

PCIホールディングス | 3918 東証スタンダード

Q4 Follow-up

レスターによる株式公開買付けがもたらすもの



サマリー

- **2024/9期決算レビュー**：PCIホールディングス（以下、同社）の2024/9期決算は、全体的に厳しい内容となった。売上高は25,084百万円で前期比12.0%減少し、子会社「リーふねっと」の株式譲渡を除いても3.3%の減収である。営業利益は1,054百万円で前期比38.3%減少したが、「リーふねっと」の影響を除いた実質でも17.4%の減益となった。減収や外注費の増加に加え、設備投資や人的投資などの販管費の増加が業績に影響した。セグメント別では、エンジニアリング事業が自動車関連やDX案件の受注増加で2.1%の増収を達成したものの、IT人材不足が外注費を押し上げ利益を圧迫した。プロダクト/デバイス事業では、大手顧客の在庫調整や大量納品案件の剥落で売上高が14.4%減少し、諸経費の増加が利益減少に影響した。ICTソリューション事業ではクラウド活用やパッケージソフト販売が好調だったが、諸経費増加により利益は減少した。全体として、自動車関連の需要が堅調だった一方で、外注費や人件費の増加が業績の重しとなった。
- **2025/3期決算見通し**：決算期変更により6か月決算となる今期（2025/3期）は、売上高12,700百万円、営業利益590百万円、純利益365百万円を見込んでいる。2024/9期上期との比較では、売上高・営業利益ともに微増収微増益予想である。しかし、2024/9期下期との比較で見ると、需要の端境期でICTソリューションは減益となるものの、エンジニアリングとプロダクト/デバイス事業における価格転嫁の進展により、大幅増益が見込まれている。
- **株価インサイト**：2023年12月の自己株式取得終了後、同社株はTOPIXをアンダーパフォームしていたが、2024年8月のレスターによる株式公開買付けを受け一時急騰した。しかし、2024/9期業績予想が下方修正されていたこともあり、公開買付け終了後は再び軟調に推移している。現在のバリュエーションはPER12.7倍（12か月換算）、PBRは1.06倍と低水準にあり、事業の不調や先行投資継続による低調な業績が要因と見られる。一方、公開買付け成立により、レスターの営業力と約7,000社の顧客基盤が同社業績を引き上げる可能性がある。SIRは、持株会社による事業会社の吸収合併や、2025年4月期以降の大胆なコスト削減計画を同社の成長に向けた重要なカタリストと位置付けている。また、2024年12月20日以降の新経営体制では、富士通出身の戸澤正人氏が新社長に就任予定であり、新経営陣の戦略が注目される。

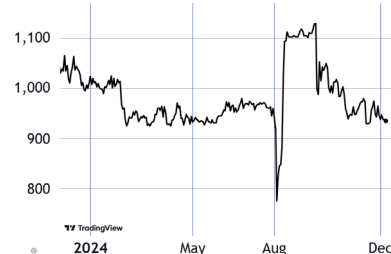
注目点：

株式公開買付けの狙いは、同社の商材および技術力とレスターの営業力と顧客基盤によるシナジー創出にある。さらに、筆頭株主の交代は、同社の経営に一種のパラダイム転換をもたらす可能性も。新経営陣の打ち出す戦略に期待したい。

主要指標

株価 (12/6)	936
年初来高値 (9/18)	1,144
年初来安値 (8/5)	768
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)	9.495
24/9 株主資本比率	56.6%
24/9 実績PBR	1.06x
25/9 予想PER	12.7x
24/9 実績ROE	9.4%
25/9 予想配当利回り	3.8%

株価チャート (1年)



百万円、%	売上高	YoY	営業利益	YoY	経常利益	YoY	当期利益	YoY	EPS	DPS
2021/9連	21,248	26.8	1,174	56.5	1,209	50.2	670	133.4	76.12	31
2022/9連	25,170	18.5	1,445	23.1	1,549	28.1	643	-4.0	63.97	31
2023/9連	28,491	13.2	1,710	18.3	1,775	14.6	1,008	56.8	100.09	33
2024/9連	25,084	-12.0	1,054	-38.3	978	-44.9	817	-18.9	82.34	45
2025/3会予	12,700	0.7	590	1.2	590	-2.8	365	10.6	36.85	18

出所：同社IR資料よりSIR作成

注1：2025/3期会社予想の伸び率は前年同期比較

注2：SIRでの財務データ処理は短信規定と異なるため、記載数字は会社資料と相違することがある

アナリスト 渡辺 保隆

research@sessapartners.co.jp



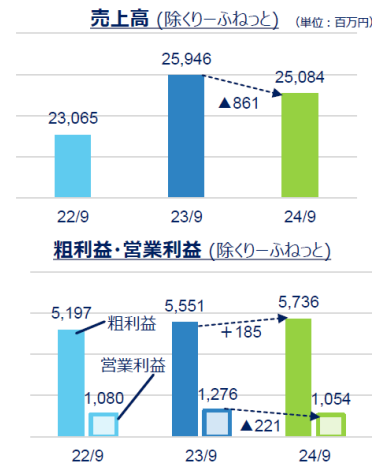
2024/9期
決算レビュー

車載好調も、ユーザーの在庫調整や人件費の上昇により、実質的にも厳しい決算

同社の2024/9期決算は、8月9日に下方修正された計画値に対しわずかながら減収、利益はほぼ修正計画並みで着地した。売上高は前期比12.0%減の25,084百万円となったが、子会社のリーふねっと*1が株式譲渡により連結対象から外れたことを除くと、前期比3.3%の減収であった。営業利益は前期比38.3%減の1,054百万円となったが、リーふねっとの要因を除いても、実質17.4%の減益であった。これは、需要増に伴う外注費の上昇や業務環境改善のための設備投資、研究開発投資、および人的投資などの投資的経費が増加したことによるものである。

2024/9期連結業績

(百万円)	23/9期	24/9期	前年比	修正計画比 (24.8.9)	
				除リーふねっと	
売上高	28,491	25,084	▲3,406	▲861	▲216
売上総利益	6,935	5,736	▲1,198	+185	▲4
売上総利益率	24.3%	22.9%	▲1.5p	+1.5p	+0.2p
販管費	5,225	4,681	△543	▲407	△29
営業利益	1,709	1,054	▲654	▲221	+24
営業利益率	6.0%	4.2%	▲1.8p	▲0.7p	+0.1p
経常利益	1,774	978	▲796	▲342	+43
親会社株主に帰属する当期純利益	1,008	817	▲190	+99	+47
EBITDA	2,097	1,383	▲713	-	-
ROE	12.3%	9.4%	▲2.9p	-	-



出所：同社IR資料からSIR作成

セグメント別の業績を見ると、エンジニアリング事業の売上高は13,583百万円で、前期比2.1%増加した。組込みソフトウェア受託開発においては、特に自動車関連の受託開発の引き合いが強く、外注増や社内の技術者シフトで需要増に対応した。一方、一般ソフトウェア受託開発ではデジタル化とDX推進が背景にあり、産業・流通向けソフトウェア開発案件が好調だった。このセグメントでは、仕事量が拡大し高原状態を続けているが、業界全般としてIT人材の不足が課題となっており、総じて外注費が上昇、利益を圧迫する要因となった。

2024/9期 セグメント情報

(百万円)	24/9期 売上高	前年比	売上総利益 (利益率)		セグメント利益 (利益率)		
			前年比	前年比	前年比	前年比	
エンジニアリング事業	13,583	+281 (+2.1%)	2,898 (21.3%)	+56 (+2.0%)	1,045 (7.7%)	+3 (+0.4%)	安定コア
プロダクト/デバイス事業	8,571	▲1,440 (▲14.4%)	1,805 (21.1%)	+3 (+0.2%)	365 (4.3%)	▲66 (▲15.3%)	
ICTソリューション事業	3,030	▲2,245 (▲42.6%)	1,085 (35.8%)	▲1,256 (▲53.6%)	404 (13.3%)	▲646 (▲61.5%)	ドライバー成長
【参考】除リーふねっと	3,030	+285 (+10.4%)	1,085	+128 (+13.5%)	404	▲157 (▲28.0%)	
連結業績	25,084	▲3,406 (▲12.0%)	5,736 (22.9%)	▲1,198 (▲17.3%)	1,054 (4.2%)	▲654 (▲38.3%)	

出所：同社IR資料からSIR作成

*1：リーふねっとは、主に通信事業者としてのITサービス事業、およびモバイル端末を利用したインターネット関連事業を展開。

2025/3期
決算見通し

プロダクト/デバイス事業においては、顧客企業の一時的な在庫調整や前期の大量納品案件の剥落などにより、売上高は前期比14.4%減の8,571百万円となったが、販売価格の適正化・低採算案件の縮小等により、売上総利益は横ばいを維持した。しかし、人件費やR&D費など諸経費が増加し、セグメント利益は15.3%減の365百万円で着地した。

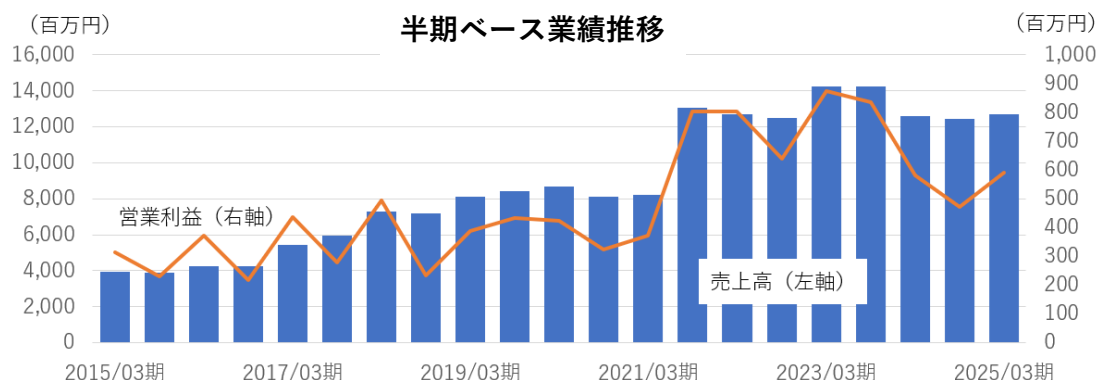
ICTソリューション事業は、除くりーふねっとで10.4%増収の3,030百万円となった。売上規模では小さい案件の固まりであるが、AWSなどのクラウド系活用案件が堅調に推移している。特に今期は花き流通向けのパッケージソフト販売が更新タイミングに当たっており、年間で2~3億円分の上積み効果となったようだ。ただ、こちらも他のセグメント同様、人件費やR&D費など諸経費が増加し、セグメント利益は28.0%減の404百万円となった。

決算期を9月30日から3月31日に変更することにより、今期は6か月決算となる。2025/3期の連結業績予想は、売上高12,700百万円、営業利益590百万円、経常利益590百万円、親会社株主に帰属する当期純利益365百万円と自社では見込んでいる。

2025/3期 セグメント別業績見通し 出所：自社IR資料からSIR作成

(百万円)	25/3期 売上高	売上総利益 (利益率)		セグメント利益 (利益率)		
		前年同期比	前年同期比	前年同期比	前年同期比	
エンジニアリング 事業	6,950	+170 (+2.5%)	1,576 (22.7%)	+92 (+6.2%)	646 (9.3%)	+54 (+9.2%)
プロダクト/デバイス 事業	4,370	▲168 (▲3.7%)	1,026 (23.5%)	+15 (+1.4%)	245 (5.6%)	▲17 (▲6.4%)
ICTソリューション 事業	1,380	+24 (+1.7%)	468 (33.9%)	+16 (+3.5%)	111 (8.0%)	±0 (±0.0%)
連結業績	12,700	+84 (+0.7%)	3,070 (24.2%)	+147 (+5.0%)	590 (4.6%)	+7 (+1.1%)

プロダクト/デバイス事業での大口顧客の影響が一部残るものの、自動車・建機業界向けの組込みソフトウェアは活況を維持する見通しで、2024/9期上期比較では売上高、営業利益ともにほぼ横ばいの0.7%増収、1.1%営業増益となる（上表）。2024/9期下期比較では1.9%増収、25.3%営業増益となり、営業利益は前下期で底を打った形になる（下図）。需要の端境期でICTソリューションは減益になるものの、価格転嫁の進展により、エンジニアリング、プロダクト/デバイス両事業ともに大幅な増益になるためである。



出所：SPEEDAよりSIR作成

レスター傘下へ

2024年8月、株式会社レスター<3156>（以下、レスター）と同社は資本業務提携の締結を発表した。そして、レスターによる株式公開買付けが9月に成立し、同社はレスターの連結子会社（所有割合50.5%）となった。公開買付けの目的は、同社の独立性を維持しつつも、両社の業務上の協力や連携を深めることで、両社の企業価値向上を目指すことである。同社の上場は維持される。

■レスターグループについて

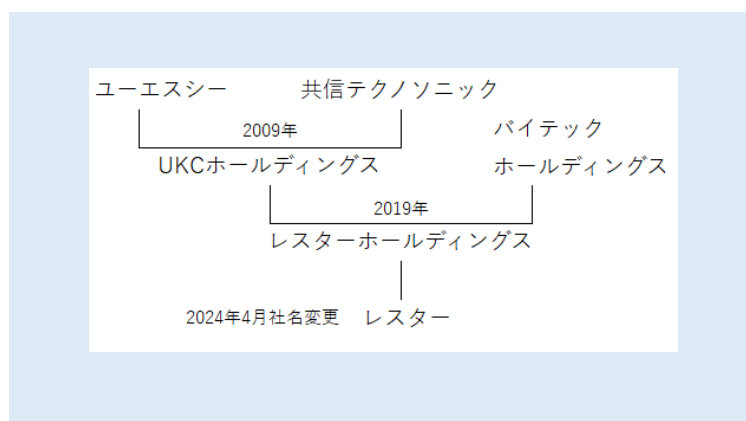
レスターはソニー系のエレクトロニクス商社2社を源流とし、半導体・電子部品等の取扱いを中心とする企業である。東京証券取引所プライムに上場している。主な事業分野は、半導体や電子部品を取扱うデバイスBU（ビジネスユニット）と様々なソリューションを提供するシステムBUである。かつてはいわゆる単品売りが主体であったが、エレクトロニクスを用いて顧客の様々な課題を解決するべく事業の高付加価値化を進めてきた。そして、同社が2018年にレスターの子会社に出資して以降、両社グループは資本・人的・取引関係を深めてきた経緯がある。

レスターのビジネスユニット別事業概要

BU	事業名	事業内容
デバイスBU	デバイス	国内外の半導体・電子部品の取扱いと技術サポート・システム提案によって、最適なソリューションを提供。エレクトロニクスに関する最適な SCM を提供し、ものづくりを支援。
	EMS	自社工場で最先端の実装技術と購買・生産管理・品質保証機能を付加した電子部品・モジュール等の電子機器実装受託製造サービスを提供。
システムBU	システムソリューション	最先端の映像・音声技術を用いて幅広い分野に電子機器のシステムソリューションを提供。NFC（近距離無線通信）技術を用いた決済端末やマイナンバー個人認証関連製品の開発・製造・販売によって、キャッシュレス社会や安全・安心な仕組みづくりを支援。
	エコソリューション	再生可能エネルギーの発電や電力小売サービス、地域社会の活性化にむけたエネルギー地産地消やマイクログリッド構築のサポートなどの総合エネルギーサービスを提供。カーボンニュートラル・地方創生・レジリエンスの向上につながる電力コンサルティング。コンビニやスーパー、外食チェーン等の業務用市場・リテール市場へ向けた完全閉鎖型の植物工場野菜の生産・販売及びシステムコンサルティング。

出所：レスターの会社案内よりSIR作成

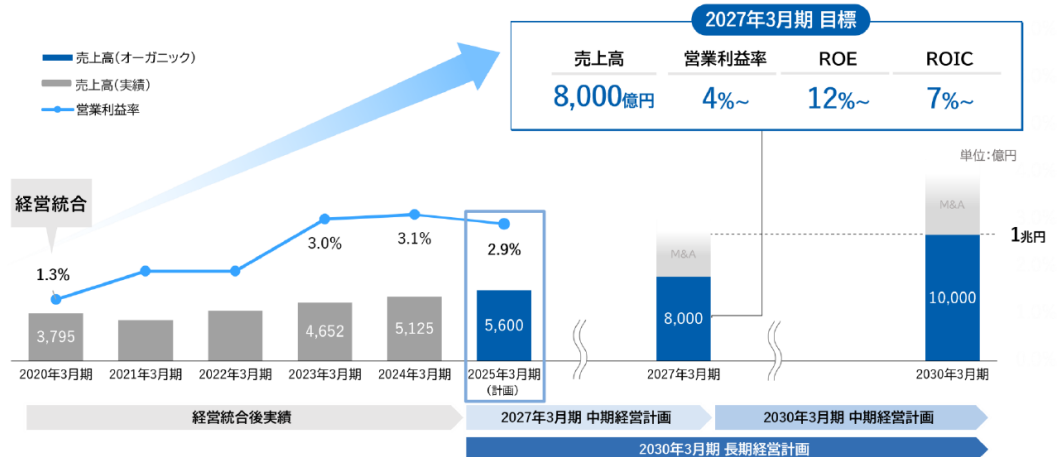
レスターの沿革



出所：レスターの有価証券報告書よりSIR作成

レスターは2024年5月、2027/3期を最終年度とする中期経営計画を開示した。既存事業の成長、事業領域の拡大、グループ内の事業シナジーの追求を基本方針に、将来は1兆円規模の「エレクトロニクスの情報プラットフォーマー」を目指している。

レスターの中期経営計画



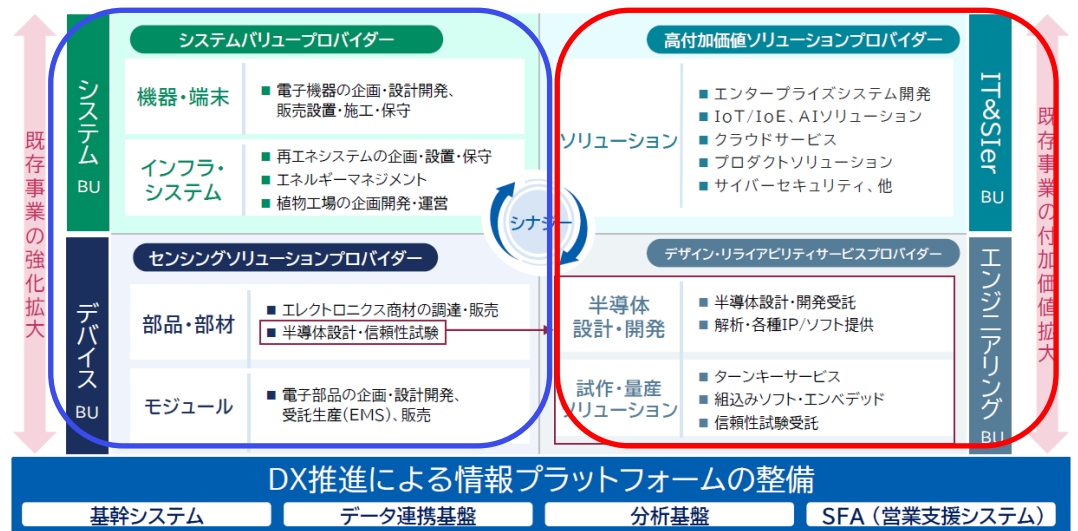
出所：レスターの中期経営計画よりSIR作成

■業務提携の目的・狙い

業務提携の目的は、以下の2点である。

- 1) 同社が上場を維持したうえで、レスターグループの豊富な顧客基盤、規模、資金力と同社グループの技術力を組み合わせ、レスター内で立ち上げるIT&Sler BU、エンジニアリングBUを事業の柱として強化する

レスターが中期経営計画で目指す4事業体制

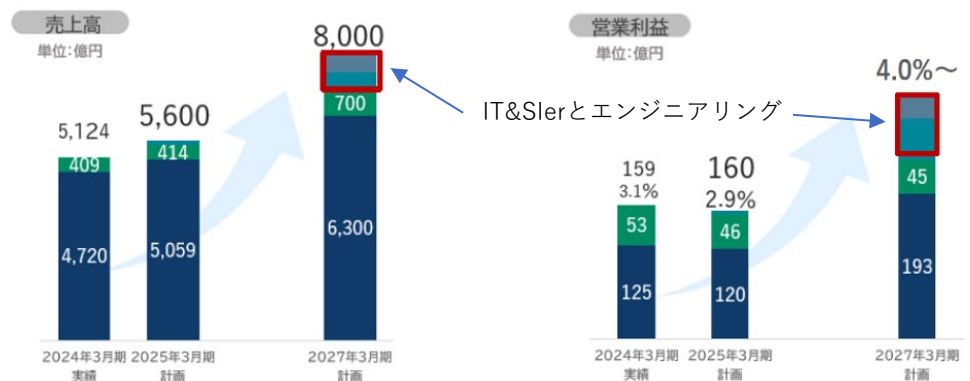


出所：レスターの中期経営計画よりSIR作成

上図の青枠で囲った部分は、レスターの現時点での事業分野である。レスターの中期経営計画では、新たに赤枠で囲った2事業分野を立ち上げ、ハードウェアとソフトウェアを組み合わせたサービスプロバイダーへの変革を志向している。この新たな2事業分野の中核を成すのが、ソフトウェア受託開発や半導体設計・テストソリューションに強みを持つ同社である。

レスターの中期経営計画の中で、IT&Slerとエンジニアリング両BU合計の計画値は、2027/3期売上高100,000百万円、営業利益8,200百万円という非常にアグレッシブなものである。この2事業分野に含まれる予定のレスターエンベデッドソリューションズを加えても、現時点での売上高は500億円程度に過ぎず、新たなM&Aを見込んでいることは容易に想像がつく。しかし、今回の資本業務提携の内容を見れば、この2事業分野、とりわけ本社に期待するところ大であることも、十分に推察できよう。

レスターの2事業分野の中期経営計画目標値



出所：レスターIR資料よりSIR作成

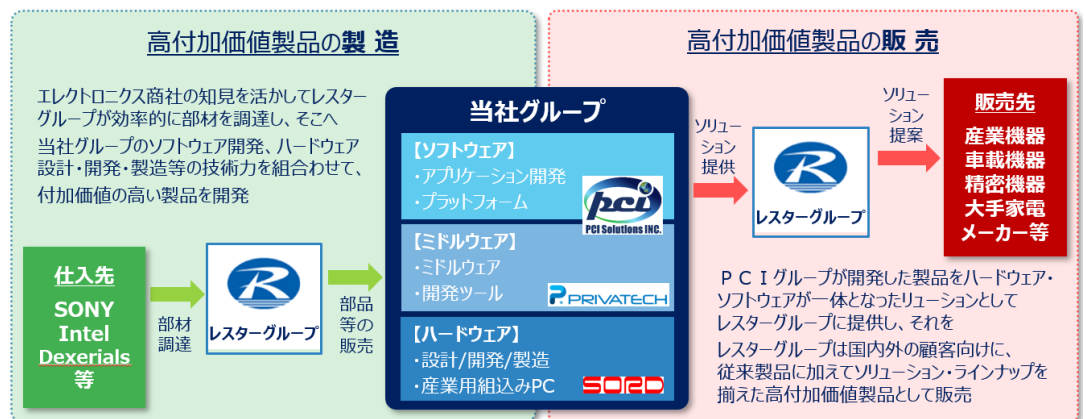
2) これまでに強化してきた両社の関係性のうえに更なるシナジーを創出し、両社の企業価値を向上、株主利益を極大化し、両社がIT業界再編の牽引役になる

レスター傘下入りに伴い創出されるシナジーは、次の2点に集約できよう。

A) 高付加価値製品の製造・販売

エレクトロニクス商社であるレスターによる最適価格・機能での部材調達と同社の技術力を合わせ、高付加価値製品を開発・製造するとともに、強力な営業力による内外の大手販売先への拡販により、同社ビジネスの高付加価値化・量的拡大を目指す。

最適調達と高付加価値製品の製造・販売

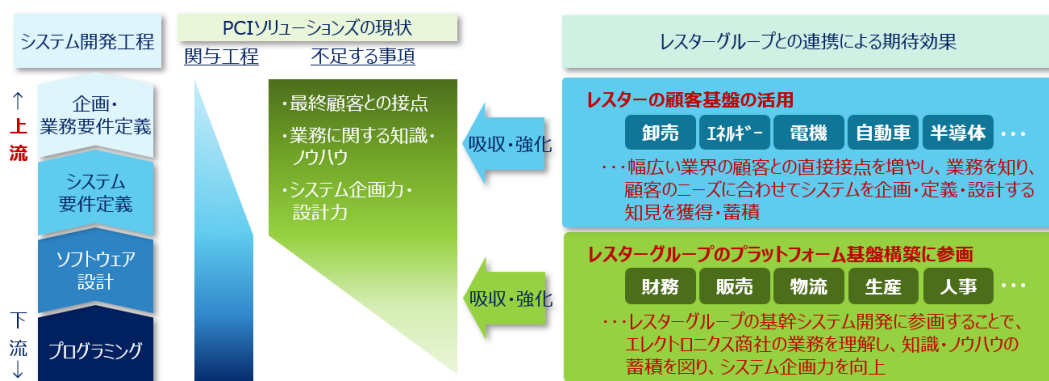


出所：同社IR資料よりSIR作成

B) ソフトウェア開発力の活用・高度化

同社は組込みソフトウェア開発やインフラ構築、業務効率化やDXソリューションなどの高度なソフトウェア開発技術力を有するが、基本的には技術者を派遣する労働集約型の業態であり、高いマージンを獲得することができていなかった。同社がアプローチできる大手顧客には、既に元請け企業が食い込んでいるからである。しかし今後は、レスターの豊富な顧客基盤を活用することにより、同社の持つソフトウェア開発をより上流工程で展開することが可能になる。つまり、今回のレスター傘下入りによって、同社自身が元請けとなる可能性が開けたということであり、労働集約的だった同社のソフトウェア開発事業に、高付加価値化の芽が出てきたと言えよう。

付加価値の高い上流プロセスへの参入の推進

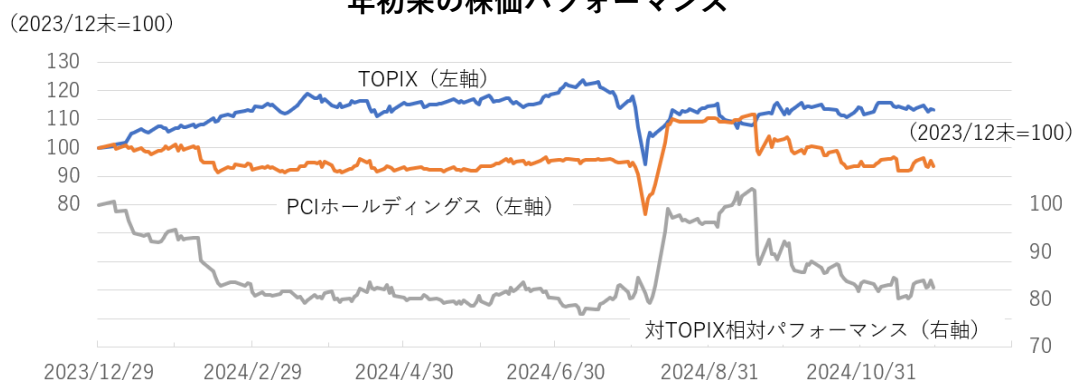


出所：同社IR資料よりSIR作成

株価インサイト

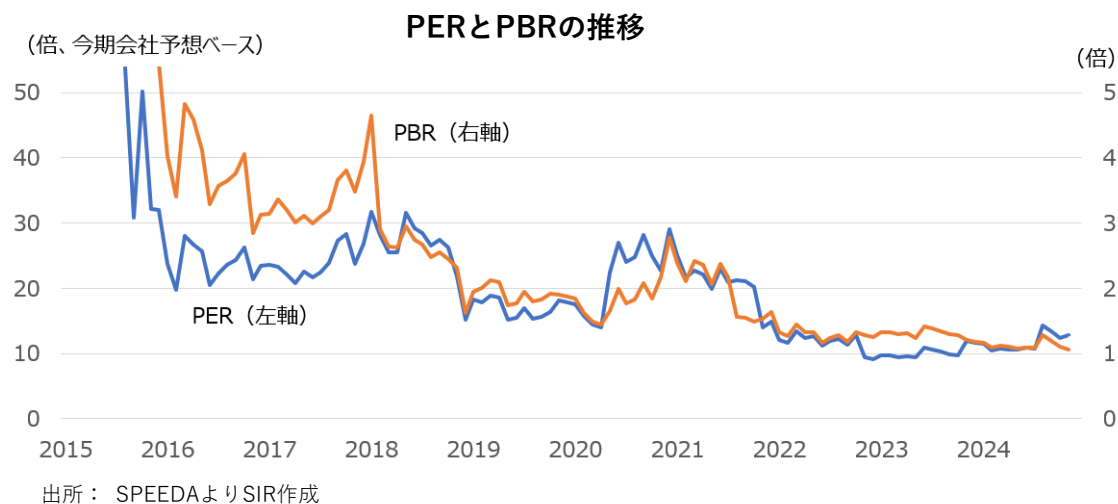
昨年12月半ばに発表された自己株式取得終了のリリース以降、同社株はTOPIXをアンダーパフォームしていたが、8月9日のレスターによる株式公開買付けのお知らせを受けて急騰した。しかし、2024/9期の業績予想が下方修正されていたことから、公開買付け終了後は再び株価が軟調に推移している。

年初来の株価パフォーマンス



出所：SPEEDAよりSIR作成

現在のバリュエーションはPER12.7倍（12か月換算）、PBRは1.06倍と低迷している。事業ごとに跛行色が出ている点や、将来を見据えた先行投資が続いていることが株価低迷の背景と考えられる。ただし、公開買付けの成立により、エレクトロニクス商社としての営業力や約7,000社の顧客基盤といったレスターの強みが、同社業績を押し上げる可能性があるとしてSIRは見ている。また、計画達成に向けての確度が高まるという意味で、上場会社が筆頭株主になったことは、同社にとって一種のパラダイム転換と捉えるべきではないかと考えている。



この見通しを確実なものにし、株価を下支えするためには、以下の2つがカタリストになり得ると考える。

- 1)レスターにならい、IT&Sler・エンジニアリング両BU内の事業会社を持株会社である同社が吸収合併し、グループ内シナジーを創出すること
- 2)2025年4月以降の販管費縮減計画など、2027/3期中計達成に向けた明確な意思表示を行うこと

2024/9期決算発表と同時に示された新経営体制では、富士通出身の戸澤正人（とざわまさと）氏が新社長に就任する予定である。ソフトウェアとマーケティングに精通した同氏の手腕による新成長戦略に期待したい。

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレーマー／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