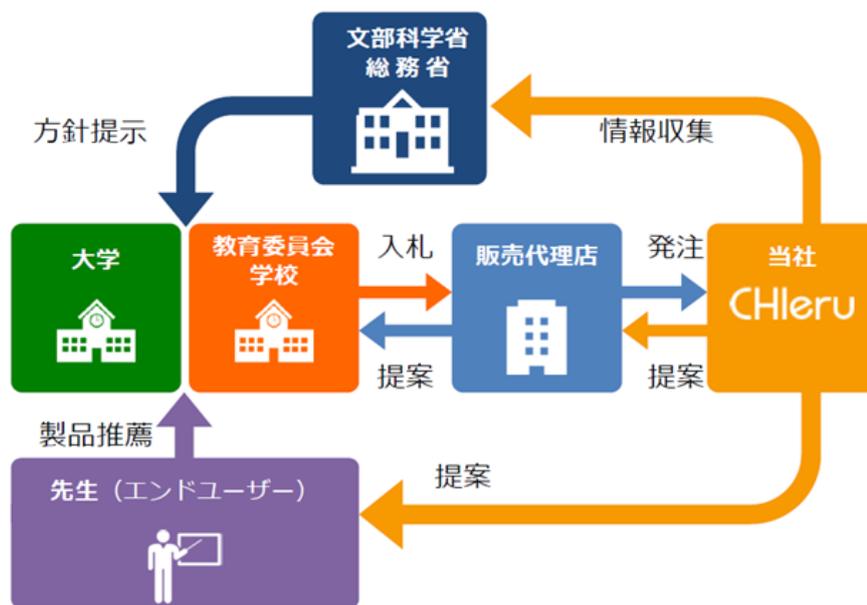
研究開発の蓄積の結果、現在、以下の2件の特許を取得し、1件を申請中である。

- (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 (申請中)

17/3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行い、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。

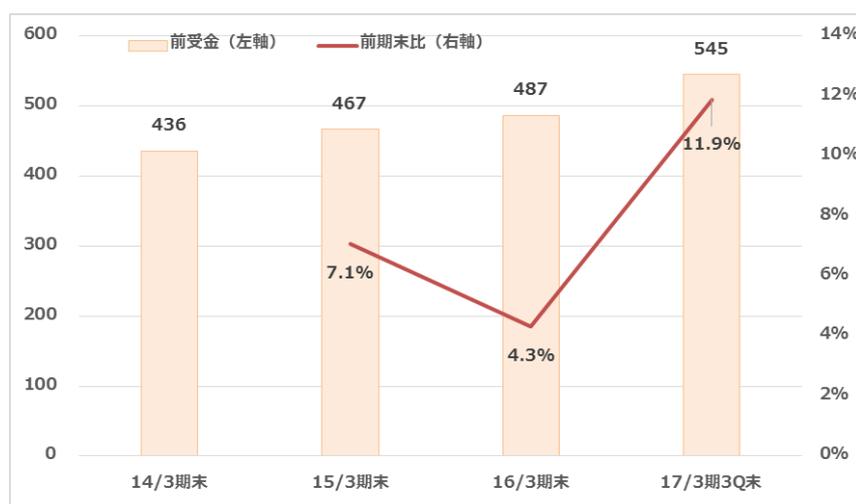
◆ スtockビジネスによる業績の安定化

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。16/3 期の売上高の 17%、売上総利益の 25%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

(単位：百万円)



(出所) チエル有価証券報告書、四半期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。

> 業界環境と競合

◆ 「教育振興基本計画」が後押し

13年6月14日に閣議決定した「第2期教育振興基本計画」では、今後の日本に「自立・協働・創造に向けた一人一人の主体的な学び」が求められるとして、4つの基本的方向性、8つの成果目標、30の基本施策が策定されている(図表8)。

【図表8】第2期教育振興基本計画(赤色の項目はチエルの事業領域に直接関わる施策)

4つの基本的方向性	8つの成果目標	30の基本施策
社会を生き抜く力の養成	生きる力の確実な育成 (幼稚園～高校)	<ul style="list-style-type: none"> ◆新学習指導要領を踏まえた言語活動等の充実 ◆ICTの活用などによる協働型・双方向型学習の推進 ◆各地域の実情を踏まえた土曜日の活用促進 ◆高校段階での到達度テスト導入など高校教育の改善・充実 ◆道徳教育の推進 ◆いじめ、暴力行為等の問題への取組の徹底 ◆教員の資質能力向上(養成・採用・研修の一体的な改革) ◆全国学力・学習状況調査(全数調査の継続実施) ◆子どもの成長に応じた柔軟な教育システム等の構築に向けた、学制の在り方を含めた検討
	課題探究能力の修得 (大学～)	<ul style="list-style-type: none"> ◆学生の主体的な学び確立による大学教育の質的転換(アクティブラーニング、教員サポート等) ◆大学情報の積極的発信 ◆点からプロセスによる質保証を重視した高大接続
	自立・協働・創造に向けた力の修得 (生涯全体)	<ul style="list-style-type: none"> ◆現代的・社会的な課題に対応した学習等の推進 ◆学校内外における様々な体験活動・読書活動の推進 ◆学習の質の保証と学習成果の評価活用を推進
	社会的・職業的自立に向けた能力・態度の育成	<ul style="list-style-type: none"> ◆体系的・系統的なキャリア教育の充実 ◆大学・専修学校等における分野別到達目標の普及、第三者評価制度の構築 ◆学生等への就職支援体制強化(就職・採用活動開始時期の変更等) ◆社会人(キャリアアップを目指す社会人、出産等で離職したが再就職を希望する女性等)の学び直しの機会の充実
未来への飛躍を実現する人材の養成	新たな価値を創造する人材、グローバル人材等の養成	<ul style="list-style-type: none"> ◆高校段階における早期卒業制度の検討 ◆外国語教育の強化や双方向の留学生交流・国際交流の推進、大学等の国際化のための取組の支援 ◆大学院教育の抜本的改革の支援
学びのセーフティネットの構築	意欲ある全ての者への学習機会の確保	<ul style="list-style-type: none"> ◆各学校段階を通じた切れ目のない教育費負担軽減 ◆挫折や困難を抱えた子ども・若者の学び直しの機会を充実
	安全・安心な教育研究環境の確保	<ul style="list-style-type: none"> ◆学校の耐震化、非構造部材の耐震対策を含む防災機能強化、老朽化対策の推進 ◆主体的に行動する態度を育成する防災教育等の学校安全に関する教育、地域社会・家庭・関係機関と連携した学校安全の推進
絆づくりと活力あるコミュニティの形成	互助・共助による活力あるコミュニティの形成	<ul style="list-style-type: none"> ◆コミュニティ・スクール、学校支援地域本部等の普及 ◆大学等のセンター・オブ・コミュニティ構想(COC構想)の推進 ◆家庭教育支援体制の強化

(出所) 文部科学省「第2期教育振興基本計画」より証券リサーチセンター作成

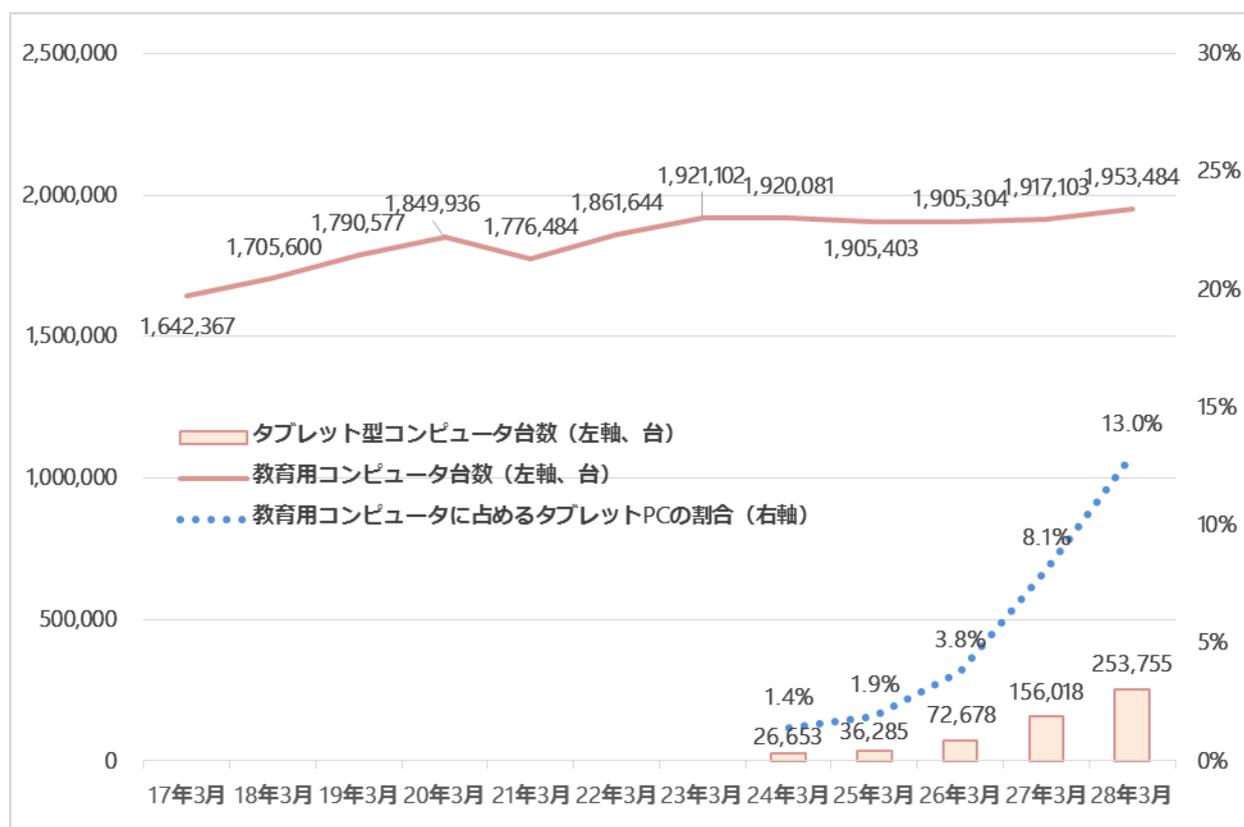
図表8に赤字で記載した9項目は同社の事業領域に直接関係するものである。同社が事業領域とする学校教育 ICT の分野に対し、政府の

政策が強く後押しをしている状況にあると言えよう。

◆ 全国の教育用コンピュータは約 195 万台

文部科学省の「学校における教育の情報化の実態等に関する調査結果」によると、全国には、28年3月の時点で、約195万台のコンピュータがあるとされている。そのうちの13%に当たる約25.3万台がタブレット型コンピュータとなっており、急速にその台数が増加している(図表9)。

【図表9】教育用コンピュータとタブレット型コンピュータの推移



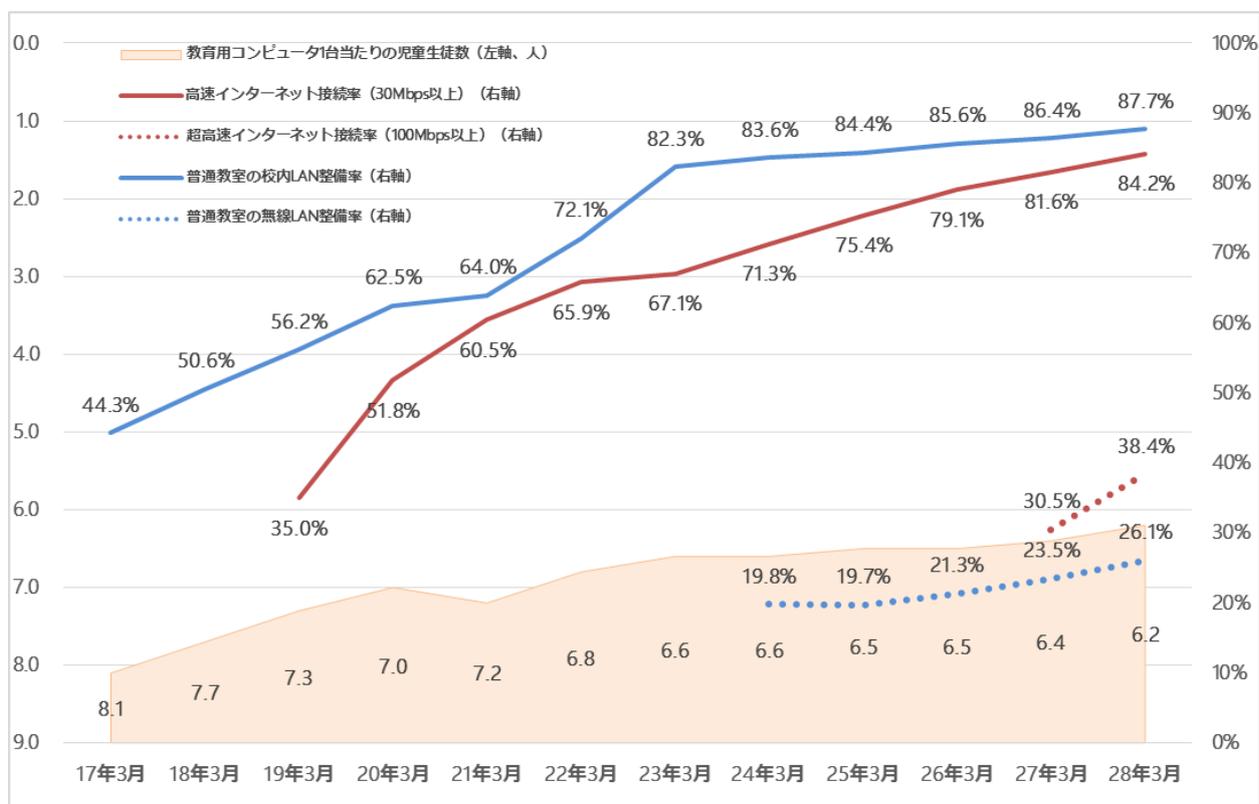
(出所) 文部科学省「学校における教育の情報化の実態等に関する調査結果」より証券リサーチセンター作成

◆ 1人1台の状況にはほど遠い

学校教育 ICT に関する政府目標の一つに、生徒学生1人につき1台のコンピュータ端末を整備するというものがある。「第2期教育振興基本計画」では、17年時点で1台当たり3.6人、「教育の情報化ビジョン」では、20年時点で1台当たり1.0人(つまり1人1台)という目標値が設定されている。

それでも、教育用コンピュータ1台当たりの児童生徒数は6.2人であり、1人1台の状況にはほど遠い。そのため、高速インターネット接続率や校内LAN整備率は80%台を超えてきている一方、1人1台の環境を支える超高速インターネット接続率や、普通教室の無線LAN整備率はまだ低い水準に留まっている(図表10)。

【図表10】ICT環境の整備状況
(1台当たりの児童生徒数、インターネット接続率、校内LAN接続率)



(出所) 文部科学省「学校における教育の情報化の実態等に関する調査結果」より証券リサーチセンター作成

◆ 学校教育 ICT の市場成長

学校教育 ICT の整備に積極的な予算措置を講じる流れにある。そのため、学校教育 ICT の市場規模は拡大していく見込みである。同社の試算によると、高大市場向けのデジタル教材及び講義支援・運用管理システムに関する分野は、14~20年の間、年平均約11%増で成長するとされている。また、小中市場向けのデジタル教材及び授業支援システムに関する分野は、同約54%増での成長が見込まれている。

◆ 競合

学校教育 ICT の分野は多岐にわたるが、ここでは、同社の主力分野となっている授業支援システムと教育コンテンツ配信の分野での他社の商品・サービスをいくつか挙げてみた(図表 11)。

【 図表 11 】 他社の授業支援システムと教育コンテンツ配信サービス

分野	商品・サービス名	種類	提供企業
授業支援システム	ロイロノート・スクール	教務	ロイロ(神奈川県横浜市)
	スクールタクト	教務	コードタクト(東京都渋谷区)
	ミライシード	教務	ベネッセコーポレーション(岡山県岡山市)
	テックキャンパス	教務	NTTラーニングシステムズ(東京都港区)
	みらいスクールステーション	統合	富士ソフト(9749東証一部)
教育コンテンツ 配信サービス	EduMall	-	内田洋行(8057東証一部)
	ラインズ e ライブラリアドバンス	-	ラインズ(東京都新宿区)

(注) 種類の「統合」とは、教務系システムと校務系システムを合わせて提供するものを指す
(出所) 文部科学省「学校における教育の情報化の実態等に関する調査結果」より証券リサーチセンター作成

他にも存在すると考えられるが、大手企業からベンチャー企業まで、多様な企業が提供企業として名を連ねている。米国では、「Edtech(エドテック)」という言葉があり、金融と IT を組み合わせる「Fintech(フィンテック)」のように、教育と IT を組み合わせて新しいサービスを生み出そうという動きが活発化している。そうした新興勢力に対して、ベンチャーファンド等からの投資資金も流入している。日本でも「Edtech」分野への潤沢な資金の流入や、米国等で成功した企業が日本の市場に参入してくる可能性もあろう。また、国内の大手 IT 企業等が自らの新規事業として開始する可能性もあり、どちらにしても、参入が増え、競合する製品・サービスが出てくることは想定しておいた方が良さだろう。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ~ 前身は旺文社の子会社

同社の前身は、97年に旺文社(東京都新宿区)の100%子会社として設立されたデジタルインスティテュートである。旺文社は学習参考書を得意とする出版社であり、デジタルインスティテュートはその子会社として、学校向けのデジタル教材の企画・開発・販売を行っていた。99年には、アルプス電気(6770 東証一部)のグループ会社であるアルプスシステムインテグレーション(東京都大田区)が資本参加し、02年は旺文社デジタルインスティテュートに商号を変更した。

デジタルインスティテュートは、経済産業省や文部科学省の委託事業

に参画して実績を積みながら、要素技術の特許を取得するとともに、04年に学校向けクラウド型教材配信サービスの「CHleru.net」を開始するなど、実績を積み上げていった。

◆ 沿革2 ～ システムとコンテンツを併せ持つチエルの誕生

06年、アルプスシステムインテグレーションの教育事業部門を統合し、商号をチエルに変更した。チエルという社名は、既にサービス展開していた「CHleru.net」から採られている。この統合により、学校教育分野のICTに関するシステムとコンテンツを併せ持つ現在の体制となった。

現代表取締役社長の川居睦氏は、元々はアルプスシステムインテグレーションの教育関連システム分野とセキュリティサービス分野の責任者であったが、99年よりデジタルインスティテュートの取締役を務めており、チエルとなった時より代表取締役を務めている。

◆ 沿革3 ～ 学校教育分野のシステム販売の強化

統合以降、08年の高校・大学教育向けフルデジタルCALLシステム、09年の高校・大学教育向けPC教室授業支援システム等、学校教育分野のシステムの販売を強化していった。

なお、システムを販売するに先立って実施する必要がある実証実験を、国内のみならず、海外でも行ってきた。その関係で、早くより海外にも販売網を広げ、販売代理店契約を持つ代理店が存在する国は約20カ国にのぼっている。

◆ 企業理念

同社は、企業理念として、「子供たちの未来のために、世界中の先生の授業をICTで支える」を掲げ、子供たちの可能性のある未来のために、「教育」と「ICT」をつなぐイノベーターとして貢献していくとしている。

◆ 株主

有価証券届出書と17/3期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表12の通りである。

16年9月末時点で、代表取締役社長の川居睦氏が筆頭株主で29.10%を保有している。第2位はアルプスシステムインテグレーションと旺

文社が同率の9.55%で並んでいる。第4位の取締役の森谷和浩氏(16年11月に逝去)以下は、販売代理店や制作協力会社の社長や旺文社キャピタル等の事業に関係する個人や企業の保有が続く。自社株は存在しない。

【 図表 12 】 大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			16年9月末時点			16年10月1日時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
川居 睦	750,000	41.66%	1	548,000	29.10%	1	1,096,000	29.10%	1	代表取締役社長 上場時に202,000株売り出し (分割後ベース404,000株)
アルプシステムインテグレーション 株式会社	180,000	10.00%	2	180,000	9.55%	2	360,000	9.55%	2	
株式会社旺文社	180,000	10.00%	2	180,000	9.55%	2	360,000	9.55%	2	
森谷 和浩	165,000	9.16%	4	60,500	3.21%	4	121,000	3.21%	4	前取締役(16年11月に逝去により退任) 上場時に115,000株売り出し (分割後ベース230,000株)
大賀 昭雄	60,000	3.33%	6	60,000	3.18%	5	120,000	3.18%	5	
森 達也	60,000	3.33%	6	60,000	3.18%	5	120,000	3.18%	5	
日本証券金融株式会社	-	-	-	50,300	2.67%	7	100,600	2.67%	7	
株式会社旺文社キャピタル	45,000	2.50%	8	45,000	2.38%	8	90,000	2.38%	8	
資産管理サービス信託銀行株式会社	-	-	-	30,400	1.61%	9	60,800	1.61%	9	
株式会社SBI証券	-	-	-	29,400	1.56%	10	58,800	1.56%	10	
チエル社員持株会	105,000	5.83%	5	-	-	-	0.00%	10	社員持株会は現在も存在している	
株式会社第一総合会計	22,500	1.25%	9	-	-	-	-	-		
村上 有弘	9,000	0.50%	10	-	-	-	-	-	従業員	
(大株主上位10名)	1,576,500	87.58%	-	1,243,600	66.04%	-	2,487,200	66.04%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	172,050	9.55%	-	87,750	4.66%	-	175,500	4.66%	-	
発行済株式総数	1,800,000	100.00%	-	1,882,950	100.00%	-	3,765,900	100.00%	-	

(注) 16年10月1日付で1:2の株式分割を実施

(出所) チエル有価証券届出書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、11/3 期以降の数値が開示されており、11/3 期～16/3 期まで、売上高は年平均 5.2%のペースで拡大してきたが、経常利益は年平均 1.5%の減少と伸び悩んでいる。

数値の開示はないが、11/3 期までであった特需が剥落したために 12/3 期は減収となったが、それ以降は、主要クライアントの成長とクライアント数の増加により、増収が続いている。

一方、経常利益は、前期比減収となった 12/3 期のほか、14/3 期に減益を経験した。14/3 期の減益は、韓国で実施した実証実験のために費用が増加したことが要因である。こうした費用がなくなった 15/3 期以降は、増益基調に戻っている。

◆ 16年3月期は前期比増収増益

16/3 期は、売上高が前期比 11.1%増の 1,727 百万円、営業利益が同 14.5%増の 185 百万円、経常利益が同 15.4%増の 185 百万円、当期純利益が同 29.7%増の 118 百万円と、増収増益となった。

上場時公表の会社計画に対する達成率は、売上高が 102.2%、営業利益が 103.1%、経常利益が 103.2%、当期純利益が 97.7%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、高大市場向け、小中市場向けとも、順調だった模様である。

高大市場向けのクラウドサービス分野の堅調な推移が収益を下支えし、16/3 期末の前受金は前期末比 4.3%増となった。また小中市場向けも、タブレット対応教務支援システムやデジタル教材の販売が順調な上、無線 LAN 環境を最適化する「Tbridge」が好調だった。

一方、売上総利益率は、15/3 期の 55.7%に対し、16/3 期は 50.9%へ 4.8%ポイント低下した。一部の案件で仕入を伴うハードウェアの販売が増加したことと、ソフトウェアの減価償却費の増加が影響した。一方、販売費及び一般管理費の伸びは抑制され、営業利益率は、15/3 期の 10.4%から 16/3 期の 10.7%まで 0.3%ポイントの上昇となった。

◆ 東証ジャスダック上場時の公募増資により自己資本は若干増強

16 年 3 月の東証ジャスダック上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、15/3 期末に 52.2%であった同社の自己資本比率は、16/3

期末には 55.6%まで上昇し、財務の安全性は若干改善された。

> 他社との比較

◆ 教育 ICT の分野で製品・サービスを提供する企業と比較

同社は学校向けに教育分野の ICT 関連の製品・サービスを提供している。教育 ICT の分野の製品・サービスを持つ会社は多いが、同社のように教育 ICT の分野に特化した上場企業は見当たらない。そこで、教育 ICT 分野で何らかの製品・サービスを持ち、それが全体の業績にある程度影響を与えるほどのウェイトを持つと思われる上場企業と財務指標を比較した。

比較対象は、オフィス家具大手だが学校向けのシステム等も得意としている内田洋行(8057 東証一部)、入試関連支援業務を主力とするシステム開発会社で、リアルグローブ(東京都文京区)と提携して「高大接続・学修支援プラットフォーム」実証事業を行っている ODK ソリューションズ(3839 東証 JQS)とした(図表 13)。

【図表 13】財務指標比較：教育 ICT の分野で製品・サービスを提供する企業

項目	銘柄	コード	チエル		内田洋行	ODK
			3933	(参考)	8057	ソリューショonz
		直近決算期	16/3期		16/7期	3839
						16/3期
規模	売上高	百万円	1,727	-	138,210	3,486
	経常利益	百万円	185	-	3,896	136
	総資産	百万円	2,067	-	91,441	5,840
収益性	自己資本利益率	%	11.8	10.3	6.9	1.7
	総資産経常利益率	%	10.0	9.0	4.3	2.3
	売上高営業利益率	%	10.7	-	2.5	3.1
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	8.8	-	2.5	0.0
	経常利益(同上)	%	-5.2	-	46.9	-32.8
	総資産(同上)	%	15.4	-	3.4	2.1
安全性	自己資本比率	%	55.6	-	34.2	68.0
	流動比率	%	207.5	-	138.2	362.5
	固定長期適合率	%	23.4	-	65.3	61.8

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

チエルは16/3期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標は、参考情報として、期初と期末の平均値でなく、期末の数値を用いて算出した数値も併記した

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

他社は教育 ITC 分野以外の事業を有しており、また、事業規模も異なるため、単純な比較はできないものの、収益性に関しては全ての項目で他社を上回っている。一方、成長性と安全性に関しては、まちまちであり、特段の優劣はない。

3. 非財務面の分析

> 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 14 に示した。

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 14 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値		
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)	473校(834校の57%) 06年~16年9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	
		・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%)	
		・「CHJeru.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ン学区での 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	
		・業務提携	・共同開発	すららネット ワンピ(17年3月)	
			・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)	
			・インソース	インソース	
			・周辺市場への展開	国際産業技術	
	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)	
・営業担当者				20名強	
・海外の営業・販売			・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	
製品開発及び研究開発		・販売代理店が置かれている国数	約20カ国		
		・研究開発費	25百万円		
		・体制	製品開発部開発課 正社員6名 製品技術部品保証課 正社員3名 (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	
		・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)	
			・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)	
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)
	・社長以外の取締役の持株数 (監査役は除く)	135,000株(3.58%) (16年10月の株式分割考慮後) (逝去した取締役の分を含む)			
	・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(3名) (退職慰労金5百万円を含む)(16/3期)			
	従業員	・企業風土	・従業員数	60名(16/3期末)	
			・平均年齢	36.7歳(16/3期末)	
			・平均勤続年数	4.7年(16/3期末)	
		・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	175,500株(4.66%)(17/3期2Q末)	
				129,300株(3.25%)(17/3期3Q末) (16年10月の株式分割考慮後)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は17/3期上期、または17/3期上期末のものとする

(出所) チエル有価証券報告書、四半期報告書、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

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態は情報・通信業に属し、学校教育向け ICT 事業専門ということもあり、IR 資料等の中で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社では、「子供たちの未来のために、世界中の先生の授業を ICT で支える」という経営理念のもと、学校教育市場に特化した ICT 専門メーカーとして、授業を進めやすくするために先生に寄り添ったものづくりを追求することを通じて、社会に貢献していくとしている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は4名で構成され、うち1名が社外取締役である。

社外取締役の呉明植氏は、司法試験に合格後、慶應義塾大学司法研究室の非常勤講師、伊藤塾司法試験科の講師を経て、法学館法律事務所に入所した。現在は法学館法律事務所の勤務との兼任である。

同社は監査役会設置会社であり、監査役会は3名の監査役で構成される。常勤監査役1名、社外監査役2名という構成である。

常勤監査役の加藤栄政氏は、財団法人日本英語教育協会で長くキャリアを積んだ後、旺文社に入社した。同社の取締役に就任した後、同社に転籍した。

監査役の小尾茂氏は、旺文社で長くキャリアを積み、旺文社の常勤監査役を経験した。現在は、旺文社の顧問との兼任である。

監査役の本田真吾氏は弁護士であり、司法試験合格後、最高裁判所司法研究所、レガリスの森法律事務所を経て、法学館法律事務所に入所した。現在は法学館法律事務所の勤務との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 営業体制の強化

図表 6 のビジネスフローにある通り、売上高の大半は、各地の販売代理店による入札が関係する。入札が地域ごとに行われるため、同社の販売代理店は全国に散在している。一方、同社の営業体制が対応しきれているわけではなく、十分な対応ができていない地域、まだ営業拠点を置いていない空白地域も存在している。

◆ 売上の分散

同社の売上高の約 70% が高大市場向けによるものである。特に、高大市場向けに分類される CALL/PC 教室システム用の関連製品群の売上高が全社売上高の約 30% を占めており、売上の分散を図ることを志向している。そのため、引き続き高大市場向けの拡販を続けつつ、小中市場向けの構成比を高めるべく、小中向けの販売に注力していくとしている。

また、後述する通り、ストックビジネスの売上高構成比の上昇を目指しており、そのために、e ラーニング用教材等の期間契約型の商品・サービスの拡販を進めていくこととしている。

> 今後の事業戦略

◆ 学校教育 ICT への特化は不変

図表 2 にある通り、教育分野で ICT を利活用するシーンのうち、同社は、学校における教育現場での ICT の利活用を事業領域としている。その方針は今後も変わらない。

事業領域の分野以外に関しては、同社自身が直接展開するのではなく、他社との提携による参入に留める方針である。16 年 11 月に公表された、社会人・企業内研修分野を事業領域とするインソース（6200 東証マザーズ）との業務提携は、その好例である。

◆ システム開発及び教材開発～高校大学市場

システム開発戦略として、国の施策に沿った開発を行うとしている。

高大市場に関する国の施策は、環境整備、英語学習の環境整備、高等学校基礎学力テストの実施であり、それらに沿う形で、以下の 3 点を主要テーマに掲げている。

- (1) アクティブラーニング活性化
- (2) タブレット端末活用

(3) 無線 LAN 環境整備への対応

このうち、(1)については、MALL(Mobile Assisted Language Learning)という新しい概念を打ち出し、スマートフォンやタブレットを利用していつでもどこでも自主的な学習ができるようなシステムを提供していくとしている。

また、総務省によるクラウド、無線 LAN 環境整備の推進の政策に対応する形で、(3)を進めている。具体的には、「Tbridge」という特許出願中の無線 LAN 環境最適化ソリューションの拡販を進めていくとしている。

◆ システム開発及び教材開発～小学校中学校市場

小中市場に関する国の施策は、2020年代に「1人1台のタブレット」の環境整備、2020年代にデジタル教科書導入、教育クラウドや無線 LAN 整備、教員の ICT 活用指導力の向上である。

それに対し、同社では、以下の2点を主要テーマとしている。

- (1) タブレット対応教材の開発
- (2) 教育クラウドサービス

特に(2)については、17年4月に小中学校向け教育クラウドサービスをリリースする予定であり、小中市場向けでは初めて、クラウドでの教務支援システムとデジタル教材の提供を行えるようにする。その第1弾として、17年4月に、既存システムの「らくらく先生スイート」と連携するデジタル教材である「らくらく教材クラウド(仮)」をリリースする予定である。また、すららネット(東京都千代田区)と共同開発中の小中学校向けeラーニングドリル教材も17年4月にリリース予定である。

このように、小中市場向けではクラウドで提供できるシステムやデジタル教材を順次増やして、拡販を進めていく。

◆ 国内の営業体制の強化

代理店経由での販売を支えるのは、約400社の販売代理店である。同社としては、販売代理店の数を増やすよりも、既存の販売代理店との関係強化を図っていくことで、販売量を増やしていく方針である。

そのためにも営業体制を強化することが必要である。空白地域への営

業拠点の設置を進めていきながら、現在 20 名強の営業担当者を、将来的には倍増させていく方針である。

◆ スtockビジネスの増加

同社の売上高の 17%、売上総利益の 25%が教材や保守等の複数年契約(期間契約)＝Stockビジネスの受注によるものである。現在、eラーニング関連を始めとする教材の複数年購入、保守契約、大学への常駐契約等が複数年契約の対象となっている。

同社としては、主に eラーニング関連の教材の販売の強化を通じて、Stockビジネスの割合を高め、売上高や売上総利益の安定成長を図っていくとしている。なお、Stockビジネスが増加しているかどうかは、貸借対照表の負債項目にある前受金の推移から、傾向を読むことができる。

◆ 海外展開

現在同社は約 20 カ国に販売実績を持つ。海外向けの販売は国内向けに比べて単価が低く、数量を増やさないとなかなか業績に貢献してこない。同社としては、グローバル化対応商品を拡充させつつ、将来的に販売実績のある国を 50 カ国程度まで増やすことを念頭に、海外からの注文を受ける体制を徐々に整えていくとしている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 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 15 のようにまとめられる。

【 図表 15 】 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

> 経営戦略の評価

◆ 学校教育 ICT の分野への「選択と集中」が最大の成功要因

先述の通り、学校教育 ICT の分野に特化して事業展開してきたことが、同社の最大の成功要因と考える。

教育 ICT にも多くの分野があるが、同社は主に語学学習用の CALL システムを得意としている。音声を扱うシステムという関係上、ソフトウェアだけでなく、ハードウェアやネットワークのノウハウが求められる。このことが、他の教材メーカーに対する大きな参入障壁となり、同社の成長のベースとなったと言えよう。そして、参入障壁の構築を成し得たのは、学校教育 ICT、さらには CALL システムに集中したことによってもたらされたと考えられる。

◆ 製品開発における実証実験の蓄積こそが最大の付加価値

同社の主力である講義支援システムによって提供されているものは、ハードウェアでもソフトウェアでもなく、ノウハウである。先生は、システムを使うことで、教え方を始め、生徒の学習目標を達成するための有形無形のノウハウを活用することができる。

そのことは、製品開発のプロセスにおいて、同社が実証実験を重視していることから量り知れよう。実証実験を通じて製品化していく過程そのものが、エンドユーザーである先生に提供される付加価値となるため、実証実験の蓄積が同社にとっての最大の付加価値と考える。

◆ 今後を見る上での2つの視点

今後の展開を見る上での視点は以下の2点と考える。

- (1) あまり積極的でなかった販売代理店に対する取引の活性化
- (2) 共同開発の増加による製品投入サイクルの変化の可能性

(1) について、約 400 社の販売代理店の中でも、同社の製品の取り扱いに対する積極性には差があろう。さほど積極的でない販売代理店との取引をどのように増やしていくかに注目したい。営業担当の人数が増えればうまくいくのか、それとも、同社の付加価値の伝え方に工夫必要なのかといった点である。

(2) について、上場後、同社は業務提携を積極的に行っている。それらの提携の中でも、共同開発を目的としたものが多い印象がある。共同開発の増加により、製品投入のサイクルがどのように変わるか、特に、付加価値を生み出すプロセスが強化されるかどうか注目しておきたい。

> 今後の業績見通し

◆ 17年3月期会社計画

17/3期の会社計画は、売上高 1,800 百万円（前期比 4.2%増）、営業利益 200 百万円（同 7.7%増）、経常利益 200 百万円（同 7.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 138 百万円（同 16.3%増）である。第2四半期から連結決算に移行した後も、単体ベースで開示された期初計画が据え置かれている。第3四半期まで経過した現在でも、期初計画に変更はない（図表 16）。

【図表 16】チエルの17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	
	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	1,555	1,727	1,800	4.2%
売上総利益	866	879	-	-
売上総利益率	55.7%	50.9%	-	-
営業利益	162	185	200	7.7%
売上高営業利益率	10.4%	10.7%	11.1%	-
経常利益	161	185	200	7.6%
売上高経常利益率	10.4%	10.8%	11.1%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	91	118	138	16.3%
売上高当期純利益率	5.9%	6.9%	7.7%	-

(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、従来から収益を下支えしてきた高大市場向けの講義支援分野製品のほか、先行投資をしてきたアクティブラーニング対応製品の拡販を中心に据えているようだ。

費用面では期初の時点で、前期比 57 百万円の費用増を見込んでいた。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が要因としている。それでも、営業利益率は 11.1%まで上昇するとされている。

株主還元に関して、1株当たりの配当は、16/3期は無配、17/3期は未定としている。

◆ 17年3月期第3四半期決算

17/3期第3四半期累計期間は、売上高 1,154 百万円（前年同期比 18.1%増）、営業利益 1 百万円（前年同期は 2 百万円の赤字）、経常利益 16 百万円（前年同期は 2 百万円の赤字）、親会社株主に帰属する四半期純利益 7 百万円（前年同期は 1 百万円の赤字）であった（前年同期は

単体実績)。通期の会社計画に対する達成率は、売上高は 64.1%、営業利益は 0.5%となった。

高大市場の講義支援分野、小中市場の授業支援分野がともに堅調に推移したほか、北海道でのハードウェア製品の大口受注があった。また、販売強化を目的に、会社分割の形で沖縄チエルが設立されたことで、沖縄での受注も大幅に増加したようだ。なお、沖縄チエルの設立により、第2四半期から連結決算に移行している。

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3四半期累計期間だけでは判断しづらい。予定されていた通りに費用の増加はあったものの、増収効果により、前年同期は赤字だった営業利益は、わずかながら黒字となった。

◆ 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、同社の 17/3 期業績について、売上高 1,841 百万円（前期比 6.6%増）、営業利益 204 百万円（同 9.9%増）、経常利益 218 百万円（同 17.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 145 百万円（同 22.7%増）と予想する。売上高は会社計画を上回るものの、営業利益は会社計画に近い水準とし、経常利益と親会社株主に帰属する当期純利益は、会社計画をいくらか上回る水準とした（図表 17）。

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、営業体制を強化して販売代理店との関係を強化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 16/3 期末の 60 名に対し、17/3 期末に 66 名になるものとし、従業員 1 人当たりの売上高も微増と予想した。また、売上高に連動する形で、17/3 期末の前受金は前期末比で約 11%増加するものとした。

(2) 売上総利益率は、16/3 期の 50.9%に対し、17/3 期は 50.5%まで 0.4%ポイント低下するものとした。第3四半期累計期間が 48.5%まで低下していることを踏まえ、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増による影響を考慮し、通期では前期よりも低下するものと想定した。

(3) 販売費及び一般管理費は、16/3 期の 693 百万円に対し、17/3 期は 725 百万円まで増加するものと予想した。主に人件費や研究開発費

の増加を考慮した。それでも、17/3期の売上高営業利益率は11.1%と、16/3期の10.7%より0.4%ポイント上昇するものと予想した(会社計画では11.1%)。なお、営業外損益において第3四半期累計期間までの分を加味したことで、経常利益は営業利益を14百万円上回るものとした。

18/3期以降は、20/3期まで年率10~11%の増収が続き、売上高営業利益率は20/3期の12.7%まで、徐々に上昇していくものと予想した。人員増及び従業員1人当たり売上高がともに徐々に増加していくこと、売上総利益率はハードウェア製品が多かった17/3期よりは上昇して51.0%の水準で推移すること、販売費及び一般管理費は年75百万円ずつ増加することを想定した。

【 図表 17 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	15/3期単	16/3期単	17/3期連CE	17/3期連E	18/3期連E	19/3期連E	20/3期連E
損益計算書							
売上高	1,555	1,727	1,800	1,841	2,020	2,241	2,472
前期比	3.5%	11.1%	4.2%	6.6%	9.7%	10.9%	10.3%
売上総利益	866	879	-	929	1,030	1,143	1,261
前期比	4.5%	1.5%	-	5.7%	10.8%	10.9%	10.3%
売上総利益率	55.7%	50.9%	-	50.5%	51.0%	51.0%	51.0%
販売費及び一般管理費	704	693	-	725	801	876	948
売上高販管費率	45.3%	40.2%	-	39.4%	39.7%	39.1%	38.3%
営業利益	162	185	200	204	228	266	313
前期比	5.7%	14.5%	7.7%	9.9%	12.1%	16.5%	17.4%
売上高営業利益率	10.4%	10.7%	11.1%	11.1%	11.3%	11.9%	12.7%
経常利益	161	185	200	218	229	266	313
前期比	4.0%	15.4%	7.6%	17.8%	4.6%	16.5%	17.4%
売上高経常利益率	10.4%	10.8%	11.1%	11.9%	11.3%	11.9%	12.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	91	118	138	145	155	181	212
前期比	-9.4%	29.7%	16.3%	22.7%	7.0%	16.5%	17.4%
売上高当期純利益率	5.9%	6.9%	7.7%	7.9%	7.7%	8.1%	8.6%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) チエル有価証券届出書、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

【 図表 18 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (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CE	17/3期連E	18/3期連E	19/3期連E	20/3期連E
貸借対照表							
現金及び預金	497	602	-	1,165	1,171	1,288	1,489
有価証券	410	355	-	0	0	0	0
売掛金	291	575	-	433	562	640	646
商品・仕掛品・貯蔵品	58	61	-	69	74	85	90
前渡金	79	89	-	100	111	123	135
その他	105	100	-	100	100	100	100
流動資産	1,442	1,785	-	1,870	2,020	2,239	2,462
有形固定資産	20	14	-	13	12	10	9
無形固定資産	133	217	-	294	372	441	518
投資その他の資産	53	49	-	49	49	49	49
固定資産	207	282	-	357	434	502	578
資産合計	1,649	2,067	-	2,228	2,454	2,741	3,040
買掛金	70	181	-	121	122	148	149
未払法人税等	18	41	-	41	43	51	60
未払金	84	71	-	82	90	100	111
前受金	467	487	-	544	604	666	731
短期借入金	-	-	-	-	-	-	-
1年以内返済予定の長期借入金	-	-	-	-	-	-	-
その他	97	79	-	79	79	79	79
流動負債	738	860	-	869	940	1,046	1,132
長期借入金	-	-	-	-	-	-	-
その他	50	57	-	63	63	63	63
固定負債	50	57	-	63	63	63	63
純資産合計 (自己資本)	861	1,148	-	1,294	1,450	1,631	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	-	214	229	266	313
減価償却費	54	72	-	84	97	125	137
売上債権の増減額 (-は増加)	28	-283	-	141	-129	-78	-5
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-32	-3	-	-8	-4	-11	-5
仕入債務の増減額 (-は減少)	11	110	-	-59	0	26	1
法人税等の支払額	-59	-37	-	-68	-70	-78	-91
その他	-56	0	-	57	56	60	63
営業活動によるキャッシュ・フロー	105	44	-	361	179	311	414
有形固定資産の取得による支出	-13	-1	-	-3	-3	-3	-3
有形固定資産の売却による収入	0	0	-	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-98	-157	-	-156	-171	-190	-210
投資有価証券の取得・売却による支出	0	0	-	0	0	0	0
その他	-108	-13	-	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-219	-172	-	-159	-174	-193	-213
株式の発行による収入	-	13	-	0	0	0	0
自己株式の取得・売却による収支	-	154	-	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	0	0	0	0
その他	0	0	-	5	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	0	168	-	5	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-114	39	-	207	5	117	200
現金及び現金同等物の期首残高	672	558	-	598	805	811	928
現金及び現金同等物の期末残高	558	598	-	805	811	928	1,129

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) チエル有価証券届出書、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

> 投資に際しての留意点

◆ 第4四半期への売上の集中

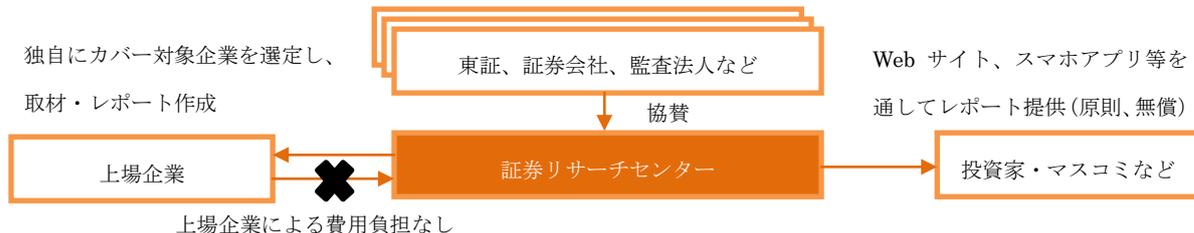
同社は第2四半期と第4四半期に売上高が集中する傾向がある。実際、17/3期の会社計画が達成されるかどうかは、第4四半期次第と言っても過言ではない。そのため、株価形成という意味では、期末前後に大きく動きやすい傾向があると考えられる。

◆ 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一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、配当を実施していない。配当の実施およびその時期については現時点では未定である。

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	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	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	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		

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

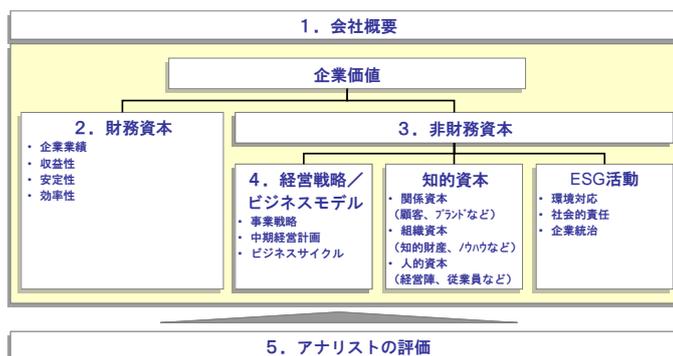
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。