

アルファ・ウイン 企業調査レポート

ピー・シー・エー
(9629 東証プライム)

発行日：2022/12/19

● 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。

上期業績と下期・通期の業績予想

- ・今上期業績(2022/9 期)は、前期にサポートを終了した PCA X シリーズの反動減から減収減益となった。売上高は 6,163 百万円(前年同期比 6.7%の減収)、営業利益は 847 百万円(同 51.7%の減益)、当期利益 494 百万円(同 65.9%の減益)を計上した。
- ・なお、上期の同社予想は非公表であるが、利益に関しては社内の想定を上回った模様である。上期の実績は同社の年間計画に対し、売上高で 47.7%、営業利益で 77.0%、当期利益で 77.3%と、利益面では高い進捗率を示している。
- ・同社は、今期(2023/3 期)の業績を、売上高:12,927 百万円、営業利益:1,100 百万円、当期利益:639 百万円と予想しており据え置いた。通期でも製品特需の反動減と、PCA Hub 等の先行投資負担から、3.4%の減収、58.6%の大幅な営業減益を、さらに前期に計上した有価証券売却益がなくなることから、当期利益では 73.0%の減益を予想としている。
- ・過去の特需の反動期(2015/3 期)には、大幅な減収減益、かつ赤字となった。これまで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く、今期は大幅な減益予想とはなるが、先行投資負担を吸収し 10 億円を超える営業利益を確保する計画である。
- ・通期計画から上期実績を差し引くと、同社は下期の業績を売上高:6,764 百万円(前期比△0.1%)、営業利益:253 百万円(同△72.0%)、当期利益:145 百万円(同△84.3%)と予想していることになる。売上高は横這いながら、開発費を積極的に積み増し、利益率が悪化するため大幅な減益を見込んでいる。

アルファ・ウイン調査部の業績予想

- ・当調査部では、今期の業績を、売上高:12,950 百万円(会社計画比+23 百万円)、営業利益:1,300 百万円(同+200 百万円)、当期利益:700 百万円(同+61 百万円)と予想していた。会社計画に対し、売上高・利益とも若干の上方修正を見込んでいたが、今回、売上高を据え置く一方、営業利益を 100 百万円上方修正し 1,400 百万円に、同様に当期利益も 100 百万円上方修正して 800 百万円へと増額修正した。また、これに伴い一株当たり配当金の予想も、13.0 円から 16.0 円に増額修正した。
- ・製品販売が低調であることや、研究・開発投資・人件費などのコストの増加が懸念されるが、上期利益の進捗率が高いこと、前期の特需は上期を中心に発生したため、下期にはその影響が緩和されると思われること、クラウドは引き続き実質二割の増収率を維持し堅調であること、並びに下期のコスト・利益前提が保守的であると考えられることが理由である。
- ・なお、来期以降はグローバル経済の落ち着きや、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、先行投資のピークアウト、特需の反動減によるインパクトがなくなること、クラウドの伸長により再び増収増益基調に戻ると予想している。

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の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

・現状では、電子帳簿保存法やインボイス制度による特需は見込めず、業績へのインパクトは限定的と考えられる。来期・来々期の業績予想を据え置いたが、クラウドとソリューション間の売上高構成を変え(全売上高予想は同一)、また今期予想を基準に配当金の予想のみを引き上げた。クラウドビジネスが引き続き成長を支え、中期的な年間利益成長率(特需を除いた平準化ベース)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、業界トップである。
- ・専業者として得意分野に経営資源を集中し、税制・制度変更等の幅広いニーズに対応した商品開発やサービスを他社に先駆けて提供できること、安定した顧客基盤を有し、リーズナブルな価格で高品質な製品・サービスを提供できることが同社の強みである。

経営戦略

- ・同社は、今期からスタートする 3 年間の中期経営計画を発表している。最終年度となる 2025/3 期の数値目標は、売上高 150 億円以上(うちストック売上高 95 億円以上)、連結営業利益 25 億円以上(同利益率 16%以上)、ROE 10%以上、DOE 2.5%、配当性向 30%である。売上高を除くと過去の特需期にほぼ達成した数字であり、実現する可能性はあるが、一定規模の M&A や特需を想定しないとやや高い目標設定と思える。
- ・グループの成長戦略として、ソフトウェアを核としたトータルソリューション・サービスを提供することを掲げ、4 つの重点施策を実行する(主力事業の収益基盤の確立、新たなビジネスチャンスの創造、安全・安心でニーズを先取りしたモノづくりの強化、高収益で持続可能な経営管理基盤の構築)。基本的には前中計を継承しつつデジタル化にも対応するとともに、SDGsに積極的に取り組んでいく方針である。
- ・一方、最大の課題は、年商を上回る豊富な現預金を将来の成長に向け有効活用することと、既にスタートした新規ビジネス(PCA Hub、HR ビジネス、PCA サブスク、hyper 等)を軌道に乗せ、収益化することである。

株価特性と水準

- ・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である。なお、特需の前後に、業績や株価のボラティリティが高まる特性がある。
- ・同社株のバリュエーションは、東証プライムに上場する全企業の平均値と比較すると、前期実績基準の PBR や今期基準の予想 PER・配当利回りでは割高感がある。
- ・しかし、今期の同社予想利益に上方修正の余地があると思われること、株主還元の強化が中長期的に見込めること、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、加えてサブスクリプションビジネスの成長余地は大きく、今期の業績を一旦のボトムに、来期以降は増収増益基調に戻ることが予想される。利益成長により PER の低下が見込まれることから、中長期的に株価のアップサイドがあると考えられる。
- ・株価は既に今期の業績の悪化を織り込み、先行して調整していた。しかし、マクロ環境に左右されないディフェンシブ性や、上期決算の発表後、高い利益の進捗率が好感され、株価は反転し TOPIX、東証プライムなどの主要インデックスや同業他社をアウトパフォームしている。
- ・当面は、PCA Hub やドリームホップ社を中心とした新ビジネスの成否とクラウドビジネスの伸長率、並びに税制・会計制度の変更の有無が、株価に影響を与えるポイントになると思われる。

株主還元

- ・同社は、これまで継続的に安定配当と自社株買いを行ってきた。2023/3 期は、前期の特別記念配当 11 円/株がなくなり、年間 13 円/株(株式分割考慮後)の普通配当を継続する計画である。
- ・また、今期基準で配当利回りは、約 1%となる。今期の会社計画の業績予想に対し、配当性向は 40.7%と目標とする 33%を上回るが、DOE は当調査部推定で約 1.5%と目標の 2.5%を再び下回る見込みである。
- ・短期的には今期の業績をボトムに、来期以降は業績の回復が見込まれるため、増配・自社株買い・株式分割・自己保有株式の消却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 （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	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	旧基準	15,142	13.8	2,516	8.7	2,542	8.6					
2022/3	新基準	13,382	0.6	2,655	14.7	2,697	15.2	2,367	41.9	118.36	847.14	24.00
2023/3	CE 新基準	12,927	-3.4	1,100	-58.6	1,132	-58.0	639	-73.0	31.95		13.00
2023/3	新E 新基準	12,950	-3.2	1,400	-47.3	1,420	-47.3	800	-66.2	40.00	863.09	16.00
2024/3	E 新基準	14,310	10.5	1,870	33.6	1,890	33.1	1,130	41.3	56.50	903.60	18.00
2025/3	CE 新基準	15,000		2,500								
2025/3	E 新基準	15,520	8.5	2,550	36.4	2,570	36.0	1,550	37.2	77.50	963.10	19.00
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
2023/3	Q1 新基準	2,954	-11.2	309	-68.3	315	-68.0	142	-76.8	7.13	830.18	0.00
2022/3	Q2 新基準	3,281	2.8	778	64.5	795	62.9	835	163.4	30.75		0.00
2023/3	Q2 新基準	3,209	-2.2	538	-30.8	556	-30.1	352	-57.8	17.60		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
2023/3	上期 新基準	6,163	-6.7	847	-51.7	871	-51.1	494	-65.9	24.73	850.85	0.00
2022/3	下期 新基準	6,773	-7.6	902	-34.4	915	-33.7	918	-14.9	45.90		24.00
2023/3	下期CE 新基準	6,764	-0.1	253	-72.0	261	-71.5	145	-84.2	7.25		13.00

(備考) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部の予想。Q1:4-6月決算、Q2:7-9月決算、上期:4-9月決算、下期:10-3月決算
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)。
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。旧基準は旧収益認識基準、新基準は新収益認識基準。

【 株価・バリュエーション指標：9629 ピー・シー・エー 】 図表B						
項 目	2022/12/16	項 目	PER（倍）	PBR（倍）	配当利回り	配当性向
株 価 （円）	1,285	前期予想	10.9	1.5	1.9%	13.6%
発行済株式数 （千株）	23,100	今期予想	32.1	1.5	1.2%	40.0%
時価総額 （百万円）	29,684	来期予想	22.7	1.4	1.4%	31.9%
潜在株式数 （千株）	0	前末自己資本比率		59.6%	前期ROE	14.4%

(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



(備考) 2016年8月4週~2022年12月3週

【パフォーマンス】		
期 間	リターン	対TOPIX
1 ヶ月	0.2%	2.0%
3 ヶ月	25.7%	19.5%
6 ヶ月	10.7%	6.4%
12 ヶ月	-22.6%	-20.5%

(備考) 株価、指数は2022年12月16日終値までを反映。1ヶ月のリターンは、11月末日終値と12月16日の終値とを比較、他も同様。アルファ・ウイン調査部が作成。

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。PFV2022-1228-1030

(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、連結調整等で差異が生じ、会社による公表数値や本文中、並びに表中に使われている同一項目の数値が、完全には一致しないことがある。また、△は、本レポートではマイナスを意味する。

目次

1. 会社概要

基幹業務ソフトウェアの専業大手	P6
健康経営	P9

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	P10
継続性と限界利益率の高いビジネスモデル	P11
安定性と収益性の高いストックビジネスが拡大	P11
成長ドライバーであるクラウドビジネス	P12
PCA Hub シリーズ	P13

3. 株主構成

上位株主構成	P15
--------------	-----

4. 成長の軌跡

沿革	P16
過去の業績推移	P16

5. 業界環境

ソフトウェア市場の動向	P17
同業他社比較	P18

6. 上期の実績と今期の見通し

2023 年 3 月期・上期決算	P19
ピー・シー・エーの 2023 年 3 月期・下期業績予想	P24
ピー・シー・エーの 2023 年 3 月期・通期業績予想	P26
アルファ・ウイン調査部の 2023 年 3 月期・通期業績予想	P29

7. 成長戦略

中長期経営ビジョンと方針	P31
目標となる経営指標	P32
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し	P32

8. アナリストの視点

ピー・シー・エーの強みと課題	P35
株主還元、及び株主優待制度	P36
株価水準と株価に影響を与えるファクター	P38

1. 会社概要

◆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、提供する専門大手。

(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 2020 年に買収。

(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。

◆ 基幹業務ソフトウェアの専門大手

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企業である。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・販売を行う。中小企業向けの同分野では専門大手である。

同社製品のアクティブユーザー数は、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、2022 年 11 月末時点で、同社と連結子会社 3 社の合計 4 社で構成されている。

連結子会社の概要は、以下の通りである(図表 1)。なお連結子会社 3 社の詳細は、2021 年 11 月 22 日発行の当調査部レポート P20～23 を参照。

- ①「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)
- ②「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)
- ③「株式会社ドリームホップ」(メンタルヘルス関連事業などの人事労務ソリューションの提供。2020 年 10 月に買収、100%の株式を取得)

【図表 1】連結子会社 3 社の概要

連結子会社の概要			
社名	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 大阪・横浜・札幌の3市に支店・営業所	東京都千代田区神田錦町 札幌・仙台・名古屋・大阪・広島・福岡の6市に営業所	東京都千代田区富士見 (PCAビル) 大阪・名古屋・九州の3ヶ所に営業所
事業内容	人事労務ソリューション・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	1,500社、10,000事業所、100万人以上 ピー・シー・エー株式会社、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の利用アカウント数 (百万人) 1.7→1.9→2.3 導入企業数は 3,935社 (2022年12月5日) X'sion (クロッシオン) の利用アカウント数 (人) 431,784→515,412→604,594 導入企業数は 8,588社 (2022年12月5日) (2021年11月15日→2022年5月9日→2022年12月5日の順、HPより)	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)	1998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	110名 (2022年4月1日現在)	42名
売上高 (直近期)	非公表	2,205百万円 (2022/3期、HPより。前期比+2%増収)	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、クラウド売上を中心、+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
業績の動向、近況	東京都ビジネスサービス株式会社との業務提携を行うなど、業務を拡大中。合理化などにより、赤字幅は縮小傾向にあると推測される。	競合が激しいが、成長市場であり建設業界などへの展開のポテンシャルがある。子会社の中では業績は堅調で、収益性は高いと思われる。	基本的には、PCAの業績にリンクする傾向がある。コロナ禍の影響を受け、業績はやや低迷していると推察される。

(出所)各社 HP、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)各社の業績動向は、当調査部の推定を含む。

◆Keep 社を売却、損益的にはプラス効果。

◆売上高の連単倍率は、約 1.1 倍で安定していたが、今期は 1.3 倍まで上昇する見込み。

◆連結対象子会社群の合計経常利益(連結-単独)は黒字基調。

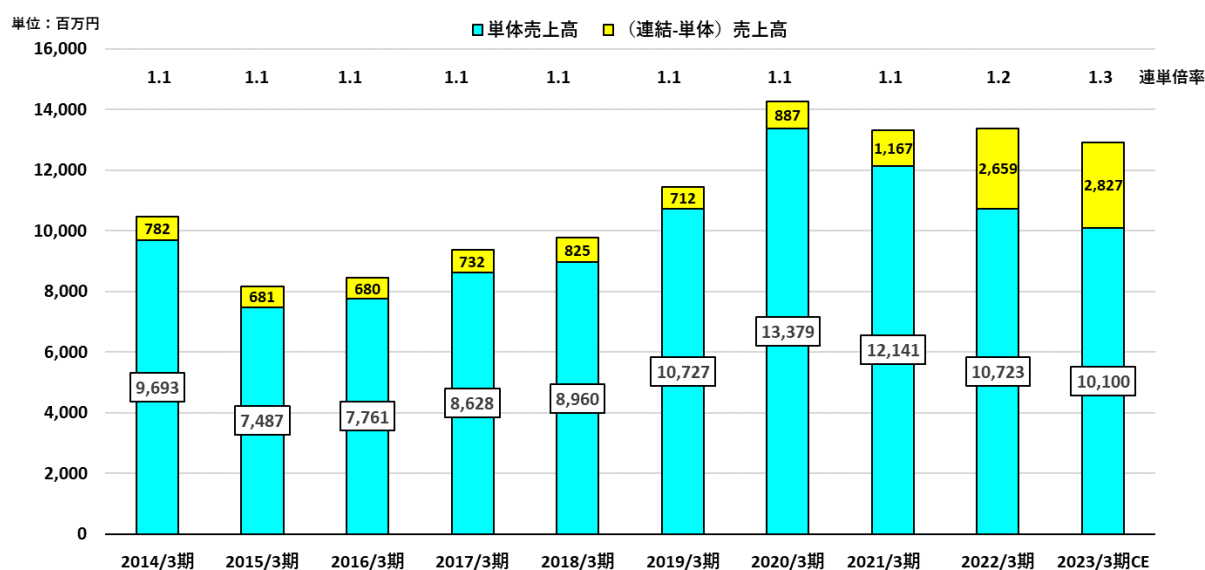
また、同社は、データの利活用ビジネスの布石として、「Keepdata 株式会社」(以下、Keep 社)を、2019 年 3 月に買収し連結対象子会社とした。しかし、同社とのシステム連携や営業シナジーを得ることが難しく、赤字が継続し債務超過となった。このため 2020 年 12 月に第三者に Keep 社の全株式の売却を行った。買収後、2 年弱で売却したことになるが、2021/3 期から連結業績に、Keep 社の売上高(当調査部推定:80 百万円程度)、及び同社の赤字(同:数千百万円)分の計上がなくなり、連結損益にはプラスに寄与したと思われる。

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(図表 2)。今期は、単体が減収となる中、子会社群は増収となる計画である。連単倍率は、売上高、経常利益とも、それぞれ 1.3 倍、1.5 倍に上昇する見込みである。

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、赤字を計上した 2015/3 期を除けば 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 社合計の損益は 2016/3 期以降、黒字を維持し、近年では 4 億円前後の利益を計上している(P8-図表 3)。

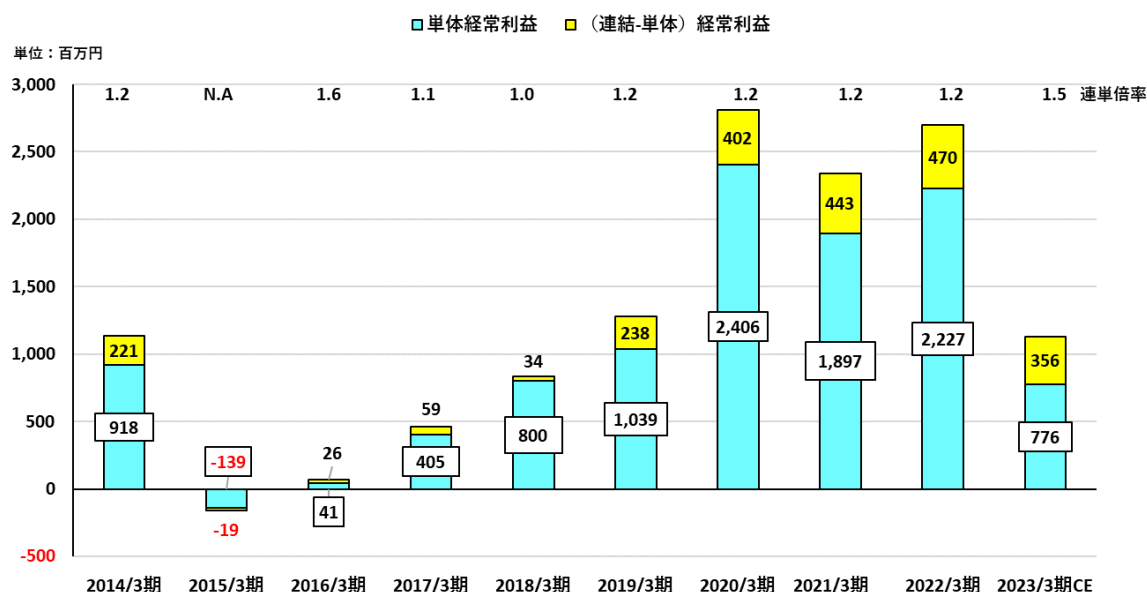
子会社の中では、働き方改革の恩恵もあり、引き続きクロノス社の業績寄与が大きいと推察される。クロノス社の売上高実績は、2019/3 期 15 億円、2021/3 期 21.6 億円、2022/3 期:22.1 億円(クロノス社の HP より)と増収基調である。また、2025/3 期の会社目標売上高は 40 億円(クロノス社の旧 HP より)を見込んでいた。利益は非公表であるが、黒字で連結利益に貢献していると思われる。

【図表 2】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 2、3 は、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3】経常利益・連単倍率（グラフ上部の数字が連単倍率、単位：倍）



◆公認会計士が、1980年に設立。

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。FCFはプラスを維持。

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130億円(今期計画)、総資産285億円に対し、借入金ゼロ、現預金が165億円あり、総資産の58%、平均月商の15.3ヶ月分を占める(いずれも2022年9月末時点)。

(注3) FCF(フリーキャッシュフロー)：＝営業CF＋投資CF。「自由に使うことができる資金」。会社が生み出したCFから、事業維持のために必要な投資等を差し引いたCF。

フリーキャッシュフロー(FCF)^{注3}は、2015/3期を除いてプラスで推移し、バランスシート(B/S)上の現預金は増加傾向にある(図表4)。今上期は営業活動によるCFが減少する一方、投資有価証券の取得等により投資活動によるCFが増加したため、FCFは前期比でほぼ半減したものの、10億円強のプラスを維持した。

◆現預金残高は増加傾向。年商を上回り、過去最高水準へ。財務体質は堅固。

また、利益による資本の蓄積が進み、BS上の現預金残高は過去最高水準まで積み上がっている。自己資本比率は59.6%、流動比率214.5%と財務比率も安全性が高い(2022年9月末時点)

【図表4】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	2022/3期	2022/9期(今上期)	2021/9期(前上期)
営業活動によるCF①	627	488	141	847	1,048	547	1,427	1,533	1,270	2,141	3,328	1,632	3,684	1,296	1,988
投資活動によるCF②	-405	-127	185	-407	-750	-606	-627	-395	1,715	-80	-719	253	708	-266	589
財務活動によるCF	-207	-210	-205	-215	-216	-284	-214	-215	-218	-572	-225	-355	-254	-605	-247
FCF(①+②)	222	361	326	440	299	-60	800	1,137	2,985	2,061	2,609	1,885	4,392	1,030	2,577
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	16,090	16,517	14,080

(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計算書上の数値ではなく、バランスシート上の数値を記載。

- ◆人材が持続的な成長を支える最も重要な経営資源と考え、健康経営を掲げて、働く環境を整備。

◆ 健康経営

同社は、持続的な成長を支える最も重要な経営資源は“人材”であると考えている。社員一人ひとりが心身ともに健康で、働き甲斐や成長実感を持ちながら、挑戦し続ける環境を整備することを重要な経営課題の一つと位置付け、「健康経営宣言」を掲げている。

主に以下の4つ観点から取り組みを行っている。

① 健康管理

定期健康診断の受診促進(受診率100%を達成)

メンタルヘルスケア・ストレスチェック(全社員を対象:年に1回実施)

感染症予防対策(予防接種を希望者に無償で提供)

② 職場環境

先進的なオフィス環境(横断型の完全フリーアドレス、ABW: Active Based Workingのワークスタイルを導入)

完全禁煙、リフレッシュスペースの設置

③ フレキシブルな働き方(在宅勤務率は約80%前後、在宅支援金等を支給)

④ ワークライフバランス

過重労働対策(残業時間上限30時間が社内ルール)

有給休暇取得率向上策、子育てと仕事の両立策

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 7 割。

同社の扱うソフトの製品総数は約 26 種（製品名単位のカウントでオプションも含む）前後と少品種多量生産のモデルであり、業種の特性上、限界利益が高いという特徴を持つ。また、独自製品・サービスの売上構成比は 7 割強（製品・保守・クラウド）、商品・その他営業収入である他社製品（仕入商品）が、残り 3 割となっている。新製品の開発から販売まで、

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

◆信頼性や実績が求められ、参入障壁は高い。

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

◆売上高のセグメントは、5 区分。ストックビジネスに注力。

◆安定性と収益性の高いストックビジネスが拡大

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 つの売上を開示している(図表 5)。なお、セグメント損益は非開示である。

【図表 5】売上区分(種類別)と構成

種類別の売上区分	内容	2023/3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	557	9.0	65%前後
商品	他社製品の帳票などの販売	222	3.6	30%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	1,688	27.4	75%前後
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	2,860	46.4	65%前後
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	834	13.5	60%前後
合計、及び平均		6,163	100.0	実績 63.5%
参考				加重平均による推計値 65.7%

(出所) 有価証券報告書、取材に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。粗利率は当部の推定。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+クラウドサービス」のストックビジネスが、全売上高の約 74%。

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。2023/3 期・上期では、クラウド売上高が種類別では最大であり、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 74%を占める。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。最大の比率である会計で 15%前後と推定され、以下、構成比率の高い順に、販売管理・仕入在庫管理、給与・人事と分散されている。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、外部の IT コンサルティング会社の協力のもと、新たな業

績管理指標の設計と導入を進めている。今後、売上高から収益重視への転換などの変化に注目したい。なお、業務種類別でのソフトの利益率に大きな格差はないが、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、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思われる。

- ・豊富な種類の高機能な業務用ソフトウェアにも対応していること
- ・自社開発のオープンアーキテクチャーであり、低コストであること
- ・既に 1.9 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、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(P20-図表 12)。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た。しかし、前期は特需もあり契約純増数、増収率ともに加速し、今後もコアの成長ドライバーと考えられる。

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

◆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。

(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。

◆「PCA Hub eDOC」をコアとする PCA Hub を 2022 年 3 月からサービス開始。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。

(注 9) (PCA) hyper:ハイパー。Dream21 に代わる中堅企業向けの新商品ソフト。DX シリーズの上位版。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)に特長がある。

(注 10) (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。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 11) 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。

◆PCA Hub シリーズ

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 3 月からサービスを開始した。PCA Hub は、中小・中堅企業における基幹業務データの情報共有を促進し、社内業務や企業間取引のペーパーレス化を推進することにより、日本社会のデジタル化を実現する新サービスである。

PCA Hub シリーズのコンセプトは、「テクノロジーで企業と社会を支える」である。これまで投資コストに見合わず、システム導入が見送られてきた業務課題に対して、“手に届く価格”で“手が届かなかった業務効率最適化”を提供し、持続可能な社会を目指す。

PCA Hub シリーズの第一弾として、そのコアとなる「PCA Hub eDOC」(ビー・シー・エーハブイードック)をリリースした(「PCA Hub eDOC」は PCAHub サービスの一部)。これは、法人内の重要な業務データやファイルを安心・安全に共有できるオンラインストレージサービス(クラウド型のドキュメント管理サービス)であり、PCA DX シリーズや hyper^{注 9} シリーズとも連動しており、業務効率を最適化するツールを提供する。

図表 6 に示されているように PCA Hub eDOC は、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 10}にも対応し、JIIMA 認証^{注 11}を取得している。

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。

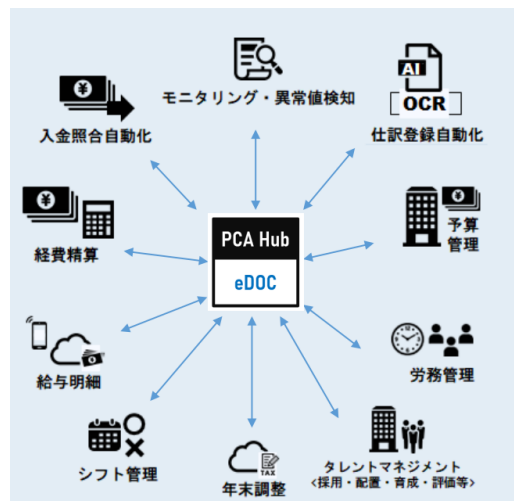
従来の「eDOC X」は、オンプレミスにて無料で提供していたのに対し、「PCA Hub eDOC」は、クラウドを活用した月額課金のサブスクリプション・サービスであり、拡張性も高い。将来的には eDOC 以外の周辺サービスも提供し、安定収益源として育成していきたい意向である。

価格は、ユーザー数・ストレージ容量により 3 つのプランがあり、月額利用料は、6,380 円、10,780 円、19,580 円(別途、有料オプションもあり)と、導入しやすい料金体系となっている。なお、リリース後 1 年で、2,000 社の導入を目指している(年間フル換算の売上高は、153 百万円~470 百万円に相当と推計される)。

PCA Hub シリーズでは、「PCA Hub eDOC」に続き、11 月には「PCA Hub eDOC AI-OCR オプション」をリリースした。

「PCA Hub シリーズ」のラインナップは、P14-図表 7 を参照。

【図表 6】PCA Hub eDoc の業務領域と機能



(出所)決算説明資料

なお、同オプションサービスは、ユーザーが受領した請求書や領収書に記載されている取引先・金額・日付を AI-OCR 機能で「PCA Hub eDOC」に自動登録し連携することにより、経理担当者の入力業務を自動化することが可能となる。

これに加えて、2023 年 3 月には、デジタルインボイスへの対応も可能な取引明細(請求書の電子化サービスなど)や、給与明細(給与明細書・源泉徴収票・年末調整通知書など)の WEB 配信サービスのリリースを予定している。

(注 12) インボイス制度：
適格請求書等保存方式、2023 年 10 月に導入予定、取引における正確な消費税額を把握することを目的に、新設された請求書や納品書の交付や保存に関する制度。

なお、2023 年 10 月からスタートする『適格請求書等保存方式』(インボイス制度^{注 12})の導入に合わせ、これに対応した既存の PCA の主要製品・サービスを、2023 年夏頃にリリースする予定である。以降も、各種のサービスを PCA Hub シリーズで提供する計画である。

【 図表 7 】 PCA Hub シリーズのラインナップとリリースのスケジュール

時期	対象サービス・製品	状況	備考(特徴)
2022年3月	PCA Hub	リリース/サービスイン	中小・中堅企業における社内業務や企業間取引のペーパレス化を推進し、日本社会のデジタル化を実現するための新サービス。
2022年3月	PCA Hub eDOC	リリース/サービスイン	企業内の重要な業務データやファイルを安全・安心に共有できるオンラインストレージサービス。電子帳簿保存法にも対応し、領収書や請求書などの証憑保管にも利用可能。
2022年11月	PCA Hub eDOC AI-OCRオプション	リリース/サービスイン	オプションサービス。受領した請求書や領収書に記載されている取引先・金額・日付をAI-OCR機能で、「PCA Hub eDOC」に自動登録する機能。 <メリット> ・経理担当者の入力業務を自動化することが可能。 ・登録されたデータを各種PCA会計シリーズに連携し、仕訳作成に利用できる。
2023年3月	PCA Hub 取引明細	リリース予定	デジタルインボイスへの対応も可能な請求書・取引明細を電子配信するサービス。PCA商魂商管シリーズとPCA会計hyper債権管理OPと連携するサービス。請求書発行業務のペーパレス化、請求業務自体のデジタル化を推進することが可能。 <メリット> ・請求書のWeb配信により、請求書を紙で郵送することによる郵送代のコストカット ・郵送するための封入・投函作業時間の大幅カット。 ・請求書発行業務による出社業務が不要(リモートワークの阻害要因の排除) ・再発行対応による業務負荷軽減
2023年3月	PCA Hub 給与明細	リリース予定	・給与明細書をWEBで配信する専用のサービス。PCA給与シリーズで計算した結果を、PCA Hub 給与明細に取込むことができ、従業員に案内通知が可能。配信対応書類は、給与明細書・賞与明細書・還付金明細書・源泉徴収票など。 <メリット> 上記のPCA Hub 取引明細と同じ
2023年夏頃	既存の主要製品	インボイス対応予定	hyper/DXシリーズ(パッケージ版)・PCAクラウド(onAWS含む)・PCAサブスク・PCA Hubは全て対応。Xシリーズなどのサポート終了製品は非対応
時期未定	労務関連	リリース予定	労務関係の手続きを行うサービスなど

(出所)決算説明資料、HP のリリースに基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

3. 株主構成

◆ 上位株主構成

2022 年 9 月末の大株主は、図表 8 の通り。

2022 年 3 月末との比較では、上位 10 位内の大株主では、下記の FCP、STATE STREET、持株会を除き、保有株数はほとんど変わっていない。

・なお、株式会社 Kawashima(創業者の川島氏の一族、及び佐藤社長
の資産管理会社)は、筆頭株主であり保有株式数に変化はない。

・同社は実質的に第 2 位の株主であり、13.4%の自社株を保有している。

・第 6 位株主の FCP SEXTANT AUTOUR DU MONDE(フランス系
の Amiral Gestion:アミラル・ジェスチョン:2003 年に設立された長期投資
を基本とする独立系の資産運用会社が運用する株式投資ファンド)、並
びに第 8 位株主の STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY
(大株主に再登場)が株式を買い増した。

- ◆ 国内の安定株主は変わら
ず。
- ◆ 筆頭株主は、創業家の資
産管理会社。
- ◆ 同社は、実質的に第 2 位
の株主、13.4%の自社株を
保有。
- ◆ 海外投資家 2 社が株式を
買い増し。

【図表 8】大株主の状況

単位:保有株数:千株、割合:比率(%)	2015年3月末	2016年3月末	2017年3月末	2018年3月末	2019年3月末	2020年3月末	2021年3月末	2022年3月末	2022年9月末	同時点保有割合	同順位
株式会社Kawashima			8,805	8,805	8,208	8,205	8,208	8,208	8,207	41.04	1
PCA 株式会社(自己株式)	2,544	2,544	2,544	2,546	3,146	3,136	3,101	3,101	3,100	13.42	—
JP MORGAN CHASE BANK 385632							1,014	1,399	1,398	6.99	2
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)							284	1,137	1,320	6.60	3
MSIP CLIENT SECURITIES						885	886	886	885	4.43	4
株式会社オービックビジネスコンサルタント	762	762	762	762	762	762	762	762	762	3.81	5
FCP SEXTANT AUTOUR DU MOUDE								377	450	2.25	6
ビー・シー・エー従業員持株会	330	357	381	381	406	300	337	349	372	1.86	7
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	732	747	798	798	521				351	1.76	8
株式会社ロジックシステムズ	342	342	342	342	342	342	342	342	342	1.71	9
ナゴヤビーシーエー株式会社		300	300	300	300	300	300	300	300	1.50	10
株式会社応用システム研究所			258	258		258		260			
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL					909						
株式会社日本カストディ銀行(信託口)											
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)							463				
JPMBL RE NOMURA INTERNATIONAL PLC 1 COLLEQUITY							359				
JP MORGAN LUXEMBOURG S.A. 1300000											
MSCO CUSTOMER SECURITIES											
クレディ・スイス証券株式会社						1,416					
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)						267					
SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT						261					
株式会社みずほ銀行	363	363	363	363	363						
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENT ACCOUNTS											
M LSCB RD											
和田 成史(氏)	543	543	543	453	335						
KBL EPB S.A. 107704				270	282						
佐藤 礼子(氏)・・・創業者川島氏の相続人	4,401	4,401									
隈元 智子(氏)・・・創業者川島氏の相続人	4,401	4,401									
和田 弘子(氏)	1,074										

(出所)株主総会招集通知、有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆ 米大手運用機関の MFS
が、5%超を継続保有中。

・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
(MFS: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)
は、2022 年 5 月 31 日時点で、株式保有比率が 5.22%から 6.23%
(401,900 株⇒479,400 株を保有)に上昇したとして、大量保有の変更報
告書(5%ルール報告書)を提出している。

図表 8 の大株主には MFS の記載はないが、カストディアン(信託銀行)
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。

因みに国内投信では、主要な資産運用会社のインデックスファンドが、
同社株を組み入れている。

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 13) 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。2022 年 4 月からプライム市場に移行。

◆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。2020/3 期は特需により最高売上高と利益を更新。2023/3 期は再び減収減益へ。

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。

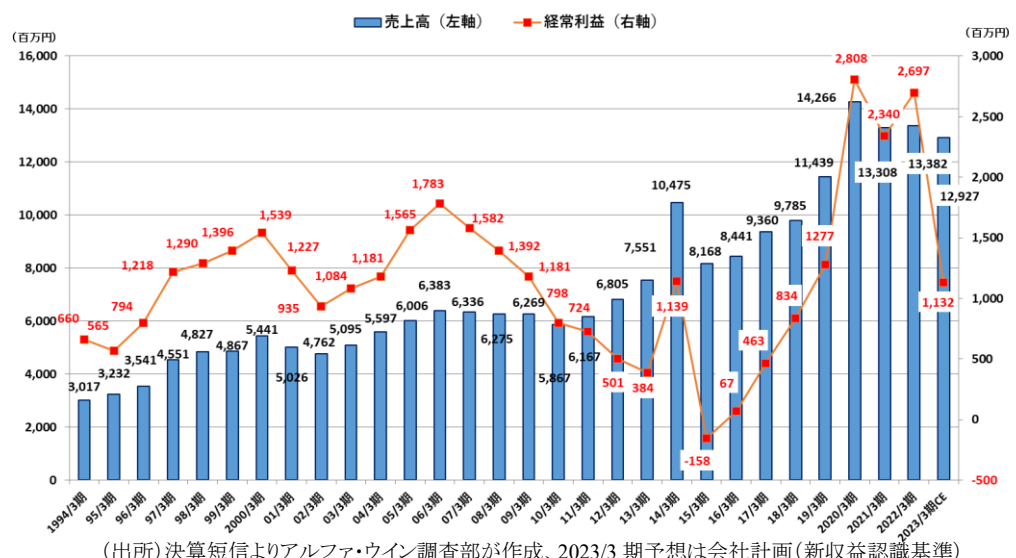
その後、パソコン時代の到来とともに、①国内でのパッケージソフトウェアの種類の拡大とバージョンアップ、②保守サービスの拡大、③クラウド事業の拡充、④他社製品の供給も含めたソリューションビジネスの展開の、主に 4 点で成長してきた。あわせて拠点の拡大、メーカーや販社との提携を通じ、全国的な販売・サポート体制を整備し、急速に業容を拡大してきた。なお、2008 年には保守的な当業界でいち早くクラウドサービス(SaaS^{注 13})に進出するなど、業界のパイオニア的な存在である。

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。なお、2022 年 4 月から東証プライム市場に移行。

◆ 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 9 の通りである(詳細は、2022 年 7 月 4 日発行の前回レポートを参照)。

【図表 9】長期業績推移



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＞

- ◆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クラウドでのサービス提供は中長期的に好調に推移すると予想。

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、特にクラウドでのサービス提供は、中長期的には好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。

＜市場規模と成長ポテンシャル＞

- ◆日本の基幹業務ソフトにおけるクラウド市場の成長ポテンシャルは、依然大きい。

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1.1兆円であった。デジタル化・オンライン化の進展により、企業向けの規模は徐々に拡大傾向にあると推測される(年率+4~5%の成長率と当部では推定)。

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言われている。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。同白書によれば2017年から2020年にかけて、日本の「給与・財務会計・人事」でのクラウドの利用率は26%⇒38%、「生産管理・物流管理・店舗管理」、「購買」、「受注販売」は、各6~8%⇒10%前後に上昇しているが、低位に留まっている。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。

＜足元の状況:日銀短観＞

- ◆中小・中堅企業の景況感は、一時期よりもやや落ち着き、ソフトウェア投資額は増加する見込み。但し、マクロ経済が不透明で収益環境は依然厳しい。

なお、2022年12月の日銀短観において、中小企業(全産業ベース)の2022年度(計画)のソフトウェア投資額は、前年度比+15.5%(うち製造業+29.5%、非製造業+11.6%)と、製造業を中心に大きく増加する見込みである。中堅企業でも、順に+23.8%(+39.7%、+19.8%)と、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、2022年6月⇒9月⇒12月の調査(「最近」)の順に、△2⇒0⇒+4、「先行き」についても△5⇒△4⇒△2へと、景況感は一時期よりも改善しているが、インフレ・円安・コロナ禍で中小企業の収益環境は依然、厳しい状況にある。

◆同業他社比較

＜業界のポジショニングと主なプレーヤー＞

- ◆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。

- ◆クラウド会計分野では、OBC に加えマネーフォワード、Freee、弥生とも競合。

- ◆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。

- ◆同社の主力製品である会計ソフトでは、業界第三位を誇る。

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 10)。

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。

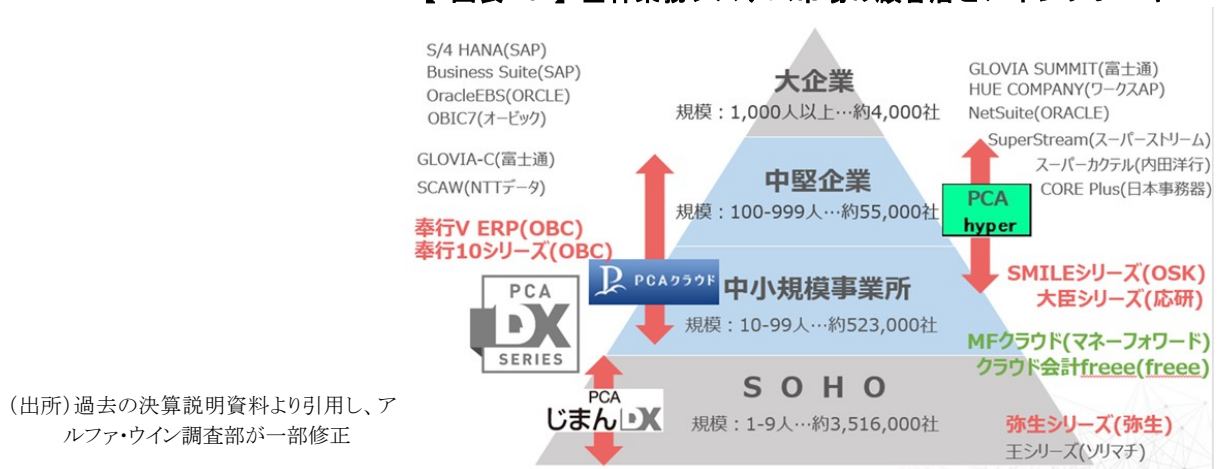
また、未上場企業では Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. (以下、KKR) がオリックス株式会社(8591:東証プライム上場)から買収した弥生株式会社(2021/9 期売上高:21,193 百万円、登録ユーザー数:250 万超)や、応研(独立系)、OSK(大塚商会の子会社)などが直接の競合先である。

なお、上記に加えて、クラウド会計市場において競合する主要な上場会社としては、マネーフォワード(東証プライム: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、東証グロース: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競合する。

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。

会計ソフトの推定市場規模は、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。

【図表 10】基幹業務システム市場の顧客層とメインプレーヤー



6. 上期の実績と今期の見通し

◆ 2023 年 3 月期・上期決算

<概要>

◆ 上期決算は、減収・大幅な減益。

◆ 上期の業績予想は非公表だが高い進捗率から判断し、利益は計画を大きく上回ったと推測される。

2023/3 期上期・連結業績は、売上高 6,163 百万円(前年同期比△6.7%)、営業利益 847 百万円(同△51.7%)、経常利益 871 百万円(同△51.1%)、親会社株主に帰属する当期純利益 494 百万円(同△65.9%、以下、当期利益)と減収、並びに大幅な減益となった(図表 11)。

上期の売上高は年間計画の 47.7%、営業利益 77.0%と、当期利益は 77.3%の進捗率である。なお、同社は、第 2 四半期累計期間(上期)の連結業績予想を非公表としていたが、例年の進捗率と比較すると、売上高は数ポイント高くやや計画を上回り、利益は計画を大きく上回ったものと推察される。

【図表 11】上期業績

		上期業績				
実績		2022/3 上期	2023/3 上期	増減率	増減幅	構成比
単位: 百万円		2021 年 4-9 月	2022 年 4-9 月	YOY: %	YOY: 百万円	%
連結売上		6,609	6,163	-6.7	-446	100.0
種類別 売上区分	製品	1,718	557	-67.6	-1,161	9.0
	商品	167	222	33.4	55	3.6
	保守サービス	1,646	1,688	2.5	42	27.4
	クラウドサービス	2,595	2,860	10.2	265	46.4
	その他営業収入	481	834	73.2	353	13.5
粗利		4,506	3,912	-13.2	-594	
	粗利率(%)	68.2	63.5		-4.7	
販売管理費		2,753	3,065	11.3	312	
	売上高販管比率(%)	41.7	49.7		8.1	
営業利益		1,753	847	-51.7	-906	
	営業利益率(%)	26.5	13.7		-12.8	
経常利益		1,782	871	-51.1	-911	
	経常利益率(%)	27.0	14.1		-12.8	
当期利益		1,449	494	-65.9	-955	
	当期利益率(%)	21.9	8.0		-13.9	

(出所) 決算短信、決算説明資料からアルファ・ウイン調査部が作成

<売上高>

◆ 前期発生した製品特需の反動が、今期の大幅な減収の主要因。

前期(2022/3 期)は、X シリーズ(オンプレ製品)のサポート終了(2021 年 12 月末)に伴う更新需要(特需)が、同社推定で上期に約 10~12 億、下期に約 5 億円発生し、業績に大きく寄与した。特需は前年度上期に主に発生したため、今年度の上期はその反動が大きく表れた。

因みに、前期は、後継となる DX 製品への買い替えやクラウドへのシフトによる特需により、売上高、並びに営業利益は、2020/3 期(消費税改正、

◆前期の売上高と営業利益は、歴代2位と高水準。

◆製品以外の4区分とも増収。

◆ソリューションとクラウドは好調。

◆保守も微増収。製品売上高が減少し、ストックビジネスの売上高構成比率は、7割超まで上昇。

◆前期のクラウド導入法人数の純増数は、高水準。

◆今期に入っても、純増ペースは高水準。11月には2万法人を突破。

Windows7のサポート終了対応のダブル特需が発生)に次ぐ歴代2位の高水準となった。

種類別の売上高5区分では、2022/3上期に対する2023/3上期の増減収要因を分析すると、ソリューションが352百万円(前期比+73.2%)、クラウドが264百万円(同+10.2%)、商品が55百万円(同+33.4%)、保守が41百万円(同+2.5%)の増加と4部門で増収となった。これに対し、製品のみが特需の反動から1,161百万円(同△67.6%)の大幅な減収となり、全体の減収(同△446百万円)の唯一の要因となった。

ソリューションは前期に製品販売に注力したため、他社製品の販売等にリソースを割けず減収となったが、今期はその反動や営業の強化により、大きな増収となった。クラウドは、引き続きPCAクラウドの導入企業数の増加により支えられている。

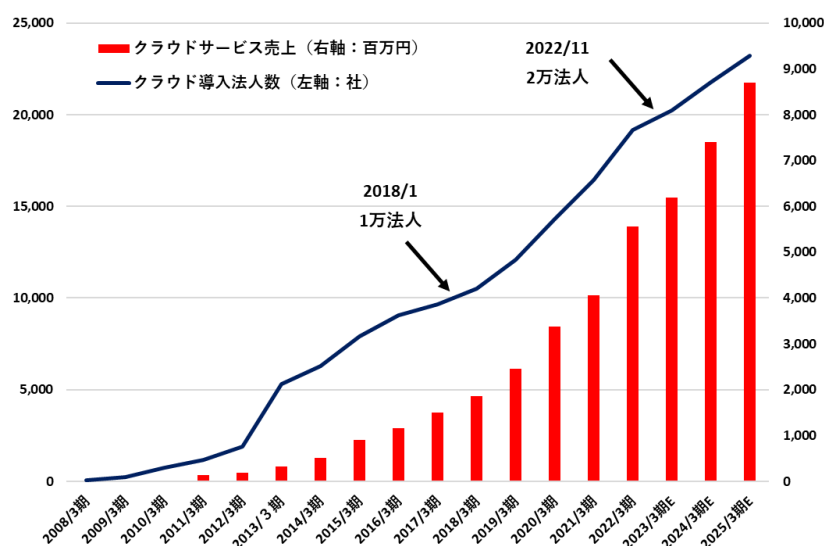
＜ストックビジネス＞

同社の重要指標であるストック収入の全売上高に対する構成比率は、クラウド収入が増収となる一方、製品売上高が大きく減収となったため、前上期の64.2%から今上期には73.5%へと大きく上昇した。

＜クラウド＞

PCAクラウド導入法人数は2018/1月に1万法人を達成後、2019/3月末には12,070法人、2020/3月末14,327法人(前期末比+2,257)、2021/3月末16,444法人(同+2,117)、2022/3月末19,152法人(同+2,708、高水準の年間純増数)と順調に増加し、2022/9月では19,853法人(半年間で+701)、同年11月には2万法人を突破した(図表12)。

【図表12】PCAクラウド導入法人数とクラウド売上高の推移(年度単位)



(備考) 2008/3期～2010/3期までの売上高は非公表、クラウド導入法人数は一部推定値を含む。

(出所) 決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成。Eは当部予想。

◆前期には、X シリーズからクラウドへの切り替え特需が含まれ、クラウドの増収率は加速。

◆前期の反動もあり、クラウドの成長モメンタムはやや低下。

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%、以下同順)→2019/3 期 2,452 百万円(+598 百万円、+32.3%)→2020/3 期 3,374 百万円(+922 百万円、+37.6%)→2021/3 期 4,057 百万円(+683 百万円、+20.2%)→2022/3 期(前期)5,568 百万円(+1,511 百万円、+37.2%)へと増加している。クラウドにも前期には特需が一部発生し、増収幅と増収率がやや拡大した。

＜クラウドの足元の状況＞

PCA クラウド導入法人の月間での平均純増数(YOY: 前年同期末と比較した過去 1 年間の純増数÷12 ヶ月)は、2021 年度の約+171 社/月、2022 年度の約+226 社/月から、今上期では約+172 社/月へと鈍化している。また、導入法人数を四半期単位で分析すると、直前四半期との比較(QOQ)による純増数では、今期の Q1 を底に(直前の四半期末と比較した過去 3 ヶ月間の純増数÷3 ヶ月、以下同様、+289÷3=+96 社/月)、Q2 には回復しており(+412÷3=+137 社/月)、下期に入っても前月比で約+130 社/月の純増ペースで推移している模様である。当面、年間約 2 千社(月間約+167 社)の法人純増数を獲得したい意向である。なお、新規契約数のうち約 4 割が新規顧客からの受注である。

クラウドの導入法人数、売上高は、依然として増加しているが、前年同期比、並びに直前期と比較すると、今期 Q1、Q2、並びに今上期では、伸び率や増加数・増加額は鈍化しつつある。また、下期は売上高を 3,255 百万円と予想しており、前年同期比 9.5%(+282 百万円)の増加に留まる計画である。モメンタムは、やや低下傾向にある(図表 13)。

【図表 13】PCA クラウド導入法人数とクラウド売上高の推移(半期・四半期単位)

クラウド 時点:月末(期間)	PCAクラウド導入法人数(単位:社、比は増減数)			クラウド売上高		
	アカウント ストック数 (単位:社)	前年同期比 :YOY (単位:増減社 数)	直前四半期比 :QOQ (単位:増減社 数)	四半期: クラウド売上高 (単位:百万円)	同増減率:YOY (前年同期比: 単位%)	同増減率:QOQ (直前四半期比: 単位%)
2022/9月(Q2)	19,853	2,068	412	1,499	11.9	10.1
2022/6月(Q1)	19,441		289	1,361	8.5	-10.7
2022/3月(Q4)	19,152	2,708	574	1,524	41.6	5.2
2021/12月(Q3)	18,578		793	1,449	40.4	8.1
2021/9月(Q2)	17,785	2,523		1,340	35.1	6.8
2021/6月(Q1)				1,255	31.1	16.6
2021/3月(Q4)	16,444	2,056		1,076	14.0	4.3
2020/12月(Q3)				1,032	19.7	4.0
2020/9月(Q2)	15,262	1,919		992	23.4	3.7
2020/6月(Q1)				957	25.3	1.4
2020/3月(Q4)	14,388	2,075		944	37.0	9.5
2019/12月(Q3)				862	36.0	7.2
2019/9月(Q2)	13,343	2,012		804	37.4	5.2
2019/6月(Q1)				764	40.4	10.9
2019/3月(Q4)	12,313			689	35.4	8.7
2018/12月(Q3)				634	33.8	8.4
2018/9月(Q2)	11,331			585	30.9	7.5
2018/6月(Q1)				544	28.3	6.9
2018/3月(Q4)				509	38.1	7.4
2017/12月(Q3)				474	31.5	6.0
2017/9月(Q2)				447	27.1	5.4
2017/6月(Q1)				424	22.1	15.1

(出所)決算短信、決算説明資料により、アルファ・ウイン調査部が作成

◆集計方法の変更も増収率の低下要因。実質的には、前期比で2割以上の成長率を維持。

モメンタム低下の要因は、以下の4点であると思われる。

- ① 既述のように前期には、Xシリーズのサポート終了に伴うDXシリーズへの買い替えによる製品特需が発生したが、Xシリーズからクラウドの移行も発生していることから、その反動が今上期にあり、下期まで継続すると思われる。
- ② 集計基準の変更(以下の補足を参照)により、今上期のクラウド売上高は、従来基準より減額されている。
- ③ 規模(ストックのクラウド導入法人数)の拡大に伴い、変化率が縮小するように見える。
- ④ 円安、資源・資材価格や人件費の上昇などのインフレ、新型コロナウイルス感染症の再拡大などマクロ経済の悪化に伴い、業種によっては廃業、倒産、資金繰りの悪化により、既存ユーザーからの解約も発生し始めている。

特に、①②の要素が大きく、同社は②考慮し補正すると、今上期のクラウド売上高の増収率(前年同期比)は、実績の10.2%増に対して、実質的には2割増以上を維持したと、同社ではコメントしている。

なお、下期売上高は、今上期比13.8%の増収を想定しており、下期も同様に集計方法の変更の影響があるとすれば、前年同期比でも、実質的には約15~20%/年の増収率を継続すると推察される。

中小企業のデジタル化、クラウドの経済合理性や認知度の上昇、オプションの充実により、同社のクラウドは高い成長を維持していると思われる。

＜補足(クラウド売上高の集計基準の変更による影響)＞

前期は種類別売上高の算定過程で一部配賦計算を行っていたことから、クラウド売上高が多く集計されている傾向があった。しかし、同社は、今上期より明細ベースでの集計により、クラウド売上高の明確化を図った。

これにより前期の従来基準と比較し、今上期の売上高は当部推定では約2.5億円減少していると推計される(⇒減少分は、ソリューション売上高に振替られた模様であり、全体の売上高には影響がない)。

これを考慮すれば、クラウドの推定売上高は、上期31億円(前年同期比20%以上の増加)と順調であったと推測される。いずれにしても、半期のクラウド売上高は、高水準を維持している。

◆今後も当面、年率15~20%の増収率を予想。

一時期のクラウドの増収率や同導入法人数の増加数と比較すると、モメンタムの減速は否めないが、足元は特需の反動減の要因もあり、当面、約15~20%/年の増収率を継続すると予想される。

◆減収と研究開発費や人件費の増加により減益。

<利益>

上期の連結営業利益の増減要因は、図表 14 の通りである。
全体の減益額(ネット金額)△906 百万円のうち、減収要因(△446 百万円)が最大で、その 49%を占める。次いで、開発費用の増加によるその他製造費用(△206 百万円、外注費の増加が主)が同 23%、並びにクラウド原価の増加(△148 百万円)が同 16%を占め、収益の圧迫要因となった。

製品の限界利益率が高いことから減収によりプロダクトミックスが悪化し、加えて製品開発などの先行投資を積極化したことから、粗利率が前年上期の 68.2%から、今年度上期には 63.5%へと 4.7 ポイント悪化した。

◆粗利率の低下、販管費率の上昇により、営業利益率は半減。

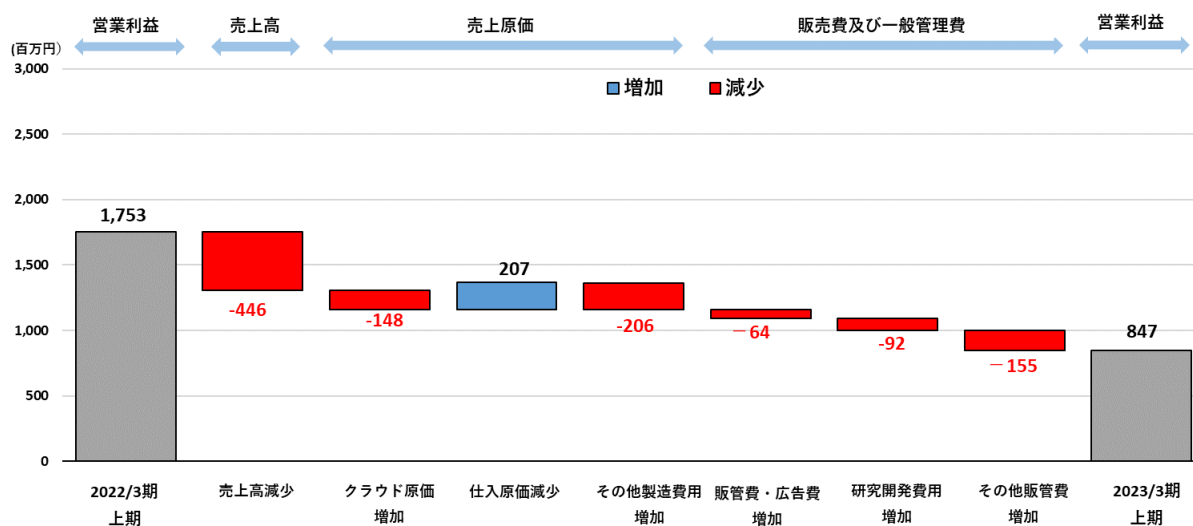
また、その他の販管費の増加(△155 百万円、人件費の増加が中心)、研究開発費(△92 百万円)や販促費・広告費(△64 百万円)の増加により、販管費は同順に、2,753 百万円から 3,065 百万円へと 312 百万円、11.3%増加した。この結果、販管費率も 41.7%から 49.7%へと 8.0 ポイント上昇した。

以上により、営業利益率が 26.5%から 13.7%にほぼ半減したため、減収要因もあり、営業減益は金額・変化率とも大きくなった。

◆前期は株式売却益を特別利益に計上したが、今期はない。

加えて、前期は有価証券売却益(+6.7 億円)を特別損益に計上したが今期はなく、当期利益も同様な結果となった。

【 図表 14 】 上期の営業利益の増減益要因



(出所) 決算説明資料により、アルファ・ウイン調査部が作成

◆ ピー・シー・エーの 2023 年 3 月期・下期業績予想

＜下期業績予想の概要＞

◆ 下期の売上高は、前年同期比で横這いを想定。

◆ 但し、上期と同様にコスト増で大幅な減益を見込む。

◆ 下期前提は、例年の実績よりも保守的。

同社は、通期の期初予想を変えていない。このため通期予想から上期実績を差し引いた下期の業績予想では、売上高を前年下期並みの 6,764 百万円(前年同期比△8 百万円、△ 0.1%)とする一方、営業利益を 253 百万円(同 △649 百万円、△72.0%)、当期利益を 144 百万円(同△773 百万円、△84.3%)と、上期と同様にコスト増により大幅な減益を予想している(図表 15)。

通期に対する下期の構成比は、売上高で 52.3%、営業利益では 23.0%となる。なお、同社の前年までの過去 10 年間平均的な下期の構成比は、順に 54.7%、56.9%となっており、売上高では約 2 ポイント、営業利益では 34 ポイント少ない見通しである。

【 図表 15 】 2023/3 期・下期の業績予想（会社計画）

		下期業績				
実績、予想		2022/3下期	2023/3下期CE	増減率	増減幅	構成比
単位: 百万円		2021年10～2022年3月	2022年10月～2023年3月	YOY: %	YOY: 百万円	%
連結売上		6,772	6,764	-0.1	-8	100.0
種類別 売上区分	製品	1,236	842	-31.9	-394	12.4
	商品	272	180	-33.8	-92	2.7
	保守サービス	1,670	1,569	-6.0	-101	23.2
	クラウドサービス	2,973	3,255	9.5	282	48.1
	その他営業収入	622	918	47.6	296	13.6
粗利		4,302	3,932	-8.6	-370	
	粗利率(%)	63.5	58.1		-5.4	
販売管理費		3,400	3,679	8.2	279	
	売上高販管比率(%)	50.2	54.4		4.2	
営業利益		902	253	-72.0	-649	
	営業利益率(%)	13.3	3.7		-9.6	
経常利益		914	261	-71.4	-653	
	経常利益率(%)	13.5	3.9		-9.6	
当期利益		917	144	-84.3	-773	
	当期利益率(%)	13.5	2.1		-11.4	

(出所) 決算説明資料により、アルファ・ウイン調査部が作成

＜下期業績予想(種類別売上高)＞

◆ 下期も製品特需がなくなるが、クラウドの続伸と、ソリューションの回復でカバー。前年同期比で売上高の横這いを想定。

下期は上期同様に製品特需の反動減が予想され、製品売上高は 842 百万円(前年下期比△394 百万円、同△31.9%)と減収を見込む。しかし、既述のように前年下期には既に特需の効果が前年上期から縮小しており(10～12 億円⇒5 億円)、今下期への影響は緩和されると予想している。また、製品の販売回復が鈍いことから、商品、保守サービスも、それぞれ前下期比で 92 百万円(前期比△33.9%)、101 百万円(前期比△6.0%)の減収を見込んでいる。

一方、クラウド売上高とソリューションは堅調に増加すると見込んでおり、他のセグメントの減収をカバーし、今下期の売上高は前下期とほぼ同額と同社は予想している。減収率は、上期の 6.7%から下期には 0.1%に縮小する計画である。

<下期業績予想(利益)>

- ◆外注費や研究開発費、人件費の増加で、利益率が悪化。

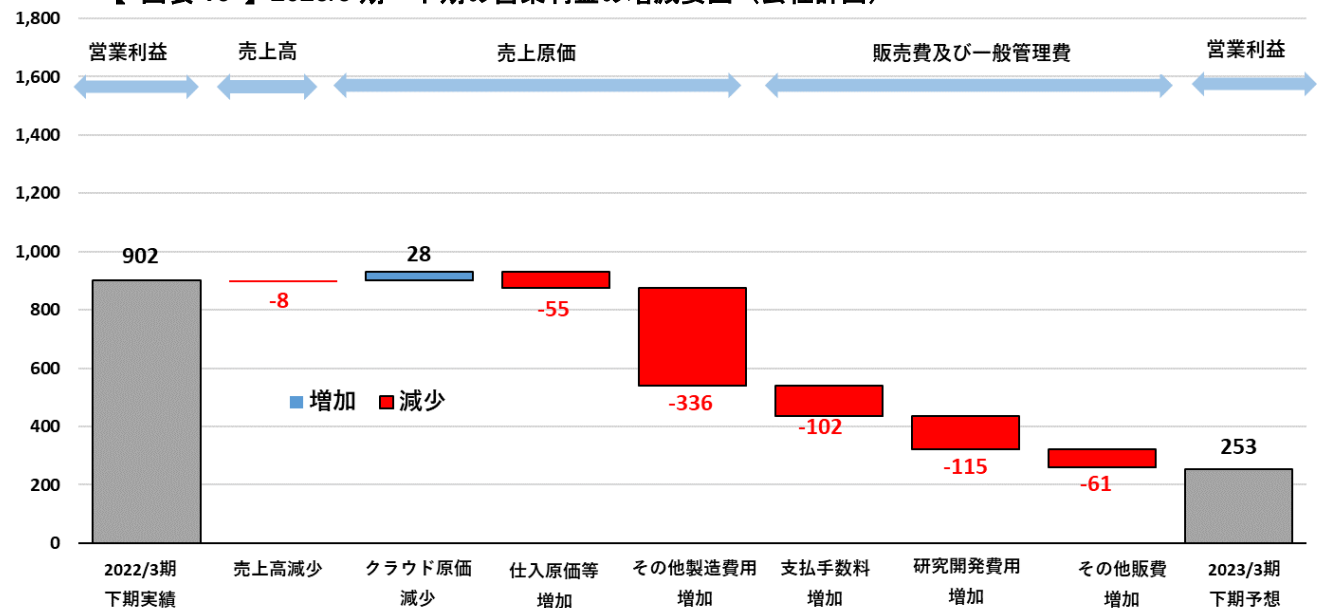
売上高は横這いながら、その他製造費用に含まれる開発関連費用の増加（外注費 2.5 億円・研究開発費 1.1 億円の増加＝減益要因）や仕入原価の上昇により、前下期⇒今下期の順に（以下同様）粗利額が 4,302 百万円から 3,932 百万円に 370 百万円(△8.6%)減少する。この結果、粗利率は 63.5%から 58.1%へと 5.4 ポイント低下する。

(注 14)DX: (デジタルトランスフォーメーション)Digital Transformation の略語。デジタル技術を用いることで、生活やビジネスが変容していくこと。

これに加え、今後の成長のための研究開発費用（前期比△115 百万円：減益要因、以下同様）、販社などへの支払手数料（△102 百万円）、社内の DX 注 14 推進費用（△1 億円）などの増加により、販管費は 3,400 百万円から 3,679 百万円まで 279 百万円、8.2%の増加を見込んでいる。この結果、販管費率は 50.2%から 54.4%に 4.2 ポイント上昇し、営業利益率は 13.3%から 3.7%まで 10 ポイント近く低下する計画である。因みに今 Q1、Q2 の営業利益率は、それぞれ 10.5%、16.8%であり、急低下する前提である。

また、上期と同様に、前下期にも計上していた有価証券売却益が今下期にはなくなり、当期利益は 84.3%の減益となる。

(百万円) 【図表 16】2023/3 期・下期の営業利益の増減要因（会社計画）



(出所) 決算説明資料により、アルファ・ウイン調査部が作成

◆ ピー・シー・エーの 2023 年 3 月期・通期業績予想

<通期業績予想の概要>

- ◆ 今期は、微減収ながら大幅な減益を予想。

同社は、期初に発表した 2023/3 期(今期)の通期業績の予想を継続した。売上高 12,927 百万円(前期比△3.4%)、営業利益 1,100 百万円(同△58.6%)、経常利益 1,132 百万円(同△58.0%)、当期純利益 639 百万円(同△73.0%)と、微減収ながら大幅な減益を見込んでいる(図表 17)。

【図表 17】2023/3 期・通期の業績予想(会社計画)

連 結 (単位:百万円)		2022年3月期	2023年3月期:会社予想		
		新収益認識基準	新収益認識基準	YOY:単純増減額/差	YOY:単純増減率
売上高		13,382	12,927	-455	-3.4%
種 別 売上高	製品	2,954	1,399	-1,555	-52.6%
	商品	439	402	-37	-8.4%
	保守サービス	3,316	3,257	-59	-1.8%
	クラウドサービス	5,568	6,115	547	9.8%
	その他営業収入	1,103	1,752	649	58.8%
売上総利益		8,809	7,845	-964	-10.9%
売上高総利益率		65.8%	60.7%	-5.1%	
販売管理費		6,153	6,744	591	9.6%
販管費比率		46.0%	52.2%	6.2%	
営業利益		2,655	1,100	-1,555	-58.6%
営業利益率		19.8%	8.5%	-11.3%	
経常利益		2,697	1,132	-1,565	-58.0%
経常利益率		20.2%	8.8%	-11.4%	
親会社株主に帰属する当期純利益		2,367	639	-1,728	-73.0%
当期純利益率		17.7%	4.9%	-12.7%	
1株当たり年間配当金(円)		24.0	13.0	-11.0	

(出所) 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

<通期業績予想の概要(売上高)>

- ◆ 同社は、期初の通期見通しを継続。

同社は、通期の売上高予想は、期初予想を変更していない。

品目別では前期の製品の特需がなくなり、通期の製品売上高は、1,555 百万円減収し 1,399 百万円に半減すると見込んでいる(図表 17、P27-図表 18)。

また、上期はいずれも増収であったが、構造的な変化から、保守(クラウドへのシフト)や商品(ペーパーレス、デジタル化)については、下期に減収を見込んでいるため、通期では従来通りのペースで純減を見込んでいる。

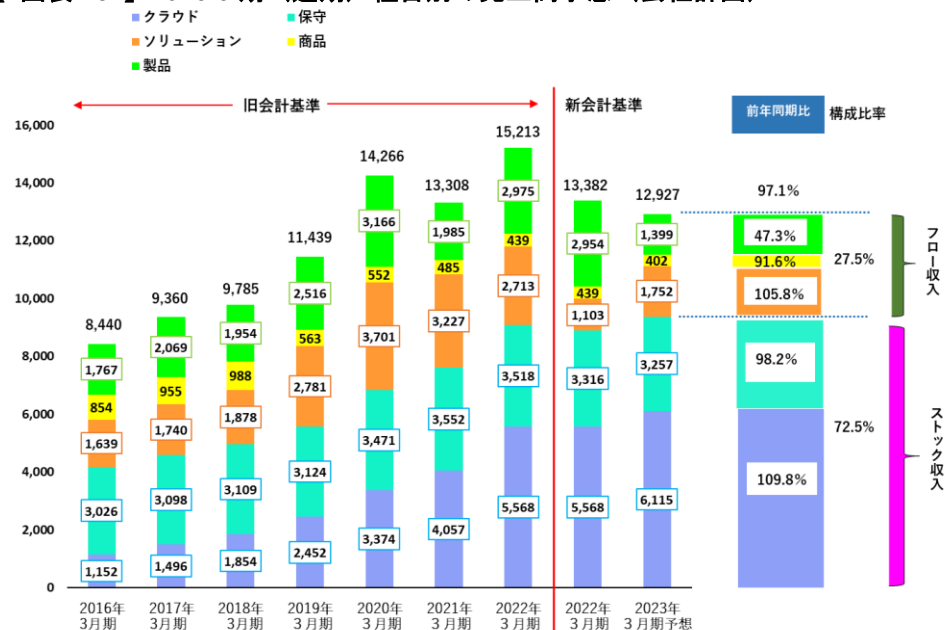
一方で、今期は他社製品販売が回復し、ソリューションでは大幅な増収(売上高 1,752 百万円、前期比+649 百万円、+58.8%)を見込んでいる。同様にクラウドでも、製品ラインナップの強化を図り、増収(売上高 6,115 百万円、同+547 百万円、+9.8%)を計画している。

◆通期のストック売上比率も7割超。

◆ビジネスモデルの転換により、特需の反動減でも10億を超える営業利益を確保する見込み。

以上により、通期のストックビジネス売上高の構成比率は、72.5%と通期では初めて7割を超える。過去の特需の反動期(2015/3期、2016/3期)には最終赤字となった。しかし、同社はコアのビジネスモデルを、安定した継続課金ビジネスにシフトしており、今回のような特需の反動期でも大幅な減収とはならず、かつ戦略的に先行投資を積み増しても、10億円以上の営業黒字を確保する見込みである。これまでの経営努力により、経営基盤の強化が図られていると評価できる。

【図表18】2023/3期(通期)種目別の売上高予想(会社計画)



(出所) 決算説明資料、短信より抜粋してアルファ・ウイン調査部が作成。予想は、会社予想。

(備考) 同社は2020年3月期に、商品とソリューションのセグメント間で計上基準を一部変更したため、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」等が適用されている。構成比率も2023/3期の会社予想。

<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、P28-図表19の通りである。

製品売上高の減収に加え、次期の成長に向けての開発力の強化を目的とした、積極的な先行投資負担が大きな減益要因となる。特に、PCA Hub シリーズの開発投資を中心に、既存製品のメンテナンスやバージョンアップ、各種対応などの投資・研究費を、約7億円(メンテナンス費用増加分+研究開発費用増加分)増額する計画である。

今後の成長ドライバーとして、新製品・サービスを強化し、ビジネスを推進するためには、減収・減益が見込まれる中であっても、研究開発費の増額、開発人員や外注委託先の増強が不可避であるとの判断である。

◆PCA Hubの開発投資を含めた、積極的な先行投資負担が主な減益要因。

◆将来の成長に向けて、新製品・サービスを開発・強化。

開発費の増強に加え、人件費(前期比+129 百万円)やその他経費(同+253 百万円)、クラウド原価(同+119 百万円)の増加も減益要因となる。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本格的に再開するため(セミナーやイベント)、コストが増加する。

◆粗利率が低下、販管費率は上昇し、営業利益率は11ポイント低下する計画。

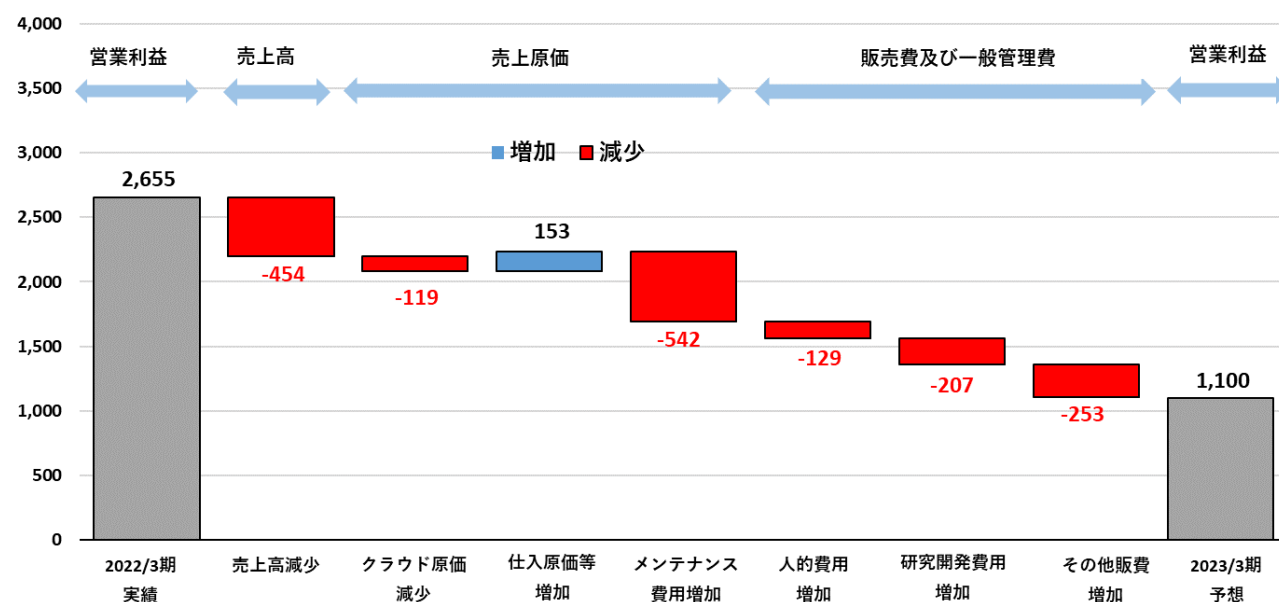
なお、通期の粗利率は、前期の 65.8%から 60.7%へと大きく低下することを前提としている。

販管費は前期比 591 百万円増加(前期比+9.6%)の 6,749 百万円を予定し、売上高販管費率は前期の 46.0%から今期は 52.2%に上昇する計画である

販管費率の上昇も加わり、営業利益率は 19.8%から 8.5%に大きく低下する計画である。今期は、特別損益に大きな発生は見込んでいない。

【図表 19】2023/3 期・今期の営業利益の増減要因予想(会社計画)

(百万円)



(出所)決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2023 年 3 月期・通期業績予想<概要>

◆ 今期は、特需の反動減と先行投資により、減収減益は不可避。

今期は、次期の成長に向けた開発投資や人員の拡大から先行投資が増加し、また、前期の特需の反動減から一時的な減収減益は避けられないと思われる。しかし、会社前提はコストや利益率の前提が、やや保守的と考えられ、計画を上回る可能性が高いと考えている。

当調査部ではこれまで、会社計画に対し売上高・利益とも若干の上方修正を見込み、今期の業績を売上高:12,950 百万円(会社計画比+23 百万円、以下同様)、営業利益:1,300 百万円(+200 百万円)、当期利益:700 百万円(+61 百万円)と予想していた。

◆ 当部による今期の業績予想を上方修正。会社の利益計画値は、上振れる可能性がある。

今回、当調査部では今期の業績予想を見直し、従来予想(2022 年 7 月 4 日レポート発行時)に対し、売上高を据えおく一方、営業利益、経常利益、当期利益とも各 100 百万円上方修正した(図表 20)。また、これに伴い配当金も、13.0 円/株から 16.0 円/株に増額修正した。

新たな予想は、売上高:12,950 百万円(従来予想:±0、会社計画比: +23 百万円、以下同順)、営業利益:1,400 百万円(+100 百万円、+300 百万円)、当期利益:800 百万円(+100 百万円、+161 百万円)となる。

【図表 20】2023/3 期・今期の当調査部による業績予想

連 結 (単位: 百万円) 新収益認識基準		2022年3月期	2023年3月期	2023年3月期: アルファ・ウイン・キャピタル調査部予想					
		実績	会社予想: CE	当部・新予想: E	当部予想-同社予想	乖離率 (E/CE)	前期比: 差額	前期比: 増減率	当部・旧予想
売上高		13,382	12,927	12,950	23	0.2%	-432	-3.2%	12,950
種類別 売上高	製品	2,954	1,399	1,300	-99	-7.1%	-1,654	-56.0%	1,300
	商品	439	402	400	-2	-0.5%	-39	-8.9%	400
	保守サービス	3,316	3,257	3,250	-7	-0.2%	-66	-2.0%	3,250
	クラウドサービス	5,568	6,115	6,200	85	1.4%	632	11.4%	6,600
	その他営業収入	1,103	1,752	1,800	48	2.7%	697	63.2%	1,400
売上総利益		8,809	7,845	8,000	155	2.0%	-809	-9.2%	8,000
売上高総利益率		65.8%	60.7%	61.8%	1.1%		-4.1%		61.8%
販売管理費		6,153	6,744	6,700	-44	-0.7%	547	8.9%	6,700
販売費比率		46.0%	52.2%	51.7%	-0.4%		5.8%		51.7%
営業利益		2,655	1,100	1,400	300	27.3%	-1,255	-47.3%	1,300
営業利益率		19.8%	8.5%	10.8%	2.3%		-9.0%		10.0%
経常利益		2,697	1,132	1,420	288	25.4%	-1,277	-47.3%	1,320
経常利益率		20.2%	8.8%	11.0%	2.2%		-9.2%		10.2%
親会社株主に帰属する当期純利益		2,367	639	800	161	25.2%	-1,567	-66.2%	700
当期純利益率		17.7%	4.9%	6.2%	1.2%		-11.5%		5.4%
1株当たり年間配当金(円)		24.0	13.0	16.0	3.0		-8.0		13.0

(出所)決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。CE:会社予想、E:当調査部予想。当部・旧予想は、2022 年 7 月 4 日時点の予想。

◆ 上期の進捗率が高く、下期のコスト・利益前提は保守的。

製品販売が低調であることや、研究・開発投資・人件費などのコストの増加傾向が懸念されるが、上期利益の進捗率が高いこと、前期の特需は上期を中心に発生したため、下期にはその影響が緩和されると思われること、クラウドは引き続き実質二割の増収率を維持し堅調であること、並びに下期のコスト・利益前提が保守的であると考えられることが理由である。同社は、収益の変動によりコストコントロールを行う可能性があるとしており、利益が上振れるようであれば、ある程度の経費の積み増し(販売促進費、人件費、開発費など)を行うことも推測される。

ただし、上記の要素をある程度考慮し、今期の利益予想を行っている。
なお、業績予想にあたって、期中のM&Aや営業外損益・特別損の計上は見込んでいない。

＜種類別売上高＞

- ◆種類別売上高予想では、集計方法の変更を反映し、クラウドを減額する一方、ソリューションを増額。

売上高総額については当調査部と会社計画に大差はなかったが、種類別売上高は、主に、クラウド、ソリューション(その他営業収入)、製品に当調査部と会社予想に差異があった。しかし、クラウド・ソリューション間の売上高の集計方法の変更により、これを反映しその差異は縮小した。

- ◆実質的にクラウドの売上高は、前期比20%増を予想。

同社は、クラウドの年間売上高を6,115百万円、前期比547百万円の増収(+9.8%増)と予想している。しかし、PCAクラウドやクロスオン(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(過去5年間の単純平均・年間増収率: +約30%)や、足元の状況も勘案し、当調査部では保守的な予想であると判断し、前期比+20%の増収率を前提とし、クラウド売上高を6,600百万円(会社計画比+485百万円)と、前回予想した。

今回は、集計方法の変更を反映し、クラウド売上高を6,200百万円(表面上は、会社比+85百万円、同+1.4%、前期比+632百万円、同+11.4%)に修正した(P29-図表20)。

一方、同社は、ソリューションでは今期649百万円の増収(前期比+58.8%)を見込んでいるが、当調査部では会社予想売上高に対し、352百万円下回る1,400百万円(前期比+297百万円)と予想していた。今回、同様な理由でこれを1,800百万円(会社比+48百万円、同+2.7%、前期比+697百万円、同+63.2%)に引き上げた。

＜業績面でのリスク要因＞

- ◆リスク要因は、マクロ経済の悪化による企業収益やIT投資マインドへの影響。

今期も含めた中期業績予想において主なリスク要因は、円安、沈静化しつつあった新型コロナウイルス感染症の再拡大・長期化に伴う経済活動の停滞、ロシアのウクライナ侵攻に伴うインフレや物流の混乱により、ユーザー企業等の業績が悪化し、製品・サービスの買い控え、導入延期などが発生することである。

- ◆デジタル化や働き方改革の恩恵を享受するため、リスクは限定的。

但し、同社グループのサービスは、リモートワークや在宅勤務との同社事業・業務との親和性が高く、かつ企業や社会のデジタル化や働き方改革の恩恵を受ける。前期、前々期とも業績は堅調で、マクロ要因の悪化は、今期も直接的に大きな打撃にはならないと考えられ、リスクは限定的と思われる。

- ◆コスト増、競争激化、クラウドの成長率鈍化、新ビジネスの収益化の遅れがリスクファクター。

なお、その他のリスクとしては人件費・開発費・外注費等の上昇によるさらなるコスト増、クラウドビジネスにおける普及の一巡、同業他社との競争激化による成長率の鈍化、新ビジネスの収益化の遅れが挙げられる。

7. 成長戦略

◆ 中長期経営ビジョンと方針

＜長期ビジョン＞

- ◆ 長期ビジョンは、顧客企業の「経営サポート業」を主体としたマネジメントサポート・カンパニーの確立。

同社グループは、設立 50 周年を迎える 2031/3 期までの長期ビジョンを、【企業の経営・運営に係るワンストップサービスへ提供の幅を拡げ、顧客企業の「経営サポート業」を主体としたマネジメントサポート・カンパニーの確立】としている。

＜新中期経営計画＞

- ◆ 新中計を策定。持続的な成長のために、開発力を強化し、事業基盤の確立と企業体質の変革を進める。

同社はこれまで 3 年単位で中期経営計画を策定し、今年度からスタートする新中期経営計画(2023/3 期～2025/3 期)を 4 月 27 日に発表した(以降、変更はない)。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、【顧客志向のもと世の中の変化を先取りした新事業・新製品・新サービス開発への体制づくりの推進】を掲げている。

- ◆ 前中計を継続・発展させ 4 つの重点施策を実行。

ソフトウェアを核としたトータルソリューション・サービスを提供するため、図表 21 のⅠ～Ⅳの 4 項目を重点施策として挙げている。計画の達成に向け、各種の施策を進めている。

【図表 21】新中計の成長戦略と重点施策

Ⅰ. 主力事業の収益基盤の確立

継続型成長による稼ぐ力の更なる強化

1. クラウドビジネスの更なる広がり PCA クラウドの強化・拡販

PCAクラウド/on AWS を中心に、新しい働き方に呼応したテレワーク需要等を取り込む。柔軟に対応。

2. スtock型ビジネスモデルへの転換促進

PCAサブスクを中心に、オンプレミス製品のパッケージ販売から継続利用型サービスへ切り替え。

3. デジタル・カスタマーサクセスの強化

ダイレクトニーズへの効果的な対応とカスタマーサクセス強化による導入契約率と利用継続率の向上を図る。

Ⅱ. 新たなビジネスチャンスの創造

次の柱の育成と未来のために

A I などの要素技術の応用研究(基幹業務とその周辺業務の連携や、入力作業の自動化の実現)、新事業領域の発掘(アイデア・シーズや顧客ニーズを具現化)、PCA Hubサービスの始動(デジタル化に対応、新たな収益源に育成)

Ⅲ. 安全・安心でニーズを先取りしたモノづくりの強化

モダンなソフトウェア開発で競争力強化・差別化

Digital(電子化・デジタル化による業務のDXを支援)、Service(ユーザー起点の迅速なサービス開発と提供)、Modern(開発体制を増強し、PCA Hubシリーズの拡充と基幹業務システム領域のモダン化)

Ⅳ. 高収益体質に向けた経営管理基盤の強化

持続的な成長のために

DX推進基盤の構築・活用、ITガバナンス・セキュリティ対策の強化、多様な人材が活躍可能な体制整備

(出所)決算説明会資料を基に、アルファ・ウイン調査部が加筆修正し補足。

・ストック型ビジネスモデルの強化、デジタル化対応、ビジネスチャンスの創造、開発・サービス体制と経営基盤の強化が柱。

・中計の数値目標として、業績、並びに資本効率・株主還元の観点から 7 項目を設定。

重点施策は、前中計を踏襲し発展させたものであり、クラウドを中心としたストック型ビジネスモデルを強化し収益基盤を確立すること、開発・サービス体制を増強し新たな収益源を育成すること、電子化・デジタル化に対応し中小企業の業務の DX を支援すること、また、自社の DX の推進、ガバナンスや体制などの経営基盤を強化し、持続的な成長を図ることである。

◆ 目標となる経営指標
＜新中計の目標数値＞

前中計は、上方修正後の数値目標もクリアし、十分な成果を挙げた。これを受けて現中計の数値目標として、業績、並びに資本効率・株主還元の観点から以下の 7 項目を設定している(図表 22)。

売上高に関する 2 項目を除いていずれも、過去の特需期にほぼ達成した数字で今後も実現する可能性はあるが、一定規模の M&A や特需を想定しないと、現状ではやや高い目標設定とも思える。

【 図表 22 】 中期経営計画目標と達成状況・見込み

現・中期経営計画の目標 (2022/3期～2025/3期)		2025/3期: 同社計画	2023/3期: 同社計画	過去最高	前・中期経営計画の最終年度の目標と実績(2022/3期)		
					実績	当初目標 (2019年4月時点)	修正目標 (前期)
業績	・連結売上高	150億円以上	約 130億円	約 143億円(2020/3期)	133.8億円	115億円以上	135億円以上
	・内、ストックビジネス (保守・クラウド) 売上高	95億円以上	約 94億円	約 88億円(2022/3期)	88.8億円	60億円達成	75億円達成
	・連結営業利益	25億円以上	11億円	約 28億円(2020/3期)	26.5億円	15億円以上	21億円以上
	・連結営業利益率	16%以上	8.5%	直近10年内、19.8%(2022/3期) 最長期間での判明分: 28.5%(1999/3期)	19.8%	10%以上	15%以上
資本効率	・ROE	10%以上	3.8%(当部の推定)	14.4%	14.4%		
株主還元	・DOE	2.5%以上	1.5%(当部の推定)		2.9%		
	・配当性向	30.0%	40.7%		20.3%		

(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。

◆ 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、前回(2022 年 7 月 5 日)に、今期を含む 3 期間の中期業績予想を見直し、今回、その一部を更新した(図表 23)

・中計の業績予想を更新。来期・来々期予想は前回予想を継続。

【 図表 23 】 中期の業績予想

	単位: 百万円、%	2021/3期	2022/3期	2023/3期 CE	2023/3期: 新E	2024/3期: 新E	2025/3期: 新E	2025/3期 CE 中計	2023/3期: 旧E	2024/3期: 旧E	2025/3期: 旧E
売上高		13,308	13,382	12,927	12,950	14,310	15,520	15,000	12,950	14,310	15,520
	製品	1,985	2,954	1,399	1,300	1,450	1,500		1,300	1,450	1,500
	商品	485	439	402	400	360	320		400	360	320
	保守サービス	3,552	3,316	3,257	3,250	3,150	3,000		3,250	3,150	3,000
	クラウドサービス	4,057	5,568	6,115	6,200	7,400	8,700	9,500	6,600	7,800	9,000
	その他営業収入	3,227	1,103	1,752	1,800	1,950	2,000		1,400	1,550	1,700
売上総利益率		60.1%	65.8%	60.7%	61.0%	62.0%	62.5%		61.8%	62.0%	62.5%
販売費及び一般管理費		5,686	6,153	6,744	6,500	7,000	7,150		6,700	7,000	7,150
	(対売上高比)	42.7%	46.0%	52.2%	50.2%	48.9%	46.1%		51.7%	48.9%	46.1%
営業利益		2,314	2,655	1,100	1,400	1,870	2,550	2,500	1,300	1,870	2,550
	(対売上高比)	17.4%	19.8%	8.5%	10.8%	13.1%	16.4%	16.7%	10.0%	13.1%	16.4%
経常利益		2,340	2,697	1,132	1,420	1,890	2,570		1,320	1,890	2,570
	(対売上高比)	17.6%	20.2%	8.8%	11.0%	13.2%	16.6%		10.2%	13.2%	16.6%
当期純利益		1,668	2,367	639	800	1,130	1,550		700	1,130	1,550
	(対売上高比)	12.5%	17.7%	4.9%	6.2%	7.9%	10.0%		5.4%	7.9%	10.0%
売上高(前期比増減率、以下同様)		-6.7%	0.6%	-3.4%	-3.2%	10.5%	8.5%		-3.2%	10.5%	8.5%
	製品	-37.3%	48.8%	-52.6%	-56.0%	11.5%	3.4%		-56.0%	11.5%	3.4%
	商品	-12.1%	-9.5%	-8.4%	-8.9%	-10.0%	-11.1%		-8.9%	-10.0%	-11.1%
	保守サービス	2.3%	-6.6%	-1.8%	-2.0%	-3.1%	-4.8%		-2.0%	-3.1%	-4.8%
	クラウドサービス	20.2%	37.2%	9.8%	11.4%	19.4%	17.6%		18.5%	18.2%	15.4%
	その他営業収入	-12.8%	-65.8%	58.8%	63.2%	8.3%	2.6%		26.9%	10.7%	9.7%
売上総利益率(前期との差)		-0.2%	5.7%	-5.1%	-4.8%	1.0%	0.5%		-4.0%	0.2%	0.5%
販売費及び一般管理費(増率)		-2.3%	8.2%	9.6%	5.6%	7.7%	2.1%		8.9%	4.5%	2.1%
営業利益(増率)		-16.8%	7.6%	13.5%	-47.3%	33.6%	36.4%	16.0%	-51.0%	43.8%	36.4%
経常利益(増率)		-16.7%	14.7%	-58.6%	-47.3%	33.1%	36.0%		-51.1%	43.2%	36.0%
当期純利益(増率)		-8.1%	14.1%	-57.1%	-66.2%	41.3%	37.2%		-70.4%	61.4%	37.2%
一株当たり配当金(円)		11.33	24.00	13.00	16.00	18.00	19.00	配当性向 30%	13.00	14.00	15.00

(出所) アルファ・ウイン調査部が予想し作成。新Eは今回の当部予想、旧Eは前回の当部予想、CEは会社予想。

- ◆2023/3 期以降は、経済活動が正常化する前提。特需の発生は見込まず。

＜マクロ前提＞

円安、資源価格の高騰に伴うインフレや、物流の混乱などにより現状のマクロ環境は不透明であるが、日本国内での新型コロナウイルス感染症のリスクも一時期よりは低下傾向にある。生活や経済活動、企業収益、中小企業などの IT 投資も、徐々に正常化し改善する前提とした。

現状では、電子帳簿法の施行、インボイス制度（適格請求書等保存方式）の導入、税制や会計基準、OS や製品のバージョンなどによる特需の発生は想定していない。

- ◆来期・来々期の業績予想は据え置き。配当金のみ増額修正。

＜売上高・経費・利益の前提＞

来期・来々期の業績予想は前回予想を据え置いた。但し、両期とも、クラウドとソリューション間の売上高の内訳を変更し、また配当金を引き上げた(P36-図 25)。

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

なお、来期以降は先行投資のピークアウト、特需の反動減によるインパクトがなくなること、クラウドの伸長により再び増収増益基調に戻ると予想している。中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。

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(年率 15~20%程度の成長)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、収益性(営業利益率)の改善につながると予想した。

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、人件費コストの増加を吸収し、増収増益に寄与すると考えている。

- ◆中期的には、クラウドビジネスの伸長に加え、新製品・新サービスの成否が業績に影響。

成長率が一時期よりは鈍化しているものの、クラウドを中心とするサブスクリプションビジネスが継続的、かつ安定的に拡大するフェーズにあると当調査部では考えている。加えて現在進めている新たなビジネスが軌道に乗れば、増収増益トレンドを、より確実にサポートすると考えている。

◆粗利率は、来期以降、改善すると予想。

2024/3 期、2025/3 期の予想に際して、開発費負担や外注費の増加はあるものの一服し、粗利率は逡増する(それぞれ前期比 0.2、0.5 ポイント改善)前提とした。

◆販管費は増加するが、販管費率の低下と営業利益率の改善を見込む。

一方、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(研究開発費、人件費、販促費など)を強化するため、販管費は増加すると考えられる。

しかし、ある程度のコントロールが可能で販管費率は低下し、営業利益率は年間 3 ポイント前後改善する前提とした。この結果、増収効果も加わり、増益になると予想した。

<変動要因>

(注 15) PCA サブスク: パッケージソフトを「購入・所有」するのではなく、利用した分の「料金」を月額や年額などの定額で支払う仕組み。クラウド環境の運用ではなく、設備を自社で構築し運用する。

なお、クラウドの伸長率に加え、本格的に展開する PCA Hub、PCA サブスク^{注 15}、hyper(ハイパー)、ドリームホップ社の HR 領域での事業拡大の成否や、新たな M&A の有無が業績に影響を与えるものと思われる。さらに、インフレによるコスト高、人件費や外注費の上昇圧力、景気悪化に伴う中小企業(同社の顧客層)の業績の低迷や倒産が、リスク要因として考えられる。

<来期(2024/3 期)予想>

◆来期には先行投資の一巡と、クラウド等の成長持続で、増収増益基調に転ずると予想。

当調査部では、来期の売上高を 14,310 百万円、営業利益を 1,870 百万円と予想しており、前回からの変更はない。2023/3 期の当部予想に対し、10.5%の増収、33.6%の営業増益を見込んでいる。来期は先行投資負担の一巡と、特需の反動減がなくなることに加え、クラウドの続伸により、再び増収増益に転ずると予想している。

<来々期(2025/3 期)予想>

◆当部では 2025/3 期も、連続して増収増益を見込む。

来々期となる 2025/3 期の売上高を 15,520 百万円と前期比 8.5%の増収、営業利益は 2,550 百万円、当期利益は 1,550 百万円と、共に 3 割強の増益を当部では予想した。先行投資による成果が、売上高、並びに利益に反映されると思われる。

8. アナリストの視点

◆ ピー・シー・エーの強みと課題

同社の SWOT 分析を更新し、結果を図表 24 に列挙した(前回からの変更はない)。

【 図表 24 】 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(サポート力) ・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(開発力) ・販売力:販売網は、自社にて全国展開(13ヶ所)、パートナーは約2000社 ・利益率が相対的にやや低い
弱み (Weakness)	・会計・税制関連の改正・OSサポートの終了等により業績変動を受けやすい(消費税、改元、W7など) ・保守サービス加入比率が上昇傾向にあるが、依然として改善の余地がある ・大型の次期成長製品・サービスが不在 ・内需特化で、海外展開が難しい
機会 (Opportunity)	・人材不足と業務効率化を背景とした需要の高まり(業務ソフト全般)、働き方改革(就業管理システム) ・クラウドの普及余地、展開力(中小企業や中堅企業市場) ・新製品(ハイパー・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(改正電子帳簿保存法、インボイス制度など)
脅威 (Threat)	・高度なAIの普及による代替品の出現、製品開発の遅れ、製品の瑕疵など ・競合が激しい(オンプレ製品は成熟化、クラウドビジネスにおける他社の追随) ・新型コロナウイルス感染症の拡大・長期化や、グローバルマクロ経済の悪化に伴う国内中小企業の業績悪化 ・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。

◆長年の信頼と実績、顧客基盤と技術力、豊富な現預金と堅固な財務基盤が強み。

◆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。同市場の成長ポテンシャルは大きい。

◆無借金でキャッシュリッチ。

◆次の新商品・サービスの育成が課題。

◆イベントの前後で特需が発生し、事業のボラティリティが高まる。

図表 24 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である。

また、無借金で堅固な財務基盤、年商を上回る豊富な現預金は、経営の安定性と信頼性を高めている。

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、収益性が高く、かつ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。

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、前期のような既存シリーズの製品サポート終了による更新、あるいは今後の税制改革、メインストリ

ームの OS の変更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。

◆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。

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>

◆安定配当が基本。

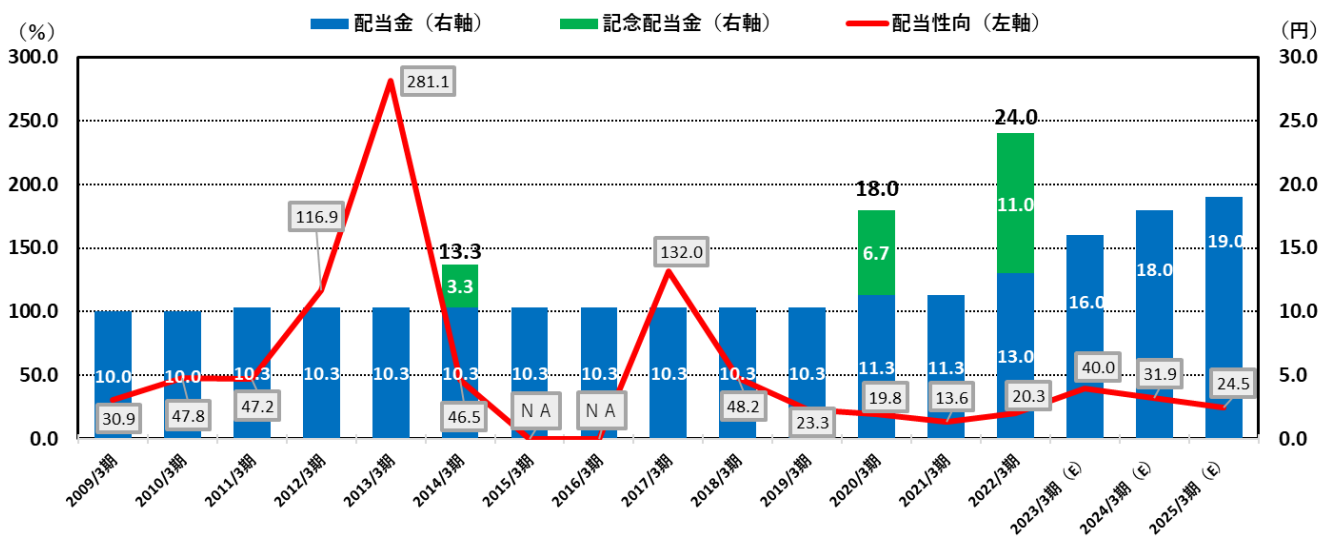
同社は、効率的な企業経営のもと株主資本当期純利益率(ROE)の向上をはかり、安定的な配当の維持を基本としている。業績、及び配当性向等を総合的に考慮して配当水準を決定し、株主への利益還元を行う方針である。

<配当の実績>

◆過去には、普通配当での減配はない。

配当については、株式の店頭公開以来、普通配当の減配はなく、複数年間の据え置き後、徐々に増配する傾向にある(図表 25)。株主還元については強化する方向にある。

【図表 25】配当金と配当性向の推移(分割考慮後)



(出所)決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。なお、上記のグラフでは、2021年10月1日に実施した1:3の株式分割を遡及して修正している。(E)は当調査部予想。

2011/3期以降は記念配当を除く普通配当では、一株当たり年 10.3 円(分割前 31 円:下線は、分割遡及による修正前の配当金を示す)の普通配当を継続していたが、2020/3期には、1 円(3 円)の増配を行い 11.3 円(34 円)とした。合わせて設立 40 周年の記念配当、1 株当たり 6.7 円(20 円)も行った。

2021/3 期は記念配当がなくなり、11.3 円(34 円)の普通配当を継続した。翌 2022/3 期には普通配を 11.3 円(34 円)から 13.0 円(39 円)へ増配し、さらに記念配当 11 円を加え、24 円(72 円)とした。

<配当の予想>

今期は、記念配当がなくなるが、増配後の普通配当である 13 円(分割前の基準では 39 円)を継続する。

配当性向はこれまで 33%を目安としてきたが、2021/3 期では 13.6%、2022/3 期では 20.3%といずれも未達であった。しかし、2023/3 期(会社予想ベース)では、13 円の普通配当金を継続するが、EPS の低下に伴い配当性向は 40.7%と目安の 33%を上回る見込みである。また、株価 1,285 円(2022 年 12 月 16 日終値、配当金 13 円前提)で計算すると、今期の配当利回りは、約 1.0%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(DOE)の目標値 2.5%に対し、2022/3 期の実績は 2.9%と上回った。しかし、当部推定では今期は 1.5%前後となり、再び下回る見通しである。特需の有無により利益が大きく変動するため、配当性向や純資産配当率も変動しやすい。

また、配当金額が一定であったとしても業績変動により配当性向が変動する。そこで、安定した基準である DOE を 2%前後とする前提を置き、当部では配当金予想の見直しを行った。前回予想⇒今期予想の順に、一株当たりの普通配当金を、今期については 13 円(前期と同じ)⇒16 円(前期比 3 円の増配)とし、同様に来期も 14 円(同 1 円増配)⇒18 円(2 円の増配)と上方修正した。同様に、来々期についても 15 円(同+1 円の増配)⇒19 円(1 円の増配)と当部では予想した。当部の予想配当金を基準とすると、配当利回りは順に、1.2%⇒1.4%⇒1.5%となる。

<株主優待を含めた配当利回り>

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 300 株以上 900 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 1,285 円とし 300 株保有すると仮定すると、配当 13 円および優待を含めた実質的な今期の予想年間利回りは、会社予想で約 1.5%、当部予想で 1.8%(いずれも最大値)となる(P38-図表 26)。

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ティング)が約 2.3%(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 2.7%となる。

◆今期は、実質的な増配後の年間普通配当 13 円/株(株式分割後)の維持を計画。

◆配当性向 30%(従来は 33%)、純資産配当率(DOE) 2.5%以上が中期目標。今期、配当性向は目標を上回るが、DOE は下回る見込み。中長期的には増益による増配余地がある。

◆株主優待を含めた実質的な年間利回りは(最大で)約 1.5%(会社予想基準)。

【図表 26】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	13	1.53
900	1500	3,000	13	1.27
1,500		4,000	13	1.22

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

株価;1,285円 (2022年12月16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の分割が行なわれて以来、約10年振りに2021年10月1日に1:3の株式分割を実施した。

◆ 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6年半では、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。

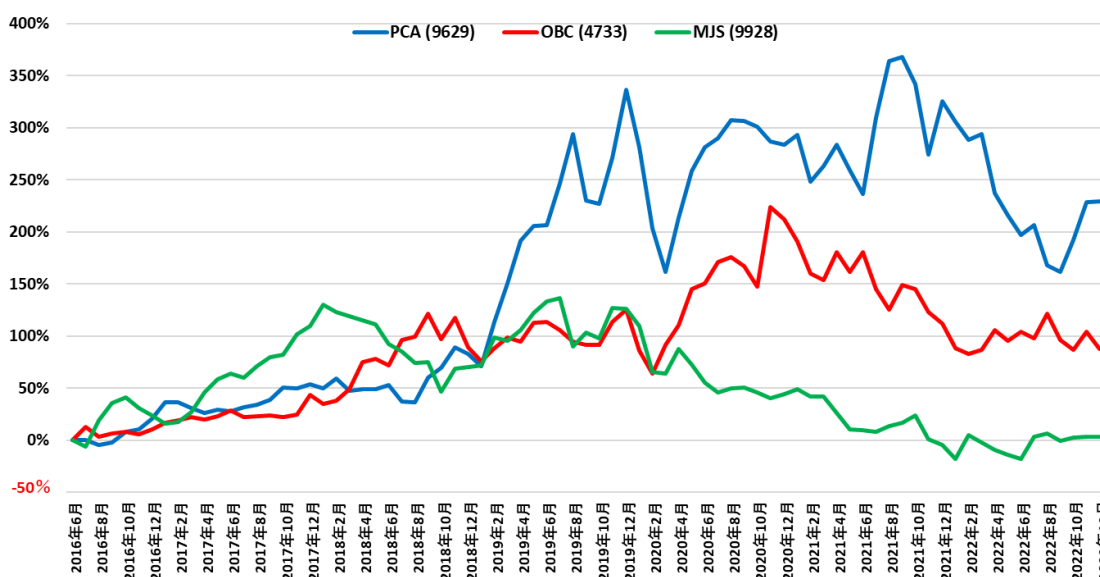
要約のページ(P4の図表C)に同社の過去約6年半の株価、及びTOPIXとの相対株価を掲げた。同社の株価は、この間で約3.4倍に上昇する一方、TOPIXは、1.5倍に留まり、TOPIXに対し著しくアウトパフォームしている。

- 2021年9月以降は、株価は軟調に推移。

但し、2021年9月に最近の高値(分割調整後の終値:2,083.33円)をつけた後、その反動と今期の大幅な減益決算予想を織り込む形で、株価は、絶対値、相対値とも軟調となった。

【図表 27】株価パフォーマンスの同業他社比較

(備考:2016年6月末時点の株価を、基点:ゼロとしてグラフ化。2022年12月16日の終値までを反映)



(出所)アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆上期決算発表後、直近2ヶ月間では、同業他社、及びTOPIXをアウトパフォーム。

同社の株価は、年初来では TOPIX、東証マザーズ指数などをアウトパフォームしてきたが、特に今上期決算発表後(10月24日以降の約2ヶ月間)は、同社の年間計画に対し上期の利益が高い進捗率を示したことから好感されたと推測され、同社の株価は主要インデックスや同業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)のパフォーマンスをアウトパフォームしている(P38-図表27、図表28)。

なお、2016年月6月以降の約6年半では、同業3社内で、同社のパフォーマンスが最も高い(P38-図表26)。

【図表28】株価パフォーマンスとバリュエーションの比較(主要インデックスとの対比)

(備考: 2022年12月16日の終値までを反映、2022年10月24日: 同社の上期決算発表日)

2022年12月16日終値	株価・指数	今期予想PER	実績PBR (四半期末)	単純平均配当 利回り	年初来リターン	2022年4月末 以降のリターン	2022年10月24日 以降のリターン
PCA(PRM 9629)	1,285	40.22	1.51	1.01	6.73	33.3	27.2
東証プライム全銘柄平均 PRM	1,003.51	13.42	1.15	2.38	-	2.7	3.3
東証スタンダード全銘柄平均 STD	1,010.60	14.21	0.91	2.22	-	4.7	2.9
東証グロース全銘柄平均 GRT	983.14	85.05	4.20	0.32	-	11.9	6.4
TOPIX	1,950.21				-2.11	2.7	3.3
東証マザーズ	774.83				-23.74	11.6	6.7
日経平均	27,527.12	12.58	1.14	2.31	-4.4	2.5	2.0

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成

<バリュエーション>

現在の同社の株価水準では、東証プライム市場の全社平均と主要なバリュエーションを比較すると、割高感がある(図表28)。

東証プライムの予想平均 PER13.42 に対し、同社の今期の予想基準では40.22(以下同順に)、実績 PBR 1.15 に対し1.51、単純平均配当利回り2.38%に対し1.05%となる。

なお、当調査部の利益予想に基づく PER は、今期 32.1 倍、来期 22.7 倍、来々期 16.6 倍となる。

- ◆東証プライム平均とのバリュエーションの比較において、今期ベースでは割高。

- ◆増益によりPERは切り下がる見通し。

- ◆同業他社(OBC、MJS)比較では割安感はない。

また、同業2社(OBC、MJS)とバリュエーションを比較すると、PBRでは割安だが、PER、配当利回り、並びにEV/EBITDAでは割高である(P40-図表29)。

- ◆ライバルのクラウド会計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(TP:3994)やフリー(TG: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。両社とも株価は急落したものの、比較可能なバリュエーションであるPSR(時価総額/売上高)やPBRでは、両社が依然として圧倒的に割高となる(未上場の弥生との比較でも同様)。

【 図表 29 】 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)	マネーフォワード (MF:連結)	フリー (FR:連結)	弥生 (買収時)
上場市場、株価、 バリュエーション	コード	9629	4733	9928	3994	4478	-
	市場	東証プライム	東証プライム	東証プライム	東証プライム	東証グロース	未上場
	株価(2022/12/16終値)	1,285	4,295	1,505	4,395	3,010	-
	時価総額(百万円)	29,684	323,860	52,383	236,511	171,656	250,000
	PER(株価収益率)	40.2	26.3	12.5	-	-	74.4
	PBR(株価純資産倍率)	1.5	2.3	2.0	6.8	5.2	28.7
	配当利回り(%)	1.0	1.6	2.7	-	-	-
	EV/EBITDA(倍)	10.5	11.2	5.6	マイナス	マイナス	-
	PSR(株価売上高倍率)	2.3	8.8	1.3	11.2	5.3	11.3
今期会社予想 (PCA、OBC、MJSは 2023/3期予、 MF:2022/11期予、 FR:2023/8期予)	売上高(百万円)	12,927	37,000	40,800	21,197	18,821	21,193
	粗利率(%)	60.7	83.5	非公表	非公表	非公表	-
	営業利益(百万円)	1,100	16,910	5,800	-8,554	-7,124	-
	営業利益率(%)	8.5	45.7	14.2	-40.4	-37.9	-
	EPS(会社予想)前期比(%)	-73.0	4.1	-4.0	-	-	-
前期実績	純資産配当率(%) 実績	2.9	4.0	6.0	-	-	-
過去の成長率	過去10年間売上成長率(%)	96.7	103.0	86.8	-	-	-
	同営業利益成長率(同上)	467.3	109.3	136.7	-	-	-
上期実績 (PCA、OBJ、MJS: 2023/3上期、 MF:2022/11上期、 FR:2023/8上期)	自己資本比率(%)	59.6	80.6	51.7	56.4	86.4	-
	売上高(百万円)	6,163	16,224	19,881	9,841	6,856	-
	増収率(%) 前期比	-6.7	-0.3	11.8	31.9	48.5	-
	営業利益(百万円)	847	6,787	3,102	-	-	-
	増益率(%) 前期比	-51.7	-5.6	31.3	-	-	-
	営業利益率(%)	13.7	41.8	15.6	-	-	-

(出所) アルファ・ウイン調査部が、各社の決算短信より作成

(備考) 時価総額=発行済株式総数*時価(2022/12/16 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、現預金は四半期単位での直近実績。営業利益は今期の会社予想。減価償却費、無形固定資産償却は四半期単位での直近実績を年換算。

PERの計算に用いたEPSは、全て2023/3期会社予想。PBRの計算に用いたBPSは四半期単位での直近実績。配当は会社予想。

PSR=時価総額/売上高(会社予想)

公表がレンジの場合には、平均値を使用。過去10年間の成長率は、直近本決算と10期前の本決算を比較。

弥生(未上場):数字はいずれも2021/9期現在。時価総額は2021年12月時点のKKRによる推定買収金額。

＜今後の見通し＞

国内や主要国では新型コロナの規制が緩和される一方、ウクライナ戦争やインフレ、金融引き締めなどにより、依然、経済情勢には不透明さが残る。

しかし、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、DX化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。

来期以降は、経済の正常化とともに新規のビジネスも徐々に貢献し、クラウドの伸長と勤務管理システムが牽引役となり、製品特需の反動減による影響がなくなると考えられる。加えて電子帳簿保存法やインボイス制度により(特需までのインパクトはないと思われるが)、PCA Hubに新たな需要や既存のソフトウェアに更新需要が発生する可能性があり、増収・増益トレンドに回帰すると予想している。

株価は今期の大幅減益を既に織り込んでおり、一方で、今期業績が上振れる可能性がある。来期以降の増益トレンド予想を前提にすると、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。

◆成長ポテンシャルがある
内需成長株。「クラウド・サブスク、DX、電子帳簿保存法・インボイス制度対応、働き方改革、メンタルヘルス」が注目テーマ。

◆来期以降は、特需の反動減の影響がなくなり、増収増益に戻ると予想。

◆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思われる。

今後は、株価にインパクトを与える要因として、以下の点に注目していきたい。

◆クラウドの成長率と、新事業・新サービス（特にPCA Hub）の収益化、中期の利益成長率、税制・制度変更、株主還元策、キャッシュの活用方法に注目。

- ① クラウドビジネスの動向（PCA クラウドの契約社数や、売上高の伸長率の変化）
- ② 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（買収したドリーム社の業績動向、これに加えて特に注力中の PCA Hub の販売状況、オンプレミスのサブスクリプション化:PCA サブスクの進捗状況、ハイパーの販売状況）、
- ③ 現行の中期経営計画の達成状況や中期的な利益成長率と収益性（粗利率・営業利益率）の変化
- ⑤ 増配・自社株買い・株式分割などの株主還元策、自己株式の消却や活用方法
- ⑥ M&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 豊富なキャッシュの有効な活用方法

以上