

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：2021/11/22

● 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。但し、近年、M&Aを通じ周辺事業領域の拡大にも意欲的。
- ・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。
- ・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。
- ・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。

上期業績と今通期の業績見通し

- ・同社の今上期業績(2021/9 期)は、特需の反動から減収減益となった前上期(2020/9 期)と比較し、大幅な増収増益となった。売上高は 6,609 百万円(前年同期比 10.5%の増収)、営業利益は 1,753 百万円(同 86.8%の増益)、当期利益 1,449 百万円(同 145.9%の増益)となった。同社は上期の業績計画を非開示としていたが、内部計画を大きく上回ったと推測される。また、X シリーズサポート終了に伴う製品特需の恩恵を享受し、上期としては最高売上高・利益を達成した 2019/9 期に次ぎ、歴代 2 位の売上高と営業・経常利益を計上した。なお、有価証券売却益があり、当期利益では過去最高益を更新した。
- ・今上期より新収益認識基準を適用し、その他営業収入が大幅な減収となったことに加え、PCA X シリーズのサポート終了に伴う保守売上高の減少があった。一方、同シリーズの更新需要により製品売上高が大きく伸長し、さらにクラウドサービスが好調を持続したため前年同期比で 2 桁の増収となった。増収効果に加えプロダクトミックスの改善もあり、利益率が改善し大幅な増益に結び付いた。
- ・また、同社は上期の好業績を踏まえて、通期(2022/3 期)の業績を、売上高:12,447 百万円→13,515 百万円、営業利益:1,866 百万円→2,586 百万円、当期利益:1,192 百万円→2,310 百万円と、期初予想から大幅に上方修正した。将来の成長に向けた投資コストの増加や、新収益認識基準の適用の影響もあり、期初には今期は減収減益を見込んでいたが、一転し増収増益の予想となった。上期と同様に、通期の会社計画は 2020/3 期に次ぎ、売上高・営業利益は歴代 2 位の水準、当期利益は過去最高益を更新する見込みである。

アルファ・ウイン調査部の業績予想

- ・会社による今期の期初予想の売上高やコスト前提がやや保守的と思われる、同社の予想業績は上方修正余地があると当調査部では予想していた。今回、会社により上方修正された売上高や営業利益は、当調査部予想には届かず、依然、保守的であると思われる。但し、上期実績と現状を踏まえて前回の通期売上高予想を約 4 億円下方修正した。また、同社は今下期に経費や先行投資を期初計画に対し積み増すため、追加コストの増加分等も利益予想に反映し、営業利益を 3,330 百万円から 2,700 百万円に修正した。更に意図的な追加コストの計上がない限り、会社の予想利益には上方修正余地があると判断している。
- ・また、今期の製品販売特需の反動減や特別利益がなくなることから、来期は微減収、かつ最終利益は減益となる可能性がある。しかし、新型コロナウイルス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、またクラウドが引き続き成長ドライバーとなり、依然として高水

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の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、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。

準の業績が予想される。なお、来々期以降、再び増収増益基調に戻ると思われ、当部では中長期の年間利益成長率(平準化ベース)を8~10%と考えている。

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、モノづくりの強化(同社特有の製品・サービスの開発体制)を掲げてきた。さらなる成長に向けてほぼスケジュールに沿って、各種の施策を実行し成果をあげてきた。一方、成長に向けた豊富なキャッシュの有効活用と、新規ビジネス(PCA サブスク、hyper、HR ビジネス、PCA Hub、ヘルスケアビジネス等)を軌道に乗せ収益化することが課題として残る。
- ・現中計最終年度となる今期(2022/3 期)の連結数値目標(修正後)は、前期にほぼ達成し今期もクリアする見込みである。また、来期から開始される新中計での投資を、今期から一部前倒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へのシフトが進み、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。市場ではアフターコロナを見越した大型景気敏感株が買われる傾向にあり、今年前半はTOPIXをアンダーパフォームしたが、Q1 決算の発表以降は好業績を背景にアウトパフォームしている。
- ・同社株のバリュエーションは、特別損益を除外した利益基準では割安感はない。しかし、今期の予想利益にさらなる上方修正余地や、中期的にも増配余地があると思われること、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、今後のサブスクリプションビジネスの成長余地は大きく中長期的に増収増益基調が予想されることから、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、これまで安定的な配当と自社株買いを行ってきた。また、今年の10月に1:3の株式分割を行った。前期は11.3円(分割を遡及して修正、分割前では34円/株)の配当を実施し、今期は12円/株(分割前では36円/株)の普通配当へと、増配する方針を7月に発表している。
- ・同社が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、更なる増配・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 ピー・シー・エー 業種：情報・通信 】 図表 A												
決算期		売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2018/3	旧基準	9,785	4.5	807	86.8	834	79.9	441	174.1	21.46	548.13	10.33
2019/3	旧基準	11,439	16.9	1,248	54.7	1,277	53.0	906	105.5	44.42	596.59	10.33
2020/3	旧基準	14,266	24.7	2,781	122.8	2,808	119.9	1,816	100.4	90.97	675.81	18.00
2021/3	旧基準	13,308	-6.7	2,314	-16.8	2,340	-16.7	1,668	-8.1	83.50	791.64	11.33
2022/3	CE 新基準	13,515	1.6	2,586	11.8	2,604	11.3	2,310	38.5	115.52		12.00
2022/3	E 新基準	13,760	3.4	2,700	16.7	2,720	16.2	2,380	42.7	119.01	899.31	12.00
2023/3	E 新基準	13,700	-0.4	2,300	-14.8	2,320	-14.7	1,580	-33.6	79.00	966.31	12.00
2024/3	E 新基準	15,000	9.5	2,600	13.0	2,620	12.9	1,780	12.7	89.00	1,043.32	13.00
2021/3	Q1 旧基準	2,789	-9.2	465	-20.7	471	-21.2	272	-25.1	13.66	676.52	0.00
2022/3	Q1 新基準	3,328	19.3	975	109.4	987	109.4	614	125.4	30.75	810.96	0.00
2021/3	Q2 旧基準	3,191	-22.1	473	-60.1	488	-59.0	317	-61.1	15.85	702.75	0.00
2022/3	Q2 新基準	3,281	2.8	778	64.5	795	62.9	835	163.4	30.75	823.79	0.00
2021/3	上期 旧基準	5,980	-16.6	938	-47.0	959	-46.4	589	-50.0	29.52	702.75	0.00
2022/3	上期 新基準	6,609	10.5	1,753	86.8	1,782	85.7	1,449	145.9	72.48	823.79	0.00
2021/3	下期 旧基準	7,328	3.3	1,376	36.2	1,381	35.6	1,079	69.1	53.95	791.64	12.00
2022/3	下期CE 新基準	6,906	-5.8	833	-39.5	822	-40.5	861	-20.2	43.05	—	12.00

(備考)CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想、Q1:4-6月、Q2:7-9月、上期:4-9月、下期:10-3月。

EPS並びにBPS、配当金の予想は、2021年10月1日の1:3の株式分割を反映(過去に遡及して修正)。

(注)2022/3期より「収益に関する会計基準」(企業会計基準第29号)等を適用(以下、新収益認識基準または新基準)。それ以前は旧基準。

なお、新基準の前期比は、旧基準との比較のため参考値。

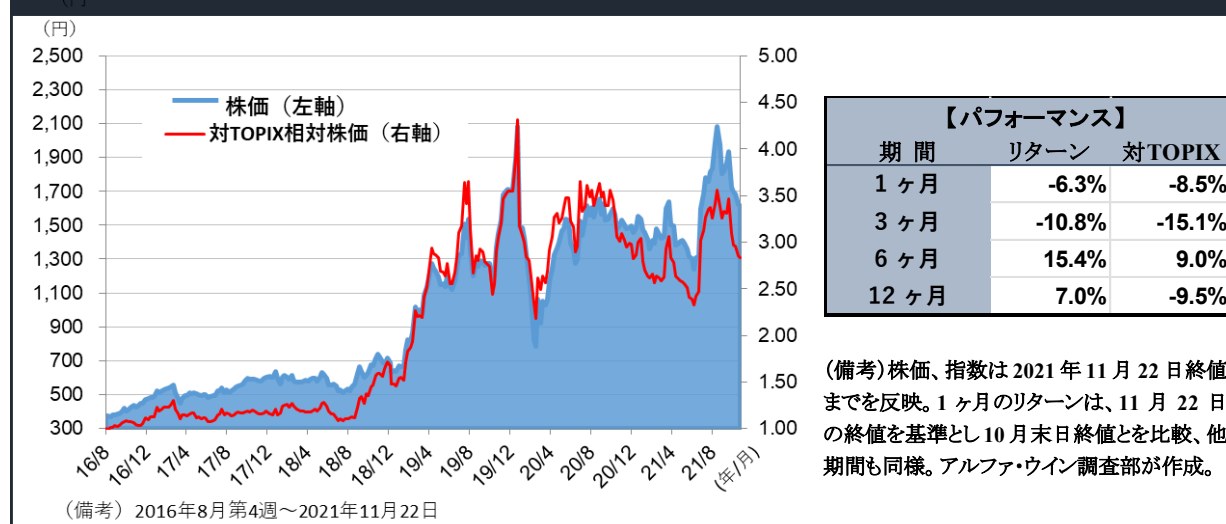
(出所)決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

【 株価・バリュエーション指標：9629 ピー・シー・エー 】 図表B

項 目	2021/11/22	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,617	前期予想	19.4	2.0	0.7%	13.6%
発行済株式数 (千株)	23,100	今期予想	13.6	1.8	0.7%	10.1%
時価総額 (百万円)	37,353	来期予想	20.5	1.7	0.7%	15.2%
潜在株式数 (千株)	0	今期Q2末自己資本比率		61.6%	前期ROE	11.4%

(備考) 予想は、アルファ・ウイン調査部の予想

【 株価チャート (週末値) 9629 ピー・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。

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
タグラインを刷新	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	P9
成長ドライバーであるクラウドビジネス	P10
3. 株主構成	P11
上位株主構成	P11
4. 成長の軌跡	P13
沿革	P13
過去の業績推移	P13
5. 業界環境	P16
ソフトウェア市場の動向	P16
同業他社比較	P17
6. 最近のトピックと連結子会社の概況	P19
PCA Hub のサービスイン	P19
連結対象子会社 3 社の概況――株式会社ドリームホップ	P20
クロノス株式会社	P21
株式会社ケーイーシー	P23
7. 上期の実績と今通期の見通し	P24
2022 年 3 月第 2 四半期累計(上期)決算	P24
ピー・シー・エーの 2022 年 3 月期(通期)業績予想	P27
アルファ・ウイン調査部の 2022 年 3 月期(通期)業績予想	P31
8. 成長戦略	P32
目標とする経営指標と重点分野	P32
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】	P32
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し	P33
9. アナリストの視点	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 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。

(注 3) 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。2021 年 4 月以降は、大企業には強制適用。

- ◆ 売上高の連単倍率は、約 1.1~1.3 倍で推移。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、同社または PCA)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。1980 年に設立され、業歴 41 年を有する。

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。

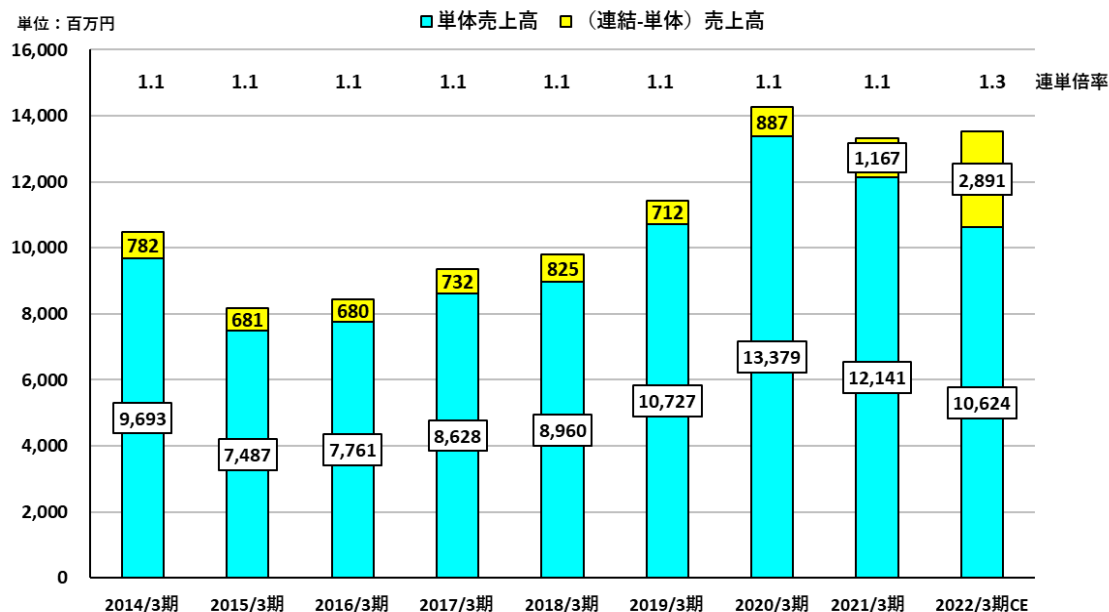
同社グループは、2021 年 5 月末時点で、同社と連結子会社 3 社の合計 4 社で構成されている。連結子会社は、「クロノス株式会社」(就業管理システム^{注2}及びタイムレコーダーの開発・販売、同社が 80%出資し 2001 年に設立)、「株式会社ケーイーシー」(PCA 製品・サービスの導入指導、運用保守等、同社が 100%出資し 1998 年に設立)、新たに 2020 年 10 月に買収した「株式会社ドリームホップ」(100%の株式を取得)である(各社の事業概要は後述、P20~30)

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。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たため、2020 年 12 月に第三者に Keep 社の全株式を売却した。買収後、2 年弱で売却したが、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^{注3}等への変更に伴い、売上高・経常利益は各 1.3 倍、1.2 倍となる見込み。

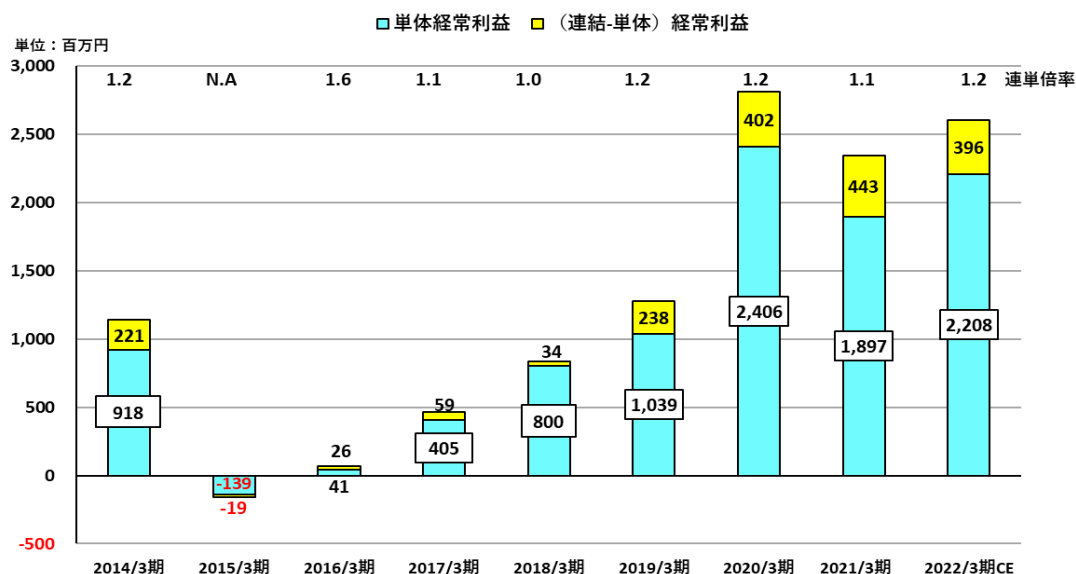
子会社の損益は開示されていないが、今期予想も含めた過去の黒字期間における経常利益の連単倍率は、1.0~1.6 倍で推移している。また、「(連結・単体)経常利益」の子会社合計の損益は、2016/3 期以降、黒字基調である(P6-図表 2)。

【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、CE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）



◆創業者メンバーが公認会計士(CPA)であったことから、これに因んで命名。

◆キャッシュリッチで無借金経営。

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

財務体質は堅固で、キャッシュリッチな無借金会社。売上高135億円(今期会社計画)、総資産268億円に対し、借入金ゼロ、現預金が141億円(いずれも2021年9月末時点)あり、総資産の53%、平均月商の12.5ヶ月分を占める。

- ◆ キャッシュ・ビジネスモデルを確立し、FCFはプラスで現預金は増加傾向。

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）。ビジネスがキャッシュ化しており、今後も現金が毎年積み上がりと思われ、その有効活用が課題である。自己資本比率は 61%、流動比率 211%と財務比率も安全性が高い（2021 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	2021/3期	2021/9期(今上期)	2020/9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	1,832	1,888	487
投資活動によるCF ②	-405	-127	185	-407	-750	-606	-627	-395	1,715	-80	-719	253	589	163
財務活動によるCF	-207	-210	-205	-215	-216	-284	-214	-215	-216	-572	-225	-355	-247	-378
FCF(①+②)	222	361	326	440	299	-60	800	1,137	2,985	2,061	2,809	1,885	2,577	650
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	14,080	10,991

（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

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。

- ◆ 「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。

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やサービスを投入するなど、保守的な業界にあってパイオニア精神も持つ。

- ◆ 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」

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。

- ◆ 新たなタグラインは、「働く、が変わるとき。」

◆ タグラインを刷新

新たなブランドメッセージとして、タグラインを「働く、が変わるとき。」に刷新した。関わるすべての顧客やパートナーと共に成長する企業を目指し、バックオフィスの生産性向上を後押しし、働く人に寄り添い支え続け、顧客の社業の発展となる「カスタマーサクセス」に貢献することを掲げている。

働く、が変わるとき。

PCA

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 4）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 5）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 4}、財務、人事・給与^{注 5}、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 9 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、新収益基準の適用後、独自製品・サービスの売上構成比は 9 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 1 割となっている。新製

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

◆信頼性や実績が求められ、参入障壁は高い。

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

◆売上高のセグメントは、5 区分。ストックビジネスに注力。

◆安定性と収益性の高いストックビジネス

2017/3 期以降、事業セグメントは単一となり、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)の 5 つの売上高を開示している(図表 4)。なお、セグメント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	2022/3上期(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)	1,718	26.0	70%前後
商品	他社製品の機票などの販売	167	2.5	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顧客サポートサービスなどが受けられる	1,647	24.9	80~90%
クラウドサービス	クラウドによるソフトウェアの利用提供による課金サービス	2,596	39.3	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	482	7.3	30~40%
合計、及び平均		6,609	100.0	実績 68.2%

(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 64%。

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高が大きく伸び、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。収益認識基準の変更もありその比率は、今上期には約 64%まで上昇している。なお、保守サービスとクラウドサービスの粗利率と継続率は共に高く、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、製品やその他の営業収入の売上高は、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

・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。

（注 6）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 7）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 をノンプログラミングで連携可能プラグインを 2021 年 6 月に提供開始。

（注 8）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。on AWS は、AWS のサーバー上で、PCA のクラウドサービスを利用すること。

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。

◆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た。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ある（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。

中小企業向けに基幹系ソフトをクラウドで提供するビジネスでは、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。
- ・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。
- ・既に 1.7 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（既にキャッシュカウ・ビジネス化）。
- ・従って、他社に対して非常に価格競争力がある。
- ・10 年以上にわたる運用ノウハウが蓄積されている。
- ・WebAPI ^{注 6}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 7}など約 60 社と既に提携済）、ユーザーの利便性が高い。
- ・PCA クラウド on AWS ^{注 8}では、24 時間 365 日稼働が可能（同時ライセンス数の上限を 3CAL から 72CAL に拡充）である。

同社は、クラウドサービスに注力してきており、その契約社数、売上高とも順調に伸長している（詳細は後述、P26-図表 19 を参照）。コロナ禍によって一時期やや成長率の鈍化が見られたが、再び高い成長軌道に戻りつつある。今後もコアの成長ドライバーと考えられる。

3. 株主構成

◆ 上位株主構成

◆大株主に大きな変動はない。

2021 年 9 月末の大株主は、P12-図表 5 の通り。

2021 年 3 月末との比較ではカストディアン(信託銀行等)を除き、上位 10 位内の大株主構成に、大きな変化はない。

◆米大手運用機関の MFS が、買い増し 6%超を保有。

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%となり、大量保有報告書(5%ルール報告書)を提出した。その後も株式を買い増し、5 月 31 日時点では 6.23%を保有している。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投資を行っている。

◆複数の国内外の機関投資家が、カストディアン経由で投資。

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 Chase Bank 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は推測される。

また、第 3 位株主：日本マスタートラスト信託銀行、第 4 位株主：MSIP CLIENT SECURITIES や、第 6 位株主：GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL 第 10 位株主：日本カストディ信託銀行(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。カストディアン(信託銀行名等)が変わっていることから、一部の大口投資家、あるいは投資ファンドが入れ替わった可能性がある。

因みに、国内投信では、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ 国際投信、アセットマネジメント One などが運用するインデックスファンドが主に、自社株を組み入れている。

◆筆頭株主は、創業家の資産管理会社。

以下、補足。

◆約 100 万株、13.4%の自社株式を継続保有。

・筆頭株主の株式会社 Kawashima(以下、Kawashima)は、同社取締役 2 名(佐藤社長、隈元氏)、並びに同親族(創業家の川島氏の子孫)の資産管理会社。自己株式(株式分割前の基準で約 100 万株、13.4%相当)を除く発行済株式数の約 41%を保有している。

◆国内の安定株主は変わらず。

・第 5 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。

◆ライバルの OBC も第 5 位の大株主。

・第 7 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微増となった。

・第 8 位株主のロジックシステムズの保有目的は不明。

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

◆大株主にはアクティビストはいない模様。

・現状では、アクティビスト的な動きを見せ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5】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	2021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	2,736	2,735	41.05	1
PCA株式会社(自己株式)	848	848	848	849	1,049		1,034	1,033	13.42	—
JP MORGAN CHASE BANK 385632							338	466	6.99	2
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)							95	330	4.96	3
MSIP CLIENT SECURITIES						295	295	295	3.84	4
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	254	3.30	5
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL					303			126	1.64	6
ビー・シー・エー従業員持株会	110	119	127	127	135	100	112	115	1.49	7
株式会社ロジックシステムズ	114	114	114	114	114	114	114	114	1.48	8
ナゴヤビーシーエー株式会社		100	100	100	100	100	100	100	1.29	9
株式会社日本カストディ銀行(信託口)								89	1.16	10
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)							154			
JPMBL RE NOMURA INTERNATIONAL PLC 1 COLLEQUITY							120			
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				
SBTC 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					
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									

(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。

(備考) 保有割合は、自己株式を除く発行済株式の総数に対する比率、株主順位は、自己株式(PCA 保有分)を除く。

4. 成長の軌跡

◆ 沿革

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

◆パイオニア精神を持ち業界に先駆け、いち早くクラウドサービスに進出。

(注 9) SaaS【Software as a Service】：ユーザーが必要な機能を必要な時に、必要な量をサービスとして利用できるソフトウェア、またはその提供形態。ソフトウェアをユーザー側が導入するのではなく、ベンダー側で稼働し、必要な機能をネットワーク経由でユーザーに提供する。

◆2014 年 12 月に東京証券取引所第二部から第一部へ市場変更。プライム市場に移行する見通し。

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

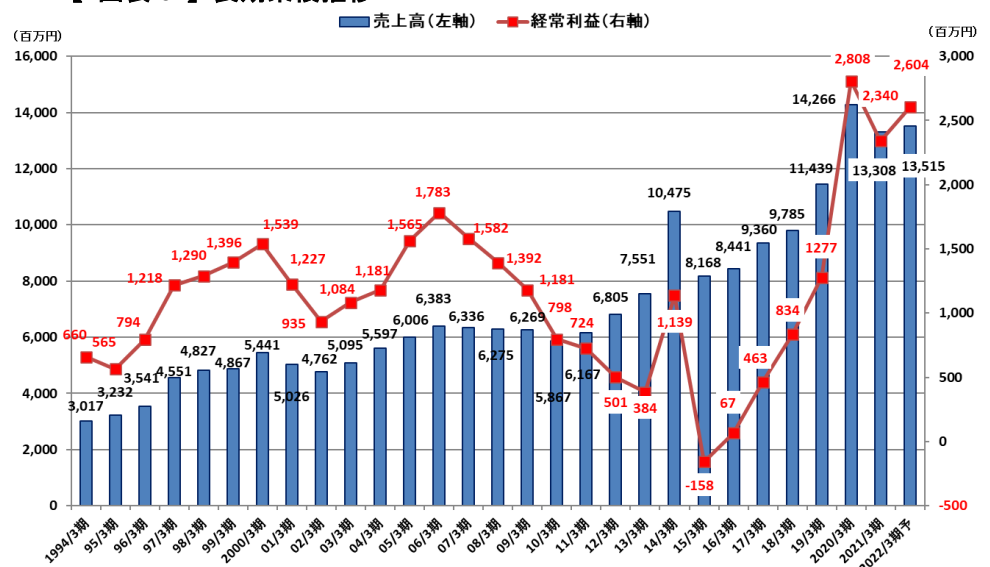
その後、パソコン時代の到来とともに、①国内でのパッケージソフトウェアの種類の拡大とバージョンアップ、②保守サービスの拡大、③クラウド事業の拡充、④他社製品の供給も含めたソリューションビジネスの展開の、主に 4 点で成長してきた。あわせて拠点の拡大、メーカーや販社との提携を通じ、全国的な販売・サポート体制を整備し、急速に業容を拡大してきた。なお、2008 年には保守的な当業界でいち早くクラウドサービス(SaaS^{注 9})に進出するなど、業界のパイオニア的な存在である。

株式に関しては、1994 年に店頭公開、2000 年は東証二部に上場、2014 年には同一部に昇格した。なお、基準を満たしており、新設されるプライム市場に移行する見通しである。

◆ 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 6 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 6】長期業績推移



(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)

◆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。

◆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。
◆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。

(注 10) ERP(統合型基幹業務システム)：エンタープライズ・リソース・プランニング(企業情報計画)の略。企業の基幹情報を統合し、リアルタイムに処理、効率良く全体最適化を行う経営概念。基幹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。

◆2015/3 期、2016/3 期特需
の反動もあり、2 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 10(統合型基幹業務システム)の「Dream21」(旧製品名)の寄与により収益性が改善し、2006/3 期に営業利益および経常利益は、最高益(それぞれ 1,747、1,783 百万円)を計上した。

・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が大きく、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(P15-図表 7)、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、営業利益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。

◆今期も含めた直近の 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。

◆利益率は改善傾向。

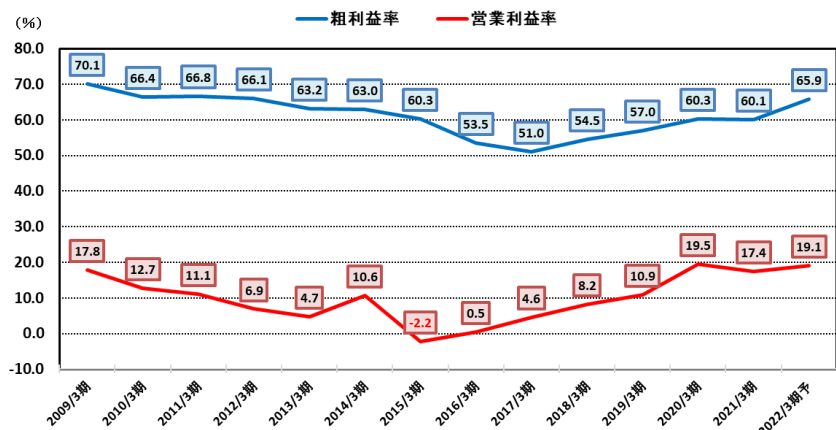
・クラウドの続伸、新製品の投入、営業力の強化に努め、景気回復も重なり、2016/3 期から 2020/3 期に至るまで、5 期連続の増収となった。また、2017/3 期以降は黒字体質と増益トレンドが定着した。

・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 8)。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。今期は、10 月の上期決算発表と同時に上方修正を発表した(詳細は P29<通期>を参照)。

【図表 7】 売上高粗利率と営業利益率の長期推移



【図表 8】 会社による期初業績予想と実績値の時系列的比較

連結	売上高		営業利益		経常利益		親会社利益に帰属する 当期純利益(以下同様)		売上高	営業利益	経常利益	当期利益	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	
単位:百万円	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想からの乖離率				実績 前年同期比				
01/3期	-	5,026	-	1,224	-	1,227	-	695	-	-	-	-	-	-	-	-	
02/3期	5,634	4,762	-	925	1,215	935	-	533	-15.5%	-	-23.0%	-	-5.3%	-24.4%	-23.8%	-23.3%	
03/3期	5,104	5,095	-	1,073	1,015	1,083	589	576	-0.2%	-	6.7%	-2.2%	7.0%	16.0%	15.8%	8.1%	
04/3期	5,521	5,595	-	1,170	1,125	1,181	653	682	1.3%	-	5.0%	4.4%	9.8%	9.0%	9.0%	18.4%	
05/3期	6,096	6,005	-	1,551	1,293	1,565	789	915	-1.5%	-	21.0%	19.0%	7.3%	32.6%	32.5%	34.2%	
06/3期	6,870	6,383	-	1,747	1,780	1,783	1,059	327	-7.1%	-	0.2%	-69.1%	6.3%	12.6%	13.9%	-64.3%	
07/3期	6,860	6,336	-	1,533	1,550	1,582	922	852	-7.6%	-	2.1%	-7.6%	-0.7%	-12.2%	-11.3%	160.6%	
08/3期	6,790	6,274	1,321	1,325	1,365	1,391	812	644	-7.6%	0.3%	1.8%	-20.7%	-1.0%	-13.6%	-12.1%	-24.4%	
09/3期	6,800	6,268	1,294	1,117	1,360	1,181	809	680	-7.8%	-13.7%	-13.2%	-15.9%	-0.1%	-15.7%	-15.1%	5.6%	
10/3期	6,500	5,867	1,141	744	1,200	797	714	436	-9.7%	-34.8%	-33.6%	-38.9%	-6.4%	-33.4%	-32.5%	-35.9%	
11/3期	5,908	6,166	878	686	927	724	519	411	4.4%	-21.9%	-21.9%	-20.8%	5.1%	-7.8%	-9.2%	-5.7%	
12/3期	6,505	6,805	808	468	835	501	381	75	4.6%	-41.9%	-40.0%	-80.3%	10.4%	-31.8%	-30.8%	-81.8%	
13/3期	7,025	7,550	58	354	84	383	29	181	7.5%	532.1%	356.0%	524.1%	10.9%	-24.4%	-23.6%	141.3%	
14/3期	8,641	10,474	284	1,110	311	1,138	141	604	21.2%	290.8%	265.9%	328.4%	38.7%	213.6%	197.1%	233.7%	
15/3期	9,198	8,168	453	-179	483	-157	283	-207	-11.2%	下方修正	下方修正	下方修正	-22.0%	赤字化	赤字化	赤字化	
16/3期	8,880	8,440	242	40	272	66	131	-93	-5.0%	-83.5%	-75.7%	下方修正	3.3%	黒字化	黒字化	黒字化	
17/3期	9,731	9,380	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	889	834	425	441	-0.9%	25.1%	24.7%	3.8%	4.5%	86.8%	80.1%	175.6%	
19/3期	10,486	11,439	825	1,248	842	1,277	588	908	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	11.6%	88.2%	87.3%	86.1%	24.7%	122.8%	119.9%	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%	22.8%	-6.7%	-16.8%	-16.7%	-8.1%	
22/3期(CE)	12,447	13,515	1,866	2,586	1,899	2,604	1,192	2,310	8.6%	38.6%	37.1%	93.8%	1.6%	11.8%	11.3%	38.5%	
単純平均乖離率(単位: %)、売上高・利益ともデータのある最長期間により計算(今期を除く)→									-0.9%	74.4%	40.9%	58.9%	5.7%	74.9%	52.7%	28.0%	
ピンクのハイライト: 過去歴代二位		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、今期を除く)→						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 7、8 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 期より新収益認識基準等を適用。

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様から本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、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。

5. 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 9 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+26.7%（うち製造業+57.4%、非製造業+15.2%）と、製造業を中心に大幅に増加する見込みである。中堅企業でも、それぞれ順に+15.2%（+59.5%、+8.0%）と同様である。前回の 6 月調査との比較では、中小企業（全産業ベース）のソフトウェア投資額の修正率が+5.9%と、中堅企業の修正率+0.6%を上回っており、同社の顧客層である中小企業は、ソフトウェア投資に積極的になっている。

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△8（△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△10 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）。収益計画では前年度比で利益率の改善が予想され、下期にはやや失速懸念が残るものの年度では大幅な増益が見込まれており、かつ前回調査からの修正率もプラスであることから、センチメントの改善が見込まれる。

<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 1,100 億円と推定している。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：

◆ユーザーの対象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・中堅企業は、ソフトウェアの投資を積極化。市場環境は好転しつつある。

◆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、依然として大きい。

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）。

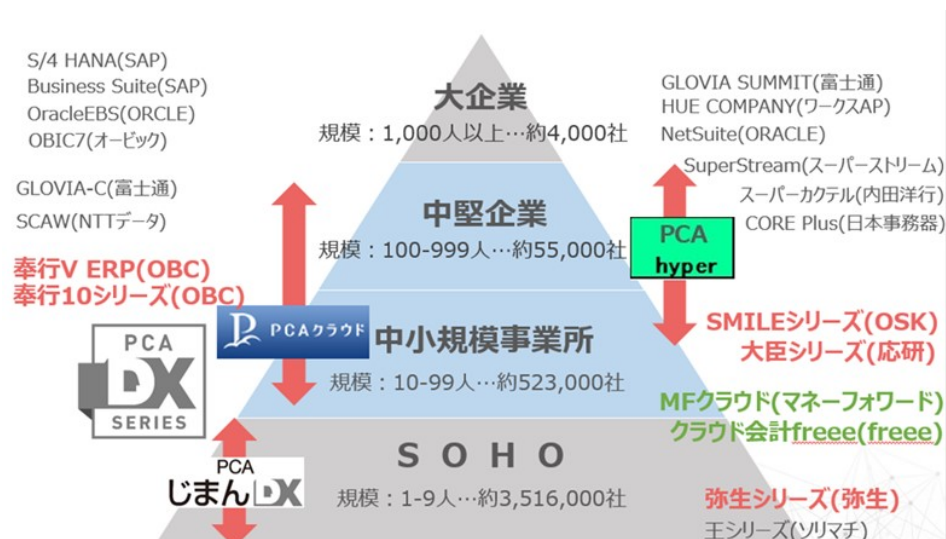
クラウド型の基幹業務ソフトウェア市場は、受託開発のシステムやパッケージ（オンプレミス）市場の一部代替もあり、中期的にも年率 20%前後の高い成長が期待できる。

◆同業他社比較

＜業界のポジショニングと主なプレーヤー＞

図表 9 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 9】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

- ◆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。

- ◆ライバルは、OBC、MJS、弥生、応研。

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、リーズナブルな価格で製品・サービスを提供。

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。

◆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。

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

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。

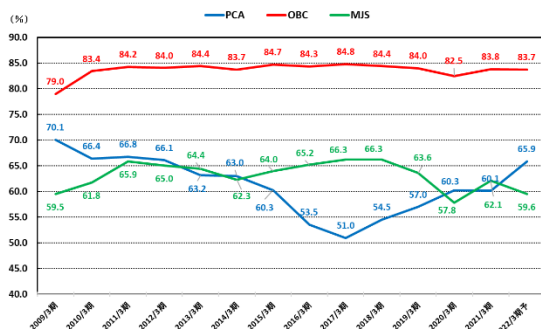
なお、クラウド会計市場において競合する上場会社としては、マネーフォワード(東証マザーズ:3994、個人向け家計簿アプリ、法人向け会計ソフト等クラウドサービスを提供)と、フリー(freee、東証マザーズ:4478、スモールビジネス向けの ERP サービス:クラウド会計ソフトの提供)の 2 社が加わる。いずれも個人事業主や、中小企業・SOHO などの小規模の企業向けで、同社とは限定されたセグメントでバッティングする。

<類似する上場大手 3 社での収益性の比較>

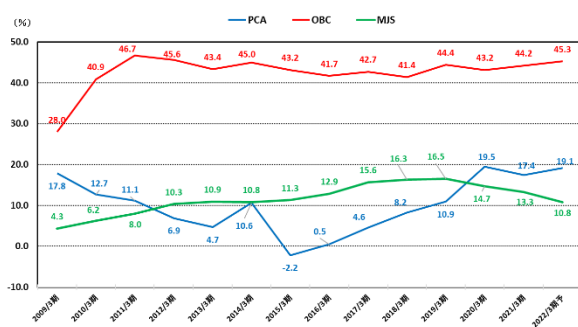
上場大手 3 社(同社、OBC、MJS)の粗利率、営業利益率の長期的な推移を比較したものが図表 10、及び図表 11 である。同社と比較すると OBC 及び MJS は両比率とも安定している。これはスケールメリット(OBC や MJS は、それぞれ同社売上高の約 2.5 倍、2.8 倍、営業利益もそれぞれ約 6.0 倍、約 1.6 倍、今期会社予想基準)や売上構成の差異(サポート売上高比率等)が背景にあるものと思われる。

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た結果、利益率は上昇傾向にあり、過去と比較しても遜色ない水準にまで回復しつつある。今後も一層の収益力の向上を目指している。

【図表 10】上場大手 3 社(同社、OBC、MJS)の粗利率の長期的な推移



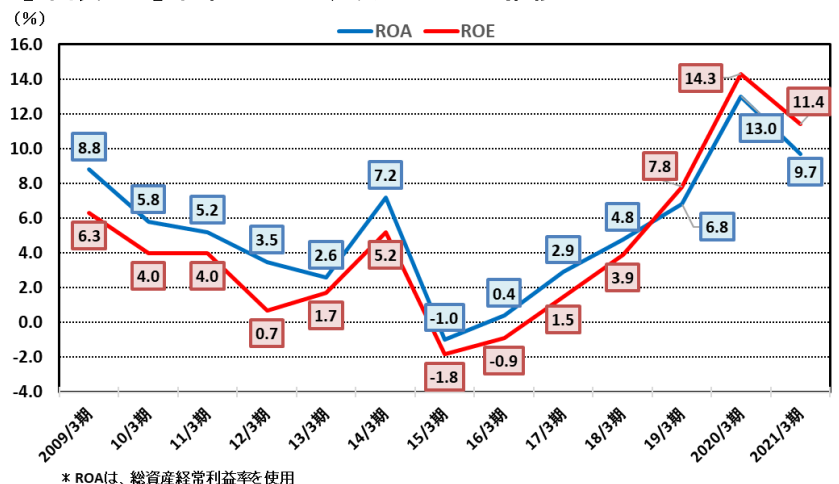
【図表 11】上場大手 3 社(同社、OBC、MJS)の営業利益率の長期的な推移



同様に同社の ROA、ROE の推移を示した図表 12 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%)。

(出所) 図表 10 から 12 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 12】同社の ROA、及び ROE の推移



6. 最近のトピックと連結子会社の概況

◆PCA Hub のサービスイン

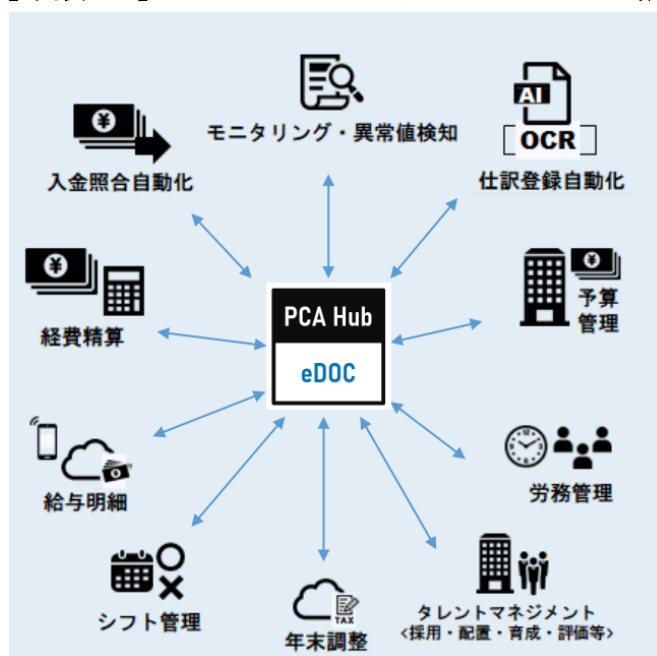
かねてから自社にて開発を進めてきた、PCA Hub（ハブ：中心の意味）が完成し、2022 年 2 月からサービスを開始する予定である。

PCA Hub は、クラウド型のドキュメント管理サービスである「PCA Hub eDOC」をコアとしたサービス群である。PCA DX シリーズや hyper^{注11} シリーズとも連動しており、ビジネスに関わる書類を一括管理し、業務効率を最適化するツールを提供する。図表 13 に示されているように、資金管理・経理管理・労務管理業務等のデジタル化・ペーパーレス化を推進する。なお、電子帳簿保存法^{注12}にも対応している（JIIMA 認証^{注13}を取得予定）。

また、これにより蓄積されたデータを活用するための可視化・分析・AI 連携などにより、新しい価値を生み出し、既存顧客である中小企業を中心に、そのカスタマーサクセスに貢献することを目指している。

従来の「eDOC」は、オンプレミスにて無料で提供していたのに対し、「PCA Hub eDOC」は、クラウドを活用した月額課金のサブスクリプション・サービスであり、拡張性も高い。将来的には eDOC 以外の周辺サービスも提供し、安定収益源として育成していきたい意向である。

【図表 13】PCA Hub eDOC のサービスメニューの概要



（出所）決算説明会資料

◆「PCA Hub eDOC」をコアとする PCA Hub を来年 2 月からサービス開始予定。電子帳簿保存法にも対応するドキュメント管理サービスを、クラウドで提供。

◆月額課金のサブスクリプション・モデルで展開。

（注 11）ハイパー（PCA hyper）:Dream21 に代わる中堅企業向けの新品ソフト。年商 10~100 億円、従業員数 1,000 名以下、グループ会社 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。

（注 12）（改正）電子帳簿保存法:国税関係帳簿書類を電子データで保存することを認めた法律。2022 年 1 月に施行予定。生産性や利便性の向上、ペーパーレスやテレワークの推進を目的とする。

（注 13）JIIMA 認証:公益社団法人日本文書情報マネジメント協会（通称:JIIMA）が実施している「電帳法スキャナ保存ソフト法的要件認証制度」。市販のソフトウェアが電子帳簿保存法の要件を満たしているかをチェックし、法的要件を満たしていると判断したものを認証する。

◆連結対象子会社 3 社の概要

現時点での連結対象子会社 3 社の概要を図表 14 にまとめた。

各社とも各売上高（連結会社相互間の内部売上高除く）が、連結売上高に占める割合が 10%以下となっている。

また、連結対象子会社の合計損益（P6-図表 2、連単差の経常利益ベース）で黒字を維持している。個別企業の業績は原則、非開示であるが、3 社の中では働き方改革の恩恵もあり、クロノス社の連結業績への寄与が大きいと推察される。クロノス社は、安定したビジネスを営むケーイーシーと並んで黒字を計上し、ドリーム社の赤字をカバーしていると思われる。

◆連結対象子会社の合計損益は黒字基調。

◆ドリーム社の赤字を 2 社がカバー。

【図表 14】連結対象子会社の概要

社名	連結子会社の概要		
	株式会社ドリームホップ	クロノス株式会社	株式会社ケーイーシー
本社所在地	東京都千代田区飯田橋1-8-10 クリエイトビル	東京都千代田区神田練馬町300番地 住友不動産秋葉原駅前ビル15F	東京都千代田区富士見1-2-21 PCAビル4F
事業内容	メンタルヘルス関連事業（メンタル不調者の早期発見のためのストレスチェックテストの実施・フィードバック、休職・離職予防のサービスを提供）、産業医サービス（産業医との面談）、ハラスメント予防（法令対応・賠償補償・研修）、健康経営（組織の活性化・生産性向上などのソリューション）	就業管理（※勤怠管理）システム、タイムレコーダーの自社開発及び、販売・保守サービスの提供	「PCA会計」「PCA給与」などの業務用パッケージソフトの販売、ネットワークシステムの保守や、ソフトのインストール作業、インストラクターによる導入指導、各種のユーザーサポート
顧客	1500社、10,000事業所、100万人以上 ビー・シー・エー株式会社、社・本郷税理士法人、厚生労働省環境省、国土交通省、東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県、横浜市、大阪市、札幌市、その他官公庁・民間企業など多数。 10名～10万人規模までの法人・団体が利用。	クロノスPerformanceご利用アカウント数 1,710,000人 X'sion（クロッシオン）ご利用アカウント数 431,784人 （いずれも2021年11月15日現在）	2万社以上（国内）
設立	2020年10月（買収、設立は2005/6）	2011年5月（事業譲受）	1988年4月
資本金：百万円	56.5	60	10
PCAの出資比率	100%	80%	100%
社員数（2021/9末）	15名	111名	42名
売上高（直前期）	非公表	2,163百万円（2021/3期、HPより）	非公表
経営方針	PCAに準ずる	自社で中計を策定、「成長に向けた投資」と「着実な業績拡大」を推進	PCAに準ずる
連結における種類別売上高の区分	その他営業収入	製品販売、クラウド売上が中心、+保守、その他営業収入	その他営業収入が中心+製品、商品、保守、クラウド
HP URL	https://www.dreamhop.com/	https://www.xronos-inc.co.jp/	https://www.kec-sp.com/page1

（出所）各社の HP や取材により、アルファ・ウイン調査部が作成

◆株式会社ドリームホップ

＜ドリームホップ社の会社概要＞

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：椋野俊之氏、設立：2005 年 6 月、増資後の資本金：56.5 百万円、従業員数：15 名）を、約 108 百万円で買収し完全子会社化した。

同社は、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。

ドリーム社は、ストレスチェック^{注14}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（詳細な事業・サービス内容は、2021 年 6 月 9 日発行の当調査部レポート P13～14 を参照）。

◆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。

（注 14）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。

◆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。

- ◆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。

なお、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。

＜業績動向＞

過去のリリースで開示されているドリーム社の業績は、図表 15 の通りである。直近で開示されている 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（前期は、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。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。

【図表 15】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

- ◆買収後リブランディングを行い、サービスを拡充。サブスクリプション・モデルも採用。

また、事業面ではメンタルヘルスプログラムのリブランディングを行うとともに、サービスのラインナップを拡充した。主要サービスの料金体系は、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。

- ◆連結対象子会社となるが、業績悪化に伴い暖簾代の特損として一括償却。

ドリーム社の前期（2021/5 期）の業績実績は非公表だが、社員の退職や先行投資負担から、赤字幅は拡大した模様である（決算月は 3 月に変更）。なお、今期（2022/3 期）以降は、フルに連結（PCA グループ）にドリーム社の業績が取り込まれる。PCA は、ドリーム社の業績悪化のため、今上期に暖簾の残高である 174 百万円を減損処理し特別損失に一括計上した。

- ◆数年内に黒字化したい意向。

今後は、同社グループの営業力と開発力を活用し、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。

- ◆小規模で固定費が相対的に重く、トップラインの拡大が黒字化には必須。

今後、同社による抜本的な再建策と成長戦略の公表を待ちたい。

◆クロノス株式会社

＜クロノス社の会社概要＞

就業管理（または勤怠管理）システム、及びタイムレコーダーの開発・販売・保守、関連製品の販売を行う。同市場では大手であり、社員数 100 ～999 名の中規模企業においてシェアが高い。

- ◆クロノス社は就業管理システムを手掛ける大手。

- ◆オンプレミスとクラウドでサービスを提供。商品力と顧客対応力が強み。

また、就業管理ソフト(勤務時間等の自動集計や給与ソフトに連動するデータの作成等)を、オンプレミス(製品名:クロノス Performance)とクラウド(サービス名:クロッション)にて提供する。いずれの形態でもサービスを提供する企業数は 10 社弱と思われ、タイムレコーダー(製品:テレタイムシリーズ)等の外部機器と合わせて、顧客ニーズや環境に合わせた柔軟な提案ができる点が同社の強みである。

主要取引先は、同社(PCA)、ミロク情報サービス、応研、三菱電機 IT ソリューションズ、ダイワボウ情報システム、NTT データセキスイシステムズなど。

＜業績動向＞

- ◆働き方改革の恩恵もあり、増収基調。

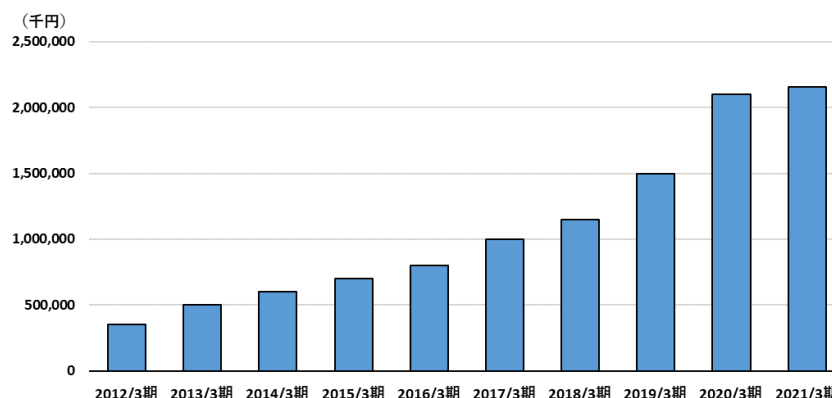
クロノス社の売上高実績は、2019/3 期 15 億円、2020/3 期 21 億円、2021/3 期 21.6 億円と堅調である(図表 16)。2022/3 期計画は非公表であるが、増収増益が見込まれる。また 2025/3 期の会社目標売上高は 40 億円(クロノス社の旧 HP より)を見込んでいる。

働き方改革の恩恵もあり、就業管理システムを取り扱うクロノス社の業績は好調で、同社の連結子会社 3 社の中では、売上高・利益とも最大の規模と思われる。

利益は非公表であるが、経常的に黒字を計上し、かつ増収増益基調で推移してきたと推測され、同社の連結業績に寄与していると考えられる。

【図表 16】クロノス社の売上高推移

単位未満は四捨五入



(出所)クロノス社 HP より、アルファ・ウイン調査部が作成。

(注)クロノス社は 5 月設立のため、2012/3 期は 11 ヶ月間の売上高。

- ◆就業管理の SaaS 市場は成長分野。

＜業界環境・競合先＞

就業管理市場は、主要なプレーヤーが 30 社程度存在し、ブルーオーシャン・マーケットではないものの、働き方改革に関連したビジネス領域では引き続き堅調に成長を続けることが見込まれる。特に、SaaS(クラウド)の形態では年率 2 桁の成長が予想される。

サービス内容別の主な競合企業は以下の通り(カッコ内は競合製品・サービスの名称。また、上場企業の場合には市場とコード番号を記載)

・パッケージ、SaaS、タイムレコーダーの 3 分野で展開

応研(就業大臣 NX、就業大臣 NX クラウド)、勤次郎(旧:日通システム、勤次郎 Enterprise 就業)、日立ソリューションズ(リシテア/就業管理)、

・パッケージ、タイムレコーダーの 2 分野で展開

アマノ(東証一部:6436、Time Pro-XG 就業、Time Pro-VG 就業、Time Pro-NX 就業、Time Asset)やオービック(東証一部:4684、OBIC7 就業情報システム)

・SaaS のみにて展開

ヒューマンテクノロジーズ(King of Time)、DONUTS(ジョブカン)、jinjer(旧:ネオキャリア、jinjer 勤怠管理システム)

◆小規模企業向けにも本格参入予定。

＜今後の戦略＞(クロノス社の HP より抜粋)

従業員数 10～50 名の小規模企業向けに市場の開拓余地が大きく、新製品の準備を進め、本格参入によるシェア拡大を狙う方針である。

また、クラウドサービスの売上がオンプレミスの売を超えて、クロノス社の全売上高の 26%を占めるまでに伸長し、中期計画の最終年度である 2025 年には 50%を超える目標を設定している。加えて、新規タイムレコーダーの開発により買い替え需要の創出を行う戦略である。

◆PCA のパッケージソフトを中心に、インストラクターによる導入指導などを提供。

◆株式会社ケーイーシー

PCA の業務用パッケージソフトのソフトを中心とし、専門的サービス(ユーザウェア業務の提供:コンピュータやインターネットなどの情報システムを活用するために必要な技術やサービスの総称)を提供する。具体的には、PCA 及び提携会社のパッケージソフトのインストラクターによる導入指導、業務用ソフトの販売、コンピュータシステムの導入・運用に関するコンサルタント業務やデータ移行支援業務、ネットワーク環境及びクラウド環境の導入支援・運用支援等である。

製品の販売や更新、保守やクラウドサービスの契約状況により、また関連機器の販売状況や、対面サービスが主体であるため新型コロナの影響により業績は変動するが、安定した業態であり黒字が定着しているものと思われる。

7. 上期の実績と今通期の見通し

◆ 2022 年 3 月第 2 四半期累計(上期)決算

<上期概要>

- ◆ 上期好調。収益認識基準の変更のため単純比較はできないが、前年同期比で大幅な増収増益。売上高・利益とも歴代 2 位と高水準。

2022/3 期の上期連結業績(2021 年 4 月～9 月)は、売上高 6,609 百万円(前年同期比 10.5%増)、営業利益 1,753 百万円(同 86.8%増)、経常利益 1,782 百万円(同 85.3%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,449 百万円(同 145.9%増、以下、当期利益)と、2 桁の大幅増収増益決算となった(P25-図表 17)。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)の恩恵をフルに享受した前々年度(2020/3 期)上期の過去最高売上高、並びに利益に次ぐ歴代 2 位の水準である。なお、上記の前年同期との変化率は、収益認識基準の変更による影響を補正しておらず参考値である。

- ◆ 旧基準では、実質的に上期の過去最高売上高と利益を更新。

因みに新収益認識基準への変更を考慮し、旧基準で今上期の業績を修正すると、売上高は 854 百万円増加し 7,463 百万円(前年同期比 24.8%増)、営業利益・経常利益はそれぞれ 120 百万円増加し、1,873 百万円(前年同期比 99.7%増)、1,902 百万円(前年同期比 98.3%増)となる。上記の修正値は、上期決算としてはいずれも過去最高値を上回る。

- ◆ 上期予想は非公表ながら、売上高・利益ともに会社計画を上回った模様。製品の更新需要とクラウドが牽引。

なお、会社は今上期の事前予想を非公表としていたが、売上高、各利益は会社の内部計画を大きく上回った模様である(売上高で約+8.5 億円、営業利益で約+9.4 億円、予算を超過した模様)。会社による上方修正後の通期の業績予想数値と比較すると、上期の進捗率は売上高で 48.9%、営業利益で 67.8%、当期利益では 62.7%となる。これはそれぞれ前上期の進捗率 44.9%、40.5%、35.3%や、過去 16 年間の平均値である売上高 45.2%、営業利益 39.0%を大きく上回る。

- ◆ 上方修正した新通期予想に対しても、過去と比較すると高い進捗率。

- ◆ プロダクトミックスが改善し、加えて販管費率が低下。増収効果と利益率の改善で、利益はほぼ倍増。極めて好調な決算内容。

好業績の背景は、PCA X シリーズのサポート終了(2021 年 12 月予定)を控えた更新需要が予想以上に旺盛で、製品(DX シリーズ)の売上高が好調であったことと、やや保守的な前提を置いていたクラウドの売上高が高成長を持続したことである。

- ◆ ドリーム社の暖簾を特損に一括計上したが、有証売却益により吸収。

加えて利益面では、好採算の自社製品の販売増や、収益性の高いクラウドの伸長により、プロダクトミックスが改善し、前年同期比で粗利益率は上昇した(61.3%→68.2%、+6.9%)。また、コロナ禍の中、経費が抑制され販売管理費が絶対額でほぼ横這い(2,727 百万円→2,753 百万円、+26 百万円または+1%増)となったため、増収に伴い売上高販管費率は 45.6%→41.7%へ低下し、営業利益率は 15.7%→26.5%(+10.8%増)へと大きく改善した。この結果、営業利益・経常利益は、前年同期比でほぼ倍増した。なお、ドリーム社の暖簾を減損し、特別損失として 174 百万円計上した。一方で保有する上場有価証券の一部を売却し、673 百万円を特別利益として計上したため、当期利益はさらに高い増益率となった。

【図表 17】2022/3 上期 (Q1,Q2) の業績推移 (単位：百万円、%)

上期業績		2021/3第1四半期	2022/3第1四半期	2021/3第2四半期	2022/3第2四半期	2021/3上期	2022/3上期	上期増減率	上期増減幅	上期売上高増成比
単位：百万円		2020年4-6月	2021年4-6月	2020年7-9月	2021年7-9月	2020年4-9月	2021年4-9月	YOY: %	YOY: 百万円	%
		旧収益認識基準	新収益認識基準	旧収益認識基準	新収益認識基準	旧収益認識基準	新収益認識基準		前上期: 旧基準、今上期: 新基準	
連結売上		2,789	3,328	3,192	3,281	5,981	6,609	10.5	628	100.0
種類別	製品	307	935	420	783	727	1,718	136.2	991	28.0
売上区分	商品	77	85	98	82	175	167	-4.6	-8	2.8
	保守サービス	899	820	877	826	1,776	1,646	-7.3	-130	24.9
	クラウドサービス	957	1,255	991	1,340	1,948	2,595	33.2	647	39.3
	その他営業収入	546	231	805	250	1,351	481	-64.4	-870	7.3
粗利		1,759	2,284	1,809	2,222	3,885	4,806	23.0	921	
	粗利率 (%)	63.0	68.6	56.8	67.7	64.9	72.7	1.0	8.8	
販売管理費		1,290	1,309	1,437	1,444	2,727	2,753	0.9	26	
	売上高販管比率 (%)	46.3	39.3	45.0	44.0	45.6	41.7	-3.9	-3.9	
営業利益		465	975	473	778	938	1,753	86.8	815	
	営業利益率 (%)	16.7	29.3	14.8	23.7	15.7	26.5	10.8	10.8	
経常利益		272	987	887	795	859	1,782	85.7	923	
	経常利益率 (%)	9.8	29.7	21.5	24.2	14.4	27.0	12.6	12.6	
当期利益		272	814	317	835	589	1,449	145.0	860	
	当期利益率 (%)	9.8	24.4	9.9	25.4	9.8	21.9	12.1	12.1	

(出所) 決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成

◆Q1・Q2ともYOYで大幅増益。特にQ1には製品特需の寄与が大きく利益は倍増。Q2はモメンタムがやや低下。

なお、四半期別でみると、Q1の売上高は3,328百万円(前年同期比+19.3%)、営業利益975百万円(同+109.7%)に対し、Q2の売上高は3,281百万円(同+2.8%)、営業利益は778百万円(同+64.5%)と、いずれも前年同期比では大幅な増収増益である。しかし、Q2はモメンタムが低下し、Q1に対して47百万円の減収、197百万円の営業減益となった。これは、Q1に製品販売の特需がより多く発生したこと、これに伴う利益率の改善が大きかったこと、また、Q1に対しQ2に販管費の増加(+135百万円)があったことによる。

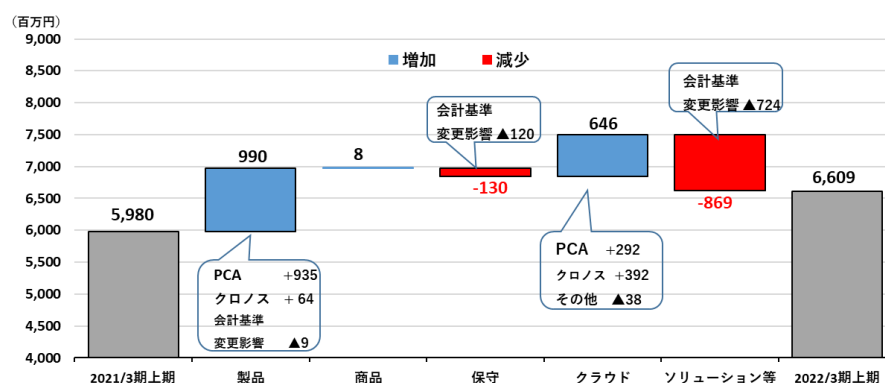
<上期売上高>

前年同期と比較した上期の増減収要因(全体では+628百万円の増収)は、図表18の通りである。

◆製品特需とクラウドの伸長がドライバー。クロノス社も貢献。

種類別の売上高区分で前上期との増減収要因を分析すると、製品が990百万円(前年同期比+136.2%)、クラウドが646百万円(同+33.2%)の増収となった。これらが収益認識基準の変更によるマイナスの影響が大きかった、ソリューション等の△869百万円(うち基準変更に伴う減収△724百万円)や、保守△130百万円(同△120百万円)の減収を補った。会社別では、製品+クラウド合計で同社単体が1,227百万円、クロノス社が456百万円の増収と大きく寄与した。

【図表 18】2022/3 上期 (2021/9 期) の種類別売上高の増減要因



(出所) 決算説明会資料からアルファ・ウイン調査部が作成

◆PCA クラウド利用法人数は順調に増加。1.7 万社を突破。

◆足元の PCA クラウドの利用法人数も順調に増加。

◆上期のクラウド売上高は、前年同期比で 33%増と成長率が加速。

◆同社並びにクロノス社の、製品とクラウドが増収に寄与。

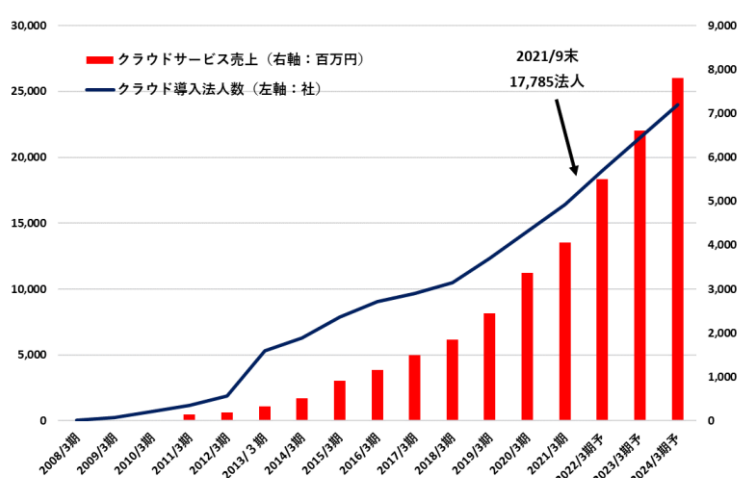
<クラウド>

また、PCA クラウド利用法人数は 2018/3 期に 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（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）、2021/9 月末では 17,785 法人（同+1,341）と順調に増加している（図表 19）。

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、ユーザーへのクラウドの浸透が進み、直近の 2 半期の利用法人純増数は増加傾向にある。下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 百万円（前年同期比 358 百万円増、+23.9%、以下同順）→2019/3 期 2,452 百万円（598 百万円増、+32.3%）→2020/3 期 3,374 百万円（922 百万円増、+37.6%）→2021/3 期（前期）4,057 百万円（683 百万円増、+20.2%）へと増加した。上期の売上高は、2,595 百万円と前年同期比+33.2%と増収率が加速した（増収率：前上期+24.3%、前下期+16.7%）。利用法人数の増加や、オプションを含めたライセンス数の増加、クロノス社によるクラウドの増収が反映されていると思われる。

【図表 19】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

<ストックビジネス>

◆ストックビジネスの売上高構成比率は、さらに上昇し 62%。

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、過去 5 年間では特需により製品売上高が急増した 2020/3 上期を除き、増加傾向にある。今期は 65.2%と前期の 62.3%からさらに増加した。これは、クラウドの高伸により

ストック収入が増収となる一方、新収益認識基準によりソリューション等のフロー収入の減収が表面上、大きかったためである。

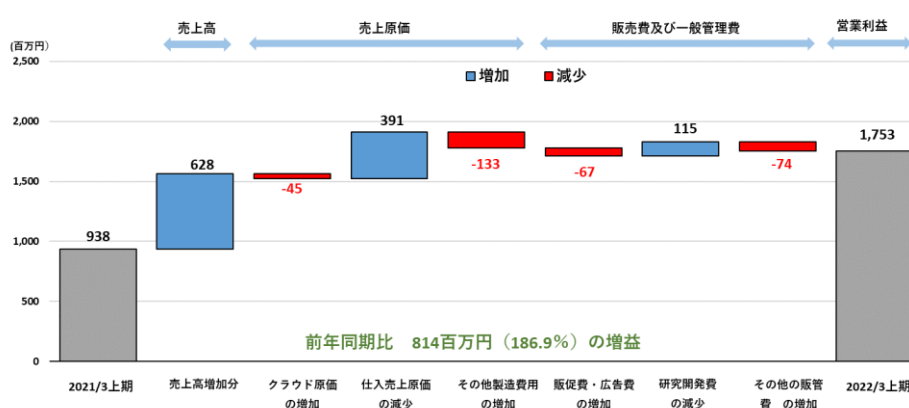
<利益>

- ◆ 販管費は微増、増収効果が利益率の高い自社製品とクラウドが大幅増益に貢献。

上期の連結営業利益の増減要因は、図表 20 の通りである。販管費を計画通りに執行するなか、利益率の高い自社製品と、サービスであるクラウドの増収により、大幅な増益を達成した。

売上原価の減少や、販促費・広告費の増加(前年同期比+67 百万円)やその他販管費の増加(同+74 百万円)があったものの、研究開発費の減少(同△115 百万円)があり、販管費は微増に留まった。増収による増収効果が大きく、営業利益は前年同期比 814 百万円増、+186.9%の大幅増益となった。

【図表 20】2022/3 上期(2021/9 期) 営業利益の増減要因



(出所) 決算説明会資料からアルファ・ウイン調査部が作成

◆ ピー・シー・エーの 2022 年 3 月期(通期)業績予想<下期>

- ◆ 下期は、減収減益を予想。

同社は、今下期(2021 年 10 月～2022 年 3 月)の業績見通しを、上期決算発表時に示した。売上高 6,905 百万円、営業利益 833 百万円、経常利益 822 百万円、当期利益 861 百万円と予想している。

収益認識基準の差異があり単純には比較できないが、前年下期に対しそれぞれ、422 百万円(△5.8%)の減収、営業利益では 543 百万円(△39.5%)、経常利益 559 百万円(△40.5%)、当期利益 218 百万円(△20.2%)の減益を予想している。

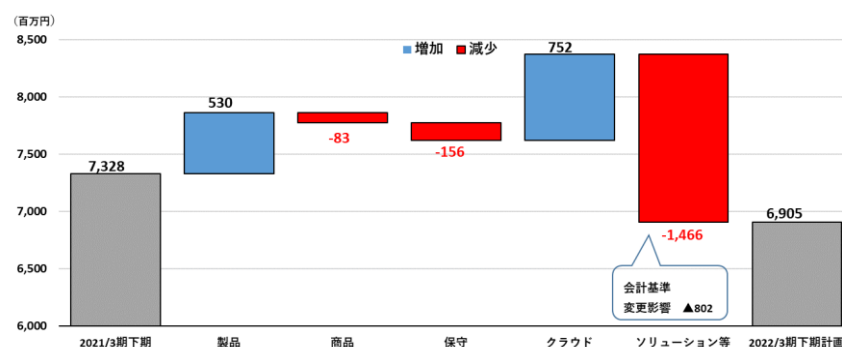
- ◆ クラウドと製品は、下期も増収を計画。新収益認識基準による「ギャップダウン」が、ソリューション等に大きなインパクトを与え減収要因に。

売上高では、P28-図表 21 に示されているように、下期もクラウドの好調持続と、X シリーズのサポート終了にともなう DX シリーズの製品の買い替えが継続する見込みから、クラウドは 752 百万円(35.7%)、製品は 530 百万円(42.8%)、計 1,282 百万円の増収を見込んでいる。

一方、ソリューション等が、会計基準変更に伴うマイナスの想定影響額 802 百万円を含め、1,466 百万円(△78.2%)の大幅減収となる想定であ

る。これに加え、商品は 83 百万円(△27.1%)、保守が 156 百万円(△8.8%)と小幅な減収を予想している。

【図表 21】2022/3 期・下期の種類別売上高の増減要因予想



(出所) 決算説明会資料からアルファ・ウイン調査部が作成

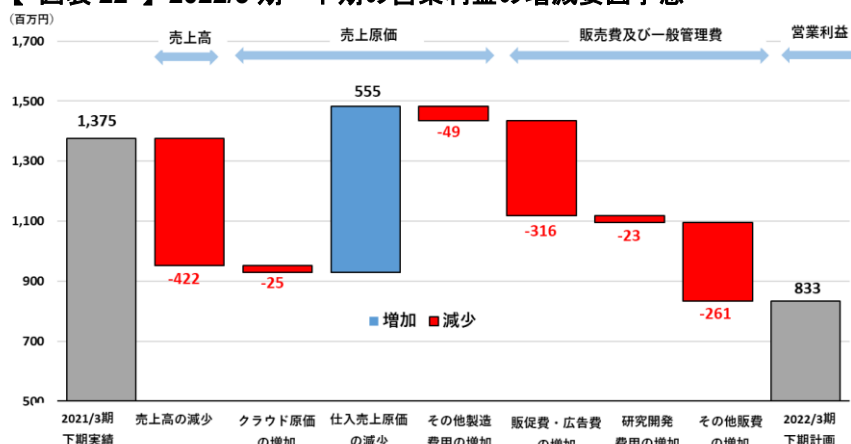
◆減収に加え、人件費や先行投資を含む経費の積み増しにより、下期は営業減益の見込み。

また、営業利益では、仕入原価等の減少が 555 百万円の増益要因にはなるが、減収見込み額 422 百万円と販促費・広告費の増加 316 百万円、各種のコスト増加 261 百万円が大きく、前下期の 1,376 百万円から 833 百万円へと、543 百万円(△39.5%)の減益となる(図表 22)。

上期の好調とビジネス環境の改善を見越し、来期以降の成長に向けた先行投資を積極的に行うため、期初予想に対しプロモーション費用を 2 億円、人件費(その他製造費用と販管費に計上)1.2 億円を積み増す計画とした。この結果、今下期の営業利益は、3.2 億円程度、本来よりも圧縮される。

これを考慮し、かつ新会計基準による下期収益へのインパクト(推定 20～30 百万円)を加味すると、実体的な下期の営業利益は 12 億円弱と推計され、前年の 1,375 百万円からは 14%前後の減益に留まるとも考えられる。

【図表 22】2022/3 期・下期の営業利益の増減要因予想



(出所) 決算説明会資料からアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 前年同期比では下期の粗利率は改善するが、販管費率が上昇。営業利益率は大きく低下する前提。

◆ 上期比では増収だが、販管費の急増により、利益率が低下。営業利益は半減。

◆ 通期予想を大幅に上方修正。

◆ 6.5%の減収、19.4%の営業減益予想から一転し、1.6%の増収、38.6%の大幅営業増益予想に。

なお、プロダクトミックスの改善により、今下期の粗利率は前下期の59.2%から63.6%へ4.4ポイント改善する見込みであるが、販売管理費が2,960百万円から3,561百万円と601百万円増加する。この結果、販管費率は40.4%から51.6%へと11.2ポイントも上昇し、営業利益率は18.8%から12.1%へと6.7ポイント低下する。減収と利益率の低下により、減益となる予想である。なお、Q3に有価証券売却益を特別利益として5億円見込んでおり、当期利益は1,078百万円から860百万円へと218百万円(20.2%)の減益に留まる。

また、上期との比較では売上高は296百万円(+4.5%)増加するが、粗利率が4.6ポイント低下する一方、販管費が808百万円(+29.3%)急増し同率が9.9ポイント上昇、この結果、営業利益は920百万円(△52.5%)減少し、同率が14.4ポイント悪化する計画である。

<通期>

同社は上期の好業績を踏まえて、今通期(2022/3期)の業績を、売上高:12,447百万円→13,515百万円、営業利益:1,866百万円→2,586百万円、当期利益:1,192百万円→2,310百万円と、期初予想から大幅に上方修正した(図表23)。

収益認識基準の変更があり、前年との単純比較はできないが、表面的には一転して、通期では売上高は6.5%の減収から1.6%の増収へ、営業利益は19.4%の減益から11.8%への増益予想となる。

因みに、新収益認識基準による業績へのインパクト(売上高で年間約17億円、営業利益で約1.5億円の押し下げ要因と推定)を考慮すると、2022/3期(今期)の通期業績は、売上高152億(前年同期比+14%)、営業利益27億(同+18%)と試算される。実質的には、売上高は過去最高値を更新し、営業利益は過去最高益に迫る水準となる。

【図表23】 今期の業績予想(会社計画)

連 結 (単位:百万円)	2021年3月期 実績 旧収益認識基準	2022年3月期 新収益認識基準			2022年3月期 新収益認識基準			2022年3月期	
		会社期初予想 A	YOY: 単純増 減額/差	YOY: 単純増 減率%	会社修正予想 B	YOY: 単純増 減額/差	YOY: 単純増 減率%	修正幅 B-A	修正率B/A
売上高	13,308	12,447	-861	-6.5%	13,515	207	1.6%	1,068	8.6%
売上総利益	8,001	7,690	-311	-3.9%	8,901	900	11.2%	1,211	15.7%
売上高総利益率	60.1%	61.8%	1.7%		65.9%	5.7%		4.1%	
販売管理費	5,686	5,824	138	2.4%	6,315	629	11.1%	491	8.4%
販管費比率	42.7%	46.8%	4.1%		46.7%	4.0%		-0.1%	
営業利益	2,314	1,866	-448	-19.4%	2,586	272	11.8%	720	38.6%
営業利益率	17.4%	15.0%	-2.4%		19.1%	1.7%		4.1%	
経常利益	2,340	1,899	-441	-18.8%	2,604	264	11.3%	705	37.1%
経常利益率	17.6%	15.3%	-2.3%		19.3%	1.7%		4.0%	
親会社株主に帰属する当期純利益	1,668	1,192	-476	-28.5%	2,310	642	38.5%	1,118	93.8%
当期純利益率	12.5%	9.6%	-3.0%		17.1%	4.6%		7.5%	
1株当たり年間配当金(円)	11.33	11.33			12.00			0.67	

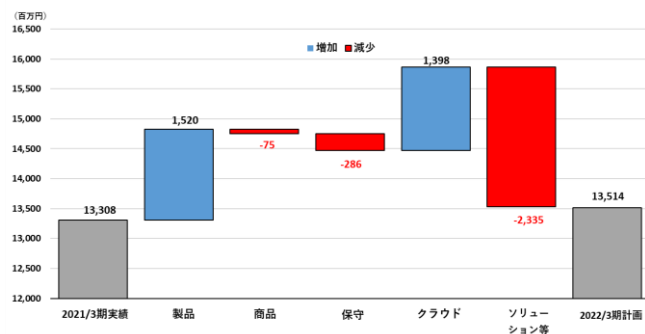
(出所) 決算短信より、アルファ・ウイン調査部が作成

また、通期の増収、増益要因は、それぞれ図表 24、図表 25 の通りである（上期実績と下期予想を合計）。通期の売上高予想を、期初計画（訂正後）と比較すると全社の売上高の上方修正金額は 1,068 百万円、8.6%であった。種類別の内訳を見てみると、保守を 112 百万円、ソリューション等を 47 百万円、商品を 50 百万円下方修正する一方、製品を 1,059 百万円（上方修正率+43.3%）、クラウドを 214 百万円（同+4.1%）上方修正している（図表 26）。

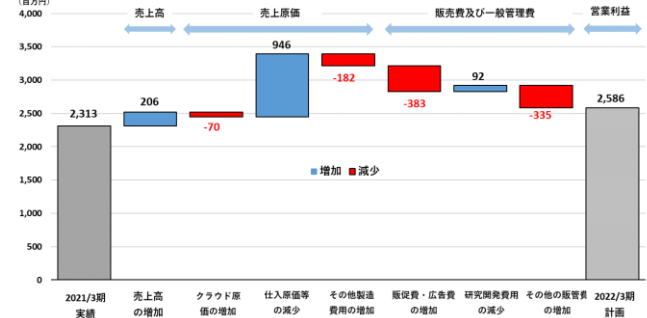
・有価証券売却益を計上し、最終利益は過去最高益を更新する見込み。

なお、利益面で期初予想と比較すると、粗利率が 4.1 ポイント、販管費率が 0.1 ポイント改善し営業利益率が約 4.2 ポイント上昇すること、並びに増収効果、加えて有価証券売却益を特別利益に計上することから、各利益の大幅な増額修正を行った。最終利益は過去最高益を更新する見込みである。

【図表 24】 今期売上高の増減要因予想（会社計画）

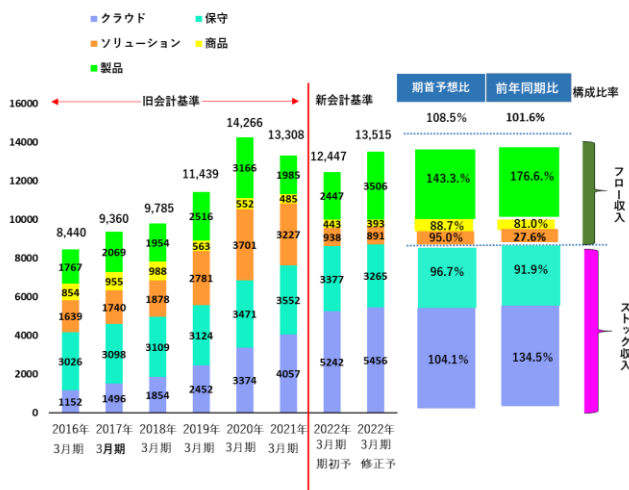


【図表 25】 今期営業利益の増減要因予想（会社計画）



（出所）図表 24,25 とも決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

【図表 26】 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）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、旧基準と新基準の売上高は、クラウド、並びに商品を除き連続性はない。

構成比率は、新収益認識基準による 2022/3 期（業績修正後）の会社予想を基準。

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

・10 月 25 日に同社より上方修正された今期の新たな会社予想は、当調査部の前回予想(2021 年 8 月 3 日発行レポート)には届かなかったものの、期初の会社予想を大きく上回った。

◆ 今期の業績予想を見直し、売上高と利益予想を減額修正。配当は会社予想と同額に増額修正。

・今回、上期の実績と現状を踏まえて、今期の業績を見直した(P34-図表 29)。前回予想と比較し売上高・利益を引き下げ一方、配当金額を会社予想の年間 12 円/株まで引き上げた。但し、足元のクラウドや製品の販売が好調を持続しており、会社前提は保守的と考えられ、会社の通期予想は売上高・利益とも更なる上振れ余地があると思われる。

◆ 製品とクラウド売上高を増額修正、一方、その他の営業収入を減額修正。

＜売上高＞

当調査部では、前回は通期の売上高を 14,200 百万円としていたが、今回、13,760 百万円へと修正した。但し、これは新たな会社予想を、245 百万円(+1.8%)上回る。

前回予想と今回予想の主な差異は、予想以上に好調な製品とクラウドの売上高を考慮して増額修正する一方、回復を見込んでいたその他営業収入(ソリューション等)を減額修正したことによる。他社製品のソフトウェアやハードウェアの販売の回復や、同社の新規ビジネスがスローであることを反映した。

◆ 売上高予想の下方修正と先行投資の増額により、利益予想を引き下げ。但し、保守的な会社計画の利益は上回ると予想。

＜利益＞

利益についても、期初想定していなかった3.2億円の先行投資等を下期に積み増すことや、売上高の見直しに伴い修正を加えた。前回→今回の順に、営業利益:3,330 百万円→2,700 百万円、当期利益:2,475 百万円→2,380 百万円へと引き下げた。しかし、上述のように足元が好調で会社計画の下期の売上高がやや保守的と思われること、また販管費を中心にコストコントロールの余地があると考えられることから、会社計画の利益を、それぞれ 114 百万円(+4.4%)、70 百万円(+3.0%)程度上回ると予想した。

◆ リスクは、新型コロナの第 6 波の到来による経済の停滞、IT 投資の失速、新製品・サービスの不振。

＜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、新型コロナの第 6 波の到来(変異型の拡散など)と長期化に伴う経済活動の再停滞、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。

但し、既存サービスにおいては、これまでの業績を見る限り無難に乗り切っており、下期以降も大きな障害にはならないと考えられる。

また、PCA サブスク(ソフトウェアをダウンロードし定額利用)やヘルスケア、hyper、PCA Hub などの新サービスの顧客開拓・拡販や、ドリーム社の事業再建が想定通り進まない可能性がある。

8. 成長戦略

◆ 目標とす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 9 月末現在で 1.8 万社弱）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、その後、計画に変更はない。

- ◆ 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である、「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」を進めてきた。課題解決サービス業を志向し自社製品・クラウド・保守サービスの充実を図り、収益基盤・経営管理基盤を固めて成長軌道に乗せることに成功したと考えられる。

- ◆ 中計の基本戦略の下、ほぼスケジュールに従い施策を実行。

なお、現中計における基本戦略、重点施策とその実施状況は図表 27 の通りである。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進めてきた。

【図表 27】中計の基本戦略、重点施策とその実施状況(再掲)

I、主力事業の収益基盤の確立

1. PCAクラウドの強化・拡販

豊富なラインナップと10年を超える運用ノウハウの蓄積があるPCAクラウドについて、ブランド力の向上、Web-APIパートナーの開拓、サービス機能強化などに注力し、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、AI、ビッグデータ、RPA、Fintechなど、新技術を活用した関連分野における新製品・新事業開発につながるシーズ発掘のための組織を立ち上げ、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

（出所）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。

◆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、十分に達成する見通し。

◆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。

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、最終年度にあたる2021年度(2022/3期)の当初目標数値を達成したため、目標値を前期に上方修正した(図表28)。この修正目標も今期には、十分に達成する見込みである。

そのため、来期からスタートする次期中期経営計画に向け、今期に投資の一部を先行して実施する。なお、次期中期経営計画は2022年4月下旬(本決算発表)以降に公表されると思われる、その戦略と数値目標に注目したい。次期中計では、「世の中の変化を先取りした新事業・新商品・新サービス開発への体制づくりの推進」に着手する予定である。

【図表28】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	現中期経営計画(2020/3期～2022/3期)						
	現中計1期		現中計2期		現中計3期＝最終年度(2022/3期)		
	2020/3期実績	2021/3期実績	当初目標 A	前期にて見直し B	現時点での見直し C	差異(B-A)	差異(C-B)
・連結売上高	142.66億円	133.08億円	115億円以上	135億円以上	135.15億円	20億円	0.15億円
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	60億円達成	75億円達成	87.21億円	15億円	12.21億円
・連結営業利益	27.81億円	23.14億円	15億円以上	21億円以上	25.86億円	6億円	4.86億円
・連結営業利益率	19.49%	17.39%	10%以上	15%以上	19.1%	5%	4.1%

(出所)決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

(注)2022年3期会社計画より「収益認識に関する会計基準」等(新収益認識基準)を適用、2021/3期までは旧基準。計画は会社発表。

◆来期以降の業績予想も見直し。

◆2023/3期は、経済活動が徐々に正常化する前提。

◆売上高、利益予想を見直し、下方修正。

◆今期の特需の反動から来期は減収減益の可能性があるが、高水準の売上高・利益を維持すると予想。

◆クラウドの高成長は持続。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見直し

アルファ・ウイン調査部は、今期を含む3期間(2022/3期～2024/3期)の中期業績予想を行っているが(P34-図表29)、今期の状況を踏まえ、来期以降についても業績を見直した。

<来期(2023/3期)>

日本国内でのワクチン接種も大きく進み、新型コロナが収束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投資もほぼ正常化に向かう前提とした。

来期は、今期比で新収益認識基準によるギャップダウンがなくなるが、

- ①今期に発生したXシリーズの更新需要による製品販売(想定以上に好調、今期の推定特需額:約17億円)の反動減
- ②新製品・サービスの立ち上がりがスローであること
- ③回復を見込んでいたその他営業収入の売上高を保守的に下方修正
- ④来期初頭に公表されると思われる次期中期経営計画においては、初年度となる来期に成長に向けた先行投資の積み増し、各種コストの増加(後述、P35<経費・利益の前提>を参照)が考えられる
- ⑤今期計上予定の有価証券売却益(+12億円弱)がなくなると考えられることから、一時的な減収減益が予想される。但し一方で、クラウド(PCA+クロノス)が高成長を継続し、経済の正常化に伴いIT投資の回復が予想されるため、全社的には減収率は軽微に留まる可能性があり、高水準の売上高・利益が維持されると考えている。

当調査部の来期の業績予想を、前回予想（2021年8月3日発行の当調査部レポートを参照）に対して、売上高 14,400 百万円→13,700 百万円、営業利益 2,950 百万円→2,300 百万円、当期利益 1,863 百万円→1,580 百万円へと修正した。但し、下方修正はしたものの当部の新たな今期予想に対し、0.4%の微減収、15%弱の営業減益、33.6%の当期利益の減益を予想した。また、配当金は今期予想と同額の 12 円/株とした。

【図表 29】中期の業績予想

単位：百万円、%	2020/3期実績	2021/3期実績	2022/3期従来CE	2022/3期修正CE	2022/3期修正E	2023/3期修正E	2024/3期修正E	2022/3期従来E	2023/3期従来E	2024/3期従来E
売上高	14,266	13,308	12,447	13,515	13,760	13,700	15,000	14,200	14,400	15,680
製品	3,166	1,985	2,447	3,506	3,700	2,700	2,900	3,500	2,500	2,600
商品	552	485	443	393	390	350	300	400	380	330
保守サービス	3,471	3,552	3,377	3,265	3,270	3,050	2,900	3,150	3,050	2,900
クラウドサービス	3,374	4,057	5,242	5,456	5,500	6,600	7,800	5,050	6,200	7,500
その他営業収入	3,701	3,227	938	891	900	1,000	1,100	2,100	2,270	2,350
売上総利益率	60.3%	60.1%	61.8%	65.9%	65.5%	65.7%	65.3%	65.0%	62.5%	62.5%
販売費及び一般管理費	5,817	5,686	5,824	6,315	6,320	6,700	7,200	5,900	6,050	6,200
(対売上高比)	40.8%	42.7%	46.8%	46.7%	45.9%	48.9%	48.0%	41.5%	42.0%	39.5%
営業利益	2,781	2,314	1,866	2,586	2,700	2,300	2,600	3,330	2,950	3,600
(対売上高比)	19.5%	17.4%	15.0%	19.1%	19.6%	16.8%	17.3%	23.5%	20.5%	23.0%
経常利益	2,808	2,340	1,899	2,604	2,720	2,320	2,620	3,360	2,980	3,630
(対売上高比)	19.7%	17.6%	15.3%	19.3%	19.8%	16.9%	17.5%	23.7%	20.7%	23.2%
当期純利益	1,816	1,668	1,192	2,310	2,380	1,580	1,780	2,475	1,863	2,269
(対売上高比)	12.7%	12.5%	9.6%	17.1%	17.3%	11.5%	11.9%	17.4%	12.9%	14.5%
売上高(前期比伸率、以下同様)	24.7%	-6.7%	-6.5%	1.6%	3.4%	-0.4%	9.5%	6.7%	1.4%	8.9%
製品	25.8%	-37.3%	23.3%	76.6%	86.4%	-27.0%	7.4%	76.3%	-28.6%	4.0%
商品	-2.0%	-12.1%	-8.7%	-19.0%	-19.6%	-10.3%	-14.3%	-17.5%	-5.0%	-13.2%
保守サービス	11.1%	2.3%	-4.9%	-8.1%	-7.9%	-6.7%	-4.9%	-11.3%	-3.2%	-4.9%
クラウドサービス	37.6%	20.2%	29.2%	34.5%	35.6%	20.0%	18.2%	24.5%	22.8%	21.0%
その他営業収入	33.1%	-12.8%	-70.9%	-72.4%	-72.1%	11.1%	10.0%	-34.9%	8.1%	3.5%
売上総利益率(前期との差)	3.3%	-0.2%	1.7%	5.7%	5.4%	0.2%	-0.4%	4.9%	-2.5%	0.0%
販売費及び一般管理費(伸率)	10.3%	-2.3%	2.4%	11.1%	11.2%	6.0%	7.5%	3.8%	2.5%	2.5%
営業利益(伸率)	122.8%	-16.8%	-19.4%	11.8%	16.7%	-14.8%	13.0%	43.9%	-11.4%	22.0%
経常利益(伸率)	119.9%	-16.7%	-18.8%	11.3%	16.2%	-14.7%	12.9%	43.6%	-11.3%	21.8%
当期純利益(伸率)	100.4%	-8.1%	-28.5%	38.5%	42.7%	-33.6%	12.7%	48.4%	-24.7%	21.8%

(備考) 従来は前回の予想、修正は今回の新予想。CEは会社予想。Eは当調査部の予想。

(注) 2022/3 期より「収益認識に関する会計基準」等を適用。2021/3 期までの実績は旧基準、2022/3 期以降は新基準のため、一部を除き連続性はない。

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

＜来々期(2024/3 期)＞

来々期は、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り営業活動や、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、新たなビジネスを軌道化できれば、増収増益に返ることが可能であると思われる。

来々期となる 2024/3 期の予想も、以下のように見直した。

売上高は 15,680 百万円⇒15,000 百万円(前期比+9.5%)、営業利益は 3,600 百万円⇒2,600 百万円(同+13.0%)、当期利益 2,269 百万円⇒1,780 百万円(同+12.7%)へと修正した。クラウドや製品を増額修正する一方、新規ビジネスの寄与度を見直し、その他営業収入を減額修正した。また、成長に向けた先行投資負担を積み増す可能性があることから販管費を増額修正し、利益(同率)水準も見直した。

なお、クラウドの伸長率に加え、注力している PCA サブスク、ハイパー(hyper)、現在進めている PCA Hub、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。

◆業績見通しを減額修正したが、2024/3 期は増収増益を見込む。

◆クラウドや製品を増額修正、一方、その他営業収入を減額修正。

◆成長に向けた高水準の先行投資が見込まれる。

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

- ◆やや保守的に、粗利率は横這い、営業利益率は2～3%程度の低下を想定。

- ◆新商品・技術開発と人員増強の先行投資負担の増加が見込まれる。

- ◆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。

＜経費・利益の前提＞

なお、2023/3 期、2024/3 期の予想に際して、プロダクトミックスは改善するが、開発費負担や外注費の増加等から粗利率はほぼ横ばいとした。一方、経済活動の正常化に伴い抑制されていた経費の増加や、積極的な先行投資により販管費率は48～49%前後まで上昇し、今期予想よりも営業利益率が低下する前提とした。

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）と人員の増強などの先行投資を強化し、販売促進費・研究開発費・人件費を中心とする一般管理費が増加すると想定した。

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ェ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先行投資一巡後は、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

◆ ピー・シー・エーの強みと課題

同社の SWOT 分析結果を、図表 30 に列挙した。

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）に強いことと、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こと、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を築いたことが、同社の優位性である。

一方でリスクは、税制・会計・法改正や Windows のサポート終了などのイベントの前後では、特需の発生により業績のボラティリティが高まる傾向があることや、同業他社との競争激化などである。また、中堅企業への顧客開拓と次世代の成長製品・サービスの育成、豊富な資金の有効活用が課題であると考えられる。

【 図表 30 】 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、年商を上回る潤沢な現預金 ・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(キャッシュカウ・ビジネス化) ・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・PGA Hub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
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 ・システムトラブルや情報漏えい ・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

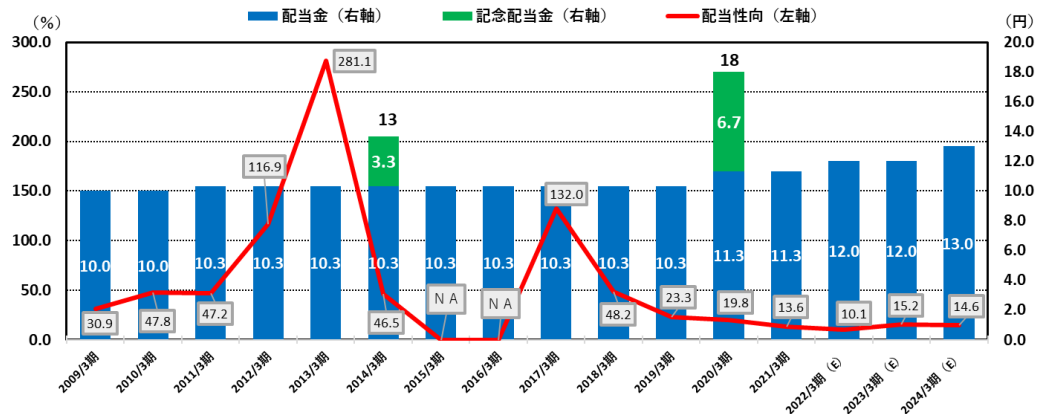
< 配当方針 >

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。

< 配当の実績と予想 >

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(P37-図表 31)。

【図表 31】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、(E)は当調査部予想。

◆普通配当は増配傾向。今期は増額修正。

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 10.3 円 (2021 年 10 月 1 日の 1:3 の株式分割を遡及して反映、小数点第二位以下を四捨五入、以下同様) の普通配当を継続していたが、2020/3 期には、11.3 円に増配を行った。合わせて設立 40 周年の記念配当 (1 株当たり 6.7 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 11.3 円/株に戻り、今期も同額を継続する計画であったが、好業績を背景に 12.0 円/株に増額修正した。

◆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)では 10.4% (特別損益を除く EPS ベースで試算すると 15.7%)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、特別損益を除く EPS ベースでは年間 25.3 円の配当 (13.3 円の増配) が必要となる。

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(今期予想も、前期と同水準)。

近年、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値との乖離が依然大きい。一般的な水準も考慮すると、今後、さらなる増配の必要性があると当調査部では考えている。

＜配当利回りと株主優待制度＞

株価 1,617 円 (2021 年 11 月 22 日終値、配当金 12 円を前提) で計算すると、今期の配当利回りは約 0.7%となる。

◆株主優待を含めた実質的な年間利回りは (最大で) 約 1.2%。

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 300 株以上 900 株未満の株式 (分割後の基準) 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 1,617 円とし 300

株を保有すると仮定すると、配当 12 円(株式分割後)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 32)。

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 1.8%(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 2.2%となる。

【図表 32】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)%
300	900	2,000	12	1.15
900	1500	3,000	12	0.95
1,500		4,000	12	0.91

実質利回り=(配当金+優待価値)/株価の計算は、保有株の各レンジでの最小株数で計算。

株価;1,617円 (2021年11月22日終値)

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成

＜株式分割＞

2000 年 5 月に 1:1.3 の分割が行われて以来、株式分割は実施されていなかったが、2021 年 10 月 1 日に 1:3 の大型分割を実施した。株式分割の発表を株価は好感し、流動性も増しつつある。

◆ 1:3 の株式分割を実施。

◆ 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-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 4.3 倍に上昇)。特に 2018 年 10 月前後から同社の株価は上昇し、TOPIX に対し大きくアウトパフォームしている。

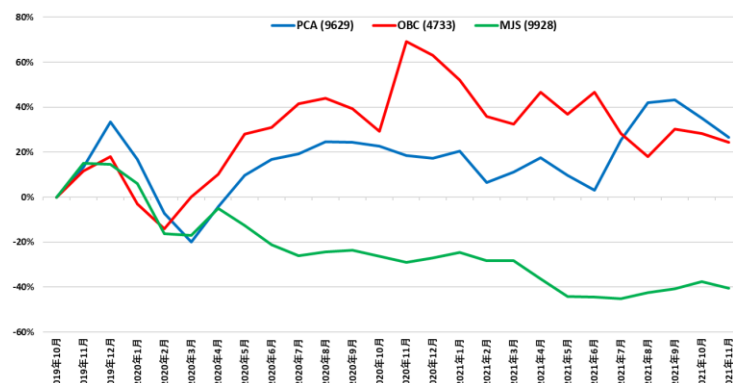
◆ 過去約 5 年では、好業績を背景に株価は大きく上昇、TOPIX を大きくアウトパフォーム。

◆ 直近 2 年間では、同業他社をアウトパフォーム。

一方、今年はアフターコロナを見越して大型景気敏感株が物色される中、ディフェンシブの特徴を持つ同社株は TOPIX をアンダーパフォームしていたが、Q1 決算の発表以降、アウトパフォームしつつある。また、直近の 2 年間では、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)に対し、高いパフォーマンスを示している(図表 33)。

【図表 33】株価パフォーマンスの同業他社比較

(備考：2019 年 10 月末時点の株価を、基点：ゼロとしてグラフ化。2021 年 11 月 22 日終値まで反映)



(出所)アルファ・ウイン調査部が作成

◆東証一部の全銘柄平均とのバリュエーションの比較において、割安感はない。

＜バリュエーション＞

また、現在の同社の株価を東証一部全銘柄平均と、主要なバリュエーションで比較すると割安感はない。

東証一部の予想平均 PER15.8 倍に対し同社の今期予想基準では 14.0 倍(以下同順に)、実績 PBR 1.3 倍に対し 2.0 倍、単純平均配当利回り 1.9%に対し 0.7%となる。

なお、同社の予想をベースとし、特別損益を除外し(当調査部で)推定した修正後の PER は 21.1 倍となる。また、当調査部の利益予想に基づく PER は、来期 20.5 倍、来々期 18.2 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。

同業 2 社とバリュエーションを比較すると、PBR では割安だが、配当利回りは 3 社の中では最も低い。その他のバリュエーションでは中位にある(図表 34)。

【図表 34】バリュエーションの同業他社比較

社名	ビー・シー・エー (PCA:連結)	オービックビジネス コンサルタント(OBC:非連結)	ミロク情報サービス (MJS:連結)
コード	9629	4733	9928
株価(11/22終値)	1,617	5,440	1,708
時価総額(百万円)	37,353	410,198	59,449
PER(株価収益率)	14.0	33.9	13.6
PBR(株価純資産倍率)	2.0	3.2	2.4
配当利回り(%)	0.7	1.3	2.2
EV/EBITDA(倍)	9.4	22.0	10.2
PSR(株価売上高倍率)	2.8	12.1	1.6

(出所)アルファ・ウイン調査部が、決算短信より作成

(備考)時価総額=発行済株式総数*時価(11/22 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)。有利子負債、及び現預金は上期実績値。分母は 2021/3 期の値。

PER の計算に用いた EPS は、全て 2022/3 期会社予想。PBR の計算に用いた BPS は 2021/9 末の実績。配当は会社予想。

PSR=時価総額/売上高(2022/3 期会社予想)

◆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 8,500 円(11 月 22 日終値)で時価総額 4,526 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:29.7 倍、参考:PSR=時価総額/売上高、PBR:39.7 倍)

*フリー(freee、東証マザーズ:4478)

・株価 7,940 円(11 月 22 日終値)で時価総額 4,384 億円

・2022 年 6 月期:会社予想売上高 14,361 百万円、同調整後営業利益△2,461 百万円、無配。(PSR:30.5 倍、PBR:9.3 倍)

＜今後の見通し＞

物価・金利の上昇、中国の不動産問題など経済情勢には不透明さが残るが、新型コロナの影響は国内では収束しつつあり、今後、経済活動は徐々に正常化するものと思われる。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の拡大の恩恵を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。

◆「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。

◆高い成長ポテンシャルを持つ内需成長株。

◆来期は一時的に減収減益となる可能性があるが、来々期以降は増収増益トレンドに戻ると予想。

◆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。

◆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。

今期の製品特需の一巡と特別利益がなくなるため、来期は一時的に減収減益となる可能性がある。しかし、①今期業績の会社前提はやや保守的であり、利益面でのダウンサイドリスクが小さいこと、②クラウドと勤務管理システムが牽引役となり、来々期以降は中期的に増収・増益トレンドを描くと考えられること、③今後の増配余地が大きく、また豊富な現預金を背景に自社株買いや M&A を行う余力があること、④バリュエーションにも割高感がないことなどから、株価の下値は限定的であり、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。

今後は、以下の点に注目していきたい。

- 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)の浸透
- ③新製品・新サービス、新事業開発の進展とその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、hyper や PCA Hub の販売状況)
- 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
- ⑨積み上がっているキャッシュの有効活用方法

以上

ディスクレーマー

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

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

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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。（更新された）最新のレポートは、弊社のホームページ（<http://www.awincap.com/>）にてご覧下さい。なお、本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

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

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.com】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務は負いません。PFV2021-1202-2100
