

ホリスティック企業レポート ペイロール 4489 東証グロース

ベーシック・レポート
2022年11月25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 20221122

大規模企業向け給与計算業務のアウトソーシングサービスを展開 標準化された業務プロセスとソフトウェアによるスケールメリットが強み

1. 会社概要

- ・ペイロール (以下、同社) は、給与計算の BPO (ビジネス・プロセス・アウトソーシング) を主たる事業としている。
- ・同社の給与計算業務のアウトソーシングサービスは、給与・定期賞与計算業務に加えて、年末調整補助業務などの季節性業務、身上異動等の人事関連業務、従業員及び各拠点との直接対応など、給与計算の周辺業務もサポートする「フルスコープ型」を特徴としている。

2. 財務面の分析

- ・顧客企業数及び給与計算処理実績人数の増加等を背景に、19/3 期から 22/3 期に掛けての 3 期間において売上収益は年率 7.4% で増加した。税引前利益率は、有利子負債の減少に伴う金融費用の減少等によって、19/3 期の 14.1% から、22/3 期の 16.6% まで 2.5% ポイント改善した。
- ・類似企業との財務指標比較では、売上高営業利益率が上位にある。

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、25 年超にわたって大規模企業 (従業員 1,000 人以上が目安) 向けにフルスコープ型の給与計算業務アウトソーシングを提供する中で蓄積されたプロセス・ノウハウ、実績に基づくブランド、及びこれらの構築をリードする創業者にある。

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、大規模企業向け市場でのオーガニック成長、新たな顧客群の獲得、給与計算の統計分析データの提供の 3 つを成長戦略としている。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、大規模企業向けの給与計算業務のアウトソーシングに関する知的資本と経営戦略を高く評価している。一方、成長戦略に掲げる中規模企業向けサービスや給与計算の統計分析データの提供は、顧客にとっても新たなサービスであり、業績への貢献は未知数である。24/3 期以降にリリース予定の新サービスの動向に注目したい。

アナリスト: 阪東広太郎
+81 (0) 3-6812-2521
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】

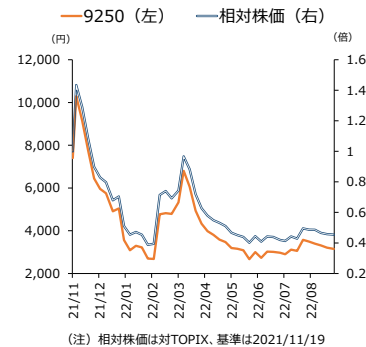
	2022/9/22
株価 (円)	3,150
発行済株式数 (株)	1,309,800
時価総額 (百万円)	4,126

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	25.6	-25.7	71.9
PBR (倍)	5.5	7.1	6.5
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	6か月
リターン (%)	-13.3	12.2	-47.8
対TOPIX (%)	-11.2	9.5	-46.9

【株価チャート】



【4489 ペイロール 業種: 情報・通信業】

決算期	売上収益	前期比	営業利益	前期比	税引前利益	前期比	親会社所有者 帰属当期利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2021/3	7,484	3.2	1,224	6.4	1,152	7.8	758	4.2	43.4	605.8	0.0
2022/3	8,207	9.7	1,416	15.7	1,360	18.1	1,089	43.7	61.1	681.6	5.0
2023/3 CE	8,890	8.3	1,470	3.8	1,413	3.9	970	-11.0	54.0	-	10.0
2023/3 E	8,884	8.2	1,437	1.5	1,375	1.1	944	-13.4	52.6	713.6	10.0
2024/3 E	9,755	9.8	1,637	13.9	1,581	15.0	1,097	16.2	61.1	759.7	15.0
2025/3 E	10,711	9.8	1,976	20.7	1,925	21.8	1,336	21.8	74.4	814.1	20.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。国際会計基準

ベーシック・レポート

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
- － 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

◆ 給与計算の BPO 事業を展開

ペイロール (以下、同社) グループは、給与計算の BPO (ビジネス・プロセス・アウトソーシング) を主たる事業としている。

同社グループの給与計算業務のアウトソーシングサービスは、給与・定期賞与計算業務に加えて、年末調整補助業務や地方税特別徴収補助などの季節性業務、身上異動等への対応といった人事関連業務、従業員及び各拠点との直接対応など、給与計算に関わる様々な周辺業務もサポートする「フルスコープ型アウトソーシング」を特徴としている。

「フルスコープ型アウトソーシング」は、顧客企業の人事部門が担っている給与計算業務を受託することで、顧客企業が工数削減やコア業務への特化を実現できるように支援するサービスである。同社グループは、「フルスコープ型アウトソーシング」を顧客企業に対して、「マネージドサービス」と「クラウドサービス」という2つのサービスを組み合わせて提供している。

「マネージドサービス」については、同社グループは、業務ごとの標準フローや IT システムを構築し、複数顧客からの業務をまとめて処理する専門センター (以下、「BPO センター」) を設置して対応している。BPO センターを活用することで、大量処理や幅広い業務を効率的に実施している。

一般的に自社内で給与計算業務を行う場合、給与担当者の退職や季節性業務による業務負担の増加、企業の成長に合わせた担当部門の増員などにより、「属人化のリスク」や「精度担保のリスク」が発生する。同社グループは、細分化された業務を、顧客企業内の担当者とは別に BPO センターが担うことで、担当者に頼った運用を回避し、かつ精度の高い大量の業務処理を行っている。

BPO センターでは、顧客企業の従業員および各拠点の責任者からの電話・メールでの問い合わせや、各種書類発送・回収・督促を行う業務など、顧客企業の人事部門を介することなく直接対応できる体制を構築しており、手間のかかる業務を同社グループで対応することで、顧客企業の業務効率化に貢献している。

顧客企業の従業員対応業務を BPO センターが手掛ける一方で、顧客企業の人事部門との窓口は同社のプロセス部門が担っている。プロセス部門は顧客企業ごとに複数名の担当者を配置し、顧客企業の人事部門の要望を把握し、BPO センターと連携して給与計算結果を取り纏め、顧客に納品している。

「クラウドサービス」について、同社グループは、パーソナルコンピュータとインターネット環境があればすぐに導入できる Web サービス (e-pay サービス) を提供しており、顧客企業のシステム負担を低減している。e-pay サービスでは、各種計算結果の納品、人事関連情報の管理など、給与計算に関わるサービスを簡単に利用できる形で提供している。

◆ 給与計算業務のアウトソーシングサービス

同社グループは、給与計算業務のアウトソーシングサービスとして、運用サービスと初期導入・仕様変更サービスを提供している。

運用サービスとして、給与・定期賞与計算、年末調整補助、地方税特別徴収補助サービスを基本サービスとして、付随する各種オプションサービスを提供している (図表 1)。

初期導入・仕様変更サービスとして、顧客企業へ業務改善提案を行っている。業務改善提案によって顧客企業の作業を削減することや、同社の業務フローやシステムへの標準化を企図することで、顧客及び同社グループの工数を削減している。

【 図表 1 】 給与計算業務アウトソーシングサービスの内容

サービス名	サービス内容
給与計算サービス	顧客企業ごとの給与規程に合わせた設定を行い、規程に基づく日割り額、通勤費、遡及等が可能な月次給与計算、賞与計算を実現する また、顧客の従業員に対して、直接、年末調整に必要な書類一式の発送・回収・内容チェック・問い合わせ対応等の業務を行う
給与計算オプションサービス	就業計算、仕訳計算、退職金計算など、給与計算に関わる業務を受託する
福利厚生窓口サービス	生損保、財形の窓口業務など、顧客企業の福利厚生に関わる業務を受託する
直接対応サービス	顧客企業の従業員又は店舗 (店長)・拠点 (拠点長) からの各種問い合わせへの対応、書類・データの授受、給与証明書等の発行を、顧客企業の人事部門を介さず行う

(出所) ペイロール有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

◆ マイナンバー管理サービス

同社グループは、運用サービスの一環として、マイナンバーの保管・管理・削除に伴う業務負担、情報漏洩リスクを軽減するサービスを顧客企業に提供している。

本サービスにより、顧客企業は、申請書の授受やシステム改修などの業務プロセスの煩雑化を回避することが可能になる。

> ビジネスモデル

◆ 顧客の構成と獲得経路

同社グループの顧客の企業規模は、従業員数 1,000 人以上の大規模企業がほとんどである。日本マクドナルド(東京都新宿区)やコンビニエンスストアチェーンなど従業員数が 10 万人を超える企業を顧客としていることもあり、従業員数 1 万人以上の企業の従業員が給与計算処理実績人数の過半を占めている。売上収益全体に占める上位 5 社の売上収益は約 13% (22/3 期) に達する。従業員数が特に多い顧客はパート社員の割合が多い事に加えて、ボリュームディスカウントも大きいいため、給与計算処理実績人数の構成比に比べて売上収益の構成比は小さくなる。

顧客の業態別の 22/3 期末時点の給与計算処理人数は製造業 33.5%、サービス業 23.8%、流通・飲食・宿泊業 15.8%、金融・保険業 7.3%、官公庁・教育 5.8%、情報通信業 8.5%となっている。同社の顧客の特徴としては、従業員数が多い事に加え、多様な勤務形態を採用していたり、拠点が全国に分散していたり、人材の入れ替わりが多く、給与計算業務が周辺業務も含めて幅広く、複雑で工数がかかる先が多いようである。

顧客獲得の経路は、顧客からの問い合わせに対応するかたちが大半である。既存の給与計算システムの入替えタイミングにある企業が、システムの入替えだけでなく、給与計算業務のアウトソーシングを検討する際に、同社グループへ問い合わせが来るようである。顧客企業の窓口は人事部門が大半である。同社は大規模企業の人事部門において知名度が高く、アウトソーシング先の候補として挙がる事が多く、同社の Web ページ等を経由して問い合わせが来る場合が多いようである。

顧客の問い合わせから受注までの期間は約 4、5 カ月である。受注後から運用開始までは早くても 6 カ月程度だが、大型かつ複雑な案件の場合には 1 年を超える場合もあるようである。

同社グループの顧客企業数および給与計算処理実績人数は、創業以来、

増加傾向にあり、22/3 期末の顧客企業数は 260 社、給与計算処理実績人数は 102 万人である。

◆ サービスの提供体制

同社グループは、東京 1 拠点、北海道 2 拠点（札幌 1 拠点、江別 1 拠点）、長崎 1 拠点、高松 1 拠点の合計 5 拠点からサービスを提供している。サービス導入は東京、札幌、長崎、顧客企業の人事部門との窓口は東京、札幌、各種書類の発送・回収・督促業務や顧客企業の従業員から問い合わせ対応は江別、長崎、高松で行っている。BCP（事業継続計画）の観点から、同一業務について複数拠点で展開している。

22/3 期末の同社グループの従業員の配置は、プロセス約 230 名、BPO センター約 90 名、初期導入・仕様変更（セットアップ部門）約 140 名、IT システム約 30 名、営業約 20 名、管理部門約 40 名である。上記に加えて、主に BPO センターで、第 4 四半期に集中する年末調整補助業務に対応する等の目的でパート社員を雇用しており、22/3 期においては 1 日 8 時間換算で 383 名を臨時雇用している。

同社の従業員は、顧客企業の人事部門の窓口となるプロセス部門及び、顧客の給与計算業務を把握し、同社の共通業務フローやシステムへの落とし込みを担うセットアップ部門を中心とした人員配置となっている。

営業部門の人員数が相対的に少ないのは、導入確度の高い顧客からの問合せへの対応が活動の中心のためである。システム部門の人員数が相対的に少ないのは、システム開発の企画と外注先のマネジメントが主たる業務のためである。システムの開発・保守業務やデータセンターの管理等は主にデータセンター・クラウドサービスプロバイダーであるアイネット（9600 東証プライム）に外注している。

BPO 部門の従業員の主な役割は BPO センターのパート社員のマネジメントであり、パート社員の増加に応じて増加する。BPO センターにおいて夜間等を中心にパート社員が不足しているため、派遣社員が増加傾向にあるようである。

◆ プロセス標準化・給与計算ソフトウェアによるスケールメリット

同社グループによると、大手企業がアウトソース先を選定する際に同業他社と比較されるケースは少ないようである。大手企業が給与計算業務のアウトソーシング事業者を求める要件である、自社基幹システムとの連携可能性、広範なサービススコープ、高度なセキュリティ・BCP、大量データの処理体制といった点を満足する企業は少ないようである。また、同業他社と比較された場合でも、コスト面で同社グル

(注1) 月平均解約率は、(当期喪失顧客 ARR ÷ (前期末既存顧客 ARR + 当期新規稼働顧客 ARR)) ÷ 経過月数で算出される。

ARR とは、Annual Recurring Revenue の略称であり、1年間の継続的な取引により計上される売上収益を指す。

喪失顧客 ARR とは、契約終了を迎えた顧客の ARR を指す。

既存顧客 ARR とは、稼働済みの案件の「1年間で発生する売上収益(ランニングフィーのみ)の見込額(年換算の受注高)」を指す

新規稼働顧客 ARR とは、新規稼働した案件の「1年間で発生する売上収益(ランニングフィーのみ)の見込額(年換算の受注高)」を指す。

(注2) 初期導入売上収益とは、給与計算処理の稼働に向けたイニシャルフィー。顧客毎に契約年数によって按分された金額が稼働月に月々計上される。

(注3) P3 運用売上収益とは、新システム(クラウド)によるランニングフィー。月例売上および季節性の売上高が含まれる。新規稼働の顧客は当システムにて稼働す

(注4) SEP 運用売上収益とは、旧システム(ASP)によるランニングフィー。月例売上および季節性売上が含まれる。

ープに優位性があるようである。運用サービス開始後は、競合先が少ない事に加えて、顧客満足度が高いことから、月平均解約率^{注1}は22/3期において0.28%と低水準にある。

同社グループの運用サービスの品質・コスト等が模倣困難である要因として、顧客企業における共通業務を標準化し、まとめて処理できる体制を構築していることや複雑な給与計算に対応可能なソフトウェアを保有することによるスケールメリットが挙げられる。

同社グループは、給与計算業務を受託する際に、顧客の業務をそのまま受託するのではなく、同社の標準プロセスに変更した上で受託している。標準化によって、複数企業の業務をまとめて処理することで業務の効率化、処理精度の向上を実現している。標準プロセスは業務ごとに細分化されており、未経験のパート社員であっても数日の研修で戦力化が可能である。

同社グループは、多数の業態における複雑な給与計算にも対応可能な給与計算ソフトウェアを保有しており、顧客毎のソフトウェア開発が不要なため、給与計算処理人数の増加にしたがって、1人当たりの処理コストが低下する構造にある。

◆ 収益モデル

同社グループはBPO事業の単一セグメントだが、売上収益はサービス別に給料計算関連サービスと年末調整補助業務に分けて開示されている(図表2)。22/3期における売上収益は、給料計算関連サービスが7,149百万円、年末調整補助業務が1,058百万円であり、給料計算関連サービスが売上収益の87.1%を占めている。

また、同社は決算説明資料等において給料計算関連サービスと年末調整補助業務の売上収益の内訳を開示している。22/3期における給料計算関連サービスの売上収益は、初期導入売上収益^{注2}539百万円、P3運用売上収益^{注3}31,555百万円、SEP運用売上収益^{注4}4,693百万円、その他(仕様変更に関する売上収益)362百万円である。SEP運用売上収益が前期比5.6%減少しているのは、主にSEP(旧システム)を利用する顧客がP3(新システム)に切り替えたことに起因している。

年末調整補助業務については、単独年末調整補助業務に関する売上収益を開示している。単独年末補助調整業務とは、給与計算を受託していない企業に対して年末調整補助だけを提供するサービスであり、利益面の貢献に加えて、フルスコープ型の給与計算業務アウトソーシングの受託に繋げることも狙っている。22/3期における単独年末調整補助業務の売上収益は約3億円である。

【 図表 2 】 サービス別売上収益の推移

	20/3期	21/3期	22/3期		前期比 (%)
	金額 (百万円)	金額 (百万円)	金額 (百万円)	割合 (%)	
給与計算関連サービス	6,300	6,528	7,149	87.1	9.5
初期導入売上収益	360	313	539	6.6	72.2
P3運用売上収益	555	996	1,555	18.9	56.1
SEP運用売上収益	5,152	4,973	4,693	57.2	-5.6
その他	233	246	362	4.4	47.4
年末調整補助業務	951	956	1,058	12.9	10.6
単独年末補助調整業務	200	200	300	3.7	50.0
給与計算関連サービスの顧客向け	751	756	758	9.2	0.2
売上収益合計	7,252	7,484	8,207	100.0	9.7
ストック型売上収益	6,458	6,725	7,006	85.4	4.2

- (注) 1.その他は、給与計算関連サービスから初期導入売上収益と P3 運用売上収益、SEP 運用売上収益を控除して算出
 2.給与計算関連サービスの顧客向けは、年末調整補助業務から単独年末調整補助業務を控除して算出
 3.ストック型売上収益は、P3 運用売上収益と SEP 運用売上収益、給与計算関連サービスの顧客向けの合計値
 4.単独年末調整補助業務の 22/3 期、21/3 期、22/3 期の売上収益は会社が公表している概数
 (出所) ペイロール有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は上記の内、P3 運用売上収益、SEP 運用売上収益、給与計算関連サービスとセットで提供する年末調整補助業務の売上収益をストック型の売上収益と位置付けている。22/3 期におけるストック型の売上収益の構成比は 85.4%である。

同社はストック型売上収益の積み上げを重視しており、新規受注 ARR、新規稼働顧客 ARR 及び月平均解約率を重要な経営指標としている。22/3 期においては、新規受注 ARR ^{注5}660 百万円、新規稼働顧客 ARR554 百万円、月平均解約率 0.28%であった。

(注5) 新規受注 ARR とは、新規受注した案件の「1 年間で発生する売上収益(ランニングフィーのみ)の見込額(年換算の受注高)を指す。

ストック型の売上収益に関して、同社グループは給与計算処理人数に応じた費用を顧客から受け取っている。処理人数当たりの年間単価は、業務スコープさによって変動するが、正社員が約 1.3 万円/人、パート社員が約 0.7 万円/人を基本として、処理人数に応じたボリュームディスカウントを付与している。契約期間は 3 年が大半である。

初期導入の売上収益に関しては、顧客企業の従業員数や受託する業務スコープ等に応じて案件ごとに決まるが、数百万円程度のことが多い様である。導入期間は案件によるが、半年から 1 年程度のことが多いようである。仕様変更の売上収益に関しても案件ごとによって決まるが、同社の業務負荷が相対的に低い事もあって、初期導入と比較して低い様である。

◆ 費用構造

同社の売上原価は、主に BPO センター及びプロセス部門、セットアップ部門、システム部門の従業員及びパート社員の人件費である従業員給付費用、BPO センターにおける派遣社員に関する派遣費、ソフトウェアや使用権資産等に関する減価償却費及び償却費、主にデータセンターの利用料である支払手数料等で構成されている。

22/3 期の売上原価率は 70.8%であるが、売上収益に対する比率は、従業員給付費用が 41.7%、派遣費が 3.8%、減価償却費及び償却費が 13.2%、支払手数料が 6.7%であった。労働集約型の事業構造であるが、ソフトウェアや BPO センターへの投資が継続的に必要となる設備集約型の特徴も併せ持っている。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は 1,189 百万円であった。主要項目別では、従業員給付費用 590 百万円、支払手数料 155 百万円、採用費 111 百万円、租税公課 72 百万円であり、固定費が主体となっている。

> 業界環境と競合**◆ 大企業向け給与計算業務アウトソーシング市場で高シェア**

矢野経済研究所が 19 年 7 月 30 日に公表した「人事・総務関連業務のアウトソーシングビジネス調査レポート 2019」によると、給与計算アウトソーシングの市場規模は 11 年度の 2,290 億円から 18 年度の 3,200 億円まで年率 4.9%で成長した。日系企業における人事担当者の定年退職増加や、16 年 1 月からのマイナンバー利用開始により、業務の複雑化や情報セキュリティの観点から、給与計算業務のアウトソーシングが進んだ。

総務省が 15 年 11 月に公表した「平成 26 年経済センサス・基礎調査」によると、従業員数が 1,000 人以上の企業は 4,161 社あり、従業員数は 1,491 万人である。同社の推定によると、これらの 1,491 万人の従業員のうち約 12%について給与計算業務がアウトソーシングされている。同社はこれらのアウトソーシングされている給与計算業務に関して、従業員数ベースでのシェアが 55%と高い水準にある。

上述したように、同社グループがターゲットとする従業員 1,000 人以上の大規模企業が給与計算業務アウトソーシングを導入する際には、同業他社と比較されるケースは少ないようであるが、顧客先で比較される先としては、ビジネスブレイン太田昭和 (9658 東証プライム) やエコミック (3802 東証スタンダード)、JOE (東京都江東区)、エイチアールワン (東京都中央区) 等が挙げられる。これらの競合先と比較して同社の業務スコープが広いため処理人数 1 人当たりの単価は

高くなるが、特に給与計算業務に関連した人員数を低減するニーズが強い場合には、同社が選ばれるようである。

大手企業が給与計算業務のアウトソーシングの採否を検討する際に、給与計算ソフトウェアを自社で導入して運用することと比較されることが多いため、給与計算ソフトウェアを主要な競合先と認識している。同社の顧客候補となるような先は、Works Human Intelligence (東京都港区) の「COMPANY」や電通国際情報サービス (4812 東証プライム) の「POSITIVE」、オービック (4684 東証プライム) の「給与奉行」を使っているケースが多い様である。

◆ 従業員 1,000 人前後の企業向けで SaaS 事業者との競合が増加

同社によると、近年、従業員数 1,000 人前後の企業において人事・労務関連 SaaS 事業を展開する SmartHR (東京都港区) を中心とした給与計算ソフトウェア事業者と給与計算 BPO 事業を手掛ける事業者の連合と競合する機会が増えているとのことである。SmartHR は従業員からの情報取得を担い、BPO 事業者が顧客の指定・導入する給与計算システムを活用して給与計算業務やその周辺業務を担っている。

SmartHR は年末調整や人事関連の申請・承認の際の使い勝手の良さが顧客企業の従業員から高く評価され、選ばれているようである。同社によると、従業員が 3,000 人以上の大規模かつ人事制度が複雑な企業では、実績等を重視するため SmartHR と競合するケースは少ないようである。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 97 年から給与計算受託業務を開始

同社の創業者であり、現代表取締役社長である湯浅哲也氏は、東芝情報機器 (現 Dynabook) での勤務を経て、個人事業主向けの記帳代行業務の受託を目的として、89 年 4 月にコンフィデンスサービス (旧株式会社ペイロール) を設立した。事業が軌道に乗るなか、湯浅氏は 97 年に米国の Automatic Data Processing を訪問した際に、給与計算業務のアウトソーシング業務に魅力を感じ、97 年 4 月に給与計算業務アウトソーシングサービスを開始した。

◆ 99 年に給与計算受託業務を初めて受注

同社は 97 年 4 月に給与計算業務のアウトソーシングサービスを開始したが、約 2 年間は案件を受注することができなかった。同社によると、当時の同社は給与計算のアウトソーシングに関する実績が無く、ターゲットとしていた国内の大規模企業から信頼を得る事が難しかったようである。

99年5月にインテリジェンス(現パーソルキャリア)が同社の筆頭株主となってから、受注が進んだ。インテリジェンスが同社の筆頭株主になるタイミングで、給与計算のアウトソーシング業務に特化し、個人事業主向けの記帳代行業務はエフアンドエム(4771 東証スタンダード)に譲渡した。

99年からの数年間は、外資系企業の日本法人が同社の主要顧客となった。外資系企業は欧米拠点で給与計算業務のアウトソーシングを既に実施しており、日本法人も人事部門の効率化を求められる中で、業務スキルの広い同社が選ばれたようである。一方、業績については、フルスコープ型のアウトソーシングについて同社でも業務フローやシステムの標準化が進んでいない事、効率性が低かった事等もあり、経常損失を計上していた。

その後、インテリジェンスの経営方針の変更等を受けて、01年12月にパソナ(現パソナグループ)が同社の筆頭株主となり、02年3月にはADP NEDERLANDが同社に資本参画し、パソナ・エーディーピー・ペイロールに商号を変更した。

◆日本マクドナルドからの受託を契機に大手企業からの受注が増加

08年1月には香港のプライベート・エクイティ・ファンドであるBearing Private Equity Asia III Holdingsが同社の筆頭株主となり、08年2月にペイロールに商号を変更した。

また、08年に、同社は日本マクドナルドから従業員数10万人以上を対象に、本社だけでなく店舗における給与計算関連の業務もスコープにしたアウトソーシングを受注した。同社は、07年頃に日本マクドナルドで課題となっていた過去数年間分のアルバイト給与の再計算に係る業務を手掛ける事で信頼を獲得した。日本マクドナルドのような大型案件を受託したことで、多くの日本企業からも実績を認知され、商談や受注が増加したようである。

◆09年にBPOセンターを開設、18年に新基幹システムを導入

09年4月には、北海道江別市に北海道BPOセンターを開設し、顧客企業の従業員向けコールセンターや証明書等印刷・発送・入力業務、年末調整補助業務等の人が行うオペレーション業務を集約した。

同社はフルスコープ型の給与計算アウトソーシング業務の実績を積み上げる中で、個別性が高いとされる給与計算業務にも共通事項があることを見出し、業務プロセスやシステムの共通化を進めていた。同社は、人が行うオペレーションを北海道BPOセンターに集約し、処

理人数の増加に対応できる体制を構築した。

その後、同社は事業規模の拡大に伴い、14年9月には北海道プロセスセンター、16年6月には北海道セットアップセンター、19年7月には長崎 BPO センター、21年7月には高松 BPO センターを開設した。なお、北海道プロセスセンターと北海道セットアップセンターは21年8月に札幌 BPO センターに統合された。

同社は、顧客企業の従業員によるデータ入力の効率化や、顧客企業の人事と同社のデータ授受の効率化等を目的として、13年に新基幹システム (P3) 開発を開始した。18年7月より新規顧客を中心として P3 での給与計算業務を提供している。

◆ 21年にマザーズ市場に上場

同社の筆頭株主は、13年4月にジャフコグループ (8595 東証プライム) が運用受託するファンドに変わり、17年6月にはクレアシオン・キャピタル (東京都港区) が運用受託するファンドへと変わった。21年6月、同社は東京証券取引所マザーズ市場に上場し、22年4月に市場区分の見直しにより、グロース市場に移行した。

◆ 経営理念

同社グループは、顧客企業の人事・労務関連の必要不可欠な業務を支え続けることで、企業社会を根底から支える基盤、つまり「ソフトインフラ」としての役割を担う事を理念としている。

同社は、社会的使命として、「私たちは給与計算業務のプロフェッショナルとして、『お客様に気持ちよくサービスを受けていただく』を第一に考え、専門性・安全性・確実性、さらに効率性を徹底的に追求し、開発した『サービス』を提供することで企業の存在基盤を支える [ソフトインフラ]としての役割を担っていきます。さらに時代と経営環境の変化への対応とサービス精度向上の為に『サービス』を進化・成長させ、提供し続けることで企業社会の基盤を担う強固な [ソフトインフラ]としての使命を全うしていきます。」を掲げている。また、企業ビジョンとして「お客様が安心して共同で活用できるサービスを提供する『ソフトインフラ企業』として進化・成長し続けていきます。」を掲げている。

◆ 株主

22/3 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 3 の通りである。22年3月末時点において、クレアシオン・キャピタルが運用受託する Pacific 戦略投資 1 号投資事業有限責任組合、Pacific グロース投資事業責任、Pacific グロース 3 号投資事業有限責任組合、Pacific

プリンシパル投資事業有限責任組合、Pacific2号投資事業有限責任組合の合計株数が、発行済株式総数の47.78%に達している。その他の株主には、データセンター・クラウドサービスプロバイダーであり、同社の取引先であるアイネット、代表取締役社長の湯浅氏、同社の従業員持株会等が名を連ね、代株主上位10名の保有比率は67.2%となっている。

【 図表 3 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	22年3月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
Pacific戦略投資1号投資事業有限責任組合	3,816,600	21.2%	1	
Pacific グロース投資事業有限責任組合	1,368,200	7.6%	2	
Pacific グロース3号投資事業有限責任組合	1,280,000	7.1%	3	
Pacific プリンシパル投資事業有限責任組合	1,250,000	7.0%	4	
株式会社アイネット	1,000,000	5.6%	5	
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	878,300	4.9%	6	
Pacific 2号投資事業有限責任組合	868,900	4.8%	7	
湯浅 哲也	650,500	3.6%	8	代表取締役社長
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	489,600	2.7%	9	
ペイロール従業員持株会	477,503	2.7%	10	
(大株主上位10位)	12,079,603	67.2%	-	
発行済株式総数	17,964,200	100.0%	-	

(出所) ペイロール 22/3 期有価証券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、14/3期から17/11期までの同社の前身企業である旧株式会社ペイロールの業績、18/3期以降の同社単体の業績、19/3期以降の連結業績が開示されている(図表4)。

売上収益については、顧客企業数及び給与計算処理実績人数の増加等を背景に、19/3期から22/3期に掛けての3期間において年率7.4%で増加した。税引前利益率は、有利子負債の減少に伴う金融費用の減少等によって、19/3期の14.1%から、22/3期の16.6%まで2.5%ポイント改善した。

【図表4】ペイロールの業績推移

(単位:百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期
売上収益	4,481	5,456	5,979	6,363	6,629	7,252	7,484	8,207
売上総利益	—	—	—	—	2,076	2,087	2,120	2,396
売上総利益率	—	—	—	—	31.3%	28.8%	28.3%	29.2%
販売費及び一般管理費	—	—	—	—	909	951	965	1,189
販管費率	—	—	—	—	13.7%	13.1%	12.9%	14.5%
その他の収益	—	—	—	—	11	15	70	210
その他の費用	—	—	—	—	28	0	0	1
営業利益	—	—	—	—	1,150	1,151	1,224	1,416
営業利益率	—	—	—	—	17.4%	15.9%	16.4%	17.3%
税引前利益	—	—	—	—	934	1,069	1,152	1,360
税引前利益率	—	—	—	—	14.1%	14.7%	15.4%	16.6%
親会社の所有者に帰属する当期利益	123	157	422	-149	649	727	758	1,089
従業員数(期末、名)	413	419	458	460	448	478	518	561

(注) 15/3期から17/3期は旧株式会社ペイロールの業績、18/3期は同社単体ベースと旧株式会社ペイロールの合算、19/3期以降は連結ベース、18/3期までは日本基準、19/3期以降は国際会計基準
(出所) ペイロール有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 22年3月期決算は前期比9.7%増収、15.7%営業増益

22/3期決算は、売上収益が前期比9.7%増の8,207百万円、営業利益が同15.7%増の1,416百万円、税引前利益が同18.1%増の1,360百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益が同43.7%増の1,089百万円となった(図表5)。

売上収益は、給与計算関連サービスの新規稼働および単独年末調整補助業務の増加によって、前期比9.7%増の8,207百万円となった。給与計算関連サービスについては、月平均解約率が前期の0.14%から0.28%へと悪化したものの、前期稼働顧客からの売上収益の増加などが補うことで増収となった。

単独年末調整補助業務の売上収益は、21年7月に高松BPOセンター

を開設した事によって受注キャパシティが拡大したことに伴い、前期の約2億円から約3億円へと1億円増加した。

【 図表 5 】 22 年 3 月 期 業 績

(単位：百万円)

	21/3期 通期	22/3期					通期	増減率
		1Q	2Q	3Q	4Q			
売上収益	7,484	1,780	1,724	1,782	2,920	8,207	9.7%	
売上原価	5,364	1,322	1,335	1,250	1,903	5,811	0.0%	
売上総利益	2,120	458	389	531	1,017	2,396	13.0%	
売上総利益率	28.3%	25.7%	22.6%	29.8%	34.8%	29.2%	-	
販売費及び一般管理費	965	267	593	309	285	1,189	23.2%	
販管費率	12.9%	15.5%	16.9%	17.4%	9.8%	14.5%	-	
その他の収益	70	71	72	127	10	210	3.0x	
その他の費用	0	0	1	0	0	1	-	
営業利益	1,224	192	324	350	742	1,416	15.7%	
営業利益率	16.4%	11.2%	9.3%	19.6%	25.4%	17.3%	-	
税引前利益	1,152	178	297	335	728	1,360	18.1%	
税引前利益率	15.4%	10.4%	8.5%	18.8%	24.9%	16.6%	-	
親会社の所有者に帰属する当期(四半期)利益	758	122	307	231	550	1,089	43.7%	

(注) 1Q、2Q、3Qは、監査法人によるレビューを受けていないため、参考数値

(出所) ペイロール有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率は増収効果によって、前期の28.3%から29.2%に0.9%ポイント改善した。給与計算処理実績人数や初期導入案件の増加を受けた人員増加に伴い、従業員給付費用が前期比8.0%、派遣費が同31.5%増加したものの、売上収益に対する従業員給付費用と派遣費を合計した比率は前期の45.5%から45.4%へと横ばいで推移した。

一方、業容拡大に伴う営業部門や管理部門の人員増による従業員給付費用の増加(前期比62百万円増)や人員確保等による採用費(同39百万円増)の増加、外形標準課税の適用に伴う租税公課の増加(同60百万円)等により、販管費は前期比23.2%増の1,189百万円となった。販管費の伸びが増収率を上回ったため、販管費率は前期の12.9%から14.5%へ1.6%ポイント上昇した。

その他の収益は、給与計算システムの一部を売却したことによって前期比3.0倍の210百万円となった。以上より、営業利益は同15.7%増の1,416百万円、営業利益率は前期の16.4%から17.3%へ0.9%ポイント改善した。

税引前利益は、営業利益率の改善に加えて、負債残高の減少に伴う支払利息の減少等によって、金融費用が前期比で15百万円減少した事などで、同18.1%増の1,089百万円となった。

上場に際して行われた公募増資により資本金が前期の 100 百万円から 390 百万円へと増加した事に伴い、外形標準課税の対象となったため、税率変更により繰延税金負債の取り崩しが生じたことで法人所得税費用が減少したため、親会社の所有者に帰属する当期利益は同 43.7%増の 1,089 百万円となった。

◆ 売上高及び営業利益は計画未達

上場日である 21 年 6 月 22 日に公表された 22/3 期計画に対する達成率は、売上収益が 95.8%、営業利益が 94.3%であった。

サービス別の売上収益の達成率については、給与計算関連サービスが 96.1%、年末調整補助業務が 93.5%であった。給与計算関連サービスでは、顧客規模の大型化と受託業務範囲の拡大により初期導入の難易度が上がったことによる新規稼働の遅れや新型コロナウイルス感染症拡大の影響によって既存顧客における給与計算処理実績人数が減少したことで計画を下回った。営業利益についても、売上収益の未達及び、その影響で売上総利益率が想定を下回った事などから、計画を下回った。

◆ 23 年 3 月期上期決算

23/3 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）の業績は、売上収益 3,803 百万円（前年同期比 8.5%増）、営業利益 507 百万円（同 56.2%増）、税引前利益 479 百万円（同 61.4%増）、親会社の所有者に帰属する四半期利益 329 百万円（同 7.0%増）であった（図表 6）。

【 図表 6 】 23 年 3 月期上期の業績

(単位：百万円)

	22/3期			23/3期			増減率
	上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	
売上収益	3,505	4,702	8,207	1,957	1,846	3,803	8.5%
売上原価	2,657	3,153	5,811	1,412	1,288	2,701	1.7%
売上総利益	847	1,549	2,396	544	557	1,101	29.9%
売上総利益率	24.2%	32.9%	29.2%	27.8%	30.2%	29.0%	-
販売費及び一般管理費	593	595	1,189	342	281	624	5.1%
販管費率	16.9%	12.7%	14.5%	17.5%	15.2%	16.4%	-
その他の収益	72	138	210	0	29	30	-58.2%
その他の費用	1	0	1	0	0	0	-
営業利益	324	1,092	1,416	201	305	507	56.2%
営業利益率	9.3%	23.2%	17.3%	10.3%	16.6%	13.3%	-
税引前利益	297	1,063	1,360	187	291	479	61.4%
税引前利益率	8.5%	22.6%	16.6%	9.6%	15.8%	12.6%	-
親会社の所有者に帰属する当期（四半期）利益	307	782	1,089	128	200	329	7.0%

(注) 23/3 期上期は、監査法人によるレビューを受けていないため、22/3 期の上期と下期は参考数値

(出所) ペイロール決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

売上収益については、前期に新規稼働した案件や第1四半期に給与計算関連サービスで大型案件が稼働したこと等によって前期同期比8.5%増の3,803百万円となった。

売上総利益率は、新人事制度による人件費の増加があったものの、増収効果によって前年同期の24.2%から29.0%に4.8%ポイント改善した。販管費は前年同期比5.1%増の624百万円となり、販管費率は増収効果によって、前年同期の16.9%から16.4%に0.5%ポイント改善した。

同社は22年8月12日に、自己株式(上限130,000株、発行済株式総数(自己株式を除く)の0.7%、上限金額100百万円)を8月16日から9月30日までにおいて、市場買付で取得することを公表した。同社は8月29日までに取得金額99百万円、取得株数122,900株に達したとして、8月30日に終了した。

> 他社との比較

◆ 給与計算業務のアウトソーシング事業を展開する企業と比較

同社グループが展開する事業と類似した事業内容を展開する上場企業と財務指標を比較した。具体的には、ペイロール事業を展開するエコミック、給与計算を含む人事業務や経理・財務・総務業務等に関するマネージメントサービス (BPO) 及びコンサルティング・システム開発事業を展開するビジネスブレイン太田昭和である (図表 7)。

規模の違い等により単純比較は難しいが、直近の財務指標に関しては、特に相対的な優位性は見られない。

収益性では、売上高営業利益率は 1 位であるが、自己資本利益率と総資産経常利益率は 3 位である。

成長性では全項目で 3 位、財務の安全性は流動比率及び固定長期適合率で 3 位、自己資本比率が 2 位であり、成長性及び財務の安全性では相対的に劣っている。

規模については、給与計算業務のアウトソーシングに特化しているエコミックに対して同社の数値が全ての項目で上回っている。一方、人事・経理・事務・総務など幅広い業務の BPO 及びコンサルティング・システム開発を展開するビジネスブレイン太田昭和は全ての項目で同社を上回っている。

【 図表 7 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	ペイロール	エコミック	ビジネスブレイン 太田昭和	
	コード 直近決算期	4489 22/3期	3802 22/3期	9658 22/3期	
規模	売上高 (売上収益)	百万円	8,207	1,755	32,345
	経常利益 (税引前利益)	百万円	1,360	187	2,792
	総資産 (資産合計)	百万円	21,837	1,346	28,295
収益性	自己資本利益率 (親会社所有者帰属持分当期利益率)	%	9.5	10.5	15.0
	総資産経常利益率 (資産合計税引前利益率)	%	6.4	15.2	10.9
	売上高 (売上収益) 営業利益率	%	17.3	10.5	8.5
成長性	売上高 (売上収益) (3年平均成長率)	%	7.4	17.7	9.2
	経常 (税引前) 利益 (同上)	%	13.4	22.4	19.1
	総資産 (資産合計) (同上)	%	2.6	22.9	20.6
安全性	自己資本比率 (親会社所有者比率)	%	56.1	84.9	45.6
	流動比率	%	92.7	478.5	212.4
	固定長期適合率	%	101.4	32.7	53.3

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその 3 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、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債) ビジネスブレイン太田昭和の 22/3 期の値は国際会計基準、ペイロール及びビジネスブレイン太田昭和の 3 期前の値は日本基準

(出所) ペイロール及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 共通の業務フローやシステム、ブランドが知的資本の源泉

同社の知的資本を構成する多くの項目は、大規模企業向けの給与計算業務アウトソーシングに関するプロセス・ノウハウ、実績に基づくブランドに関係している(図表8)。

【図表8】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等	
		項目	数値
顧客	<ul style="list-style-type: none"> ・大規模企業からの同社への評価は高く、シェア55%を占める。 ・売上ベースで顧客は比較的分散している。 ・顧客にとって正確性・信頼性が重視される業務がゆえのスイッチングコストの高さ等から、解約率は低位にある。 	・大規模企業向け給与計算業務アウトソーシング市場のシェア	55%
		・顧客分散(売上収益における上位5社の構成比)	約13%
		・月平均解約率	0.28%
ブランド	<ul style="list-style-type: none"> ・97年から積み上げた大規模企業向けの実績、シェアの高さから、大規模企業がアウトソーシングを検討する際には、同社に問い合わせが入る場合が多い。 	・給与処理人数1人当りの単価	正社員1.3万円/年
		・新規顧客の獲得コスト	非開示
		・新規顧客からの年間問い合わせ件数	非開示
事業パートナー	<ul style="list-style-type: none"> ・システム開発・保守はアイネットなど数社に外注している。 ・データセンターの運営・管理はアイネットのみに外注している。 	・フルスコープ型給与計算業務アウトソーシング事業の展開期間	25年
		・システム関連の費用におけるアイネットの構成比	非開示
		・アイネットとの取引継続期間	9年
組織資本	<ul style="list-style-type: none"> ・共通の業務フローやシステムにより、運用業務の生産性は同業他社と比較して高いと推察される。 	・営業生産性(新規受注ARR÷期中平均営業人員数)	非開示
		・初期導入の生産性(新規稼働顧客ARR÷期中セットアップ人員数)	非開示
		・運用の生産性(給与計算処理人数÷期中平均運用人員数)	非開示
知的財産 ノウハウ	<ul style="list-style-type: none"> ・顧客の要望などを踏まえて、共通業務フロー及びシステムの追加・改善が継続的に行われている。 	・システムの新機能・既存機能の年間リリース件数	非開示
		・共通業務フローの追加・改善の年間件数	非開示
		・代表取締役社長の在任年数	33年
人的資本	<ul style="list-style-type: none"> ・湯浅社長は89年の設立以来、同社を経営している。日本におけるフルスコープ型の給与計算業務アウトソーシングの第一人者であり、複数社の業務を踏まえた、同社の共通業務フローやシステムの構築に関する知見・判断力を有する等、同社の知的資本の形成に大きな影響を与えている。 	・代表取締役社長による保有	650,500株(3.62%)
		・代表取締役社長以外の取締役による保有	34,084株(0.19%)
		・役員報酬総額(取締役) ※ 監査等委員、社外取締役は除く	87,678千円
		・サクセッションプラン	あり
		・平均年齢	34.3歳
		・平均勤続年数	3.2年
従業員	<ul style="list-style-type: none"> ・新卒や未経験の中途採用が中心の人員体制。給与計算業務に加えて同社特有の業務に精通する必要があり、柔軟性と学習意欲の高い人材を求めている。 ・若手に任せる社風のため合う人材、合わない人材がはっきりしやすいこと、負荷の高さ等から、離職率は高い様である。 ・セットアップやシステムなど高い専門性や顧客折衝力が求められる部門では、人材採用競争が激化している。 	・平均年間給与	4,725千円
		・臨時従業員数	383人
		・従業員離職率	非開示
		・従業員1人当りの研修予算	非開示
		・従業員持株会	477,503株(2.65%)
		・平均年間給与	4,725千円

(注) KPI等の数値は、特に記載がない限り、22/3期または22/3期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率。

大企業向け給与計算業務アウトソーシング市場のシェアについて、分母である従業員数1,000人以上企業の従業員数は14年7月の調査値であり、分子である同社の給与計算処理実績人数は22/3期末の値である。

(出所) ペイロール有価証券報告書、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社の現在の業績を支えている知的資本は、大規模企業向けの給与計算業務のアウトソーシング事業に関する「共有の業務フローとシステム」(組織資本)、顧客候補からの問い合わせがほぼ確実に入るといふ「ブランド」(関係資本)にある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。

給与計算業務の周辺も含めて「共通の業務フローとシステム」を持つため、幅広い業務スコープを高いコスト競争力で受託しつつ、同社も利益を確保している。また、フルスコープ型の給与計算業務のアウトソーシング第一人者として25年超にわたりサービスを提供している

実績やシェアの高さから、人事部門の間で同社の知名度は高く、顧客候補から問い合わせが入るため、新規顧客の獲得コストを低位に抑えることができていると推察される。

「共通の業務フローとシステム」があることで、BPOセンター業務やプロセス業務に関して、臨時従業員、新卒採用や未経験の中途採用の人材でも短期間で戦力化することを可能にしている。

複数の大規模企業の複雑な給与計算業務から共通部分を見出して、業務フローやシステムに落とし込む判断が、同社が提供するサービスのコスト競争力と品質、ソフトウェアを中心とした投資の効率を左右する。上記判断には顧客の給与計算業務への理解に加えて、同社の業務フローとシステムの双方に精通する必要があるなど多様な知識・経験が求められるため、同社において実質的に代表取締役である湯浅氏を中心に少数の人材が担っており、中長期的にも湯浅氏が同社の知的資本及び業績に与える影響は大きいと当センターでは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、同社の給与計算アウトソーシングサービスが普及することで、社会全体の給与計算コストが低減されることや紙の消費量が減る事等を通じて環境対応に貢献してゆきたいとしている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、地方に拠点を設置し、業務を行う事を通じて、現地での雇用創出に貢献してゆきたいとしている。22年3月末時点で、同社グループの北海道、長崎市及び高松市における雇用者数は社員が300人超、パート社員が最大稼働月で1,200人である。

また、同社は北海道を拠点とするプロバスケットボールチームであるレバンガ北海道のオフィシャルスポンサーを務めており、北海道BPOセンターが位置する北海道江別市の小・中学生向けのバスケットボール教室を開催している。また、江別市にキャンパスのある札幌学院大学や北翔大学における講演会を実施している。

同社は女性管理職の積極的な登用を進めてゆきたいとしている。22年3月末時点における同社グループにおける全管理職に対する女性管理職の割合は35%である。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は監査等委員会設置会社であり、同社の取締役会は取締役13名で構成されており、うち監査等委員3名を含む5名が社外取締役である。

社外取締役の浅野靖成氏は、17年12月に同社の社外取締役に就任した。浅野氏は同社の株式を有する投資ファンドを管轄するクレアシン・キャピタルに所属している。

同じく社外取締役の馬島薫氏は、ノバルティスファーマ等を経て、20年8月に同社の取締役に就任した。

同じく社外取締役の田中亨子氏はアフラック生命保険の法務部部長であり、弁護士でもある。22年6月に同社の取締役に就任した。

同じく社外取締役(監査等委員)の青井博之氏はナブテスコ(6268 東証プライム)の取締役等を経て、18年6月に同社の取締役に就任した。

同じく社外取締役(監査等委員)の堀内雅生氏は18年6月に同社の取締役に就任した。現在はUSEN-NEXT HOLDINGS(9418 東証プライム)の常勤監査役、サイバーエージェント(4751 東証プライム)の社外取締役(監査等委員)、ランディックス(2981 東証グロース)の社外監査役、フォースタートアップス(7089 東証グロース)の社外監査役を兼任しており、同社を含めて2社の社外取締役、1社の常勤監査役、2社の社外監査役を務めている。

同社は、浅野氏を除く社外取締役に關して、東京証券取引所の定めに基づく「独立役員」として同取引所に届け出ている。

同社は、22年1月1日付で任意の指名・報酬諮問委員会を発足した。構成員は取締役3名(うち社外取締役2名)で構成されており、同社の代表取締役社長湯浅哲郎氏が委員長を務め、社外取締役の馬島氏と堀内氏が委員を務めている。本委員会では取締役の選任や代表取締役の選定、解職及び報酬額の原案等を決議し、当該内容を取締役に答申している。

議決権行使助言会社グラス・ルイスが公表している「2022 PROXY PAPER GUIDELINES」によると、グラス・ルイスは監査等委員会設置会社に対し、取締役の3分の1以上を独立役員にすることを推奨しているが、同社の取締役会は本基準を満たしていない。また、グラス・ルイスは、指名委員会等設置会社に対して指名委員会及び報酬委員会の委員長は社外取締役である事を推奨している。同社は監査等委員会設置会社かつ指名・報酬諮問委員会は任意の委員会ではあるものの、社内役員が委員長を務めている。同社は、同社事業に求められる専門性の高さや湯浅氏の同社事業に関する経験・知見の高さから、現在のガバナンス体制を取っていると説明している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 給与計算業務アウトソーシング市場の拡大への対応

給与計算業務アウトソーシング市場は今後も成長が続くことが見込まれている。一方、同社が注力する大規模企業は顧客固有の制度が多く、初期導入や複数顧客横断での共通要素の抽出及び同社の業務フローやシステムの更新の難易度は高く、売上収益の拡大に向けては、初期導入やシステム開発の生産性を維持、向上させながら、給与計算業務アウトソーシング市場の需要増加に対応していくことが、同社にとっての重要課題と言えよう。

◆ 新たな顧客群の獲得

同社グループは、給与計算業務アウトソーシングサービスを提供するため、法改正、雇用・勤怠形態の多様化等、複雑化する日本の給与計算業務に対応可能な体制を整えてきた。その結果、同社グループは、給与計算業務が複雑な大規模企業から受注を獲得してきた。

一方、中長期的に顧客を増加させることを目的として、中規模企業(従業員数 100 人～1,000 人程度を目安) への同社サービスの展開を検討している。大規模企業と比較して、中規模企業では給与計算を担当する人員数が少ないことや、給与計算の担当者が他の業務を兼務している事も多く、同社のフルスコープ型の給与計算業務アウトソーシング導入による人員の低減数は大規模企業と比較して少ない傾向にある。同社は、中規模企業向けのサービスの確立を重要課題として認識している。

> 今後の事業戦略

◆ 3つの戦略軸で成長を目指している

同社は、25/3 期に売上高 10,570 百万円～11,750 百万円、営業利益 1,890 百万円～2,450 百万円の達成を目指す中期経営計画を公表している(図表 9)。

【 図表 9 】 ペイロールの中計経営計画

(単位:百万円)

	22/3期 実績	23/3期		24/3期 計画	25/3期 計画
		計画	増減率		
売上収益	8,207	8,890	8.3%	9,700～ 10,250	10,570～ 11,700
営業利益	1,416	1,470	3.8%	1,670～ 1,900	1,890～ 2,450
EBITDA	2,562	2,700	5.4%	2,930～ 3,160	3,080～ 3,650

(出所) ペイロール決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

(注6) BPaaSとは Business Process as a Service の略称であり、同社がエンタープライズ向け市場で構築した基幹システム (P3) や業務プロセスを中規模企業向けに再構築したものである。

(注7) 受注残 ARR とは、受注済み未稼働案件の「1年間で発生する売上収益(ランニングフィーのみ)の見込額(年換算の受注高)を指す。

同社は、この中期経営計画を達成するための戦略として、1) 大規模企業向け市場におけるオーガニック成長、2) 中規模企業向けの BPaaS^{注6}の開発・提供、3) 既存顧客に給与計算データの統計分析データを提供する Payment HR ダッシュボードの開発・提供を掲げている。

大規模企業向け市場におけるオーガニック成長については、現在同社が得意としている従業員数 1,000 人以上の企業から、給与計算業務のフルスコープ型のアウトソーシングの新規案件を安定的に受注してゆきたいとしている。従来は顧客からの問合せを受けてからの営業が中心であったが、経営層や人事部門向けに給与計算に関連した業務を中心としつつも、人事関連の幅広いテーマでセミナーを開催するなど認知拡大を目指す方針である。

大規模企業向け市場でのオーガニック成長に向けての課題は、初期導入に必要な期間の長さにあると同社は認識している。好調な新規受注及び大型かつ複雑な案件の増加に伴い、同社グループの受注残 ARR^{注7}は過去数年間にわたって 10 億円前後に達しており、セットアップ部門の業務が逼迫している。導入作業を開始するまでに 1 年以上かかる場合もあり、導入を急ぐ顧客等で失注するケースも出ている。

初期導入業務には、顧客固有の給与計算業務を理解する素養に加えて、ペイロールの業務フロー及びシステムの理解、顧客との折衝能力が必要となるため、外部からの即戦力採用は難しく、同社にて実務を通じて育成する必要がある。同社によるとセットアップ業務の人員を戦力化するには 1 年程度はかかるとのことである。

同社は初期導入期間の短縮に向けて、同社の給与計算サービスのメニュー整理を行うことで、顧客の給与計算業務を同社の業務フローやシステムに落とし込む作業の簡素化を進めている。また、初期導入やシステム開発等に適性のある優秀な人材の採用やその定着率を高めるために、23 年 4 月にこれらの職種の給与水準を上げるなど人事制度改革を行った。

中規模企業向けの BPaaS の開発・提供については、中規模企業(従業員数 100 人~1,000 人程度を目安)向けのサービス (BPaaS) を開発・販売してゆきたいとしている。BPaaS の特徴としては、通常は顧客企業の人事担当者が BPaaS 上の給与計算エンジンを自ら利用して給与計算業務を行っているが、担当者が多忙な際や急な休暇の際には、同社のプロセス業務や BPO センター業務を利用することができる点にある。同社は、初期導入についても簡素化を行い、顧客自身が行うことで導入期間・費用を低減し、顧客の導入ハードルを下げてゆきた

いとしている。同社は BPaaS の当初のターゲット顧客として、大規模企業の既存顧客の子会社群 450 社を想定している。同社は、22 年 4 月より BPaaS のサービスメニューの整理を行っており、22/3 期第 4 四半期よりユーザーテストを行う予定である。

Payment HR ダッシュボードについては、同社が保持する給与データ（約 100 万人分）を匿名化し、統計分析データとして顧客に提供するサービスである。同社は、22 年 7 月より試作品を作成し、ユーザーテストを行いながらサービス開発を行っている。24/3 期から顧客への提供開始を予定している。初年度の提供は無料として、2 年目から有償化する事を計画している。

同社の中期経営計画の目標の下限値は、大規模企業向け市場におけるオーガニック成長のみを織り込んでおり、上限値では大規模企業向け市場におけるオーガニック成長に加えて、中規模企業向け BPaaS の提供及び Payment HR ダッシュボードによる成長を織り込んでいる。

◆ 中期財務戦略

同社は、「財務バランスの最適化」と「持続的な成長投資と継続的な株主還元」を中期財務戦略としている。

「財務バランスの最適化」については、安定的な当期利益計上と有利子負債の圧縮によって自己資本比率を改善してゆきたいとしている。

「持続的な成長投資と継続的な株主還元」については、成長事業への積極的投資を優先させつつ、配当性向 8% (22/3 期) から長期目標である 30%程度へ向けて、安定的かつ継続的な増配を目指してゆく方針である。

同社は配当性向 30%程度を達成した段階においては、キャッシュポジション及び ROE 水準と財務レバレッジ状況を総合的に勘案し、更なる企業価値の向上を図るための成長投資に備えるとともに、余剰資金については積極的に配当を行ってゆく方針である。なお、同社は目標とする ROE や自己資本比率については開示していない。

4. 経営戦略の分析

> 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"> 幅広い顧客における給与計算関連業務を標準化した給与計算システム及び業務フロー 多数の大規模企業から給与計算業務を受託してきた実績と認知度 ストック型の収益モデルかつ解約率の低さによって、売上収益が安定していること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> 大規模企業の複雑な給与計算業務を、同社の共通業務フローやシステムに落とし込める人材が限られていること 給与計算業務を担う従業員の少ない企業では、コスト低減幅が限られること 株式取得に係る資金のための借入金に付されている財務制限条項
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> 長時間労働の是正や人事部門の業務注力等を背景とした給与計算業務のアウトソーシング市場の拡大 大規模企業における給与計算業務のアウトソーシングの拡大余地
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> 顧客企業の従業員から評価の高い人事関連SaaS事業者の給与計算業務アウトソーシング市場へのシェア拡大 人材の定着率低下（離職率上昇）の可能性 新型コロナウイルス感染症の拡大による給与計算人数の減少や新規顧客の稼働開始の遅れ

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 大規模企業向けに構築してきたプロセスやブランドを高く評価

同社は、給与計算業務のアウトソーシングサービスを開始した際、業務スコープが広く、顧客個社の仕組みがあるため、同業他社が扱いたがらないフルスコープ型で受託し、損失を計上するなど効率の低さに直面した。

案件数を積み上げる中で、複雑と言われる給与計算業務の中から顧客企業間の共通要素を見出し、同社の業務フローやシステムの共通化を進めた。その結果、給与計算処理人数の増加に伴って、顧客に対して魅力あるコストを提供すると同時に、同社も利益率を改善してきた。

大規模企業向けの実績を積み上げる中で、広い業務スコープでの給与計算業務アウトソーシングを目指す企業からは高い確度で選ばれる存在となった。

他社が同社と同様のコスト競争力を実現するには、同社と同様の標準的な業務フローやシステムの構築が必要となる。そのためには多くの大規模企業の給与計算業務を理解し、共通項を見出す必要がある。しかしながら、大規模企業は実績を重視するといった要因が他社にとってハードルになるため、大規模企業向け市場における同社の競争優位性は高く、大規模企業における給与計算業務のアウトソーシングの需要増加を取り込みやすいポジションにあると当センターでは評価している。

4. 経営戦略の分析

◆ 新規事業が収益の柱になるかは未知数

同社は、25/3 期までの中期経営計画において、中規模企業向けの BPaaS の開発・提供及び、既存顧客に給与計算データの統計分析データを提供する Payment HR ダッシュボードの開発・提供を掲げている。

BPaaS のターゲットとなる中規模企業は、同社が得意とする大規模企業とはニーズが異なること、また同業他社に加えて人事関連の SaaS 事業者を含めた競合サービスが多いことから、大規模企業向けの給与計算業務のアウトソーシングに次ぐ収益の柱になるかどうかは、現段階では未知数と考える。

Payment HR ダッシュボードについては、同社が提供する統計分析データの独自性は高いものの、顧客にとって新規性の高いサービスでもあり、顧客ニーズの有無が現状では不明確であり、収益の柱となるかは現段階では未知数と考える。

> 今後の業績見通し

◆ 23年3月期の会社計画は8.3%の増収、3.8%の営業増益

23/3 期の会社計画は、売上収益 8,890 百万円（前期比 8.3%増）、営業利益 1,470 百万円（同 3.8%増）、税引前利益 1,413 百万円（同 3.9%増）、親会社の所有者に帰属する当期利益 970 百万円（同 11.0%減）である（図表 11）。

【 図表 11 】 ペイロールの過去の業績と 23 年 3 月期の計画

(単位:百万円)

	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	
	実績	実績	実績	計画	増減率
売上収益	7,252	7,484	8,207	8,890	8.3%
売上原価	5,164	5,364	5,811	6,356	9.4%
売上総利益	2,087	2,120	2,396	2,534	5.8%
売上総利益率	28.8%	28.3%	29.2%	28.5%	-
販売費及び一般管理費	951	965	1,189	1,195	0.5%
販管費率	13.1%	12.9%	14.5%	13.4%	-
その他の収益	15	70	210	-	-
その他の費用	0	0	1	-	-
営業利益	1,151	1,224	1,416	1,470	3.8%
営業利益率	-	16.4%	17.3%	16.5%	-
税引前利益	1,069	1,152	1,360	1,413	3.9%
税引前利益率	14.7%	15.4%	16.6%	15.9%	-
親会社の所有者に帰属する当期利益	727	758	1,089	970	-11.0%

(出所) ペイロール有価証券届出書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

売上収益については、給与計算関連サービスで前期の新規稼働案件によって約 3 億円の増収、今期受注顧客の稼働や仕様変更の拡大で約 3

億円の増収、及び年末調整補助業務の拡大で約 0.7 億円の増収を計画している。同社グループ全体では前期比で 683 百万円増 (同 8.3%増) の 8,890 百万円を計画している。

売上原価については、人事制度改革に伴う従業員給付費用の増加やクラウドサービスに関するデータベースの増設に伴う支払手数料や保守料の増加等によって、前期比 9.4%増の 6,356 百万円を計画している。売上総利益は同 5.8%増の 2,534 百万円、売上総利益率は同 0.7%ポイント悪化の 28.5%を計画している。

販管費は前期比 0.5%増の 1,195 百万円を計画している。販管費率は、増収効果によって、同 1.1%ポイント改善の 13.4%を計画している。その他の収益は、前期に計上したソフトウェア資産の一部売却による固定資産売却益 127 百万円の影響で減少する計画である。以上の結果、営業利益は同 3.8%増の 1,470 百万円、営業利益率は同 0.8%ポイント悪化の 16.5%を計画している。

親会社の所有者に帰属する当期利益については、22/3 期に株式上場の際に行われた公募増資により資本金が増加したことに伴い、外形標準課税が適用されたため、税率変更により繰延税金負債の取り崩しが生じ、その影響額について法人税等が減少したが、23/3 期はこの影響が無くなるため、前期比 11.0%減の 970 百万円を計画している。

23/3 期の 1 株当たり配当金は、22/3 期の 5.0 円から倍増の 10.0 円を計画している。配当性向は 22/3 期の 8.2%に対し、23/3 期は 18.5%を予定している。

◆ 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 23/3 期業績を、売上収益 8,884 百万円 (前期比 8.2%増)、営業利益 1,437 百万円 (同 1.5%増)、税引前利益 1,375 百万円 (同 1.1%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益 944 百万円 (同 13.4%減) と予想する (図表 12)。ほぼ会社計画並みとしたのは、同社が示す業績予想の前提条件等を精査した結果、外部分析者として妥当と判断したためである。

【 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)

	21/3期	22/3期	23/3期CE	23/3期E	24/3期E	25/3期E
売上高	7,484	8,207	8,890	8,884	9,755	10,711
前期比	3.2%	9.7%	8.3%	8.2%	9.8%	9.8%
売上原価	5,364	5,811	8,890	6,320	6,865	7,405
前期比	3.9%	8.3%	8.3%	8.8%	8.6%	7.9%
売上総利益	2,120	2,396	2,534	2,563	2,889	3,305
売上総利益率	28.3%	29.2%	28.5%	28.9%	29.6%	30.9%
販売費及び一般管理費	965	1,189	1,195	1,195	1,271	1,349
販管費率	12.9%	14.5%	13.4%	13.5%	13.0%	12.6%
営業利益	1,224	1,416	1,470	1,437	1,637	1,976
前期比	6.4%	15.7%	0.5%	1.5%	13.9%	20.7%
営業利益率	16.4%	17.3%	16.5%	16.2%	16.8%	18.5%
税引前利益	1,152	1,360	1,413	1,375	1,581	1,925
前期比	7.8%	18.1%	3.9%	1.1%	15.0%	21.8%
経常利益率	15.4%	16.6%	15.9%	15.5%	16.2%	18.0%
親会社の所有者に帰属する当期利益	758	1,089	970	944	1,097	1,336
前期比	4.2%	43.7%	-11.0%	-13.4%	16.2%	21.8%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想、22/11 期以降は連結決算、22/11 期の前期比は単体数値との比較 (出所) ペイロール有価証券報告書、決算短信、会社リリース、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

売上収益は、過去の傾向分析と同社の事業方針を踏まえて、サービス別に予想を積み上げている。23/3 期の給与計算関連サービス 7,741 百万円 (前期比 8.3%増)、年末調整補助業務 1,143 百万円 (同 8.1%増) とした。給与計算関連サービスについては、前期及び今期の新規稼働顧客の稼働によって、初期導入売上収益が同 20.6%増の 650 百万円、P3 及び SEP 運用売上収益が同 6.5%増の 6,556 百万円、働き方改革に伴う人事制度の変更の増加によって、その他が同 20.0%増の 435 百万円と予想した。年末調整補助業務については、22/3 期上期時点で同社が公表している受注済売上 1,119 百万円と受注予定売上 24 百万円の合計値を予想値とした。

売上原価は 6,320 百万円 (前期比 8.8%増) と予想している。売上原価を従業員給付費用、減価償却費及び償却費、外注費、支払手数料、保守料、その他等に分解して予想した。売上総利益率は前期の 29.2% から 0.3%ポイント悪化の 28.9%を見込む (会社計画は 28.5%)。

販管費は前期比 0.6%増の 1,195 百万円、販管費率は同 1.0%ポイント改善の 13.5%と予想した (会社計画は 13.4%)。販管費については、従業員給付費用、減価償却費、その他等に細分化して予想している。以上の結果、営業利益は同 1.5%増の 1,437 百万円、営業利益率は同 1.1%ポイント悪化の 16.2%となる見通しである (会社計画は 16.5%)。

24/3 期は、売上高 9,755 百万円（前期比 9.8%増）、営業利益 1,637 百万円（同 13.9%増）と予想した。

売上収益の予想手順は 23/3 期と同様であり、サービス別売上収益予想は、給与計算関連サービス 8,582 百万円（前期比 10.9%増）、年末調整補助業務 1,173 百万円（同 2.6%増）とした。

コスト面の予想手順も 23/3 期と同様である。売上原価は前期比 8.6%増の 6,865 百万円、売上総利益率は同 0.7%ポイント改善の 29.6%と予想した。販管費は、同 6.3%増となる 1,271 百万円と予想、販管費率は 13.0%と同 0.5%ポイント改善する見通しである。結果、23/3 期の営業利益率は 16.8%と同 0.6%ポイントの改善を予想している。

25/3 期は売上収益 10,711 百万円（前期比 9.8%増）、営業利益 1,976 百万円（同 20.7%増）と予想した。予想手順は、23/3 期、24/3 期と同様である。サービス別の売上収益は、給与計算関連サービス 9,508 百万円（同 10.8%増）、年末調整補助業務 1,203 百万円（同 2.6%増）となる見通しである。

売上原価は 7,405 百万円（前期比 7.9%増）、販管費は 1,349 百万円（同 6.1%増）と予想した。結果、売上総利益率は 30.9%と前期比 1.3%ポイント改善、販管費率が 12.6%と同 0.4%ポイント改善することから、営業利益率は同 1.7%ポイント改善の 18.5%を見込んでいる。

投資キャッシュ・フロー及び財務キャッシュ・フローに関しては、①営業キャッシュ・フローによる長期借入金の返済とソフトウェア開発投資、②同社が目標とする段階的な配当性向の引き上げによる余剰資金の配当、に留意して予想を行った。

営業キャッシュ・フローの使途として、まず LBO の際に調達した長期借入金の返済を 23/3 期以降、22/3 期と同水準の 700 百万円で行い、新たな借入れを行わないことを見込んでいる。

同社の基幹システム(P3)を中心とした無形資産の取得による支出は、営業キャッシュ・フローから長期借入金及びリース負債の返済による支出を考慮した金額の範囲で行うと見込んでいる。基幹システム(P3)については顧客企業の要望などに応じて継続的な機能追加・改修が必要なことを考慮して、無形資産の取得金額は毎年の償却費と同規模を見込んでいる。

売上収益の増加に伴う営業キャッシュ・フローの増加によって生じる

余剰キャッシュについては、同社が掲げる配当性向 30%への段階的な引き上げに基づいて配当金に充当すると見込んでいる。

当センターでは、1株当たりの配当金について、23/5期に10.0円、24/3期に15.0円、25/3期に20.0円を見込んでいる。配当性向は22/3期の8.2%に対して、23/3期:19.2%、24/3期:24.6%、25/3期:26.9%を見込んでいる。

【 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) (単位:百万円)

	21/3期	22/3期	23/3期CE	23/3期E	24/3期E	25/3期E
貸借対照表						
現金及び現金同等物	1,079	1,450		1,162	1,392	2,012
営業債権	522	615		643	706	776
契約コスト	774	992		1,315	1,474	1,596
その他	229	197		206	225	246
流動資産	2,605	3,255		3,327	3,798	4,632
有形固定資産	164	490		488	480	465
使用権資産	1,208	1,209		1,190	1,151	1,049
のれん	11,015	11,015		11,015	11,015	11,015
無形資産	5,455	5,465		5,566	5,617	5,597
その他	281	401		408	418	428
非流動資産	18,125	18,581		18,668	18,682	18,555
資産合計	20,731	21,837		21,996	22,481	23,187
借入金	690	692		700	700	700
リース負債	327	465		465	465	465
営業債務及びその他の債務	452	371		452	496	545
未払法人所得税等	300	372		431	483	589
未払配当金	-	-		179	269	359
契約負債	873	1,057		961	1,056	1,159
その他	522	552		588	646	709
流動負債	3,167	3,511		3,779	4,118	4,529
借入金	5,033	4,341		3,641	2,941	2,241
リース負債	923	807		825	843	861
引当金	100	156		156	156	156
繰延税金負債	917	775		775	775	775
非流動負債	6,975	6,081		5,398	4,716	4,034
資本合計	10,587	12,244		12,818	13,646	14,623
(親会社の所有者に帰属する持分合計)	10,587	12,244		12,818	13,646	14,623
キャッシュ・フロー計算書						
税引前利益	1,152	1,360		1,375	1,581	1,925
減価償却費及び償却費	1,019	1,140		1,122	1,198	1,339
営業債権の増減額 (-は増加)	3	-93		-28	-63	-69
契約コストの増減額 (-は増加)	-195	-217		-323	-158	-122
営業債務及びその他の債務の増減額 (-は減少)	93	-67		80	44	48
契約負債の増減額 (-は減少)	298	184		-95	94	103
法人所得税の支払額	-383	-371		-372	-431	-483
その他	37	-51		36	44	48
営業活動によるキャッシュ・フロー	2,025	1,883		1,795	2,309	2,790
有形固定資産の取得による支出	-11	-371		-76	-76	-76
無形資産の取得による支出	-602	-654		-665	-665	-665
その他	-57	98		0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-671	-926		-741	-741	-741
株式の発行による収入	-	561		0	0	0
配当金の支払額	-	-		-89	-179	-269
自己株式の取得による支出	-	0		-100	0	0
長期借入による収入	-	-		0	0	0
長期借入金の返済による支出	-600	-700		-692	-700	-700
リース負債の返済による支出	-418	-443		-455	-455	-455
金融手数料の支払による支出	-3	-3		-3	-3	-3
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,021	-585		-1,341	-1,338	-1,428
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	331	1,079		-287	229	620
現金及び現金同等物の期首残高	747	371		1,450	1,162	1,392
現金及び現金同等物の期末残高	1,079	1,450		1,162	1,392	2,012

(注) CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

(出所) ペイロール有価証券報告書、決算短信、会社リリース、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点**◆ 競合に関するリスク**

給与計算業務のアウトソーシングを含む BPO 市場は、企業のペーパーレス化、テレワークの推進及び人事部門がコア業務へ特化するための施策や、BCP 対策の一環として検討を進める企業が多く、需要が拡大しており、今後も発展が見込まれることかあら、新規参入企業の増加により競争が激化する可能性がある。顧客獲得をめぐる競争がさらに激しくなった場合、又は同社が市場における競争力を維持できない場合、同社グループの事業及び業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 人材の確保

計画通りに人員を確保できない場合、あるいは人員の流出により社員が減少した場合には、同社のサービス提供が限定的となり、給与計算処理人数が減少するなど、今後の事業拡大に支障を来すことが考えられ、同社グループの事業及び業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 業績の季節変動性

同社グループは、給与計算サービスの一つとして、年末調整補助業務を提供しており、売上収益、利益又は損失が 1 月（第 4 四半期）に集中する傾向がある。したがって、同一年度内においても、同社グループの四半期毎の業績に偏りが生じる。なお、22/3 期における同社グループの売上収益に占める年末補助業務の割合は 12.9%であり、年末補助業務の売上収益の 99.3%が第 4 四半期に集中している。

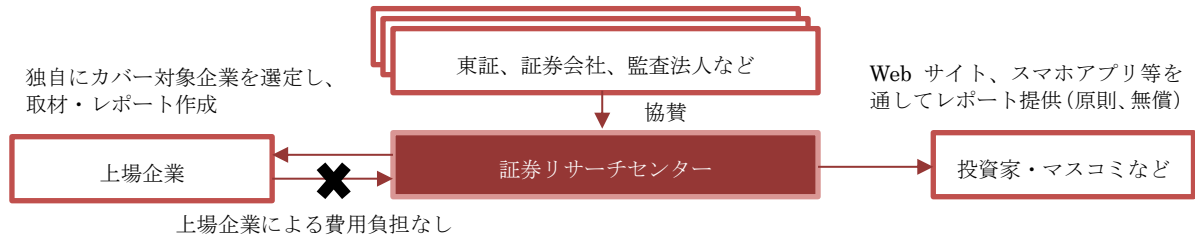
◆ 減損リスク

同社グループが保有する資産のうち、減損リスクがあると考えられる使用権資産、のれん及び無形資産として、ブランド、ソフトウェア等を有している。22/3 期末時点で、同社グループの非流動資産にのれん 11,015 百万円及び耐用年数を確定できない無形資産であるブランド 2,849 百万円が計上されており、総資産に占める割合はそれぞれ 53%、14%である。同社は IFRS を採用しているため当該のれんの毎期の償却負担は発生しないが、対象となる事業の収益力が低下し、減損損失を計上するに至った場合には、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
太陽有限責任監査法人
PwC 京都監査法人
監査法人 A&A パートナーズ
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
有限責任監査法人トーマツ
いちよし証券株式会社
仰星監査法人
日本証券業協会

大和証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社 S B I 証券
J トラストグローバル証券株式会社
監査法人アヴァンティア
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社
株式会社 I C M G
三優監査法人
宝印刷株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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ため、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。