

# 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：2019/8/14

アルファ・ウイン 調査部

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

### ● 要旨

#### ◆ 長期間に亘り安定成長を遂げきた独立系の中堅システムインテグレーター

- 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47年を有する。
- 同社は過去18年間において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+6.4%、経常利益成長率（同）は+6.0%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1四半期決算～前年度期比9.6%の増収、営業利益は8.8%の減益。受注は好調で増収ながら、不採算プロジェクトの発生により一時的に減益

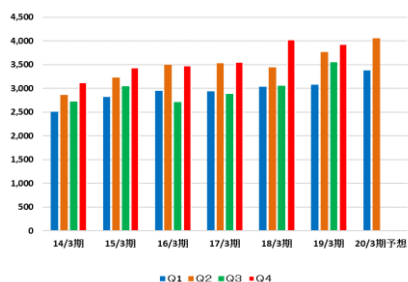
- 2020/3期第1四半期（2019年4月～6月：以下、Q1）業績は、売上高3,379百万円（前年同期比＝YOY：9.6%増）、営業利益100百万円（同8.8%減）、経常利益107百万円（同19.0%減）、親会社に帰属する四半期純利益（以下、当期利益）50百万円（同34.2%減）となった（図表1～3）。売上高は好調であったが、利益面では一部のプロジェクトが不採算化したため減益となった。これに伴い粗利率は前年Q1の16.1%から今年Q1の15.5%へ（以下同様）、営業利益率は3.6%から3.0%へと約0.6ポイント低下した（図表4）。売上高は、同社内の計画（非公表）を若干上回ったものと思われるが、利益はこれを下回ったものと推測される。

【図表1】第1四半期の業績

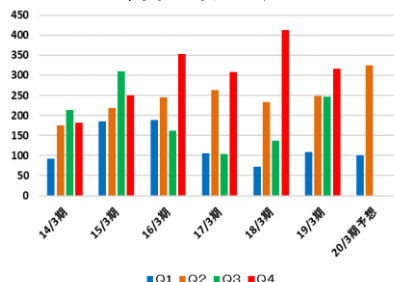
		第1四半期業績		増減率	増減額/額	増減率寄与率	構成比率	2020/3週期会社計画		
		単位：百万円		YOY: %	YOY: 百万円/%	%	%	2019年4月～2020年3月	YOY: %	
		2018/3第1四半期 2018年4～6月	2020/3第1四半期 2019年4～6月					15,500	8.2	
総合計	連結売上	3,082	3,379	9.6	297	100.0	100.0			
品目別	売上高	2,184	2,411	11.4	247	83.2	71.4			
	システムインテグレーション: SIS	556	520	-6.5	-36	-12.1	15.4			
	システムアウトソーシング: SOS	361	447	23.9	86	29.0	13.2			
	プロフェッショナル: ProS	344	354	2.9	10	37.0	67.6			
	システムインテグレーション: SIS	93	95	2.9	2	7.4	18.1			
粗利率%	システムアウトソーシング: SOS	58	73	23.9	15	55.6	13.9			
	プロフェッショナル: ProS	15.9	14.7	-1.2						
	システムインテグレーション: SIS	16.7	18.4	1.7						
業種別	粗利率%	16.1	16.5	0.4						
	売上	金融業	856	993	16.0	137	46.1	29.4	4,317	7.8
		流通業	695	771	10.9	76	25.6	22.8	3,988	30.7
		通信業	472	485	2.8	13	4.4	14.4	2,176	7.5
		製造業(その他)	297	396	33.5	99	33.3	11.7		
		官公庁(その他)	220	245	11.2	25	8.4	7.3	5,019	2.0
	粗利率%	その他(その他)	539	486	-9.9	-53	-17.8	14.4		
		金融業	131	181	37.7	50	175.4	34.5		
		流通業	128	122	-4.9	-6	-21.1	23.3		
		通信業	70	74	5.3	4	14.0	14.1		
		製造業(その他)	48	45	-5.5	-3	-10.5	8.6		
	粗利率%	官公庁(その他)	36	34	-5.6	-2	-7.0	6.5		
		その他(その他)	79	66	-17.2	-13	-45.6	12.6		
金融業		15.4	18.2	2.8						
流通業		18.5	15.9	-2.6						
通信業		14.9	15.2	0.3						
総合計	製造業(その他)	16.4	11.6	-4.8						
	官公庁(その他)	16.6	14.1	-2.5						
	その他(その他)	14.8	13.6	-1.2						
	粗利率合計	496	524	5.7	29	-	-			
	粗利率(%)	16.1	15.5	-0.6						
販売管理費	販売管理費	386	424	9.9	38	-	-			
	売上高販管費比率(%)	12.5	12.5	0.0						
	営業利益	109	100	-8.8	-9	-	-	1,090	18.3	
	営業利益率(%)	3.6	3.0	-0.6				7.0		
	経常利益	133	107	-19.0	-26	-	-	1,090	13.6	
当期利益	経常利益率(%)	4.3	3.2	-1.1				7.0		
	当期利益	76	50	-34.2	-26	-	-	684	14.6	
	当期利益率(%)	2.5	1.5	-1.0				4.4		

(備考) 全図表：決算短信、決算補足説明資料に基づき当調査部が作成、計算過程の処理により数値に誤差が生じることがある

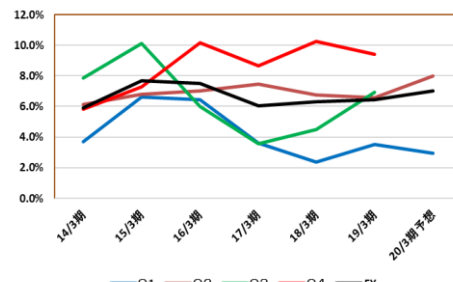
【 図表 2 】 四半期別売上高推移 (単位：百万円)



【 図表 3 】 四半期別営業利益の推移 (単位：百万円)



【 図表 4 】 四半期別、営業利益率推移 (単位：%)

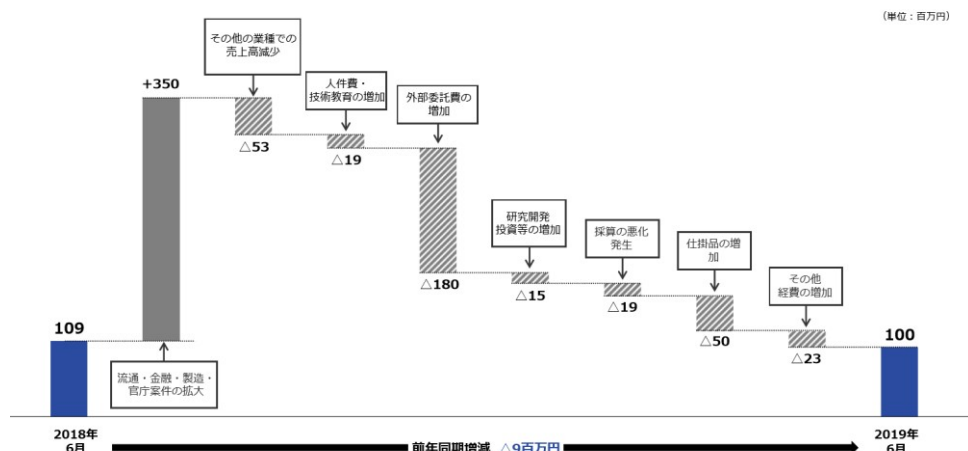


(備考) 図表2~4とも2020/3期Q1は実績、同Q2及び通期は会社予想

- ・YOYで全体では297百万円の増収となったが、Q1の品目別業績(3区分)では、システムインテグレーション・サービス(SIS)が247百万円と増収幅の83%を占め、11.4%の増収となった。流通業における消費税や新分野への対応案件、金融業のネットバンクやクレジットなどのシステム案件、製造業における建機や紙加工メーカーの案件が拡大し寄与した。しかし、一部のプロジェクトでの採算が悪化し、粗利率が前Q1の15.9%から今Q1に14.6%へ低下したため、粗利額は10百万円(+2.9%)の微増益にとどまった。一方、システムアウトソーシング・サービス(SOS)は、通信キャリア向けの案件の終了により、36百万円の減収(同6.5%減、以下同様)となったが、粗利率が改善し粗利額はほぼ横ばいとなった。また、プロフェッショナル・サービス(ProS)は、コンサルティング案件の拡大などにより、86百万円(+23.9%)の増収、13百万円(+27.1%)の増益となった。
- ・業種別(4区分)では上述の通りではあるが、全業種において増収となった(図表1)。特に金融業が新規分野の開拓により復調が鮮明化し、その増収増益効果が大きかった。なお、流通業での10.9%の増収、4.9%の減益(粗利)、及びその他が6.7%の増収にもかかわらず11.2%の減益(粗利)となった要因は、不採算プロジェクトの発生や好採算案件の端境期により粗利率が低下したことである。

- ・また、今Q1の営業利益の増減要因は、図表5の通りである。流通・金融、その他(製造・官公庁)の案件拡大に伴う増収効果が増益に大きく寄与し、通信業での減収、外部委託費の増加(特定プロジェクトにおける追加工数の発生や単価の上昇)、人件費や研究開発費などの各種経費の増加をカバーした。営業外損益は前Q1には保険解約返戻金などがあったが今Q1にはなく、+23百万円から+7百万円へと16百万円悪化した。また、特別損益は発生していない。

【 図表 5 】 第1四半期の営業利益の増減要因



(備考) 決算補足説明資料

・なお、同社のビジネスモデル上、売上高の成長は従業員数に依存する部分が多いが、国内従業員を2017/6(月末)：707人→2018/6：745人(+38人、+5.4%)→2019/6：766人(+21名、+2.8%)と増している。依然として潜在的なシステム需要に対して人材は不足気味であるが、採用を強化するとともに、一人当たりの売上高や営業利益など一人当たりの生産性を向上すべく注力している。

・Q1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31億円と手元の流動性は潤沢であり、自己資本比率は68.1%と財務体質は良好である。

### ◆ 通期 8.2%の増収、2桁の増益の期初業績予想、2円増配の計画には変更なし

・会社側は、期初に発表した上期、及び通期の売上高・利益・配当の見直しを変えていない。今期も前年度に続き増収増益を見込み、過去最高売上高の連続更新と過去最高利益の更新を会社は計画している。特に営業・経常利益ではそれぞれ初の10億円超えを再度目指している(前年度は計画するも未達)。

・通期の会社業績予想に対するQ1の進捗率は、売上高では21.8%、営業利益では9.2%である。一方、前Q1の通期業績に対する進捗率は、売上高21.5%、営業利益11.9%であった。前期を含む過去6年間のQ1の進捗率の単純平均は、売上高22.5%、営業利益は14.6%であり、今Q1は近年の平均的な進捗率を下回っている。しかし、四半期単位で季節変動性が見られ、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最も高く(同6年平均の売上高ウェイト27.9%、同営業利益ウェイト35.4%)、次いで第2四半期(Q2:7~9月、順に26.4%、27.2%)、第3四半期(Q3:10~12月、順に23.3%、22.9%)と、Q1のウェイトは例年最小であり今後カバーできる余地はある。なお、会社公表の上期からQ1実績を差し引き逆算すると、Q2は売上高4,058百万円(YOY+7.6%)、営業利益324百万円(同+30.6%)の増収増益、前Q2：6.6%→今Q2：8.0%への営業利益率の改善を計画していることになる。

・アルファ・ウイン調査部では、会社の通期計画に対し、やや下回るものの売上高・利益とも過去最高値を更新する可能性もあると判断している。また、同社は主力アカウントに対する営業強化、既存ビジネスの拡大、新分野・エリアの開拓を進め、今Q1の受注とQ1末の受注残は、共にYOYで約2割増加し順調に推移している。従って現段階では通期の業績予想を修正していない。但し、近年プロジェクトマネジメントを強化してきた中、前期末からQ1にかけ不採算プロジェクトが発生し、収益率の改善が足踏みしていることは想定外である。Q2以降、その損益インパクトや継続性、また再発防止策の実施と効果を注視していく必要があり、今期以降の利益見直しについては若干見直すこともありえる。

・なお、中長期的にはユーザーは、新ビジネスモデルへの展開、競争優位性の強化、人手不足対応、業務の効率化・迅速化、DX化などを背景にIT投資を継続的に拡大するものと考えられ、同社の成長ポテンシャルは大きい。同社は、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により、年率8~10%前後の安定した増収増益を当部では予想している。

### ◆ 株価水準と株価特性~バリュエーションは市場平均並み、内需中心の安定成長株として長期間にわたって、TOPIXを大幅にアウトパフォーム

・東証一部平均(2019年8月2日終値基準：PER13.3倍、PBR1.1倍、単純平均配当利回り2.1%)や同業他社(ハイマックス、東邦システムサイエンス、図表6)と比較し、バリュエーションはほぼ平均的である。今後、同社が相対的に2桁近い安定した利益成長性を示せれば、株価にプレミアムが反映される余地があると考えている。

- ・為替変動や国際貿易戦争とは関連性が薄く、内需中心のディフェンシブな安定成長株であり、株価のボラティリティは相対的に小さい特徴がある。
- ・また、過去約 10 年間で株価は約 4 倍に上昇し、TOPIX を大幅にアウトパフォームしてきた。株価面では、Q2 以降の四半期単位での業績動向が短期的なポイントになると思われる。中期的には、来期以降の同社の利益率と増益率の変化、新技術・新分野への展開と実績、株主還元（増配、優待の拡充、自社株買いや株式分割）、最終ユーザーである日本企業の業績・IT 投資動向にも注目していきたい。

【 図表 6 】 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(8月2日末終値)	808	1,825	973
時価総額(百万円)	12,346	11,327	13,492
PER(株価予想収益率)	16.3	16.5	15.3
PBR(株価純資産倍率)	2.1	1.2	1.7
配当利回り(%)	2.2	2.7	2.6
EV/EBITDA(倍)	9.5	5.7	5.7
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 \* 株価(2019年8月2日終値)

PER、及び配当利回りの計算に用いたEPS、配当予想は、全て2020/3期の会社計画、PBRに用いたBPSは2019/3期実績値

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)

PSR=時価総額/売上高(2020/3期会社予想)

(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)
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	14,325	5.6	921	7.8	959	7.5	596	5.1	43.25	393.29	16.0
2020/3 CE	15,500	8.2	1,090	18.3	1,090	13.6	684	14.6	49.58	-	18.0
2020/3 E	15,400	7.5	1,080	17.3	1,080	12.6	680	14.1	50.17	427.45	18.0
2021/3 E	16,500	7.1	1,200	11.1	1,200	11.1	750	10.3	55.33	464.78	18.0
2022/3 E	17,800	7.9	1,320	10.0	1,320	10.0	825	10.0	60.86	507.65	20.0
2018/6 Q1	3,082	1.4	109	52.4	132	80.5	76	131.3	5.45	393.29	0.0
2019/6 Q1	3,379	9.6	100	-8.8	107	-19.0	50	-34.2	3.70	379.63	0.0
2019/9 Q2-CE	4,058	7.6	324	30.1	317	29.9	200	34.2	14.42		
2019/9 H1-CE	7,437	8.5	424	18.3	424	12.5	250	10.9	18.12		8.0

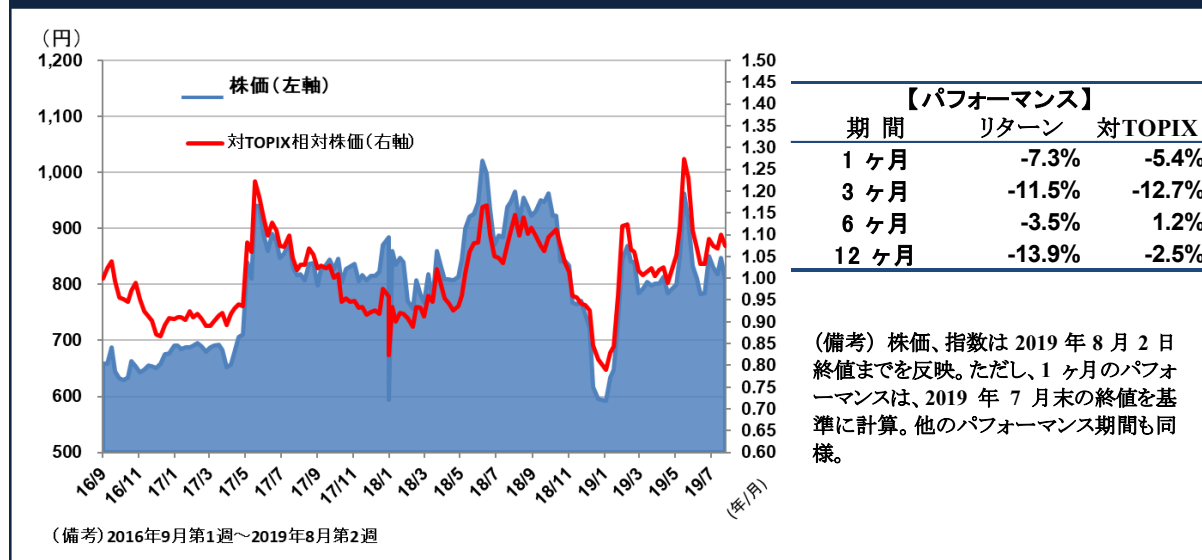
(備考) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想、Q1は4-6月、Q2は7-9月、H1は4-9月(上期)決算

【 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	2019/8/2	項目	PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	808	前期実績	18.7	2.1	2.0%	37.0%
発行済株式数 (千株)	15,280	今期予想	16.1	1.9	2.2%	35.9%
時価総額 (百万円)	12,346	来期予想	14.6	1.7	2.2%	32.5%
潜在株式数 (千株)	0	今Q1末自己資本比率		68.1%	前期ROE	11.4%

(備考) 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



\*\*\*\*\*

## ディスクレーマー

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。

PSV20190814-10