

アルファ・ウイン 企業調査レポート

ピー・シー・エー

(9629 東証一部) 発行日：2018/7/18

アルファ・ウイン 調査部

<http://www.awincap.com/>

● 要旨

事業内容

- ・ピー・シー・エー株式会社(以下、同社)は、基幹業務のパッケージソフトウェアに特化した独立系のソフトウェアメーカーで、同業界では専業大手である。
- ・同社は、公認会計士の有志により 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パッケージやクラウドにて提供している。「カスタム・ファースト」を標榜し、基幹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使命としている。

業績動向

- ・同社は、一時期の減収減益基調、赤字計上から急回復しつつあり、2018/3 通期は、前期比 4.5%の増収、及び各利益とも大幅増益となった。採算性の高いクラウド売上が伸長したほか、就業管理システムやソリューションの売上が拡大し、増収効果に加え積極的なコスト削減も寄与し利益率が改善した。
- ・2019/3 期は、前期比 7.2%の増収(10,486 百万円)、2.2%の営業増益(825 百万円)、33.5%の当期利益(588 百万円)の増益を会社は計画している。クラウド、就業管理システム等が引き続き牽引し、4 期連続の増収増益を見込む。但し、戦略的な先行投資負担のため営業増益率は小幅に留まる。

競争力

- ・同社は、約 20 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。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体制の構築ができること、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強みである。

経営戦略

- ・同社グループの経営戦略は、クラウド&スマートデバイス、ポストERP、業種特化であり、経営指標(KPI)として長期的に売上高 200 億円、純資産配当率 2.5%、クラウドユーザー 8 万社を掲げている。
- ・一方、次のステージでの成長ドライバーとなる新製品開発と収益率の向上が課題と思われる。新社長の下、コンセプトが公表された新中長期経営ビジョン後の具体的な施策と目標の発表が待たれる。

業績予想

- ・アルファ・ウイン調査部は、2019/3 期の売上高及び利益予想をほぼ会社予想並みとする。中期的には、クラウドビジネスが継続的に拡大するフェーズにあり増収、並びに利益率の改善が見込めるが、事業拡大や体制強化に伴う先行投資負担を考慮し、年率 5~6%の増益トレンドが継続すると判断している。

株価水準

- ・東証一部平均とバリュエーションを比較すると、同社の PER は約 20 倍と平均の約 15 倍を上回る。配当利回りは約 1.7%と平均並み、PBR は約 1.0 倍と平均の 1.3 倍を下回る。一方で、同業他社との比較では、ほとんどの指標で相対的に割安感が強い。

株主還元

- ・同社は、これまで継続的に安定配当を行ってきた。またクオカードの株主優待制度を考慮すれば、実質的な利回りは高まる。今後も、EPS を高め安定配当をしつつ、株主還元の拡充を図る方針である。

1/32

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

【 9629 ピー・シー・エー 業種：情報・通信 】

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)
2016/3		8,440	3.3	40	-	66	-	-93	-	-13.70	1,567.18	31.0
2017/3		9,360	10.9	432	957.9	463	593.6	160	-	23.49	1,568.59	31.0
2018/3		9,785	4.5	807	86.8	834	79.9	441	174.1	64.37	1,644.39	31.0
2019/3	CE	10,486	7.2	825	2.2	842	0.9	588	33.5	85.95	—	31.0
2019/3	E	10,400	6.3	850	5.3	875	4.9	600	35.9	87.50	1,701.09	31.0
2020/3	E	11,000	5.8	900	5.9	925	5.7	634	5.8	92.60	1,762.95	31.0
2021/3	E	11,680	6.2	950	5.6	975	5.4	669	5.5	97.60	1,829.80	31.0

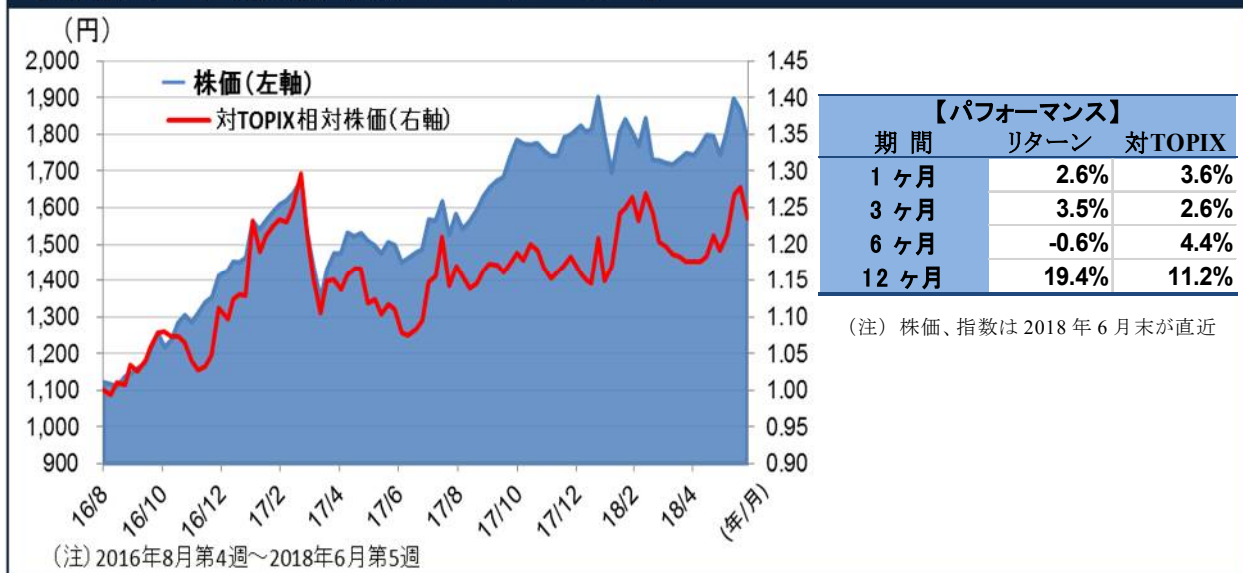
(注) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想

【 株価・バリュエーション指標：9629 ピー・シー・エー 】

項 目	2018/6/29	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,789	前期実績	27.8	1.1	1.7%	48.2%
発行済株式数 (千株)	7,700	今期予想	20.4	1.0	1.7%	35.4%
時価総額 (百万円)	13,775	来期予想	19.3	1.0	1.7%	33.5%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率	65.0%	前期ROE	3.9%	

(注) 予想はアルファ・ウイン調査部予想

【 株価チャート (週末値) 9629 ピー・シー・エー 】



目次

1. 会社概要	P4
基幹業務ソフトウェアの専業大手	P4
経営理念	P5
2. 事業内容とビジネスモデル	P6
業務の効率化に不可欠な基幹業務ソフトウェア	P6
継続性と限界利益率の高いビジネスモデル	P6
安定性と収益性の高いストックビジネスが拡大	P7
成長ドライバーであるクラウドビジネス	P8
3. 株主構成	P10
株主所有者別構成の推移	P10
上位株主構成	P10
4. ESG	P12
環境対応 (Environment)	P12
社会的責任 (Society)	P12
企業統治 (Governance)	P12
5. 成長の軌跡	P13
沿革	P13
過去の業績推移	P13
6. 業界環境	P16
基幹業務ソフトウェア市場の動向	P16
同業他社比較	P17
7. 前期業績と今期の見通し	P21
2018 年 3 月期（前期）通期決算	P21
ピー・シー・エーの 2019 年 3 月期（今期）業績予想	P23
アルファ・ウイン調査部の 2019 年 3 月期（今期）業績予想	P24
8. 成長戦略	P26
目標となる経営指標と重点分野	P26
新中長期経営ビジョン【PCA Vision 2030】	P26
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し	P27
9. アナリストの視点	P28
ピー・シー・エーの強みと課題	P28
株主還元及び株主優待制度	P29
株価に影響を与えうるファクター	P31

1. 会社概要

◆ 基幹業務ソフトウェアの專業大手

- ◆ 業歴約 38 年を有し、国内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。

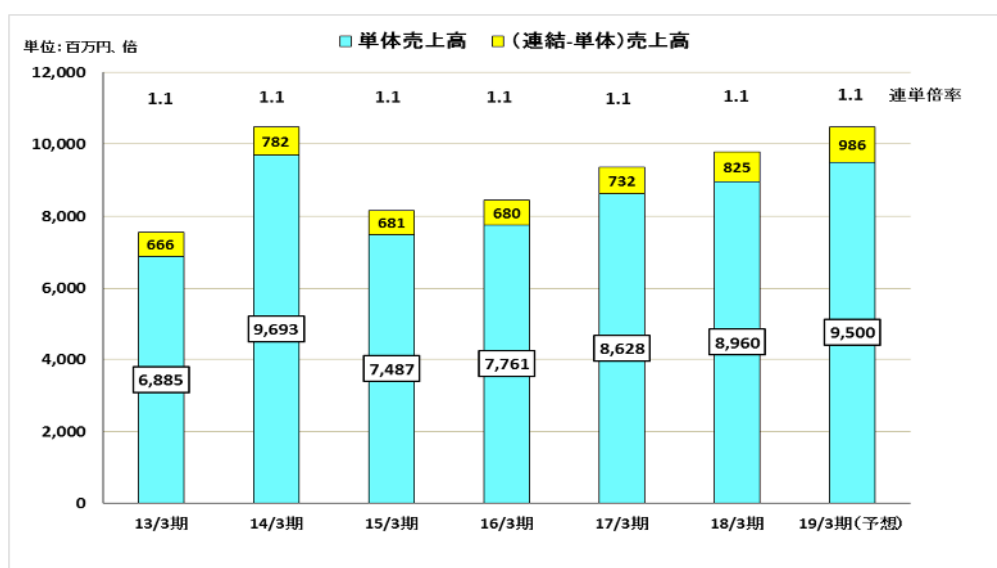
（注 1） 基幹業務システム：企業の情報システムのうち、業務内容と直接的に関わる財務会計、生産管理、販売や在庫管理、仕入、人事給与などを扱うシステム。バックオフィス系アプリケーションの総称を指す。基幹系システム【mission-critical system】とも呼ばれ、業務やサービスの中核となる重要なシステムである。

- ◆ 同社と子会社 3 社でグループを形成。売上高の連単倍率は、約 1.1 倍で安定。

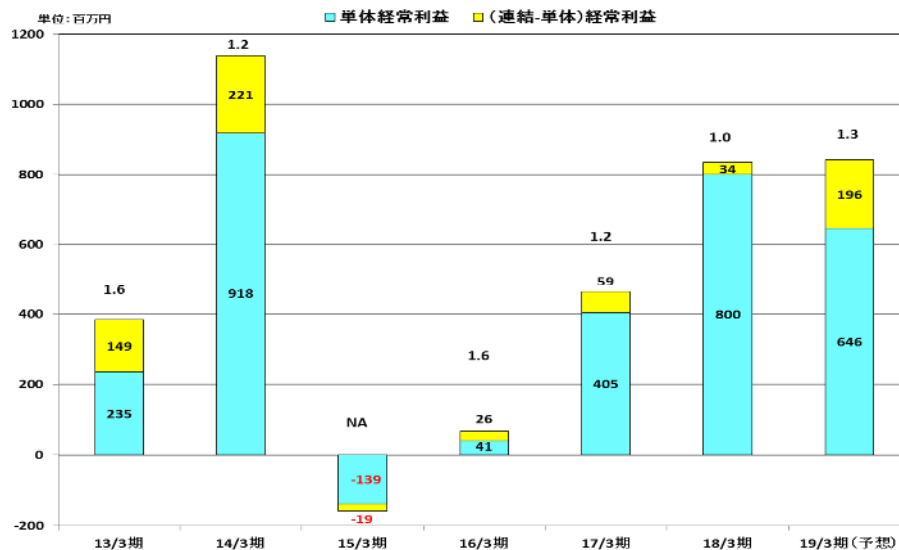
ピー・シー・エー株式会社（以下、同社）は、ソフトウェア業界では、独立系の中堅規模の專業企業である。会計・税務などの基幹業務システム※1のパッケージソフトウェア（特定業務用に予め作成されたソフトウェア）に特化し、開発・販売を行っている。中小企業向けの同分野では專業大手である。同社製品のアクティブなユーザー数は、約 20 万社、一般企業向け売上が全体の 9 割以上を占める。同社が得意とするボリュームゾーンは、従業員数 50～100 名の中小企業である。同社の売上金額の 8 割が販社経由（残り 2 割が直販）。最大の取引先は、販社であるリコー（自社の事務機器などのハードと同社ソフトを顧客に販売する）で、全体売上高の約 18%を占める。同社の販売先は分散化されており、金額ベースでの上位取引先は大手企業が多い。また、公益法人会計は導入実績 8 千社を超え業界トップ。

同社グループは、同社と連結子会社 3 社の合計 4 社で構成されている。連結子会社は、「クロノス株式会社」（就業管理システム及びタイムレコーダーの開発・販売、同社が 80%出資）、「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 100%出資）、「株式会社マックスシステム」（電子カルテなど医療事務用コンピュータソフトウェアの開発及び販売、同 80%出資）である。売上高の連単倍率は約 1.1 倍で安定しており、単体の業績ウエイトが高い（図表 1）。子会社の損益は開示されていないが、今期予想も含めた 7 年間の黒字期における経常利益の連単倍率は、1.0～1.6 倍で推移している。また、「（連結－単体）経常利益」の子会社 3 社合計の損益では黒字基調である（図表 2）。

【図表 1】売上高連単倍率（グラフ上部の数字が連単倍率、単位：倍）



【図表2】経常利益連単倍率（グラフ上部の数字が連単倍率、単位：倍）



(出所)図表1及び図表2とも、有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成、予想は会社計画

◆公認会計士が、1980年に設立。

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

◆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。総資産173億円、または時価総額約138億円に対し、現預金が73億円と豊富である。自己資本比率は65%、流動比率303%など財務比率も安全性が極めて高い（いずれも2018年3月末時点）。

◆経営理念

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

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

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

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

また、同社は、経営理念として以下の3点を掲げている。

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

2. 事業内容とビジネスモデル

◆ 業務の効率化に不可欠な基幹業務ソフトウェア

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

同社のメインのビジネスである、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て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はある。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2）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3）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、個人あるいは零細企業（SOHO）、中小・中堅企業などを対象に、会計^{※2}、財務、人事・給与^{※3}、販売管理・仕入在庫管理、税務、医療・医事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14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。

◆ 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数は約14種と少品種多量生産モデルであり、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）、残り3割が商品・その他などの他社製品（仕入商品）となっている（図表3）。

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

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

◆安定性と収益性の高いストックビジネスが拡大

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

【図表 3】売上区分（種類別）

種類別の売上区分	内容	2018/3期(実績)		
		売上高 百万円	売上構成比 %	推定粗利率
製品	自社製品のパッケージソフト(会計、販売管理・仕入在庫管理、給与・人事など)の販売(バージョンアップも含む)	1,954	20.0	40%前後
商品	他社製品の帳票などの販売	988	10.1	40%前後
保守サービス	PSS会員制度に加入するとコールセンターでの照会やサポートサービスなどが受けられる	3,109	31.8	80~90%
クラウドサービス	クラウドによるソフトウェアの利用提供による課金サービス	1,854	18.9	60~70%
その他営業収入	別名ソリューション、自社製品と組み合わせる他社のソフトウェア・ハードウェアなどの商品販売	1,878	19.2	25%前後
合計、及び平均		9,785		54.5%

(出所) 有価証券報告書、ヒアリングに基づきアルファ・ウイン調査部が作成、一部推定を含む。

◆売上高は、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体の約 5 割。

2018/3 期では、保守サービスの売上構成（図表 3、及び図表 4）が最も高く、また安定収益源となっている。また近年、パッケージソフトウェアのクラウドサービスでの売上が大きく伸長し、クラウド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。保守サービス及びクラウドの合計であるストック収入が売上構成で全体の 50%超を占め、経営と利益の安定性に厚みを持たせている。なお、保守サービスとクラウドサービスの粗利率と継続率は共に高い。

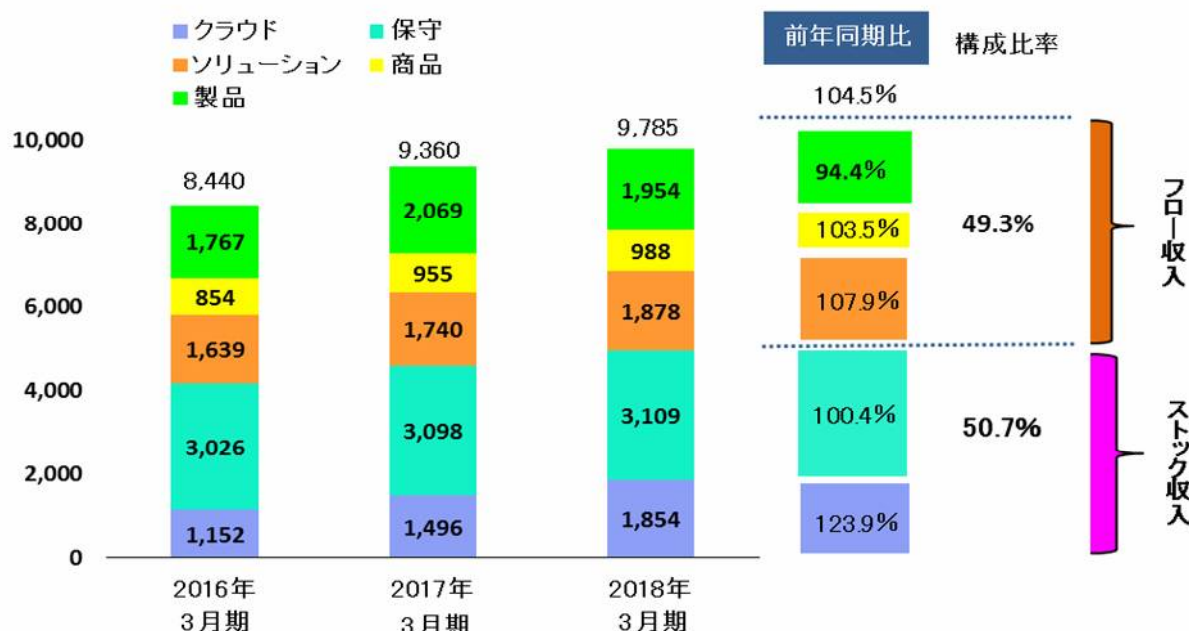
連結ベースでは、ソフトウェアの業務種類別の売上構成比は開示されていないが、会計が最大で 15%前後と推定される。以下順に、販売管理・仕入在庫管理、給与・人事と分散化されている（「クラウドを含

むその他」が過半を占める）。

◆社内の業績・目標管理は、売上が中心。

現状では第一義的に、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。業務種類別でのソフトの損益格差は大きくないとのことではあるが、総じて主力の会計の収益性が高い。一方、販売促進・開発などの先行投資負担から、後発の医療系ソフトウェア関連製品の採算が、他のソフトと比較すると低いと考えられる（過去の開示情報では、同セグメント利益は赤字を計上、現在は非開示）。また、ソフトウェアの新規製品、及びバージョンアップ別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（スタンドアロン）ことが多い。

【図表4】売上高及び構成比率の推移（単位：百万円、%）



（出所）同社決算説明会、補足資料より抜粋してアルファ・ウイン調査部が再加工

◆成長ドライバーであるクラウドビジネス

◆パッケージソフトからクラウドにシフト。

◆クラウドが急成長、「眠れる獅子」：PCAが目覚める。

これまで同社は、オンプレミスと呼ばれる従来型のパッケージソフトを主力としてきた。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クラウドによる需要の増大を見込み、他社に10年先駆けて2008年以降、オンプレミスと同じソフトウェアをクラウドで提供している。同ビジネスは、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、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。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、売上とも順調に伸長している（図表 5）。クラウドビジネスは、コスト構造が準固定費的であり、製造・販売や物流などの変動費が少ないために、限界利益率が高い。

・高成長のクラウドは、ストック型の安定した課金ビジネスモデル。先行しており、同社の優位性が高い。

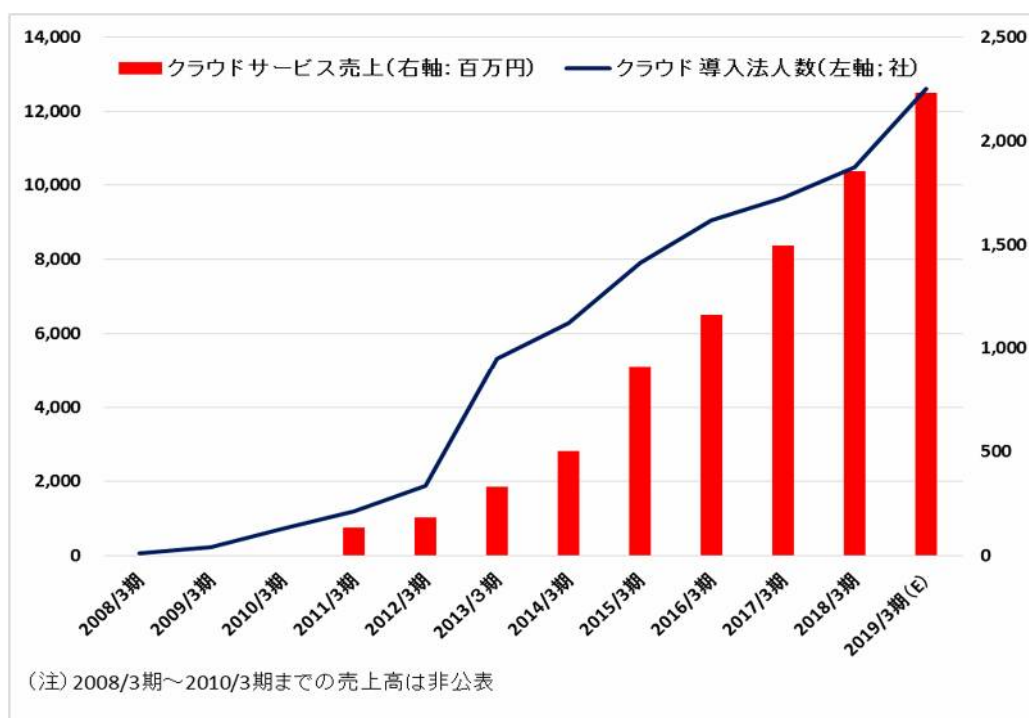
（注 4）API【Application Programming Interface】：ソフトウェアを操作するためのインターフェイス・ネットワーク、ソフトウェアとプログラムを繋ぐもの。

（注 5）Kintone：サイボウズが提供している、web データベース型の業務アプリ構築クラウドサービス。システム作成や他システムとの連携が容易に可能となる。

中小企業に対する基幹系ソフトのクラウドでの提供は、同社が先行し業界トップである。同社には、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つつある状況ではあるが、同社のアドバンテージが当面続くと予想される。

- ・豊富な種類の高機能な業務用ソフトウェアにも対応していること
- ・自社開発のオープンアーキテクチャーであり低コストであること
- ・既に 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 年間にわたる運用ノウハウが蓄積されていること
- ・WebAPI^{※4}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^{※5}など、数十社を超える先と既に提携済）、ユーザーの利便性が高いこと

【図表 5】PCA クラウド導入法人数とクラウド売上高の推移



（出所）ヒアリング、同社決算説明会資料などにより、アルファ・ウイン調査部が作成、(E)は当調査部が予想

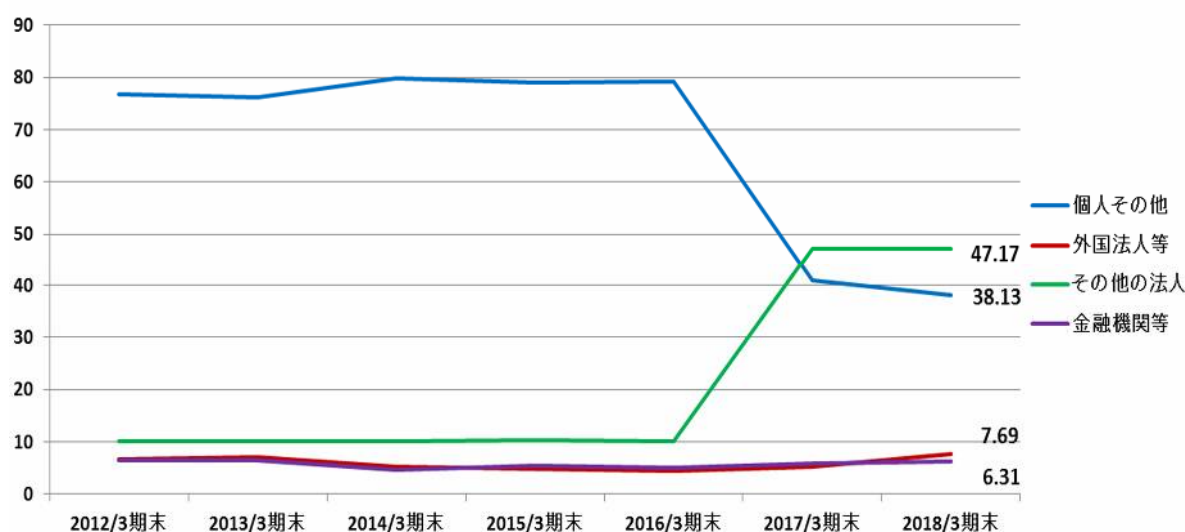
3. 株主構成

◆ 株主所有者別構成の推移

◆ 相続などにより株式は移転されたが、実質的な大株主の構成は変わらず。

2018年3月末の株主所有者別構成比率（図表6）では、その他法人、個人その他の合計で、全体の約85%を占める。外国法人、金融機関等の比率は各約7%、6%と低く、その構成比はほとんど変わらない。創業者（川島氏）の相続に伴い移転された個人保有の株式が、2017/3期に一般法人（一族の資産管理会社、区分上はその他の法人）に譲渡されたが、実質的には大株主の構成は大きく変化していない。

【図表6】株主所有者別構成比率の推移（単位：%）



（出所）有価証券報告書により、アルファ・ウイン調査部が作成

◆ 上位株主構成

大株主は、図表7の通り。以下はその補足である。

◆ 創業家の資産管理会社が筆頭株主。ライバルのOBCも大株主。

・筆頭株主の株式会社Kawashima：同社取締役2名（佐藤社長、隈元氏）、並びにその親族（同社の創業者の川島氏の子孫）の資産管理会社。

・第2位株主（自社株を除く順位、以下同様）の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：ファンドと思われるが、投資家は不明。他に日本の複数の中小型株にも、5%未満で投資を実施。

・第3位株主のオービックビジネスコンサルタント（OBC）：競合相手であり商取引はない。また、第4位株主の和田成史氏は、OBCの現・代表取締役社長。いずれも保有目的は不明。情報収集、将来的な買収・提携目的のためとも推測される。

・第6位株主である、みずほ銀行：政策保有と思われる。

・第7位株主のロジックシステムズ、及び第10位株主の応用システム研究所：保有目的は不明。

・第8位株主のナゴヤピーシーエー：ソフトウェア開発（「商魂」等

- ◆第9位に新たな株主が登場。投資ファンドと思われ今後の動向を注視したい。

の同社製品）の委託先。

・第9位株主の KBL EPB S.A. 107704：アジア株式を運用対象とする欧州系の投資ファンドと思われる。日本の複数の中小型株を純投資目的で大量に保有している。今回、2018/3 期の有価証券報告書にて大株主として公表された。

【図表7】大株主の状況

	単位:千株			%	
	2015年3月末	2016年3月末	2017年3月末	2018年3月末	同時点保有割合
株式会社Kawashima	—	—	2,935	2,935	42.85
ビー・シー・エー株式会社	848	848	848	848	11.02
ステートストリートバンクアンドトラストカンパニー505001	244	249	266	266	3.90
株式会社オービックビジネスコンサルタント	254	254	254	254	3.71
和田 成史（氏）	181	181	181	151	2.29
ビー・シー・エー従業員持株会	110	119	127	127	1.97
株式会社みずほ銀行	121	121	121	121	1.77
株式会社ロジックシステムズ	114	114	114	114	1.66
ナゴヤビーシーエー株式会社	—	100	100	100	1.46
KBL EPB S.A. 107704	—	—	—	90	1.32
株式会社応用システム研究所	—	—	86	86	1.25
佐藤 礼子（氏）・・・創業者川島氏の相続人	1,467	1,467	—	—	—
隈元 智子（氏）・・・創業者川島氏の相続人	1,467	1,467	—	—	—
和田 弘子（氏）	358	—	—	—	—

（出所）有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

自社保有株数については、数年間にわたってほぼ変化がなく、発行済株式数の約 11%を占めている。

- ◆取締役と監査役に事後交付型リストラクテッド・ストックを導入。約 11%を占める自社株の一部を活用。

（注6）リストラクテッド・ストック【Restricted stock】：自社の現物株式を役員等に直接付与する株式報酬制度の一種。

2018 年 6 月に役員退職慰労金制度を廃止し、代わりに自社株の一部を新設の事後交付型リストラクテッド・ストック^{注6}に充当することが決定された。対象は社外取締役を除く取締役および常勤監査役とし、上限付きながら、基本給の 30%をポイントとして加算・累積し、退職時に自社株と交換する仕組みである。役員の自社株報酬による株式保有促進を通じ、株主との長期的利害共有を目的として導入されたものである。これまでは一部の経営陣を除いて、現経営陣の直接の株式保有数は少ななかった。役員の経営や業績に対するインセンティブを高める意味でも、本制度の導入は望ましいと考える。

現時点では、残る自社株を今後さらにどのように活用するのか未決定な部分もあるが、消却あるいは提携や買収の際に株式交換などの活用方法もありえよう。

4. ESG

◆ 環境対応（Environment）

同社のビジネスは、直接、生産設備を持たず環境に負荷を与える業態ではないが、省エネ、節電に配慮している。なお、室内の冷房設定温度を 28 度とし、クールビズを実施している。

◆ 障害者支援や IT 人材の
発掘・育成支援に対し
積極的。

◆ 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。加えて経済産業省後援の「U-22 プログラミング・コンテスト」のゴールドスポンサーとなり、日本の技術・イノベーションを底上げし、未来を創る優れたプログラマーの発掘・育成を支援している。

また、東日本大震災で罹災した人々の救援・復興を支援するため、特定非営利活動法人「国境なき医師団日本」に対し義援金を寄付した。あわせて、被災地にて利用されていた同社製品（CD-ROM、マニュアル類）の破損、紛失に関し、無償にて代替品を提供した。

同社は、千葉県で農園を経営し積極的に身体障害者を雇用している。さらに、身体障害者が勤務する会社から、生産する花や弁当・パンなどを購入している。

◆ ジェンダーの観点から
ダイバーシティを推
進。

女性活躍推進法に基づく一般事業主行動計画として、「女性社員の採用比率 40%以上を維持し、在籍正規社員の女性比率を現状の 25%から 30%を目標に引き上げる。女性比率の底上げにより将来の女性管理職比率向上の土台作りとする。」との目標を掲げている。女性の就業継続を促進し、更なる活躍推進に取り組んでいる。取締役のうち 1 名は女性である（社外取締役）。

◆ 企業統治（Governance）

内部統制システムは、社長直属の内部監査室を設置し、社外取締役 2 名とも連携しその整備を行っている。また、代表取締役社長を委員長とするリスク管理委員会を設置し、機動的かつ適格に対応できるリスク管理体制を構築している。

2018 年 6 月時点では、執行役員制度は採用されていない。経営陣は取締役 7 名（うち社外取締役 2 名）と、監査役 4 名（うち社外監査役は 3 名で、税理士・公認会計士と弁護士が各 1 名）で構成されている。

5. 成長の軌跡

◆ 沿革

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

- ◆ パイオニア精神で業界に先駆け、いち早くクラウドサービスに進出。

（注 7）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。

- ◆ 長期的には増収トレンド。利益は足踏み。

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^{※7}）に進出するなど、業界のパイオニア的な存在である。

また、連結子会社 3 社については、1998 年に株式会社ケーイーシーを設立。2008 年に株式会社マックスシステムを子会社化、2001 年にはクロノス株式会社を設立した。

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、社名ロゴを現在のものに変更した。

◆ 過去の業績推移

同社は創業から今日に至るまで、上述のように基幹業務ソフトウェアの開発・販売および関連事業の事業者として、業容を拡大してきた。店頭公開以降の業績の推移は、図表 8 の通りである。以下、時系列的な業績の補足説明である。

- ・1994 年以来、税制・制度改革等の特需の反動やリーマンショック後の景気低迷期などの特定期間を除けば、基本的には増収基調を維持してきた。一方で、利益面では、一時期の高い利益水準を維持あるいは更新できずに、足踏みの状況が続いてきた。

- ・2001/3 期および 2002/3 期の連続減収減益は、2000 年問題の関連特需の反動と景気低迷が要因である。

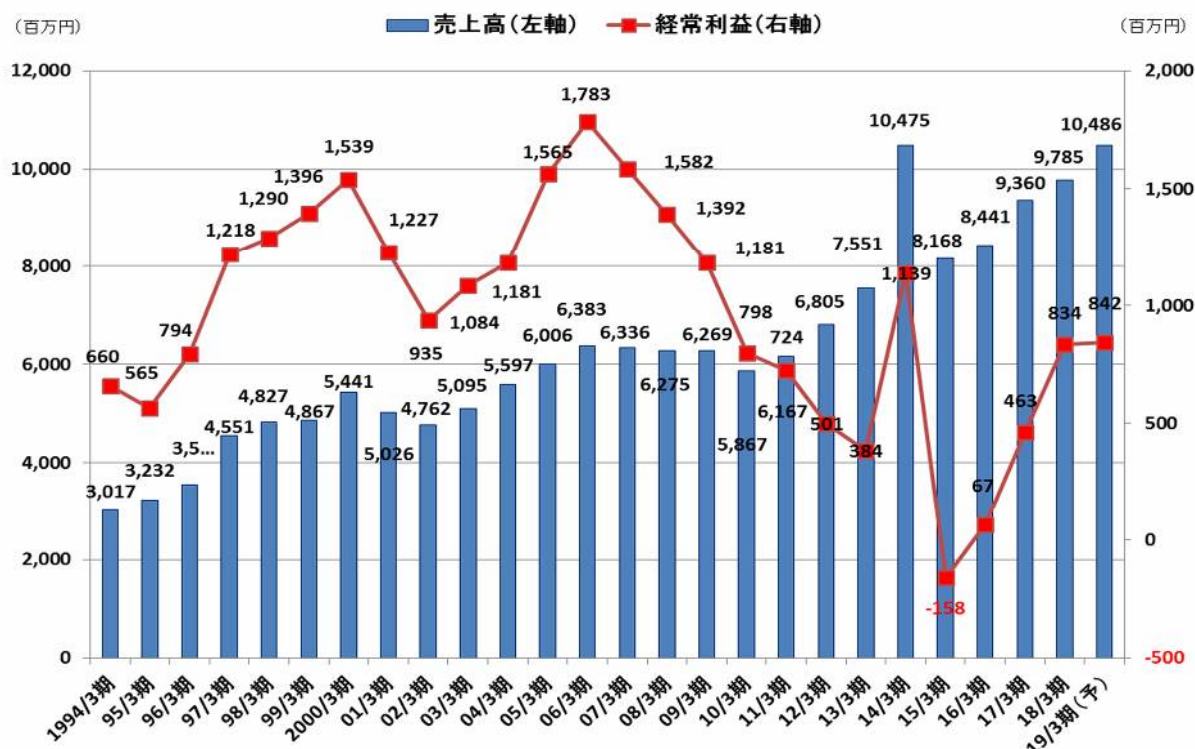
- ・2007/3 期から 2010/3 期まで 4 期連続の減収および、2007/3 期から 2013/3 期までの 7 期連続の減益は、リーマンショック後の景気の低迷などによる需要の低下や、人件費・研究開発費・広告宣伝費の上昇、及び競合の激化による採算の悪化が背景にある。

- ◆2014 年には、特需で過去最高の売上高、100 億円を達成。

・2014/3 期には、Windows XP サポート終了特需（サポート終了 2014 年 4 月）、消費税改正特需（2014 年 4 月に 5%⇒8%）の W 特需の恩恵を享受し、さらにクラウドサービスの大幅な伸長により過去最高売上（10,475 百万円）を計上した。

・2015/3 期の減収要因は、先の W 特需の反動減によるものである。2016/3 期以降は、クラウドの続伸、新製品の投入、営業力の強化に努め、景気回復も重なり、再び増収トレンドに回帰している。

【図表 8】長期業績推移



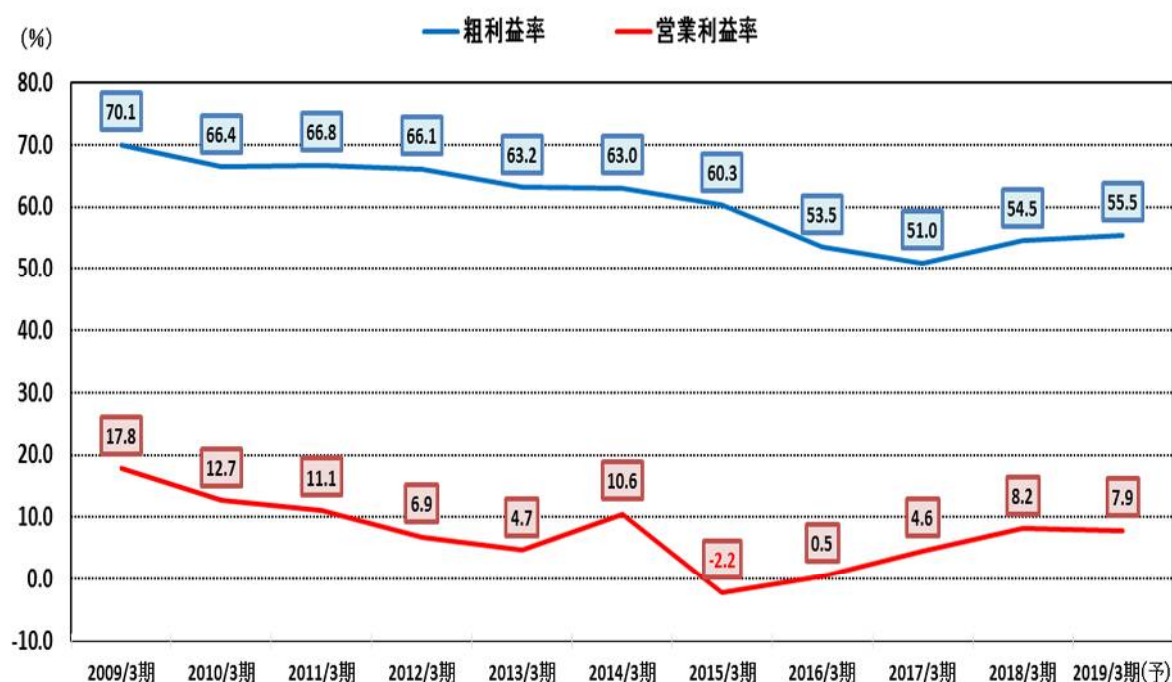
（出所）有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成、2019/3 期予想は会社計画

- ◆2006/3 期に営業利益、及び経常利益は最高益を計上。

収益面では、2000 年問題に係わる特需を享受し 2000/3 期に当期純利益は最高益（937 百万円）を計上した。また公益法人会計制度改正と新会社法施行の大幅な制度改正に伴う需要を取り込み、さらに ERP（統合型基幹業務システム）「Dream21」（同社の ERP の商品名）の寄与により収益性が改善し、2006/3 期に営業利益および経常利益は最高益（各 1,747、1,783 百万円）を計上している。

また、同社の売上高粗利率、営業利益率は、長らく逡減傾向にあった（図表 9）。粗利率の悪化は、景気低迷期におけるパッケージソフトの競争激化による価格競争、収益性の低い他社商品構成比の上昇によるプロダクトミックスの悪化や、労務費・経費（外注加工費）・研究開発コストなどを中心とするコスト増加が要因である。

【図表9】 売上高粗利率と営業利益率の長期推移



(出所) 有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成、2019/3 期は会社予想

◆ 特需の反動で 2 期連続の最終赤字を計上。

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

◆ 2016/3 期以降は、増収増益基調に転換。黒字が定着。新製品効果、クラウドの伸長、コスト削減が奏功。営業利益率は改善。

しかし、2016/3 期以降、再び増収基調に戻り、粗利率の低下トレンドは変わっていなかったものの、新商品やクラウドによる増収効果、コスト削減により、営業利益率が底を打ち徐々に向上してきた。2017/3 期以降は黒字体質と増益トレンドが定着しつつある。同社の近年の業績の伸長・回復は、国内売上高が 100 億円を前に足踏みするなかで、クラウドと保守サービス売上高の成長とコスト削減に支えられてきた(図表 9)。

6. 業界環境

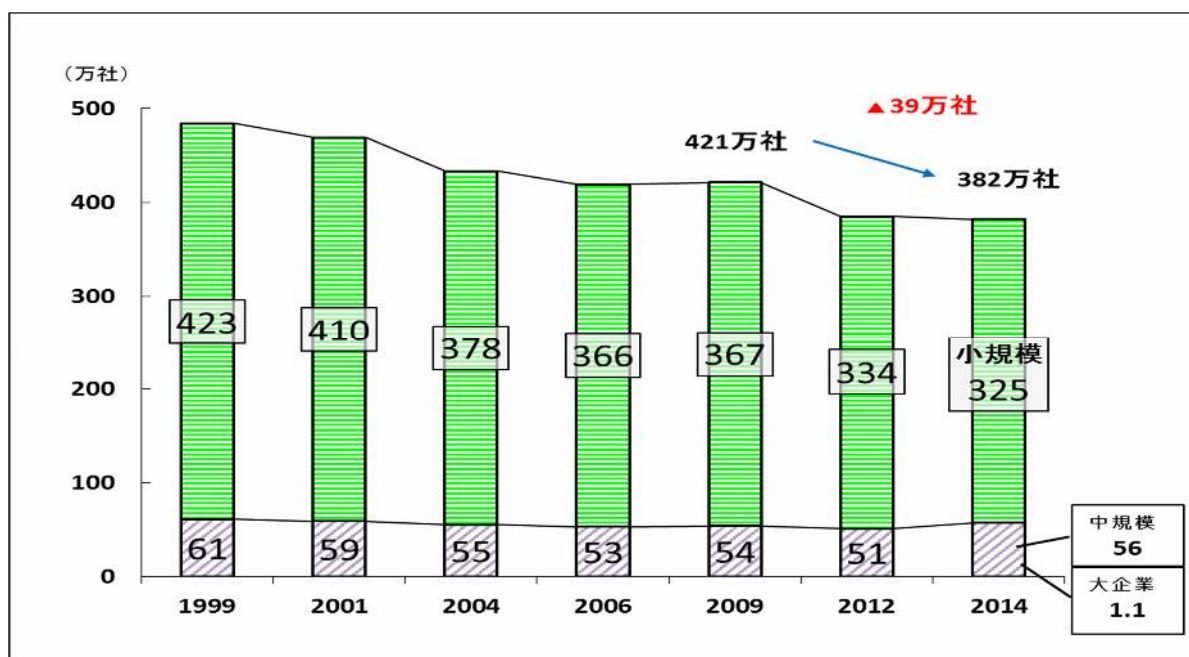
◆基幹業務ソフトウェア市場の動向

◆ユーザーとなる日本の
中小企業数は、減少トレ
ンド。

（注 8）小規模事業者：業種
により定義は異なるが、従業
員数や売上高で区分、ほぼ中
小企業と同意。

日本全体の企業数全体は減少傾向にあり、4 百万社を割り込んできて
いる（図表 10）。特に、小規模事業者^{※8}の廃業が影響し中小企業数
が減少する傾向にある。人口減少、高齢化の進む日本においては、同
社の対象となる、小規模+中規模の企業数は、大きく増加するとは考
えにくい。因みに、2016 年 6 月の企業数は約 387 万社と、2014 年と
比較すると 5 万社ではあるが微増（+1.3%）となっている。

【図表 10】国内企業数の推移



（出所）総務省・経済産業省平成 28 年経済センサス・活動調査、及び中小企業庁 2017 年版中小企業白書

一方で、人手不足、業務の効率化、企業業績の改善を背景に、企業を
含む法人が基幹業務システムの再構築および強化を図りつつある。今
後も、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、同
市場の規模は堅調に推移するものとアルファ・ウイン調査部では予想
している。

また、総務省の情報通信白書によれば、パッケージソフト（ゲームソ
フトや組み込み型ソフトなどを除く）の 2015 年度の市場規模は約 1.1
兆円であり、近年、その規模は徐々に拡大傾向にある。

当調査部では、同社が行う業務と関連する基幹業務ソフトウェアの日
本での市場規模を現時点で約 5,000 億円、ERP 市場規模を約 1,000 億
円と推定しており、中期的には前者は年率 3%前後、後者は 10%程度

◆基幹業務ソフト市場は、安定成長。オンプレミスからクラウドに移行。

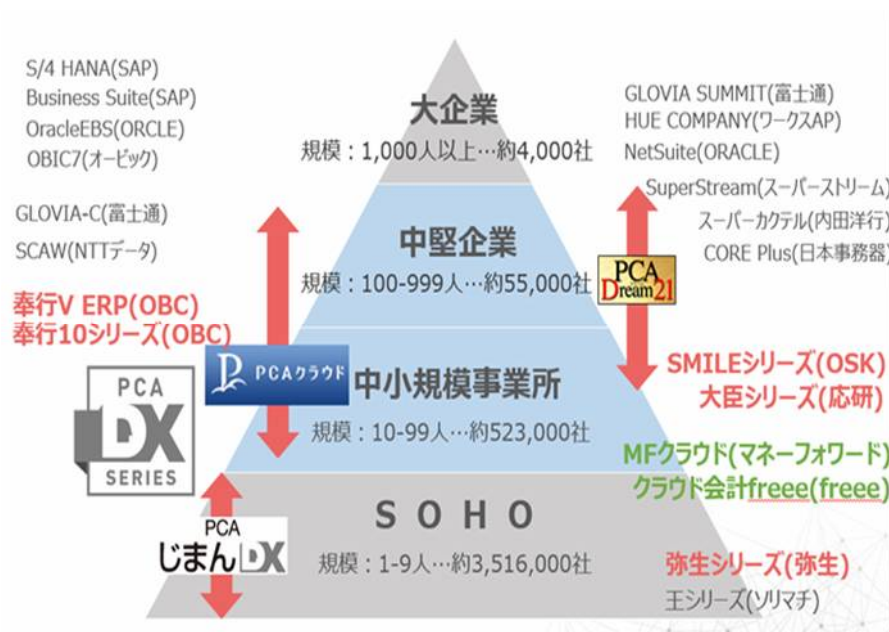
◆日本における基幹業務ソフトのクラウド市場でのポテンシャルは、依然大きい。

の伸びを予測している。特に、クラウド型の基幹業務ソフトウェア市場は、パッケージ（オンプレミス）市場の一部代替もあり、長期的にも年率20~30%の高い成長が期待できる。米国ではクラウドの基幹系システムの利用が、日本より数年進んでいるといわれており、普及率で言えば日本は米国の1/2~1/3倍である（出所：総務省情報通信白書等）。従って国内でのその成長ポテンシャルは大きいと考えている（同平成29年版白書によれば、日本の「給与・財務会計・人事」でのクラウドの利用率は約26%、「生産管理・物流管理・店舗管理」、「購買」、「受注販売」は、各6~8%に留まっている）。

◆同業他社比較

図表11は、顧客層別の業界のポジショニングと主なプレーヤーの概略図である。ユーザーである企業・組織の規模別または、ソフトウェアの業務機能別に、業界内である程度の住み分けが進んでいる。

【図表11】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) 同社の決算説明会資料より引用

◆ライバルは、OBC、MJS、弥生、応研。

同社の競合相手は、ソフトウェアの業務種類別に異なるが、主力の会計ソフトを含めたライバルは、上場企業では直接的にはオービックビジネスコンサルティング（OBC：4733）と、間接的にはミロック情報サービス（MJS：9928）と考えられる。特にOBCは、商品ラインナップやビジネスモデルとも同社とほぼ同じであり、最大のライバルである。また、未上場企業では弥生（オリックスの子会社）、応研（独立系）、OSK（大塚商会の子会社）などが直接の競合先である。

会計ソフトの市場規模は約2000億円で、市場規模は成熟化しつつあ

- ・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。

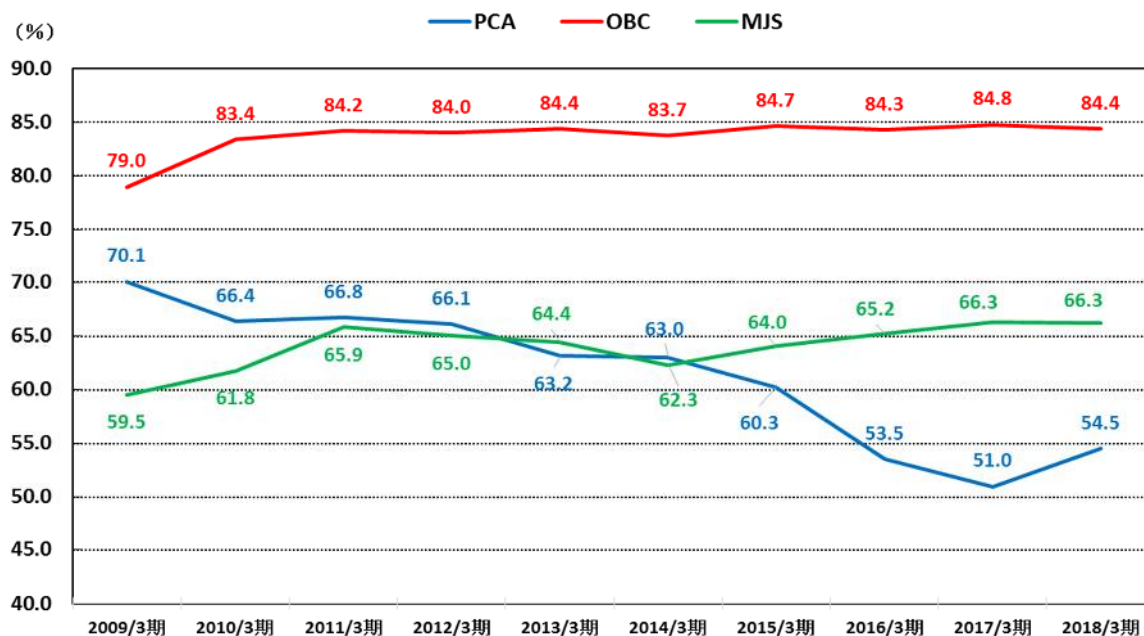
りほぼ横ばいではあると考えられる。同社は同市場で第3位（シェア10%前後）と推定される。また、同社の給与・人事ソフトもほぼ同様のシェア、ポジションにあると考える。なお、クラウド市場においてのライバルは、マネーフォワード、freeeなどが加わる。

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。

上場大手3社（同社、OBC、MJS）の粗利率、営業利益率の長期的な推移を比較したものが、図表12及び図表13である。同社と比較するとOBC及びMJSは両比率とも安定しており、スケールメリット（OBCやMJSはいずれも、同社売上高の2倍以上⇒営業利益は各約12倍、約5倍）や効率性の差異、売上構成の相違が背景にあるものと思われる。両社ともかつては、保守サポートの契約率は現在よりも低く、これを意識的に引き上げ、収益力も高めてきた。但し、同社も近年、利益率は底を打ち上昇傾向にあり、一層の収益力の向上を目指している。

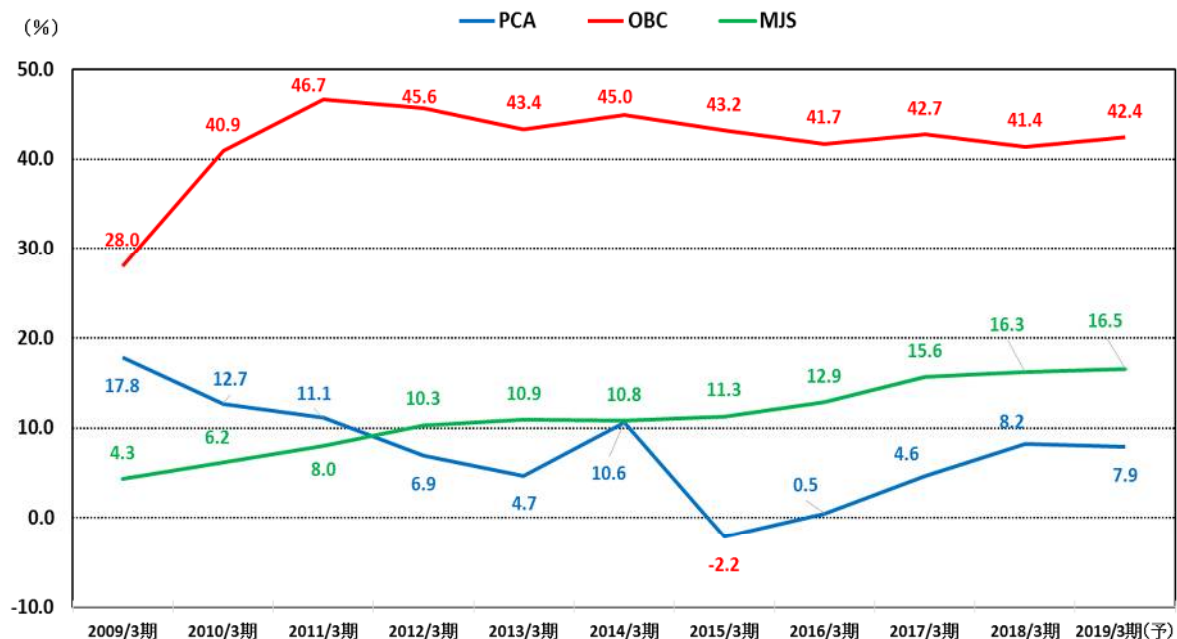
同様に、同社のROA、ROEの推移を示した図表14、上場3社の企業概要、並びに経営指標を比較した図表15を見てみると、同社には収益力に加えて資産効率の向上にも改善の余地があると思われる。

【図表12】上場大手3社（同社、OBC、MJS）の粗利率の長期的な推移

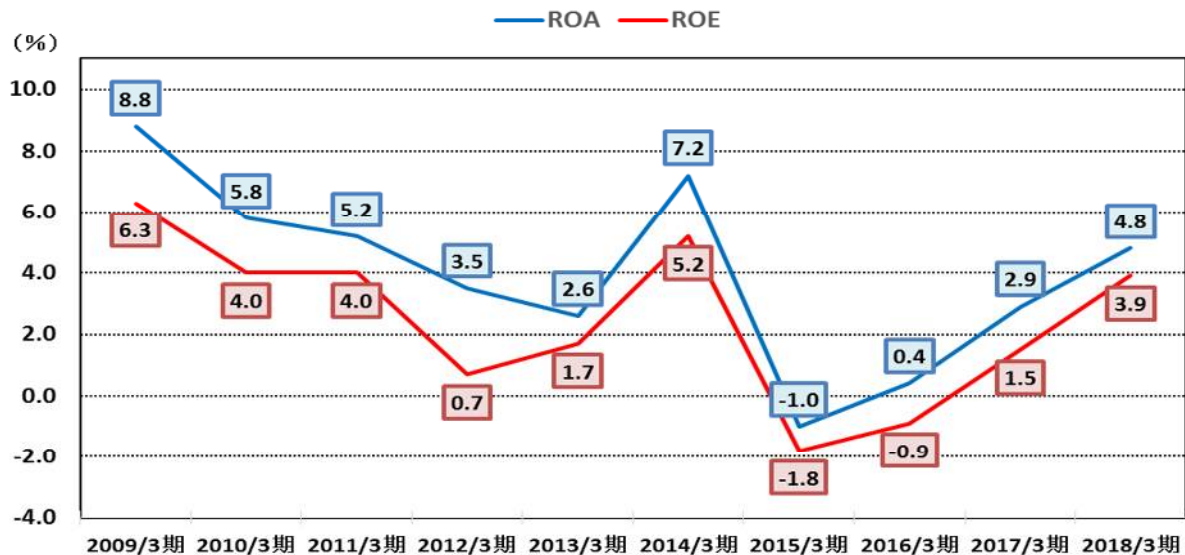


（出所）図表12-14まで、いずれも有価証券報告書より、アルファ・ウイン調査部が作成。予想は会社計画

【図表 13】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 14】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15】上場大手3社（同社、OBC、MJS）の企業概要、及び経営指標の比較

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	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(2019/3期)	・保守サービス 32% ・クラウドサービス 19% ・製品 20% ・その他 19% ・商品 10%	・サービス 58.5%、 ・プロダクト 41.5% (ソリューションテクノロジー 28.0%) (関連製品 13.5%)	・サービス収入 34.3%(総合保守) ・システム導入契約売上高 61.3% (システム導入サービス 11.8%) (ハードウェア 商品販売 11.6%) (ソフトウェア 38.0%) ・その他 4.3%
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13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	全国約30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10万社
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50%	約80%	ほぼ100%
経営目標	長期目標:売上高200億円、純資産配 当率2.5%、クラウドユーザー8万社	中期目標数値は非公表。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。	2021/3期 売上高500億円、売上高 経常利益率30%、ROE30%
経営戦略	・クラウド&スマートデバイス ・ポストERP ・業種特化	コアコンピタンスの強化。以下にフォー カス。 ・企業業務の業務サービス ・中堅及び中規模・小規模企業 ・Microsoftのテクノロジー ・パートナー戦略、 ・ブランド戦略。 クラウドへの注力。	・FinTech分野等の成長分野への戦 略投資による事業シナジーの最大化 ・グループの飛躍的な成長、継続的な 企業価値向上を実現 ・既存のERP事業の成長を中心に、利 益率の高いファイナンス・ネット事業を 伸長。
主要な基幹業務ソフトの種類	約12種類	単行シリーズ13種類	・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) 2019/3期会社予想	10,488	25,000	30,600
粗利率(%) 2018/3期実績	54.5	79.4	66.2
営業利益(百万円) 予想	825	10,600	5,050
営業利益率(%) 予想	8.2	42.4	16.5
EPS(会社予想)2019/3期、前期比(%)	33.5	4.5	14.4
純資産配当率(%) 実績	1.9	2.9	5.4
過去10年売上成長率 (2019年3期会社計画/2009年3月期:%)	67.3	53.7	53.9
同営業利益成長率(同上)	-26.1	132.5	511.6
自己資本比率(%) 実績	65.0	84.9	65.5
正規従業員数(人) 実績	471	739	1,433
同従業員一人当たりの売上高(百万円/人)	22.3	33.8	21.4
同従業員一人当たりの営業利益(百万円/人)	1.8	14.3	3.5
ROE(%) 2018/3期実績 A=B*C*D	3.9	8.0	18.5
売上高当期利益率(当期/売上高:%) B	4.5	34.8	9.4
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) C	0.6	0.2	1.3
財務レバレッジ (総資産平均/自己資本平均:倍) D	1.5	1.2	1.5
ROA(経常利益/総資産:%) E=F*G	4.8	9.3	19.0
売上高経常利益率(%) 同実績 F	8.5	47.6	14.5
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) G	0.6	0.2	1.3

斜線は、2019/3期会社予想数値、他は2018/3期実績値

(出所) 各社の有価証券報告書、決算説明会資料、HP、ヒアリングなどによりアルファ・ウイン調査部が作成

7. 前期の業績と今期の見通し

◆ 2018 年 3 月期(前期)通期決算

- ◆ 前期決算は 3 期連続の増収、大幅増益。

- ◆ 売上高は期初予想を下回るが、特需がなくとも史上 2 番目の水準へ、利益は期初予想を上回る。

2018/3 期連結（以下、前期）業績は、売上高 9,785 百万円（前期比 4.5% 増）、営業利益 807 百万円（同 86.8%増）、経常利益 834 百万円（同 79.9%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 441 百万円（同 174.1% 増、以下、当期純利益）と好調であった。売上高では、期初計画や修正予想を下回ったものの（期初 9,876 百万円→実績 9,785 百万円）、利益面ではそのいずれも上回って着地した（同様に当期利益：425 百万円→441 百万円、図表 16）。但し、前期の売上高は、2014/3 期にダブル特需効果（Windows XP サポート終了と消費税改正の両特需）で計上した 10,475 百万円に次ぐ過去 2 番の水準となった。

【図表 16】2018/3 期実績と事前予想の推移（単位：百万円、%）

2018/3期 連結	期初予想	前年比%	修正予想 (2017年10月16日)	期初予想との差異	修正予想 (2018年1月29日)	期初予想との差異	実績	期初予想との差異	最終修正 予想との差異	前年比%
売上高	9,876	5.5	9,917	41	9,842	-34	9,785	-91	-57	4.5
営業利益	645	49.3	768	123	766	121	807	162	41	86.8
(対売上高比%)	6.5		7.7		7.8		8.2		0.5	
経常利益	669	44.4	809	140	797	128	834	165	37	79.9
(対売上高比%)	6.8		8.2		8.1		8.5		0.4	
当期純利益	425	164.4	352	-73	429	4	441	16	12	174.1
(対売上高比%)	4.3		3.5		4.4		4.5		0.1	

（出所）短信、ニュースリリースなどにより、アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ クラウドが売上・利益の両面で全体を牽引。

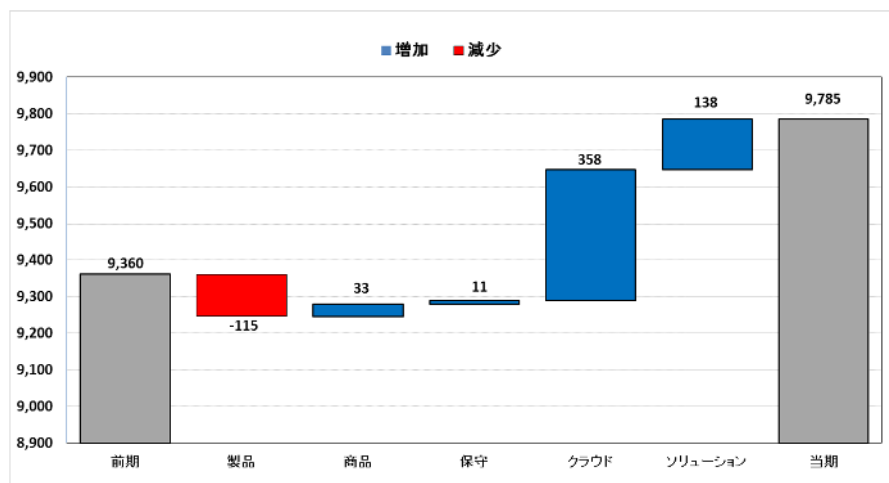
前期は、2017/3 期に対し 425 百万円の増収となったが、この内訳は、クラウドが 358 百万円、ソリューション（その他収入）が 138 百万円の寄与となっている（図表 17）。

フラッグシップの PCA クラウド（同社のクラウドの商品名、インターネット上で業務アプリケーション等を自由に活用するシステム）が、本格的な普及期に入り、さらにオンプレミス（従来型のソフトウェア）からの移行も加わり、利用者数が順調に増加し全体の増収に大きく寄与した。クラウドの新規契約のフローのうち約 4 割が新規顧客であり、顧客開拓の重要なツールになっている。また、ソリューション（同社以外の他社製品）も、自社製品ではカバーしきれない領域の製品（POS システムなど）の需要に支えられた。

（注 9）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。

一方、保守サービス、商品は微増収に留まった。また、製品売上高は子会社のクロノスの就業管理システム^{※9}が、「働き方改革」の中で長時間労働の是正を背景に伸長したが、会計ソフト等のバージョンアップ売上高が想定以下であり 115 百万円の減収となった。

【図表 17】2018/3 期（前期）の増収要因（単位：百万円）

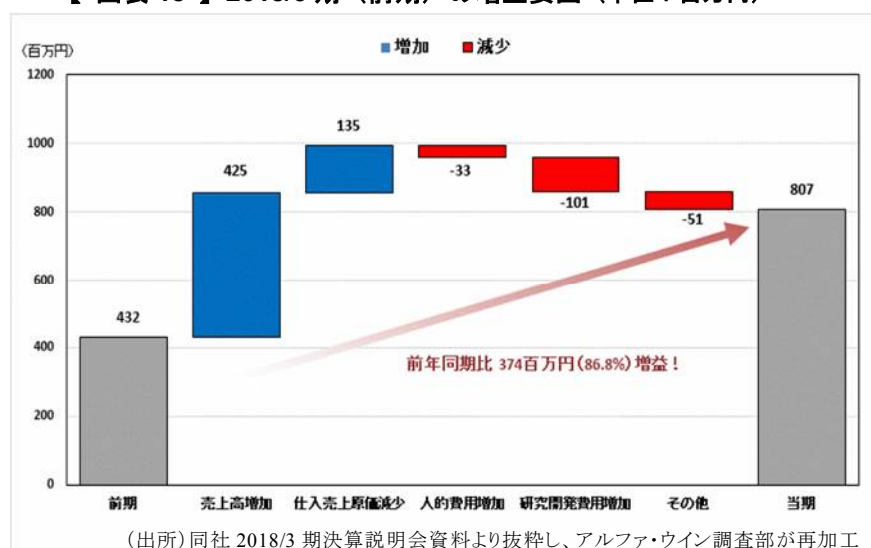


(出所) 同社 2018/3 期決算説明会資料より抜粋し、アルファ・ウイン調査部が再加工

◆粗利率の改善とコスト削減で利益率は、底打ち反転へ。

損益面では大きく改善した。これは増収効果に加え、原価に計上されているソフトウェア償却費の減少（2017/3 期 893 百万円→2018/3 期 528 百万円、売上高原価率比で 3.7%の改善に相当）と、継続性と採算性が高い「保守サービス+クラウド」のストックビジネス拡大による売上構成の改善（2017/3 期 49.1%⇒2018/3 期 50.2%）等により、売上高粗利率が 3.5 ポイント改善し 54.5%となった影響が大きい。加えて販売費、及び一般管理費も、研究開発費や人件費が増加したものの、販売促進費や広告宣伝費などのコスト削減や抑制に努め、前年比 4.3%増に留まった。これは、前期比で売上高 4.5%増、粗利 11.8%増という伸率を下回り、売上高販管費率は 2017/3 期 46.4%→2018/3 期 46.3%とほぼフラットとなった。この結果、営業利益率は同 4.6%→8.2%と大幅に改善し 9 割近い大幅増益に繋がった（図表 18）。

【図表 18】2018/3 期（前期）の増益要因（単位：百万円）



(出所) 同社 2018/3 期決算説明会資料より抜粋し、アルファ・ウイン調査部が再加工

◆ 構造改革の効果も発現。

営業外損益は、前年度並みでプラス 28 百万円、特別損益は、昨年に引き続き不動産の評価減に伴い、減損損失△244 百万円（2017/3 期は△228 百万円）を特別損失に計上したが、当期純利益でも大幅な増益を達成した。同社は、新体制移行前に減損リスクのある資産（不動産や有価証券）の整理やソフトウェア償却の短縮化を進めるなど、ここ数年にわたり構造改革を進めてきた。

また、期初の売上高予想を下回った背景は、オンプレミスにおける製品バージョンアップの販売の計画未達に加え、連結子会社である株式会社マックスシステム（医療系基幹システムの開発・販売を担当）が、電子カルテの次期バージョンの開発を終了したが新規の受注案件の先送り等で、販売がずれ込んだためである。この結果、マックスシステム社は、赤字決算となり（金額は非開示）、「連結－単体」の経常利益および当期利益も下方修正している。

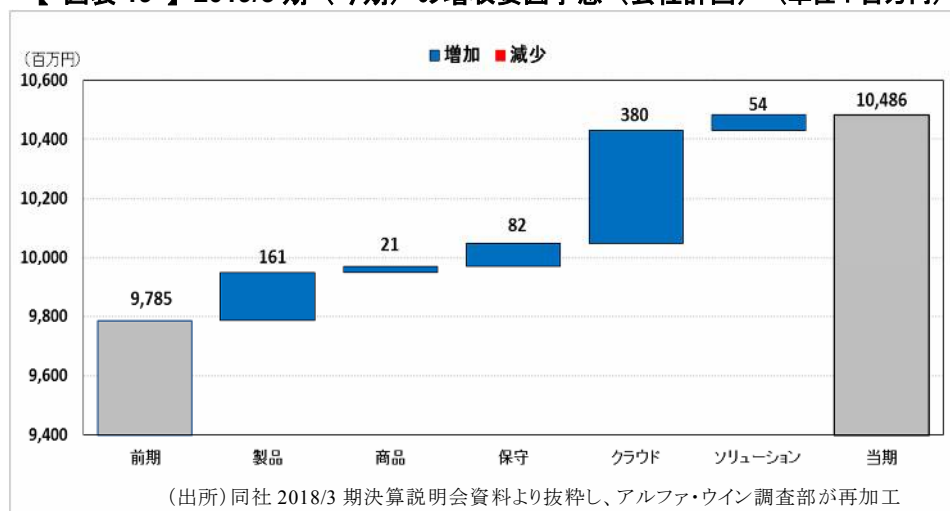
◆ ビー・シー・エーの 2019 年 3 月期(今期)業績予想

◆ 同社は、今期もクラウド及び保守の売上が寄与し、4 期連続の増収増益を見込む。売上高は過去最高を更新する計画。

2019/3 期の業績について同社は、売上高 10,486 百万円（前期比 7.2%増）、営業利益 825 百万円（同 2.2%増）、経常利益 842 百万円（同 0.9%増）、当期純利益 588 百万円（同 33.5%増）と予想している。全区分（種類別）において増収を計画しており全体で 701 百万円の増収を見込む。その内訳は金額の大きい順に、クラウドが 380 百万円（前期比 20.5%増）、製品が 161 百万円（同 8.2%増）、保守サービスが 82 百万円（同 2.6%増）となっている（図表 19）。会計ソフトを中心とするクラウドサービス、及び製品に区分されている就業管理ソフト（子会社クロノスが担当）の伸長持続や、消費税改正前の早割キャンペーンによる製品及び、新製品（ERP 注 10 の後継製品やクラウド関連製品等）の寄与を想定している。特に、働き方改革の下、就業管理ソフトの受注が好調で、2 桁の増収を見込んでいる。

（注 10）ERP（統合型業務）：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。

【図表 19】2019/3 期（今期）の増収要因予想（会社計画）（単位：百万円）



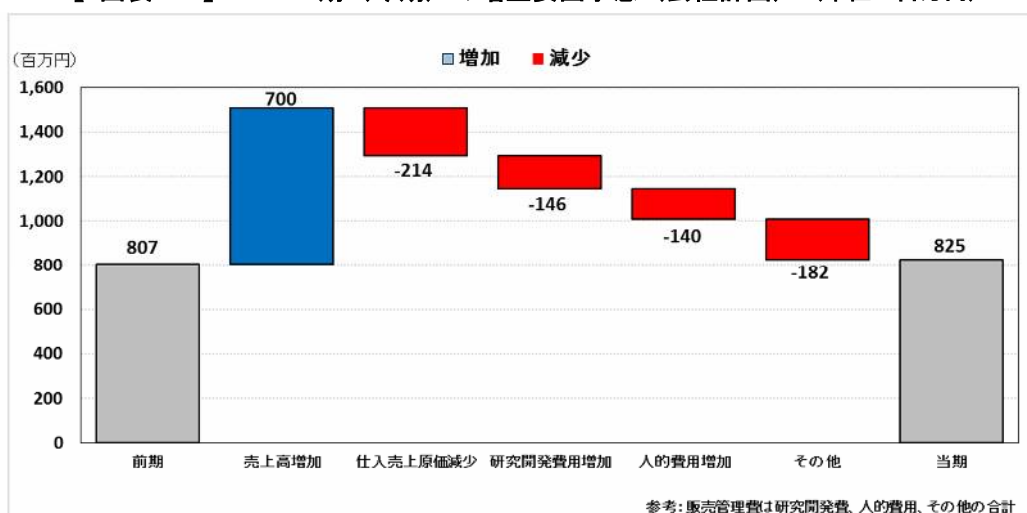
- ◆ 先行投資を進めることから、営業利益、経常利益の増益率は小幅。但し、当期純利益は、特別損失がなくなり、3割増益。

損益面では、特に採算性の高いクラウドの増収効果とコスト削減により、粗利率が54.5%から55.5%に1.0ポイント改善する見込みである。このため粗利金額は、前期に対し9.1%の増益となる計画である。しかし一方で、将来の成長に向けた先行投資を増やすため（研究開発費を146百万円、人件費を140百万円増やす計画）、販管費が前期比10.4%増加する見込みである（図表20）。この結果、営業利益率は、7.9%（前期8.2%）と若干悪化し、微増益にとどまると想定している。また、特別損失の計上は見込んでおらず、当期純利益は前期比33.5%増と大きく改善する見込みである。

- ◆ 最終利益目標を達成するためにコストコントロールをする方針。

なお、同社は、「最終利益目標を達成するため経費のコントロールを行う方針であるため、上期の予想を行うことは困難である。」との理由から、上期の業績予想を開示していない。配当は、年31円を継続する方針である。

【図表20】2019/3期（今期）の増益要因予想（会社計画）（単位：百万円）



（出所）同社2018/3期決算説明会資料より抜粋し、アルファ・ウイン調査部が再加工

◆ アルファ・ウイン調査部の2019/3期（今期）の業績予想

アルファ・ウイン調査部（または、当調査部）は、同社の業績予想モデルを作成し図表21（P25）に示した。

- ◆ 当調査部では、今期売上高を慎重に予想しているが、コストコントロールにより、会社の目標利益の達成は可能と判断している。

2019/3期（今期）予想売上高は、消費税改正前のキャンペーン効果や新製品効果が現状では見極めにくく、製品売上高を中心に会社計画を若干下回る可能性もあると予想している。一方、利益面では広告宣伝費などの経費のコストコントロールが可能であること、採算性の良いストックビジネスの好調が見込まれること、また、日本企業の業績も全般的に堅調であると想定されることから、会社計画は達成可能と判断している。

当調査部では、売上高 10,400 百万円（前期比 6.3%増、会社予想 10,486 百万円、会社予想比△86 百万円）、営業利益 850 百万円（同 5.3%増、会社予想 825 百万円、同予想比+25 百万円）、経常利益 875 百万円（同 4.9%増、会社予想 842 百万円、同予想比+33 百万円）、当期純利益 600 百万円（同 35.9%増、会社予想 588 百万円、同予想比+12 百万円）と予想している。種類別の売上高予想は会社側から開示されているが、会社計画と同様にクラウド売上の伸長が、全体の売上高、及び利益の成長ドライバーになると予想する。クラウドの足元の契約状況も引き続き順調である。

なお、利益水準は売上高次第であることは否めないが、最終利益を達成するために、経費をコントロールするとの会社があるため、現時点では当期純利益ベースでは大幅な修正余地は少ないと判断される。EPS 予想に修正余地が少ないことと安定配当を方針として掲げていることから、配当金は会社予想の 31 円を据え置くと考えた。

【 図表 21 】 アルファ・ウイン調査部の今期、及び中期業績予想 （単位：百万円）

単位：百万円、%	2018/3期実績	2019/3期CE	2019/3期E	2020/3期E	2021/3期E
売上高	9,785	10,486	10,400	11,000	11,680
種類別	製品	1,954	2,115	2,100	2,150
	商品	988	1,009	1,000	1,030
	保守サービス	3,109	3,191	3,160	3,250
	クラウドサービス	1,854	2,234	2,230	3,200
	その他営業収入	1,878	1,932	1,930	2,050
売上総利益率	54.5%	55.5%	55.8%	56.4%	56.5%
販売費及び一般管理費	4,528	4,997	4,950	5,300	5,650
(対売上高比)	46.3%	47.7%	47.6%	48.2%	48.4%
営業利益	807	825	850	900	950
(対売上高比)	8.2%	7.9%	8.2%	8.2%	8.1%
経常利益	834	842	875	925	975
(対売上高比)	8.5%	8.0%	8.4%	8.4%	8.3%
当期純利益	441	588	600	634	669
(対売上高比)	4.5%	5.6%	5.8%	5.8%	5.7%
売上高(前期比伸率、以下同様)	4.5%	7.2%	6.3%	5.8%	6.2%
種類別	製品	-5.6%	8.2%	6.4%	2.4%
	商品	3.3%	2.1%	1.2%	1.0%
	保守サービス	0.4%	2.6%	1.6%	1.6%
	クラウドサービス	23.9%	20.5%	20.3%	19.4%
	その他営業収入	7.9%	2.9%	2.8%	2.5%
売上総利益率(前期との差異)	3.5%	1.0%	1.3%	0.6%	0.1%
販売費及び一般管理費(伸率)	4.3%	10.4%	9.3%	7.1%	6.6%
営業利益(伸率)	86.8%	2.2%	5.3%	5.9%	5.6%
経常利益(伸率)	79.9%	0.9%	4.9%	5.7%	5.4%
当期純利益(伸率)	174.1%	33.5%	35.9%	5.8%	5.5%

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成、CE は会社予想、E は当調査部予想

8. 成長戦略

◆ 目標となる経営指標と重点分野

同社グループは、目標とする経営指標として、売上高 200 億円（2018/3 期実績 98 億円）、純資産配当率 2.5%（同 1.9%）、クラウドユーザー 8 万社（2018 年 1 月末現在で約 1 万社）を 2012 年に公表し、事業を進めてきた。目標達成のために、①基幹業務ソフトウェアのクラウド市場でのさらなる No.1、②機能を超えたソリューション提供の拡充、③PCA クラウド先進的技術の強化、④サービス化への挑戦、⑤積極的な M&A の 5 点を重点分野として掲げている。

◆ 新中長期経営ビジョン【PCA Vision 2030】

2018 年 6 月に新取締役社長に前取締役副社長の佐藤文昭氏が昇格し、同社の新体制が発足した。これに先立ち、2018/3 期の決算説明会において、PCA Vision 2030 と呼ばれる中長期ビジョンのコアコンセプト【PCA4.0】（図表 22）が発表された。同社が 2030 年に、節目となる 50 周年を迎えることから、これを視野に入れて策定したものである。

◆ 中長期ビジョンでコアコンセプトを発表、新社長が 11 月には中期経営計画を公表予定。

なお、同社では、1980 年から 2030 年までの 50 年の期間を、1980 年から 1998 年までのオフコンから PC への時期である【PCA 1.0】、1998 年以降 2008 年までのインターネットの普及やクライアントサーバーの時期である【PCA 2.0】、2008 年から 2018 年までのインターネット・インフラ化、クラウドの普及期にあたる【PCA 3.0】、2018 年以降 2030 年までの【PCA 4.0】と、事業ステージを 4 期間に分類してとらえている。

【PCA4.0】の概要は以下の通りであるが、現状では具体的戦略や新たな数値目標は公表されていない。2018 年 1 月に経営企画室を新設して、今後具体的な事業計画、成長計画を策定し、今年 11 月以降に公表予定である。

【図表 22】中長期ビジョンのコアコンセプト【PCA4.0】概要

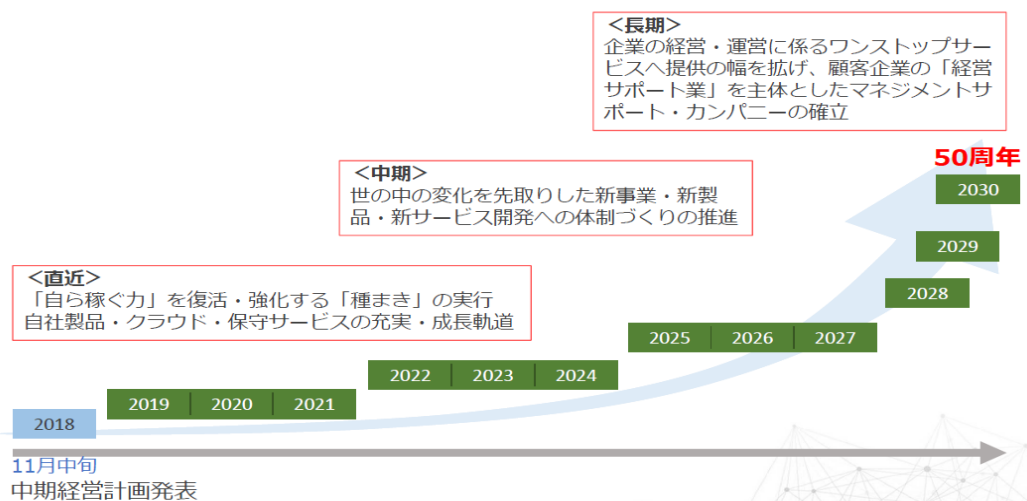
PCA4.0【課題解決サービス業へ】
1. サービス指向のモノづくり
2. ソリューション提案深化型パートナー営業
3. デジタル・ダイレクトマーケティングの強化
4. 顧客接点・関係性の強化
5. 戦略的な採用・教育・評価制度の確立
6. 機動的な組織・業務体制の構築

（出所）同社 2018/3 期決算説明会資料より抜粋、アルファ・ウイン調査部が作成

また、PCA Vision 2030 新中長期経営ビジョンで、基幹業務の高度な自動化を実現するソフトウェアの提供を核に、企業の円滑な経営・運営をサポートする「マネジメントサポート・カンパニー」として社会

に貢献する企業であり続けるとしている。また、今後の 3 ステージ（直近、中期、長期）での各ビジョンも発表した（図表 23）。

【図表 23】 新中長期ビジョン PCA Vision 2030



(出所) 同社 2018/3 期決算説明会資料より抜粋

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

当調査部では、2021/3 期までの 3 期間にわたる業績予想を行った（前出、P25 図表 21）。今後想定される消費税等の税制・制度変更や、新製品開発の動向、主要な同業他社との競合状況の変化、M&A 戦略の進展などが不確定要因ではあるが、ストックビジネス（クラウド+保守サービス）の伸長により、当面、増収増益基調が予想される。

2020/3 期、2021/3 期とも、各区分（種類別）の売上成長率として、クラウドサービスが年率 20%前後、保守サービスが 1.5%前後、その他の 3 区分（種別）売上は 2%前後との前提を置いた。また、各種類別の粗利率は大きく変えず、プロダクトミックスの良化による粗利率の改善を中心に考慮した。なお、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）などの先行投資段階にあることから、研究開発費・広告宣伝費・人件費を中心に一般管理費は年率 6~7%増加すると想定し、また特別損益の発生は見込んでいない。

◆ 当調査部では、ストックビジネスが牽引し、中期の年間利益成長率を 5~6%と予想。

この結果、当調査部は、中期では年率 6%前後の売上高成長と同程度（5~6%）の最終利益成長を予想している。本来であれば限界利益率の高いビジネスモデルであるため、増益率は増収率を上回るはずだが、上述した先行投資負担により小幅に留まるものと予想する。

2018 年 11 月中旬に発表される予定の中期経営計画発表を受けて、必要に応じて、中期の業績予想を見直していきたい。

9. アナリストの視点

◆ ビー・シー・エーの強みと課題

同社の SWOT 分析を図表 24 に列挙した。

【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 ・安定収入が見込める課金型ストック型ビジネスの成長 ・顧客基盤が固く（全アクティブユーザー数20万社）、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） ・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 ・販売網（自社全国13ヶ所、パートナー2000社）
弱み (Weakness)	・利益率が低い ・会計・税制関連の改正等により業績変動を受けやすい ・保守サービス加入比率が50％程度と改善の余地が大きい ・競合が激しい ・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 ・クラウドの普及余地、展開力 ・新製品・新サービス、技術革新 ・会計・税制変更などの制度改正など
脅威 (Threat)	・高度なAIの普及による代替品の出現、製品開発の遅れ、製品の瑕疵など ・契約等の打ち切りリスク ・情報漏えい ・人件費や開発コストの上昇

（出所）アルファ・ウイン調査部が作成

図表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（中小企業向けや公益事業法人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リティが高い。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。

一方で弱みを補足すると収益率の長期逡減傾向が見られる。売上高営業利益率がここ数年で回復してきたとはいえ、前期で 8.2%と上場大手の同業他社と比較すると低い。これは収益率の高い保守サービスの契約率が他社と比較し低いこと、継続的な大型の新商品を産みだしていないこと（十分なスケールメリットを享受できていないこと）が要因であると推測される。

しかし、同社の今後の成長の牽引役であるクラウド関連市場において価格競争力を背景に潜在的な需要を取り込み、またオンプレミスにお

◆保守サービスの加入率アップは、収益力向上の大きなポテンシャル。

いても顧客とのダイレクト契約などで保守サービスの加入率を上げていけば、採算性の大きな改善につながる可能性がある。仮に同社の現状の約50%という保守サービス加入率を、OBCと同等の約80%、MJSと同等のほぼ100%まで引き上げただけでも、理論上は粗利率が前期の54.5%から、各約59%、約62%まで上昇することになる。これは売上高、及び利益の大きな押し上げ要因になる。

一方、機会あるいは脅威では、消費税改正や働き方改革などの関連特需が発生した場合には、その前後で業績のボラティリティが大きくなる傾向が予想される。また、先行するクラウドサービスにおける同業大手他社の追随や、今後の新製品の開発動向やサービスの展開が注目される。

◆株主還元及び株主優待制度

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

◆年間31円の安定配当を実施、長期的には増配トレンドを継続。

配当については、株式の店頭公開以来、普通配当ベースでは減配はなく、複数年の据え置き後、長期的には徐々に増配するトレンドにある（図表25）。

2011/3期以降は記念配を除く普通配当では、一株当たり年31円の普通配当を実施している。2014/3期のみ、2014年12月に東証第二部から第一部へ指定されたことを記念し、一株当たり31円の普通配当に記念配当10円を加えた年41円の配当を実施した。最終利益が赤字となった2015/3期、並びに2016/3期においても安定配当の観点から年31円の配当を維持した。

配当性向は、2018/3期実績では48.2%、2019/3期予想で36.1%（会社予想ベース、当調査部予想では35.4%）であり、株価1,789円（2018年6月末終値）で計算すると、配当利回りは、1.7%となる（東証一部銘柄平均も約1.7%）。また、同社の重視するKPI（重要経営指標）の一つである純資産配当率は、2018年3月期実績では、1.9%である（同社目標値：2.5%）。

現状の配当性向を勘案し2018/3期以降も暫くは、年31円の普通配当が継続すると当調査部は予想するが、先行投資負担が一巡し収益力の一層の向上とともに、中期的には増配余地が生まれると考えている。

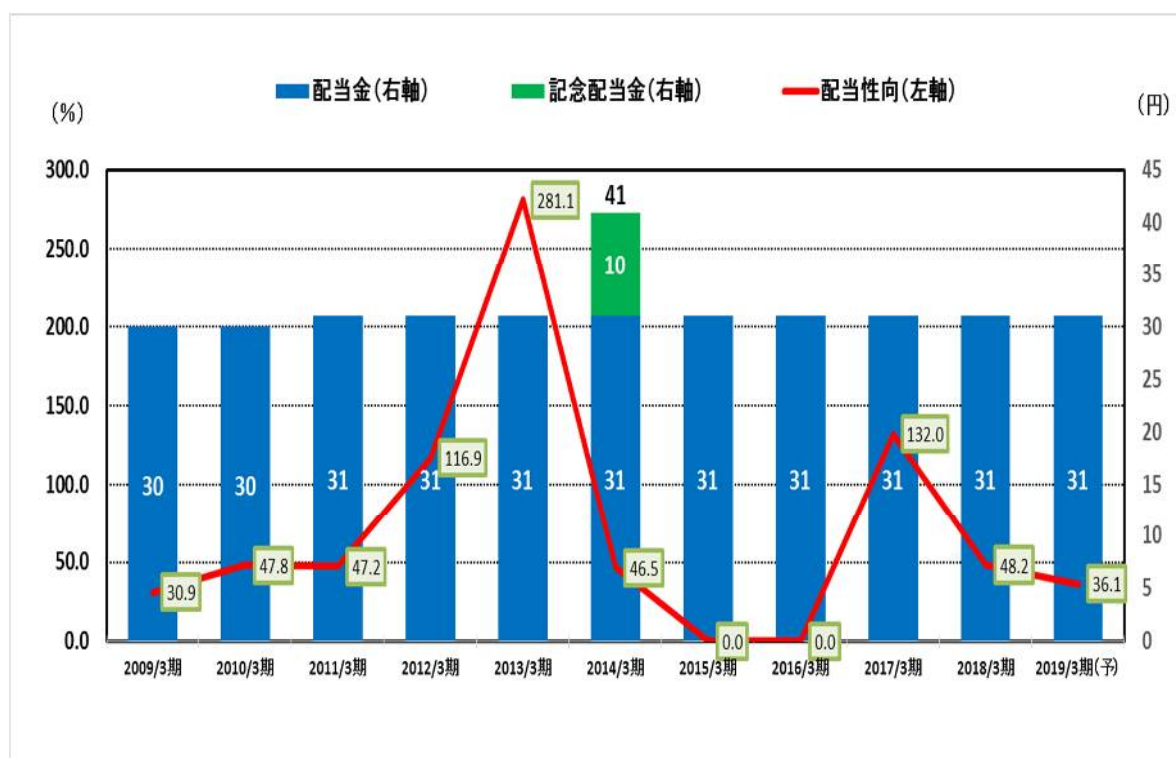
株主優待制度を2013年に導入し、2017年7月にその一部の変更を公表した（図表26）。優待内容は、毎年3月末現在における所有株数に応じて、クオカードを贈呈するものである。例えば100株以上300株

- ◆株主優待を含めた実質年間利回りは、約2.9%。

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が、株価を 1,789 円とし 100 株保有すると、配当 31 円および優待を含めた実質的な年間利回りは、約 2.9%となる（同様の条件で実質的な年間利回りは OBC が約 1.4%、MJS は優待制度がなく配当利回りと同じ約 1.1%）。

なお、財務体質も良好で実質無借金であり、株式分割や総還元性向の観点から追加の自社株買いに関しても注目していきたい。株式分割は、2000 年 5 月に 1：1.3 の分割が行なわれて以来、実施されていない。

【図表 25】配当金と配当性向の推移



(出所) 有価証券報告に基づきアルファ・ウイン調査部が作成、予想は会社及び当調査部予想

【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%
100	300	2,000	31	2.85
300	500	3,000	31	2.29
500		5,000	31	2.29

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。

株価前提:1789円

(出所) 同社資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆直近1年間では、TOPIXをアウトパフォーム。

- ◆バリュエーションは、同業他社比較では割安。

- ◆今後の注目点は、新社長による具体的な経営戦略と数値目標の公表、並びにコミットメント。

◆ 株価に影響を与えうるファクター

要約のページ（P2）に同社の過去約2年間の株価、及び対 TOPIX の相対株価を掲げている。2017年3月以降、同社株価は多少の調整はあるもののインデックスと同様に総じて右肩上がりとなっている。特に2017年7月前後から現在に至るまで TOPIX に対し相対的な株価の上昇が見られる。円高の進行や保護貿易化に伴い業績の安定した内需株として認識されていること、また同社が増収増益トレンドに回帰し好調であること、基幹（系）業務のパッケージソフトのクラウドでの先行提供に見られる競争力の高さとそのポテンシャルが評価されつつあると思われる。

また、同社を市場平均及び、上場している同業他社と主要なバリュエーションで比較を行った（図表 27）。東証一部平均との比較では、同社の PER は約 20.8 倍（2019/3 期会社予想 EPS ベース、当調査部予想では 20.4 倍）と一部平均の約 15.0 倍を上回る。また、配当利回りは同社 1.7% と同平均並み（単純平均 1.7%）であるが、PBR では同社は 1.1 倍と低く、一部平均の 1.3 倍を下回る。一方で同業他社（4733 オービックビジネスコンサルタント、9928 ミロク情報サービス）との比較では、ほとんどの指標で低位にあり割安感がある（図表 27）。

今後、株価にインパクトを与えうるイベントまたは、ファクターとしては、以下の点が挙げられる。

第一に注目すべきは、11 月に発表される予定の中期経営計画の内容である。現状ではコンセプトのみが発表されているが、中長期の新たな数値目標、具体的な戦略、及び戦術の公表が待たれるところである。ここで、新社長による目標数値（KPI）や事業目標に対する強いコミットメントの表明、ビジネス領域の拡大や M&A・提携を含めた成長戦略、売上重視から利益重視への経営体質の改善、資産効率重視の経営への転換が表明されれば、株価にポジティブな影響を与えるものと思われる。

また、コストコントロールを含む今期の業績の進捗状況、クラウドの契約社数の伸率、利益率の改善状況、新製品の販売状況、保守サービス加入率の推移なども、株価に影響を与えるものと思われる注目していきたい

【図表 27】バリュエーションの同業他社比較

社名	ビー・シー・エー (PCA:連結)	オービックビジネスコン サルタント(OBC:非連結)	ミロク情報サービス (MJS:連結)
コード	9629	4733	9928
株価(6/29終値)	1,789	7,870	2,790
時価総額(百万円)	13,775	317,570	97,109
PER(株価収益率)	20.8	34.6	29.4
PBR(株価純資産倍率)	1.1	2.8	5.4
配当利回り(%)	1.7	1.0	1.1
EV/EBITDA(倍)	4.2	22.9	18.5
PSR(株価売上高倍率)	1.3	12.7	3.2

時価総額=発行済株式総数×株価(6/29終値)

EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現金)/(営業利益+減価償却+無形固定資産償却等)

PSR=時価総額/売上高(2019/3期会社予想)

PERの計算に用いたEPSは、全て2019/3期会社予想

(出所)アルファ・ウイン調査部が、有価証券報告書、決算短信などから作成

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。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。PFV20181029