

ホリスティック企業レポート

PCIホールディングス

3918 東証マザーズ

フル・レポート
2016年6月24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 20160621

自動車向け組込みシステムとIoTソリューションに強みを持つ情報サービス企業 V2X や V-Low マルチメディア放送向けの展開で業界をリード

1. 会社概要

・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込みシステムと、金融業及び製造業向け情報系ソフトウェアや交通・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。組込みシステムの開発実績を背景に自動車及びエネルギー業界向けにIoTソリューションも手掛けている。

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

2. 財務面の分析

・10/9期～15/9期の連結決算をみると、開発体制の強化を背景に、売上高は年平均23.5%増、経常利益は同65.1%増と大幅に拡大した。
・他社との比較では、規模はやや小さいものの、安全性、収益性、成長性ではやや魅力的な水準にある。

【主要指標】

	2016/6/17
株価(円)	2,199
発行済株式数(株)	3,373,800
時価総額(百万円)	7,419

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	18.7	18.5	14.9
PBR(倍)	3.5	3.1	2.7
配当利回り(%)	1.8	2.0	2.3

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、「上司が部下に期待し、育てて、面倒を見る」企業文化にある。結果として、同社の離職率が低水準にあるだけでなく、社外でも評価される技術者が新規事業の推進役となっている。

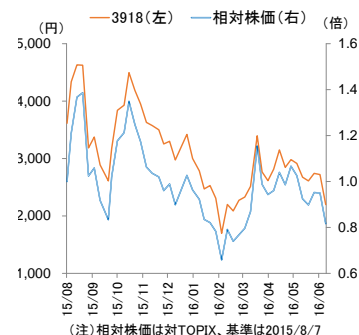
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	-19.9	-26.5	-35.7
対TOPIX(%)	-11.6	-20.8	-20.5

4. 経営戦略の分析

・開発体制の強化によって既存事業での安定成長を確保しつつ、新たなビジネス領域への挑戦によって利益の上乗せを狙っている。
・20/9期を見据えて、増収率年平均5～20%、営業利益率6～10%(15/9期7.0%)の中期目標を掲げている。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、売上総利益率が高いIoT事業がけん引役となって、17/9期と18/9期は年率18%前後の営業増益を予想している。
・同社は車車間通信「V2X」やV-Lowマルチメディア放送向けのソフトウェア開発で業界をリードしており、こうしたビジネスが想定以上に急拡大すれば、業績は当センターの予想を大きく上回る可能性がある。逆に、これらの事業自体が行き詰ると株価への影響が懸念される。

【3918 PCIホールディングス 業種:情報・通信業】

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)
2014/9	6,906	1.8	178	687.1	436	—	449	17.3	177.3	455.2	35.0
2015/9	7,853	13.7	547	207.1	544	24.9	330	-26.4	117.6	630.2	40.0
2016/9 CE	8,450	7.6	580	6.0	580	6.5	360	8.8	106.8	—	40.0
2016/9 E	8,520	8.5	593	8.4	603	10.7	401	21.2	118.9	704.4	45.0
2017/9 E	8,967	5.2	707	19.2	707	17.2	496	23.7	147.2	804.9	50.0
2018/9 E	9,446	5.3	828	17.1	828	17.1	581	17.1	172.4	925.3	55.0

(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、配当金は現在の株式数を過去に遡及して修正

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 競合他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 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、同社またはPCIHD)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、自動車部品や車載機器、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、15/9 期の売上高の 51%、売上総利益の 51%を占める同社の中核事業である。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構成比は 36%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はなく、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}(Controller Area Network)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、15/9 期の売上高の 42%、売上総利益の 40%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、事業内の売上構成比は 85%に達している。

企業向けソフトウェア開発では、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や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。

同社が案件を受注している主要 SIer として、日立製作所 (6501 東証一部) の主要連結子会社である株式会社日立ソリューションズが挙げられる。日立ソリューションズに対する売上高は、13/9 期 698 百万円 (連結売上高構成比 10.3%)、14/9 期 648 百万円 (同 9.4%) と推移していたが、15/9 期には 2 期連続で連結売上高の 10%を下回ったため、開示対象から外れている。日立ソリューションズとの取引は BS 事業が主体であるが、一部は ES 事業での取引も含まれる。

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、15/9 期の売上高の 7%、売上総利益の 9%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や、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と自動車と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行っている。

◆子会社が分担して各事業を運営している

各事業は、3つの完全子会社によって運営されている。

売上規模が最大のPCIソリューションズ(15/9 期売上高 7,056 百万円)は全3事業を展開しており、唯一 ES 事業を手掛けている。BS 事業では、主力サービスである企業向けのソフトウェア開発を担当しており、コンサルティングから設計、開発及び保守までをワンストップで対応している。IoT 事業においても、V2X や V-Low マルチメディア放送など、同事業の中核分野を担当している。

PCIアイオス (同 610 百万円) は、ES 事業以外の2事業を担当している。BS 事業では、オープンソースソフトウェアを利用したクラウド型 Web システムの構築を中心に展開しているが、自社開発パッケージソフトウェア製品の販売や、POS システムなどのハードウェアの仕入販売も手掛けている。IoT 事業では、太陽光発電事業者に「Power Station」を提供している。

パッケージソフトウェア製品の中でも主力製品の「Lesson」は、カルチャーセンターなどのカウンター業務の運営管理全般をカバーしており、26社に導入され、100拠点以上の窓口で利用されている。

Inspiration (同 207 百万円) は IoT 事業のみを手掛けており、自動車ディーラー向けの Web サービスの構築及び販売を担当している。主な顧客は、オーディージャパンなどの外資系自動車販売会社である。

なお、同社の事業セグメントは 15/9 期まではサービス形態により、テクニカルソリューション事業（以下、TS 事業）、ビジネスソリューション事業、IoT 事業の 3 つに分類されていたが、16/9 期より技術特性に応じた分類に変更された。旧区分と新区分では、同じビジネスソリューション事業でも事業範囲が異なっているため、新旧の事業セグメントと各子会社の事業範囲との関係を図表 1 にまとめてみた。

【 図表 1 】 新旧事業セグメントと子会社の事業範囲との対比表

新事業セグメント		旧事業セグメント	担当子会社
エンベデッド ソリューション事業	組込みソフトウェア開発	テクニカル ソリューション事業	PCIソリューションズ
	通常の企業向けソフトウェア開発		
ビジネス ソリューション事業	オープンソフトウェアを利用したシステム構築	ビジネス ソリューション事業	PCIアイオス
	自社パッケージソフト製品のサービス提供		
	POS機器などのハードウェア仕入販売		
IoT/IoE ソリューション事業	太陽光発電施設の運用・維持支援サービス提供	IoT/IoE ソリューション事業	PCIソリューションズ Inspiration
	V2X、V-Lowマルチメディア放送向けプラットフォームの開発		
	自動車販売店向けソリューションの提供		

(出所) PCIホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

なお、旧事業区分のテクニカルソリューション事業において、15/9 期の売上高に占める取引先上位 20 社の比率は 67%に達しており、その上位 20 社のうちの 16 社は大手上場企業とそのグループ企業であることから、同社の中心事業の顧客基盤は強固であると言えよう。

> ビジネスモデル

◆ ES 事業と BS 事業はフロー型の労働集約型ビジネス

同社のビジネスの大半を占める ES 事業と BS 事業は、提供するサービスによって多少の違いはあるが、そのほとんどが個々の顧客の要望に応じてソフトウェア開発を行うフロー型のビジネスであり、コストの中心は社内エンジニア（以下、社内 SE）に支払う労務費と協力会社であるビジネスパートナーのエンジニア（以下、BP の SE）に支払う外注費となっており、典型的な労働集約型のビジネスと言える。

同社では IT 技術者の不足が常態化してきており、15/9 期においては約 2,200 件の案件を手掛けた一方で、既存顧客からの依頼があった 230 件程度には技術者が足りず対応できなかったとしている。

同社は 13/9 期まではビジネスパートナーへの外注をあまり活用していなかったが、こうした状況に対応するため、近年は積極活用しに舵を切っている。BP の SE の人数は、13/9 期末の約 20 名から 15/9 期末には 177 名へと急拡大している。

旧事業区分であるテクニカルソリューション事業での数値となるが、契約形態別の売上高比率は、請負契約や準請負契約が 8 割程度、顧客企業の指揮命令下で業務を遂行する派遣契約が 2 割程度となっている。また、サービス提供形態別の売上高比率は、ES 事業の特徴から顧客企業での常駐型によるソフトウェア開発が 7 割程度となっている。

顧客数は全体で 300 社程度であるが、このうち、30~40 社が大手 SIer で占められており、その売上構成比は 4 割程度に達している。

同社が ES 事業や BS 事業において受注する案件の多くは他社との競争が存在するため、一般的に高い利益率を確保することは難しい。同社では事業別の中期的な売上総利益率を、ES 事業は 22~24%、BS 事業は 20~22%程度と想定している。

一方、プロジェクトによっては、事前に予期していなかった問題が生じ、その対応に想定以上のコストが発生した場合、顧客から追加の料金を受け取れないと赤字となることもある。同社では、開発部門に工程管理専門の経験豊富な管理職（部長、課長）を配置し、トラブル発生時は顧客対応窓口となって営業部門と一体となって対応に当たるとともに、通常時はプロジェクトの進捗管理や労務管理を担当し、現場のトラブルの早期発見と対応に努めている。

こうした取り組みの成果により、戦略的先行投資案件を除いた不採算プロジェクトは、近年あまり発生しておらず、15/9 期は 1 件のみであった。また、顧客からの信頼獲得にも寄与した結果、旧事業区分のテクニカルソリューション事業における 15/9 期の売上高上位 20 社のリピート率は 100%となっている。

◆ IoT 事業はストック型の高限界利益率ビジネスを志向

一方、IoT 事業に関しては、特定の顧客の要望に応じてソフトウェアやソリューションを開発して提供する場合もあるが、同社が目標としているのは、複数の顧客に対して、開発済みのソフトウェアやシステムソリューションを提供するビジネスである。開発段階ではコストが先行するため赤字や低採算となるが、変動費が小さい特性上、売上高が損益分岐点を超えて黒字化するとその後は売上高の拡大につれて利益率が向上するという高い限界利益率のビジネスモデルである。

同社は IoT 事業のなかでも、自動車や車載機器分野で高い競争力を有していると自負しており、同事業の中期的な売上総利益率を 25~30%と想定している。なお、16/9 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）においては 33.5%に達している。

同社では、事業展開上の基本方針として、開発収益だけではなく、同社のソフトウェアが搭載された機器の台数や期間に応じたライセンス料や、利用期間に応じた月額使用料や保守料を受け取る形態を志向しており、ストック型の収益構造を構築することを目指している。

実際、既にサービス展開が開始されている Power Station に関しては、発電設備の稼働開始時に計上されるシステムの販売収入の他に、稼働後 20 年に亘って月額利用料金を徴収する契約形態を採用している。

中長期の成長ドライバーとして期待される V-Low マルチメディア放送や V2X 分野に関しても、月額でライセンス料や保守料を受け取るストック型のビジネスモデルの構築を目指しており、今後は追加的に大きな開発費負担が生じない限り、売上高の拡大につれて利益率が高まっていくと見込まれる。

> 業界環境と競合

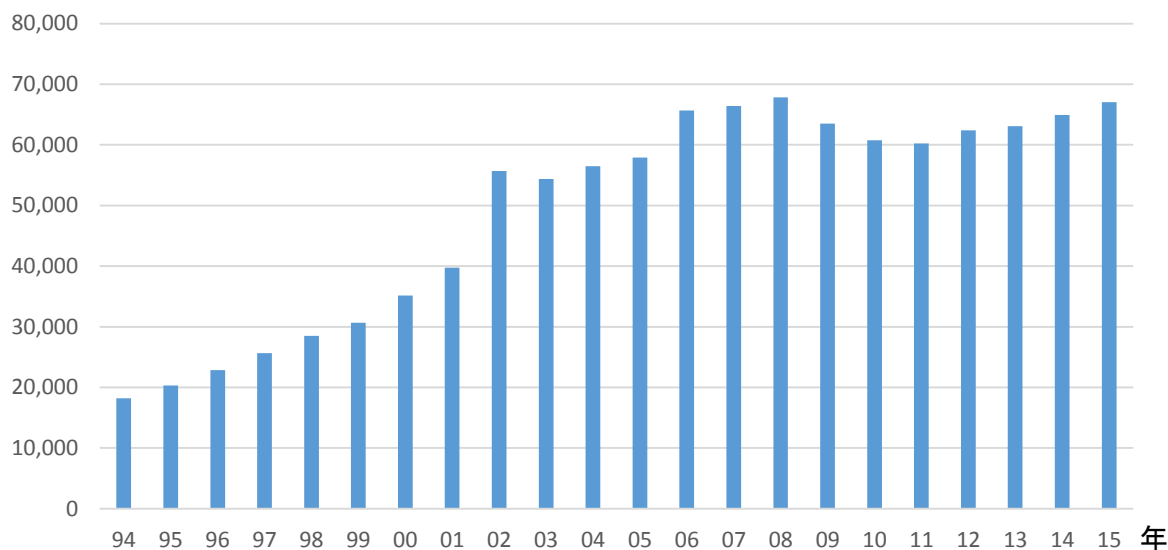
◆ 国内情報サービス産業は 10 兆円市場

同社が属する国内情報サービス業の市場規模は、経済産業省の特定サービス産業動態統計調査によれば、15 年で 10 兆 7,967 億円（前年比 2.6% 増）に達している。その中でも、同社の事業の柱の一つであるシステムインテグレーションを含んだ受注ソフトウェア市場は 6 兆 7,037 億円と情報サービス市場の中核を占めている。

受注ソフトウェア市場は、調査が開始された 94 年当時は 1 兆 8,189 億円に過ぎなかったが、情報化投資の急速な拡大を背景に、ピークを記録した 08 年には 6 兆 7,814 億円に達した。リーマンショック後の国内企業の IT 投資の削減を受けて、同市場は、11 年には 6 兆 253 億円にまで落ち込んだが、企業収益の回復に伴ってその後は 4 年連続して増加してきている（図表 2）。

【 図表 2 】 受注ソフトウェア市場規模の推移

(単位：億円)



(出所) 経済産業省特定サービス産業動態統計調査

◆ 受注ソフトウェア産業には大企業から中小企業までが乱立

受注ソフトウェア市場においては、エヌ・ティ・ティ・データ (9613 東証一部) や野村総合研究所 (4307 東証一部) といった情報通信セクターに属する企業だけではなく、日立製作所や富士通 (6702 東証一部) といった電機セクターに属する企業グループなどの大手企業が大きな市場シェアを誇っている。しかし、そのような企業でもグループ内に受注したプロジェクトを完遂できるだけのSEを抱えていないため、業務の一部を非上場の中小企業を含むグループ外の企業に外注している。そのため、同市場に存在する企業数は多く、その企業規模には大きな格差が生じている。

◆ 国内組込みシステム産業は1兆円市場

同社の特徴である組込みソフトウェアの開発及び検証業務については業界統計が整備されていないが、民間のリサーチ会社が公表している市場調査がある。株式会社富士経済が14年5月に発表した「エンベデッドシステムマーケット2014」によれば、13年の国内エンベデッドシステム市場は、要素市場(プロセッサ、OS、ミドルウェア、開発ツール、モジュール)が6,478億円(16年予測は7,945億円)、SI市場が3,462億円(同4,552億円)であるとしている。

その他の調査を含めて検討した結果、当センターでは、現在の国内組込みシステム市場は全体で約1兆円、同社が関係するソフトウェア開発市場は4,000~6,000億円であると考えている。

◆ 国内 IoT 産業は 6 兆円億円市場

IT 専門調査会社の IDC Japan 株式会社は、15 年の国内 IoT 市場を 6 兆 2,232 億円と見込んでいるが、そのうち同社が係るソフトウェア市場の構成比を 23.4%と推測している。これらの数値を用いて算定すると、IoT ソフトウェア市場は 1 兆 4,562 億円となる。

また、IDC Japan は、20 年の国内 IoT 市場を 13 兆 7,595 億円、ソフトウェア市場の構成比を 29.9%と予想しており、同様に算定すると、IoT ソフトウェア市場は 4 兆 1,140 億円に達すると想定している。

現状では、モノから情報を収集するために必要な技術要素であるハードウェアやコネクティビティ(接続性)に対する支出が中心であるが、IoT の活用が今後本格化していくと、収集したビッグデータを分析して、活用するためのソフトウェアやサービスへの支出が急拡大すると IDC Japan は考えている。

当センターでも、国内 IoT ソフトウェア市場は国内情報サービス市場の中でも特に有望な成長分野とみている。

◆ ES 事業を手掛ける情報サービス企業の中での存在感はある

同社の各事業分野には競合企業が数多く存在するため、事業毎に競合企業を特定するのは困難である。そこで、証券リサーチセンター(以下、当センター)では同社の特徴である ES 事業を事業セグメントとして開示(同様の事業内容と推測されるものも含む)している上場企業(ES 事業の競合企業)を同社の有力な競合先と認識しても問題は少ないと判断した。

ES 事業は同様のビジネスを営む各社によって事業の名前が異なっているが、当センターで上場している情報サービス各社の決算短信や決算説会資料を調べたところ、図表 3 の企業がリストアップされた。

各社の対象セグメントの中には同社が手掛けていない事業も含まれていると推測されるケースもあるが、凡その事業規模を比べる上では参考になると思われる。

また、コア(2359 東証一部)は最近のセグメントの組み替えにより、直前決算期においては対象事業の売上高が不明であるが、業界の有力企業ではあるため、セグメント組み替え前の状況と共に、参考として掲載した。

【 図表 3 】 ES 事業の主な競合企業

(単位：百万円)

コード	銘柄	決算期	売上高	組込み関連売上高	同構成比	セグメント名
9749	富士ソフト	15/12期	153,661	41,806	27.2%	組込系/制御系ソフトウェア
2354	安川情報システム	16/3期	12,275	5,090	41.5%	組込制御ソリューション
4674	クレスコ	16/3期	28,775	4,901	17.0%	組込型ソフトウェア開発
4793	富士通ビー・エス・シー	16/3期	31,850	4,191	13.2%	エンベデッドシステム
3918	PCIホールディングス	15/9期	7,853	3,963	50.5%	エンベデッドソリューション
9702	アイ・エス・ビー	15/12期	12,823	3,210	25.0%	組込みと検証の合計
3916	デジタル・インフォメーション・テクノロジー	15/6期	8,492	2,477	29.2%	エンベデッドソリューション
3852	サイバーコム	16/3期	8,876	1,859	20.9%	制御ソフトウェア開発
3837	アドソル日進	16/3期	10,460	1,418	13.6%	ユビキタス事業の組込み
9651	日本プロセス	15/5期	5,813	1,321	22.7%	組込システム
2359	コア	16/3期	19,195	-	-	-
(参考)						
2359	コア	14/3期	19,358	8,383	43.3%	エンベデッドソリューション

(出所) 各社決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

図表 3 の中で、組込みソフトウェア開発で最大の売上高を誇るのは富士ソフト (9749 東証一部) であり、他社よりも売上金額が一桁大きい。但し、富士ソフトを含めた数社の対象セグメントの売上高の中には制御系ソフトウェアの売上高も含まれている。

制御系ソフトウェアとは、狭義ではプラントや各種の社会インフラなどを制御する非組込み型のソフトウェアを指すが、広義では個別の機器を制御するために機器内部に搭載された組込みソフトウェアも含まれているため、同社の事業対象である組込みソフトウェアだけの数値で各社を比較することは困難である。

しかしながら、図表 3 を見る限り、組込みソフトウェア関連の売上規模やその構成比において、同社が業界内で有力企業の一隅を形成しているとは言えるだろう。

> 沿革・経営理念・株主

◆天野社長が 05 年に情報サービス事業を目的に設立

同社は、05 年 4 月に現社長である天野 豊美氏が IT システム開発、運用及びそれらに付帯する情報サービス事業を目的に設立した株式会社 M&S を前身企業としている。

同年 8 月に SE サービス等人材派遣事業を営むアルファスタッフ株式会社 (現PCIアイオス) を子会社化した後、同年 9 月には ERP に係る導入コンサルティング事業を営む株式会社アイルネット (現PCIアイオス) を完全子会社化し、事業基盤を強化した。

06年11月にはM&Aを同社グループの事業戦略の中核に据え、子会社に事業を譲渡して純粋持株会社に移行し、07年4月に商号をPCIホールディングスに変更した。なお、社名のPCIとは、「積極的に (Positively) 変化 (Change) と革新 (Innovate) をし続ける」という同社の行動指針の一つに由来している。

07年7月には、オープンソースソフトウェアを活用したITシステム開発を手掛けるオープンソース・ジャパン株式会社(現PCIアイオス)を完全子会社化した。10年1月には、これらの子会社を統合してPCIアイオスを設立した。

◆ 12年後半の大量の中途採用が飛躍のきっかけに

12年9月には、業績が悪化したシステム開発会社から大量の技術者を受け入れることを前提にPCIソリューションズを設立し、同年9月から12月にかけて703名の中途採用を行った。これに伴って、同社グループと当該社員の技術力を評価する顧客とのSEサービス事業に係る取引が開始され、同社の売上高は12/9期の2,616百万円から13/9期には6,782百万円へと一気に拡大した。

14年4月には子会社間の重複業務となっていたPCIアイオスの一般的なビジネスソフトウェア開発業務をPCIソリューションズへ事業譲渡した。また、同年7月には自動車販売店向けソリューションの提供を主力事業とするInspiration株式会社を完全子会社化した。

◆ 天野社長の想いが経営方針や経営体制に反映されている

同社社長の天野 豊美氏は、75年、日本エヌ・シー・アール(現日本NCR)に入社後、金融機関の営業を担当する常務取締役などを歴任した後、01年に退職した。01年9月に株式会社しんきん情報システムセンターの理事に就任し、信用金庫業界の新システム構築というユーザーサイドでの経験も積んでいる。

05年に起業した当初から技術力に自信はあったものの、実績の乏しさを理由に大手企業から直接受注を取ることは苦勞したようである。そこで、同社と似た状況にあり、上場を目指して企業としての信用及び信頼を獲得するという想いを共有できる会社を社長の業界人脈の中から選び出して、次々とグループ化して事業再編を行った。そのため、これまでのM&Aは仲介会社を使っておらず、高額な手数料などは費やしていない。

同社では、M&Aに当たって買収先の経営者にそのまま経営を任せると共に、持株会社である同社の取締役も兼務してもらおう方針を採っている。関谷取締役はアイルネットの代表取締役社長であったが、現在

はPCIアイオスの代表取締役社長を兼務している。岩橋取締役も買収前の11年6月からInspirationの代表取締役を務めている。

◆ 経営理念

同社は「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。」を企業理念としている。

同社では経営理念に基づいて、以下の5つの行動指針を定めている。

- (1)安定した事業成長を実現します。
- (2)ユーザーに適したソリューションを提供します。
- (3)応援して頂ける企業を目指します。
- (4)積極的に変化を求め、革新します。
- (5)全てのステークホルダーに満足して頂ける企業を目指します。

◆ 株主

16/9期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表4の通りである。

16年3月末時点で、代表取締役社長の天野豊美氏の資産管理会社Y&Uが筆頭株主である。その他の株主には、従業員持株会、同社または同社子会社の役員、金融機関、投資信託の管理会社、取引先が名を連ね、大株主上位10名で36.0%の株式が保有されている。

なお、15年9月末時点で、同社グループの役職員らに付与された新株予約権による潜在株式は46,200株存在していたが、そのうち、16/9期上期に8,800株の権利行使があった。

【 図表 4 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	16年3月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
株式会社Y&U	168,600	10.00%	1	代表取締役社長の資産管理会社
PCIホールディングス従業員持株会	99,300	5.89%	2	取締役
関谷恵美	77,300	4.58%	3	
株式会社SBI証券	69,100	4.10%	4	
日本証券金融株式会社	61,300	3.63%	5	子会社役員
株式会社三菱総合研究所	48,000	2.85%	6	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	24,200	1.43%	7	
濱川洋三	20,000	1.19%	8	
松井証券株式会社	20,000	1.19%	8	
資産管理サービス信託銀行株式会社 (証券投資信託口)	20,000	1.19%	8	
(大株主上位10位)	607,800	36.03%	-	
発行済株式総数	1,686,700	100.00%	-	

(注) 16年4月1日付の株式分割は考慮していない。

(出所) PCIホールディングス 16/9期第2四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は 10/9 期以降の数値が開示されているが、監査を受けた連結決算の開示は 13/9 期からとなっている。但し、監査を受けていないものの、会社計算規則に従って作成した 10/9 期から 12/9 期の連結決算を有価証券届出書の中で開示しているため、その期間を含めて 10/9 期～15/9 期の連結業績をみると、売上高は年平均 23.5%増、経常利益は同 65.1%増と大幅に拡大した(図表 5)。

【 図表 5 】 PCIホールディングスの業績推移

(単位：百万円)

	10/9期	11/9期	12/9期	13/9期	14/9期	15/9期
売上高	2,733	2,183	2,616	6,782	6,906	7,853
売上総利益	879	305	716	1,400	1,340	1,762
売上総利益率	32.2%	14.0%	27.4%	20.6%	19.4%	22.4%
販売費及び一般管理費	863	773	704	1,377	1,162	1,215
販管費率	31.6%	35.4%	26.9%	20.3%	16.8%	15.5%
営業利益	15	-468	11	22	178	547
営業利益率	0.6%	-21.5%	0.5%	0.3%	2.6%	7.0%
経常利益	44	-477	28	36	436	544
当期純利益	9	-634	7	383	449	330
従業員数(人)	202	194	353	829	842	856

(注) 10/9 期から 12/9 期までは未監査。同期間の売上総利益は有価証券届出書に記載されたセグメント別売上総利益を合計して算出。販売費及び一般管理費は算出した売上総利益から有価証券届出書に記載された営業利益を控除して算出。

(出所) PCIホールディングス有価証券届出書、報告書より証券リサーチセンター作成

11/9 期には東日本大震災に伴う IT 市場の急速な縮小や自社開発ソフトウェアの減価償却費の急増などにより 477 百万円の経常損失を計上するなど、12/9 期までの収益は低迷していた。しかしながら、12 年 9 月に PCIソリューションズを設立し、SE の大量採用によって開発体制を大幅に強化すると収益力は飛躍的に向上した。

◆ 15 年 9 月期決算は前期比 13.7%増収、207.1%営業増益

15/9 期は、売上高が前期比 13.7%増の 7,853 百万円、営業利益が同 207.1%増の 547 百万円、経常利益が同 24.9%増の 544 百万円、当期純利益が同 26.4%減の 330 百万円となった(図表 6)。

15 年 8 月の上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 104.7%、営業利益は 109.4%、当期純利益は 117.9%であった。

【 図表 6 】 15 年 9 月期の業績

(単位：百万円)

	セグメント	14/9期	15/9期		通期	前期比
		通期	上期	下期		
売上高		6,906	3,938	3,914	7,853	13.7%
	TS事業	6,214	3,370	3,427	6,797	9.4%
	旧BS事業	533	279	220	499	-6.3%
	IoT/IOE事業	158	288	267	555	249.9%
売上総利益		1,340	869	892	1,762	31.4%
	売上総利益率	19.4%	22.1%	22.8%	22.4%	—
	TS事業	1,167	676	760	1,436	23.0%
		18.8%	20.1%	22.2%	21.1%	—
	旧BS事業	150	97	68	165	10.0%
		28.1%	34.8%	30.9%	33.1%	—
	IoT/IOE事業	22	96	64	160	609.7%
		13.9%	33.3%	24.0%	28.8%	—
販売費及び一般管理費		1,162	555	660	1,215	4.5%
	販管費率	16.8%	14.1%	16.9%	15.5%	—
営業利益		178	315	231	547	207.1%
	営業利益率	2.6%	8.0%	5.9%	7.0%	—
経常利益		436	321	223	544	24.9%
	経常利益率	6.3%	8.2%	5.7%	6.9%	—
当期純利益		449	185	145	330	-26.4%

(出所) PCI ホールディングス有価証券届出書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

14/9 期に発生した賞与支給制度に関する一時的なコストが解消したことで売上総利益が前期比 31.4%増加した一方、販売費及び一般管理費（以下、販管費）は同 4.5%増にとどまり、営業利益は大幅増益となった。また、14/9 期の営業外収益に 254 百万円計上された成長分野等人材育成奨励金が 4 百万円に減少し、経常利益の伸びは抑制された。連結納税制度の適用が開始され、14/9 期は繰延税金資産の計上により実質的な税負担が生じていなかったのに対し、15/9 期は通常の税負担となったことで、当期純利益は減益となった。

旧区分の事業別にみると、TS 事業は、売上高が前期比 9.4%増、売上総利益は同 23.0%増と好調であった。組込み系ソフトウェア開発は、自動車関連やデジタルカメラ関連などは好調であったものの、全体ではやや減収となった。企業向けソフトウェア開発については、大手 SIer を通じた金融機関向け案件を中心に大幅増となった。

BS 事業（旧区分）の売上高は同 6.3%減、売上総利益は同 10.0%増であった。SI、システム運用・保守サービス分野や POS システム関連機器は堅調に推移したが、自社開発パッケージ製品が、15/9 期下期に

受注した大型案件の売り上げ計上が 16/9 期にずれ込み前期を下回ったため、全体で減収となった。しかし、採算の良いスポット的な業務支援サービスが寄与したことから売上総利益は増益を確保した。

IoT 事業の売上高は前期比 249.9%増、売上総利益は同 609.7%増と急成長した。14 年 7 月に連結化した Inspiration 社の売上高が 14/9 期には 3 カ月分 (43 百万円) しか反映されてなかったが、15/9 期には 12 カ月分 (207 百万円) 寄与したことに加え、自動車業界向けや太陽光発電業界向けのソリューションが拡大した。なお、当センターでは子会社の売上高と新旧セグメントの売上高の分析を通じて、太陽光発電業界向けの売上高を約 1.1 億円と推測している。

◆ 16 年 9 月期上期決算は前期比 8.2%増収、18.2%営業増益

16/9 期上期決算は、売上高 4,262 百万円 (前年同期比 8.2%増)、営業利益 372 百万円 (同 18.2%増)、経常利益 382 百万円 (同 19.1%増)、四半期純利益 262 百万円 (同 42.1%増) であった (図表 7)。

【 図表 7 】 16 年 9 月期上期の業績

(単位：百万円)

	セグメント	15/9期	16/9期			前期比	通期計画
		通期	1Q	2Q	上期		
売上高		7,853	2,063	2,198	4,262	8.2%	8,450
	ES事業	3,963	938	1,062	2,000	—	4,120
	BS事業	3,333	923	911	1,834	—	3,680
	IoT/IoE事業	555	201	226	427	48.3%	650
売上総利益		1,762	479	554	1,033	18.9%	1,909
	売上総利益率	22.4%	23.2%	25.2%	24.3%	—	22.6%
	ES事業	899	202	261	463	—	949
		22.7%	21.5%	24.6%	23.2%	—	23.0%
	BS事業	702	206	220	426	—	785
		21.1%	22.3%	24.1%	23.2%	—	21.3%
	IoT/IoE事業	160	70	73	143	49.0%	175
		28.8%	34.8%	32.3%	33.5%	—	26.9%
販売費及び一般管理費		1,215	318	342	661	19.2%	1,329
	販売費率	15.5%	15.4%	15.6%	15.5%	—	15.7%
営業利益		547	160	212	372	18.2%	580
	営業利益率	7.0%	7.8%	9.6%	8.7%	—	6.9%
経常利益		544	161	221	382	19.1%	580
	経常利益率	6.9%	7.8%	10.1%	9.0%	—	6.9%
当期純利益		330	104	157	262	42.1%	360

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

各事業とも売上高が想定以上に好調に推移したことに加え、BS 事業と IoT 事業の売上総利益率が計画を上回ったことから、期初会社計画に対する達成率は、売上高は 103.1%、営業利益は 111.9%、四半期純利益は 128.2%となった。

事業別にみると、ES 事業においては、自動車向けがカーナビゲーション関連や車載系 ECU の開発が好調に推移し、全体として順調な進捗となった。

BS 事業においては、主力の企業向けソフトウェア開発が金融向け中心に伸長したほか、その他のサービスも概ね堅調な伸びを見せた。

IoT 事業においては、V-Low マルチメディア放送に係る開発収益が好調だったほか、その他のサービスも堅調に推移し、上期実績の通期計画に対する進捗率は、売上高 65.7%、売上総利益 81.7%に達した。

> 競合他社との比較

◆ ES 事業と同様の事業を持つ情報サービス企業と比較

前述したように同社の特徴である ES 事業と同様な事業を手掛ける情報サービス企業は複数存在するが、比較対象となるセグメントの売上規模や売上構成比が大きく、情報開示が良好な企業との比較が適切と判断し、比較対象として、富士ソフト、クレスコ (4674 東証一部)、デジタル・インフォメーション・テクノロジー (3916 東証二部、以下、DIT)、アドソル日進 (3837 東証二部) を選定した (図表 8)。

【 図表 8 】 競合企業との財務指標比較

項目	銘柄	コード 直近決算期	PCIHD	富士ソフト	クレスコ	デジタル ・インフォメーション ・テクノロジー	アドソル日進
			3918 15/9期	9749 15/12期	4674 16/3期	3916 15/6期	3837 16/3期
規模	売上高	百万円	7,853	153,661	28,775	8,492	10,460
	経常利益	百万円	544	9,093	2,857	427	549
	総資産	百万円	3,285	153,833	19,230	3,036	5,175
収益性	自己資本利益率	%	19.7	5.4	14.8	23.2	11.5
	総資産経常利益率	%	17.9	5.8	15.4	15.6	11.3
	売上高営業利益率	%	7.0	5.5	8.6	5.0	5.2
成長性	売上高 (2年平均成長率)	%	7.6	4.2	14.3	7.2	11.3
	経常利益 (同上)	%	287.7	-0.4	30.5	26.7	35.3
	総資産 (同上)	%	37.7	-0.2	12.5	14.0	15.5
安全性	自己資本比率	%	64.3	60.3	63.3	53.5	50.3
	流動比率	%	281.5	199.7	255.1	213.4	229.0
	固定長期適合率	%	9.1	85.9	49.7	37.5	42.1

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出
自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
富士ソフトの成長性で用いた2期前の売上高と経常利益は同社ファクトブックで開示された13年1月～12月の数値を使用して平均成長率を算出

(出所) PCIホールディングス及び各社の有価証券報告書、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模は富士ソフトが他社を大きく引き離しているほか、クレスコも相対的に優位な位置にある。同社を含めた他の3社はほぼ同規模であるが、経常利益や総資産はクレスコと比べても一桁小さい。

安全性に関しては、富士ソフトが都心にオフィスビルを所有していることで固定長期適合率が相対的に高くなっていることを除くと、概ね各社の数値は接近しているが、同社の数値がやや優位にある。

収益性は、売上高営業利益率については大きな差はみられないが、自己資本利益率や総資産経常利益率に関しては自己資本や総資産を利益水準に対して小さく抑えている同社とクレスコ、DIT が良好な数値を示している。

成長性は、同社の連結決算の開示期間に合わせて過去2年間の平均成長率で比較した。同社の成長性は特に経常利益の値が高くなっているが、2期前の経常利益が低水準だったことが影響している。売上高では、クレスコやアドソル日進に次ぐ位置にあり、成長性全体としてはやや優位という評価が相当であろう。

全体的には、同社は同業他社と比べて規模ではやや小さいものの、安全性、収益性、成長性ではやや魅力的な水準にあると言える。

3. 非財務面の分析

> 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、企業規模の拡大や株式上場による信用力の向上を実現し、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。

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造りを推進している。結果として、同社の離職率は業界平均の9.4%（出所は厚生労働省平成25年雇用動向調査）に対して約4%にとどまっている（図表9）。

【図表9】知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・主要顧客は大手上場企業グループであり、取引関係も安定している。	・売上高の約9割を占めるTS事業の上位20社の売上構成比	67%
		・同上位20社のうち、大手上場企業グループの社数	16社
	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。	・同上位20社のリピート率	100%
		・業歴	11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。 ・主要元請け先の日立ソリューションズとの取引は安定的に推移している。	・上場からの経過年数	1年
		・ビジネスパートナーのSE人数	177人
	・V-Lowマルチメディア放送サービスに参画している。	・日立ソリューションズの売上高構成比（13/9期、14/9期）	10.3%、9.4%
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。	・出資先	アマネク・テレマティクスデザイン社
		・不採算プロジェクトの状況(15/9期)	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。 ・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。 ・インセンティブ制度	・離職率
			・従業員持株会
		・ストックオプション	46,200株（2.8%）

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は15/9期または15/9期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率。
(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

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、離職率の低さによる人員の確保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る。

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、保全性、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。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は再生可能エネルギーである太陽光発電施設の O&M 業務に係る IT システムを提供しているが、同社のコーポレートサイトや IR 資料において環境対応活動に関する具体的な取り組みについての言及は見当たらない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、経営理念の「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 CSR の基本方針とし、良き企業市民として社会的責任を果たすため、社会貢献活動を推進している。具体的には、同社グループでは国連の食糧支援機関である国連 WFP への支援や「国境なき医師団」への寄付などの活動のほか、スポーツ選手やチームへのスポンサー活動も行っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は7名(うち、社外取締役は2名)で構成されている。

社外取締役の原口 直道氏は、日本長期信用銀行(現在の新生銀行、8303 東証一部)の部長職やオリックス M&A ソリューションズの取締役社長を歴任するなど、金融業務や M&A に知見があり、13年12月から社外取締役に就任している。同氏はリサ・パートナーズの社長付シニア・フェローと大興電子通信(8023 東証二部)の社外取締役も兼務している。

もう一人の社外取締役の坂本 忠弘氏は、財務省主計局、金融庁監査局等での勤務経験を有している。07年には地域共創ネットワーク株式会社を設立し、現在もその代表取締役を兼務している。同社グループでは、14年4月からPCIアイオスの取締役に就任し、15年12月から同社の社外取締役も兼務している。

監査役会は、監査役3名(うち、社外監査役は2名)で構成されている。社外監査役の宮原 謙氏はIT業界での経験が深い。同じく社外監査役の田口 邦宏氏は公認会計士である。

株主総会招集通知によれば、15/9期に開催された19回の実行役員会において、原口取締役と宮原監査役は全19回、田口監査役は就任後に開かれた全16回に出席し、13回開催された監査役会に関しては両社外監査役共に全てに出席しており、経営監視体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 常態化している SE 不足への対応

同社では常態化している SE の不足を課題と認識し、BP の SE の人数を 13/9 期末の約 20 名から 15/9 期末には 177 名へと急拡大させたものの、15/9 期においては約 2,200 件の案件を手掛けた一方で、既存顧客からの依頼があった 230 件程度には技術者が足りず対応できなかったと説明している。

◆ IoT 事業におけるビジネスモデルの確立

同社は現在、様々な IoT 事業に取り組んでいるが、新規サービスを提供する異業種企業との協業での展開が中心となっており、初期の研究段階や実証研究段階にあるものも存在している。

同社では、ソフトウェアの開発収益（フロー型）のみを受け取るのではなく、同社製のソフトウェアが搭載された機器の出荷数量に応じたライセンス料や、使用期間に応じた利用料・保守料などのストック型収益の獲得を目指す方針を採っているが、実現できたものは Power Station など、一部にとどまっている。

> 今後の事業戦略

◆ SE 増強による既存事業の安定成長

同社では開発体制を強化することで、既存事業においては、中期的に安定的な成長を目指している。15/9 期決算の説明会では、中期ターゲットの数値目標として、売上高成長率を年率 5~10% 増（内訳として、ES 事業が同 3~5% 程度、BS 事業が同 3~7% 程度、IoT 事業が二桁成長）、売上総利益率を 20~24%（15/9 期 22.4%）、営業利益率を 6~8%（同 7.0%）としていた。

16/9 期上期の決算説明会では、中期ターゲットの各項目の上限が引き上げられ、売上高成長率が年率 5~20%（内訳に変化はなし）、売上総利益率が 20~30%、営業利益率が 6~10% に修正された。

開発体制の強化継続が既存事業の事業戦略の柱である。16/9 期末の目標 SE 数はプロパー 700 名（前期比 37 名増）、BP 240 名（同 63 名増）であるが、17/9 期末には、SE 数の比率をプロパー：BP=2：1 とする方針を打ち出している。

◆ IoT 事業における新たなビジネス領域への挑戦

既存事業（ES 事業と BS 事業に加えて、IoT 事業のうち、収益基盤が確立しつつある自動車販売店向けと太陽光発電事業者向けソリューションで構成される）の収益成長に対する上乗せ余地として、同社では中期ターゲットの数値には織り込んでいない新たなビジネス領域での収益基盤の確立を目指している。

具体的には、IoT 事業で現在取り組んでいる V2X と V-Low マルチメディア放送分野でのサービス展開が有望と社は見ているようだ。

PCIソリューションズは 15 年 10 月に、観光と災害に関する情報伝達の仕組みづくりを研究する団体である一般社団法人ゲートウェイ・アップ・ジャパンに入会し、V2X ユニット利活用検討分科会に参加した。同年 12 月には神戸市から、同法人や本田技研工業 (7267 東証一部)、ソフトバンク株式会社などと共に開発に携わった V2X ユニットを用いて、市バスの運行情報を利用者に発信するバスロケーションシステムの実証実験を 16 年 2 月より実施すると発表された。

16 年 4 月には次のステップとして、市バス車両にデジタルサイネージや社外カメラを設置し、更なる情報発信の可能性を探る実証実験を進める方向性と、16 年度中に本格導入について検討する意向が同市によって示された。

同社は、バスやタクシーなどの交通機関や交通情報提供会社などに対して、ゲートウェイ・アップ・ジャパンや協業する企業を通じて V2X を活用した新サービスを提案していく方針であり、今後の展開が注目される。

同サービスにおいては、開発時や改良時のフロー型収益に加え、V2X ユニットの販売台数に応じて受け取る月額ライセンス料や保守料などのストック型収益の獲得を目指している。

V-Low マルチメディア放送とは、「i-dio (アイディオ)」というサービス名で 16 年 3 月から東京近郊、大阪、福岡でプレ放送が開始された音声、映像及びデータを統合した無料のマルチメディア放送である。

対応デバイスとしては、既にスマートフォンに向けた配信が開始されているが、今後はカーナビゲーションシステムや道路や駅、各種施設などに設置されているデジタルサイネージでも受信できるようになる見通しである。

放送エリアに関しても、16 年中に名古屋、神奈川、広島などに拡大し、17 年に仙台、福島、19 年中に全国主要都市をカバーする方針が打ち出されている

このサービスは、株式会社エフエム東京などが中心となって設立された持株会社であるBIC株式会社、インフラを構築する株式会社VIP、番組を編成する放送局に当たる東京マルチメディア放送株式会社な

ど各地の放送会社によって運営されている。放送局にコンテンツを供給するコンテンツプロバイダーの1社であるアマネク・テレマティクスデザイン社(以下、アマネク社)に対して、テクノロジーやコンテンツを持つ13社と共に、PCIソリューションズが出資している。

同社は、カーナビゲーションシステムなどの車載器向けの共通プラットフォームモジュール、スマートフォン向けの受信アプリ、番組配信サーバなどの開発を担当しており、ここでも、開発時や改良時のフロー型収益に加え、同社のソフトウェアが搭載されたカーナビゲーションシステムの販売台数に応じて受け取る月額ライセンス料や保守料などのストック型収益の獲得を目指している。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 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 10 のようにまとめられる。

【 図表 10 】 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

> 経営戦略の評価

◆ SE 増強による既存事業の基盤強化は妥当な戦略

16/9 期上期には 2 社の BP に出資して SE の確保を進めるなど、同社の開発体制は着実に強化されている。

人員が増強された一方で、16/9 期上期の売上高や売上総利益が同社の計画を上回ったことから、供給力の引き上げは順調な成果を出していると当センターではみている。

特に、BP の SE が特に増えたと推測される BS 事業においては、16/9 期上期の売上総利益率が計画を上回っており、社内 SE も含めた SE 全体の稼働率も高水準であったと思われる。

同社の BP を中心とした SE 増強戦略は、同社の課題解消が成長に結びつく妥当なものと思われ、今後も順調に技術者の確保が進むかに当センターでは注目している。

◆ 新しいビジネス領域への挑戦はまだこれから

16/9 期上期の IoT 事業においては、V-Low マルチメディア放送分野の開発収益が計上された模様である。同分野の滑り出しは順調であったものの、同社が期待する月額ライセンス料収入は計上されておらず、ストック型のビジネスモデルへの道のりはまだ長い。

V2X分野は、神戸市での取り組みは実証実験にとどまっているため、16/9期上期の売上は少ないと思われる。

同社の長期的な成長力は、IoT事業で新しいビジネスモデルが確立できるかに依存しており、当センターではIoT事業での個々のサービスの展開状況を注意深くフォローしていくつもりである。

> 今後の業績見通し

◆ 16年9月期会社計画は7.6%増収、6.0%営業増益を見込む

16/9期の会社計画は、売上高 8,450 百万円 (前期比 7.6%増)、営業利益 580 百万円 (同 6.0%増)、経常利益 580 百万円 (同 6.5%増)、当期純利益 360 百万円 (同 8.8%増) である (図表 11)。上期決算は会社計画に対して売上高が 127 百万円、営業利益が 39 百万円、当期純利益が 57 百万円上回ったものの、17/9期以降に計画していた研究開発を前倒しすることや、オフィス増床関連費用などの特別損失を計上する可能性が生じたことなどを考慮し、同社は期初の通期計画を据え置いた。

【 図表 11 】 PCIホールディングスの 16 年 9 月期の業績計画

(単位：百万円)

	セグメント	15/9期			16/9期			前期比
		上期	下期	通期	上期	差引下期計画	通期計画	
売上高		3,938	3,914	7,853	4,262	4,188	8,450	7.6%
	ES事業	—	—	3,963	2,000	2,120	4,120	4.0%
	BS事業	—	—	3,333	1,834	1,846	3,680	10.4%
	IoT事業	288	267	555	427	223	650	17.1%
売上総利益		869	892	1,762	1,033	875	1,909	8.3%
売上総利益率		22.1%	22.8%	22.4%	24.3%	20.9%	22.6%	—
	ES事業	—	—	899	463	486	949	5.6%
		—	—	22.7%	23.2%	22.9%	23.0%	—
	BS事業	—	—	702	426	359	785	11.8%
		—	—	21.1%	23.2%	19.4%	21.3%	—
	IoT事業	96	64	160	143	32	175	9.4%
		33.3%	24.0%	28.8%	33.5%	14.3%	26.9%	
販売費及び一般管理費		554	660	1,215	661	667	1,329	9.4%
販管費率		14.1%	16.9%	15.5%	15.5%	15.9%	15.7%	—
営業利益		315	231	547	372	207	580	6.0%
営業利益率		8.0%	5.9%	7.0%	8.7%	5.0%	6.9%	—
経常利益		321	223	544	382	197	580	6.5%
経常利益率		8.2%	5.7%	6.9%	9.0%	4.7%	6.9%	—
当期純利益		184	145	330	262	97	360	8.8%

(出所) PCIホールディングス有価証券届出書、決算短信および決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

また、IoT事業については通期計画に対する上期の進捗率が、売上高 65.7%、売上総利益 81.7%に達したが、事業毎の通期計画に関しても修正はなかった。

1株当たりの配当金は、16年4月1日付で1株につき2株の割合での株式分割が実施されたため、期初予想の80円から40円に変更された。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の16/9期業績を、売上高8,520百万円(前期比8.5%増)、営業利益593百万円(同8.4%増)、経常利益603百万円(同10.7%増)、当期純利益401百万円(同21.2%増)と予想する(図表12)。

【図表12】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	14/9期	15/9期	16/9期CE	16/9期E	17/9期E	18/9期E
損益計算書						
売上高	6,906	7,853	8,450	8,520	8,967	9,446
前期比	1.8%	13.7%	7.6%	8.5%	5.2%	5.3%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
ES事業	-	3,963	4,120	4,120	4,250	4,380
BS事業	-	3,333	3,680	3,680	3,810	3,960
IoT事業	158	555	650	720	907	1,106
売上総利益	1,340	1,762	1,909	1,984	2,129	2,297
売上総利益率	19.4%	22.4%	22.6%	23.3%	23.7%	24.3%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
ES事業	-	899	949	949	979	1,009
BS事業	-	702	785	815	850	888
IoT事業	22	160	175	220	300	400
販売費及び一般管理費	1,162	1,215	1,329	1,391	1,422	1,469
販管費率	16.8%	15.5%	15.7%	16.3%	15.9%	15.6%
営業利益	178	547	580	593	707	828
前期比	687.1%	207.1%	6.0%	8.4%	19.2%	17.1%
営業利益率	2.6%	7.0%	6.9%	7.0%	7.9%	8.8%
経常利益	436	544	580	603	707	828
前期比	1103.2%	24.9%	6.5%	10.7%	17.2%	17.1%
経常利益率	6.3%	6.9%	6.9%	7.1%	7.9%	8.8%
当期純利益	449	330	360	401	496	581
前期比	17.3%	-26.4%	8.8%	21.2%	23.7%	17.1%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

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

会社計画に対しては、売上高は70百万円、営業利益は13百万円上回ると見込んでいる。上期の進捗状況を考慮し、BS事業の売上総利益と、IoT事業の売上高及び売上総利益を会社計画より高くみる一方、研究開発費を中心に販管費も会社想定を上回ると判断した。

セグメント別では、ES事業は、売上高4,120百万円(前期比4.0%増)、売上総利益949百万円(同5.6%増)と、会社計画と同じ数値を予想した。上期実績の通期計画に対する進捗率は高くはないが、主力の自

自動車関連を中心に引き合いは安定しているということなので、会社計画の達成は可能と想定した。

BS 事業については、事業の中核をなす企業向けソフトウェア開発が BP の SE を拡充した効果もあって好調に推移していることから、売上高は 3,680 百万円 (同 10.4%) と会社計画を確保できると考えた。一方、上期の改善が大きかった売上総利益率については、下期においても 15/9 期通期並みの水準は維持できると想定し、売上総利益は 815 百万円 (同 16.1%) と会社計画を 30 百万円上回ると見込んだ。

IoT 事業の売上高に関しては、開発収益の計上により上期は好調だった V-Low マルチメディア放送分野が下期は減少すると想定したものの、Power Station は上期の新規稼働 1 件に対して、下期は 3 件に増える見通しであることからある程度相殺できると考え、全体では会社計画に対して 70 百万円上回る 720 百万円 (同 29.7%増) と予想した。売上総利益に関しては、下期に新規プロジェクトに係る先行投資費用の増加を見込んでいるが、会社計画を 45 百万円上回る 220 百万円 (同 37.5%増) と予想した。

当期純利益の予想が会社計画を大きく上回っているのは、研究開発費が会社の期初計画を超過する見通しとなったことに伴い、法人税の税額控除の金額が会社計画よりも増加する可能性が高いことを考慮したためである。

17/9 期と 18/9 期については、売上総利益が高い IoT 事業をけん引役に年率 18%前後の営業増益を予想している。

ES 事業では、カーナビゲーション関連や車載系 ECU 向けの拡大を中心に、年率 3%程度の増収増益を予想した。

BS 事業は主力の企業向けソフトウェア開発において BP の SE 増強効果が継続し、年率 4%前後の増収増益を見込んだ。

IoT 事業では、全体として年率 24%増収、35%増益を見込んでいる。Power Station は会社が公表している受注見通し (2 期ともに年 3~5 拠点) を参考にして、2 期とも年 4 拠点の新規稼働を前提に売上高の拡大を想定した。自動車販売店向けソリューションは年 1~2%の増収を見込んだ。V-Low マルチメディア放送分野は、今後も改良などの開発収益を中心に年 100 百万円程度の増収を予想した。なお、V2X 分野に関しては、まだサービスを本格展開する顧客が決まっていないことや、収益モデルも確立できていないことから、当センターでは予想に織り込んでいない。

【 図表 13 】 証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書)

	14/9期	15/9期	16/9期CE	16/9期E	17/9期E	18/9期E
貸借対照表						
現預金	1,006	1,489		1,630	2,023	2,484
受取手形及び売掛金	960	1,008		1,094	1,151	1,213
電子記録債権	241	261		283	298	314
その他	260	327		227	227	227
流動資産	2,469	3,087		3,235	3,700	4,239
有形固定資産	63	55		53	51	49
無形固定資産	66	64		70	76	88
投資その他の資産	195	77		363	363	363
固定資産	324	198		486	490	500
資産合計	2,793	3,285		3,722	4,191	4,740
買掛金	165	230		312	396	487
未払金	581	439		439	439	439
未払法人税等	65	72		136	158	185
その他	684	353		368	379	390
流動負債	1,497	1,096		1,257	1,373	1,502
役員退職慰労引当金	34	53		67	81	96
その他	18	21		22	21	20
固定負債	53	74		89	103	116
純資産合計	1,242	2,114		2,375	2,714	3,120
(自己資本)	1,242	2,114		2,375	2,714	3,120
(非支配株主持分+新株予約権)	0	0		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	436	512		583	707	827
減価償却費	31	32		39	38	40
売上債権の増減額 (-は増加)	-408	-68		-107	-72	-77
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-35	-1		0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	120	64		81	84	91
その他	504	-174		21	21	21
法人税等の純支払額	-65	-115		-118	-189	-219
営業活動によるキャッシュ・フロー	582	250	352	499	590	683
有形固定資産の取得による支出	-22	-12		-20	-20	-20
無形固定資産の取得による支出	-22	-24		-25	-25	-33
その他	-51	93		-172	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-96	56	-223	-217	-45	-53
株式発行による収入	-	636		5	0	0
配当金の支払額	-80	-95		-133	-151	-168
その他	-60	-264		-1	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-140	275	-128	-128	-152	-169
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	345	582		152	392	461
現金及び現金同等物の期首残高	476	894		1,477	1,630	2,023
現金及び現金同等物の期末残高	894	1,477		1,630	2,023	2,484

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

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

> 投資に際しての留意点

◆ SE の稼働率が予想以上に低下する可能性

同社のようにソフトウェア開発事業を展開する会社は、売上高の変動に加え、開発業務に従事する SE の稼働率の変動がより利益に影響する構造となっている。例えば、売上高が落ち込むような状況であっても、協力会社への外注を削減することで、社内 SE の稼働率を高水準で維持できた場合には、利益はあまり減少しないこともある。

逆に、売上高が増えている局面であっても、SE の採用を大幅に増やした結果、その稼働率が低下した場合は、減益となることもある。

同社は現在、各事業における需要増加を背景に、SE 以外も含めて人員採用を強化しているが、SE の稼働率のコントロールに失敗するようだと、中長期的には増収減益となる局面が訪れる可能性もある。

また、当然のことではあるが、リーマンショックのように急激に景気が悪化するような場合は、外注費の削減だけでは社内 SE の稼働率を維持することが出来ず、減収減益となることもリスク要因として留意したい。

◆ 新規領域への挑戦が想定以上に拡大する可能性

同社は新規領域と位置付けている V2X や V-Low マルチメディア放送向けでの展開で業界をリードしており、こうしたビジネスが想定以上に拡大するようだと、実際の業績は、同分野向けの貢献を保守的に予想している当センターの予想を大きく上回る可能性もある。

◆ V-Low マルチメディア放送が普及しない可能性

V-Low マルチメディア放送分野 (i-dio) に関しては、事業者から開示されている情報が乏しく、利用者が順調に拡大し、事業者の業績の安定とサービスの継続・発展が実現できるのか、まだ判断が難しい状況にある。当センターではストック型収益であるライセンス料を業績予想に織り込んでいないが、V-Low マルチメディア放送の事業自体が普及に失敗すると、ある程度見込んでいたソフトウェアの開発や改良に係るフロー型の収益が予想を下回るであろう。

またその際は、16年6月時点で150百万円を出資しているアマネク社の株式に対する評価損リスクに加えて、V-Low マルチメディア放送向けに対する期待が消失することによる同社株の下落リスクにも留意が必要と思われる。

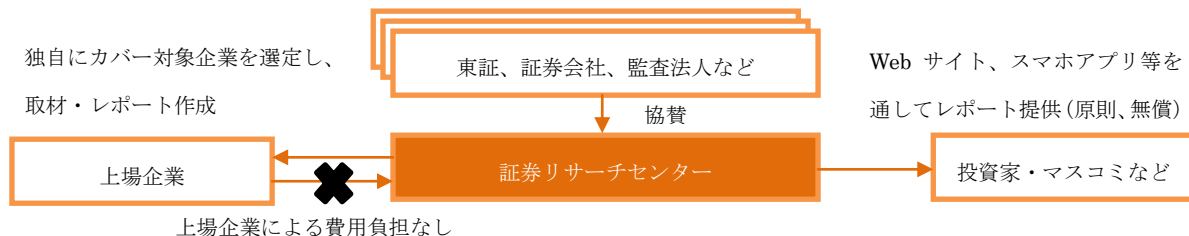
◆ V2X 市場の中で同社の顧客が勢力争いに敗れる可能性

V2X にしても、自動車メーカーやネット企業などが入り乱れて勢力争いを展開しており、市場が順調に立ちあがっても、その時点で同社

の顧客が競争を勝ち抜いている保証はない。当センターの予想ではV2X 向けの寄与をほとんど見込んでいないが、顧客サイドの要因でV2X 向けが拡大しない場合は同社の株価に影響を与える可能性があり、注意が必要である。

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

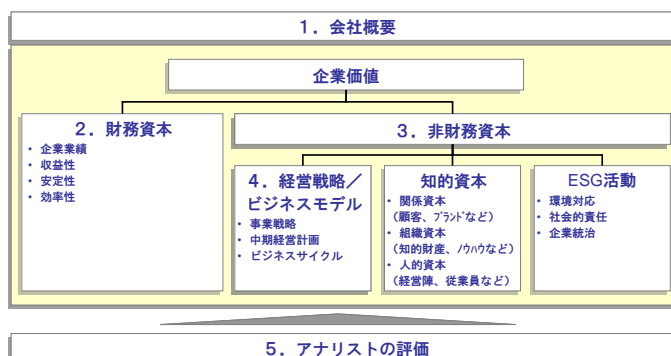
本レポートの構成

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。