

# 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：2023/12/15

### ● 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ментサポート・カンパニー」として社会に貢献することを使命としている。

### 上期業績

- 上期業績(2023/9 期)は、売上高 7,074 百万円(前年同期比+14.8%)、営業利益 998 百万円(同+17.8%)、当期利益 660 百万円(同+33.5%)を計上した。同社による上期の事前予想は非公表であるが、社内の想定を上回った模様である。なお、上期の実績は同社の年間計画に対し、売上高で 48.1%、営業利益で 69.1%、当期利益で 71.4%と、利益は高い進捗率を示している。
- 上期の増収額(前年同期比+911 百万円)のうち、クラウドの増収額(同+583 百万円)が約 64%を占める。四半期単位のクラウド増収率は、一時期、低下したが、製品からクラウドへのシフトが進んでいる上、インボイス制度への対応需要もあり、再び高い成長率(前上期比+20%)となった。限界利益率が高いサービスであり、収益にも大きく寄与したものと推測される。PCA クラウド導入法人数は、上期末時点で 22,238 法人と前期末と比較し半年間で+1,216 法人(+5.8%)、前上期末と比較し 1 年間では+2,385 法人(+12.0%)と順調に増加している。
- 同様にインボイス対応需要の発生が、ソリューションにおける周辺サービスや製品についても追い風となり、それぞれ+168 百万円(同+20.2%)、+156 百万円(同+28.1%)の増収となった。
- また、既存製品・サービスの価格改定(約 20%の値上げ)を 2023 年 7 月に実施し、今上期には 3 ヶ月程度寄与した。
- なお、外注費・開発費を中心に製造原価が増加したため、粗利率は 62.6%と前期比で 0.9 ポイント低下した。人員の増加による人件費、イベントの開催による販促費、研究開発費、システム利用料などを中心に販管費が 365 百万円増加した。但し、その増加率は 11.9%と増収率を 2.9 ポイント下回り、販管費率は 49.7%から 48.5%に 1.2 ポイント低下した。
- その結果、営業利益率は 13.7%から 14.1%へと 0.4 ポイント改善した。

### 今期の業績見通し

- 同社は、今期(2024/3 期)の期初予想を据え置いた。売上高:14,700 百万円(同+13.2%)、営業利益:1,445 百万円(同+12.2%)、当期利益:925 百万円(同+4.8%)、年間配当金 17 円を計画している。売上高は 2020/3 期以来、4 期振りに過去最高値を更新する見込みである。
- 通期予想から上期実績を差し引いた下期の予想は、売上高:7,626 百万円(同+11.9%)、営業利益:447 百万円(同+1.4%)、当期利益:265 百万円(同△31.9%)と増収減益となり、営業利益率は前下期の 6.5%から 5.9%に低下する。
- 下期は、インボイス制度対応に加え、改正電子帳簿保存法(電帳法)による需要拡大、Hub シリーズの拡販を軸に、ユーザーの DX ニーズを取り込み、二桁の増収を見込む。Hub シリーズのラインナップの強化のため開発を加速し、加えてネット広告などのプロモーションを積極化することから、営業利益は微増にとどまると同社は予想している。但し、今下期の当期利益は大幅な減益となる見込みであるが、前下期は税効果会計の適用により法人税等の負担率が低かったことによる。

1/42

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

## アルファ・ウイン調査部の業績予想

- ・当調査部は、会社計画をやや上回る通期の業績を予想していたが、好調な上期の実績と保守的な下期の予想を考慮し上方修正した。新予想では、売上高:14,900 百万円(会社計画比+200 百万円、+1.4%)、営業利益:2,000 百万円(同+555 百万円、+38.4%)、当期利益:1,220 百万円(同+295 百万円、+31.9%)と会社計画をさらに上回るとした。これに伴い配当金の予想も、17.0 円/株から 19.0 円/株に増額修正した。
- ・インボイス対応によるシステム需要は旺盛であり、関連する製品やサービスの販売が好調であったことや、クラウドへのシフトが進み安定的に増収を維持していること、下期には電帳法改正への対応の需要が一定程度見込めること、研究開発投資・人件費・販促費などのコストの増加が懸念されるが計画には織り込まれていると思われること、上期利益の進捗率が高いこと、並びに下期の売上高・コスト・利益前提が保守的であると考えられることから上方修正を行った。
- ・また、来期(2025/3 期)並びに、来々期(2026/3 期)の業績予想も見直し、いずれも売上高・利益予想を上方修正した。両期とも 5%前後の増収増益と、これに伴う増配を見込んでいる。
- ・主な要因は、引き続きクラウドの堅調な伸びが期待できること、新サービスの本格的な業績への寄与が見込まれること、来期には値上げ効果がフル寄与すること、来々期には製品・サービス開発投資の強化による先行投資負担がピークアウトし、インフレ等による人件費・外注費などの一般経費の増加ペースが和らぐと想定されることである。
- ・一方、リスク要因は、PCA Hub シリーズや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、2 大法改正(インボイスと電帳法)に伴う需要の反動、意図的な先行投資や一般コストの積み増しである。
- ・中長期的にもクラウドビジネスが引き続き成長を支え、増収増益と増配傾向を当調査部では見込んでおり、年間利益成長率(特需を除いた平準化ベース)を 5~8%と予想している。

## 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、順調に業容を拡大している。
- ・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ある。
- ・売上高、並びに配当性向の目標は、十分に達成できると思われる。一方、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、現在の今期の業績計画から乖離しており、ややハードルが高い。但し、コストコントロール次第では、営業利益も達成可能な範囲内にあると考えられる。
- ・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、今後もサブスクリプションビジネスをコアに成長が見込め、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と考えられる。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年半にわたり、同社株は TOPIX、並びに同業他社をアウトパフォームしてきた。一方、年初来では逆にアンダー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や、同業他社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り、かつサブスクリプションビジネスの成長余地は大きく、来期以降も増収増益基調が予想される。EPS の成長とこれに伴う増配が見込まれることから、中長期的には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、特に、今期の通期業績の着地(現予想との乖離率)に加え、PCA Hub、ヘルスケア事業(ドリームホップ)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、電帳法)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。

株主還元

- ・同社は、これまで安定配当を継続する一方、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)には38.5%、今期(同社予想)も38.3%と目標(30%)を上回る。一方、今期の予想DOE(同社予想基準)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る中、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	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
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	新E新基準	14,900	14.8	2,000	55.3	2,030	53.1	1,220	38.2	60.90	912.77	19.00
2024/3	旧E新基準	14,800	14.0	1,570	21.9	1,600	20.7	1,000	13.3	49.92	903.35	18.00
2025/3	CE中計新基準	15,000	2.0	2,500	73.0							
2025/3	新E新基準	15,520	4.2	2,100	5.0	2,130	4.9	1,280	4.9	63.89	957.66	20.00
2025/3	旧E新基準	15,520	4.9	1,700	8.3	1,730	8.1	1,080	8.0	53.91	939.35	19.00
2026/3	新E新基準	16,500	6.3	2,250	7.1	2,280	7.0	1,350	5.5	67.39	1,005.05	21.00
2026/3	旧E新基準	16,500	6.3	1,800	5.9	1,820	5.2	1,135	5.1	56.66	977.10	20.00
2023/3	Q1新基準	2,954	-11.2	309	-68.3	315	-68.0	142	-76.8	7.13	830.18	0.00
2024/3	Q1新基準	3,387	14.7	428	38.5	436	38.4	266	86.9	13.33	867.22	0.00
2023/3	Q2新基準	3,209	-2.2	538	-30.8	556	-30.1	352	-57.8	17.60	-	0.00
2024/3	Q2新基準	3,687	14.9	570	5.9	590	6.1	394	11.9	19.67	-	0.00
2023/3	上期新基準	6,163	-6.7	847	-51.7	871	-51.1	494	-65.9	24.73	850.85	0.00
2024/3	上期新基準	7,074	14.8	998	17.8	1,026	17.8	660	33.5	33.00	885.19	0.00
2023/3	下期新基準	6,818	0.7	441	-51.1	455	-50.3	389	-57.6	19.45	-	17.00
2024/3	下期CE新基準	7,626	11.9	447	1.4	452	-0.7	265	-31.9	13.27	-	17.00

(備考) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部の予想、旧E:前回予想、新E:今期予想。

Q1:4-6月決算、Q2:7-9月決算、上期:4-9月決算、下期:10-3月決算

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。

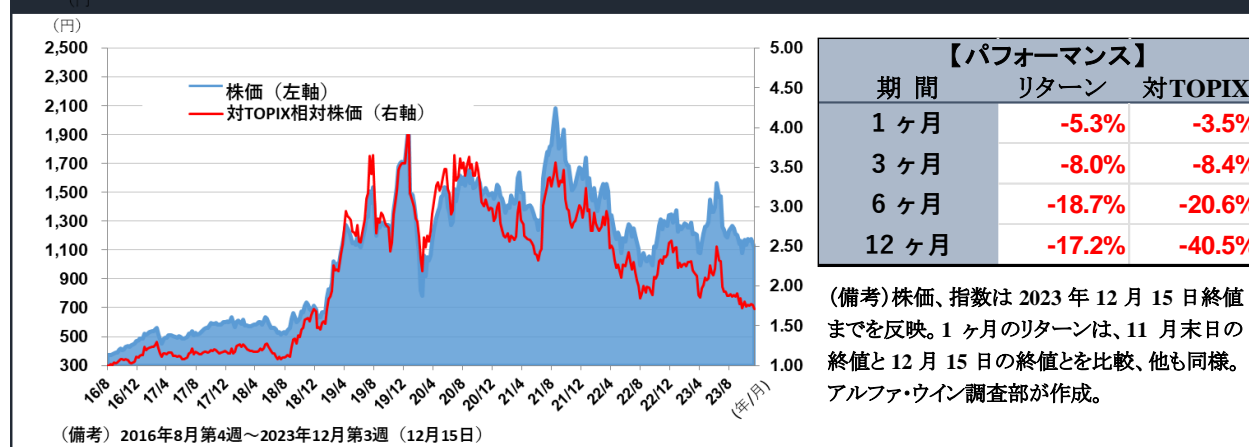
(注)本レポートでは、本文、図表などにおいて四捨五入や計算過程の端数処理、表示方法等の理由で、同一項目の数値が異なる、または会社発表値と誤差が生じ数値が完全には一致しないことがある。なお、-、△は、マイナスを意味する。

【 株価・バリュエーション指標 : 9629 ピー・シー・エー 】 図表B

項目	2023/12/15	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	1,111	前期予想	25.2	1.3	1.5%	13.6%
発行済株式数 (千株)	22,000	今期予想	18.2	1.2	1.7%	31.2%
時価総額 (百万円)	24,442	来期予想	17.4	1.2	1.8%	31.3%
潜在株式数 (千株)	0	来々期予想	16.5	1.1	1.9%	31.2%
今上期 自己資本比率	56.7	前期純資産配当率(DOE)		2.0%	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



## 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](mailto: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を負いません。F2023-12-21-0900

## 目次

<b>1. 会社概要</b> .....	<b>P6</b>
基幹業務ソフトウェアの専門大手.....	P6
<b>2. 事業内容とビジネスモデル</b> .....	<b>P9</b>
業務の効率化に不可欠な基幹業務ソフトウェア .....	P9
継続性と限界利益率の高いビジネスモデル .....	P9
安定性と収益性の高いストックビジネスが拡大 .....	P10
成長ドライバーであるクラウドビジネス .....	P11
PCA Hub シリーズ.....	P12
<b>3. 株主構成</b> .....	<b>P14</b>
上位株主構成 .....	P14
<b>4. ESG と SDGs</b> .....	<b>P16</b>
環境対応 (Environment) 、社会的責任(Society)、企業統治 (Governance) .....	P16
<b>5. 成長の軌跡</b> .....	<b>P17</b>
沿革 .....	P17
過去の業績推移.....	P17
<b>6. 業界環境</b> .....	<b>P20</b>
ソフトウェア市場の動向 .....	P20
同業他社比較.....	P20
<b>7. 上期の実績と今期の見通し</b> .....	<b>P23</b>
2024年3月期・上期(2023/9期)決算.....	P23
ピー・シー・エーによる2024年3月期・今期業績予想 .....	P28
アルファ・ウイン調査部による2024年3月期・今期業績予想 .....	P31
<b>8. 成長戦略</b> .....	<b>P33</b>
中長期経営ビジョンと方針 .....	P33
目標となる経営指標.....	P33
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し .....	P34
<b>9. アナリストの視点</b> .....	<b>P37</b>
ピー・シー・エーの強みと課題 .....	P37
株主還元、及び株主優待制度.....	P38
株価水準と株価に影響を与えるファクター .....	P40

# 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。

(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<sup>注 1</sup>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)であり、同社の販売先は分散化されている。金額ベース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 11 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)。総従業員数 643 名(前期末)。

- ①「クロノス株式会社」(就業管理システム<sup>注 2</sup>の開発・販売、同社が 80%出資。2001 年に事業譲受)
- 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 (赤字は前回からの主な更新部分)

社名	連結子会社の概要		
	①クロノス株式会社	②株式会社ケーイーシー	③株式会社ドリームホップ
本社所在地	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)	東京都千代田区飯田橋
	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	大阪・横浜の2市に支店・営業所
事業内容	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。クラウドで提供するX'sion(クロッショーン)と、クラウド並びにオンプレミスで提供するクロノスPerformanceが主力のサービス・商品。	「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	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)
顧客	*クロノスPerformanceの利用アカウント数(百万人)1.7→1.9→2.5→2.6(2021年11月15日→2022年5月9日→2023年6月7日→2023年12月6日の原、以下同様、同社HPより) 導入企業数は9,385社(2023年6月7日)→10,149社(2023年12月6日) *X'sion(クロッショーン)の利用アカウント数(人):431,784→515,412→682,465→755,708 導入企業数は4,406社(2023年6月7日)→4,938社(2023年12月6日)	2万社以上(国内)	1,500社、10,000事業所、100万人以上
主要取引先	ピー・シー・エー株式会社、株式会社ミロク情報サービス、応研株式会社株式会社オービックビジネスコンサルタント、三菱電機ITソリューションズ株式会社(導入企業/最終ユーザー:八ちゃん堂、山陽食品、シャボン玉石洗剤、千足屋総本店、天乃屋、富士コンタクトなど)	ピー・シー・エー株式会社が製造販売したソフトウェア等の導入企業	ピー・シー・エー株式会社、社・本郷理理士法人、厚生労働省、環境省、国土交通省、東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県、横浜市、大阪市、札幌市、その他官公庁・民間企業など多数。10名~10万人規模までの法人・団体が利用。
設立	2011年5月(事業譲受)	1988年4月	2020年10月(買収、設立は2005/6)
資本金:百万円	60	10	96.5(56.5百万円から増資)
PCAの出資比率	80%	100%	100%
社員数(2023/3末)	120名(最新HP:2023/12/10時点)	45名	16名
売上高(前近期末)	2,528百万円(2023/3期、HPより。前期比+15%増収)	非公表	非公表
経営方針	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	PCAに準ずる
連結における種類別売上高の区分	製品販売、クラウド売上が中心+保守、その他営業収入	その他営業収入が中心+製品、商品、保守、クラウド	その他営業収入
HP URL	<a href="https://www.xronos-inc.co.jp/">https://www.xronos-inc.co.jp/</a>	<a href="https://www.kec-sp.com/page1">https://www.kec-sp.com/page1</a>	<a href="https://www.dreamhop.com/">https://www.dreamhop.com/</a>
業績の動向、近況	競合が激しいが、成長市場であり建設業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。	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・コンサルティングを展開し、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。

(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。

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

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。

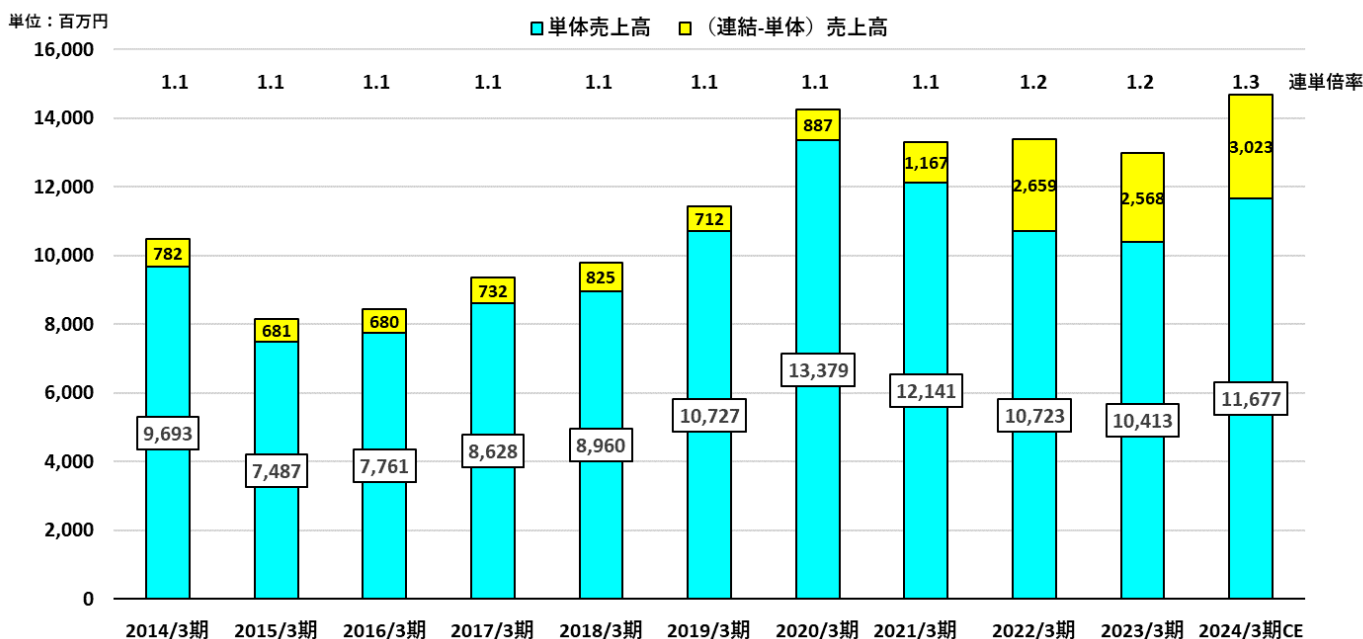
また、「（連結-単体）経常利益」の子会社合計の損益は、2016/3 期以降、黒字基調である（P8-図表 3）。

◆クロノス社の業績拡大も連結業績に寄与していると推定される。

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（クロノス社の過去の HP より）と見込んでいた。

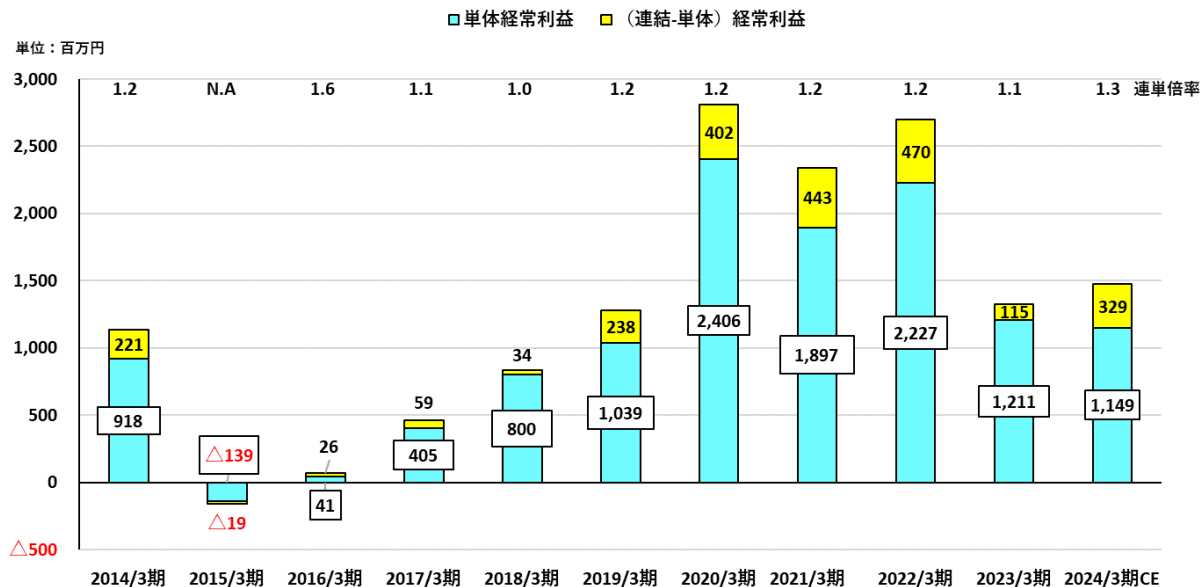
クロノス社の利益は非公表であるが、ケーイーシーと並んで黒字を計上し、連結利益に貢献していると思われる。

【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 147 億円(今期計画)、総資産 313 億円に対し、現預金は 189 億円(いずれも 2023 年 9 月末時点)と総資産の 60%、平均月商の 15.4 ヶ月に相当する。

さらに社債や上場株式を中心に、約 28 億円の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 56.7%、流動比率 210.6%と財務的な安全性が高い(2023 年 9 月末時点)

【 図表 4 】 キャッシュフロー (CF) の推移 (単位:百万円)

単位:百万円	2010/3期	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期	2020/3期	2021/3期	2022/3期	2023/3期	2022/9期(売上期)	2023/9期(今上期)
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	1,632	3,684	2,641	1,296	1,203
投資活動によるCF ②	-405	-127	185	-407	-750	-606	-627	-395	1,715	-80	-719	253	708	-308	-266	356
財務活動によるCF	-207	-210	-205	-215	-216	-284	-214	-215	-216	-572	-225	-355	-254	-806	-805	-457
FCF(①+②)	222	361	326	440	299	-60	800	1,137	2,965	2,061	2,609	1,885	4,392	2,333	1,030	1,559
現金及び預金(B/S上)	6,817	5,970	5,493	6,621	6,808	6,154	6,612	7,487	7,269	7,280	10,716	11,749	16,090	17,819	16,517	16,922

(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。



## 2. 事業内容とビジネスモデル

### ◆ 業務の効率化に不可欠な基幹業務ソフトウェア

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

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

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

一般に、販売されているパッケージソフトを組み合わせるシステムを構築する方法は、短期間に導入でき、安価であること、バグが少ないなどのメリットがある。

一方、自社の業態や業務、経営スタイルなどに適合させるために、システムをカスタマイズしにくい点がデメリットである。

また、独自のソフトウェアの開発導入には、委託開発、自社開発の2つの方法がある。いずれの場合にも、自社仕様にカスタマイズすることにより、自社の業務・ニーズに適合した使いやすいシステムができるメリットがある。その反面、開発費用と期間がかかり、稼働後の修正や機能の追加・メンテナンスが必要となる。特に、零細企業、中小・中堅企業は、資金や人材、時間の制約から、独自のソフトウェアを開発し導入、運用することは容易ではない。

### ◆ オリジナル開発による基幹業務パッケージソフトを提供。

(注3) 会計ソフト: 会計を記録・処理し一元管理するアプリケーションソフト。

(注4) 人事・給与ソフト: 給与計算や人事管理用のソフト。

そこで同社は、個人事業主、あるいは零細企業(SOHO)、中小・中堅企業などを対象に、会計<sup>注3</sup>、財務、人事・給与<sup>注4</sup>、販売管理・仕入在庫管理、税務向けなどの基幹業務のソフトウェアを独自開発し、パッケージ(オンプレミス: ユーザーが自社内で運用する従来型製品)、またはクラウド形式(ユーザーが自社にサーバーを用意することなく、インターネット経由にて簡単に低コストで、基幹業務ソフトを利用できるサービス)で、直接あるいは間接的に販売・提供している。

また、同社は、基幹業務ソフトを単に開発・販売するのではなく、ユーザーに対し提案型のコンサルティングを行い、グループ子会社も含めて保守サービス、導入、運用指導などの各種サポートを提供し、業容を拡大してきた。今後、さらにこれを強化する方針である。

### ◆ 継続性と限界利益率の高いビジネスモデル

同社グループが扱うソフトの製品、並びにサービスの総数は60~70種(製品・サービス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が中心であり、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5)。なお、セグメント別損益は非開示となった。

【図表5】売上区分(種類別)

種類別の売上区分	内容	2024/3上期(実績)		
		売上高 百万円	売上構成比 %	推定粗利率
製品	自社製品のパッケージソフト(会計、販売管理・仕入在庫管理、給与・人事など)の販売	713	10.1	60%前後
商品	他社製品の機票などの販売	198	2.8	30%前後
保守サービス	PSS会員制度に加入するとコールセンターでの照会やサポートサービスなどが受けられる	1,715	24.2	70%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	3,443	48.7	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	1,002	14.2	50%前後
合計、及び平均		7,074	100.0	実績 62.6%
参考				加重平均による推計値 62.6%

(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73%。

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。2023/9上期では、クラウド売上高が種類別では最大であり、これに次ぐ保守サービスと合計したストック収入が、売上構成で全体の約73%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 2.2 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 <sup>注5</sup>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 <sup>注6</sup>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 <sup>注7</sup>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。

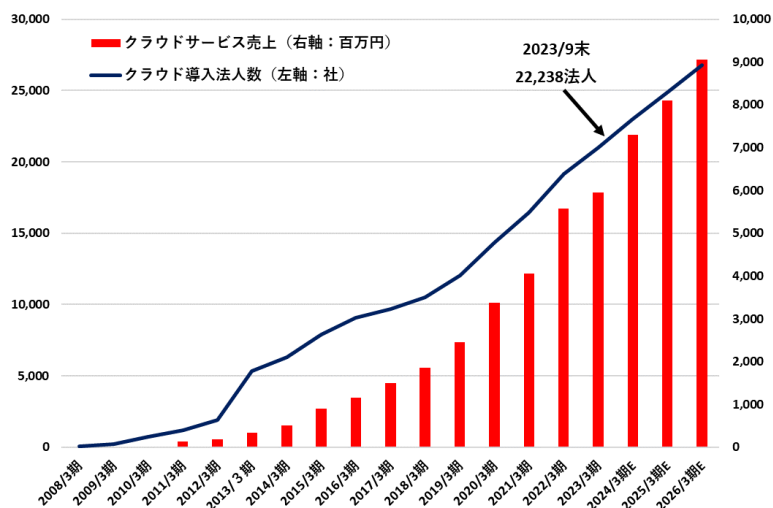
(注 5) API 【Application Programming Interface】: ソフトウェアを操作するためのインターフェイス・ネットワーク、ソフトウェアとプログラムを繋ぐもの。

(注 6) Kintone: サイボウズが提供している、web データベース型の業務アプリ構築クラウドサービス。システム作成や他システムとの連携が容易に可能となる。

(注 7) 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 6)。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(P25-図表 19)、今後も成長ドライバーと考えられる。

【 図表 6 】 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。

PCA Hub シリーズの第一弾として、そのコアとなる「PCA Hub eDOC」(ピー・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 <sup>注8</sup> 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 8) 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。

(注 9)(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 10) 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 11) インボイス制度: 適格請求書等保存方式、2023 年 10 月に導入、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<sup>注 9</sup>にも対応し、JIIMA 認証<sup>注 10</sup>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 7 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<sup>注 11</sup>)の導入に合わせ、これに対応した既存の PCA の主要製品・サービスの更新版を、2023 年夏にリリースした。

【図表 7】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も推進し、日本社会のデジタル化も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も安全・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。愛媛の請求書や領収書に記載されている取引先・金額・日付も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も自動化することが可能。 ・登録されたデータも各種PCA会計シリーズと連携し、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・取引明細も電子配信するサービス。PCA商売商管シリーズと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も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料のコストカット ・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担軽減
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も、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・遺付金明細 <メリット> 上記のPCA Hub 取引明細と同じ
2023年5月	eDOC アップロードツール	リリース/標準搭載	パソコンのローカルフォルダに保存されたファイルも、クラウド上の「PCA Hub eDOC」に自動的にアップロードできる機能を標準搭載(eDOCアップロードツールを提供。但し、料金は「PCA Hub eDOC」本体のライセンス価格に含まれる)。請求書や領収書等のファイルと合わせて取引日・取引先・金額などの記録項目も「PCA Hub eDOC」に自動登録することが可能となり、登録されたデータは各種 PCA 会計シリーズと連携し、仕訳も作成できる。そのため、請求書や領収書の保管から仕訳作成・登録に至るまでの、一連の経理業務作業の自動化を実現する。
2023年今上期(4~9月)	既存の主要製品	インボイス対応 リリース/サービスイン	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ター終了製品は非対応
時期非公表	PCA Hubの各種の周辺サービス	リリース予定	労務関係のシステム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。赤字は今回追記した部分。

### 3. 株主構成

#### ◆ 上位株主構成

2023年9月末の大株主は、図表8の通りである。

2023年3月末との比較では(以下同様)、複数のカストディアン等(信託銀行等)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。

【図表8】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	2023年9月末	四時点保有割合	順位	増減(23/9-23/3)
株式会社Kawashima	—	—	8,805	8,805	8,208	8,205	8,208	8,208	8,208	8,207	40.97	1	-1
POA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	1,967	8.94	—	-34
JP MORGAN CHASE BANK 385632	—	—	—	—	—	—	1,014	1,399	1,399	1,398	6.98	2	-1
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	1,266	6.32	3	318
MSIP CLIENT SECURITIES	—	—	—	—	—	—	885	886	886	885	4.42	4	-1
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	762	3.80	5	-0
株式会社日本カストディ銀行(信託口)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	466	2.33	6	466
ビー・シー・エー従業員持株会	330	357	381	381	406	300	337	349	392	414	2.06	7	22
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001	732	747	798	798	521	—	—	—	—	385	1.92	8	385
FGP SEXTANT AUTOUR DU MONDE	—	—	—	—	—	—	—	377	450	360	1.79	9	-90
株式会社ロジックシステムズ	342	342	342	342	342	342	342	342	342	342	1.70	10	0
ナゴヤビーシーエー株式会社	—	300	300	300	300	300	300	300	300	—	—	—	—
株式会社応用システム研究所	—	—	258	258	—	258	—	260	260	—	—	—	—
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	—	—	—	909	—	—	—	—	—	—	—	—
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	—	—	—	—	—	—	463	—	—	—	—	—	—
JPMBL RE NOMURA INTERNATIONAL PLC 1 COLLEQUITY	—	—	—	—	—	—	359	—	—	—	—	—	—
JP MORGAN LUXEMBOURG S.A. 1300000	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
MSCO CUSTOMER SECURITIES	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
クレディ・スイス証券株式会社	—	—	—	—	—	1,416	—	—	—	—	—	—	—
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	—	—	—	—	—	267	—	—	—	—	—	—	—
SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT	—	—	—	—	—	261	—	—	—	—	—	—	—
株式会社みずほ銀行	363	363	363	363	363	—	—	—	—	—	—	—	—
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENT	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
ACCOUNTS M LSCB RD	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
和田 成史(氏)	543	543	543	453	335	—	—	—	—	—	—	—	—
KBL EPB S.A. 107704	—	—	—	270	282	—	—	—	—	—	—	—	—
佐藤 礼子(氏)・・・創業者川島氏の相続人	4,401	4,401	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
隈元 智子(氏)・・・創業者川島氏の相続人	4,401	4,401	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
和田 弘子(氏)	1,074	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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	8.9	—	—	—

(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。

◆国内の安定株主は変わらず。

◆筆頭株主は、創業家の資産管理会社。

◆同社は、実質的に第2位の株主、約9%の自社株を保有。

◆複数のカストディアンが、株式を買い増し。

・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、ほぼ変化はない。

・(大株主に記載はないが)実質上の第2位株主:同社は従来から実質的には第2位の株主である。同社は発行済株式総数に対して、8.94%の自社株を保有している。

・第2位株主:JP MORGAN CHASE BANK 385632の保有株式数は、ほぼ変わらない。

・株主順位は第3位のまま変わらないが、日本マスタートラスト信託銀行(信託口)が3月末比で318千株、保有株を増加させた。また、株式会社日本カストディ銀行(信託口)やSTATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001も株式を買い増し、それぞれ大株主6位、8位に再登場した。

・第4位株主:MSIP CLIENT SECURITIESの保有株数・比率にほぼ変化はない。

◆国内外の機関投資家が、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。

◆投資する国内投信は、インデックスファンドが中心。

◆ライバルの OBC も、第 5 位の大株主。

◆フランス系の投資ファンドも大株主。

◆大株主にはアクティビストはいない模様。

・既述のように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8の大株主にMFSの記載はないが、カストディアンのアカウントを経由して投資を行っていると推測される。

因みに、国内投信では、大和アセットマネジメントが運用するテーマ投資のアクティブ型ファンドである社会課題解決応援ファンド(笑顔のかけし)を始め、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ国際投信、アセットマネジメント Oneなどのインデックスファンドが、同社株を組み入れている。

・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。

・第6位株主:FCP SEXTANT ATOUR DU MONDEは、保有株数を90千株ほど減らし、株主順位を6位から9位に下げた。同アカウントは、フランス系のAmiral Gestion(アミラル・ジェスチョン:2003年に設立された長期投資を基本とする独立系の資産運用会社、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い、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。

・なお、ナゴヤピーシーエー(ソフトウエア開発、「商魂」等の同社製品の委託先)や、応用システム研究所(保有目的は不明)は、継続保有していると推測されるが、9月末時点では上位大株主10社からは外れた。

・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。

- ◆ ペーパーレス化、省エネを推進。

### ◆ 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。

- ◆ 中小企業のデジタル化をサポート。

### ◆ 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。

- ◆ スポーツ振興、障害者支援や IT 人材の発掘・育成支援に対し積極的。

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・バスケット・プロ野球等のスポーツ振興(広告の掲載や協賛)、身体障害者の雇用などの各種の支援も行っている。

- ◆ 健康経営を推進。

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

特に、健康管理、職場環境、フレキシブルな働き方、ワークライフバランスに関し、その改善と推進に取り組んでいる。

- ◆ 健康経営優良法人 2023 (大規模法人部門) に認定。

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。

- ◆ 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。

### ◆ 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。



## 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 12) 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。

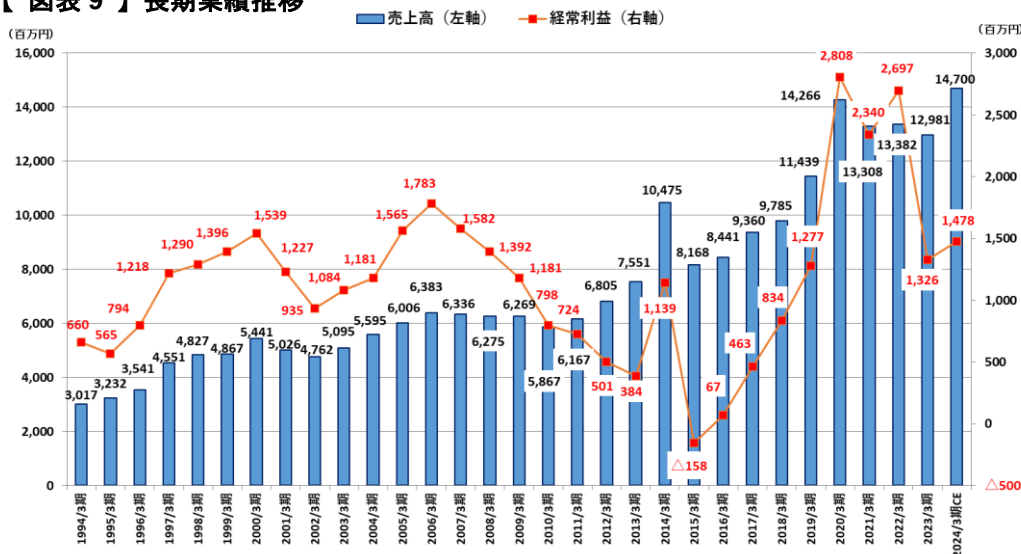
その後、パソコン時代の到来とともに、①国内でのパッケージソフトウェアの種類拡大とバージョンアップ、②保守サービスの拡大、③クラウド事業の拡充、④他社製品の供給も含めたソリューションビジネスの展開の、主に4点で成長してきた。あわせて拠点の拡大、メーカーや販社との提携を通じ、全国的な販売・サポート体制を整備し、急速に業容を拡大した。なお、2008年には保守的な当業界でいち早くクラウドサービス(SaaS注12)に進出するなど、業界のパイオニア的な存在である。

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9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9】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 13) ERP(統合型基幹業務システム) : エンタープライズ・リソース・プランニング(企業情報計画)の略。企業の基幹情報を統合し、リアルタイムに処理、効率良く全体最適化を行う経営概念。基幹システムをまとめた IT ソリューションソフトとして提供されている。

◆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 年以來、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 <sup>注 13</sup>(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(P19-図表 10)、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14) (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。

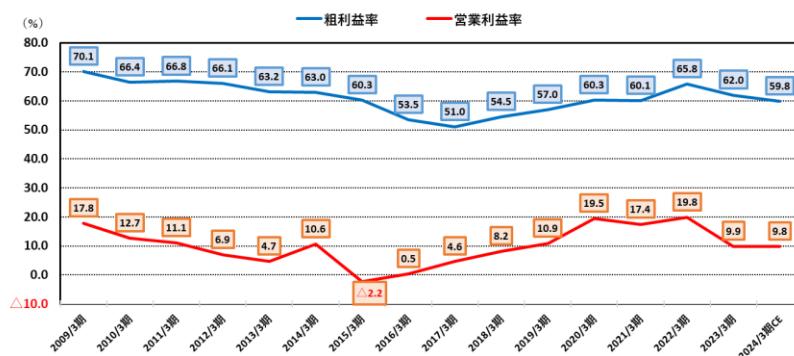
・同社はクラウドが続伸する中、新製品の投入、営業力の強化に努め、景気の回復も重なり、2016/3 期から2021/3 期に至るまで、5 期連続の増収となった。また、2017/3 期以降はV字回復し、黒字体質が定着した。

・特に2020/3 期には、特需効果(消費税率引き上げ、Windows7 のサポート終了対応、改元対応のバージョンアップの前倒し需要)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<sup>注14</sup> 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が、今期(2024/3 期)には増収増益に転じ、過去最高売上高の更新を見込む。

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11)。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10】 売上高粗利率と営業利益率の長期推移



【図表11】 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利益(以下四欄)		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	
	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績									
01/3期	-	5,028	-	1,224	-	1,227	-	695	-	-	-	-	-	-	-	-	-
02/3期	5,634	4,782	-	925	1,215	935	-	533	-15.5%	-	-23.0%	-	-5.3%	-24.4%	-23.8%	-23.3%	
03/3期	5,104	5,095	-	1,073	1,015	1,083	589	576	-0.2%	-	6.7%	-2.2%	7.0%	16.0%	15.8%	8.1%	
04/3期	5,521	5,595	-	1,170	1,125	1,181	653	682	1.3%	-	5.0%	4.4%	9.8%	9.0%	15.8%	18.4%	
05/3期	6,096	6,005	-	1,551	1,293	1,585	769	915	-1.5%	-	21.0%	19.0%	7.3%	32.6%	32.5%	34.2%	
06/3期	6,870	6,383	-	1,747	1,780	1,783	1,059	327	-7.1%	-	0.2%	-69.1%	6.3%	12.6%	13.9%	-64.3%	
07/3期	6,860	6,336	-	1,533	1,550	1,582	822	852	-7.6%	-	2.1%	-7.6%	-0.7%	-12.2%	-11.3%	160.8%	
08/3期	6,790	6,274	1,321	1,325	1,365	1,391	812	644	-7.6%	0.3%	1.9%	-20.7%	-1.0%	-13.6%	-12.1%	-24.4%	
09/3期	6,800	6,288	1,294	1,117	1,360	1,181	809	680	-7.8%	-13.7%	-13.2%	-15.9%	-0.1%	-15.7%	-15.1%	5.6%	
10/3期	6,500	5,887	1,141	744	1,200	797	714	438	-9.7%	-34.8%	-33.6%	-38.9%	-6.4%	-33.4%	-32.5%	-35.9%	
11/3期	5,808	6,166	878	688	927	724	519	411	4.4%	-21.9%	-21.9%	-20.8%	5.1%	-7.8%	-9.2%	-5.7%	
12/3期	6,505	6,805	808	468	835	501	391	75	4.6%	-41.9%	-40.0%	-80.3%	10.4%	-31.8%	-30.8%	-81.8%	
13/3期	7,025	7,550	56	354	84	383	29	181	7.5%	532.1%	356.0%	524.1%	10.9%	-24.4%	-23.6%	141.3%	
14/3期	8,641	10,474	284	1,110	311	1,138	141	604	21.2%	290.8%	265.9%	328.4%	38.7%	213.6%	197.1%	233.7%	
15/3期	9,198	8,168	453	-179	483	-157	283	-207	-11.2%	下方修正	下方修正	下方修正	-22.0%	赤字化	赤字化	赤字化	
16/3期	8,880	8,440	242	40	272	66	131	-93	-5.0%	-83.5%	-75.7%	下方修正	3.3%	黒字化	黒字化	黒字化	
17/3期	9,731	9,360	185	432	187	463	51	160	-3.8%	161.8%	147.6%	213.7%	10.9%	980.0%	801.5%	-272.0%	
18/3期	9,876	9,785	645	807	689	834	425	441	-0.9%	25.1%	24.7%	3.8%	4.5%	86.8%	80.1%	175.6%	
19/3期	10,486	11,439	825	1,248	842	1,277	588	906	9.1%	51.3%	51.7%	54.1%	16.9%	54.6%	53.1%	105.4%	
20/3期	12,783	14,266	1,478	2,781	1,499	2,808	976	1,816	11.6%	88.2%	87.3%	86.1%	24.7%	122.8%	119.9%	100.4%	
21/3期	13,280	13,308	2,034	2,314	2,055	2,340	1,358	1,668	0.2%	13.8%	13.9%	22.8%	-6.7%	-16.8%	-16.7%	-8.1%	
22/3期	12,447	13,382	1,866	2,655	1,889	2,697	1,192	2,367	7.5%	42.3%	42.0%	98.6%	0.6%	14.7%	15.3%	41.9%	
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%	-3.0%	-15.5%	-50.8%	-62.7%	
24/3期(CE)	14,700	1,445	1,478	925	-	-	-	-	-	-	-	-	13.2%	12.2%	11.4%	4.8%	
参考: 単純平均乗率率(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%	5.1%	65.6%	45.6%	22.3%
線のハイライト: 過去最高値	桃色のハイライト: 過去最高値	黄色のハイライト: 過去歴代二位	緑色のハイライト: 過去歴代三位	←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10, 11: 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。

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

## 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、業務効率化やデジタル化対応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>

- ◆2023年度(計画)の中小中堅企業のソフトウェア投資は、大きく増加する見込み。業況判断は改善しつつあるが、先行きは不透明。

なお、2023年12月に発表された日銀短観において、中小企業(全産業ベース)の2023年度(計画)のソフトウェア投資額は、前年度比+21.7%(うち製造業+30.0%、非製造業+18.5%)と、製造業を中心に大きく増加する見込みである。因みに2022年度は、前年度比△2.6%(うち製造業+4.8%、非製造業△5.2%)とやや低調であった(△はマイナスの意味)。

なお、中堅企業でも、2022年、2023年の順に、それぞれ+19.8%(+6.0%、+8.8%)、+27.3%(+13.3%、+16.4%)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(全産業ベース)は、2023年9月の調査(「最近」)の+5から2023年12月では+9と好転する一方、「先行き」については+4のまま横ばいである。「最近」との比較では△5と、「先行き」の景況感に悪化懸念がある(大企業・中堅企業についても同様)。

### ◆同業他社比較

#### <業界のポジショニングと主なプレーヤー>

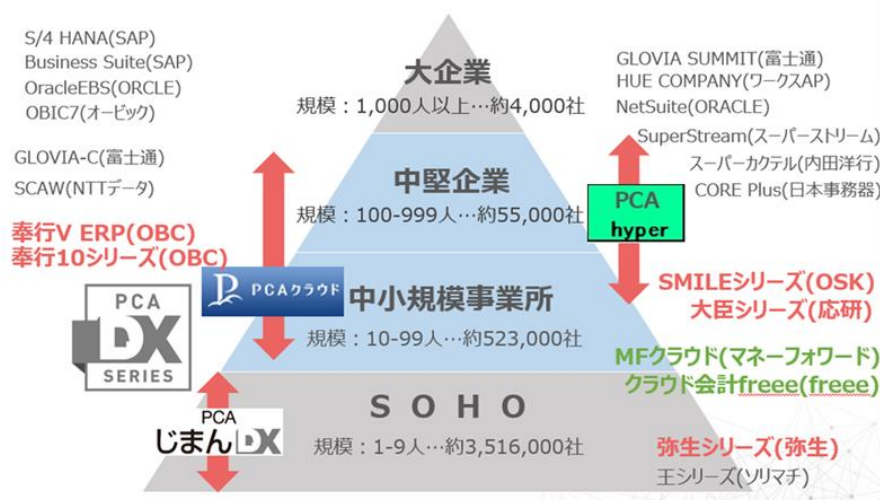
- ◆業界内では、ユーザーの規模別、ソフトウェアの機能別に、ある程度の住み分けが進む。

P21-図表12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。

- ◆最大のライバルはOBC、MJSとも間接的に競合。

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。

【 図表 12 】 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

◆未上場企業では、弥生、応研、OSKなどと競合。

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(本社:東京都千代田区)～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 期の売上高:221 億円(微増収傾向)、従業員数 978 名(2023/9 末時点)、登録ユーザー数:310 万超。

・応研株式会社(本社:東京都渋谷区、福岡県福岡市)～大臣シリーズが主な製品、独立系。2022/12 期の売上高 52.4 億円、従業員数 340 名(2023/4 末時点)。

・株式会社 OSK(本社:東京都墨田区)～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 459 名(2023/10 末時点)。

◆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。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・ポジションにいと考えられる。

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

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。

◆利益率は一時期よりも改善してきたものの、改善余地がある。

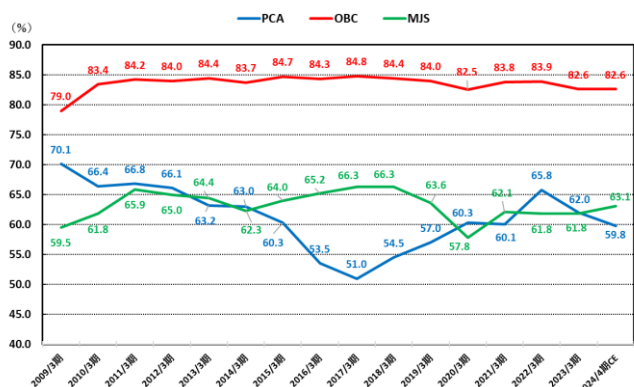
＜上場する同業 3 社の収益性の比較＞

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 13、及び図表 14 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。

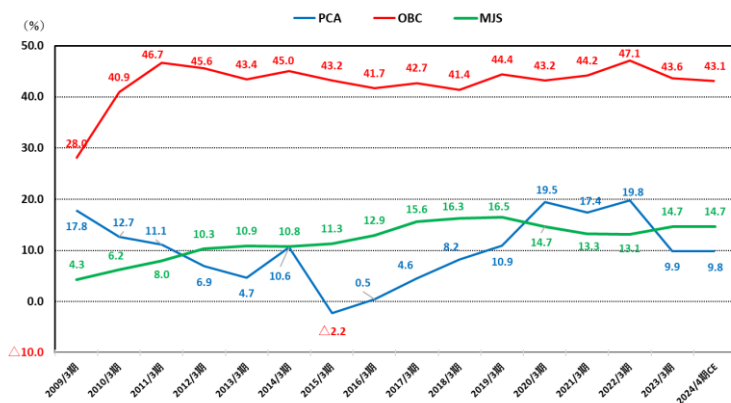
両社ともかつては、保守サポートの契約率は現在よりも低く、これを意識的に引き上げ、収益力を高めてきた。但し、同社も近年、ストックビジネスに注力し、特需の反動期を除けば、利益率は改善し安定しつつある。

同社の ROA、ROE の推移を示した図表 15 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、OBC 9.0%:8.0%、MJS 13.1%:16.2%と、他社を下回った。

【 図表 13 】 上場大手 3 社 (同社、OBC、MJS) の粗利率の長期的な推移

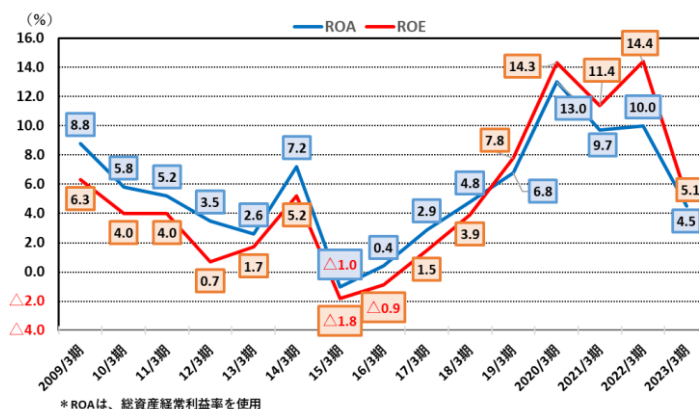


【 図表 14 】 上場大手 3 社 (同社、OBC、MJS) の営業利益率の長期的な推移



(出所) 図表 13~15: 有価証券報告書より、アルファ・ウイン調査部が作成。予想は会社計画

【 図表 15 】 同社の ROA、及び ROE の推移



## 7. 上期の実績と今期の見通し

### ◆ 2024年3月期・上期(2023/9期)決算

#### <概要>

- ◆ 今上期決算は好調、二桁の増収増益。

2024/3期・上期連結業績は、売上高7,074百万円(前年同期比+14.8%)、営業利益998百万円(同+17.8%)、経常利益1,026百万円(同+17.8%)、親会社株主に帰属する当期純利益660百万円(同+33.5%、以下、当期利益)と、二桁の増収、大幅な増益となった(図表16)。

【図表16】2024/3期・上期業績(2023/9期) (単位:百万円、%)

実績		上期業績				
		2023/3上期	2024/3上期	増減率	増減幅	構成比
単位:百万円		2022年4~9月	2023年4~9月	YOY:%	YOY:百万円	%
連結売上		6,163	7,074	14.8	911	100.0
種類別 売上区分	製品	557	713	28.1	156	10.1
	商品	222	198	-10.7	-24	2.8
	保守サービス	1,688	1,715	1.6	27	24.2
	クラウドサービス	2,860	3,443	20.4	583	48.7
	その他営業収入	834	1,002	20.2	168	14.2
粗利		3,912	4,429	13.2	517	
	粗利率(%)	63.5	62.6		-0.9	
販売管理費		3,065	3,430	11.9	365	
	売上高販管比率(%)	49.7	48.5		-1.2	
営業利益		847	998	17.8	151	
	営業利益率(%)	13.7	14.1		0.4	
経常利益		871	1,026	17.8	155	
	経常利益率(%)	14.1	14.5		0.4	
当期利益		494	660	33.5	166	
	当期利益率(%)	8.0	9.3		1.3	

(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、当部予想は、直前の予想。

#### <事前予想との比較>

- ◆ 年間計画に対し、利益は高い進捗率。

同社は、上期予想を公表していない。しかし、会社の通期計画に対する上期の進捗率は、売上高48.1%、営業利益69.1%、当期利益71.4%と例年よりも高く(過去6年間の各利益の平均:49.3%、51.6%)、同社の内部計画を大きく上回ったと推定される。

#### <売上高>

- ◆ インボイス対応、価格改定で増収。

今上期の種目別売上高の増減要因は、P24-図表17の通りである。

Xシリーズのサポート終了(2021年12月)に伴い2022/3期(前々期)に更新需要(特需)が発生したが、2023/3期(前期)はその反動があり減収減益となった。しかし、今上期はこの影響がなくなり、かつ全体的にインボイス対応による需要が牽引し、売上高は好調であった。

加えて、2023年7月に実施した価格改定効果(約20%の値上げ、約3ヶ月間で5億円程度の増収寄与と推定)の影響も大きかったと思われる。

- ◆ 商品は減収だが影響は軽微。

種類別の売上高をみると、デジタル化による帳票類の需要の減少に伴い、商品が5セグメントで唯一減収となったが、規模が小さく減収額も小幅にとどまった。また、保守はクラウドへのシフトがあるものの、製品売上高の回復やインボイス対応により、微増収となった。

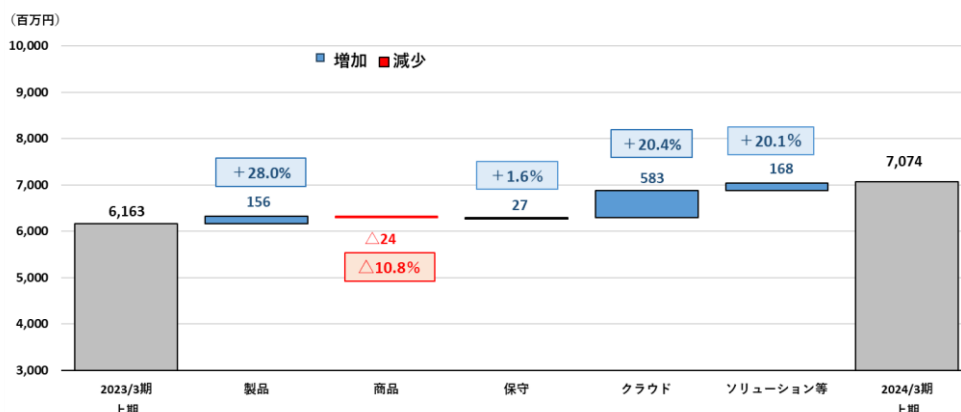
◆クラウドの導入法人数が順調に増加し、クラウド売上高は続伸。最大のドライバー。

一方、クラウドの導入法人数は順調に増加し、上期の全社の(純)増収額+911百万円のうち、クラウドの増収額は+583百万円と64%を占めた。増収率(前年同期比)が+20%増加のペースに戻り、最大のドライバーとなった。

◆ソリューションも好調、製品は回復し増収。

次いで、ソリューション等が+168百万円、製品が+156百万円の増収となり、それぞれ全増収額の18%、17%を占めた。いずれもインボイス対応による増収効果があったが、周辺サービスやバージョンアップの需要も業績を支えた。

【図表17】2024/3期・上期(2023/9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

◆上期末ではクラウド導入法人数は、2.2万法人を突破。

### <クラウド>

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)、2023/9月末では22,238法人(同+3,385)へと増加している(P12-図表6、P25-図表18)。

◆高い純増ペースを維持

2023/3期は、年間の純増数が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Q1で+2,153法人(前年同期比)、Q2で+2,385法人(同)と純増ペースは変わらず高水準である(P25-図表19)。同社は、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。

◆クラウドの増収率は一時期よりも鈍化。

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。



◆今上期にはクラウドの増収率は約 20%まで回復。

◆導入法人当たりの平均単価は上昇トレンド。

既述のようにクラウド売上高は、前上期の 2,860 百万円から今上期には 3,443 百万円と 583 百万円の増収(+20.4%)となり、増収率が回復している(Q1 は+18.7%、Q2 は+21.9%)。

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 18)。

また、四半期単位でみると、今期 Q2 の平均単価は、前年同期比で約 9%上昇しており、価格改定効果によるものと推察される(図表 19)。

【図表 18】クラウド導入法人数(単体)とクラウド売上高(連結)の推移(年度・半期)

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 千円/社・年	月平均単価 千円/社・年
	単位:社	単位:百万円	増減率(YOY)	増減数(YOY)	増減率(YOY)	増減額(YOY)		
2019/3期	12,070	2,452	-	-	32.3	598	-	-
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	7,282	-	-	22.3	1,326	-	-
2022/9・上期	19,853	2,860	11.6	2,068	10.2	265	293	24
2023/9・上期	22,238	3,443	12.0	2,385	20.4	583	318	27

(出所) 決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成

(備考) 平均単価は、「当該期の売上高÷期中平均の導入社数」により求めた。また、両上期の年平均単価は、年換算後の数値(上期を単純に2倍した)。

【図表 19】クラウド導入法人数(単体)とクラウド売上高(連結)の推移(四半期)

四半期	クラウド利用法人数A	クラウド売上高B	四半期別・導入法人数の増減(社)			四半期別・売上高の増減(百万円)			クラウド月単価:千円/社・月		同左YOY %
	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	26.6
2022/3月(Q4)	19,152	1,524	16.5	2,708	3.1	574	41.6	448	5.2	75	26.9
2022/6月(Q1)	19,441	1,361	-	-	1.5	289	8.4	106	-10.7	-163	23.5
2022/9月(Q2)	19,853	1,499	11.6	2,068	2.1	412	11.9	159	10.1	138	25.4
2022/12月(Q3)	20,406	1,512	9.8	1,828	2.8	553	4.3	63	0.9	13	25.0
2023/3月(Q4)	21,022	1,584	9.8	1,870	3.0	616	3.9	60	4.8	72	25.5
2023/6月(Q1)	21,594	1,616	11.1	2,153	2.7	572	18.7	255	2.0	32	25.3
2023/9月(Q2)	22,238	1,827	12.0	2,385	3.0	644	21.9	328	13.1	211	27.8

(出所) 決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成

(備考)クラウド月単価は、各3ヶ月間の月換算の平均単価。

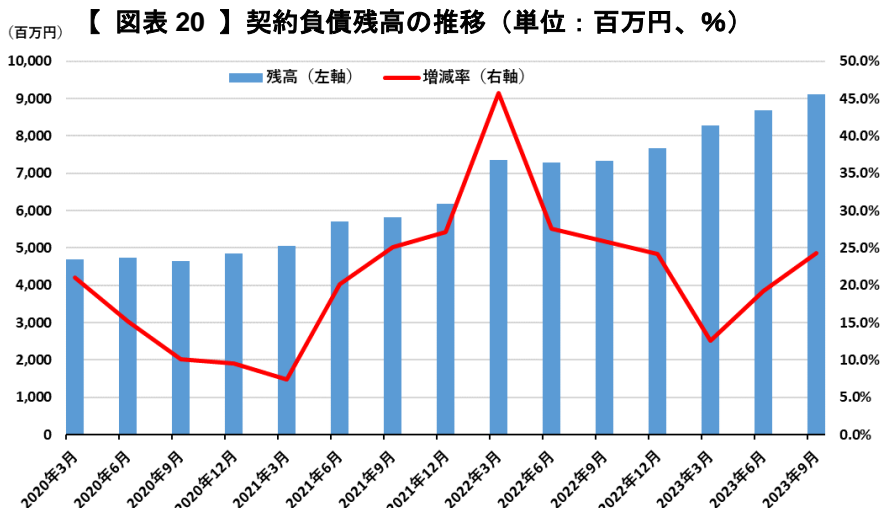
<ストックビジネス>

◆ストックビジネスの売上高構成比率は、7割超まで上昇。

◆契約負債残高も順調に積みあがる。

既述のように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)。クラウドシフトが進み、今上期には 72.9%まで上昇した。

因みに、契約負債残高(クラウド、保守サービス等の前受金、将来の売上高)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、また今上期末には 9,112 百万円(前期末比+819 百万円、+9.9%)へと増加し、順調に積みあがっている(P26-図表 20)。

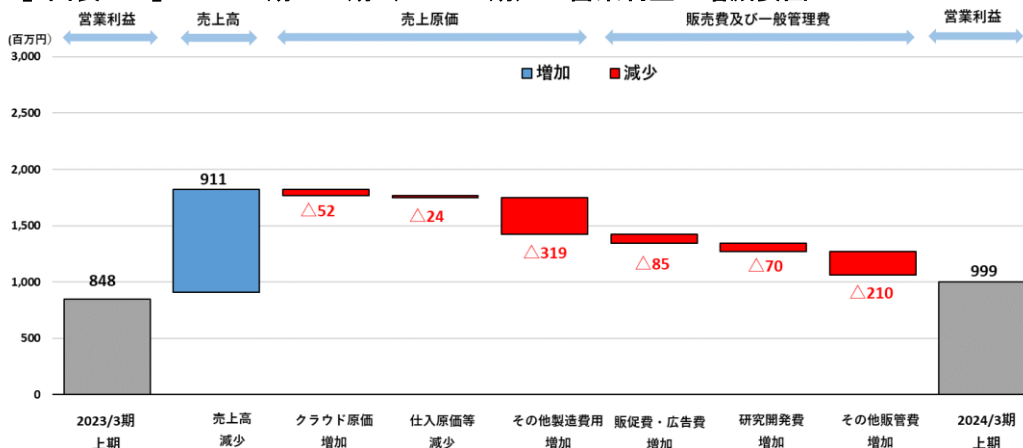


(出所) 決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成。  
 (備考) 2021/3 期以前は、「前受収益+長期前受収益」の合計金額。増減率は前年同期比。

<利益>

今上期の連結営業利益の増減要因は、図表 21 の通りである。

【図表 21】2024/3 期・上期 (2023/9 期) の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

◆増収効果が外注費・人件費などコストの増加を吸収。

今上期は全社ベースで、前上期比+151 百万円の増益となった。唯一の増益要因は増収効果(前上期比+911 百万円)であり、各種コストの増加による減益効果を全てカバーした。

売上原価は、その他製造費用の増加+319 百万円(うち開発に伴う外注費+約 2.5 億円の増加)が重く、395 百万円の減益要因となった。

加えて販管費は 365 百万円増加し、減益要因となった。特に人員増加に伴う人件費の上昇、システム利用料の増加を中心に、その他の販管費の増加額が 210 百万円と、増加額の過半を占めた。また、上期にイベント(PCA フェスなど)を実施し、販売促進費・広告宣伝費も増加した。

- ◆粗利率は低下、一方、販管費率は改善し、営業利益率が0.4%上昇。

＜利益率・販管費率＞

粗利率は、既述の開発費・外注費の増加により、今上期は62.6%と前上期比で0.9ポイント悪化した。

また、販管費は増加したものの、その増加率は11.9%と増収率14.8%を下回り、販管費率は49.7%から48.5%へと1.2ポイント低下した。この結果、営業利益率は13.7%から14.1%へと0.4ポイント改善した。

利益率の視点から増減益要因を分析すると、営業利益率の改善による増益効果は28百万円(=営業利益率の改善幅×今上期売上高=0.4%×7,074百万円)と試算され、増収に伴う増益効果123百万円(全体の増益額-営業利益率の改善による増益効果=151百万円-28百万円=全体の増収額×前上期の営業利益率=911百万円×13.7%)が大きかった。

- ◆先行投資負担により、営業・経常増益率は、増収率をやや上回るにとどまる。

限界利益率の高いビジネスモデルであるため増収により、本来は営業利益率が大幅に改善し、営業・経常増益率は増収率を大きく上回るはずだが、今上期については先行投資負担の増加により、いずれも限定的な数値となった。

- ◆前期Q4は営業赤字を計上するが、今期Q1、2は増収増益・黒字。

＜四半期別業績＞

四半期別に業績をみると、積極的な先行投資負担から前期はQ4に営業赤字となったが、今期はQ1、Q2とも回復し黒字を計上した(図表22)。Q1は売上高3,387百万円(前年同期比+14.7%)、営業利益428百万円(同+38.5%)、続くQ2も売上高3,687(前年同期比+14.9%)、営業利益570百万円(同+5.9%)と増収を維持し、増益に転じた。営業利益率は、前期Q4の△1.5%からそれぞれ12.6%、15.5%と大きく上昇し、前年同期(10.5%、16.8%)とほぼ同水準まで回復した。

【図表22】四半期の業績推移

実績	2022/3期							2023/3期							2024/3期					
	Q1	Q2	上期	Q3	Q4	下期	通期	Q1	Q2	上期	Q3	Q4	下期	通期	Q1	Q2	上期	下期予想	通期予想	
単位:百万円	(4-6月)	(7-9月)	2021年4-9月	(10-12月)	(2022年1-3月)	2021/10-2022/3月		(4-6月)	(7-9月)	2022年4-9月	(10-12月)	(2023/1-3月)	2022年10-2023/3月		(4-6月)	(7-9月)	2023年4-9月	2023年10-2024/3月		
連結売上	3,928	3,281	6,809	3,535	3,238	6,773	13,982	2,954	3,208	6,163	3,370	3,448	6,818	12,981	3,987	3,987	7,074	7,828	14,700	
種類別売上区分	製品	935	783	1,718	745	481	1,236	2,954	241	316	557	308	284	592	1,148	348	384	713	690	1,403
	商品	85	82	167	190	82	272	439	108	114	222	210	145	355	577	95	103	198	349	547
	保守サービス	820	828	1,648	833	837	1,670	3,316	838	850	1,688	800	839	1,639	3,327	839	876	1,715	1,844	3,359
	クラウドサービス	1,255	1,340	2,595	1,449	1,524	2,973	5,568	1,381	1,498	2,880	1,512	1,584	3,096	5,956	1,818	1,827	3,443	3,839	7,282
その他営業収入	231	250	481	318	304	622	1,100	404	430	834	541	594	1,135	1,088	488	518	1,002	1,107	2,109	
粗利	2,284	2,222	4,506	2,284	2,019	4,303	8,809	1,929	2,063	3,912	2,064	2,075	4,139	8,061	2,116	2,313	4,429	4,368	8,787	
粗利率(%)	58.6	67.7	66.2	64.8	62.4	63.5	65.8	61.9	64.9	63.5	61.2	60.2	60.7	62.0	62.5	62.7	62.6	62.6	57.3	
販売管理費	1,309	1,444	2,753	1,474	1,926	3,400	6,153	1,520	1,545	3,085	1,570	2,128	3,698	6,783	1,888	1,742	3,430	3,921	7,351	
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	49.8	47.2	48.5	51.4	50.0	
営業利益	975	778	1,753	810	92	902	2,655	309	538	847	493	-82	441	1,288	428	570	998	447	1,445	
営業利益率(%)	29.3	29.7	28.5	22.9	2.8	13.5	19.8	10.5	18.5	13.7	14.6	-1.5	6.5	9.8	12.6	15.5	14.1	5.9	9.8	
経常利益	987	796	1,782	817	98	918	2,697	316	556	871	501	-48	455	1,326	436	590	1,026	452	1,478	
経常利益率(%)	29.7	24.2	27.0	23.1	3.0	13.5	20.2	10.7	17.3	14.1	14.9	-1.3	6.7	10.2	1.3	1.6	1.5	0.6	1.0	
当期利益	614	835	1,449	819	99	918	2,387	142	352	494	330	59	389	883	268	394	880	265	925	
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	7.9	10.7	9.3	3.5	6.3	

(出所) 決算短信を基に、アルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆近年、Q4に戦略的に投資を積み増し、結果的に利益を圧縮する傾向が見受けられる。

因みに2022/3期、並びに2023/3期のQ4は、各期のQ1からQ3まで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%に対し、Q4は+2.8%、△1.5%)。いずれも将来の成長に備え、開発費・人件費等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。

◆ ピー・シー・エーによる 2024 年 3 月期・今期業績予想

<通期業績予想の概要>

- ◆ 同社は期初の今期業績計画を据え置く。二桁の増収・営業増益を予想。過去最高売上高を更新する見込み。

同社が期初に発表した通期計画に変更はない。同社は、2024/3 期(今期)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 23 中央左)。

今期の売上高は、特需で過去最高売上高を計上した 2020/3 期の 14,266 百万円を超え、4 期ぶりに更新する見込みである。

- ◆ 通期の予想利益達成に向け、ある程度のコストコントロールを行う可能性がある。

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る。

【 図表 23 】 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:当部予想 (今回)			当部の 会社計画比	2024年3月期:当部旧予想 (前回)			当部の 旧予想 差異
	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	● 予想-会社予想	新収益認識基準	YOY:増減額/差	YOY:増減率	● 予想-旧予想	
売上高	12,981	14,700	1,719	13.2%	14,900	1,919	14.8%	200	14,800	1,819	14.0%	100	
種別別 売上高	製品	1,149	1,403	254	22.1%	1,500	351	30.5%	97	1,600	451	39.3%	-100
	商品	577	547	-30	-5.2%	520	-57	-9.9%	-27	520	-57	-9.9%	0
	保守サービス	3,327	3,359	32	1.0%	3,360	33	1.0%	1	3,330	3	0.1%	30
	クラウドサービス	5,956	7,282	1,326	22.3%	7,300	1,344	22.6%	18	7,100	1,144	19.2%	200
その他営業収入	1,969	2,107	138	7.0%	2,220	251	12.7%	113	2,250	281	14.3%	-30	
売上総利益	8,051	8,797	746	9.3%	9,300	1,249	15.5%	503	9,050	999	12.4%	250	
売上高総利益率	62.0%	59.8%	-2.2%		62.4%	0.4%		2.6%	61.7%	-0.9%		1.3%	
販売管理費	6,763	7,351	588	8.7%	7,300	537	7.9%	-51	7,480	717	10.6%	-180	
販管費比率	52.1%	50.0%	-2.1%		49.0%	-3.1%		-1.0%	50.5%	-1.6%		-1.5%	
営業利益	1,288	1,445	157	12.2%	2,000	712	55.3%	555	1,570	282	21.9%	430	
営業利益率	9.9%	9.8%	-0.1%		13.4%	3.5%		3.6%	10.6%	0.7%		2.8%	
経常利益	1,326	1,478	152	11.4%	2,030	704	53.1%	552	1,600	274	20.7%	430	
経常利益率	10.2%	10.1%	-0.2%		13.6%	3.4%		3.6%	10.8%	0.6%		2.8%	
親会社株主に帰属する当期純利益	883	925	42	4.8%	1,220	337	38.2%	295	1,000	117	13.3%	220	
当期純利益率	6.8%	6.3%	-0.5%		8.2%	1.4%		1.9%	6.8%	0.0%		1.4%	
1株当たり年間配当金(円)	17.0	17.0	0.0		19.0			2.0	18.0			1.0	

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。

<通期業績予想(売上高)>

- ◆ 価格改定を実施。

今期は、クラウドの増収、並びに主力製品・サービスなどの価格改定(7月に実施、値上率は約 20%)、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。

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

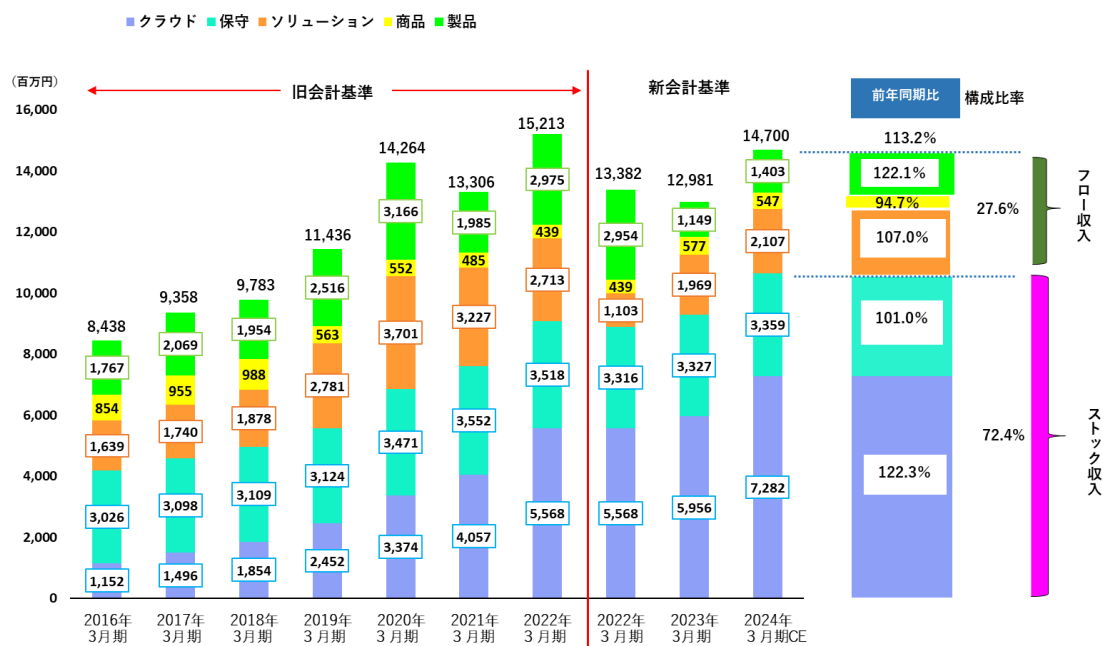
なお、品目別の売上高予想も、期初計画から変更していない。品目別ではクラウドが 1,326 百万円(同+22.3%)の増収と、全体の予想増収額の 77%を占める見込みである。

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%)増加し、増収寄与度はそれぞれ 15%、8%となる見込みである(P29-図表 24)。

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(上期実績は 72.9%と既に達成)。

また、構造的な変化(ペーパーレス、デジタル化)から商品は 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 24 】 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、同基準により適及し修正した。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。

◆ 上期の増収率は、ソリューション・製品を中心に通期の会社計画を上回る。

品目別の増収率を、上期実績と通期予想で単純に比較すると、上期はソリューション、製品が通期予想比でそれぞれ約13ポイント、約6ポイント上回った。一方、商品は約5ポイント下回り、保守はほぼ計画線で推移した。また、クラウドは高い伸び率ではあったが、通期計画を約2ポイント下回った。全社ベースの増収率では計画+13.2%に対し、上期は+14.8%と1.6ポイント上回った。

< 通期業績予想(利益) >

今期連結営業利益の増減益分析(前期比)の予想は、P30-図表25の通りである(期初計画からの変更はない)。

◆ 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。

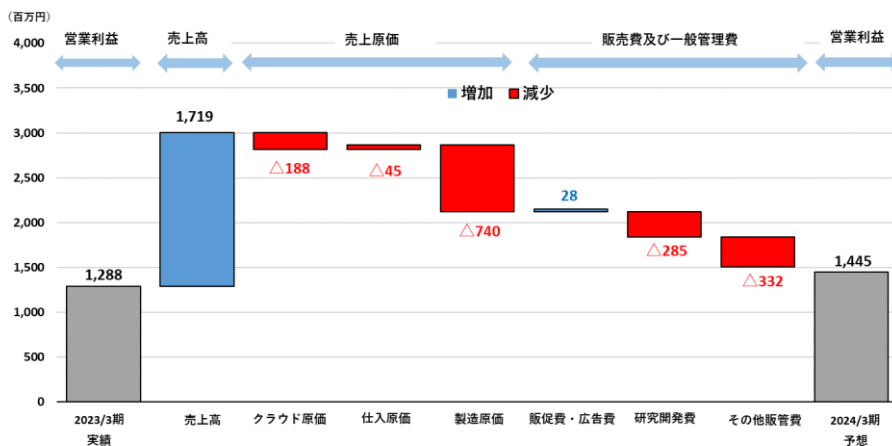
◆ 上期と同様に粗利率の低下を、販管費率の改善で相殺。

粗利率は前期、今期の順に(以下同様)、62.0%から59.8%へ2.1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、営業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営業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25】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。

<今下期業績予想の概要(売上高・利益)>

同社の今通期の業績予想から、上期の実績値を差引いた下期の計画は以下の通りである。

【図表26】2024/3期(下期)の業績予想(会社計画)

実績、予想	下期業績					
	2023/3下期	2024/3下期CE	増減率	増減幅	構成比	
単位:百万円	2023年10月~2023年9月	2024年10月~2024年9月	YOY: %	YOY: 百万円	%	
連結売上	6,818	7,626	11.9	808	100.0	
種類別売上区分	製品	592	690	16.6	98	9.0
	商品	355	349	-1.7	-6	4.6
	保守サービス	1,639	1,644	0.3	5	21.6
	クラウドサービス	3,096	3,839	24.0	743	50.3
	その他営業収入	1,135	1,105	-2.6	-30	14.5
粗利	4,139	4,368	5.5	229		
	粗利率(%)	60.7	57.3		-3.4	
販売管理費	3,688	3,921	6.3	233		
	売上高販管比率(%)	54.1	51.4		-2.7	
営業利益	441	447	1.4	6		
	営業利益率(%)	6.5	5.9		-0.6	
経常利益	455	452	-0.7	-3		
	経常利益率(%)	6.7	5.9		-0.7	
当期利益	389	265	-31.9	-124		
	当期利益率(%)	5.7	3.5		-2.2	

(出所)決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

◆下期は二桁の増収ながら営業利益は微増を予想。販促を強化する計画。

同社は、2024/3期・下期の売上高を7,626百万円(前期比+11.9%)、営業利益を447百万円(同+1.4%)、経常利益を452百万円(同△0.7%)、当期純利益を265百万円(△31.9%)と、二桁の増収ながら、営業微増益、また、当期利益は3割を超える減益を見込んでいる(図表26)。

下期、特にQ4において、宣伝広告費を集中的に投下する計画である。なお、社長による上期の決算説明会でのプレゼンテーションにおいて、通期目標の達成に自信を深めている様子が伺えた。

＜今期事業計画に対するグループ各社の取り組み状況＞

同社グループ主要会社の今期事業計画に対する取り組み状況(テーマ・取り組み事項、計画、現状と進捗状況)を示した(図表 27)。概ね計画に沿って、施策を実行中である。

【図表 27】2024/3 期(今期)の取り組み(進捗状況)

社名	取り組み事項	計画	現状と進捗状況
PCA	法改正への対応	・インボイス制度及び電子帳簿保存法改正への対応 ・クラウド・サブスク版への移行推進 ・Hubシリーズの拡版で法改正対応の円滑化を推進 ・デジタル化商談への徹底的な対応	・改正電子帳簿保存法、インボイス対応、DXニーズによる新規需要を下期も見込む ・Hubシリーズに注力、法改正への未対応ユーザーへ適えを目指す
	開発体制の強化	採用人員増加、不足分は外注の活用	エンジニア不足、採用計画を遂行中
	健康経営	ドリームホップ社のメンタルヘルスサービスの浸透を推進	自社診断結果から、改善施策立案を通じて、サービス拡充を推進
	アフターコロナ 価格改定	顧客接点の強化 2023年7月実施	リモート商談やテレワークは定着したが、出社割合も増加傾向 主要製品の約20%の価格改定を予定通り実施済
クロノス	クラウドシフト	クラウド化を推進する開発、 広告、販売、指導、サポートを実施	2023年度目標「クラウド新規件数前期比20%UP」に向け手ごたえを得て、下期にはTVCMを実施
	関連サービスの強化	既存顧客の入換え案件もクラウドで提案 社内手続きをデジタル化するサービス開発 PCAなど各種サービスのクラウド連携や基幹業務連携の強化	順調にクラウド提案が増加(利用アカウント数、導入企業数の増加) API(Application Programming Interface) 連携で「LINE WORKS」との 打刻データ連携機能の提供開始
	新規顧客の獲得	デジタルマーケティングの強化や新チャネルの開拓を通じ、新規顧客獲得を強化	新チャネルとしてセキュリティー製品メーカー(火災警報器製造販売会社、 入退室管理システム提供会社)と連携準備
	案件強化	・民間事業者案件の強化 ・PCA社との協業や流通網の活用 ・デジタルマーケティングの取組み強化	PCAと協力し、土業へのコンタクト強化及びEAP(従業員支援プログラム) 事業者とのアライアンスを強化中
ドリームホップ	付加価値による差別化	・ストレスチェックの個人別結果から職場環境の悪化要因が特定できる 集団分析に展開し、組織改善につなげるコンサルサービスまでを一体的 に提供 ・Well-Being、社員エンゲージメントの向上や健康経営を推進	・差別化を推進中(新プラン「メンタルヘルス対策プログラムORIZIN」をスタート ・心理相関図を用いた新しい集団分析レポートと、専門家によるレポートを 解説する分析報告会をセットで提供)
	研究開発		慶応大学 前野研究所とストレスと幸福の相関性を研究し、日清HD(他3社) が参画し調査を開始

(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・ウイン調査部による 2024 年 3 月期・今期業績予想  
＜概要＞

・ 当部では今期の業績予想を再度、上方修正。

当調査部では、上期の実績と今期の会社計画、現況を踏まえ、今期の業績予想を再度見直した(P28-図表 23)。

売上高を従来見通し(2023 年 8 月レポート発行時)の 14,800 百万円から 14,900 百万円に引き上げ、営業利益も 1,570 百万円から 2,000 百万円へ、当期利益を 1,000 百万円から 1,220 百万円へと上方修正した。これに伴い、配当予想も 18 円から 19 円へと増額修正した。

当調査部の新予想は、会社計画に対して売上高で 200 百万円(会社計画比+1.4%、以下同様)、営業利益では 555 百万円(+38.4%)、当期利益では 295 百万円(+31.9%)、配当予想も 2 円上回る。

・ 利益率の高いクラウド・ソリューション・製品売上高が好調。

クラウドの好調に加え、利益率の高いと思われる製品やソリューション等の売上高が想定を上回っており、計画に対し売上高・利益の両面で寄与すると考えられる。

収益面では、開発投資や人員の拡大など高水準の先行投資が継続する上、インフレによるコストの増加が懸念材料ではある。しかし、上期の増収率が想定以上でありコストの増加を吸収していること、下期はクラウド

- ◆ 下期前提は保守的と思われる。

原価・研究開発費・その他の製造原価の増加を多めに見積もっていること(年間営業利益計画の増減要因ー上期実績の増減要因により分析)、これらを踏まえ会社の通期計画の売上高や利益率の前提は保守的と考えられる。下期に値上げのフル寄与や2大法改正による需要も見込まれ、適正なコストコントロールを行えば、計画を超過達成する可能性が高い。

- ◆ 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。

<リスク要因と変動要因>

今期も含めた中期業績予想において主なリスク要因は、感染症の拡大・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やイスラエル・ガザ戦争による地政学リスクの拡大、世界的な景気後退、為替の乱高下、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。

- ◆ 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。

但し、外部環境の追加的な悪影響は限定的と推察される。また、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。今期も、日本企業の業績は増収増益で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、ドリームポップの赤字は継続、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。

- ◆ インボイス制度や電子帳簿法の改正による業績へのインパクトを注し。

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。

- ◆ 中長期的にはM&A戦略とその成否に注目。

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。今後は、高いシナジー効果が見込まれ、同社グループの業績に早期に寄与するM&A案件の見極めや、豊富な現預金を成長戦略に有効に活用するとの観点から、投下資本効率の改善が問われよう(例:周辺業務を営み、買収時にのれんが少ない=割安な黒字企業や事業の買収、不採算事業からの撤退や事業譲渡)。



## 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つのテーマに基づき重点施策を実行中。

中期計画に変更はなく、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、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者づくりの強化、高収益体質に向けた経営管理基盤の強化をテーマに掲げ取り組んでいる(詳細な重点施策と実施状況は、2023年6月発行のフルレポート、P34-図表29を参照)。

- ◆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中計の柱。

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<sup>注15</sup>を支援する。

(注15)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。

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>

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

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・株主還元の見点から以下の7項目を設定した(P34-図表28)。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。

- ◆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。

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 28 】 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	前・中期経営計画の最終年度の目標 (2022/3期)		
				実績	当初目標 (2019年4月時点)	修正目標 (前期)
業績						
・連結売上高	150億円以上	147億円	142.7億円(2020/3期)	133.8億円	115億円以上	135億円以上
・内、ストックビジネス(保守・クラウド)売上高	95億円以上	108.4億円	92.8億円(2023/3期)	88.8億円	60億円達成	75億円達成
・連結営業利益	25億円以上	14.45億円	27.8億円(2020/3期)	26.5億円	15億円以上	21億円以上
・連結営業利益率	16%以上	9.8%	直近10年内、19.8%(2022/3期) 最長期間での利明分:28.5%(1999/3期)	19.8%	10%以上	15%以上
資本効率						
・ROE	10%以上	5.2%(当部の推定)	14.4%(2022/3期)	14.4%		
・DOE	2.5%	1.9%(当部の推定)		2.9%		
株主還元						
・配当性向	30.0%	36.7%		20.3%		

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

◆ 中期業績の見直しを修正。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見直し

アルファ・ウイン調査部は、今期を含む3期間の中期業績予想を見直した(P36-図表 29)。来期・来々期の業績予想については、売上高の予想を据え置き、利益予想、並びに配当予想を上方修正した。

◆ 今期以降も、国内の経済は堅調に推移する前提。

<マクロ前提>

円安、資源価格の高騰に伴うインフレ、地政学的リスク、景気後退懸念などにより現状のマクロ環境は不透明である。しかし、生活や経済活動は正常化しつつあり、国内企業の収益、IT投資は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、利益率・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・その他営業収入(ソリューション等)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、前期比で遡増していくと予想。

一方、クラウド売上高の増収(年率 10~20%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、販管費率は遡増するが粗利率が改善するため、営業利益率は遡増する前提とした。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(会計ソフトと就業管理ソフト等)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、対面での営業も通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)を軌道へ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。

◆来期の利益予想を上方修正。

◆値上げがフル寄与。クラウドが成長を持続し、コスト高は継続するがピークアウトすると予想。

◆変化率は鈍化するが、来期も増収増益と連続増配を予想。

◆当部の利益予想は、中期経営計画の目標を下回る水準。

◆来々期も増収・増益・増配を予想。

◆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、中長期的な年間利益成長率を5~8%と予想。

＜来期(2025/3期)予想＞

当調査部では来期の売上高予想 15,520 百万円を据え置く一方、営業利益を(当部の旧予想→新予想の順に)1,700 百万円→2,100 百万円、経常利益を 1,730 百万円→2,130 百万円、当期利益を 1,080 百万円→1,280 百万円へと上方修正した。

売上高は、値上げのフル寄与(今期は7月に値上げを実施したため約9ヶ月間のみ寄与)と、クラウド・製品ともに順調な伸びにより増収が期待できる。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が、ピークアウトするものと思われ業績予想に反映した。

来期の業績予想を上方修正はしたものの、2024/3期の当部の新予想に対し、4.2%の増収、5.0%の営業増益と変化率は鈍化する。但し、来期も増収増益を維持すると予想しているため、一株当たり配当金を今期予想に対し1円増配し20円と予想した。

なお、同社の中期経営計画の目標数値である売上高 15,000 百万円に対して、当部予想はこれを 520 百万円上回る一方、営業利益では同社目標 2,500 百万円を 400 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、または先行投資やコストの削減、ドリームホップの業績の回復、新サービスの本格的な収益への寄与が必要になる。

＜来々期(2026/3期)予想＞

来々期となる 2026/3期の予想も、売上高を 16,500 百万円のまま据え置く(前期比 6.3%の増収)一方、営業利益は 1,800 百万円⇒2,250 百万円(同+7.1%)、当期利益は 1,135 百万円⇒1,350 百万円(同+5.5%)と増額修正した。

また、一株当たりの予想配当金を、2025/3期比1円増配の21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、全社の増益率は増収率を上回るとされる。中期的(今期以降の3~5年間)にはクラウドを中心にサブスクリプションビジネスが牽引し、これまでは年率 8~10%の利益成長(特需を除いた平準化ベース、以下同様)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、年率 5~8%の利益成長に予想を改めた。

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 29 】 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	2024/3期旧E	2025/3期旧E	2026/3期旧E
売上高		13,382	12,981	14,700	14,900	15,520	16,500	15,000	14,800	15,520	16,500
種別	製品	2,954	1,149	1,403	1,500	1,550	1,600		1,600	1,500	1,600
	商品	439	577	547	520	500	480		520	530	520
	保守サービス	3,316	3,327	3,359	3,360	3,350	3,340		3,330	3,370	3,380
	クラウドサービス	5,568	5,956	7,282	7,300	8,100	9,050	9,500	7,100	8,100	9,100
	その他営業収入	1,103	1,969	2,107	2,220	2,020	2,030		2,250	2,020	1,900
売上総利益		8,808	8,051	8,797	9,300	10,000	10,750		9,050	9,750	10,400
売上総利益率		65.8%	62.0%	59.8%	62.4%	64.4%	65.2%		61.1%	62.8%	63.0%
販売費及び一般管理費		6,153	6,763	7,351	7,300	7,900	8,500		7,480	8,050	8,600
	(対売上高比)	46.0%	52.1%	50.0%	49.0%	50.9%	51.5%		50.5%	51.9%	52.1%
営業利益		2,655	1,288	1,445	2,000	2,100	2,250	2,500	1,570	1,700	1,800
	(対売上高比)	19.8%	9.9%	9.8%	13.4%	13.5%	13.6%	16.7%	10.6%	11.0%	10.9%
経常利益		2,697	1,326	1,478	2,030	2,130	2,280		1,600	1,730	1,820
	(対売上高比)	20.2%	10.2%	10.1%	13.6%	13.7%	13.8%		10.8%	11.1%	11.0%
当期純利益		2,367	883	925	1,220	1,280	1,350		1,000	1,080	1,135
	(対売上高比)	17.7%	6.8%	6.3%	8.2%	8.2%	8.2%		6.8%	7.0%	6.9%
売上高(前期比伸率、以下同様)		0.6%	-3.0%	13.2%	14.8%	4.2%	6.3%		14.0%	4.9%	6.3%
種別	製品	48.8%	-61.1%	22.1%	30.5%	3.3%	3.2%		39.3%	-6.3%	6.7%
	商品	-9.5%	31.4%	-5.2%	-9.9%	-3.8%	-4.0%		-9.9%	1.9%	-1.9%
	保守サービス	-6.6%	0.3%	1.0%	1.0%	-0.3%	-0.3%		0.1%	1.2%	0.3%
	クラウドサービス	37.2%	7.0%	22.3%	22.6%	11.0%	11.7%		19.2%	14.1%	12.3%
	その他営業収入	-65.8%	78.5%	7.0%	12.7%	-9.0%	0.5%		14.3%	-10.2%	-5.9%
売上総利益率(前期との差異)		5.7%	-3.8%	-2.2%	0.4%	2.0%	0.7%		-0.9%	1.7%	0.2%
販売費及び一般管理費(伸率)		8.2%	9.9%	8.7%	7.9%	8.2%	7.6%		10.6%	7.6%	6.8%
営業利益(伸率)		7.6%	13.3%	12.2%	55.3%	5.0%	7.1%	16.0%	21.9%	8.3%	5.9%
経常利益(伸率)		14.7%	-51.5%	11.4%	53.1%	4.9%	7.0%		20.7%	8.1%	5.2%
当期純利益(伸率)		14.1%	-50.0%	4.8%	38.2%	4.9%	5.5%		13.3%	8.0%	5.1%

(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。旧Eは前回予想、新Eは今回予想。

## 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 30 に列挙した。大きな変化はない。

【 図表 30 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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)</li> <li>・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</li> <li>・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)。ストック売上高比率は約73%</li> <li>・顧客基盤が固く(累積法人ユーザー24万社)、分散化。最大顧客はリコー(売上高の約25%)</li> <li>・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・PCAクラウド導入法人数は22千法人超)</li> <li>・参入障壁が高い</li> <li>・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)</li> <li>・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</li> <li>・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。</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利益率が相対的にやや低い</li> <li>・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、ウインドウズなど)</li> <li>・ドリームホップ社の業績低迷、新サービス・新製品の収益寄与の遅れ</li> <li>・大型の次期成長製品・サービスが不在</li> <li>・内需特化で、海外展開が難しい</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・クラウドの普及余地、展開力(中小企業や中堅企業市場)</li> <li>・新製品(ハイパー・PCA 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</li> <li>・HR分野での展開</li> <li>・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)</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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従、低価格帯事業者の参入)</li> <li>・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</li> <li>・契約等の打ち切りリスク</li> <li>・システムトラブルや情報漏えい</li> <li>・外注費、人件費や開発コストの上昇</li> </ul>

(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。

◆ ドリームホップ社の黒字化と、次の柱となる新製品・サービスの育成が課題。

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。ドリームホップを買収後、約3年が経過し、資本の増強、同社グループとの協業、営業網やサービスの拡充よりテコ入れしてきたが、業績は低迷している模様である。新サービス・新製品の収益への寄与も遅れ気味で今後の課題である。

◆ イベントの前後で特需が発生し、事業のボラティリティが高まる。

◆ 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。

◆ 安定配当が基本。

◆ 普通配当ペースでは減配はなく、近年は増配傾向。

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ボ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)。

また、先行するクラウドサービスにおいて、同社は製品力やサービス、サポートなどによる非価格競争を志向しているが、同業大手他社の追随や機能を絞った低価格帯のサービス提供者との競合状況が注目される。

### ◆ 株主還元、及び株主優待制度

#### <配当方針>

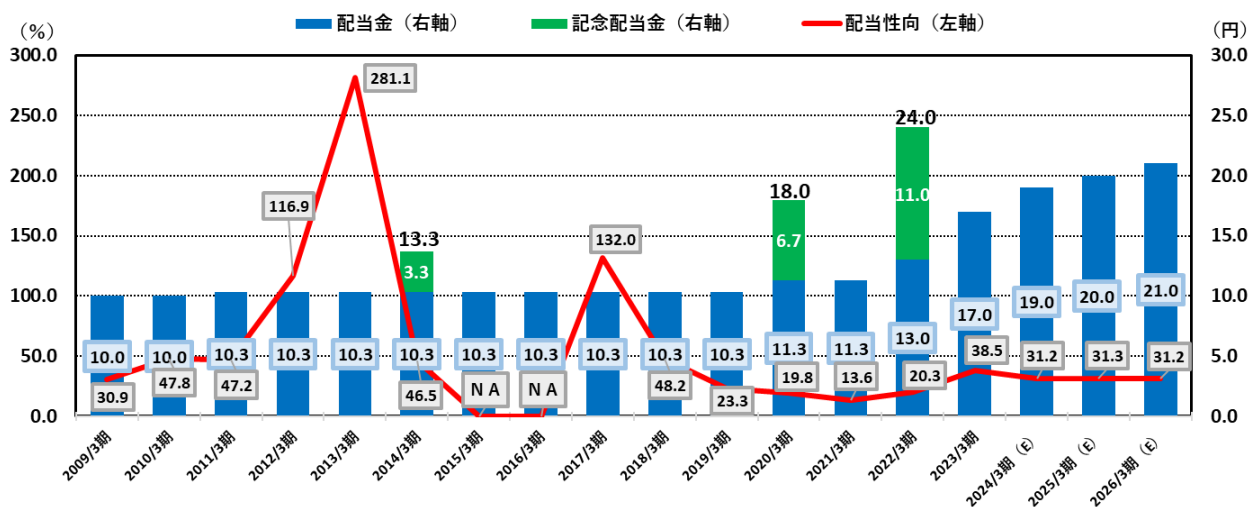
同社は、効率的な企業経営のもと株主資本当期純利益率(ROE)の向上をはかり、安定的な配当の維持を基本としている。業績、及び配当性向等を総合的に考慮して配当水準を決定し、株主への利益還元を行う方針である。

#### <配当の実績>

2011/3 期以降、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)を、一株当たり年 10.3 円とし長らく継続していた。2020/3 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。なお、この間、3 回にわたり記念配当も行った。

近年は、普通配当を徐々に増配する傾向が伺え、加えて記念配当も機会があるごとに、意識的に実施していると考えられる(図表 31)。

【 図表 31 】 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。

- ◆ 今期 17 円/株配当を継続、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 1,111 円(2023 年 12 月 15 日終値)で計算すると、今期の配当利回りは、約 1.5%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(会社の現在の前提では) 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、株主還元を強化する方向にある。

### <配当利回り>

- ◆ 株主優待を含めた実質的な年間利回りは(最大で) 約 2.1%。

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 1,111 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 2.1%(最大値)となる(図表 32)。

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 1.5%(優待あり)、MJS(9928 ミロク情報サービス)は優待制度がなく配当利回りのみで約 2.7%となる。

【 図表 32 】 株主優待制度と実質利回り

保有株数(以上)	(未満)	株主優待(クオカード:円)	配当金:円	実質利回り(最大)%
300	900	2,000	17	2.13
900	1500	3,000	17	1.83
1,500		4,000	17	1.77

(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:1,111 円 (2023 年 12 月 15 日終値)

### <株式分割・株式償却・自己株式>

- ◆ 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 の株式分割を行って以降、約 10 年振りに 2021 年 10 月 1 日に 1:3 の株式分割を実施した(以後はない)。

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

なお、9 月末現在、発行済株式総数 22,000 千株に対し、約 1,967 千株の自己株式数を保有する(発行済株式総数に対する割合 8.94%)。

◆ 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年半では、好業績を背景に株価は大きく上昇し、TOPIX を著しくアウトパフォーマンス。

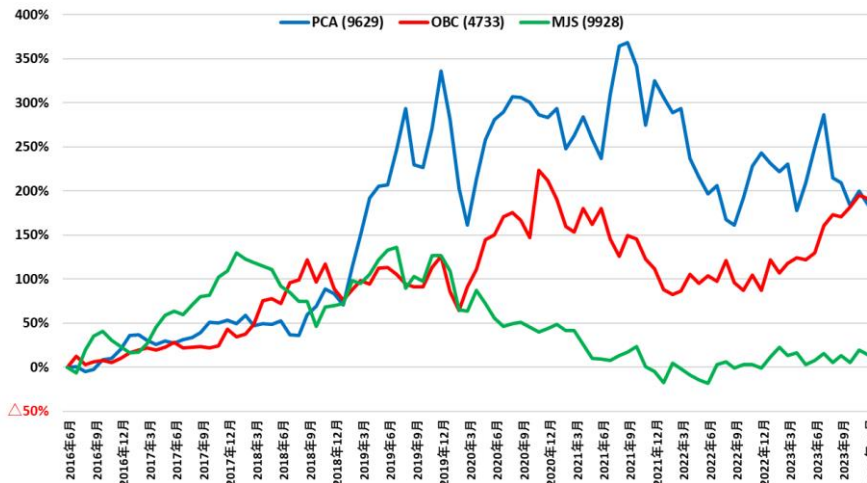
要約のページ(P4 の図表 C)に同社の過去約7年半の株価、及びTOPIX との相対株価を示した。同社の株価は、この間で約3.7倍に上昇する一方、TOPIX は1.7倍の上昇に留まり、TOPIX を著しくアウトパフォーマンスしている。

また、2016年5月以降の約7年半では、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)では、OBC と並んで同社のパフォーマンスが高い(図表33)。

- 年初来では、同業他社、及び TOPIX をアンダーパフォーマンス。

但し、年初来では同業2社、及び TOPIX をアンダーパフォーマンスしている。小型のディフェンシブ銘柄であり、今上期の決算発表にポジティブサプライズがなかったためと考えられる。

【 図表 33 】 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12月15日の終値まで反映

＜バリュエーション＞

現在の同社の株価は、所属する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(図表34)。

【 図表 34 】 主要インデックスとのバリュエーションとパフォーマンスの比較

2023年12月15日終値	株価・指数	今期予想PER	実績PBR (四半期末)	単純平均配当 利回り	年初来リターン	2022年4月末 以降のリターン	2023年10月23日 以降のリターン
PCA(P 9629)	1,111	24.01	1.26	1.53	-17.21	-15.6	-1.3
東証プライム全銘柄平均 P	1,200.01	14.84	1.26	2.29	-	22.8	4.2
東証スタンダード全銘柄平均 S	1,148.42	14.27	0.97	2.30	-	19.0	5.1
東証グロース全銘柄平均 G	858.35	52.37	3.15	0.54	-	-2.3	5.0
TOPIX	2,332.28	-	-	-	23.29	22.8	4.2
東証グロース250(旧東証マザーズ)	677.57	-	-	-	-7.23	-2.4	6.6
日経平均	32,970.55	14.52	1.29	2.01	26.4	22.8	6.4

(出所) 各種株価データを基に、アルファ・ウイン調査部が作成。(備考) PCA の PER、配当利回りは、同社予想数値・実績値に基づく。



◆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。

◆上場する類似会社2社とバリュエーションを比較しても、割安感はない。

東証プライムの予想平均 PER14.84 に対し同社予想基準では 24.01(以下同順に)、実績 PBR 1.26 に対し 1.26 と同じ、単純平均・予想配当利回り 2.29%に対し 1.53%となる(2023 年 12 月 15 日終値)。

なお、当調査部の利益予想に基づく PER は、今期 18.2 倍、来期 17.4 倍、来々期 16.5 倍となる。

また、同業 2 社(OBC と MJS)とバリュエーションを比較すると、PBR、EV/EBITDA では割安だが、その他のバリュエーション(PER、配当利回り、PSR)は、中位であり、絶対的な水準でも割安感はない(図表 35)。

【 図表 35 】 バリュエーションの同業他社比較

	社名	ビー・シー・エー (PCA:連結)	オービックビジネスコンサルタント (OBC:非連結)	ミロク情報サービス (MJS:連結)	マネーフォワード (MF:連結)	フリー (FR:連結)
上場市場、株価、バリュエーション	コード(東証市場区分)	9629 P	4733 P	9928 P	3994 P	4478 G
	株価(2023/12/15終値)	1,111	6,665	1,654	4,266	3,080
	時価総額(百万円)	24,442	502,568	57,570	231,344	179,160
	PER(株価収益率)	24.0	40.3	12.1	-	-
	PBR(株価純資産倍率)	1.3	3.5	2.0	7.9	6.9
	配当利回り(%)	1.5	1.1	2.7	-	-
	EV/EBITDA(倍)	3.3	20.7	5.9	マイナス	マイナス
今期(通期)会社予想 * PCA、OBC、MJS: 2024/3期予想 * MF:2023/11期予想 * FR:2024/6期予想	PSR(株価売上高倍率)	1.7	12.6	1.4	7.7	7.1
	売上高(百万円)	14,700	40,000	41,600	29,961	25,400
	粗利率(%)	59.8	82.2	非公表	非公表	非公表
	営業利益(百万円)	1,445	16,860	6,100	-6,415	-8,225
	営業利益率(%)	9.8	42.2	14.7	-	-
	EPS(会社予想)前期比(%)	4.8	12.7	8.6	-	-
	純資産配当率(%) 実績	2.0	3.8	5.8	-	-
前通期実績	過去10年間の売上高成長率	77.2	105.3	74.9	(過去10年 0⇒21,477)	(過去8年 216⇒19,219)
	同営業利益成長率(同上)	650.0	122.9	110.5	(過去6年△876⇒△8,469)	(過去4年 △2,830⇒△7,818)
	自己資本比率(%)	56.7	77.6	54.2	42.3	59.5
今上期実績 * PCA、OBJ、MJS: 2023/9・今上期 * MFR:2023/5・今上期 * FR:2023/12・今上期、発表前	売上高(百万円)	7,074	19,488	21,174	14,087	-
	増収率	14.8	20.1	6.5	43.2	-
	営業利益(百万円)	998	8,162	2,799	-3,502	-
	増益率	17.8	20.3	-9.7	-	-
	営業利益率(%)	14.1	41.9	13.2	-	-
	売上高・進捗率(通期計画比)	48.1%	48.7%	50.9%	47.0%	-
	営業利益・進捗率(通期計画比)	69.1%	48.4%	45.9%	54.6%	-

(備考) \* 東証市場区分の P はプライム、G はグロース市場を示す。

\* 時価総額=発行済株式総数×株価(2023/12/15 終値)

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

:有利子負債、現預金は、四半期単位での実績値。営業利益は今期の会社予想。減価償却、無形固定資産償却は、実績値を年換算(または、通期の会社予想)。

\* PER の計算に用いた EPS は、全て今期の会社予想(PCA、OBC、MJS は 2024/3 期。MF は 2023/11 期、FR は 2024/6 期)。

\* PBR の計算に用いた BPS は四半期単位での直近実績値。

\* 配当は今期の会社予想。

\* PSR=時価総額/売上高(会社予想)

\* 公表がレンジ予想の場合には、平均値を使用。

\* 過去 10 年の成長率は、直近本決算と 10 期前の本決算を単純比較。

\* 自己資本比率は、四半期単位での直近実績値(FR のみ上期実績値ではなく、今期 Q1 実績値)。

\* PCA、OBC、MJS は 3 月が本決算、MF は 11 月、FR は 6 月が本決算。

(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(P:3994)やフリー(G: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。

同社と比較可能なバリュエーションである PSR や PBR では、両社とも圧倒的に割高である。

### ＜今後の株価の見通し＞

国内では物価高、日銀の金融緩和の修正による金利の上昇、グローバルではウクライナ戦争やイスラエル戦争の長期化や世界的なインフレ、景気の後退懸念により、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（インボイス制度、電帳法対応を含む）、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・増配トレンドを予想。

◆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。

◆今来期の業績、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(インボイス制度、電子帳簿法の改正対応を含む)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。ユーザー企業のIT投資は好業績を背景に堅調に推移し、同社の先行投資負担がピークアウトすると思われること、サブスクリプション・モデルの新ビジネスが時間経過とともに立ち上がっていくと考えられることから、増収・増益トレンドに回帰すると予想している。

なお、コストコントロールを適正に行えば、今期の業績が上振れする可能性は高く、水準によってはポジティブサプライズにもなりうるであろう。加えて、来期以降、中期的に増益基調が見込まれ、EPS、並びに配当金の増加が予想され、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、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 今期(通期)業績の着地と来期の業績予想の水準
- ② クラウドビジネスの動向(PCAクラウド導入法人数や、売上高の伸長率の変化)
- ③ 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シリーズの開発・販売状況と収益への貢献
- ④ 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
- ⑤ 中期経営計画の達成状況や中期的な利益成長率
- ⑥ 増配・自社株買い・株式分割などの株主還元策
- ⑦ M&Aや提携戦略の進展
- ⑧ 新たな税制・制度変更
- ⑨ 豊富なキャッシュの活用方法

以上