

PCIホールディングス | 3918 東証スタンダード

組込み技術をベースに、総合技術コンサルティング会社へ

サマリー

- 会社概要：**PCIホールディングス（以下、同社）は、組込みソフトウェアや組込みコンピューターなどの組込みシステムを主力とするITプロバイダー（ITサービスやハードの提供）である。2005年創業という比較的若い会社でありながら、オーガニックな成長に加え、いくつかの企業を買収して、売上高285億円（2023/9期）、従業員数1,600名余りの企業集団に成長してきた。今後は、コア事業であるエンジニアリング事業とプロダクト/デバイス事業からのキャッシュフローを、AIを活用したソリューション開発やIoTプラットフォームといった成長分野のICTソリューション事業に振り向け、より高収益な事業構造への転換を目指すとしている。
- 業績動向：**2024/9期2Q決算は、前期末に実施した子会社であるリーふねっとの株式売却による影響が大きく減収減益であったが、コストマネジメントの効果が垣間見られた決算でもあった。エンジニアリング事業では自動車関連の拡大やデジタル化・DX推進を背景に好調だったが、ビジネスパートナーからのコストアップ圧力もあって減益、ICTソリューション事業では、リーふねっとが連結から外れたことやメインフレーム系ソリューションの端境期の影響で、売上高と利益が減少した。しかし、プロダクト/デバイス事業では、低採算や不採算の案件を積極的に見直したことにより組込みコンピューター/コントローラー分野で売上が減少したものの、販売価格の適正化と仕入価格の見直しも加わって収益性は大幅に改善した。2024/9期決算に関しては、営業利益の進捗状況は芳しくないものの、①引き続き販売価格や仕入価格の適正化に注力する、②エンジニアリング事業での進捗の遅れの解消、により挽回は可能であるとして会社予想は据え置かれた。
- 株価インサイト：**5月22日時点のPERは10.5倍、PBRは1.06倍であり、過去最低水準に放置されている。株価が低迷している理由の一つとして、過去のエクイティファイナンス（株式発行による資金調達）による希薄化が挙げられる。しかし、今後の見通しとして、車載系組込みソフトウェアの需要増、販売・仕入価格の適正化、人員配置の最適化などにより、利益水準が切り上がることが期待され、それに伴ってバリュエーションも上昇すると見られる。

百万円、%	売上高	YoY	営業利益	YoY	経常利益	YoY	当期利益	YoY	EPS	DPS
2021/3連	16,758	1.3	750	-8.8	805	-4.5	287	-37.6	34.85	31.00
2022/3連	21,249	26.8	1,174	56.5	1,209	50.2	670	133.4	76.12	31.00
2023/3連	25,170	18.5	1,445	23.1	1,549	28.1	643	-4.0	63.97	31.00
2024/3連	28,491	13.2	1,710	18.3	1,775	14.6	1,008	56.8	100.09	33.00
2025/3会予	26,300	-7.7	1,510	-11.1	1,550	-12.7	880	-12.7	88.62	45.00

出所：同社IR資料よりSIR作成

INITIATION



注目点：

社会のデジタル化の進展を背景に、需要増が見込まれる組込みソフトウェアの増収効果に加え、販売・仕入価格の適正化や間接部門のスリム化などのコストマネジメント効果により、ROEは上昇トレンドが続くと見込まれる。ICTソリューションは、ビジネスモデルの確立を目指す。

主要指標

株価 (6/3)	945
年初来高値 (1/30)	1,030
年初来安値 (2/15)	918
10年間高値 (15/8/19)	3,082
10年間安値 (20/3/13)	706
発行済株式数 (百万株)	10.12
時価総額 (十億円)	9.563
23/9 株主資本比率	52.44%
23/9 実績PBR	1.11x
24/9 予想PER	10.66x
23/9 実績ROE	9.85%
24/9 予想配当利回り	4.8%

株価チャート



TradingView

アナリスト 渡辺 保隆

research@sessapartners.co.jp



会社概要

■ 概要

同社は、車載向け組込みソフトウェアや産業機器・医療機器向けの組込みコンピューターを主力とするITプロバイダー（ITサービスやハードの提供）である。純粋持株会社である同社の下に、それぞれ特徴的な技術を有する事業会社が同じ価値観と方向性を共有して連合している。今後は、強みである最先端ITの技術力と顧客とのリレーションシップを最大限活用して、顧客にとって最適なソリューションをITによって実現する「総合技術コンサルティング会社」を目指すとしている。

■ 同社の沿革

同社は、日本NCRの常務取締役を務めた天野豊美氏（現会長）が社員10名弱で2005年に創業した、ITシステム開発・運用を生業とする株式会社M&S（MはMost、SはStrong）を源流としている。天野氏はそれまでの経験から、「IT業界でビジネスを展開していく上で、新規に契約を獲得するためには信用力・資本金の大きさが重要なファクターである」と考えていた。そこで、「小さくとも優れた技術を持つ企業が一体となり、大企業に負けない体力と信用を身に付ければ、社会に貢献できる」と考え、企業買収を基本戦略に置いたようだ。その後、事業の拡大と安定化を図るために多くの企業を譲受・資本参加・子会社化し、業務領域を拡大してきた。主要な動きとしては、主力子会社であるPCIソリューションズの設立（2012年）や、AV機器向け組込みソフトウェア開発やデジタル放送用受信機や通信機器のシステム提案などを手掛けるバイテックシステムエンジニアリング（現プリバテック）の子会社化（2018年）、組込みコンピューター・周辺機器製造販売のソード株の取得（2021年）などがある。創業10年目の2015年には東京証券取引所マザーズ市場に上場し、2016年には市場第一部への変更を果たした。その後、東証の市場区分再編に伴い、2023年スタンダード市場を選択し移行した。

■ 企業理念・価値観

同社は、「我々は、お客様の満足を通じて全社員の幸せを追求し、そして社会の発展に貢献します」を企業理念として掲げている。

企業理念

我々は、お客様の満足を通じて	：お客様の真のニーズに寄り添う
全社員の幸せを追求し、	：ウェルビーイングを実現する
そして社会の発展に貢献します	：社会的使命を全うする

出所：同社統合報告書

そして、国内外の市場の変化や消費者の選好の遷移、ITの進化・多様化などITプロバイダー市場が大きな変化の時代にある中で、積極的（Positively）に変化（Change）と革新（Innovate）をし続けることを行動指針とし、社名に刻んでいる。

企業理念の中で、同社が大切にしている価値観を最もよく表す言葉は、「全社員の幸せの追求」になろう。IT企業の資産は「人」しかなく、社員こそがアセット（人財）という思いを表現したのだそう。充実した社内研修や約10%と言われる業界平均に比べ低い離職率（5～6%程度）などがその証左と言えよう。

ビジネスモデル

■ 事業内容

同社の事業領域は、ソフトウェア開発とサービスを中心としたエンジニアリング事業（2023/9期売上高構成比44.6%）、組み込みコンピューターや基盤・マザーボードなどのハードウェアが主体のプロダクト/デバイス事業（同37.9%）、ICTを活用したシステム・ソリューションを提供するICTソリューション事業（同17.4%）の3セグメントである。先の2つ、エンジニアリング事業とプロダクト/デバイス事業は組み込みシステムを中心としたコア事業の位置付けで、安定的に稼ぎ出すキャッシュフローを成長分野であるICTソリューション事業に投入するというビジネスモデルになっている。

事業会社と事業内容

事業会社と事業内容		PCIソリューションズ	ソード	プリバテック
		業界や領域を問わず技術力を提供するソフトウェアエンジニアリング会社。特に組み込み系開発に強み	日本初のPC製造。創業来50年の歴史と信頼高い技術力を有する組み込みPCメーカー	半導体設計・テストの技術を強みとしたシステムエンジニアリング会社。首都圏至近のテストハウス
エンジニアリング事業	幅広い産業分野におけるお客様の要求・仕様を実現する情報技術サービス	<ul style="list-style-type: none"> ● 組み込みソフトウェア受託開発 (メーカー：自動車・通信・情報家電等) ● 一般ソフトウェア受託開発 (Sier：金融、流通、製造、官公庁等) 	<ul style="list-style-type: none"> ● キット・サービス (Sier・メーカー：医療・小売等) ● コールセンター・サービス (メーカー：PCヘルプデスク等) 	—
プロダクト/デバイス事業	特定産業でのハードウェア製品・デバイスの設計・開発・販売	—	<ul style="list-style-type: none"> ● 組み込みコンピューター開発 (メーカー：医療機器・印刷機等) ● エッジ用コンピューター開発 (Sier：医療・小売等) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 半導体設計・テストサービス (半導体メーカー) ● LSIターンキーサービス (電子デバイスメーカー)
ICTソリューション事業	幅広い分野でのICTを活用したコンサルティング・サービス等による課題解決	<ul style="list-style-type: none"> ● AI活用ソリューション ● クラウドサービス インテグレーション 	—	<ul style="list-style-type: none"> ● ODMサービス(IoTソリューション等) ● SIサービス(AI活用ソリューション等)

出所：同社IR資料

テーマごと・案件ごとに相互に連携

現在、この3セグメントは3社の連結子会社で運営されており、その対応関係は上記のようになっているのだが、何故、このような事業ポートフォリオになっているかは事業会社ごとに見た方が分かりやすい。

・ PCIソリューションズ

2012年設立で3社の中では歴史が古く、売上規模も129億円（2023/9期）と大きいPCIソリューションズは、組み込みソフトウェアと一般ソフトウェアの受託開発を主力とする会社である。外部環境や技術の変化に合わせ、IoT*2やAIに関する研究開発、セールスフォースドットコムやAWS（アマゾンウェブサービス）などのクラウドサービスに事業を広げてきた。

*1: ODM (Original Design Manufacturer)
顧客の要望に基づいて、製品の設計から製造までを一貫して請け負うサービスのこと

*2: IoT (Internet of Things)
従来インターネットに接続されていなかった様々なモノがセンサー・ネットワークを通じて相互に情報交換をする仕組み。これまで埋もれていたデータがサーバー上で、処理、変換、分析、連携することが可能になる。このようなIoTの技術を活用することによって、これまでに無かった、より高い価値やサービス生み出すことが可能になる。

・ プリバテック

2018年に子会社化したプリバテックは、いくつかの会社を統合した結果、半導体集積回路の設計・テストを主体とした会社になっている。CCD・CMOSイメージセンサーを使った画像機器向け組み込みソフトウェアの開発も行っている。ソニー・ルネサスなどの大手優良企業を顧客とし、シリコンサイクルの影響を受けにくい開発分野を事業領域としているため、安定的な成長が実現できているようだ。官民を挙げての半導体産業浮揚策ならびにAIの急速な普及に伴い、半導体ビジネスは大きく拡大していくことが想定され、同社もその恩恵を受ける可能性が高い。

・ ソード

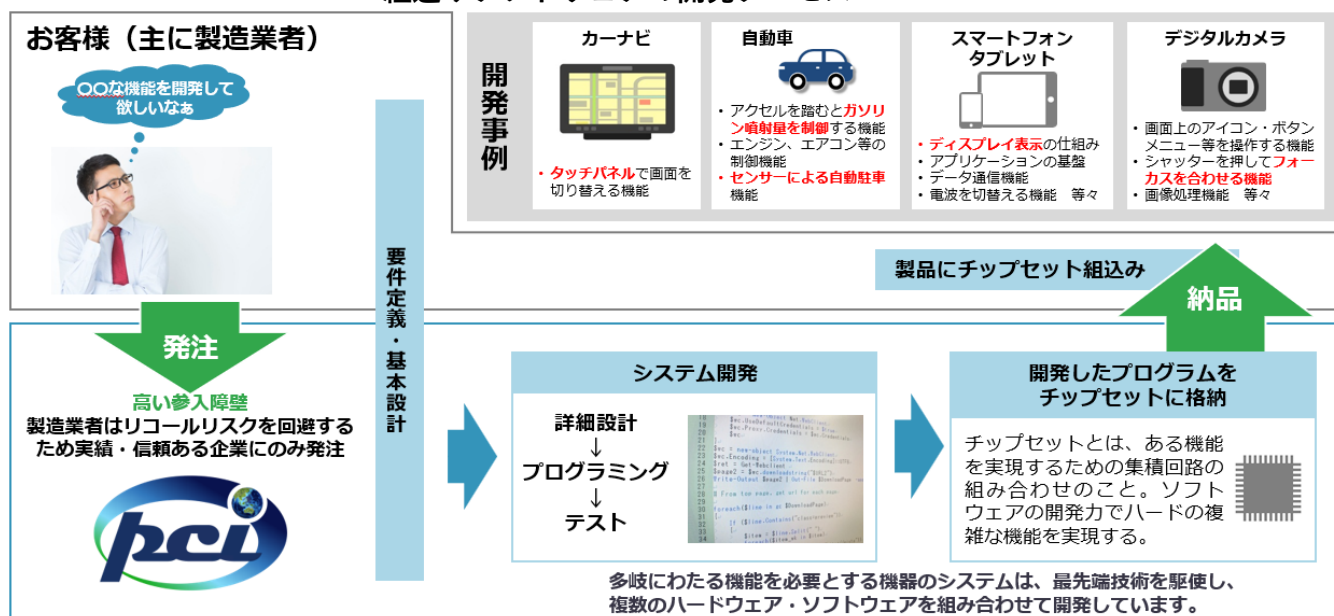
2021年に買収したソードは東芝の元子会社で、組み込みコンピューター/コントローラーを製造販売している。顧客にワンストップソリューションを提供するため、キッティング・サービス^{*1}やPCヘルプデスクなどのコールセンター・サービスも提供している。今後、大きく成長する可能性のある分野として期待されるのがエッジコンピューティング市場である。データを収集する端末（エッジ）や端末の近くに配置したコンピューターなど、データの発生源の近くで処理を行う考え方で、IoTの普及とともに拡大が見込まれている。

それでは、以下、セグメントに添って主要ビジネスについて説明する。

・ 組み込みソフトウェア受託開発（セグメント：エンジニアリング事業 2023/9期売上高構成比19.4%）

汎用コンピューターの一つであるパソコンは、標準化されたハードウェア、一つのOSの下で、様々なアプリケーションソフトを動かすことができる。例えば、Windowsパソコン上ではウェブブラウザや表計算ソフト、メールソフトなど多岐にわたるソフトウェアを利用することができる。キーワードは「標準化」や「汎用性」だ。これに対し、自動車や家電製品、産業用機器など「特定用途の機器を制御する仕組み」のことを組み込みソフトウェアという。CPUと各種入出力デバイスなどを備えた

組み込みソフトウェアの開発プロセス



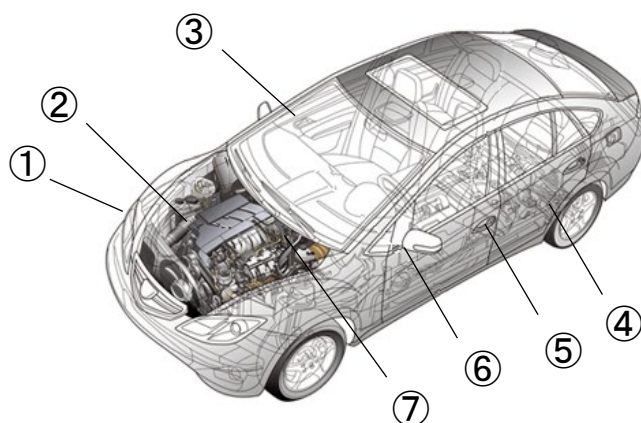
出所：同社IR資料

^{*1}: キッティング・サービス
パソコンやスマートフォンなどIT機器を購入した際、必要なソフトウェアやOS、周辺機器を使用できる環境まで組み立て、整備すること

電子回路（ECU：Electronic Control Unit）や専用コンピューター/コントローラーに埋め込まれていることから「組み込み（英語ではエンベデッド）」と呼ばれている。キーワードは「特定用途」や「専用」「信頼性」だ。例えば、自動車のライトのオート機能は、車外の明暗をセンサーで感知して、ライトのオンオフを自動で行う機能に特化したソフトウェアが、ライト制御用ECUの中に組み込まれている。また、スマホのカメラ機能やテレビのリモコンなども組み込みシステムの一つである。

今や組み込みソフトウェアは、炊飯器やエアコンといった身近な民生用機器から防衛宇宙のような高機能が求められる分野まで、ありとあらゆる製品にまで浸透している。加えて、一つの製品に搭載される組み込みソフトウェアの数も増加している。例えば、現在市販されている高級車にはECUが百数十個搭載されていると言われている。

自動車の組み込みソフトウェア（ECU）の例



ECU
①ライト制御
②エンジン制御
③キーレスエントリーシステム
④ブレーキ制御
⑤ドア制御
⑥ミラー制御
⑦エアコン制御

出所：同社ウェブサイト資料よりSIR作成

・ 汎用パソコンとの違い

組み込みソフトウェアの開発には、多くの経験や技術力に裏打ちされた高い信頼性が求められる。汎用パソコンであればシステムが固まって動かなくなっても再起動すればいいが、自動車や電子機器、医療機器などの場合、作動すべき機能が作動しなければ最悪、命の危険につながることもあり得るからである。

組み込みソフトウェアと、汎用パソコン向けの一般的なソフトウェア開発の比較

	組み込みソフトウェア	一般的なソフトウェア
使用目的	特定用途の機器の制御	汎用的な情報処理
動作環境	専用回路/コンピューター	汎用コンピューター
開発方式	ハードウェアに依存	ハードウェアに依存しない
リソース制約*1	厳しい	緩やか
信頼性・安定性	要求水準は非常に高い	汎用レベル

出所：SIR作成

*1: リソース制約

機器の動作においてプロセッサの処理能力やメモリー容量、筐体のサイズなど、使用できる資源が限られている度合い。「リソース制約が厳しい」とは、使用できる資源が限られていて開発の制約が大きいこと

車載用組込みソフトウェアの場合、最終顧客は自動車メーカーや自動車部品メーカーが多いが、そこから直接、組込みソフトウェア開発の受注を取る元請けあるいは1次請け企業はSCSKやキヤノンITソリューションズなどの大手Slerだ。そしてさらにその先に、多くのパートナー企業が2次・3次下請けという形で協力している構図になっている（今のところ同社は2次・3次下請けのポジションにある）。外注先であるパートナー企業は、元請けのシステム環境の下において常駐型で働く、いわゆるシステムエンジニアリングサービス（以下、SES）や派遣という契約形態をとることが多い。

最終顧客は製品に不具合が発生するとリコールに追い込まれる可能性もあるため、組込みシステムの開発には豊富な経験や高度な技術力に基づく高い信頼性が求められ、これが参入障壁となっている。

組込みソフトウェアに関する受注活動（営業）は、発注に際して相見積もりを取るようなことはなく、実績を積んでいけば継続して受注することができる。具体的には、組込みソフトウェア開発会社の営業スタッフは元請けと連携しながら次の開発案件を見つけていく。元請けが最終顧客から案件を受注しており、強みや経験のあるパートナー企業に案件を回すという構図だ。組込みソフトウェアの案件は機密性が高く、元請けの独自の開発手法もあって、一度パートナー企業として採用されると継続して受注できる傾向がある。とは言え、競争が緩いかというとそうではなく、新しい技術の取り込みや開発体制の質と量の向上がなければリピート率は低下していくことになる。同社の顧客上位20社における契約リピート率は100%であり、同社の開発能力が顧客から認められていることを示している。

・一般ソフトウェア受託開発（セグメント：エンジニアリング事業 同30.5%）

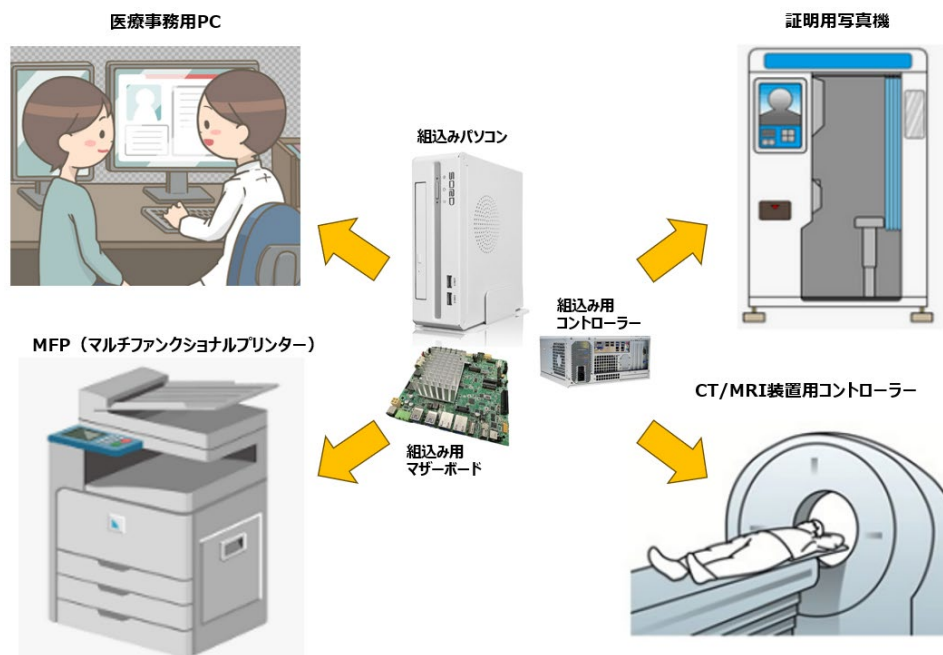
同セグメントの売上高の半分を占める金融や、流通、製造業、官公庁などの業務システム（例えば、融資審査システムや証券総合システム、受発注システムなど）の開発を行う。組込みソフトウェアと同様、大手Slerが元請け、その下に2~3次下請け業者がいる多重構造になっている。同社は2次下請けのポジションが多い。働き方も、元請けのオフィスに常駐するSESという形態がほとんどである。

・組込みコンピューター開発（セグメント：プロダクト/デバイス事業 同24.3%）

産業用機器や医療機器などを制御するために組み込む、特定用途に特化したコンピューターの開発・製造のこと。一部、製造したハードウェアに実装する組込みソフトウェアの開発支援も行っているが、メインは完全なメーカー機能である。ソフトウェアについては、OSはWindows IoT、アプリケーションは発注元のシステム会社が担うことが多い。

組込みコンピューターに求められる要件は、長期安定供給体制の構築である。例えば、汎用パソコンであれば、製造する時々のマーケットでCPUやメモリー、ストレージなどの部品を調達し、最適な構成で組み上げていく。つまり、製造時期によってパソコンの「構成」は変わっていくのが普通だ。これに対し、医療機器や産業用機器などの最終製品はそう頻繁に仕様やソフトウェアが変更されるわけではない。よって、それらの最終製品に採用された組込みコンピューターは、数年~10年単位で変更なく使い続けられることが求められる。これにより、発注元のシステム会社はハードウェアの取替えが生じても、ソフトウェアが正常に動作するかテストする必要がなくなるわけだ。アップデートに対する検証も回避することができる。この長期安定供給こそが、顧客との長期的なリレーションの鍵になっている。当然ながら、トラブル回避のための高信頼性が要求される。

様々な機器の制御用コンピューターとして組み込まれている組み込みコンピューター



出所：同社IR資料よりSIR作成

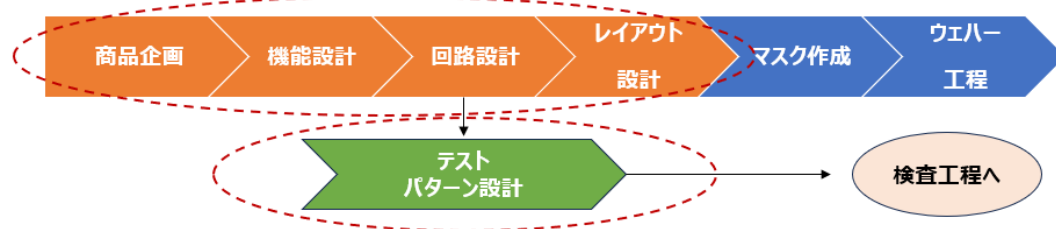
組み込みコンピューターの顧客は様々だ。例えば、診察室で医師が病状や処方などを記録する医療事務用PCは医療システムメーカーが、MFP（マルチファンクショナルプリンター）であれば大手コピーマシンメーカーが顧客である。顧客から直接受注し、組み込みコンピューターメーカーが自社工場を組み立てる。主な競合は、コンテック（ダイフクの完全子会社、NEC系）、PFU（リコー傘下、富士通系）などの国内勢とADLINKやWincommなどの台湾勢である。長期安定供給が前提なので既に棲み分けが進んでおり、シェアが大きく変動することは稀である。

・ 半導体設計・テストサービス（セグメント：プロダクト/デバイス事業 同10.2%）

この事業は、(1)主にルネサスやソニー向けに、半導体（LSI）の設計を行うSES業態（案件に応じてクライアント企業に常駐して働くスタイル）、(2)自社のテストセンターを利用し、半導体ができるまでの一連の工程を一括して受託するテスト開発・特性評価、で構成されている。

半導体の設計とは文字通り回路や配線の設計であり、端的には集積回路の図面を書くことだ。組み込む最終製品に応じた仕様（機能や性能、コスト、技術など）の検討、ロジックに基づき実際にパーツ（トランジスタ、抵抗器、キャパシタなど）を並べる回路設計、回路の配置を決定するレイアウト設計などの工程がある。

■ LSI設計の流れ



出所：JEITA資料よりSIR作成

・ **成長ドライバーのICTソリューション事業（同17.4%）**

現時点で提供しているソリューションは、AIを活用した課題解決型のシステムやIoTプラットフォーム（センサーなどを活用し、埋もれていたデータをビジネスに活用する基盤システム）、セールスフォースドットコムやAWS（アマゾン・ウェブ・サービス）などのクラウド環境の提案などである。どれもまだ柱と言えるようなビジネスには育っていないが、PCIソリューションズ総合研究所の最先端ITの研究開発とも連携しながら、実社会での実装を目指している。

ICTソリューション事業の主なシステム（サービス）ラインナップ

後方接近車両検知システム	AI画像解析技術により、カメラ映像から物体の検出・分類を行うシステムで、ロードサービスや高速道路の道路工事向けに社会実装されている。
クラウド環境の利活用ソリューション	セールスフォースドットコムやAWSを利用したサービスで、自動応答システム付きコールセンターの開発や、既存のCRM（顧客情報管理）システムとの連携により顧客満足度を向上させた事例など。

出所：同社IR資料よりSIR作成

同社がIoTに期待する理由は、今後の市場の拡大に伴い多くの参入機会があることと同時に、その重要な要素技術の一つが組込み技術だからだ。モノをインターネットで結び、データの送受信・分析を行って、何らかのアクションに結びつけるIoTにおいて、一連の制御を担うのは組込み技術に他ならない。自社ソリューションの提供やIoTソリューションのプラットフォーム化が可能になれば、自社ブランド化したビジネスを展開できる可能性も出てくるだろう。

またその時に必要なパーツの一つが、組込みコンピューターの一種であるエッジコンピューターやクラウド・インテグレーションサービスである。エッジコンピューターは、リアルタイムなデータ処理、通信コストの抑制などの大きなメリットがあり、IoT時代のキーコンポーネントとみられている。クラウド関係では、デファクトになりつつあるセールスフォース・ドットコムやAWSを活用しつつ、開発支援の経験値を積み上げることで高度なユーザーエクスペリエンスを提供するサービスの構築を目指している。

■ **強み**

➤ **組込みシステムにおける豊富な実績と高い技術力**

組込みシステム、特に車載系に注力し豊富な実績を持つことは、同社の大きな強みである。自動車に車外と繋がる機能が増える時代になり、もともと電話交換機やPHSなど通信分野に強い技術者がいた同社の存在感は大きく向上した。アメリカのテスラが実用化したことをきっかけにその流れが加速しているSDV（ソフトウェア・デファインド・ビークル）*1は、経済産業省やトヨタ自動車、ホンダなど官民が連携して取り組むなど、メーカー各社にとって次世代の車の開発に向けた重要なテーマとなっている。モビリティ業界の付加価値がエンジンなどのハードウェアからソフトウェアに移る中で、同社は大きな成長機会に遭遇していると見込まれる。

*1: SDV（ソフトウェア・デファインド・ビークル）

部品などのハードウェアではなく、車を制御するソフトウェアを通信機能を使って更新することで、機能や性能を継続的に高めることができる自動車のこと

➤ 強固な顧客基盤

豊富な実績と高い技術力は、モビリティ業界や半導体業界を始めとした強固な顧客基盤に繋がっている。同社の売上高上位20社における契約リピート率100%がそれを示している。また、プラットフォームやパッケージベンダー、ソフトウェアハウス、エレクトロニクス商社などとの幅広いパートナーネットワークは、顧客ニーズへの迅速な対応や高付加価値なソリューション提供を可能にしている。

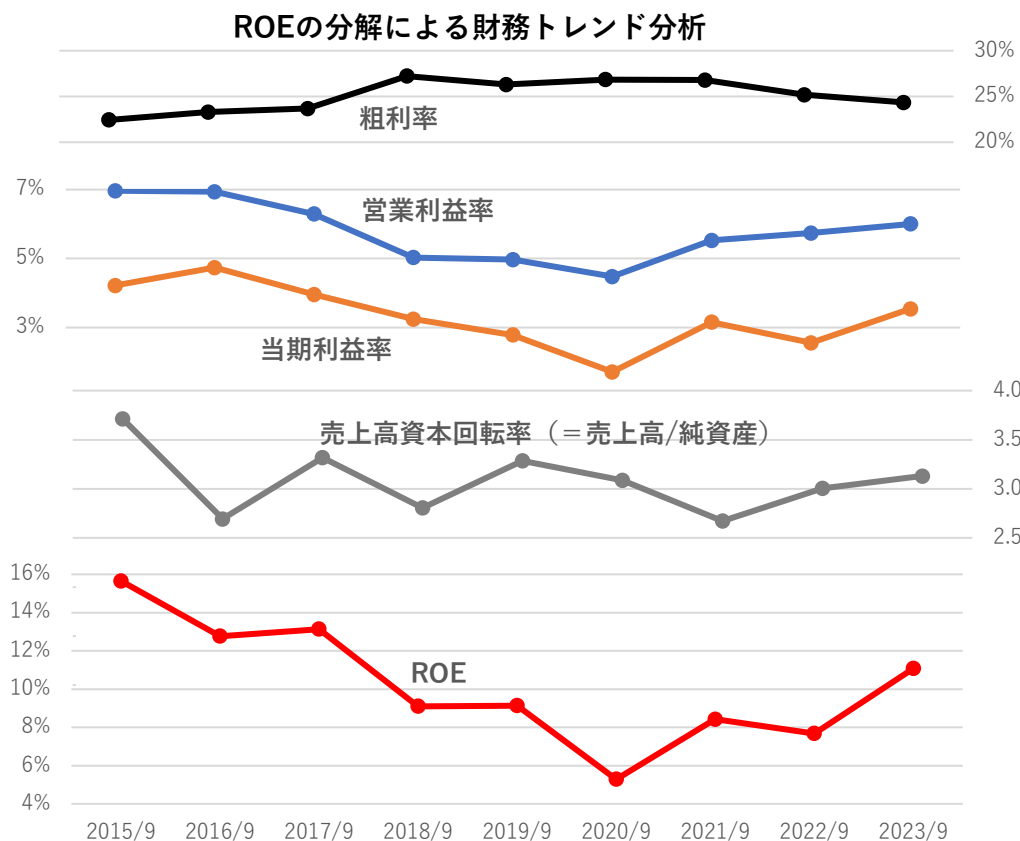
➤ 人材育成の風土・仕組み

新たに経営に加わった組織・社員を含め、相互に学び合う人材育成の風土・仕組みにも触れておきたい。専門部署である人財開発部教育課を設置しており、プログラミング言語研修や組込みシステム研修などの技術研修、プロジェクトマネジメント研修やビジネススキル研修などの独自のプログラムを実施している。これらの研修は他社からも一定の評価を得ており、有償のビジネスとして提供されている。

財務分析

■ 財務トレンド分析

上場後の2015/9期から、同社のROEを分解¹してその財務トレンドを見たものが、以下のグラフである。



出所：同社有価証券報告書よりSIR作成

注1：ROEの分解 (ROE = 当期利益/純資産 = 当期利益/売上高 × 売上高/純資産)

同社のROEは15.7%（2015/9期）から低下トレンドにあったが、2020/9期の5.3%を底に上昇傾向に転じている。ROEの構成要素の一つである売上高総資産回転率にレバレッジ（総資産/純資産）を乗じた売上高資本回転率を見てみると、2015/9期を除き3倍前後で推移している。エクイティファイナンスによって一時的に純資産が膨らむものの、被買収企業の負債なども一緒に統合すること、財務戦略・管理をしっかり実施していること、などから資本回転率で見ると結果として一定水準を維持していたことが分かる。よって、ROEの推移はほぼ当期利益率の動きで説明ができそうだ。

では何故、当期利益率は低下傾向にあったかだが、粗利率や営業利益率の推移から2020/9期にかけて販管費が膨らんだことが見て取れる。主因は、買収による人員増および人件費の増加だ（わずかではあるが、のれんの償却費も加わっている）。しかし2021/9期以降は増収効果が効いて、人件費比率は低下している（2015/9：8.1% → 2020/9：10.6% → 2023/9：7.4% 同社有報よりSIR推計）。今後は、①拡大が続く車載系への人員シフト（車載系エンジニア数2023/9期230名→2026/9期270名）②子会社の間接部門をスリム化し、開発部門へ人員をシフトさせる などにより、増収効果・コストマネジメントの徹底を図る予定。組込みコンピューターの販売価格や仕入価格の是正も加わり、営業利益率は改善トレンドが続くと予想される。

業績動向

2024/9期2Q決算は、リーふねっとの全株式を売却したことにより連結から同社が除外され、その他の特殊要因もあり、前事業年度に比べて売上高や営業利益が減少した。エンジニアリング事業では、自動車関連の拡大やデジタル化・DX推進を背景に好調だったが、ビジネスパートナーからのコストアップ圧力もあって利益が減少。ICTソリューション事業では、リーふねっとの売却やメインフレーム系ソリューションの端境期の影響で、売上高と利益が減少した。プロダクト/デバイス事業では、低採算案件の積極的な見直しにより組込みコンピューター/コントローラ分野で売上高が減少したが、販売価格の適正化と仕入れ価格の見直しによって収益性は大幅に改善した。その結果、2Qの営業利益率は1Q比+3.2p上昇し倍増の6.2%となった。

営業利益の進捗状況は芳しくないものの、①引き続き販売価格や仕入価格の適正化に注力する、②エンジニアリング事業での進捗の遅れの解消、により挽回は可能であるとして、2024/9期会社予想は据え置かれた。

中期経営計画

同社は2023年11月15日に2024/9～2026/9期の3ヵ年を対象とする中期経営計画「PCI-VISION2026」を発表している。12.3%（2023/9期）だったROEを15%を超える水準に引き上げる計画だ。

経営指標

	23/9期 (百万円)	PCI-VISION 2026		3ヶ年増減(*)		チャレンジ 目標
		24/9期	26/9期	3ヶ年 増減	平均 年増率	26/9期
売上高	28,491	26,300	30,500	4,539	5.5%	35,000
営業利益	1,709	1,510	2,750	1,403	26.9%	—
営業利益率	6.0%	5.7%	9.0%	+3.8p	—	—
親会社株主に帰属 する当期純利益	1,008	880	1,500	711	23.9%	—
EBITDA	2,097	1,850	3,050	1,408	22.9%	3,500
ROIC	11.3%	9.7%	≥15%	—	—	≥15%
ROE	12.3%	10.1%	≥15%	—	—	≥15%
総還元性向	33.0%	≥60%	≥50%	—	—	≥50%
PBR	1.25倍	—	≥2倍	—	—	≥2倍

出所：同社中期経営計画 (*)3年増減は、(株)リーフネット、(株)トラックモGPSの離脱影響を除く

同社からは詳細な開示はないものの、(1)堅調なIT需要、とりわけ車載系組込みソフトウェアの需要拡大による増収効果、(2)不採算案件の適正化（販売・仕入価格の見直し）、(3)コストマネジメント（間接機能のスリム化やIT活用による効率化等）が収益性向上のドライバーになるとSIRでは推察している。(1)(2)については、2024/9期2Q決算の数字に既にその傾向が表れているし、(3)についてはこれまで手付かずな部分もあるため今後の伸びしろとして期待したい。中期経営計画達成に向けての具体的な事業セグメント別の基本戦略については、以下の表をご参照いただきたい。

事業セグメント別の基本戦略と具体的施策

事業セグメント	基本戦略	取組み施策	投資施策
エンジニアリング	①収益性の高い事業領域への集中 ②成長期待の技術力を確保・育成 ③プライム案件の獲得・拡大	①モビリティ(In/Out)・SCM・ERP等に集中 ②AUTOSAR/ BEV関連技術等の蓄積 ③請負化の拡大、PM人材の増強	①技術者の投入拡大 ②教育投資、M&A投資 ③PM人材の育成・確保
プロダクト/ デバイス	④少量ながら高収益な新製品開発 ⑤受託業務の複合化 ⑥他社連携拡大によるシナジー創出(共創)	④センサーボード、特定目的PC等の開発 ⑤・PC関連の周辺サービス業務の捕捉 ・LSIターンキーサービスの拡大 ⑥グループ内/外連携強化、外部知見取込	④R&D投資、教育投資 ⑤教育投資、人員投入 ⑥人材交流、業務提携
ICT ソリューション	⑦強みのある分野の明確化・拡大 ⑧顧客要望を起点としたソリューション開発 ⑨ソリューションのパッケージ化・拡販	⑦クラウド連携、AI画像解析等に注力 ⑧顧客ニーズの捕捉力を強化(営業力+他社連携) ⑨PM人材の増強、ベンダー等連携の拡大	⑦R&D投資、人員投入 ⑧人員投入、業務提携 ⑨PM人材育成・確保、業務提携
コスト マネージメント	⑩間接機能のスリム化 ⑪調達・購買能力の向上 ⑫DX推進による生産性向上	⑩グループ内間接部門の再編・集約 ⑪商流の見直し、顧客折衝能力の強化 ⑫生成AIの積極活用(事業、内部業務)	⑩間接人員削減 ⑪外部連携、人員投入 ⑫教育投資、設備投資

出所：同社IR資料より抜粋

リスク

蓋然性の高いリスクとして、以下の3つが想定される。

(1) SE人材の不足による能力不足・コストアップ

前述のように、エレクトロニクス化の進展により、組み込みソフトウェアに対する需要は大きく伸びている。それに対し、技術と経験を有したエンジニアの育成が追い付かず、慢性的なSE人材不足は業界を挙げての課題となっている。同社では、採用と育成に一段と注力していることに加え、パートナー企業との定期的な情報交換会の実施や必要に応じた教育研修プログラムの提供、中核的な協力会社に対してはコアパートナー制度として中長期的な契約を締結するなど、SE人材の確保に注力している。加えて、生成AIならびにノーコード/ローコード開発*1の活用により生産性の向上を図っている。

(2) ICTソリューション事業の立ち上がりの遅れ

ICTソリューション事業が対象としている様々な社会課題はまだ有力な解決策が確立しておらず、サービスは乱立している状況である。同社では、PCIソリューションズ総合研究所の最先端ITの研究開発や産学連携を活用しながら社会実装に向けて注力している。既にいくつかのシステム・サービスのラインナップはあるものの、同社においても柱となるべきメニューはまだ確立されていない。同社では、ソリューションの横展開やレスター（証券コード：3156）との資本業務提携などを通じて需要の創出を強化している。

(3) M&Aに関するリスク

今期よりROICを対外的な経営指標として導入したことから可能性は低いと考えられるが、同社はM&Aを成長ドライバーの一つと位置付けているため、目標数値であるROIC \geq 15%に満たない企業を買収してしまうリスクはゼロではない。なお、同社ではエクイティファイナンスに伴うダイレクション（希薄化）には非常に気を使っており、今後のM&Aは営業キャッシュフロー・Debtファイナンスの範囲内で実施したいとのこと。

*1 ノーコード/ローコード開発

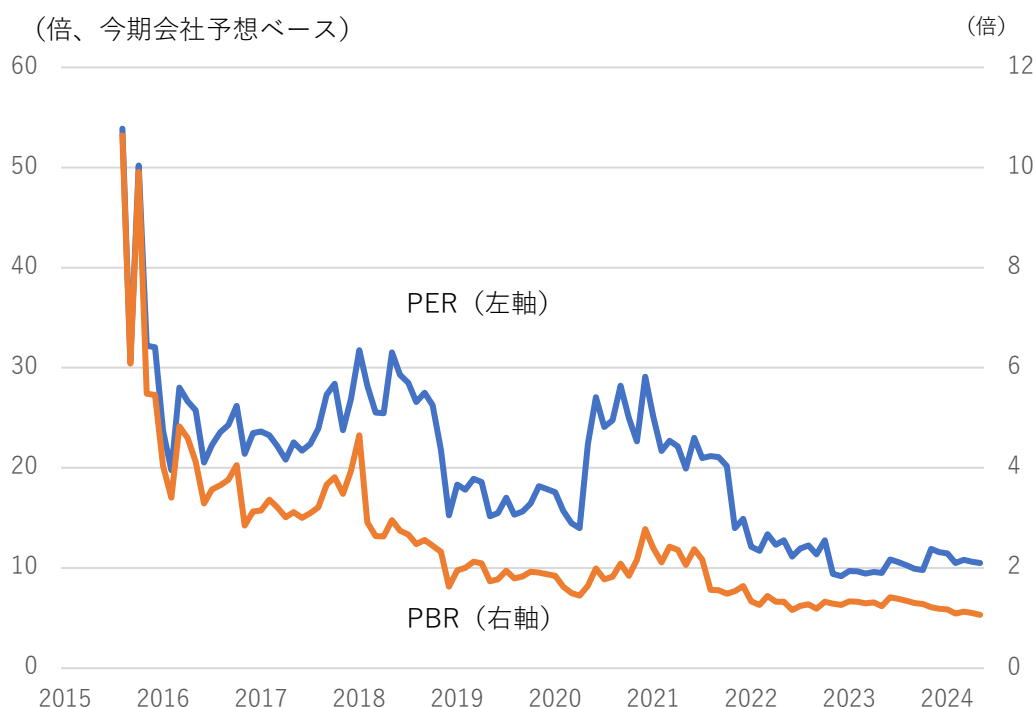
プログラムコードを記述することなく、または必要最小限のプログラムコードを記述しながら、グラフィカル・ユーザー・インタフェース（GUI）を利用してアプリケーションを設計・開発する手法。

株価インサイト

同社のバリュエーションは、5/22時点で、今期会社予想ベースでPER10.5倍、PBR1.06倍であり、上場来で見て最安値圏で低迷している（下図）。一時的な株価の反発はあったものの、趨勢的にバリュエーションが切り下がってきたことが見て取れる。これは、同社のROEがその水準を切り下げてきたことと整合的ではある。しかし、財務トレンド分析で指摘したように、ROEは既に2020/9期に底を打って改善基調にある。にも拘わらず株価が反応していないのは、(1)収益性の低い企業買収が繰り返されるリスク、(2)エクイティファイナンスによるダイリューション（希薄化）の可能性、といった買収に関する投資家の懸念が原因の一つと考えられる。(1)(2)両方に関して、同社の経営陣は「企業価値を棄損するようなM&Aは行わない」とコメントしているが、投資家の不信感を払拭することは簡単ではないだろう。これは、今後の同社の対応で実証していくしかないのかもしれない。ただし、2023年12月に20万株（発行済み株式数の2%弱に相当）の自己株式の消却を行っていることは、ここに指摘しておきたい。これは、資本コストや株価を意識した経営を実践するという同社からの強いメッセージであると、SIRでは判断している。

車載系組み込みソフトウェアの需要増による増収効果、販売・仕入価格の適正化、コストマネジメントの強化、などにより、今後、同社の利益水準は切上がってくることが期待される。収益の水準訂正が進むにつれ、バリュエーションの水準も切り上がってくるのではないだろうか。今後の同社の取組み・対応に期待したい。

PERとPBRの推移



出所：SPEEDAよりSIR作成

Appendix

損益計算書

決算期 百万円、%	2020/09期 通期	2021/09期 通期	2022/09期 通期	2023/09期 通期	2024/09期 会社予想
売上高合計	16,758	21,249	25,170	28,491	26,300
売上原価合計	12,259	15,555	18,830	21,556	
売上原価	12,259	15,555	18,830	21,556	
売上総利益	4,499	5,693	6,340	6,935	
売上総利益率	27	27	25	24	
販売費及び一般管理費	3,749	4,519	4,895	5,225	
営業利益	750	1,174	1,445	1,710	1,510
営業利益率	4.5	5.5	5.7	6.0	5.7
営業外収益	77	88	119	81	
受取利息配当金	26	30	43	26	
営業外費用	22	53	15	16	
支払利息割引料	13	22	9	8	
経常利益	805	1,209	1,549	1,775	1,550
経常利益率	4.8	5.7	6.2	6.2	5.9
特別損益	-216	3	-374	158	
特別利益	1	11		303	
特別損失	217	8	374	145	
税金等調整前当期純利益	588	1,212	1,175	1,932	
税引前利益率	3.5	5.7	4.7	6.8	
法人税等	295	498	358	835	
法人税等 - 当期分	333	421	423	804	
法人税等調整額 - 繰延分	-38	77	-65	31	
親会社株主に帰属する当期純利益	287	670	643	1,008	880
当期純利益	294	714	817	1,097	
非支配株主に帰属する当期純利益	7	44	174	89	
親会社株主に帰属する当期純利益率	2	3	3	4	3
その他の包括利益合計	102	-29	-80	115	
その他有価証券評価差額金 - 包括利益計算書	102	-73	6	141	
在外子会社の年金会計に係る未積立債務		43	-87	-27	
包括利益	395	684	737	1,212	
親会社株主に係る包括利益	389	640	563	1,123	

出所：SPEEDAよりSIR作成

貸借対照表

決算期 百万円、%	2020/09期	2021/09期	2022/09期	2023/09期
資産合計	12,442	17,391	16,916	17,628
流動資産	8,626	11,198	11,206	12,506
現金同等物及び短期性有価証券	4,832	3,310	2,630	4,108
現金及び現金同等物	4,832	3,310	2,630	4,108
売上債権	2,978	4,314	4,779	4,752
受取手形			50	41
その他短期金融資産	314	1,771	1,345	1,699
棚卸資産	219	1,292	1,628	1,348
製品・商品	14	225	280	199
その他棚卸資産	205	1,067	1,348	1,148
貸倒引当金 - 流動		-1	-1	-1
固定資産	3,816	6,193	5,710	5,121
有形固定資産	260	947	952	855
無形固定資産	1,356	2,494	2,262	1,847
のれん	980	2,299	2,151	1,780
投資その他の資産	2,200	2,753	2,495	2,418
投資有価証券(関係会社含む)	1,386	1,403	1,123	1,221
投資有価証券	1,386	1,403	1,123	1,221
繰延税金資産 - 固定	237	300	402	298
貸倒引当金 - 固定	-2	-7	0	0
繰延資産	0			1
負債合計	7,014	9,441	8,541	8,529
流動負債	3,588	6,505	6,509	6,998
買入債務	951	2,787	2,979	2,985
未払金・未払費用	369	567	506	513
短期借入債務	929	870	874	835
短期借入金(リース債務含む)	200			
一年内返済の長期借入債務	729	870	874	835
一年内返済の長期借入金	623	870	874	805
一年内償還社債	106			30
前受金			921	1,190
資産除去債務 - 流動	10	19		13
固定負債	3,426	2,936	2,032	1,531
長期借入債務	2,757	1,926	1,057	760
長期借入金(リース債務含む)	2,757	1,926	1,057	685
社債				75
退職給付/給与引当金	206	179	145	203
資産除去債務 - 固定	82	459	457	480
純資産合計	5,428	7,950	8,374	9,099
株主資本等合計	5,032	7,476	7,816	8,628
株主資本	4,957	7,413	7,813	8,517
資本金	1,046	2,092	2,092	2,092
資本剰余金	2,649	3,629	3,670	3,668
利益剰余金	1,632	2,048	2,389	3,076
自己株式	-371	-356	-338	-318
評価・換算差額	65	36	-45	70
その他有価証券評価差額金	65	-8	-2	140
新株予約権	10	28	48	41
非支配株主持分	396	474	558	471

出所：SPEEDAよりSIR作成

キャッシュフロー計算書

決算期 百万円、%	2020/09期	2021/09期	2022/09期	2023/09期
営業活動によるキャッシュフロー	1,329	949	736	2,040
減価償却費及び正ののれん償却費 - CF	217	311	391	387
減価償却費 - CF	112	156	198	169
正ののれん償却費 - CF	105	155	193	218
有価証券及び投資有価証券評価損益	210	0	310	139
有価証券及び投資有価証券売却損益				-32
投資有価証券売却損益				-32
関係会社株式売却損益				-257
有形固定資産売却損益	0	-3	5	6
利息及び配当金の受取額 - 営業CF	26	30	43	22
利息の支払額 - 営業CF	-14	-23	-9	-8
投資活動によるキャッシュフロー	-524	-3,365	-193	259
有価証券及び投資有価証券の取得	-394	-143	-52	-94
投資有価証券の取得	-394	-143	-52	-94
有価証券及び投資有価証券の売却			21	83
投資有価証券の売却			21	83
有形固定資産の取得及び売却	-25	-41	-108	-128
有形固定資産の取得	-26	-43	-108	-128
有形固定資産の売却	1	2		
無形固定資産の取得及び売却	-67	-22	-37	-66
無形固定資産の取得	-67	-47	-37	-66
無形固定資産の売却		25		
財務活動によるキャッシュフロー	828	848	-1,227	-885
短期借入による収入	200			
短期借入金の返済		-200		-20
長期債務の増加	1,600			527
長期借入による収入	1,600			527
長期債務の返済	-942	-734	-868	-948
長期借入金の返済	-704	-620	-868	-933
社債の償還	-238	-114		-15
株式の発行		2,077		
株式の償還及び消却	0	0	0	
支払配当金	-263	-269	-357	-438
現金及び現金同等物に係る換算差額	0	2	4	3
現金及び現金同等物の増加額	1,633	-1,522	-680	1,417
現金及び現金同等物期首残高	3,187	4,820	3,298	2,618
現金及び現金同等物期末残高	4,820	3,298	2,618	4,035
フリーキャッシュフロー	805	-2,416	543	2,299

出所：SPEEDAよりSIR作成

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレーム／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており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データ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sessapartners.co.jp