

PCIホールディングス | 3918 東証スタンダード

レスターと共に挑む、総合技術コンサルティング会社への進化

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、いくつもの企業を買収して、売上高251億円（2024/9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クラウド関連サービス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：**2025/3期決算は6ヶ月間の変則的な期間ながら、売上高13,278百万円（前年同期比5.3%増）、営業利益679百万円（同16.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益489百万円（同48.1%増）と期初予想を上回る増収増益を達成した。エンジニアリング事業やICTソリューション事業の堅調な需要や高付加価値案件へのシフト、コストマネジメントの強化が成果を支えた。2026/3期の計画では、売上高28,200百万円、営業利益2,100百万円、純利益1,250百万円を見込んでおり、AIやIoT市場の活況を背景にしたICTソリューション事業の成長や、株式会社レスター<3156>（以下、レスター）との協業が収益拡大に寄与する見通しである。
- 株価インサイト：**同社株価は一時的な反発を見せるもののTOPIXを一貫して下回り、直近ではPERが10倍割れ、PBRが1倍強と上場以来の最安値圏に低迷している。2010年代のROE低下期だけでなく、2020年以降の上昇期にも株価の反応が限定的である背景には、買収価格の妥当性に対する懸念やエクイティファイナンスによるダイリューション懸念、先行投資による収益性回復の遅れがあると分析される。特に、企業買収への投資家の懸念は根深く、経営陣が「企業価値を棄損するようなM&Aは行わない」と表明しても、不信感を払拭することは容易ではない。一方、2023年12月に約20万株の自己株式を消却した取組みは、資本コストと株価を意識した経営姿勢を示すものであり、ポジティブに評価される。また、2025/3期決算からは、コストマネジメントの強化による財務ガバナンスの改善が示唆されている。これら経営改善の流れに加え、主要子会社の吸収合併によるシナジー創出や販管費縮減計画の具体化が、株式市場での評価向上に向けた重要なカタリストとなるだろう。こうした施策が着実に進展することで、同社の成長戦略実現への取組みは、株式市場での評価向上に繋がる可能性が高まるだろう。

百万円、%	売上高	YoY	営業利益	YoY	経常利益	YoY	当期利益	YoY	EPS	DPS
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	-38.4	978	-44.9	817	-18.9	82.34	45
2025/3連	13,278	—	679	—	697	—	489	—	49.39	25
2026/3会予	28,200	—	2,100	—	2,100	—	1,250	—	126.21	44

出所：同社IR資料よりSIR作成

注：2025/3期は6カ月決算のため、2025/3期と2026/3期の対前期増減率は記載していない
：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

Full Report



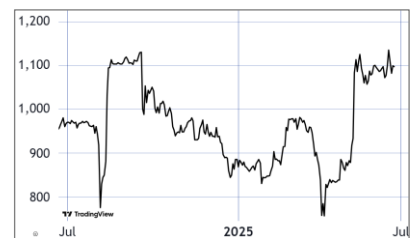
注目点：

全ての事業セグメントが堅調なIT需要の恩恵を受けており、さらに高付加価値案件への移行も進んでいる。またコストマネジメント効果も加わって、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、AIやクラウド技術を活用した新たなソリューション開発を加速。

主要指標

株価 (6/24)	1,097
年初来高値 (6/18)	1,137
年初来安値 (4/9)	738
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)	11.104
25/3 株主資本比率	56.5%
25/3 実績PBR	1.21x
26/3 予想PER	8.69x
25/3 実績ROE	—
26/3 予想配当利回り	4.0%

株価チャート



TradingView

アナリスト 渡辺 保隆

research@sessapartners.co.jp



会社概要

■ サマリー

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、エレクトロニクス商社のレスターグループとして、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、ITシステム開発・運用を生業とする2005年創業の株式会社M&S（MはMost、SはStrong）を源流としている。日本NCR出身で創業者の天野氏（前会長）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。2024年8月、レスターと同社は資本業務提携を締結した。その後、同年9月にレスターによる株式公開買付けが成立し、同社はレスターの連結子会社となった（所有割合50.5%）。

■ 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
全社員の幸せを追求し、
そして社会の発展に貢献します

：お客様の真のニーズに寄り添う
：ウェルビーイングを実現する
：社会的使命を全うする

出所：同社IR資料

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だ。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（2025/3期売上高構成比 54.2%）、組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 32.1%）、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 13.8%）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		PCIソリューションズ	ロード	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年の歴史と信頼性高い技術力を有する組込み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。首都圏至近にテストハウスを設備
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	●組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)	●キッティング・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	—	●組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)	●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	●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	—	●ODMサービス*1 (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)
テーマごと・案件ごとに相互に連携				

出所：同社IR資料

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130億円（2024/9期）と大きいPCIソリューションズは、組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、AWS（アマゾンウェブサービス）やJUST.DB*3などのクラウドサービスに事業を広げてきた。

*1: ODMとは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: 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。

*3: 株式会社ジャストシステムのノーコードWebデータベース構築ソフトウェア。ノーコードとは、プログラミング言語によるソースコードの記述なしに、直感的な操作でアプリケーションやWebサイトなどを開発できる手法や、そのためのサービス・ツールを指す。

・ ソード

2021年に買収したソードは東芝の元子会社で、組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。

・ プリバテック

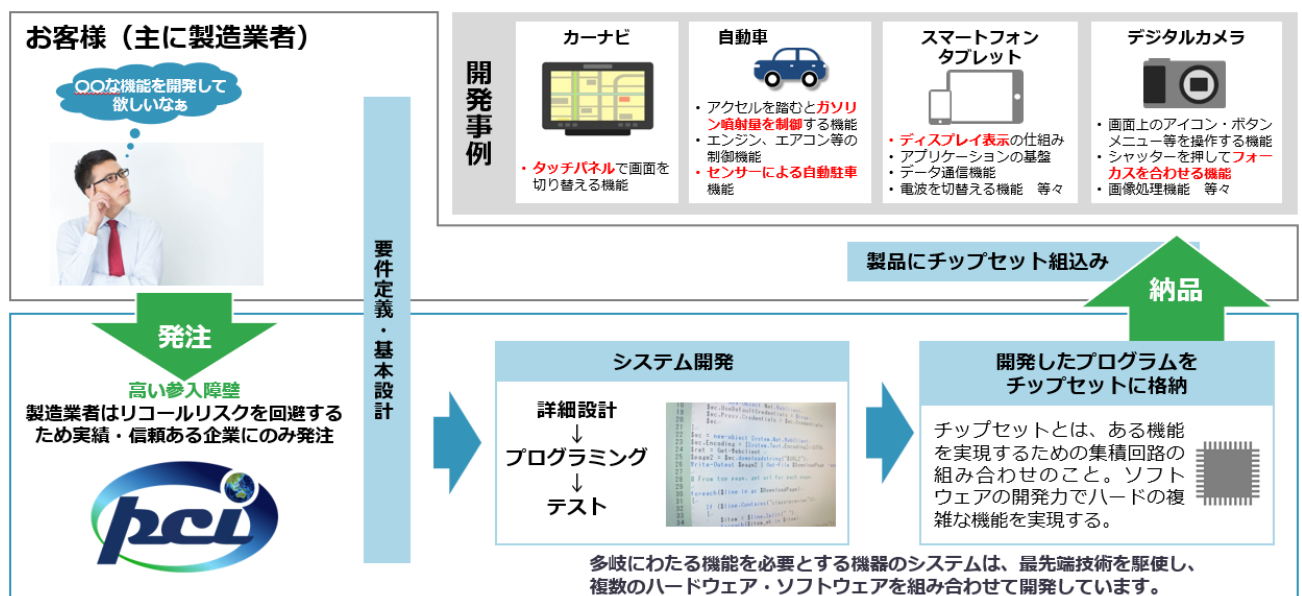
2018年に子会社化したプリバテックは、いくつかの会社を統合した結果、半導体集積回路の設計・テストを主体とした会社になっている。CCD・CMOSイメージセンサーを使った画像機器向け組込みソフトウェアの開発も行っている。ソニー・ルネサスなどの大手優良企業を顧客とし、シリコンサイクルの影響を受けにくい開発分野を事業領域としているため、安定的な成長が実現できているようだ。官民を挙げての半導体産業浮揚策ならびにAIの急速な普及に伴い、半導体ビジネスは大きく拡大していくことが想定され、同社もその恩恵を受ける可能性が高い。

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 2025/3期売上高構成比 20.1%）

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

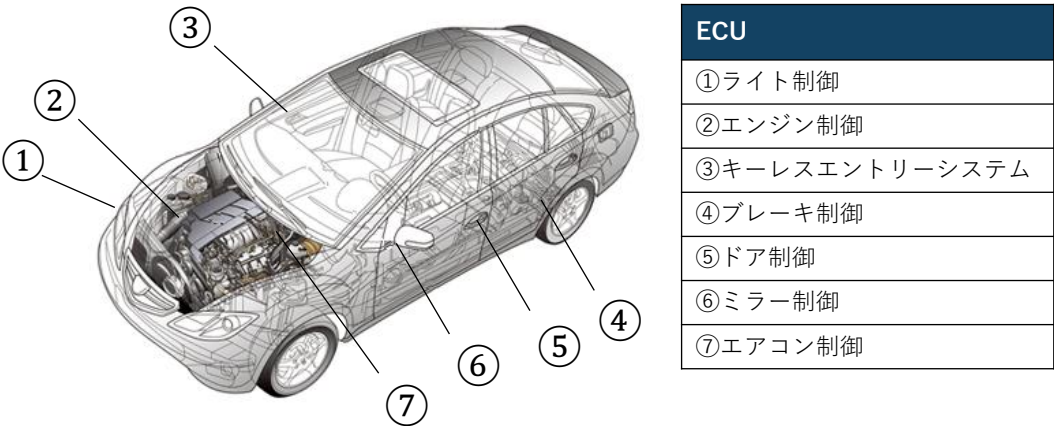
*1: キッティング・サービス

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



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:リソース制約とは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やキャノンITソリューションズなどの大手Sier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、同社のように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。

同社は、組込みソフトウェアの中核であるモビリティ分野において、「車のスマホ化」とも称されるソフトウェア化の加速を成長の追い風と捉え、引き続き注力していく方針である。この分野では、従来の付加価値が低い常駐型の業務から脱却し、請負型（持ち帰り型）のプロジェクトへのシフトを進めることで収益性の向上を図っていく。特に、SDVやAD/ADAS、AUTOSARなど*1の案件において、高度な技術力を活かしたソリューション提供を推進し、顧客に対する存在感を一層強化するとともに、事業全体の競争力を高める戦略を描いている。

・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 27.9%）

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Sier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ニングが多い。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。

*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

AD（自動運転）：人が運転に関与せずとも、自動車の判断のみで目的地までたどり着くことを目的とする
ADAS（先進運転支援システム）：ドライバーの操作をアシストする機能の提供

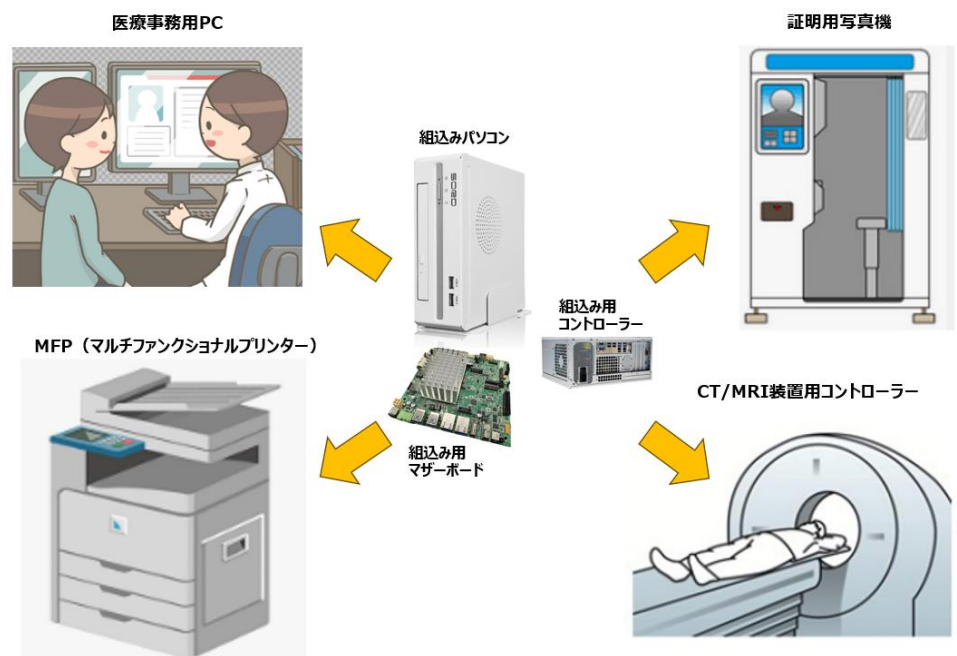
AUTOSAR（Automotive Open System Architecture）：車載ソフトウェアの標準化を目的とした、自動車業界のグローバル開発パートナーシップ

・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込みコンピューター



出所：同社IR資料よりSIR作成

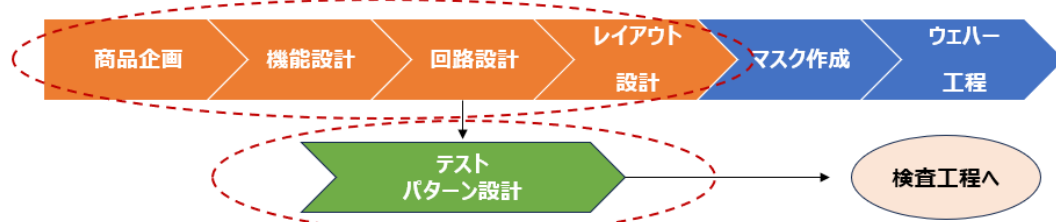
組込みコンピューターの顧客は様々な。例えば、診察室で医師が病状や処方などを記録する医療事務用PCは医療システムメーカーが、MFP（マルチファンクショナルプリンター）であれば大手コピーマシンメーカーが顧客である。顧客から直接受注し、組込みコンピューターメーカーが自社工場で組み立てる。主な競合は、コンテック（ダイフクの完全子会社、NEC系）、PFU（リコー傘下、富士通系）などの国内勢とADLINKやWincommなどの台湾勢である。長期安定供給が前提なので既に棲み分けが進んでおり、シェアが大きく変動することは稀である。

・ 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7.6%）

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、(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13.8%）

同事業は、AI技術やクラウド基盤を活用し、幅広い業界の社会課題に対するソリューションを提供している。特に、AI画像解析技術やAWSなどのクラウドプラットフォームを活用したサービスを通じ、顧客に迅速で高付加価値な提案を行う点が特徴である。製造業や公共インフラ分野を中心に、交通や工場内の異常検知システム、太陽光発電点検サービスといった課題解決型のソリューションを、顧客との接点強化を希望する顧客に対しては、クラウド環境を利用した高機能コールセンターなどを展開している。

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	AWSやJUST.DB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

この事業の強みは、AIおよびクラウド関連技術における優位性と、それを支える豊富な実績にある。特に、AI画像解析を活用した危険察知や異常検知のソリューションでは、顧客の多様なニーズに即応する柔軟性を発揮している。また、AWSやJUST.DBといった主要プラットフォームとの連携により、顧客に最適なソリューションを迅速に提供する基盤を構築している。

さらに、同事業はPCIグループの成長を支える中核事業として位置付けられており、経営資源が積極的に投入されている。専門のセールス部隊を整備して新たな顧客・サービス領域を開拓し、既存サービスのパッケージ化などによる拡販を進めている。また、DXを活用した業務効率化やコストマネジメントの強化により、変化する事業環境にも柔軟に対応する競争力の高い事業運営を目指している。

レスターとの 連携

レスターとの資本業務提携は、同社グループにとって更なる飛躍のための絶好の機会であると考えられる。両社は人的交流や技術交流を推進し、さらにシナジーを創出することで、M&Aなどを通じてIT業界再編の牽引役となることを目指している。

レスター傘下入りによるシナジーは、以下の2つに集約される。まず第1に、同社が有するAIやDXソリューションを含む高度なソフトウェア開発技術力を活用し、従来労働集約型であった業態から脱却し、高付加価値化を進める点である。特にレスターの豊富な顧客基盤を活用することで、同社はAI技術やクラウド関連ソリューションを効果的に展開し、元請けとして新たな事業領域を切り拓くことが可能となる。第2に、エレクトロニクス商社であるレスターの最適な価格および機能での部材調達力と同社の技術力を組み合わせることで、高付加価値製品の開発・製造を行う点である。これにより、強力な営業力を活用して大手顧客への拡販を進めることで、同社ビジネスの高付加価値化および量的拡大を目指している。

競争優位性

■ 強み

➤ モビリティ分野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。加えて、同社はAUTOSAR関連のエンジニアを多数抱えており、標準規格に対応したソフトウェア開発の専門性を有している点も競争優位性を高めている要因である。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さらに向上している。特に、アメリカのテスラが実用化したことをきっかけに加速しているSDV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。

また、近年のモビリティ業界では、コネクテッド技術、AI、電動化など、ソフトウェアの重要性がますます高まっており、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シフトする中で、同社はこれらの変化に迅速に対応できる体制を整えている。同社の強みであるソフトウェアと通信技術の融合による先進的なソリューション提案は、市場のニーズに合致し、今後さらなる成長機会を見込める。

➤ 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。さらに、レスター傘下に入ること、製造業を中心とした優良な顧客7000社へのアクセスが可能となり、これまで以上に広範な顧客層に対して付加価値の高いサービスを提供する基盤が強化されている。

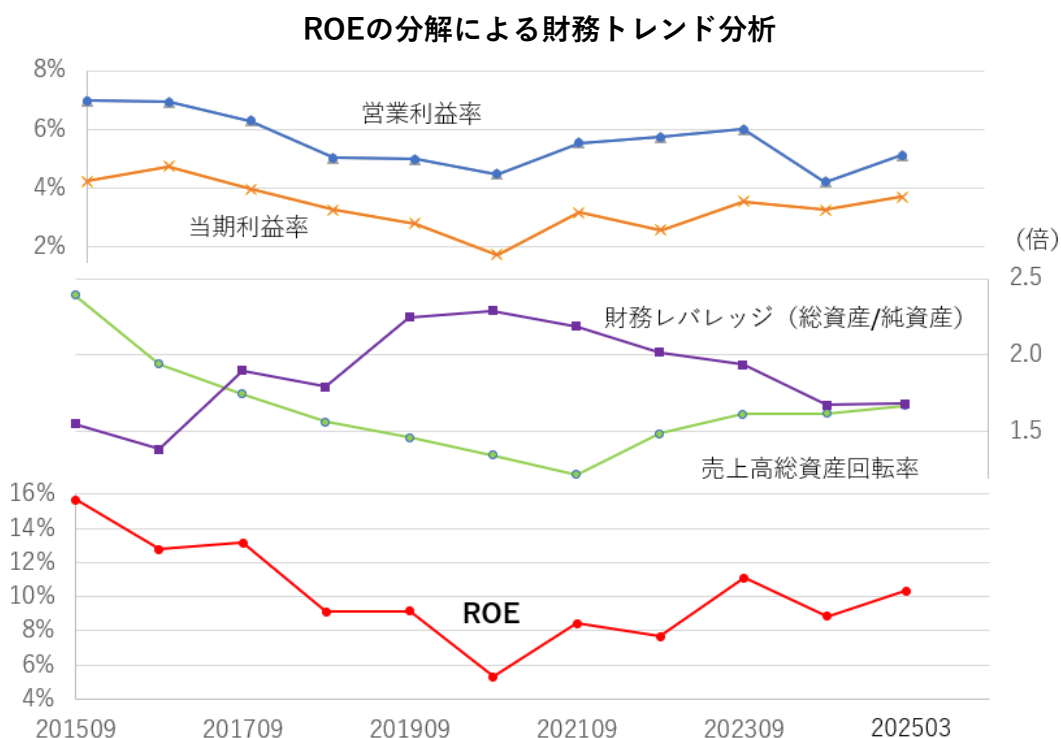
➤ 人材育成の風土・仕組み

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：SPEEDAよりSIR作成

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

：2025/3期は年率換算値

上場以降の同社のROEは、2020/9期に5.3%まで低下した時期を境に、低下期と上昇期に分けられる。低下期にあたる前半は、積極的なM&Aを通じた子会社化を進めた時期であり、エクイティファイナンスによる資金調達を超える買収企業の負債引継ぎなどが行われた結果、財務レバレッジが上昇した。しかしながら、買収に伴う人件費の増加が営業利益率を押し下げたほか、のれんや投資有価証券の増加によって売上高総資産回転率が低下し、最終的にROEの低下を招いた。一方、上昇期にあたる後半では、内部留保の積み上げや、コロナ禍で一時的に増加した借入金の返済が進んだことで、売上高総資産回転率が改善し、財務レバレッジは低下した。同時に、コロナ禍以降の堅調なIT需要が増収効果をもたらし、人件費比率の低下とともに営業利益率が上昇に転じた。

今後については、エンジニア不足の影響で人件費が高止まりする可能性が指摘されるものの、同社はその他のコストマネジメントを徹底する方針を示している。現在、エンジニアリング事業、プロダクト/デバイス事業、ICTソリューション事業の3セグメント全てが堅調なIT需要の恩恵を受けており、さらに高付加価値案件への移行も進んでいる。このため、営業利益率は今後も改善基調が続くと予想される。一方で、バランスシートの観点では、2025/3期のD/Eレシオ（負債資本比率）が0.1を下回る水準にあり、財務レバレッジを高める余地が大きい。しかし、同社はM&Aによるインオーガニックな成長も視野に入れており、それに備えた財務戦略の維持が続く見通しである。

業績動向

同社の2025/3期決算は、2024年10月から2025年3月までの6ヶ月間という変則的な決算期間であったが、売上高および利益の両面で増収増益を達成した。売上高は13,278百万円で前年同期比5.3%の成長を見せ、計画比でも104.6%と上振れした。営業利益は679百万円で同16.5%増、親会社株主に帰属する当期純利益は同489百万円で同48.0%の大幅な増益となった。これらの成果は、エンジニアリング事業やICTソリューション事業の堅調な需要に支えられるとともに、高付加価値案件へのシフトやコストマネジメントの強化が奏功した結果である。

2025/3期 連結業績

(百万円)	24/9期上期 (10月-3月)	25/3期※ (10月-3月)	増減額	増減率	計画比
売上高	12,615	13,278	+662	+5.3%	104.6%
売上総利益	2,923	3,082	+159	+5.5%	100.4%
売上総利益率	23.2%	23.2%	+0.0p	—	—
販管費	2,339	2,402	+63	+2.7%	96.9%
営業利益	583	679	+96	+16.5%	115.2%
営業利益率	4.6%	5.1%	+0.5p	—	—
経常利益	607	697	+90	+14.9%	118.3%
親会社株主に帰属する 当期純利益	330	489	+158	+48.0%	134.0%

出所：同社IR資料

2026/3期については、事業環境のさらなる改善を背景に、売上高および全ての段階利益で大幅な増収増益を見込んでいる。売上高は28,200百万円、営業利益は2,100百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は1,250百万円を計画しており、それぞれ前年同期比で9.5%、82.4%、28.0%の成長が見込まれる。特に、ICTソリューション事業ではAIやIoT市場の活況を捉えた成長が期待され、親会社であるレスターとの協業も販売拡大に寄与する見込みである。また、高付加価値案件への移行や売上原価の抑制、外注費の適正化といった取組みが利益率の向上に寄与すると考えられる。

2026/3期 連結業績見通し

(百万円)	(実績値) 24/9期 (10月-9月)	(参考値) 25/3期 LTM※ (4月-3月)	(計画値) 26/3期 (4月-3月)	前年 同期比
売上高	25,084	25,747	28,200	+9.5%
売上総利益	5,736	5,896	7,000	+18.7%
売上総利益率	22.9%	22.9%	24.8%	+1.9p
販管費	4,681	4,745	4,900	+3.3%
営業利益	1,054	1,151	2,100	+82.4%
営業利益率	4.2%	4.5%	7.4%	+3.0p
経常利益	978	1,068	2,100	+96.4%
親会社株主に帰属 する当期純利益	817	976	1,250	+28.0%

出所：同社IR資料

中期経営計画

同社が2025年5月に発表した中期経営計画「PCI-VISION2027」は、決算期変更に伴い以前の「PCI-VISION2026」を改訂したもので、2026/3期から2027/3期の2年間を対象としている。本計画の数値目標は、2027/3期売上高が31,000百万円、営業利益は2,800百万円に上方修正され、ROEは引き続き15%以上を目標としている。

経営目標（2ヵ年計画）

	実績			PCI-VISION2027 目標	
	24/9期	25/3期 (変則決算)	参考値※ (直近12ヶ月)	26/3期	27/3期
	23.10-24.9 (百万円)	24.10-25.3 (百万円)	24.4-25.3 (百万円)	25.4-26.3 (百万円)	26.4-27.3 (百万円)
	12ヶ月	6ヶ月	12ヶ月	12ヶ月	12ヶ月
売上高	25,084	13,278	25,747	28,200	31,000
営業利益	1,054	679	1,151	2,100	2,800
営業利益率	4.2%	5.1%	4.5%	7.4%	9.0%
親会社株主に帰属する 当期純利益	817	489	976	1,250	1,650
EBITDA	1,383	844	1,478	2,415	3,100
EBITDAマージン 率	5.5%	6.4%	5.7%	8.6%	10.0%
ROIC	7.1%	—	7.9%	≥12%	≥15%
ROE	9.4%	—	11.1%	≥12%	≥15%
総還元性向	79.0%	50.6%	—	≥50%	≥50%
PBR	1.18倍	0.98倍	—	—	≥2倍

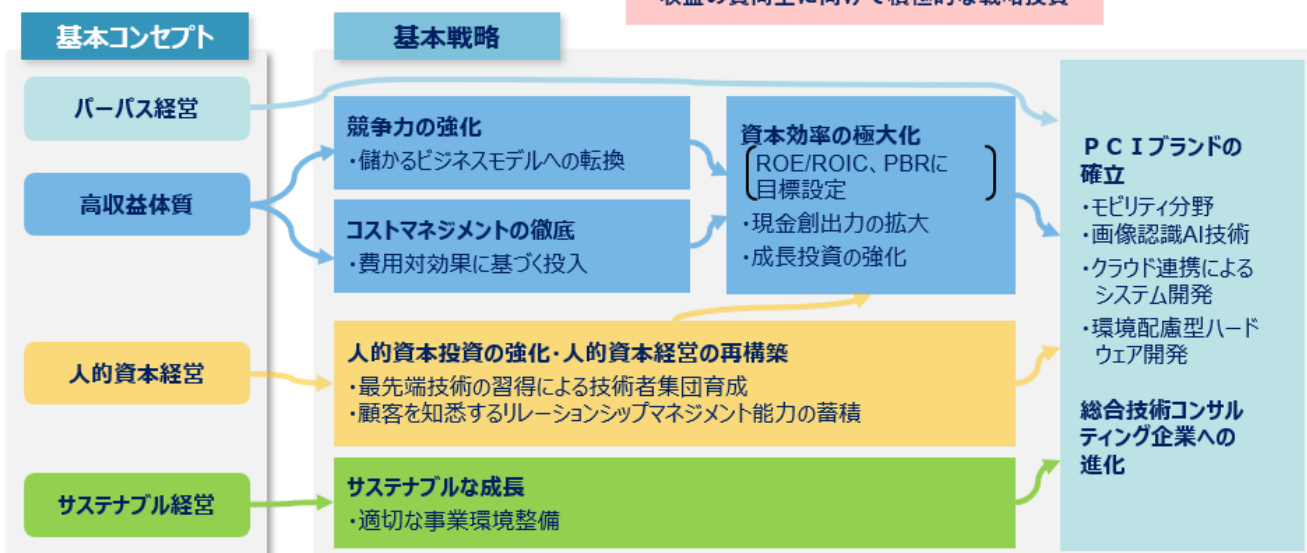
出所：同社IR資料

戸澤社長をはじめとする経営陣は、この中期計画を「第2の創業期」と位置付け、企業価値の向上を使命として取り組む姿勢を示している。同社の基本コンセプトとして掲げる「パーパス経営」「高収益体質の構築」「人的資本経営の高度化」「サステナブル経営の深化」は、単なる方針に留まらず、各戦略が具体的な行動計画と結びついている点で注目される。

基本戦略

- 当中期経営計画期間を第二の創業期と位置付けて、

- ・さらなる成長のための基盤づくり
・収益の質向上に向けて積極的な戦略投資



出所：同社IR資料

新中計の具体的な戦略として、まず第1に、レスターとの連携を深めることで、同社が持つ顧客基盤や経営資源を最大限に活用し、事業拡大を加速する方針を打ち出している。これにより、モビリティ分野やハードウェア関連サービスにおける競争優位性の強化が期待される。第2に、AI関連技術を全社的に活用することで、業務効率の向上や新たな付加価値の創出を図り、競争力を一層高めることを目指している。この戦略は、同社の持続的成長を支える基盤となるものである。

具体的な事業セグメント別の基本戦略は以下の通りである。

エンジニアリング事業では、モビリティ分野（SDV、AD/ADAS、AUTOSAR等）への注力を強化し、特に先進技術を活用したソリューション提供により増収・増益を実現する。また、採算性の低い案件を見直すことで、事業の効率化を図っていく。

プロダクト／デバイス事業では、レスターの顧客基盤を活用し、販売促進を強化する一方で、原価上昇に対応した販売価格の適正化を進め、売上総利益率の改善を目指していく。

ICTソリューション事業は、同社の成長ドライバーとして位置付けられ、経営資源を積極投入して事業拡大を図る計画である。同社は、この分野での競争力を一層高めるため、人的資本への投資を強化し、技術者のスキル向上やリスキリング教育を進めるとともに、先端技術を活用した新製品・新事業の創出を目指している。

事業セグメント別計数計画

(百万円)	売上高			売上総利益			売上総利益率		
	24/9期 実績	26/3期 計画	27/3期 計画	24/9期 実績	26/3期 計画	27/3期 計画	24/9期 実績	26/3期 計画	27/3期 計画
エンジニアリング	13,583	15,100	16,700	2,898	3,600	4,000	21.3%	23.8%	24.0%
プロダクト／デバイス	8,571	9,600	10,300	1,805	2,130	2,400	21.1%	22.2%	23.3%
ICTソリューション	3,030	3,500	4,000	1,085	1,270	1,480	35.8%	36.3%	37.0%
連結	25,184	28,200	31,000	5,736	7,000	7,880	22.9%	24.8%	25.4%

出所：同社IR資料

これらの戦略は、経営陣の覚悟と強い意志を背景にしたものであり、同社が掲げる「PCIブランドの確立」と「総合技術コンサルティング企業への進化」という目標を実現するための重要なステップとなるであろう。

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つかず、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、現状では有力な解決策が確立しておらず、サービスが乱立している状況である。このため、現時点で主導権を握るサービスや企業はまだ出現していない。同社においても、柱となるべきメニューの確立が遅れるリスクがあるものの、これを回避すべく以下のような取り組みを行っている。

まず、クラウド系およびAI関連の分野において、同社は顕著な強みを有している。同社では、AWS認定資格者を多数抱え、AWS認定パートナーとしての地位を確立している。また、「AWS アドバンストティアサービスパートナー」や「AWS 200 APN Certification Distinction」といった高い認定を取得しており、さらに「AWS Lambda サービスデリバリープログラム」や「Amazon Connect サービスデリバリープログラム」にも対応している。これらの取り組みにより、クラウド技術を活用した迅速かつ高付加価値なソリューションを提供する体制が整っている。

加えて、同社のPSOL総研ではAIを活用した研究開発に注力しており、先進技術の研究を続けている。これに基づき、自社開発のAI活用製品が既に社会実装されており、製造業や建機分野などへの応用が進んでいる。これらの技術的優位性は、乱立するサービス市場において競争力を高め、主導権を握るための基盤となる。

さらに、同社ではレスターとの資本業務提携を通じて、競争環境への適応力を強化している。これに加え、ソリューションの横展開や需要創出の取り組みを進めることで、ICTソリューション事業の立ち上がりを加速させ、リスクを最小化しながら成長機会を捉える姿勢を見せている。

(3) M&Aに関するリスク

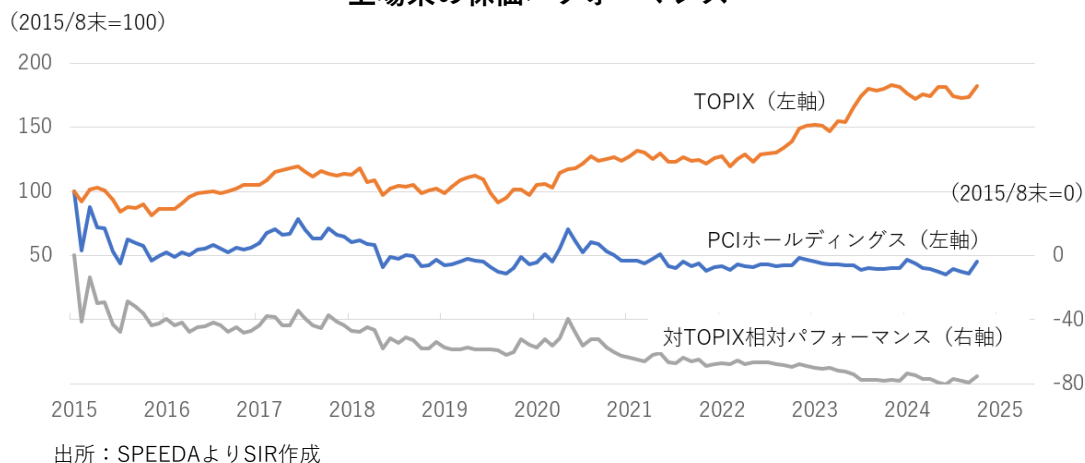
今期よりROICを対外的な経営指標として導入したことから可能性は低いと考えられるが、同社はM&Aを成長ドライバーの一つと位置付けているため、目標数値であるROIC $\geq$ 15%に満たない企業を買収してしまうリスクはゼロではない。なお、同社ではエクイティファイナンスに伴うダイレクション（希薄化）には非常に気を使っており、今後のM&Aは営業キャッシュフロー・Debtファイナンスの範囲内で実施したいとのこと。

^{*1} ローコード開発

ローコード開発とは、従来のスクラッチ開発よりも少ないコード記述でシステムやアプリケーションを開発する手法。ドラッグ&ドロップ操作などを活用し、開発に必要なパーツを組み合わせることで、開発期間を短縮し、効率的にシステムを構築できる。

株価インサイト

上場来の株価パフォーマンス

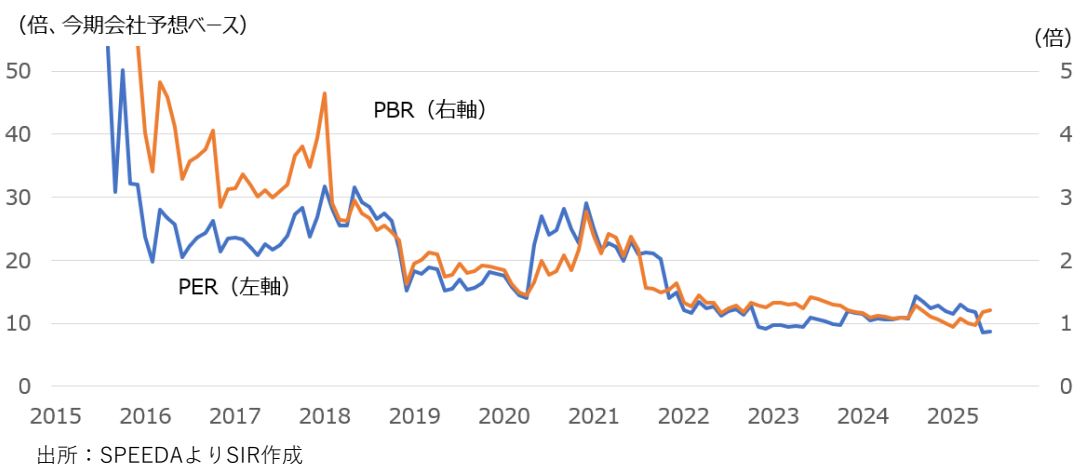


一時的な株価の反発は見られたものの、同社株価は一貫してTOPIXをアンダーパフォームしてきた。直近のバリュエーションは、今期会社予想ベースのPERが10倍割れ、PBRが1倍強となっており、上場以来の最安値圏で低迷している。2010年代のROE低下基調の時期だけでなく、上昇トレンドに転じた2021年以降も株価の反応が限定的である背景には、

- 1) 買収価格の妥当性に対する懸念
- 2) エクイティファイナンスによるダイリューションへの懸念
- 3) 将来を見据えた先行投資が続くことによる収益性の回復の遅れ

があるとSIRでは分析している。特に、企業買収に関する投資家の懸念は根深く、経営陣が「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にもかかわらず、不信感を払拭することは容易ではないと思われる。これに関しては、今後の経営陣の対応によって実証していく必要があるだろう。

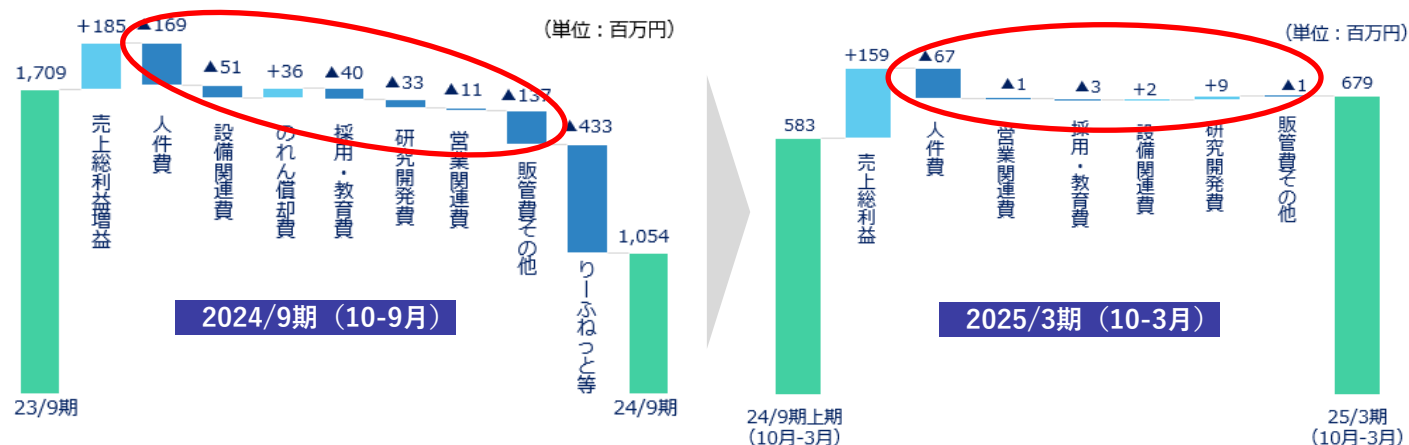
PERとPBRの推移



ただし、2023年12月に発行済み株式数の約2%に相当する20万株の自己株式を消却したことは注目に値する。この取組みは、資本コストや株価を意識した経営を実践すると同社が明確に示したものであり、SIRではこれをポジティブに評価している。

また、労働集約型業態に起因する人件費の上昇が課題である一方で、それ以外のコスト項目ではマネジメントが強化されており、今後のコスト抑制が期待される。実際、2025/3期の決算では、2024/9期までとは異なるコストの増減パターンが確認されており、財務面でのガバナンスが強化されていることが示唆されている。

コストマネジメントの変化（営業利益の増減分析）



出所：同社IR資料よりSIR作成

2025年5月13日の決算発表で2026/3期の業績予想が大幅な増益となったことを受け、同社株価はストップ高を記録した。大口顧客向け売上の回復や高付加価値案件へのシフトが利益を押し上げると期待されている。同時に、同社が進めている人的資本の強化やレスターとの連携によるシナジー効果の創出、さらにコストマネジメントの徹底といった施策が企業価値向上のストーリーを着実に進展させている。これらの取り組みは、成長の基盤を強固なものとしている。

とはいえ、株式市場の評価をさらに高め、持続的な企業価値向上を実現するためには、重要なカタリストの出現が求められる。

- 1) レスターを参考に、同社が主要子会社を吸収合併し、グループ内シナジーを創出すること
- 2) 2027/3期中期経営計画達成に向けて、今後の販管費縮減計画など具体的な意思表示を行うこと

これらの要素が市場の評価を押し上げる鍵となるだろう。

こうした施策が着実に進展することで、同社が掲げる成長戦略の実現に向けた取り組みは、株式市場での評価向上に直結する可能性が高まる。そのポテンシャルが株価に反映される日も近いと期待される。

Appendix

損益計算書

決算期 (百万円, %)	2021/09期 通期	2022/09期 通期	2023/09期 通期	2024/09期 通期	2025/03期 通期	2026/03期 会社予想
売上高合計	21,249	25,170	28,491	25,085	13,278	28,200
売上原価合計	15,555	18,830	21,556	19,348	10,195	
売上原価	15,555	18,830	21,556	19,348	10,195	
売上総利益	5,693	6,340	6,935	5,737	3,083	
売上総利益率	26.8	25.2	24.3	22.9	23.2	
販売費及び一般管理費	4,519	4,895	5,225	4,682	2,403	
営業利益	1,174	1,445	1,710	1,055	680	2,100
営業利益率	5.5	5.7	6.0	4.2	5.1	7.4
営業外収益	88	119	81	79	21	
受取利息配当金	30	43	26	24	8	
営業外費用	53	15	16	155	3	
支払利息割引料	22	9	8	6	2	
経常利益	1,209	1,549	1,775	978	698	2,100
経常利益率	5.7	6.2	6.2	3.9	5.3	7.4
特別損益	3	-374	158	367	-57	
特別利益	11		303	419		
特別損失	8	374	145	52	57	
税金等調整前当期純利益	1,212	1,175	1,932	1,345	641	
税引前利益率	5.7	4.7	6.8	5.4	4.8	
法人税等	498	358	835	507	146	
法人税等 - 当期分	421	423	804	423	243	
法人税等調整額 - 繰延分	77	-65	31	85	-97	
親会社株主に帰属する当期純利益	670	643	1,008	818	489	1,250
当期純利益	714	817	1,097	838	495	
非支配株主に帰属する当期純利益	44	174	89	21	6	
親会社株主に帰属する当期純利益率	3.2	2.6	3.5	3.3	3.7	4.4

出所：SPEEDAよりSIR作成

注：会計基準の異なる企業との比較を容易にするため、ユーザベース社作成の標準化データを記載している。
そのため、項目名と数値データが会社開示のものと異なることがある。

貸借対照表

(百万円)	2021/09期	2022/09期	2023/09期	2024/09期	2025/03期
資産合計	17,391	16,916	17,628	15,503	15,900
流動資産	11,198	11,206	12,506	11,667	12,123
現金同等物及び短期性有価証券	3,310	2,630	4,108	3,966	4,085
売上債権	4,314	4,779	4,752	4,238	4,451
受取手形		50	41	4	36
その他短期金融資産	1771	1345	1,699	1,413	1,667
棚卸資産	1,292	1,628	1,348	1,179	1,164
製品・商品	225	280	199	195	
その他棚卸資産	1,067	1,348	1,148	984	1,164
固定資産	6,193	5,710	5,121	3,835	3,776
有形固定資産	947	952	855	853	830
無形固定資産	2,494	2,262	1,847	1,690	1,608
のれん	2,299	2,151	1,780	1,598	1,508
投資その他の資産	2,753	2,495	2,418	1,292	1,339
投資有価証券(関係会社含む)	1,403	1,123	1,221	230	206
投資有価証券	1,403	1,123	1,221	230	206
繰延税金資産 - 固定	300	402	298	247	297
負債合計	9,441	8,541	8,529	6,252	6,448
流動負債	6,505	6,509	6,998	5,096	5,439
買入債務	2,787	2,979	2,985	2,189	2,521
未払金・未払費用	567	506	513	408	359
一年内返済の長期借入債務	870	874	835	391	196
一年内返済の長期借入金	870	874	805	361	166
一年内償還社債			30	30	30
前受金		921	1,190	959	911
資産除去債務 - 流動	19		13		
固定負債	2,936	2,032	1,531	1,156	1,010
長期借入債務	1,926	1,057	760	369	316
長期借入金（リース債務含む）	1,926	1,057	685	324	286
社債			75	45	30
退職給付/給与引当金	179	145	203	195	171
資産除去債務 - 固定	459	457	480	495	506
純資産合計	7,950	8,374	9,099	9,251	9,452
株主資本等合計	7,476	7,816	8,628	8,813	9,023
株主資本	7,413	7,813	8,517	8,820	9,031
資本金	2,092	2,092	2,092	2,092	2,092
資本剰余金	3,629	3,670	3,668	3,517	3,517
利益剰余金	2,048	2,389	3,076	3,469	3,680
自己株式	-356	-338	-318	-258	-258
評価・換算差額	36	-45	70	-48	-49
その他有価証券評価差額金	-8	-2	140	8	9
新株予約権	28	48	41	42	41
非支配株主持分	474	558	471	438	429

出所：SPEEDAよりSIR作成

注：会計基準の異なる企業との比較を容易にするため、ユーザベース社作成の標準化データを記載している。
そのため、項目名と数値データが会社開示のものと異なることがある。

キャッシュフロー計算書

(百万円)	2021/09期	2022/09期	2023/09期	2024/09期	2025/03期
営業活動によるキャッシュフロー	949	736	2,040	179	641
減価償却費及び正ののれん償却費 - CF	311	391	387	328	164
減価償却費 - CF	156	198	169	147	73
正ののれん償却費 - CF	155	193	218	181	91
有価証券及び投資有価証券評価損益	0	310	139	39	
有価証券及び投資有価証券売却損益			-32	-73	
投資有価証券売却損益			-32	-73	
関係会社株式売却損益			-257	-346	
有形固定資産売却損益	-3	5	6	14	1
利息及び配当金の受取額 - 営業CF	30	43	22	24	3
利息の支払額 - 営業CF	-23	-9	-8	-5	-2
投資活動によるキャッシュフロー	-3,365	-193	259	1,166	14
有価証券及び投資有価証券の取得	-143	-52	-94		
投資有価証券の売却		21	83	171	22
関係会社株式の売却				975	
有形固定資産の取得及び売却	-41	-108	-128	-105	-12
有形固定資産の取得	-43	-108	-128	-105	-12
有形固定資産の売却	2				
無形固定資産の取得及び売却	-22	-37	-66	-62	-24
無形固定資産の取得	-47	-37	-66	-62	-24
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	848	-1,227	-885	-1,428	-537
短期借入による収入					
短期借入金の返済	-200		-20		
長期債務の増加			527		
長期債務の返済	-734	-868	-948	-834	-244
長期借入金の返済	-620	-868	-933	-804	-229
社債の償還	-114		-15	-30	-15
株式の発行	2,077				
株式の償還及び消却	0	0		-200	
支払配当金	-269	-357	-438	-393	-292
現金及び現金同等物に係る換算差額	2	4	3	2	1
現金及び現金同等物の増加額	-1,522	-680	1,417	-81	119
現金及び現金同等物期首残高	4,820	3,298	2,618	4,035	3,954
現金及び現金同等物期末残高	3,298	2,618	4,035	3,954	4,073
フリーキャッシュフロー	-2,416	543	2,299	1,345	655

出所：SPEEDAよりSIR作成

注：会計基準の異なる企業との比較を容易にするため、ユーザベース社作成の標準化データを記載している。
そのため、項目名と数値データが会社開示のものと異なることがある。

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレマー／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