

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：2021/6/9

● 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。

前期業績と今期の業績見通し

- ・同社の前期業績(2021/3 通期)は、前々期(2020/3 期)の特需の反動から減収減益となった。売上高は 13,308 百万円(前年同期比 6.7%の減収)、営業利益は 2,314 百万円(同 16.8%の減益)、当期利益 1,668 百万円(同 8.1%の減益)を計上した。但し、会社の期初予想、並びに会社予想よりも強気に見ていた当調査部予想を上回った。また、減収減益とは言え、最高売上高・利益を達成した 2020/3 期に次ぎ、歴代二位の売上高と利益を計上し、特需発生前の 2019/3 期の水準をそれぞれ上回った。
- ・過去の特需の反動期(2015/3 期)には、大幅な減収減益・赤字転落となったが、今回は当時とは対照的となった。これは、継続性と安定性のあるストックビジネス(保守+クラウドサービス)に、事業ポートフォリオを戦略的に転換してきた効果が大きい。
- ・また、同社は、今期(2022/3 期)の業績を、売上高:12,447 百万円、営業利益:1,866 百万円、当期利益:1,192 百万円と発表した。今期より新収益認識基準を適用するため、単純に比較はできないが、表面上は減収減益予想となる。なお、旧基準では売上高は特需による反動減が一巡するため、14,153 百万円(前期比 6.3%の増)と実質的には増収を見込み、特需期の最高売上高に近い水準を予想している。一方、X シリーズによるサポート終了に伴う保守売上高の減少や、将来の成長に向けた投資コストの増加により、旧基準でも減益となるが、(旧基準の)営業利益は 2,012 百万円(同 13.1%減)と高水準を維持する見込みである。

アルファ・ウイン調査部の業績予想

- ・収益認識基準の変更があったものの、今期は増益を予想していた当調査部には、減益予想はややサプライズであった。同社への取材を踏まえ、新基準に基づき業績予想を見直し、前回予想を下方修正した。しかし、今期のコスト前提はやや保守的と思われ、同社の予想利益については下振れリスクが限定的で、むしろ上方修正余地があると当調査部では予想している。
- ・なお、来期以降は新型コロナの収束により経済活動が徐々に正常化する前提のもと、新基準の適用による新たなギャップダウンは発生せず、クラウドが成長ドライバーとなり、再び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、8~10%とする従来予想に変更はない。

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である。今後は、クラウドサービスでは後発である大手同業者や、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。

1/41

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。

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、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ていく方針である。スケジュールに沿って、各種の施策を実行中である。一方、最大の課題は、新規ビジネス (PCA サブスク、hyper、HR ビジネス、PCA HUB 等) を軌道に乗せ、収益化することである。
- ・また、現中計最終年度となる今期 (2022/3 期) の連結数値目標 (上方修正後) は、前期にほぼ達成した。今期は、来期から開始される新中計の投資を一部先行して実施する計画である。

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。今期、東証一部上場企業の平均では、3~4 割近い増益がコンセンサスとなっており、大型景気敏感株が買われる傾向にある。一方、同社は今期、減収減益を予想していることもあり、最近では TOPIX をアンダーパフォームしている。
- ・同社株のバリュエーションは、今期基準では割安感はない。しかし、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、ストックビジネスがメインであるため事業の安定性と継続性があること、サブスクリプションビジネスの成長余地は大きく、来期以降は増収増益基調が予想されることから、中長期的に株価のアップサイド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と自社株買いを行ってきた。2020/3 期は一株当たり配当金を、年間 23 円増配し (うち普通配当 3 円、特別記念配当 20 円) 54 円とした。今期は増配後の 34 円/株の普通配当を継続する方針である。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) 今期基準で 1.3% となる。目標とする配当性向 (33%) や DOE (2.5%) とは、現状では乖離がある。好業績を背景に中長期には、増配・株式分割・自社株買い・優待の拡充など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)
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	13,308	-6.7	2,314	-16.8	2,340	-16.7	1,668	-8.1	250.49	2,374.93	34.00
2022/3 CE旧基準	14,153	6.3	2,012	-13.1	2,046	-12.6	1,294	-22.4			
2022/3 CE新基準	12,447	-	1,866	-	1,899	-	1,192	-	178.86	2,148.71	34.00
2022/3 E新基準	12,500	-	1,900	-	1,930	-	1,210	-	181.51	2,296.21	34.00
2023/3 E新基準	13,000	4.0	2,070	8.9	2,100	8.8	1,315	8.7	197.26	2,459.47	36.00
2024/3 E新基準	13,600	4.6	2,270	9.7	2,300	9.5	1,440	9.5	216.01	2,639.48	36.00

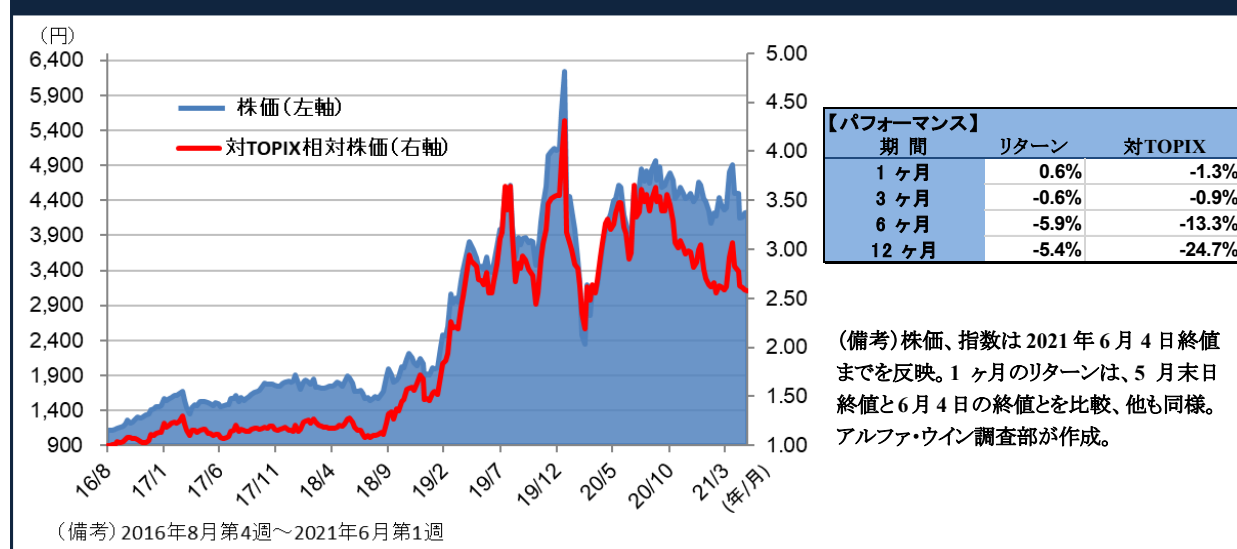
(備考) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想

(注) 2022/3より「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号)等を適用

【 株価・バリュエーション指標：9629 ビー・シー・エー 】 図表 B						
項目	2021/6/4	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	4,230	前期実績	16.9	1.8	0.8%	19.8%
発行済株式数 (千株)	7,700	今期予想	23.3	1.8	0.8%	18.7%
時価総額 (百万円)	32,571	来期予想	21.4	1.7	0.9%	18.3%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率		62.4%	前期ROE	11.4%

(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



（注）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。

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。PFV2021-0620-0900

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	P11
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) 領域への事業展開	P12
3. 株主構成	P15
株主所有者別構成の推移	P15
上位株主構成	P15
4. ESG	P17
環境対応 (Environment)、社会的責任 (Society)、企業統治 (Governance)	P17
5. 成長の軌跡	P18
沿革	P18
過去の業績推移	P18
6. 業界環境	P21
ソフトウェア市場の動向	P21
同業他社比較	P22
7. 前期の実績と今期の見通し	P25
2021 年 3 月期 (前期) 決算	P25
ピー・シー・エーの 2022 年 3 月期 (今期) 業績予想	P28
アルファ・ウイン調査部の 2022 年 3 月期 (今期) 業績予想	P31
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	P35
9. アナリストの視点	P37
ピー・シー・エーの強みと課題	P37
株主還元、及び株主優待制度	P38
株価水準と株価に影響を与えうるファクター	P39

1. 会社概要

◆ 基幹業務ソフトウェアの專業大手

- ◆ 業歴約 41 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。ドリームホップを買収する一方、Keepdata を売却。

（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。

- ◆ 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。

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^{注 1}のパッケージソフトウェア（特定業務用に予め作成されたソフトウェア）に特化し、開発・販売を行っている。中小企業向けの同分野では專業大手である。

同社製品のアクティブなユーザー数は、約 24 万社、一般企業向け売上が全体の 9 割以上を占める。同社が得意とするボリュームゾーンは、従業員数 50～100 名の中小企業である。同社の売上金額の 8 割が販社経由（残り 2 割が直販）。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、2021 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^{注 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 2020 年 10 月に買収した「株式会社ドリームホップ」（買収により 100%の株式を取得、詳細は後述、P12）である。

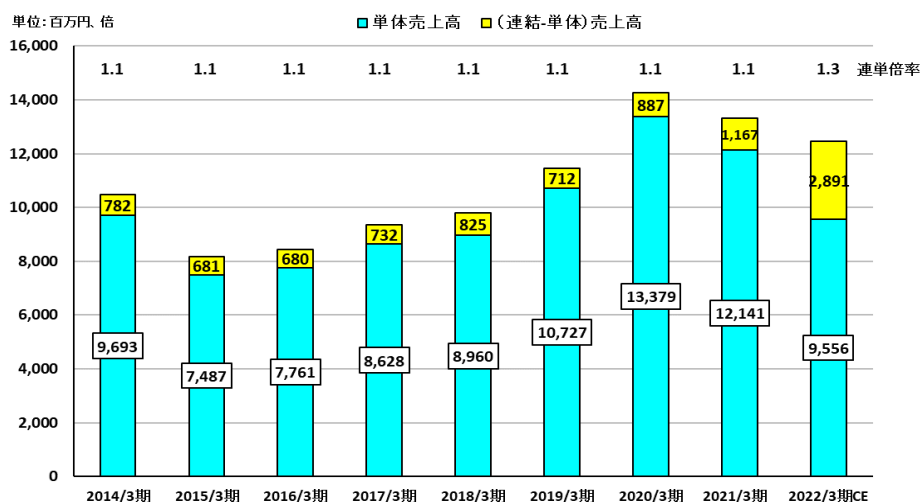
なお、同社は、データの利活用ビジネスの布石として、技術開発力とノウハウ・実績を持つ「Keepdata 株式会社」（以下、Keep 社）を、2019 年 3 月に買収し連結対象子会社とした（約 44 百万円にて株式の 66.8%を取得）。しかし、同社とのシステム連携や営業シナジーを得ることが難しく、赤字が継続し債務超過となっていた。2020 年 12 月に第三者に Keep 社の全株式の売却を行った（売却額は非公表）。買収後、2 年弱で売却したことになるが、今期から連結業績に、Keep 社の売上高（当調査部推定：前期 80 百万円程度）と赤字（同：△数千百万円）の計上がなくなり、損益的にはプラスに寄与する。

売上高の連単倍率は、これまで約 1.1 倍で安定しており単体の業績ウエイトが高い（P6-図表 1）。今期は、新収益認識基準等への変更に伴い、売上高・経常利益とも 1.3 倍となる見込み。

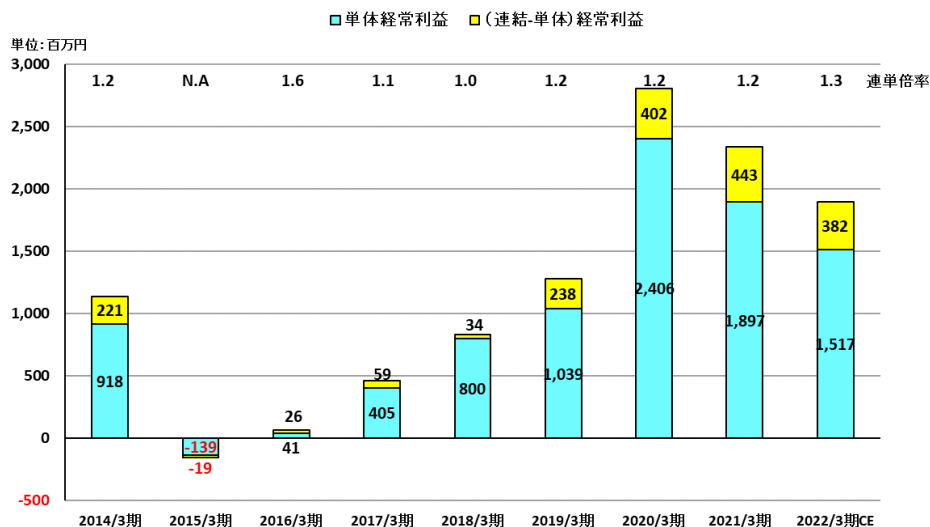
子会社の損益は開示されていないが、今期予想も含めた過去の黒字期間における経常利益の連単倍率は、1.0～1.6 倍で推移している。また、「（連結-単体）経常利益」の子会社 3 社合計の損益では 2016/3 期以降、黒字基調である（P6-図表 2）。

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、2021/期：現時点では非公表、また 2025/3 期の会社目標売上高は 40 億円（クロノス社の旧 HP より）を見込んでいる。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）



【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、CE は会社計画。

◆公認会計士が、1980 年に設立。

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

◆キャッシュリッチで無借金経営。

財務体質は堅固で、キャッシュリッチな無借金会社。売上高 133 億円（前期実績）、総資産 254 億円に対し、借入金ゼロ、現預金が 117 億円

(いずれも 2021 年 3 月末時点)あり、総資産の 46%、平均月商の 10.6 ヶ月分を占める。

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 62.4%、流動比率 260.4%と財務比率も安全性が高い (2021 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	2021/3期
営業CF ①	627	488	141	847	1,048	547	1,427	1,533	1,270	2,141	3,328	1,632
投資活動によるCF ②	-405	-127	185	-407	-750	-606	-627	-395	1,715	-80	-719	253
財務活動によるCF	-207	-210	-205	-215	-216	-284	-214	-215	-216	-572	-225	-355
FCF (①+②)	222	361	326	440	299	-60	800	1,137	2,985	2,061	2,609	1,885
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	11,749

(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^{注 3}、財務、人事・給与^{注 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

◆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。

【図表4】売上区分（種類別）

種類別の売上区分	内容	2021/3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)	1,985	14.9	70%前後
商品	他社製品の権利などの販売	485	3.6	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	3,552	26.7	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	4,057	30.5	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	3,227	24.2	25%前後
合計、及び平均		13,308	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57%。

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る傾向が見受けられる。

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

◆安定性と収益性の高いストックビジネスが拡大

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

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、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期では、クラウド売上高が種類別では最大となり、これに次ぐ保守サービスと合計したストック収入が、売上構成で全体の約57%を占める。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く、安定収益源となっており、経営と利益の安定性に厚みを持たせている。

一方、製品やソリューション売上高(その他の営業収入)は、特需や買い替えサイクル、バージョンアップのタイミングにより売上高が変動しやすい。

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

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利益率に大きな格差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。

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

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

◆成長ドライバーであるクラウドビジネス

同社は、長らく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ものである(月額平均利用料金 2～3 万円/社)。同ビジネスは、コスト構造上、サーバー管理費・製造・販売や物流などの変動費が相対的に少ないため限界利益率が高い。

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予想される。

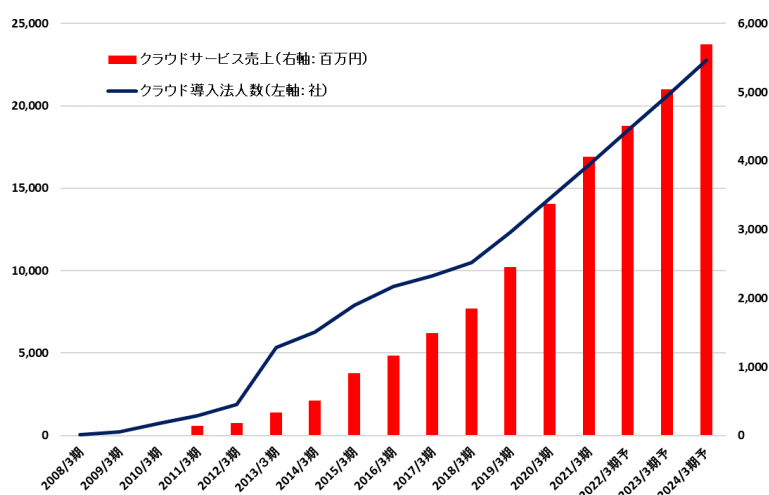
(注 5) API 【Application Programming Interface】: ソフトウェアを操作するためのインターフェイス・ネットワーク、ソフトウェアとプログラムを繋ぐもの。

(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。例えば、PCA クラウドと Kintone をノンプラグミングで連携可能プラグインを 2021 年 6 月に提供開始。

- ・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 1.6 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 ^{注 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 ^{注 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(P11-図表 5)。コロナ禍にあつて規模が拡大する中、やや成長率の鈍化が見られるが、今後もコアの成長ドライバーと考えられる。

【図表5】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）取材、決算説明会資料により、アルファ・ウイン調査部が作成、（予）は当調査部の予想

◆コロナ対策を実施。リモートワークにシフト。

◆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

コロナ対策本部を設置し、社内・従業員向けには、在宅勤務、時差通勤を推奨し、原則的にはテレワークに移行している。iPhone 等の通信端末を全社員に貸与、合わせて在宅準備金や同勤務手当を支給し、通信インフラや在宅環境を整えている。

コールセンターについても、在宅にて対応できるシステムを整え、現在、約 8～9 割の役職員が在宅勤務を継続している。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行った。

◆業態柄、全体的には新型コロナウイルスの影響は軽微。

同社のパッケージソフト製品は顧客側でのインストールにより導入が可能であること、また、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、新型コロナウイルス感染症による業績への影響は軽微である。今後も、対面とリモートのハイブリッドでの営業活動により、引き続き収益獲得が可能と同社では考えている。

◆新規営業や事業展開・サポート面ではやや影響あり。

ただし、新規の顧客開拓、サポート（導入指導などの訪問）、新規事業の展開などにおいては、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や、経済活動の停滞により、業績面では影響を受けやすく、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。

- ◆コロナの影響もあり、新ビジネス・新サービスの拡販はスロー。

また、新規事業としてスタートし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」や、新製品である「ハイパーシリーズ」については、コロナの影響もあり、拡販ペースがスローである。「PCA HUB」（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）に関しても、当初 2021 年 4 月サービスイン予定であったが、同様に開発計画に影響が出てきており、現在、見直し中である。

◆ 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)領域への事業展開

- ◆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。

＜株式会社ドリームホップの会社概要＞

同社(PCA)は、2020 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。

(注 7) ストレスチェック：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。定期的に検査を行い、結果を本人に通知して、個人のメンタルヘルス不調のリスクを低減させるとともに、職場環境の改善につなげることを目的とする。

ドリーム社は、ストレスチェック^{注 7} サービスを中心に、メンタルヘルス領域や健康経営に関するサービス、事業運営を専業で行う小規模企業である。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。

＜買収の経緯＞

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。

- ◆グループ内でシナジー効果を高め、HR 分野を拡大する方針。

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、ドリーム社を買収した。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、また協業関係にあった。

- ◆メンタルヘルスに関する広範な事業を展開。

＜業務内容＞

ドリーム社は、「データ×テクノロジー×ヒューマンサービス」を掲げ、企業の組織改善を支援している。ストレスチェックを提供し、そのデータを活用することによって、組織のボトルネックを発見し、課題に対して適切な対策を行う。これにより、職場環境の改善、社員の定着、採用力の強化につながる支援を行い、エンゲージメント対策、ハラスメント予防に至るまでメンタルヘルスに関する広範囲な事業を展開している。

- ◆官公庁・団体・大手民間企業など優良顧客を持つ。実績も豊富。

厚生労働省、環境省、東京都、札幌市、全国健康保険協会などの官公庁、地方自治体、団体に加え、多数の民間企業を顧客として持つ。

<実績>

ドリーム社による受検事業者数は 1 万事業所を超え、ストレスチェック実施後、1,200 社を超える官公庁、民間企業と取引を行い 100 万人以上が利用している。

<今後の事業展開、シナジー>

- ◆ビッグデータを活用し既存の HR 分野とのシナジーを期待。

現在のコロナ禍で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。

今後はビッグデータを活用し、これまでアナログで実施していた分野に、PCA の培ってきたテクノロジーも導入して効果を上げていく方針である。

<サービスラインナップの拡充>

- ◆買収後、リブランディングを行い、サービスを拡充。

買収後、ストレスチェック「ALART」をメンタルヘルスプログラム「ORIZIN」にリブランディングを行った。従来のメンタルヘルス対策を ORIZIN、新規に加えたハラスメント対策を ORIZIN+、産業医による対応を irodori とし、サービスのラインナップを拡充した(図表 6)。

料金体系は、主要サービスは利用ユーザーあたりの料金などをベースとした月額課金(サブスクリプション)をメインとし、オプションを組み合わせたものとなっている。

【図表 6】メンタルヘルスプログラムのリブランディング



(出所) 決算説明会資料

<業績動向>

- ◆ドリームホップ社は、先行投資負担から赤字。増資により債務超過は解消。数年内に黒字化したい意向。

過去のリリースで開示されているドリーム社の業績は、P14-図表 7 の通りである。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た。これは、システムや事業拡張に伴う先行投資負担や固定費の増加によるものと推察される。

- ◆小規模で固定費が相対的に重く、トップラインの成長が黒字化には必須。

なお、買収後、同社(PCA)が 80 百万円を増資し、債務超過は解消した模様である。今後は、同社の営業力を活用し取引先の拡大により売上高を伸ばす一方、事業の効率化を進め数年内に黒字化したい意向である。

【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、アルウイン調査部が作成

◆連結対象子会社となり、
暖簾代の償却が、毎期発生。

＜暖簾とPCAの業績に与える影響＞

なお、ドリーム社の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、暖簾代が1.5～2億円程度発生したと推定される。

前期(2021/3期)から連結対象子会社となったが、2020年10月下旬に買収したため前期の業績に与える影響は限定的であったと推測される(ドリーム社の2021/5期の業績見通しは非公表)。

今期(2022/3期)以降は、フルに連結(PCAグループ)に取り込まれる。PCAはIFRSを未導入のため、当調査部では暖簾代を、償却対象金額175百万円、償却期間5年、前期17百万円、今期35百万円の暖簾の償却を前提としている。

3. 株主構成

◆ 株主所有者別構成の推移

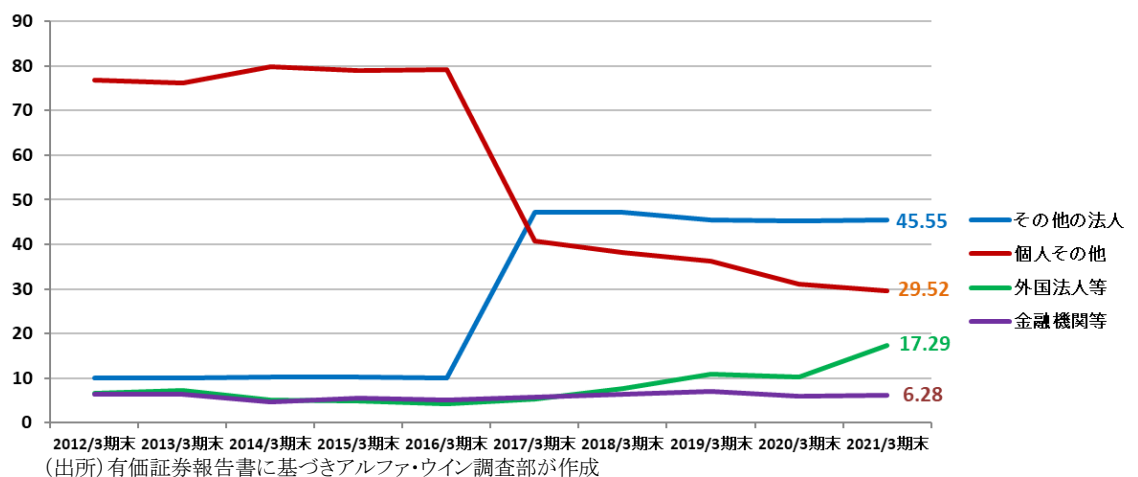
- ◆ 外国法人の保有比率が上昇。

- ◆ 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。

2021年3月末の株主所有者別構成比率(図表8)では、「その他法人」、「個人その他」の合計で、全体の6割を超える。また、2020/3期末との比較では、「個人その他」が株式を売却し、代わって「外国法人等」が買入れ、ウエイトが変動した。

なお、創業者(川島氏)の相続に伴い個人保有の株式は、2017/3期に一般法人である株式会社 Kawashima に譲渡された(創業一族の資産管理会社、区分上は「その他の法人」)。

【図表8】株主所有者別構成の推移 単位：%



◆ 上位株主構成

- ◆ 国内の安定株主は変わらず。

- ◆ 米大手運用機関の MFS が、5%超を保有し大量保有報告書を提出。

2021年3月末の大株主は、P16-図表9の通り。

2020年3月末との比較では、上位10位内の大株主では、カストディアン等(信託銀行)と持株会を除き、保有株数は大きくは変わっていない。

なお、マサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー(以下、MFS)は、2021年3月31日時点で、株式保有比率が5.22%(401,900株を保有)となり、大量保有報告書(5%ルール報告書)を提出した。MFSは、米国では最も歴史がある運用機関の一つでグローバルに展開し、運用総資産額は6,102億ドル(2020年12月末時点、約63兆円)。長期投資とアクティブ運用を特徴とし、日本にも拠点をもち多くの日本株にも投資を行っている。

P16-図表9の大株主にはMFSの記載はないが、第2位株主(自社株を保有する同社を除く順位、以下同様)のJP Morganなどの複数のアカウントを経由して投資を行っている」と推測される。

◆複数の国内外の機関投資家などが、カストディアン経由で投資していると推測される。

◆筆頭株主は、創業家の資産管理会社。

◆13.4%の自社株を保有。

◆ライバルのOBCも、第4位の大株主。

◆大株主にはアクティビストはいない模様。

加えて、第3位株主:MSIP CLIENT SECURITIES や、第5位株主:BYN GCM CLIENT ACCOUNT、第6位株主:JPMBL RE NOMURA INTERNATIONAL、第10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)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、国内外の機関投資家、ファンド等からの純投資と推測される。

因みに、国内投信では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や、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントが運用するアクティブファンド(GSビッグデータ・ストラテジー日本株)が、同社株を組み入れている。

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(創業者の川島氏の子孫)の資産管理会社。

・また、同社は従来から実質的には第2位の株主である。Kawashima が株式の売却の意向を示し、同社が過去、TOB 等にて株式を追加取得した結果、合計で約13.4%の自社株を保有している。

・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、保有株数の増減はない。

・第7位株主のロジックシステムズの保有目的は不明。

・第8位株主の従業員持株会は、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が、奨励策もあり保有株数は増加に転じている。

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

・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9】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	2021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	2,736	41.40	1
PCA 株式会社(自己株式)	848	848	848	849	1,049	1,045	1,034	13.42	—
JP MORGAN CHASE BANK 385632							338	5.07	2
MSIP CLIENT SECURITIES						295	295	4.43	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	254	3.81	4
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)							154	2.31	5
JPMBL RE NOMURA INTERNATIONAL PLC 1 COLLEQUITY							120	1.79	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	112	1.68	8
ナゴヤビーシーエー株式会社		100	100	100	100	100	100	1.50	9
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)							95	1.41	10
JP MORGAN LUXEMBOURG S.A. 1300000									
MSCO CUSTOMER SECURITIES									
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								

(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。

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。

◆ 障害者支援や IT 人材の発掘・育成支援に対し積極的。

◆ 労働環境・職場環境の改善に努める。

次世代育成支援対策推進法に基づく一般事業主行動計画において、「子供を育てる労働者が子育てのためのサービスを利用する際に要する費用の援助の措置の実施、在宅勤務やテレワーク等場所にとらわれない働き方の導入、年次有給休暇の取得の促進のための措置の実施」を掲げ、取り組んでいる。

また、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。また、係長以上の女性社員の割合を 22%から 30%にする。有給休暇取得率を 76%から 80%取得にする」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。執行役員制度は採用されていない。

株主総会議案では、取締役が 1 名増員され取締役は合計 7 名（うち社外取締役 3 名）、監査役は 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）と、合計 11 名で役員が構成され、このうち女性役員は 2 名の予定である。

◆ 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。

◆ 株主総会議案では、役員 11 名中、女性役員は 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 8）SaaS【Software as a Service】：ユーザーが必要な機能を必要な時に、必要な量をサービスとして利用できるソフトウェア、またはその提供形態。ソフトウェアをユーザー側が導入するのではなく、ベンダー側で稼働し、必要な機能をネットワーク経由でユーザーに提供する。

◆2014 年 12 月に東京証券取引所第二部から第一部へ市場変更。

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 8}）に進出するなど、業界のパイオニア的な存在である。

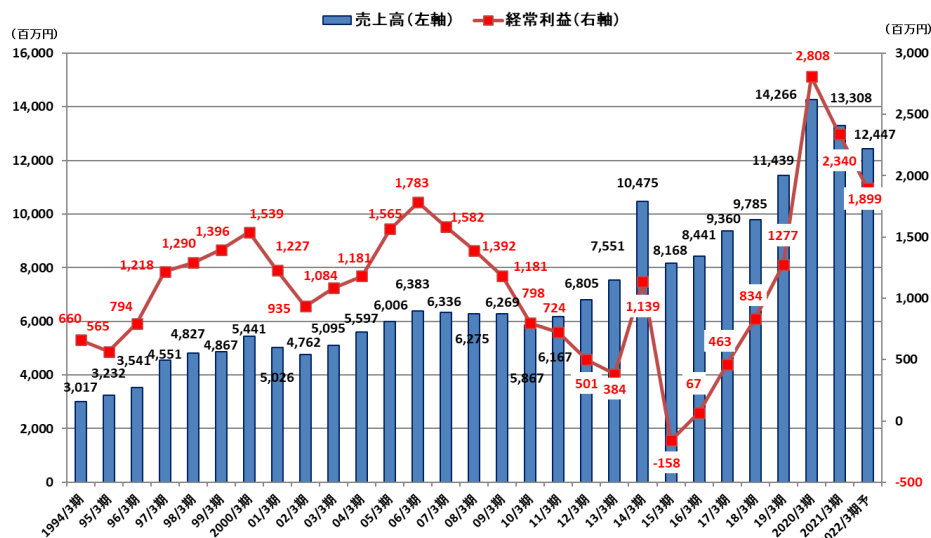
株式に関しては、1994 年に店頭公開、2000 年は東証二部に上場、2014 年には同一部に昇格した。東証一部上場を機に、ロゴを現在のものに変更した。

◆ 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、図表 10 の通りである。以下、時系列的な業績の補足説明である。

【図表 10】長期業績推移

◆長期的には増収トレンド。一方、利益は一時低迷したが、V 字回復。



（出所）決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成、2022/3 期予想は会社計画（新収益認識基準）

◆2000/3 期の 2000 年問題
特需期に、当期利益は過
去最高益を計上。

◆2006/3 期には、制度改正
や ERP の寄与により、
営業・経常利益は最高益
を計上。

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

◆リーマン後は、業績が低
迷。2014/3 期には、特需
で過去最高の売上高、
100 億円を達成。

◆2015/3 期、2016/3 期特需
の反動もあり、二期連続
で赤字を計上。

◆2016/3 期以降は構造改
革の効果も発現。

◆クラウドの伸長、新製品
の投入、コスト削減が奏
功。営業利益率は改善。

・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。

・2000 年問題に係わる特需メリットを享受し 2000/3 期に売上高が伸びた
こともあり、当期純利益は最高益(937 百万円)を計上した。2001/3 期お
よび 2002/3 期の連続減収減益は、その反動と景気低迷が要因である。

・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、それに加えて ERP ^{注 9}（統合型基幹業務システム）の
「Dream21」（旧製品名）の寄与により収益性が改善し、2006/3 期に営業
利益および経常利益は、最高益(それぞれ 1,747、1,783 百万円)を計上
した。

・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、並びに 2016/3 期には先のダブル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)。

・なお、同社の売上高粗利率、営業利益率は、長らく逡巡傾向にあった
が(P20-図表 11)、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。

・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た。また、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、数年
にわたり構造改革を進め、その効果も表れた。

・同社のその後の業績の伸長・回復は、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。

◆2016/3 期以降は、増収増益基調に転換。黒字が定着。業績はV字回復。

◆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大幅増収増益、過去最高売上高と利益を更新。

◆直近の6期間は、期初の利益計画を上回る実績。過去の業績修正は、9月あるいは翌年の2~4月になされることが多い。

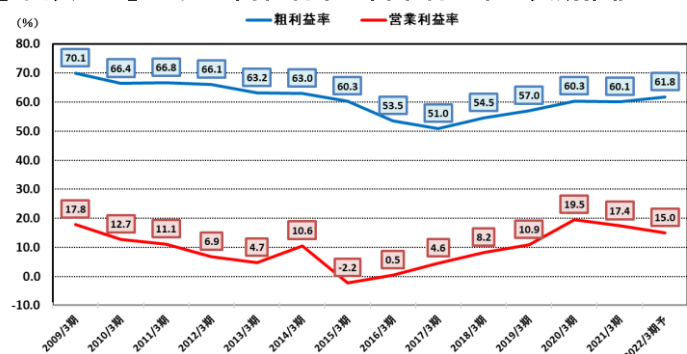
・同社は、クラウドの続伸、新製品の投入、営業力の強化に努め、景気回復も重なり、2016/3 期から 2020/3 期に至るまで、5 期連続の増収となった。また、2017/3 期以降は黒字体質と増益トレンドが定着した。

・2020/3 期(前々期)には、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 億円強)も加わり、大幅な増収増益となり、過去最高売上高と最高益を更新した。

・その後、再び特需後の反動から、2021/3 期には減収となったが、特需前のピークである 2019/3 期の売上高水準は上回った。

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 12)。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】 売上高粗利率と営業利益率の長期推移



【図表 12】 会社による期初業績予想と実績値の時系列的比較

連結	売上高	営業利益	経常利益	親会社利益に帰属する当期純利益(以下同様)	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	売上高	営業利益	経常利益	当期利益
単位: 百万円	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想からの乖離率	実績	前年同期比	
01/3期	-	5,026	-	1,224	-	1,227	-	695	-	-	-	-
02/3期	5,634	4,762	-	925	1,215	935	-	533	-15.5%	-	-23.0%	-23.3%
03/3期	5,104	5,095	-	1,073	1,015	1,083	589	576	-0.2%	6.7%	-2.2%	8.1%
04/3期	5,521	5,595	-	1,170	1,125	1,181	653	682	1.3%	5.0%	4.4%	18.4%
05/3期	6,096	6,005	-	1,551	1,293	1,565	769	915	-1.5%	21.0%	19.0%	34.2%
06/3期	6,870	6,383	-	1,747	1,780	1,783	1,059	327	-7.1%	0.2%	-69.1%	-64.3%
07/3期	6,860	6,336	-	1,533	1,550	1,582	922	852	-7.6%	2.1%	-0.7%	160.6%
08/3期	6,780	6,274	1,321	1,325	1,365	1,391	812	644	-7.8%	0.3%	-20.7%	-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%	5.6%
10/3期	6,500	5,867	1,141	744	1,200	797	714	436	-9.7%	-34.8%	-38.9%	-35.9%
11/3期	5,908	6,166	878	686	927	724	519	411	4.4%	-21.9%	-20.8%	-5.7%
12/3期	6,505	6,805	806	468	835	501	381	75	4.6%	-41.9%	-40.3%	-81.8%
13/3期	7,025	7,550	56	354	84	383	29	181	7.5%	532.1%	524.1%	141.3%
14/3期	8,641	10,474	284	1,110	311	1,138	141	604	21.2%	290.8%	265.9%	233.7%
15/3期	9,198	8,168	453	-179	483	-157	283	-207	-11.2%	下方修正	下方修正	赤字化
16/3期	8,880	8,440	242	40	272	66	131	-93	-5.0%	-83.5%	-75.7%	赤字化
17/3期	9,731	9,360	165	432	187	463	51	160	-3.8%	161.8%	147.6%	272.0%
18/3期	9,878	9,785	645	807	669	834	425	441	-0.9%	25.1%	24.7%	175.6%
19/3期	10,466	11,439	825	1,248	842	1,277	588	906	9.1%	51.3%	51.7%	105.4%
20/3期	12,783	14,268	1,478	2,781	1,499	2,808	976	1,816	11.6%	88.2%	87.3%	100.4%
21/3期	13,280	13,308	2,034	2,314	2,055	2,340	1,358	1,688	0.2%	13.8%	13.9%	-8.1%
22/3期(CE)	12,447	1,866		1,899		1,192						
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)→									-0.9%	74.4%	40.9%	26.0%
青のハイライト: 従前の最高値 緑のハイライト: 過去最高値 期初予想に対する上方修正: 下方修正(単位: 回)→									8:12	8:6	13:7	9:10
									↑ 各期間の単純平均(今期を除く)			

(出所) 図表 10、11 とも決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成、2022/3 期予想(CE)は会社計画。(注) 2022/3 期(CE)より新収益認識基準等を適用。

6. 業界環境

◆ソフトウェア市場の動向

＜顧客対象となる日本の中小企業数＞

人口減少、高齢化の進む日本においては、同社の主たる顧客対象となる中小企業の廃業が影響し、その企業数は減少傾向にある。

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、及び団体は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。

＜足元の状況：日銀短観＞

なお、2021 年 3 月の日銀短観において、中小企業（全産業ベース）の 2021 年度（計画）のソフトウェア投資額は、前年度比+1.9%（うち製造業+17.9%、非製造業△4.4%）と、製造業を中心に増加する見込みである。中堅企業では、それぞれ順に+9.8（+28.6%、+6.1%）と更に、ソフトウェア投資の増額に積極的である。また、中小企業の業況判断は、2020 年 12 月の調査（「最近」）の△18 から△12（△は、本レポートではマイナスの意味）、「先行き」についても△23 から△15 へと、景況感の悪化が和らぎつつある（中堅企業についても同様）。

＜市場規模と成長ポテンシャル＞

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、その規模は徐々に拡大傾向にあった。新型コロナウイルスの拡大後は、一時的にやや停滞していると考えられる。

なお、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における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。

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いる。日本における普及率は米国の 1/2～1/3 倍であり（出所：総務省情報通信白書等）、今後の成長ポテンシャルは大きいと考えられる（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）。

クラウド型の基幹業務ソフトウェア市場は、受託開発のシステムやパッケージ（オンプレミス）市場の一部代替もあり、中期的にも年率 20%前後の高い成長が期待できる。

◆ユーザーとなる日本の中小企業数は、減少トレンドだが、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と予想。

◆中小・中堅企業を取り巻く市場環境の悪化は、一時期よりも和らぎつつある。

◆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。

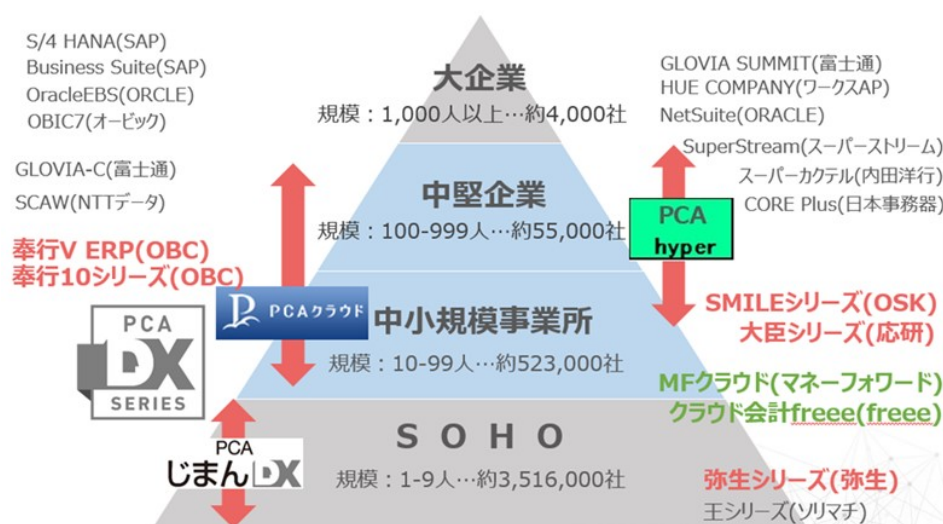
◆同業他社比較

＜業界のポジショニングと主なプレーヤー＞

- ◆業界内では、ユーザーの規模別、ソフトウェアの機能別に、ある程度の住み分けが進む。

図表 13 は、顧客層別の業界のポジショニングと主なプレーヤーを示す概略図である。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 13】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) 過去の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3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。主力の会計ソフトでのライバルは、上場企業では直接的にはオービックビジネスコンサルティング(OBC:4733)と、間接的にはミロク情報サービス(MJS:9928)と考えられる。

特に OBC は、商品ラインナップやビジネスモデルとも同社とほぼ同じであり、最大のライバルである。また、未上場企業では弥生(オリックスの子会社)、応研(独立系)、OSK(大塚商会の子会社)などが直接の競合先である。

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。同市場では、同社は第 3 位(シェア 10%前後)と推定される。また、同社の給与・人事ソフトについても、ほぼ同様のシェア・ポジションにいとと考えられる。

なお、クラウド会計市場において競合する上場会社としては、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)と、フリー(freee、東証マザーズ:4478、スモ

◆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、Freeとも競合。

◆利益率や資産効率、大きく改善。

ールビジネス向けの ERP サービス:クラウド会計ソフトの提供)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。

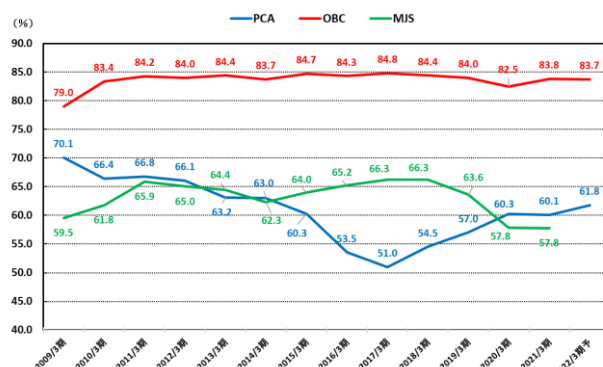
＜類似する上場大手 3 社での収益性の比較＞

上場大手 3 社(同社、OBC、MJS)の粗利率、営業利益率の長期的な推移を比較したものが図表 14、及び図表 15 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いる。これはスケールメリット(OBC や MJS は、それぞれ同社売上高の約 2.2 倍、2.6 倍、営業利益もそれぞれ約 5.6 倍、約 2.0 倍、前期実績基準)や売上構成の差異(サポート売上高比率等)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、ストックビジネスに注力し、利益率は安定し上昇傾向にある。今後も一層の収益力の向上を目指している。

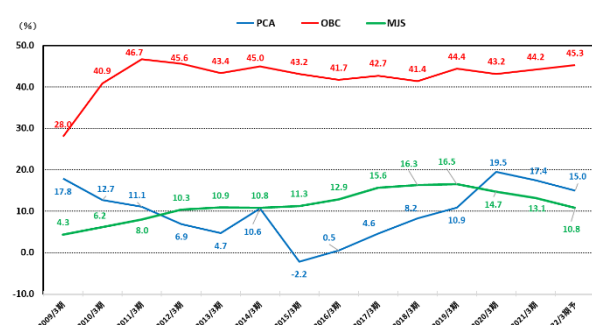
同様に同社の ROA、ROE の推移を示した図表 16 を見ると、近年、資産効率の向上も著しく、直近期では 3 社内では中位である(2021/3 期実績は ROA:ROE の順に、PCA 9.7%:11.4%に対し、OBC 9.2%:7.8%、MJS 11.1%:13.6%)。なお、参考までに P24-図表 17 に、3 社の概要を比較した。

【図表 14】上場大手 3 社(同社、OBC、MJS)の粗利率の長期的な推移

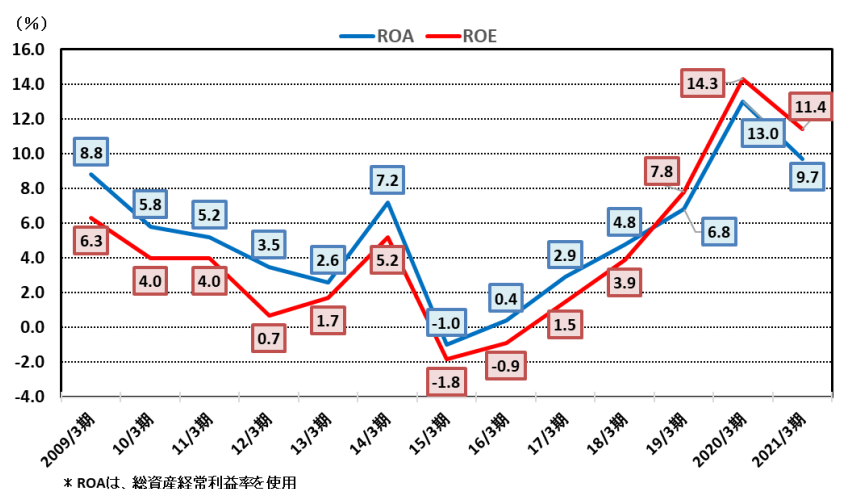


(出所) 図表 14 から 16 まで有価証券報告書より、アルファ・ウイン調査部が作成。予想は会社計画

【図表 15】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 16】同社の ROA、及び ROE の推移



【 図表 17 】 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(OBG)	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(2021/3期)	・ソリューション 24.3% ・保守サービス 26.7% ・クラウドサービス 30.5% ・製品 14.9% ・商品 3.6%	・サービス 65.2% ・プロダクト 34.8% (ソリューションテクノロジー 24.5%) (関連製品 10.3%)	・サービス収入 31.7%(総合保守) ・システム導入契約売上高 56.7% (ソフトウェア 33.4%) (ユースウェア 12.8%) (ハードウェア 10.8%) ・その他 7.5%
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11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31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17万社
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期目標を引き上げ。 ・修正後目標: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 (2021/3期で売上、DOE以外は達成済) ・2023/3期から始まる新中期経営計画の投資を、2022/3期に一部先行実施する計画。	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。 クラウドビジネス、サブスクリプションビジネスに注力中。 従来のオンプレ・Windowsプラットフォームで奉行(製品+保守) + 奉行V ERP (製品+保守) = 売上高300億円を目指す。 また、DX世代のクラウド型・Azureプラットフォームで、奉行クラウド(i+VERP相当)350億円+奉行クラウドEdge150億円=売上高500億円を計画。	前中計の最終年度となる2021/3期目標数値は、段階的に下方修正し終了。新たに中期経営計画Vision2025を策定(2022/3期~2026/3期):最終年度に売上高550億円、経常利益125億円(過去最高の売上高・経常利益を達成)、ROE20%超を目指す。 ＜既存 ERP 事業＞デジタルマーケティングを取り込みサブスクモデル比率を高め、安定収益源確保・継続的成長を実現 ＜新規事業＞デジタル・非対面時代に誰もが簡単にDXを実現できる統合型 DX プラットフォーム国内No.1。
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(人財)の確保と育成。	・会計事務所ネットワーク No.1 戦略 ・中堅・中小企業向け総合ソリューション・ビジネス戦略 ・統合型 DX プラットフォーム戦略(新規事業領域) ・クラウド・サブスク型ビジネスモデルへの転換 ・グループ連携強化によるグループ会社の独自成長促進 ・戦略実現を加速する人材力・経営基盤強化
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	・主力の奉行シリーズ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別ソフトウェアがある)
売上(百万円) 2022/3期会社予想	12,447	34,000	37,400
粗利率(%) 2021/3期実績	60.1	83.8	62.1
営業利益(百万円) 予想	1,866	15,390	4,030
営業利益率(%) 予想	15.0	45.3	10.8
EPS(会社予想)2022/3期、前期比(%)	2022/3は、新収益認識基準が適用され、連続性がなくなるため省略		
純資産配当率(%) 実績	1.5	3.2	6.0
過去10年売上成長率 (2021年3期実績/2011年3期実績:%)	215.8	170.0	181.7
同営業利益成長率(同上)	337.3	161.2	300.5
自己資本比率(%) 実績	62.4	82.8	46.5
全グループ正規従業員数(人) 実績	524	842	1,891
同従業員一人当たりの売上高(百万円/人)	23.8	40.4	19.8
同従業員一人当たりの営業利益(百万円/人)	3.6	18.3	2.1
ROE(%)2021/3期実績 A=B*C*D	11.4	7.8	13.6
売上高当期利益率(当期/売上高:%) B	12.5	33.1	7.8
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) C	0.6	0.2	0.8
財務レバレッジ (総資産平均/自己資本平均:倍) D	1.6	1.2	2.1
ROA(経常利益/総資産:%) E=F*G	9.7	9.2	11.1
売上高経常利益率(%) 同実績 F	17.6	47.6	13.2
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) G	0.6	0.2	0.8

斜線は、2022/3期会社予想数値、他は2021/3期の実績値。なお、オレンジのハイライトは3社間の最高値を示す

7. 前期の実績と今期の見通し

◆ 2021 年 3 月期(前期)決算

<概要>

2021/3 期通期連結業績は、売上高 13,308 百万円(前年同期比 6.7%減)、営業利益 2,314 百万円(同 16.8%減)、経常利益 2,340 百万円(同 16.7%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,688 百万円(同 8.1%減、以下、当期利益)と減収減益となった(図表 18)。

前々期(2020/3 期)は、ダブル特需(消費税改正、Windows7 のサポート終了対応などの前倒し需要)により、5 期連続の増収増益となり、過去最高売上高と過去最高利益を更新した。しかし、前期は、主に特需の反動により減収減益要因となった。

但し、会社の事前予想を、売上高は 28 百万円(計画比+0.2%増)上回りほぼ想定並み、一方、営業利益は 280 百万円(同+13.8%増)上回った。

また、会社予想よりも強気に見ていた当調査部予想値と比較すると、売上高は 42 百万円(予想比△0.3%)の未達となったが、営業利益は 164 百万円(同+7.6%)上振れた。利益の上方修正の主たる要因は、新型コロナウイルス感染症拡大ため交通費、交際費、販促費(展示会が WEB での開催になり会場費が減少したなど)等の経費が抑制されたことによる。

◆ 前期決算は、特需効果の反動が大きく減収減益。

◆ 売上高は想定線に着地。利益は、会社計画、並びに当調査部の予想を上回る。コロナ禍での経費の抑制が上方修正の主な要因。

【図表 18】2021/3 期業績 (単位：百万円、%)

通期業績		2020/3期		2021/3期		増減率		増減幅		2021/3期		差異		2021/3期		差異	
単位:百万円		実績	実績	実績	実績	YOY: %	YOY: 百万円	会社計画	YOY: 百万円	会社計画	YOY: 百万円	当部予想	YOY: 百万円	当部予想	YOY: 百万円	当部予想	YOY: 百万円
連結売上		14,266	13,308			-6.7	-958	13,280	28	13,350	-42						
粗利		8,599	8,001			-7.0	-598	8,039	-38		8,001						
	粗利率(%)	60.3	60.1			-0.2		60.53	-0.4		60.1						
販売管理費		5,817	5,686			-2.3	-131	5,985	-299		5,686						
	売上高販管比率(%)	40.8	42.7			2.0		45.1	-2.3		42.7						
営業利益		2,781	2,314			-16.8	-467	2,034	280	2,150	164						
	営業利益率(%)	19.5	17.4			-2.1		15.3	2.1	16.1	1.3						
当期利益		1,816	1,668			-8.1	-148	1,358	310	1,430	238						
	当期利益率(%)	12.7	12.5			-0.2		10.2	2.3	10.7	1.8						

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成

<過去の特需後との比較>

なお、前期は減収減益決算とはいえ、特需による最高売上高と利益を更新した 2020/3 期に次ぎ歴代 2 位の業績水準であり、特需前の 2019/3 期の実績を上回っている。

前回の特需の反動期である 2015/3 期には、前期比 22%の減収により当期利益は、604 百万円の黒字から 207 百万円の赤字に転落した。

当時と比較すると減収率は小さく、また黒字かつ、高い利益水準を維持しており、対照的である。これは、過去の教訓を踏まえ、継続性と安定性に優れるストックビジネスに大きくシフトし、経営体質を強化してきた成果に他ならない。

◆ 過去の特需の反動期と比較すると、業績に与えるインパクトは限定的。ストックビジネスへの転換が奏功。

◆前期、賞与規定の改定により、営業・経常利益は115百万円圧縮。実質的には前期比13%弱の減益に留まる。

◆特需の反動減が減収要因。

◆消費税特需の反動が製品売上高に大きく影響。

◆ストックビジネスは、増収を持続。

＜会計基準の変更＞

前期の第2四半期において賞与規程の改訂を行い、支給対象期間を変更したため、営業利益、経常利益はそれぞれ115百万円、本来よりも減少している。これを考慮すれば、実質的に前期の営業利益は2,429百万円(前期比12.7%の減)、経常利益は2,455百万円(同12.6%の減)と、13%弱の減益に留まる。

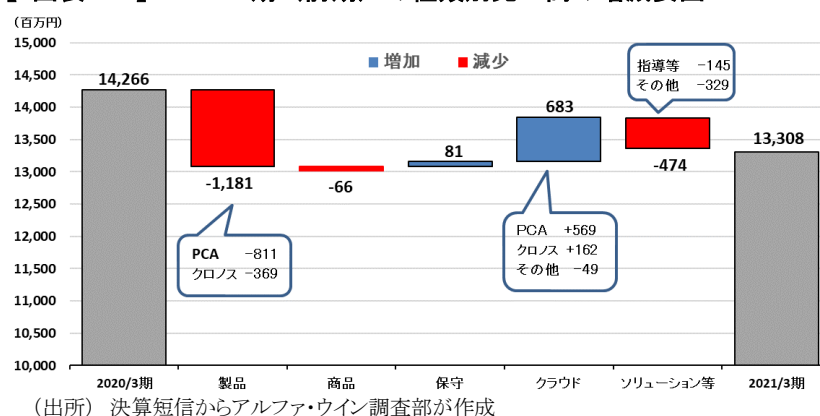
＜売上高＞

前々期(2020/3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十数億発生し業績に大きく寄与した。前期(2021/3期)は、前期比△958百万円の減収となり、特需の反動減をある程度カバーした。

種類別の売上高区分で2020/3期との増減収要因を分析すると、製品△1,181百万円、ソリューション△474百万円、商品△66百万円の減収となり、製品が減収金額合計の△1,721百万円に対し約69%を占める。想定範囲内ではあったが、消費税特需の反動が製品売上高には大きく影響した(図表19)。

一方、増収金額合計764百万円のうち、クラウドが前期比+683百万円、保守が同+81百万円の増収と、増収金額の約90%をクラウドが占め、ストックビジネスが減収合計金額の44%をカバーした。なお、クラウド売上内では、期中に売却したKeep社の減収(△49百万円)はあったが、オンプレミスのクラウドシフトもありPCA(+569百万円)、クロノス(+162百万円)ともに増収となった。

【図表19】2021/3期(前期)の種類別売上高の増減要因



＜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。その後、2018/9月末時点で11,331法人、2019/3月末で12,313法人(

◆PCA クラウド利用法人
数は順調に増加。1.6 万
社を突破。

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)、2020/9 月末で 15,262 法人(同+874)、2021/3 月末で 16,444 法人(同+1,182)と順調に増加している(前出 P11-図表 5)。

◆クラウド売上高は前年
同期比で、やや鈍化する
が 20%増収を維持。

半期ベースでは、新型コロナの影響で一時的に純増ペースが鈍化した期間もあるが、直近 1 年間の利用法人純増数は 2,056 法人と、単純平均で約+171 社/月のペースで純増している。これは、前年度とほぼ同様のペース(約+173 社/月)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。

今期に入っても純増ペースは変わっておらず、当面、年間 2 千社以上の法人純増数を継続したい意向である。

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、+358 百万円、23.9%増、以下同順)→2019/3 期 2,452 百万円(598 百万円増、32.3%増)→2020/3 期 3,374 百万円(922 百万円増、37.6%増)→2021/3 期(前期)4,057 百万円(683 百万円増、20.2%増)へと増加している。

クラウドにも 2020/3 期には特需が一部発生し、前期にはその反動があったことと、PCA クラウド以外のクラウド売上高の鈍化や、クラウド売上高全体の規模が拡大する中、増収幅と増収率がやや鈍化した。

◆ストックビジネスの売
上高構成比率は、57%ま
で上昇。

<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 48.0%から前期には 57.2%と大きく増加した。これは、ストック収入が増収となる一方、特需の反動により製品やソリューションなどのフロー収入の落ち込みが大きかったためである。

◆クロノスも製品売上高
に、特需の反動減。

<クロノス>

働き方改革の追い風はあるものの、子会社であるクロノスの就業管理システムにも特需の反動があり、前期は成長率が一時に鈍化した模様である。クロノスの単独業績は非開示ながら、少なくとも製品では△369 百万円、クラウドでは+162 百万円の合計△207 百万円の減収となり、これはグループ全体のネットの減収金額に対して約 22%を占める(P26-図表 19)。

◆粗利率は 60%台を維持
したが、減収が減益要因
に。

<利益>

前期の連結営業利益の増減要因は、P28-図表 20 の通りである。限界利益率が高いビジネスモデルのため、減収が減益につながった。

売上原価での改善や、利益率が高いと推定されるクラウドの増収寄与が大きかったため、粗利率は 60.3%から 60.1%へと僅かな低下に留まった。

◆販管費自体は減少するが、減収により販管費率は上昇。

◆営業利益率は、2.1 ポイント低下。

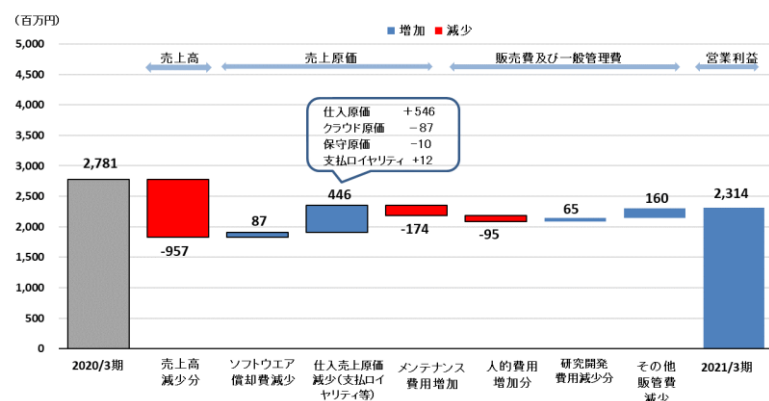
減収効果と粗利率の低下により、粗利額は 8,001 百万円と、前年同期比で 7%減少し、598 百万円の減益となった。

また、人件費増加(前期比+95 百万円)、外注費の上昇などによるメンテナンス費用の増加(同+174 百万円)はあったものの、販促費や広告費等のその他販管費の減少(同△160 百万円)や研究開発費の減少(同△65 百万円)があり、販管費は前期比 131 百万円(同△2.3%)の減少となった。但し、減収の結果、売上高販管費率は 40.6%→42.7%と 1.9 ポイント悪化した。

以上により営業利益は、前年同期比 467 百万円、16.8%の減益となり、営業利益率も 19.5%→17.4%と 2.1 ポイント低下した。

また、営業外損益、並びに特別損益に特段の計上はなく、経常・当期利益とも減益となった。

【図表 20】2021/3 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

◆今期の戦略はサブスクの浸透、ハイパーや HR 分野での拡販、カスタマーサクセスの追求の 4 点。

(注 10) AWS:Amazon Web Services の略で、Amazon が提供しているクラウドコンピューティングサービスの総称。

(注 11) ハイパー(PCAHyper):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。

◆ ピー・シー・エーの 2022 年 3 月期(今期)業績予想 ＜今期の戦略＞

今期の戦略は、以下の 4 点。

- ① サブスクリプションビジネスの浸透～PCA クラウド on AWS^{注 10}のリリース
- ② ハイパー(PCAHyper)^{注 11}で中堅市場へ再チャレンジ
- ③ 働き方改革(HR)ソリューションの確立～ストレスチェック「ALART」をメンタルヘルスプログラム「ORIZIN」にリブランディング(P13-図表 6)
- ④ カスタマーサクセスの追求～ユーザー、パートナー企業との連携・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)

①については、現在の PCA クラウドが 5 時から 24 時までの制限時間内での対応であるが、PCA クラウド on AWS は 24 時間 365 日稼働で、テレワークへの対応が可能など顧客の利便性を向上し、かつ 2 割程度安い価格設定により拡販を狙う。

②については、hyper は Deam21 の後継ソフトで、中堅市場への再チャレンジを狙っているが、レッドオーシャン市場で販売状況に注目していきたい。

③については、クロノスを含めて同社グループ全体で、顧客開拓、クロスセルなどの営業、並びにサービス力向上を図るものと思われるが、同社からの HR ビジネス全体での具体的な戦略の発表を待ちたい。

④については、2021 年 4 月に部署を新設し、クライアントのビジネスの成長を支援するため、ユーザーとのコンタクトの強化、パートナー企業との連携を一層図る方針である。

<通期業績予想の概要>

同社は、新収益認識基準^{注 12}の適用を踏まえ、2022/3 期(今期)の通期業績の予想を発表した。売上高 12,447 百万円、営業利益 1,866 百万円、経常利益 1,899 百万円、当期純利益 1,192 百万円と単純に表面的な数字で前期と比較すると、減収減益を予想している(図表 21)。

なお、今期より新収益認識基準を適用するため、「ギャップダウン」が発生し、旧基準の前期までとは、売上高や利益に連続性がない。同社によると、従来基準での今期予想売上高は、14,153 百万円(前期比 6.3%の増収)と、特需期の最高売上高に近い水準を予想している。同様に従来基準では、営業利益 2,012 百万円(前期比 12.7%減)と経常利益 2,046 百万円(前期比 12.6%減)、当期利益 1,294 百万円(前期比 22.4%減)を予想している。

また、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、予想することが困難であることなどから、第 2 四半期累計期間(上期)の連結業績予想は非公表としている。

- ◆ 今期は、新収益認識基準を適用するため「ギャップダウン」が発生し、減収減益を予想。

(注 12) 新収益認識基準：IFRS-15 の考え方を取り入れ、日本の企業会計基準委員会(ASBJ)が公開した「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第 29 号)等を 2021 年 4 月以降、大企業には強制適用。

- ◆ 旧基準では、増収減益を予想。旧基準と比較し新基準では、売上高・利益とも過小になる。
- ◆ 上期予想は非公表。

【図表 21】今期の業績予想(会社計画)

連 結 (単位: 百万円)	2021年3月期		2022年3月期		2022年3月期		2022年3月期	
	実績	旧収益認識基準	会社予想	新収益認識基準 単純増減額/差 単純増減率%	会社予想	旧収益認識基準 増減額/差 増減率%	会社予想	新旧
売上高		13,308	12,447	-861 -6.5%	14,153	845 6.3%		-1,706
売上総利益		8,001	7,690	-311 -3.9%				
売上高総利益率		60.1%	61.8%	1.7%				
販売管理費		5,686	5,824	138 2.4%				
販管費比率		42.7%	46.8%	4.1%				
営業利益		2,314	1,866	-448 -19.4%	2,021	-293 -12.7%		-155
営業利益率		17.4%	15.0%	-2.4%	14.3%	-3.1%		0.7%
経常利益		2,340	1,899	-441 -18.8%	2,046	-294 -12.6%		-147
経常利益率		17.6%	15.3%	-2.3%	14.5%	-3.1%		0.8%
親会社株主に帰属する当期純利益		1,668	1,192	-476 -28.5%	1,294	-374 -22.4%		-102
当期純利益率		12.5%	9.6%	-3.0%	9.1%	-3.4%		0.4%
1株当たり年間配当金(円)		34	34		34			

(注) 2022 年 3 月期会社予想より「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第 29 号)等を適用。

また、2022 年 3 月期会社予想における(単純)増減額/差、(単純)増減率は、新旧基準とも、2021 年 3 月期の実績との比較。
(出所) 決算短信より、アルファ・ウイン調査部が作成。

◆旧基準では、ソリューションの増収効果を大きく見込む。一方、Xシリーズの終了に伴う、保守の減収が大きい。

◆収益認識基準の変更による、クラウドと商品の売上高への影響は全くない。ストック売上高比率は6割強まで上昇する見込み。

＜通期業績予想の概要(種類別売上高)＞

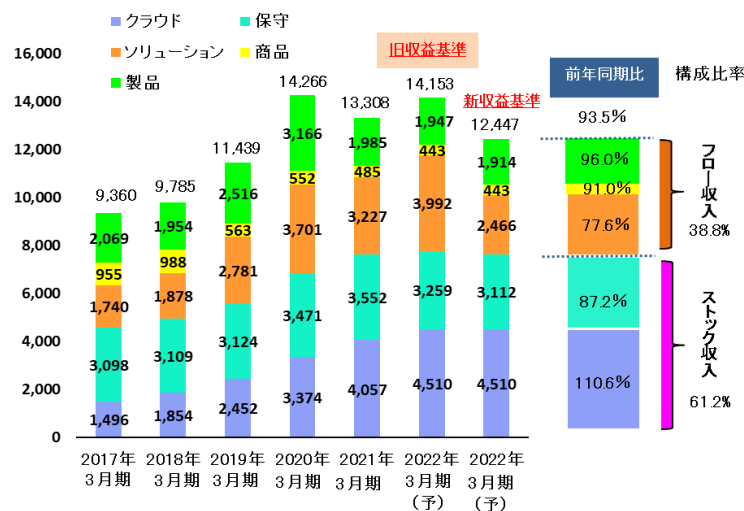
通期の売上高の種類別予想は、図表 22 の通りである。

まず、旧収益認識基準で比較すると、全体で前期比 845 百万円の増収（ネットの金額）を見込んでいるが、ソリューション等の増収額（前期比 +765 百万円増）が大きい。これは、特需の反動減が収束し正常化により、他社製品等の増収を見込んだものである。また、クラウドの売上高は、453 百万円の増収（同+11.2%増）を予想している。

一方、クラウドへのシフトによる製品の減収（同△39 百万円減）や、Xシリーズのサポート終了に伴う保守管理の大幅な減収（同△293 百万円減）、ペーパーレス化による商品の減収（同△42 百万円減）を見込んでいる。

次に、新基準適用後は、クラウド、並びに商品の売上高は旧基準と全く変わらないが、それ以外の 3 セグメントは、旧基準と比較すると売上高が減少する。特に、他社商品を仕入れて販売するソリューションは、仕入れコスト控除後の金額を、売上高に計上するため影響が大きい。保守売上高の差異は、収益の期間按分を新基準に沿って厳密化することにより生じる。この結果、新基準適用後、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、61.2%へと更に上昇する見込みである。

【図表 22】種類別の売上高の推移と今期の売上高構成比率の予想（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）は会社予想。

（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、2019年3月期は、同基準により遡及し修正した。但し、2018年3月期以前とは、両部門に限って連続性はない。また、2022/3期より「新収益認識基準」等が適用され、同社から旧基準と新基準の売上高予想が発表されている。構成比率は、新収益基準による2022/3期の予想ベース。

＜通期業績予想の概要(利益)＞

今期連結営業利益の増減益分析(前期比)の見込みは、P31-図表 23 の通りである。新旧基準での比較になるためギャップが生じ、調整項目（売上高計上金額の差異に加え、勘定科目間の振替等）が含まれていると

◆収益認識基準の変更によりギャップが生じ、売上高・利益に連続性はない。

- ◆新基準による今期の会社計画では、減収に加えて、投資の再開と経費の正常化により、減益を予想。

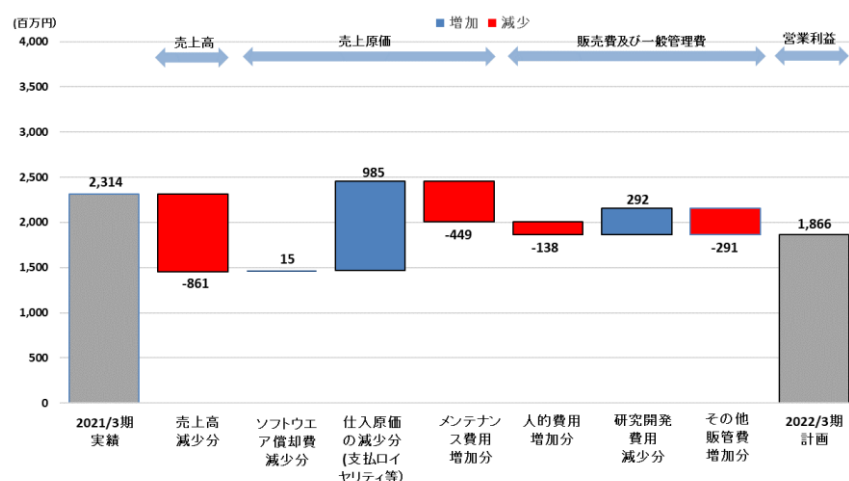
思われるが、減収やメンテナンス費用の増加、人件費やその他経費の増加が減益要因となる。コロナ禍で抑制していた今後の成長に必要な投資や、経費の執行を今期は再開するため、コストが増加する。販管費は前期比 138 百万円増加(+2.4%)の 5,824 百万円を予定し、売上高販管費率は前期の 42.7%から今期は 46.8%に上昇する計画である。

一方、仕入売上原価や研究開発費用の減少が増益要因となるが及ばず、ネットで 448 百万円の減益要因となる。

また、粗利率は前期の 60.1%に対し、今期は 61.8%と上昇する前提であるが、新収益認識基準適用の前後のため、数値に連続性はない。営業利益率以降も同様である。

なお、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】2022/3 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。2021/3 期実績は、旧収益認識基準、2022/3 期計画は新基準を適用

◆ アルファ・ウイン調査部の 2022 年 3 月期(今期)業績予想<概要>

当調査部では今期の売上高を従来 14,000 百万円と予想していたが(2021 年 2 月 5 日レポート発行時)、今回、旧収益基準で発表された会社予想である 14,153 百万円と近いものとなった。但し、アルファ・ウイン調査部は、新収益認識基準に合わせ、また前期実績と現況を踏まえ、今期の業績予想を見直した(詳細は、P35-図表 27)。

<売上高>

当調査部では、今期売上高を会社予想をやや上回る、12,500 百万円(新基準)とした。会社予想との差異は、主に、ソリューション、クラウドと保守の売上高の見方にある。まず、ソリューションは前期の反動で旧基準

- ◆新収益認識基準に合わせ、業績を見直し、売上高を会社計画に対し、僅かに上方修正。

・ソリューション売上高の回復は、やや慎重に予想。

・クラウド売上高の前提は、保守的と思われ会社予想を上回ると判断。

・X シリーズのサポート終了に伴う減益効果は大きい、ネガティブインパクトをやや過大視。

・新収益認識基準に合わせ、利益も前回予想から下方修正したが、会社計画に対しては上回ると予想。

で 765 百万円の増収（前期比+23.7%）を同社は見込んでいるが、当調査部では会社予想に対して 166 百万円下方修正し、同売上高を 2,300 百万円と予想した。

一方、クラウド売上高を前期比 453 百万円の増収（同+11.2%増）と同社は予想しているが、PCA クラウドやクロスシオン（勤務管理ソフトのクラウド版）の伸長が継続しており、前期までのトレンド（每期 2～3 割の増収）や、足元の堅調な状況を勘案すると保守的であると思われ、当調査部では前期比 14.3%増の 4,650 百万円（会社比+140 百万円）と予想した。

なお、収益基準の変更がなければ、今期、同社予想で実質 845 百万円の増収となり、本来は増益となるはずである。しかし、PCA X シリーズが発売後 10 年を経過し、2021 年 12 月末以降、サポートを終了するため、同社はこれに伴う保守サポート収入がほぼゼロになるとの前提を置いている。なお、保守売上高の利益率は高く、これが減益要因の一つとなっている。一方、X シリーズからクラウドへの移行や後継製品へのバージョンアップを大きくは見込まず、やや慎重な予想と思われる。

従って、クラウドに加え、製品や保守についても、会社予想を若干、上回ると想定した。

<利益>

利益についても、新収益認識基準への移行の影響があり、前回→今回の順に、営業利益:2,280 百万円→2,000 百万円、当期利益:1,520 百万円→1,210 百万円へと、当調査部では下方修正し、減益を予想している。しかし、当調査部では、上述のように会社計画の売上高がやや保守的と思われること、加えてプロダクトミックスも会社前提よりも改善すると想定されることから、会社計画の利益に対しては、それぞれ 34 百万円、18 百万円上回ると予想した。

<リスク要因>

なお、今期も含めた中期業績予想において、主なリスク要因は新型コロナの長期化に伴う（変異型の拡散など）、経済活動の停滞、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、導入延期などである。既存サービスについては、前期を無難に乗り切っており、今期も大きな障害にはならないと考えられる。

しかし、PCA サブスクやヘルスケア、hyper などの新サービスの提供、顧客開拓、拡販や、PCA HUB などの開発が想定通り進まない可能性がある。

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。

- ◆ 5つの重点分野を掲げ、クラウドの更なる強化、ソリューション・サービスの提供、M&Aを進めていく方針。

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：2021/3 期実績 133 億円）、純資産配当率 2.5%（同 1.5%）、クラウドユーザー8 万社（2021 年 3 月末現在で 1.6 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 周年を迎えことから、2018 年 11 月に、【PCA Vision 2030 第1ステージ 2021 中期経営計画】を公表した（図表 24）。

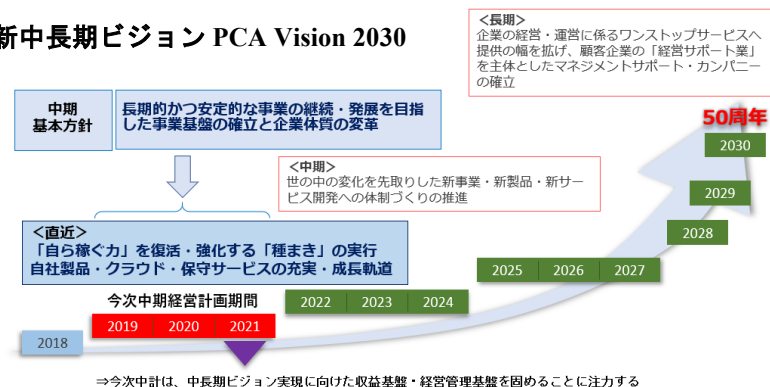
- ◆ 現中計では、課題解決サービス業を志向し、収益基盤・経営管理基盤を固めることに注力。

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、収益基盤・経営管理基盤を固めることに注力している。

- ◆ 中計の基本戦略の下、ほぼスケジュールに従い新施策を実行。

なお、新中期ビジョン、並びに現中計における基本戦略と状況は以下の通りである（図表 24、P34-図表 25）。各施策について実行ステップのロードマップを設定し、スケジュール管理を行っている。onAWS 版の投入による PCA クラウドの強化、hyper シリーズの投入と拡販、PCA サブスクのサービスイン、ドリームホップ社の買収による HR 等の新領域の開拓、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、ほぼスケジュールに従って進めている。

【図表 24】 新中長期ビジョン PCA Vision 2030



（備考）図表 24 における年次表記においては、2021 は 2022/3 期(2021 年度)を意味する。

（出所）図表 24、25 とともに、決算説明会資料を基に、アルファ・ウイン調査部が一部、加筆修正し補足。

【図表 25】中計の基本戦略、重点施策とその実施状況

I、主力事業の収益基盤の確立

1. P C Aクラウドの強化・拡販

豊富なラインナップと10年を超える運用ノウハウの蓄積があるP C Aクラウドについて、ブランド力の向上、Web-APIパートナーの開拓、サービス機能強化などに注力し、市場における確固たる地位と主力事業としての収益基盤を確立させる。

onAWS版の投入(2021年5月)、拡販

2. オンプレミス事業の強化

オンプレミス事業(オンプレミス製品の販売・保守)について、ユーザーニーズに基づき提供製品やサービス体系のあり方等を見直し事業強化に取り組む。

PCAサブスク(2020年7月投入)の浸透

II、新たなビジネスチャンスの創造

将来に向けた新たな収益基盤の創造を目指し、A I、ビッグデータ、R P A、Fintechなど、新技術を活用した関連分野における新製品・新事業開発につながるシーズ発掘のための組織を立ち上げ、新たなビジネスチャンスへの取り組みを加速させる。

新領域を開拓中⇒ドリームホップ社の買収(HR拡大)

III、高収益体質に向けた経営管理基盤の強化

継続的かつ一層の収益力向上に向けて、経営計画、利益管理のあり方等について、事業環境変化に応じた経営管理基盤の改善・強化に取り組む。

新しい人事制度・業務IT基盤へ移行

IV、モノづくりの強化

他社にない独自性、新規性、利便性など、今まで以上に“PCA特有”の製品・サービス開発ができる体制を構築し、ものづくり基盤を変革・強化する。

企画・開発・検証を一体運用

◆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するが、2021/3期にほぼ達成。

また、現在の中期経営計画の初年度となる2020/3期決算において、当中計目標(修正前)を達成したため、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26)。但し、修正目標も前期(2021/3期)には、ほぼ達成した。

◆今期は、来期からスタートする次期中計に向け、一部の先行投資を開始。

今期は、来期からスタートする新中期経営計画に向けて、投資の一部を先行して実施する予定である。この結果、これまでと連続性がある旧収益認識基準では、連結売上高、並びにストックビジネス売上高の修正目標は達成するが、連結営業利益、並びに同利益率は若干、未達となる見込みである。

【図表 26】中期経営計画目標と達成状況・見込み

中期計画目標の項目	2020/3期実績	2021/3期実績	2022/3期会社計画		2022/3期修正中計	2022/3期←当初中計	中計差異(修正-当初)
	旧収益認識基準→		新収益認識基準	←旧収益認識基準	旧収益認識基準	旧収益認識基準	旧収益認識基準
・連結売上高	142.66億円 ◎	133.08億円 △	124.47億円	141.53億円 ◎	135億円以上	← 115億円以上	20億円
内、ストックビジネス(保守・クラウド)売上高	68.45億円 △	76.09億円 ◎	76.26億円	77.69億円 ◎	75億円達成	← 60億円達成	15億円
・連結営業利益	27.81億円 ◎	23.14億円 ◎	18.66億円	20.12億円 △	21億円以上	← 15億円以上	6億円
・連結営業利益率	19.49% ◎	17.39% △	14.99%	14.21% △	15%以上	← 10%以上	5%

(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。計画は会社発表。◎は修正後の中期経営計画目標を達成した、または見込みであることを示す。なお、△は、修正前(当初)の中期経営計画目標を達成するが、修正後の目標は未達であった、または見込みであることを示す。

◆ 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 期間の中期業績予想を行った（図表 27）。新会計基準の適用と今期の状況を踏まえ、今来期については下方修正を行い、2024/3 期については新たに予想を付け加えた。

<来期(2023/3 期)>

日本国内での新型コロナのワクチン接種も、本格化しつつあることから、来期以降は生活や経済活動、中小企業などの IT 投資も徐々に正常化する前提とした。

新収益認識基準によるギャップダウンがなくなるが、新基準の適用による差異を反映し水準訂正を行うとともに、製品・クラウド・その他を中心に種類別の売上高や、コストの前提を再考した。

来期は当調査部の旧予想に対して、売上高 14,650 百万円→13,000 百万円、営業利益 2,600 百万円→2,070 百万円へと新たに予想を修正した。但し、下方修正はしたものの、2022/3 期の当部新予想に対し、4%の増収、9%弱の増益と、来期は再び増収増益に転ずると予想している。また、一株当たり配当金を今期予想と比較し 2 円増配の 36 円とした。

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、利益率の改善と増収増益に寄与するとの考えは変わっていない。

【 図表 27 】 中期の業績予想

単位：百万円、%	2020/3期実績	2021/3期実績	2022/3期CE	新2022/3期E	新2023/3期E	新2024/3期E	前回2022/3期E	前回2023/3期E
売上高	14,266	13,308	12,447	12,500	13,000	13,600	14,000	14,650
製品	3,166	1,985	1,914	1,950	2,000	2,070	2,550	2,650
商品	552	485	443	450	380	330	400	350
保守サービス	3,471	3,570	3,112	3,150	3,050	2,900	3,300	3,200
クラウドサービス	3,374	4,057	4,510	4,650	5,300	5,950	4,850	5,500
その他営業収入	3,701	3,227	2,466	2,300	2,270	2,350	2,900	2,950
売上総利益率	60.3%	60.1%	61.8%	61.6%	61.5%	61.4%	59.9%	59.9%
販売費及び一般管理費	5,817	5,686	5,824	5,800	5,920	6,080	6,100	6,180
(対売上高比)	40.8%	42.7%	46.8%	46.4%	45.5%	44.7%	43.6%	42.2%
営業利益	2,781	2,314	1,866	1,900	2,070	2,270	2,280	2,600
(対売上高比)	19.5%	17.4%	15.0%	15.2%	15.9%	16.7%	16.3%	17.7%
経常利益	2,808	2,340	1,899	1,930	2,100	2,300	2,300	2,620
(対売上高比)	19.7%	17.6%	15.3%	15.4%	16.2%	16.9%	16.4%	17.9%
当期純利益	1,816	1,668	1,192	1,210	1,315	1,440	1,520	1,700
(対売上高比)	12.7%	12.5%	9.6%	9.7%	10.1%	10.6%	10.9%	11.6%
売上高(前期比伸率、以下同様)	24.7%	-6.7%	-	-	4.0%	4.6%	5.2%	4.6%
製品	25.8%	-37.3%	-	-	2.6%	3.5%	28.5%	3.9%
商品	-2.0%	-12.1%	-8.7%	-7.2%	-15.6%	-13.2%	-17.5%	-12.5%
保守サービス	11.1%	2.9%	-	-	-3.2%	-4.9%	-7.6%	-3.0%
クラウドサービス	37.6%	20.2%	11.2%	14.6%	14.0%	12.3%	19.5%	13.4%
その他営業収入	33.1%	-12.8%	-	-	-1.3%	3.5%	-10.1%	1.7%
売上総利益率(前期との差異)	3.3%	-0.2%	-	-	-0.1%	-0.1%	-0.4%	0.1%
販売費及び一般管理費(伸率)	10.3%	-2.3%	-	-	2.1%	2.7%	7.3%	1.3%
営業利益(伸率)	122.8%	-16.8%	-	-	8.9%	9.7%	2.0%	14.0%
経常利益(伸率)	119.9%	-16.7%	-	-	8.8%	9.5%	-1.5%	13.9%
当期純利益(伸率)	100.4%	-8.1%	-	-	8.7%	9.5%	-6.3%	11.8%

(注) 2022年3期より「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号)等を適用のため、2022/3期には前期比増減はない。
また、前回の予測や実績は、旧収益認識基準。

(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は前回予想)、CEは会社予想。

◆2024/3 期も連続増収増益を見込む。

◆引き続きクラウドと就業管理ソフトが成長ドライバー。オンサイトでのサポートもフルに回復すると思われる。

◆中期的には、既存のクラウドビジネスの伸率に加え、新商品・新サービスの成否が業績に影響。

◆営業利益率は改善すると予想。

◆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。

＜来々期(2024/3 期)＞

来々期となる 2024/3 期の予想を新たに付け加えた。売上高は 13,600 百万円と前期比 4.6%の増収、営業利益は 2,270 百万円、当期利益は 1,440 百万円と、共に 9.5%の増益と予想した。

経済活動が軌道にのり、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、コロナの収束による顧客に対するオンサイトでのサポートもフルに可能になると思われ、また現在進めている新たなビジネスを軌道化できれば、増収増益トレンドを継続できると考えている。

なお、クラウドの伸長率に加え、本格的に展開する PCA サブスク、ハイパー(hyper)、ドリームホップ社の HR 領域での事業拡大の成否が、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、2023/3 期、2024/3 期の予想に際して、開発費負担や外注費の増加等から粗利率は通減する(年間 0.1 ポイント低下)前提とする一方、販管費率の低下により営業利益率は年間 0.7 ポイント前後改善、増収効果も加わり、増益になると予想した。

2023/3 期より次期・中期経営計画に移行するが、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)などの先行投資を強化するが、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。

ペーパーレス化の進展による商品の減収、クラウドシフトによる保守サービスの減収は継続するが、クラウド売上高の増収とそのウエイト増に伴うプロダクトミックスの良化や、各種ビジネスのサブスクリプション・モデルへの移行、合理化の推進により、収益性の改善につながる可能性がある。

＜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。同社のコアビジネスであり、成長ドライバーでもあるクラウド(サブスクリプションビジネス)は、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

◆ ビー・シー・エーの強みと課題

同社の SWOT 分析結果を、図表 28 に列挙した。

【図表 28】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)と安定したキャッシュフロー ・安定収入が見込める継続課金型のストックビジネスの成長 ・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(ハイパー等)・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 ・競争が激しい(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。

◆ 加えて先行しているクラウドで高い競争力とトップの実績を誇る。同市場は成長ポテンシャルが大きい。

◆ 次の新商品・サービスの育成が課題。

◆ 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 28 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、ロイヤルティが高い。加えて同社は、保守サポート、クラウド、バージョンアップを通じて、顧客に対して安定性と継続性の高い課金型のビジネスモデルを構築している。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、次の大型の新商品・サービスや、中堅企業市場の開拓を模索中であり、十分なスケールメリットを享受できる事業を育成できていないことである。M&A によりグループ入りした企業は、株式会社クロノスのような成功事例がある一方で、株式会社マックスシステムや Keepdata 株式会社のように、期待したシナジーが得られず売却している。

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に消費税改正や働き方改革、Windows のサポート終了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

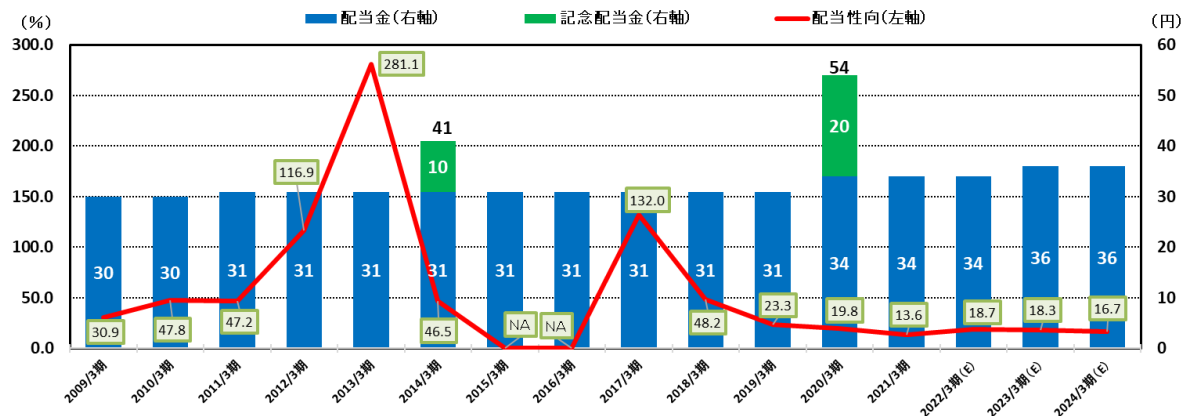
＜配当方針＞

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。

＜配当の実績＞

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、徐々に増配する傾向にある（図表 29）。

【図表 29】配当金と配当性向の推移



（出所）決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成、予想(E)は当調査部予想。

◆ 普通配当の増配後の 34 円/株を継続予定。

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 円の普通配当を継続していたが、2020/3 期には、34 円に 3 円の増配を行った。合わせて設立 40 周年の記念配当（1 株当たり 20 円）も行った。2021/3 期には記念配当がなくなり、増配後の普通配 34 円/株に戻った。今期も 34 円/株を継続する。

◆ 配当性向は 33%、純資産配当率は 2.5%が目標。実績と目標に乖離があり、中長期的には増配余地が大きい。

配当性向は 33%を目安としているが、2020/3 期では 19.8%、2021/3 期では 13.6%、2022/3 期(会社予想ベース)で 19.0%といずれも未達である。因みに 33%の目標配当性向を今期達成するためには、年間 59 円の配当（25 円の増配）が必要となる。また、株価 4,230 円（2021 年 6 月 4 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 0.8%となる。

なお、同社が重視する KPI(重要経営指標)の一つである純資産配当率の目標値 2.5%に対し、2021/3 期の実績は 1.5%と下回っている。

従来と比較し、安定性と利益水準が格段に上昇しているが、配当性向や純資産配当率の実績は目標との乖離が大きい。一般的な水準も考慮すると、今後、増配の必要性があると当調査部では考えている。

- ・株主優待を含めた実質的な年間利回りは（最大で）約 1.3%。

＜配当利回り＞

また、株主優待制度を導入しており、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。

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 4,230 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 1.3%（最大値）となる（図表 30）。

同様の条件で実質的な年間利回りは OBC(4733 オービックビジネスコンサルタント)が約 1.5%（優待あり）、MJS(9928 ミロク情報サービス)は優待制度がなく配当利回りのみで約 2.5%となる。

【図表 30】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	1.28
300	500	3,000	34	1.04
500		4,000	34	0.99

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:4,230円（2021年6月4日終値）

（出所）アルファ・ウイン調査部が作成

＜株式分割＞

同社の株価は 4 千円台を持続し、かつキャッシュリッチであることから、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。なお、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

＜パフォーマンス＞

- ・過去約 5 年では、好業績を背景に株価は大きく上昇し、TOPIX を著しくアウトパフォーム。

要約のページ(P3-図表 C)に同社の過去約 5 年間の株価、及び TOPIX との相対株価を掲げている(同社の株価は、過去約 5 年間で約 3.8 倍に上昇)。

特に 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。

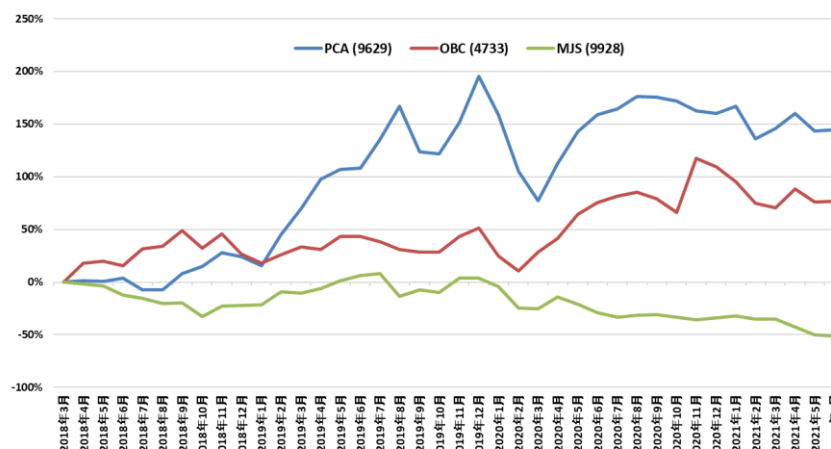
- ・直近 1 年間では、同業他社と同様に TOPIX をアンダーパフォーム。

一方、今期は 3～4 割増益が期待される大型景気敏感株が物色される中、直近の 12 ヶ月間では、同業 2 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)と同様に、同社株は TOPIX をアンダーパフォームしている。

なお、2018 年 3 月以降の同業 3 社内では、同社が最も高いパフォーマンスを示している(P40-図表 31)。

【図表 31】 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：ゼロとしてグラフ化。2021年6月4日の終値まで反映)



(出所)アルファ・ウイン調査部が作成

<バリュエーション>

また、現在の同社の株価水準では、東証一部平均と主要なバリュエーションを比較すると割安感はない。

◆TOPIX とのバリュエーションの比較において、割安感はない。

東証一部の予想平均 PER16.4 に対し同社予想基準では 23.6(以下同順に)、実績PBR 1.3 に対し1.9、単純平均配当利回り1.8%に対し0.8%となる。

なお、当調査部の利益予想に基づく PER は、今期 23.3 倍、来期 21.4 倍、来々期 19.6 倍となる。

◆同業他社とバリュエーションを比較すると中位または、やや割安。

また、上記同業 2 社とバリュエーションを比較すると、PBR 並びに EV/EBITDA では割安だが、PER や PSR では中位にある(図表 32)。

【図表 32】 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(6/4終値)	4,230	6,020	1,552
時価総額(百万円)	32,571	485,838	54,019
PER(株価収益率)	23.6	40.4	19.8
PBR(株価純資産倍率)	1.8	3.5	2.4
配当利回り(%)	0.8	1.0	2.4
EV/EBITDA(倍)	8.4	28.1	8.9
PSR(株価売上高倍率)	2.6	14.3	1.4

時価総額=発行済株式総数×株価(6/4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(2022/3期会社予想)

PERの計算に用いたEPSは、全て2022/3期会社予想

(注)2022年3期予想より、全社とも「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号)等を適用

(出所)アルファ・ウイン調査部が、決算短信より作成

◆クラウド会計2社は、極めて高いバリュエーション。

なお、クラウド会計ソフト等の分野で競合する、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・無配のためバリュエーションの比較対象としては適さない。比較可能なバリュエーションであるPSRやPBRでは、両社が圧倒的に割高となる。

＊マネーフォワード(東証マザーズ:3994)

・時価 5,620 円(6 月 4 日終値)で時価総額 2,700 億円

・2021 年 11 月期:会社予想売上高 15,250 百万円、同当期純損失△1,108 百万円(いずれもレンジ公表のため中央値)、無配。(PSR:17.7 倍、参考:PSR=時価総額/売上高、PBR:27.9 倍)

＊フリー(freee、東証マザーズ:4478)

・株価 7,920 円(6 月 4 日終値)で時価総額 4,310 億円

・2021 年 6 月期:会社予想売上高 10,200 百万円、同当期純損失△2,212 百万円、無配。(PSR:42.3 倍、PBR:30.2 倍)

＜今後の見通し＞

新型コロナの影響が残り、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・サブスク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や、メンタルヘルス関連市場拡大の恩恵が享受できる内需成長株として、今後も評価されると推察される。

◆高い成長ポテンシャルを持つ内需成長株。「クラウド・サブスク、働き方改革、メンタルヘルス」が注目テーマ。

◆来期以降は、経済活動の正常化により、増収増益の戻ると予想。

また、クラウドと勤務管理システムが牽引役となり、経済の正常化とともに、新規のビジネスも徐々に貢献し、同社は再び成長軌道に戻るものと当調査部では考えている。来期以降は、収益認識基準の変更によるギャップがなくなり、増収・増益トレンドに回帰すると予想している。

◆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。

今期業績の下振れリスクは小さく、来期以降の増益トレンドを考慮すると、ファンダメンタルズやバリュエーションの点では、株価のダウンサイドは限定的で、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。

◆クラウドの成長率と、新事業・新サービスの収益化、株主還元策、次期中計に注目。

今後は、①クラウドビジネスの動向(PCA クラウドの契約社数や、売上高の伸長率)、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、③新製品・新サービス、新事業開発の進展、収益貢献度や競合状況(特に買収したドリーム社の業績動向、ハイパーの販売状況やPCA HUBの開発状況等)、④来期に発表される新中期経営計画の内容、⑤増配・株式分割・自社株買いなどの株主還元策、⑥M&A 戦略の進展、⑦経営管理・収益管理システムの導入と効果、⑧新たな税制・制度変更注目していきたい。

以上