

アルファ・ウイン 企業調査レポート

ピー・シー・エー

(9629 東証一部)

発行日：2019/6/25

アルファ・ウイン 調査部

<http://www.awincap.com/>

● 要旨

事業内容

- ・ピー・シー・エー株式会社(以下、同社)は、基幹業務のパッケージソフトウェアに特化した独立系のソフトウェアメーカーで、同業界では専業大手である。
- ・同社は 1980 年に創業され、以来、主に中小企業向けにソフトウェアをオンプレミスやクラウドにて提供している。基幹業務の高度な自動化を実現するソフトウェアの提供を核に、企業の円滑な経営・運営をサポートする「マネジメントサポート・カンパニー」として社会に貢献することを使命としている。

業績動向

- ・同社の業績は、4 期連続の大幅増収増益を達成し極めて好調である。2019/3 期(前期)は、売上高 11,439 百万円(前年同期比 16.9%の増収)、営業利益 1,248 百万円(同 54.7%の増益)となった。今年 2 月に発表した上方修正値に対し、売上高は僅かに未達となったが、各利益は上回った。成長ドライバーであるクラウドと就業管理システム関連の売上高が引き続き伸長したほか、特需効果(消費税率引き上げ、Windows7 のサポート終了対応などの前倒し需要)も加わり、ソリューションや製品の増収が寄与した。この結果、売上高は、5 年ぶりに過去最高値を更新した。また、新製品開発・人件費などのコスト増を、増収効果や粗利率と販管費率の改善が吸収し、大幅な増益となった。
- ・同社は、2020/3 期(今期)の業績を、前期比 11.8%の増収(12,783 百万円:過去最高を連続更新)、18.5%の営業増益(1,478 百万円:過去 4 番目の水準)、当期利益では 976 百万円と過去最高益の更新を予想している。クラウド、就業管理システムの続伸に加え、特需が継続し 5 期連続の増収増益を見込む。

競争力

- ・同社は、約 24 万社の顧客基盤を持ち、中小企業向け等の会計・財務分野では高い知名度と上位のシェアを誇っている。特に、同分野における基幹業務のクラウドサービスでは先行し、業界トップを快走中。今後は、クラウドサービスでは後発となる大手同業者との競合状況に注目していきたい。
- ・専業者として得意分野に経営資源を集中し、税制・制度変更等の幅広いニーズに対応した商品開発やサービス体制の構築ができること、安定した顧客基盤を有し、リーズナブルな価格で高品質な製品・サービスを提供できることが強みである。

経営戦略

- ・グループの経営基本戦略として、主力事業の収益基盤の確立(PCA クラウドの強化・拡販、オンプレミス事業の強化)、新たなビジネスチャンスの創造、高収益体質に向けた経営管理基盤の強化に加え、新たにモノづくりの強化を掲げ、新製品・新サービスの提供により再成長に繋げたい意向である。
- ・また、昨年公表した中計に変更はなく、最終年度(2022/3 期)の連結の数値目標を、売上高 115 億円以上(内、ストックビジネス売上高 60 億円)、営業利益 15 億円以上、営業利益率 10%以上と設定している。

業績予想

- ・アルファ・ウイン調査部では、特需効果やクラウド等の売上高、並びにコスト前提を考慮すると、今期の会社計画は売上高・利益とも保守的であり、上方修正の余地があると判断している。来期は特需の反動減が予想されるため、一時的な減収減益は避けられないと思われる。しかし、ストックビジネスが継続的に拡大するフェーズにあり、現在進めている新たなビジネスを軌道化できれば中長期的には再成長し、増収・増益トレンドを継続できると予想している。

1/40

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。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。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様から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ご自身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の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

株価水準

・ディフェンシブで消費増税・働き方改革がポジティブに働く、内需小型成長株。業績回復を好感し株価は急騰、5月には上場来最高値を更新し、TOPIXを著しくアウトパフォーム。その後も、株価は堅調に推移している。また、同社株を東証一部平均とPER、配当利回り、PBRのバリュエーションで比較すると若干高めだが、同業大手2社との比較では、多くの指標で依然割安感がある。因みに過去2年間では、同社株は同業2社を大幅にアウトパフォームしている。

株主還元

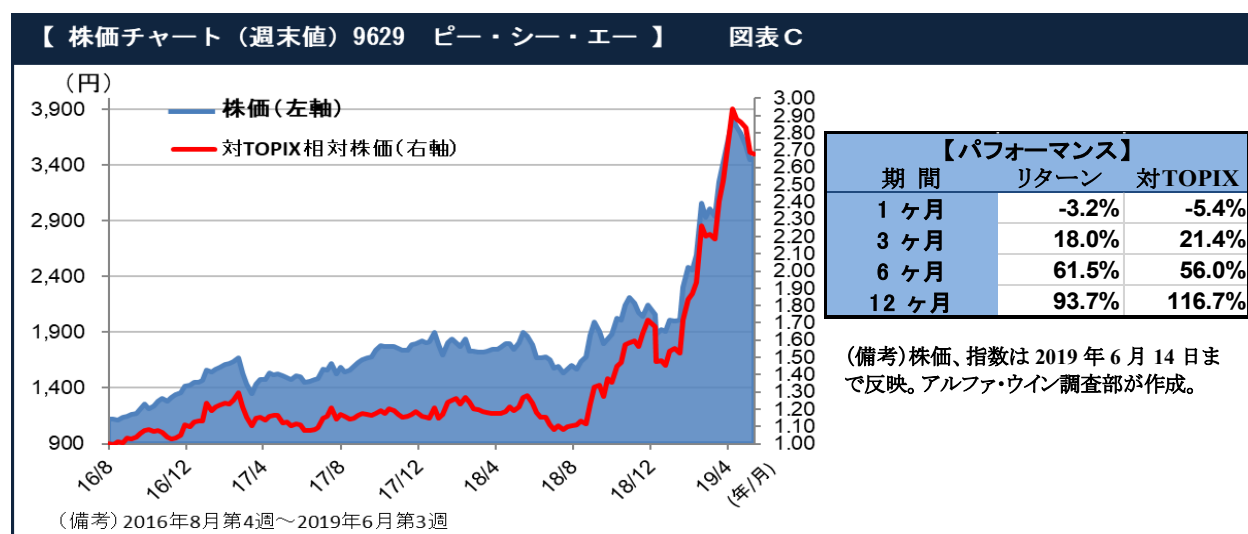
・同社は、これまで継続的な安定配当（配当性向 30%を目安）と自社株買いを行ってきた。今期も一株当たり年 31 円の配当を継続する見込みであり、株主優待制度のクオカードを考慮すると、実質的な利回りは（最大）1.5%となる。純資産配当率 2.5%を KPI として掲げており、中長期的に好業績を背景に増配や機動的な自社株買い、加えて株式分割や株主優待の拡充などの株主還元の強化も期待される。

【 9629 ピー・シー・エー 業種：情報・通信 】 図表 A												
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		9,360	10.9	432	957.9	463	593.6	160	-	23.49	1,568.59	31.00
2018/3		9,785	4.5	807	86.8	834	79.9	441	174.1	64.37	1,644.39	31.00
2019/3		11,439	16.9	1,248	54.7	1,277	53.0	906	105.5	133.25	1,789.76	31.00
2020/3	CE	12,783	11.8	1,478	18.5	1,499	17.4	976	7.7	146.77	-	31.00
2020/3	E	12,900	12.8	1,600	28.2	1,620	26.9	1,050	15.9	157.87	1,916.61	31.00
2021/3	E	11,000	-14.7	1,200	-25.0	1,220	-24.7	800	-23.8	120.28	2,005.89	31.00
2022/3	E	11,600	5.5	1,400	16.7	1,420	16.4	920	15.0	138.32	2,113.21	33.00

（備考）CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想。以下、計算過程の処理等で差異が生じ、同一項目の数値が完全に一致しないことがある。

【 株価・バリュエーション指標：9629 ピー・シー・エー 】 図表 B						
項 目	2019/6/14	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	3,465	前期実績	26.0	1.9	0.9%	23.3%
発行済株式数 (千株)	7,700	今期予想	21.9	1.8	0.9%	19.6%
時価総額 (百万円)	26,681	来期予想	28.8	1.6	0.9%	25.8%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率	59.3%	前期ROE	7.8%	

（備考）予想はアルファ・ウイン調査部予想



目次

1. 会社概要.....	P4
基幹業務ソフトウェアの専業大手	P4
経営理念.....	P6
2. 事業内容とビジネスモデル	P7
業務の効率化に不可欠な基幹業務ソフトウェア	P7
継続性と限界利益率の高いビジネスモデル	P7
安定性と収益性の高いストックビジネスが拡大	P8
成長ドライバーであるクラウドビジネス	P9
3. 株主構成.....	P11
株主所有者別構成の推移	P11
上位株主構成.....	P11
4. ESG	P13
環境対応(Environment)、社会的責任(Society)、企業統治 (Governance)	P13
5. 成長の軌跡	P14
沿革	P14
過去の業績推移.....	P14
6. 業界環境.....	P17
基幹業務ソフトウェア市場の動向	P17
同業他社比較.....	P18
7. 前期の実績と今期の見通し	P21
2019年3月期(前期)決算	P21
ピー・シー・エーの2020年3月期(今期)業績予想	P24
アルファ・ウイン調査部の2020年3月期(今期)業績予想	P26
8. 成長戦略.....	P28
目標となる経営指標と重点分野	P28
新中長期経営ビジョン【PCA Vision 2030 第1ステージ 2021中期経営計画】	P28
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し	P31
9. アナリストの視点	P33
ピー・シー・エーの強みと課題	P33
株主還元、及び株主優待制度	P34
株価水準と株価に影響を与えうるファクター	P36
10. 社長インタビュー (第2回)	P38
Q&A	P38

1. 会社概要

◆ 基幹業務ソフトウェアの專業大手

- 業歴約 39 年を有し、国内の中小企業向けに基幹業務システムのパッケージソフトウェアを開発し提供する專業大手。

（注 1）基幹業務システム：企業の情報システムのうち、業務内容と直接関わる財務会計、生産管理、販売や在庫管理、仕入、人事給与などを扱うシステム。バックオフィス系アプリケーションの総称を指す。基幹系システム【mission-critical system】とも呼ばれ、業務やサービスの中核となる重要なシステムである。

- 同社と子会社 3 社でグループを形成。

- データの利活用ビジネスの布石として、技術開発力とノウハウ・実績を持つ Keepdata 社を買収。

- 一方で医療関係システム子会社を売却し、ビジネスポートフォリオを再構築。

ピー・シー・エー株式会社（以下、同社）は、ソフトウェア業界では、独立系の中堅規模の專業企業である。会計・税務などの基幹業務システム^{注 1}のパッケージソフトウェア（特定業務用に予め作成されたソフトウェア）に特化し、開発・販売を行っている。中小企業向けの同分野では專業大手である。同社製品のアクティブなユーザー数は、約 24 万社、一般企業向け売上が全体の 9 割以上を占める。同社が得意とするボリュームゾーンは、従業員数 50～100 名の中小企業である。同社の売上金額の 8 割が販社経由（残り 2 割が直販）。最大の取引先は、販社であるリコー（自社の事務機器などのハードと同社ソフトを顧客に販売する）で、全体売上高の約 22%を占める。同社の販売先は分散化されており、金額ベースでの上位取引先は大手企業が多い。また、公益法人会計は導入実績 8 千社を超え業界トップ。

同社グループは、2019 年 5 月末時点で、同社と連結子会社 3 社の合計 4 社で構成されている。連結子会社は、「クロノス株式会社」（就業管理システム及びタイムレコーダーの開発・販売、同社が 80%出資し 2001 年に設立）、「株式会社ケーイーシー」（PCA 製品・サービスの導入指導、運用保守等、同社が 100%出資し 1998 年に設立）、新たに買収した「Keepdata 株式会社」（以下、Keepdata 社）である。

同社は、Keepdata 社を 2019 年 3 月に買収・子会社化し（約 44 百万円にて株式の 66.8%を取得）、今期（2020 年 3 月期）より連結対象とする。なお Keepdata 社は、IoT などの様々なビックデータを、リアルタイムで統合、蓄積・集計・可視化をワンストップで管理し、利活用できる独自開発のシステム（KeepData Hub：大企業向けにクラウドサービスを展開）を保有し、強みとしている。同社はこれを活用し、マネジメントサポート・カンパニーとして、中小企業へのデータ利活用のプラットフォームを提供する新サービスの足掛かりとする意向である。また、今後、自社の業務系の製品開発と統合し、技術開発・事業展開でのシナジーを図る計画である。

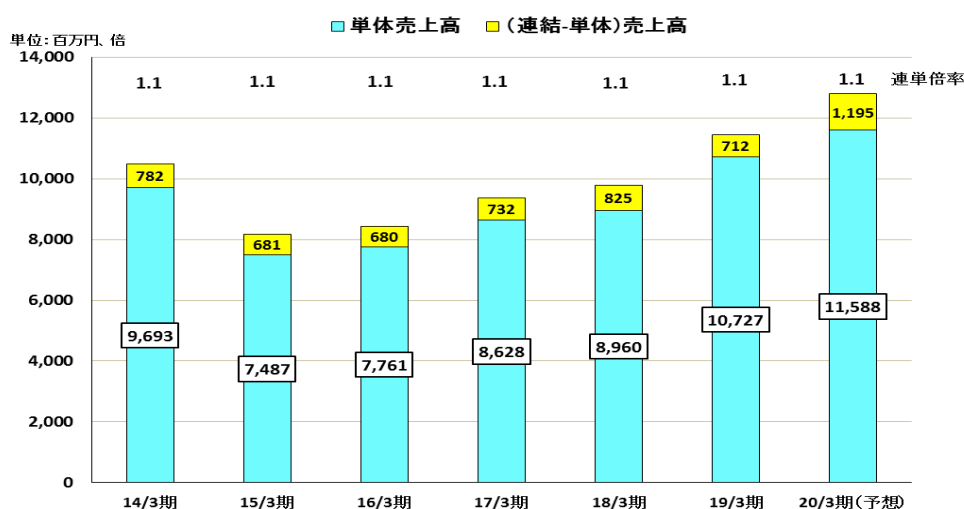
Keepdata 社の 2018 年 9 月期の売上高は 120 百万円、当期純損失△262 百万円、純資産△66 百万円（△はマイナスを意味する）と、システムの開発に伴う先行投資負担から赤字、債務超過となっていた。同システムの開発は終了し、今期の損益はほぼゼロと見込んでいる。

また、前期（2019 年 3 月期）まで連結子会社であった「株式会社マックスシステム」（電子カルテなど医療事務用コンピュータソフトウェアの開発及び販売、同社が 80%出資し 2008 年に子会社化）は、不採算事業のため 2019 年 2 月に売却した（これに伴い関係会社株式売却損として、81 百万円を特別損失に計上）。

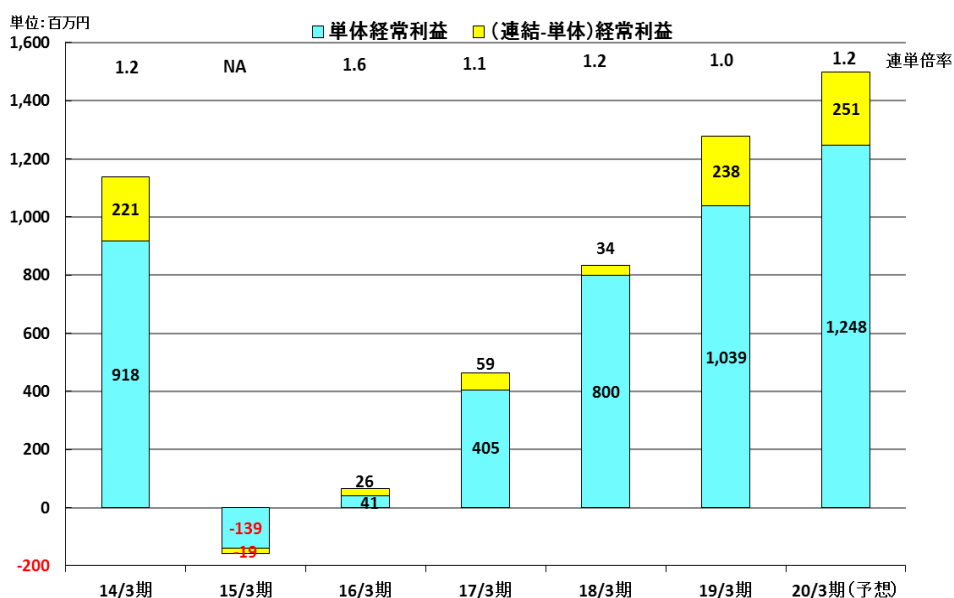
- ◆売上高の連単倍率は、約1.1倍で安定。連結対象子会社群の経常利益も黒字基調。

売上高の連単倍率は約1.1倍で安定しており、単体の業績ウエイトが高い（図表1）。子会社の損益は開示されていないが、今期予想も含めた過去の黒字期間における経常利益の連単倍率は、1.0～1.6倍で推移している。また、「（連結－単体）経常利益」の子会社3社合計の損益では、2016/3期以降黒字基調である（図表2）。子会社のなかでは、働き方改革の恩恵もあり、クロノスの業績寄与が大きいと推察される（個別企業の業績は非公表）。

【図表1】売上高連単倍率（グラフ上部の数字が連単倍率、単位：倍）



【図表2】経常利益連単倍率（グラフ上部の数字が連単倍率、単位：倍）



（出所）図表1及び図表2とも、有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成、予想は会社計画

- ◆公認会計士が、1980 年に設立。

社名の由来は、同社創業者の有志 5 名が公認会計士（CPA）であったことから、これに因んで CPA のアルファベット文字を入れ替え、**P（Professional）C（Computer）A（Automation）** を意味し命名した。

- ◆キャッシュリッチで無借金経営。

財務体質は堅固で、キャッシュリッチな無借金会社。売上高 114 億円、総資産 201 億円、時価総額約 278 億円に対し、現預金が 73 億円と豊富である。フリーキャッシュフロー（FCF）は、一時期を除いてプラスで推移しており、キャッシュは増加傾向にある（図表 3）。自己資本比率は 59%、流動比率 223% など財務比率も安全性が高い（時価総額のみ 2019 年 5 月末時点、その他は 2019 年 3 月末時点）

【図表 3】キャッシュフローの推移（単位：百万円）

単位：百万円	2010/3期	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期
営業CF ①	627	488	141	847	1,048	547	1,427	1,533	1,270	2,141
投資活動によるCF ②	-405	-127	185	-407	-750	-606	-627	-395	1,715	-80
財務活動によるCF	-207	-210	-205	-215	-216	-284	-214	-215	-216	-572
FCF(①+②)	222	361	326	440	299	-60	800	1,137	2,985	2,061
現金及び預金	6,817	5,970	5,493	6,821	6,606	6,154	6,612	7,487	7,269	7,280

（出所）決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成、（備考）現預金は、CF計算上の数値ではなく、バランスシート上の数値を記載

- ◆「ビジョンを明確にした、より合理的な経営を目指す」がグループの経営の基本方針。

◆ 経営理念

1994 年 3 月の店頭公開時に「カスタマ・ファースト」との経営理念が明確にされていたが、2010 年に社は、3 つの経営理念、34 の行動規範が示され、同社グループの経営の基本方針は「ビジョンを明確にした、より合理的な経営を目指す。」とされた。

- ◆社は、「基幹系業務の高度な自動化を実現するパッケージソフトウェアを開発・販売することで社会に貢献すること」

同社は、「基幹系業務の高度な自動化を実現するパッケージソフトウェアを開発・販売することで社会に貢献すること」を社是としている。社風は堅実、アットホームであるが、一方で業界に先駆け研究開発した新製品を投入するなど、保守的な業界にあってパイオニア精神も持つ。

また、同社は、経営理念として以下の 3 点を掲げている。

- ①カスタマ・ファーストの精神を常に心がけます。
- ②健全経営、長期的観点での高収益型企業を志向します。
- ③社員は家族と認識し、アットホームな会社を作ります。

2. 事業内容とビジネスモデル

◆ 基幹（系）業務システムは、ミッションクリティカル。企業内で使われるため、信頼性や安定性が求められる。

◆ 業務の効率化に不可欠な基幹業務ソフトウェア

同社のメインのビジネスである、企業内における業務をサポートする基幹業務システムは、単にパソコンを活用したシステムとは異なり、企業内の全業務の流れに沿って一連の作業をサポートするコンピュータシステムである。業務上、ミッションクリティカルであり、信頼性、効率性、安定性、操作性、安全性、拡張性が求められる。

基幹（系）システムを構築する方式には、主にパッケージでのシステム構築と独自システムの開発がある。一般に、販売されているパッケージソフトを組み合わせてシステムを構築する方法は、短期間に導入でき、安価であること、バグが少ないなどのメリットがある。一方、自社の業態や業務、経営スタイルなどに適合させるために、システムをカスタマイズしにくい点がデメリットである。

また、独自のソフトウェアの開発導入には、委託開発、自社開発の2つの方法がある。いずれの場合にも、自社仕様にカスタマイズすることにより、自社の業務・ニーズに適合した使いやすいシステムができるメリットはある。反面、開発費用と期間がかかり、稼働後の修正や機能の追加・メンテナンスが必要となる。特に、零細企業、中小・中堅企業は、資金や人材、時間の制約から、独自のソフトウェアを開発し導入、運用することは容易ではない。

（注 2）会計ソフト：会計を記録・処理し一元管理するアプリケーションソフト。

（注 3）人事・給与ソフト：給与計算や人事管理用のソフト。

そこで同社は、個人あるいは零細企業（SOHO）、中小・中堅企業などを対象に、会計^{※2}、財務、人事・給与^{※3}、販売管理・仕入在庫管理、税務、医療・医事向けなどの基幹業務のソフトウェアを独自開発し、パッケージ（オンプレミス：ユーザーが自社内で運用する従来型製品）、またはクラウド形式（ユーザーが自社にサーバーを用意することなく、インターネット経由にて簡単に低コストで、基幹業務ソフトを利用できるサービス）で、直接あるいは間接的に販売・提供している。

また、同社は、基幹業務ソフトを単に開発・販売するのではなく、ユーザーに対し提案型のコンサルティングを行い、グループ子会社も含めて保守サービス、導入、運用指導などの各種サポートを提供し、業容を拡大してきた。今後、さらにこれを強化する方針である。

◆ オリジナル開発による基幹業務パッケージソフト約 16 種類を提供。

◆ 独自開発の製品・サービスの売上構成比は約 7 割。

◆ 継続性と限界利益率の高いビジネスモデル

同社の扱うソフトの製品数は 16 種と少品種多量生産モデルであり、業種の特性上、限界利益が高いという特徴を持つ。また、独自製品・サービスの売上構成比は 7 割強（製品・保守・クラウド）、残り 3 割が商品・その他の他社製品（仕入商品）となっている（P8 の図表 4）。

新製品の開発から販売まで、1 製品あたり約 2 年の期間と相応の費用を要する。バージョンアップ（改定更新）は必要に応じて見直されるが、1 年から 2 年サイクルであることが多い。但し、近年、ソフトウェアの機能が充実し、バージョンアップのサイクルに対し、顧客の買い替えがスローになりつつある傾向が見受けられる。

また、信頼性が求められる業務関連のソフトウェアであることと、ソフトウェアを入れ替えるコストや手間、データの継続性から、頻繁に、または積極的に他社の同種のソフトを入れ替えるニーズが、ユーザーには少ない。そのため顧客のロイヤルティ（loyalty）が高く、契約の継続率も高い（業務ソフトの種類により異なるが、5 割から 9 割強）。同業界内での住み分けは、ある程度はできており信頼性や知名度が求められることから、参入障壁は高いと言える。

◆安定性と収益性の高いストックビジネスが拡大

2016/3 期までは、一般企業向け、非営利向け、メディカル、クラウドの 4 セグメントで売上、損益が開示されていたが、2017/3 期以降、事業セグメントは単一となった。代わりに種類別（区分）に、製品、商品、保守サービス、クラウドサービス、その他営業収入（別名：ソリューション）の 5 つの売上を開示している（図表 4）。セグメント損益は非開示となった。

◆ビジネスモデルを変え、ストックビジネスに注力。

【図表 4】売上区分（種類別）

種類別の売上区分	内容	2019/3期(実績)		
		売上高 百万円	売上構成比 %	推定粗利率
製品	自社製品のパッケージソフト(会計、販売管理・仕入在庫管理、給与・人事など)の販売(バージョンアップも含む)	2,516	22.0	40%前後
商品	他社製品の帳票などの販売	1,020	8.9	40%前後
保守サービス	PSS会員制度に加入するとコールセンターでの照会やサポートサービスなどが受けられる	3,125	27.3	80~90%
クラウドサービス	クラウドによるソフトウェアの利用提供による課金サービス	2,452	21.4	60~70%
その他営業収入	別名ソリューション、自社製品と組み合わせる他社のソフトウェア・ハードウェアなどの商品販売	2,322	20.3	25%前後
合計、及び平均		11,439	100.0	実績 57.0%

(出所) 有価証券報告書、ヒアリングに基づきアルファ・ウイン調査部が作成、一部推定を含む。

2019/3 期では、保守サービスの売上構成（図表 4、及び P9 の図表 5）が最も高く、また安定収益源となっている。また近年、パッケージソフトウェアのクラウドサービスでの売上が大きく伸長し、クラウドサービスが同社全体の売上・利益両面での成長ドライバーとなっている。保守サービス及びクラウドの合計であるストック収入が売上構成で全体の約 50%を占め、経営と利益の安定性に厚みを持たせている。なお、保守サービスとクラウドサービスの粗利率と継続率は共に高い。

◆売上高は、保守サービスとクラウドサービスのストックビジネスが全体の約 5 割。

連結ベースでは、ソフトウェアの業務種類別の売上構成比は開示されていないが、会計が最大で 15%前後と推定される。以下順に、販売管理・仕入在庫管理、給与・人事と分散化されている（「クラウドを含

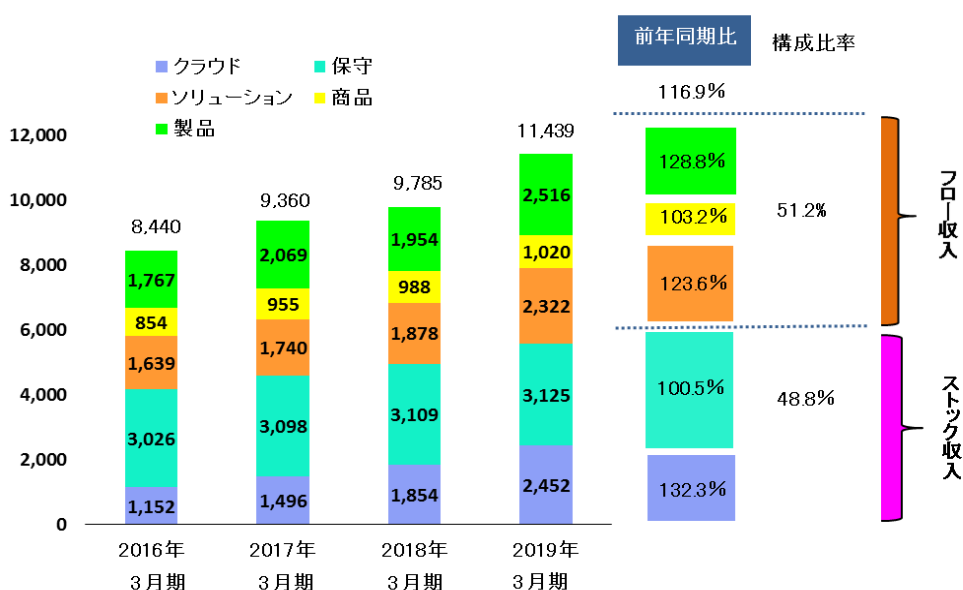
むその他」が過半を占める）。

◆**社内の業績・目標管理は、売上中心から利益重視にシフトしつつある。**

現状では第一義的に、社内では業務種類別のソフトウェアの売上高（または売上本数）で目標管理されており、業務種類別には損益が管理されていない。しかし、今後は、組織単位など業績管理指標の設計と導入を進め、売上高から収益重視にシフトしていく方針に転換しつつある。業務種類別でのソフトの損益格差は大きくないとの会社コメントではあるが、総じて主力の会計の収益性が高い。一方、販売促進・開発などの先行投資負担から、後発の医療系ソフトウェア関連製品の採算が悪化し、当該子会社を売却し撤退した（過去の開示情報では、同セグメント利益は赤字を計上）。

また、ソフトウェアの新規製品、及びバージョンアップ別の売上構成比率は年度によって変わるものの、バージョンアップの構成比が過半を占める。なお、同社のオンプレミス製品は、ユーザー側でPC一台にインストールされて使用されること（スタンドアロン）が多い。

【図表5】売上高及び構成比率の推移（単位：百万円、%）



(出所) 同社決算説明会、補足資料より抜粋してアルファ・ウイン調査部が加工

◆**成長ドライバーであるクラウドビジネス**

◆**パッケージソフトからクラウドに急速にシフト。**

◆**クラウドが急成長、「眠れる獅子」：PCAが目覚める。**

これまで同社は、オンプレミスと呼ばれる従来型のパッケージソフトを主力としてきた。しかし、インターネットの高度化と普及により、利便性とコストパフォーマンスの観点からクラウドによる需要の増大を見込み、他社に10年以上先駆けて2008年以降、オンプレミスと同じソフトウェアをクラウドで提供している。同ビジネスは、ソフトウェア等の利用料金を一定期間にわたって継続的に支払うもので、保

- ・高成長のクラウドは、ストック型の安定した課金ビジネスモデル。業界トップで先行、同社の優位性は高い。

守サービスと並んでストック型の安定した課金ビジネスモデルとして魅力的なものである。同社は図表6のように、近年、クラウドサービスに注力しており、その契約社数、売上とも順調に伸長している。クラウドビジネスは、固定費的な部分が多いコスト構造であり、製造・販売や物流などの変動費が少ないために限界利益率が高い。

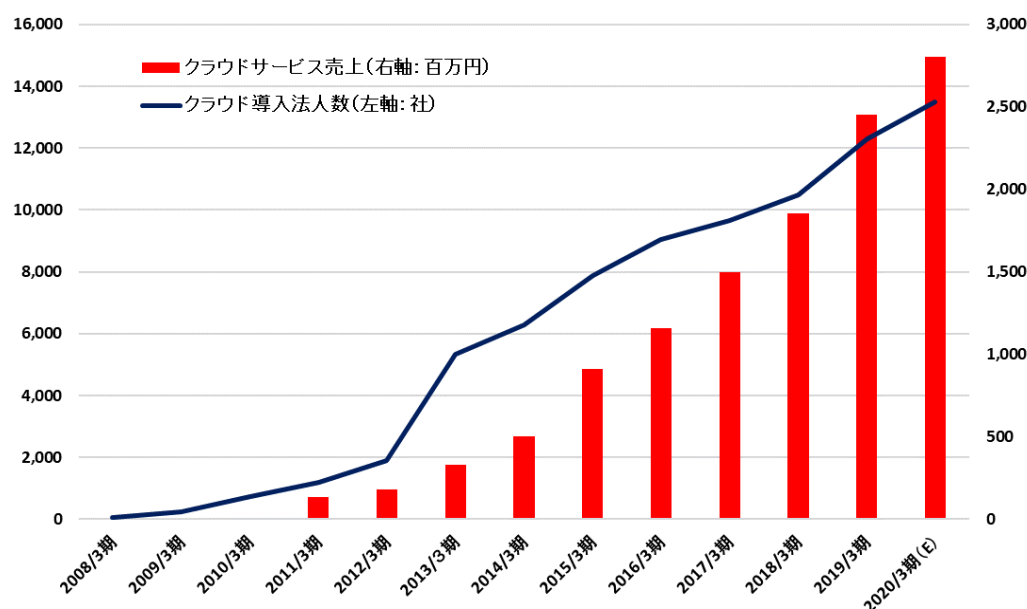
中小企業に対する基幹系ソフトのクラウドでの提供は、同社が先行し業界トップである。同社には、以下の優位性があると考えられ、これが他社との差別化となっている。他社は、近年（2017-2018年）を、クラウド元年として本格的に参入しつつある状況ではあるが、同社のアドバンテージが当面続くと予想される。

（注4）API【Application Programming Interface】：ソフトウェアを操作するためのインターフェイス・ネットワーク、ソフトウェアとプログラムを繋ぐもの。

（注5）Kintone：サイボウズが提供している、webデータベース型の業務アプリ構築クラウドサービス。システム作成や他システムとの連携が容易に可能となる。

- ・豊富な種類の高機能な業務用ソフトウェアにも対応していること
- ・自社開発のオープンアーキテクチャーであり低コストであること
- ・既に1.2万社以上ものクラウドを利用している顧客がいるため、規模の経済が働き黒字化していること
- ・従って、他社に対して非常に価格競争力があること
- ・10年以上にわたる運用ノウハウが蓄積されていること
- ・WebAPI^{※4}により他社とのクラウドでの連携が既に可能であり（サイボウズのKintone^{※5}など約60社と既に提携済）、ユーザーの利便性が高いこと

【図表6】PCAクラウド導入法人数とクラウド売上高の推移



（備考）2008/3期～2010/3期までの売上高は非公表、クラウド法人数は一部推定値を含む。

（出所）ヒアリング、同社決算説明会資料などにより、アルファ・ウイン調査部が作成、(E)は当調査部の予想

3. 株主構成

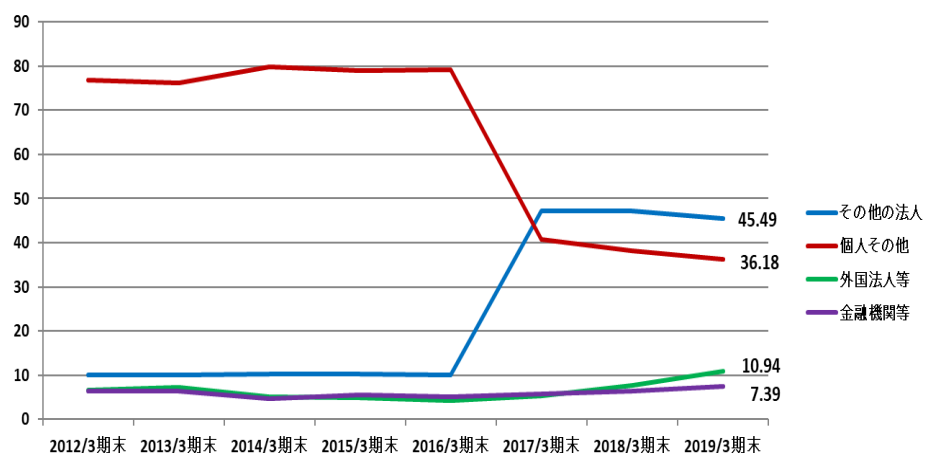
◆ 株主所有者別構成の推移

- ◆ 相続などにより株式は移転されたが、実質的な大株主の構成は変わらず。

2019年3月末の株主所有者別構成比率（図表7）では、その他法人、個人その他の合計で、全体の約8割を占める。外国法人等、金融機関等の比率はそれぞれ約11%、7%と低いが、外国法人等の構成比は徐々に上昇しつつある。なお、創業者（川島氏）の相続に伴い移転された個人保有の株式が、2017/3期に一般法人（創業一族の資産管理会社、区分上はその他の法人）に譲渡されたが、実質的には上位大株主の構成は大きく変化していない。

【図表7】株主所有者別構成の推移

単位：%



（出所）有価証券報告書、及び株主総会参考書類に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 上位株主構成

- ◆ 第2位株主には、4.6%を有するGOLDMAN SACHS INTERNATIONALが初登場。

2019年3月末の大株主は、P12の図表8の通り。2018年3月末との比較では、第2位株主（自社株を除く順位、以下同様）として、GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL（持株比率約4.6%）が初めて大株主に登場したことが特筆すべき点である（投資目的は不明ながら、同名義から複数の日本株への投資実績がある。ファンドからの純投資と推測される）。多少の持株比率の変動はあるもの、大株主の顔ぶれは大きく変わっていない。以下、補足。

- ◆ 創業家の資産管理会社が、4割強を占める筆頭株主。自社株、従業員持株会を合わせると過半数を保有し安定。

・筆頭株主の株式会社 Kawashima（以下、Kawashima）は、同社取締役2名（佐藤社長、隈元氏）、並びに同親族（創業者の川島氏の子孫）の資産管理会社。Kawashimaが株式の売却の意向を示し、同社がTOBにて20万株（発行済み株式の2.6%相当）を2018年12月までに取得した結果、合計で約13.6%の自社株を保有している。なお、同社は、従来から実質的には第2位の株主である。現時点では自社株の活用方法は未決定だが、その一部を役員及び従業員報酬として活用する、消却あるいは提携や買収の際に株式交換などの活用方法もありえよう。

◆ライバルの OBC も大株主。

・第3位株主のオービックビジネスコンサルタント（OBC）は、競合相手であり商取引はない。また、第8位株主の和田成史氏は、OBCの現・代表取締役社長。いずれも保有目的は不明。法人名義では株数の増減はないが、個人名義の保有株は減少傾向にある。

・第4位株主のステートストリートバンクアンドトラストカンパニー505001は、継続保有していることから長期性資金の投資家と思われる。但し直近の1年間では、保有株は約9万株減少。なお、同名義で日本の他の中小型株にも幅広く投資を行っているが、各社株式の保有比率は5%未満である。

・第6位株主であるみずほ銀行は、政策保有目的と思われる。
・第7位株主のロジックシステムズの保有目的は不明。
・第9位株主のナゴヤピーシーエーは、ソフトウェア開発（「商魂」等の同社製品）の委託先。

・第10位の株主のKBL EPB S.A.107704は、欧州のプライベートバンク系のアカウントで投資ファンドと推定される。他にも複数の日本の中小型株にも投資を実施し、大株主に名を連ねる。

◆現状ではアクティビスト的な動きはない。なお、買収防衛策は導入していない。

・現状では、アクティビスト的な動きを見せている大株主は見当たらない。また、同社は買収防衛策を導入していない。

【図表8】大株主の状況

単位、保有株数：千株、割合・比率：%

	2015年3月末	2016年3月末	2017年3月末	2018年3月末	2019年3月末	同時点保有割合	同順位
株式会社 Kawashima	—	—	2,935	2,935	2,736	41.14	1
PCA株式会社（自己株式）	848	848	848	849	1,049	11.01	—
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	—	—	—	303	4.55	2
株式会社オービックビジネスコンサルタント	254	254	254	254	254	3.82	3
ステートストリートバンクアンドトラストカンパニー505001	244	249	266	266	174	2.60	4
ビー・シー・エー従業員持株会	110	119	127	127	135	2.03	5
株式会社みずほ銀行	121	121	121	121	121	1.81	6
株式会社ロジックシステムズ	114	114	114	114	114	1.71	7
和田 成史（氏）	181	181	181	151	112	1.68	8
ナゴヤピーシーエー株式会社	—	100	100	100	100	1.50	9
KBL EPB S.A 107704	—	—	—	90	94	1.41	10
株式会社応用システム研究所	—	—	86	86	—	—	—
佐藤 礼子（氏）・・・創業者川島氏の相続人	1,467	1,467	—	—	—	—	—
隈元 智子（氏）・・・創業者川島氏の相続人	1,467	1,467	—	—	—	—	—
和田 弘子（氏）	358	—	—	—	—	—	—
（自己株式比率）	11.02	—	11.05	11.02	13.62	—	—

（出所）有価証券報告書、及び株主総会参考書類に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

4. ESG

◆ 環境対応（Environment）

同社のビジネスは、直接、生産設備を持たず環境に負荷を与える業態ではないが、省エネ、節電に配慮している。なお、室内の冷房設定温度を 28 度とし、クールビズを実施している。

◆ 社会的責任（Society）

同社は、社是として「基幹系業務ソフトウェアを通じて顧客の社業に貢献すること」を掲げており、ユーザーの利便性の向上や効率化をサポートすることで、社会的責任を果たしていると考えられる。加えて経済産業省後援の「U-22 プログラミング・コンテスト」のゴールドスポンサーとなり、日本の技術・イノベーションを底上げし、未来を創る優れたプログラマーの発掘・育成を支援している。この他、マラソン等のスポーツ振興のため、スポンサーとなり支援を行っている。

また、東日本大震災で罹災した人々の救援・復興を支援するため、特定非営利活動法人「国境なき医師団日本」に対し義援金を寄付した。あわせて、被災地にて利用されていた同社製品（CD-ROM、マニュアル類）の破損、紛失に関し、無償にて代替品を提供した。

同社は、千葉県で農園を経営し積極的に身体障害者を雇用している。さらに、身体障害者が勤務する会社から、生産する花や弁当・パンなどを購入している。

女性活躍推進法に基づく一般事業主行動計画として、「女性社員の採用比率 40%以上を維持し、在籍正規社員の女性比率を現状の 25%から 30%を目標に引き上げる。女性比率の底上げにより将来の女性管理職比率向上の土台作りとする。」との目標を掲げている。女性の就業継続を促進し、更なる活躍推進に取り組んでいる。社外取締役と社外監査役の各 1 名は女性である。

◆ 企業統治（Governance）

内部統制システムは、社長直属の内部監査室を設置し、社外取締役 2 名とも連携しその整備を行っている。また、代表取締役社長を委員長とするリスク管理委員会を設置し、機動的かつ適格に対応できるリスク管理体制を構築している。

2019 年 6 月時点では、執行役員制度は採用されていない。経営陣は取締役 6 名（うち社外取締役 2 名）と、監査役 4 名（うち社外監査役は 3 名で、税理士・公認会計士と弁護士が各 1 名）で構成されている。

◆ 障害者支援や IT 人材の発掘・育成支援に対し積極的。

◆ ジェンダーの観点からダイバーシティを推進。女性の比率を高める目標を設定。

5. 成長の軌跡

◆ 沿革

◆日本におけるコンピュータ、及び基幹業務ソフトウェアの重要性・将来性を展望して創業した。

◆パイオニア精神で業界に先駆け、いち早くクラウドサービスに進出。

（注 6）SaaS【Software as a Service】：ユーザーが必要な機能を必要な時に、必要な量をサービスとして利用できるソフトウェア、またはその提供形態。ソフトウェアをユーザー側が導入するのではなく、ベンダー側で稼働し、必要な機能をネットワーク経由でユーザーに提供する。

◆2014 年 12 月に東京証券取引所第二部から第一部へ市場変更。

川島氏（故人）を中心とする公認会計士の有志 5 名が、日本におけるコンピュータとソフトウェアを活用したビジネスの将来性・重要性を展望して、1980 年に創業し会社を設立した。当初は、オフィスコンピュータ向けの業務用会計ソフトの開発・販売などを行っていた。1995 年には、将来的にオフコンユーザーからのスイッチを視野に入れ、パソコン用のパッケージソフトの開発販売に本格的に進出した。

その後、パソコン時代の到来とともに、①国内でのパッケージソフトウェアの種類の拡大とバージョンアップ、②保守サービスの拡大、③クラウド事業の拡充、④他社製品の供給も含めたソリューションビジネスの展開の、主に 4 点で成長してきた。あわせて拠点の拡大、メーカーや販社との提携を通じ、全国的な販売・サポート体制を整備し、急速に業容を拡大してきた。なお、2008 年には保守的な当業界でいち早くクラウドサービス（SaaS ^{注 6}）に進出するなど、業界のパイオニア的な存在である。

株式に関しては、1994 年に店頭公開、2000 年は東証二部に上場、2014 年には同一部に昇格した。東証一部上場を機に、社名ロゴを現在のものに変更した。

◆ 過去の業績推移

同社は創業から今日に至るまで、上述のように基幹業務ソフトウェアの開発・販売および関連事業の専業者として、業容を拡大してきた。店頭公開以降の業績の推移は、P15 の図表 9 の通りである。以下、時系列的な業績の補足説明である。

◆長期的には増収トレンド。一方、利益は足踏み状態が続いた。

・1994 年以来、税制・制度改革等の特需の反動やリーマンショック後の景気低迷期などの特定期間を除けば、基本的には増収基調を維持してきた。一方で、利益面では、一時期の高い利益水準を維持あるいは更新できずに、足踏みの状況が続いてきた。

◆2014 年には、特需で過去最高の売上高、100 億円を達成。

・2001/3 期および 2002/3 期の連続減収減益は、2000 年問題の関連特需の反動と景気低迷が要因である。

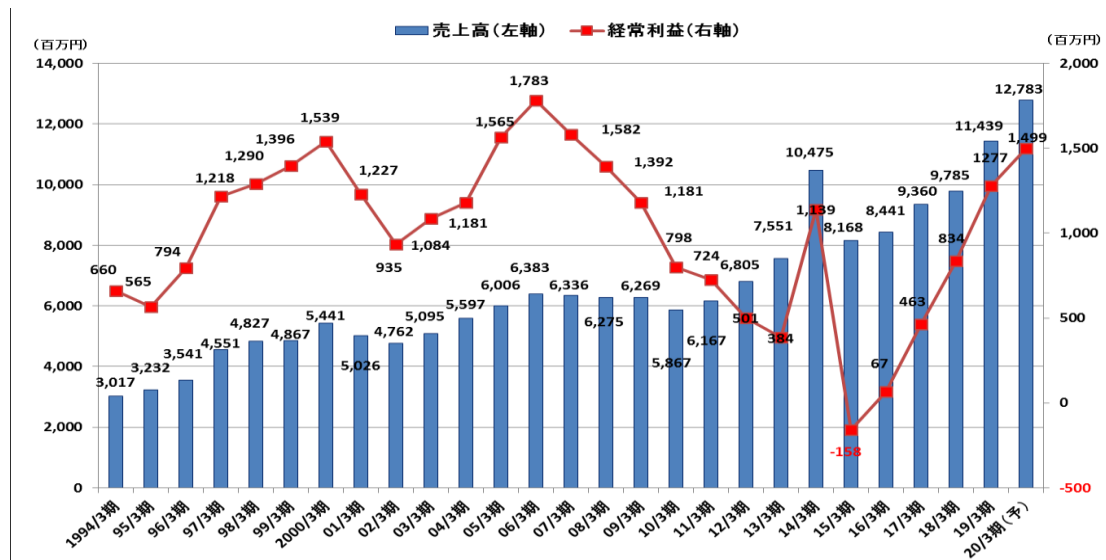
・2007/3 期から 2010/3 期まで 4 期連続の減収および、2007/3 期から 2013/3 期までの 7 期連続の減益は、リーマンショック後の景気の低迷などによる需要の低下や、人件費・研究開発費・販売促進費の上昇、及び競合の激化による採算の悪化が背景にある。

・2014/3 期には、Windows XP サポート終了特需（サポート終了 2014 年 4 月）、消費税改正特需（2014 年 4 月に 5%⇒8%）のダブル特需の恩恵を享受し、さらにクラウドサービスの大幅な伸長により過去最

高売上（10,475 百万円）を計上した。

・2015/3 期の減収要因は、先のダブル特需の反動減によるものである。2016/3 期以降は、クラウドの続伸、新製品の投入、営業力の強化に努め、景気回復も重なり再び増収トレンドに回帰している。

【図表 9】長期業績推移



(出所) 有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成、2020/3 期予想は会社計画

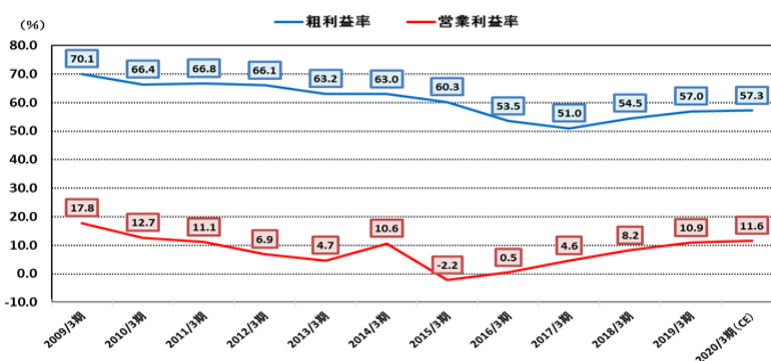
(注 7) ERP (統合型業務) : エンタープライズ・リソース・プランニング(企業情報計画)の略。企業の基幹情報を統合し、リアルタイムに処理、効率良く全体最適化を行う経営概念。基幹系システムをまとめた IT ソリューションソフトとして提供されている。

◆2006/3 期に営業利益、及び経常利益は最高益を計上。

収益面では、2000 年問題に係わる特需メリットを享受し 2000/3 期に当期純利益は最高益（937 百万円）を計上した。また公益法人会計制度改正と新会社法施行の大幅な制度改正に伴う需要を取り込み、ERP^{注 7}（統合型基幹業務システム）の「Dream21」（旧製品名）の寄与により収益性が改善し、2006/3 期に営業利益および経常利益は最高益（それぞれ 1,747、1,783 百万円）を計上している。

また、同社の売上高粗利率、営業利益率は、長らく逡減傾向にあった（図表 10）。粗利率の悪化は、景気低迷期におけるパッケージソフトの競争激化による価格競争、収益性の低い他社商品構成比の上昇によるプロダクトミックスの悪化や、労務費・経費（外注加工費）・研究開発コストなどを中心とするコスト増加が要因である。

【図表 10】売上高粗利率と営業利益率の長期推移



(出所) 有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成、2020/3 期は会社予想

◆ 前回の特需後は、反動で 2 期連続の最終赤字を計上。

◆ 2016/3 期以降は、増収増益基調に転換。黒字が定着。新製品効果、クラウドの伸長、コスト削減が奏功。営業利益率は改善。

◆ 構造改革の効果も発現し、業績は V 字回復。

◆ 過去の業績修正は、9 月あるいは翌年の 2~4 月になされることが多い。直近の 3 期間は、期初の利益計画を上回る実績。

2015/3 期、並びに 2016/3 期には前述のような特需の反動減や消費税 10%改正の延期などによる減収の影響もあり、コスト削減を進めたが 2 期連続で最終赤字を計上した（当期純損失：2015/3 期△207 百万円、2016/3 期△93 百万円）。

しかし、2016/3 期以降、再び増収基調に戻り、粗利率の低下トレンドに歯止めがかった。新商品やクラウドによる増収効果、コスト削減により、営業利益率が底を打ち徐々に向上してきている。減損リスクのある資産（不動産や有価証券）の整理やソフトウェア償却の短縮化を進めるなど、ここ数年にわたり構造改革を進め、その効果も表れ始めている。同社の近年の業績の伸長・回復は、国内売上高が 100 億円を前に足踏みするなかで、クラウドと保守サービス売上高の成長とコスト削減に支えられてきた。2017/3 期以降は黒字体質と増益トレンドが定着し、2019/3 期は 4 期連続の増収、大幅な増益を達成した。

因みに、過去の同社の期初業績予想と実績を時系列的に比較したものが、図表 11 である。期初予想に対して実績が上下に大きく乖離することもあったが、2017/3 期以降の回復局面では、売上高はほぼ期初予想値に近い実績をあげ、また利益は期初計画を上回る傾向がある。因みに、過去の業績修正発表は、9 月あるいは翌年の 2~4 月になされることが多い。

【図表 11】会社による期初業績予想と実績値の時系列的比較

連結	売上高		営業利益		経常利益		親会社利益に帰属する当期純利益（以下同様）		売上高	営業利益	経常利益	当期利益	売上高	営業利益	経常利益	当期利益
単位：百万円	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想からの乖離率				実績 前年同期比			
01/3期	-	5,026	-	1,224	-	1,227	-	695	-	-	-	-	-	-	-	-
02/3期	5,634	4,762	-	925	1,215	935	-	533	-15.5%	-	-23.0%	-	-5.3%	-24.4%	-23.8%	-23.3%
03/3期	5,104	5,095	-	1,073	1,015	1,083	589	576	-0.2%	-	6.7%	-2.2%	7.0%	16.0%	15.8%	8.1%
04/3期	5,521	5,595	-	1,170	1,125	1,181	653	682	1.3%	-	5.0%	4.4%	9.8%	9.0%	9.0%	18.4%
05/3期	6,096	6,005	-	1,551	1,293	1,565	769	915	-1.5%	-	21.0%	19.0%	7.3%	32.6%	32.5%	34.2%
06/3期	6,870	6,383	-	1,747	1,780	1,783	1,059	327	-7.1%	-	0.2%	-69.1%	6.3%	12.6%	13.9%	-64.3%
07/3期	6,860	6,336	-	1,533	1,550	1,582	922	852	-7.6%	-	2.1%	-7.6%	-0.7%	-12.2%	-11.3%	160.6%
08/3期	6,790	6,274	1,321	1,325	1,365	1,391	812	644	-7.6%	0.3%	1.9%	-20.7%	-1.0%	-13.6%	-12.1%	-24.4%
09/3期	6,800	6,268	1,294	1,117	1,360	1,181	809	680	-7.8%	-13.7%	-13.2%	-15.9%	-0.1%	-15.7%	-15.1%	5.6%
10/3期	6,500	5,867	1,141	744	1,200	797	714	436	-9.7%	-34.8%	-33.6%	-38.9%	-6.4%	-33.4%	-32.5%	-35.9%
11/3期	5,908	6,166	878	686	927	724	519	411	4.4%	-21.9%	-21.9%	-20.8%	5.1%	-7.8%	-9.2%	-5.7%
12/3期	6,505	6,805	808	468	835	501	381	75	4.6%	-41.9%	-40.0%	-80.3%	10.4%	-31.8%	-30.8%	-81.8%
13/3期	7,025	7,550	58	354	84	383	29	181	7.5%	532.1%	356.0%	524.1%	10.9%	-24.4%	-23.6%	141.3%
14/3期	8,641	10,474	284	1,110	311	1,138	141	604	21.2%	290.8%	265.9%	328.4%	38.7%	213.6%	197.1%	233.7%
15/3期	9,198	8,168	453	-179	483	-157	283	-207	-11.2%	-139.5%	-132.5%	-173.1%	-22.0%	-116.1%	-113.8%	-134.3%
16/3期	8,880	8,440	242	40	272	66	131	-93	-6.0%	-83.5%	-75.7%	-171.0%	3.3%	-122.3%	-142.0%	-55.1%
17/3期	9,731	9,360	165	432	187	463	51	160	-3.8%	161.8%	147.6%	213.7%	10.9%	980.0%	601.5%	-272.0%
18/3期	9,876	9,785	645	807	669	834	425	441	-0.9%	25.1%	24.7%	3.8%	4.5%	86.8%	80.1%	175.6%
19/3期	10,486	11,439	825	1,248	842	1,277	588	906	9.1%	51.3%	51.7%	54.1%	16.9%	54.6%	53.1%	105.4%
20/3期(GE)	12,783		1,478		1,499		876									
単純平均乖離率(単位：%)、売上高・利益ともデータのある最長期間により計算→									-1.7%	60.5%	30.2%	32.2%	5.3%	55.8%	32.7%	10.3%
緑のハイライト：過去最高値									期初予想に対する上方修正：下方修正(単位：回)→				↑ 各期間単純平均			
									6:12				6:6			
									11:7				7:10			

(出所) 決算短信、有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成、2020/3 期予想は会社計画

6. 業界環境

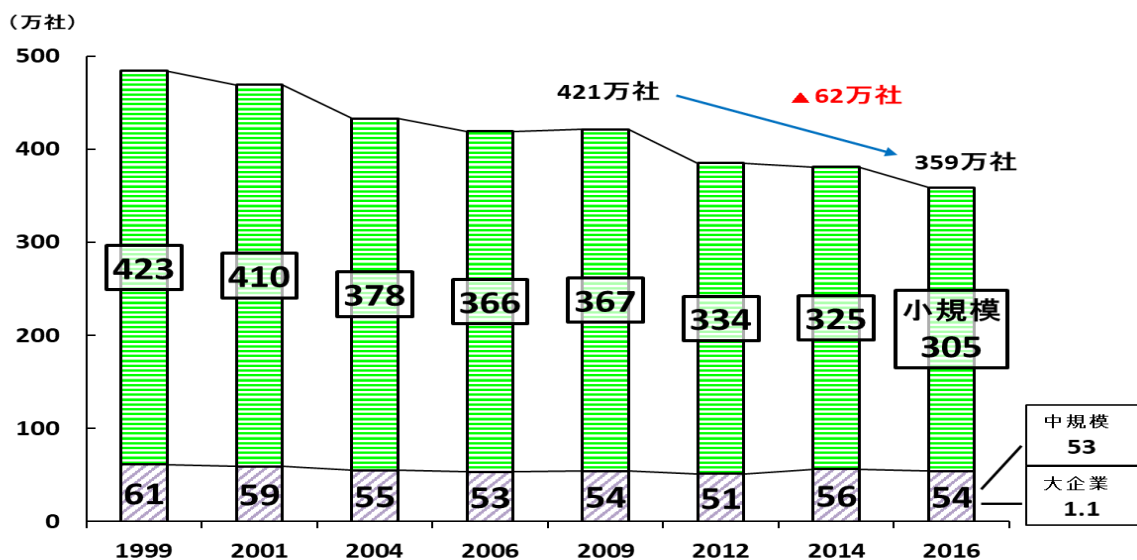
◆基幹業務ソフトウェア市場の動向

◆ユーザーとなる日本の 中小企業数は、減少トレンド。

（注 8）小規模事業者：業種により定義は異なるが、従業員数や売上高で区分、ほぼ中小企業と同意。

日本全体の企業数全体は減少傾向にあり、4 百万社を割り込んできている（図表 12）。特に、小規模事業者^{注 8}の廃業が影響し、同社が顧客対象とする中小企業数が減少する傾向にある。人口減少、高齢化の進む日本においては、同社の対象となる、「小規模+中規模」の企業数は減少傾向にあり、2016 年 6 月時点の企業数は約 359 万社と、2009 年比では約 62 万社（△14.7%）の減少となっている。

【図表 12】国内企業数の推移



（出所）総務省・経済産業省が公表した「平成 28 年経済センサス-活動調査」を中小企業庁が集計

一方で、人手不足の深刻化、業務の効率化、企業業績の改善を背景に、企業を含む法人が基幹業務システムの再構築および強化を図ってきた。今後も中小企業数は減少傾向にあるが、業務効率化を目的とするソフトウェア需要の増大に伴って、同市場の規模は堅調に推移するものとアルファ・ウイン調査部では予想している。

また、総務省の情報通信白書によれば、パッケージソフト（ゲームソフトや組み込み型ソフトなどを除く）の 2015 年度の市場規模は約 1.1 兆円であり、近年、その規模は徐々に拡大傾向にある。

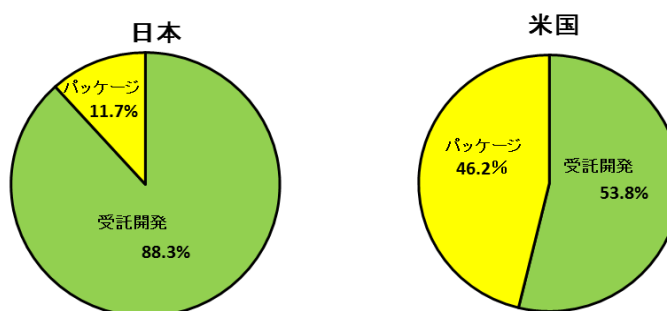
当調査部では、同社が行う業務と関連する基幹業務ソフトウェアの日本での市場規模を現時点で約 5,000 億円、ERP 市場規模を約 1,000 億円と推定しており、中期的には前者は年率 3%前後、後者は 10%程度の伸びを予測している。特に、クラウド型の基幹業務ソフトウェア市

◆基幹業務ソフト市場は、安定成長。オンプレミスからクラウドに移行。

◆日本における基幹業務ソフトのクラウド市場でのポテンシャルは、依然大きい。

場は、パッケージ（オンプレミス）市場の一部代替もあり、長期的にも年率 20~30%の高い成長が期待できる。米国ではクラウドの基幹系システムの利用が、日本より数年進んでいるといわれており、普及率で言えば日本は米国の 1/2~1/3 倍である（出所：総務省情報通信白書等）。また、日米のソフトウェアにおける開発利用形態では、日本のパッケージソフトの割合は約 12%であり、米国の約 1/4 と依然として受託開発のウエイトが高い（図表 13）。従って国内でのパッケージソフトウェアの成長ポテンシャルも大きいと考えている（同平成 29 年版白書によれば、日本の「給与・財務会計・人事」でのクラウドの利用率は約 26%、「生産管理・物流管理・店舗管理」、「購買」、「受注販売」は、各 6~8%に留まっている）。

【図表 13】日米のソフトウェア比率（出所）総務省「我が国の ICT の現状に関する調査研究」

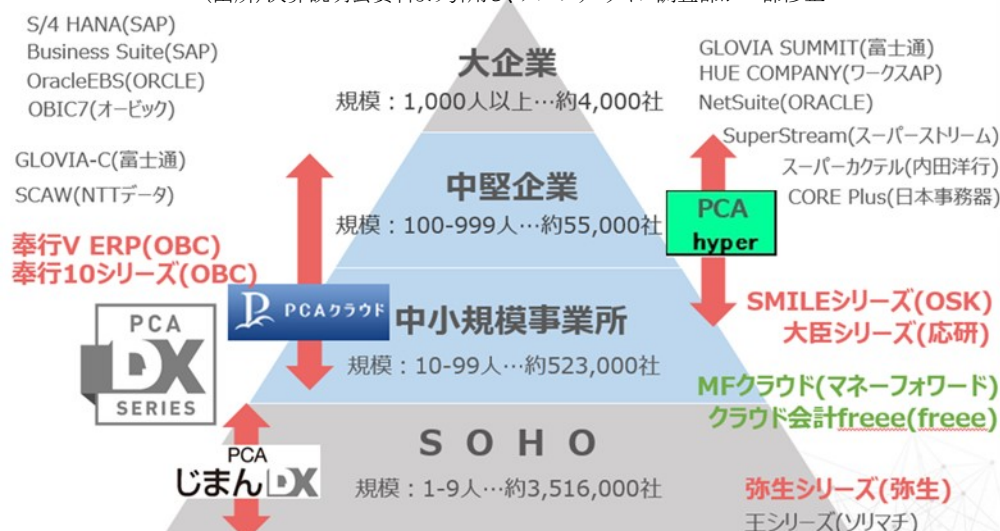


◆同業他社比較

図表 14 は、顧客層別の業界のポジショニングと主なプレーヤーの概略図である。ユーザーである企業・組織の規模別または、ソフトウェアの業務機能別に、業界内である程度の住み分けが進んでいる。

【図表 14】基幹業務システム市場の顧客層とメインプレーヤー

（出所）決算説明会資料より引用し、アルファ・ウイン調査部が一部修正



◆同社の主力製品である会計ソフトでは、業界第三位を誇る。

◆ライバルは、OBC、MJS、弥生、応研。

◆クラウド分野では、OBCに加えマネーフォワード、Freeeとも競合。

◆同社は、高品質、リーズナブルな価格で製品・サービスを提供。

◆利益率や資産効率では、改善の余地はあるが、粗利率の改善とコスト抑制で各種利益率は、底打ちし反転へ。

同社の競合相手は、ソフトウェアの業務種類別に異なるが、主力の会計ソフトを含めたライバルは、上場企業では直接的にはオービックビジネスコンサルティング（OBC：4733）と、間接的にはミロク情報サービス（MJS：9928）と考えられる。特にOBCは、商品ラインナップやビジネスモデルとも同社とほぼ同じであり、最大のライバルである。また、未上場企業では弥生（オリックスの子会社）、応研（独立系）、OSK（大塚商会の子会社）などが直接の競合先である。

会計ソフトの市場規模は約2,000億円で成熟化しつつあり、ほぼ横ばいであると考えられる。同社は、同市場で第3位（シェア10%前後）と推定される。また、同社の給与・人事ソフトもほぼ同様のシェア、ポジションにあると考える。なお、クラウド市場におけるライバルは、マネーフォワード（東証マザーズ：3994）、freee（未上場）などが加わる。

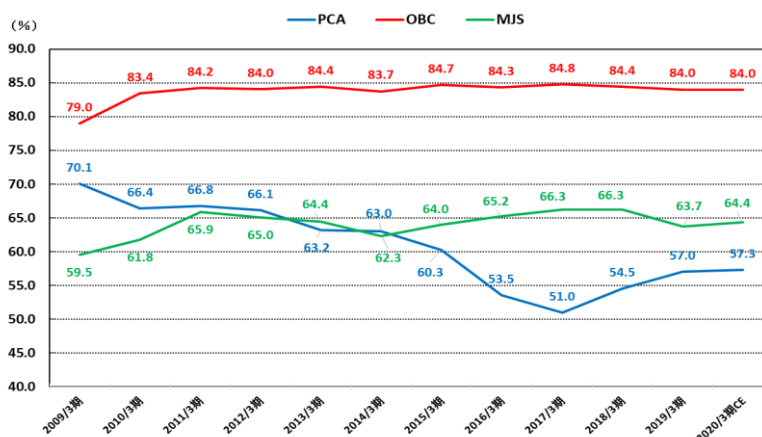
同社は、高品質の割にリーズナブルな価格で製品・サービスを顧客に提供していることに特徴がある。

上場大手3社（同社、OBC、MJS）の粗利率、営業利益率の長期的な推移を比較したものが、図表15、及びP20の図表16である。同社と比較するとOBC及びMJSは両比率とも安定しており、スケールメリット（OBCやMJSは、いずれも同社売上高の約2.6倍⇒営業利益はそれぞれ約10倍、約4倍）や効率性の差異、売上構成の相違が背景にあるものと思われる。両社ともかつては、保守サポートの契約率は現在よりも低く、これを意識的に引き上げ、収益力を高めてきた。但し、同社も近年、利益率は底を打ち上昇傾向にあり、一層の収益力の向上を目指している。

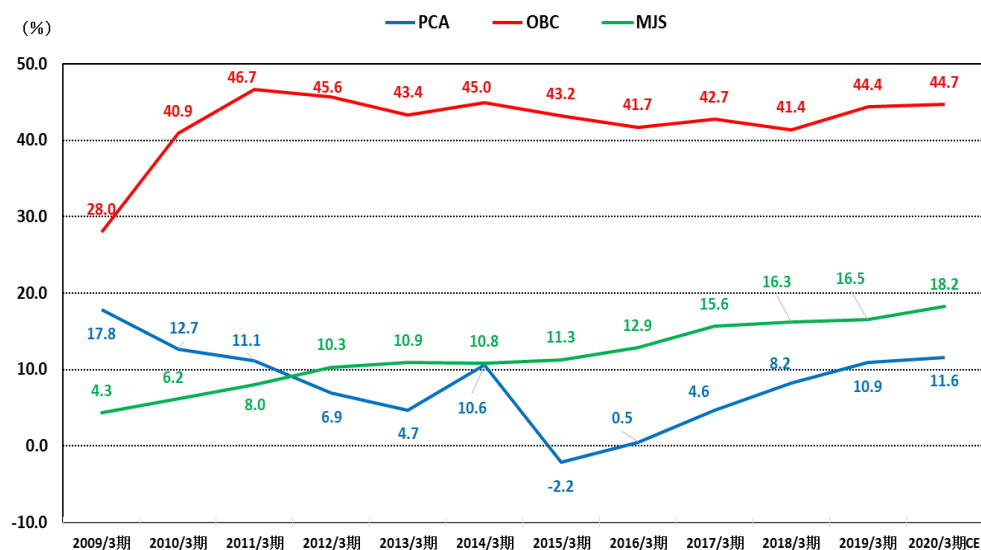
同様に同社のROA、ROEの推移を示したP20の図表17を見ると、近年急回復しているが、収益力に加えて資産効率の向上にも改善の余地がある。（2019/3期実績はROA：ROEの順に、PCA 7.8%：6.8%に対し、OBC 9.1%：10.7%、MJS 21.7%：16.1%）

【図表15】上場大手3社（同社、並びに、MJS）の粗利率の長期的な推移

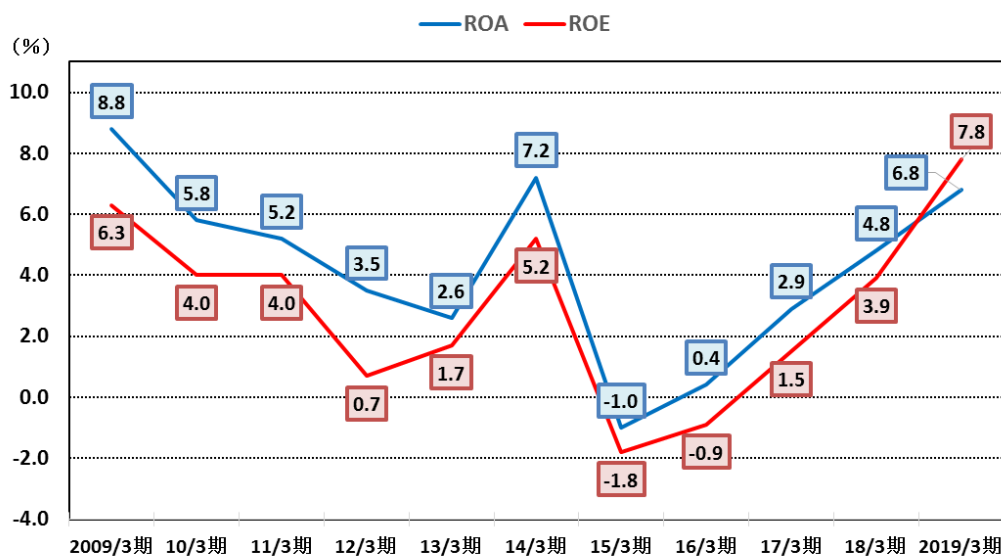
（出所）図表15-17まで、いずれも有価証券報告書より、アルファ・ウイン調査部が作成。予想は会社計画（CE）



【図表 16】上場大手 3 社（同社、OBC、MJS）の営業利益率の長期的な推移



【図表 17】同社の ROA、及び ROE の推移



* ROAは、総資産経常利益率を使用

7. 前期の実績と今期見通し

◆ 2019 年 3 月期(前期)決算

- ◆ 前期決算は4期連続の増収、過去最高売上高を更新。利益率が改善し大幅な増益。期初予想を上回る。

2019/3 期通期連結（以下、前期）業績は、売上高 11,439 百万円（前年同期比 16.9%増）、営業利益 1,248 百万円（同 54.7%増）、経常利益 1,277 百万円（同 53.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 906 百万円（同 105.5%増、以下、当期利益）と大幅な増収増益となった。

これは期初計画を同社が大きく上方修正した、2019 年 2 月の修正値に対し、売上高は僅かに下回ったものの、各利益は数千万円程度上回る結果となった。なお、当調査部は、修正会社計画とほぼ同程度を予想していた（図表 18）。

【図表 18】2019/3 期（前期）業績の推移（単位：百万円、%）

2019/3期	連結	期初予想	前年比%	修正予想	期初予想との 差異	実績	期初予想との 差異	修正予想との 差異	前年比%	当調査部予想	差異(当部予想-実績)
売上高		10,486	7.2	11,518	1,032	11,439	953	-79	16.9	11,520	-81
営業利益		825	2.2	1,195	370	1,248	423	53	54.7	1,200	48
	(対売上高比%)	7.9		10.4		10.9	3.0	0.5		10.4	0.5
経常利益		842	1.0	1,224	382	1,277	435	53	53.0	1,225	52
	(対売上高比%)	8.0		10.6		11.2	3.1	0.5		10.6	0.5
当期純利益		588	33.3	870	282	906	318	36		870	36
	(対売上高比%)	5.6		7.6		7.9				7.6	0.4

（備考）修正予想：2019年2月18日の同社発表値、当調査部予想：同年2月21日の改定値

（出所）決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 特需もあり、クラウド・製品・ソリューションが増収に大きく貢献。

全売上高の増収幅（前年度比）1,654 百万円に占める、種類別の増収幅は寄与度の高い順に、クラウド 598 百万円（前年同期比 32.3%増、以下同様）、製品 562 百万円（28.8%増）、ソリューション等 444 百万円（23.6%増）、商品 32 百万円（3.2%増）、保守 16 百万円（0.5%増）となっている（P22 の図表 19）。全種類別とも増収となったが、特需効果（消費税率引き上げ、Windows7 のサポート終了対応、改元対応のバージョンアップなどの前倒し需要、同社推定で 10 億円弱）も加わり、特にクラウド、製品とソリューションの各売上が約 2～3 割増と順調に伸長した。この結果、通期売上高は、ダブル特需があった 2014/3 期の最高売上高 10,475 百万円を 5 年ぶりに更新した。

- ◆ 足元の PCA クラウドの利用法人数も順調に増加。

PCA クラウド利用法人数は 2018/1/11 に 10,000 法人を達成したが、2018/9 月末時点で 11,331 法人、2019/3 月末で 12,313 法人と、約 15 ヶ月で 2,300 法人以上が増加した（前出 P10 の図表 6）。月間単純平均では、利用法人数は約 160 社/月のペースでの純増となった。今年度に入っても依然、好調に推移している。新規契約数のうち約 4 割が新規顧客からの受注となっている。

この結果、クラウド売上高は前々期の 1,854 百万円→前期 2,452 百万円へと大幅増収となった。同増収率は、クラウドサービスの本格的な

普及がスタートし、2017/3 期から 2019/3 期にかけ 29.9%→23.9%→32.3%と 2～3 割増の高い成長率を保っている。

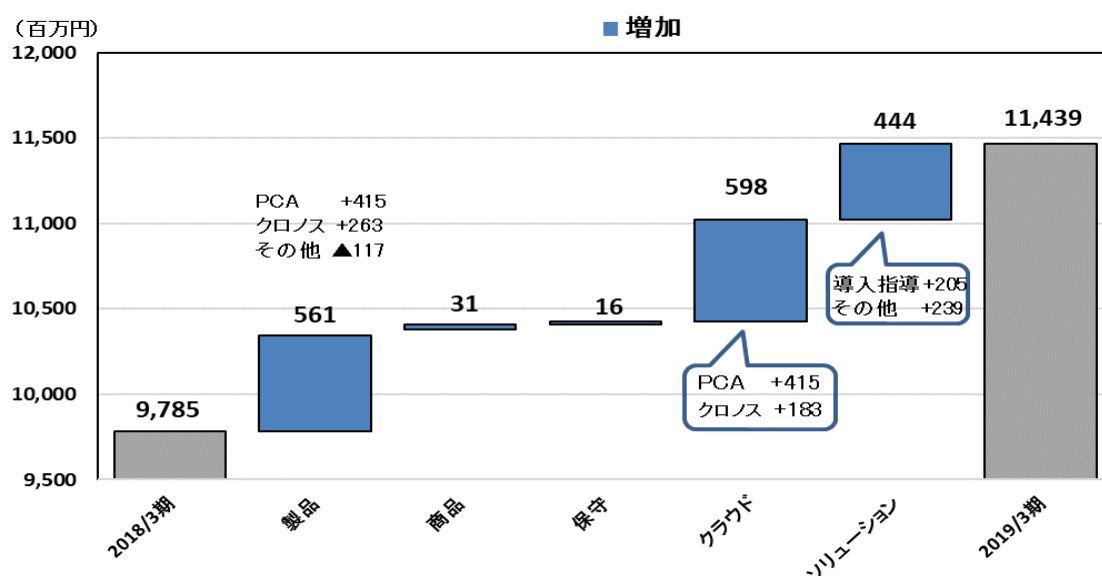
保守サービスの増収率は、毎年微増となっておりほぼ横ばいに留まっている。これはオンプレミスからクラウドへのシフトに伴い、保守サービスが不要となるためである。なお、同社の重要指標であるストック収入（保守サービス+クラウド合計）が、全売上高に対する売上構成比率は 48.6%と 2018/3 末時点の 50.7%から 2.1 ポイント低下している。これは依然スタンドアロンを選好して利用する顧客が、消費税増税前のキャンペーンや、バージョンアップによりオンプレミスを購入し、四半期ごとに製品が大きく伸びたためである（前出 P9 の図表 5）。

◆就業管理システムも、売上・利益の両面で寄与。

（注 9）就業管理システム：勤怠管理システムとも呼ばれ、勤務環境での時間に関するあらゆる情報を把握・活用するシステム。勤務時間等の自動集計や給与ソフトに連動するデータも作成。オンプレミスとクラウドで提供。

製品売上高は、上記の特需に伴うバージョンアップに加え（同社単体がでは 415 百万円の増収）、働き方改革の追い風もあり子会社であるクロノスの就業管理システム^{注9}が牽引し（263 百万円の増収）、業績が悪化した子会社（マックシステム）の減収をカバーした。また、製品販売増に連動して導入指導料等が伸び（205 百万円の増収）、ソリューションは 23.6%の増収となる好循環となった。一方、商品売上高は、ほぼ横ばいに留まった（以上、図表 19）。

【図表 19】2019/3 期（前通期）売上高実績（単位：百万円、%）



（出所）2019/3 期決算説明会資料より抜粋し、アルファ・ウイン調査部が加工

◆前期の売上高利益率は、大きく改善。

（注 10）ハイパー：PCA Hyper:Dream21 に代わる中堅企業向けの新商品ソフト。年商 10~100 億円、従業員数 1,000 名以下、グループ子会社 10 社未満の全国約 9 万社を対象とする。DX シリーズの上位版。企業の成長に合わせて、オンプレミスとクラウドを柔軟に選択・併用可能。API により、他のシステムとスムーズに連携、グループ企業間でのデータ管理を効率化（連結会計）することに特長がある。

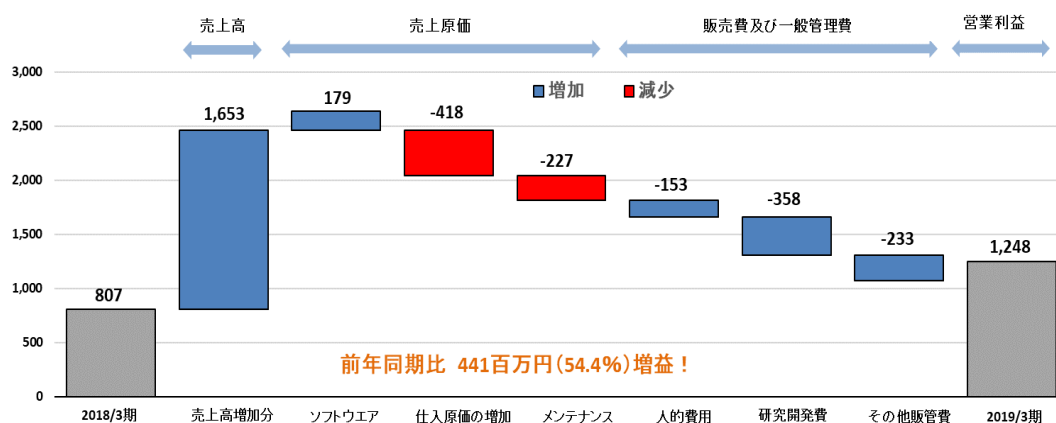
一方、利益面では、粗利額は前年同期比で 22.2%増加し、1,187 百万円の増益となった。増収による増益効果に加え、ソフトウェアの償却費の減少により、粗利率が前々期 54.5%→前期 57.0%へと 2.5 ポイント改善した。これに対し販管費は対前期比 746 百万円、16.5%の増加に留まり、売上高販管費率は 46.3%→46.1%と 0.2 ポイント改善した。

この結果、営業利益は前年同期比 441 百万円、54.7%の大幅増益となり、営業利益率も 8.2%→10.9%と 2.7 ポイントも改善した。連結営業利益の増減要因は図表 20 の通りである。税制改革対応のためのソフトウェアの改修によるメンテナンス費用増（同 227 百万円増）や、ハイパーシリーズ^{注 10}を主とする新規のソフト開発投資のための研究開発の積み増し（前期比 358 百万円増）、人件費増（同 153 百万円増）によるコストアップを、増収効果が十分に吸収した。

また特別損益では、資産効率化のために投資有価証券を売却し、63 百万円を特別利益として計上した一方、子会社であるマックスシステムを売却したことによる関係会社株式売却損 81 百万円を特別損失として計上したため、ほぼ相殺された。当期純利益は 906 百万円と前年同期比 465 百万円（105.5%増、2018/3 期は減損損失 244 百万円の特損あり）と倍増した。

なお、種類別の利益は開示されていないが、採算性が高いクラウドと製品の増収が、増益に大きく寄与したものと考えられる。

【図表 20】2019/3 期（前通期）営業利益の増減益分析 （単位：百万円）



（出所）2019/3 期決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が加工

◆ ビー・シー・エーの 2020 年 3 月期(今期)業績予想

- 同社は、今期 5 期連続の増収増益を見込む。売上高と当期利益は過去最高を更新する計画。

2020/3 期（今期）の業績について同社は、売上高 12,783 百万円（前年同期比 11.8%増）、営業利益 1,478 百万円（同 18.5%増）、経常利益 1,499 百万円（同 17.4%増）、当期純利益 976 百万円（同 7.7%増、以下、当期利益）と増収増益を予想している（P27 の図表 23）。売上高は過去最高を 2 年連続更新、また営業増益は過去 4 番目の水準、当期利益では過去最高益（前回ピーク：2000/3 期 937 百万円）の更新を予想している。

クラウド、就業管理システムの続伸に加え、製品・ソリューションにも特需が継続し、5 期連続の増収増益と業績は極めて好調に推移する見込みである。なお、同社は、最終利益目標を達成するため、内外の状況の変化に合わせて経費のコントロールを行う可能性があり、上期の予想を行うことは困難であるとの理由から、今期も上期の業績予想を非開示とした。

- 今期も特需が全体を牽引。

通期の会社予想売上高の会社前提は、P25 の図表 21 の通りである。増収幅 1,344 百万円のうち、種類別では貢献度の大きい順に、ソリューション 535 百万円（寄与度 39.8%）、クラウド 352 百万円（同 26.2%）、保守 282 百万円（同 21.0%）、製品 157 百万円、商品 16 百万円となっている。

ソリューションは、特需によるソフトウェアの入れ替えに伴う持ち越し案件が多いため、連動して導入指導料が見込まれ引き続き増収寄与が大きい（前期比伸び率 23.0%増）。

クラウドは堅調に推移しているが増収幅（前期→今期計画、以下同様：598 百万円→352 百万円）・増収率（同 32.3%増→14.4%増）とも低下する計画である。

保守は、オンプレミス製品の特需に伴う保守サービス契約を獲得する計画で、大きな伸び率（同 0.5%増→9.0%増）を想定している。

また、製品は、前期特需で相当伸長したため同様に低い増収率（同 28.8%増→6.2%増）を前提としている。

なお、今期の全体としての特需は約 11 億円（製品・クラウド・ソリューションが中心）と、前期の 10 億円弱から大きくは伸びない見込みである。

- 更なる利益率の改善を見込む。

利益面では、増収効果に利益率の改善が加わり、粗利額は前期比 809 百万円（同 12.4%増）、営業利益金額は前期比 230 百万円増（同 18.5%増）を計画している。今期計画では、約 0.3 ポイントの粗利率の改善（前期→今期の順：57.0%→57.3%）に、販管費の伸率の抑制（同 18.2%増→11.0%増）により約 0.3 ポイントの販管費率の低下（同 46.1%→45.8%）が加わり、営業利益率が 0.7 ポイント改善（同 10.9%→11.7%）する計画である。これにより営業利益率は、5 年連続の改善となる見込みである。

- ・増収効果と粗利率の改善により、経常利益では今期も2桁の増益を計画。

営業外損益は21百万円のプラス（前期は29百万円のプラス）を見込んでおり、経常利益は前期比17.4%増を予想している。現段階では特別損益に大きなものは発生せず、当期利益は7.7%の増益になる予想である。

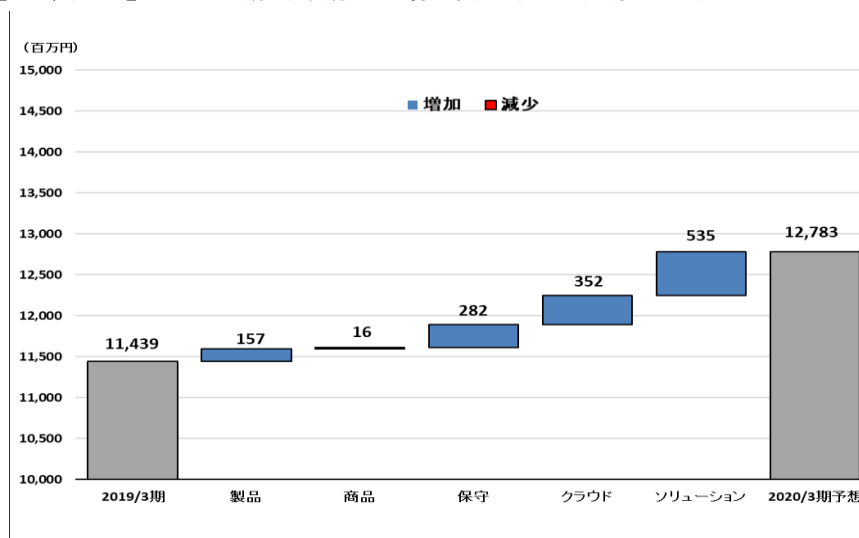
なお、今期連結営業利益の増減益要因の見込みは、P26の図表22の通りである。ソフトウェアの償却費減少分（292百万円減）が粗利の改善につながるほか、消費税引き上げ対応を中心とする製品メンテナンス費用の増加（332百万円増）、今後の成長に向けた成長分野への積極的な投資、人件費や販促費のコスト増を増収効果が吸収する。

今期の商品戦略としては、消費税10%への改正・軽減税率制度の導入といった税制改革に伴い、2019年8月に対応版を発売し特需を取り込む方針である。また、2020年1月にWindows7のサポートが終了することに伴い、ユーザーのPCの入れ替えが発生し同社製品のソフトウェアのバージョンアップ（リプレース）も前倒しで見込まれる。

また、撤退を決めたERPソフトであるDream21の後継製品として、中堅企業向けのクラウド関連新製品ハイパーシリーズ（PCA hyper）を順次投入予定である（2019年2月：会計・固定資産を発売、同7月：給与・人事管理、2020年2月：2つのオプションの発売予定）。ただし、今期は特需対応で手一杯であり、業績の寄与は来期以降を想定している。

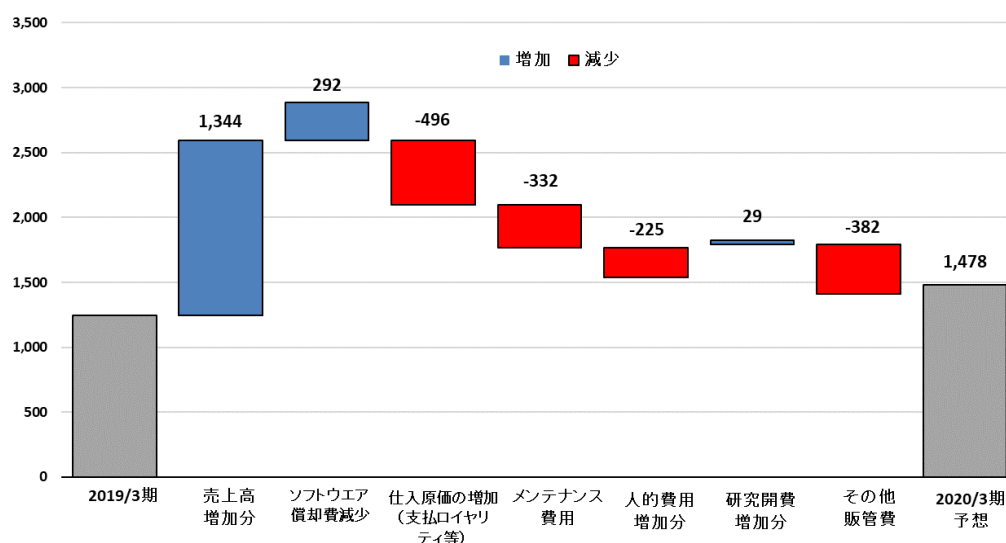
また、働き方改革の下、就業管理ソフトを利用していない中小企業は依然多く、この潜在需要は大きい。同社はこれを取り込み、就業管理ソフトのオンプレミス、クラウド（サービス名：クロッシオン）の受注は絶好調で、2桁の増収を見込んでいる（当部推定では約2割増）。

【図表21】2020/3期（今期）の増収要因予想（会社計画）（単位：百万円）



（出所）2019/3期決算説明会資料より抜粋し、アルファ・ウイン調査部が加工

【図表 22】2020/3 期（今期）営業利益の増益要因予想（会社計画）（単位：百万円）



（出所）2019/3 期決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が加工

- ◆ 今期も特需効果があり、大幅な増収増益が見込まれる。但し、人的リソースが、アップサイドの制約要因となり課題。

- ◆ 当調査部は、会社のコスト前提や、クラウド・製品などの売上高前提が保守的で、今期の会社予想利益には上方修正余地があると判断している。

- ◆ 消費税特需の終わる下期以降の受注は、不透明要因。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2020 年 3 月期(今期)業績予想

アルファ・ウイン調査部は、新たに 2022/3 期（来々期）の業績予想を加え、従来の業績予想モデルを更新した（P27 の図表 23）。当調査部では、今期売上高の従来予想を上方修正し、利益予想はほぼ据え置いた。但し、当部では、会社予想利益は保守的でありこれを上回る可能性があるかと判断している。

当調査部で行った業績の修正は、以下の通りである。2020/3 期（前回予想 2019 年 2 月 15 日発行レポート→今回の順に）、売上高 12,200 百万円→12,900 百万円（前期比 12.8%増、会社予想 12,783 百万円、会社予想比+117 百万円）、営業利益 1,600 百万円→変わらず（同 28.2%増、会社予想 1,478 百万円、同予想比+122 百万円）、経常利益 1,620 百万円→変わらず（同 26.9%増、会社予想 1,499 百万円、同予想比+121 百万円）、当期純利益 1,110 百万円→1,050 百万円（同 15.9%増、会社予想 976 百万円、同予想比+74 百万円）へと修正した。人的リソースのキャパシティが導入指導・保守サービスではややボトルネックとなっているが、クラウドや勤務管理ソフト、製品のバージョンアップの足元の契約状況も引き続き順調に推移している模様であり、全体の売上高、及び利益のドライバーになると思われる。

なお、2019 年 8～9 月頃までにピークを迎えると思われる消費税特需の水準と、その後の受注水準の見込みがやや不透明で、売上高・利益の変動要因になることは否めない。しかし、以下の理由により今期の会社計画は保守的な予想と考え、利益面では上方修正余地があると判

断している。

◆クラウド・製品の売上前提は保守的と思われる。

◆コスト前提も厳しく、利益面では上方修正余地あり。

- 1、全体の特需の売上高前提が前期比1割増、または同1億円強の増加と保守的であると思われること。
- 2、種類別の売上高前提も、①足元も引き続き受注に陰りが見られない中、特需の下期の息切れなどによりクラウドの伸率が半減する予想であること（増収額：前期598百万円→今期352百万円、同伸び率32.3%→14.4%）、②製品の伸率前提も前期が大きく伸びたため小幅な伸びを見込むなど慎重な予想である（増収額：前期561百万円→今期157百万円、同伸び率28.7%→6.2%）。一方、保守の伸率前提は前期比9.0%増（増収額：前期16百万円→今期282百万円）と高く、やや楽観的であると思われる。いずれにしてもトータルでは1~3億円程度の売上高の上方修正余地があると当調査部では予想している。
- 3、販売促進費などの各種コストを厚めに見込んでおり、バッファがあると思われること、加えて上述の売上高の増収部分の収益上乘せも見込まれ、利益面でも上方修正余地があると考えられる。ただし、来期（2021/3期）には特需の反動減は避けられないと思われたため、今期はコストコントロール、利益の平準化を図る裁量の余地もあると考えている。

【図表23】アルファ・ウイン調査部の今期、及び中期業績の新予想（単位：百万円）

単位：百万円、%		2019/3期実績	2020/3期CE	2020/3期E	2021/3期E	2022/3期E
種類別	売上高	11,439	12,783	12,900	11,000	11,600
	製品	2,516	2,673	2,700	1,800	1,900
	商品	1,020	1,036	1,020	1,000	1,000
	保守サービス	3,125	3,407	3,220	3,000	3,000
	クラウドサービス	2,452	2,804	3,100	3,400	4,000
	その他営業収入	2,322	2,857	2,860	1,800	1,900
売上総利益率		57.0%	57.3%	57.4%	57.3%	57.5%
販売費及び一般管理費		5,274	5,852	5,805	5,100	5,300
(対売上高比)		46.1%	45.8%	45.0%	46.4%	45.7%
営業利益		1,248	1,478	1,600	1,200	1,400
(対売上高比)		10.9%	11.6%	12.4%	10.9%	12.1%
経常利益		1,277	1,499	1,620	1,220	1,420
(対売上高比)		11.2%	11.7%	12.6%	11.1%	12.2%
当期純利益		906	976	1,050	800	920
(対売上高比)		7.9%	7.6%	8.1%	7.3%	7.9%
売上高(前期比伸率、以下同様)		16.9%	11.7%	12.8%	-14.7%	5.5%
種類別	製品	28.8%	6.2%	7.3%	-33.3%	5.6%
	商品	3.2%	1.6%	0.0%	-2.0%	0.0%
	保守サービス	0.5%	9.0%	3.0%	-6.8%	0.0%
	クラウドサービス	32.3%	14.4%	26.4%	9.7%	17.6%
	その他営業収入	23.6%	23.0%	23.2%	-37.1%	5.6%
売上総利益率(前期との差異)		2.5%	0.3%	0.4%	-0.1%	0.2%
販売費及び一般管理費(伸率)		16.5%	11.0%	10.1%	-12.1%	3.9%
営業利益(伸率)		54.6%	18.4%	-2.4%	-25.0%	16.7%
経常利益(伸率)		53.1%	17.4%	28.2%	-24.7%	16.4%
当期純利益(伸率)		105.4%	7.7%	13.7%	-23.8%	15.0%

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成、CEは会社予想、Eは当調査部予想

8. 成長戦略

◆ 目標となる経営指標と重点分野

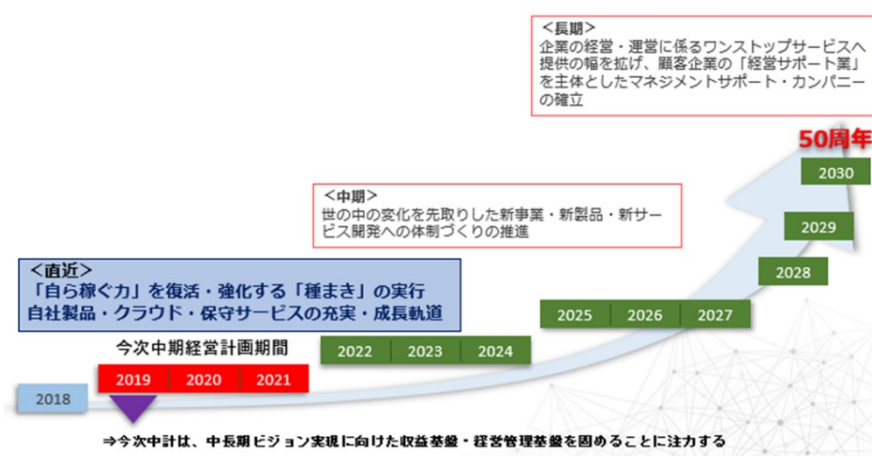
同社グループは、目標とする経営指標として、売上高 200 億円（2019/3 期実績 114 億円）、純資産配当率 2.5%（同 1.8%）、クラウドユーザー 8 万社（2019 年 3 月末現在で 1.2 万社強）を 2012 年に公表し、事業を進めてきた。目標達成のために、①基幹業務ソフトウェアのクラウド市場でのさらなる No.1、②機能を越えたソリューション提供の拡充、③PCA クラウド先進的技術の強化、④サービス化への挑戦、⑤積極的な M&A の 5 点を重点分野として掲げている。

◆ 新中長期経営ビジョン【PCA Vision 2030 第1ステージ 2021 中期経営計画】

2018 年 6 月に新取締役社長に取締役副社長から佐藤文昭氏が昇格し、同社の新体制が発足した。なお PCA Vision 2030 と呼ばれる中長期ビジョンのコアコンセプト【PCA4.0】が 2018 年 5 月に発表されたが、その概要は図表 24、P29 の図表 25 の通りである。同社が 2030 年に、節目となる 50 周年を迎えることから、これを視野に入れて策定したものである。さらに、これを一歩踏み込んだものとして、【PCA Vision 2030 第 1 ステージ 2021 中期経営計画】を 2018 年 11 月に公表した。なお、同社では 1980 年から 2030 年までの 50 年の期間を、1980 年から 1998 年までのオフコンから PC への時期である【PCA 1.0】、1998 年以降 2008 年までのインターネットの普及やクライアントサーバーの時期である【PCA 2.0】、2008 年から 2018 年までのインターネット・インフラ化、クラウドの普及期にあたる【PCA 3.0】、2018 年以降 2030 年までの【PCA 4.0】と、事業ステージを 4 期間に分類してとらえている。

◆ 2018 年 11 月に、【PCA Vision 2030】第 1 ステージ：中期経営計画を公表。

【図表 24】 新中長期ビジョン PCA Vision 2030



（出所）決算説明会資料より抜粋、（備考）本図表における年次表記においては、2019 は 2020/3 期を意味する（本図表においては他も同様）

【図表 25】中長期ビジョンのコアコンセプト【PCA4.0】概要

PCA4.0【課題解決サービス業へ】
1. サービス指向のモノづくり
2. ソリューション提案深化型パートナー営業
3. デジタル・ダイレクトマーケティングの強化
4. 顧客接点・関係性の強化
5. 戦略的な採用・教育・評価制度の確立
6. 機動的な組織・業務体制の構築

（出所）2019/3 期決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

中期経営計画では、基幹業務の高度な自動化を実現するソフトウェアの提供を核に、企業の円滑な経営・運営をサポートする「マネジメントサポート・カンパニー」として社会に貢献する企業であり続けるとの中長期ビジョンを打ち出した。

また、発表された【PCA Vision 2030】第1ステージ：中期経営計画（2020/3 期～2022/3 期）における中期基本方針として、「長期的かつ安定的な事業の継続・発展を目指した事業基盤の確立と企業体質の変革を進める。」としている。課題解決サービス業を志向し、中計では、中長期ビジョン実現に向けた収益基盤・経営管理基盤を固めることに注力する。

なお、基本方針に基づく基本戦略と、その概要・施策は以下の通りである（図表 26）。中期経営計画に変更はないが従来と比較し、基本戦略としてⅣのモノづくりの強化が加えられた。また、Ⅲの（1）年度計画制度の導入、同（4）人事制度の見直しが重点施策として付け加えられた（図表 26 の赤字部分）。また、各施策について実行ステップのロードマップが設定され、スケジュールがより具体的となった。

・モノづくりの強化、年度計画制度の導入、人事制度の見直しを重点施策に加える。

【図表 26】基本戦略とその概要及び施策【PCA Vision 2030 第1ステージ 2021 中期経営計画】

基本戦略	概要及び施策	基本戦略	概要及び施策
Ⅰ. 主力事業の収益基盤の確立		Ⅲ. 高収益体質に向けた経営管理基盤の強化	
1, PCAクラウドの強化・拡販	豊富なラインナップと10年を超える運用ノウハウの蓄積があるPCAクラウドについて、ブランド力の向上、Web-APIパートナーの開拓、サービス機能強化、会計事務所・社労士事務所等の職業専門家（士業）チャネルの連携強化などに注力し、市場における確固たる地位と主力事業としての収益基盤を確立させる。	1, 年度経営計画の導入（中期計画と連動強化）	年度ごとに、全社方針・重点施策を各部門の施策・計画に展開し、PDCA（業務プロセスなどを管理・改善する手法の一つ、計画（Plan）→実行（Do）→評価（Check）→改善（Act）の4段階の活動を繰り返し行ない、継続的にプロセスを改善・最適化していく）による経営管理の仕組みを導入することで、自律的に推進している風土・制度を定着させる。
2, オンプレミス事業の強化	オンプレミス事業（オンプレミス製品の販売・保守）について、ユーザーニーズに基づいて、提供製品やサービス体系のあり方等を見直し、事業強化に取り組む。オンプレミスのサブスクリプションモデルへの移行、保守契約更新率及び業務生産性向上を推進する。	2, 戦略的な意思決定を支える利益管理体制の強化	管理組織単位の自律的な収益改善や、外部環境変化に対応したプロダクト・サービスや経営資源配分の見直しなど、戦略的な意思決定を支える利益管理の体制を強化する。
Ⅱ. 新たなビジネスチャンスの創造		3, 収益力強化を意図した業績評価指標の導入	ストック型のビジネスモデルへの転換・強化を図る中で、従来の管理指標に加え、ビジネスモデルに沿った収益力強化へ貢献する業績管理指標の設計と導入を推進する。
1, 新製品・新事業開発につながるシーズ発掘	将来に向けた新たな収益基盤の創造を目指し、AI、ビッグデータ、RPA、Fintechなど、新技術を活用した関連分野における新製品・新事業開発につながるシーズ発掘のための組織（イノベーション統括室＜仮＞2019年1月設置）を立ち上げ、新たなビジネスチャンスへの取り組みを加速させる。	4, 人事制度の見直し	部門間の壁を取り払い、共通の目的に向かってチャレンジする組織風土への変革と、個人レベルにおいて自ら考え行動できる人材を育成・評価する制度へと再構築する。
2, 中堅企業市場への再チャレンジ	同社の主要顧客の上位層にあたる中堅市場は、システム投資負担力が高く、魅力的な市場であるため、新たに「hyperシリーズ」の投入により、当該市場への再チャレンジを行っていく。	Ⅳ. モノづくりの強化	
		1, 製品開発力の復活（伝統と革新）	イノベーション統括室との連携を通じて革新を促す土壌と仕組みを構築するとともに、社内及び社外との連携を強化することで、製品サービスに関する外部環境変化への洞察力・感度強化する。
		2, 開発部門の組織体制・運営方針の変革	製品群ごとに配置されているグループリーダーの権限を強化し、機動力を高めることに加え、研究予算及び開発余力を確保しサービス志向のモノづくりに対応できる研究・開発体制へと変革する。

（出所）同社 2019/3 期決算説明会資料より抜粋し、アルファ・ウイン調査部が作成。

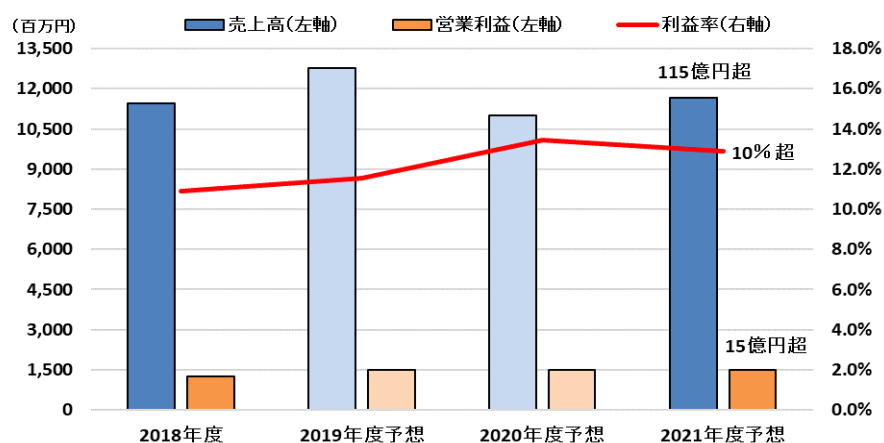
なお、中期計画の最終年度にあたる 2021 年度(2022/3 期)に、以下の達成目標数値を公表している（各年度の目標数値は非公表、図表 27、28、29 を参照）。

【図表 27】中期経営計画目標

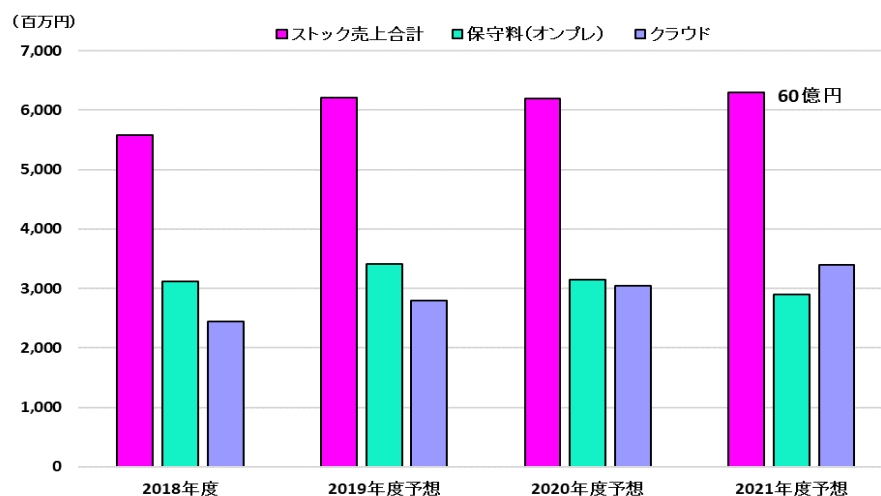
中期計画目標の項目	2022/3期計画	2020/3期計画	2019/3期実績
・連結売上高	115億円以上	127.83億円	114.39億円
内、ストックビジネス（保守・クラウド）売上高	60億円達成	62.11億円	55.77億円
・連結営業利益	15億円以上	14.78億円	12.48億円
・連結営業利益率	10%以上	11.60%	10.90%

（出所）図表 27 から 29 まで、2019/3 期決算説明会資料より抜粋し、アルファ・ウイン調査部が作成。予想及び計画は、会社発表。

【図表 28】中期経営計画（連結）の業績予想



【図表 29】ストックビジネス売上高予想



◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

アルファ・ウイン調査部は、新たに 2022/3 期の業績予想を加え、今期予想の見通しのとともに来期の売上高・利益とも見直した(図表 30)。

当調査部で見直した来期（2021/3 期）の業績の修正は、以下の通りである（従来予想：2019 年 2 月 15 日発行レポート）。売上高を据え置いたにも関わらず、利益を上方修正した要因は、コスト前提（販促費などの削減余地がある）を再考したことによる。

【図表 30】2021/3 期（来期）の業績予想

連 結 (単位：百万円)	2021年3月期		従来予想との比較	
	従来予想	新予想	増減額/差	増減率%
売上高	11,000	11,000	0	0.0%
売上総利益	6,300	6,300	0	112.4%
売上高総利益率	57.3%	57.3%	0.0%	—
販売管理費	5,200	5,100	-100	-1.9%
販管費比率	47.3%	46.4%	-0.9%	—
営業利益	1,100	1,200	100	9.1%
営業利益率	10.0%	10.9%	0.9%	—
経常利益	1,120	1,220	100	8.9%
経常利益率	10.2%	11.1%	0.9%	—
親会社株主に帰属する当期純利益	767	800	33	4.3%
当期純利益率	7.0%	7.3%	0.3%	—
1株当たり年間配当金	31	31	0	—

(出所)アルファ・ウイン調査部が、予想し作成。

- ◆ 2021/3 期（来期）は、特需の反動で一時的に減収減益の可能性がある。但し、マイナス・インパクトは限定的と推測。

来期に関しては、一期間に留まると考えられるが、今期が高水準であり特需(今期の同社の見込み約 11 億円)の反動減が想定されるため、減収減益の可能性があるとの見方は変わらない。しかし、反動減の一部を、安定した既存のストックビジネスが底支えし、加えて依然として成長段階にあるクラウドや勤務管理ソフトの新規契約がある程度カバーすると思われる。そのため前回のダブル特需後の反動減ほどのマイナス・インパクトはないと推測する(前回：2014/3 期→2015/3 期：売上高 10,425 百万円→8,168 百万円、経常利益 1,139 百万円→△158 百万円、赤字転落)。

さらにコスト面では、今期までに先行投資的に各種コストを前倒して計上しており、バッファがあると考えられることから、来期は減収率に伴い通常予想される減益率ほどには悪化しないとの判断から、従来予想を引き上げた。

- ◆ 2022/3 期は、特需の反動減がなくなり正常化、再び増収増益トレンドへ。会社中計目標数値は射程圏。

また、来々期(中計の最終年度の 2022/3 期)の連結売上高 115 億円、同営業利益 15 億円以上の会社目標はやや高い水準ではあるが、条件が整えば達成可能な範囲内であると思われる。現時点で当部では、リスクを勘案し、売上高 116 億円、営業利益 14 億円とやや保守的に予想している。なお、目標利益が達成されれば、配当性向の水準から判断し増配の余地はあると考えている(前出、P27 の図表 23)。

◆新技術・新製品・新ビジネスに注目。

因みに、2020/3 期、2021/3 期とも、各区分（種類別）の売上成長率前提として、（特需を除いた平準化したベースでの）クラウドサービスが年率 20%前後、その他の 3 区分（製品、商品、ソリューション）は 1～5%前後との前提とし、保守サービスを従来予想の 1.5%前後を 0.5%へと変更した。

なお、各種類別の粗利率前提は大きく変えず、クラウドなどのプロダクトミックスの良化による粗利率の改善を中心に考慮した。また、将来の成長に向けた事業基盤の強化、新商品開発、そのための技術研究（仮想化技術、AI、Web API、フィンテック対応技術）などの先行投資段階にあるが、販売促進費・研究開発費・人件費を中心に一般管理費はある程度のコントロールが可能であると想定した。また、特別損益の発生は見込んでいない。

今後は、想定される消費増税、Windows7 のサポート終了に関連する特需の発生とその反動、新たな税制・制度変更や、新製品開発・新ビジネスの動向（オンプレミスのサブスクリプションモデルへの移行、ハイパーシリーズの販売状況、買収した Keepdata のデータ利活用ビジネスの業績動向など）、主要な同業他社とのクラウド分野での競合状況の変化、M&A 戦略の進展などが不確定要因として挙げられる。

但し、特需の反動が和らげば、ストックビジネスが継続的に拡大するフェーズにあり、かつ現在進めている上記の新たなビジネスを軌道化すれば、再成長により 2022/3 期以降、再び増収増益トレンドに回帰すると考えている。

◆ストックビジネスが牽引し、平準化された中期の年間利益成長率を 8～10%と予想。

中長期的には特需を除いた平準化ベースでは、年率 6～8%前後の売上高成長とこれを上回る最終利益の成長（年率 8～10%）を予想している。新分野への先行投資負担も継続すると考えられるが、限界利益率の高いビジネスモデルであるため、増益率は増収率を上回ると思われる。加えて、ストックビジネス、サブスクリプションビジネスへのシフトにより、業績の安定性が増すと予想している。

9. アナリストの視点

◆ ビー・シー・エーの強みと課題

同社の SWOT 分析を図表 31 に列挙した。

【 図表 31 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・長年にわたる知名度と信用力(中小企業向け基幹業務ソフト専業大手) ・堅固な財務体質(無借金経営) ・安定収入が見込める課金型ストック型ビジネスの成長 ・顧客基盤が固く(累積法人ユーザー24万社)、分散化 ・クラウドで先行(中小企業向け基幹業務ソフトではトップクラスの実績、ノウハウ・ユーザー数・提供期間) ・参入障壁が高い ・経験豊富なコールセンタースタッフとエンジニア ・豊富な製品ラインナップ、オンプレミス・クラウドでの商品提供 ・販売網(自社全国13ヶ所、パートナー2000社)
弱み (Weakness)	・利益率が相対的に低い ・会計・税制関連の改正・OSサポートの終了等により業績変動を受けやすい(消費税、改元、W7など) ・保守サービス加入比率が50%程度と改善の余地が大きい ・競合が激しい ・大型の次期成長製品・サービスが不在 ・内需特化で、海外展開が難しい。
機会 (Opportunity)	・人材不足と業務効率化を背景とした需要の高まり(業務ソフト全般)、働き方改革(就業管理システム) ・クラウドの普及余地、展開力(中小企業や中堅企業市場) ・新製品・新サービス、技術革新 ・会計・税制変更などの制度改正など
脅威 (Threat)	・高度なAIの普及による代替品の出現、製品開発の遅れ、製品の瑕疵など ・契約等の打ち切りリスク ・情報漏えい ・人件費や開発コストの上昇

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成

◆ 長年の信頼と実績、顧客基盤と技術力が強み。

◆ クラウドでの競争力とトップの実績。同市場の成長ポテンシャル。

◆ サブスクリプションモデルへのシフトで、収益性、安定性が改善。

図表 31 に挙げた強みを補足すると、長年の業歴と信頼性を背景に知名度が高く、特定分野（中小企業向けや公益事業法人向け会計ソフトなど）に強い。また、顧客は基幹業務ソフトを頻繁に入れ替えるインセンティブが薄くロイヤルティが高い。加えて同社は、保守サポート、クラウド、バージョンアップを通じて、顧客に対して安定性と継続性の高い課金型のビジネスモデルを構築している。

一方で弱みを補足すると、利益率の長期逡減傾向が見られ収益性が課題であった。上場大手の同業他社と比較すると、依然としてやや低い。これは収益率の高い保守サービスの契約率が他社と比較し低いこと、かつ保守売上高の成長率が低いこと、継続的に大型の新商品を産みだしていないこと（十分なスケールメリットを享受できていないこと）が要因であると推測される。しかし、売上高営業利益率は過去4年間で急回復し、前期は10.9%まで上昇してきた。近年、クラウドによるストックビジネスへの転換を進めており、収益構造の変化の兆しが見えつつある。

◆ オンプレミスの保守サービスの加入率アップは、収益力向上のポテンシャル。

また、同社の今後の成長の牽引役であるクラウド関連市場において価格競争力を背景に潜在的な需要を取り込み、オンプレミスにおいてもサブスクリプションモデルへのシフトや、保守サービスの加入率を上げれば、採算性の改善につながる可能性がある。仮に同社の現状の約 50%という保守サービス加入率を、OBC と同等の約 80%、MJS と同等のほぼ 100%まで引き上げただけでも、理論上は粗利率が前期実績の 57.0%から各数ポイントずつ上昇することになる。

一方、機会あるいは脅威では、現在見られるような消費税改正や働き方改革などのイベントが発生した場合には、関連特需のためにその前後で業績のボラティリティが大きくなる傾向がある。また、先行するクラウドサービスにおける同業大手他社の追随や、今後の新製品の開発動向、サービスの展開が注目される。

◆ 株主還元、及び株主優待制度

同社は、効率的な企業経営のもと株主資本当期純利益率（ROE）の向上をはかり、安定的な配当の維持を基本としている。業績、及び配当性向等を総合的に考慮して配当水準を決定し、株主への利益還元を行う方針である。

配当については、株式の店頭公開以来、普通配当ベースでは減配はなく、複数年の据え置き後、長期的には徐々に増配するトレンドにある（P35 の図表 32）。

2011/3 期以降は記念配を除く普通配当では、一株当たり年 31 円の普通配当を据え置いている。2014/3 期のみ「連結売上 100 億円達成」を記念し、一株当り 31 円の普通配当に記念配当 10 円を加えた年 41 円の配当を実施した。最終利益が赤字となった 2015/3 期、並びに 2016/3 期においても安定配当の観点から年 31 円の配当を維持した。

◆ 配当性向は 30%、純資産配当率は 2.5%が目標だが実績は下回る。長年にわたり年間 31 円の安定配当を実施。

配当性向は 30%を目安としているが、2018/3 期実績では 48.2%、2019/3 期実績では 23.3%、2020/3 期会社予想ベースで 21.1%、当調査部予想ベースでは 19.6%と未達である。また、株価 3,465 円（2019 年 6 月 14 日終値）で計算すると、配当利回りは、0.9%となる。なお、同社が重視する KPI（重要経営指標）の一つである純資産配当率も、2018/3 期、及び 2019/3 期実績では、各 1.9%、1.8%と同社目標値 2.5%を下回っている。

同社は安定的な継続配当を行う方針であり 2020/3 期も年 31 円の普通配当を維持する方針である。当調査部は、先行投資負担が一巡し収益力の層の向上とともに、中期的には増配余地が生まれると考えている。

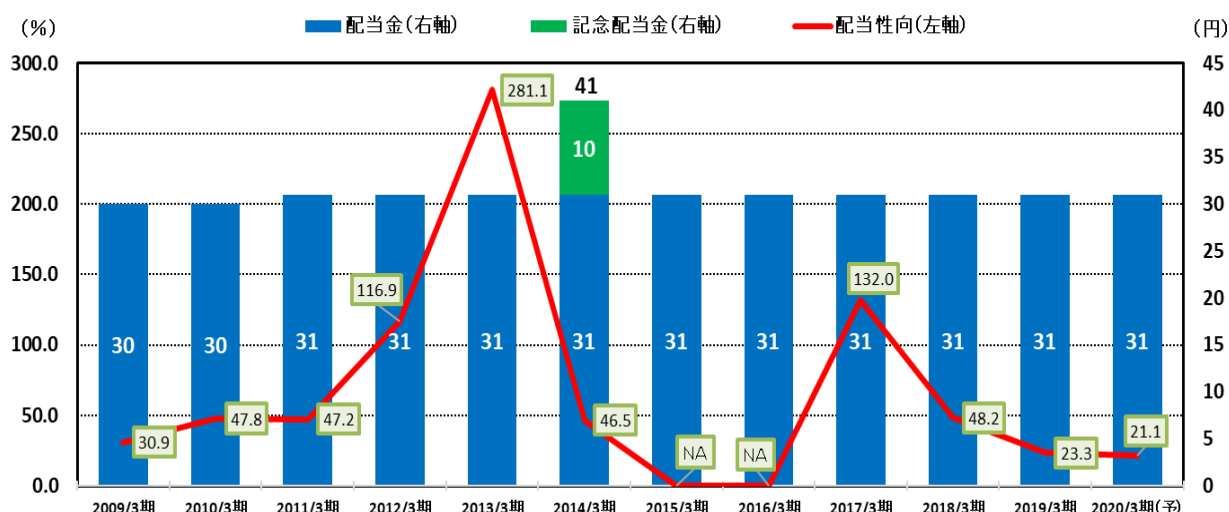
また、株主優待制度を 2013 年に導入し、2017 年 7 月にその一部の変更を公表した。優待内容は、毎年 3 月末現在における所有株数に応じ

◆株主優待を含めた実質年間利回りは、（最大）約 1.5%。

て、クオカードを贈呈するものである。例えば 100 株以上 300 株未満の株式を保有している株主に対し、2,000 円分のクオカードを贈呈するが、株価を 3,465 円（2019 年 6 月 14 日終値）とし 100 株保有すると仮定すると、配当 31 円および優待を含めた実質的な年間利回りは、約 1.5%（最大値）となる（図表 33）。同様の条件で実質的な年間利回りは OBC が約 1.6%、MJS は優待制度がなく配当利回りと同じ約 1.1%となる。

なお、財務体質は良好で実質無借金であり、株価も上昇したことから株式分割や、中期的には総還元性向の観点から追加の自社株買いに關しても注目していきたい。株式分割は、2000 年 5 月に 1：1.3 の分割が行なわれて以来、実施されていない。

【図表 32】配当金と配当性向の推移



（出所）有価証券報告に基づきアルファ・ウイン調査部が作成、予想は会社及び当調査部予想

【図表 33】株主優待制度と実質利回り

保有株数(以上)	(未満)	株主優待(クオカード: 円)	配当金: 円	実質利回り(最大) %
100	300	2,000	31	1.47
300	500	3,000	31	1.18
500		5,000	31	1.18

実質利回り＝（配当金＋優待価値）／株価の計算は、保有株の各レンジでの最小株数で計算。
 株価；3,465円（2019年6月14日終値）

（出所）アルファ・ウイン調査部が作成

◆ 株価水準と株価に影響を与えうるファクター

要約のページ（P2 の図表 C）に同社の過去約 3 年間の株価、及び対 TOPIX との相対株価を掲げている。2018 年 10 月前後から同社の株価は上昇し TOPIX に対し著しいアウトパフォームが見られる。特に、2019 年 2 月の前通期業績の大幅な上方修正発表以降、株価は急騰し 5 月 13 日には、上場来最高値（4,075 円）をつけた。その後も株価は堅調で、前期の上方修正と今期の特需に伴う大幅な増収増益、会社の経営改革の方向性と実績が、投資家に評価されたものと推測される。また、世界経済（貿易戦争など）と今期以降の日本企業の業績に不透明さが増す中、消費税の引き上げが事業にプラスに働き、政府の掲げる働き方改革の恩恵も享受できる、業績が安定した内需株として認識されていること、基幹（系）業務のパッケージソフトのクラウドでの先行提供に見られる競争力の高さとそのポテンシャルが評価されていることが背景にあると思われる。

◆ 業績の上方修正を好感し株価は急上昇、TOPIX を著しくアウトパフォーム。

◆ ディフェンシブな安定成長株として評価が高まる。

◆ 消費増税・働き方改革は、同社にはポジティブ。貿易戦争とは無関係。

◆ バリュエーションは、東証一部平均を上回るが、同業他社比較では割安。

また、同社を市場平均及び、上場している同業他社と主要なバリュエーションで比較を行った（図表 34）。同社株が上昇したため、同社の今期予想 PER は約 23.6 倍（2020/3 期会社予想 EPS ベース、当調査部予想では今期 21.9 倍、来期 28.8 倍）と、東証一部平均の約 13.4 倍を上回る。また、配当利回りは同社が 0.9%と一部平均を下回り（単純平均 2.1%、加重平均 2.6%）、PBR では同社は 1.9 倍と一部平均の 1.1 倍を上回る（6 月 14 日終値基準）。一方で同業他社（4733 オービックビジネスコンサルタント:OBC、9928 ミロク情報サービス:MJS）との比較では、同社株価の急騰によりその差は縮小しつつあるが、多くのバリュエーション指標で依然低位にあり割安感がある。特に、PBR 及び PSR、EV/EBITDA の水準は低い。

【 図表 34 】 バリュエーションの同業他社比較

社名	ビー・シー・エー (PCA:連結)	オービックビジネス コンサルタント(OBC:非連結)	ミロク情報サービス (MJS:連結)
コード	9629	4733	9928
株価(6/14終値)	3,465	5,150	3,505
時価総額(百万円)	26,681	415,626	121,996
PER(株価収益率)	23.6	38.4	29.4
PBR(株価純資産倍率)	1.9	3.4	6.0
配当利回り(%)	0.9	1.0	1.1
EV/EBITDA(倍)	11.3	23.6	19.5
PSR(株価売上高倍率)	2.1	13.9	3.6

時価総額=発行済株式総数×時価(6/14終値)

EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現金)/(営業利益+減価償却+無形固定資産償却等)

PSR=時価総額/売上高(2020/3期会社予想)

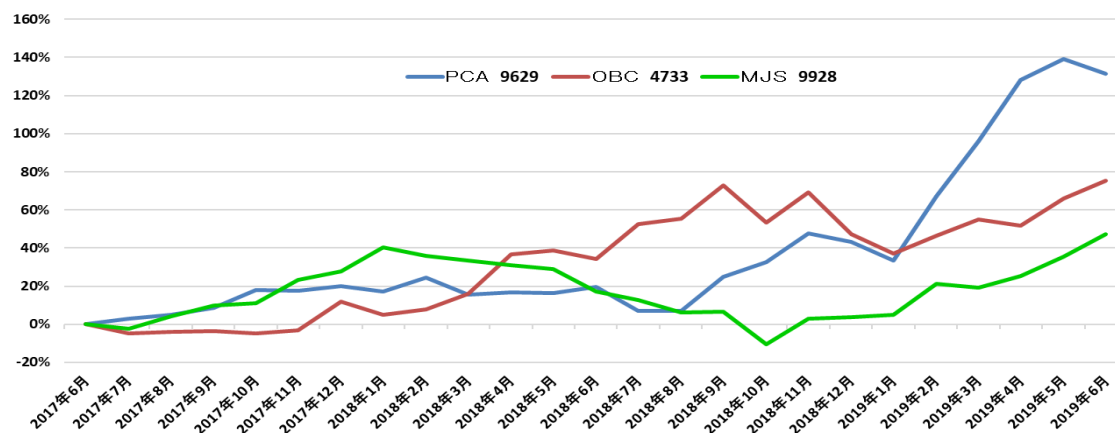
PERの計算に用いたEPSは、全て2020/3期会社予想

(出所)アルファ・ウイン調査部が、有価証券報告書、決算短信などから作成

◆ 過去 2 年間で同社株は、同業 2 社を大幅にアウトパフォーム。

因みに過去 2 年間では、上記の同業 2 社である OBC、MJS に対しても 56%、84%と大幅にアウトパフォームしている（P37 の図表 35）。

【図表 35】株価パフォーマンスの同業他社比較（備考：2017年6月末時点の株価を、基点のゼロとしてグラフ化）



（出所）アルファ・ウイン調査部が作成

今後、株価にインパクトを与えうるイベントまたは、ファクターとしては、以下の点が挙げられる。

◆今後の注目点は、新ビジネスの進展状況と今期を含めた中期の業績の動向。

第一に注目すべきは、今期業績の動向（アップサイド）である。2019年9月前後までには、特需関連も含めた通期売上の状況がほぼ見通せると思われる。11月または来年2月前後に発表される第2、または3四半期決算の内容と、通期業績予想の修正の有無、及びその修正幅がポイントとなろう。今下期の需要動向は不透明な要因となるが、前述のように今期の会社予想の利益は保守的と思われる。既に株価には期待感から、ある程度の上方修正は織り込まれていると考えられるが、修正幅によってはポジティブな反応の余地があろう。

また、来期には特需の反動減に伴う業績へのマイナス・インパクトが懸念される。しかし、ストックビジネスが継続的に拡大するフェーズにあり、現在進めている新たなビジネスを軌道化できれば、再成長し中長期的には増収・増益トレンドを継続できると予想されることから下値も限定的になる。中長期経営計画では、ビジネス領域の拡大やM&A・提携を含めた成長戦略の実行、売上重視から利益重視への経営体質の改善、資産効率重視の経営への転換の方針が打ち出されており、収益への効果が確認されれば、市場に好感されると思われる。

さらにクラウドの契約社数の伸率、ストックビジネスの売上高伸長率、利益率の改善状況、新製品・新サービス（データの利活用など）への展開、保守サービス加入率の推移、増配、株式分割、株主優待の拡充、オンプレミスのサブスクリプションモデルへ移行状況（月額課金のストックビジネスの一種）、ハイパーによる中堅企業への顧客開拓状況なども株価に影響を与えるものと思われ、引き続き注目していきたい。

10. 社長インタビュー(第2回)

◆ Q&A

2019年6月7日に、同社社長である佐藤文昭氏に、第2回目となるインタビューを行った（以下、その要旨）。

1、社長に就任後、約1年が経過しましたが、今後の課題や現在最も注力されている事項はどのようなものでしょうか。

*ビジネスモデルや会社を変えていこうという方針で、社内で議論を重ね様々な施策を打ってきました。これから新しい矢を打ち、一層の成果を出していきたいと思っています。会社が変わっていくことに対し社内の意思統一をはかり、社員全員が同じ方向に進むようにすることが社長としての使命であり、業績の向上に努めたいと思います

2、今期も増収増益を見込んでおられますが、保守的な予想とも思われますがいかがでしょうか。

*弊社は堅い会社であり、公表数字はぜひとも達成したい予想数値とお考え下さい。具体的な数値は申し上げられませんが、公表数字を超えられるよう努力していきたいと考えています。今期さらに利益を出すことは可能かもしれませんが、将来の成長に備えクラウドや製品の売れ筋商品の幅を広げるために、販促費（広告やWebの充実などの費用）などのコストを厚めに予算に計上しています。

3、特需効果の反動が予想される来期以降の業績見通し、並びに戦略についてお聞かせください。

*今年の10月に実施予定の消費税改正と、来年1月のWindows7のサポートの終了により、OSの変更、及びこれに伴うPCの買い替えに伴うソフトの入れ替え、導入指導、クラウド契約等の特需が発生しています。その金額は、前期10億円弱、今期11億円程度と見込んでいます。

*2年間の特需の反動により、来期は一時的な減収減益も予想されます。ただし、そのインパクトをできるだけ少なくするような手段を講じたいと考えています。具体的には安定的な収益が見込めるサブスクリプションモデル（クラウド化の加速や、オンプレミスのサブスクリプションモデルへの移行等）への一層のシフトです。既にクラウドによるストックビジネスへの転換を進めてきたため、前回に発生した特需の反動期のような大きなインパクトには（来期は）ならないと思いますし、そのように努めたいと思います。それに加えて、働き方改革という中期の特需により、子会社のクロノス（就業管理システム）の売上が今後も順調に増加すると見込まれます。特需の反動による売上高の減少をこれらの増収でカバーし、来々期の2022/3期には再び増収増益につなげ、掲げている中期の経営目標を達成したいと考えています。

*特需に対応し信頼に応えることもミッションですが、顧客に寄り添い新しいサービスを提供

し、お客様と共に成長できるよう弊社の基盤を強化することが社長としての責任であると考えています。中長期的に再成長するための新製品・新サービスを軌道に乗せることが、目下の課題であると考えています。

4、Keepdata 株式会社（以下、Keepdata 社）の買収の目的、事業内容、業況、今後の御社とのシナジーについてご説明いただけますでしょうか

＊ビックデータの利活用、クラウドを用いたファイル共有システム等を強みとする Keepdata 社を、弊社は 2019 年 3 月 28 日に買収しました。IoT や業務ソフトデータ、公共オープンデータ等の様々なビックデータをリアルタイムに統合し、蓄積・集計・可視化をワンストップで管理できる「KeepData Hub」というシステムを独自開発し保有しています。

＊システム開発費用の負担から赤字となりましたが、システムは完成し大企業を顧客としてサブスクリプションモデルによりサービスを提供しています。売上を伸ばし（いずれ）黒字化できると考えています。Keepdata 社は、今期より弊社の連結子会社に加わりますが、今期の弊社の業績予想には大きくは見込んではいません。

＊今後は業務ソフト中心の弊社と Keepdata 社の技術開発力を融合し、中小企業がデータを利活用できる新たなサービスを提供する等のシナジーを期待しています。中小企業の経営を支援するマネジメントサポート・カンパニーとして、重要な役割を担うビジネスと考えています。

5、新商品（ハイパー）・新サービス（オンプレミスのクラウド化）などの目的、計画の概要や業績寄与の見込みについて、ご説明いただけますでしょうか。

＊中堅企業様向けに顧客層を広げることと、クラウド化を推進することを目的にハイパー（PCA hyper）を投入しました。ターゲットとする顧客層は同じですが、以前の Dream21 はクラウドには対応しておらず、オンプレミスとクラウドのいずれにも対応できるハイパーを開発しました。今期中には 6 つのソフトの販売を開始いたします。ただし、今期は特需対応を優先するため、ハイパーによる業績の寄与は来期以降と考えています。

＊また、2022 年にオンプレミスをサブスクリプションモデルへシフトする計画であり、現在は準備段階にあります。常に最新のソフトをオンプレミスでも提供し、ストックビジネス化を推進します。サブスクリプションモデル化することで、最新ソフトを中心に効率的に機能の維持管理を行うことが可能となります。結果として、コスト改善にもつながります。

6、その他、株主を含めたステイクホルダーに、メッセージがありましたならお願いいたします。

＊特需後に、再成長できるビジネスモデルを確立し、利益をしっかりと確保できるよう努め、株主還元（の強化）に繋がりたいと思います。

以上

ディスクレマー

アルファ・ウイン企業調査レポート（以下、本レポート）は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社（以下、弊社）が作成したものです。

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様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ご自身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の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報に基づきアナリストの取材等を経て分析し、客観性・中立性を重視した上で作成されたものです。弊社及び本レポートの作成者等の従事者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。

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。

本レポートの著作権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.com】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務を負いません。

PFV2019-0625-17