

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：2023/6/23

● 要旨

アルファ・ウイン 調査部
<https://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 年に創業されて以来、主に中小企業向けにソフトウェアをオンプレミスやクラウドにて提供している。基幹業務の高度な自動化を実現するソフトウェアの提供を核に、企業の円滑な経営・運営をサポートする「マネジメントサポート・カンパニー」として社会に貢献することを使命としている。

前期業績と今期の業績見通し

- ・同社の前期業績(2023/3 通期)は、売上高 12,981 百万円(前年同期比△3.0%)、営業利益 1,288 百万円(同△51.5%)、当期利益 883 百万円(同△62.7%)を計上した。同社は期中に業績の上方修正を行ったが、これと比較し売上高はほぼ想定通り、営業利益と経常利益は予想を約 1 億円(約 7%)下回った。一方、最終利益は予想を 75 百万円(約 9%)上回り、まちまちとなった。また、配当金は計画と同じ 17 円とした。
- ・なお、アルファ・ウイン調査部では、同社の修正予想と同水準の業績を予想していた。
- ・PCA X シリーズのサポート終了に伴い、製品の買い替えによる特需が前々期(2022/3 期)に発生し、前期はこの反動により、製品が大幅な減収(△61.1%)となった。しかし、その他営業収入やクラウドの増収がカバーし、微減収に留まった。また、製品の利益率は高いと推測され減収によるプロダクトミックスの悪化と、労務費・外注費などの原価コストの増大により粗利率が低下した。加えて、開発費などの先行投資の増加、インフレによるコストの上昇から、販管費が増加し利益は半減した。
- ・四半期別でみると、Q1～Q3 までは前年同期比で減収減益であったが、黒字を維持していた。しかし、Q4 は増収に転じたものの、営業・経常利益は赤字となった。これは、主として開発投資等のコストを戦略的に積み増したためであり、弊社の利益予想と乖離した要因と思われる。
- ・過去の特需の反動期(2015/3 期)には、大幅な減収減益となり赤字に転落した。しかし、今回は継続性と安定性のあるストックビジネス(保守+クラウドサービス)へ、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、前期は大幅な減益となったものの先行投資負担を吸収し、12 億円を超える営業利益を確保した。
- ・また、同社は、今期(2024/3 期)の業績予想を、売上高:14,700 百万円、営業利益:1,445 百万円、当期利益:925 百万円と発表した。今期は既存製品・サービスの価格改定を 2023 年 7 月に実施する予定であり、PCA Hub シリーズの販売、クラウドの続伸により 13.2%の増収を見込んでいる。一方、限界利益率が高いビジネスモデルであるが、インフレや開発投資の継続などの先行投資負担から、増益率は増収率と同等、あるいはこれをやや下回ると予想している。一株当たり配当金は前期と同額の 17 円を予定している。
- ・また、上期の予想は、前期同様に非公開としている。

アルファ・ウイン調査部の業績予想

- ・同社の今期の業績予想と取材を踏まえ、今来期の業績予想を見直し、来々期となる 2026/3 期の業績を加え、今後 3 年間の業績を予想した。今来期については売上高予想を小幅に上方修正する一方、利益予想を下方修正した。
- ・主な要因は、製品・サービス開発投資の強化による先行投資負担の増加が想定以上であることや、インフレ等による人件費・外注費などの一般経費の増加が見込まれること、買収した株式会社ドリームホップを始めとする新規ビジネスの収益への貢献の遅れである。
- ・なお、当調査部では今期の予想を(前回⇒今回の順に)、売上高:14,310⇒14,700 百万円(会社予想比:同額)と引き上げる一方、営業利益:1,870⇒1,450 百万円(同+5 百万円)、当期利益:1,130⇒925 百万円(同額)、配当金 18.0⇒17.0 円(同額)と、いずれも会社予想並みの水準まで引き下げた。

1/43

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ないと、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。

- ・今期の業績予想において、期中の値上げ効果の確度は高いが、PCA Hub シリーズの販売動向とコストコントロールが変動要因である。特需の反動による減収減益要因がなくなり、また前期 Q4 のように戦略的にコストを積み増さなければ、利益計画を達成する可能性はあると当調査部では予想している。
- ・また、当部で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、クラウドの伸長、PCA Hub シリーズの貢献、来々期以降に先行投資がピークアウトすることを想定しており、中期的には増収増益と増配傾向を見込んでいる。クラウドビジネスが引き続き成長を支え、中長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、業界トップを快走中である。
- ・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、前期からスタートした 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(来期)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)、ROE10%以上、DOE2.5%、配当性向 30%である。売上高を除くと、過去にほぼ達成した数字ではある。
- ・売上高、並びに配当性向は十分達成できる範囲内にあるが、当初は保守的な目標設定と思われた営業利益、ROE、DOE については、今期の計画からは乖離している。
- ・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している(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)。ストックビジネスの拡大、製品開発力の強化、デジタル化への対応を進めるとともに、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、PCA サブスク、hyper、ヘルスケア事業)を軌道に乗せ、収益化することである。

株価特性と水準

- ・同社はサブスクリプションビジネスの成長が見込め、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。但し、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。
- ・過去約 7 年間では、同社は TOPIX、並びに同業他社をアウトパフォームしてきた。年初来では逆にアンダーパフォームしているが、今期の業績予想を発表後は、再びアウトパフォームしている。
- ・同社株の今期ベースでのバリュエーションは、東証プライムに上場する全銘柄の平均値と比較するとやや割高感がある。
- ・しかし、ストックビジネスがメインであるため事業の安定性と継続性があること、サブスクリプションビジネスの成長余地は大きく今期以降は増収増益基調に戻ることが予想される。EPS 成長とこれに伴う増配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ている。当面は、四半期単位での業績動向に加え PCA Hub 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(特にインボイス制度、改正電子帳簿保存法)の業績へのインパクトの有無が、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、これまで安定配当を継続し、数回にわたり自社株買いを行ってきた。配当性向は、2023/3 期(前期実績)では 38.5%、今期(当調査部予想)も 36.8%と目標(30%)を上回る。一方、今期の予想 DOE は、当調査部の推定で 1.9%と目標(2.5%)を下回る見込みである。
- ・来期以降も業績の伸長が見込まれ、増配・自社株買いなど株主還元の一層の強化が期待される。

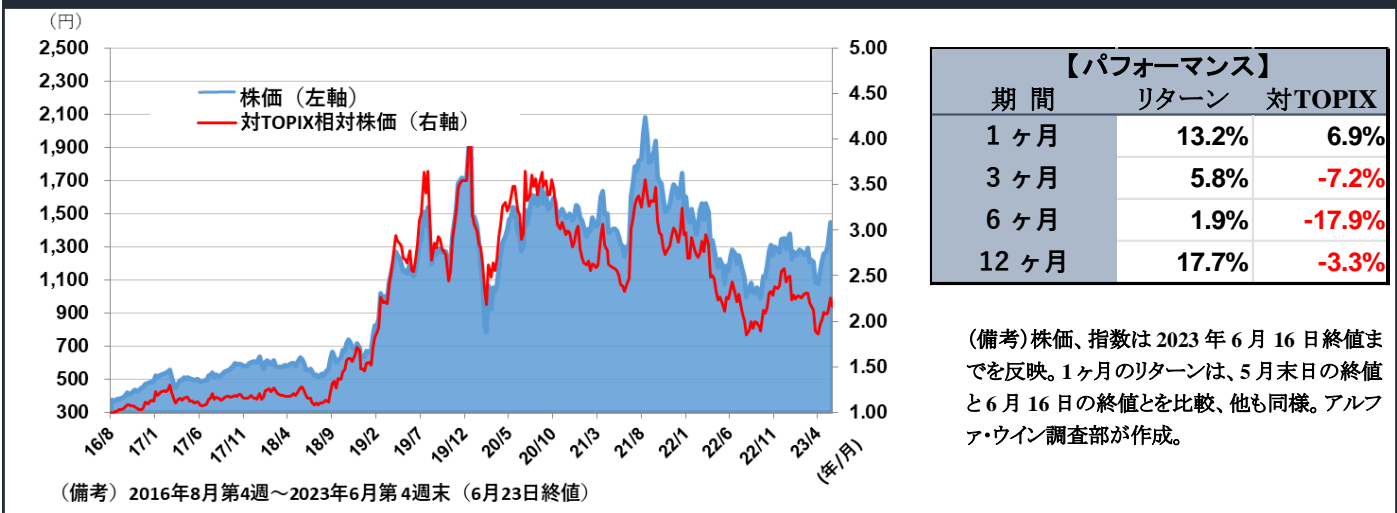
【 9629 ピー・シー・エー 業種：情報・通信 】 図表 A												
決算期		売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2020/3	旧基準	14,266	24.7	2,781	122.8	2,808	119.9	1,816	100.4	90.97	675.81	18.00
2021/3	旧基準	13,308	-6.7	2,314	-16.8	2,340	-16.7	1,668	-8.1	83.50	791.64	11.33
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	新基準	12,981	-3.0	1,288	-51.5	1,326	-50.8	883	-62.7	44.16	870.38	17.00
2024/3	CE 新基準	14,700	13.2	1,445	12.2	1,478	11.4	925	4.8	46.27		17.00
2024/3	E 新基準	14,700	13.2	1,450	12.6	1,480	11.6	925	4.8	46.25	899.60	17.00
2025/3	CE 中計新基準	15,000	2.0	2,500	73.0							
2025/3	E 新基準	15,520	5.6	1,550	6.9	1,570	6.1	980	5.9	49.00	931.60	18.00
2026/3	E 新基準	16,500	6.3	1,650	6.5	1,670	6.4	1,040	6.1	52.00	965.60	19.00

(備考) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部の予想。
2021年10月1日実施の株式分割(1:3)を、過去に遡及して修正(EPS・BPS・配当金)
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	2023/6/23	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,367	前期予想	31.0	1.6	1.2%	38.5%
発行済株式数 (千株)	22,000	今期予想	29.6	1.5	1.2%	36.8%
時価総額 (百万円)	30,074	来期予想	27.9	1.5	1.3%	36.7%
潜在株式数 (千株)	0	前末自己資本比率	56.9%	前期ROE	5.1%	

(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)本レポートでは、本文、図表などにおいて四捨五入や計算過程の端数処理、表示方法等の理由で、同一項目の数値が異なる、または会社発表値と誤差が生じ数値が完全には一致しないことがある。なお、－、△は、マイナスを意味する。

ディスクレーマー

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

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

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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。(更新された)最新のレポートは、弊社のホームページ(<https://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。F2023-06-30-0000

目次

1. 会社概要	P6
基幹業務ソフトウェアの専業大手	P6
経営理念	P9
タグラインと製品ブランドを刷新	P9
2. 事業内容とビジネスモデル	P10
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	P10
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	P15
株主所有者別構成の推移	P15
上位株主構成	P15
4. ESG と SDGs	P18
環境対応 (Environment)、社会的責任(Society)、企業統治 (Governance)	P18
5. 成長の軌跡	P19
沿革	P19
過去の業績推移	P19
6. 業界環境	P22
ソフトウェア市場の動向	P22
同業他社比較	P23
7. 前期の実績と今期の見通し	P26
2023 年 3 月期 (前期) 決算	P26
ピー・シー・エーの 2024 年 3 月期 (今期) 業績予想	P30
アルファ・ウイン調査部の 2024 年 3 月期 (今期) 業績予想	P32
8. 成長戦略	P34
中長期経営ビジョンと方針	P34
目標となる経営指標	P35
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し	P35
9. アナリストの視点	P38
ピー・シー・エーの強みと課題	P38
株主還元、及び株主優待制度	P39
株価水準と株価に影響を与えるファクター	P41

1. 会社概要

- ◆業歴約 43 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 は売却済。

(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專業大手

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。1980 年に設立され、業歴は 43 年となる。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專業大手である。

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 20~300 名の中小・中堅企業である。

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。

最大の販売先は例年、株式会社リコー(東証プライム上場、コード番号: 7752)で、総売上高の約 25%を占める。

また、公益法人会計は導入実績 8 千社を超え業界トップである。

同社グループは、2023 年 5 月末時点で、同社と以下の連結子会社 3 社の合計 4 社で構成されている(図表 1)。

- ①「クロノス株式会社」(就業管理システム^{注 2}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、業務用ソフトの販売等、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、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 (赤文字は前回からの主な更新部分)

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	東京都千代田区神田練馬町	東京都千代田区富士見 (PCAビル)
事業内容	大阪・横浜の2市に支店・営業所	札幌・仙台・名古屋・大阪・広島・福岡の6市に営業所	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を提供)、産業医サービス (産業医との面談: 必要時間を選択できるアラカルト式)、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の利用アカウント数 (百万人) 1.7⇒1.9⇒2.5 導入企業数は 9,385社 (2023年6月7日) X'sion (クロッシャット) の利用アカウント数 (人) : 431,784⇒515,412 ⇒682,465 導入企業数は4,406社 (2023年6月7日) (2021年11月15日⇒2022年5月9日⇒2023年6月7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)	1988年4月
資本金: 百万円	96.5 (56.5百万円から増資)	60	10
PCAの出資比率	100%	80%	100%
社員数 (2023/3末)	16名	127名	45名
売上高 (直近期)	非公表	2,528百万円 (2023/3期、HPより。前年比+15%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	PCAとの協業により民間事業者案件を強化、ストレスチェックにおいても集団分析・コンサルサービスを展開し、付加価値のある業務を拡大中。但し、先行投資負担により赤字を継続していると推測される。	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。クラウドへのシフト、関連サービスの強化、新規顧客の獲得に注力。	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たが、回復傾向にあると推察される。

(出所) 各社 HP、有価証券報告書、同社への取材に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。各社の業績動向は、当調査部の推定も含む。

なお、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ていた。このため 2020 年 12 月に第三者に全株式の売却を行った。

◆売上高の連単倍率は、約 1.1~1.2 倍で安定。連結対象子会社群の合計経常利益(連結-単独)は黒字基調。

売上高の連単倍率はこれまで約 1.1~1.2 倍で安定しており、単体の業績ウエイトが高い(図表 2)。

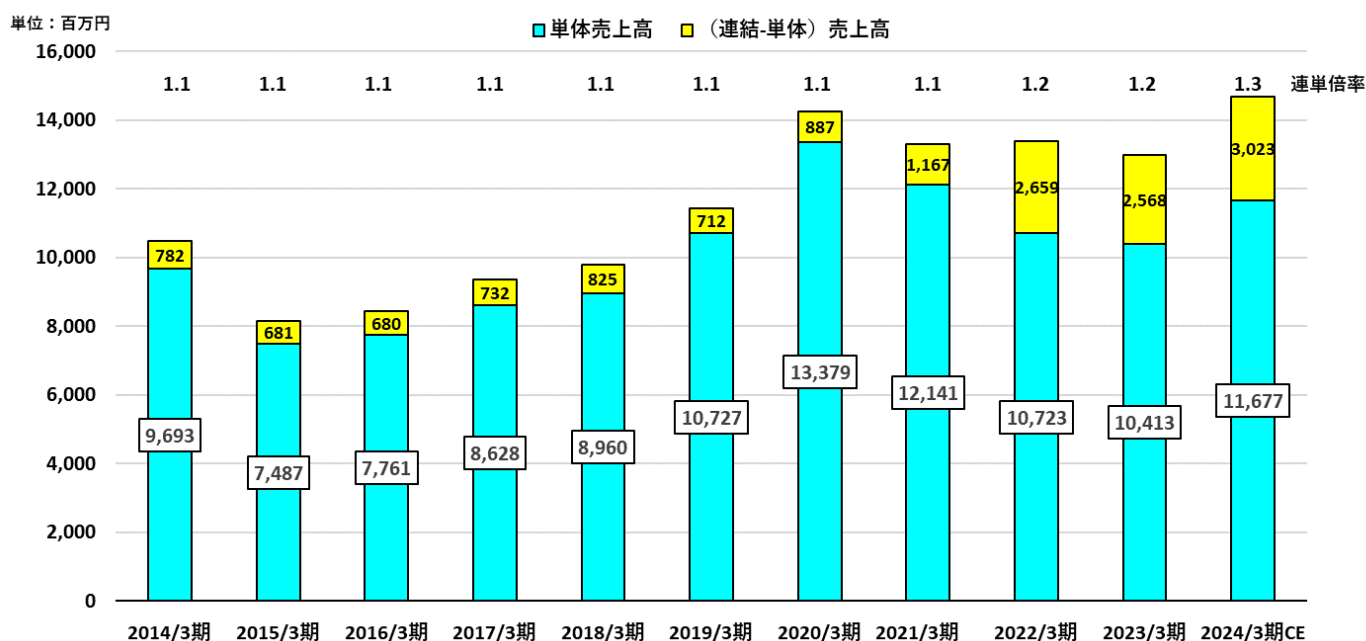
各子会社の損益は開示されていないが、今期予想も含めた過去の黒字期間における経常利益の連単倍率は、1.0~1.6 倍で推移している。

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(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、2020/3 期 21 億円、2021/3 期 21.6 億円、2022/3 期 22.1 億円、2023/3 期: 25.3 億円(YOY:+15%)、また 2025/3 期の会社目標売上高を 40 億円(クロノス社の旧 HP より)と見込んでいた。

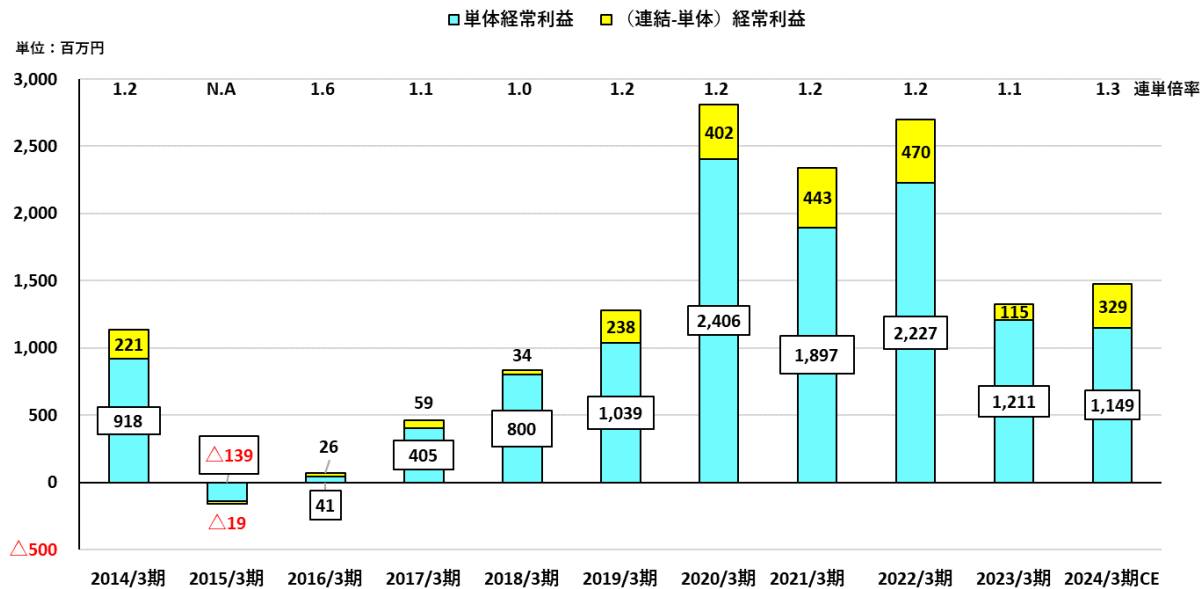
クロノス社の利益は非公表であるが、ケーイーシーと並んで黒字で連結利益に貢献していると思われる。

【図表 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) 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)



(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) CE は会社計画。

◆ 公認会計士が設立。

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

◆ キャッシュリッチで無借金経営。

財務体質は堅固で、キャッシュリッチな無借金会社である。売上高 130 億円(前期実績)、総資産 306 億円に対し、現預金は 178 億円(いずれも 2023 年 3 月末時点)と総資産の 58%、平均月商の 16.5 ヶ月に相当する。
さらに社債や上場株式を中心に、30 億円を超える有価証券も保有する。

◆ FCF はプラスで現預金残高は増加傾向、年商を上回る水準。財務体質は堅固。

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 4)。自己資本比率は 56.9%、流動比率 208.9%と財務的な安全性が高い(2023 年 3 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	2023/3期
営業活動によるCF ①	627	488	141	847	1,048	547	1,427	1,533	1,270	2,141	3,328	1,832	3,884	2,841
投資活動によるCF ②	-405	-127	185	-407	-750	-808	-827	-395	1,715	-80	-719	253	708	-308
財務活動によるCF	-207	-210	-205	-215	-218	-284	-214	-215	-218	-572	-225	-355	-254	-608
FCF(①+②)	222	361	326	440	299	-60	800	1,137	2,985	2,061	2,609	1,885	4,392	2,333
現金及び預金(B/S上)	6,817	5,970	5,493	6,621	6,806	6,154	6,612	7,487	7,269	7,280	10,716	11,749	16,090	17,819

(出所) 決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。
(備考) 現預金は、CF計算上の数値ではなく、バランスシート上の数値を記載。

◆ 経営理念

- ◆ 「ビジョンを明確にした、より合理的な経営を目指す」がグループの経営の基本方針。

1994 年 3 月の店頭公開時に、「カスタマ・ファースト」との経営理念が明確にされた。2010 年に社是、3 つの経営理念、34 の行動規範が示され、同社グループの経営の基本方針は、「ビジョンを明確にした、より合理的な経営を目指す」とされた。

- ◆ 社是は、「基幹系業務の高度な自動化を実現するパッケージソフトウェアを開発・販売することで社会に貢献すること」

同社は、「基幹系業務の高度な自動化を実現するパッケージソフトウェアを開発・販売することで、社会に貢献すること」を社是としている。社風は堅実、アットホームであるが、一方で業界に先駆け研究開発した新製品を投入するなど、保守的な業界にあってパイオニア精神も持つ。

また、同社は、経営理念として以下の 3 点を掲げている。

- ① カスタマ・ファーストの精神を常に心がけます。
- ② 健全経営、長期的観点での高収益型企業を志向します。
- ③ 社員は家族と認識し、アットホームな会社を作ります。

◆ タグラインと製品ブランドを刷新

<タグライン>

- ◆ 新たなタグラインは、「働く、が変わるとき。」

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て、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(図表 5)。

【図表 5】新タグライン

働く、が変わるとき。

PCA

【図表 6】新ブランドロゴ

PCAクラウド

PCAサブスク



(出所) HP

<ブランディング>

- ◆ 製品のシリーズ名称、ロゴデザインを一新。サブスク型ブランドの認知度向上のため、リブランディング。

(注 3) 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。

2022 年 1 月に、製品・サービス名称とロゴマークのリブランディングを実施した。「PCA クラウド」「PCA サブスク^{注 3}」に紐づく新プロダクト名称と新プロダクトロゴを作成し、サブスクリプションサービスの PCA として認知度を高める狙いがある(図表 6)。なお以下が、フェイスロゴの意味である。～PCA の P は、「Professional」の P。そして、「Person」「Partner」の P です。会計ソフトを作るだけでなく、使う人も、作る人と使う人を、つなげる人も。働く一人ひとりの力で、企業が、経済が、社会が、いつも光ある未来に向かっていくために。創業からずっと、働く一人ひとりのそばにいる PCA のロゴマークは、P の文字の真ん中に、明日を見据える力強い人の顔が存在しています。～

2. 事業内容とビジネスモデル

◆ 業務の効率化に不可欠な基幹業務ソフトウェア

◆ 基幹(系)業務システムは、ミッションクリティカル。企業内で使われるため、信頼性や安定性が求められる。

同社のコアビジネスである、企業内における業務をサポートする基幹業務システムは、単にパソコンを活用したシステムとは異なり、企業内の全業務の流れに沿って一連の作業をサポートするコンピュータシステムである。業務上、ミッションクリティカルであり、信頼性、効率性、安定性、操作性、安全性、拡張性が求められる。

基幹(系)システムを構築する方式には、主にパッケージでのシステム構築と独自システムの開発がある。

一般に、販売されているパッケージソフトを組み合わせで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。

◆ 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。

◆ 継続性と限界利益率の高いビジネスモデル

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。

◆独自開発の製品・サービスの売上構成比は8割。

また、独自製品・サービスの売上構成比は8割(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2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がある程度進んできており、信頼性や知名度が求められることから、参入障壁は高いと言える。

◆売上高のセグメントは、5区分。ストックビジネスに注力。

◆安定性と収益性の高いストックビジネスが拡大

2016/3期までは、一般企業向け、非営利向け、メディカル、クラウドの4セグメントで売上、損益が開示されていたが、2017/3期以降、事業セグメントは単一となった。代わりに種類別(区分)に、製品、商品、保守サービス、クラウドサービス、その他営業収入(別名:ソリューション)の5つの売上高を開示している(図表7)。なお、セグメント別損益は非開示となった。

【図表7】売上区分(種類別)

種類別の売上区分	内容	2023/3期(実績)		
		売上高 百万円	売上構成比 %	推定粗利率
製品	自社製品のパッケージソフト(会計、販売管理・仕入在庫管理、給与・人事など)の販売	1,149	8.9	65%前後
商品	他社製品の帳票などの販売	577	4.5	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	3,327	25.6	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	5,956	45.9	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	1,969	15.2	54%前後
合計、及び平均		12,981	100.0	実績 62.0%
参考				加重平均による推計値 62.3%

(出所) 有価証券報告書、ヒアリングに基づきアルファ・ウイン調査部が作成、粗利率は当部の推定。

(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72%。

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72%を占める。なお、保守サービスとクラウドサービスの粗利率と継続率は、共に高く安定収益源であり、経営と利益の安定性に厚みを持たせている。

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

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

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(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。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、同社には以下の優位性や差別化の要因があり、他社に対する同社のアドバンテージが当面続くと予想される。

- ・豊富な種類の高機能な業務用ソフトウェアにも対応していること
- ・自社開発のオープンアーキテクチャーであり、低コストであること
- ・既に 2.1 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可能であり(サイボウズの Kintone ^{注7}など約 60 社と提携済)、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。

・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。

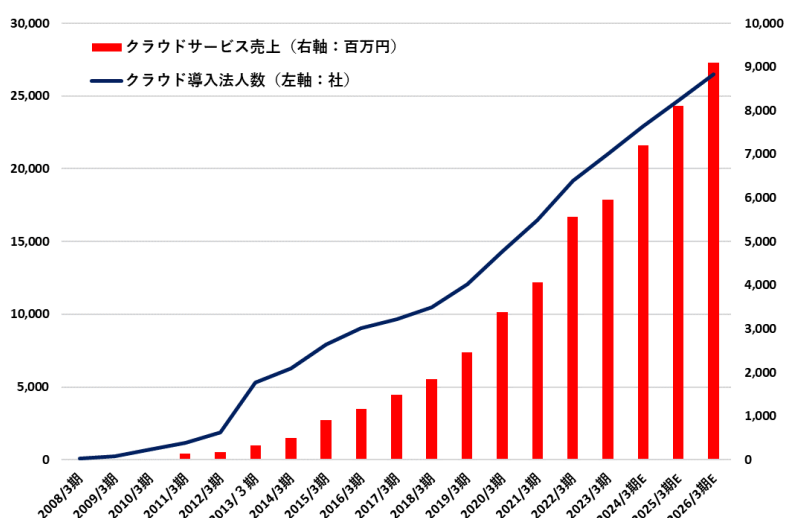
(注 6) API 【Application Programming Interface】: ソフトウェアを操作するためのインターフェイス・ネットワーク、ソフトウェアとプログラムを繋ぐもの。

(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。

同社は、これまで十数年にわたりクラウドサービスに注力してきており契約社数、売上高とも順調に伸長している(図表 8)。規模の拡大とともに成長率の鈍化が見られるが、前期は特需(旧製品である X シリーズから PCA クラウドへのシフト)の反動もあったと考えられる。四半期ベースでの契約純増数、売上高ともに回復しつつあり(P29-図表 25)、今後も成長ドライバーと考えられる。

【図表 8】PCA クラウド導入法人数(単体)とクラウド連結売上高の推移



(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、Eは当調査部の予想
(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。

◆「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。

◆PCA Hub シリーズ

2022 年 3 月から、自社開発による PCA Hub(ハブ: 中心の意味)の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。

(注 9) hyper: ハイパー(PCA hyper): Dream21 に代わる中堅企業向けの新商品ソフト。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。

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 PCA Hub 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。

(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・利便性の向上、ペーパーレス・テレワークの推進を目的とする。新たな猶予措置を除き 2023 年末に宥恕措置は廃止。

(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 シリーズは月額課金のサブスクリプション・モデルで展開。1年で2,000社(PCA Hub シリーズ合計)の導入を目指す。

(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。

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、PCA Hub シリーズでは「PCA Hub eDOC」に続き、2022 年 11 月に「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、図表 9 を参照)。

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 配信サービスを開始した。

PCA Hub シリーズは、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。各サービスは、ユーザー数・ストレージ容量、従業員数、発行件数などの従量によるプラン料金があり、導入しやすい価格体系となっている。

なお、同シリーズは、現状の 3 サービス(eDOC、取引明細、給与明細)のリリース後、1 年間で合計 2,000 社の導入を目指している(売上高目標は非公表)。これまで外部のソフトウェアを仕入販売し、ソリューション事業として扱っていた。今後は順次、ニーズに応じて製品開発を進め、自社製品に切り替え各種の周辺サービスを PCA Hub シリーズで提供する方針である。将来的に安定収益源として育成していきたい意向である。

また、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。

【図表 9】PCA Hub シリーズのラインナップと既存製品も含めた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ーレス化を推進し、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/サービスイン	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ーレス化、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/サービスイン	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
時期非公表	PCA Hubの各種の周辺サービス	リリース予定	労務関係の手続きや確定申告関連のサービスなど(詳細は非公表)

(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

◆ 株主所有者別構成の推移

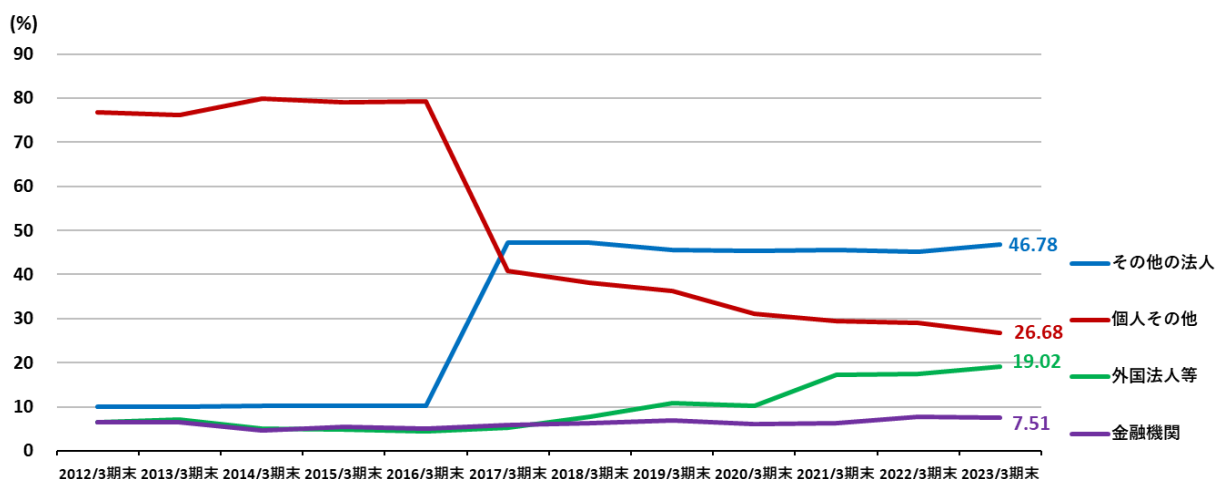
◆所有者別構成比率に大きな変化はない。

2023 年 3 月末の株主所有者別構成比率(図表 10)では、「その他の法人」、「個人その他」(自己株式を含む)の合計で、全体の 7 割を超える。また、2022/3 期末との比較では、「個人その他」が約 2 ポイント低下し約 27%、「金融機関」の比率はほぼ変わらず約 8%、「外国法人等」が約 2 ポイント上昇し 19%と大きな変化はない。

◆相続などにより株式は移転されたが、実質的な筆頭株主は変わらず。

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

【図表 10】株主所有者別構成の推移 (単位: %)



(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 上位株主構成

◆国内の安定株主は変わらず。

2023 年 3 月末の大株主は、P16 の図表 11 の通りである。

2022 年 3 月末との比較では(以下同様)、カストディアン等(信託銀行)と持株会を除き、上位 10 位内の大株主の保有株数は大きくは変わっていない。

◆筆頭株主は、創業家の資産管理会社。

・筆頭株主:株式会社 Kawashima(以下、Kawashima)は、同社取締役 2 名(佐藤社長、隈元氏)、並びに同親族(創業者の川島氏の子孫)の資産管理会社である。保有株比率は約 41%(自己株式を除く発行済株式総数比率、以下同様)で変化はない。

◆同社は、実質的に第 2 位の株主、9.1%の自社株を保有。

・実質上の第 2 位株主:(大株主に記載はないが)同社は従来から実質的には第 2 位の株主である。Kawashima が株式の一部を売却する意向

を示し、同社が過去に TOB 等にて株式を追加取得した。現在、同社は発行済株式総数に対して、約 9.1%の自社株を保有している。

【図表 11】大株主の状況

単位、保有株数：千株、割合・比率：%

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	2023年3月末	同時点保有割合	同順位	増減(23年-22年)
株式会社Kawashima	—	—	8,805	8,805	8,208	8,205	8,208	8,208	8,208	41.04	1	0
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	2,001	9.10	—	-1,100
JP MORGAN CHASE BANK 385632	—	—	—	—	—	—	1,014	1,399	1,399	6.99	2	0
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	—	—	—	—	—	—	284	1,137	948	4.74	3	-189
MSIP CLIENT SECURITIES	—	—	—	—	—	885	886	886	886	4.43	4	0
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	0
FCP SEKTANT AUTOUR DU MOUDE	—	—	—	—	—	—	—	377	450	2.25	6	73
ビー・シー・エー従業員持株会	330	357	381	381	406	300	337	349	392	1.95	7	42
株式会社ロジックシステムズ	342	342	342	342	342	342	342	342	342	1.71	8	0
ナゴヤビーシーエー株式会社	—	300	300	300	300	300	300	300	300	1.50	9	0
株式会社応用システム研究所	—	—	258	258	—	258	—	260	260	1.29	10	0
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	—	—	—	—	—	—	—
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 SANV 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	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
自己株式比率%：発行済株式数比	11.0	11.0	11.1	11.0	13.6	13.6	13.4	13.4	9.1	—	—	—

(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) 2021年10月に実施した1:3の株式分割を、遡及して株数を調整済み。

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

◆米大手運用機関の MFS が、5%超を保有し大量保有報告書を提出。継続保有の模様。

・第2位株主:JP Morgan Chase Bank の保有株式数は変わらない。
 ・第3位株主:日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)の保有比率は、5.7%から4.7%まで低下する一方、第4位株主:MSIP CLIENT SECURITIES の保有比率に変化はない。
 ・上記を含めた信託銀行やカストディアンが大株主として名を連ねているが、最終投資家や投資目的は不明である。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。

なお、マサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー(以下、MFS)は、2021年3月31日時点で、株式保有比率が5.22%(401,900株を保有)になったとして、大量保有報告書(5%ルール報告書)を提出した。さらに買い増し、同年5月31日時点では6.23%(479,400株)を保有するとして変更報告書を提出した。その後、変更届は提出されていない。

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5,475億ドル(2022年12月末時点、約72兆円)である。長期投資とアクティブ運用を特徴とし、日本にも拠点を持ち、既に多くの日本株にも投資を行っている。

図表11の大株主に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 や第4位株主のMSIPなど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。

◆投資する国内投信は、インデックスファンドが中心。

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、大和アセットマネジメントが運用するインデックスファンドが、主に同社株を組み入れている。

◆ライバルの OBC も、第 5 位の大株主。

・第 5 位株主:オービックビジネスコンサルタント(OBC、東証プライム上場、コード番号:4733)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。

◆フランス系の投資ファンドも大株主。

第 6 位株主:FCP SEXTANT AUTOUR DU MONDE は、1.9%から 2.3%に保有比率が上昇している。これは、フランス系の Amiral Gestion (アミラル・ジェスチオン: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、運用金額は 35 億ユーロ)が運用する株式投資ファンドで、OECD 諸国や新興国の株式に投資を行う。同社が運用するファンドは、上場する複数の日本企業の大株主でもある。

・第 7 位株主の従業員持株会は保有株数がやや増加したが、第 8 位株主のロジックシステムズ(保有目的は不明)、第 9 位株主のナゴヤピーシーエー(ソフトウェア開発、「商魂」等の同社製品の委託先)、第 10 位の応用システム研究所(保有目的は不明)の保有株式数は、ほぼ変化がない。

◆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ている大株主は見当たらない。また、同社は買収防衛策を導入していない。

4. ESG と SDGs

環境・社会・経済の持続可能性に配慮し、ESG や事業のサステナビリティ(SDGs)の点から、同社は以下のような取り組みを行っている。

◆ 環境対応 (Environment)

同社のビジネスは、生産設備を持たず環境に負荷を与える業態ではない。社内文書、請求書等の電子化による完全ペーパーレス化を目指し、事業活動の効率性や省エネ、節電に配慮している。

- ◆ ペーパーレス化、省エネを推進。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、社是として「基幹系業務ソフトウェアを通じて顧客の社業に貢献すること」を掲げており、ユーザーの利便性の向上や効率化をサポートすることで、社会的責任を果たしていると考えられる。

PCA クラウドを中心としたサービスで、入力業務の省力化、自動化を実現し、バックオフィス業務の生産性を向上や、災害等の BCP 対策、AI 等を活用した各種のサービスを順次提供している。これにより、ユーザーである中小企業のデータに基づいた合理的な経営や安全な事業運営を支援し、デジタル企業への転換を後押しする方針である。

- ◆ 中小企業のデジタル化をサポート。

また、未来を創る優れたプログラマーの発掘・育成や、マラソン等のスポーツ振興、身体障害者の雇用などの各種の支援も行っている。

- ◆ 障害者支援や IT 人材の発掘・育成支援に対し積極的。

一人ひとりの労働環境の充実が、同社全体の持続可能性にもつながることから、事業活動で培った技術力、ノウハウ等を活かし、ワークライフバランスの推進、テレワークの積極的な導入、副業・兼業の選択など、新しい働き方の推進に重点を置き、取り組んでいる。

- ◆ 労働環境・職場環境の改善に努める。

同社は、経済産業省と日本健康会議が主催する「健康経営優良法人認定制度」において、健康経営に取り組む優良な法人として、「健康経営優良法人 2023(大規模法人部門)」に認定された。

- ◆ 健康経営優良法人 2023(大規模法人部門)に認定。

なお、女性活躍推進法や次世代育成支援法に基づき、女性管理職の割合や有給休暇取得率の引き上げ、子育て支援のため費用の援助、年次有給休暇の取得の促進に努めている。

◆ 企業統治 (Governance)

内部統制システムは、社長直属の内部監査室を設置し、社外取締役とも連携しその整備を行っている。また、代表取締役社長を委員長とするリスク管理委員会を設置し、機動的かつ適格に対応できるリスク管理体制を構築している。執行役員制度は採用されていない。

役員は、取締役は合計 7 名(1 名減員、社外取締役 3 名)、監査役は 4 名(うち社外監査役は 3 名で、税理士、公認会計士、弁護士等)と、合計 11 名で役員が構成され、このうち女性役員は 2 名である(いずれも株主総会で決議後)。

- ◆ 役員 11 名中、女性役員は 2 名。社外取締役と社外監査役の合計は 6 名。

5. 成長の軌跡

◆ 沿革

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

◆パイオニア精神を持ち業界に先駆け、いち早くクラウドサービスに進出。

(注 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。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。

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。

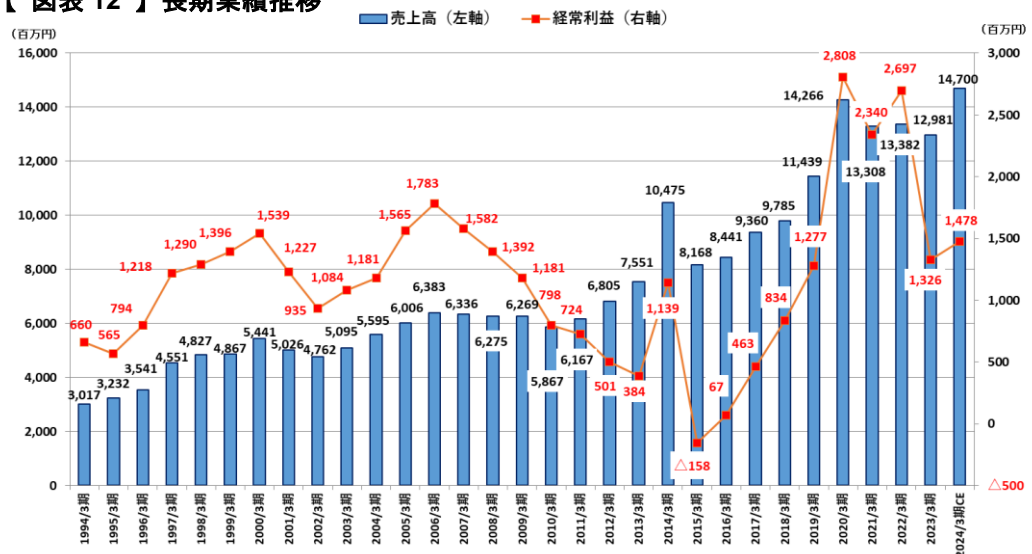
その後、パソコン時代の到来とともに、①国内でのパッケージソフトウェアの種類の拡大とバージョンアップ、②保守サービスの拡大、③クラウド事業の拡充、④他社製品の供給も含めたソリューションビジネスの展開の、主に 4 点で成長してきた。あわせて拠点の拡大、メーカーや販社との提携を通じ、全国的な販売・サポート体制を整備し、急速に業容を拡大した。なお、2008 年には保守的な当業界でいち早くクラウドサービス(SaaS^{注 13)})に進出するなど、業界のパイオニア的な存在である。

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 年には東証一部に昇格した。なお、2022 年 4 月から東証プライム市場に移行した。

◆ 過去の業績推移

同社は創業から今日に至るまで、上述のように基幹業務ソフトウェアの開発・販売および関連事業の専門家として、業容を拡大してきた。店頭公開以降の業績の推移は、図表 12 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 12】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、2024/3 期予想は会社計画

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

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

(注 14) ERP(統合型基幹業務
システム) : エンタープライズ・
リソース・プランニング
(企業情報計画)の略。企業の
基幹情報を統合し、リアルタイム
に処理、効率良く全体最適化
を行う経営概念。基幹系システム
をまとめた IT ソリューション
ソフトとして提供されている。

◆リーマン後は、業績が低迷。
2014/3 期には、特需で過去
最高の売上高を計上、100 億円
を達成。

◆2015/3 期、2016/3 期は特
需の反動もあり、二期連続
で最終赤字を計上。

◆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、
当期純利益は当時の最高益(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、加えて ERP 注 14(統合型基幹業務システム)の
「Dream21」の寄与により収益性が改善し、2006/3 期に営業利益・経常利
益は、当時の最高益(それぞれ 1,747 百万円、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 サポート終了の特需(サポート終了 2014
年 4 月)、消費税改正の特需(2014 年 4 月に 5%⇒8%)のダブル特需
の恩恵を享受し、さらにクラウドサービスの大幅な伸長により過去最高売
上(10,475 百万円)を計上した。

・2015/3 期、並びに 2016/3 期には、先のダブル特需の反動減や消費税
10%改正の延期などによる減収の影響もあり、コスト削減を進めたが 2 期
連続で最終赤字を計上した(当期純損失: 2015/3 期△207 百万円、
2016/3 期△93 百万円)。

・なお、同社の売上高粗利率、営業利益率は、長らく逡減傾向にあった
が(P21-図表 13)、景気低迷期におけるパッケージソフトの価格競争の激
化、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)・研究開発費などを中心とするコストの
増加が要因である。

・しかし、2016/3 期以降は再び増収基調に戻り、粗利率の低下トレンドに
歯止めがかかった。新商品やクラウドによる増収効果、コスト削減により、
営業利益率が底を打ち徐々に向上した。また、減損リスクのある資産(不動
産や有価証券)の整理やソフトウェア償却の短縮化を進めるなど、数年
にわたり構造改革を進め、その効果も表れた。

・同社のその後の業績の伸長・回復は、クラウドと保守サービス売上高の
成長とコスト削減に支えられてきた。

◆2016/3 期以降は、増収増益基調に転換。黒字が定着。業績は V 字回復。

◆2020/3 期は、消費税改正と Windows7 のサポート終了に伴う特需が発生し大幅増収増益、過去最高売上高と利益を更新。

◆特需の前後で業績は大きく変動。

◆直近の 7 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 1~4 月になされることが多い。

(注 15) (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。

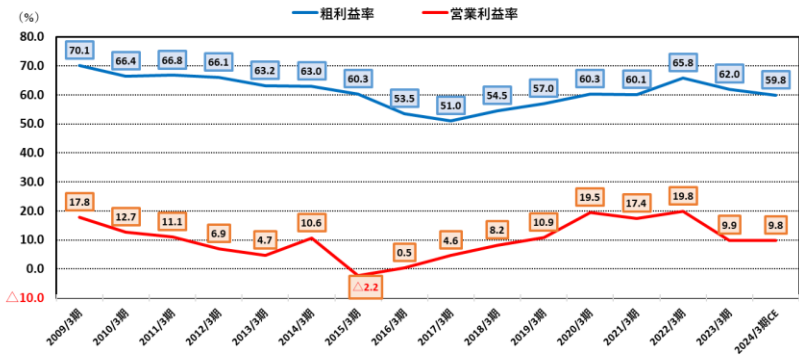
・同社はクラウドが続伸する中、新製品の投入、営業力の強化に努め、景気の回復も重なり、2016/3 期から 2021/3 期に至るまで、5 期連続の増収となった。また、2017/3 期以降は V 字回復し、黒字体質が定着した。

・特に 2020/3 期には、特需効果(消費税引き上げ、Windows7 のサポート終了対応、改元対応のバージョンアップの前倒し需要)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(営業・経常)を更新した。

・特需後の反動から、2021/3 期には一転して減収減益となった。2022/3 期は、収益認識基準^{注 15} の変更によるマイナスの影響があったが、旧製品のサポート終了に伴うリプレース特需から、歴代 2 位となる売上高・営業利益を計上した(最終利益のみ、有価証券売却益により最高益を更新)。製品特需の反動から、2023/3 期は減収減益となった。

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 14)。期初予想に対して 2017/3 期以降は、利益の実績は期初計画を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 1~4 月になされることが多い。

【図表 13】 売上高粗利率と営業利益率の長期推移



【図表 14】 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	実績
01/3期	-	5,028	-	1,224	-	1,227	-	695	-	-	-	-
02/3期	5,634	4,762	-	925	1,215	935	-	533	-15.5%	-	-23.0%	-23.3%
03/3期	5,104	5,095	-	1,073	1,015	1,083	589	576	-0.2%	6.7%	-2.2%	8.1%
04/3期	5,521	5,595	-	1,170	1,125	1,181	653	682	1.3%	5.0%	9.0%	18.4%
05/3期	6,096	6,005	-	1,551	1,293	1,565	769	915	-1.5%	21.0%	19.0%	34.2%
06/3期	6,870	6,383	-	1,747	1,780	1,783	1,059	327	-7.1%	0.2%	-69.1%	-64.3%
07/3期	6,860	6,336	-	1,533	1,550	1,582	922	852	-7.6%	2.1%	-7.6%	-10.6%
08/3期	6,790	6,274	1,321	1,325	1,365	1,391	812	644	-7.6%	0.3%	1.9%	-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%
10/3期	6,500	5,867	1,141	744	1,200	797	714	438	-9.7%	-34.8%	-33.6%	-38.9%
11/3期	5,808	6,166	878	688	927	724	519	411	4.4%	-21.9%	-21.9%	-20.8%
12/3期	6,505	6,805	806	488	835	501	391	75	4.6%	-41.9%	-40.0%	-80.3%
13/3期	7,025	7,550	56	354	84	383	29	181	7.5%	532.1%	356.0%	524.1%
14/3期	8,641	10,474	284	1,110	311	1,138	141	604	21.2%	290.8%	265.9%	328.4%
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
16/3期	8,880	8,440	242	40	272	66	131	-93	-5.0%	-83.5%	-75.7%	下方修正
17/3期	9,731	9,360	165	432	187	463	51	160	-3.8%	161.8%	147.6%	213.7%
18/3期	9,876	9,785	645	807	689	834	425	441	-0.9%	25.1%	24.7%	3.8%
19/3期	10,486	11,439	825	1,248	842	1,277	588	906	9.1%	51.3%	51.7%	54.1%
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%
21/3期	13,280	13,308	2,034	2,314	2,055	2,340	1,358	1,668	0.2%	13.8%	13.9%	22.8%
22/3期	12,447	13,382	1,866	2,655	1,899	2,697	1,192	2,367	7.5%	42.3%	42.0%	98.6%
23/3期	12,827	12,981	1,100	1,288	1,132	1,326	639	883	0.4%	17.1%	17.1%	38.2%
24/3期(CE)	14,700	-	1,445	-	1,478	-	925	-	今期予想の前期末実績比	13.2%	12.2%	11.4%
参考: 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(赤字期や今期を除く)→									-0.5%	68.5%	39.8%	59.9%
緑のハイライト: 過去最高値	桃色のハイライト: 過去二位	黄色のハイライト: 過去三位	←全て今期予想を除く	期初予想に対する上方修正: 下方修正(単位: 回)→	10:12	10:6	15:7	11:10	↑	参考: 各期間の単純平均(今期を除く)		

(出所) 図表 13、14: 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成、2024/3 期予想(CE)は会社計画。(注) 2022/3 期(CE)より新収益認識基準等を適用。

6. 業界環境

◆ソフトウェア市場の動向

<顧客対象となる日本の中小企業数>

- ◆ユーザーとなる日本の中小企業数は、減少トレンドだが、基幹業務用ソフトの市場規模は中長期的に堅調に推移すると予想。

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、企業数は減少傾向にある。

一方で、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当調査部では予想している。

<足元の状況: 日銀短観>

- ◆中小・中堅企業を取り巻く経済環境の悪化は、和らぎ、DIは横ばい。ソフトウェア投資は、増加傾向が続く。

なお、2023 年 3 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+4.5%(うち製造業+15.0%、非製造業+0.8%)と、製造業を中心に増加する見込みである。2023 年度(計画)は、前年度比+6.2%(うち製造業+12.5%、非製造業+3.7%)と連続してプラスで、増加率が拡大する計画である。

なお、中堅企業でも、2022 年、2023 年の順に、それぞれ+17.2%(+30.0%、+14.0%)、+12.0%(+20.4%、+9.6%)と、中小企業以上にソフトウェア投資に積極的である。

また、中小企業の業況判断は、2022 年 12 月の調査(「最近」)の+4 から2023 年 3 月では+3、「先行き」についても△2 から 0 へと(△はマイナスの意味)、景況感の悪化が和らぎ横ばいで推移している(中堅企業についても同様)。

<市場規模と成長ポテンシャル>

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、企業向けの市場規模は徐々に拡大傾向にあると推測される(年率+4~5%の成長を当調査部では推定)。

また、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、中期的には年率 3%前後の伸びを予測している。

- ◆日本における基幹業務ソフトのクラウド市場でのポテンシャルは、依然大きい。

米国ではクラウドの基幹系システムの利用が、日本より数年進んでいるといわれている。日本における普及率は米国の 1/2~1/3 倍であり(出所: 総務省情報通信白書等)、今後の成長ポテンシャルは大きいと考えられる。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 10~20%前後の高い成長が期待できる。

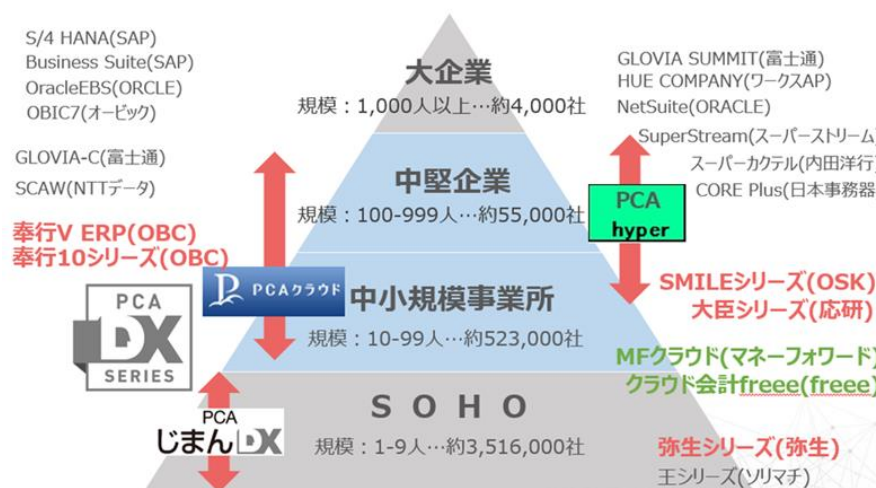
◆同業他社比較

＜業界のポジショニングと主なプレーヤー＞

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

図表 15 は、顧客層別に業界のポジショニングと主なプレーヤーを示した概略図である。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 15】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

- ◆ライバルは、OBC、MJS、弥生、応研、OSK。

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、東証プライム上場、コード番号:4733、以下同様)と、間接的にはミロック情報サービス(MJS、東証プライム上場: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類似し、最大のライバルである。

また、未上場企業では、以下がオンプレ、クラウドいずれにおいても、主な直接の競合先である。

- ・弥生株式会社～Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. (以下、KKR) がオリックス株式会社(東証プライム上場:8591)から買収。2022/9 期売上高:221 億円、従業員数 850 名、登録ユーザー数:280 万超。
- ・応研株式会社～大臣シリーズが主な製品、独立系。2022/12 期売上高 52.4 億円、従業員数 340 名。
- ・株式会社 OSK～SMILE シリーズが主な製品、大塚商会の 100% 子会社。2022/12 期の売上高 95 億円、純利益 12.4 億円、従業員数 468 名。

- ◆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。

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。

◆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、弥生とも競合。

◆利益率や資産効率は、改善傾向にあるが、前期は低下。

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主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が主で、同社とは限定されたセグメントでバッティングする。

＜上場する同業3社の収益性の比較＞

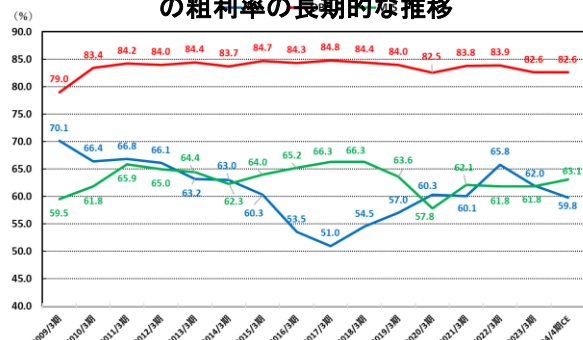
同業の上場3社(同社、OBC、MJS)の粗利率、営業利益率の長期的な推移を比較したものが図表16、及び図表17である。同社と比較するとOBC及びMJSは両比率とも安定している。これはビジネスモデル、売上構成の差異、スケールメリットの差(OBCやMJSは、それぞれ同社売上高の約2.6倍、3.2倍、営業利益もそれぞれ約11.4倍、約4.7倍、前期実績基準)が背景にあるものと思われる。

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、特需の反動期を除けば、利益率は改善し安定しつつある。

同社のROA、ROEの推移を示した図表18を見ると、近年、増益により著しい改善が見られた。しかし、2023/3期実績は大幅な減益により、ROA:ROEの順に、PCAは4.5%:5.1%に対し、OBC9.0%:8.0%、MJS13.1%:16.2%と、他社を下回った。

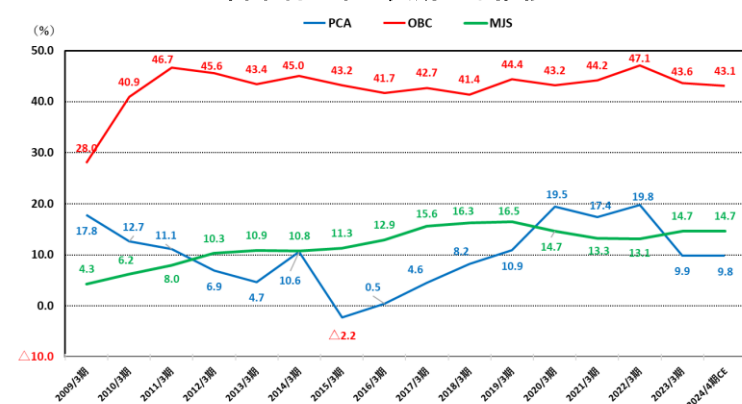
また、参考までにP25-図表19に、3社の概要を比較した。

【図表16】上場大手3社(同社、OBC、MJS)の粗利率の長期的な推移

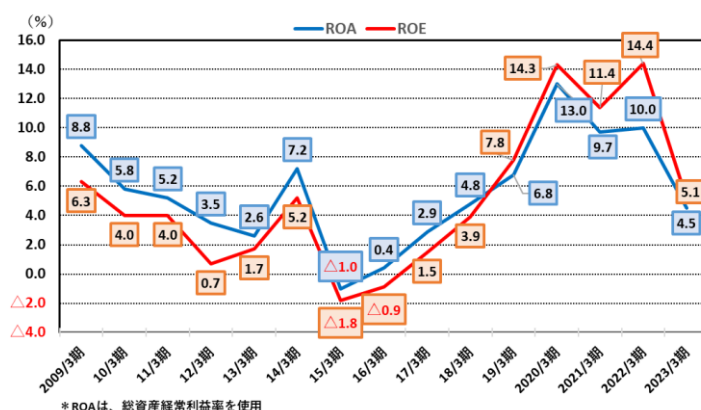


(出所) 図表16~18: 有価証券報告書より、アルファ・ウイン調査部が作成。予想は会社計画

【図表17】上場大手3社(同社、OBC、MJS)の営業利益率の長期的な推移



【図表18】同社のROA、及びROEの推移



* ROAは、総資産経常利益率を使用

【 図表 19 】 同業 3 社の概要比較

社名	ピー・シー・エー (PCA)	オービックビジネス コンサルタント(OBC)	ミロク情報サービス(MJS)
コード(東証プライム上場)	9629	4733	9928
特徴	中小企業向けを主とする基幹業務パッケージソフトなどの開発販売、同業界大手。クラウドでは先行。公益法人向けでは業界トップ	中小企業向け業務パッケージソフトなどの開発・販売、W95/NT等(OS)の導入期に急成長し同業界トップクラスへ。高収益体質、利益金額では同業界最大手。財務会計、給与・人事・就業パッケージソフトでNo.1	会計事務所向けソフトではシェア25%でトップ。近年、中堅・中小企業向けソフト開発販売などにも注力。売上高では、3社内では最大手
設立	1980年8月	1980年12月	1977年1月
上場	1994年3月	1999年10月	1992年8月
売上区分・構成 (PCA、OBC、MJS:2023/3期)	・クラウドサービス 45.9% ・保守サービス 25.6% ・製品 8.9% ・商品 4.4% ・ソリューション 15.2%	・プロダクト 54.2% (うちソリューションテクノロジー 44.7%) (うち関連製品 9.5%) ・サービス 45.8%	・サービス収入 34.3%(総合保守) ・システム導入契約売上高 57.0% (ソフトウェア 33.3%) (ユーソウェア 14.2%) (ハードウェア 8.6%) ・その他 8.6%
販売方法	直販2割、販社・メーカー経由の間接販売8割	販社・メーカー等の間接販売がほぼ100%	直接販売がほぼ100%。一般企業には会計事務所の紹介による直接販売が大半
拠点数	営業所数13ヶ所、販売パートナー2,000社	営業所数11ヶ所、カスタマーサービス要員を配置、販売パートナー3,000社	全国31の営業・サポート拠点、また会計事務所が販売パートナー(紹介者)
アクティブユーザー数(概数)	20万社	20万社	会計事務所数8,400社 一般企業17万社
アクティブユーザー数に占める 保守サービスの加入割合	約70%	約80%	ほぼ100%
経営目標	2024中期経営計画(2023/3期～2025/3期) ・2023/3期:売上高130億円(実績129.8億円)、営業利益14億円(同13億円)、営業利益率10.7%(同9.9%) ・2024/3期:売上高147億円、営業利益14億円、営業利益率9.5% ・2025/3期:売上高150億円以上(内ストック売上高95億円以上)、営業利益25億円以上、営業利益率16%以上、ROE10%以上、DOE2.6%、配当性向30%	・収益面での指標を重視。売上高を伸ばしながら、営業利益率、経常利益率を維持、若しくは、高めることで高収益企業として成長し続ける。 ・需要に対応した新規販売の強化(新規販売の拡大、広告戦略) ・クラウド事業中心の戦略とカスタマーサクセス体制づくりを実行(既存顧客の維持)	新たに中期経営計画 Vision2025 を策定(2022/3期～2026/3期)。最終年度に売上高550億円(CAGR:10.7%)、経常利益125億円(同:27.2%)、過去最高売上高・経常利益を達成する計画、ROE20%超を目標。<既存ERP事業>デジタルマーケティングを取り込み、クラウド化・サブスクモデルへ転換し、安定収益確保・継続的成長を実現 <新規事業>デジタル・非対面時代に誰もが簡単に DX を実現できる統合型 DX プラットフォーム国内 No.1。
経営戦略、重点分野	・I、主力事業の収益基盤の確立:①クラウドビジネスの更なる広がり、PGAクラウドの強化・拡張。②ストック型ビジネスモデルへの転換促進。③デジタル・カスタマーサクセスの強化 ・II、新たなビジネスチャンスの創造:AIなどの要素技術の応用研究、新事業領域の発展、PGA Hubサービスの始動 ・III、安全・安心でニーズを先取りしたモノづくりの強化: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(開発体制を強化、PGA 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: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	重要な戦略 ・改正需要対応とDXクラウド:改正電子帳簿保存法とインボイス制度対応をクラウドによりDX化 ・Up to Cloud: 専行10サポート終了(2024/4末)による専行11(サブスク)の転換 ・V ERP SaaS: 中堅企業向けSaaSモデル「専行V ERPクラウド」をリリース ・価格戦略:世界情勢など外部環境の変化に対応するため価格改定	・会計事務所ネットワーク No.1 戦略 ・中堅・中小企業向け総合ソリューション・ビジネス戦略 ・統合型 DX プラットフォーム戦略(新規事業領域) ・クラウド・サブスク型ビジネスモデルへの転換 ・グループ連携強化によるグループ会社の独自成長促進 ・戦略実現を加速する人材力・経営基盤強化
主要な基幹業務ソフトの種類 または提供プロダクト数(概数)、サービス	・約26種類(製品名別総数、オプションも含む) ・自社プラットフォームで独自開発	・主力の専行シリーズ13種類 ・他のソフトを含めた製品別総数は約60～80種類 ・オンライン・クラウドともマイクロソフトのプラットフォームにフォーカスして開発	・会計事務所向けには1モジュール ・一般企業向けには6モジュール (各モジュール内に複数の業務種類別ソフトウェアがある)
売上(百万円) 今期会社予想	14,700	37,000	41,600
粗利率(%) 同予想	59.8	82.6	63.1
営業利益(百万円) 同予想	1,445	15,950	6,100
営業利益率(%) 同予想	9.8	43.1	14.7
EPS(同予想)、前期比(%)	4.8	5.3	8.8
純資産配当率(%) 実績	2.0	3.8	5.8
過去10年売上成長率 (2023/3期実績÷2013/3期実績:%)	71.9	99.1	98.2
同営業利益成長率(同上)	263.8	100.4	167.4
自己資本比率(%) 実績	56.9	78.0	53.0
全グループ正規従業員数(人) 実績	643	999	1,935
同従業員一人当たりの売上高(百万円/人)	22.9	37.0	21.5
同従業員一人当たりの営業利益(百万円/人)	2.2	16.0	3.2
ROE(%) 実績 A=B*C*D	5.1	8.0	16.2
売上高当期利益率(当期純利益/売上高:%) B	6.8	32.7	9.1
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) C	0.4	0.2	0.9
財務レバレッジ(総資産平均/自己資本平均:倍) D	1.7	1.3	1.9
ROA(経常利益/総資産:%) E=F*G	4.5	9.0	13.1
売上高経常利益率(%) 同実績 F	10.2	47.0	14.1
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) G	0.4	0.2	0.9

(出所) 決算短信・有価証券報告書からアルファ・ウイン調査部が作成。予想は会社計画。斜線は、2024/3 期会社予想数値、他は 2023/3 期実績値。

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

7. 前期の実績と今期の見通し

◆ 2023 年 3 月期(前期)決算

<概要>

- ◆ 前期決算は、微減収ながら利益は半減。

2023/3 期通期連結業績は、売上高 12,981 百万円(前年同期比△3.0%)、営業利益 1,288 百万円(同△51.5%)、経常利益 1,326 百万円(同△50.8%)、親会社株主に帰属する当期純利益 883 百万円(同△62.7%、以下、当期利益)と微減収ながら大幅な減益となった(図表 20)。

【図表 20】2023/3 期業績 (単位: 百万円、%)

通期業績	2022/3期	2023/3期	増減幅	増減率	2023/3期	実績-計画	実績/計画	2023/3期	実績-予想	実績/予想	2023/3期
単位: 百万円	実績	実績	YOY: 百万円	YOY: %	会社計画	差異: 百万円	差異: %	当期予想	差異: 百万円	差異: %	会社期初計画
連結売上	13,382	12,981	-401	-3.0	13,008	-27	-0.2	12,950	31	0.2	12,927
粗利	8,809	8,051	-758	-8.6	-	-	-	8,100	-49	-0.6	7,845
粗利率(%)	65.8	62.0	-3.8	-	-	-	-	62.5	-0.5	-	60.7
販売管理費	6,153	6,783	610	9.9	-	-	-	6,700	83	0.9	6,744
売上高販管比率(%)	46.0	52.1	6.1	-	-	-	-	51.7	0.4	-	52.2
営業利益	2,655	1,288	-1,367	-51.5	1,391	-103	-7.4	1,400	-112	-8.0	1,100
営業利益率(%)	19.8	9.9	-9.9	-	10.7	-0.8	-	10.8	-0.9	-	8.5
当期利益	2,367	883	-1,484	-62.7	808	75	9.3	800	83	10.4	639
当期利益率(%)	17.7	6.8	-10.9	-	6.2	0.6	-	6.2	0.6	-	4.9

(出所) 決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成。会社計画、当期予想は、直前の予想。

<事前予想との比較>

- ◆ 売上高は事前予想並みに着地、営業利益はやや下回る。

同社は、期初予想を 2023 年 1 月に上方修正したが、当期利益以外はこれをやや下回って着地した。会社の修正予想を、売上高は 27 百万円(計画比△0.2%)、営業利益は 103 百万円(同△7.4%)、経常利益は 100 百万円(同△7.0%) 下回った。一方、当期利益は 75 百万円(同+9.3%) 上回った。

なお、期初予想に対しては、売上高、各利益とも上回った(図表 20)。

また、会社予想と同水準と予想していた当調査部に対し、売上高は 31 百万円(予想比+0.2%) 上回ったものの、営業利益は 112 百万円(同△8.0%) 下回った。また、当期利益は、83 百万円(同+10.4%) 上回ったが、法人税等調整額の見積りの差異によると推測される。

<売上高>

- ◆ 2022/3 期は特需が発生。

2023/3 期(前期)の増減収要因は、P27-図表 21 の通りである。

2022/3 期(前々期)は、X シリーズのサポート終了(2021 年 12 月)に伴う更新需要(特需)が、同社推定で上期に 12 億、下期に 5 億円発生し、業績に大きく寄与した。

- ◆ 2023/3 期は特需の反動で製品の減収幅が大きい、他セグメントがカバー。

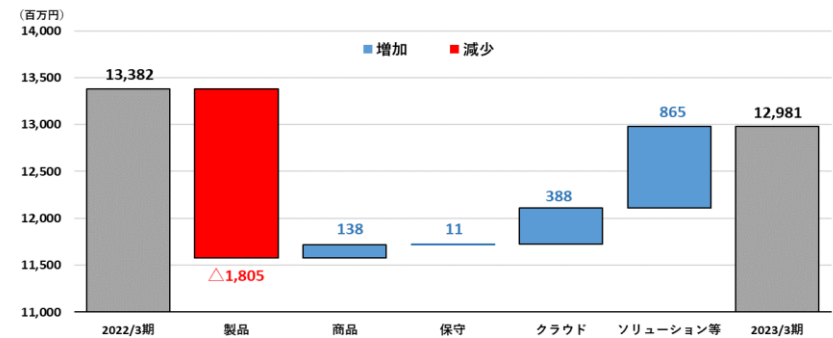
上記の特需の反動により 2023/3 期は、製品が大幅な減収(前期比で△1,805 百万円、△61.1%)となった。しかし、残る 4 セグメント(種類別区分)がいずれも増収となりこれをほぼカバーしたため、全社では 401 百万円(同△3.0%)の減収に留まった。

- ◆ ソリューションが回復し、クラウドは続伸。

2022/3 期は製品特需の対応のため、十分にリソースが配分できなかったソリューションの営業を、2023/3 期には強化した。この結果、ソリューショ

ンは前期比 865 百万円(同+78.4%)と大幅な増収となった。さらにクラウドも、388 百万円(同+7.0%)の増収となり寄与した。

【 図表 21 】 2023/3 期(前期)の種類別売上高の増減要因



(出所) 決算説明資料からアルファ・ウイン調査部が作成

＜クラウド＞

- ◆クラウドの導入法人数は、順調に増加。
- ◆一時期よりも導入法人増加数は鈍化するが、高い純増ペースを維持。
- ◆クラウドの増収率は、前期は低下。
- ◆導入法人当たりの平均単価は上昇トレンド。

PCA クラウド導入法人数は、2018/1/11 に 10,000 法人を達成した。その後、2019/3 月末で 12,070 法人、2020/3 月末で 14,327 法人(前年同期比+2,257)、2021/3 月末で 16,444 法人(同+2,117)、2022/3 月末で 19,152 法人(同+2,708、過去最大の純増数)、2023/3 月末で 21,022 法人(同+1,870)へと増加している(図表 22、当面の目標は 8 万法人)。

2023/3 期は、純増数が 2,000 法人を下回ったが、2022/3 期の製品特需の一部が、クラウドにも移行した反動と思われる。今期に入っても、月間の純増ペースは変わっておらず、高水準である。当面、年間 1,800～2,000 社前後の法人純増数を継続したい意向である。

また、クラウド売上高は、2019/3 期 2,452 百万円(前年同期比、+598 百万円、+32.3%、以下同順)→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(前々期)5,568 百万円(+1,511 百万円、+37.2%)→2023/3 期(前期)5,956 百万円(+388 百万円、+7.0%)と増加している。

クラウド売上高には、PCA Hub やサブスクも含まれているため、単純に比較できないが、一法人当たりの年間売上高(=年間売上高/期中平均の PCA クラウド導入法人数、単位;千円/社・年)を同期間で見ると増加傾向にある。

【 図表 22 】 クラウド導入法人数とクラウド売上高の推移(年度) (出所) 決算説明資料からアルファ・ウイン調査部が作成

年度	クラウド導入法人数	クラウド売上高	法人数(社)		売上高(百万円)		年平均単価	月平均単価
	単位: 社	単位: 百万円	増減率 (YOY)	増減数 (YOY)	増減率 (YOY)	増減額 (YOY)	千円/社・年	千円/社・月
2019/3期	12,070	2,452	15.0	1,570	32.3	598	217	18
2020/3期	14,327	3,374	18.7	2,257	37.6	922	256	21
2021/3期	16,444	4,057	14.8	2,117	20.2	683	264	22
2022/3期	19,152	5,568	16.5	2,708	37.2	1,511	313	26
2023/3期	21,022	5,956	9.8	1,870	7.0	388	297	25
2024/3期CE	非公表	7,285	—	—	22.3	1,329	—	—

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。

◆ストックビジネスの売上高構成比率は、約7割まで上昇。

◆契約負債残高も順調に積みあがる。

◆製品の減収と開発費を含めコストの増加が減益要因。粗利率は3.8ポイント低下。

◆粗利率の低下に加え、販管費率が上昇し営業利益率は約10ポイント低下。

<ストックビジネス>

同社の重要指標であるストック収入(保守サービス+クラウド合計売上高)が、全売上高に対する構成比率は、前々期の66.4%から前期には71.5%へと上昇した(以下同順)。これは、クラウドが増収となる一方、製品が減収となったためである。

因みに、契約負債残高(クラウド、保守サービスの前受金)は、2022/3期末の7,364百万円から2023/3期末には8,293百万円へと、929百万円(+12.6%)増加し、順調に積みあがっている。

<利益>

前期の連結営業利益の増減要因は、図表23の通りである。

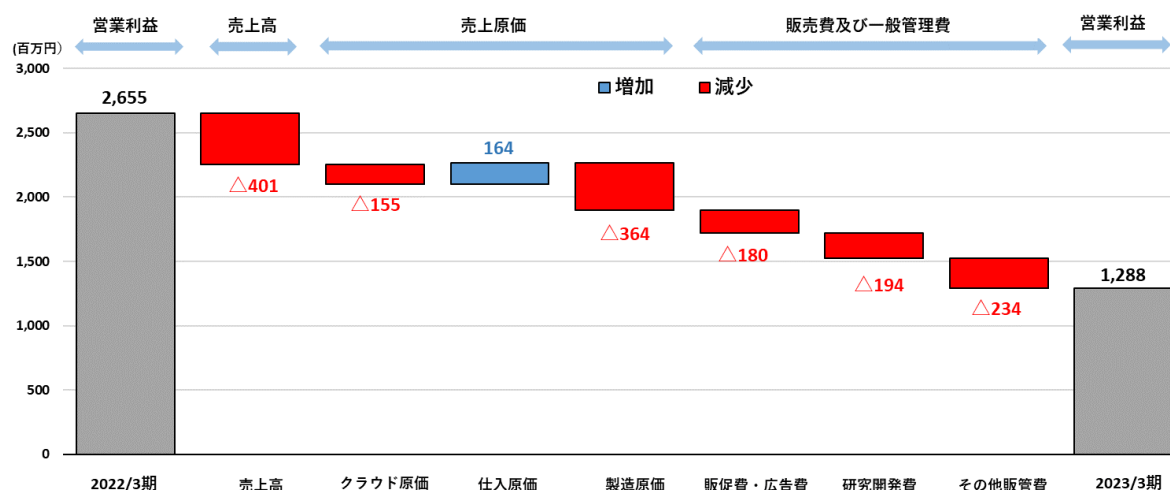
最大の減益要因は、製品の減収である。これに次ぎ労務費(前年同期比+1.7億円)や外注費(+3.8億円)等の増加による製造原価(+364百万円)や、クラウドの増収に伴うクラウド原価の上昇(+155百万円)により、粗利率は65.8%から62.0%へと3.8ポイント悪化した。

また、販管費では、研究開発費(419百万円⇒614百万円、約+194百万円)、その他販管費に含まれている人件費(3,287百万円⇒3,533百万円、+246百万円)に加えて、新型コロナが落ち着きつつある中で、営業を強化するために販促費・広告費(+180百万円)を積み増したことが、減益要因となった。

全社の減収率は前年同期比で△3.0%であったが、販管費は9.9%増加(+610百万円)したため、売上高販管費率は46.0%から52.1%へと6.1ポイント悪化した。

以上により、営業利益率は19.8%から9.9%に10ポイント近く低下した。

【図表23】2023/3期(前期)営業利益の増減要因



(出所) 決算説明資料からアルファ・ウイン調査部が作成

◆Q4 は減収減益、開発費用等を積み増し、販管費が急増。営業利益は赤字に。

◆Q4 の粗利率は低下、一方、販管費率は上昇し、営業利益率が約4ポイント低下。

◆四半期ベースでは、クラウドの導入法人純増数・売上高とも回復基調。

＜四半期別業績＞

四半期別に業績をみると、前期は Q1 から Q3 にわたり前年同期比で減収減益となったが、各四半期とも黒字を計上した(図表 24)。

しかし、Q4 は 6.5%の増収に転じたものの、営業利益段階から赤字となった。ただし、法人税等の調整により、Q4 も最終利益は黒字を維持した。

Q4 の粗利率は、前年同期の 62.4%から 60.2%へと 2.2 ポイント低下した。販管費は 1,926 百万円から 2,128 百万円へと増加し(前年同期比 +202 百万円、+10.4%)、販管費率も 59.5%から 61.7%へと 2.2 ポイント上昇した。この結果、Q4 の営業利益率は、+2.8%から△1.5%へと悪化した。

因みに 2022/3 期、並びに 2023/3 期の Q4 は、各期の Q1 から Q3 と比較すると販管費率が大きく上昇し、営業利益率が低下している(両期の Q1～Q3 の営業利益率の単純平均:25.3%、14.0%)。いずれも将来の成長に備え、開発費などの先行投資を、最終四半期に戦略的に積み増したことが、その主たる要因である。

なお、業績の鍵となる PCA クラウドは、四半期別の導入法人純増数、及び同売上高ともに回復しつつある(図表 25)。

【図表 24】2023/3 期(前期)の四半期別業績推移

実績	2022/3期							2023/3期						
	Q1	Q2	上期	Q3	Q4	下期	通期	Q1	Q2	上期	Q3	Q4	下期	通期
単位:百万円	(4-6月)	(7-9月)	2021年4-9月	(10-12月)	(1-3月)	2021年10-2022年3月		(4-6月)	(7-9月)	2022年4-9月	(10-12月)	(1-3月)	2022年10-2023年3月	
連結売上	3,328	3,281	6,609	3,535	3,238	6,773	13,382	2,954	3,209	6,163	3,370	3,448	6,818	12,981
製品	935	783	1,718	745	491	1,238	2,954	241	318	557	308	284	592	1,149
商品	85	82	167	190	82	272	439	108	114	222	210	145	355	577
保守サービス	820	826	1,646	833	837	1,070	3,316	838	850	1,688	800	839	1,639	3,327
クラウドサービス	1,255	1,340	2,595	1,449	1,524	2,973	5,568	1,381	1,499	2,880	1,512	1,584	3,096	5,956
その他営業収入	231	250	481	318	304	622	1,103	404	430	834	541	584	1,135	1,998
粗利	2,284	2,222	4,506	2,284	2,019	4,303	8,809	1,829	2,083	3,912	2,084	2,075	4,139	8,051
粗利率(%)	68.8	67.7	68.2	64.6	62.4	63.5	65.8	61.9	64.9	63.5	61.2	60.2	60.7	62.0
販売管理費	1,309	1,444	2,753	1,474	1,926	3,400	6,153	1,520	1,545	3,065	1,570	2,128	3,698	6,763
売上高販管比率(%)	39.3	44.0	41.7	41.7	59.5	50.2	46.0	51.5	48.1	49.7	46.6	61.7	54.2	52.1
営業利益	975	778	1,753	810	92	902	2,655	309	538	847	493	-52	441	1,288
営業利益率(%)	29.3	23.7	26.5	22.9	2.8	13.3	19.8	10.5	16.8	13.7	14.6	-1.5	6.5	9.9
経常利益	987	795	1,782	817	98	915	2,697	315	558	871	501	-48	455	1,326
経常利益率(%)	29.7	24.2	26.9	23.1	3.0	13.5	20.2	10.7	17.3	14.1	14.8	-1.3	6.7	10.2
当期利益	614	835	1,449	819	99	918	2,387	142	352	494	330	58	389	893
当期利益率(%)	18.4	25.4	21.9	23.2	3.1	13.6	17.7	4.8	11.0	8.0	9.8	1.7	5.7	6.8

(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

【図表 25】クラウド導入法人数とクラウド売上高の推移(四半期)

四半期	クラウド導入法人数	クラウド売上高	四半期別の法人数の増減(社)				四半期別の売上高の増減(百万円)			
	各月末累積、単位:社	各四半期、単位:百万円	増減率(YOY) %	増減数(YOY)	増減率(QOQ) %	増減数(QOQ)	増減率(YOY) %	増減額(YOY)	増減率(QOQ) %	増減額(QOQ)
2021/3月(Q4)	16,444	1,076	14.8	2,117	—	—	14.0	132	4.3	44
2021/6月(Q1)	非公表	1,255	—	—	—	—	31.1	298	16.6	179
2021/9月(Q2)	17,785	1,340	16.5	2,523	—	—	35.1	348	6.8	85
2021/12月(Q3)	18,578	1,449	—	—	4.5	793	40.4	417	8.1	109
2022/3月(Q4)	19,152	1,524	16.5	2,708	3.1	574	41.6	448	5.2	75
2022/6月(Q1)	19,441	1,361	—	—	1.5	289	8.4	106	-10.7	-163
2022/9月(Q2)	19,853	1,499	11.6	2,068	2.1	412	11.9	159	10.1	138
2022/12月(Q3)	20,466	1,512	10.2	1,888	3.1	613	4.3	63	0.9	13
2023/3月(Q4)	21,033	1,584	9.8	1,881	2.8	567	3.9	60	4.8	72

(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

◆ 今期は、二桁の増収・営業増益を予想。

◆ 上期予想は非公表。

◆ ピー・シー・エーの 2024 年 3 月期(今期)業績予想
＜通期業績予想の概要＞

同社は、2024/3 期(今期)の通期業績の予想を発表した。売上高 14,700 百万円(前期比+13.2%)、営業利益 1,445 百万円(同+12.2%)、経常利益 1,478 百万円(同+11.4%)、当期純利益 925 百万円(+4.8%)と、二桁の増収・営業増益を見込んでいる(図表 26)。

なお、最終利益目標を達成するため、内外の状況の変化に合わせて経費の執行等を促進、あるいは抑制する可能性があり、予想することが困難であることなどから、第 2 四半期累計期間(上期)の連結業績予想は、今期も非公表としている。

【 図表 26 】 今期の業績予想 (会社計画と当調査部予想)

連 結 (単位: 百万円)		2023年3月期	2024年3月期: 会社予想			2024年3月期: 当部新予想		
		新収益認識基準	新収益認識基準	YOY: 増減額/差	YOY: 増減率	新収益認識基準	YOY: 増減額/差	YOY: 増減率
売上高		12,981	14,700	1,719	13.2%	14,700	1,719	13.2%
種別別売上高	製品	1,149	1,403	254	22.1%	1,450	301	26.2%
	商品	577	547	-30	-5.2%	540	-37	-6.4%
	保守サービス	3,327	3,359	32	1.0%	3,360	33	1.0%
	クラウドサービス	5,956	7,282	1,326	22.3%	7,200	1,244	20.9%
	その他営業収入	1,969	2,107	138	7.0%	2,150	181	9.2%
売上総利益		8,051	8,797	746	9.3%	9,000	949	11.8%
売上高総利益率		62.0%	59.8%	-2.2%		61.2%	-0.8%	
販売管理費		6,763	7,351	588	8.7%	7,550	787	11.6%
販管費比率		52.1%	50.0%	-2.1%		51.4%	-0.7%	
営業利益		1,288	1,445	157	12.2%	1,450	162	12.6%
営業利益率		9.9%	9.8%	-0.1%		9.9%	-0.1%	
経常利益		1,326	1,478	152	11.4%	1,480	154	11.6%
経常利益率		10.2%	10.1%	-0.2%		10.1%	-0.1%	
親会社株主に帰属する当期純利益		883	925	42	4.8%	925	42	4.8%
当期純利益率		6.8%	6.3%	-0.5%		6.3%	-0.5%	
1株当たり年間配当金(円)		17.0	17.0	0.0		17.0		

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。

◆ 全体的な価格改定を実施予定。

◆ 製品特需の反動減が消え、クラウドとソリューションが続伸し、製品売上高の回復を想定。

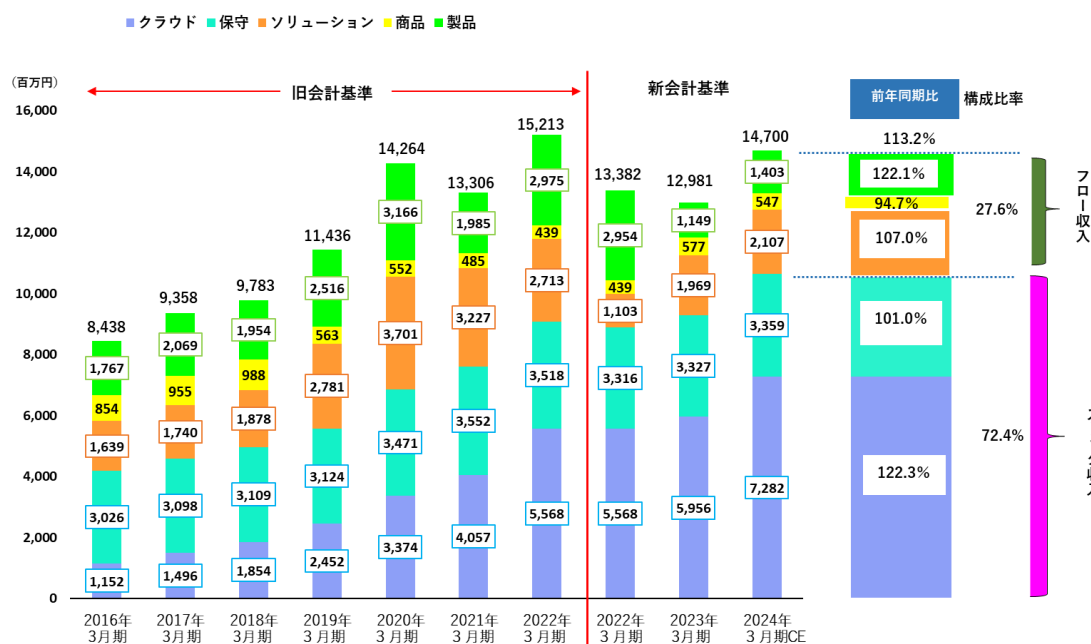
＜通期業績予想の概要(売上高)＞

今期は、クラウドの増収、並びに製品・サービスなど全体的な価格改定(7 月に予定、値上率は非公表)、Hub シリーズの販売により、全社では前期比で、1,719 百万円(+13.2%)の増収を見込んでいる。

品目別ではクラウドが 1,326 百万円(同+22.3%)の増収と、全体の予想増収幅の 77%を占める見込みである。次いで前期の特需による反動減がなくなり、製品売上高が 254 百万円(同+22.1%)、ソリューションも 138 百万円(同+7.0%)増加する見込みであり、増収寄与度はそれぞれ、15%、8%となる(P31-図表 27)。この結果、ストック売上高の比率は、72.4%まで高まる計画である。

また、構造的な変化から商品(ペーパーレス、デジタル化)については、5.3%の減収を、保守(クラウドへのシフト)は 1.0%の微増収を計画している。

【図表 27】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、アルファ・ウイン調査部が加工し作成(前年同期比を一部修正)。売上高予想(金額)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期以降、「新収益認識基準」等が適用され、2022/3期は旧基準と新基準の売上高予想が発表されている。構成比率は、2024/3期の会社予想ベース。

<通期業績予想の概要(利益)>

今期連結営業利益の増減益分析(前期比)の予想は、P32-図表 28 の通りである。

◆新製品の開発投資などの先行投資負担を、増収で吸収し増益を予想

PCA Hub シリーズなど、次期の成長に向けた製品開発を強化するため、売上高原価(前年同期比、以下同様、労務費: +1.8 億円、外注費: +6.6 億円)、研究開発費(+285 百万円)、その他販管費(システム利用料・賃料など+332 百万円)が増加する。しかし、増収効果(+1,719 百万円)がこれらを全て吸収し、増益を予想している。

◆粗利率・販管費率ともに低下し、営業利益率はほぼ横ばいの見通し。

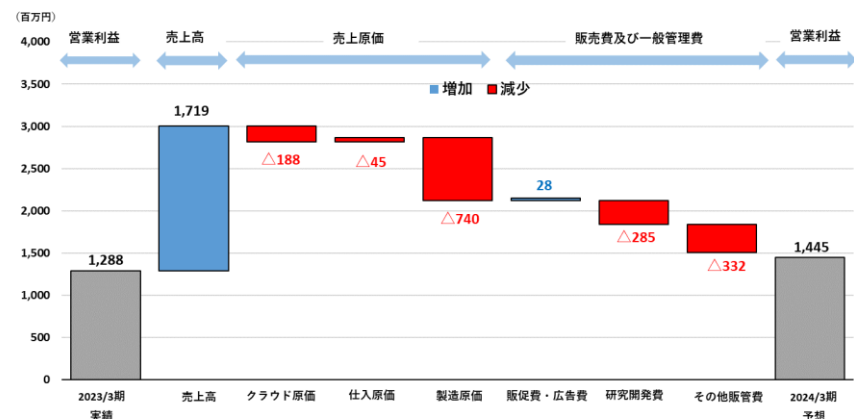
粗利率は前期、今期の順に(以下同様)、62.0%から59.8%へ2.2ポイント悪化する計画である。しかし、販管費の伸び率を前期比+8.7%と、増収率(+13.2%)を下回る水準に抑えることから、販管費率は52.1%から50.0%へ2.1ポイント低下する。

◆先行投資負担から、増益率は増収率並み。

この結果、営業利益率は9.9%から9.8%へと、0.1ポイントの低下に留まるとしている。限界利益率が高いビジネスモデルであるが、先行投資負担から今期は増収率と増益率がほぼ同水準になる計画である。

今期も営業外損益、特別損益に、特段の項目の発生を見込んでいない。

【図表 28】2024/3 期(今期) 営業利益の増減要因予想(会社計画)



(出所)決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2024 年 3 月期(今期)業績予想<概要>

当調査部では今期の業績予想を、前期の実績と今期の会社計画、現況を踏まえ見直した(P30-図表 26)。

売上高を従来見通し(2023 年 2 月レポート発行時)の 14,310 百万円から会社計画と同じ 14,700 百万円に上方修正する一方、利益を下方修正し、会社計画と同水準まで引き下げた。

収益面では、開発投資や人員の拡大などの高水準の先行投資が継続し、加えてインフレによるコストの増加が想定以上であり、利益率の見直しを減額修正した。

会社計画の売上高や利益率は概ね妥当と考えられ、値上げとコストコントロールにより、達成する可能性はあると考えている。

なお、クラウドセグメントの増収幅や増収率の会社前提は高いが、値上げ効果と、PCA Hub シリーズ(既存製品の拡販、新製品の投入)、並びにサブスクの増収が見込まれていると推定される。

<リスク要因と変動要因>

◆ 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。

◆ サブスクリプションビジネスがコアであり、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。

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、世界的な景気後退、国内の金融緩和の修正により、ユーザー企業等の業績と IT 投資マインドが悪化し、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。

但し、同社グループの既存サービスは、安定したサブスクリプションビジネスがコアであり、また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、加えて企業や社会のデジタル化や働き方改革の恩恵を受ける。今期は、日本企業の業績は下期を中心に堅調に推移すると予想されており、マクロによるリスクは限定的と思われる。

◆コスト増、競合激化、クラウドの成長率鈍化がリスクファクター。

なお、労務費・人件費・外注費などの上昇によるコストの増加、クラウドビジネスにおける同業他社との競合激化による成長率の鈍化が、リスクとしては挙げられる。

◆新ビジネスの収益化が課題。

また、予算上は大きくは見積もってはいないと思われるが、PCA Hub、PCA サブスクやヘルスケア、hyper、などの新サービスの提供、顧客開拓、拡販が、想定通り進まない可能性があり、新ビジネスの収益化が課題である。特に、ドリームホップの赤字は継続、あるいは拡大していると推測され、抜本的な経営改革の実施が待たれる。

◆今期の特需の有無や、中長期的には M&A に注目。

その他の変動要因としては、インボイス制度(2023 年 10 月)や電子帳簿法の改正(2024 年 1 月)による同社業績へのインパクトである。現状では、大きな特需が発生するとは予想していないが、制度導入前後の短期間で需要が大きく変動する可能性もあり、売上高と収益に与える影響(特にアップサイド)を注視したい。

また、新たな M&A が行われれば、その成否が企業業績の変動要因となる。

8. 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、前年度からスタートした新中期経営計画（2023/3 期～2025/3 期）を発表している。中期基本方針を、【長期的かつ安定的な事業の継続・発展を目指した事業基盤の確立と企業体質の変革を進める】とし、【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。

- ◆4 つの重点施策を実行中。

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 29 のⅠ～Ⅳの 4 項目を重点施策として挙げている。なお、実施状況を右列に示した。

【図表 29】新中計の成長戦略と重点施策、並びに進捗状況

中期経営計画のテーマ（2023/3～2025/3期）	重点施策	実施状況
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。	・既存顧客のクラウド移行やデジタルマーケティングの注力などで新規顧客獲得を図る。上半期はXシリーズのサポート終了特需の反動減の影響があったものの下半期は需要も回復。
2. ストック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。	・新規案件や既存顧客の買い替え案件はサブスクリプション版やクラウドを推奨し、保守未契約の顧客にはインボイス制度施行を見据えた保守加入の推奨を実施。
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。	・デジタル広告等からHPへのアクセスがあった潜在顧客に対し、対応を強化したことで獲得リード、体験版利用、案件創出など前年越え。
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＞ AI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）。	・AI等の応用研究：AI-OCRのモジュールを活用した仕訳伝票の自動入力サービスをPCA Hub eDOCのオプションとして2022年11月に提供開始。読み取り画像以外からの入力への応用を調査中。 ・新事業領域の発掘：プロダクト連携するアライアンスパートナーの開拓や、業務提携、M&A等の検討の活動を通じて新事業領域の発掘を継続して実施中。現状、目立った成果には至っていないが今後も活動は継続。 ・PCA Hubサービスの始動：予定した「給与明細」、「取引明細」の新サービスは2023年3月に提供開始。次サービスに向けた調査と予算化を年度内に実施し、44期開発計画に反映。
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）。	・Digital（電帳法）：2022年1月にPCA財務会計シリーズが取得したJ1IMA認証は「PCA商魂・商管シリーズ」が2022年11月、「PCA Hub eDOC」が2023年1月にそれぞれ取得し、電子帳簿保存法等の法的要件を満たした運用が可能。固定資産など他サービスも順次対応予定。 ・Service（サービス開発・アジャイル）：開発・検査の一体運用による早期工程からの検査実施で全体の工数短縮化や、Hubシリーズでのサービス開発手法を実践中。 ・Modern（ブラウザ対応）：既存のWindows版主体からブラウザ版でのサービス提供を見据えた開発体制の更なる強化を推進中。
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。	・DX推進基盤の構築・活用：新顧客管理システムへ昨年10月に移行、同一システム内で潜在顧客や販売チャネル情報も共有でき、新規顧客獲得の向上や既存顧客の離脱抑制につながる活用を推進。 ・ITガバナンス・セキュリティ：ITシステム・セキュリティのルールを改訂強化し、社員、パート、派遣社員やグループ会社など広くセキュリティ研修を実施。 ・多様な人材が活躍できる体制構築：新型コロナ対策でテレワークの環境や勤務制度を構築。

(出所) 決算説明会資料を基に、アルファ・ウイン調査部が整理、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。**

(注 16)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。

- ◆ **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。**

- ◆ **現状では売上高関連の目標は達成可能だが、利益関連の目標は高いハードル。**

重点施策は、基本的に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た上で、開発・サービス体制を増強し、電子化・デジタル化による中小企業の業務の DX ^{注 16} を支援する。

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方針である。

◆ 目標となる経営指標

＜新中計の目標数値＞

今中計の数値目標（最終年度＝2025/3 期・来期の目標）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 項目を設定した（図表 30）。以後、変更はない。

売上高に関する 2 項目を除いていずれも、過去の特需期等に達成した数値であり、当初は達成可能な目標であると思われる。

しかし、今期の業績予想と最終年度（来期）の目標を比較すると、売上高、及び配当性向を除き大きく乖離している。特に、目標とする連結営業利益、ROE、DOE の達成は、現実的にはハードルが高い。

【図表 30】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	2024/3期: 同社計画	過去最高
業績	・ 連結売上高	150億円以上	147億円	142.7億円(2020/3期)
	・ 内、ストックビジネス（保守・クラウド）売上高	95億円以上	106.4億円	92.8億円(2023/3期)
	・ 連結営業利益	25億円以上	14.5億円	27.8億円(2020/3期)
	・ 連結営業利益率	16%以上	9.8%	直近10年内、19.8%(2022/3期) 最長期間での判明分: 28.5%(1999/3期)
資本効率	・ ROE	10%以上	5.2%(当部の推計)	14.4%(2022/3期)
株主還元	・ DOE	2.5%	1.9%(当部の推計)	
	・ 配当性向	30.0%	36.7%	

(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。計画は会社発表。(備考) 単位未満は、四捨五入

- ◆ **中期業績の見通しを修正。**

- ◆ **今期以降、経済活動が正常化する前提。**

◆ 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、新たに来々期(2026/3 期)の業績予想を付け加え、今期を含む 3 期間の中期業績予想を作成した(P37-図表 31)。今来期の業績予想については、前回の利益予想を下方修正した。

＜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低下傾向にあり、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、税制や会計基準、製品のバージョンなどの特需の発生は想定していない。

◆種類別の売上高や、コストの前提を再考。

＜売上高・経費・利益の前提＞

製品・クラウド・その他を中心に種類別の売上高や、コストの前提を再考した。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予想は継続する。

◆営業利益率は、前期比で逡増していくと予想。

一方、クラウド売上高の増収(年率 15~20%程度の成長)とそのウエイト増に伴うプロダクトミックスの良化や、各種ビジネスのサブスクリプション・モデルへの移行、合理化の推進により、ある程度のコントロールが可能で、販管費率はやや低減し、営業利益率は逡増する前提とした。この結果、主に増収効果により増益になると予想した。

◆引き続きクラウドと就業管理ソフトが成長ドライバー。

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。

加えて、コロナの収束による顧客に対するオンサイトでのサポート、対面での営業も平常通りに可能になると思われる。

また、現在進めている新たなビジネス(苦戦中のメンタルヘルス PCA サブスク、Hyper)を軌道にのせ収益化できれば、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。

◆来期予想を下方修正。

＜来期(2025/3 期)予想＞

来期は当調査部の旧予想に対して、売上高 15,520 百万円の予想を据え置く一方、営業利益 2,550 百万円→1,550 百万円、経常利益 1,890 百万円→1,570 百万円、当期利益 1,130 百万円→980 百万円へと下方修正した。

◆値上げはフル寄与するが、コスト高も継続。

売上高は、値上げのフル寄与(今期は 7 月の値上げ予定のため約 9 ヶ月間のみ寄与)と、クラウド・製品・ソリューションともに、順調な伸びが期待できるが、来期も高水準の先行投資とインフレによるコスト高が継続する可能性があり、これを業績予想に反映した。

◆来期も増収増益による増配を予想。

来期の業績予想を下方修正はしたものの、2024/3 期の当部の新予想に対し、5.6%の増収、6.9%の営業増益と、来期も増収増益を維持すると予想している。また、一株当たり配当金を今期予想に対し 1 円増配し 18 円と予想した。

◆当部予想は、中期経営計画の目標を下回る水準。

なお、同社の中期経営計画の目標数値である、売上高 15,000 を同部予想は 520 百万円上回る一方、営業利益 2,500 百万円を 950 百万円下回る予想となる。利益目標の達成には、特需の発生、またはコストの思い切った削減が必要になるろう。

◆来々期も増収・増益・増配を予想。

◆クラウド等の成長持続で、増収増益基調を予想。

◆中期的な利益成長率予想を下方修正。コスト増と新製品・新サービスの収益化の遅れを業績に反映。

◆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。

＜来々期(2026/3期)予想＞

来々期となる2026/3期の予想を、新たに付け加えた。売上高は16,500百万円と前期比6.3%の増収、営業利益は1,650百万円、当期利益は1,040百万円と、ともに約6%の増益と予想した。
また、一株当たりの予想配当金を、2025/3期比1円増配の19円とした。

＜中長期利益の成長率予想＞

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、限界利益率の高いストック型の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。

中期的(今期以降の2~3年間)には、クラウドの増収に支えられ、同二桁の利益成長を見込んでいた。しかし、次の成長に向けた先行投資の水準、並びに期間、インフレによる一般のコストの増加が想定以上であり、かつ新ビジネスの収益への寄与が遅れていることから、5~8%の成長へと修正した。

また、長期的には先行投資が一服し、特需を除いた平準化ベースでは、サブスクリプションビジネスが牽引し、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%)を予想しており変更はない。今後は、収益に寄与する新規の成長ビジネスの発掘と育成が、今後の同社の成長率に影響を及ぼすと思われる。

【図表31】中期の業績予想

	単位: 百万円、%	2022/3期	2023/3期	2024/3期CE	2024/3期・新E	2025/3期・新E	2026/3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		13,382	12,981	14,700	14,700	15,520	16,500	15,000	12,950	14,310	15,520
種類別	製品	2,954	1,149	1,403	1,450	1,500	1,600		1,300	1,450	1,500
	商品	439	577	547	540	530	520		400	360	320
	保守サービス	3,316	3,327	3,359	3,360	3,370	3,380		3,250	3,150	3,000
	クラウドサービス	5,568	5,956	7,282	7,200	8,100	9,100	9,500	6,200	7,400	8,700
	その他営業収入	1,103	1,969	2,107	2,150	2,020	1,900		1,800	1,950	2,000
売上総利益		8,808	8,051	8,797	9,000	9,600	10,100		8,100	8,870	9,700
売上総利益率	(対売上高比)	65.8%	62.0%	59.8%	61.2%	61.9%	61.2%		62.5%	62.0%	62.5%
販管費		6,153	6,763	7,351	7,550	8,050	8,450		6,700	7,000	7,150
販管費率	(対売上高比)	46.0%	52.1%	50.0%	51.4%	51.9%	51.2%		51.7%	48.9%	46.1%
営業利益		2,655	1,288	1,445	1,450	1,550	1,650	2,500	1,400	1,870	2,550
営業利益率	(対売上高比)	19.8%	9.9%	9.8%	9.9%	10.0%	10.0%	16.7%	10.8%	13.1%	16.4%
経常利益		2,697	1,326	1,478	1,480	1,570	1,670		1,420	1,890	2,570
経常利益率	(対売上高比)	20.2%	10.2%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%		11.0%	13.2%	16.6%
当期純利益		2,367	883	925	925	980	1,040		800	1,130	1,550
当期純利益率	(対売上高比)	17.7%	6.8%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%		6.2%	7.9%	10.0%
売上高(YOY: 伸率)		0.6%	-3.0%	13.2%	13.2%	5.6%	6.3%		-3.2%	10.5%	8.5%
種類別	製品	48.8%	-61.1%	22.1%	26.2%	3.4%	6.7%		-56.0%	11.5%	3.4%
	商品	-9.5%	31.4%	-5.2%	-6.4%	-1.9%	-1.9%		-8.9%	-10.0%	-11.1%
	保守サービス	-6.6%	0.3%	1.0%	1.0%	0.3%	0.3%		-2.0%	-3.1%	-4.8%
	クラウドサービス	37.2%	7.0%	22.3%	20.9%	12.5%	12.3%		11.4%	19.4%	17.6%
	その他営業収入	-65.8%	78.5%	7.0%	9.2%	-6.0%	-5.9%		63.2%	8.3%	2.6%
売上総利益率(前期との差異)		5.7%	-3.8%	-2.2%	-0.8%	0.6%	-0.6%		-3.3%	-0.5%	0.5%
販管費(伸率)		8.2%	9.9%	8.7%	11.6%	6.6%	5.0%		8.9%	4.5%	2.1%
営業利益(伸率)		7.6%	13.3%	12.2%	12.6%	6.9%	6.5%	16.0%	-47.3%	33.6%	36.4%
経常利益(伸率)		14.7%	-51.5%	11.4%	11.6%	6.1%	6.4%		-47.3%	33.1%	36.0%
当期純利益(伸率)		14.1%	-50.0%	4.8%	4.8%	5.9%	6.1%		-66.2%	41.3%	37.2%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。CEは会社計画、Eは当部予想。

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 分析を更新し、結果を図表 32 に列挙した。

【図表 32】SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・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、ノウハウ・PGAクラウド導入法人数は21千法人超) ・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) ・実績がある豊富な製品ラインナップ、オンプレミス・クラウド両面での製品・サービス提供力と開発力 ・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
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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、ウインドウズのOSや消費税率変更など)
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・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、低価格帯事業者の参入) ・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 ・外注費、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。赤文字は今回、追記・修正した部分

◆ 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。同市場は成長ポテンシャルが大きい。

◆ 次の柱となる新製品・サービスの育成が課題。

◆ イベントの前後で特需が発生し、事業のポラティリティが高まる。

強みを補足すると、長年の業歴と信頼性を背景に社名・製品・サービスの知名度が高く、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、製品やサービスへの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、安定性と継続性の高い課金型のビジネスモデルを確立している。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、及び経営の自由度を高めている。

一方で弱みを補足すると、次の大型の新製品・サービスや、中堅企業市場の開拓を模索中であり、十分なスケールメリットを享受できる事業を育成できていないことである。M&Aによりグループ入りした企業は、株式会社クロノスのような成功事例がある一方で、株式会社マックスシステムやKeepdata 株式会社のように、期待したシナジーが得られず売却している。

機会、または弱み(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、既存シリーズの製品サポートの終了や更新などのイベントがある場合には、特需が発生しその前後で業績のポラティリティが高まる傾向がある(今期の改正電子帳簿保存法の義務化やインボイス制度は、特需までのインパクトにはならない模様)。

- ◆ 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業者との競合状況が注目される。

◆ 株主還元、及び株主優待制度

＜配当方針＞

- ◆ 安定配当が基本。

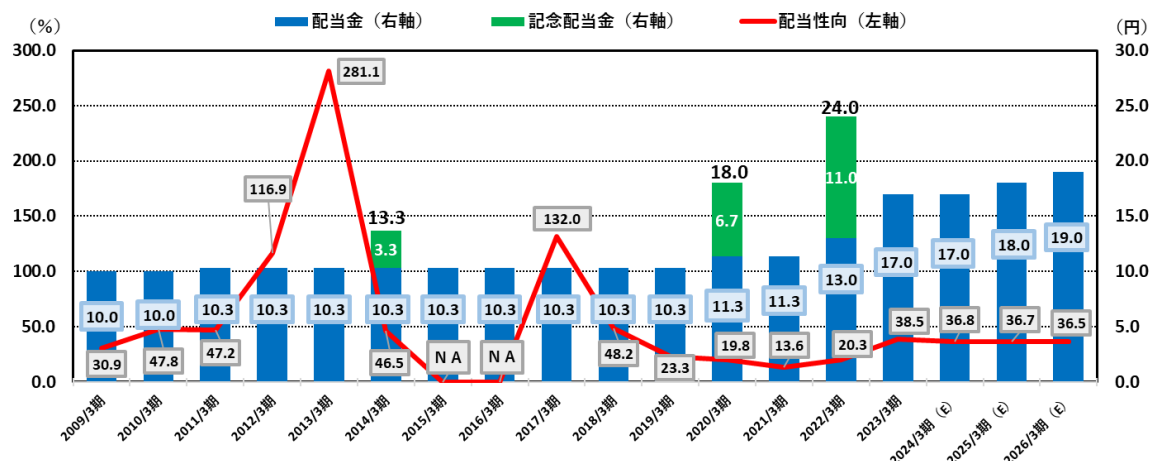
同社は、効率的な企業経営のもと株主資本当期純利益率(ROE)の向上をはかり、安定的な配当の維持を基本としている。業績、及び配当性向等を総合的に考慮して配当水準を決定し、株主への利益還元を行う方針である。

- ◆ 普通配当ベースでは減配はなく、近年は増配傾向。

＜配当の実績＞

配当については、株式を店頭公開して以来、長らく普通配当は定額で、増減配はなかった。2020/3 期以降は、普通配当を徐々に増配する傾向にあり、加えて記念配当を実施している(図表 33)。

【図表 33】 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、

(備考) なお、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。(E)は当調査部予想。

- ◆ 前期に増配(普通配当)、今期も年間17円/株を継続。

2011/3 期以降は記念配当を除く普通配当(株式分割を遡及して修正済、以下同様)では、一株当たり年 10.3 円を継続していたが、2021/3 期に、1 円の増配を行い 11.3 円とした。さらに、2022/3 期には 13.0 円(+1.7 円)、2023/3 期には 17.0 円(+4.0 円)と連続して増配した。今期は前期と同じ 17.0 円を継続する計画である。この間、3 回にわたり記念配当も行った。

- ◆ 今期は目標の配当性向 30%を上回る見込み。

配当性向は 30%を目安としているが、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 期は、EPS が低下したものの、普通配当を増配し 38.5%と目標を上回った。今期も同社は、普通配当 17 円を継続し、36.7%(会社予想ベース)となる見込みである。また、株価 1,367 円(2023 年 6 月 23 日終値)で計算すると、今期の配当利回りは、約 1.2%となる。

- ◆純資産配当率(DOE)
2.5%が目標だが、今期
は下回る見込み。

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、2023/3 期は 2.0%、今期は当部推定で 1.9%前後と目標を下回る見通しである。

- ◆株主還元を強化する方向。

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。しかし、普通配当は増配トレンドにあり、株主還元については強化する方向にある。

- ◆株主優待を含めた実質的な年間利回りは(最大で)約 1.7%。

<配当利回り>

また、株主還元策の一つとして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 1,367 円とし 300 株保有すると仮定すると、配当 17 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、約 1.7%(最大値)となる(図表 34)。

同様の条件で同業 2 社の実質的な年間利回りを試算すると、OBC(4733 オービックビジネスコンサルタント)が約 1.9%(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 2.9%となる。

【図表 34】株主優待制度と実質利回り

保有株数(以上)	(未満)	株主優待(クオカード:円)	配当金:円	実質利回り(最大)%
300	900	2,000	17	1.73
900	1500	3,000	17	1.49
1,500		4,000	17	1.44

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

(備考) 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;1,367 円(2023 年 6 月 23 日終値)

<株式分割>

- ◆2021 年に株式分割、2022 年には株式消却を実施。

2000 年 5 月に 1:1.3 の分割が行なわれた。以来、約 10 年振りに 1:3 の株式分割を 2021 年 10 月 1 日に実施した。

<株式消却>

2022 年 12 月に自己保有株式約 3,001 千株のうち、1,100 千株の消却(消却前の発行済株式総数に対する割合 4.8%)を行った。

この結果、消却後の当社の発行済株式総数は 22,000 千株に減少し、保有する自己株式数は 2,001 千株(発行済株式総数に対する割合 9.1%)となった。

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

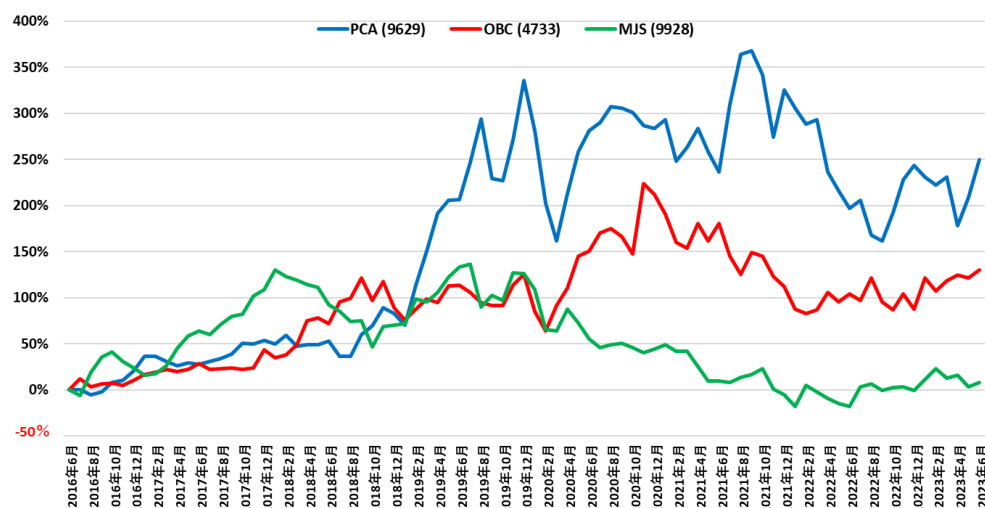
要約のページ(P3 の図表 C)に同社の過去約 7 年間の株価、及び TOPIX との相対株価を掲げた。同社の株価は、この間で約 3.7 倍に上昇する一方、TOPIX は 1.7 倍の上昇に留まり、TOPIX を著しくアウトパフォームしている。

また、2016 年 5 月以降の約 7 年間では、同業 3 社内(同社、並びに同業類似会社 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)で、同社のパフォーマンスが最も高い(図表 35)。

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

但し、年初来では OBC、及び TOPIX をアンダーパフォームしている。しかし、今期の決算予想発表後(直近の約 2 ヶ月)では、同業 2 社や TOPIX をアウトパフォームしている

【図表 35】 株価パフォーマンスの同業他社比較



(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

(備考) 2016 年 6 月末時点の株価を、基点:ゼロとしてグラフ化。2023 年 6 月 23 日の終値まで反映)

＜バリュエーション＞

- ◆ 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。

現在の同社の株価は、東証プライム市場の全銘柄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。

東証プライムの予想平均 PER15.42 に対し同社予想基準では 29.54(以下同順に)、実績 PBR 1.32 に対し 1.57、単純平均・予想配当利回り 2.28%に対し 1.24%となる(2023 年 6 月 23 日終値)。

- ◆ 上場する同業類似会社 2 社とバリュエーションを比較しても、割安感はない。

なお、当調査部の利益予想に基づく PER は、今期 29.6 倍、来期 27.9 倍、来々期 26.3 倍となる。

また、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、その他のバリュエーション(PER、EV/EBITDA、配当利回り、PSR)では、中位であり、絶対的な水準でも割安感はない(P42-図表 36)。

【図表 36】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(東証プライム市場)	9629	4733	9928
株価(2023/6/23終値)	1,367	5,270	1,575
時価総額(百万円)	30,074	397,379	54,820
PER(株価収益率)	29.5	34.1	11.5
PBR(株価純資産倍率)	1.6	2.8	1.9
配当利回り(%)	1.2	1.3	2.9
EV/EBITDA(倍)	7.6	16.1	4.9
PSR(株価売上高倍率)	2.3	11.8	1.3

(備考) 時価総額=発行済株式総数*時価(2023/6/23 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、減価償却、無形固定資産償却は 2023/3 期実績。営業利益は今期の会社予想。

PERの計算に用いた EPS は、全て 2024/3 期会社予想。PBRの計算に用いた BPS は 2023/3 実績。配当は今期の会社予想。

PSR=時価総額/売上高(会社予想)

(出所) アルファ・ウイン 調査部が、決算短信より作成

◆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。

両社とも比較可能なバリュエーションである PSR や PBR では、圧倒的に
割高である(未上場の弥生も同様)。

*マネーフォワード(東証プライム上場、コード番号:3994、以下同様)

・時価 5,753 円(6 月 23 日終値)で時価総額 3,101 億円

・2023 年 11 月期:会社予想売上高 28,565 百万円(レンジ公表のため平
均値、YOY+33.0%)、営業・当期利益予想は非公表(前期実績・当期純
損失△9,449 百万円)、無配。

・PSR:10.9 倍、PBR:10.1 倍

*フリー(freee、東証グロース:4478)

・株価 3,370 円(6 月 23 日終値)で時価総額 1,933 億円

・2023 年 6 月期:会社予想売上高 18,821 百万円(YOY+30.9%)、同調
整後営業利益△6,802~7,452 百万円、無配。

・PSR:10.3 倍、PBR:6.7 倍

*弥生(未上場)

・KKR による推定買収価格:約 2,500 億円(2021 年 12 月当時)

・2021/9 期売上高:21,193 百万円、経常利益:4,937 百万円、純資産
8,722 百万円

・PSR:11.3 倍、PBR:28.7 倍(2021/9 期実績基準、買収価格でのバリュエ
ーション)、推定 PER:74.4 倍(同基準で法人税率を 32%と仮定し試算)

＜今後の株価の見通し＞

国内では新型コロナに関する規制が緩和された一方、グローバルではウクライナ戦争の長期化やインフレ、金利の高止まりにより、依然、経済情勢には不透明さが残る。

◆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、働き方改革、メンタルヘルス」が注目テーマ。

◆来期以降も増収増益トレンドを予想。

◆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。

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

しかし、同社には、基幹(系)業務のパッケージソフトの保守、並びにクラウド化・サブスク化によるストックビジネスの強みと、その高い成長ポテンシャルがある。また、政府の掲げる働き方改革、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。

クラウド(勤務管理システムを含む)が牽引役となり、新規のビジネスが貢献すれば、同社は再び成長軌道に戻るものと当調査部では考えている。今期以降は、一旦は特需の反動減の影響がなくなり、増収・増益トレンドに回帰すると予想している。

また、コストコントロールを適正に行えば、今期の業績の下振れリスクは小さいと思われる。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EPS、並びに配当金の増加により、株価にはアップサイドポテンシャルがあると考えられる。

今後は、株価に影響を及ぼす可能性がある要因として、以下の点に注目したい。

- ① クラウドビジネスの動向(PCAクラウドの契約社数や、売上高の伸長率の変化)
- ② 買収したドリーム社、成長期待の高いクロノス社の業績動向、並びに注力中のPCA Hubの販売状況と収益への貢献
- ③ オンプレミスのサブスクリプション化(PCAサブスク)の進捗状況やハイパーの販売状況、その他の新製品・新サービス、新事業開発の進展、先行投資額、収益貢献度や競合状況
- ④ 中期経営計画の達成状況や中期的な利益成長率
- ⑤ 増配・自社株買い・株式分割などの株主還元策
- ⑥ M&Aや提携戦略の進展
- ⑦ 新たな税制・制度変更
- ⑧ 豊富なキャッシュの活用方法

以上