

# アルファ・ウイン 企業調査レポート

## 株式会社キューブシステム

(2335 東証一部) 発行日：2019/2/1

アルファ・ウイン 調査部

<http://www.awincap.com/>

### ● 要旨

#### ◆ 業歴 46 年の独立系の中堅システムインテグレーター、長期間に亘り安定成長。

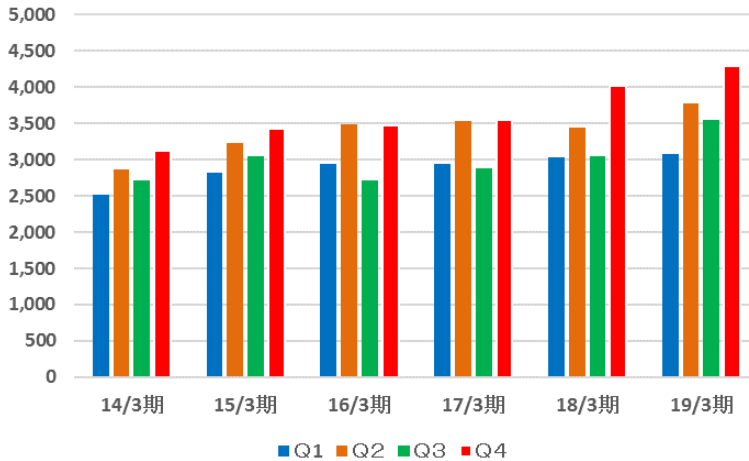
- ・株式会社キューブシステム（以下、同社）は、東証一部に上場する独立系の中堅システムインテグレーターである。野村総合研究所や富士通グループなどが主要取引先で、金融・流通・通信業種向けを中心にシステムを開発し、サービス提供を行う。優良な顧客基盤、豊富な実績と高い信頼性、技術とノウハウの蓄積が強みである。1972年に設立され、業歴約46年を有する。
- ・同社は過去17年間に亘り1期間を除き、対前年度で増収を継続している。この間、売上高成長率（増収率の単純平均値）は年率+6.5%、経常利益成長率（同）は+5.9%と、長期間に亘り順調に業容を拡大し、常に黒字を維持している。売上高経常利益率は7%前後で安定し、増収が増益、増配、時価総額の増大に直結している。

#### ◆ 今期第3四半期決算（累計）～前年度期比9.0%の増収、営業利益は36.6%の大幅増益。ファンダメンタルズは好調を持続。

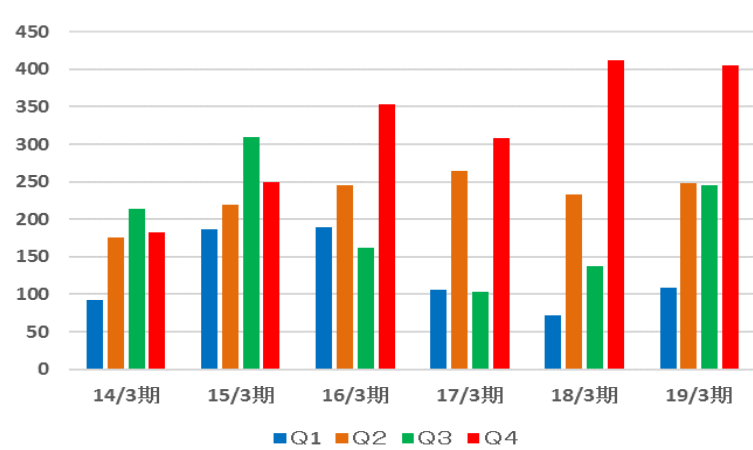
- ・同社の2019/3期第3四半期（累計2018年4月～12月：以下、Q3）業績は、売上高10,404百万円（前年同期比:YOY,9.0%増）、営業利益605百万円（同36.6%増）、経常利益632百万円（同40.4%増）、親会社に帰属する四半期純利益（以下、当期利益）383百万円（同48.4%増）と好調であった（図表1、及び図表2）。売上高・利益とも、ほぼ同社内の計画（非公表）通りに推移している。Q3(10月～12月)では、YOYで16.3%の増収、79.6%の大幅営業増益（前期の退職給付金関連の費用の減少や、人員稼働率の向上などが要因）となっている。
- ・第2四半期の決算発表時点とビジネス環境、同社のファンダメンタルに変化はなく、業況は好調を持続している。
- ・Q3の業種別の業績は、金融業において銀行・生命保険会社向けシステム構築案件が縮小したため、売上高はYOYで10.4%の減少、粗利額は23.7%の減少となった。一方、その他（業種）が売上高・利益ともに寄与し、通信と共にこれをカバーした。その他が大きく伸ばした要因は、クラウドコンサル案件が拡大していることと、建設機械メーカーや食品製造会社などの製造業向けのシステム構築案件などがこれまでの営業努力が実り拡大しているためである。通信についても、通信キャリア向け基盤構築案件が引き続き拡大した。
- ・その他が大幅な増収増益によりQ3では売上高・粗利額とも、金融を抜き業種区分では最大となった（図表3、売上高構成比：粗利額構成比の順に、その他34.9%：32.6%、金融27.4%：25.1%）。
- ・また、Q3の受注高は、前年9,699百万円から10,522百万円と8.5%増加（823百万円増）している。特に、コンサル業務などが含まれるプロフェッショナルサービスが同55.3%増（749百万円増）と全体を牽引している。
- ・一方、利益面では、各四半期の粗利率は、今期Q1:16.1%→Q2:16.9%→Q3:17.4%と改善している。また、販管費は抑制され四半期単位ではほぼ横ばいとなっているため、営業利益率も同様に、3.6%→6.5%→6.9%と上昇している（図表4）。両利益率の改善は、生産性の向上や人員配置などの最適化、コストコントロールなどのこれまで進めてきた各種施策の成果があらわれつつあるためと考えられる。営業外

損益、特別損益など大きなものは発生しておらず、当期利益は 48.4% の大幅増益となった。  
 ・ Q3 末のバランスシートに大きく変化はなく、現金及び預金は 32 億円と手元の流動性は潤沢であり、また自己資本比率は 68.5% と財務体質は良好である。

【図表 1】四半期別、売上高推移 (単位：百万円)

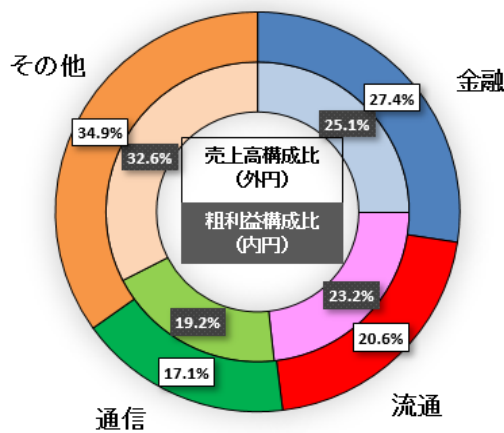


【図表 2】四半期別、営業利益の推移 (単位：百万円)

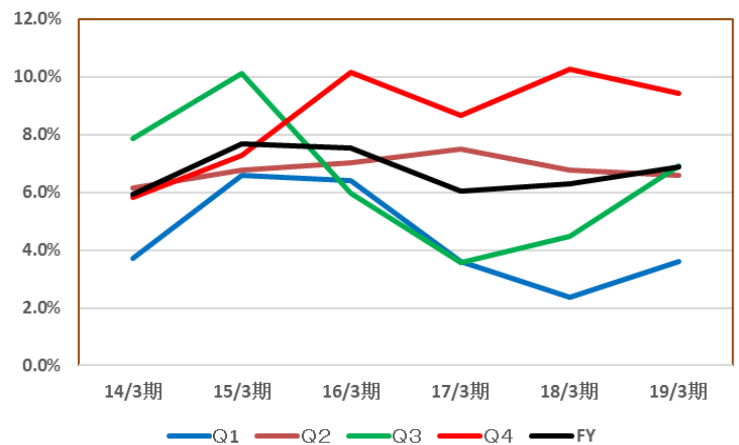


(出典) 全図表とも決算短信、決算補足説明資料に基づき当調査部が作成、(注) 19/3 期 Q4 予想は、会社の通期計画より逆算

【図表 3】19/3 期第 3 四半期累計業種別売上高構成比、単位：%



【図表 4】四半期別、営業利益率推移 (単位：%)



◆ 通期業績予想に対する進捗率も概ね良好で、計画達成の確度が高まる。

- ・ 今期も昨年度に続き増収増益が見込まれ、過去最高売上高と利益の更新を会社は計画している。会社側は、今通期の期初発の売上高・利益の見通しを共に変えていない。Q4 も計画線で推移すると見込んでいる。
- ・ 今期 (通期) の会社業績予想に対する Q3 の進捗率は、売上高では 70.8%、営業利益では 59.9% である。一方、前年同期の通期業績に対する進捗率は、売上高 70.4%、営業利益 51.7% であった。同様に前期を含む過去 5 年の各年度の Q3 の進捗率の単純平均は、売上高 72.0%、営業利益は、64.4% と平均的な進捗率を下回っている。しかし、近年、第 4 四半期 (Q4:1~3 月) の年度に占める業績のウェイトが高まりつつあり、また通期の会社前提が前年度比で売上高 8.4%、営業利益 18.1% の増加であることが

ら、Q3の累計業績の対前年同期比の伸長率はこれを上回り順調に推移していると言える。

・当調査部では、以下の理由から同社の掲げる年間目標売上高・利益をほぼ達成できると考えており、現段階では今期業績予想の修正を行っていない。

(1) 新規案件の受注やコンサルティングの拡大により、Q3累計の売上高・利益とも想定通りに推移しておりファンダメンタルズが好調である。

(2) 生産性の向上やコストコントロールもほぼ計画通りに実施され今後も継続されると見込まれる。

(3) 新規受注や納品も順調に推移している。

・また、エンハンスビジネスの拡大、新規顧客開拓、新規や海外ビジネスへの展開、各種施策による生産性の向上が見込め、中長期的に年率10%前後の安定した増収、及び増益を継続すると当調査部では判断している。

### ◆ 株価水準と株価特性～バリュエーションに割安感はないが、内需のディフェンシブ銘柄。株価は第3四半期決算と自社株買いを好感し上昇。

・昨年10月以降、大型株優位の市場環境下、同社株はTOPIXをアンダーパフォームしてきた。しかし、第3四半期の決算と自社株買い（上限400千株、取得金額上限300百万円、自社株を除く発行済株式総数の2.8%に相当）の発表を受け、株価はこれらを好感し大幅に上昇した。上限の400千株は、2018年10月1日から本年1月30日までの平均一日出来高（約33千株）の約12日分に相当する。中期施策に掲げる「資産効率の向上と株主利益の増大」につながる自社株買いは、同社の有言実行が確認できる好材料となった。

・東証一部平均（2019年2月1日終値基準：PER13.4倍、PBR1.17倍、単純平均配当利回り2.02%）や同業他社（ハイマックス、東邦システムサイエンス、図表5）と比較しバリュエーションに割安感はないが、これは同社の安定した成長性が株価に反映されている結果と考えられる。

・内需中心のディフェンシブな安定成長株であり、インデックスに対し株価のボラティリティが小さい特徴がある。また、過去約10年間で株価は約4倍に上昇し、かつTOPIXを大幅にアウトパフォームしている。株価面では、今来期の業績動向に加え、新技術・新分野への展開、株主還元（増配、優待の拡充）にも、引き続き注目していきたい。

【図表5】同業他社とのバリュエーション比較

社名	キューブシステム (CS:連結)	ハイマックス (HM:連結)	東邦システムサイエンス (TS:非連結)
コード	2335	4299	4333
株価(2/1終値)	736	1,785	911
時価総額(百万円)	11,246	11,079	12,632
PER(株価収益率)	16.1	12.8	16.1
PBR(株価純資産倍率)	1.9	1.2	1.7
配当利回り(%)	2.2	2.8	2.2
EV/EBITDA(倍)	9.2	6.2	6.1
PSR(株価売上高倍率)	0.8	0.8	1.0

時価総額=発行済株式総数\*時価(2019年2月1日終値)

EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現預金)/(営業利益+減価償却費+無形固定資産等償却)、2018/3期を基準

PSR=時価総額/売上高(2019/3期会社予想)、BPSは2019/3期Q3末の実績数値を反映

PER、及び配当利回りの計算に用いたEPS、配当予想は、全て2019/3期の会社計画

(出典) 各社の決算短信に基づき当調査部が作成

【2335 キューブシステム 業種：情報・通信】 図表A

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2016/3	12,622	0.8	949	-1.5	960	-2.1	628	5.8	43.22	322.76	14.0
2017/3	12,899	2.2	781	-17.7	811	-15.5	551	-12.3	39.15	346.47	14.0
2018/3	13,559	5.1	855	9.5	892	10.0	567	2.9	40.59	372.23	16.0
2019/3 CE	14,700	8.4	1,010	18.1	1,010	13.1	640	12.9	45.80	-	16.0
2019/3 E	14,600	7.7	1,000	17.0	1,000	12.1	635	12.0	47.03	388.74	16.0
2020/3 E	15,800	8.2	1,150	15.0	1,150	15.0	730	15.0	54.06	425.80	17.0
2021/3 E	17,300	9.5	1,340	16.5	1,340	16.5	851	16.6	63.02	470.83	18.0
2018/3 Q3	9,540	2.1	442	-6.5	450	-7.9	258	-20.3	18.48	372.23	-
2019/3 Q3	10,404	9.0	605	36.6	632	40.4	383	48.4	27.74	388.72	-

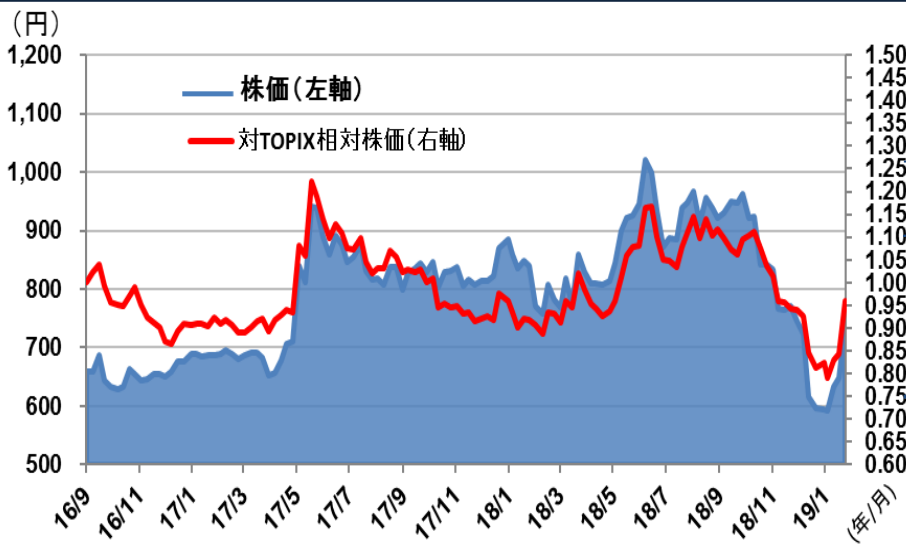
(注) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想。なお、当調査部予想EPSでは、追加自社株買い予定の400千株を反映

【株価・バリュエーション指標：2335 キューブシステム】 図表B

項目	2019/2/1	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	736	前期実績	18.1	2.0	2.2%	39.4%
発行済株式数 (千株)	15,280	今期予想	15.7	1.9	2.2%	34.0%
時価総額 (百万円)	11,246	来期予想	13.6	1.7	2.3%	31.4%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率		68.1%	前期ROE	11.4%

(注) 予想は、アルファ・ウイン調査部予想

【株価チャート (週末値) 2335 キューブシステム】 図表C



【パフォーマンス】		
期間	リターン	対TOPIX
1ヶ月	24.8%	19.0%
3ヶ月	-13.6%	-9.3%
6ヶ月	-19.1%	-9.5%
12ヶ月	-10.9%	4.4%

(備考) 2016年9月第1週～2019年2月第1週

(注) グラフは、株価、指数は2019年2月1日終値まで反映。ただしパフォーマンスは2019年1月末終値を基準に計算。

\*\*\*\*\*

## ディスクレマー

アルファ・ウイン企業調査レポート（以下、本レポート）は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社（以下、弊社）が作成したものです。

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様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ご自身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の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報に基づきアナリストの取材等を経て分析し、客観性・中立性を重視した上で作成されたものです。弊社及び本レポートの作成者等の従事者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本レポートの著作権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【[info@awincap.com](mailto:info@awincap.com)】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務は負いません。

PSV20190205