

ホリスティック企業レポート

PCI ホールディングス

3918 東証一部

アップデート・レポート
2017年1月13日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20170110

PCI ホールディングス(3918 東証一部)

発行日:2017/1/13

自動車向け組み込みシステムとIoTソリューションに強みを持つ情報サービス企業 IoT事業の拡大とM&Aの寄与によって利益成長を目指す

> 要旨

◆ 自動車向け組み込みシステムに強みを持つ情報サービス企業

・PCI ホールディングス(以下、同社)は、自動車向けを主体とする各種組み込みシステム、金融業・製造業向け情報系ソフトウェア、交通・放送等の社会インフラ系ソフトウェアの開発を主力事業とする独立系の情報サービス企業である。組み込みシステムの開発実績を背景に自動車・エネルギー業界向けを中心にIoTソリューションも手掛けている。

◆ 16年9月期決算は8%増収、8%営業増益

・16/9期決算は、8.3%増収、7.9%営業増益、8.6%経常増益であった。組み込みシステムの開発はやや伸び悩んだものの、成長分野のIoTソリューションが大幅に伸長したほか、業務用ソフトウェアの開発も順調に拡大したため、ほぼ期初計画通りながら堅調な決算となった。

◆ 17年9月期の会社計画は6%増収、7%営業増益

・17/9期について同社は、3事業の売上高の拡大と、売上総利益率の改善により、5.8%増収、6.8%営業増益を予想している。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、決算発表後に実施されたM&Aと本社移転によるコスト増の影響を織り込み、17/9期の業績予想について、売上高は8,967百万円→10,333百万円(前期比21.5%増)に、営業利益は707百万円→663百万円(同12.4%増)に修正した。

◆ 同社はIoT事業の拡大とM&Aの寄与によって利益成長を目指す

・同社は、売上総利益率が高いIoT事業をけん引役に利益成長を目指しているが、M&Aも成長ドライバーに位置付ける方針を新たに打ち出した。今回買収した半導体テスト事業については、現時点では情報が不足しているため、当センターは、16年9月までの直近1年間における被買収先の実績数値が基本的には今後も継続するものとし、そこから買収に伴う費用を減算したものを利益貢献額として業績予想に反映させた。

アナリスト:大間知 淳
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

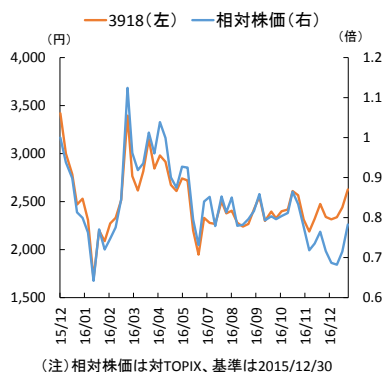
	2016/12/30
株価(円)	2,627
発行済株式数(株)	3,756,200
時価総額(百万円)	9,868

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	22.1	22.0	17.1
PBR(倍)	3.1	2.9	2.6
配当利回り(%)	1.9	1.9	2.3

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	9.8	12.9	-23.2
対TOPIX(%)	6.2	-1.7	-21.7

【株価チャート】



【3918 PCI ホールディングス 業種:情報・通信業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2015/9	7,853	13.7	547	207.1	544	24.9	330	-26.4	117.6	630.2	80.0
2016/9	8,504	8.3	590	7.9	591	8.6	403	21.8	118.8	840.7	50.0
2016/9 CE	9,000	5.8	630	6.8	635	7.3	420	4.2	111.9	—	50.0
2017/9 E	10,333	21.5	663	12.4	668	12.8	448	11.2	119.4	910.0	50.0
2018/9 E	11,124	7.7	842	27.0	847	26.8	578	29.0	154.0	1,014.1	60.0
2019/9 E	11,402	2.5	916	8.8	921	8.7	630	9.0	167.9	1,121.9	65.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、16年4月1日付で1:2の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正。

アップデート・レポート

2/16

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。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人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にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

(注1) IoT(Internet of Things)とは、様々な「モノ」に通信機能を持たせ、インターネットに接続、相互に通信することにより、自動認識や自動制御、遠隔制御などを行うことである。IoE(Internet of Everything)とは、IoT よりも広い概念であり、ヒト・モノ・プロセス・データ等がインターネットにつながり、相互に通信が可能となる技術や状態、仕組みのことである。

(注2) V2X(Vehicle to X)とは、自動車と他の様々な機器やモノ(X)とを通信でつなげることである。

(注3) V-Low マルチメディア放送とは、V-Low 帯(地上アナログテレビ放送終了後に空いた VHF 帯の周波数のうち 90M~108MHz の帯域)の放送電波と通信回線を使用し、主に移動体端末向けに音声・映像・データ等のコンテンツの配信を行う新しい放送の形態である。

(注4) オープンソースソフトウェアとは、ソフトウェアの設計図に当たるソースコードを、インターネットなどを通じて無償で公開し、誰でもそのソフトウェアの改良、再配布を行えるようにすること。

(注5) ECU(Electronic Control Unit)とは、自動車のエンジン、エアコン、エアバッグなどの制御を行う電子制御装置である。

(注6) CAN (Controller Area Network)とは、自動車などの機械の内部で、電子回路や各装置を接続するためのネットワーク規格である。

◆ 組込みシステムに強みを持つ独立系の情報サービス企業

PCIホールディングス(以下、同社)は、組込みシステムと企業向けの各種 IT サービスを2本柱とする独立系の情報サービス企業グループの純粋持株会社である。特に、自動車関連の組込みシステム開発に関しては、豊富な実績を有しており、同社の強みとなっている。また、近年、事業基盤を強化しているIoT/IoE^{注1}ソリューション事業(以下、IoT 事業)においては、V2X^{注2}やV-Low マルチメディア放送^{注3}といった先端技術分野の組込みソフトウェア開発のリーディングカンパニーと目されており、異業種の様々な大企業と提携して、新サービスや新規技術の普及に取り組んでいる。

組込みシステムの開発では、自動車部品、車載機器、モバイル端末、各種産業機器などの組込みシステムを制御するソフトウェアを手掛けているが、同社ではエンベデッドソリューション事業(以下、ES 事業)と呼んでいる。

企業向けの IT サービスの提供では、一般情報系ソフトウェアや社会インフラ系ソフトウェアの開発、オープンソースソフトウェア^{注4}を利用した IT システムの構築、自社開発パッケージソフトウェア製品を活用したソリューションの提供、システム運用・保守、その他ハードウェアの仕入販売などを行っており、同社ではビジネスソリューション事業(以下、BS 事業)と呼んでいる。

◆ 自動車産業を中心に強固な顧客基盤を持つ ES 事業

ES 事業は、16/9 期の売上高の 48.3%、売上総利益の 45.5%を占める同社の中核事業であり、連結子会社のPCIソリューションズが手掛けている。対象とする業界は、自動車、重機・建機、デジタルカメラなどの情報家電、スマートフォンなどの通信端末、携帯電話基地局などのネットワーク機器、医療機器などの専用機など多岐にわたるが、ほとんどが機器メーカーや部品メーカーとの直接取引となっている模様である。

このうち、主力の自動車や重機・建機関連分野の売上高構成比は4割弱に達している。カーエレクトロニクスメーカーから受注したカーナビゲーションやドライブレコーダーなどの車載情報端末向けだけでなく、自動車メーカーや自動車部品メーカーから受注したガソリンエンジンや駆動系及びボディ系の部品制御に使われる各種 ECU^{注5}などの重要部品向けにビジネスは拡大しており、CAN^{注6}と呼ばれる国際標準規格などを用いて組込みソフトウェアを開発している。

◆ 企業向けソフト開発を核に複数のサービスを展開する BS 事業

BS 事業は、16/9 期の売上高の 42.6%、売上総利益の 42.0%を占めるもう一つのコア事業である。同事業は複数のサービスから構成されているが、その中心は企業向けソフトウェア開発であり、事業内の売上高構成比は 8~9 割に達している。

企業向けソフトウェア開発についてはPCIソリューションズが担当しているが、金融業、製造業、流通業等企業向け一般情報系ソフトウェア、交通及び放送など社会インフラ系のソフトウェアを主力分野としており、エンドユーザーやその情報システム子会社、同業の Sier からプロジェクトを受注している。

企業向けのソフトウェア開発以外では、オープンソフトウェアを使用した IT システムの構築、自社開発のパッケージソフト製品の販売や Web サービスでの提供、POS システムなどのハードウェアの仕入販売などを連結子会社のPCIアイオスが手掛けている。

◆ 自動車産業やエネルギー産業の課題解消に取り組む IoT 事業

通信技術や組込み制御技術などに基づくソリューションを提供する IoT 事業は、16/9 期の売上高の 9.1%、売上総利益の 12.5%を占めるに過ぎない。しかしながら、IoT 市場は高成長が見込まれているのに加え、IoT サービスを展開する上で不可欠なデバイスに搭載される組込みソフトウェアにおいて同社が高い技術力を有していることから、同社の長期的な成長力を左右する重要な事業と言える。

IoT 産業全体を見た場合、大きく 4 つの工程で構成されている。様々なデータをセンサーによって計測するセンシング工程から始まり、入手したアナログデータをデジタルデータに変換するデジタル化工程に移行する。次に、収集したビッグデータを解析し、有益な情報を抽出するビッグデータ解析工程を経て、最後が解析した情報を企業や公的機関などのユーザーが活用するフィードバック工程である。

ES 事業や BS 事業における数多くの開発実績を背景に、IoT 技術のベースとなる通信技術、組込み制御技術、アプリケーション技術といった同社グループの強みを生かし、3 子会社がそれぞれの対象業界に向けて、デジタル化工程に該当するソリューションサービスを展開している。なお、3 社のうちPCIソリューションズは、顧客との共同開発も行っている。

自動車販売店業界向けでは、輸入車ディーラー認定中古車検索サイトと販売店向け在庫情報システムが連動したシステム、試乗車予約システム、タブレット端末でオリジナル提案資料を作成できるシステムなどを、連結子会社のInspirationが開発し、販売している。

自動車及び自動車部品業界やカーエレクトロニクス業界向けでは、高速で移動する自動車間での通信を可能とするプラットフォーム (V2X)、V-Low マルチメディア放送に係る共通プラットフォームやソフトウェアモジュールを、PCIソリューションズが開発し、提供している。

太陽光発電業界向けでは、発電施設の運用及び維持管理業務 (O&M 業務) を支える統合管理システム (製品名「Power Station」) の開発及び販売と保守サポートを、PCIアイオスがやっている。

◆ IoT 事業を構成する各サービスをステージ毎に分類した

同社は、16/9 期の決算説明会において、成長戦略の柱である IoT 事業を構成する各サービスについてステージ毎に分類した。

第1は、安定収益ステージであり、太陽光発電施設統合管理システム「Power Station」が該当する。継続課金型収益モデルの確立により、黒字化を果たすなど、一定の事業基盤を持ち、キャッシュ・フローを創出しているステージとして位置付けられている。

第2は、優位確立ステージであり、V-Low マルチメディア放送向けと V2X 向けのソリューション提供が該当する。ビジネスモデルを実証しつつ、早期収益化を目指す段階であり、収益基盤を確立できれば、同社の成長ドライバーになると期待されるステージである。

第3は、戦略的拡大ステージであり、V-Low マルチメディア放送 (i-dio) の放送局アマネクチャンネルを展開するアマネク・テレマティクスデザイン社への出資が該当する。当ステージでは、市場成長を先取りし、戦略的に経営資源を投入することで、アライアンス等を構築しつつ、ビジネスモデルの確立を目指すとしている。

業績への貢献に関して、同社は、累計約 1.5 億円を出資するアマネク・テレマティクスデザイン社から配当収入を得ることを中長期ベースで期待している。

第4は、育成・創造ステージであり、1) 総務省主催の研究会で議論されている「非常時のアドホック通信ネットワークの活用」、2) デジタルサイネージや FinTech での利用を想定した自社製品「A-ya」の展開、3) 情報セキュリティ分野の仕入商品である「PASERI」の販売などが該当する。

当ステージは、研究開発段階や事業を本格展開する前の段階に当たるため、当面のコスト負担は大きくないものと推測される。

コミュニケーションツールである「A-ya」に関しては、株式会社プリズムプラス（非上場、本社東京都中野区）との業務提携を16年10月に締結したことにより、デジタルサイネージの分野での活用を目指している模様である。

なお、同社株式は、16年9月12日に東証マザーズから東証一部に市場変更された。市場変更に伴い、同社は公募増資と株式売出しを実施した。

> SWOT分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表1のようにまとめられる。

【 図表 1 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> 各業界のリーディングカンパニーを中心とした顧客基盤 高い継続取引率（売上高上位20社における契約リピート率は100%） 不採算案件を極小化するプロジェクト管理体制 組込みシステムにおける豊富な開発実績と、自動車分野での高い競争力 IoT事業における高い技術力を背景とした異業種の大企業との協業関係
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> 競合企業に比べた事業規模の小ささ BPとプロパー両方でSEの人数が不足していること
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> 自動車業界、エネルギー業界向けのIoT市場の拡大 車載機器を中心とした組込みシステム市場の成長
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> 景気悪化による大企業のIT投資の削減、受注単価の大幅な下落 プロジェクトの採算、品質及び納期の管理に失敗すること 人手不足が深刻化し、従業員や協力会社が確保できなくなること

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は「上司が部下に期待し育てる」企業文化にある

同社の競争力を知的資本の観点から分析した結果について、KPIの数値を中心にアップデートした（図表2）。

優秀なSEを抱えていても、ベンチャー企業は大手企業とは直接取引が困難であるが、同社は問題意識を共有する会社と経営統合を進めることで企業規模を拡大し、株式上場により信用力を向上することにより、業界構造に風穴を開けたいとする天野社長の想いと共に成長してきた。

【 図表 2 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	・ 売上高上位20社のうち、大手 上場企業グループの社数	16社	16社	
		・ 同上位20社のリピート率	100%	100%	
	ブランド	・ 顧客からの信頼は厚いが、設立や上場から日 が浅く、07年に変更した会社名の一般的な認知 度は高いとは言えない。	・ 業歴	11年	11年
		・ 上場からの経過年数	1年	1年	
事業パートナー	・ 開発業務の外注先となるビジネスパートナ ーのSEの人数は急増している。	・ ビジネスパートナーのSE人数	177人	200人	
	・ V-Lowマルチメディア放送サービスに参画し ている。	・ 出資先	アマネク・テレマ ティクスデザイン社	アマネク・テレマ ティクスデザイン社	
組織資本	プロセス	・ IoT事業において、継続収益源となるスト ック型のビジネスモデルの構築を目指している。			
		・ 開発部門に工程管理専門の経験豊富な管理職 を配置し、現場のトラブルを正確に把握して即 座に対応することで、不採算案件を極小化する 管理体制を採っている。	・ 不採算プロジェクトの状況	1件	1件
	知的財産 ノウハウ	・ ディベンダビリティ向上を目指したプラッ トフォームに係る研究開発に注力している。			
・ 「デジタルサイネージシステム及びデジタル サイネージ方法」に関する特許を取得。 ・ IoT事業の高い技術力が評価され、総務省が 主催する「非常時のアドホック通信ネットワ ークの活用に関する研究会」に組み込みソフト業界 から唯一参画。					
人的資本	経営陣	・ 5人の社内取締役のうち4人は同社入社以前に IT企業で経営者の経験を持つ。			
		・ M&Aや大規模な技術者の中途採用に見られ る社長の実行力は評価できる。			
	従業員	・ 上司が部下に期待し、「育てる」「面倒をみ る」企業文化を持つ。	・ 離職率	4% (業界平均9.4%)	4% (業界平均10.7%)
		・ インセンティブ制度	・ 従業員持株会	98,900株 (5.9%)	197,400株 (5.3%)
		・ ストックオプション	46,200株 (2.8%)	47,000株 (1.3%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は15/9期または15/9期末、今回は16/9期または16/9期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は同社及び同社子会社の取締役保有分も含む。

(出所) PCI ホールディングス 有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

また、同社は、社内教育制度の充実に加え、工程管理専門の経験豊富な管理職を開発部門に配置することで、技術者にとって魅力的で働きやすい環境づくりを推進している。結果として、同社の離職率は情報通信業界平均の10.7%（出所は厚生労働省平成27年雇用動向調査）に対して約4%にとどまっている。

同社には、「上司が部下に期待し、育てて面倒を見る」企業文化があるとしているが、こうした企業文化は、離職率の低さや採用費の抑制に寄与しているだけではなく、モチベーションの向上を通じた新規事業の推進に貢献しており、同社の知的資本の源泉を形成していると言えよう。

同社の飛躍のきっかけとなった12年の大規模な技術者の中途採用と顧客基盤の拡大に成功したのも、天野社長の技術者を大切にする姿勢や同社の企業文化の存在が大きな理由ではないかと証券リサーチセンター(以下、当センター)では考えている。

同社は近年、V-Low マルチメディア放送事業への取り組みや、V2Xを利用した神戸市バスを情報通信基地とする実証実験への参加、総務省の研究会への参画など、新規分野での活動を積極化させているが、いずれも異業種の大企業に混じってメンバーに選ばれており、同社の技術者が社外において評価されていると判断できる。

(注7) ディペンダビリティとは、信頼性、保水性、可用性等を統合した広義の信頼性を意味する。DEOS 協会においては、コンピュータシステムの利用者がシステムに期待する便益を、安全にかつ継続的に提供できるシステムを開発することを目的としている。

また、ディペンダビリティ^{注7}向上を目指したプラットフォームに係わる研究開発においては、PCIソリューションズが一般社団法人ディペンダビリティ技術推進協会(略称:DEOS 協会)に入会し、同協会の会員企業や慶應義塾大学及び琉球大学との産学協同の研究開発を推進するなど、他の企業や大学との交流も活発な模様である。

同社ではビジネスパートナーの技術者の拡充に加えて、社内技術者の拡充にも取り組む姿勢を見せているが、こうした企業文化を今後も維持できるかに当センターでは注目している。

また、同社は、16年12月に「デジタルサイネージシステム及びデジタルサイネージ方法」に関する特許の取得を公表した。同社が出資するアマネク・テレマティクスデザイン社は、V-Low 放送において、デジタルサイネージへの広告配信を展開する予定であり、特許として認められた同社の技術が新サービスに活用されるものと思われる。将来的には、デジタルサイネージを展開する他社に対して技術供与を行い、ロイヤリティ収入等を得ることも視野に入っている模様である。

> 決算概要

◆ 16年9月期は8.3%増収、7.9%営業増益、8.6%経常増益

16/9期決算は、前期比8.3%増収、7.9%営業増益、8.6%経常増益であった。これを第2四半期累計期間(以下、上期)と下期に分けてみると、上期の前年同期比8.2%増収、18.2%営業増益に対して、下期は、同8.4%増収、6.2%営業減益であった(図表3)。

これは、売上総利益率が前年同期比で2.2%ポイント改善した上期に対し、下期は業績賞与の増加などにより売上総利益率が同0.5%ポイント悪化したことから、下期の売上総利益の伸び率が同6.2%増と、販売費及び一般管理費(以下、販管費)の伸び率(同10.5%増)を下回ったためである。

【 図表 3 】 16 年 9 月期業績

(単位:百万円)

セグメント	15/9期	16/9期				16/9期				16/9期	
	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高	7,853	2,063	2,198	4,262	8.2%	2,005	2,236	4,242	8.4%	8,504	8.3%
ES事業	3,963	938	1,062	2,000	-	981	1,130	2,110	-	4,111	3.7%
BS事業	3,333	923	911	1,834	-	872	913	1,785	-	3,619	8.6%
IoT/IOE事業	555	201	226	427	48.3%	153	193	346	29.6%	773	39.3%
売上総利益	1,762	479	554	1,033	18.9%	497	449	947	6.2%	1,981	12.4%
売上総利益率	22.4%	23.2%	25.2%	24.3%	-	24.8%	20.1%	22.3%	-	23.3%	-
ES事業	899	202	261	463	-	225	213	438	-	901	0.2%
	22.7%	21.5%	24.6%	23.2%	-	22.9%	18.8%	20.7%	-	21.9%	-
BS事業	702	206	220	426	-	221	184	405	-	831	18.4%
	21.1%	22.3%	24.1%	23.2%	-	25.3%	20.2%	22.7%	-	23.0%	-
IoT/IOE事業	160	70	73	143	49.0%	52	52	103	62.5%	247	54.4%
	28.8%	34.8%	32.3%	33.5%	-	34.0%	26.9%	30.1%	-	32.0%	-
販売費及び一般管理費	1,215	318	342	661	19.2%	384	345	729	10.5%	1,391	14.5%
販管費率	15.5%	15.4%	15.6%	15.5%	-	19.2%	15.4%	17.2%	-	16.4%	-
営業利益	547	160	212	372	18.2%	112	104	217	-6.2%	590	7.9%
営業利益率	7.0%	7.8%	9.6%	8.7%	-	5.6%	4.7%	5.1%	-	6.9%	-
経常利益	544	161	221	382	19.1%	114	95	209	-6.4%	591	8.6%
経常利益率	6.9%	7.8%	10.1%	9.0%	-	5.7%	4.2%	4.9%	-	7.0%	-
当期(四半期)純利益	330	104	157	262	42.1%	73	66	140	-3.9%	403	21.8%

(出所) PCI ホールディングス決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

16/9 期通期の期初計画に対しては、売上高 100.6%、営業利益 101.7%、経常利益 102.1%、当期純利益 112.0%の達成率となった。BS 事業と IoT 事業の売上高と売上総利益率が計画を上回った一方、ES 事業の売上総利益率が計画をやや下回ったことから営業利益はほぼ計画通りで着地したが、特別損失として見込んでいたオフィス増収関連費用が 17/9 期以降にずれ込んだことから当期純利益は計画を 10%以上上回った。

15/9 期との比較では、収益性が高い IoT 事業の売上高構成比が上昇したことや、増収効果などによって BS 事業の売上総利益率が 15/9 期の 21.1%から 23.0%となったことなどにより、全体の売上総利益率は 15/9 期の 22.4%から 23.3%に改善した。

一方、人件費が 60 百万円、研究開発費が 42 百万円増加したことに加え、採用費、市場変更費用などが増えたことなどにより、販管費は前期比 14.5%増加した。

当期純利益の伸び率は経常増益率を上回った。これは、15/9 期に 32 百万円計上した特別損失が一巡したことに加え、法人税率が引き下げられたことや、試験研究費の税額控除が増加したことが主因である。

なお、第3四半期の販管費が第2四半期よりも42百万円増加したのは、新入社員の人件費が計上された影響が大きい。また、第4四半期の売上総利益率が第3四半期よりも大幅に低下したのは、研修期間を終え、各部署に配属された新入社員の人件費が売上原価に振り替わったことや、業績賞与が支給されたことが要因と見られる。

◆ 事業別にはBS事業とIoT事業が好調

16/9期の事業別の売上高と売上総利益は、ES事業が前期比3.7%増、0.2%増、BS事業が同8.6%増、18.4%増、IoT事業が同39.3%増、54.4%増であった。

ES事業は、安全運転支援システムを搭載したスマートカー開発に係る案件や、車載系ECUの開発において、モデルベース開発^{注8}方式の案件やAUTOSAR^{注9}に準拠した案件が好調だったものの、業績賞与が増加した影響で売上総利益率が15/9期の22.7%から21.9%に低下し、売上総利益は伸び悩んだ。

(注8) モデルベース開発とは、コンピュータ上でシミュレーションできるモデルを用いて、組込みシステムを開発する手法であり、従来の仕様書とプロトタイプに基づいて開発する手法からの移行が進んでいる。

(注9) AUTOSAR (AUTomotive Open System ARchitecture) とは、欧州の自動車業界が主導している車載ソフトウェアの標準規格であると共に、自動車業界のグローバル開発パートナーシップの名称でもある。近年は日本メーカーも積極的に関与している。

BS事業は、主力の企業向けソフトウェア開発と、POSシステムなどPCIアイオスが手掛けるサービスが共に好調だったことから、増収効果によって売上総利益率が15/9期の21.1%から23.0%に上昇し、二桁増益となった。

IoT事業は、1) V-Low マルチメディア放送(i-dio)の事業開始に対応した共通プラットフォーム及びソフトウェアモジュールの開発収入と放送地域拡大に伴うソフトウェア開発収入の計上、2) 太陽光発電施設統合管理システムに関する売上高の増加、3) 自動車販売店向けソリューション収入の増加を背景に大幅増収となった。

増収効果によって新規プロジェクトに係る先行投資の負担を吸収し、売上総利益率が15/9期の28.8%から32.0%に上昇したことから、売上総利益も大幅に増加した。

> 業績見通し

◆ PCIホールディングスの17年9月期予想

17/9期業績について同社は、売上高9,000百万円(前期比5.8%増)、営業利益630百万円(同6.8%増)、経常利益635百万円(同7.3%増)、当期純利益420百万円(同4.2%増)を見込んでいる(図表4)。

同社はセグメント別の業績予想を明らかにしていないが、IoT事業は二桁増収を、ES事業とBS事業は一桁増収を計画している模様である。

売上総利益率については、好採算のIoT事業の売上高構成比の上昇などにより、16/9期の23.3%から24.2%に上昇すると見込む一方、販管費については、本社移転関連費用の発生、人件費や賃借料の増加を背景に16/9期に比べて157百万円拡大すると計画している。

【図表4】過去の業績と17年9月期の会社計画

(単位:百万円)

	セグメント	15/9期 通期	16/9期				17/9期計画					
			上期	下期	通期	増減率	上期	増減率	下期	増減率	通期	増減率
売上高		7,853	4,262	4,242	8,504	8.3%	4,470	4.9%	4,530	6.8%	9,000	5.8%
	ES事業	3,963	2,000	2,111	4,111	3.7%	-	-	-	-	-	-
	BS事業	3,333	1,834	1,785	3,619	8.6%	-	-	-	-	-	-
	IoT/IOE事業	555	427	346	773	39.3%	-	-	-	-	-	-
売上総利益		1,762	1,033	947	1,981	12.4%	1,114	7.7%	1,064	12.3%	2,178	9.9%
売上総利益率		22.4%	24.3%	22.3%	23.3%	-	24.9%	-	23.5%	-	24.2%	-
	ES事業	899	463	438	901	0.2%	-	-	-	-	-	-
		22.7%	23.2%	20.7%	21.9%	-	-	-	-	-	-	-
	BS事業	702	426	405	831	18.4%	-	-	-	-	-	-
		21.1%	23.2%	22.7%	23.0%	-	-	-	-	-	-	-
	IoT/IOE事業	160	143	104	247	54.4%	-	-	-	-	-	-
		28.8%	33.5%	30.1%	32.0%	-	-	-	-	-	-	-
販売費及び一般管理費		1,215	661	729	1,391	14.5%	726	9.8%	822	12.7%	1,548	11.3%
販管費率		15.5%	15.5%	17.2%	16.4%	-	16.2%	-	18.1%	-	17.2%	-
営業利益		547	372	217	590	7.9%	388	4.1%	242	11.3%	630	6.8%
営業利益率		7.0%	8.7%	5.1%	6.9%	-	8.7%	-	5.3%	-	7.0%	-
経常利益		544	382	209	591	8.6%	388	1.3%	247	18.1%	635	7.3%
経常利益率		6.9%	9.0%	4.9%	7.0%	-	8.7%	-	5.5%	-	7.1%	-
当期(四半期)純利益		330	262	140	403	21.8%	265	0.8%	155	10.6%	420	4.2%

(出所) PCI ホールディングス決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 半導体テスト事業を買収

同社は、16年11月末に、ソルガム・ジャパン・ホールディングス(6636 東証JQS)の連結子会社で半導体の設計・テスト事業を営むシスウェブの発行済株式数の全てを取得した。

IoTのキーデバイスはセンサーと半導体と言われているが、シスウェブは、実質40年の業歴を持ち、半導体の設計及びテストに関する高い技術とノウハウを有することから、今回の買収がIoT事業の成長を加速させると判断した模様である。

シスウェブの売上高の内訳は開示されていないが、設計よりもテストが中心となっていると推測される。

なお、シスウェーブの買収決定は16年11月10日の決算発表後であるため、同社の17/9期の業績予想にはシスウェーブの買収による影響は反映されていない。

◆ 証券リサーチセンターの17年9月期予想

当センターは、17/9期予想を見直した結果、売上高を8,967百万円→10,333百万円に増額した一方、営業利益を707百万円→663百万円、経常利益を707百万円→668百万円、当期純利益を496百万円→448百万円に減額した。前期比では5.2%増収、19.2%営業増益から、21.5%増収、12.4%営業増益へと修正した。

会社計画に対しては、売上高は1,333百万円、営業利益は33百万円上回ると見込んでいる。これは、当センターでは一定の仮定を置いて、シスウェーブの買収による影響を業績予想に織り込んだのが主因である。

シスウェーブの業績は、ソルガム・ジャパン・ホールディングスのセグメント情報において、テストソリューション事業として公表されており、16/3期においては、売上高1,544百万円(前期比31.7%増)、営業利益84百万円(同16.5%増)、17/3期上期においては、売上高785百万円(前年同期比7.5%増)、営業利益76百万円(同65.9%増)であった(図表5)。

【図表5】シスウェーブの業績推移

(単位：百万円)

	15/3期		16/3期			17/3期		16/3期下期
	通期	上期	下期	通期	増減率	上期	増減率	+17/3期上期
売上高	1,173	730	814	1,544	31.7%	785	7.5%	1,599
営業利益	72	46	39	84	16.5%	76	65.9%	115
営業利益率	6.2%	6.3%	4.7%	5.5%	—	9.8%	—	7.2%

(注) 売上高と営業利益は、ソルガム・ジャパン・ホールディングスのテストソリューション事業の売上高とセグメント利益
(出所) ソルガム・ジャパン・ホールディングス決算短信、第2四半期報告書より証券リサーチセンター作成

当センターでは、シスウェーブの業績を同社の連結決算に織り込むにあたり、以下の前提を置いている。

- 1) 取得日が16年11月30日であるため、同社の17/9期決算には、シスウェーブの16年12月1日から17年9月30日までの10カ月分業績が反映される。

- 2) シスウェーブ株式の取得額 (620 百万円) と純資産額 (484 百万円) の差額である 136 百万円がのれんの金額となり、16 年 12 月 1 日から 5 年間 (60 カ月) で均等償却される。
- 3) アドバイザリー費用等の概算額として開示された 40 百万円は、全額、17/9 期の販管費として処理される。

売上高と営業利益の予想に際して、買収から日が浅く、十分な情報の開示がないため、19/9 期までの期間においては、シスウェーブの業績は直近 1 年間の状況が継続すると仮定した。なお、シスウェーブは IoT 事業に加わる可能性が高いが、売上総利益率や販管費が不明であることに加え、会社計画との比較のしやすさを考慮し、シスウェーブの売上高と営業利益を IoT 事業から区分して業績予想の表に掲載した。

17/9 期の売上高は、15 年 10 月から 16 年 9 月までの 1 年間の月間平均売上高の 10 カ月分とし、営業利益は、同様に 15 年 10 月から 16 年 9 月までの 1 年間の月間平均営業利益の 10 カ月分から 40 百万円と 22 百万円 (10 カ月分ののれんの償却費) を控除した金額とした。

18/9 期と 19/9 期の売上高は、15 年 10 月から 16 年 9 月までの売上高と同額とし、営業利益は、15 年 10 月から 16 年 9 月までの営業利益から 27 百万円 (12 カ月分ののれんの償却費) を控除した金額とした。

シスウェーブの買収による影響を除くと、前回予想に比べ、売上高を 33 百万円増額した一方、営業利益を 77 百万円減額した。前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

セグメント別では、ES 事業は、売上高については前回予想を据え置いたものの、16/9 期のコストが予想以上に増えていたことを考慮し、売上総利益は 34 百万円引き下げた。

BS 事業は、16/9 期の企業向けのソフトウェア開発が従来想定よりも好調に推移していたことから、前回の予想に対して、売上高を 70 百万円、売上総利益を 80 百万円引き上げた。

IoT 事業は、神戸市バスでの本格導入に伴い、V2X ユニット向けの収入が増加する見通しであるものの、V-Low 放送向けのビジネスにおいては、継続課金型の収入モデルの構築が進んでいないことから、売上高は 37 百万円引き下げた。一方、16/9 期の採算が予想よりも改善していたことを考慮し、売上総利益は 3 百万円引き上げた。

販管費は、17/9 期第 2 四半期頃と想定されるオフィスの移転・増床によって、賃借料などの経費が従来想定以上に膨らむと見られることから、126 百万円引き上げた。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターでは中期見通しについても、前回の 18/9 期業績予想を見直すと共に、19/9 期予想を新たに策定した (図表 6)。

【 図表 6 】 中期業績予想

(単位:百万円)

セグメント	16/9期	17/9CE	旧17/9期E	17/9期E	旧18/9期E	18/9期E	19/9期E
売上高	8,504	9,000	8,967	10,333	9,446	11,124	11,402
前期比	8.3%	5.8%	5.2%	21.5%	5.3%	7.7%	2.5%
除くシスウェーブ	8,504	9,000	8,967	9,000	9,446	9,524	9,802
ES事業	4,111	-	4,250	4,250	4,380	4,380	4,500
BS事業	3,619	-	3,810	3,880	3,960	4,060	4,210
IoT/IoE事業	773	-	907	870	1,106	1,084	1,092
シスウェーブ	-	-	-	1,333	-	1,600	1,600
売上総利益	1,981	2,178	2,129	-	2,297	-	-
売上総利益率	23.3%	24.2%	23.7%	-	24.3%	-	-
除くシスウェーブ	1,981	2,178	2,129	2,178	2,297	2,380	2,515
売上総利益率	23.3%	24.2%	23.7%	21.1%	0.0%	21.4%	22.1%
ES事業	901	-	979	945	1,009	980	1,015
BS事業	831	-	850	930	888	1,000	1,070
IoT/IoE事業	247	-	300	303	400	400	430
シスウェーブ	-	-	-	-	-	-	-
販売費及び一般管理費	1,391	1,548	1,422	-	1,469	-	-
販管費率	16.4%	17.2%	15.9%	-	15.6%	-	-
除くシスウェーブ	1,391	1,548	1,422	1,548	1,469	1,626	1,687
販管費率	16.4%	17.2%	15.9%	17.2%	15.6%	17.1%	17.2%
シスウェーブ	-	-	-	-	-	-	-
営業利益	590	630	707	663	828	842	916
前期比	7.9%	6.8%	19.2%	12.4%	17.1%	27.0%	8.8%
営業利益率	6.9%	7.0%	7.9%	6.5%	8.8%	7.6%	8.1%
除くシスウェーブ	590	630	707	630	828	754	828
営業利益率	6.9%	7.0%	7.9%	7.0%	8.8%	7.9%	8.4%
シスウェーブ	-	-	-	33	-	88	88
営業利益率	-	-	-	2.5%	-	5.5%	5.5%
経常利益	591	635	707	668	828	847	921
前期比	8.6%	7.3%	17.2%	12.8%	17.1%	26.8%	8.7%
経常利益率	7.0%	7.1%	7.9%	6.5%	8.8%	7.6%	8.1%
当期純利益	403	420	496	448	581	578	630
前期比	21.8%	4.2%	23.7%	11.2%	17.1%	29.0%	9.0%

(注) CE: PCI ホールディングス予想、E: 証券リサーチセンター予想

(出所) PCI ホールディングス決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

18/9 期予想においては、売上高を 1,678 百万円、営業利益を 14 百万円増額した。この内、シスウェーブの買収による上乘せ分は、売上高が 1,600 百万円、営業利益が 88 百万円である。

セグメント別では、ES 事業は、売上高については前回予想を据え置いたものの、16/9 期のコストが予想以上に増えていたことを考慮し、売上総利益は 29 百万円引き下げた。

BS 事業は、16/9 期の企業向けのソフトウェア開発が従来想定よりも好調に推移していたことから、前回の予想に対して、売上高を 100 百万円、売上総利益を 112 百万円引き上げた。

IoT 事業は、神戸市バス以外にも V2X 向けのビジネスが広がると想定しているものの、V-Low 放送向けのビジネスにおいて、継続課金型の収入モデルの構築が進んでいないことから、売上高は 22 百万円引き下げた。一方、16/9 期の採算が予想よりも改善していたことを考慮し、売上総利益は従来予想を据え置いた。

販管費は、オフィスの増床によって、賃借料などの経費が従来想定以上に膨らむと見られることから、157 百万円引き上げた。

新たに策定した 19/9 期に関しては、前期比 2.5%増収、8.8%営業増益と予想した。この内、シスウェーブについては売上高、営業利益共に 18/9 期比横ばいを見込んだ一方、シスウェーブ以外については、同 2.9%増収、9.8%営業増益と予想した。

セグメント別では、ES 事業は、主力の自動車向けを中心に堅調な業績が続くと想定し、前期比 2.7%増収、3.6%売上総利益増益を予想した。

BS 事業は、自社と協力会社での SE の増員を背景に、企業向けのソフトウェア開発が好調に推移すると見込み、同 3.7%増収、7.0%売上総利益増益を予想した。

IoT 事業は、V-Low 放送向けや V2X 向けのビジネスの拡大を見込む一方で、太陽光発電施設統合管理システムについては、同社の現時点での想定に従い、新規拠点の稼働に伴う一時的な売上高が一巡すると見込んだため、売上高は前期比 0.7%の増加にとどまると予想した。

同事業の売上総利益は、太陽光発電施設統合管理システムにおいて、採算の低い一時的な売上高が減少する一方、採算の高い保守・運用収入が増加することから、前期比 7.5%増加すると予想した。

販管費は、オフィスの増床の影響が一巡し、前期比 3.8%増と、伸びが鈍化すると予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ 半導体テスト事業の動向により業績が予想と乖離する可能性

当センターでは、16年6月に発行したレポートで、1) SEの稼働率が予想以上に低下する可能性、2) 新規領域への挑戦が想定以上に拡大する可能性、3) V-Low マルチメディア放送が普及しない可能性、4) V2X 市場の中で同社の顧客が勢力争いに敗れる可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

16年11月末に買収した半導体テスト事業は、近年成長しているものの、グローバルな半導体需給の影響を受けやすいほか、ルネサスエレクトロニクス(6723 東証一部)などの特定の販売先への依存度が高い状況にあるため、好不調の波が大きいものと想定される。

買収直後であることから十分な情報が得られないため、当センターは、シスウェーブについて直近1年間の状況が当面継続すると仮定して業績予想に反映させているが、シスウェーブの事業環境が大きく変化したり、同社グループとのシナジー効果が早期に創出されたりした場合、シスウェーブの損益が大幅に変動することにより、同社の業績は当センターの予想から大きくかい離する可能性がある。

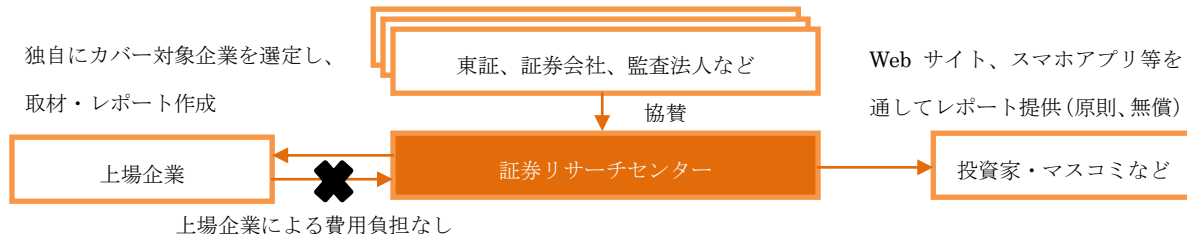
よって、今回、買収によって加わった半導体テスト事業の動向により業績が予想と乖離する可能性を投資に際しての留意点に加えたい。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を16年6月24日より開始いたしました。

同社は16年9月12日に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

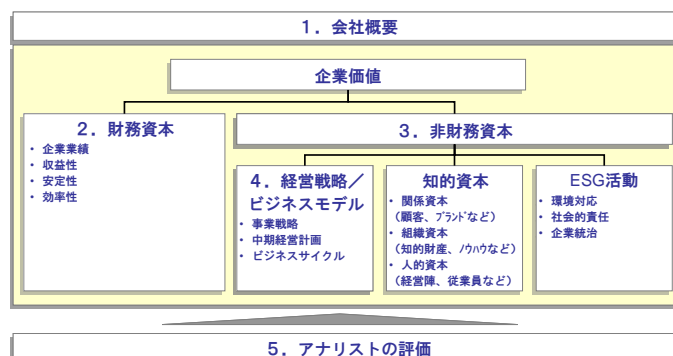
本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家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個人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にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。