

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：2020/11/24

● 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、同業界では専業大手である。
- ・同社は 1980 年に創業され、以来、主に中小企業向けにソフトウェアをオンプレミスやクラウドにて提供している。基幹業務の高度な自動化を実現するソフトウェアの提供を核に、企業の円滑な経営・運営をサポートする「マネジメントサポート・カンパニー」として社会に貢献することを使命としている。

業績動向

- ・同社の今上期業績(2021/3 期第 2 四半期・連結累計、H1)は、前年同期の特需(消費税改正、Windows7 のサポート終了対応などの前倒し需要)の反動により、売上高は 5,980 百万円(前年同期比 16.6%の減収)、営業利益は 938 百万円(同 47.0%の減益)と、2 桁の減収減益となった。同社は上期の業績予想を非開示としていたが、想定をやや上回ったと推測される。コロナ禍にあっても、成長ドライバーであるクラウドと保守の売上高が続伸し、ストック売上高の構成比率は 62.3%と過去最高水準となった。
- ・また、同社は、今期(2021/3 期)の期初予想である、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)を据え置いた。今期は、前期の特需の反動による減収と、将来の成長に向けた投資コストの増加のため、減収減益を予想している。但し、前回の特需の反動期ほどの業績悪化(前回は赤字に転落)は見られず、また今回の特需発生前である前々期(2019/3 期)と比較しても、売上高、並びに利益水準は高い(いずれも前期に次ぐ歴代 2 位の水準)。一過性の特需部分を除けば、順調に増収増益トレンドを描いていると判断される。

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、先行し優位性がある。市場が急成長しているクラウドサービスでは、業界トップを快走中である。今後は、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引き続き注目していきたい。
- ・専業者として得意分野に経営資源を集中し、税制・制度変更等の幅広いニーズに対応した商品開発やサービス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。
- ・課題は、人材の確保と、Keepdata 社、ドリームホップ社や新規ビジネス(PCA サブスク、Hyper 等)を軌道に乗せることである。今年 10 月にも、ストレスチェックサービスを提供する株式会社ドリームホップを、約 108 百万円で買収した。これは HR(ヒューマンリソース)領域を拡大したい同社の戦略に沿ったものではあるが、小規模企業で赤字を計上しており、今後の事業展開、業績面でのシナジー効果を見極めたい。なお、買収後の個々の企業の業績は非開示であるため、連結と単独の業績差異により連結対象子会社群の業況をフォローしていきたい。

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が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家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。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。

・中計の最終年度である 2022/3 期の連結数値目標を、同社は既に上方修正している(目標値:売上高 135 億円、内ストックビジネス売上高 75 億円、営業利益 21 億円、営業利益率 15%)。今後、目標値を下限として、これを上回るべく業容の拡大を図っていく方針である

アルファ・ウイン調査部の業績予想

- ・特需の反動減や新型コロナの影響は見通しにくく、短期的には、商談や新サービスの延期や、同社のユーザーである中小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あった。当調査部ではリスクを勘案し、今期の売上高予想については会社計画をやや下回る水準で予想していた。
- ・今期は一時的な減収減益が避けられないものの、コロナの影響が想定ほどではなく、上期決算は売上高・利益ともに、当調査部の事前予想を上回る水準で着地した。ストックビジネスが継続的に拡大しており、サブスクリプションビジネスへのシフト効果や経営体質の改善が進んでいる。また、下期の売上高(クラウドや保守)やコスト前提は保守的と思われ、当調査部では通期の業績予想を上方修正した。
- ・なお、来期以降も新型コロナの影響は残ると考えられるが徐々に正常化し、増収増益基調に戻ると思われる。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。2018 年後半以降、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、東証一部の平均値や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こと、今期の会社予想利益は保守的であり達成確度が高いと思われること、増配や株式分割など株主還元強化の余地が大きいこと、引き続きクラウドビジネスが成長ドライバーとなり中長期的に堅調な業績が見込まれることから、株価のアップサイドは依然としてあると考えている。

株主還元

- ・同社は、これまで継続的な安定配当(配当性向 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、配当利回りは、前期基準で 1.2%、今期基準では 0.8%となる。現状では配当水準や純資産配当率など、同社の目標を大きく下回る見込みであることから、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	13,350	-6.4	2,150	-22.7	2,170	-22.7	1,430	-21.3	214.88	2,188.29	34.00
2022/3	E	14,000	4.9	2,280	6.0	2,300	6.0	1,520	6.3	228.41	2,382.70	34.00
2023/3	E	14,650	4.6	2,600	14.0	2,620	13.9	1,700	11.8	255.45	2,604.15	36.00
2020/3	Q1	3,073	31.0	587	917.5	598	754.6	364	945.3	54.76	1,848.46	—
2021/3	Q1	2,789	-9.2	465	-20.7	471	-21.2	272	-25.1	40.99	2,029.56	—
2020/3	Q2	4,097	59.4	1,184	535.5	1,192	501.6	814	404.8	122.28	2,027.42	—
2021/3	Q2	3,191	-22.1	473	-60.1	488	-59.0	317	-61.1	47.58	2,108.24	—
2020/3	H1	7,169	45.8	1,771	625.8	1,789	567.7	1,177	500.8	177.04	2,027.42	—
2021/3	H1	5,980	-16.6	938	-47.0	959	-46.4	589	-50.0	88.57	2,108.24	—
2020/3	H2	7,096	8.8	1,010	0.6	1,018	1.0	638	-10.0	95.88	2,027.42	—
2021/3	H2 CE	7,299	2.9	1,095	8.4	1,095	7.6	768	20.4	116.13	—	—

(備考) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q1：4-6月決算、Q2：7-9月決算、H1:4-9月決算、H2：10-3月決算

(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	2020/11/20	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	4,430	前期実績	16.2	2.2	1.2%	19.8%
発行済株式数 (千株)	7,700	今期予想	20.6	2.0	0.8%	15.8%
時価総額 (百万円)	34,111	来期予想	19.4	1.9	0.8%	14.9%
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 ピー・シー・エー 】 図表C



ディスクレマー

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

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。(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/>)にてご覧ください。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。 PFV20201124-2000

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 1: 新型コロナウイルス感染症の影響と同社の対策	P12
トピック 2: 株式会社ドリームホップの買収と HR(ヒューマンリソース) 領域への展開	P13
3. 株主構成	P14
上位株主構成	P14
4. ESG	P16
環境対応 (Environment)、社会的責任 (Society)、企業統治 (Governance)	P16
5. 成長の軌跡	P17
沿革	P17
過去の業績推移	P17
6. 業界環境	P20
基幹業務ソフトウェア市場の動向	P20
ユーザーである中小企業の最近の動向	P21
同業他社比較	P21
7. 上期の実績と通期の見通し	P24
2021 年 3 月期・第 2 四半期累計 (上期)・連結決算	P24
ピー・シー・エーによる 2021 年 3 月通期業績予想	P28
アルファ・ウイン調査部による 2021 年 3 月通期業績予想	P30
8. 成長戦略	P33
目標となる経営指標と重点分野	P33
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】	P33
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	P36
株価水準と株価に影響を与えるファクター	P38

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 9 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。(参考までに、最終ページに各社の HP アドレスを掲載)

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(2020/3 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

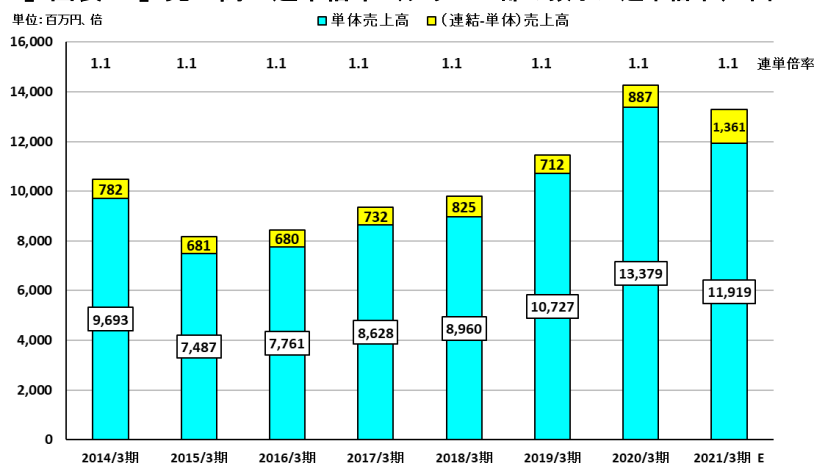
システム」(電子カルテなど医療事務用コンピュータソフトウェアの開発及び販売)を、不採算事業のため 2019 年 2 月に売却し、事業ポートフォリオの再構築も進めている。

- ◆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)。

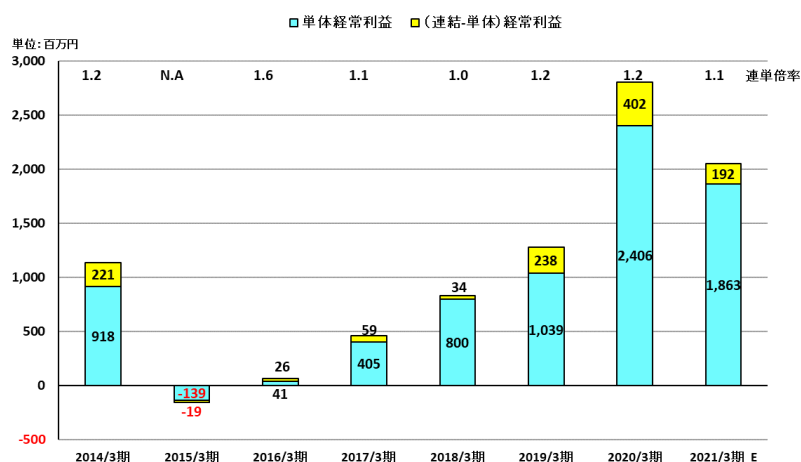
子会社の中では、働き方改革の恩恵もあり、クロノス社の業績寄与が大きいと推察される。クロノス社の売上高実績は、2013/3 期 5 億円、2017/3 期 10 億円、2019/3 期 15 億円、2020/3 期 21 億円と好調に推移し、またクロノス社は 2025/3 期の目標売上高を 40 億円(クロノス社の旧 HP より)としている。利益は非公表であるが、ケーイーシーと並んで黒字で連結利益に貢献していると思われる。

【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)



(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。

【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)



- ◆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、同社の創業者の有志 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 133 億円 (今期会社計画)、総資産 226 億円、時価総額 367 億円に対し、現預金が 110 億円 (いずれも 2020 年 9 月末時点) と豊富である。

フリーキャッシュフロー (FCF) は、一時期を除いてプラスで推移しており、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 62.0%、流動比率 267% など財務比率も安全性が高い (2020 年 9 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	2020/9期 (今上期)	2019/9期 (前上期)
営業CF ①	627	488	141	847	1,048	547	1,427	1,533	1,270	2,141	3,328	487	1,402
投資活動によるCF ②	-405	-127	185	-407	-750	-606	-627	-395	1,715	-80	-719	163	-2
財務活動によるCF	-207	-210	-205	-215	-216	-284	-214	-215	-216	-572	-225	-377	-225
FCF (①+②)	222	361	326	440	299	-60	800	1,137	2,985	2,061	2,609	650	1,400
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	10,991	9,505

(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 27 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 27 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。

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

◆信頼性や実績が求められ、参入障壁は高い。

◆売上高のセグメントは、5 区分。ストックビジネスに注力。

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。

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が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

事業セグメントは単一であり、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:ソリューション等)の 5 つの売上が開示されている(図表 4、P10 の図表 5)。なお、種類別の損益は非開示である。

【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)			2021/3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)	3,166	22.2	70%前後	727	12.2	
商品	他社製品の転売などの販売	552	3.9	40%前後	175	2.9	
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%	1,777	29.7	
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	3,374	23.7	60~70%	1,949	32.6	
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	1,350	22.6	
合計、及び平均		14,266	100.0	実績 60.3%	5,980	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。

(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。

◆クラウドサービスと保守サービスを合わせたストックビジネスが、全売上高の約 6 割。

近年、パッケージソフトウェアのクラウドによる提供により同サービスが、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。2021/3 期上期では、クラウドサービス売上高が続伸し、保守サービスの売上高を抜き、売上区分では初めて最大となった。粗利率と継続率が共に高いストック収入(クラウドと保守サービスとの合計)が、売上構成で全体の約 6 割を占め、経営と利益の安定性に厚みを持たせている。

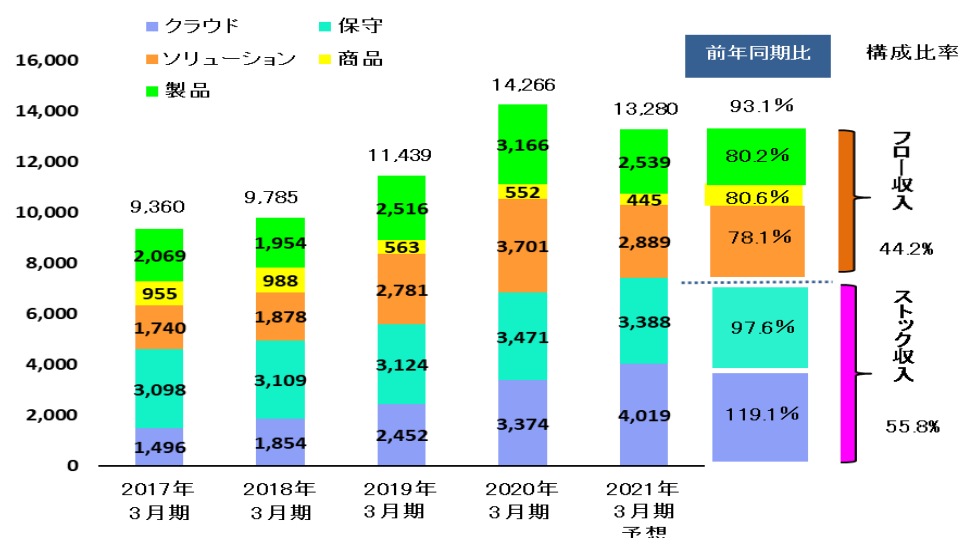
連結ベースでは、ソフトウェアの業務種類別の売上構成比は開示されていないが、最大の会計で 15%前後と推定される。以下順に、販売管理・仕入在庫管理、給与・人事と分散化されている。

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と推測される。

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、予想は会社計画
 (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。

◆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。

◆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。

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。

・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。

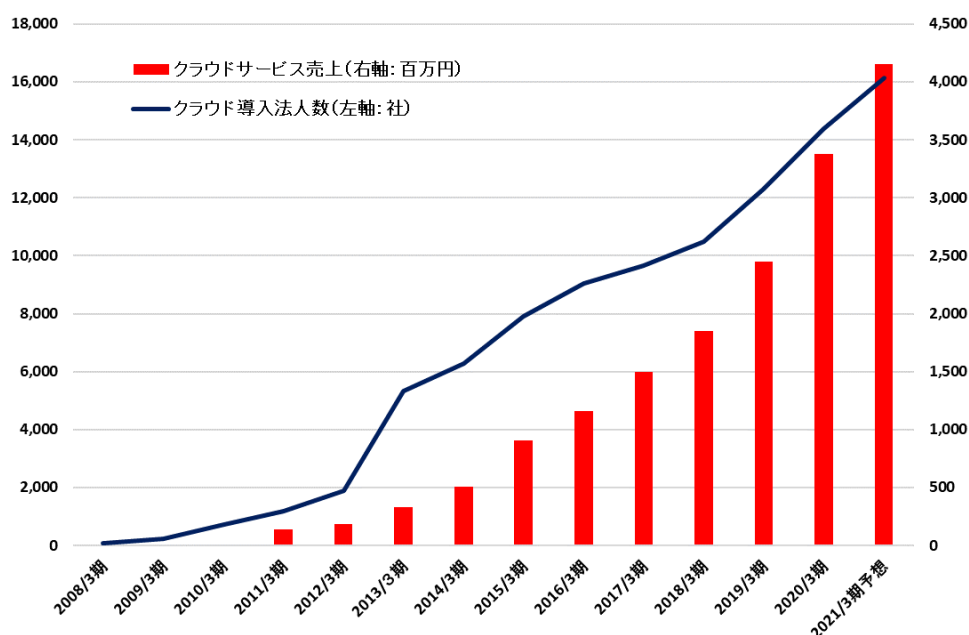
（注 6）Kintone：サイボウズが提供している、web データベース型の業務アプリ構築クラウドサービス。システム作成や他システムとの連携が容易に可能となる。

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 2020 年 9 月末時点で、1.5 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収益源になっていること
- ・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

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（図表 6）。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、予想は当調査部

(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。

◆ 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。

◆ 新ビジネスである PCA サブスクは、約2ヶ月遅れてスタート。

(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1: 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、iPhone 等の通信端末を全従業員へ貸与、在宅準備金や在宅勤務手当を支給するなど、通信インフラや在宅環境を整え、現在、約 7 割の役職員が在宅勤務している。コールセンターの在宅対応も可能にし、ユーザーサポート体制も強化した。基幹業務ソフトのサービス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、オンライン商談への切り替えを進めた。但し、最近では、徐々に対面営業も併用しつつある。

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、新型コロナの影響を鑑みて7月1日に遅らせた。また、中堅企業向けの新製品であるハイパーシリーズ(後述、P33)についてもローンチは予定通り行ったものの、拡販ペースが遅れている模様である。

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

◆ トピック 2: 株式会社ドリームホップの買収と HR(ヒューマンリソース)領域への展開

◆ ストレスチェックサービスを主力とするドリームホップ社を買収。HR分野を拡大する方針。

(注 9) 労働安全衛生法の改正によって 2015 年 12 月以降、50 人以上の事業所において従業員に対するストレスチェックの実施が義務化された。

◆ 既存の HR 分野とのシナジーを期待。

同社は、今年 10 月に株式会社ドリームホップ(以下、ドリーム社、本社：東京都新宿区、新社長：棕野俊之氏、設立：2005 年 6 月、増資後の資本金：56.5 百万円、従業員数：20 名弱)を約 108 百万円で買収し、完全子会社化した。ドリーム社は、ストレスチェックサービス^{注 9}を中心に、メンタルヘルス領域や健康経営領域に関するサービスや、事業運営を行う専門の小規模企業である。ドリーム社は、独自のプログラムとノウハウを持ち、ユーザーである企業に代わって業務を行う。なお、同社も以前から顧客としてドリーム社のサービス提供を受け、また協業関係にもあった。

同社はグループ内で、HR(ヒューマンリソース)領域ソリューションとして、PCA 給与や PCA 人事管理シリーズ、さらに、子会社であるクロノスが展開する就業管理システムクロノスを、既にラインナップして保有している。マネジメントサポート・カンパニーとして持続的な成長を実現するためには、HR 領域ソリューションの強化が急務と判断し、また取引先の開拓・拡大やクロスセル・アップセルなどのシナジー効果が見込まれることから、今回ドリーム社の買収を決定した。現在のコロナ禍では労働環境が大きく変化し、従業員のメンタルケアが不可欠となっており、HR 領域ソリューションの中でも重要な領域であると同社は判断している。

リリースで開示されているドリーム社の業績は、図表 7 の通りである。直近の 2020/5 期では、売上高 129 百万円(前期比 16.5%増収)、当期純損失△38 百万円(前期+0.2 百万円の黒字)と増収ながらも赤字を計上し、△20 百万円の債務超過となっている。財務内容や売上高とのバランスから判断すると、買収金額はやや高め(PSR:0.84 倍)と思われ、のれん代が 1.5~2 億円程度発生すると推定される(当調査部ののれん代の前提、償却期間:5 年、償却金額 175 百万円)。

◆ ドリームホップ社は、赤字・債務超過、連結対象に。

今期から連結対象子会社に該当すると思われるが、10 月下旬に買収したため今期の業績に与える影響は限定的と推測される(ドリーム社の今期の業績見通しは非公表)。来期以降はフルに連結に取り込まれることから、ドリーム社の業績動向と、のれんの償却も含め連結業績へのインパクトを確認していきたい。

【図表 7】ドリームホップ社の業績推移 単位未満は四捨五入

単位: 百万円	2018/5期	2019/5期	2020/5期
売上高	104	111	129
営業利益	2	4	-39
当期利益	0	0	-38
純資産	17	18	-20
総資産	102	86	74
1株当たり純資産(円)	10,507	10,645	-12,383

(出所) ニュースリリースより、アルファ・ウイン調査部が作成

3. 株主構成

◆ 上位株主構成

2020 年 9 月末時点の大株主は、P15 の図表 8 の通り。2020 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、変動している。

筆頭株主は変わらず、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）の資産管理会社である株式会社 Kawashima（以下、Kawashima）である。

一方、第 2 位株主（自社株を除く順位、以下同様）の MSIP CLIENT SECURITIES や、第 4、5、6、10 位の大株主にはカストディアンが名を連ねている。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（株式の売買により株数や株主順位は、変動しやすい）。

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。

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、段階的に売却している。

以下、補足。

・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、インセンティブ・プランを導入した上で従業員持株会に売却している。今後も役職員報酬としての活用や、提携や買収の際に株式交換などによる活用もありえよう。

・第 3 位株主のオービックビジネスコンサルタント(OBC)は、競合相手であり商取引はない。また、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 7 位株主のロジックシステムズの保有目的も不明。

・第 8 位株主である従業員持株会は、近年株価の上昇に伴い株式を売却し、保有割合は下がってきた。

・第 9 位株主のナゴヤピーシーエーは、ソフトウェア開発（「商魂」等の同社製品）の委託先。

◆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。

◆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。

◆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	2020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	2,735	41.11	1
PCA株式会社(自己株式)	848	848	848	849	1,049	1,045	1,045	13.57	—
MSIP CLIENT SECURITIES						295	294	4.43	2
株式会社オービックビジネスコンサルタント	254	254	254	254	254	254	254	3.82	3
JP MORGAN CHASE BANK 385632							205	3.09	4
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)							148	2.23	5
JP MORGAN LUXEMBOURG S.A. 1300000							131	1.97	6
株式会社ロジックシステムズ	114	114	114	114	114	114	114	1.71	7
ビー・シー・エー従業員持株会	110	119	127	127	135	100	101	1.52	8
ナゴヤビーシーエー株式会社		100	100	100	100	100	100	1.50	9
MSCO CUSTOMER SECURITIES							90	1.36	10
クレディ・スイス証券株式会社						472			
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)						89			
SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT						87			
株式会社応用システム研究所			86	86		86			
株式会社みずほ銀行	121	121	121	121	121				
BNYM SANV 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％：発行済株式数比	11.0	11.0	11.1	11.0	13.6	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

◆安全確保と業務推進のためリモートワークにシフト、各種のコロナ対策を実施。

ESGに関しては、今期に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。コロナ禍において、リモートワークを推進し、従業員並びに取引先の安全確保と円滑な業務推進、取引先のサポートに努めている。

◆ 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）。

◆障害者支援や IT 人材の発掘・育成支援に対し積極的。

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。

◆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。

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 9 月末時点では、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。

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 10) 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^{#10})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、P18 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。

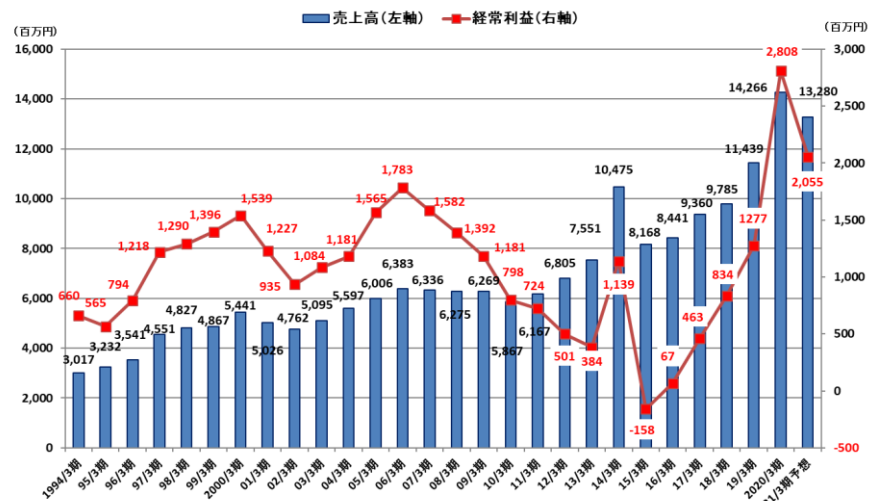
・2007/3 期から 2010/3 期まで 4 期連続の減収および、2007/3 期から 2013/3 期までの 7 期連続の減益は、リーマンショック後の景気の低迷などによる需要の低下や、人件費・研究開発費・販売促進費の上昇、及び競争の激化による採算の悪化が背景にある。

・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

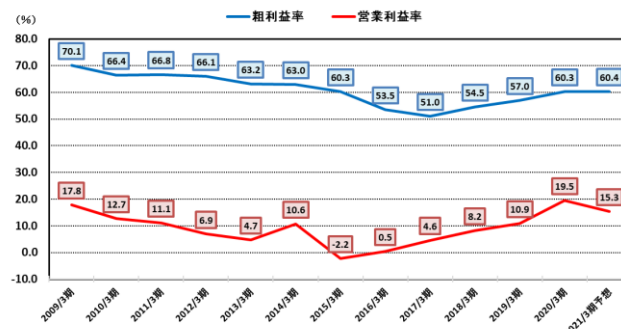
(注 11) ERP (統合型基幹業務システム) : エンタープライズ・リソース・プランニング (企業情報計画) の略。企業の基幹情報を統合し、リアルタイムに処理、効率良く全体最適化を行う経営概念。基幹系システムをまとめた IT ソリューションソフトとして提供されている。

◆2006/3 期に営業利益、及び経常利益は、当時の最高益を計上。

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 11 (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、長らく通減傾向にあった (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。

◆ 2020/3 期は、過去最高売上高と利益を更新。

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(前期)も上期を中心に特需が継続し、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	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							
01/3期	-	5,026	-	1,224	-	1,227	-	695	-	-	-	-	-	-	-	-
02/3期	5,634	4,782	-	925	1,215	935	-	533	-15.6%	-	-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	6,670	6,383	-	1,747	1,783	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	6,166	878	686	827	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	4.6%	-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	9,876	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	14,266	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

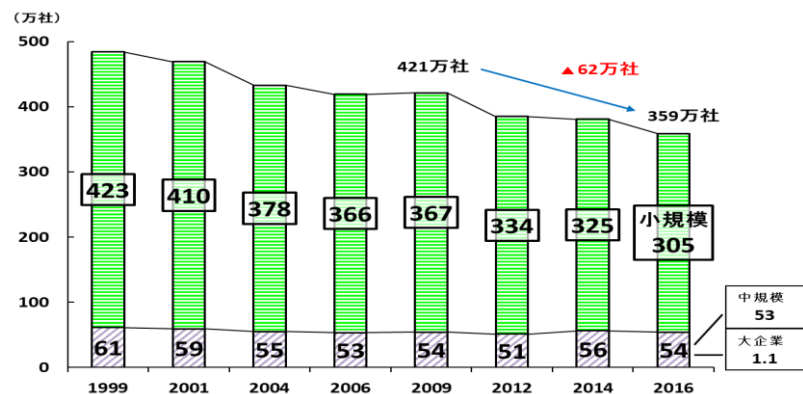
◆基幹業務ソフトウェア市場の動向

- ◆ユーザーとなる日本の中小企業数は、減少トレンド。

（注 12）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 12}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

- ◆基幹業務用ソフトの市場規模は中長期的に堅調に推移する見込み。

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。

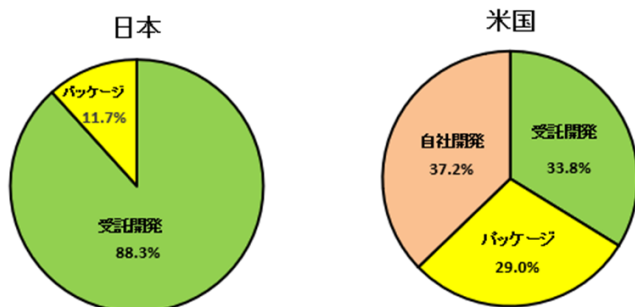
- ◆基幹業務ソフト市場は、安定成長。オンプレミスからクラウドに移行。

- ◆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。

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、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)

◆マインドは僅かに改善しつつあるが、中小企業を取り巻く経済環境は依然厳しい。

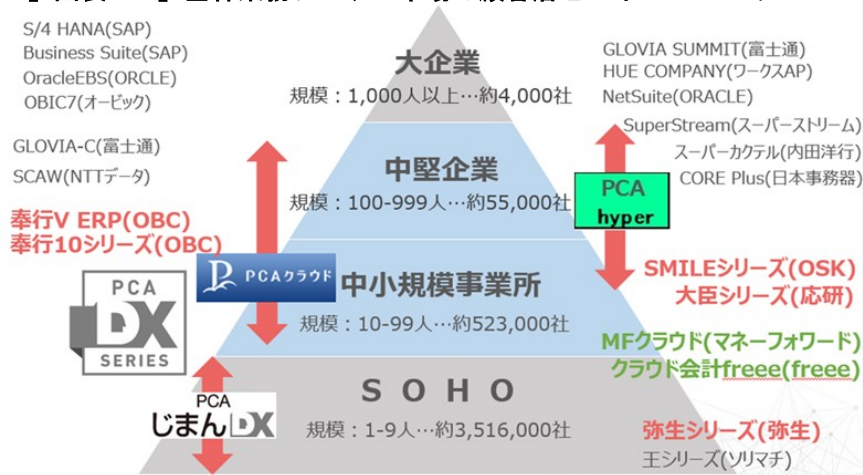
◆ユーザーである中小企業の最近の動向

2020 年 9 月調査の日銀短観では、2020 年度の中小企業(全産業ベース)によるソフトウェア投資額(計画)は、前回の 6 月調査よりも 0.5 ポイント改善し、前年度比+2.8%(うち製造業△9.9%、非製造業+8.4%、△は本レポートではマイナスの意味)と増加する見込みである。また、中小企業の業況判断は、2020 年 6 月の調査から 9 月にかけて、「最近」については若干の改善はみられるものの、製造業では△44、非製造業では△22、「先行き」についてもそれぞれ△38、△27 と厳しい業況が続いている。

◆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。

＜上場大手 3 社＞

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が同社とほぼ同じであり、最大のライバルである。また、未上場企業では弥生 (オリックスの子会社)、応研 (独立系)、OSK (大塚商会の子会社) などが直接の競合先である。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 8,950 円 (11 月 20 日終値) で時価総額 2,118 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。

＜フリー (freee、東証マザーズ：4478)＞

- ・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 8,900 円 (11 月 20 日終値) で時価総額 4,319 億円
- ・2021 年 6 月期: 会社予想売上高 9,657 百万円、同調整後営業利益 △2,212 百万円 (調整後営業利益 = 営業利益 + 株式報酬 + M&A により生じた無形資産の償却費用 + その他一時費用)、無配。

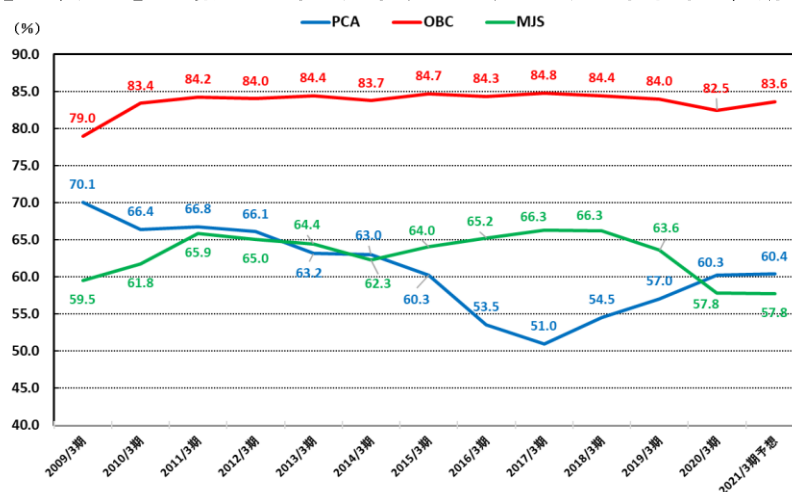
上場大手 3 社 (同社、OBC、MJS) の粗利率、営業利益率の長期的な推移を比較したものが P23 の図表 15、及び図表 16 である。同社と比較すると OBC 及び MJS は両比率とも安定しており、スケールメリット (OBC や MJS は、それぞれ同社売上高の約 2.3 倍、2.5 倍、営業利益もそれぞれ約 6.2 倍、約 2.2 倍、今期会社予想基準) や効率性の差異、売上構成の相違が背景にあるものと思われる。

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。

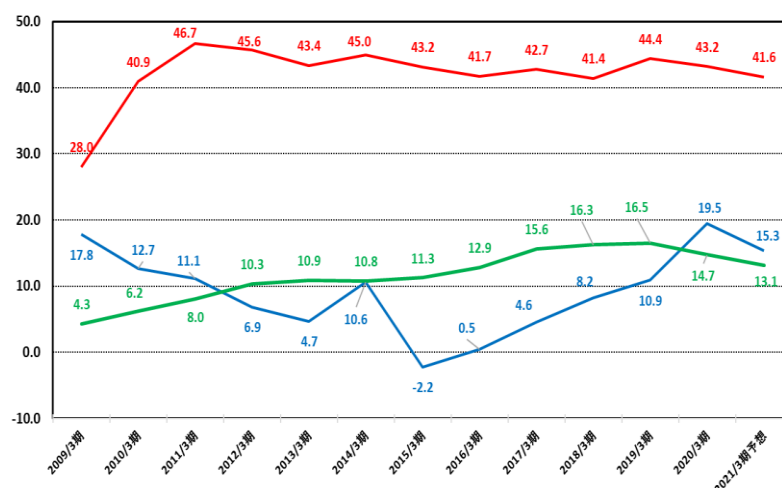
同様に同社の ROA、ROE の推移を示した P23 の図表 17 を見ると、近年急回復し、収益力に加えて資産効率の向上も著しく、直近期では 3 社内ではトップクラスの水準である。(2020/3 期実績は ROA:ROE の順に、PCA 13.0%:14.3% に対し、OBC 9.9%:8.5%、MJS 13.9%:9.9%)

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

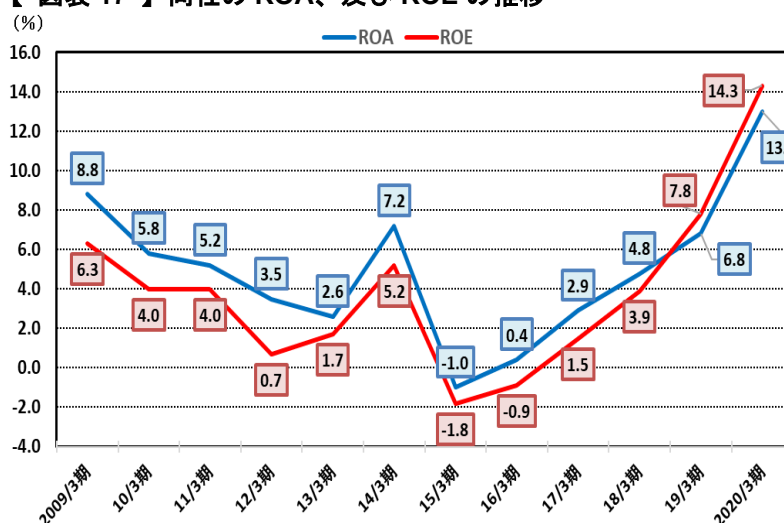
【図表 15】上場大手 3 社（同社、OBC、MJS）の粗利率の長期的な推移



【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. 上期の実績と今期の見通し

◆ 2021 年 3 月期・第 2 四半期累計(上期)・連結決算

<上期概要>

- ◆ 前期には 2 大特需(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)の効果があり、今上期はその反動から減収減益。但し、想定範囲内でありサプライズはない。

2021/3 期上期連結業績は、売上高 5,980 百万円(前年同期比 16.6%減)、営業利益 938 百万円(同 47.0%減)、経常利益 959 百万円(同 46.4%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 589 百万円(同 50.0%減、以下、当期利益)と大幅な減収減益となった(図表 18)。前期では、特需効果(上期を中心に推定 10~12 億円)により過去最高売上高と利益を更新したが、今期はその反動減によるもので、ある程度想定された範囲内であり、上期決算にネガティブサプライズはない。

なお、新型コロナの影響で、期初に同社は上期の業績予想を非開示としたが、売上高・利益とも内部計画値を達成、あるいは若干上回ったと推測される。また、特需効果がなかった前々期の上期と比較してみると、21.6%の増収、284.4%の営業増益となる。長期間にわたる過去の上期の業績と比較すると、その水準は高いと言える。同社の通期予想に対する達成率は、売上高で 45.0%、営業利益で 46.1%となり、近年の実績値と比較しても遜色ない。

【図表 18】2021/3 期上期業績 (単位：百万円、%)

上期業績		2020/3上期会社	2021/3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		2019/4-9月	2020/4-9月	YOY: %	YOY: 百万円	%	%
連結売上		7,169	5,980	-16.6	-1,188	-100.0	100.0
種類別 売上区分	製品	1,842	727	-60.5	-1,114	-93.8	12.2
	商品	219	175	-19.9	-44	-3.7	2.9
	保守サービス	1,699	1,777	4.6	78	6.6	29.7
	クラウドサービス	1,568	1,949	24.3	380	32.0	32.6
	その他営業収入	1,840	1,350	-26.6	-490	-41.2	22.6
粗利		4,343	3,665	-15.6	-678	-	-
	粗利率(%)	60.6	61.3	0.7	0.7	-	-
販売管理費		2,572	2,727	6.0	155	-	-
	売上高販管比率(%)	35.9	45.6	9.7	9.7	-	-
営業利益		1,772	938	-47.1	-834	-	-
	営業利益率(%)	24.7	15.7	-9.0	-9.0	-	-
当期利益		1,177	589	-50.0	-588	-	-
	当期利益率(%)	16.4	9.8	-6.6	-6.6	-	-

(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。

<上期売上高>

- ◆ ストックビジネス収入が増加し。全体売上高の 6 割超。

全売上高の減収幅(前年同期比)△1,188 百万円に占める、ビジネスタイプ別の内訳は、フロー収入(製品+商品+ソリューション)が△1,650 百万円の減収、ストック収入(保守サービス+クラウドサービス)が+458 百万円の増収であった。この結果、同社の重要指標である(全売上高に占める)ストック収入比率は、従来の 50%前後から 62.3%へと大きく上昇した。

種類別の内訳は、フロー収入では前年同期比で減収幅の大きい順に、製品△1,114 百万円(60.5%減)、ソリューション△490 百万円(26.6%減)、

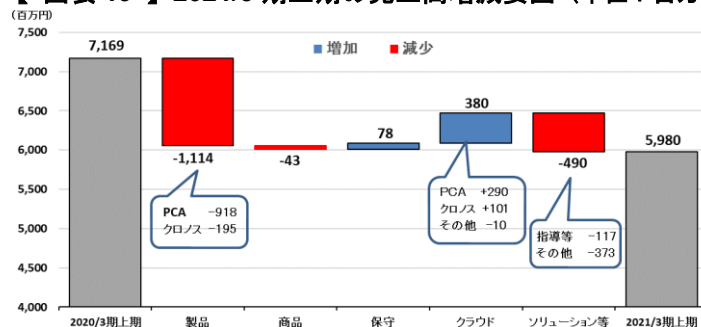
- ◆製品・ソリューション等が、特需の反動減の影響が大きく大幅減収。

- ◆一方、クラウド+保守のストック収入は増加、好調持続。

商品△43 百万円(19.9%減)となった。消費税改正前の昨年 9 月の駆け込み需要が大きかったことから、この反動が減収要因の主たる要因であると考えられる。製品とこれに売上高が連動する傾向があるソリューション等(導入指導△117 百万円、他社製品の販売等△373 百万円)の減収幅が大きく、またペーパーレス化で帳票類の減収傾向が続いた(図表 19)。

一方、ストック収入では、クラウドが+380 百万円の増収(24.3%増)と20%を超える成長を維持し好調であった。保守も加入社数の増加などにより、+78 百万円(4.6%増)と堅調に推移した。

【図表 19】2021/3 期上期の売上高増減要因(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、一部加筆修正。

- ◆PCA クラウド利用法人数は順調に増加。1.5 万社を突破。

- ◆ストックビジネスの売上高構成比率は、今上期は 6 割超、通期では約 56%を見込む。

<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:+8.7%)、2019/9 月末で13,343 法人(同+1,030:+8.4%)、2020/3 月末で14,388 法人(同+1,045:+7.8%)、直近の2020/9 月末では15,262 法人(同+874:+6.1%)と順調に増加している(前出 P11 の図表 6)。

今上期には、増加数・増加率ともやや鈍化したが、新型コロナによる一時的な影響による可能性がある。直近 6 ヶ月間で 874 法人が増加、単純平均では約 146 社/月のペースで純増し、下期に入っても同様のペースでの増加傾向が続いている模様である。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。

なお、通期計画の増収幅である+645 百万円のうち、上期で+381 百万円の実績、下期で+263 百万円の増収計画となっている。

また、クラウドの売上高には買収した Keepdata 社の寄与も含まれている(推定年商:約 1 億円の期間相当分)。

<クロノス>

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は、前期まで増収に大きく貢献した。就業管理ソフトを利用していない中小

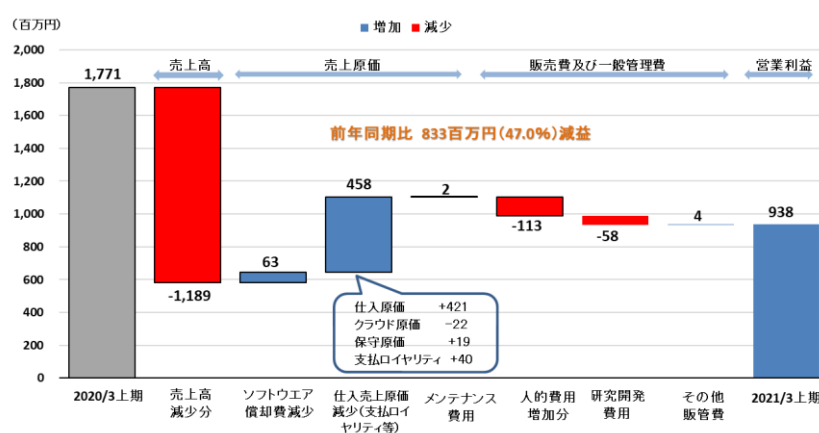
- ◆就業管理システムは、特需の反動で製品は減収、対してクラウド版は増収。

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、今期も1～2 割程度の増収を当部では見込んでいた。しかし、今上期は特需の反動が大きく、製品形式では△195 百万円、クラウド形式では+101 百万円と合計で△94 百万円の減収となった模様である。減収は一過性の要因と思われる、下期以降は、再度、拡販に努める方針である（P25 の図表 19）。

＜上期利益＞

連結営業利益の増減要因は、図表 20 の通りである。限界利益率が高いビジネスモデルであり、減収効果が減益に直結した。

【図表 20】2021/3 上期の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

- ◆粗利率は改善するが、減収により減益。

利益率が高いと推定されるクラウドの増収寄与と保守サービスの底支えが大きく（種類別の利益は非開示）、加えて原価低減効果もあり、粗利率は前上期の 60.6%から、今上期に 61.3%へと 0.7 ポイント上昇した（P24 の図表 18）。粗利率が改善したものの減収効果が大きく粗利額は 3,665 百万円と、前年同期比で 678 百万円の減益（15.6%減）となった。

また、販管費は、前期の好業績を背景に役職員への還元を目的とした賞与規定の変更等に伴う人件費の増加（+113 百万円）や、将来に向けた投資を積極的に行い研究開発費が増加し（+58 百万円）、販管費は 2,572 百万円から 2,727 百万円へと 155 百万円増加（+6.0%）した。この結果、売上高販管比率は 35.9%から 45.6%へと上昇した。

- ◆賞与規定の変更に伴い、利益は 1.1 億円縮小（一過性）。

以上により、営業利益は、938 百万円と前年同期 1,771 百万円から、47.0%の大幅減益となり、営業利益率は 24.7%から 15.7%に 9 ポイント低下した。因みに賞与規定を変更しなかったと仮定した場合、販管費は 43 百万円の増加に留まり、また営業利益は実質的には 1,051 百万円（営業利益率 17.6%）を計上できたことになる。

なお過去、同社の上期の営業利益率は 10%を超えることは少なく、前期特需の反動とコロナ禍においては、利益率・利益金額とも高水準を維持している。

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、営業利益と同程度の減益率となった。

＜四半期業績＞

参考までに四半期単位で今上期の業績を分析すると(図表 21)、第 1 四半期(2020 年 4 月～6 月:Q1)、第 2 四半期(同年 7 月～9 月:Q2)の両四半期とも、前年同期比では減収減益であった。特に、前年の 9 月に特需の駆け込み需要が大きかったことから、Q1 に比べて Q2 の減収率、減益率がともに高かった。

季節性もあり、Q1 に対し Q2 は、保守サービス以外の種類別売上高が増収となり、全体でも 14.4%の増収(前期は Q2/Q1 で 33.3%増収)となった。特に、クラウド売上高は、Q1 には 957 百万円(前年同期比+25.2%増)、Q2 には 992 百万円(同+23.4%増)と増収(Q1 比:+35 百万円増、+3.7%増)となり、前年同期比では 20%以上の高い成長率を維持している。また、前年同期比では減収ではあるが、同様に製品売上高は 307 百万円→420 百万円、ソリューション売上高は 546 百万円→804 百万円へと増加している。

また、粗利率は、Q1 から Q2 に順に、63.0%→59.8%、営業利益率も 16.7%→14.8%へ低下した。なお Q2 には、販売管理費に賞与規定見直しによる人件費増(約 1.1 億円)が計上されたため、これを考慮すれば営業利益率は実質的には Q2 も 18.4%と、目標の 15%を上回っている。

- ◆四半期単位では、Q1、Q2 共に減収減益。昨年 9 月の特需の駆け込みで、Q2 が売上高・利益の反動のピーク。
- ◆Q2 は Q1 に対し、季節性もあり増収増益。
- ◆クラウドの売上高は、依然好調。
- ◆粗利率は低下するが、約 60%前後で安定。
- ◆営業利益率は、実質的に 15%以上を維持。

【図表 21】四半期業績の推移

第1四半期業績		2020/3第1四半期	2021/3第1四半期	増減率	増減額	増収寄与率	売上高構成比
単位:百万円		2019年4-6月	2020年4-6月	YOY: %	YOY: 百万円	%	%
連結売上		3,073	2,789	-9.2	-284	-100.0	100.0
種類別 売上区分	製品	852	307	-62.9	-545	-121.5	11.0
	商品	102	77	-24.4	-25	-8.7	2.8
	保守サービス	865	899	4.0	34	12.0	32.2
	クラウドサービス	784	957	25.2	173	68.0	34.3
	その他営業収入	888	548	-20.8	-340	-50.0	19.6
粗利		1,888	1,758	-6.0	-130	-11.2	-
	粗利率(%)	60.8	63.0	2.2	-	-	-
販売管理費		1,281	1,290	0.7	9	-	-
	売上高販管比率(%)	41.7	46.3	4.6	-	-	-
営業利益		587	465	-20.7	-122	-	-
	営業利益率(%)	19.1	16.7	-2.4	-	-	-
当期利益		384	272	-25.1	-112	-	-
	当期利益率(%)	11.8	9.8	-2.1	-	-	-
第2四半期業績		2020/3第2四半期	2021/3第2四半期	増減率	増減額	増収寄与率	売上高構成比
単位:百万円		2019年7-9月	2020年7-9月	YOY: %	YOY: 百万円	%	%
連結売上		4,096	3,191	-22.1	-905	-100.0	100.0
種類別 売上区分	製品	1,190	420	-64.7	-770	-85.1	13.2
	商品	117	98	-16.4	-19	-2.1	3.1
	保守サービス	833	878	5.4	45	5.0	27.5
	クラウドサービス	804	992	23.4	188	20.8	31.1
	その他営業収入	1,153	804	-30.3	-349	-38.6	25.2
粗利		2,475	1,909	-22.9	-566	-	-
	粗利率(%)	60.4	59.8	-0.6	-	-	-
販売管理費		1,291	1,437	11.3	146	-	-
	売上高販管比率(%)	31.5	45.0	13.5	-	-	-
営業利益		1,184	473	-60.1	-711	-	-
	営業利益率(%)	28.9	14.8	-14.1	-	-	-
当期利益		813	317	-61.0	-496	-	-
	当期利益率(%)	19.8	9.9	-9.9	-	-	-

(出所) 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・エーによる 2021 年 3 月通期業績予想

<通期業績予想の概要>

2021/3 期(今期)の同社による通期業績予想は、期初からの変更はない。特需の反動から売上高 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 22)。但し、今回の特需発生前である前々期(2019/3 期)の売上高、並びに利益を上回り、いずれも前期に次ぐ歴代 2 位の水準を見込んでいる。一過性の特需部分を除けば、順調に増収増益トレンドを描いている。

【図表 22】今通期の業績予想(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	増減率%
売上高	14,266	13,280	-986	-6.9%
売上総利益	8,599	8,019	-580	-6.7%
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%
販売費比率	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	1,816	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) アルファ・ウイン調査部が作成

<下業績予想の概要(会社予想売上高)>

会社の通期計画から上期実績を差し引いた同社の下期計画は、売上高 7,299 百万円(前年同期比 2.9%増、以下同様)、営業利益 1,095 百万円(8.4%増)、経常利益 1,095 百万円(7.6%増)、当期純利益 768 百万円(20.4%増)と、前下期比で増収増益を予想している(図表 23)。

【図表 23】今下期の業績予想(会社計画)

下期業績		2020/3期下期会社	2021/3期下期会社	増減率	増減幅	増収寄与率	売上高構成比
単位: 百万円		2019/10-2020/3月	2020/10-2021/3月	YOY: %	YOY: 百万円	%	%
連結売上		7,096	7,299	2.9	203	100.0	100.0
種類別 売上区分	製品	1,325	1,812	36.8	487	239.9	24.8
	商品	333	270	-18.9	-63	-31.0	3.7
	保守サービス	1,772	1,611	-9.1	-161	-79.3	22.1
	クラウドサービス	1,807	2,070	14.6	263	129.6	28.4
	その他営業収入	1,861	1,539	-17.3	-322	-158.6	21.1
粗利		4,255	4,354	2.3	99	-	-
	粗利率(%)	60.0	59.7	-0.3	-	-	-
販売管理費		3,245	3,259	0.4	14	-	-
	売上高販管比率(%)	45.7	44.6	-1.1	-	-	-
営業利益		1,010	1,095	8.4	85	-	-
	営業利益率(%)	14.2	15.0	0.8	-	-	-
当期利益		638	768	20.4	130	-	-
	当期利益率(%)	9.0	10.5	1.5	-	-	-

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

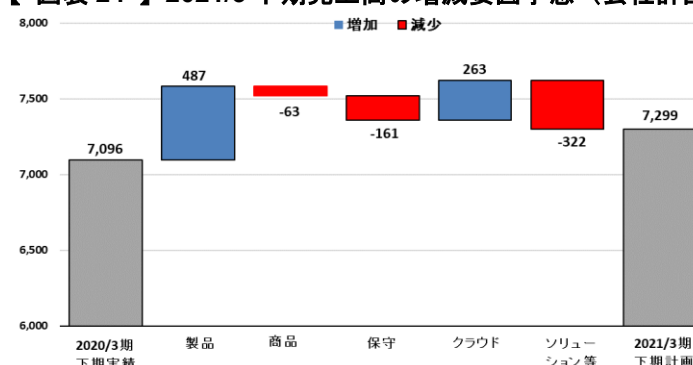
- ◆ 下期はソリューションの減収を、製品(オンプレ)の回復と、クラウドは好調がカバーし増収増益に転じる見通し。

下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 203 百万円の増収(ネットの金額)を見込んでいるが、特需の反動が一段落することから、製品売上高は前上期 1,842 百万円→前下期 1,325 百万円→今上期 727 百万円→今下期 1,812 百万円(計画)と、前下期比で 487 百万円の増収(36.8%増)と大きな回復を期待している。ま

た、クラウドは利用法人数の続伸により、263 百万円（14.6%増）の増収を見込んでいる。

一方、ソリューション（その他営業収入）は、コロナ禍で販売代理店も積極的に営業しにくく、加えてタイムラグ（前期のように繁忙期には数ヶ月間後ずれ）を伴う導入指導や、特需の反動による他社製品等の減収により、引き続き減収（△322 百万円、17.3%減）を見込む。同様に保守も△161 百万円の減収（9.1%の減）を見込んでいる。

【図表 24】2021/3 下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。

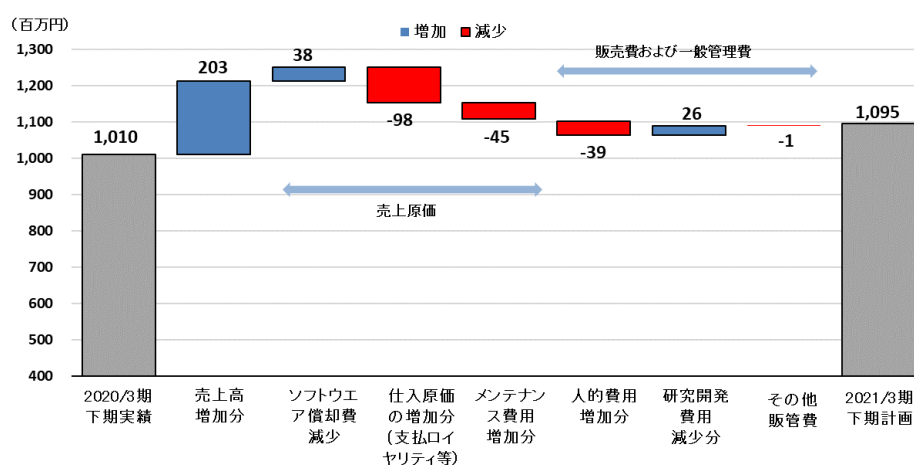
- ◆ 下期は、粗利率が低下するが、販管費率の改善により営業利益率は 15%を維持する計画。

＜下期業績予想の概要（会社予想利益）＞

下期は、増収に伴い 8%の営業増益、20.4%の当期利益の増益となる計画である。粗利率は、前下期の 60.0%から今下期は 59.7%と微減となるが、販管費が抑制され販管費率は 45.7%から 44.6%に低下する前提である。この結果、営業利益率は 14.2%から 15.0%まで 0.8 ポイント回復する計画である。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。

同社による下期の営業利益の増減益分析（前期比）は、図表 25 の通りである。支払いロイヤリティやメンテナンス費用、人件費の増加を、増収効果やソフトウェアの償却費の減少がカバーし増益となる見込みである。

【図表 25】2021/3 下期・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

◆アルファ・ウイン調査部による2021年3月通期業績予想<概要>

- ◆ 上期は想定以上に堅調。
- ◆ 通期利益の達成確度は高いと予想。
- ◆ 前回予想は、リスクを考慮し売上高予想は保守的。

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感染症の直接的、間接的影響もあり、一時的に減収減益が避けられない。しかし、上期実績は想定以上に堅調であり現況を考慮し、アルファ・ウイン調査部では下期予想を見直し、今期の業績予想を上方修正した(図表 26)。

当調査部は、前回(2020 年 6 月レポート発行時)、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、各種類別の売上高を慎重に予想していた。

しかし、上期の売上高は、当調査部の想定に対し数億円程度上回った。加えて会社の下期の前提も、製品売上高がやや強気と思われるものの、クラウドの増収額、保守の減収額、粗利率が保守的と考えられ、下期の売上高並びに利益を、会社予想に対して上方修正した(P31の図表 27)。

- ◆ 当調査部では、通期の業績予想を上方修正。会社計画をやや上回ると予想。

その結果、通期の売上高、営業利益の新予想を、前回の当調査部予想に対して、(前回→今回の順に)、12,840 百万円→13,450 百万円(+510 百万円、+4.0%増)、2,050 百万円→2,150 百万円(+100 百万円、+4.9%増)と引き上げた。これは、会社計画をそれぞれ、70 百万円(+0.5%)、116 百万円(+5.7%)上回る。

【図表 26】 今期の業績予想比較(会社計画と当調査部予想)

連 結 (単位: 百万円)	2021年3月期 会社予想	2021年3月期 当調査部		会社予想との差異		前回予想との差異	
		新予想	旧予想	増減額/差	増減率%	増減額/差	増減率%
売上高	13,280	13,350	12,840	70	0.5%	510	4.0%
売上総利益	8,019	8,130	7,755	111	1.4%	375	4.8%
売上高総利益率	60.4%	60.9%	60.4%	0.5%	—	0.5%	—
販売管理費	5,985	5,980	5,705	-5	-0.1%	275	4.8%
販管費比率	45.1%	44.8%	44.4%	-0.3%	—	0.4%	—
営業利益	2,034	2,150	2,050	116	5.7%	100	4.9%
営業利益率	15.3%	16.1%	16.0%	0.8%	—	0.1%	—
経常利益	2,055	2,170	2,060	115	5.6%	110	5.3%
経常利益率	15.5%	16.3%	16.0%	0.8%	—	0.2%	—
親会社株主に帰属する当期純利益	1,358	1,430	1,360	72	5.3%	70	5.1%
当期純利益率	10.2%	10.7%	10.6%	0.5%	—	0.1%	—
1株当たり年間配当金(円)	34	34	34	—	—	—	—

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

<下期の予想>

- ◆ 下期は、前年同期比で増収増益に転じる見込み。
- ◆ 製品売上高は、特需の反動減がなくなり急回復を想定するが、やや強気。

製品売上高は、前上期の特需の反動から今上期は△1,114 百万円の大幅減収となった。一方、前下期には特需がピークアウトし、ほぼ発生していないため今下期には反動減が小さく、また拡販が進む前提で同社は+487 百万円の大幅な増収を見込んでいる(P31の図表 27)。

当調査部では、販売環境や新製品の状況から、下期の製品売上高はやや強気の計画と思われる、保守的に見直した。

◆下期のストックビジネスの前提は保守的。

一方、クラウド売上高は、前下期 1,807 百万円(前年同期比の増収額、増益率の順、+483 百万円、+36.5%)、上期 1,949 百万円(+380 百万円、+24.3%)に対し、下期は 2,070 百万円(+263 百万円、+14.6%)を同社は予想している。クラウドは特需期よりは伸長率が鈍化しているものの、20%以上の成長が継続している。クラウドユーザー数がフローで順調に伸び、ストックが積み上がる中、上期と比較し下期に増収率や増収幅が大きく縮小する特需の要因は見当たらない。保守的な印象があり、前下期に対して 20%程度の増収が見込めると推測し予想を行った。

同様に、保守は、上期で前年同期比+78 百万円の増収(Q1,Q2 とも前年同期比で増収)から、下期には△161 百万円の減収を見込んでいるが、現状ではコンサバティブであると考えられ、予想を引き上げた。
なお、商品やソリューション等は、ほぼ会社予想並みとした。

◆粗利率の計画も慎重。

同社は、下期の増収額 203 百万円に対し、粗利の増益額を 99 百万円と見積もっており、会社想定が増収分に関する粗利率想定は 48.8%となる(当部では約 60%と予想)。加えてクラウドと保守の下期売上高を、当部では会社予想に対して上方修正したが、両部門とも粗利率は 60%よりも高いと考えられ、プロダクトミックスの改善による利益率の上昇も見込める。

以上から、前下期の粗利率:60.0%、今上期実績:61.3%に対し、下期の会社前提は 59.7%と保守的と思われる、60.6%と予想した。

最終的には、コストコントロール次第であるが、売上高の上方修正に伴う増益効果と粗利率の改善により、同社の予想利益を上回ることが可能であると判断している。

◆下期の売上高、利益ともは、会社計画を上回ると予想。

以上により当調査部では、下期売上高を 7,370 百万円(前年同期比 3.9%増収)と、会社計画の 7,299 百万円を上回る予想を行った。同様に、営業利益は下期会社計画 1,095 百万円に対し 1,212 百万円、当期純利益は 768 百万円に対し、841 百万円といずれも超過達成を予想している。

【 図表 27 】 今下期の業績予想(会社計画と当調査部予想)

下期業績		2020/3期下期実績	2021/3期下期会社予想	増減率	増減幅	増収寄与率	2021/3期下期当部予想	会社予想との差異(率)	会社予想との差異(金額)
単位:百万円		2019/10-2020/3月	2020/10-2021/3月	YOY: %	YOY: 百万円	%	2020/10-2021/3月	YOY: %	YOY: 百万円
連結売上	製品	7,096	7,299	2.9	203	100.0	7,370	1.0	71
	商品	1,325	1,812	36.8	487	239.9	1,743	-3.8	-89
	保守サービス	333	270	-18.9	-63	-31.0	270	0.0	0
	クラウドサービス	1,772	1,611	-9.1	-161	-79.3	1,673	3.8	62
	その他営業収入	1,807	2,070	14.6	263	129.6	2,156	4.2	86
	粗利	1,861	1,539	-17.3	-322	-158.6	1,530	-0.6	-9
粗利率		4,255	4,354	2.3	99	-	4,465	-	111
粗利率(%)		60.0	59.7	-0.3	-0.3	-	60.6	0.9	-
販売管理費		3,245	3,259	0.4	14	-	3,253	-0.5	-6
売上高販管比率(%)		45.7	44.6	-1.1	-1.1	-	44.1	-0.5	-0.5
営業利益		1,010	1,095	8.4	85	-	1,212	-	117
営業利益率(%)		14.2	15.0	0.8	0.8	-	16.4	1.4	1.4
当期利益		638	768	20.4	130	-	841	-	73
当期利益率(%)		9.0	10.5	1.5	1.5	-	11.4	0.9	0.9

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

◆ストックビジネスへのシフトにより、収益構造が強化。

＜過去の特需後の反動期との比較＞

過去の特需の反動期と比較し、今期は売上高と利益のマイナスインパクトは、かなり軽減される見込みである。継続性と収益性の高いクラウドを中心としたストックビジネスへのシフトにより、会社の収益構造が強化された点が大い。

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 10,474 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（△207 百万円）に転落した。

◆コロナの影響が営業面では懸念材料。

＜リスク要因＞

足元では、企業活動や消費活動は政府主導のゴーツウキャンペーンや中国経済の回復、米国主導の株高により、回復の兆しが見られた。しかし、新型コロナの感染再拡大（第 3 波の到来）と長期化に伴う、商談の停滞、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、導入延期などが、主なリスク要因として考えられる。

また、買収した企業の業績悪化もリスク要因であるが、いずれも規模が少なく、連結損益に与えるインパクトは限定的であると思われる。

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 9 月末現在で 1.5 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、【新中長期ビジョン PCA Vision 2030】を発表している。

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

- ◆ 中長期ビジョンは、「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。

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た。同年 11 月、これをさらに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】を公表した。

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。

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。

なお、現中期計画における基本戦略と重要施策、並びにその実行状況は前回レポートの通りである（和文：2020 年 6 月、英文：同 7 月の発行レポートを参照）。今上期で中期経営計画に変更はない。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ており、ほぼスケジュールに沿って Hyper^{注 12} 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の重点施策を着実に進めている。

（注 12）Hyper（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。

- ◆ 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したが、前倒しで達成する可能性も。

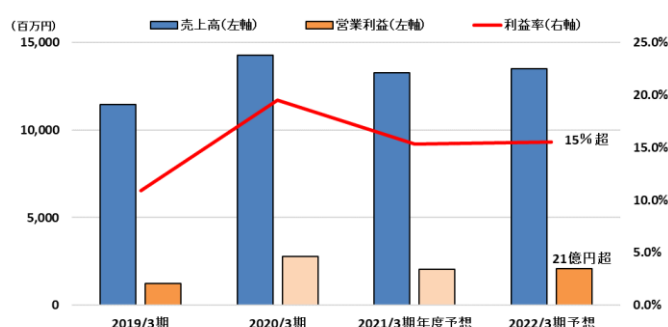
また、前期決算が従前の計画を大幅に超過達成したため、中期計画の最終年度にあたる 2021 年度（2022/3 期）の目標数値を、既に上方修正している（P34 の図表 28～30）。ただし、今期中にも前倒しでこれを達成する可能性がある。

【図表 28】中期経営計画目標

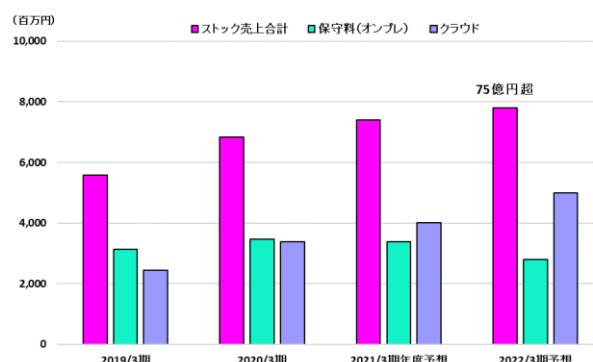
中期計画目標の項目	2019/3期実績	2020/3期実績	2021/3期計画	2022/3期計画
・連結売上高	114.39億円	142.66億円	132.80億円	135億円以上
内、ストックビジネス(保守・クラウド)売上高	55.77億円	68.45億円	74.07億円	75億円達成
・連結営業利益	12.48億円	27.81億円	20.34億円	21億円以上
・連結営業利益率	10.90%	19.49%	15.32%	15%以上

(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】ストックビジネスの売上高予想



◆ 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見直した(P35 の図表 31)。上期の実績と現状、下期の予想を踏まえ、当調査部では今期を含む来々期までの3期間の業績予想を見直し上方修正した。

- ◆ 今期を含む3期間の中期業績予想を上方修正。

<来期(2022/3期)>

「新型コロナの影響が残るリスクは懸念されるものの、特需の反動減がなくなり、来期(2022/3期)の業績を、(2021/3期の当部の前回予想に対し)5.1%の増収、8.0%前後の増益」と当調査部では予想していた。前回予想に対して新たな予想作成し、(順に)売上高 13,500 百万円→14,000 百万円(当期の当部予想比:4.9%増)、営業利益 2,215 百万円→2,280 百万円(同 6.0%増)、当期利益 1,470 百万円→1,520 百万円(同 6.3%増)へと修正した。

- ◆ 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、新型コロナの影響も緩和され、再び増収増益トレンドへ。

今回、種類別の売上高(伸率と構成比率)やコストの前提を再考した(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と想定、PCA サブスク売上高はクラウドに計上)。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。また、新規事業や買収した子会社の貢献は、ほぼ見込んでいない。

【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	新2021/3期E	新2022/3期E	新2023/3期E	前回2021/3期E	前回2022/3期E	前回2023/3期E
売上高	11,439	14,266	13,280	13,350	14,000	14,650	12,840	13,500	14,300
製品	2,516	3,166	2,539	2,470	2,550	2,650	2,500	2,550	2,600
商品	563	552	445	445	400	350	440	400	350
保守サービス	3,125	3,471	3,388	3,450	3,300	3,200	3,300	3,200	3,100
クラウドサービス	2,452	3,374	4,019	4,105	4,850	5,500	4,000	4,700	5,500
その他営業収入	2,780	3,701	2,889	2,880	2,900	2,950	2,600	2,650	2,750
売上総利益率	57.0%	60.3%	60.4%	60.9%	59.9%	59.9%	60.4%	60.4%	60.4%
販売費及び一般管理費	5,274	5,817	5,985	5,980	6,100	6,180	5,705	5,940	6,180
(対売上高比)	46.1%	40.8%	45.1%	44.8%	43.6%	42.2%	44.4%	44.0%	43.2%
営業利益	1,248	2,781	2,034	2,150	2,280	2,600	2,050	2,215	2,460
(対売上高比)	10.9%	19.5%	15.3%	16.1%	16.3%	17.7%	16.0%	16.4%	17.2%
経常利益	1,277	2,808	2,055	2,170	2,300	2,620	2,060	2,230	2,470
(対売上高比)	11.2%	19.7%	15.5%	16.3%	16.4%	17.9%	16.0%	16.5%	17.3%
当期純利益	906	1,816	1,358	1,430	1,520	1,700	1,360	1,470	1,630
(対売上高比)	7.9%	12.7%	10.2%	10.7%	10.9%	11.6%	10.6%	10.9%	11.4%
売上高(前期比増率、以下同様)	16.9%	24.7%	-6.9%	-6.4%	4.9%	4.6%	-10.0%	5.1%	5.9%
製品	28.8%	25.8%	-19.8%	-22.0%	3.2%	3.9%	-21.0%	2.0%	2.0%
商品	3.2%	-2.0%	-19.4%	-19.4%	-10.1%	-12.5%	-20.3%	-9.1%	-12.5%
保守サービス	0.5%	11.1%	-2.4%	-0.6%	-4.3%	-3.0%	-4.9%	-3.0%	-3.1%
クラウドサービス	32.3%	37.6%	19.1%	21.7%	18.1%	13.4%	18.6%	17.5%	17.0%
その他営業収入	23.6%	33.1%	-21.9%	-22.2%	0.7%	1.7%	-29.7%	1.9%	3.8%
売上総利益率(前期との差異)	2.5%	3.3%	0.1%	0.6%	-1.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
販売費及び一般管理費(増率)	16.5%	10.3%	2.9%	2.8%	2.0%	1.3%	-1.9%	4.1%	4.0%
営業利益(増率)	54.6%	122.8%	-26.9%	-22.7%	6.0%	14.0%	-26.3%	8.0%	11.1%
経常利益(増率)	53.1%	119.9%	-26.8%	-22.7%	6.0%	13.9%	-26.6%	8.3%	10.8%
当期純利益(増率)	105.4%	100.4%	-25.2%	-21.3%	6.3%	11.8%	-25.1%	8.1%	10.9%

(出所) アルファ・ウイン調査部が予想し作成(Eは当調査部の新予想、前回Eは旧予想)、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)。

<来々期(2023/3期)>

- ◆経済の正常化を前提とコスト改善を前提とし、クラウドが牽引し、2023/3 期予想を上方修正。

新型コロナの収束によるソリューションや製品の回復、ストックビジネスの好調持続、子会社を含めた販管費改善による寄与を前提に、2023/3 期の予想も見直した。売上高は 14,300 百万円→14,650 百万円、営業利益は 2,460 百万円→2,600 百万円、当期利益は 1,630 百万円→1,700 百万円へとそれぞれ上方修正した。また、一株当たり 2 円増配の 36 円配当の予想は据え置いた。

2023/3 期には経済が正常化し、サブスクリプションビジネスが引き続き安定的に拡大す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や買収した企業を軌道化できれば、中長期的に増収増益トレンドを継続できると考えている。

- ◆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。

なお、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)、HR 分野への展開、Keepdata 社やドリームホップ社の収益改善の成否が、業績に影響を与えるものと思われる。新技術・新製品の開発や、新ビジネスへの展開、M&A 等の先行投資は続くと思われるが、コストコントロールが可能と考えられる。

<中長期利益の成長率>

中長期的には特需やコロナの影響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。以下が主要ポイント。

- ・長年の信頼と実績、顧客基盤と技術力に強みがある。
- ・また、高い競争力とトップの実績を持ち、今後も成長ポテンシャルが大きいクラウド市場で先行しており優位性が高い。
- ・一方で、会計・税制改正などイベントの前後で、事業のボラティリティが高まる傾向がある。

【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) ・利益率が相対的にやや低い
弱み (Weakness)	・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 ・HR分野での展開 ・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

◆ 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。

・長期的には増配トレンド。

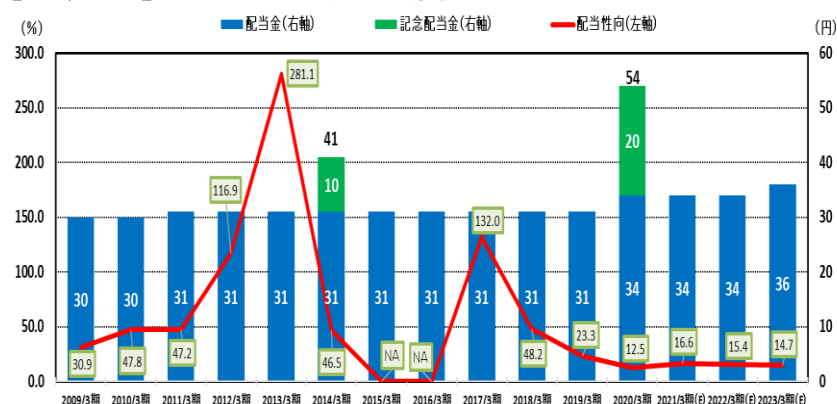
配当については、株式の店頭公開以来、普通配当ベースでは減配はなく、複数年の据え置き後、長期的には徐々に増配する傾向がある(P37 図表 33)。

・前期は記念配当と普通配当の増配を実施。

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。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。

【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。

- ◆配当性向 33%、純資産配当率 2.5%が目標。実績との乖離が大きく、増配余地が大きい。

配当性向は 33%の目標に対し、図表 33 のように 2019/3 期以降は未達である。今期(2021/3 期)会社予想ベースでも 16.6%と目標の約 1/2 と大きく乖離する。また、株価 4,430 円(2020 年 11 月 20 日終値)で計算すると、今期の予想配当利回りは約 0.8%となる。

なお、同社の KPI(重要経営指標)の一つである純資産配当率も、今期計画の 34 円の普通配当を基準に試算すると、目標 2.5%に対し 1.5%前後と未達となる可能性が高い。ビジネスモデルの変化に伴い、事業の安定性と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現水準を考慮すると、中期的には増配の余地が大きいと当調査部では考えている。当調査部では、来々期に 34 円から 36 円への 2 円の増配を想定しているが、来期の利益水準次第では早まる可能性もありうると思われる。

- ◆株主優待を含めた実質的な年間利回りは、(最大)約 1.2%。

また、株主優待制度を導入しており、毎年 3 月末における所有株数に応じてクオカードを贈呈する。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 4,430 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)。同様に実質的な年間利回りを試算すると、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 1.7%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	1.22
300	500	3,000	34	0.99
500		4,000	34	0.95

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:4,430円 (2020年11月20日終値) (出所)アルファ・ウイン調査部が作成

◆ 株式分割にも期待。

同社は、実質無借金で財務体質は良好であり、株価も過去 4 年間で大きく上昇し 3 倍以上となった。株価は 4 千円台まで上昇し、投資家層を広げる意味でも、中短期的に株式分割(1:2 や 1:3)を行う可能性が高く注目していきたい。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。

◆ 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。

◆ 株価水準と株価に影響を与えるファクター ＜パフォーマンス＞

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。但し、直近の 1 ヶ月間で新型コロナウイルスのワクチン開発の進展に関する報道があり、リターンリバーサルで景気敏感株が相対的に上昇したため、短期的に TOPIX をアンダーパフォームしている。

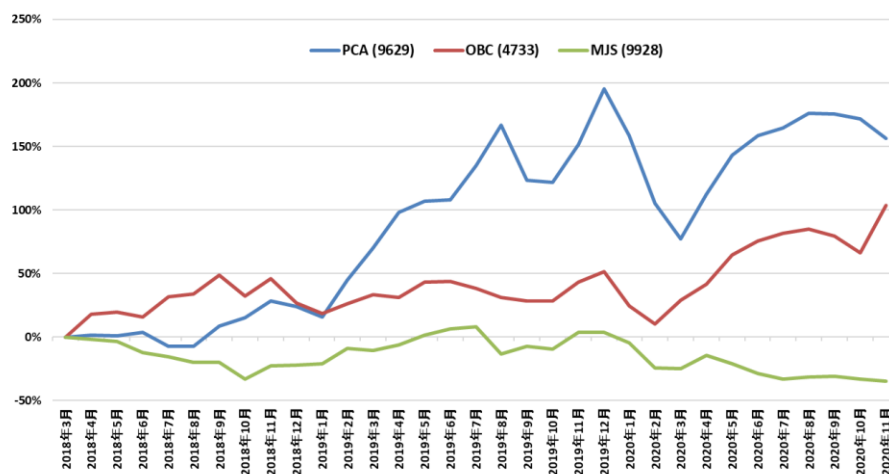
2019 年 10 月に業績の大幅な上方修正を発表後、株価は急騰し 2020 年 1 月 24 日終値では、6,240 円と年初来高値かつ、東証一部上場企業の最高値をつけた。その後、3 月中旬まで大きく調整したが、決算発表後、株価は上昇トレンドに転じている。期初に東証一部上場企業の過半数が新型コロナウイルスの影響を懸念し、2021/3 期(今期)の業績を未定とした中、減収減益予想ながらも想定内の業績予想を発表し、業績のダウンサイドが限定的であるなど、内需関連のディフェンシブ銘柄と判断されたことが、この背景にあると推測される。

◆ 直近の約 3 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 3 年間では同社の株価は約 2.6 倍まで上昇し、同業他社であるオービックビジネスコンサルタント(4733:OBC)、ミロク情報サービス(9928:MJS)に対して、それぞれ 53%、191%と大幅にアウトパフォームしている(図表 35)。

【 図表 35 】 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 11 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

- ・東証一部平均との比較では、PER は低い。

<バリュエーション>

同社のバリュエーションを、東証一部平均(今期予想 PER:26.5 倍、PBR1.3 倍、加重平均予想配当利回り:2.0%)と比較すると、現状、予想 PER では低い。

同社の今期予想 PER は約 21.7 倍(2021/3 期会社予想 EPS ベース)、当調査部予想では今期 20.6 倍、来期 19.4 倍、来々期 18.1 倍となる。

- ・同業他社比較では、主要バリュエーションは割安。

また、主要な同業他社である OBC、MJS との比較では、PER、PBR、EV/EBITDA などの主要なバリュエーション指標で、同社は依然として低く割安感がある(図表 36)。

【図表 36】バリュエーションの同業他社比較

社名	ピー・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(11/20終値)	4,430	6,930	2,063
時価総額(百万円)	34,111	559,279	71,805
PER(株価収益率)	21.7	52.3	29.4
PBR(株価純資産倍率)	2.2	4.4	3.3
配当利回り(%)	0.8	0.7	1.8
EV/EBITDA(倍)	7.7	34.0	9.0
PSR(株価売上高倍率)	2.6	18.3	2.1

時価総額=発行済株式総数×株価(11/20終値)

EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現預金)/(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

なお、前出(P22)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である。ともに急成長しており、株価は騰勢を強めているが、赤字・無配のため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、いずれも 20~40 倍前後と両社が圧倒的に割高)。

また、部分的にソフトウェアが競合する東証一部上場の類似会社としては、以下の 2 社も挙げられる。

- ・3763 プロシッパ(固定資産管理などの会計パッケージソフト)
- ・3836 アバント(連結経営・会計システムのパッケージソフト)

順に両社の今期会社予想に基づく PER は 20.1 倍、24.8 倍、実績 PBR は 2.6 倍、5.4 倍、同予想に基づく PSR は 4.3 倍、2.4 倍である。PCA は、それぞれのほぼ中位にあり割高感はない。

<株価の見通し>

クラウドと勤務管理システムが牽引役となり、また、特需の反動のインパクトがなくなり製品・ソリューションなどの事業も正常化するにつれ、

◆ 来期以降、増収増益トレンドに戻り、再成長が見込まれる。

◆ ディフェンシブな内需成長株。バリュエーションに割高感はなく、利益の安定成長に伴い、中期的には株価に上昇余地がある。

◆ 新型コロナの影響は、限定的であると思われるが、営業面で注視。

◆ クラウドビジネスの伸長率、M&A や新ビジネスの成否、株主還元策、競業状況の変化に注目。

来期以降、増収・増益トレンドの成長軌道に回帰すると当調査部では考えている。

バリュエーションに割高感がなく、ディフェンシブな内需小型成長株として評価され、中期的には利益の安定成長を背景に、株価にアップサイドポテンシャルがあると思われる。

< 株価の変動要因 >

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。

第一の注目点は、今・来期業績の動向である。既述の通り、同社は安定的なサブスクリプション・モデルへのシフトにより、新型コロナの影響が限定的であり、今期の業績達成と来期の増収増益の確度は高いと当調査部では判断している。しかし、中期間にわたって新型コロナの感染拡大に歯止めがかからない場合には、新規顧客の開拓など営業面での影響が懸念され、短期業績(四半期)の変動により、株価のボラティリティが高まる可能性がある。

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や、ドリームホップ社を含む HR ビジネスの収益性と業績動向、ハイパーの販売状況等)、収益貢献や競合状況の変化に注目していきたい。

また、全体のトップラインの成長率と利益率の変化、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・株式分割などの株主還元策、新たな税制・制度変更、M&A 戦略の進展、クラウドを中心とする競合状況の変化、今後の経営管理・収益管理システムの導入と効果についても、株価に影響を与えるファクターとしてフォローしていきたい。

< 主なグループ会社の HP のアドレス >

- ・ピー・シー・エー株式会社 <https://corp.pca.jp/>
 - ・クロノス株式会社 <https://www.xronos-inc.co.jp/corporate/index.html>
 - ・Keepdata 株式会社
https://www.keepdatahub.asia/login/view_page.php?i=company&c=uStJNivNS4!eq
 - ・株式会社ケーイーシー <https://www.kec-sp.com/page1>
 - ・株式会社ドリームホップ <https://www.dreamhop.com/company-3/>
- 以上