

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：2019/12/20

● 要旨

アルファ・ウイン 調査部
<http://www.awincap.com/>

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、同業界では專業大手である。
- ・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

- ・同社の上期業績(2020/3 期第 2 四半期)は、4 期連続の増収増益、かつ上期決算としては過去最高売上高と利益の更新を達成し、極めて好調であった。売上高 7,169 百万円(前年同期比 45.8%の増収)、営業利益 1,771 百万円(同 625.8%の増益)となった。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続伸したほか、特需効果(消費税改正、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大きく寄与した。同社は、限界利益率が高いビジネスモデルであるため、増収が人件費などのコスト増を吸収し、大幅な増益に直結した。
- ・また、同社は、2020/3 期(今期)の通期の業績を大幅に上方修正した。売上高:12,783→13,404 百万円(前期比 17.2%の増収)、営業利益:1,478→2,405 百万円(同 92.7%の増益)、当期利益:976→1,572 百万円(同 73.5%増益)へと予想を改定した。これは、会社予想よりも高い数値を予想していたアルファ・ウイン調査部の予想をも、大きく上回るものであった。クラウド、就業管理システムの好調が持続し、上期を中心とする特需の寄与により 5 期連続の増収増益、過去最高売上高と利益の更新を見込む。

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の変化に注目していきたい。
- ・專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を他社に先駆けて提供できること、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、昨年公表した中計は現段階では変更はない。但し、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%以上とする最終年度(2022/3 期)の連結の数値目標を、今期で上回ることはほぼ確実である。このため来年度の期初には目標数値の上方修正や、さらに具体化した中長期の戦略が発表される可能性が高い。

アルファ・ウイン調査部の業績予想

- ・10 月以降も消費税関連の特需効果の反動がほとんど見られず、クラウド、製品等の売上高も好調を継続している模様である。下期のコスト前提も考慮すると、今期の会社計画は売上高・利益とも保守的であり、一段の上方修正の余地があると当調査部では、判断している。また、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考えているが、ストックビジネスが継続的に拡大するフェーズにあり、コスト

1/42

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の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。

コントロールを適正に行えば、過去の特需の反動期と比較し、減収減益率は軽減できると予想している。なお、特需後の平準化したベースでは、中長期の年間利益成長率を8~10%と見込んでいます。

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。今通期業績予想の大幅な上方修正発表を好感し株価は再度、急騰。年初来高値を更新し TOPIX を大幅にアウトパフォームしている。同社のバリュエーションを東証一部平均と比較すると若干高めだが、同業他社比較ではなお割安感がある。足元も業績が好調で通期予想利益の一段の増額が見込めること、中長期でもストックビジネスが牽引し堅調な業績推移が予想されることを勘案すると、株価のアップサイドの余地はあると考えられる。

株主還元

・同社は、これまで継続的な安定配当(配当性向 33%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計画であり、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)1.0%となる。好業績を背景に、増配や株式分割、自社株買いなどの株主還元の強化も期待される。

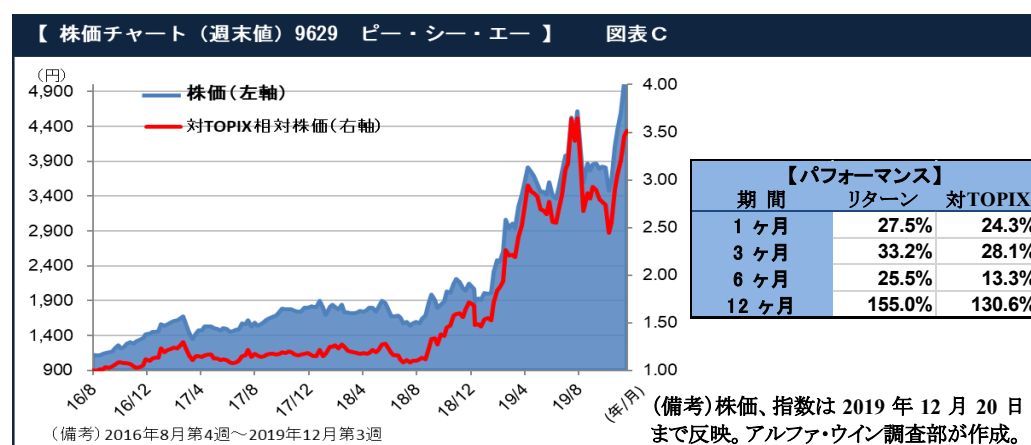
【 9629 ピー・シー・エー 業種：情報・通信 】 図表 A												
決算期		売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2017/3		9,360	10.9	432	957.9	463	593.6	160	—	23.49	1,568.59	31.00
2018/3		9,785	4.5	807	86.8	834	79.9	441	174.1	64.37	1,644.39	31.00
2019/3		11,439	16.9	1,248	54.7	1,277	53.0	906	105.5	133.25	1,789.76	31.00
2020/3	CE	13,404	17.2	2,405	92.7	2,435	90.7	1,572	73.5	236.40	—	31.00
2020/3	E	13,600	18.9	2,700	116.3	2,730	113.8	1,750	93.2	263.11	2,021.85	41.00
2021/3	E	12,600	-7.4	2,000	-25.9	2,030	-25.6	1,300	-25.7	195.45	2,176.31	33.00
2022/3	E	13,350	6.0	2,400	20.0	2,430	19.7	1,550	19.2	233.04	2,376.35	33.00
2019/3	Q1	2,346	11.3	57	-67.1	69	-62.3	34	-64.6	5.09	1,624.69	0.0
2020/3	Q1	3,073	31.0	587	917.5	598	754.6	364	945.3	54.76	1,848.46	0.0
2019/3	Q2	2,571	8.7	187	-28.6	199	-27.7	162	1,761.1	23.52	1,699.55	0.0
2020/3	Q2	4,096	59.4	1,184	535.5	1,191	501.6	813	404.8	122.28	1,975.61	0.0
2019/3	H1	4,917	9.9	244	-44.1	268	-41.7	196	83.0	28.61	1,699.55	31.00
2020/3	H1	7,169	45.8	1,771	625.8	1,789	567.7	1,177	500.8	177.04	1,975.61	31.00

(備考) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q1(第1四半期)：各4-6月、Q2(第2四半期)：各7-9月、H1(上期)：4-9月

(注) 以下、本レポートにおいて、四捨五入や計算過程の処理、表示基準等で差異が生じ、同一項目の数値が完全には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	2019/12/20	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	5,100	前期実績	38.3	2.8	0.6%	23.3%
発行済株式数 (千株)	7,700	今期予想	19.4	2.5	0.8%	15.6%
時価総額 (百万円)	39,270	来期予想	26.1	2.3	0.6%	16.9%
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
トピック:アワード	P11
3. 株主構成	P12
株主所有者別構成の推移	P12
上位株主構成	P12
4. ESG	P14
環境対応 (Environment)、社会的責任 (Society)、企業統治 (Governance)	P14
5. 成長の軌跡	P15
沿革	P15
過去の業績推移	P15
6. 業界環境	P18
基幹業務ソフトウェア市場の動向	P18
同業他社比較	P19
7. 今上期の実績と今通期の見通し	P22
2020 年 3 月期第 2 四半期 (上期) 決算	P22
ピー・シー・エーの 2020 年 3 月期 (今期) 業績予想	P26
アルファ・ウイン調査部の 2020 年 3 月期 (今期) 業績予想	P29
8. 成長戦略	P31
目標となる経営指標と重点分野	P31
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】	P31
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し	P34
9. アナリストの視点	P36
ピー・シー・エーの強みと課題	P36
株主還元、及び株主優待制度	P37
株価水準と株価に影響を与えうるファクター	P39

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。

(注 2) 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。

- ◆ 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。

ビー・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、会計・税務などの基幹業務システム^{※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 11 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^{※2}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)より連結対象としている。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、中小企業に対し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。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を含め、現状では今後の具体的な戦略・方策を検討中である。

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既に終了し、今期は損益の均衡を同社は見込んでいるが、幅は縮小方向ながら赤字が残る可能性がある。当面は、同社業績に影響を与えるインパクトとしては限定的であろう。

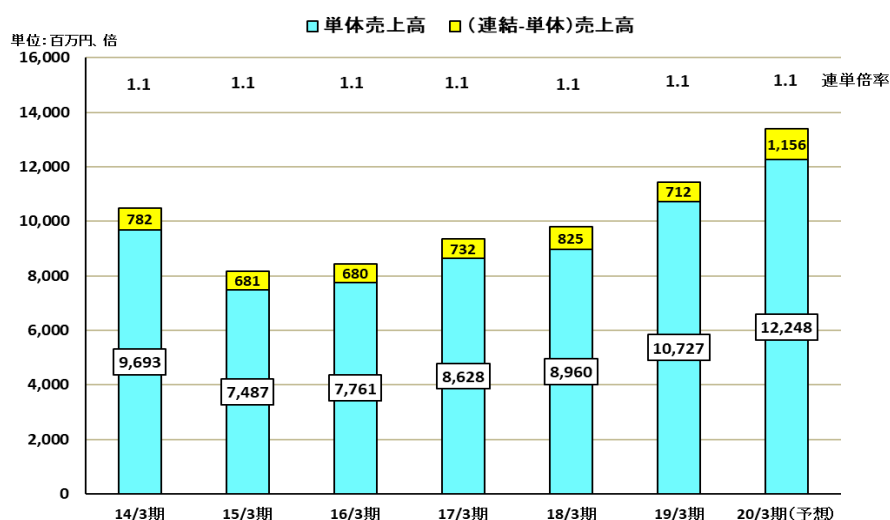
一方で、前期(2019 年 3 月期)まで連結子会社であった「株式会社マックスシステム」(電子カルテなど医療事務用コンピュータソフトウェアの開発及び販売、同社が 80%出資し 2008 年に子会社化)は、不採算事業

のため 2019 年 2 月に売却し、事業ポートフォリオの再構築も進めている。

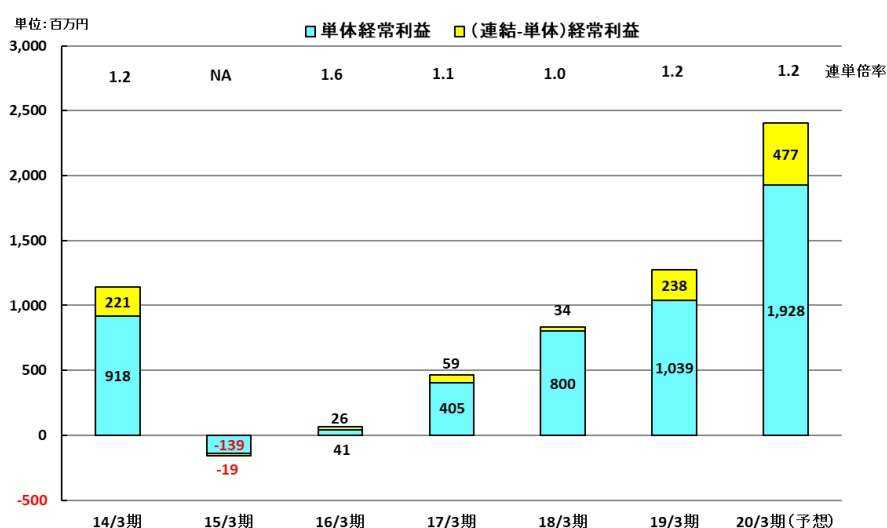
◆売上高の連単倍率は、約 1.1 倍で安定。連結対象子会社群の経常利益も黒字で拡大基調。

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、引き続きクロノス社の業績寄与が大きいと推察される（クロノス社の業績は非公表）。

【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 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。

- ◆キャッシュリッチで無借金経営。

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)を意味して命名した。

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 134 億円(今期予想)、総資産 217 億円、時価総額約 298 億円に対し、現預金が 95 億円(各 2019 年 9 月末時点のバランスシート上の金額)と豊富で積みあがりつつある。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、バランスシート上の現預金は増加傾向にある(図表 3)。自己資本比率は 60.7%、流動比率 238.1%など財務比率も安全性が高い(2019 年 9 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	2019/9期(今上期)	2018/9期(前上期)
営業CF ①	627	488	141	847	1,048	547	1,427	1,533	1,270	2,141	1,402	818
投資活動によるCF ②	-405	-127	185	-407	-750	-606	-627	-395	1,715	-80	-2	556
財務活動によるCF	-207	-210	-205	-215	-216	-284	-214	-215	-216	-572	-225	-213
FCF(①+②)	222	361	326	440	299	-60	800	1,137	2,985	2,061	1,400	1,375
現金及び預金(B/S上)	6,817	5,970	5,493	6,621	6,606	6,154	6,612	7,487	7,269	7,280	9,506	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。

◆ 経営理念

- ◆「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。

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。2010 年に社是、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。

- ◆社是は、「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

◆ 業務の効率化に不可欠な基幹業務ソフトウェア

◆ 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。

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る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 3）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 4）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^{※3}、財務、人事・給与^{※4}、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。

◆ 継続性と限界利益率の高いビジネスモデル

◆ 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。

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・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・その他他社製品（仕入商品）となっている。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。

◆信頼性や実績が求められ、参入障壁は高い。

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

◆ビジネスモデルを変え、ストックビジネスに注力。

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。

【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)			2020/3期上期(実績)		
		売上高 百万円	売上構成比 %	推定粗利率	売上高 百万円	売上構成比 %	
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	1,842	25.7	
商品	他社製品の帳票などの販売	566	4.9	40%前後	219	3.1	
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%	1,699	23.7	
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	2,403	21.0	60~70%	1,569	21.9	
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	2,830	24.7	25%前後	1,841	25.7	
合計、及び平均		11,439	100.0	実績 57.0%	7,170	100.0	

(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。種類別売上高は新基準。

◆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。

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 5 割を占め、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。

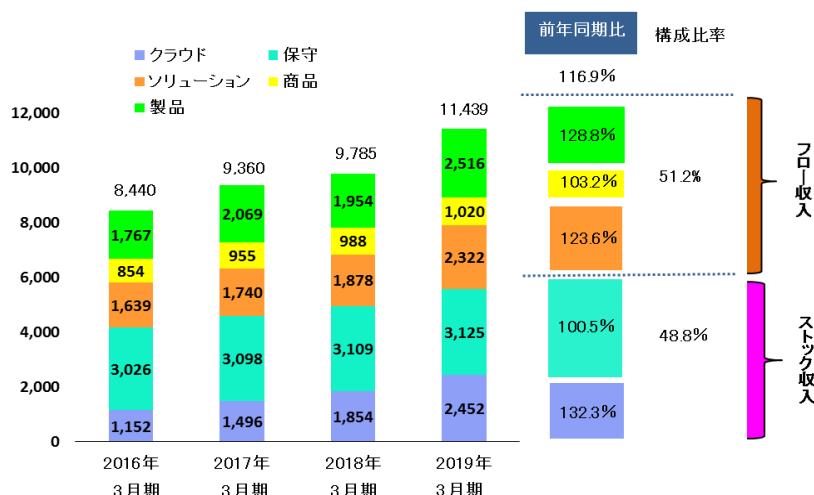
連結ベースでは、ソフトウェアの業務種類別の売上構成比は開示されていないが、会計が最大で 15%前後と推定される。以下順に、販売管理・仕入在庫管理、給与・人事と分散化されている。

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、後発であった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】通期の売上高、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、種類別売上高は旧区分。

◆成長ドライバーであるクラウドビジネス

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販売を主力としてきた。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。

クラウドビジネスは、ユーザーが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（サブスクリプションモデル）、保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（月額平均利用料金 2～3 万円/社）。同ビジネスは、固定費的な部分が多いコスト構造であり、サーバー管理費・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。

◆パッケージソフト販売からクラウド、サブスクリプション・モデルに急速にシフト。

- ・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。業界トップを先行、同社の優位性は高い。

（注 5）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。

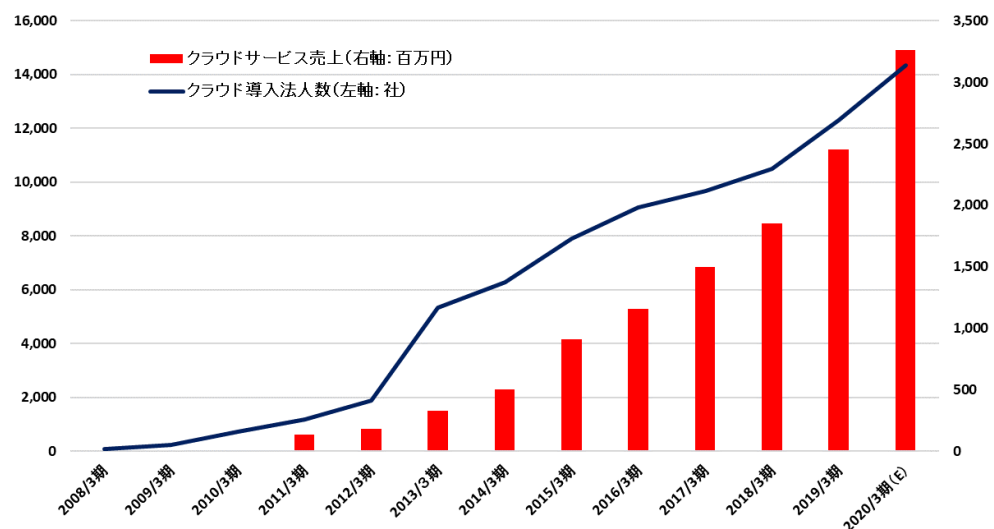
（注 6）Kintone：サイボウズが提供している、web データベース型の業務アプリ構築クラウドサービス。システム作成や他システムとの連携が容易に可能となる。

中小企業に対する基幹系ソフトのクラウドでの提供では、同社が先行し業界トップである。同社には、同分野で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たが、同社のアドバンテージが当面続くと予想される。

- ・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 1.3 万社以上ものクラウドを利用している顧客がいるため、規模の経済が働き十分に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
- ・12 年以上にわたる運用ノウハウが蓄積されていること
- ・WebAPI ^{※5} 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 ^{※6} など約 60 社と既に提携済）、ユーザーの利便性が高いこと

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。規模が拡大する中、成長率が加速しており、同社の業績飛躍のコアのドライバーとなっている。

【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、一部の推定値を含む。

（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

◆ トピック:アワード

◆J.D. パワー「2019 年法人向けテクニカルサポートコールセンター満足度調査」においてPCAが第1位を受賞。

(注7) 株式会社ジェイ・ディー・パワー ジャパン 【 J.D. Power Japan, Inc. 】
J.D. Power (本社米国カリフォルニア州) が100%出資する日本法人。消費者のインサイト、アドバイザーサービス、データ分析における国際的なマーケティングリサーチカンパニー。企業の顧客満足度改善やパフォーマンス向上のソリューションを提供する。

業務用パッケージソフトベンダーのビー・シー・エー株式会社(代表取締役社長:佐藤 文昭 本社:東京都千代田区 東証一部銘柄コード 9629)は、CS(顧客満足度)に関する調査・コンサルティングの国際的な専門機関である株式会社ジェイ・ディー・パワー ジャパン^{注7}(代表取締役社長:山本 浩二 本社:東京都港区)が実施した 2019 年法人向けテクニカルサポートコールセンター満足度調査<業務ソフト部門>において総合満足度第1位を受賞した。

本調査は、全国の従業員数5名以上の企業2,027社を対象として、「電話のつながりやすさ」「対応の丁寧さ」「所要時間」等の対応品質に関する7項目の評価に基づき、法人向けテクニカルサポートコールセンターに対する総合的な満足度を明らかにする調査である。同社はこれらの全ての評価項目に基づく総合評価でトップスコアを得た。

J.D. パワー“法人向けテクニカルサポートコールセンター満足度 No.1<業務ソフト部門>”

(出典):J.D. パワー2019 年法人向けテクニカルサポートコールセンター満足度調査。

従業員5名以上の企業2,027件の回答による。jdpower-japan.com

3. 株主構成

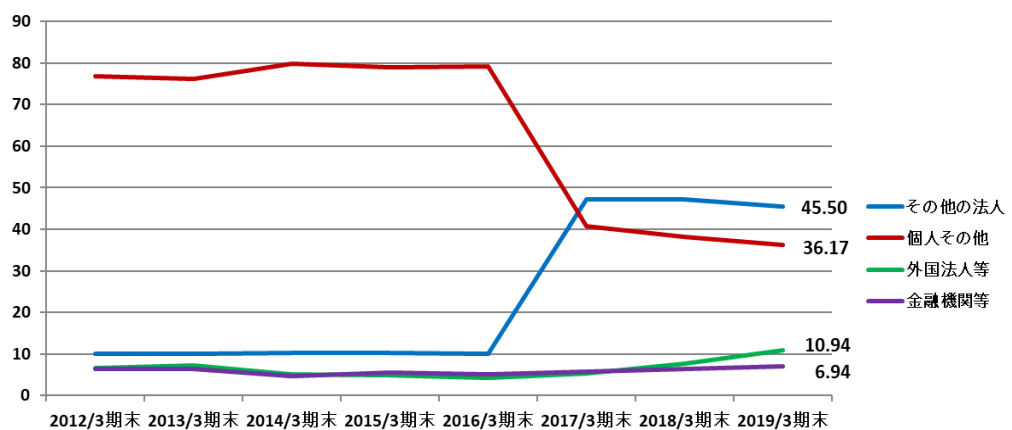
◆ 株主所有者別構成の推移

- ◆ 相続などにより株式は移転されたが、実質的に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) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 上位株主構成

2019年9月末の大株主は、P13の図表8の通り。

- ◆ 第3位株主に、3.8%を有するMSIP CLIENT SECURITIESが、GOLDMAN SACHS INTERNATIONALに代わり初登場。

2019年3月末との比較では、大株主として前回初登場した当時第2位株主(自社株を除く順位、以下同様): GOLDMAN SACHS INTERNATIONALの代わりに、(今回の)第3位株主:MSIP CLIENT SECURITIESや、第7位株主:日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)、第8位株主:BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENT ACCOUNTS M LSCB RDが、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、複数の日本株への投資実績があるアカウントもあり、機関投資家、ファンド等からの管理会社等を経由した純投資と推測される。

多少の変動はあるもの、それ以外の大株主の顔ぶれや所有株数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

◆ライバルのOBCも大株主。

◆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。

・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。

・なお、同社は従来から実質的には第 2 位の株主である。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 月までに追加取得した結果、合計で約 13.6% の自社株を保有している。現時点では自社株の活用法は未決定だが、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。

・第 2 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 9 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 位株主であるみずほ銀行は、政策保有目的と思われる。

・第 5 位株主のロジックシステムズの保有目的は不明。

・第 6 位株主のビー・シー・エー従業員持株会は、保有株式数が減少しているが株価の上昇に伴う売却と推察される。

・第 10 位株主のナゴヤビーシーエーは、ソフトウェア開発 (「商魂」等の同社製品) の委託先。

・大株主として前回記載のあった上述の GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL に加え、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 や KBL EPB S.A.107704 は、トップ 10 には掲載がなく、一部または全部の売却があったと考えられる。

・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	2019年9月末	同時点保有割合	同順位
株式会社 Kawashima	—	—	2,935	2,935	2,736	2,735	41.11	1
PCA株式会社 (自己株式)	848	848	848	849	1,049	1,045	13.57	—
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	254	3.81	2
MSIP CLIENT SECURITIES	—	—	—	—	—	250	3.76	3
株式会社みずほ銀行	121	121	121	121	121	121	1.81	4
株式会社ロジックシステムズ	114	114	114	114	114	114	1.71	5
ビー・シー・エー従業員持株会	110	119	127	127	135	108	1.64	6
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	—	—	—	—	—	108	1.63	7
BNYM SANV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENT ACCOUNTS	—	—	—	—	—	107	1.62	8
M LSCB RD	—	—	—	—	—	106	1.60	9
和田 成史 (氏)	181	181	181	151	112	106	1.60	9
ナゴヤビーシーエー株式会社	—	100	100	100	100	100	1.50	10
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	—	—	—	303	—	—	—
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	—	—	—
KBL EPB S.A.107704	—	—	—	90	94	—	—	—
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)	11.0	11.0	11.1	11.0	13.6	13.6	—	—

(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

ESG に関しては、特に大きな変化は見られず従来通り、継続的に取り組んでいる。

◆ 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。

◆ 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 12 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や基幹業務ソフトウェアの重要性・将来性を展望して創業。

◆パイオニア精神を持ち業界に先駆け、いち早くクラウドサービスに進出。

(注 8) 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。

◆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。

◆2014 年には、特需で過去最高の売上高、100 億円を達成。

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ー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^{※8})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門家として、業容を拡大してきた。店頭公開以降の業績の推移は、P16 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。

・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。

・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。

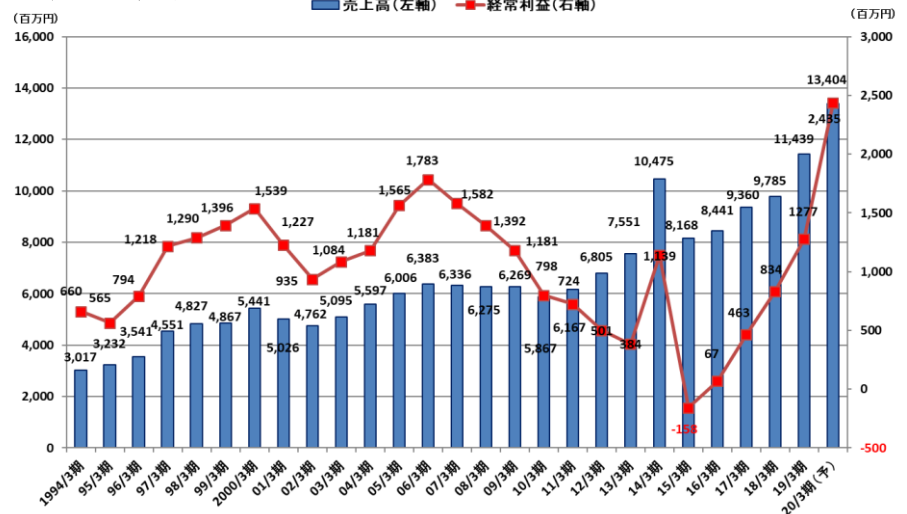
・2007/3 期から 2010/3 期まで 4 期連続の減収および、2007/3 期から 2013/3 期までの 7 期連続の減益は、リーマンショック後の景気の低迷などによる需要の低下や、人件費・研究開発費・販売促進費の上昇、及び競合の激化による採算の悪化が背景にある。

・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 期以降は今期に至るまで、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

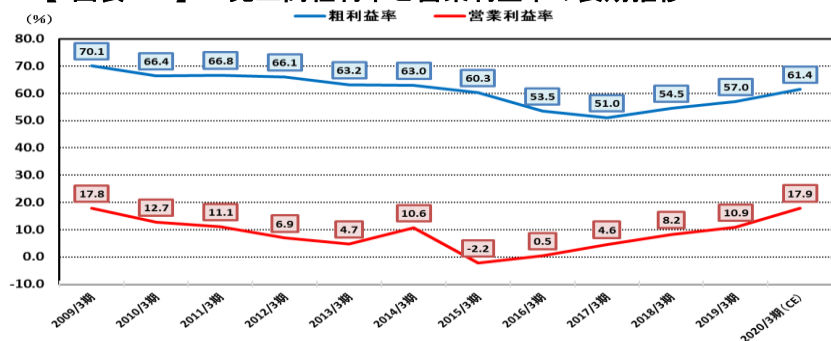
(注 9) ERP (統合型基幹業務システム) : エンタープライズ・リソース・プランニング(企業情報計画)の略。企業の基幹情報を統合し、リアルタイムに処理、効率良く全体最適化を行う経営概念。基幹系システムをまとめた IT ソリューションソフトとして提供されている。

◆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9}(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、反動減で 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。消費税 10%への改正・軽減税率制度の導入に伴う会計・販売管理等のソフトや、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、製品のソフトウェアのバージョンアップ（リプレース）が促進される特需が発生。

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（前期）は 4 期連続の増収、大幅な増益を達成した。前年度下期に特需が 10 億円ほど発生し、期中で業績を大幅に上方修正した。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。

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（図表 11）。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	-	5,028	-	1,224	-	1,227	-	695	-	-	-	-	-	-	-	-
02/3期	5,634	4,782	-	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	6,880	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	1,380	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	5,887	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	806	468	835	501	381	75	4.8%	-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	-5.0%	-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	9,878	9,785	645	807	689	834	425	441	-0.8%	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(CE)	12,783	13,404	1,478	2,405	1,499	2,435	978	1,572	4.9%	62.7%	62.4%	61.1%	17.2%	92.7%	90.7%	73.5%
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(今期を除く)→									-1.7%	60.5%	30.2%	32.2%	5.3%	55.8%	32.7%	10.3%
青のハイライトは 緑のハイライトは 通期の最高値 去最高値									今期を含む期初予想に対する上方修正：下方修正(単位：回)→							
									7:12	7:6	12:7	8:10	↑ 各期間の単純平均(今期を除く)			

(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、期初会社計画とその修正計画との対比

6. 業界環境

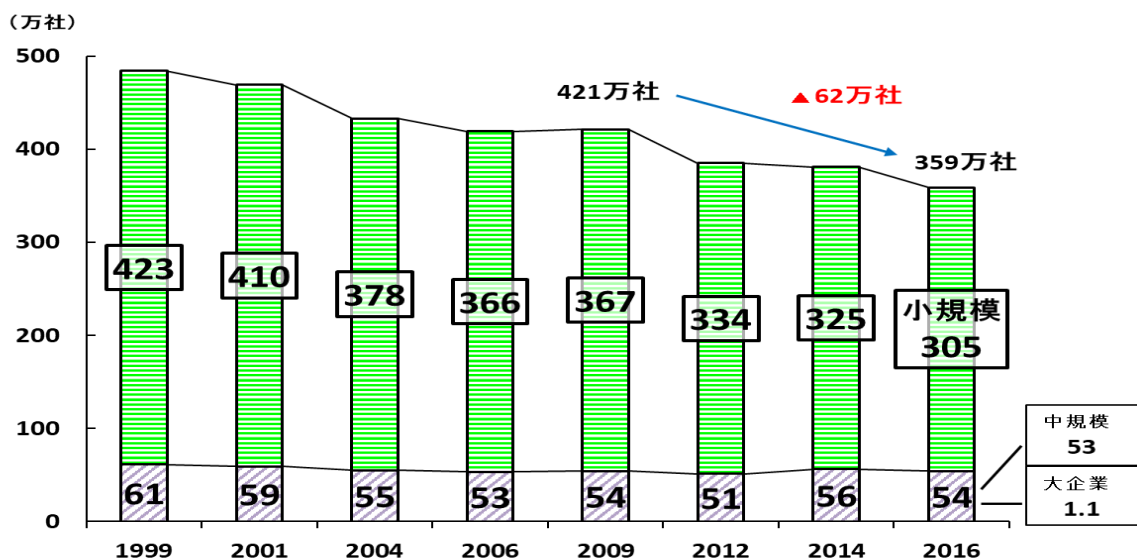
◆基幹業務ソフトウェア市場の動向

◆ユーザーとなる日本の
中小企業数は、減少
トレンド。

（注 10）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^{※10}の廃業が影響し、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。

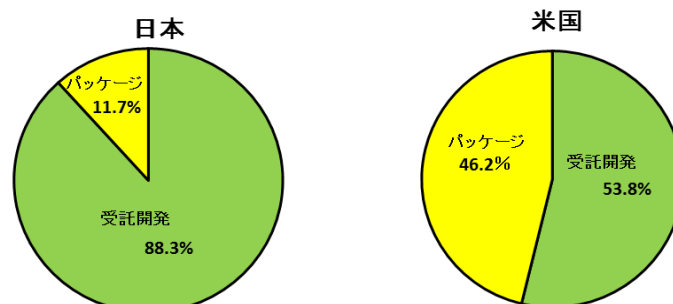
当調査部では、同社が行う業務と関連する基幹業務ソフトウェアの日本での市場規模を現時点で約 5,000 億円、ERP 市場規模を約 1,000 億円と推定しており、中期的には前者は年率 3% 前後、後者は 10% 程度の伸びを予測している。特に、クラウド型の基幹業務ソフトウェア市場は、

◆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。

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と比較し、依然として受託開発のウェイトが高い(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)。

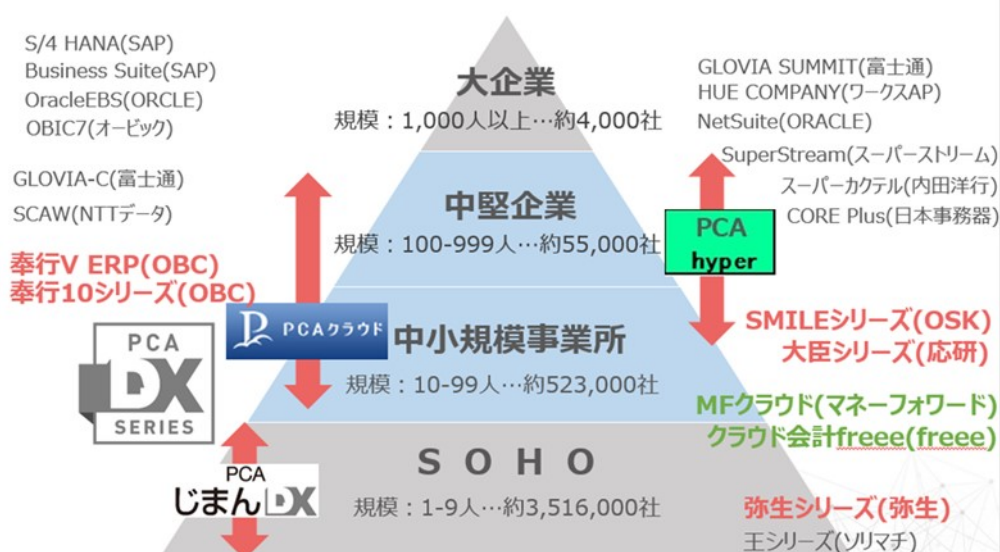
【図表13】日米のソフトウェア比率 (出所) 総務省「我が国のICTの現状に関する調査研究」)



◆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。

◆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。

◆クラウド会計分野では、OBCに加えマネーフォワード、Freeeとも競合。

◆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はほぼ同じであり、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。

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。

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。同社は、同市場では、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、ポジションにいと考えられる。なお、クラウド会計市場におけるライバルは、上場会社では以下の2社が加わる。いずれも中小企業やSOHOなどの小規模の企業向けで、同社とは限定されたセグメントでバッティングする。

＜マネーフォワード(東証マザーズ:3994)＞

- ・個人向け家計簿アプリ、法人向け会計ソフト等クラウドサービスを提供
- ・時価 5,080 円(12月20日終値)で時価総額 1,126 億円
- ・2019年11月期:会社予想売上高 7,350 百万円、同当期純損失△2,570 百万円、無配。(PSR:15.3 倍、参考:PSR=時価総額/売上高)

＜フリー(freee、東証マザーズ:4478、今年12月17日上場)＞

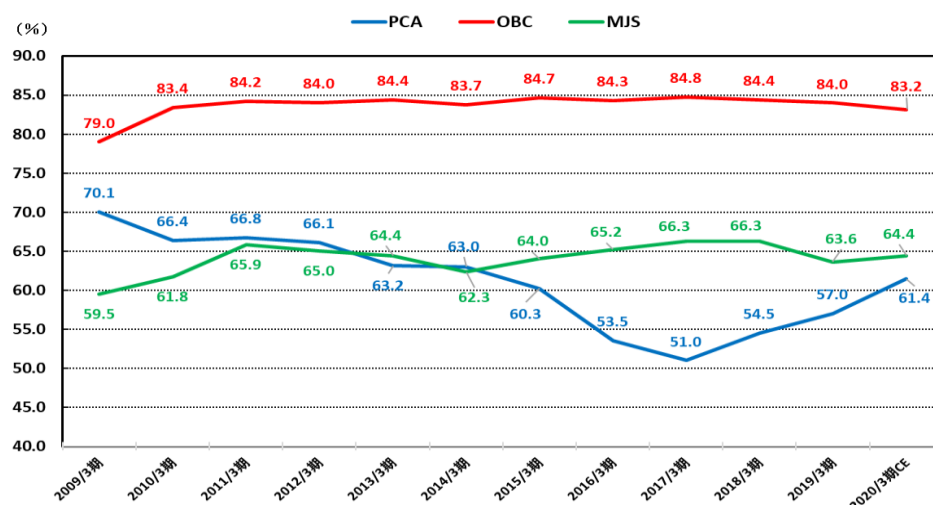
- ・スモールビジネス向けの ERP サービスの提供(クラウド会計ソフト)
- ・株価 3,220 円(12月20日終値)で時価総額 1,504 億円
- ・2020年6月期:会社予想売上高 6,941 百万円、同当期純損失△3,135 百万円、無配。(PSR:21.6 倍)

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 P21 の図表 15、及び図表 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 6 倍、約 2.6 倍、今期会社予想基準)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。

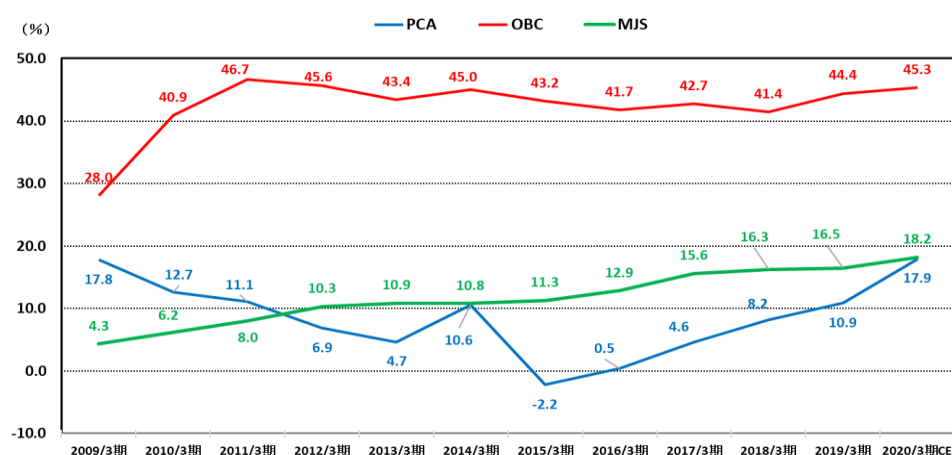
両社ともかつては、保守サポートの契約率は現在よりも低く、これを意識的に引き上げ、収益力を高めてきた。但し、同社も近年、利益率は底を打ち上昇傾向にあり、一層の収益力の向上を目指している。

同様に同社の ROA、ROE の推移を示した P21 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%)

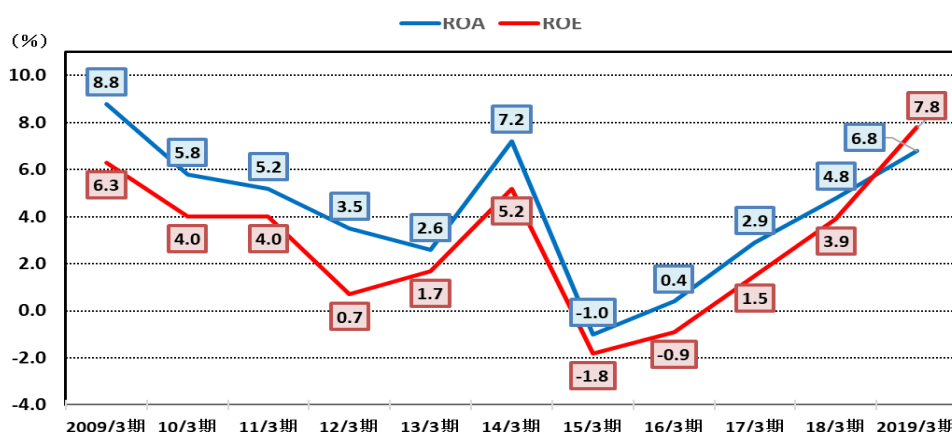
【図表 15】上場大手 3 社（同社、OBC、MJS）の粗利率の長期的な推移



【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

(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)

7. 今上期の実績と今期見通し

◆ 2020 年 3 月期第 2 四半期(上期)決算

- ◆ 今期上決算は 4 期連続の増収。過去最高売上高と利益を更新。増収に加え利益率が改善し大幅な増益。

- ◆ 非公表の会社の上期計画を上回る。

2020/3 期上期連結(以下、上期)業績は、売上高 7,169 百万円(前年同期比 45.8%増)、営業利益 1,771 百万円(同 625.8%増)、経常利益 1,789 百万円(同 567.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,177 百万円(同 500.8%増、以下、当期利益)と大幅な増収増益となった。上期決算としては、4 期連続の増収かつ最高売上高を更新し、さらに 5 期連続の営業増益かつ 2007/3 期上期の過去最高益を 13 期振りに更新した。(図表 18)。

同社は、上期予想を公表していないが、非公表である社内計画値に対し、売上高で 4 億円弱(上期の社内想定売上高:68 億円)、粗利額で約 5 億円、営業利益で約 8 億円(同 10 億円弱)、それぞれ上回ったとしている(決算説明会における社長のコメント)。上期末となる 9 月に、消費税改正に伴う駆け込み特需が、製品(会計、販売管理ソフト中心)やソリューションなどで集中発生し、売上高が大きく上振れた。これに連動し利益も、社内計画を大幅に上回った。

【図表 18】2020/3 期(上期)業績 (単位:百万円、%)

上期業績		2019/3上期会社	2020/3上期会社	増減率	増減幅	増収寄与率	売上高構成比
単位:百万円		2018/4-9月	2019/4-9月	YOY: %	YOY: 百万円	%	%
連結売上		4,915	7,168	45.8	2,253	100.0	100.0
種類別 売上区分	製品	813	1,842	126.7	1,029	45.7	25.7
	商品	207	219	5.6	12	0.5	3.1
	保守サービス	1,553	1,698	9.4	145	6.4	23.7
	クラウドサービス	1,129	1,568	38.9	439	19.5	21.9
	その他営業収入	1,214	1,841	51.6	627	27.8	25.7
粗利		2,714	4,343	60.0	1,629	-	-
	粗利率(%)	55.2	60.6		5.4	-	-
販売管理費		2,470	2,572	4.1	102	-	-
	売上高販管比率(%)	50.3	35.9		-14.4	-	-
営業利益		244	1,772	625.8	1,527	-	-
	営業利益率(%)	5.0	24.7		19.7	-	-
当期利益		195	1,177	500.8	982	-	-
	当期利益率(%)	4.0	16.4		12.4	-	-

(出所) 決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成。(備考)その他営業収入は、ソリューションと同義。種類別売上高は新基準。

- ◆ 2 大特需の効果もあり全部門で増収。特に、製品・ソリューション・クラウドが大きく貢献。

全売上高の増収幅(前年同期比)2,253 百万円に占める、種類別の増収幅は寄与度の高い順に、製品 1,029 百万円(増収寄与率:約 46%、以下同様)、ソリューション 626 百万円(28%)、クラウド 439 百万円(20%)、保守 145 百万円(6%)、商品 12 百万円(1%増)と、全種類別で増収となった。

2 大特需効果(消費税率改正に伴うバージョンアップ、Windows7 のサポート終了に対応するソフトなどの入れ替えの前倒し需要)が、同社推定で今上期に 10 億円弱発生し(前上期の特需はゼロ)、業績に大きく寄与した。特に製品(オンプレ)が会計・販売管理などのソフトを中心に 127%増、また製品販売に連動する導入指導料や他社製品の仕入販売である、ソリューションが、52%増と両売上の伸長が著しい。なお、これまで売上高

伸び率が 1 桁台前半にとどまっていた保守が、製品販売の好調と保守契約の上昇（新規購入・バージョンアップでは、100%保守付の契約を締結する）により約 9%の増収となった。

◆PCA クラウド利用法人数は順調に増加。1.3 万社を突破。年間増収率は 2～3 割増と高水準を維持。

◆2017/3 上期から 2019/3 上期にかけて +20.1% → +29.6% → +38.9% と 2～3 割増の高い売上高成長率を保っている。

また、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（各半年前との比較：+982）、2019/9 月末で 13,343 法人（同+1,030）と、直近 12 ヶ月間で 2,012 法人が増加した（前出 P10 の図表 6）。単純平均で利用法人数は、約 168 社/月のペースで純増した。下期に入っても依然、月間約 170 社/月前後のペースで純増し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（従来と割合は変わらず）。

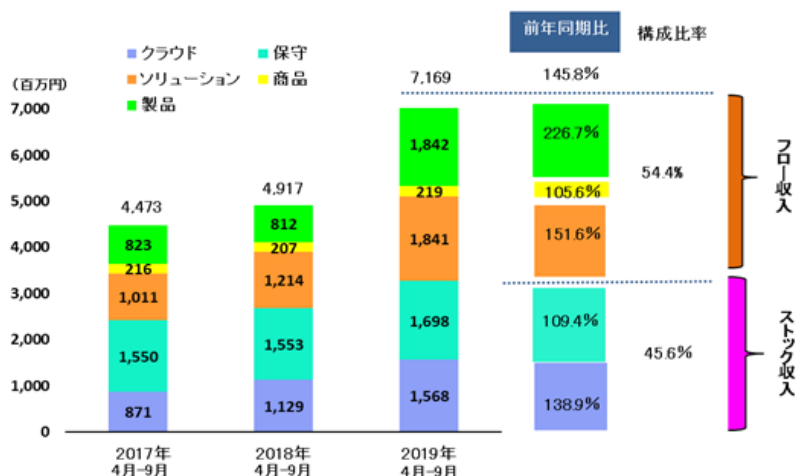
この結果、クラウド売上高は前々上期（2017/9 期）の 871 百万円（前年同期比、以下同様、+155 百万円、20.1%増）→前上期 1,129 百万円（258 百万円増、29.6%増）→今上期（2019/9 期）1,568 百万円（439 百万円増、38.9%増）へと、規模が拡大する中、増収幅、同率が加速している

なお、同社の重要指標であるストック収入（保守サービス+クラウド合計売上高）が、全売上高に対する構成比率は今上期では 45.6%と一時期と比較し低下している。これは依然スタンドアロンを嗜好して利用する顧客が、消費税増税前のバージョンアップキャンペーン等により、オンプレミスや他社製品を前倒しで購入し、製品やソリューションの売上高が、クラウドの伸び以上に大きく伸びたためである（図表 19）。

◆就業管理システムも、売上・利益の両面で寄与

また、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も大きく貢献した。製品形式では 220 百万円とクラウド形式では 141 百万円の合計 361 百万円の増収となり、全体の増収幅に対して約 16%の寄与となった（P24 の図表 20）。

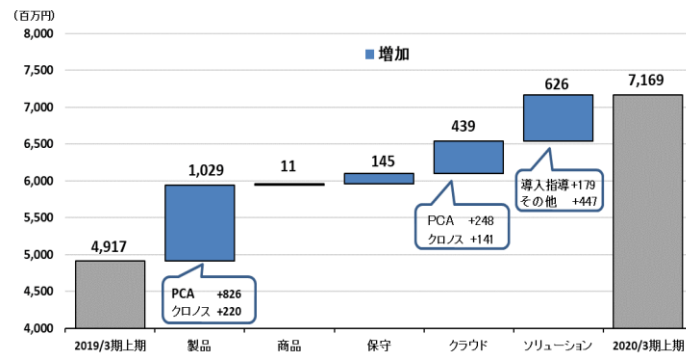
【図表 19】種類別の上期売上高推移（単位：百万円、%）



（出所）2020/3 期上期決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。種類別売上高は新基準。

【図表 20】2020/3 期（今上期）売上高実績（単位：百万円）

◆前期の売上高利益率は、大きく改善。



（出所）2020/3 期上期決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

一方、利益面では、今上期の粗利額は 4,343 百万円と、前年同期比で 60%増加し、1,629 百万円の増益となった。増収効果に加え、ソフトウェアの償却費・メンテナンス費の減少により、仕入原価の上昇を十分に吸収し、粗利率は前上期 55.2%→今上期 60.6%へと 5.4ポイント改善した。これに対し販管費は対前年同期比 102 百万円、約 4%と微増に留まり、売上高販管費率は 50.3%→35.9%と 14.4ポイントも改善した。

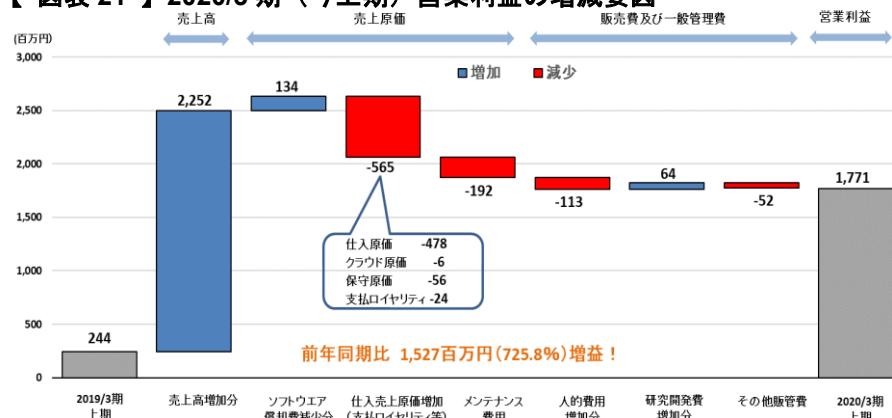
（注 11）ハイパー：PCA Hyper: Dream21 に代わる中堅企業向けの新商品ソフト。年商 10~100 億円、従業員数 1,000 名以下、グループ子会社 10 社未満の全国約 9 万社を対象とする。DX シリーズの上位版。企業の成長に合わせて、オンプレミスとクラウドを柔軟に選択・併用可能。API により、他のシステムとスムーズに連携、グループ企業間でのデータ管理を効率化（連結会計）することに特長がある。

この結果、営業利益は前年同期比 1,527 百万円、625.8%の大幅増益となり、営業利益率も 5.0%→24.7%と 19.7ポイントも劇的に改善した。連結営業利益の増減要因は図表 21 の通りである。限界利益率が高いビジネスモデルであり、コストコントロールも奏功し増収効果が増益に直結した。なお、ハイパーシリーズ^{※11}等の新規のソフト開発投資や研究開発は、一段落しており、大きなコスト増にはなっていない。

また、営業外損益、並びに特別損益には特段の計上はなく、経常利益、当期利益とも 5 倍以上の増加となった。

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

【図表 21】2020/3 期（今上期）営業利益の増減要因



（出所）2020/3 期上期決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

因みに四半期ごとに分析すると(図表 22)、第 1 四半期(2019 年 4 月～6 月:Q1)売上高 3,073 百万円、対前年同期比 31%の増収に対し、第 2 四半期(同年 7 月～9 月:Q2)売上高 4,095 百万円、対前年同期比 59%の増収と加速している。内訳を見ると、クラウドの売上高成長率は、Q1、Q2 とも前年同期比で約 40%増と変わっていない。

一方で、製品売上高が、Q1 の 652 百万円から、Q2 の 1,190 百万円へと、同様にソリューション売上高が 688 百万円→1,153 へとそれぞれ大きく増加している。

また、Q1 と Q2 を比較してみると、粗利率は約 60%で変わらず、販売管理費の絶対金額も 13 億円弱でほぼ横ばいである。この結果、営業利益率は Q1 の 19.1%から Q2 には 28.9%へと大幅に改善し、当期利益は 364 百万円から 842 百万円へと倍増している。

【図表 22】2020/3 第 1、第 2 四半期の業績

第1四半期業績		2019/3第1四半期	2020/3第1四半期	増減率	増減幅	増収寄与率	売上高構成比
単位:百万円		2018年4-6月	2019年4-6月	YOY: %	YOY: 百万円	%	%
連結売上		2,346	3,073	31.0	727	100.0	100.0
種類別 売上区分	製品	394	652	65.3	258	35.5	21.2
	商品	107	102	-4.6	-5	-0.7	3.3
	保守サービス	788	865	9.8	77	10.6	28.1
	クラウドサービス	544	764	40.3	220	30.3	24.9
	その他営業収入	511	688	34.7	177	24.4	22.4
粗利		1,287	1,868	45.1	581	-	-
	粗利率(%)	54.9	60.8	5.9	-	-	-
販売管理費		1,229	1,281	4.2	52	-	-
	売上高販管比率(%)	52.4	41.7	-10.7	-	-	-
営業利益		57	587	917.5	530	-	-
	営業利益率(%)	2.4	19.1	16.7	-	-	-
当期利益		34	364	945.3	330	-	-
	当期利益率(%)	1.4	11.8	10.4	-	-	-
第2四半期業績		2019/3第2四半期	2020/2第2四半期	増減率	増減幅	増収寄与率	売上高構成比
単位:百万円		2018年7-9月	2019年7-9月	YOY: %	YOY: 百万円	%	%
連結売上		2,569	4,095	59.4	1,526	100.0	100.0
種類別 売上区分	製品	419	1,190	184.3	771	50.6	29.1
	商品	100	117	16.5	17	1.1	2.9
	保守サービス	765	833	8.9	68	4.5	20.3
	クラウドサービス	585	804	37.4	219	14.4	19.6
	その他営業収入	704	1,153	63.9	449	29.4	28.2
粗利		1,427	2,475	73.4	1,048	-	-
	粗利率(%)	55.6	60.4	4.9	-	-	-
販売管理費		1,241	1,291	4.0	50	-	-
	売上高販管比率(%)	48.3	31.5	-16.8	-	-	-
営業利益		187	1,185	533.2	997	-	-
	営業利益率(%)	7.3	28.9	21.6	-	-	-
当期利益		161.4	842	421.6	681	-	-
	当期利益率(%)	6.3	20.6	14.3	-	-	-

(出所) 2020/3 期、四半期短信より、アルファ・ウイン調査部が作成。種類別売上高は新基準。

◆ ピー・シー・エーの 2020 年 3 月期(今期)業績予想

同社は、上期の実績と下期の状況を踏まえ、2020/3 期(今期)の業績について売上高、各利益とも上方修正を行った。

＜通期予想概要＞

今期の前回予想→今回予想の順に、売上高 12,783 百万円(前年同期比 11.8%増)→13,404 百万円(前年同期比 17.2%増、上方修正率 4.9%、以下同様)、営業利益 1,478 百万円(18.5%増)→2,405 百万円(92.7%増、同 62.7%)、経常利益 1,499 百万円(17.4%増)→2,435 百万円(90.7%増、同 62.4%)、当期純利益 976 百万円(7.7%増)→1,572 百万円(73.5%増、61.1%)と上方修正し、前期比で極めて高い増収増益を予想している(図表 23)。

通期ベースでは、売上高は過去最高を 2 年連続更新、また営業・経常・当期利益でも過去最高益(前回ピークは、それぞれ順に 2006/3 期の 1,747 百万円、1,783 百万円、2000/3 期 937 百万円)の更新を予想している。

【図表 23】2020/3 期(今期)会社計画、期初予想と修正予想(単位：百万円)

2020/3期 連結	会社期初 予想	前年比%	会社 新予想	期初予想と の差異金額	期初予想と の差異%	前年比% 前年との%差異
売上高	12,783	11.8	13,404	621	4.9%	17.2
営業利益	1,478	18.5	2,405	927	62.7%	92.7
(対売上高比%)	11.6	-	17.9	6.4	--	7.0
経常利益	1,499	17.4	2,435	936	62.4%	90.7
(対売上高比%)	11.7	-	18.2	6.4	-	7.0
当期純利益	976	7.7	1,572	596	61.1%	73.5
(対売上高比%)	7.6	-	11.7	4.1	-	3.8

(出所)2020/3 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

＜下期予想＞

下期の会社予想売上高の前提は、P27 の図表 24、及び P28 の図表 25 の通りであるが、特需効果が約 9 億円強発生した前年下期と比較し、287 百万円の減収(前年同期比約 4%減)を見込んでいる。これは、今上期の実績と比較すると、932 百万円、13%の減収となる。

また、種類別の売上高の予想増減要因では、消費税関連の特需が一巡し反動減を予想しているため、製品(オンプレ)、ソリューション(導入指導等)が、各 538 百万円(前年下期比 32%減)、325 百万円(同 20%減)の減収と厳しい予想となっている(図表 24)。一方、クラウドは、前年下期比 368 百万円増収(同 29%増)、保守 219 百万円(同 14%増)と、引き続き好調を見込んでいる。商品は微減にとどまる見通しである。

なお、下期連結営業利益の増減益要因の見込みは、P28 の図表 26 の通りである。利益面では、減収の影響が大きく、ソフトウェア償却費・仕入原価・メンテナンス費用などの削減により粗利率は改善するが(前下期 58.3%→今下期 62.4%)、人件費・その他販管費(うち広告費等)が 230

◆ 上期に特需が貢献。同社は、今期 5 期連続の増収増益を見込む。通期ベースでも、売上高と利益は過去最高を更新する計画。

◆ 下期は、特需の反動が始め、前下期と今上期に対し大幅な減収減益を見込む。

◆ 更なる利益率の改善を見込むが、販管費の急増を見込む。

百万円増加する前提)の増加を吸収しきれず、前年下期比で営業利益は、361 百万円(同 36%減)の大幅減益を見込む。

営業外損益は 12 百万円のプラスを見込んでおり、経常利益は 998 百万円→645 百万円、前期比 35%減を予想している。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、700 百万円→394 百万円、前期比 44%の減益になる予想である。

◆下期の特需は、数億円と限定的。

◆ハイパーシリーズの寄与は、来期以降。

◆就業管理ソフトは、堅調。クラウドバージョンも拡大。

なお、前下期から今上期に発生した特需は、下期にはほぼ終了する見込みで影響は限定的となろう。

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)を順次投入し、拡販の準備を行っている。2019 年 2 月に会計・固定資産、同 7 月に給与・人事管理を発売した。2020 年 2 月には 2 つのオプションの発売を行い、ソフトは出揃う予定である。但し、今期は特需対応で手一杯であり、業績の寄与は限定的であり、本格的な拡販は来期以降を想定している。

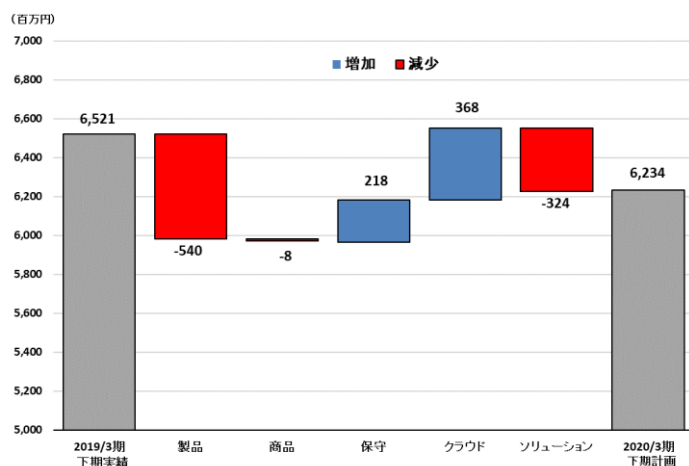
なお、働き方改革の下、就業管理ソフトを利用していない中小企業は依然多く、この潜在需要は大きい。クロノスはこれを取り込んでおり、就業管理ソフトのオンプレミス、クラウド(サービス名:クロッシオン)のいずれの形態も受注は好調で、前期比 2 桁の増収を見込んでいる(当部推定では、同約 1 割増)。

【図表 24】前期、及び今期の半期ベースでの業績推移と会計画(単位:百万円)

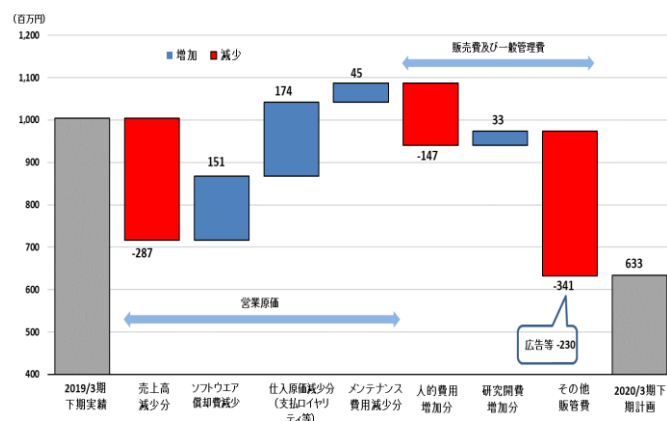
半期	連結	2019/3期 上期実績	2019/3期 下期実績	2020/3期 上期実績	2020/3期 下期会社予想	前下期比増減	同左	今上期比増減	同左
売上高		4,917	6,521	7,169	6,234	-287	-4.4%	-935	-13.0%
粗利		2,714	3,808	4,343	3,893	85	2.2%	-450	-10.4%
	(対売上高比%)	55.2%	58.3%	60.6%	62.4%	4.1%		1.8%	
販売管理費		2,470	2,814	2,571	3,259	445	15.8%	688	26.8%
	(対売上高比%)	50.2%	43.1%	35.9%	52.4%	9.3%		16.5%	
営業利益		244	994	1,771	633	-361	-36.3%	-1,138	-64.3%
	(対売上高比%)	5.0%	15.2%	24.7%	9.9%	-5.3%		-14.8%	
経常利益		268	998	1,789	645	-353	-35.4%	-1,144	-63.9%
	(対売上高比%)	5.5%	15.3%	25.0%	10.1%	-5.2%		-14.9%	
当期純利益		196	700	1,205	394	-306	-43.7%	-811	-67.3%
	(対売上高比%)	4.0%	10.7%	16.4%	6.2%	-4.5%		-10.2%	
製品		813	1,703	1,842	1,165	-538	-32%	-677	-37%
商品		208	356	219	347	-9	-2%	128	58%
保守サービス		1,553	1,572	1,698	1,791	219	14%	93	5%
クラウドサービス		1,129	1,274	1,568	1,642	368	29%	74	5%
その他営業収入		1,214	1,616	1,841	1,291	-325	-20%	-550	-30%
合計		4,917	6,520	7,168	6,236	-284	-4%	-932	-13%

(出所)決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。種類別売上高は新基準。

【図表 25】今下期の売上高の増減要因予想（会社計画）



【図表 26】今下期の営業利益の増減要因予想（会社計画）



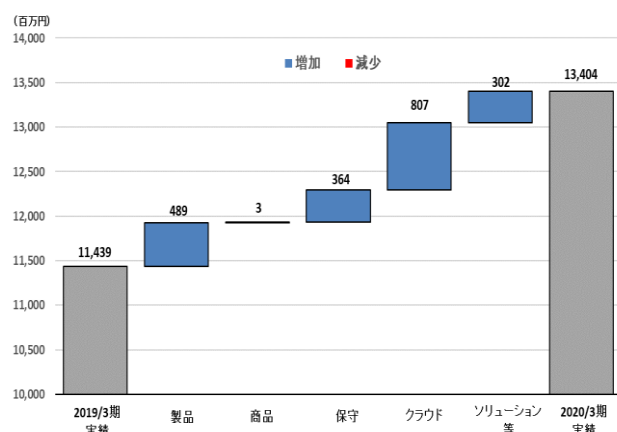
（出所）2020/3 期第 2 四半期決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

<通期予想>

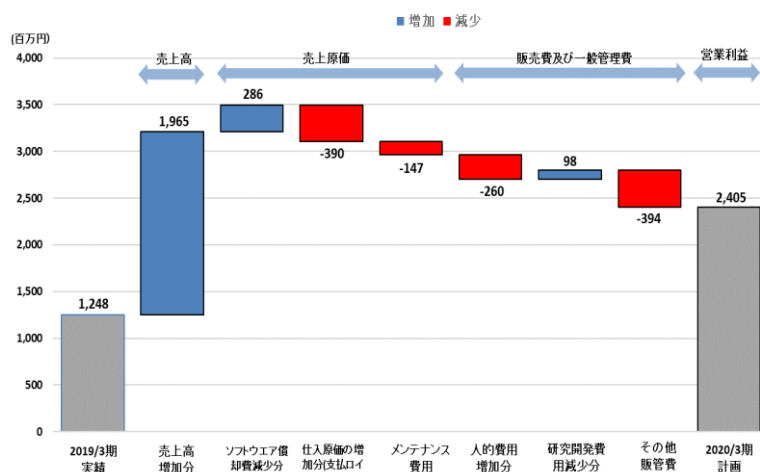
通期全体の売上高の増減要因は、図表 27 の通りである。5 つの全種類別セグメントで増収見込みである。通期ベースでの増収寄与は、クラウド（807 百万円）が最大で、全体の約 41%を占める。続いて製品（489 百万円）が約 25%、保守（364 百万円）が約 19%、ソリューション（364 百万円）が約 15%を占め、商品の売上高はほぼフラットとなる計画である。

また、通期ベースでの営業利益の増減益要因では、圧倒的に増収効果が大きく、仕入原価、人件費、その他販管費の増加を十分に吸収し、大幅な増益となる見込みである（図表 28）。

【図表 27】2020/3 期（今通期）売上高の増減要因予想（会社計画）



【図表 28】2020/3 期（今通期）営業利益の増減要因予想（会社計画）



（出所）2020/3 上期決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

◆ 当調査部は、今期の業績を見直し、売上高、利益とも上方修正。

◆ 消費税と W7 のダブル特需はほぼ終わったものの、現状では失速感はない。下期前提が売上高・コストの両面で保守的であり、業績は上振れる可能性がある。

◆ 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、上期実績と現況を踏まえ、今期の業績予想を更新した(P30 の図表 29)。なお、同社は今期の業績を上方修正したが、会社の新予想の売上高、並びに利益は依然保守的であると考えられ、これを上回る可能性がある」と当調査部では判断している。新会社予想に対し当部の新予想は、売上高で約 2 億円(予想修正率、1.5%増、以下同様)、営業利益で約 3 億円(12%増)、当期利益で 2 億円弱(11%増)の超過を予想している。いずれにしても、過去最高売上高と最高利益の更新は確実視される。

特需が 10 億弱発生した上期に対し(同社推定)、下期にはその反動減で、935 百万円の減収(約 13%減)、1,138 百万円の営業減益(約 64%減)、または前年度下期に対し、約 4%の減収、約 36%の営業減益と会社は予想している。2020 年 1 月頃までに、ピークを迎えると思われる Windows7(W7)からの切り替えに伴う特需の水準と、その後の製品・ソリューション等の受注水準の見込みがやや不透明で、下期の売上高・利益の変動要因になることは否めない。しかし、10 月並びに 11 月は、製品・クラウド・ソリューションなどの主力分野において失速感はなく、売上高は堅調に推移している模様である。

また、先述したように(P26)、種類別では製品・ソリューションの同社の下期売上高は、上期比いずれも 3 割以上の減収と厳しい前提である。一方、クラウド、保守サービス売上高は、上期比 5%増と保守的な前提となっている。

これに対し、クラウドや勤務管理ソフトは足元の契約状況も引き続き順調に推移し、製品のバージョンアップやソリューションビジネスも、想定ほどの極端な落ち込みが見られないようである。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、受注残として下期に積み残してあり、確度の高い売上高として確保されている。

加えて、販管費では上期に積み残した広告宣伝費や、人件費等の諸コストの大幅な増加(販管費の伸び率、前下半期比約 16%増、今上期比約 27%増)を同社は見込んでいるが、過大に見積もっていると推察される。

従って、今下期は、売上高・利益とも保守的な予想と思われ、通期業績もアップサイドがあると考えられる。

【図表 29】同社、及びアルファ・ウイン調査部の今期業績の新予想（単位：百万円）

連 結 (単位：百万円)	2020年3月期 当調査部		当部・新旧予想の比較		2020年3月期	当部新予想と会社新予想との比較	
	旧予想	新予想	増減額/差	増減率%	会社新予想	増減額/差	増減率%
売上高	11,000	13,600	2,600	23.6%	13,404	196	1.5%
売上総利益	6,300	7,800	1,500	112.4%	7,331	469	6.4%
売上高総利益率	57.3%	57.4%	0.1%	—	57.3%	0.1%	—
販売管理費	5,100	5,100	0	0.0%	5,852	-752	-12.9%
販管費比率	46.4%	37.5%	-8.9%	—	45.8%	-8.3%	—
営業利益	1,200	2,700	1,500	125.0%	2,405	295	12.3%
営業利益率	10.9%	19.9%	8.9%	—	11.6%	8.3%	—
経常利益	1,220	2,730	1,510	123.8%	2,435	295	12.1%
経常利益率	11.1%	20.1%	9.0%	—	11.7%	8.4%	—
親会社株主に帰属する当期純利益	800	1,750	950	118.8%	1,572	178	11.3%
当期純利益率	7.3%	12.9%	5.6%	—	7.6%	5.3%	—
1株当たり年間配当金	31	41	10	—	31	10	—

(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

- ◆ 目標とする経営指標は、売上高、純資産配当率、クラウドユーザー数。

- ◆ 重点分野は5つ。

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(参考、以下同様: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 9 月末現在で 1.3 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機能を超えたソリューション提供の拡充、③PCA クラウドの先進的技術の強化、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。

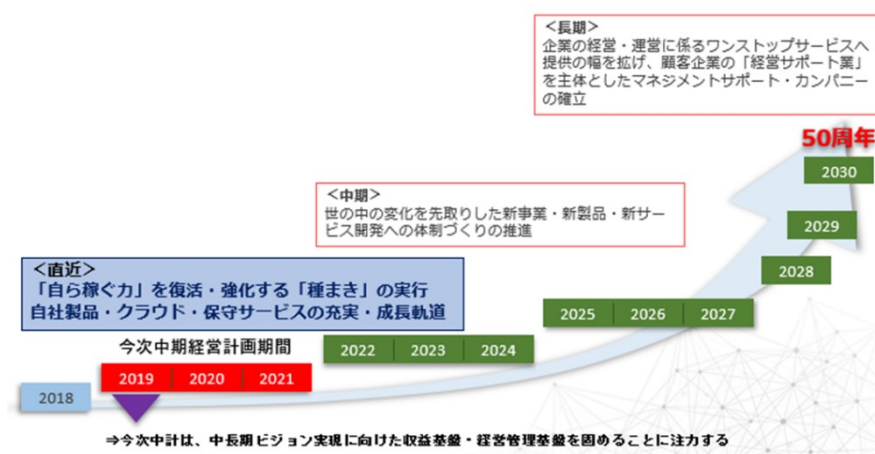
◆ 新中長期経営ビジョン【PCA Vision 2030 第1ステージ 2021 中期経営計画】

- ◆ 2018 年 11 月に、【PCA Vision 2030】第 1 ステージ：2021 中期経営計画を公表。

2018 年 6 月、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。なおこれに先立ち、PCA Vision 2030 と呼ばれる中長期ビジョンのコアコンセプト【PCA 4.0】が 2018 年 5 月に発表されたが、その概要は図表 30、並びに P32 の図表 31 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。

【図表 30】 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 31】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、並びに 2020/3 上期の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 32)。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 32 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 32】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さない、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ける風土・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体制の強化を図る。
Ⅱ. 新たなビジネスチャンスの創造		3. 収益力強化を意識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評価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)を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・感度強化を図る。
		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、2020/3 上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。

- ◆中期計画に変更はないが、最終年度の数値目標を今期大幅に超過達成する見込み、来期初めに中計を見直す方針。

また、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33、34、35を参照)。

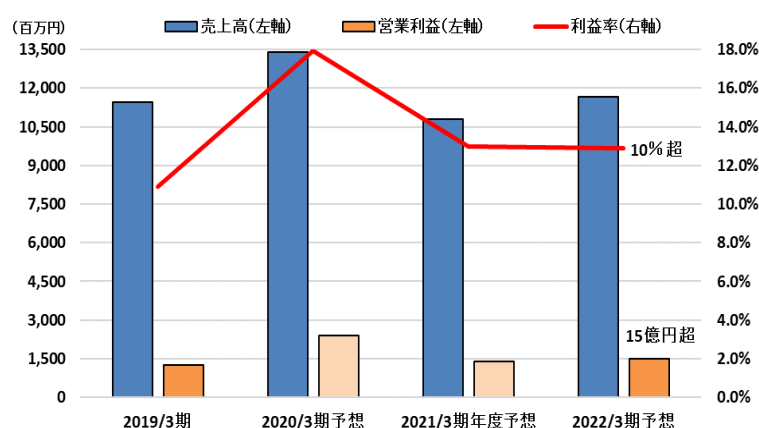
但し、最終年度である2022/3期の全目標数値を今期で、大幅に超過して達成する見込みであり、目標数値の改定(上方修正)と、さらに具体的な戦略・施策が、今通期決算発表時(来年5月前後)に発表されるものと思われる。

【図表33】中期経営計画目標

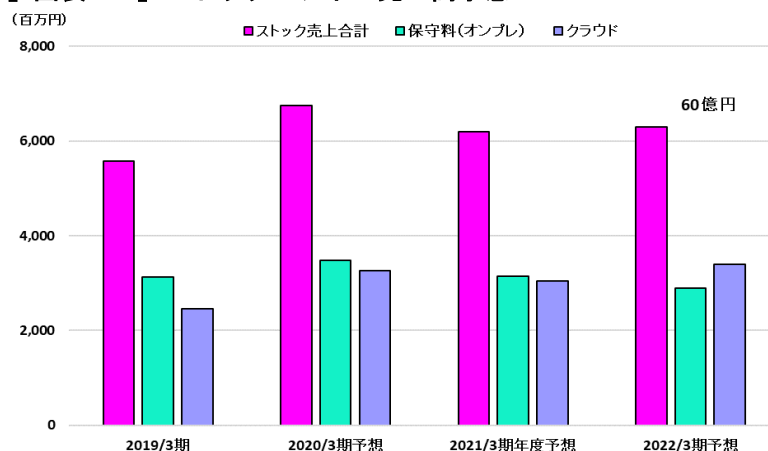
中期計画目標の項目	2022/3期計画	2020/3期新計画	2020/3期初計画	2019/3期実績
・連結売上高	115億円以上	134.04億円	127.83億円	114.39億円
内、ストックビジネス(保守・クラウド)売上高	60億円達成	67.38億円	62.11億円	55.77億円
・連結営業利益	15億円以上	24.05億円	14.78億円	12.48億円
・連結営業利益率	10%以上	17.94%	11.60%	10.90%

(出所)図表33から図表35まで決算説明会資料より、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34】中期経営計画(連結)の業績予想



【図表35】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、上半期の実績も踏まえ、今期を含む中期の業績予想を見直した(図表 36)。

◆ 当調査部では、来期以降の中期業績見通しを見直した。売上高と、コスト前提を再考し利益を上方修正した。

◆ 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(2021/3 期)は、売上高、利益とも前回予想(2019 年 6 月 25 日レポート発行時)に対して上方修正を行った。(前回:→今回:売上高 11,000 百万円→12,600 百万円、経常利益 1,220 百万円→2,030 百万円)。

来期は一時的に減収減益の可能性があるとの見方は変わらないが、売上高を再考した。依然として成長余地のある、クラウドと就業管理ソフトの新規契約の好調持続とストックビジネスの安定した底支えにより、特需の反動による製品やソリューション等の減収を、ある程度カバーできると考えた。先行投資コスト、販促費などを中心に販売管理費の削減余地があることは、既に前回予想に反映しており、見直しに際してコスト前提に変更はない。

そのため前回のダブル特需後の反動減ほど、今回は業績にマイナス・インパクトはないと推測している。因みに、前回の特需の反動期は、2014/3 期→2015/3 期の順に、売上高 10,425 百万円→8,168 百万円(前期比 22%減収)、経常利益 1,139 百万円→△158 百万円、最終損益も赤字転落となった。

【 図表 36 】 中期の業績予想

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	2020/3期旧E	2021/3期旧E	2022/3期旧E
売上高	11,439	13,404	13,600	12,600	13,350	12,900	11,000	11,600
製品	2,516	3,005	3,080	2,350	2,400	2,700	1,800	1,900
商品	563	566	570	550	550	1,020	1,000	1,000
保守サービス	3,125	3,489	3,500	3,550	3,600	3,220	3,000	3,000
クラウドサービス	2,403	3,160	3,300	3,700	4,200	3,100	3,400	4,000
その他営業収入	2,830	3,132	3,200	2,450	2,600	2,860	1,800	1,900
売上総利益率	57.0%	61.4%	61.0%	56.3%	57.7%	57.4%	57.3%	57.5%
販売費及び一般管理費	5,274	5,831	5,600	5,100	5,300	5,805	5,100	5,300
(対売上高比)	46.1%	43.5%	41.2%	40.5%	39.7%	45.0%	46.4%	45.7%
営業利益	1,248	2,405	2,700	2,000	2,400	1,600	1,200	1,400
(対売上高比)	10.9%	17.9%	19.9%	15.9%	18.0%	12.4%	10.9%	12.1%
経常利益	1,277	2,435	2,730	2,030	2,430	1,620	1,220	1,420
(対売上高比)	11.2%	18.2%	20.1%	16.1%	18.2%	12.6%	11.1%	12.2%
当期純利益	906	1,572	1,750	1,300	1,550	1,050	800	920
(対売上高比)	7.9%	11.7%	12.9%	10.3%	11.6%	8.1%	7.3%	7.9%
売上高(前期比伸率、以下同様)	16.9%	17.2%	18.9%	-7.4%	6.0%	2.4%	-14.7%	5.5%
製品	28.8%	19.4%	22.4%	-23.7%	2.1%	14.9%	-33.3%	5.6%
商品	3.2%	0.5%	1.2%	-3.5%	0.0%	85.5%	-2.0%	0.0%
保守サービス	0.5%	11.6%	12.0%	1.4%	1.4%	-9.3%	-6.8%	0.0%
クラウドサービス	29.6%	31.5%	37.3%	12.1%	13.5%	-16.2%	9.7%	17.6%
その他営業収入	50.7%	10.7%	13.1%	-23.4%	6.1%	16.7%	-37.1%	5.6%
売上総利益率(前期との差異)	2.5%	4.4%	4.0%	-4.7%	1.3%	1.1%	-0.1%	0.2%
販売費及び一般管理費(伸率)	16.5%	10.6%	6.2%	-8.9%	3.9%	13.8%	-12.1%	3.9%
営業利益(伸率)	54.6%	92.7%	116.3%	-25.9%	20.0%	11.2%	-25.0%	16.7%
経常利益(伸率)	53.1%	90.7%	113.8%	-25.6%	19.7%	-20.0%	-24.7%	16.4%
当期純利益(伸率)	105.4%	73.5%	93.2%	-25.7%	19.2%	-21.9%	-23.8%	15.0%

(出所)アルファ・ウイン調査部が予想し作成(Eは新予想、旧は前回予想)、CEは会社新予想。なお、今期から種類別セグメント間で売上高の計上基準に変更が有り、新基準で適及して変更。

◆新技術・新製品・新ビジネス等の先行投資は続くが、コストコントロールが可能。

また、来々期(中計最終年度の 2022/3 期)の会社目標である、連結売上高 115 億円、同営業利益 15 億円以上は、当部ではやや高い水準でありリスクを勘案し、売上高 116 億円、営業利益 14 億円と若干、保守的に予想していた。しかし、サブスクリプションビジネスの好調さを背景に、これをそれぞれ 133.5 億円、24 億円に大きく引き上げた。(前出、P34 の図表 36)。

◆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。

なお、各種類別の粗利率前提は大きく変えず、プロダクトミックスの変化による粗利率の効果を中心に考慮した。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)などの先行投資は継続するが、販売促進費・研究開発費・人件費を中心とする一般管理費とともに、ある程度のコントロールが可能であると想定している。

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できれば、再成長により2022/3期以降も、再び増収増益トレンドを維持できると考えている。

◆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。限界利益率の高いビジネスモデルであるため、増収が増益に大きく寄与し、増益率は増収率を上回るとされる。加えてサブスクリプションモデルによる、ストックビジネスへのシフトにより、業績の安定性が高まると予想している。

9. アナリストの視点

◆ ピー・シー・エーの強みと課題

同社の SWOT 分析を図表 37 に列挙した。

【図表 37】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) ・継続的に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・クラウド両面での商品提供 ・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上昇傾向にあるが(50→70%程度)、依然として改善の余地がある ・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(ハイパー、Keepdata社の活用)・新サービス(オンプレのサブスクリプションモデル)、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 37 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、継続的には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%まで上昇した(今上期は24.7%)。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、収益構造の変化が見られる。

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、一層の採算性の改善につながる可能性がある。

・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。

◆目標配当性向は 33%、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。

オンプレミスのサブスクリプション化は、ユーザーにとっては、最新ソフトを定額のコストで利用できるメリットがある。一方、同社にとっては、複数バージョンのソフトの一本化により、メンテナンス・開発・サポートを効率化しコストを削減できることと、安定収入源を確保できることがメリットである。しかし、ユーザーの中には、従来のオンプレソフトをかうスタイルを好む傾向もあり、2020 年 4 月より専門部署を新設し、本格的に拡販する計画である。

また、保守サービス契約については、(既存顧客を含めたストックの)加入率が 50%と低く、課題であった。そこで同社は、オンプレ製品の新規、あるいはバージョンアップ販売に際し、保守サービス加入率(フロー)を必須とし、ストックの加入率を直近では約 70%まで引きあげてきている。OBC は約 80%、MJS はほぼ 100%の加入率であり、今後のストックの加入率は、さらに上昇の余地がある。加入率の上昇は、安定収益源の確保と利益率の向上につながる。

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いて、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傾向にある(P38 の図表 38)。

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 33%を目安としているが、2018/3 期実績では 48.2%だが、2019/3 期実績では 23.3%、2020/3 期会社予想ベース(上方修正後)で 13.1%、当調査部予想ベース(改定後)では 19.6%と未達である。仮に目安となる 33%の配当性向を今期に達成するためには、年間 78 円の配当(47 円もの増配)が必要となる。

また、株価 5,100 円(2019 年 12 月 20 日終値、配当金 31 円前提)で計算すると、配当利回りは、0.6%となる。

◆株主優待を含めた実質年間利回りは、(最大) 約 1.0%。

◆目標配当性向に未達の可能性が高く、記念配当を含む増配や株式分割に期待。

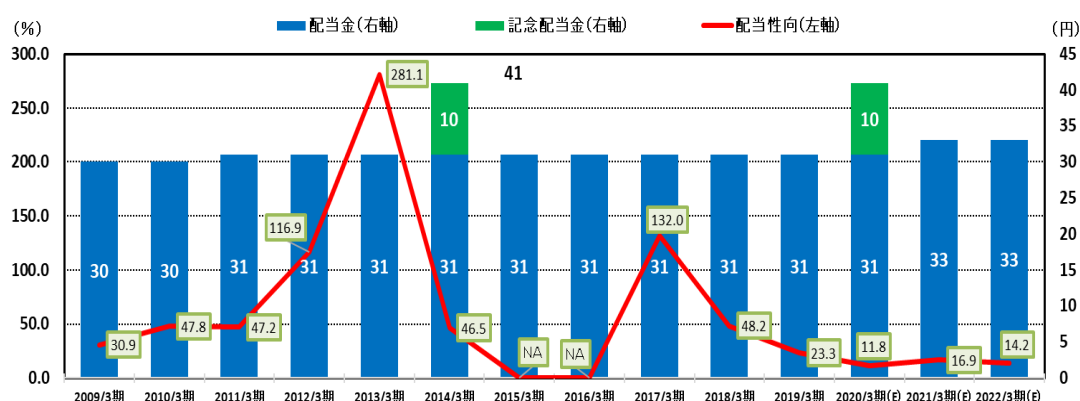
なお、同社が重視する KPI(重要経営指標)の一つである純資産配当率も、2018/3 期、及び 2019/3 期実績では、各 1.9%、1.8%と同社目標値 2.5%を下回り、今期も純資産が増加すると予想されるため、配当を据え置くと更なる低下が予想される。

同社は、2020/3 期も年 31 円の普通配当を維持する方針を、現状では変えていない。利益水準が格段に上昇しており、最高売上高・利益の更新の達成と予想配当性向の水準(会社計画 EPS ベースでは目標を大幅に未達の見込み)を考慮すると、今期以降、記念配を含めて増配の余地が大きいと当調査部では考えている。

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 5,100 円(2019 年 12 月 20 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 1.0%(最大値)となる(P39 の図表 39)。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、実質無借金で財務体質は良好であり、株価も過去 3 年間で 3 倍以上にも上昇したことから、今期以降、中期的には株式分割(1:2 や 1:3)や、総還元性向の観点から追加の自社株買いにも注目していきたい。2000 年 5 月に 1:1.3 の分割が行われて以来、株式分割は実施されていない。

【図表 38】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、予想は当調査部予想。

【 図表 39 】 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	1.00
300	500	3,000	31	0.80
500		4,000	31	0.76

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:5,100円 (2019年12月20日終値)

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成

◆業績の上方修正は、ポジティブサプライズ。これを好感し株価は再度急上昇、TOPIXを著しくアウトパフォーム。

◆ディフェンシブな好業績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、同業他社の水準や中期の成長ポテンシャルを考慮すれば、株価にアップサイドの余地もある。

◆ 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 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 10 月の業績の大幅な上方修正発表以降、株価は再急騰し 12 月 20 日終値では 5,100 円と年初来高値かつ、東証一部上場来最高値をつけた。その後、高値圏で推移している。

9 月以降、株価は調整していたが、上期実績と今期通期の予想が事前予想を遥かに上回り、素直に好感されたと推測される。

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、好業績の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成長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。

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(P40 の図表 40)。同社株が急上昇したため、同社の今期予想 PER は約 21.6 倍(2020/3 期会社予想 EPS ベース、当調査部予想では今期 19.4 倍、来期 26.1 倍、来々期 21.9 倍)と、東証一部平均の約 16.2 倍を大きく上回る。

なお、配当利回りは同社が 0.6%と一部平均を大きく下回り(単純平均 1.9%、加重平均 2.3%)、PBR でも同社は 2.8 倍と一部平均の 1.3 倍を上回る(12 月 20 日終値基準、前期基準)。

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、同社株は急騰後でも割安感がある。また、今来期の業績が、市場コンセンサスを上回る可能性があり、株価にアップサイドのポテンシャルもあると考えられる。

【図表 40】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(12/20終値)	5,100	5,090	3,425
時価総額(百万円)	39,270	410,783	119,212
PER(株価収益率)	21.6	38.0	29.4
PBR(株価純資産倍率)	2.8	3.3	5.9
配当利回り(%)	0.6	1.0	1.1
EV/EBITDA(倍)	18.6	23.3	19.0
PSR(株価売上高倍率)	2.9	12.8	3.5

時価総額=発行済株式総数×株価(12/20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

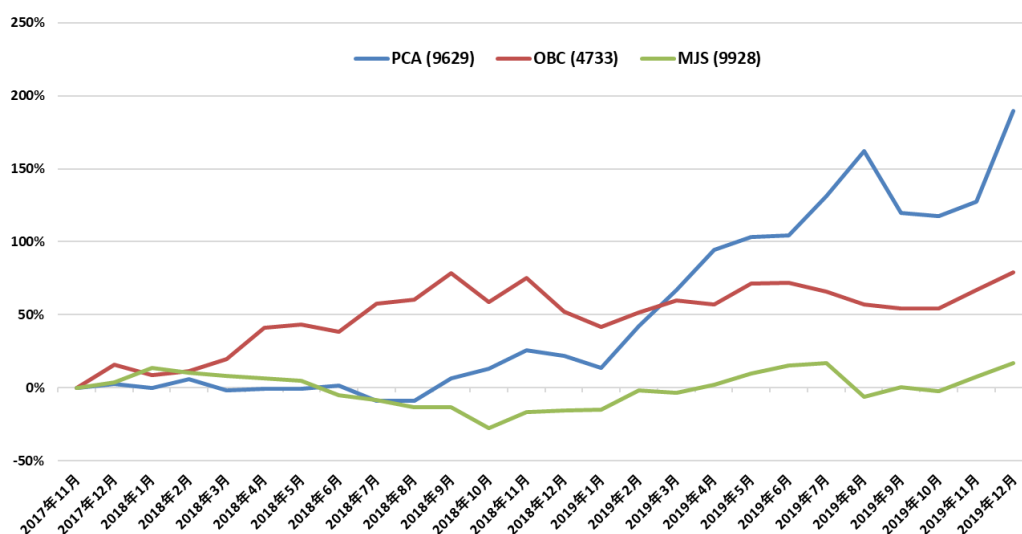
(出所)アルファ・ウイン調査部が、有価証券報告書、決算短信などから作成

◆同業他社に対するパフォーマンスは出色。

因みに過去約2年間では、同社の株価は約2.9倍となり、同業2社であるOBC、MJSに対してそれぞれ111%、173%と大幅にアウトパフォームしている(図表41)。

【図表 41】株価パフォーマンスの同業他社比較

(備考：2017年11月末時点の株価を、基点のゼロとしてグラフ化。2019年12月20日の終値まで反映。)



(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。

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。特需効果の反動など今下期、特にQ4の需要動向は不透明な要因第一

・今後の注目点は、今来期の業績と新中期経営計画の内容。

が、前述のように下期の会社計画は保守的と推察される。既に通期の業績は上方修正済であり、市場参加者の期待感は、ある程度は株価に反映されていると考えられるが、上方修正の幅によっては、株価にはアップサイドの余地がある。

次に、2020 年 4~5 月に発表されるであろう、来期の業績見通しと中期計画も注目していきたい。来期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が、減収減益は既に市場に織り込まれていると考えられる。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、適正なコストコントロールを行えば、大幅な減益は避けられると当部では考えている。いずれにしても、当面は今来期 2 期の業績変化率がポイントとなる。

また、中長期的にはクラウドや働き方改革、オンプレミスのサブスクリプション・モデルへの転換、新技術を活用した新製品・新事業開発とビジネス展開は、継続的なテーマであり今後も注目されよう。当面はクラウドと勤務管理システムが牽引役となって、来々期(2022/3 期)以降は再び巡航速度に戻り、増収・増益トレンドを維持できると当部では考えている。従って、株価の下値も限定的な展開を予想している。

なお、中長期経営計画では既に、基本方針が打ち出されており、次期中計の見直しの際に、より具体的な施策とその収益への効果(利益目標の上方修正等)が確認できれば、市場に評価されよう。

具体的には以下のポイントが、株価や業績に影響を与えるものと思われるフォローしたい。

- ・成長ドライバーとなっているクラウドの契約社数の伸率
- ・主要な同業他社とのクラウド分野での競合状況の変化
- ・ストックビジネスの売上高伸長率
- ・保守サービス加入率の推移
- ・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における次の柱としての成否)
- ・消費増税、Windows7 のサポート終了に関連した特需の反動、
- ・利益率の改善状況
- ・勤務管理システムを担う子会社のクロノス社の業況
- ・新製品・新サービスの進捗状況(買収した Keepdata のデータの利活用ビジネスの業績動向、ハイパーによる中堅企業への開拓など)
- ・増配、株式分割、自社株買いなどの株主還元策
- ・新たな税制・制度変更
- ・M&A 戦略の進展

ディスクレーマー

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ず、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。（更新された）最新のレポートは、弊社のホームページ（<http://www.awincap.com/>）にてご覧下さい。なお、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は負いません。

PFV2019-1229-18