

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：2020/6/29

● 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

- ・同社の前期業績(2020/3 通期)は 5 期連続の増収増益、かつ通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。売上高は 14,266 百万円(前年同期比 24.7%の増収)、営業利益は 2,781 百万円(同 122.8%の増益)を計上した。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、増収効果が人件費などのコスト増を吸収し、大幅な増益をもたらした。なお、売上高・利益とも、上方修正後の同社予想、並びにアルファ・ウイン調査部の予想をさらに上回った。
- ・また、同社は、2021/3 期(今期)通期の業績を、売上高:13,280 百万円(前期比 6.9%の減収)、営業利益:2,034 百万円(同 26.9%の減益)、当期利益:1,358 百万円(同 25.2%の減益)と発表した。前期までの特需の反動による減収と、将来の成長に向けた投資によるコスト増加のため、減収減益を予想している。会社の予想利益は、前回の当調査部の利益予想とほぼ同水準である。

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や、低価格帯を主とする同業者との競合状況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、同社の強みである。

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、オンプレミスのサブスク事業の強化)、新たなビジネスチャンスの創造(新技術・新事業開発)、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(同社特有の製品・サービスの開発体制)を掲げ、さらなる成長に繋げたい意向である。一方、課題は、人材の確保と、Keepdata や新規ビジネス(PCA サブスク、Hyper 等)を軌道に乗せることである。
- ・また、中計の最終年度である 2022/3 期の連結数値目標を、同社は上方修正した。売上高 115 億円以上⇒135 億円以上(内ストックビジネス売上高 60 億円⇒75 億円)、営業利益 15 億円以上⇒21 億円以上、営業利益率 10%以上⇒15%以上とした。新型コロナの影響は変動要因となるが、ミニマムの目標値としている。

アルファ・ウイン調査部の業績予想

新型コロナの影響は見通しにくいだが、短期的には、商談や新サービスの延期、同社のユーザーである中小

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。

企業が受ける業績へのマイナス・インパクトが懸念材料ではある。当調査部では、このリスクを勘案し、今期売上高予想を会社の予想を下回る水準まで修正した。因みに4月、5月の業績は、ほぼ想定の範囲内で推移した模様である。但し、6月以降に新型コロナの影響が、営業・売上高で顕在化する可能性があり注視していきたい。

- また、今期は一時的な減収減益が避けられない。しかし、コスト前提は保守的で、同社の予想利益が下振れリスクは限定的であると考えられる。そのため当調査部の利益予想は、会社予想とほぼ同水準とした。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マイナス・インパクトは軽減できる見込みであり、経営体質の改善が進んでいる。
- なお、来期以降も新型コロナの影響は残るが徐々に正常化し、再び増収増益基調に戻るものと思われる。中長期間の年間利益成長率(平準化ベース)を、当調査部では8~10%と予想している。

株価水準

- サブスクリプション・ビジネスモデルへのシフトや働き方改革、税制変更がポジティブに働く、ディフェンシブな内需小型成長株。3月を決算とする東証一部上場企業の過半が、新型コロナの影響で今期の通期見通しを非開示とした中、同社は減収減益ながらも業績予想の開示を行った。その後、株価は上昇しTOPIXを大幅にアウトパフォームしている。株価のバリュエーションは、同業他社との比較では割安感がある。ストックビジネスのため安定性と継続性がある上、コストバッファがあり今期の予想利益の達成確度は高いと思われること、増配や株式分割など株主還元の強化が今後も見込めること、中長期的に増収増益トレンドに戻り堅調な業績推移が予想されることから、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。前期も一株当たり年 23 円を増配し(うち普通配当 3 円、特別記念配当 20 円)、54 円とした。今期は 34 円の普通配当の継続を計画している。また、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)、前期基準で 1.6%、今期基準で 1.2%となる。中長期では、好業績を背景に、株主還元の一層の強化が期待される。

【 9629 ビー・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)
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		14,266	24.7	2,781	122.8	2,808	119.9	1,816	100.4	272.92	2,027.42	54.00
2021/3	CE	13,280	-6.9	2,034	-26.9	2,055	-26.8	1,358	-25.2	204.70	-	34.00
2021/3	E	12,840	-10.0	2,050	-26.3	2,060	-26.6	1,360	-25.1	204.36	2,177.77	34.00
2022/3	E	13,500	5.1	2,215	8.0	2,230	8.3	1,470	8.1	220.89	2,364.67	34.00
2023/3	E	14,300	5.9	2,460	11.1	2,470	10.8	1,630	10.9	244.94	2,575.60	36.00

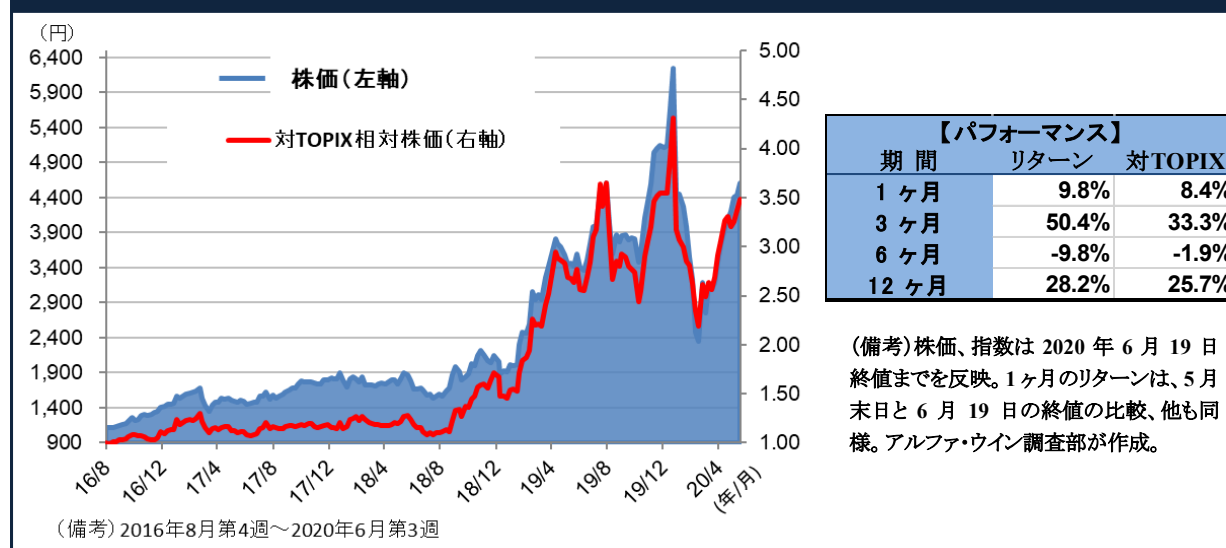
(備考) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想

(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 ビー・シー・エー 】 図表 B						
項目	2020/6/19	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	4,610	前期実績	16.9	2.3	1.2%	19.8%
発行済株式数 (千株)	7,700	今期予想	22.6	2.1	0.7%	16.6%
時価総額 (百万円)	35,497	来期予想	20.9	1.9	0.7%	15.4%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率	58.7%	前期ROE	14.3%	

(備考) 予想はアルファ・ウイン調査部予想

【 株価チャート（週末値）9629 ビー・シー・エー 】 図表 C



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。

PFV2020-0629-0902

目次

1. 会社概要	P5
基幹業務ソフトウェアの専業大手	P5
経営理念	P7
2. 事業内容とビジネスモデル	P8
業務の効率化に不可欠な基幹業務ソフトウェア	P8
継続性と限界利益率の高いビジネスモデル	P8
安定性と収益性の高いストックビジネスが拡大	P9
成長ドライバーであるクラウドビジネス	P10
トピック: 新型コロナウイルス感染症の影響と同社の対策	P12
3. 株主構成	P13
株主所有者別構成の推移	P13
上位株主構成	P13
4. ESG	P15
環境対応 (Environment)、社会的責任 (Society)、企業統治 (Governance)	P15
5. 成長の軌跡	P16
沿革	P16
過去の業績推移	P16
6. 業界環境	P19
基幹業務ソフトウェア市場の動向	P19
同業他社比較	P20
7. 前期の実績と今期の見通し	P23
2020 年 3 月期 (前期) 決算	P23
ピー・シー・エーの 2021 年 3 月期 (今期) 業績予想	P27
アルファ・ウイン調査部の 2021 年 3 月期 (今期) 業績予想	P30
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	P33
9. アナリストの視点	P35
ピー・シー・エーの強みと課題	P35
株主還元、及び株主優待制度	P36
株価水準と株価に影響を与えるファクター	P37

1. 会社概要

◆ 基幹業務ソフトウェアの專業大手

- ◆ 業歴約 40 年、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。

(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。

- ◆ 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、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 21%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、2020 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^{※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)、実質的に前期(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。

Keepdata 社の 2018/9 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、買収後となる前期では損益の均衡を同社は見込んでいたが、拡販が想定ほどは進まず、赤字を計上したと推定させる。当面赤字が継続する可能性もあるが、赤字幅は縮小方向に向かうと思われ、同社グループの業績に与える影響は限定的であろう。

一方で、前々期(2019/3 期)まで連結子会社であった「株式会社マックス

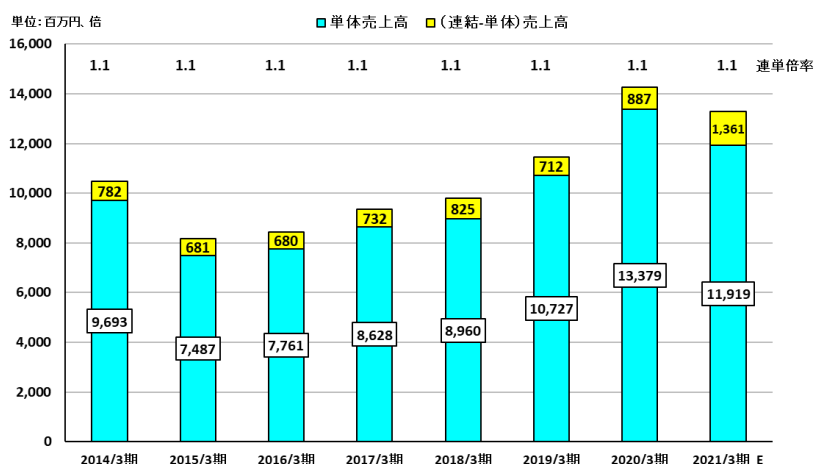
システム」(電子カルテなど医療事務用コンピュータソフトウェアの開発及び販売)を、不採算事業のため 2019 年 2 月に売却し、事業ポートフォリオの再構築も進めている。

- ◆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合計経常利益(連結-単独)は黒字基調。

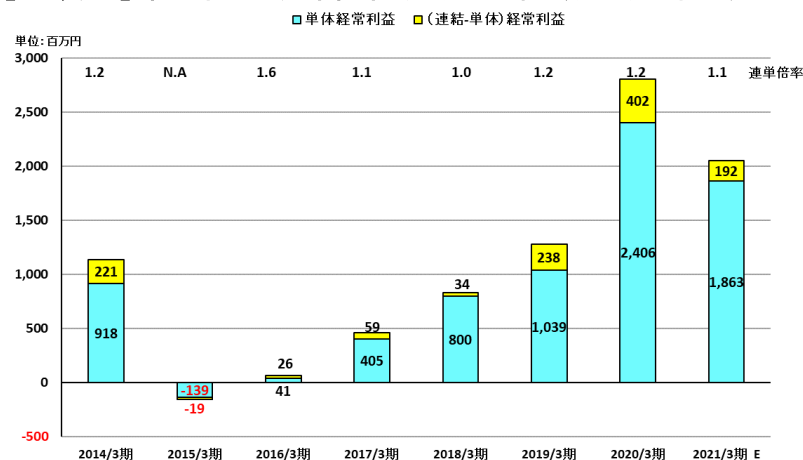
売上高の連単倍率は約 1.1 倍で安定しており、単体の業績ウエイトが高い(図表 1)。子会社の損益は開示されていないが、今期予想も含めた過去の黒字期間における経常利益の連単倍率は、1.0~1.6 倍で推移している。また、「(連結-単体) 経常利益」の子会社 3 社合計の損益では 2016/3 期以降、黒字基調である(図表 2)。

子会社の中では、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。クロノス社の売上高実績は、2019/3 期 15 億円、2020/3 期 21 億円、また 2025/3 期の会社目標売上高は 40 億円(クロノス社の HP より)と好調に推移する見込みである。利益は非公表であるが、ケーイーシーと並んで黒字で連結利益に貢献していると思われる。

【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、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、E 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 143 億円(前期実績)、総資産 230 億円、時価総額 236 億円に対し、現預金が 107 億円(いずれも 2020 年 3 月末時点)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(B/S)上の現預金は増加傾向にある(図表 3)。自己資本比率は 58.7%、流動比率 231.0%など財務比率も安全性が高い(2020 年 3 月末時点)

【図表 3】キャッシュフロー(CF)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	2020/3期
営業CF ①	627	488	141	847	1,048	547	1,427	1,533	1,270	2,141	3,328
投資活動によるCF ②	-405	-127	185	-407	-750	-606	-627	-395	1,715	-80	-719
財務活動によるCF	-207	-210	-205	-215	-216	-284	-214	-215	-216	-572	-225
FCF(①+②)	222	361	326	440	299	-60	800	1,137	2,985	2,061	2,609
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	10,716

(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。

同社のコアビジネスである、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がある。その反面、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、個人事業主、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 26 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総数は 26 種（製品名単位のカウントでオプションも含む）前後と少品種多量生産のモデルであり、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）、商品・その他営業収入である他社製品（仕入商品）が、残り 3 割となっている。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。

◆売上高のセグメントは、5 区分。ストックビジネスに注力。

◆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）。なお、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	2020/3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)	3,166	22.2	70%前後
商品	他社製品の帳票などの販売	552	3.9	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	3,471	24.3	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	3,374	23.7	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	3,701	25.9	25%前後
合計、及び平均		14,266	100.0	実績 60.3%

（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。

（備考）保守サービスとクラウドサービスが、ストックビジネス。

◆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、全売上高の約 5 割。

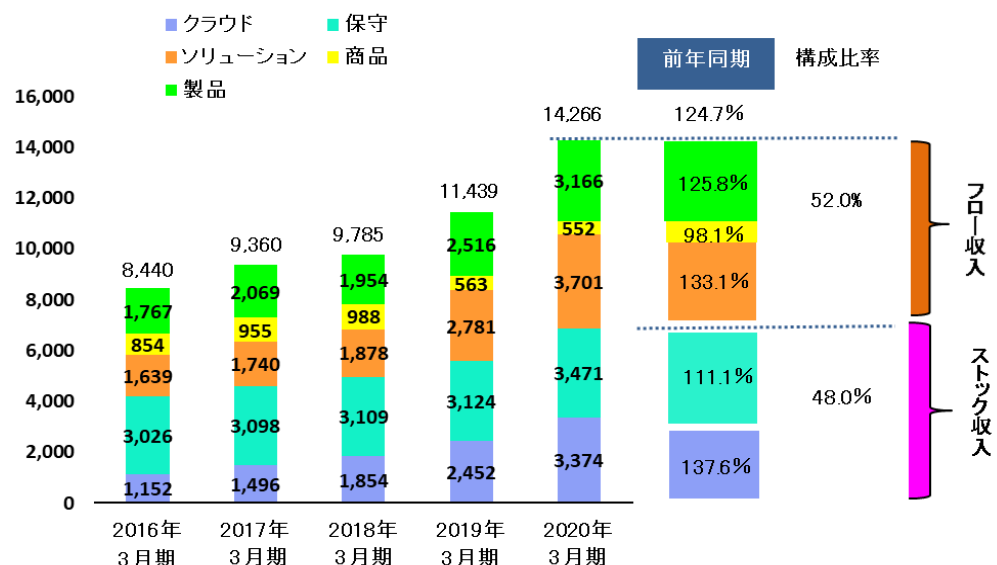
2020/3 期では、保守サービスの売上構成（図表 4、及び P10 の図表 5）がソリューション売上高（その他の営業収入）に次ぎ高く、また安定収益源となっている。また近年、パッケージソフトウェアのクラウドサービスでの売上が大きく伸長し、クラウドサービスが同社全体の売上・利益両面での成長ドライバーとなっている。保守サービスとクラウドの合計であるストック収入が、売上構成で全体の約 5 割を占め、経営と利益の安定性に厚みを持たせている。なお、保守サービスとクラウドサービスの粗利率と継続率は共に高い。

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、最大の会計で 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、現在、中期計画に基づいて、外部の IT コンサルティング会社とも協議し、新たな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転換すべく準備中である。なお、業務種類別のソフトの損益格差は大きくは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。

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、短信より抜粋してアルファ・ウイン調査部が加工し作成

(備考) 2020年3月期に、商品とソリューションのセグメント間で計上基準を一部変更した(新基準)。2019年3月期は、新基準により遡及して修正した。但し、2018年3月期以前とは、両部門に限って連続性はない。

◆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。

◆成長ドライバーであるクラウドビジネス

これまで長らく、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将来のクラウド需要の増大を見込み、他社に 10 年以上先駆け 2008 年にサービスインし、以降オンプレミスと同様の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

・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。

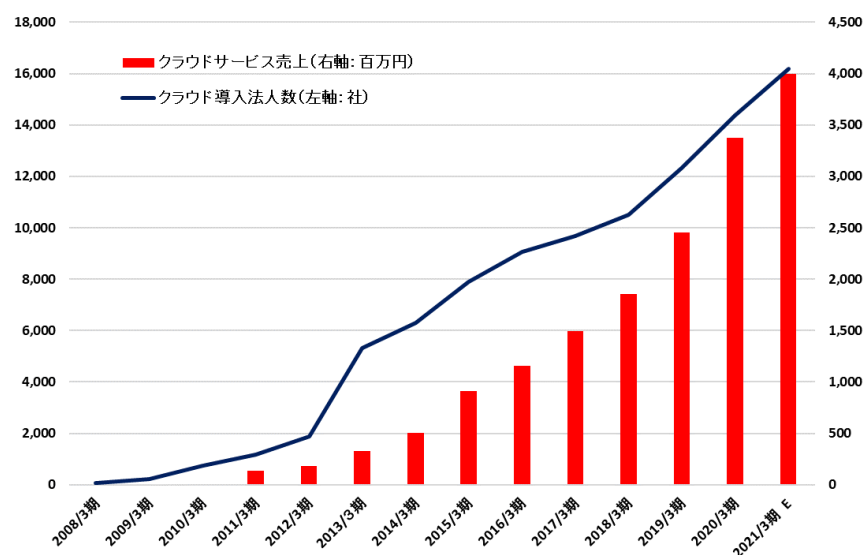
のである（月額平均利用料金 2～3 万円/社）。同ビジネスは、固定費的な部分が多いコスト構造であり、サーバー管理費・製造・販売や物流などの変動費が少ないために限界利益率が高い。

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思われる。

- ・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 1.4 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
- ・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 ^{※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

図表 6 のように同社は、近年、クラウドサービスに注力しており、その契約社数、売上高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、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推定値を含む。

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

◆業態柄、全体的には新型コロナウイルスの影響は軽微。ただし、新規営業や事業展開・サポート面ではやや影響あり。

(注7) 新型コロナウイルス感染症【Coronavirus disease、COVID-19 (コビッド19)】
新型コロナウイルスが、ヒトに感染することによって発症するウイルス性呼吸器疾患。世界的な大流行 (パンデミック、pandemic) となっている。

◆新ビジネスである PCA サブスクのスタートは、約2ヶ月先送り。

(注8) Client-API : PCA ソフトの機能を外部アプリケーションから利用できる API (アプリケーションインターフェイス)。

◆トピック:新型コロナウイルス感染症の影響と同社の対策

2020年2月26日に、佐藤社長を最高責任者とするコロナ対策本部を設置した。社内・従業員向けには、在宅勤務、時差通勤を推奨し、新型コロナウイルス感染症^{注7}(以下、新型コロナ)による緊急事態宣言が出された翌日の4月8日以降は、原則的にはテレワークに移行している。PCを数百台買い替え、通信インフラや在宅環境を整え、現在、約8~9割の役職員が在宅勤務している。基幹業務ソフトの提供という社会的な使命の遂行と、役職員の安全を確保し、交代での出勤としている。

また、顧客・取引先向けには、イベント・セミナー、あるいは直接の面談を中止あるいは延期し、オンラインへの切り替えを進めている。

同社は、サブスクリプション・モデル、ストックビジネスへと大きく転換し、基幹業務のソフトウェアをクラウドベースでも提供しているため、短期的には新型コロナの影響は小さい。

ただし、新規の顧客開拓、サポート(導入指導などの訪問)、新規事業の展開やオンプレのバージョンアップにおいては、その影響は否めない。メインのユーザーである中小企業が、緊急事態宣言下での自粛、経済活動の停滞により業績面で影響を受けやすく、長期化すれば既存サービスの拡販や、新規のビジネス展開にはマイナスとなろう。事実、新規事業として計画していた、オンプレミスのサブスクリプションである「PCA サブスク」の事業開始時期を、当初5月11日としていたが、今回の影響を鑑みて7月1日に遅らせると公表している。中堅企業向けの新製品であるハイパーシリーズについてもローンチは予定通りであるが、拡販ペースが遅れる可能性がある。

なお、「PCA サブスク」は、従来のソフトウェアのパッケージ版(PCA シリーズ製品の売り切り方式)に代わるもので、月額あるいは年額の料金の支払いでサブスクリプション(定期的に利用権を更新するソフトウェアの販売・課金方式)にて、基幹業務ソフトを同社から提供を受けるものである。以下の特長があり(同社のニュースリリースから抜粋し、加筆修正)、今後、積極的に拡販したい意向である。

- ・初期費用がなく PCA ソフトの利用が可能
- ・常に最新バージョンのプログラムが利用可能
- ・自動のアップデート機能が強化(パッケージ版でなくダウンロード)
- ・Client-API^{注8}を標準搭載(パッケージ版では有償)
- ・パブリッククラウド環境(IaaS, PaaS)での運用
- ・コンプライートモデル(PCA ソフトが使い放題)も提供

3. 株主構成

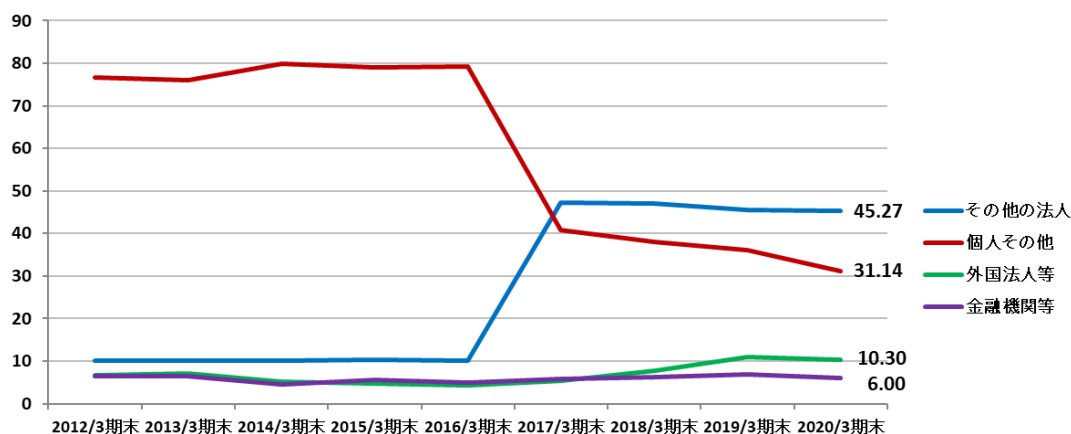
◆ 株主所有者別構成の推移

2020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10%、6%と低い。外国法人等の構成比は徐々に上昇しつつある。

◆ 相続などにより株式は移転されたが、実質的な筆頭株主は変わらず。

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

2020年3月末の大株主は、P14の図表8の通り。

◆ 安定株主は変わらず、複数の新たな投資家が、上位株主に名を連ねる。

2019年3月末との比較では、上位10位内の大株主は、安定株主と思われる5社を除き、顔ぶれが変わっている。従業員持株会が株価の上昇に伴い株式を売却し、保有割合は下がってきている。一方、第2位株主(自社株を除く順位、以下同様)のクレディ・スイス証券、第3位株主：MSIP CLIENT SECURITIESや、第8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9位株主：SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNTが、大株主として名を連ねている。いずれも、最終投資家や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が、多く含まれていると推測される。なお、三菱UFJ国際投信や野村アセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメントなどが運用するインデックスファンドが、同社株を組み入れている。

◆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。

また、クレディ・スイス証券は、2020年1月末に保有割合が5%を超え大量保有報告書を提出していたが、段階的に売却し4月末時点では2.24%まで低下している。

以下、補足。

・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（創業家の川島氏の子孫）の資産管理会社。

・なお、同社自身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4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、OBC の現・代表取締役社長である和田成史氏が、個人名義でも大株主であったが、順次売却を進めている。一方、OBC の法人名義では株数の増減はない。いずれも保有目的は不明。

・第5位株主のロジックシステムズ、第10位の応用システム研究所の保有目的も不明。

・第7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。

・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	2020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	2,735	41.12	1
PCA株式会社(自己株式)	848	848	848	849	1,049	1,045	13.57	—
クレディ・スイス証券株式会社						472	7.09	2
MSIP CLIENT SECURITIES						295	4.44	3
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	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	100	1.50	6
ナゴヤピーシーエー株式会社		100	100	100	100	100	1.50	7
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)						89	1.34	8
SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT						87	1.32	9
株式会社応用システム研究所			86	86		86	1.30	10
株式会社みずほ銀行	121	121	121	121	121			
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENT ACCOUNTS								
M LSCB RD								
和田 成史（氏）	181	181	181	151	112			
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			
佐藤 礼子（氏）・・・創業家川島氏の相続人	1,467	1,467						
隈元 智子（氏）・・・創業家川島氏の相続人	1,467	1,467						
和田 弘子（氏）	358							
自己株式比率%：発行済株式数比	11.0	11.0	11.1	11.0	13.6	13.6		

（備考）PCA(自己株式)以外の株主の保有割合は、自己株式を除く発行済株式総数に対する所有株式の割合

（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

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。特に、ユーザーである中小企業を支援し、デジタル企業への転換を後押しする方針である（テレワーク、ペーパーレス、デジタル基盤の提供など）。

また、未来を創る優れたプログラマーの発掘・育成や、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。

過去には、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。

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。なお、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。

2020 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。女性役員は、10 名中 2 名。

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 9）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。

◆2014/3 期には、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^{注9}）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、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、P17 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。

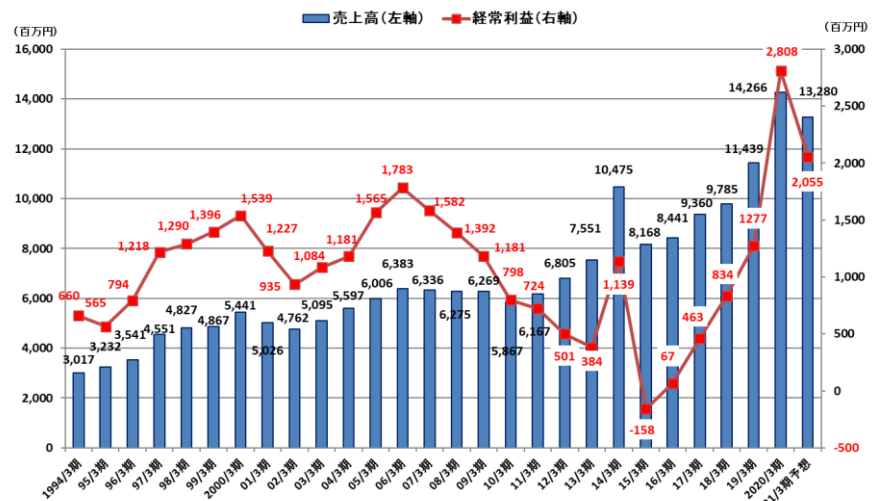
・2007/3 期から 2010/3 期まで 4 期連続の減収および、2007/3 期から 2013/3 期までの 7 期連続の減益は、リーマンショック後の景気の低迷などによる需要の低下や、人件費・研究開発費・販売促進費の上昇、及び競合の激化による採算の悪化が背景にある。

・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、2021/3 期予想は会社計画

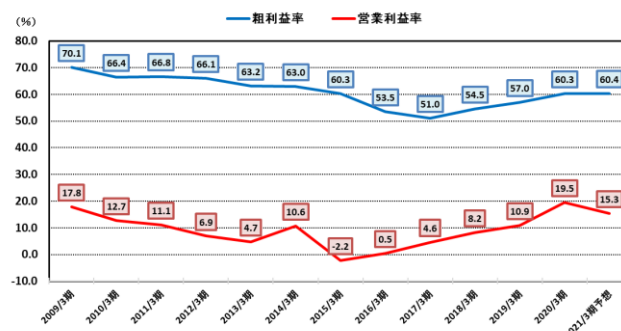
(注 10) ERP (統合型基幹業務システム) : エンタープライズ・リソース・プランニング (企業情報計画) の略。企業の基幹情報を統合し、リアルタイムに処理、効率良く全体最適化を行う経営概念。基幹系システムをまとめた IT ソリューションソフトとして提供されている。

◆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 10 (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、2021/3 期予想は会社計画

◆ 前回の特需後は、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。

◆ 2019/3 期、2020/3 期は、消費税改正と Windows7 のサポート終了に伴う特需が発生し、連続大幅増収増益

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(前々期)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 10,474 百万円を 5 年ぶりに更新した。2020/3 期もこの流れが継続し、過去最高売上高と最高益を更新した。

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 期以降は、利益の実績は期初計画を大きく上回る傾向が見られる。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 単位:百万円	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
	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	4,782	-	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	1,555	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	1,360	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	6,168	878	888	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	56	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	669	834	425	441	-0.9%	25.1%	24.7%	3.8%	4.5%	88.8%	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	12,783	14,268	1,478	2,781	1,499	2,808	976	1,816	11.8%	88.2%	87.3%	86.1%	24.7%	122.8%	119.9%	100.4%
21/3期(CE)	13,280		2,034		2,055		1,358		-1.7%	60.5%	30.2%	32.2%	5.3%	55.8%	32.7%	10.3%
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)→																
青のハイライト: 従前の最高値		緑のハイライト: 過去の最高値		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 9:10				↑ 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、2021/3 期予想(CE)は、会社計画

6. 業界環境

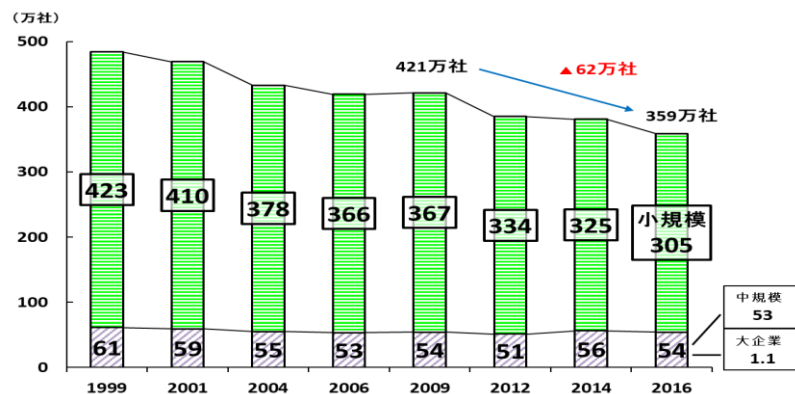
◆基幹業務ソフトウェア市場の動向

◆ユーザーとなる日本の中小企業数は、減少トレンド。

(注 11) 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 11}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

◆一時的に、中小企業を取り巻く市場環境は悪化。

なお、2020 年 3 月の日銀短観では、2020 年度(計画)のソフトウェア投資額は、中小企業の全産業では、前年同期比△1.8%(うち製造業△5.0%、非製造業△0.4%)と減少する見込みである。また、中小企業の業況判断は、2019 年 12 月の調査(「最近」)の+1 から△7(△は、本レポートではマイナスの意味)、「先行き」についても△4 から△23 へと、短期的には市場環境は悪化している。

◆基幹業務用ソフトの市場規模は中長期的に堅調に推移。

一方で、これま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が続くと思われるが、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、基幹業務用ソフトの市場規模は中長期的に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 2017 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。

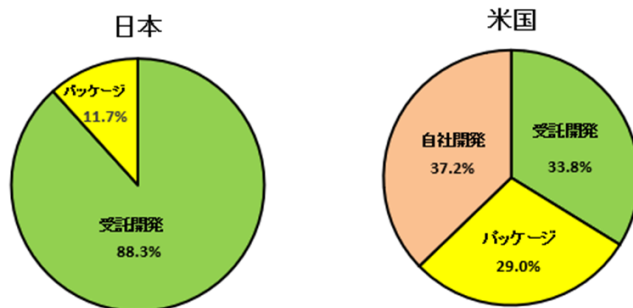
当調査部では、同社が行う業務と関連する基幹業務ソフトウェアの日本での市場規模を現時点で約 5,000 億円、ERP 市場規模を約 1,000 億円

◆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。

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、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、米国と比較する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導入比率



(備考)

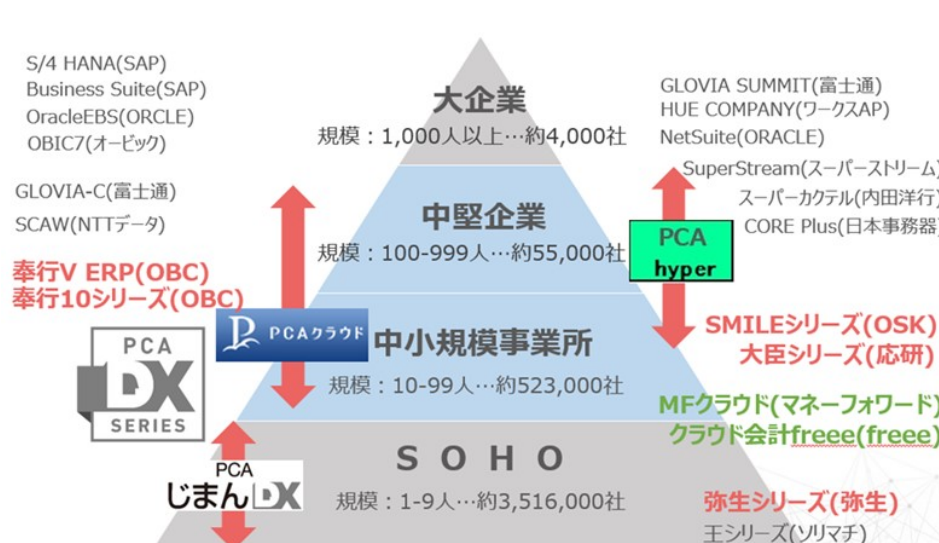
日本の統計データ(国民経済計算)では、自社開発ソフトの金額は非公表。そのため、ソフトウェア供給側のデータを利用しているが、自社開発はデータに含まれていない。二国間のデータを比較するために、米国のパッケージと受託開発の合計を 100%とすると、米国のパッケージの比率は 46.2%となり、日本の約 4 倍。

(出所) 総務省「令和元年情報通信白書」(日本:総務省・経済産業省)(米国:米国商務省)

◆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。

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、ポジションにいると考えられる。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。いずれも個人事業主や、中小企業・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 6,180 円(6月19日終値)で時価総額 1,450 億円

・2020 年 11 月期:会社予想売上高 11,272 百万円、同当期純損失△3,151 百万円(いずれもレンジ公表のため中央値)、無配。(PSR:12.9 倍、参考:PSR=時価総額/売上高、PBR:17.4 倍)

＜フリー(freee、東証マザーズ:4478、2019 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 4,785 円(6月19日終値)で時価総額 2,312 億円

・2020 年 6 月期:会社予想売上高 6,700 百万円、同当期純損失△3,135 百万円、無配。(PSR:34.5 倍、PBR:17.2 倍)

◆クラウド会計分野の一部では、OBCに加えマネーフォワード、Freeeとも競合。

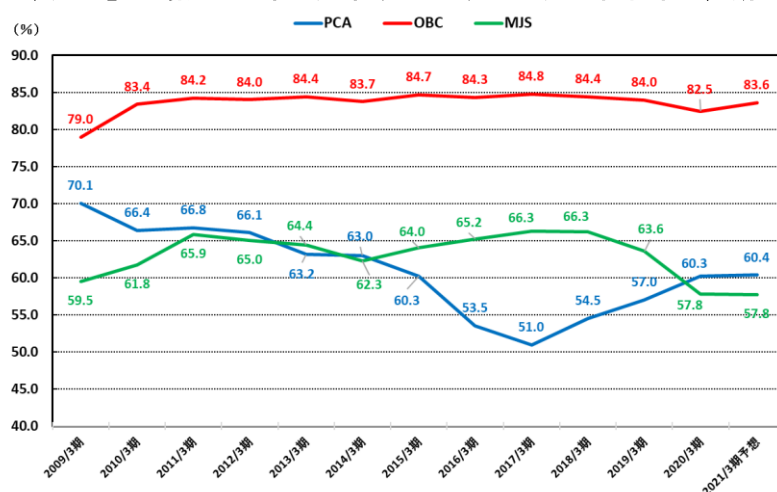
上場大手3社(同社、OBC、MJS)の粗利率、営業利益率の長期的な推移を比較したものが P22 の図表 15、及び図表 16 である。同社と比較すると OBC 及び MJS は両比率とも安定しており、スケールメリット(OBC や MJS は、それぞれ同社売上高の約 2.3 倍、2.7 倍、営業利益もそれぞれ約 6.2 倍、約 1.8 倍、今期会社予想基準)や効率性の差異、売上構成の相違が背景にあるものと思われる。

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。

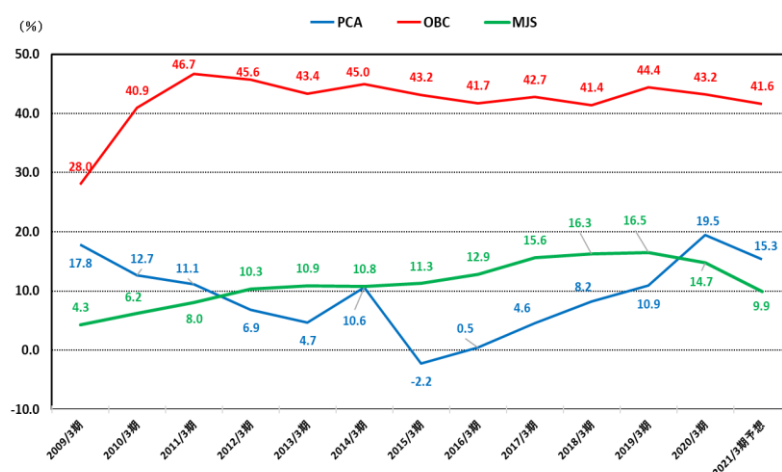
◆利益率や資産効率性は、大きく改善。ROA、ROEでは、3社内ではトップクラス。

同様に同社の ROA、ROE の推移を示した P22 の図表 17 を見ると、近年急回復し、収益力に加えて資産効率の向上も著しく、直近期では3社内ではトップクラスの水準である。(2020/3 期実績は ROA:ROE の順に、PCA 13.0%:14.3%に対し、OBC 9.9%:8.5%、MJS 13.9%:9.9%)

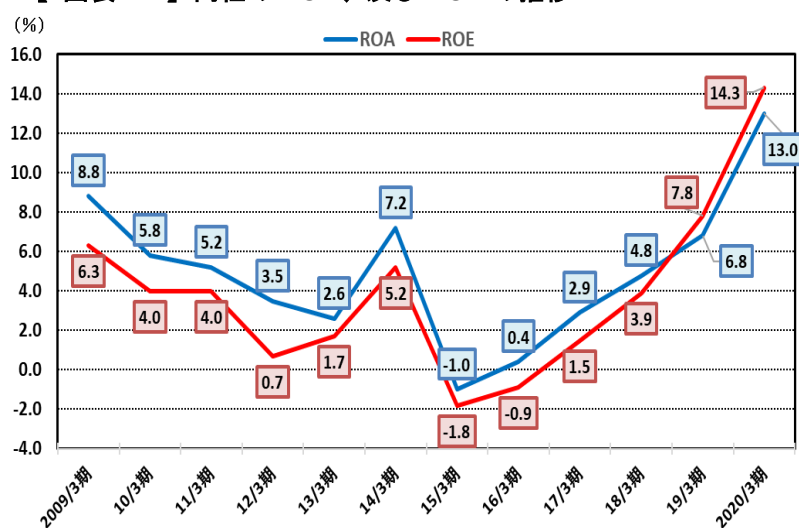
【図表 15】上場大手 3 社（同社、OBC、MJS）の粗利率の長期的な推移



【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 から 17 まで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

7. 前期の実績と今期の見通し

◆ 2020 年 3 月期(前期)決算

<概要>

2020/3 期通期連結業績は、売上高 14,266 百万円(前年同期比 24.7%増)、営業利益 2,781 百万円(同 122.8%増)、経常利益 2,808 百万円(同 119.9%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,816 百万円(同 100.4%増、以下、当期利益)と大幅な増収増益となった(図表 18)。通期決算としては、5 期連続の増収かつ過去最高売上高を更新し、さらに 5 期連続の営業増益かつ 2005/3 期の過去最高当期利益を 15 期振りに更新した(P18 の図表 11)。

また、前期は、期初に発表された予想が、2019 年 10 月 28 日、2020 年 1 月 24 日と二度にわたり上方修正された。実績は同社の二度目の上方修正予想値、並びに当部の 2020 年 1 月 31 日の前回予想を上回った。特需が予想以上に発生し、売上高が大きく上振れ、これに連動し利益も予想をさらに上回った。

【図表 18】2020/3 期業績 (単位：百万円、%)

通期業績		2019/3期	2020/3期	増減率	増減幅	増収寄与率	売上高構成比
単位：百万円				YOY: %	YOY: 百万円	%	%
連結売上		11,439	14,266	24.7	2,827	100.0	100.0
種類別 売上区分	製品	2,516	3,166	25.8	650	23.0	22.2
	商品	563	552	-1.9	-11	-0.4	3.9
	保守サービス	3,125	3,471	11.1	346	12.2	24.3
	クラウドサービス	2,452	3,374	37.6	922	32.6	23.7
	その他営業収入	2,781	3,701	33.1	920	32.6	25.9
粗利		6,522	8,599	31.8	2,077	-	-
	粗利率(%)	57.0	60.3		3.3	-	-
販売管理費		5,274	5,817	10.3	543	-	-
	売上高販管比率(%)	46.1	40.8		-5.3	-	-
営業利益		1,248	2,781	122.8	1,533	-	-
	営業利益率(%)	10.9	19.5		8.6	-	-
当期利益		906	1,816	100.4	910	-	-
	当期利益率(%)	7.9	12.7		4.8	-	-

(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。商品とその他営業収入のセグメント間の種類別売上高区分は新基準を適用。

<売上高>

全売上高の増収幅(前年同期比)+2,827 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+922 百万円(増収寄与率:約 33%、以下同様)、ソリューション+920 百万円(33%)、製品+650 百万円(23%)、保守+346 百万円(12%)と、ペーパーレス化で帳票類が減収となった商品△11 百万円を除き、全種類別で増収となった。

前期は、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、同社推定で上期を中心に 10 億円程度発生し(前々期の特需は推定 8 億円程度)、業績に大きく寄与した。

クラウドの売上高は買収した Keepdata 社の寄与も加わり(推定 1 億円相

◆前期決算は、特需効果もあり 5 期連続の増収、営業増益。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。

◆期中の 2 度目の上方修正後の会社計画、当部予想も上回る好決算。

◆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。

◆PCAクラウド利用法人数は順調に増加。1.4万社を突破。

◆2018/3期から2020/3期にかけ、クラウド売上高は前年同期比で、+23.9% → +32.2% → +37.6%と加速。

◆ストックビジネスの売上高構成比率は、約5割。

当)、前年同期比38%増と好調に推移した。これに加えて特需の恩恵から、製品(オンプレ)売上高が会計・販売管理などのソフトを中心に26%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、ソリューション売上高が33%増と、両売上の伸長が著しい。

なお、これまで売上高の伸び率が1桁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、ほぼ100%保守付の契約を締結する)により11%の増収となった。

<クラウド>

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)、2020/3月末で14,388法人(同+1,045)と、直近12ヶ月間で2,075法人が増加した(前出P11の図表6)。単純平均で利用法人数は、同約173社/月のペースで純増した。今期に入っても純増傾向が続いている模様だが、新型コロナウイルスの影響で一時的に純増ペースが鈍化している可能性がある。なお、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、2017/3期の1,496百万円→2018/3期1,854百万(前年同期比、以下同様、+358百万円、23.9%増)→2019/3期(前々期)2,452百万円(598百万円増、32.3%増)→2020/3期(前期)3,374百万円(922百万円増、37.6%増)へと、売上高の規模が拡大する中、増収幅と増収率が加速している

<ストックビジネス>

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、前々期の48.7%から前期には48.0%と僅かに低下している。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増加率が、ストック収入の伸びを上回ったためである(図表19)。

【図表19】種類別の通期売上高推移(単位:百万円、%)

種類別売上高	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期	2020/3期	前期比増減%
クラウド	1,152	1,496	1,854	2,452	3,374	37.6%
保守	3,026	3,098	3,109	3,124	3,471	11.1%
ストック合計	4,178	4,594	4,963	5,576	6,845	22.8%
ストック比率	49.5%	49.1%	50.7%	48.7%	48.0%	
ソリューション	1,639	1,740	1,878	2,781	3,701	33.1%
商品	854	955	988	563	552	-2.0%
製品	1,767	2,069	1,954	2,516	3,166	25.8%
合計	8,440	9,360	9,785	11,439	14,266	24.7%

(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

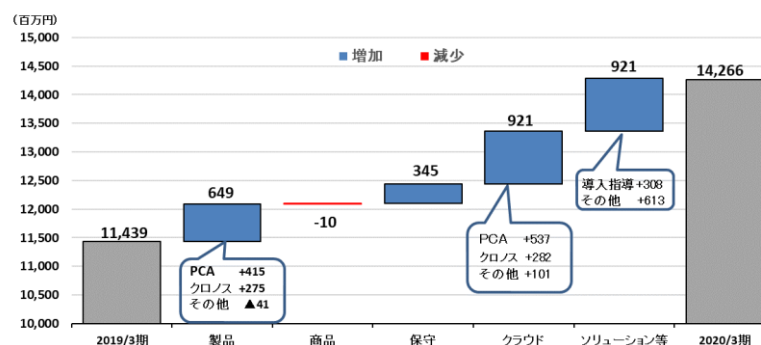
(備考) 商品とソリューション(その他営業収入)のセグメント間の種類別売上高区分は、新基準を2019/3期に遡及して修正

◆就業管理システムも、売上・利益の両面で寄与。

＜クロノス＞

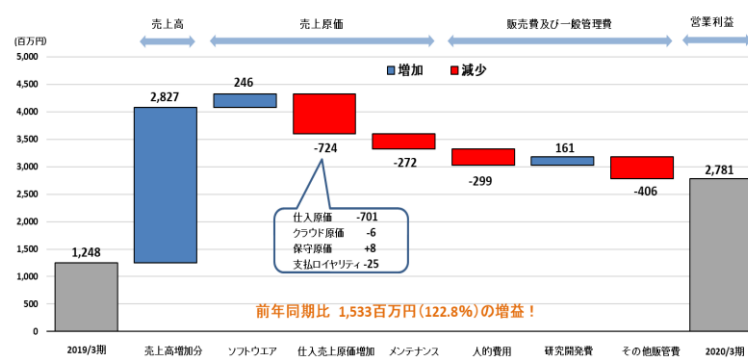
また、働き方改革の追い風もあり、子会社であるクロノスの就業管理システムも大きく貢献した。製品形式では+275 百万円、クラウド形式では+282 百万円の合計+557 百万円の増収となり、グループ全体の増収幅に対して約 20%の寄与となった(図表 20)。

【図表 20】2020/3 期（前期）売上高増減要因（単位：百万円）



(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

【図表 21】2020/3 期（前期）営業利益の増減要因



(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成、一部加筆修正。

◆前期の売上高利益率と販管費率は、大きく改善。

（注 12）ハイパー：PCA Hyper: Dream21 に代わる中堅企業向けの新品ソフト。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。

＜利益＞

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、増収効果が増益に直結した。

利益率が高いと推定されるクラウドや製品の増収寄与が大きかったため（種類別の利益は非開示）、粗利率は 57.0%から 60.3%に 3.3 ポイント上昇した（P23 の図表 18）。増収効果と粗利率の改善により、粗利額は 8,599 百万円と、前年同期比で 32%増加し、2,077 百万円の増益となった。売上原価において、仕入原価やメンテナンス費用の増加を、増収額に対して相対的に抑えたことが粗利の増益要因である。

また、販管費では、ハイパーシリーズ^{注 12}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、研究開発費が減少した（△161 百万円）。一方、

従業員のベースアップなどの人件費増加(+299 百万円)や、広告宣伝費・IT 関連投資(PC の入れ替えや通信環境の整備)などのその他の販管費増(+406 百万円)があり、販管費は前年同期比+543 百万円増、+10.3%増と大幅に上昇した。好業績を背景に、役職員への還元と、将来に向けた投資を積極的に行ったと推測される。但し、大幅な増収の結果、売上高販管費率は46.1%→40.8%と5.3ポイント改善している。

以上により営業利益は、前年同期比 1,533 百万円、122.8%の大幅増益となり、営業利益率も 10.9%→19.5%と8.6ポイントも改善した。

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、前期比で倍増した。

<四半期業績>

◆四半期単位では、9月の特需の駆け込みで、Q2が売上高・利益のピーク。

◆Q3とQ4の売上高は、正常化し増収モメンタムは低下するが、高水準を維持。

◆クラウド売上高は、全四半期とも高い増収率を維持、極めて好調。

◆粗利率は低下傾向だが、約60%前後で安定。

◆第4四半期は、販管費を大きく積み増し減益となるが想定内。

四半期単位で業績を分析すると(P27の図表22)、第1四半期(2019年4月～6月:Q1)の売上高は前年同期比31%の増収で3,073百万円、これに対し第2四半期(同年7月～9月:Q2)の売上高は、同59%の増収で4,095百万円と、伸び率は加速し、金額的にもピークを着けた。その後、第3四半期(2019年10月～12月:Q3)では、売上高は3,538百万円と前年同期比21%の増収、第4四半期(2020年1月～3月:Q4)では売上高3,560百万円と同1%の減収と、モメンタムは低下している。しかし、前年度の下期には既に特需が発生していることを勘案すると、前下期の売上高は高水準を保ったと言える。

なお、売上高の内訳の変化を見ると、クラウドの売上高成長率は、Q1からQ4まで各四半期とも前年同期比で40%近い増加となっており、絶好調が続いている。一方で、製品売上高やソリューション売上高は、Q1からQ2にかけ倍増した後Q3、Q4には正常化するなど、変動が激しく全体の売上高を左右した。

また、粗利率は、Q1からQ4に順に(以下同様)、60.8%→60.4%→60.4%→59.5%と低下傾向だが、60%前後で大きくは変わらなかった。一方、販売管理費は、同順に、1,281百万円→1,291百万円→1,359百万円→1,886百万円と、下期、特にQ4に急増している。この結果、各営業利益は、587百万円→1,185百万円→776百万円→233百万円と減少トレンドとなった。Q4は、前年同期比、あるいはQ2やQ3と比較しても、大幅な減益となっているが、広告宣伝費や人件費(賞与など)を中心に販売管理費が急増したためである。予算通りに経費を執行したが、事前に計画的なコストコントロールが織り込まれていたと思われ、損益的には余裕含みの決算であったと考えられる。

【図表 22】2020/3 期、四半期の業績推移

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	売上高増成比
単位:百万円		2018年4-6月	2019年4-6月	YOY: %	YOY: 百万円	%	%
連結売上		2,349	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	197	102	-4.3	-95	-12.7	-3.3
	保守サービス	788	885	9.9	97	10.8	28.1
	クラウドサービス	844	784	-40.3	-260	-39.9	-24.8
	その他営業収入	511	688	34.7	177	24.4	22.4
粗利		1,287	1,888	45.1	581	-	-
	粗利率(%)	54.9	60.8	6.9	-	-	-
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		97	917.5	917.5	590	-	-
	営業利益率(%)	4.1	29.8	25.7	-	-	-
当期利益		34	945.3	945.3	980	-	-
	当期利益率(%)	1.4	30.8	29.4	-	-	-
第2四半期業績		2019/3第2四半期	2020/3第2四半期	増減率	増減幅	増収寄与率	売上高増成比
単位:百万円		2018年7-9月	2019年7-9月	YOY: %	YOY: 百万円	%	%
連結売上		2,599	4,095	59.4	1,526	100.0	100.0
種類別 売上区分	製品	419	1,180	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	504	-37.4	-219	-14.4	-19.9
	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		181.4	842	421.6	681	-	-
	当期利益率(%)	6.9	20.6	14.3	-	-	-
第3四半期業績		2019/3第3四半期	2020/3第3四半期	増減率	増減幅	増収寄与率	売上高増成比
単位:百万円		2018年10-12月	2019年10-12月	YOY: %	YOY: 百万円	%	%
連結売上		2,821	3,538	21.1	617	100.0	100.0
種類別 売上区分	製品	521	654	25.6	133	21.6	18.5
	商品	269	237	-8.2	-32	-2.6	-6.7
	保守サービス	765	894	16.9	129	20.9	25.3
	クラウドサービス	834	882	36.0	228	37.0	24.4
	その他営業収入	748	890	19.3	144	23.3	25.2
粗利		1,653	2,137	29.3	484	-	-
	粗利率(%)	58.6	60.4	1.8	-	-	-
販売管理費		1,375	1,359	-1.1	-16	-	-
	売上高販管比率(%)	47.1	38.4	-8.6	-	-	-
営業利益		277	778	180.4	500	-	-
	営業利益率(%)	9.5	21.9	12.5	-	-	-
当期利益		176	440	150.6	265	-	-
	当期利益率(%)	6.0	12.4	6.4	-	-	-
第4四半期業績		2019/3第4四半期	2020/3第4四半期	増減率	増減幅	増収寄与率	売上高増成比
単位:百万円		2019年1-3月	2020年1-3月	YOY: %	YOY: 百万円	%	%
連結売上		3,603	3,580	-1.2	-23	100.0	100.0
種類別 売上区分	製品	1,183	670	-43.3	-513	-	-
	商品	109	98	-8.4	-11	-	-
	保守サービス	807	879	8.9	72	-	-
	クラウドサービス	689	944	37.0	255	-	-
	その他営業収入	820	970	18.3	150	-	-
粗利		2,155	2,119	-1.7	-36	-	-
	粗利率(%)	59.8	59.5	-0.3	-	-	-
販売管理費		1,429	1,888	32.0	457	-	-
	売上高販管比率(%)	39.7	53.0	13.3	-	-	-
営業利益		727	233	-68.0	-494	-	-
	営業利益率(%)	20.2	6.5	-13.6	-	-	-
当期利益		535	170	-68.2	-365	-	-
	当期利益率(%)	14.8	4.8	-10.1	-	-	-

(出所) 2020/3 期の各四半期短信より、アルファ・ウイン調査部が作成

◆ ピー・シー・エーの 2021 年 3 月期(今期)業績予想

<今期の戦略>

今期の会社の戦略は、以下の 3 点。

- ・サブスクリプションビジネスの強化・浸透(PCA サブスクの本格的投入)
- ・hyper での中堅市場への再チャレンジ(PCA 会計 hyper 債権管理オプション/ 債務管理オプションをリリース予定)
- ・働き方改革(HR)ソリューションの確立

・取引先である中小企業のデジタル化を支援。

また、取引先の中小企業のデジタルを強力に支援し推進していく考えである。具体的には、テレワークの実現(在宅勤務への対応)や、情報の保存や交換を(紙から)デジタル化し、社会の流れに沿い企業・組織を支えるデジタル基盤を、中小企業に提供することを掲げている。

◆ 今期は、特需の反動から減収減益を予想するが、利益は高水準。

◆ 新型コロナの影響は不透明。利益目標に合わせて、経費をコントロールする意向。

◆ ソリューション、製品（オンプレ）は特需の反動で大幅減収、一方、クラウドは好調を持続し、業績を底支えする見通し。

◆ 減収だが、販管費の増加を見込む。

< 通期業績予想の概要 >

同社は、2021/3 期(今期)の通期業績の予想を発表した。売上高 13,280 百万円(前年同期比△6.9%減、以下同様)、営業利益 2,034 百万円(△26.9%減)、経常利益 2,055 百万円(△26.8%減)、当期純利益 1,358 百万円(△25.2%減)と、前期比で減収減益を予想している(図表 23)。

なお、発表に際して、「第1四半期において新型コロナウイルス感染症による業績への影響を考慮して算定しておりますが、実際の業績は今後様々な要因によって予想数値と異なる結果となる可能性があります。なお、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執行等を促進、或いは抑制する可能性があります。」とし、中間期の予想については、非公表である。

< 通期業績予想の概要(売上高) >

通期の売上高の種類別予想は、P29 の図表 24 の通りである。全体で前期比△986 百万円の減収幅(ネットの金額)が見込まれるうち、ソリューションの減収幅(△812 百万円)が 8 割を占める。これは、特需の反動減による他社製品等の減収を大きく見込んだもので、同様に製品の減収幅(△627 百万円)も 6 割に相当する。保守、商品も減収を見込んでおり、唯一、クラウドの売上高のみ、+645 百万円の増収(前年同期比 19.1%の増)を予想している。全社売上高に対する、「クラウド+保守」の売上高合計であるストック収入比率は、56%と過半を占める見込みである。

< 通期業績予想の概要(利益) >

また、粗利率は前期の 60.3%に対し今期は 60.4%と、ほぼフラットとなる前提である。減収率は 6.9%であるが、販管費は、5,817 百万円から 5,985 百万円へと 168 百万円、2.9%増加する計画である。この結果、販管費率は 40.8%から 45.1%へと 4.3 ポイント悪化し、営業利益率も 19.7%から 15.5%に 4.2 ポイント低下する。営業外損益、特別損益には、大きな計上を見込んではいない。

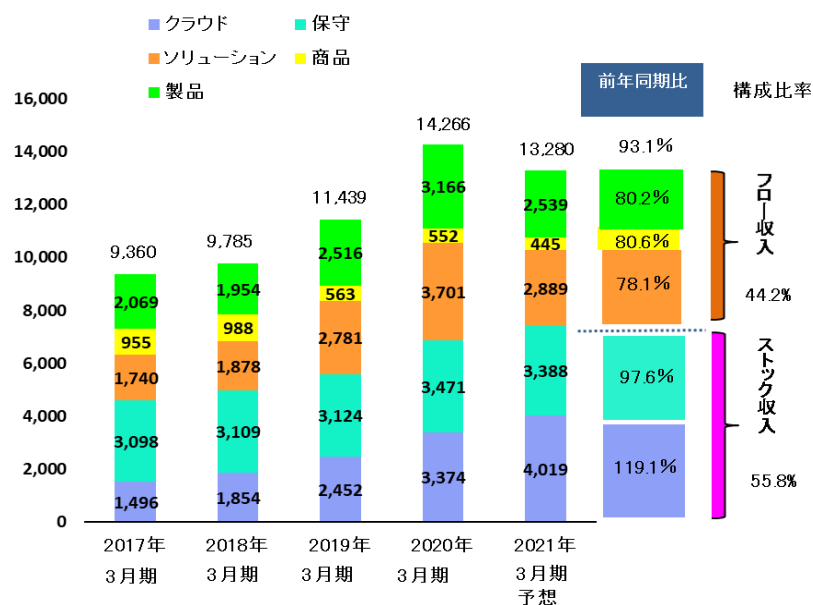
【 図表 23 】 今期の業績予想 (会社計画)

連 結 (単位: 百万円)	2020年3月期 実績	2021年3月期 会社予想	増減額/差	
			増減額/差	増減率%
売上高	14,266	13,280	-986	-6.9%
売上総利益	8,599	8,019	-580	-112.4%
売上高総利益率	60.3%	60.4%	0.1%	—
販売管理費	5,817	5,985	168	2.9%
販管費比率	40.8%	45.1%	4.3%	—
営業利益	2,781	2,034	-747	-26.9%
営業利益率	19.5%	15.3%	-4.2%	—
経常利益	2,808	2,055	-753	-26.8%
経常利益率	19.7%	15.5%	-4.2%	—
親会社株主に帰属する当期純利益	1816	1,358	-458	-25.2%
当期純利益率	12.7%	10.2%	-2.5%	—
1株当たり年間配当金(円)	54	34	-	-

(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

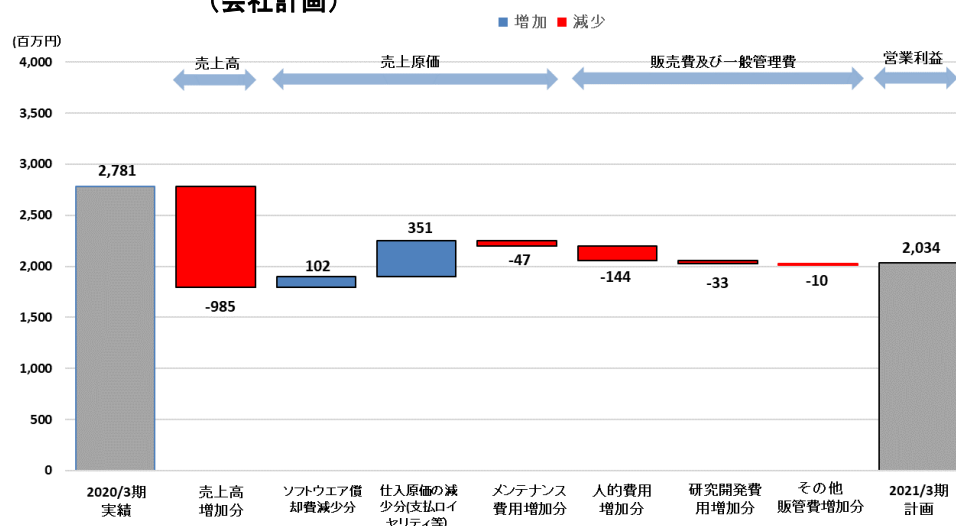
今期連結営業利益の増減益分析(前期比)の見込みは、図表 25 の通りである。支払いロイヤリティやソフトウェアの償却費の減少により、売上原価がネットで 406 百万円減少し増益要因となる。一方、人件費 144 百万円、研究の開発費 33 百万円増などの販管費の増加が 187 百万円の減益要因となる。しかし、減収幅の△986 百万円をカバーできず、747 百万円(前年同期比 26.9%減)の営業減益となる見込みである。

【図表 24】2021/3 期（今期）売上高の増減要因予想
(会社計画)



(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。2019 年 3 月期以降の種類別売上高は新基準を反映。

【図表 25】2021/3 期（今期）営業利益の増減要因予想
(会社計画)



(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 今期の会社計画の利益は、達成可能な範囲内と予想。

- ◆ 足元は、コロナの影響が営業面ではあるものの、第1四半期の売上高・利益では、ほぼ計画線の模様。新型コロナの長期化がリスク要因。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2021 年 3 月期(今期)業績予想

<概要>

アルファ・ウイン調査部は、前期実績と現況を踏まえ、今期の業績予想を更新した(P33 の図表 31)。今期は、10 億円強の特需の反動減に加え、新型コロナウイルスの直接的、間接的影響もあり、一時的に減収減益が避けられないと考えられる。

前回の当調査部予想(2020 年 1 月 31 日レポート発行時)に対して、今回は、今期の売上高・利益予想とも僅かに上方修正した(売上高:前回→今回の順に、12,600 百万円→12,840 百万円、営業利益:2,000 百万円→2,050 百万円)。但し、新型コロナによるリスク、具体的には営業活動の自粛による商談・新商品ローンチ、並びにソフトウェアの更新や導入・指導の中止・延期などを考慮して、各種別売上高を慎重に見直した。その結果、当調査部の売上高予想は、会社予想の 13,280 百万円を 440 百万円(3.3%) 下回る。

これに対し、利益では会社予想の 2,034 百万円をやや上回る水準を予想した。同社のコスト前提が保守的であり、販管費を中心にコストコントロールの余地があると考えられ、同社の予想利益を達成することは可能であると判断している。

クラウドや勤務管理ソフトの伸長が継続しており、製品やソリューションの反動減をある程度カバーできていると考えている。従って過去の特需の反動期と比較し、今回は売上高と利益の減少率は少ないものと思われる。因みに、前回の特需の反動期は、2014/3 期から 2015/3 期にかけて順に、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、最終損益も赤字に転落した。

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、オンプレミス、クラウド(サービス名:クロッシオン)のいずれの形態でも就業管理ソフトの提供が可能であり、前期比 2 割程度の増収を当部では見込んでいる。

<リスク要因>

なお、主なリスク要因は、新型コロナの長期化に伴う、ユーザー企業等の業績低迷による、製品・サービスの買い控え、導入延期などである。足元では、4 月並びに 5 月は、前期の積み残しなどがあり、計画をやや上回る一方、6 月は新型コロナの影響により計画をやや下回る可能性がある。Q1 全体ではほぼ想定線と思われ、また、通期に占める売上高・利益のウエイトは元々低く(過去 3 年の平均で、売上高 21%、営業利益 16%の構成比率)、Q1 の決算にビッグサブライズはないものと考えている。

商談から受注まで、通常数ヶ月程度のタイムラグがあり、新型コロナの影響は Q2 以降、顕在化すると思われる注視する必要がある。

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：2020/3 期実績 143 億円）、純資産配当率 2.5%（同 2.8%）、クラウドユーザー 8 万社（2020 年 3 月末現在で 1.4 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。

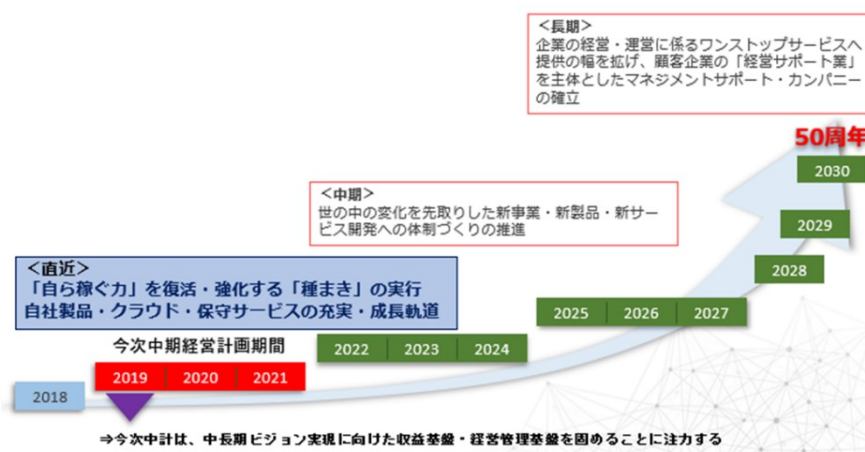
◆ 新中長期経営ビジョン

【PCA Vision 2030 第1ステージ 2021 中期経営計画】

同社では、2030 年に節目となる 50 周年を迎えることから、【新中長期経営ビジョン PCA Vision 2030】を発表した（図表 26）。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。

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。

【図表 26】 新中長期経営ビジョン PCA Vision 2030



（出所）決算説明会資料

（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）

- ◆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、新取締役社長に佐藤文昭氏が昇格し、同社の新体制が発足し同年11月、【PCA Vision 2030 第1ステージ 2021 中期経営計画】を公表した。

第1ステージでは、中期経営計画(2020/3期～2022/3期)における中期基本方針を、「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。

- ◆重点施策を着実に実行中。

なお、現中計における基本戦略と重要施策、並びにその実行状況は以下の通りである(図表 27)。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明確となった。Hyper シリーズの投入、PCA サブスクのサービスイン、新たな KPI や管理制度の導入準備、開発体制の強化など、重点施策を着実に進めている。

【図表 27】中計の基本戦略、重点施策とその実施状況

基本戦略	重点施策	2020/3期	2021/3期	2022/3期
Ⅰ. 主力事業の収益基盤の確立	1. PCAクラウドの強化・拡販→テレワークの需要対応を強化 (1) PCAクラウドを主体としたブランド力向上 (2) Web-API有カパパートナーの開拓連携促進 (3) 職業専門家(士業)チャネルの連携強化 (4) PCAクラウドの機能・サービスの一層強化	実施(プロモ) 実施(プロモ) コンソーシアム 速度改善実施	強化 強化 強化 サービス強化	評価・再強化 評価・再強化 評価・再強化 評価・再強化
	2. オンプレミス事業の強化→PCAサブスクを開始予定(7月) (1) ビジネスモデルの再考(サブスクモデルへの移行) (2) 保守契約更新率、及び業務生産性向上の推進	実施準備 口座引更新	本格導入 強化	サービス強化 強化・拡大
Ⅱ. 新たなビジネスチャンスの創造	(1) 新製品・新事業開発につながるシーズ発掘 (2) 中堅企業支援への再チャレンジ(hyperシリーズ) ⇒新領域を開拓中(HR領域やKeepdataの新サービスなど)	調査・発掘 初リリース	施策導入 リリース	リリース リリース
	Ⅲ. 高収益体質に向けた経営管理基盤の強化	実施・導入 設計・構築 設計・構築 設計・構築	強化(KPI導入) 導入 導入 導入	評価・再強化 評価・改良 評価・改良 評価・改良
Ⅳ. モノづくりの強化	(1) 製品開発力の復活(伝統と革新) (2) 開発部門の組織 ⇒アジャイル開発(小単位に分割し、実装とテストを繰り返してソフトウェアを開発する手法)へのシフト	醸成・準備 醸成・準備	実施 実施	評価・改良 評価・改良

(出所) 決算説明会資料より抜粋し、アルファ・ウイン調査部が加筆し作成。

- ◆現中期計画の最終年度にあたる 2022/3 期の数値目標を大幅に上方修正。

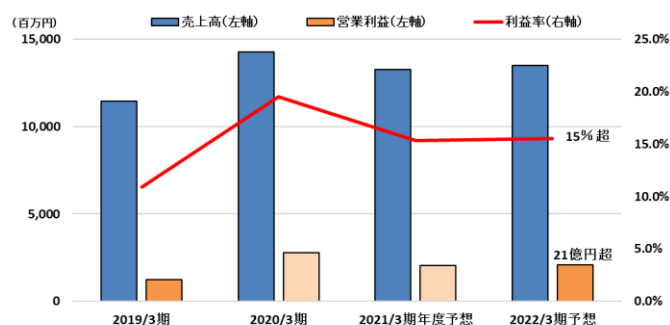
また、前期決算が大幅に超過達成したため、中期計画の最終年度にあたる 2021 年度(2022/3 期)の目標数値を上方修正した(図表 28、P33 の図表 29、30 を参照)。

【図表 28】中期経営計画目標

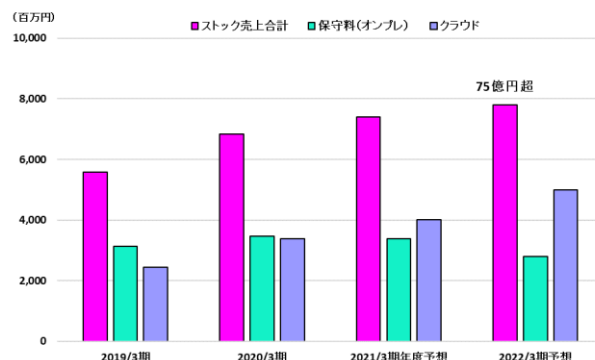
中期計画目標の項目	2019/3期実績	2020/3期実績	2021/3期計画	2022/3期旧計画	2022/3期新計画	新旧差異
・連結売上高	114.39億円	142.66億円	132.80億円	115億円以上	135億円以上	25億円
内、ストックビジネス(保守・クラウド)売上高	55.77億円	68.45億円	74.07億円	60億円達成	75億円達成	15億円
・連結営業利益	12.48億円	27.81億円	20.34億円	15億円以上	21億円以上	6億円
・連結営業利益率	10.90%	19.49%	15.32%	10%以上	15%以上	5%

(出所) 図表 28 から 30 まで決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。計画、及び予想は会社発表。

【図表 29】中期経営計画（連結）の業績予想



【図表 30】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、今期を含む3期間の中期の業績予想を行った(図表 31)。

<来期(2022/3 期)>

新型コロナの影響がある程度は残るリスクを考慮するものの、特需の反動減がなくなり、来期は、2021/3 期の当部予想に対し 5.1%の増収、8.0%前後の増益と当調査部では予想した。当調査部の旧予想に対して、新たな予想を順に、売上高 13,360 百万円→13,500 百万円、営業利益 2,400 百万円→2,215 百万円と修正した。コストの前提や、種類別の売上高伸率と構成比率を再考した(因みに、製品におけるオンプレが PCA サブスクに徐々に切り替わる想定の下、PCA サブスクは製品売上高に区分されると仮定)。

なお、クラウドと就業管理ソフトの成長ポテンシャルは高く、引き続き成長ドライバーとして、先行投資や販促、人件費コストを吸収し、増収増益に寄与すると思われる。

◆今後 3 期間の中期業績を予想。

◆引き続きクラウドと就業管理ソフトが成長ドライバー。2022/3 期以降は、特需の反動減がなくなり、新型コロナの影響も緩和され、再び増収増益トレンドへ。

【図表 31】中期の業績予想

単位: 百万円、%		2019/3期実績	2020/3期実績	2021/3期CE	2021/3期E	2022/3期E	2023/3期E	2020/3期旧E	2021/3期旧E	2022/3期旧E
売上高		11,439	14,266	13,280	12,840	13,500	14,300	14,000	12,600	13,350
製品		2,516	3,166	2,539	2,500	2,550	2,600	3,100	2,350	2,400
商品		563	552	445	440	400	350	570	550	550
保守サービス		3,125	3,471	3,388	3,300	3,200	3,100	3,500	3,550	3,600
クラウドサービス		2,452	3,374	4,019	4,000	4,700	5,500	3,330	3,700	4,200
その他営業収入		2,780	3,701	2,889	2,600	2,650	2,750	3,500	2,450	2,600
売上総利益率		57.0%	60.3%	60.4%	60.4%	60.4%	60.4%	59.3%	56.3%	57.7%
販売費及び一般管理費		5,274	5,817	5,985	5,705	5,940	6,180	5,600	5,100	5,300
(対売上高比)		46.1%	40.8%	45.1%	44.4%	44.0%	43.2%	40.0%	40.5%	39.7%
営業利益		1,248	2,781	2,034	2,050	2,215	2,460	2,700	2,000	2,400
(対売上高比)		10.9%	19.5%	15.3%	16.0%	16.4%	17.2%	19.3%	15.9%	18.0%
経常利益		1,277	2,808	2,055	2,060	2,230	2,470	2,730	2,030	2,430
(対売上高比)		11.2%	19.7%	15.5%	16.0%	16.5%	17.3%	19.5%	16.1%	18.2%
当期純利益		906	1,816	1,358	1,360	1,470	1,630	1,750	1,300	1,550
(対売上高比)		7.9%	12.7%	10.2%	10.6%	10.9%	11.4%	12.5%	10.3%	11.6%
売上高(前期比伸率、以下同様)		16.9%	24.7%	-6.9%	-10.0%	5.1%	5.9%	18.9%	-10.0%	6.0%
製品		28.8%	25.8%	-19.8%	-21.0%	2.0%	2.0%	22.4%	-24.2%	2.1%
商品		3.2%	-2.0%	-19.4%	-20.3%	-9.1%	-12.5%	1.2%	-3.5%	0.0%
保守サービス		0.5%	11.1%	-2.4%	-4.9%	-3.0%	-3.1%	12.0%	1.4%	1.4%
クラウドサービス		32.3%	37.6%	19.1%	18.6%	17.5%	17.0%	34.6%	11.1%	13.5%
その他営業収入		23.6%	33.1%	-21.9%	-29.7%	1.9%	3.8%	15.1%	-30.0%	6.1%
売上総利益率(前期との差異)		2.5%	3.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	4.0%	-2.9%	1.3%
販売費及び一般管理費(伸率)		16.5%	10.3%	2.9%	-1.9%	4.1%	4.0%	6.2%	-8.9%	3.9%
営業利益(伸率)		54.6%	122.8%	-26.9%	-26.3%	8.0%	11.1%	116.3%	-25.9%	20.0%
経常利益(伸率)		53.1%	119.9%	-26.8%	-26.6%	8.3%	10.8%	113.8%	-25.6%	19.7%
当期純利益(伸率)		105.4%	100.4%	-25.2%	-25.1%	8.1%	10.9%	93.2%	-25.7%	19.2%

(出所)アルファ・ウイン調査部が予想し作成(Eは新予想、旧Eは前予想)、CEは会社予想。なお、2020/3 期から、商品とその他営業収入(ソリューション)間で、売上高の計上基準に変更が有り、新基準で遡及して修正(一部の推定を含む)。

◆2023/3 期は、正常化し二桁の増益を予想。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。

◆サブスクリプションビジネスが牽引し、中期の年間利益成長率を 8～10%と予想。

◆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。

＜来々期(2023/3 期)＞

来々期の予想を新たに付け加えた。売上高は 14,300 と 5.9%の増収、営業利益は 2,460 と 11.1%の増益、当期利益は 1,630 と 10.9%の増益、一株当たり 2 円増配の 36 円配当と予想した。新型コロナの影響から正常化し、サブスクリプションビジネスが継続的、かつ安定的に拡大するフェーズにあると、当調査部では考えている。加えて、現在進めている新たなビジネスを軌道化できれば、再び増収増益トレンドが継続できると考えている。

PCA クラウドの伸長率に加え、今後、本格的に展開する PCA サブスク、ハイパー (Hyper)、Keepdata 社のサービスの成否が、業績に影響を与えるものと思われる。

＜経費・利益の前提＞

なお、2022/3 期、2023/3 期の予想に際して粗利率は変わらない前提とし、増収効果と販管費率の低下を中心に考慮した。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は、ある程度のコントロールが可能であると想定している。

また、クラウド売上高のウェイト増に伴うプロダクトミックスの良化や、オンプレミスのサブスクリプション・モデルへのシフト、保守サービスの加入率の上昇は、一層の採算性の(粗利率等の前提を上回る)改善につながる可能性がある。

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リーズナブルな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を一本化することにより、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。

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%まで引きあげてきた。OBC は約 80%、MJS はほぼ 100%の加入率であり、オンプレのストックの加入率は、さらに上昇の余地がある。加入率の上昇も、安定収益源の確保と利益率の向上につながる。

＜中長期利益の成長率＞

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、増収が増益に直結し、増益率は増収率を上回ると思われる。

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 分析結果を、図表 32 に列挙した。

【図表 32】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(サービス面での非価格競争力) ・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(製品面での非価格競争力) ・販売網(自社全国13ヶ所、パートナー2000社)
弱み (Weakness)	・利益率が相対的にやや低い ・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、依然として改善の余地がある ・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 ・競合が激しい(オンプレ製品は成熟化、クラウドビジネスにおける他社の追随) ・新型コロナウイルス感染症の拡大・長期化 ・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。

・クラウドで先行し、高い競争力とトップの実績が強み。同市場は成長ポテンシャルが大きい。

・イベントの前後での事業のボラティリティが高まる。

・非価格競争を志向するが、同業他社との競合状況が注目点。

図表 32 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、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。成長ポテンシャルが大きいクラウドでは先行し、高い競争力とトップの実績は強み。

一方で弱みを補足すると、従来は利益率の長期逡減傾向が見られ収益性の向上が課題であった。これは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)や、収益率の高い保守サービスの契約率が上場他社と比較し低いことが要因であったと推測される。近年、ストックビジネスへの転換を進め収益性の向上が見られるが、依然として改善の余地はある。

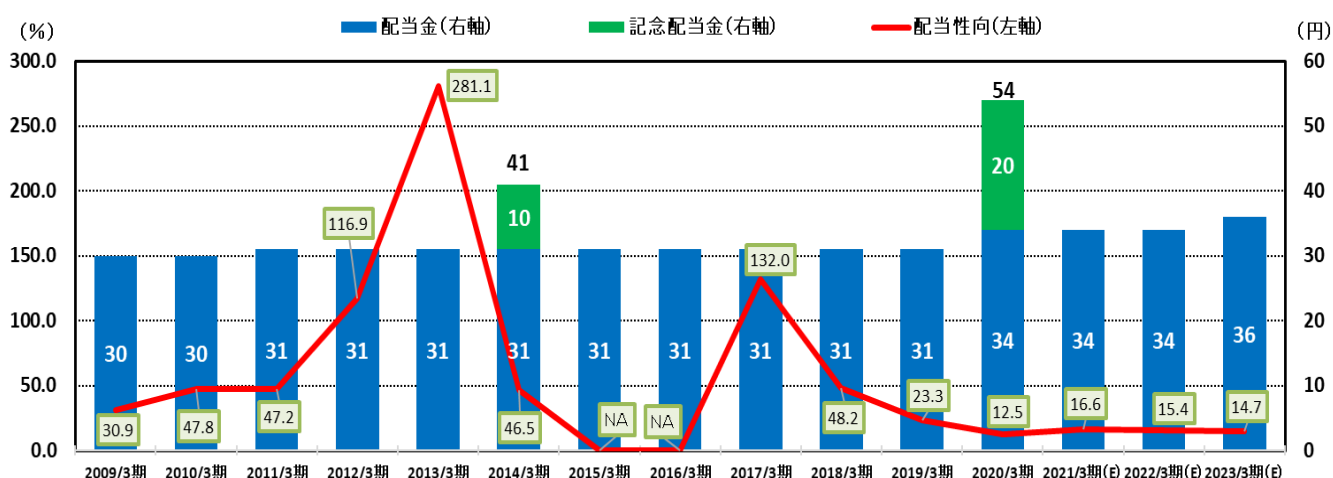
機会あるいは弱み(または脅威)では、過去にも見られたような消費税改正や働き方改革などのイベントがある場合には、その前後で特需が発生し業績のボラティリティが高まる傾向がある。また、先行するクラウドサービスにおいて、同社は製品力やサービス、サポートなどによる非価格競争を志向しているが、同業大手他社の追随や機能を絞った低価格帯のサービス提供業者との競合状況が注目される。

◆ 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(図表 33)。

【図表 33】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(E)は当調査部予想。

2011/3 期以降は記念配当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た。2014/3 期のみ「連結売上 100 億円達成」を記念し、一株当たり 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。

◆ 前期は記念配当と普通配当の増配を実施。

2020/3 期には、記念配当(設立 40 周年記念:1 株当たり 20 円)を含む増配(普通配当は 31 円→34 円に 3 円増配)を行った。

◆ 目標配当性向は 33%、純資産配当率は 2.5%が目標。実績と乖離が大きく、中長期的には増配が余地ある。

目標とする配当性向は 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 期では 19.8%、2021/3 期(会社予想ベース)で 16.7%と未達である。仮に目安となる 33%の配当性向を今期達成するためには、年間 67 円の配当(増配後の普通配当金 34 円を基準としても、33 円もの増配)が必要となる。また、株価 4,610 円(2020 年 6 月 19 日終値、配当金 34 円前提)で計算すると、今期の配当利回りは、約 0.7%となる。

- ◆ 今後の増配や株式分割、自社株買いに期待。

- ◆ 株主優待を含めた実質的な年間利回りは、（最大）約 1.2%。

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、並びに 2019/3 期の各実績では、各 1.9%、1.8%と同社目標値 2.5%を下回っていた。2020/3 期は、記念配当を含む増配により、2.8%とこれを上回った。但し、今期は、計画している 34 円の普通配当のみであれば、再度、未達となろう。

従来と比較し、構造的に利益水準が格段に上昇しており、配当性向や純資産配当率の水準を考慮すると、中期的には、数年間隔で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。株価を 4,610 円とし 100 株保有すると仮定すると、配当 34 円および優待を含めた実質的な年間利回りは、約 1.2%(最大値)となる(図表 34)。同様の条件で実質的な年間利回りは OBC が約 1.3%(優待あり)、MJS は優待制度がなく配当利回りのみで約 1.6%となる。

【図表 34】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	34	1.17
300	500	3,000	34	0.95
500		4,000	34	0.91

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;4,610円（2020年6月19日終値）

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 過去約 4 年では、好業績を背景に、TOPIX を著しくアウトパフォーム。

- ◆ コロナ後も、株価は相対的に堅調。

同社は、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。株価が 4 千円台となりキャッシュリッチであることから、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 の分割が行なわれて以来、株式分割は実施されていない。

◆ 株価水準と株価に影響を与えるファクター

要約のページ(P3 の図表 C)に同社の過去約 4 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 に対し著しくアウトパフォームしている。

特に、2019 年 10 月に業績の大幅な上方修正を発表後、株価は再急騰し 2020 年 1 月 24 日終値では、6,240 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、3 月中旬まで大きく調整したが、4 月 27 日の決算発表後、株価は上昇トレンドに転じ、再び TOPIX を大幅にアウトパフォームしている。

- ・今期、減収減益予想だが、一時的で想定内。
- ・サブスクリプション・モデルへのシフトと、働き方改革の恩恵は、ポジティブ。ディフェンシブな内需成長株。

これは、東証一部上場企業の過半数が新型コロナウイルスの影響を懸念し、2021/3 期(今期)の業績を未定とする中、減収減益予想ながら、底堅い業績予想を発表したことが好感されたと思われる。依然、経済情勢には不透明さが残るものの、同社は基幹(系)業務のパッケージソフトのクラウド化によるストックビジネスの強みと、その成長ポテンシャル、また政府の掲げる働き方改革の恩恵が享受できる内需株として評価されていると推察される。

また、現状では、同社のバリュエーションを東証一部平均と比較することに意味はないため(業績予想を非開示とする企業が多い)、上場している同業他社と主要なバリュエーションと概要の比較を行った(図表 35、及び P40 の図表 37)。

【図表 35】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(6/19終値)	4,610	5,970	2,359
時価総額(百万円)	35,497	481,803	82,108
PER(株価収益率)	22.6	45.1	29.4
PBR(株価純資産倍率)	2.3	3.8	3.8
配当利回り(%)	0.7	0.8	1.6
EV/EBITDA(倍)	8.2	28.2	10.4
PSR(株価売上高倍率)	2.7	15.8	2.3

時価総額=発行済株式総数×株価(6/19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(2021/3期会社予想)

PERの計算に用いたEPSは、全て2021/3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

- ・バリュエーションは、同業他社比較では割安。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があると判断。

同社の今期予想 PER は約 22.5 倍(2021/3 期会社予想 EPS ベース)、当調査部予想では今期 22.6 倍、来期 20.9 倍、来々期 18.8 倍となる。

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、PER や PBR 並びに EV/EBITDA などの主要なバリュエーション指標で低位にあり、割安感がある。

なお、前出のマネーフォワード(TM:3994)やフリー(TM:4478)も上場している同業他社だが、赤字・無配でありバリュエーションの比較対象としては適さない(PSR や PBR では、両社が圧倒的に割高)。

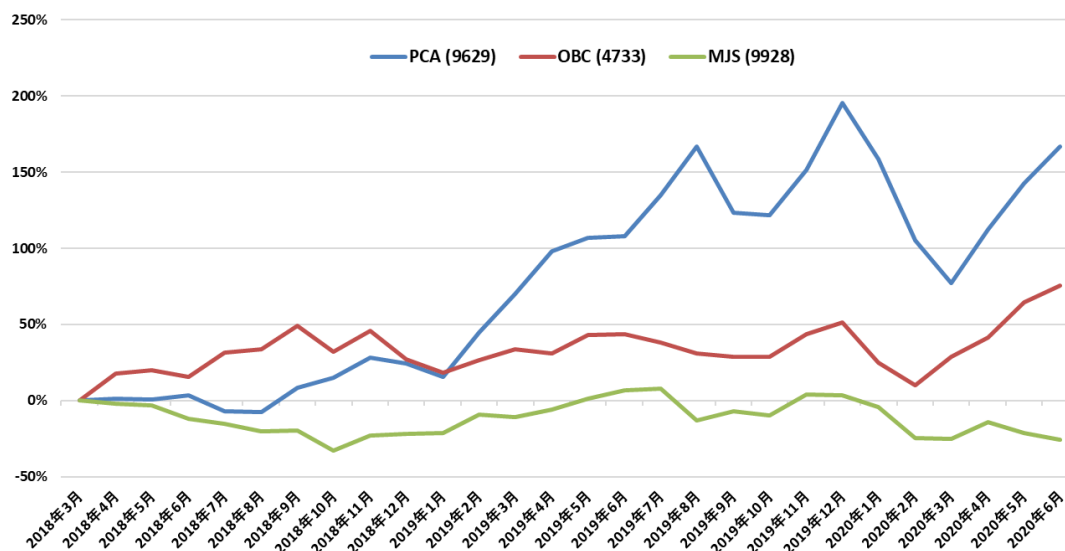
また、来期以降の業績は、新型コロナウイルスの影響が残る可能性があるが、特需による反動減のインパクトが緩和され正常化し、成長軌道に戻るものと思われる。クラウドと勤務管理システムが牽引役となって増収・増益トレンドに回帰すると当調査部では考えている。従って、株価の下値も限定的な展開を予想し、中期的には株価にアップサイドポテンシャルがあると考えられる。

- ◆直近の約2年間の同業他社に対するパフォーマンスは出色。同社株は、同業2社を大幅にアウトパフォーム。

因みに過去約2年間では、同社の株価は約2.5倍となり、同業であるOBC、MJSに対してそれぞれ91%、192%と大幅にアウトパフォームしている(図表36)。

【図表36】株価パフォーマンスの同業他社比較

(備考：2018年3月末時点の株価を、基点のゼロとしてグラフ化。2020年6月19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。

- ◆今期の各四半期業績は、株価の変動要因。

第一の注目点は、今期業績の動向である。前述のように特需効果の反動に加え、新型コロナの影響が売上高に及ぼすインパクトが不透明である。Q1の通期業績に占める割合は低いものの、四半期単位での業績動向によっては、株価にボラティリティが高まり、株価の変動要因となる可能性がある。

- ◆今後は、クラウドビジネスの伸長率、新ビジネスの成否、株主還元策、経営管理システムの導入状況に注目。

中長期的には、①クラウドや働き方改革の動向(クラウドの契約社数や売上高の伸長率など)、②オンプレミスのサブスクリプション化(PCA サブスク)の成否や、③新技術を活用した新製品・新事業開発とビジネス展開が鍵であり(特に買収した Keepdata 社のデータの利活用ビジネスの方向性と業績動向、ハイパーの販売状況等)、それぞれの収益貢献度や競合状況に注目していきたい。

また、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、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、経営管理・収益管理システムの導入と効果もフォローしていきたい。

【図表 37】同業 3 社の概要比較

社名	ピー・シー・エー (PCA)	オービックビジネス コンサルタント(OBC)	ミロク情報サービス(MJS)
コード	9629	4733	9928
特徴	中小企業向けを主とする基幹業務パッケージソフトなどの開発販売、同業界大手。クラウドでは先行。公益法人向けでは業界トップ。	中小企業向け業務パッケージソフトなどの開発・販売、W95/NT等(OS)の導入期に急成長し同業界トップクラスへ。高収益体質、利益金額では同業界最大手。財務会計、給与・人事・就業パッケージソフトでNo.1。	会計事務所向けソフトではシェア25%でトップ、近年、中堅・中小企業向けソフト開発販売などにも注力。売上高では、3社内では最大手。
設立	1980年8月	1980年12月	1977年1月
上場	1994年3月	1999年10月	1992年8月
売上区分・構成(2020/3期)	・ソリューション 25.9% ・保守サービス 24.3% ・クラウドサービス 23.7% ・製品 22.2% ・商品 3.9%	・サービス 58.9% ・プロダクト 41.1% (ソリューションテクノロジー 28.9%) (関連製品 12.2%)	・サービス収入 31.1%(総合保守) ・システム導入契約売上高 63.0% (ソフトウェア 35.0%) (ユースウェア 14.3%) (ハードウェア 13.7%) ・その他 5.9%
販売方法	直販2割、販社・メーカー経由の間接販売8割	販社・メーカー等の間接販売がほぼ100%	直接販売がほぼ100%、一般企業には会計事務所の紹介による直接販売が大半
拠点数	営業所数13ヶ所、販売パートナー2,000社	営業所数13ヶ所、カスタマーサービス要員を配置、販売パートナー3,000社	全国約30の営業・サポート拠点、また会計事務所が販売パートナー(紹介者)
アクティブユーザー数(概数)	20万社	20万社	会計事務所数8,400社 一般企業10万社
アクティブユーザー数に占める保守サービスの加入割合	約70%	約80%	ほぼ100%
経営目標	中計最終年度である2022/3期目標値を引き上げ。目標:売上高135億円以上、連結営業利益21億円以上、連結営業利益率15%以上、ROE10%以上、DOE2.5%以上	中期目標数値は非公表。収益面での指標を重視。売上高を伸ばしながら、営業利益率、経常利益率を維持、若しくは、高めることで高収益企業として成長し続ける。	中計の最終年度となる2021/3期目標数値を、今期業績予想値まで下方修正。中長期ビジョン:既存のERP事業の成長加速、高収益モデルの新規事業を創出、積極的なM&A、BCP、BPR、働き方改革を加速化しサステナビリティを追求する。
経営戦略、重点分野	・主力事業の収益基盤の確立(PCAクラウドの強化・拡張、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基盤の強化 ・モノづくりの強化	コアコンピタンスの強化。以下にフォーカス。 ・企業業務の業務サービス ・中堅及び中規模・小規模企業 ・Microsoftのテクノロジー ・パートナー戦略 ・ブランド戦略 ・クラウドビジネスの推進 ・社員(人材)の確保と育成。	・FinTech分野等の成長分野への戦略投資による事業シナジーの最大化 ・グループの飛躍的な成長、継続的な企業価値向上を実現 ・既存のERP事業の成長を中心に、利益率の高いファイナンス・ネット事業を伸長。
主要な基幹業務ソフトの種類(概数)	・約26種類 (製品名別総数、オプションも含む) ・自社プラットフォームで独自開発	・主力の専行シリーズ12種類、 ・他のソフトを含めた製品別総数は約60~80種類 ・オンプレ・クラウドともマイクロソフトのプラットフォームにフォーカスして開発	・会計事務所向けには1モジュール ・一般企業向けには6モジュール (各モジュール内に複数の業務種類別ソフトウェアがある)
売上(百万円) 2021/3期会社予想	13,280	30,500	36,000
粗利率(%) 2020/3期実績	60.3	82.5	63.6
営業利益(百万円) 予想	2,034	12,700	3,580
営業利益率(%) 予想	15.3	41.6	9.9
EPS(会社予想)2021/3期、前期比(%)	-25.2	-8.0	27.2
純資産配当率(%) 実績	2.8	3.2	6.3
過去10年売上成長率 (2021年3期会社計画/2011年3月期:%)	115.4	77.2	88.4
同営業利益成長率(同上)	196.5	58.2	347.1
自己資本比率(%) 実績	59.3	82.8	49.6
全グループ正規従業員数(人) 実績	524	842	1,640
同従業員一人当たりの売上高(百万円/人)	25.3	36.2	22.0
同従業員一人当たりの営業利益(百万円/人)	3.9	15.1	2.2
ROE(%) 2020/3期実績 A=B*C*D	14.3	8.5	9.9
売上高当期利益率(当期/売上高:%) B	12.7	33.1	5.2
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) C	0.7	0.2	0.9
財務レバレッジ (総資産平均/自己資本平均:倍) D	1.7	1.2	2.1
ROA(経常利益/総資産:%) E=F*G	13.0	9.9	13.9
売上高経常利益率(%) 同実績 F	19.7	46.7	15.0
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) G	0.7	0.2	0.9

斜線は、2021/3期会社予想数値、他は2020/3期実績値

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成