

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：2020/2/3

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て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（NRI）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（同単純平均値）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。
- 2020年4月1日付けで崎山氏が代表取締役社長から同会長に、代わって同日、現常務の中西氏が社長執行役員に、6月総会承認後には代表取締役に就任する。中西氏は、野村総合研究所出身で61歳、2017年に同社に入社。今後、DX事業に注力する方針であり、CDO（Chief Digital Officer）も兼務し、デジタル技術を活用したソリューション・サービスの拡大に向けて陣頭指揮を執る。

◆ 今期第3四半期（累計）決算～前年同期比1.3%の増収、2.1%の営業増益。

- 2020/3 第3四半期累計（2019年4月～12月：以下、Q3累計）業績は、売上高10,535百万円（前年同期比=YOY:1.3%増）、営業利益618百万円（同2.1%増）、経常利益628百万円（同0.6%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益（以下、当期利益）392百万円（同2.3%増）となった（図表1）。
- Q3累計売上高は微増ながら堅調であり、連続で過去最高値を更新した。利益面では、前期末より一部のプロジェクトに採算性の悪化があったが、増収効果とコストコントロールにより利益率が改善し、営業利益ベースでは増益を確保した。Q3累計として最高益の更新には至らなかったものの、過去二番目となる利益水準となった。但し、有価証券売却益が少なくなったこともあり、経常利益で微減益、当期利益では微増益となった。

【図表1】四半期の業績推移（備考）決算短信、補足説明資料に基づき当調査部が作成。四捨五入や計算過程の端数処理等で、同一項目の数値が異なることがある（以下同様）。

項目	2019/3第3四半期 単収:百万円	2019/3第1四半期		2019/3第2四半期		2019/3第3四半期		2019/3第4四半期		Q3累計増減率 YOY: %	Q3累計増減率 YOY: 百万円/%	増減率(内訳) YOY: 百万円/%	増減率(内訳) %	2019/3第4四半期		2020/3第1四半期		前年比増減率 YOY: %	2020/3第1四半期 前年比増減率 YOY: %
		2019年4-6月	2019年7-9月	2019年10-12月	2019年1-3月	2019年4-6月	2019年7-9月	2019年10-12月	2019年1-3月					2020年4-6月	2020年7-9月				
総合計	10,407	2,622	2,622	2,622	2,622	2,622	2,622	2,622	2,622	1.3	131	100.0	100.0	3,927	4,385	28.6	15,800	8.2	
売上高	システムインテグレーション:SSS	2,164	2,411	2,692	2,491	7,177	7,404	70.8	3.2	227	175.8	2,976							
	システムソリューション:SSS	369	520	664	691	2,280	2,176	17.9	-4.7	-112	85.5								
	プロフェッショナル:Pras	361	447	820	489	2,680	428	1,842	12.7	-13.4	-207	-168.0	666						
	システムインテグレーション:SSS	344	354	403	379	1,120	1,255	69.8	12.1	135	284.7	467							
営業利益	システムソリューション:SSS	83	95	98	130	171	82	300	307	17.1	2.3	7	18.7						
	システムソリューション:SSS	29	73	64	129	229	79	227	226	19.1	-21.8	-7	-176.4						
	システムインテグレーション:SSS	15.9	14.7	15.6	15.4	17.5	17.0	17.0	1.3	-4.1	-0.7	-17.2							
	システムソリューション:SSS	16.7	18.4	17.0	18.8	20.0	14.2	17.9	17.2	-18.7	-3.5	22.1							
経常利益	システムインテグレーション:SSS	16.1	18.5	21.9	17.9	23.4	21.1	17.8											
	システムソリューション:SSS	893	993	1,092	1,125	900	1,075	2,854	30.3	11.9	399	268.8	1,749	1,124	-2.1	4,817	7.9		
	システムソリューション:SSS	467	771	759	916	709	795	2,141	23.8	16.1	344	292.6	909	1,803	85.8	3,888	30.7		
	システムソリューション:SSS	472	485	700	442	609	447	1,780	12.9	-23.4	-416	-317.8	679	812	41.7	2,176	7.5		
営業外	営業外(その他)	297	398	482	417	609	289	1,387	10.5	-20.5	-285	-217.8							
	営業外(その他)	220	245	237	209	248	172	705	6.9	-11.2	-79	-60.3	3,591	3,817	10.9	5,016	2.0		
	営業外(その他)	659	499	522	593	474	628	1,335	16.7	14.7	228	172.6							
	営業外(その他)	129	122	133	105	144	128	405	415	23.1	2.5	10	19.8						
純利益	営業外(その他)	70	74	198	68	129	70	335	219	12.2	-34.6	-116	-227.0	106					
	営業外(その他)	49	45	77	92	97	35	222	142	7.8	-39.0	-80	-166.9	681					
	営業外(その他)	39	34	39	34	42	28	119	98	5.8	-17.2	-20	-39.5						
	営業外(その他)	79	69	82	127	57	118	229	308	17.1	34.5	79	154.9						
純利益率	営業外(その他)	15.4	18.2	14.9	20.3	16.9	19.3	15.3	28.7	3.9				19.3					
	営業外(その他)	16.5	15.9	16.0	16.0	20.3	16.0	16.9	16.7	-11.7	-2.2			18.2					
	営業外(その他)	14.9	15.2	16.4	15.9	21.6	17.7	18.9	16.1	-14.7	-2.8			18.6					
	営業外(その他)	16.4	11.8	16.0	14.9	16.0	12.1	12.9	12.9	-19.9	-3.1								
総合計	営業外(その他)	16.0	14.1	16.0	16.3	16.9	16.3	16.3	16.3	-6.8	-1.1			16.6					
	営業外(その他)	14.8	13.8	17.9	21.4	12.0	16.9	14.9	17.5										
	営業外(その他)	499	624	636	694	877	697	1,749	1,799	2.9	51	499							
	営業外(その他)	16.1	15.3	16.9	19.3	17.4	17.1	16.5	17.1	0.3		17.8							
営業増減	営業増減	399	424	397	392	371	393	1,144	1,181	3.3	38	394							
	営業増減	12.5	12.5	10.3	10.6	10.4	10.5	11.0	11.2	0.2	6.6								
	営業増減	109	100	249	292	247	228	606	618	2.1	19	319	472	48.4	1,090	19.3			
	営業増減	3.3	3.3	6.3	5.9	6.3	5.9	5.9	6.1										
経常増減	経常増減	139	107	244	281	255	230	632	629	-0.6	0.1	227	492	41.9	1,090	13.8			
	経常増減	4.3	3.3	6.3	7.9	7.2	6.7	6.1	6.0										
	経常増減	79	50	149	192	169	151	384	393	2	9	212	291	37.2	884	14.8			
	経常増減	2.2	1.9	4.0	5.2	4.3	4.4	3.7	3.7										

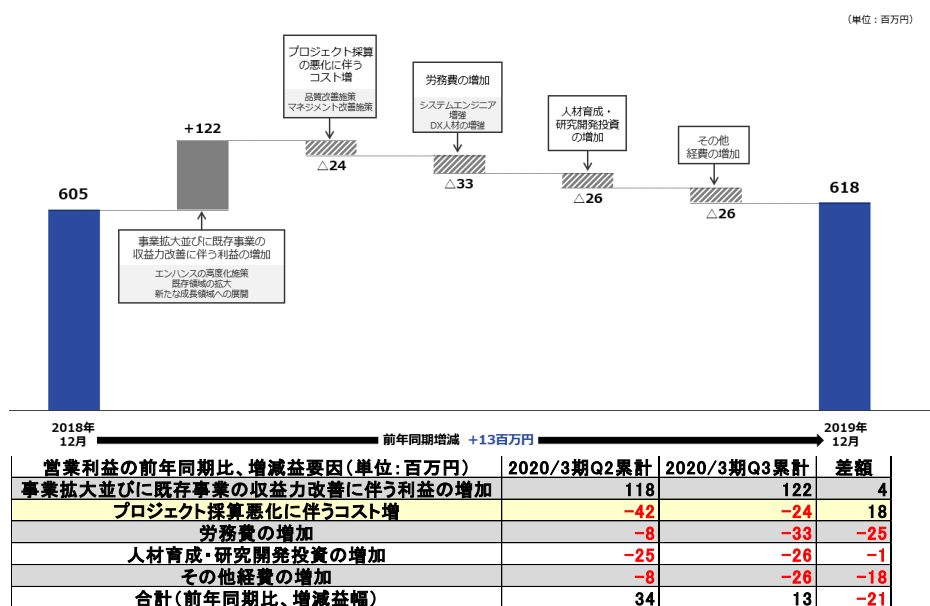
ショートレポート

1/6

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)が企業内容の説明を目的に作成したもので、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、一切の責任を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した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ず、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。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

- ・Q3 累計の全体では、YOY で 131 百万円の増収、粗利では 51 百万円の増益となった。
- ・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) の売上高が、YOY で 227 百万円の増収 (同 3.2%増) と全体の増収幅以上を占めた。また、流通業におけるホームファニチャリング向け、金融業におけるクレジット会社向け、紙加工メーカーや教育事業会社向けのシステム案件が拡大し寄与した。SIS では粗利率が前 Q3 累計の 15.6%から今 Q3 累計に 17.0%へ上昇したため、粗利額は 135 百万円 (YOY12.1%増、以下同様) の増益となり、全体の利益を底支えた。
- ・一方、システムアウトソーシング・サービス (SOS) では、流通業におけるアウトソーシングサービスの拡大などにより、112 百万円の増収 (6.6%増) となったが、粗利率がやや低下し粗利額は 7 百万円の増益 (2.2%増) に留まった。また、プロフェッショナル・サービス (ProS) は、通信キャリア向けシステム案件の終息に伴い、207 百万円の減収 (13.4%減)、91 百万円の減益 (27.9%減) となった。
- ・業種別 (6 区分) では、通信業、製造業 (その他)、官公庁向けが大型案件の端境期になったこともあり減収減益、残る金融業、流通業、その他は増収増益と業況は別れた。特に金融業が、クレジット・銀行・保険向けなどのシステム案件が増加し復調が鮮明化、全体の増収増益 (粗利ベース、以下同様) を牽引した。加えて、流通業も、消費税対応案件や成長領域での新規案件 (デジタル化対応など) の拡大により、増収には寄与したが、粗利率の低下に伴い収益寄与は限定的となった。一方、通信業では上述の理由により 2 桁の減収減益、その他の業種では、建設機械向け案件の終了と一部の不採算プロジェクトの発生により粗利率が低下し、売上高・利益とも YOY ではマイナスとなった。
- ・全体の粗利率は、品目別では SIS あるいは、業種では金融業の改善に支えられ、前 Q3 累計の 16.8%から今 Q3 累計の 17.1%へ (以下同様)、営業利益率は 5.8%から 5.9%へといずれもわずかに上昇した。また、今 Q3 累計の営業利益の増減要因 (ネットで 13 百万円の増益) は、図表 2 の通りである。エンハンスの強化、並びに派生案件の受注拡大などによる増収効果と、コスト削減と効率化を進め、コストアップをカバーし増益に結びついた。なお、一部の不採算プロジェクトに関しては、採算が好転したこともプラスに働いた。

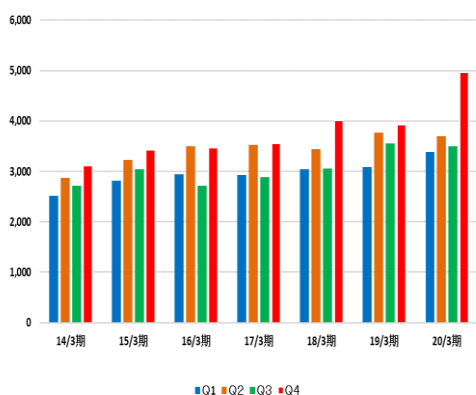
【 図表 2 】 Q3 累計の営業利益の増減要因



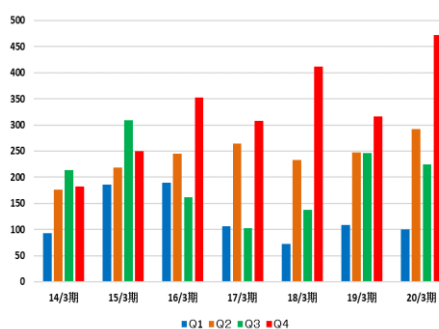
(備考) 決算短信、決算補足説明資料より当調査部が作成

- ・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、国内外の従業員総数を 2017/12 (月末) : 698 人→2018/12 : 739 人 (+41 人、+5.9%) →2019/12 : 745 人 (+6 名、+0.8%) と増やしている。システム需要に対して人材は依然として不足気味であるが、一方で一人当たりの売上高や営業利益など生産性は徐々に改善してきている。今後もトップラインと利益成長の鍵となる、従業員の採用と育成、生産性の向上に注力する方針である。
- ・Q3 末のバランスシートに大きな変化はない。実質無借金で、現金及び預金は 33 億円と手元の流動性は潤沢であり、自己資本比率は 68.5%と財務体質は良好である。
- ・四半期単位の業績推移は、図表 3～5 の通りであるが、Q3 (2019 年 10～12 月) は、売上高 3,463 百万円と YOY で約 2%の減収、流通業・通信業・その他 (製造業) の採算悪化により、営業利益は 225 百万円と約 9%の減益となった。

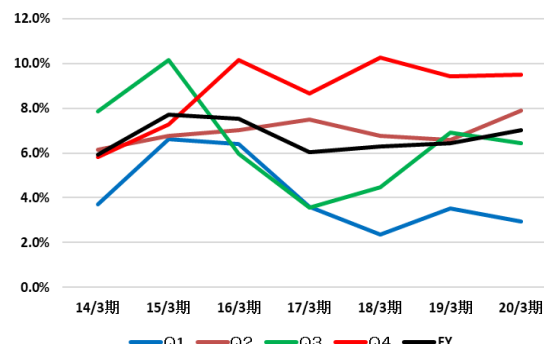
【図表 3】 四半期別売上高推移 (単位：百万円)



【図表 4】 四半期別営業利益の推移 (単位：百万円)



【図表 5】 四半期別、営業利益率推移 (単位：%)



(備考) 決算短信、補足説明資料に基づき当調査部が作成、図表 3～5 : 2020/3 期 Q1～3 までは実績、Q4 と通期は会社予想

◆ 通期の期初業績計画に変更なし

- ・会社側は、期初に発表した通期の売上高・利益・配当の見直しを変えていない。売上高は 15,500 百万円、前年同期比で 8.2%の増収、営業・経常・当期利益とも 2 桁増益、年間 2 円の増配を予定している。今期も前期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 (前年度は計画するが未達)。
- ・通期の会社業績予想に対する Q3 累計の進捗率は、売上高では 68%、営業利益では 57%であった。前期を含む過去 6 年間における Q3 累計の進捗率の単純平均は、売上高 72%、営業利益は 65%であり、今 Q3 累計は平均的な進捗率を下回っている。
- ・なお、通期の会社予想から Q3 累積実績を差し引き逆算すると、第 4 四半期 (1～3 月、以下 Q4) は売上高 4,965 百万円 (YOY+26.6%)、営業利益 472 百万円 (同+49.4%) と YOY で二桁の増収と大幅な増益、営業利益率の改善 (前 Q4→今 Q4 の順に 8.1%→9.5%) を見込んでいる。同社には四半期で変動性が見られ、近年、年度に占める Q4 の業績のウエイトが特に高まる傾向がある。現状では会社の通期計画達成はやや厳しいと思われるが、Q4 の稼働状況の改善や経費の抑制により、通期でも微増収増益が見込まれる。
- ・因みに、同業他社の Q3 累積決算 (2019 年 4～9 月) は、ハイマックスが約 3%の増収ながら約 15%の営業減益 (不採算プロジェクトが発生)、東邦システムサイエンスは約 7%の減収、約 15%の営業減益、両社の通期予想も同様に 2 割近い減益予想である。同社の Q3 累計での進捗率は他社より低いものの、

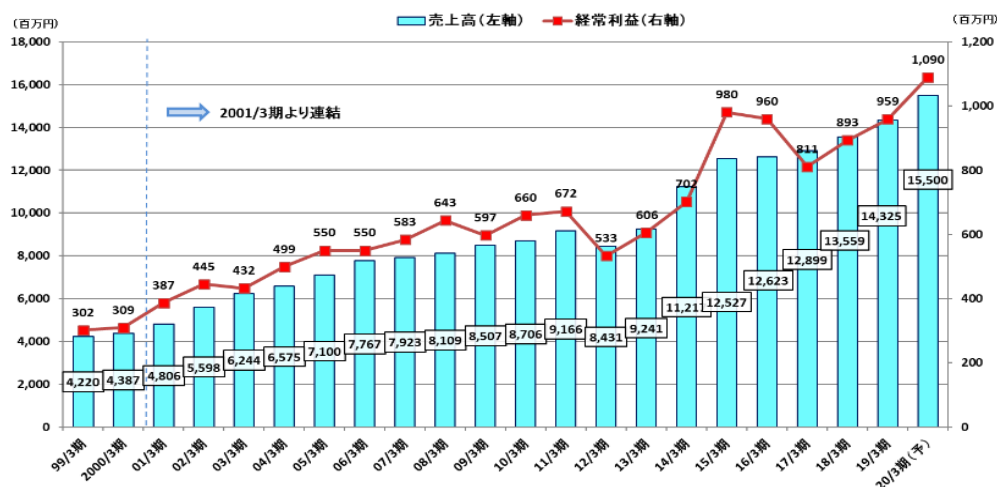
Q3 まで増収・営業増益を維持しており、今通期も増収増益が予定通り達成できれば、相対的な堅調さが際立つであろう。なお、同社は Q4 において、金融向けを除く流通・通信・その他業向けで大幅な増収を想定しているが、通信業向けの受注環境はやや厳しい模様である。

- ・アルファ・ウイン調査部では、前回 (2019 年 12 月)、不採算プロジェクトの発生やこれに伴う上期の売上高・利益実績も勘案し、通期の業績を見直した (当調査部：従来予想→修正予想、売上高：154 億円→152 億円、営業利益：1,080 百万円→1,070 百万円、経常利益以下は変更なし)。但し、今回は前回予想を踏襲し修正はしていない。Q3 の累積決算を見ると労務費などの各種経費の増加は懸念点であるが、各種の施策効果もあり一部のプロジェクトにおける採算悪化に伴うコストに (Q2 と比較し) 改善傾向が見られる (四半期のフローベースで損益に与えるインパクト：前 Q4→今 Q1→Q2→Q3 の順、百万円単位：△52→△15→△27→+18)。
- ・また、同社は主要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、Q3 累計の受注高と同期末の受注残は、YOY で各 0.8%の減少、3.4%の増加とほぼ横ばいである。納期・売上高計上のタイミングはあるが、Q4 の想定売上高の約 8 割を受注残として確保している。
- ・今後は、不採算プロジェクト再発防止に向けて、顧客とのコミュニケーションの強化、ノウハウの蓄積と活用、及び品質管理の徹底を実施する方針であるが、引き続きその実効性に注目していきたい。
- ・なお、中長期的にユーザーは、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 化等を背景に 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。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～内需中心の安定成長株、今来期の業績が注目点。

- ・国際情勢 (新型コロナウイルス・景気変動・貿易戦争・為替動向) 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。但し、株価のボラティリティは、最近では高まりつつある。
- ・なお、長期にわたる業績の拡大傾向を背景に (図表 6)、過去約 10 年間で株価は約 3 倍に上昇し、TOPIX を大幅にアウトパフォームしてきた (TOPIX はこの間、約 2 倍に上昇)。株価面では、短期的な視点では今通期の業績の達成状況と来期の業績見通し (増減益率) がポイントになると思われる。また、次期中期経営計画の内容、新技術・新分野への展開と実績、株主還元 (増配、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 】 長期業績推移 (備考) 決算短信、決算補足説明資料より当調査部が作成、予想は会社予想



・東証一部平均 (2020年1月31日終値基準：PER15.8倍、PBR1.2倍、単純平均配当利回り1.9%) や同業他社 (ハイマックス、東邦システムサイエンス、図表7) と比較し、バリュエーションはほぼ平均的である。今後、同社が継続して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はあると考えている。

【図表7】同業他社との業績、並びに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(1月31日終値)	765	1,960	904
時価総額(百万円)	11,689	12,165	12,535
PER(株価予想収益率)	15.4	17.8	19.2
PBR(株価純資産倍率)	1.9	1.2	1.6
配当利回り(%)	2.4	2.6	2.8
EV/EBITDA(倍)	8.7	6.8	5.1
PSR(株価売上高倍率)	0.8	0.8	1.1
2020/3期 Q3累積売上高(百万円)	10,535	11,368	8,695
同対前年比(%)	1.3	2.9	-7.2
同営業利益(百万円)	618	641	599
同対前年比(%)	2.1	-15.2	-14.8
同売上高営業利益率(%)	5.9	5.6	6.9
2020/3期 売上高会社計画(百万円)	15,500	15,000	11,600
同対前年比(%)	8.2	1.1	-9.4
同営業利益(百万円)	1,090	800	830
同対前年比(%)	18.3	-18.9	-19.5
同売上高営業利益率(%)	7.0	5.3	7.2
通期計画に対するQ3までの売上高の進捗率	68%	76%	75%
同営業利益	57%	80%	72%

時価総額=発行済株式総数×時価(2020年1月31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2020/3期Q3実績値

EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-預現金)/(営業利益+減価償却費+無形固定資産等償却)、有利子負債・預現金はQ3実績値

PSR=時価総額/売上高(2020/3期会社予想)

(備考) 各社の決算短信、有価証券報告書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	15,200	6.1	1,070	16.2	1,080	12.6	680	14.1	50.04	426.38	18.0
2021/3	E	16,500	8.6	1,200	12.1	1,200	11.1	750	10.3	55.20	463.58	18.0
2022/3	E	17,800	7.9	1,320	10.0	1,320	10.0	825	10.0	60.72	506.29	20.0
2019/3	Q1	3,082	1.4	109	52.4	132	80.5	76	131.3	5.45	357.23	0.0
2020/3	Q1	3,379	9.6	100	-8.8	107	-19.0	50	-34.2	3.70	379.63	0.0
2019/3	Q2	3,770	9.4	248	6.4	243	4.8	149	43.3	5.96	381.80	0.0
2020/3	Q2	3,691	-2.1	291	17.3	290	19.3	191	28.2	7.41	397.59	8.0
2019/3	Q3	3,552	16.3	247	80.3	256	77.8	158	102.6	11.41	393.29	0.00
2020/3	Q3	3,464	-2.5	226	-8.5	231	-9.8	151	-4.4	11.11	4.377	0.00
2019/3	Q4	3,921	-2.4	316	-23.5	327	-26.0	213	-31.1	15.51	1,789.76	16.00
2020/3	Q4CE	4,965	26.6	472	49.4	462	41.3	292	37.1	20.64	—	10.00
2019/3	Q3累計	10,404	9.0	605	36.6	632	40.4	383	48.4	27.74	393.29	0.00
2020/3	Q3累計	10,535	1.3	618	2.1	628	-0.6	392	2.3	28.94	403.77	8.00

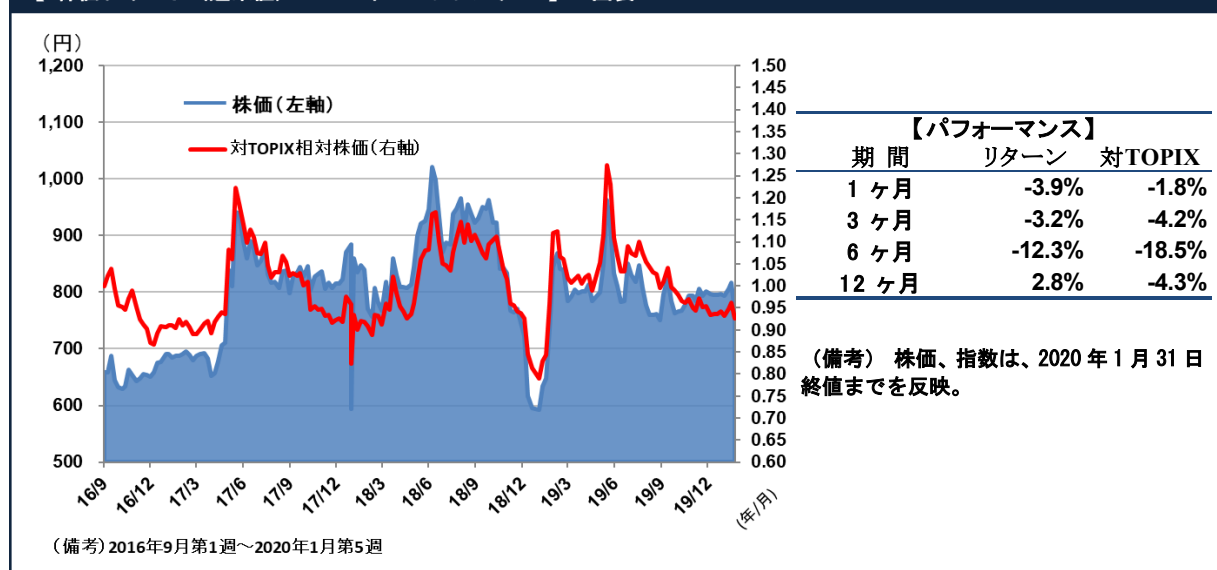
(備考) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q1(第1四半期)：4-6月、Q2(第2四半期)：7-9月、Q3(第3四半期)：10-12月、Q4(第4四半期)：1-3月、Q3累計：4-12月

【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	2020/1/31	項目	PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り	配当性向
株価(円)	765	前期実績	17.7	1.9	2.1%	37.0%
発行済株式数(千株)	15,280	今期予想	15.3	1.8	2.4%	36.0%
時価総額(百万円)	11,689	来期予想	13.9	1.7	2.4%	32.6%
潜在株式数(千株)	0	今Q3末自己資本比率	68.5%	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の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ず、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。(更新された) 最新のレポートは、弊社のホームページ (<http://www.awincap.com/>) にてご覧ください。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】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を負いません。

PSV20200211-12