

# 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：2021/6/7

### ● 要旨

アルファ・ウイン 調査部  
<http://www.awincap.com/>

#### 事業内容

・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(SI)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。1972年に設立され、業歴約49年を有する。

#### 業績動向

- ・同社は過去20年間において一期間を除き、対前年度で増収を継続している(単独決算時代も含む)。この間、売上高成長率(増収率の単純平均値)は年率+6.0%、経常利益成長率(同)は+7.1%と、長期間にわたり順調に業容を拡大し、常に黒字を維持している。積極的な事業展開と経営改革が奏功し、売上高経常利益率は7%前後(平均7.2%)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。
- ・前期(2021/3期)決算は、会社の期初計画を売上高は7.6%下回ったものの、売上高は147.9億円で前期比0.5%の増収となった。一方、営業利益は11.7億円で4.8%期初予想を上回り、同22.5%の大幅な増益となった。売上高は過去最高値を9期連続で更新し、営業・経常・当期利益ともに過去最高益を更新した。営業・経常利益が初めて10億円を超え、一株当たり配当金を2円増配し20円とした。
- ・今期(2022/3期)は売上高160億円(前期比8.2%の増収)、営業利益12.3億円(同4.7%の増益)、当期利益8.5億円(同0.7%の増益)と、過去最高売上高と営業・当期利益の最高益の連続更新、及び増配後の20円配当の維持を会社は計画している。
- ・今後、新型コロナの影響が和らぎビジネス環境の好転も見込まれ、IT投資の回復や戦略的なIT投資案件の獲得により、同社は増収を見込んでいる。増収効果に加え、自社のデジタル化の推進、リソースの最適化などにより、採算性・生産性の向上に努め増益を維持したい考えである。
- ・アルファ・ウイン調査部では、新型コロナによるリスクも考慮し、今期の売上高・利益予想を会社計画よりも、やや慎重に予想した。但し、コストコントロールにより利益のダウンサイドは、限定的であると考えている。

#### 経営戦略

- ・中長期経営ビジョン:V2020の最終年度にあたる、前期に設定した売上高185億円、営業利益率9.6%、ROE13%の目標は、ROEを除き未達となった(実績はそれぞれ、148億円、7.9%、14.0%)。新規ビジネスへの展開、人材確保、大型案件の受注が想定を下回ったことによる。
- ・同社は、今年度からスタートする中計(V2026)において、受託型ビジネスに加え企画型ビジネスを積極的に展開し、エンハンスビジネスをベースにSIビジネス、並びにデジタルビジネスを強化する方針である。
- ・また、新技術や新サービスの自社開発・育成、並びに他社との共同開発にも積極的であり、投融資・提携により、これまでにそのための布石を打ってきている。
- ・新中計では、各年度の売上高・営業利益・ROE等の財務目標値が発表され、最終年度となる2024/3期には、それぞれ185億円、14.8億円、13%以上を達成したい意向である。また、合わせて、ダイバーシティの促進、働き方改革などの非財務目標も設定され、ITを活用して推進する方針である。
- ・今後は、大手SIerとの協業やエンドユーザー向け企画型ビジネスの進展、プロジェクトマネジメント能力の向上、利益率の持続的な改善、新事業領域ビジネスの収益化、新規顧客の開拓、人材育成と確保、M&Aや提携戦略、グローバル化、新技術への対応が鍵となる。

1/41

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、一切の責任又は義務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。

中期業績予想

- 顧客である国内企業の業績やシステムの投資動向に業績は影響を受けが、今後は新型コロナの影響も徐々に軽減され、生活や経済活動も正常化に向かうと想定される。
- 中長期的には、ユーザー企業等の IT 投資は継続的な拡大が見込め、同社の得意とするエンハンスビジネスの拡大、新規顧客開拓、新規のデジタルビジネス、SI ビジネスへの展開、生産性の向上により、年率 6~10%前後の安定した増収、増益が可能であると当調査部では予想している。

株主還元

- これまで自社株買い、株式分割、段階的な増配など、積極的に株主還元を行ってきた。配当に株主優待による利得を加えると、実質的な利回りは最大で約 2.2%となる。また、予想配当性向は 32%と同業種内では平均的であるが、純資産配当率(直近実績値)は 4.5%と高い水準にある。好業績と豊富なキャッシュを背景に、今後も自社株買いや増配などの株主還元策が期待される。

株価特性、及び株価水準

- 過去約 12 年間で同社の株価は約 4.3 倍に上昇し、かつ TOPIX を大幅にアウトパフォームしている。今期基準のバリュエーションでは、東証一部全銘柄平均や同業他社と比較すると割安感はないが、株価の調整が進みフェアバリューに近い水準と思われる。
- 内需中心のディフェンシブな銘柄であり、今後も安定成した利益成長が見込めることから、中長期的な投資対象候補であると思われる。株価面では、今期業績の進捗度、企業の IT 投資動向に加え、デジタル関連の新技术・新分野での業績への寄与、他社との連携・M&A や株主還元にも注目したい。

| 【 2335 キューブシステム 業種：情報・通信 】 図表A |           |     |       |      |       |      |       |       |       |        |      |
|--------------------------------|-----------|-----|-------|------|-------|------|-------|-------|-------|--------|------|
| 決算期                            | 売上高       | 前期比 | 営業利益  | 前期比  | 経常利益  | 前期比  | 純利益   | 前期比   | EPS   | BPS    | 配当金  |
|                                | (百万円)     | (%) | (百万円) | (%)  | (百万円) | (%)  | (百万円) | (%)   | (円)   | (円)    | (円)  |
| 2019/3                         | 14,325    | 5.6 | 921   | 7.8  | 959   | 7.5  | 596   | 5.1   | 43.25 | 393.29 | 16.0 |
| 2020/3                         | 14,708    | 2.7 | 959   | 4.1  | 976   | 1.7  | 525   | -11.9 | 38.69 | 411.96 | 18.0 |
| 2021/3                         | 14,788    | 0.5 | 1,174 | 22.5 | 1,295 | 32.7 | 844   | 60.7  | 62.11 | 476.52 | 20.0 |
| 2022/3                         | CE 16,000 | 8.2 | 1,230 | 4.7  | 1,250 | -3.5 | 850   | 0.7   | 62.55 |        | 20.0 |
| 2022/3                         | E 15,700  | 6.2 | 1,200 | 2.2  | 1,220 | -5.8 | 830   | -1.7  | 61.07 | 560.14 | 20.0 |
| 2023/3                         | CE 17,200 | 7.5 | 1,340 | 8.9  |       |      |       |       |       |        |      |
| 2023/3                         | E 16,650  | 6.1 | 1,290 | 7.5  | 1,310 | 7.4  | 890   | 7.2   | 65.49 | 605.63 | 20.0 |
| 2024/3                         | CE 18,500 | 7.6 | 1,480 | 10.4 |       |      |       |       |       |        |      |
| 2024/3                         | E 17,700  | 6.3 | 1,400 | 8.5  | 1,420 | 8.4  | 965   | 8.4   | 71.01 | 656.64 | 20.0 |

(備考) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想。

| 【 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                                  | 2021/6/4 | 項目        | PER (倍) | PBR (倍) | 配当利回り | 配当性向  |
| 株価 (円)                              | 1,017    | 前期実績      | 16.4    | 2.1     | 2.0%  | 32.2% |
| 発行済株式数 (千株)                         | 14,500   | 今期予想      | 16.7    | 1.8     | 2.0%  | 32.7% |
| 時価総額 (百万円)                          | 14,747   | 来期予想      | 15.5    | 1.7     | 2.0%  | 30.5% |
| 潜在株式数 (千株)                          | 0        | 前期末自己資本比率 |         | 68.6%   | 前期ROE | 14.0% |

(備考) 予想はアルファ・ウイン調査部予想。2021年5月末に自己株式の一部を消却したため、発行済株式数を修正。

【 株価チャート (週末値) 2335 キューブシステム 】 図表C



(備考) 本レポートでは数値の計算や表示にあたって、原則、単位未満の数値を四捨五入しており、会社公表数値等と異なることがある。

\*\*\*\*\*

## 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](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。

PFV2021-0622-2100

## 目次

|   |            |
|---|------------|
| <b>1. 会社概要</b> .....                                      | <b>P5</b>  |
| 独立系の中堅システムインテグレーター.....                                   | P5         |
| 経営理念と経営の基本方針.....   | P7         |
| <b>2. 事業内容とビジネスモデル</b> .....                              | <b>P8</b>  |
| 3つのシステムサービスライン.....                                       | P8         |
| 人材が鍵となる労働集約的なビジネスモデル.....                                 | P10        |
| バランスのとれた業種別売上構成.....                                      | P11        |
| 安定した顧客基盤と継続性が高いビジネス.....                                  | P12        |
| 今後の成長分野・次世代技術への布石.....                                    | P14        |
| <b>3. 株主構成</b> .....                                      | <b>P16</b> |
| 株主所有者別構成の推移.....  | P16        |
| 上位株主構成.....   | P16        |
| <b>4. ESG</b> .....                                       | <b>P19</b> |
| 環境対応 (Environment)、社会的責任 (Society)、企業統治 (Governance)..... | P19        |
| <b>5. 成長の軌跡</b> .....                                     | <b>P20</b> |
| 沿革.....   | P20        |
| 過去の業績推移.....  | P20        |
| <b>6. 業界環境</b> .....                                      | <b>P23</b> |
| 日本のシステムインテグレーション市場の動向.....                                | P23        |
| キューブシステムのポジションと同業他社比較.....                                | P25        |
| <b>7. 前期業績の実績と今期業績の会社予想</b> .....                         | <b>P27</b> |
| 2021年3月期(前期) 通期決算.....                                    | P27        |
| キューブシステムによる2022年3月期(今期) 業績予想.....                         | P30        |
| <b>8. 成長戦略</b> .....                                      | <b>P33</b> |
| 中長期経営ビジョン《VISION 2020》のレビュー.....                          | P33        |
| 《VISION 2026》第一次中期経営計画.....                               | P33        |
| アルファ・ウイン調査部の2022年3月期(今期) 業績予想.....                        | P36        |
| アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....                                  | P37        |
| <b>9. アナリストの視点</b> .....                                  | <b>P38</b> |
| SWOT分析.....   | P38        |
| 株主還元、及び株主優待制度.....  | P39        |
| 株価特性と水準、バリュエーション比較.....                                   | P40        |

## 1. 会社概要

### ◆ 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、独立系のシステムインテグレーター<sup>注1</sup> (またはSI) である。東証一部に上場し、システムインテグレーション業界では中堅規模の企業である。主に大手のSIを経由して金融・通信・流通業の大手企業向けを中心とし、官公庁向けにもシステムの開発を行う。また、主要取引先とは長年にわたってビジネスを拡大してきており、顧客基盤は堅い。野村総合研究所、富士通、イオン、みずほの4グループが主要取引先であり、東京証券取引所からもアウトソーシングを受託し、その技術力と信頼性は高い。

- ◆ 業歴約 49 年を有する独立系のシステムインテグレーター。専門中堅。特定の大手優良顧客を持ち、基盤は安定。

(注1) システムインテグレーター: システムインテグレーション【System Integration】を行う企業。「SI」(エスアイ) または「SIer」(エスアイヤー) とも略される。企業・官公庁等を対象顧客とし、そのIT業務のシステムに関連した企画、設計、開発、運用管理などのソリューションを提供する企業の総称。

創業はソフトウェア業界の草創期にあたる1972年と、業歴は49年にも及び、社長交代に伴い代表取締役会長に就任した崎山氏は創業メンバーの一人である。なお、2020年6月に代表取締役・社長執行役員兼CDO (Chief Digital Officer) に就任した中西氏は、野村総合研究所にて中部支店副支店長を務め、2017年に同社に入社した。コンサルティング会社での勤務経験もあり、同社ではデジタル案件などでのトップセールスも行う。

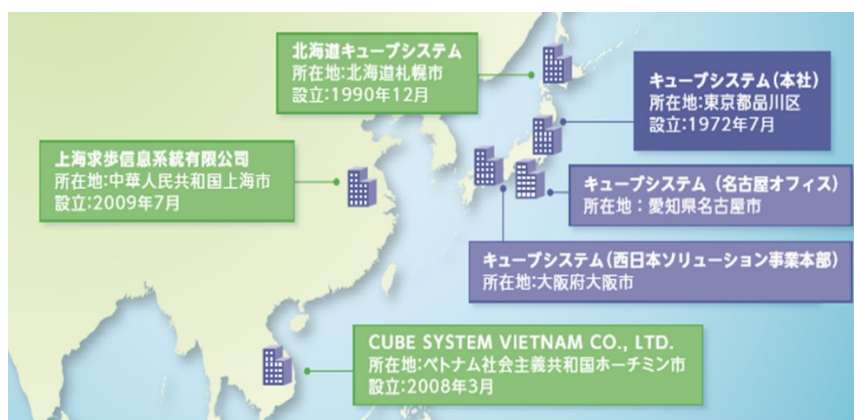
- ◆ 同社と子会社3社でグループを形成。

(注2) オフショア開発: 海外拠点を活用し、システムの開発から保守までを顧客ニーズに応じたサービス形態にて低価格で提供する。

同社グループは、同社と連結子会社3社の合計4社で構成されている。連結子会社は、以下の通りである(図表1)。

- ① 「株式会社 北海道キューブシステム」  
(所在地: 北海道札幌市、東北・北海道地区における営業強化とシステムの開発を目的に、同社が90.9%出資し設立)
- ② 「CUBE SYSTEM VIETNAM CO., LTD.」  
(ベトナム社会主義共和国ホーチミン市、同社が100%出資)
- ③ 「上海求歩情報系統有限公司」  
(中国上海市、合弁会社を設立後、2017年に株式を全取得)  
なお、オフショア開発<sup>注2</sup>を主目的に海外子会社を設立している。

【図表1】 キューブシステムグループの拠点



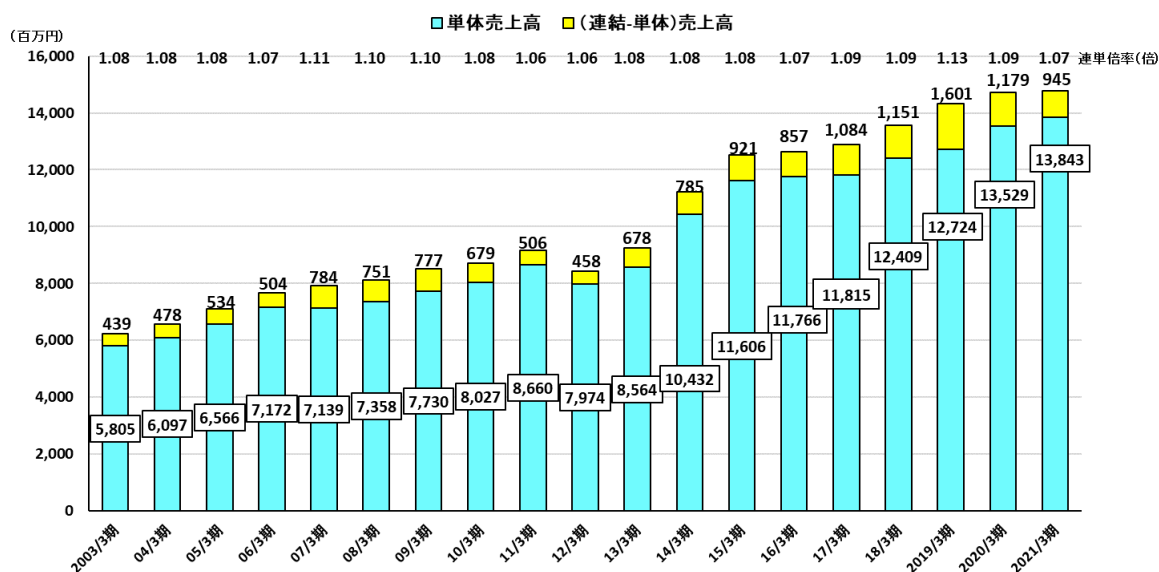
(2020年6月9日現在)

(出所) 定時株主総会招集通知

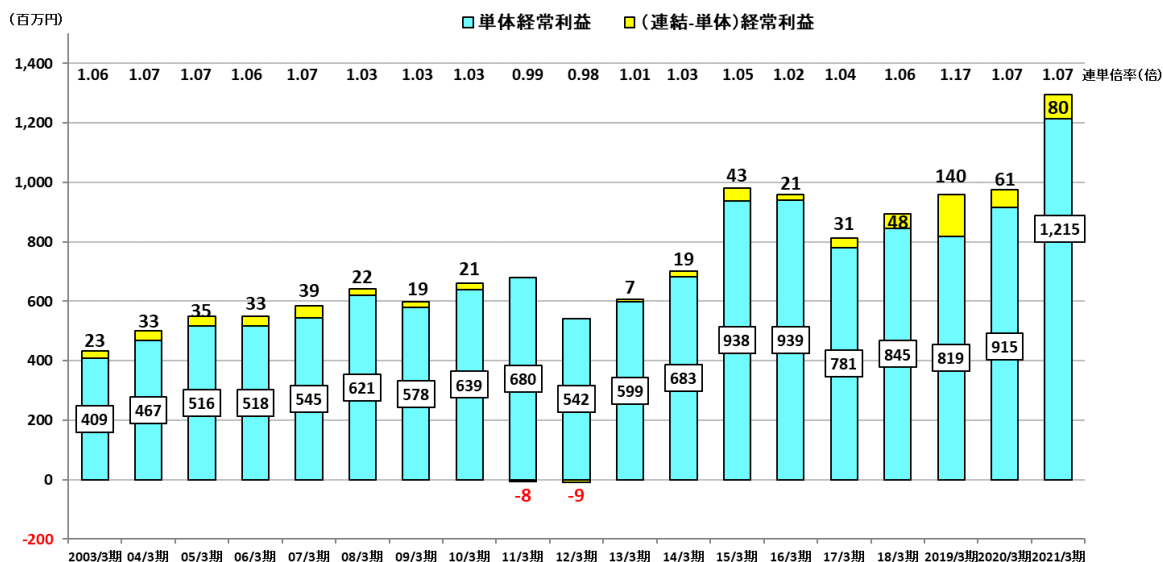
◆ 連結業績は増収増益基調。連結対象の子会社群は黒字が定着。連単倍率は、売上高・利益とも1倍強。

過去19年間の売上高の連単倍率は1.08倍前後で推移し、単体の業績ウエイトが高い(図表2)。子会社の個別損益は開示されていないが、同期間における経常利益の連単倍率は、0.98~1.17倍(単純平均1.05倍)で推移している。また「(連結-単体)の経常利益」により計算される子会社3社の合計損益は、2011/3期と2012/3期の2期間を除いて黒字である(図表3)。2017/3期から2019/3期までの3期間は、子会社群合計の業績(=連結-単体)も増収増益基調であった。2020/3期は、子会社における大型システム開発案件の終息に伴い、減収減益となったが、直近の2021/3期には減収ながら増益に転じた。

【図表2】売上高連単倍率 (グラフ上部の数字が連単倍率、単位:倍)



【図表3】経常利益連単倍率 (グラフ上部の数字が連単倍率、単位:倍)



(出所) 図表2、3とも、有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成  
(備考) 予想がある場合には記載がない限り、原則、会社計画値。

- ◆ 実質無借金、キャッシュリッチ。財務体質は良好。

財務体質は堅固で、実質的に無借金経営である。フリーキャッシュフロー (FCF) も安定的にプラスで、現預金は徐々に積みあがってきている (図表 4)。現預金の 44.7 億円 (BS 上) に加え、投資有価証券 (換金性の高い債券と株式) の 11.7 億円を合わせると流動性の高い資産は合計 56 億円超 (総資産 94 億円の 6 割、売上高 148 億円の 4 割弱)、これに対し借入金は 2.8 億円である。自己資本比率は 69%、流動比率 308% など財務比率も高く安定している (いずれも 2021 年 3 月末時点)。

【図表 4】キャッシュフロー (CF) の推移 (備考、FCF: フリーキャッシュフロー、単位: 百万円)

| 単位: 百万円     | 2010/3期 | 2011/3期 | 2012/3期 | 2013/3期 | 2014/3期 | 2015/3期 | 2016/3期 | 2017/3期 | 2018/3期 | 2019/3期 | 2020/3期 | 2021/3期 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 営業CF ①      | 283     | 622     | 101     | 451     | 317     | 503     | 534     | 936     | 388     | 773     | 747     | 1,043   |
| 投資活動によるCF ② | -1      | 309     | 54      | -321    | -172    | -307    | 25      | 94      | 28      | 46      | 25      | 58      |
| 財務活動によるCF   | -144    | -173    | -125    | -151    | -188    | -439    | -241    | -810    | -392    | -531    | -339    | -215    |
| FCF (①+②)   | 282     | 931     | 155     | 130     | 145     | 196     | 559     | 1,030   | 416     | 819     | 772     | 1,101   |
| 現金及び預金      | 1,619   | 2,376   | 2,405   | 2,383   | 2,339   | 2,099   | 2,408   | 2,822   | 2,846   | 3,131   | 3,557   | 4,448   |

(出所) 決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

(備考) 「現金及び預金」は、バランスシート上の「現金及び預金」の額ではなく、決算短信の「連結キャッシュフローの状況」における金額

- ◆ 経営理念・目標は、「世界に誇れる企業を創り上げる」。
- ◆ 経営基本方針は、「顧客第一主義」「重点主義」「総員営業主義」。

(注 3) 総員営業体制: 受注から納品・入金確認まで、プロジェクトを一貫して管理運営し、営業専任組織を持たない体制。システムエンジニアが顧客担当となり、対話からシステム化ニーズを具現化させ、売上目標や責任と権限を持ちプロジェクトの遂行を行う。

- ◆ 全社員で経営目標・実績を共有。

### ◆ 経営理念と経営の基本方針

経営理念として、以下を掲げている。

- ・企業は人によって支えられ人によって繁栄する。社員はじめ人々の幸福を保障するために存続しなければならない。存続と発展の根源は利益であり、利益は顧客によってもたらされる。この理念をもって、“世界に誇れる企業を創り上げる”。

また、同社は、以下の 3 項目を経営の基本方針としている。

- ・「顧客第一主義」: 全ての判断基準はお客様にとっての価値とし、お客様の視点で思考することを基本と致します。
- ・「重点主義」: 企業には人、モノ、金と時間の 4 つの要素があります。これらを最大限に活かすために、顧客第一主義により決定された最重要事項に経営資源を集約致します。
- ・「総員営業主義」: ユーザーオリエンテッドなサービスを提供するため、全社員が自立したビジネスパーソンとして社業発展に邁進致します。(⇒同社独自の総員営業体制<sup>注3</sup>を敷いている。)

なお、全体、及び部門別に、売上・利益・目標達成率などの数値が全社員に公開され、情報を共有化しオープンな経営がなされている。

## 2. 事業内容とビジネスモデル

### ◆ 3つのシステムサービスライン

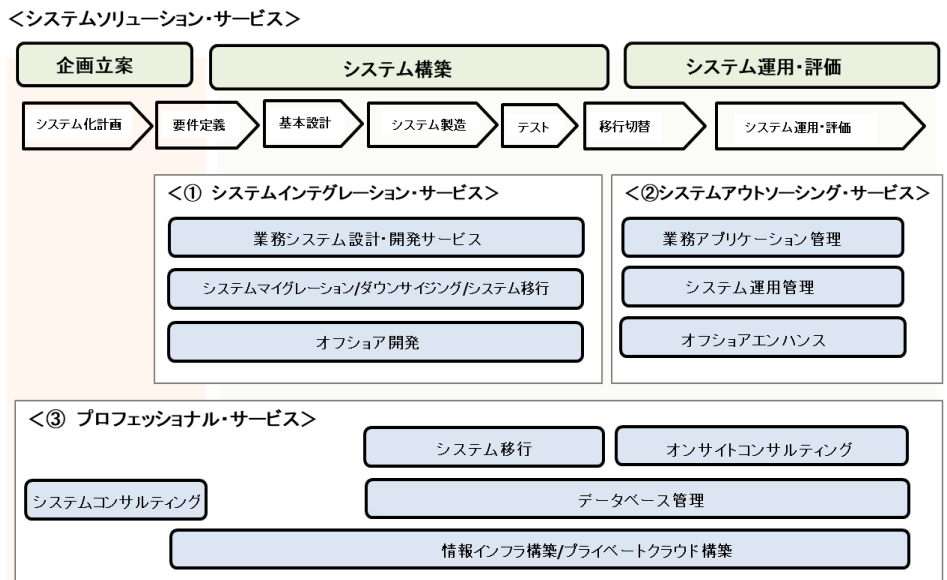
・事業は3品目に区分。システム開発を主とするシステムインテグレーション・サービスが売上高の7割。3品目の利益率は、ほぼ変わらず。

(注4) システムソリューション: システムに関する問題を、ハード、ソフト、サービス通じて解決すること。

同社グループは、システムソリューション<sup>注4</sup>を事業としている。当事業は企業または官公庁に対して、システムを企画立案、設計、製造(プログラミング)により構築し、テスト、運用・評価する一連のサービスである。業務が単一事業であるため、事業領域を顧客の情報化サイクルに応じて、以下の3品目(サービスライン)に区分している。

- ① 「システムインテグレーション・サービス」 (SIS)
- ② 「システムアウトソーシング・サービス」 (SOS)
- ③ 「プロフェッショナル・サービス」 (ProS)

【図表5】各サービスの工程に関する概略図



(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が加工して作成

### ・プロジェクトは分散化。

(注5) 要件定義: システム化する範囲や対象とする業務を明確化すること。

(注6) 基本設計: 上流工程の一部で、外部設計とも呼ばれ、ユーザーの観点からシステムに必要な機能の概要を設計すること(画面・操作方法・セキュリティなど)。基本設計→内部設計→詳細設計→製造(プログラミング、実装とも呼ぶ)というフローになる。

### ① システムインテグレーション・サービス (SIS)

・同社のメインビジネス。ユーザー企業等(エンドユーザーの企業や官公庁等、以下同様)のニーズに応じ業務用のシステムを開発する業務で、要件定義<sup>注5</sup>、基本設計<sup>注6</sup>、製造、テストまでを行う(図表5)。

・受注から納品まで、最短で数ヶ月から約3年までの幅があるが、数ヶ月単位の案件が多い。期中に受注し期中内に納品することが大半である。受注金額も数百万円から数億円までと幅があるが、1プロジェクト当たり50百万円以下の案件が圧倒的に多い。

・基本的には、ユーザー企業等にエンジニアが常駐し、チームを編成した上でプロジェクトごとにシステム開発を行う。但し、コスト削減と人員確保のため、同社のプロジェクトマネージャーの監督下で、国内外子会社や同業者に開発の一部を委託する。

・システム開発業務は原則として請負契約に基づくものであり、受注

・システムインテグレーション・サービスは、請負契約。プロジェクトマネジメントによるリスクと損益管理が重要。

(注7) 開発標準フレームワーク「F@CE」: アプリケーション開発を標準化・効率化するための同社独自の全体的な枠組みのこと。作業のミス・漏れを防ぎプロジェクトを効率的に運営するためのツール。

(注8) エンハンスサービス: 単なるシステムの維持管理や開発ではなく、システムの性能や品質を向上させ、システムの価値を高める。あるいは新しいビジネスを提案すること。これにより顧客満足度を向上させる。同社では、広義の継続取引を意味する。

(注9) オラクルクラウド関連ビジネス: オラクルのデータベースを活用したクラウド関連のサービス・提案。今後もオラクル関連の有資格者を増やし、同ビジネスを強化していく方針。現状の年商は、数億円規模。

者である SI (同社) が成果物 (システム) に責任を負う。従って、製品、及びプロジェクトのリスク・損益管理が重要となる。

・プロジェクトは提案型、入札形式が多い。見積りは、人×月 (ニンゲツ) ベースが主流である。受注後、システム構築にあたっては、同社の開発標準フレームワーク「F@CE」注7を含め、これまでに蓄積した各業種・企業・業務に関する知識・ノウハウや要素技術を駆使し、リスクの軽減、品質・採算性・効率性の向上に努めている。

・また、想定外の仕様変更や当初の見積りを超える追加作業の発生等により収益性が低下し、不採算となる可能性があるため、同社は専門部署を設けプロジェクトマネジメント力の向上に注力している。また、ユーザー企業等に密着し各種提案を行い新たなビジネス (システムの小型開発) につなげるエンハンスサービス注8も積極的に行っている。

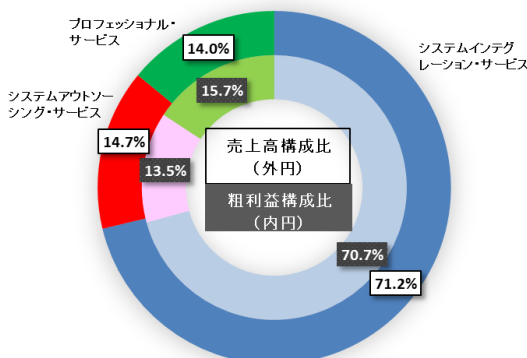
② システムアウトソーシング・サービス (SOS)

・システムの運用・評価に関わるサービス。システムを構成するハードや基本ソフト、データベース、ネットワーク環境などを構築・管理・評価を行う「システム運用管理」と、業務アプリケーションの維持・管理・レベルアップや経営プロセス評価を行う「業務アプリケーション管理」の2つのソリューション・サービスを提供する。なお、システムの維持管理 (SOS) をしながら課題を発見・提案し、エンハンス案件 (SIS) につなげるシームレスな連携サービス体制を敷いている。

③ プロフェッショナル・サービス (ProS)

・コンサルティング、データベースの効率化、システム監視、マネジメントサポートや情報化戦略など、企画・設計段階、インフラ構築、システムの運用監視まで、情報化サイクルの全てに関わる同社のテクノロジーをベースとしたサービス。開発ツールと有資格による技術より、高いパフォーマンスを実現する。なかでもデータベース技術に特化したエンジニアを擁し、当分野には強みがある (オラクルクラウド関連ビジネス注9)。

【 図表 6 】 品目別売上高 (外円) の構成比と粗利 (内円) の構成比 2021/3 期



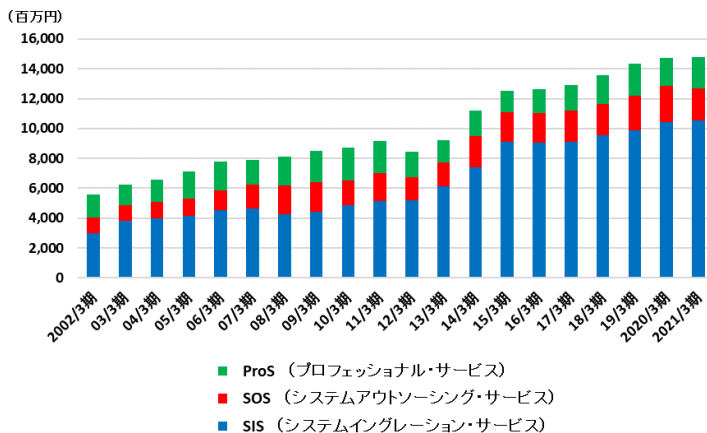
(出所) 決算短信より当調査部が作成

各3区分 (品目) の売上高、粗利の構成比とその推移は、図表6~8の通りである。売上高構成比では、SISが全体の7割前後を占め、残る3割のうちSOSとProSがほぼ半々となっている (図表6の外円)。過去19年間では全体で売上高が2.6倍に増加した。この間、SISが3.5倍、SOSが2.1倍、ProSが1.3倍に売上高を伸ばし、SISが中心となって業績を押し上げてきた (P10-図表7)。

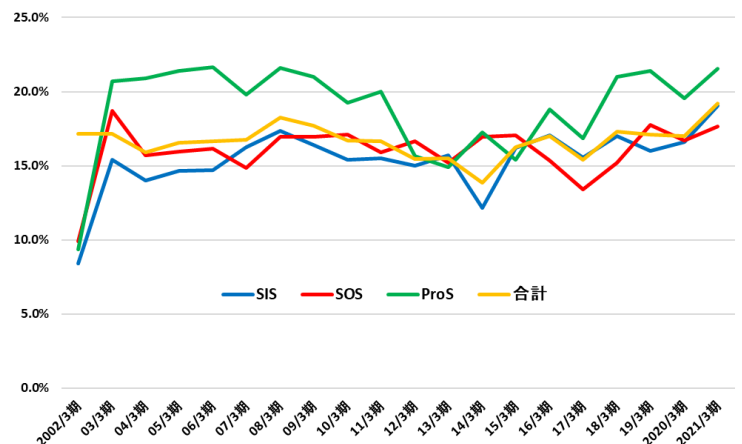
粗利の構成比は図表6 (内円) の通りであるが、売上高構成比と大きくは変わらない。また、粗利率の推移はP10-図表8の通りである。いずれの区分においても年度によって5%程度の範囲内での変動はあるものの、概ね15%から21%が中心レンジである。但し、付加価値が高いProSの粗利率は再び上昇傾向にあり、他の2区分より3~5ポイ

ント高い。もつとも SIS の全売上高に占める割合が非常に高いため、全体の粗利率は SIS の粗利率に左右される。

【 図表 7 】 品目別売上高



【 図表 8 】 品目別の売上高粗利率推移



(出所) 図表 7、8 とも、決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

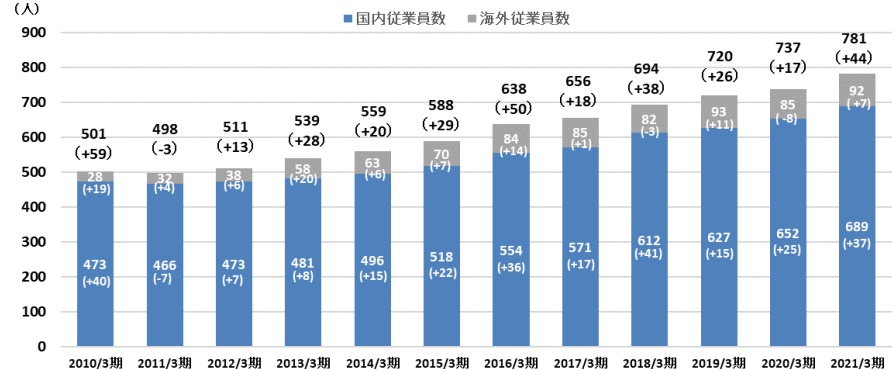
◆ 労働集約的なビジネス。優秀な人材の確保と育成が成長の鍵。

◆ 人材が鍵となる労働集約的なビジネスモデル

同社のビジネスの大半は、カスタムメイドのシステムの受託開発であるため、人手による一品生産的な色彩が強い。従って競争力や成長力の源泉となる優秀な人材の確保と教育が鍵となる。なかでも、システムの高度化・複雑化に伴い、システムの品質・コスト・納期・収益管理のために、プロジェクト全体を統括するプロジェクトマネージャーや、システムエンジニアなどの優秀な人材が不可欠である。昨今の人手不足から、プロジェクトマネージャーを業容の拡大に対して十分には確保できておらず、更なる成長ポテンシャルのボトルネックとなっている。今後は新規の採用に加え、従業員の定着率を上げていくことも課題となる。

グループ全体の従業員数の推移は図表 9 の通りである。業容拡大に合わせ、システムエンジニア (DX など新分野の要員) を中心に、毎年数十人単位で増員してきており、今後も継続する方針である。

【 図表 9 】 グループ従業員数の推移



(出所) 決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

なお、コスト構造では、労務費とビジネスパートナーへの外注費（実質的には人件費が中心）が原価の約9割を占める。従って、両費用のコストコントロールの巧拙が収益性に影響を及ぼす可能性があり、リソースの最適化やプロジェクト管理が肝要となる。

一般にシステムインテグレーション・ビジネスは、独自製品・独自サービスによる急拡大は難しい業態である。また、ノウハウの共有、活用もある程度は可能ではあるが、現状では人手に依存するため生産性の向上には限界がある。同社固有というよりも業種の特性上、利益率が改善しにくいという特徴がある。そこで同社は、人手に過度に依存せずアジャイル開発<sup>注10</sup>の導入や、標準プラットフォームの活用、組織的なプロジェクトマネジメントの強化、海外子会社の活用（オフショア開発）、契約の見直し（人月単位の積算からサービスの対価としての価格提示・交渉）などの各種の対策により、利益率を向上させていく方針である。

（注10）アジャイル開発：プロジェクト開発手法の一つ。従来のウォーターフォール開発に対して、小単位でシステムを区切り実装（プログラミング）とテストを繰り返すことによって、開発期間を短縮するもの。アジャイル【Agile】は、「機敏な、回転が速い」を意味する。

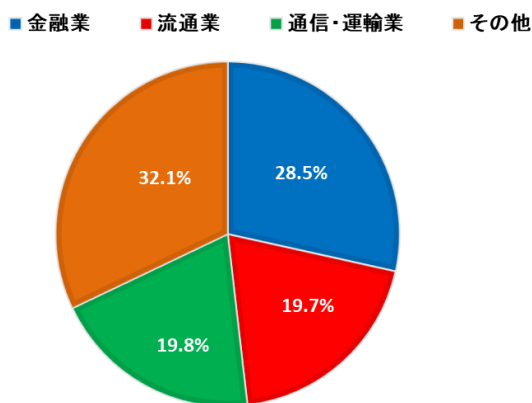
- ◆ 業種別売上高は、その他 > 金融 > 流通 ≒ 通信・運輸の順。
- ◆ 顧客開拓と共に業種の分散化が進む。

### ◆ バランスのとれた業種別売上構成

業種別の売上構成は、図表10の通りである。業務上、膨大なデータ量を処理する必要性と安全性・信頼性が求められる金融業向けの売上高のウエイトが、従来は最大であった。しかし金融業向け売上高が低下する一方、その他（金融、流通、通信・運輸の3業種以外のセクター）が大きく伸び、2019/3期以降は売上高が逆転している（P12-図表11）。両業種に次ぐ流通と通信・運輸業は、売上高が各2割で拮抗している。

同業界内でも業態が類似するハイマックス（東証一部、4299）は、金融業向け売上高が全体の約7割、東邦システムサイエンス（東証一部、4333）は約8割と金融に特化している。これに対し、同社は金融向けが約3割と非金融の拡大により業種分散が図られている。

【図表10】業種別売上高構成 2021/3期



（出所）決算補足説明資料からアルファ・ウイン調査部が作成

金融業向けでは、長年メガバンクを中心とするシステム需要が業績の牽引役を担ってきたが、金融業界の収益低迷と合従連衡の一巡により、システム需要も踊場を迎えた。しかし、代わって、クレジット、キャッシュレス、保険関連の需要増がカバーし、ボトムアウトしつつある。一方、通信・運輸向け売上高は、通信キャリア等のシステム投資サイクルに影響を受けやや波があるが、運輸業の宅配便事業向けビジネスが拡大傾向にある。

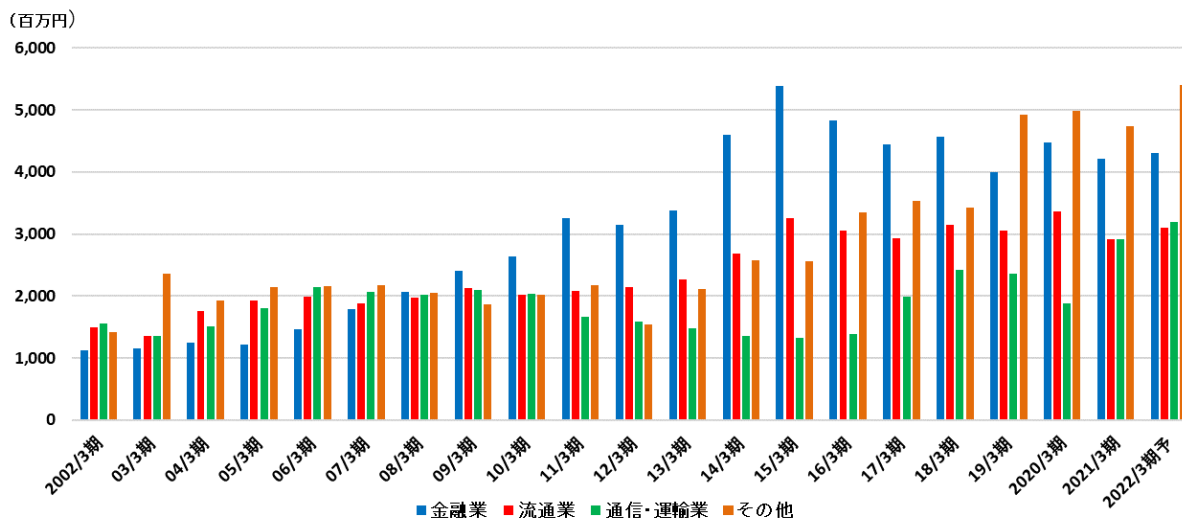
近年、その他の業種では、製造業、官公庁、エネルギー事業関連、クラウドコンサルティング関連が、新規顧客開拓、新規案件の受注により大きく伸びたが、案件終了により一時的に減少した。結果として均衡化と業種分散が進み、経営の安定性が増していると考えられる。

なお、業種別の粗利率は年度によって多少の変動があるが、業種固有

の違いというよりも、プロジェクト単位での採算性の差異が、粗利率に反映された結果であると当調査部ではとらえている。

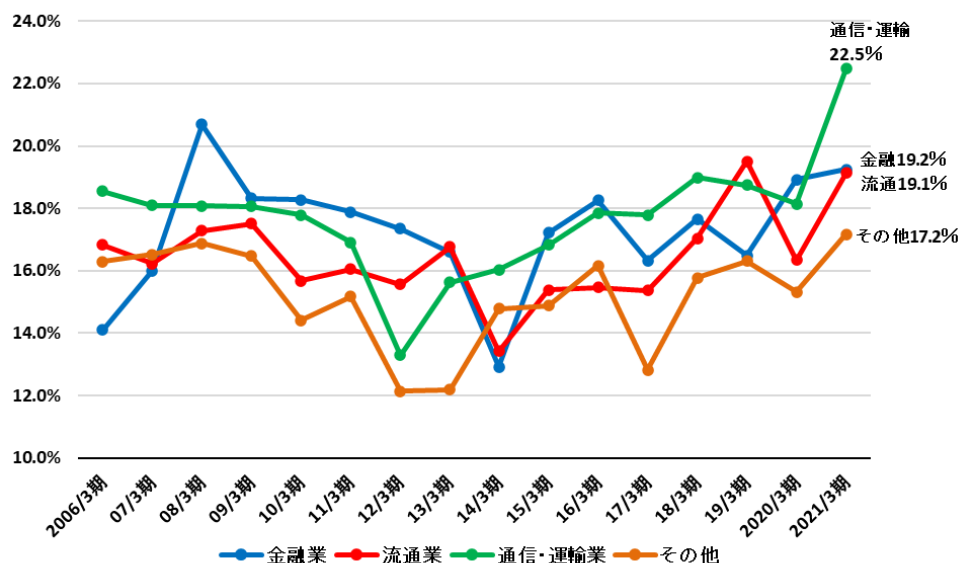
全業種に粗利率の改善傾向が見られるが、直近期では、好採算案件の計上により、通信・運輸業の粗利率がやや高い(図表 12)。

【 図表 11 】 業種別売上高の推移



(出所) 図表 11、12 とも、決算説明会資料、決算補足説明資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。(予)は会社計画。

【 図表 12 】 業種別売上高粗利率の推移



◆ 既存顧客との継続取引が過半を占める安定したビジネス。

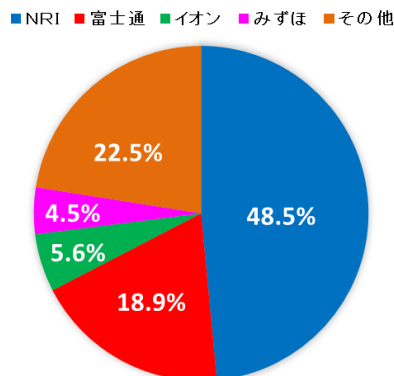
◆ 安定した顧客基盤と継続性が高いビジネス

同社の顧客並びに最終ユーザーは、日本を代表する大企業グループであり、ミッションクリティカルな業務の特性上、実績、信頼性、安定性、操作性、安全性、継続性が求められる。加えて、システムの開発・運用には業務知識・ノウハウの蓄積が不可欠であり、結果として既存

- 顧客別の売上高構成比率では、野村総合研究所を筆頭に、富士通、イオン、みずほの4グループが、全体の8割弱を占める。

顧客との契約の継続性が高い。なお、プライム比率（システム開発におけるエンドユーザーからの直接受注比率）は2〜3割であり、大手SIを経由しての間接受託が多い。

【図表13】顧客グループ別の売上構成比 2021/3期



(出所)決算補足説明資料に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成

顧客グループ別の2021/3期の売上構成を見ると（図表13）、野村総合研究所（以下、野村総研または、NRI）を筆頭に、富士通、イオン、みずほの4グループで全体の8割弱を占める。主要顧客4グループに対するアカウント戦略（担当者を決め集中的に営業する戦略）が奏功し、4グループ合計の売上高は、2019/3期では前期比2.8%増収の10,351百万円（+281百万円）、2020/3期では同9.3%増収の11,316百万円（+965百万円）、2021/3期では1.3%増の11,463百万円（+147百万円）と堅調に推移している。

（注11）e-eパートナー：NRIのパートナー企業の中でも、特に密接なパートナー。専門性の高い業務ノウハウと情報技術力、高度な情報セキュリティレベルを持つ企業と位置づけられた「eパートナー」（推定約150社）の中から、特定プロジェクト運営面だけでなく、エンハンスメント業務の革新活動を共同で推進し、人材・品質・情報セキュリティ分野における計画的な強化、相互の専門性を活かした共存共栄のビジネスモデルの構築に取り組むという提携関係を持つ企業。同社を含めた3社（ハイマックス、東邦システムサイエンス）のみが公表されている。

なお、過去10年にわたり4グループ向け以外の売上高の伸長率が高く、4グループ向けの売上高比率は徐々に低下していた。しかし、2020/3期、2021/3期とも4グループ向け比率が、再び高まってきている（P14-図表14）。

長期的に見ると、野村総研グループ向け売上高は、当初の流通業向けから金融業向けなどへの業務領域の拡大も奏功し、2002/3期の約9億円から、2021/3期には72億円までと63億円増加している。この間、同社全体の売上高は56億円から148億円へと92億円増加したが、増収寄与の過半（68%）は野村総研グループによる。同様に、通信・電力インフラや官公庁関連の取引を伸ばした富士通グループの増収寄与は、10億円で11%を占める。長年にわたって主要各グループ向けに売上高を伸ばしており、顧客からの信頼性や取引の継続性が高い。

特に、同社は野村総研とは、数少ないe-eパートナー<sup>注11</sup>として提携関係にあり、業務のみならず相互の出資、人材交流など密接な関係がある。単独企業単位での取引でも、例年、NRI向けが第一位で、富士

通向けが第二位である(金額は有価証券報告書に開示される見込み)。

また、30 年来の大手取引先であるイオンアイビスからは、2019 年 2 月にベストパートナー賞を受賞するなど顧客満足度は高い。

【図表 14】顧客グループ (G) 別の売上高と上位 4 グループの同シェアの推移  
(但し、みずほ G 向けは 2003/3 期以前、イオン G 向けは 2007/3 期以前の売上高の情報開示はない)

- ◆ DX 対応案件に注力。
- ◆ クラウド、ブロックチェーン、アジャイル開発、AI、IoT などの成長分野に先行投資。

(注 12) DX【Digital Transformation】: デジタルトランスフォーメーション: デジタル変革。IT (情報技術) の浸透が、社会の全領域に浸透することによってもたらされる変革。ビジネス分野だけでなく、広く産業構造や社会基盤にまで影響が及ぶとされる。企業においては、デジタル技術を活用することで、ビジネスモデルの変革、業務やプロセス、組織、文化を変革することを意味する。

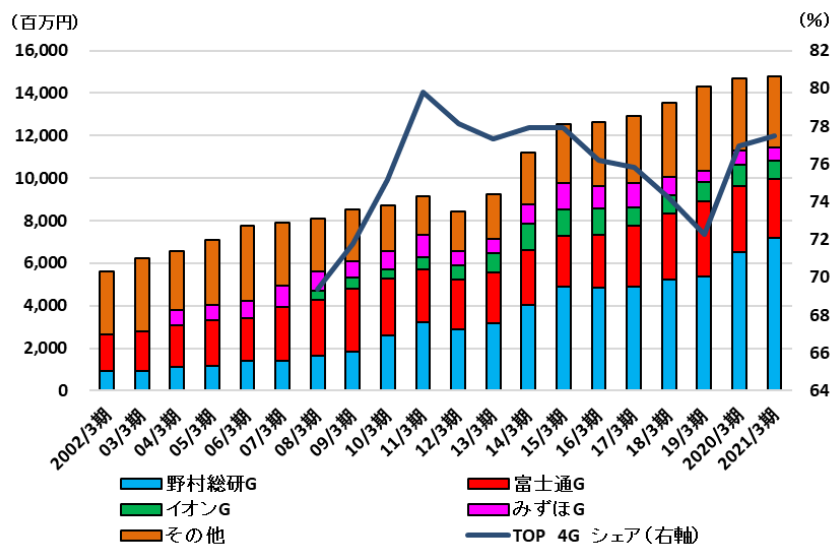
因みに「Trans」を「X」と表記することが英語圏では一般的であるため、略語が「DT」ではなく「DX」となっている。

(注 13) クラウドソリューションサービス: ウェブブラウザなどを介して「サービス」の形でアプリケーションを使うタイプのサービス。

(注 14) ブロックチェーン: 分散型のネットワークで多くのコンピューターに情報を同期して記録・蓄積する手法。

(注 15) AI: 人工知能。

(注 16) IoT: 「モノ」のインターネット。身の回りの全ての機器がインターネットでつながる仕組み。



(出所) 決算説明会資料、決算補足説明資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

### ◆ 今後の成長分野・次世代技術への布石

同社は、自社による研究開発と並行して先端・新技術を持つ企業と提携を進め、大手企業よりパートナーとして多数の受賞や認定がある(直近 1 年間の動向は P15-図表 15 を参照)。次世代技術を活用したビジネスを展開するために、投資等を実施し準備を進めている。今後は、ユーザー企業の DX 注 12 関連の IT 投資が急拡大するものと思われる、同社はデジタルビジネスを成長分野として捉え、全社を挙げて積極的に企画提案・対応していく方針である。

特に、オラクル関連を含むクラウドソリューションサービス注 13 への技術投資、ブロックチェーン注 14 推進協会の社会実験への参加や、AI 技術注 15・IoT 技術注 16・ブロックチェーンに関するノウハウを持つ企業との資本業務提携、アジャイル開発や保守運用サービス分野での提携などに注力してきている。これらは先端知識・情報の獲得と共有、人材育成、共同開発・提案、新ビジネスの事業化を目的としている。

また、2016 年に社内に技術戦略室を発足させた。専任メンバーと営業部門との兼任メンバーで構成されており、先進技術にキャッチアップし、最新の基幹技術を使った研究・開発・事業化を行っている。

さらに、投資事業組合への出資や非上場会社への直接出資を通じて、戦略的に新技術の情報収集や有望企業の発掘に努めている。これらの投資成果が、前期には、運用益や売却益として営業外利益に計上され業績に寄与した。

【 図表 15 】 最近の提携・注目事項（受賞・新技術を活用した製品の展示、特許の取得等）

| 公表時期     | 公表事項   | 具体的内容   |
|----------|--|---|
| 2020年4月  | DX 事業推進室と未来人材開発センターを設置                                     | DX 事業の推進を加速することを目的に「DX 事業推進室」を、また将来的な人材価値の向上を目指すため「未来人材開発センター」を新設   |
| 2020年11月 | キナクス・ジャパン株式会社とのパートナーシップ契約を締結                               | Kinaxis Inc. (TSX:KXS) の日本法人であるキナクス・ジャパン株式会社（本社：東京都港区、代表取締役社長：金子 敏也氏）とパートナーシップ契約を締結。これにより、同社はキナクスのサプライチェーン管理 (SCM) プラットフォームを活用し、現場が抱える課題を解決する効率的な業務プロセス策定、最適かつ迅速なシステム構築支援を提供する。   |
| 2020年12月 | 一般社団法人 日本ディープラーニング協会主催の「GDLE HACKATHON 2020」にて同社チームが企業賞を受賞 | 一般社団法人 日本ディープラーニング協会（以下、JDLA）主催の「GDLE HACKATHON2020」（JDLAが運営する年に1度のハッカソン：AI技術に関する大会）に、同社従業員で構成されるチームの作品が2部門において受賞した。<br>・アイデア部門：企業賞受賞～Deep Learningを活用したNEO e-learning<br>・予測性能部門：入賞～画像データに基づく気象予測  |
| 2021年3月  | 東京ビックサイトで開催された、第2回ブロックチェーン EXPO【春】に出展                      | 「デジタル技術を使って社員にスマイルを」をテーマに、テレワーク時代の非接触型コミュニケーションと社員間のエンゲージメントを支援する、以下のプロダクトを展示。<br>①スマイルシェアプロダクト<br>・サンクスコネクト：オンラインコミュニケーションツールによる「日々の感謝の気持ち」を可視化するサービス。<br>・Cubecoin（キューブコイン）：ブロックチェーン技術を活用したエンゲージメント強化サービス。<br>・スマイルレジ：AI 画像認識技術を活用した非接触型キャッシュレス決済サービス、顔認証とピースサインによる『非接触』の決済手段の提供。<br>②Be-SMART（営業支援ツール）→デジタルブロックス社 × Cubecoin との共同開発<br>③AIZE（顔認証 AI）→トリプルアイズ社 × スマイルレジとの共同開発 |
| 2021年4月  | AI 顔認証タッチレス決済サービスに関する特許権を取得                                | DX 事業において同社が提供する AI 顔認証タッチレス決済サービスに関する特許権を取得。本特許技術を使った同社オリジナルの非接触型決済サービス「スマイルレジ」において活用していくほか、新たな商品・サービスの開発に取り組む。  |
| 2021年4月  | ServiceNow 社と認定パートナー契約を締結                                  | 同社は、運用保守サービスにおいて新たな業務スタイルへの変革を進めるため、ServiceNow 社（本社 ServiceNow, Inc.：米国カリフォルニア州、President and CEO：Bill McDermott、日本法人 ServiceNow Japan 合同会社：東京都港区、執行役員社長：村瀬 将思氏）と認定パートナー契約を締結。ServiceNow を活用し、オペレータや運用管理者がデータセンターに常駐する運用形態から、リモート運用、プロセスをより効率化するための単一プラットフォームでの運用形態へ変革し、ニューノーマル時代の働き方を実現。   |

(出所) 同社HPのニュースリリースから、アルファ・ウイン調査部が作成

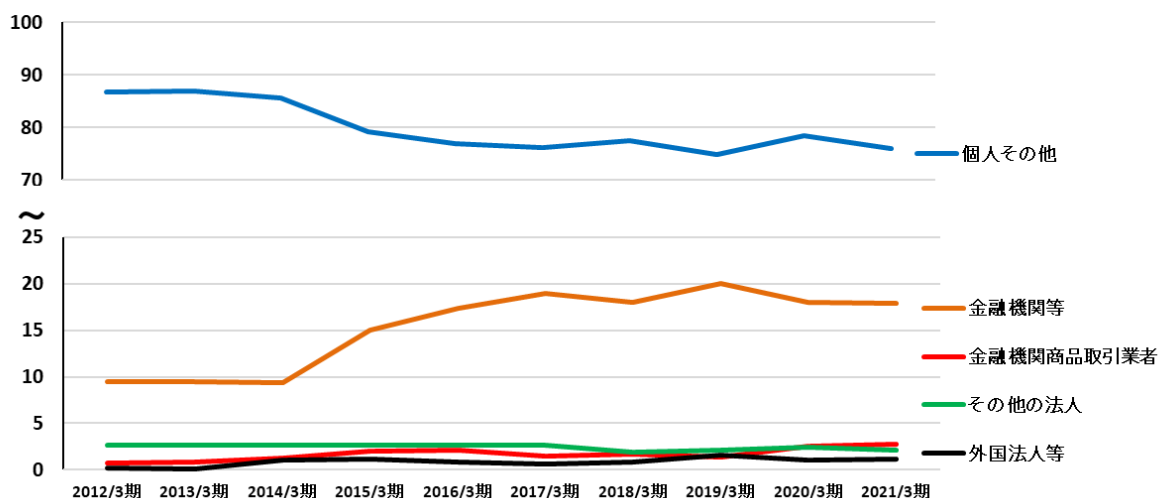
### 3. 株主構成

- ◆ 「個人その他」の保有構成比率は8割弱。

#### ◆ 株主所有者別構成の推移

2021年3月末時点の株主所有者別構成比率(図16)は、「個人その他」が、全体の約76%と圧倒的に多い。これに続く所有者は「金融機関等」の18%であり、合わせて94%と発行済み株式数のほとんどを占める。「外国法人等」は1.2%と低い。2014/3期以降は「個人その他」の比率がやや低下し、「金融機関等」の比率が上昇している。

【図表16】株主所有者別構成比率の推移 (単位: %、各期末時点)



(出所) 株主招集通知、有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

#### ◆ 上位株主構成

大株主の構成は、安定しており大きな変化は見られない。2021年3月末時点の大株主は、P17-図表17の通り。以下はその補足である。

- ◆ 上位大株主は、持株会や(現・旧)役員が占める。

- ・ 持株会の保有の減少で2019年3月に、株主順位が入れ替わり、筆頭株主は崎山会長(元社長)となった。2021年3月末時点でも保有割合は12%弱と、第2位株主の従業員持株会を僅差で上回っている。因みに、中西社長の保有株式数は、24.5千株(保有割合0.18%)。

- ◆ 信託銀行名義の投資が増加。複数の投資ファンドも組み入れ。

- ・ 日本マスタートラスト信託銀行(信託口)が第3位株主であるが、実質的な投資家名や目的は不明(なお、同信託銀行には三菱UFJ信託銀行が4割以上を出資)。

- ・ なお、日興アセットマネジメント(親会社:三井住友信託銀行)が運用する低位株オープン、三井住友トラスト・アセットマネジメントや三菱UFJ国際投信、野村アセットマネジメント、アセットマネジメ

ント One 等が運用する日本株インデックスファンドが同社株を組み入れている。これらのファンドの一部が信託銀行名義で投資を行っている」と推測される。

◆ 個人の大株主のほとんどは、同社の関係者。

・第4位株主の小貫氏は同社元社長、第6位株主の内田氏は同社の現取締役である。

◆ 最大の取引先である野村総研は、第10位の大株主。

・第5位株主の日本マスタートラスト信託銀行は、同社役員報酬のBIP信託口(株式報酬型役員インセンティブ・プラン)である。

・第8位株主の佐藤氏は、同社元常務取締役。

・第9位株主である三菱UFJ銀行は取引金融機関、第10位株主である野村総研は重要取引先である。

・上位10位以内の株主のうち持株会・役員(元を含む)と、自社保有株を合計すると、全体の約4割を占める。自社株買いをこれまで積極的に行っており、BIP信託口を含む自社保有株は、2021/3期末時点で1,332千株と実質的には、第3位株主に相当する。

【図表17】大株主の状況

| 株主名 (単位:千株)                           | 2015年3月末 | 2016年3月末 | 2017年3月末 | 2018年3月末 | 2019年3月末 | 2020年3月末 | 2021年3月末 | 持株比率(%) | 株主順位 |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|------|
| 崎山 収(氏)・・・同社代表取締役会長                   | 1,775    | 1,875    | 1,655    | 1,646    | 1,638    | 1,632    | 1,622    | 11.63   | 1    |
| キューブシステム従業員持株会                        | 1,641    | 1,672    | 1,663    | 1,668    | 1,565    | 1,602    | 1,551    | 11.12   | 2    |
| 日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)               | -        | -        | -        | 321      | 394      | 485      | 456      | 3.27    | 3    |
| 小貫 明美(氏)・・・同社元代表取締役社長                 | 401      | 401      | 401      | 401      | 401      | 401      | 401      | 2.88    | 4    |
| 日本マスタートラスト信託銀行株式会社(役員報酬BIP信託口・75824口) | -        | 270      | 270      | 262      | 369      | 358      | 358      | 2.56    | 5    |
| 内田 敏雄(氏)・・・同社現取締役                     | 475      | 415      | 403      | 393      | 376      | 369      | 347      | 2.49    | 6    |
| 櫻井 正次(氏)・・・一般個人投資家                    | 316      | 316      | 316      | 316      | 316      | 316      | 316      | 2.27    | 7    |
| 佐藤 俊郎(氏)・・・同社元常務取締役                   | 380      | 340      | 300      | 300      | 304      | 304      | 288      | 2.07    | 8    |
| 株式会社三菱東京UFJ銀行                         | 258      | 258      | -        | -        | 258      | 258      | 258      | 1.85    | 9    |
| 株式会社野村総合研究所                           | -        | -        | -        | -        | -        | -        | 214      | 1.54    | 10   |
| 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口5)            | -        | -        | 348      | 324      | -        | 219      | -        | -       | -    |
| 株式会社みずほ銀行                             | 276      | 276      | 276      | 276      | 276      | -        | -        | -       | -    |
| 株式会社キューブシステム                          | 682      | 458      | 1,035    | 1,236    | 1,356    | -        | -        | -       | -    |
| 株式会社りそな銀行                             | 241      | -        | -        | -        | -        | -        | -        | -       | -    |

(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

(備考) 「-」は、有価証券報告書の大株主に記載がなかったことを意味し、必ずしもゼロであることを意味しない。また、持株比率は、役員報酬 BIP 信託口を含む自己株式を控除して計算。

◆ 自社株の一部を役員に対するインセンティブとして活用。

なお、これまで自社保有株の一部を数回に分けて、インセンティブとして役員に交付している。2016/3 期に従来の役員退職慰労金制度を廃止し、代わりに同社が保有する自社株式を、役位および中期経営目標に対する達成度に応じて、交付および給付する株式報酬型(BIP信託)役員インセンティブ・プランを採用した。中期経営計画サイクルである3期ごとに更新され、役員退職時に実質に権利が確定する。

◆ 役員向け株式報酬制度を、業績や株価をより意識する制度に改定。

また、新たな制度の下に譲渡制限付株式報酬として、2018年9月と2019年9月に自社株の一部を役員または執行役員に交付した。

さらに、中期経営計画の見直しにあわせて、2017年度より導入している特定譲渡制限付株式制度を廃止し、2015年度より導入している

信託型株式報酬制度に一本化する議案を、2021年6月23日に開催予定の定時株主総会に付議する予定である。

これは、役員報酬と同社の株式価値との連動性をより明確にし、取締役等が株価上昇によるメリットのみならず株価下落によるリスクまでも株主と共有することで、中長期に継続した業績の向上と企業価値の増大への貢献意識をより高めるために行うものである。経営や業績に対する役員のインセンティブを高め、株主と利益の方向性を合わせるといふ意味で、株主にとっては、制度の見直しと継続は望ましい。

◆発行済株式総数に対し、5.1%に相当する自己株式を消却。なお、3.8%相当を保有。

なお、2021年5月31日に、株主還元の充実、及び資本効率の向上を目的として、保有する自社株式1,332,132株のうち、779,840株(消却前の発行済株式総数に対する割合5.1%)を消却した。消却後の発行済株式総数は14,500,000株となり、このうち、552,292株(発行済株式総数に対する割合3.8%)を自己株式として保有している。

今後、残る自己株式をとどのように活用するのかは未決定であるが、役職員へのインセンティブとしての株式の交付や、消却あるいは提携・買収の際の株式交換などに活用される可能性がある。

## 4. ESG

- ◆ 環境パフォーマンス(省エネ、省資源)の継続的な改善に取り組む。

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社のビジネスは、環境に負荷を与える業態ではないが、「環境パフォーマンス(省エネ、省資源)の継続的な改善を通じ、環境にやさしい経営を实践する」との方針を唱え、環境に配慮した取り組みを行っている(「ISO14001」の認証を取得)。具体的には、電気や紙使用量、並びに廃棄物の削減、クールビズ・ウォームビズの実施、グリーン購入の推進、ベトナムでの植樹活動などである。

- ◆ 次世代人材の育成支援を積極的に推進。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社グループは、経済・社会を支えるインフラを担う基幹産業として、顧客の競争力強化、情報社会の更なる発展に貢献していくことを使命と考えている。情報システムの方で、より豊かで便利な社会を目指している。

次世代育成支援を国内外で行い、ベトナムでは工科大学に在籍する学生向けの奨学金制度をスタート。また清掃美化活動などを行っている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社は、監査役設置会社であり、指名・報酬諮問委員会、統合リスク会議(傘下にコンプライアンス、内部統制、セキュリティ推進、働き方改革推進などの各種委員会)を設置している。また、執行役員制度を採用し、コーポレートガバナンス機能の強化に努めている。

また、コンプライアンスに関する内部通報制度を設けている。なお、買収防衛策は導入していない。

- ◆ 取締役+監査役の合計 10名中、6名が社外。

経営陣は取締役7名(うち社外取締役3名)と、監査役3名(全員が社外監査役で三菱商事出身者、かつ海外勤務経験者)で構成されている。取締役のうち新会長を含め2名がプロパー、社長を含め3名が野村総合研究所出身者(うち1名が社外取締役)、残る2名の社外取締役のうち1名が弁護士、1名が医師(女性医師)となっている(総会議案によると全員が再任候補)。今後は、働き方改革が重要な課題となり、具体的な施策を検討するに当たり、介護やメンタルヘルスに詳しい産業医を取締役として迎えている。

- ◆ メンタルヘルス、SDGsにも注力。

(注17) SDGs(エスディーゼーズ)【Sustainable Development Goals】: 持続可能な開発目標: 2015年9月に国連サミットで採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」に記載された2016年から2030年までの国際目標。持続可能な世界を実現するための17のゴール・169のターゲットから構成され、地球上の「誰一人として取り残さない」ことを誓っている。

また、健康経営方針を掲げ、従業員の心身の健康維持向上と働きやすい職場づくりに努めている(2018年5月に健康優良企業、銀の認定を取得)。

なお、2019年4月には、サステナビリティ推進委員会を新設し、2020年11月には「サステナビリティ Book」を公開した。高付加価値サービスの提供、ダイバーシティ&インクルージョンの推進などを通じ、SDGs<sup>注17</sup>の達成に向け社会課題解決への取り組みに努めている。

## 5. 成長の軌跡

### ◆ 沿革

1972年、ソフトウェアの開発とシステムの運用管理を目的に、同社の前身であるカスタムエンジニアーズ株式会社を現会長が有志とともに設立(1990年に現社名に変更)。日本におけるコンピューター社会が到来する中、IT投資が活発化しシステム開発市場も拡大。同社はシステムインテグレーション事業に特化し、実績と信頼を築いた。現在の主要顧客である、日本を代表する企業と次々に契約を締結し、それらの企業のIT化投資の増大、システム開発や運用のアウトソーシングの流れを享受しながら、同社は業務領域を広げ、業容を順調に拡大してきた。

◆ コンピューター・システムの重要性・将来性を予見し創業。システムインテグレーション・ビジネスに特化。

◆ 主要取引先は、日本を代表する優良企業。

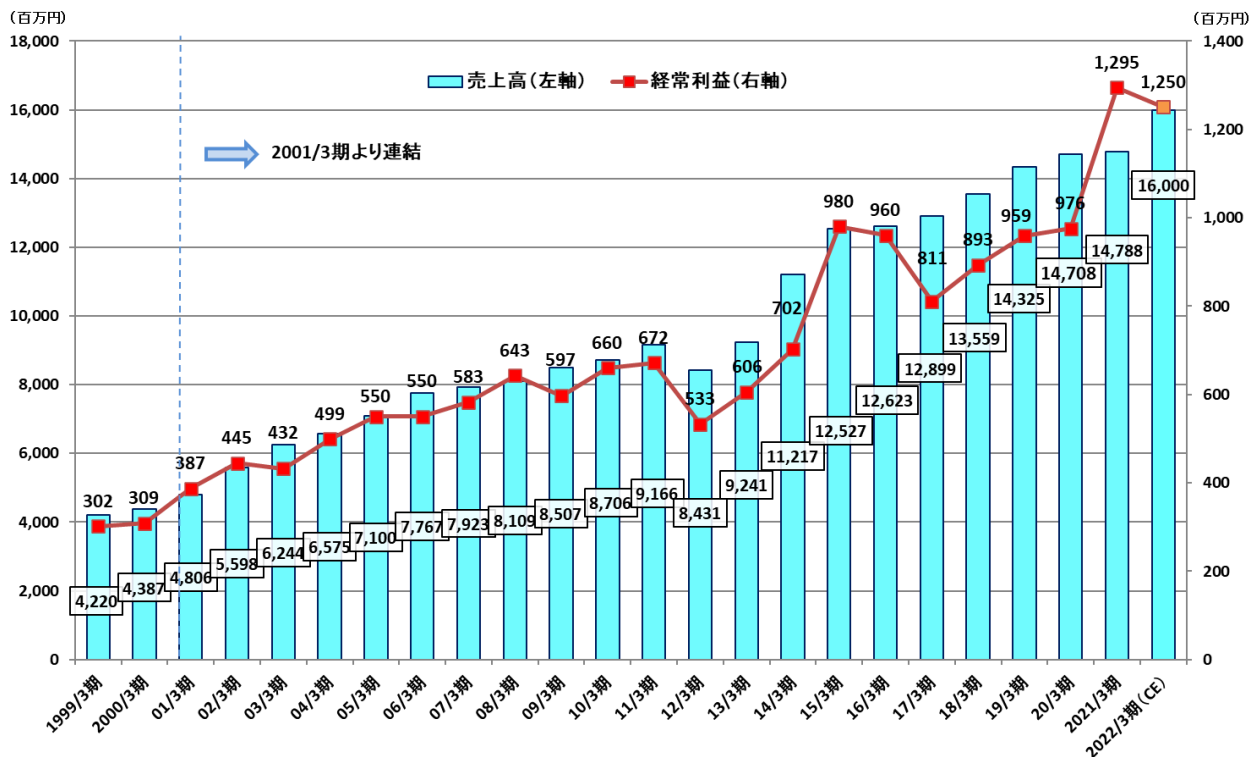
◆ 2014年3月に東京証券取引所第二部から第一部へ市場変更。

株式に関しては、2002年にジャスダック市場に店頭公開、2006年には東証二部に上場、2014年3月には同一部に昇格した。

### ◆ 過去の業績推移

同社は創業から今日に至るまで、企業及び官公庁向けのシステムを受託開発し運用する専業者(SI)として業績を伸長させてきた。長期的な業績の推移は、図表18の通りである。以下、時系列的な業績の補足説明である。

【図表18】長期業績推移



(出所)有価証券報告書、決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成、CEは会社予想

- ◆ 長期間にわたり安定成長、増収トレンドを継続。利益率はほぼ一定。
- ◆ 過去 20 年間で減収は、1 期のみ。
- ◆ 業績変動率は低く安定。

- ・ 同社は、連結ベースでは過去 20 年間に於いて、2012/3 期のわずか 1 期間を除き、全期間にわたって対前年度で増収を達成し、その安定した成長性は特筆すべきである。
- ・ 過去 20 年間の年間売上高成長率（増収率の単純年度平均値）は +6.0%、同様に経常利益成長率は +7.1% と、長期間にわたって堅実に業績を伸ばしている。
- ・ 同期間内では経常減益が 5 期間あるが、最大の（年度）減益率はマイナス約 20% に留まり、当期利益でも常に黒字を維持している。
- ・ 統計的な分析においても、業績変化率の標準偏差や、変動係数（= 標準偏差/平均：相対的なばらつきを表し相対標準偏差とも呼ばれる）が低く、同社のファンダメンタルのボラティリティの低さが確認できる（同規模の同業他社との直近 17 期間の比較は、図表 19 を参照）。
- ・ また、同社の売上高営業利益率は、7% 前後で安定しているため（P22-図表 20）、増収が増益、増配、時価総額の増大に直結している。

【図表 19】直近 17 年間の業績ボラティリティ分析（売上高、及び経常利益の対前年度変化率）

備考：東邦システムサイエンスのみ非連結ベース、2005/3 期～2021/3 期実績値

| 分析対象           | 売上高変化率 (YOY%) |        |             | 経常利益変化率 (YOY%) |        |             |
|----------------|---------------|--------|-------------|----------------|--------|-------------|
|                | キューブシステム      | ハイマックス | 東邦システムサイエンス | キューブシステム       | ハイマックス | 東邦システムサイエンス |
| 2005/3-2021/3期 | 2335          | 4299   | 4333        | 2335           | 4299   | 4333        |
| 市場: 東証一部       | CS            | HM     | TS P        | CS             | HM     | TS P        |
| n=17期          | CS            | HM     | TS P        | CS             | HM     | TS P        |
| 標準偏差           | 5.97          | 7.58   | 17.28       | 14.45          | 31.44  | 314.84      |
| 平均             | 5.05          | 2.96   | 8.02        | 6.76           | 7.52   | 88.85       |
| 変動係数           | 1.18          | 2.56   | 2.15        | 2.14           | 4.18   | 3.54        |

(出所) 有価証券報告書、決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 主要 4 グループとの取引拡大が飛躍の要因。
- ◆ リーマンショック直後も 3 期連続増収を達成。

これまでの同社の成長の背景には、日本の企業及び官公庁が IT 投資を活発化させてきた外部環境要因も少なくはない。しかし、自助努力により技術力と信頼性を高め、顧客基盤を強固なものとして実績を積み上げてきたことが大きいと考えられる。独立系であるが、前述したように NRI・富士通・イオン・みずほの主要 4 グループとの関係を強化し、継続的な受注の拡大に成功したことが成長のドライバーとなった。

最近、約 12 年間の業績の状況は以下の通りである。

- ・ リーマンショックが発生した 2009/3 期は、景気が低迷し顧客の情報化投資が慎重になったものの、金融業や流通業向けシステムを中心に既存顧客からの継続案件、及び事業会社の銀行業参入による業務拡大案件が寄与し増収を維持した。
- ・ 翌 2010/3 期、2011/3 期も景気低迷は継続し、システム開発計画の延期・中止・縮小、情報化投資の抑制が続き、価格競争や企業間競争は激化した。しかし、既存顧客からの案件や生命保険会社・銀行・製造業向け案件の拡大に伴い増収を維持した。リーマンショック後の 3 期間は、増収効果もあり営業利益の変動は小幅に留まった。
- ・ 一方、2012/3 期は東日本大震災のマイナスインパクトが大きく、厳

◆2012/3 期は、東日本大震災の影響で、上場後初の減収。2 割の営業減益。

◆アベノミクスで環境は好転、デジタル化投資も活発化。再び増収軌道に回帰。

◆2015/3 期には営業利益、経常利益とも揃って過去最高益を更新。

◆売上高は過去最高を 9 期連続で更新。一方、コスト増で利益は足踏みしていたが、前期に最高益を更新。

しい環境下、約 8%の減収となった。金融業向けはフラットであったが流通・通信向けの落ち込みが大きく、2002/3 期以降、前期に至るまで唯一の減収であった。営業利益での減益率は、この期間内では最大のマイナス 20.9%となったが、当期利益でも黒字を維持した。

・その後、2012 年 12 月以降のアベノミクスによる景気回復や、企業業績・雇用の改善、M&A による IT 基盤の再構築、スマートフォン関連の通信インフラ、電力自由化関連、社会保障関連分野の投資拡大等により、抑制や先送り傾向が続いていた企業や官公庁の情報化投資が回復した。また、近年ではデジタル化投資の本格化も加わり、同社の増収トレンドが鮮明となった。

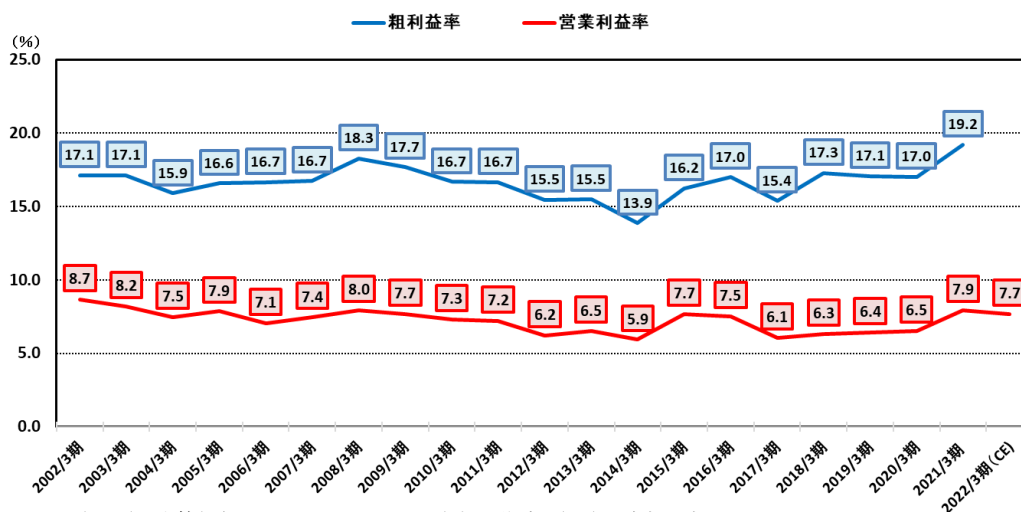
・収益面では、既存顧客の深耕と新規顧客の開拓などの事業拡大による増収効果や、プロジェクト管理の強化などの生産性の向上により、2015/3 期に営業利益、経常利益では各 964 百万円、980 百万円と過去最高益を計上した（当期純利益は翌 2016/3 期にも最高益を更新、629 百万円を計上）。

・その後は、2021/3 期に至るまで毎年度、最高売上を連続更新している。但し、直近の 2 期間は、新型コロナウイルス感染症拡大の影響があり増収率は鈍化している。

一方で、売上高粗利率、営業利益率が、コスト増、価格競争の激化などを反映し、長期的に通減傾向となった（図表 20）。

・特に、原価（外注費・労務費）の上昇や先行投資負担、人件費を中心とした販売管理費の増加により（参考：売上高販売管理費率：2014/3 期 7.9%→15/3 期 8.5%→16/3 期 9.5%→17/3 期 9.3%→18/3 期 11.0%→19/3 期 10.6%→20/3 期 10.5%→21/3 期 11.3%）、営業利益率は低下したが 2018/3 期以降、改善に転じた。前期（2021/3 期）には、粗利率の改善もあり、各利益とも 5 期または、6 期振りに最高益を更新した。

【 図表 20 】 同社の売上高粗利率と同営業利益率の長期推移



## 6. 業界環境

- ◆ システム開発のアウトソーシングが一般化、SI は、そのシステム開発を受託し成長。

- ◆ 新型コロナウイルスのため、2020 年の日本の SI 市場はマイナス成長。

- ◆ SI 売上高は、13 ヶ月連続 (YOY) でマイナスだが、その幅は縮小傾向。

### ◆ 日本のシステムインテグレーション市場の動向

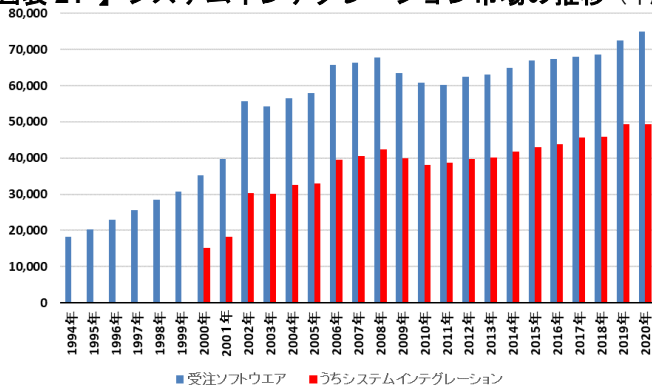
< 特定サービス産業動態統計調査 >

経済産業省の「特定サービス産業動態統計調査」の「情報サービス業の業務種別売上高」を見ると、受注ソフトウェア、またその過半を占めるシステムインテグレーションの売上高は、リーマンショック後の数年を除き、増加傾向にある (図表 21、22)。日本ではシステム開発のアウトソーシングが一般化し、SI は、そのシステム開発を受託し、安定的に成長してきた。

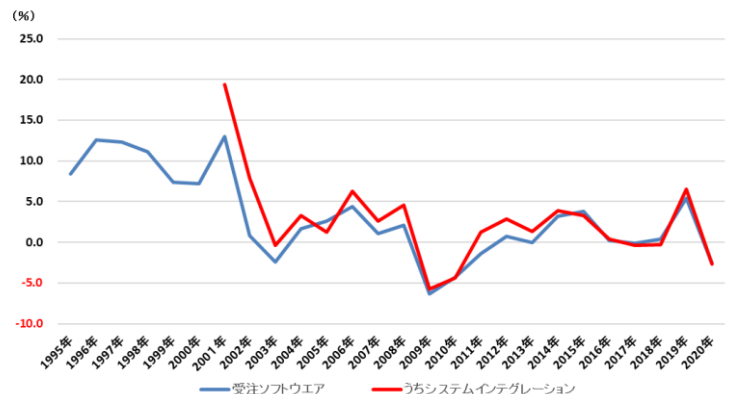
同データによると 2011~2019 年では、システムインテグレーションの売上高は、単純平均で年率約 2.1%増加した。しかし、直近の 2020 年は新型コロナの影響のため△2.7%減のマイナス成長となり市場規模は 5 兆円弱で横ばいとなった。

同データを月次別 (前年同月比、図表 23) でみてみると、2020 年 3 月以来 2021 年 3 月まで 13 ヶ月連続でマイナスが続いている。但し、その幅は一時期よりも縮小しつつある。ワクチン接種によりコロナが収束すれば、年内にも月次売上高が前年比プラスに転じると考えられる。

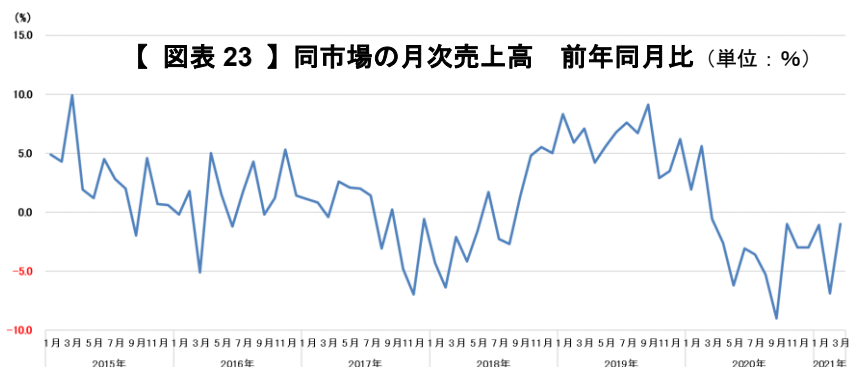
【 図表 21 】 システムインテグレーション市場の推移 (年度売上高: 億円)



【 図表 22 】 同市場の変化率推移 (売上同変化率: %)



(出所) 図表 21~23 経済産業省 2021 年 4 月特定サービス産業実態調査のデータを当調査部が加工して作成。図表 21 の市場規模 (売上高) は、調査対象数の変化などにより、元データの一部に連続性がない。但し、図表 22 の変化率は、連続性を保つため補正済である。



◆足元の経済環境は、好転の兆し。

◆2021年のソフトウェア投資は7.3%増の計画。

◆日銀短観の大企業DIは、プラス転換。

◆JISA-DI調査でも、受注ソフトウェアの売上高の予想DI(将来見通し)はプラス転換。

#### <日銀短観>

2021年3月の日銀短観では、全産業の全規模企業による2021年度(計画)のソフトウェア投資額は、2020年度が前年同期比 $\Delta 4.5\%$ であったのに対し、 $+7.3\%$ へと増加に転じる見込みである( $\Delta$ は、本レポートではマイナスの意味)。

また、全産業の全規模企業の業況判断は、2020年12月の調査(「最近」)の $\Delta 15$ から2021年3月には $\Delta 8$ 、「先行き」についても $\Delta 18$ から $\Delta 10$ へとマイナス幅が縮小した。特に同社の主力の顧客層である大企業では(同順に)、「最近」が $\Delta 8$ から $+2$ 、「先行き」についても $\Delta 7$ から $+2$ へとプラスに転じ、短期的には市場環境は好転してきている。

#### <業界団体のデータ>

一般社団法人情報サービス産業協会のJISA-DI調査(令和3年3月)によれば、受注ソフトウェアの売上高の予想DI(売上の将来見通し)は、それまでの大幅なプラスから2020年4~6月に $\Delta 43.8$ へとマイナスに一気に転じ、過去最大の下落幅となった。

その後も、予想DIは2桁のマイナスが続いていたが、2021年1~3月には $+8.2$ 、4~6月には $+11.8$ と回復してきている。全体の主要相手先別でも、情報・通信業、製造業、官公庁、金融・保険業などを中心に、ほぼ全業種で好転してきている。

なお、雇用判断指数は、直前のピークの77.6から一時期28.3まで低下したものの、2021年4~6月には41.8まで上昇し、雇用の不足感は強い。特に、IT技術者は質量とも不足しており、システム開発要員は依然として確保しにくい状況が続いている。

上記のいずれのデータからも、新型コロナの影響が徐々に緩和しつつあることが伺える。

#### <今後の市場見通し>

構造的な人手不足・業務の効率化ニーズ、企業・政府などのIT投資は底堅く増加するものと思われる。多岐にわたる業界・分野で、競争優位性を高めるために、戦略分野への積極的な投資や技術開発が行われている。

また、システムの高度化やDXのニーズが加わり、経済活動の正常化後は、市場規模が年率2~3%程度拡大するものとアルファ・ウイン調査部では予想している。

◆戦略的なIT投資は活発。

◆DX関連のニーズが高い。

◆ キューブシステムのポジションと同業他社比較

◆ 業界内の売上高ランキングは、80-90位と中位。システムインテグレーション市場全体での売上高シェアは0.3%前後と推計。

◆ ベンチマーク企業は、ハイマックスと東邦システムサイエンス。いずれも野村総合研究所のe-eパートナーで、非常に類似したポジション。

◆ 各種利益率に3社間で大差はない。同社の営業利益率はやや低いが、ROEは大きく改善し、直近4期間では最も高い。

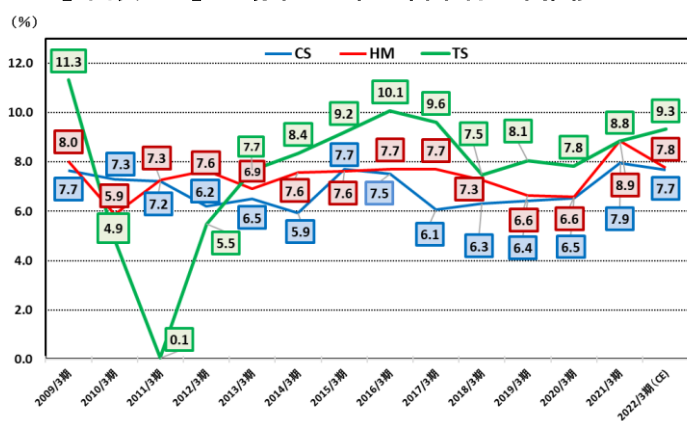
システムインテグレーション業界において、有価証券報告書などで公表され売上高が確認できる広義のシステムインテグレーター (SI) は220社前後ある。同社は上位から80~90位の売上規模にランクするものと考えられ、国内市場でのシェアは、0.3%前後と推計される。

同社の競合相手は、同社がベンチマークとしているハイマックス (東証一部 4299)、東邦システムサイエンス (同 4333) などであると考えられる。いずれも野村総研のe-eパートナーで、同社と同規模、かつ非常に類似したポジションにある。なお、SIの中でも野村総研や富士通などの最大手クラスの一部は、同社の直接の競業先というよりも、むしろ協業先・パートナーでもある。

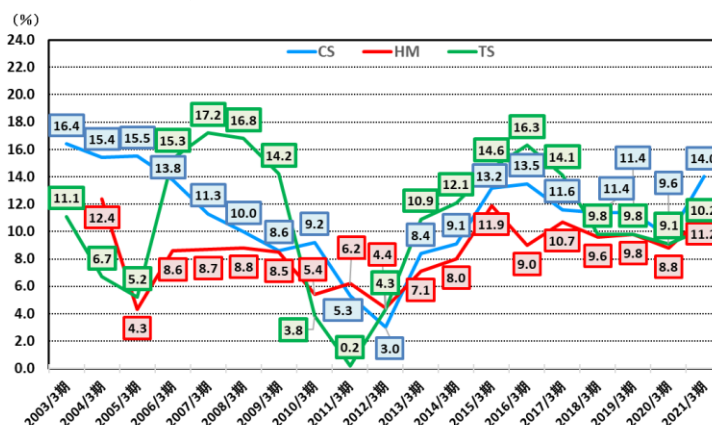
同社 (以下、各図表ではCSと表記) を含む上場大手3社 (同様にハイマックス:HM、東邦システムサイエンス:TSと表記) の営業利益率の長期的な推移を比較したものが、図表24である。同社の営業利益率はやや低いが、相対的に安定しており水準的には大きな遜色はない。

同様に株主資本利益率 (ROE) (図表25) を比較すると、直近4期間では3社内では最も高い (ROAも同様、いずれも利益率は他社並みであるが、総資産回転率が高いことがその要因)。ROEは一時期よりも大きく改善し、2014/3期以降は9%台から14%で推移している。なお、同社は、今期も含め中期的に13%以上とする目標を掲げている。

【図表24】上場中堅3社の営業利益率推移



【図表25】同3社のROEの推移



(出所) 図表24、25とも決算短信、有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

【 図表 26 】 上場中堅 3 社 ( 同社、HM、TS ) の企業概要、及び経営指標の比較

| 社名                                      | キューブシステム (GS)  | ハイマックス (HM)  | 東邦システムサイエンス (TS)   |
|---|--|--|--|
| コード                                     | 2335   | 4299   | 4333   |
| 特徴                                      | 独立系。金融・流通・通信業・その他(上記3業種以外、製造業・官公庁など)向けシステム開発が中心。金融が売上高の3割弱。その他の業種が最大で3割強。  | 独立系で、金融が売上高の7割を占める。特に保険向けが4割弱。   | 東邦生命の出資関連会社としてスタートしたが、現在は独立系。金融系(保険・証券等)に特化し、売上高の8割。通信向ソフト開発も行う。   |
| 設立                                      | 1972年7月  | 1976年5月  | 1971年6月  |
| 上場(ジャスダック→東証二部→同一部)                     | 2002/10→2006/11→2014/3   | 2001/3→2004/3→2015/3   | 2001/6→2007/3→2014/3   |
| 売上区分・構成(2021/3期)                        | ・システムインテグレーション 71.2%<br>・システムアウトソーシング 14.7%<br>・プロフェッショナル 14.0%  | ・システム・ソリューション 40.0%<br>・システムメンテナンス 60.0%   | ・ソフトウェア開発 97.8%<br>・情報システムサービス等 2.2%   |
| 役員構成(2020年6月時点)                         | ・取締役(7名、うち3名が社外、女性1名:14.3%)<br>・監査役(3名)<br>・執行役員制度(12名、うち女性ゼロ名)  | ・取締役(7名、うち3名が社外)<br>・監査役(4名、うち2名が社外)<br>・執行役員制度(10名、うち女性ゼロ名)   | ・取締役(5名、うち2名が社外)<br>・監査役(4名、うち3名が社外)<br>・執行役員制度(7名、うち女性1名:14.3%)   |
| 上位顧客企業 販売先(2021/3期)<br>(売上高:百万円、売上占率:%) | ① NRI 金額・比率は有証にて開示予定<br>② 富士通 同上   | ① NRI 5,392 (34.9%)<br>IBM、富士通など   | ① NRI 3,220 (27.0%)<br>② SGSK 1,243 (10.4%)  |
| 拠点(連結対象子会社等を含む)                         | ・東京都品川区本社<br>・西日本システム本部大阪、名古屋<br>・子会社3社  | ・神奈川県横浜市本社<br>・同市みなとみらい営業所<br>・子会社1社   | ・東京都文京区本社  |
| 経営目標(指標)                                | <中期経営計画><br>・2022/3期:売上高160億円、営業利益12.3億円(利益率7.7%)<br>・2023/3期:売上高172億円、営業利益13.4億円(利益率7.9%)<br>・2024/3期:売上高185億円、営業利益14.8億円(利益率8.0%)<br>・ROE:各年度13%以上   | <中長期経営計画:最終年度><br>2023/3期<br>・売上高177.5億円<br>・営業利益率6%以上<br>・ROE8%以上   | <中長期経営計画:最終年度><br>2023/3期<br>・売上高200億円<br>・営業利益20億円<br>・同利益率10%以上<br>・ROE15%以上   |
| 中期経営方針・戦略(概要)                           | ・社員一人ひとりが事業を通じて社会に貢献し、企業価値の向上を目指す。<br>・企画+受託型ビジネスで安定的かつ継続的な事業基盤を構築する。<br>・サステイナブル経営を推進する。<br>・デジタルソリューションサービスの展開<br>・SIビジネスにおけるLift & Shiftの得意領域の構築<br>・新しいエンハンスモデルの構築と実践<br>・人材育成・グループガバナンス・内部統制の強化による経営基盤の構築 | ・ベストパートナーとして顧客の競争力を高め、情報化社会の発展に貢献する<br>・既存のビジネスモデル変革に対応したDX案件の積極的受注<br>・体質強化への投資を継続<br>・開発人員の増強<br>・当該計画の課題解消に寄与する業務・資本提携やM&Aの遂行 | ・お客様が求める価値を共に創造し実現する企業<br>・トラディショナルITビジネス(既存領域の拡大・新規顧客の獲得)<br>・デジタルITビジネス(DXへの対応)<br>・クリエイティブITビジネス(サービス提供型ビジネスの構築)<br>・経営基盤の強化(人材マネジメント、働きがい向上、内部管理体制の強化) |
| 売上(百万円) 2022/3期会社予想                     | 16,000   | 16,500   | 13,200   |
| 同増収率予想、前期比(%)                           | 8.2  | 6.9  | 8.3  |
| 営業利益(百万円) 予想                            | 1,230  | 1,280  | 1,230  |
| 同増益率予想、前期比(%)                           | 4.7  | -6.4   | 14.3   |
| EPS(会社予想)2022/3期、前期比(%)                 | 62.6   | 74.4   | 69.8   |
| 純資産配当率(%) 実績                            | 4.5  | 3.2  | 5.8  |
| 過去12年間売上変化率<br>(2021年3期実績/2009年3期実績:%)  | 173.9%   | 169.4%   | 150.3%   |
| 同営業利益変化率(同上)                            | 180.3%   | 186.5%   | 117.2%   |
| 自己資本比率(%) 実績                            | 68.6   | 76.8   | 66.6   |
| 国内外全従業員数(人) 実績                          | 781  | 869  | 541  |
| 同従業員一人当たりの予想売上高(百万円/人)                  | 20.5   | 19.0   | 24.4   |
| 同従業員一人当たりの予想営業利益(百万円/人)                 | 1.6  | 1.5  | 2.3  |
| ROE(%)2021/3期実績 A=B*C*D                 | 14.0   | 11.2   | 10.2   |
| 売上高当期利益率(当期純利益/売上高:%)B                  | 5.7  | 6.1  | 6.1  |
| 総資産回転率(売上/総資産平均:倍) C                    | 1.7  | 1.4  | 1.1  |
| 財務レバレッジ<br>(総資産平均/自己資本平均:倍) D           | 1.4  | 1.3  | 1.5  |
| ROA(経常利益/総資産:%) E=F*G                   | 14.8   | 12.7   | 10.0   |
| 売上高経常利益率(%) 同実績 F                       | 8.8  | 8.9  | 8.9  |
| 総資産回転率(売上/総資産平均:倍) G                    | 1.7  | 1.4  | 1.1  |

斜線は、2022/3期会社予想数値、他は2021/3期実績値。また、黄色のハイライトは3社間の最高値

(出所) 各社の有価証券報告書、決算説明会資料、HP、取材などによりアルファ・ウイン調査部が作成

## 7. 前期業績の実績と今期業績の会社予想

### ◆ 2021年3月期(前期)通期決算

#### <概要>

◆ 前期売上高は、期初会社計画、及び当部予想を下回るが、9期連続の増収かつ最高売上高を更新。

◆ 一方、利益は上方修正。連続増益で最高益を更新。営業・経常利益とも10億円を初めてクリア。

◆ 年間2円/株を増配

◆ コロナ禍で、新規案件やエンハンス案件の受注が想定を下回り売上高は未達。

◆ 粗利率の改善とコストコントロールが奏功。営業外利益も計上し、当期利益は大幅増。

2021/3期連結(前期)業績は、売上高14,788百万円(前期比+0.5%増)、営業利益1,174百万円(同+22.5%増)、経常利益1,295百万円(同+32.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益844百万円(同+60.7%増、以下、当期利益)となった。期初計画に対し、売上高は7.6%の未達となったものの、営業利益以下の各利益は上回った(図表27)。

なお、売上高は2013/3期以降、9期連続で過去最高を更新した。一方、利益は5期または6期ぶりに最高益を更新した。特に営業・経常利益は、10億円に過去数回チャレンジし未達となっていたが、これをクリアした。また、一株当たり配当金を、年間18円から20円に増配した。

アルファ・ウイン調査部では、前回(2021年2月2日)レポートでは、前期の売上高を15,300百万円と、会社予想(16,000百万円)に対しやや慎重に予想していたが、実績はこれを下回った。また、各利益は、会社予想に対して上昇修正を予想していたが、実績はこれを上回った(当調査部予想⇒実績の順に、営業利益1,150⇒1,174百万円、当期利益750⇒844百万円)。

売上高の下方修正要因は、コロナ禍で新規案件やエンハンス案件の受注が想定以下であったことが主因である。

営業利益の主な上方修正要因は、①好採算案件の計上による粗利率の上昇、②生産性向上と分散型の業務の遂行によるコスト削減(移動や会議コスト)が、利益率の改善に想定以上に寄与したことによる。また、2020/3期に発生した不採算案件が前期にはなく、加えて営業外収益に投資有価証券売却益と投資事業組合運用益の合計94百万円を計上したことからの、当期利益は前期比60.7%増と大きく伸長した。

【図表27】2021/3期(前期)の事前予想と実績

| 単位: 百万円 | 期初会社計画 | 当調査部<br>前回予想 | 実績     | 会社計画<br>比(乖離幅) | 期初会社計画<br>比(達成率) |
|---------|--------|--------------|--------|----------------|------------------|
| 売上高     | 16,000 | 15,300       | 14,788 | -1,212         | 92.4%            |
| 粗利      |        | 2,720        | 2,841  |                |                  |
| 粗利率     |        | 17.8%        | 19.2%  |                |                  |
| 販売管理費   |        | 1,570        | 1,666  |                |                  |
| 販管比率    |        | 10.3%        | 11.3%  |                |                  |
| 営業利益    | 1,120  | 1,150        | 1,174  | 54             | 104.8%           |
| 営業利益率   | 7.0%   | 7.5%         | 7.9%   | 0.9%           |                  |
| 経常利益    | 1,120  | 1,200        | 1,295  | 175            | 115.7%           |
| 当期利益    | 700    | 750          | 844    | 144            | 120.6%           |
| 配当金     | 18     | 18           | 20     | 2              | 111.1%           |

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成

◆受注・受注残とも微増。

<受注・受注残高>

一方、期中の受注高は、前々期→前期の順に（以下同様）14,741 百万円→15,062 百万円と前期比 320 百万円（+2.2%増）の微増となり、受注残高（各期末）も同様に、4,029 百万円→4,303 百万円と同 273 百万円（+6.8%増）の増加となった。

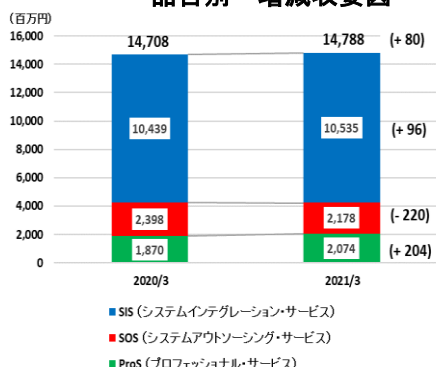
◆SIS と ProS の増収増益が、SOS の減収減益をカバー。

<品目別売上高・利益>

また、同社全体の増収幅は 2020/3 期比+80 百万円であったが、品目別の売上高では SIS（+96 百万円増）と ProS（+204 百万円増）の 2 部門が増収、SOS（△220 百万円減）が減収となった（図表 28）。粗利でも同様に、SIS、ProS がそれぞれ 275 百万円、81 百万円の増益となる一方、SOS が 17 百万円と僅かに減益となった（図表 29）。

なお、全品目とも粗利率は改善したが、売上高の 7 割を占める SIS の粗利率が最も改善し、16.6%→19.1%（+2.5 ポイント）へと上昇した。一方、SOS は 16.7%→17.6%（+0.9 ポイント）、ProS は 19.6%→21.6%（+2.0 ポイント）へと改善した。粗利の増益額 337 百万円のうち、SIS が 275 百万円とその約 8 割を占める。

【図表 28】2021/3 期（前期）の品目別・増減収要因



【図表 29】2021/3 期（前期）の品目別粗利の増減益要因

|                   | 品目   | 2020/3期 | 2021/3期 | 増減額  | 増減率   |
|-------------------|------|---------|---------|------|-------|
| 粗利額<br>単位:<br>百万円 | 合計   | 2,503   | 2,840   | 337  | 13.5% |
|                   | SIS  | 1,734   | 2,009   | 275  | 15.9% |
|                   | SOS  | 401     | 384     | -17  | -4.2% |
|                   | ProS | 366     | 447     | 81   | 22.1% |
| 粗利率<br>単位: %      | 合計   | 17.0%   | 19.2%   | 2.2% |       |
|                   | SIS  | 16.6%   | 19.1%   | 2.5% |       |
|                   | SOS  | 16.7%   | 17.6%   | 0.9% |       |
|                   | ProS | 19.6%   | 21.6%   | 2.0% |       |

（出所）図表 28、29 とも決算補足説明資料より、アルファ・ウイン 調査部が作成

◆業種別では通信・運輸業向けが急拡大し、増収増益に貢献。

<業種別売上高・粗利益>

業種別では、全売上高の増収幅（2020/3 期比）+80 百万円に対し、金融が同 270 百万円の減収（△6.0%減）、流通も 447 百万円の減収（△13.3%減）、その他が 245 百万円の減収（△4.9%減）となる一方、通信・運輸が 1,043 百万円の大増収（+55.5%増）となりカバーした。金融業は、保険業界団体向けのシステム構築案件の縮小により、また流通は消費税対応案件の終了、その他では建機メーカー向けの案件の終了により減収となった。これに対し、通信・運輸業では宅配事業者向けシステム構築案件が大きく寄与した（P29-図表 30）。

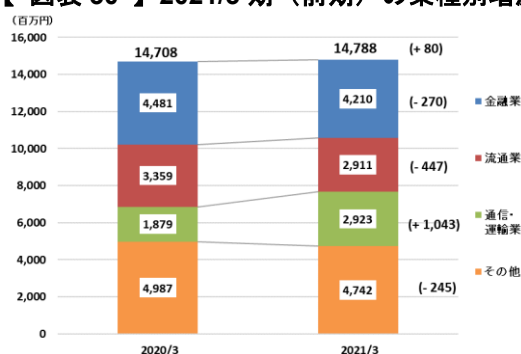
また、業種別の期初計画の売上高と実績を比較すると、全体の差異△1,214 百万円の下修正に対し、通信・運輸が 958 百万円の超過達成となる一方、金融が△628 百万円、流通が△404 百万円、その他が

△1,140 百万円の未達となった。想定していた新規やエンハンス案件が受注にいたらなかったことが要因である (図表 31)。

・粗利ベースでは、金融が 38 百万円の減益となったものの、他の 3 業種は全て増益となった (図表 32)。唯一の増収となった通信・運輸が 316 百万円 (+92.7%増) の増益と、全社の増益幅 337 百万円の 94% を占めた。

・業種別の粗利益率は全業種で上昇したが、金融が前期比で 0.3%と僅かに上昇した一方、通信・運輸は 18.1%から 22.5%まで 4.3 ポイントも上昇した。前期 (2021/3 期) は、売上高・粗利とも通信・運輸の寄与が大きかった。

【図表 30】2021/3 期 (前期) の業種別増減収



(出所) 図表 30~32 は、決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

【図表 31】業種別売上高、期初予想と実績比較

|           | 2021/3 期      |               |               |              |
|-----------|---------------|---------------|---------------|--------------|
|           | 実績            | 期初予想          | 差異: 百万円       | 差異: %        |
| 金融        | 4,210         | 4,838         | -628          | -13.0%       |
| 流通        | 2,911         | 3,315         | -404          | -12.2%       |
| 通信・運輸     | 2,923         | 1,965         | 958           | 48.8%        |
| その他       | 4,742         | 5,882         | -1,140        | -19.4%       |
| <b>合計</b> | <b>14,786</b> | <b>16,000</b> | <b>-1,214</b> | <b>-7.6%</b> |

【図表 32】前期と前々期 (2020/3 期) の業種別粗利比較

| 粗利比較              | 業種    | 2020/3 期 | 2021/3 期 | 増減額  | 増減率   |
|-------------------|-------|----------|----------|------|-------|
| 粗利額<br>単位:<br>百万円 | 合計    | 2,503    | 2,840    | 337  | 13.5% |
|                   | 金融    | 848      | 810      | -38  | -4.5% |
|                   | 流通    | 549      | 557      | 8    | 1.5%  |
|                   | 通信・運輸 | 341      | 657      | 316  | 92.7% |
|                   | その他   | 764      | 814      | 50   | 6.5%  |
| 粗利率<br>単位: %      | 合計    | 17.0%    | 19.2%    | 2.2% |       |
|                   | 金融    | 18.9%    | 19.2%    | 0.3% |       |
|                   | 流通    | 16.3%    | 19.1%    | 2.8% |       |
|                   | 通信・運輸 | 18.1%    | 22.5%    | 4.3% |       |
|                   | その他   | 15.3%    | 17.2%    | 1.8% |       |

<営業利益の増減益分析>

全体的な営業利益の増減益分析は、P30-図表 33 の通りである。デジタル技術の活用による経費の減少+174 百万円、事業拡大並びに既存事業の収益力改善に伴う利益増+142 百万円、リソースの適正化による費用の減少+131 百万円等により合計で+471 百万円の増益要因となった。一方、ニューノーマル対応の経費増△114 百万円、ガバナンス体制強化による人件費増△110 百万円、研究開発費等の増△32 百万円により、合計で△256 百万円の減益要因となった。この結果、全社の営業利益は+215 百万円の増益となった。

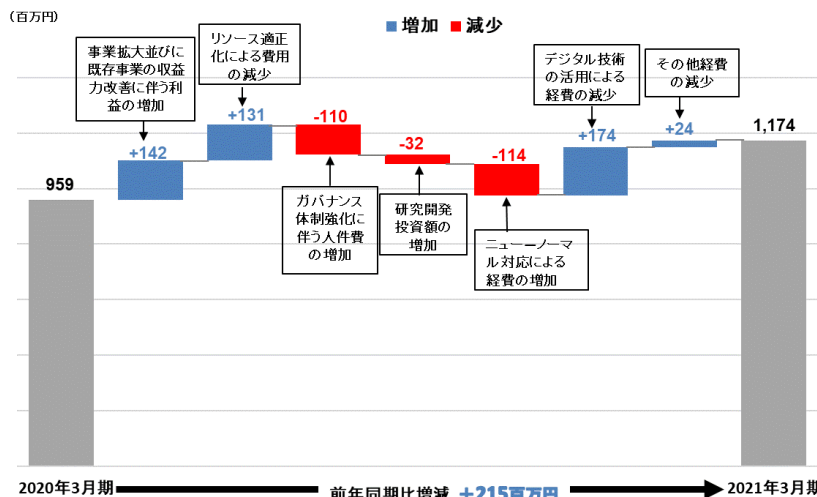
販管費は、前期比+7.9%の増加と、増収率の+0.5%を大きく上回った。販管費率は、前々期の 10.5%から前期の 11.3%に 0.8 ポイント上昇し

・増収効果とデジタル化によるコスト削減、リソースの最適化により、人件費などの経費増を吸収し営業増益に。

・人件費が上昇し販管費率は悪化したが、粗利率が上昇したため営業利益率は改善。

た。主に人件費が前期比 14%強上昇し、売上高人件費率が 4.7%→5.4%に上昇したことによる。しかし、粗利率が 17.0%から 19.2%へと 2.2 ポイント改善したため、営業利益率は 6.5%から 7.9%へと 1.4 ポイント改善した。この結果、微増収ではあったが、営業利益は 22.5%の増益となった。

【 図表 33 】 2021/3 期 (前期)、営業利益の増益要因 (単位: 百万円)



(出所) 決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

◆ キューブシステムによる 2022 年 3 月期 (今期) 業績予想 <概要>

- ◆ 今期は連続増収増益、売上高・利益とも過去最高を更新する計画。

今期の業績は、売上高 16,000 百万円 (前期比 8.2%増)、営業利益 1,230 百万円 (同 4.7%増)、経常利益 1,250 百万円 (同 3.5%減)、当期純利益 850 百万円 (同 0.7%増) と、過去最高売上高、及び利益 (経常を除く営業・当期利益) の連続更新を同社は予想している (図表 34)。今期は、営業外・特別損益に大きな計上は予定していない。

【 図表 34 】 2022/3 期 (今期) の同社による業績予想 (単位: 百万円)

| 単位: 百万円     | 前期実績 2021/3 期 | 今期会社予想 2022/3 期 | 2021/3 上期 | 2021/3 下期 | 2022/3 上期計画 | 対前年同期比% | 2022/3 下期計画 | 対前年同期比% |
|-------------|---------------|-----------------|-----------|-----------|-------------|---------|-------------|---------|
| 売上高         | 14,789        | 16,000          | 7,084     | 7,705     | 7,505       | 5.9%    | 8,495       | 10.2%   |
| 粗利          | 2,841         |                 | 1,326     | 1,515     |             |         |             |         |
| 粗利率         | 19.2%         |                 | 18.7%     | 19.7%     |             |         |             |         |
| 販売管理費       | 1,666         |                 | 773       | 893       |             |         |             |         |
| 販管比率        | 11.3%         |                 | 10.9%     | 11.6%     |             |         |             |         |
| 営業利益        | 1,174         | 1,230           | 553       | 621       | 555         | 0.4%    | 675         | 8.6%    |
| 営業利益率       | 7.9%          | 7.7%            | 7.8%      | 8.1%      | 7.4%        |         | 7.9%        |         |
| 経常利益        | 1,295         | 1,250           | 604       | 691       | 560         | -7.2%   | 690         | -0.2%   |
| 当期利益        | 844           | 850             | 400       | 444       | 370         | -7.6%   | 480         | 8.2%    |
| 売上高: 上下構成比  |               |                 | 47.9%     | 52.1%     | 46.9%       |         | 53.1%       |         |
| 営業利益: 上下構成比 |               |                 | 47.1%     | 52.9%     | 45.1%       |         | 54.9%       |         |

(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

◆下期に 2 桁近い増収増益予想、経済回復を想定。

(注 18) コンサル協業モデル: コンサルティング会社と共同して顧客を開拓する、または大手 SIer のコンサル部門に参画し事業展開するビジネスモデル。

(注 19) スマイルシェアプロダクト: 「デジタル技術を使って社員をスマイルに」をテーマに、テレワーク時代の非接触型コミュニケーションと社員間のエンゲージメントを支援する製品 (サンクスコネク、キューブコイン、スマイルレジ)。

(注 20) マルチクラウド: 一時で複数のクラウド環境 (オラクル/AWS/グーグル/Azure 等) を利用するクラウド活用法。複数のクラウドサービスを組み合わせる最適な環境を実現する運用形態。

(注 21) マイクロサービス: 個別に開発された小さなサービスを組み合わせ、一つのサービスを提供すること (クラウド上でのアプリケーションソフトなど)。

<新型コロナウイルス感染症の影響と上下期別業績予想>

なお、同社は、新型コロナウイルス感染症が収束に向かい徐々に社会・経済活動が回復する前提のもと、業績予想を行っている。今期は前期と異なり、上期の業績予想も期初に発表している。

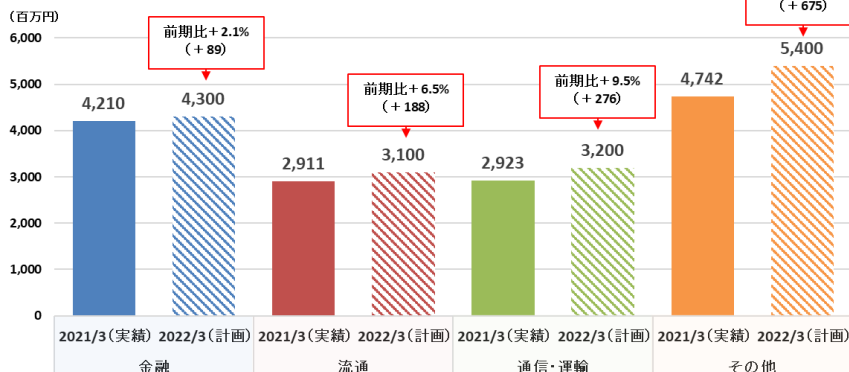
上期は、売上高 7,505 百万円 (前年同期比 5.9%増)、営業利益 555 百万円 (同 0.4%増)、当期利益 370 百万円 (同△7.6%減) を計画している。通期から上期を差し引くと、下期は (同順に) 8,495 百万円 (同+10.2%増)、675 百万円 (同+8.6%増)、480 百万円 (同+8.2%増) を予想していることになる。下期は、経済活動の回復による増収と、生産性の向上、季節性により、営業利益率が (上期の 7.4%から) 7.9%へ上昇し、増益となる計画である。

<増収の前提>

今期は、以下の施策・要因により増収を計画している。

- ① 主要アカウント、及び既存領域 (エンハンスビジネス) に対する営業力強化、確実な受注の獲得
- ② 経済の正常化、IT 投資の回復を前提とし、全業種とも増収を計画している。全社の増収予定額+1,211 百万円のうち、その他が+675 百万円の増収 (増収幅の 53%、前期比+13.9%増)、通信・運輸が +276 百万円の増収 (同 23%、前期比+9.5%増) を見込んでいる (図表 35)。コロナ禍の影響で好不調業種が鮮明になり、クライアントが二極化する中で、同社は小口物流や EC 等の戦略的 IT 投資案件が見込める領域向けに、営業を強化しリソースを配分することにより、業績を伸ばしたい考えである。
- ③ 新区分のビジネスモデル別売上高では、一時的にエンハンスビジネスが、612 百万円減収 (前期比△5%減) となる (P32-図表 36)。一方、コンサル協業モデル<sup>注 18</sup>の推進とスマイルシェアプロダクト<sup>注 19</sup>の展開により、デジタルビジネスが 254 百万円の増収 (同 285%増) となる。加えて、マルチクラウド<sup>注 20</sup>、マイクロサービス案件<sup>注 21</sup>の受注拡大を行い、SI ビジネスが 1,569 百万円の増収 (同 61%増) と大きく伸びる計画である。

【 図表 35 】 2022/3 期 (今期) の業種別売上高予想 (会社計画)



(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

【 図表 36 】 2022/3 期（今期）ビジネスモデル別売上高予想（会社計画）

| 単位: 百万円、% | 2021/3期 | 2022/3期<br>CE | 2022/3期CE(前期比) |        | 2021/3期 | 2022/3期 | 2027/3期 |
|-----------|---------|---------------|----------------|--------|---------|---------|---------|
|           |         |               | 増減額            | 増減率    | 構成比     | 構成比 CE  | 構成比 CE  |
| デジタルビジネス  | 66      | 320           | 254            | 384.8% | 0.4%    | 2.0%    | 10.0%   |
| SIビジネス    | 2,561   | 4,130         | 1,569          | 61.3%  | 17.3%   | 25.8%   | 30.0%   |
| エンハンスビジネス | 12,162  | 11,550        | -612           | -5.0%  | 82.2%   | 72.2%   | 60.0%   |
| 合計        | 14,789  | 16,000        | 1,211          | 8.2%   | 100.0%  | 100.0%  | 100.0%  |

(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成、CE:会社予想

< 営業増益の前提 >

◆ 将来の成長に向けた投資を拡大し、営業利益率は0.2ポイントの低下を見込むが、増収効果で増益を確保する予想。

一方、今期も粗利率が改善するが、将来の成長に向けた積極的な投資を再開し販管費率がやや悪化するため、営業利益率は7.7%と前期比0.2ポイント低下する計画である。しかし、増収効果により前期比+4.7%の営業増益を見込んでいる（参考：営業利益率の実績：2017/3期6.1%→2018/3期6.3%→2019/3期6.4%→2020/3期6.5%→2021/3期7.9%）。同社が見込んでいる増益要因は以下の通りである。

◆ コストコントロールの強化、生産性の改善と付加価値の高いビジネスにシフトし、収益力を向上させる方針。

- ① 業務生産向上のための自社のデジタル化推進、エンハンスサービスの高度化による生産性の向上
- ② リソースの最適化を実現する開発体制の整備
- ③ デジタル化推進によるスリム化した経費の維持
- ④ 高付加価値サービスの提供（DX案件、企画型ビジネス）

## 8. 成長戦略

### ◆ 中長期経営ビジョン《VISION 2020》のレビュー

同社は、2012年度を初年度とする2020年度までの中長期経営ビジョン《VISION 2020》を策定し、前期は3rd STEP（2019/3期から2021/3期までの3年間）の最終年度となった。

3rd STEPでは「SI・サービス提供型ビジネスの拡大を図るとともに、新たなサービスメニューの創出/サービスビジネスの展開を通じ顧客ビジネスの発展に貢献し、顧客価値の最大化を図る」との目標を掲げ、事業の推進に努めてきた。

数値目標については、新規事業の拡大、人的リソースの確保が十分に実行できなかったことに加え、大型案件受注の成約が不十分であったため、売上高・営業利益率ともに未達となった。一方、ROEはこれをクリアした（図表37）。

- ◆ 前中計の経営目標数値は、ROEのみ達成。売上高・営業利益率は未達。

【図表37】 中長期ビジョン《VISION 2020》のレビュー 3rd STEPの数値目標と実績

|       | A        | B        | C         | C-B   | C/B  |
|-------|----------|----------|-----------|-------|------|
| ステージ  | 1st STEP | 3rd STEP | 実績2021/3期 | 達成状況  | 達成率  |
| 売上高   | 200億円    | 185億円    | 147億円     | △38億円 | 79%  |
| 営業利益率 | 10.0%    | 9.6%     | 7.9%      | △1.7% | 82%  |
| ROE   | 13.0%    |          | 14.0%     | 1.00% | 108% |

(出所) 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

### ◆ 《VISION 2026》第一次中期経営計画

《VISION 2020》の後継ビジョンとして、2022/3期～2027/3期までの6ヶ年にわたる、新中期ビジョン：《VISION 2026》について以下の方向性が既に公表されている（P34-図表38）。これに加えて、今期を含む前半の3期間の第一次中期経営計画が、今回、具体的に示された。

#### <事業の方向性>

新型コロナの影響下、テーマや働き方が変わりニューノーマルの社会への移行が予想される中、これに積極的かつ柔軟に対応するため、以下の2点を指針として掲げている。

- ◆ 新中計 V2026 では、従来の受託型に加え、企画型のビジネス提案を積極的に展開する計画。

- ・社員自らが志を持ち、ビジネスマインドを持ち、自ら考え行動する。
- ・企画型ビジネス（同社が技術や顧客業界から修得した専門知識をもとにソリューションを開発し、顧客・業界に対して提案・サービスを提供するビジネスモデル）+受託型ビジネス（顧客の要望する情報システムの構築を請負うビジネスモデル）で事業成長を果たす。

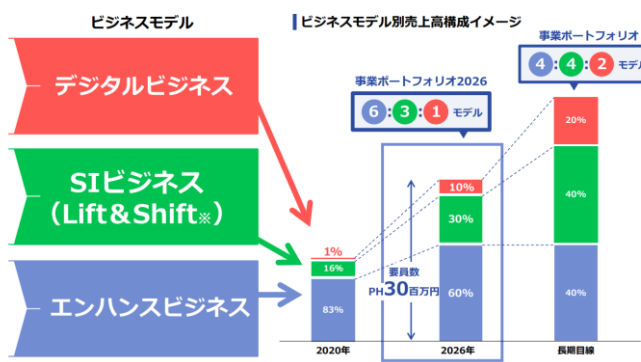
従来の受託型から、企画型+受託型ビジネスに転換し積極的な提案や新ビジネスにチャレンジすること、安定的かつ継続的な事業基盤を構築すること、またエンハンスビジネスを基盤に SI ビジネス、デジタルビジネスへの投資に注力する方針が示されている。

なお、ビジネスモデルの構成区分を改め、エンハンス、SI、デジタルに3区分した。エンハンスをベースに、SI (クラウド対応、大手Sierとの連携) とデジタルビジネス (ソリューション) を拡大し、成長に繋げたい考えである。

- ◆エンハンスに加え、SI とデジタルビジネスを育成し成長を目指す。

図表 38 に示されているように、「エンハンス : SI : デジタル」の現状の (2021/3 期) 各売上構成比である「83% : 16% : 1%」を、2027/3 期には「60% : 30% : 10%」、長期的 (現在からおおよそ 12 年前後のイメージ) には「40% : 40% : 20%」としたい考えである。

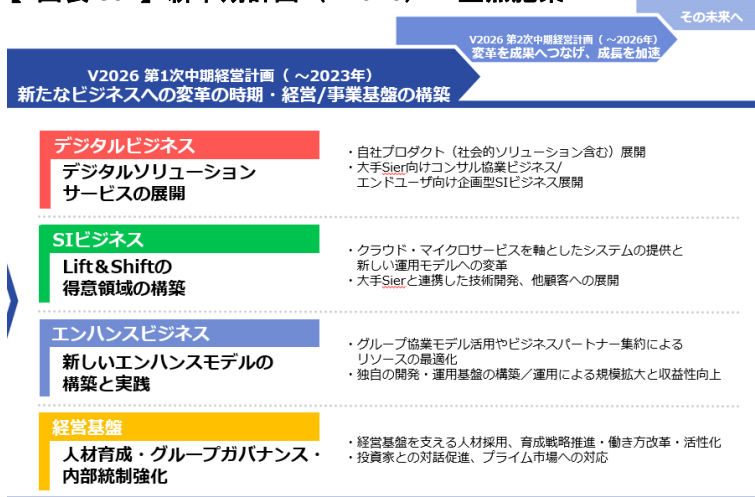
【 図表 38 】 新中期計画 (V2026) ~方向性~



(出所) 決算説明会資料より抜粋

(備考) Lift&Shift ※ 既存システムの環境をクラウド環境への (Lift) とクラウド上で提供されるシステムを再構築 (Shift) により SI サービスを提供すること

【 図表 39 】 新中期計画 (V2026) ~重点施策~



< 重点施策 >

3 つのビジネスモデルと経営基盤に関する重点施策が示され (図表 39)、「新たなビジネスへの変革の時期・経営/事業基盤の構築」を掲げ、次の第 2 次中期経営計画 (2025/3~2027/3 期) で「変革を成果へつなげ、成長を加速」したい意向である。

< 重要経営指標 (KPI) >

第一次中計と中長期的な方向性を示すものとして、財務と非財務の 2 つの観点から指標が公表された。

- ◆KPI は、財務と非財務の指標。

財務指標としては、売上高に関する 3 項目と従来からの ROE (13% 以上)、営業利益率 (8%) の 2 項目からなる 5 つの項目が明示されている (P35-図表 40)。特に、ビジネスモデルの変革による売上高の構成比率と、売上高成長率 (CAGR:複利の年間成長率、8%程度) が、新たな項目として追加され注目していきたい。

- ◆財務指標は、ROE、一人当たり売上高、売上高構成比率、同 CAGR、営業利益率の 5 項目。

また、非財務については、具体的な数値目標は明示されていないが、IT の活用によりダイバーシティの促進、働き方改革、コミュニケーションによる活性化の 3 項目が挙げられ、サステナビリティ経営を推進していく方針である。

◆2024/3 期には、売上高 185 億円、営業利益 14.8 億円を目指す。

＜中期経営計画における業績目標＞

今回、KPIに加え、今期以降の3期間にわたる年度別の売上高、営業利益、ROEの計画が発表された(図表41、CE:会社計画)。最終年度となる2024/3期には、売上高185億円(今期会社予想比:+25億円)、営業利益14.8億円(同+2.5億円)、ROE13%以上(今期予想と同一)を達成する計画である。

売上高は、2022/3期→2023/3期→2024/3期の順に、前年比+8.2%→+7.5%→+7.6%の増収、また営業利益率が漸増し、営業利益は+4.8%→+8.9%→+10.4%と増益率が上昇する計画である。

ビジネスモデル別では、今期はエンハンス売上高が一時的に減少するが来期以降回復し、またデジタル、SIビジネスは継続的に成長を遂げ、全体の売上高はCAGR(3期間)で+7.8%成長すると見込んでいる。

【図表40】《V2026》第一次中期経営計画、重要経営指標

| 重要経営指標(KPI)         |           | 第1次中期経営計画目標                |   | 中長期の方向性                |
|---------------------|-----------|----------------------------|---|------------------------|
| 財務                  | 資本効率      | ROE<br>(2020年度:14.0%)      | 継続的に13.0%以上   |                        |
|                     | 生産性       | 一人当たり売上高<br>(2020年度:21百万円) | 23百万円   | 30百万円                  |
|                     | ビジネスモデル変革 | 売上高構成比率                    | SIビジネス+25億円(2020年度比)<br>エンハンス:SI:デジタル(6:3:1)の比率へ          | デジタルビジネス+20億円(2023年度比) |
|                     | 成長性       | 売上高CAGR                    | 8%程度  | 9%程度                   |
|                     | 利益指標      | 営業利益率<br>(2020年度:7.9%)     | 8%  | 10%程度                  |
| 継続的な収益性・生産性の向上施策を実施 |           |                            |   |                        |
| 非財務                 | IT活用による   | ダイバーシティ促進                  | ダイバーシティ指標<br>「女性の活躍推進」「障がいのある方の雇用への貢献」<br>「育児と介護サポートへの貢献」 |                        |
|                     |           | 働き方改革                      | 働きがい指標<br>仕事のやりがい、心身の健康、職場の活気等の指標設定と推進                    |                        |
|                     |           | コミュニケーション活性化               | コミュニケーション指標<br>自社プロダクト「スマイルシェア」による<br>ありがとう、いいね指標         |                        |

(出所) 決算説明会資料より抜粋

【図表41】中期の業績予想(会社計画と当調査部の予想)

| 単位:百万円、%        | 2021/3期・実績 | 2022/3期・CE | 2022/3・新E | 2022/3・前E | 2023/3期・CE | 2023/3・新E | 2023/3・前E | 2024/3期・CE | 2024/3・E |
|-----------------|------------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|----------|
| 売上高             | 14,789     | 16,000     | 15,700    | 16,000    | 17,200     | 16,650    | 17,000    | 18,500     | 17,700   |
| デジタル            | 66         | 320        |           |           | 400        |           |           | 500        |          |
| SI              | 2,561      | 4,130      |           |           | 4,500      |           |           | 5,000      |          |
| エンハンス           | 12,161     | 11,550     |           |           | 12,300     |           |           | 13,000     |          |
| 売上総利益           | 2,841      |            | 3,300     | 2,850     |            | 3,500     | 3,050     |            | 3,720    |
| 売上総利益率          | 19.2%      |            | 21.0%     | 17.8%     |            | 21.0%     | 17.9%     |            | 21.0%    |
| 販売費及び一般管理費      | 1,666      |            | 2,100     | 1,670     |            | 2,210     | 1,770     |            | 2,320    |
| (対売上高比)         | 11.3%      |            | 13.4%     | 10.4%     |            | 13.3%     | 10.4%     |            | 13.1%    |
| 営業利益            | 1,175      | 1,230      | 1,200     | 1,180     | 1,340      | 1,290     | 1,280     | 1,480      | 1,400    |
| (対売上高比)         | 7.9%       | 7.7%       | 7.6%      | 7.4%      | 7.8%       | 7.7%      | 7.5%      | 8.0%       | 7.9%     |
| 経常利益            | 1,295      | 1,250      | 1,220     | 1,180     |            | 1,310     | 1,280     |            | 1,420    |
| (対売上高比)         | 8.8%       | 7.8%       | 7.8%      | 7.4%      |            | 7.9%      | 7.5%      |            | 8.0%     |
| 当期純利益           | 844        | 850        | 830       | 735       |            | 890       | 800       |            | 965      |
| (対売上高比)         | 5.7%       | 5.3%       | 5.3%      | 4.6%      |            | 5.3%      | 4.7%      |            | 5.5%     |
| 売上高(前期比増率、以下同様) | 0.5%       | 8.2%       | 6.2%      |           | 7.5%       | 6.1%      | 6.3%      | 7.6%       | 6.3%     |
| 売上総利益率(前期との差)   | 2.2%       |            | 1.8%      |           |            | 0.0%      | 0.1%      |            | 0.0%     |
| 販売費及び一般管理費(増率)  | 7.9%       |            | 26.1%     |           |            | 5.2%      | 6.0%      |            | 5.0%     |
| 営業利益(増率)        | 22.5%      | 4.7%       | 2.1%      |           | 8.9%       | 7.5%      | 8.5%      | 10.4%      | 8.5%     |
| 経常利益(増率)        | 32.7%      | -3.5%      | -5.8%     |           |            | 7.4%      | 8.5%      |            | 8.4%     |
| 当期純利益(増率)       | 60.7%      | 0.7%       | -1.7%     |           |            | 7.2%      | 8.8%      |            | 8.4%     |

(出所) 決算説明会資料より、当調査部が作成

◆ アルファ・ウイン調査部の 2022 年 3 月期(今期)業績予想 <業績予想の修正>

◆ 当調査部では、今期の従来予想を見直し、売上高を下方修正、利益を上方修正。

◆ 会社の売上高・利益予想に対しては、新型コロナの影響が不透明のため、いずれもやや慎重に予想。但し、利益額は高水準を維持する見込み。

◆ 粗利率は改善するが、販管費率も上昇し、営業利益率はほぼ横ばいと予想。

◆ 過去の長期間にわたり、期初の業績予想と実績値の平均乖離率は小さいが、やや強めの予想を発表する傾向がある。

アルファ・ウイン調査部は今期の業績予想を見直し、売上高を従来の 16,000 百万円から 15,700 百万円に修正した(今期会社予想: 16,000 百万円に対し、△300 百万円の減)。(P35-図表 41)

これは、業界環境が徐々に好転してきているものの、新型コロナの長期化による商談や営業活動の停滞、顧客の IT 投資動向のリスク、意欲的な会社計画の増収率(今期予想+8.2%、過去 20 年間の単純平均+6.0%)を考慮し、やや慎重に予想した結果である

利益面でも前回予想を見直し、従来の今期営業利益予想である 1,180 百万円を 1,200 百万円とした。前期に利益率の改善が想定以上に進み、1 年前倒しでほぼ達成されたため(前期の営業利益: 1,175 百万円)、予想利益率を引き上げた。今期もデジタル化やリソースの最適化などにより、生産性の向上やコストの低下が予想される。

但し、今期の売上高を会社計画に対し慎重に予想したため、連動して営業利益以下を、若干、下方修正した(会社予想の営業利益: 1,230 百万円に対し、△30 百万円の減)。成長に向けて積極的な投資を再開し、人件費や外注費などの各種コストが増加する結果、粗利率は改善するが販管費率も上昇すると考えられる。但し、今期の当調査部による営業利益率の前提は、7.6%と会社予想の 7.7%とほぼ変わらない。

<業績予想と実績のトラックレコード>

過去の長期間にわたり、同社の期初の業績予想値と、実績値の乖離を分析した結果が図表 42 である。同期間の単純平均では、期初予想に対して実績値は売上高で 1.8%、営業・経常・当期利益ではそれぞれ 6.0%、3.4%、5.5%程度下回っている。しかし、営業・経常利益が期初予想から 3 割以上、下方乖離した年度はない。従来から総じて、現実的な範囲内で意欲的な予想を公表する傾向がある。

【図表 42】 期初の連結業績予想(会社)と実績値の時系列的比較

| 通称                                    | 売上高     |        | 営業利益  |       | 経常利益  |       | 当期利益 |      | 前期利益  |        | 前期利益   |        | 前期利益  |                       | 前期利益   |        |       |
|---------------------------------------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|--------|--------|--------|-------|-----------------------|--------|--------|-------|
|                                       | 単位: 百万円 | 期初予想   | 実績    | 期初予想  | 実績    | 期初予想  | 実績   | 期初予想 | 実績    | 期初予想   | 実績     | 期初予想   | 実績    | 期初予想                  | 実績     | 前期同期比  |       |
| 01/3期                                 |         | 4,808  | -     | -     | 387   | -     | 387  | -    | -     | -      | -      | -      | -     | -                     | -      | -      | -     |
| 02/3期                                 |         | 5,598  | -     | 485   | 445   | -     | 248  | -    | -     | -      | -      | -      | -     | 16.5%                 | -      | 15.0%  | -     |
| 03/3期                                 |         | 6,244  | -     | 510   | 432   | -     | 235  | -    | -     | -      | -      | -      | -     | 11.5%                 | 5.2%   | -2.9%  | -4.4% |
| 04/3期                                 | 6,900   | 6,575  | -     | 491   | 522   | 500   | 284  | 280  | -4.7% | -      | -4.3%  | -1.5%  | 5.3%  | -3.7%                 | 15.7%  | 18.9%  |       |
| 05/3期                                 | 7,000   | 7,100  | -     | 558   | 532   | 551   | 287  | 315  | 1.4%  | -      | 3.5%   | 9.7%   | 8.0%  | 13.6%                 | 10.2%  | 12.5%  |       |
| 06/3期                                 | 7,800   | 7,767  | -     | 549   | 600   | 551   | 340  | 312  | -0.4% | -      | -8.2%  | -8.3%  | 9.4%  | -1.6%                 | 0.0%   | -1.0%  |       |
| 07/3期                                 | 8,300   | 7,923  | -     | 590   | 570   | 584   | 330  | 324  | -4.5% | -      | 2.4%   | -1.8%  | 2.0%  | 7.4%                  | 5.9%   | 3.7%   |       |
| 08/3期                                 | 8,300   | 8,109  | 805   | 645   | 610   | 643   | 338  | 342  | -2.3% | 6.6%   | 5.4%   | 1.9%   | 2.3%  | 9.4%                  | 10.2%  | 5.7%   |       |
| 09/3期                                 | 8,300   | 8,507  | 680   | 652   | 685   | 597   | 350  | 308  | 0.1%  | -4.1%  | -12.8% | -12.1% | 4.9%  | 1.1%                  | -7.1%  | -10.1% |       |
| 10/3期                                 | 8,800   | 8,706  | 680   | 637   | 670   | 680   | 350  | 349  | -1.1% | -3.5%  | -1.5%  | -0.3%  | 2.3%  | -2.3%                 | 10.6%  | 13.4%  |       |
| 11/3期                                 | 9,200   | 9,166  | 675   | 662   | 680   | 672   | 263  | 208  | -9.3% | -1.9%  | -1.2%  | -20.9% | 5.3%  | 4.0%                  | 1.8%   | -40.4% |       |
| 12/3期                                 | 9,300   | 8,431  | 685   | 524   | 675   | 533   | 350  | 118  | -9.3% | -21.2% | -21.0% | -66.4% | -8.0% | -20.9%                | -20.7% | -43.4% |       |
| 13/3期                                 | 9,300   | 9,242  | 620   | 601   | 630   | 606   | 350  | 338  | 2.7%  | -3.1%  | -3.8%  | -3.5%  | 9.6%  | 14.8%                 | 13.7%  | 186.7% |       |
| 14/3期                                 | 10,000  | 11,217 | 700   | 685   | 700   | 702   | 380  | 387  | 12.2% | -5.0%  | 0.3%   | 1.7%   | 21.4% | 10.6%                 | 15.8%  | 14.5%  |       |
| 15/3期                                 | 12,000  | 12,527 | 840   | 984   | 840   | 981   | 480  | 594  | 4.4%  | 14.8%  | 16.7%  | 23.8%  | 11.7% | 45.0%                 | 39.7%  | 53.7%  |       |
| 16/3期                                 | 13,000  | 12,623 | 1,000 | 949   | 1,020 | 960   | 600  | 629  | -2.9% | -5.1%  | -5.6%  | 4.8%   | 0.8%  | -1.6%                 | -2.1%  | 5.9%   |       |
| 17/3期                                 | 14,000  | 12,899 | 920   | 781   | 940   | 811   | 450  | 551  | -7.9% | -15.1% | -13.7% | 22.4%  | 2.2%  | -17.7%                | -15.5% | -12.4% |       |
| 18/3期                                 | 14,300  | 13,559 | 1,080 | 855   | 1,080 | 893   | 650  | 567  | -5.2% | -19.3% | -17.3% | -12.8% | 5.1%  | 9.5%                  | 10.1%  | 2.9%   |       |
| 19/3期                                 | 14,700  | 14,325 | 1,010 | 922   | 1,010 | 960   | 640  | 597  | -2.5% | -8.8%  | -5.0%  | -6.8%  | 5.7%  | 7.8%                  | 7.5%   | 5.2%   |       |
| 20/3期                                 | 15,500  | 14,708 | 1,090 | 959   | 1,090 | 976   | 684  | 525  | -5.1% | -12.0% | -10.5% | -23.2% | 2.7%  | 4.1%                  | 1.7%   | -12.0% |       |
| 21/3期                                 | 16,000  | 14,788 | 1,120 | 1,174 | 1,120 | 1,295 | 700  | 844  | -7.6% | -4.8%  | 15.6%  | 20.6%  | 0.5%  | 22.4%                 | 32.7%  | 60.8%  |       |
| 22/3期会社予想                             | 16,000  | -      | 1,230 | -     | 1,250 | -     | 650  | -    | -     | -      | -      | -      | 8.2%  | 4.8%                  | -3.5%  | 0.7%   |       |
| 単純平均乖離率(単位: %)、売上高・利益ともデータの最長期間により計算→ |         |        |       |       |       |       |      |      |       | -1.8%  | -6.0%  | -3.4%  | -5.5% | 6.0%                  | 5.6%   | 7.1%   | 13.7% |
| 緑色のハイライト: 過去最高値 黄色: 2位                |         |        |       |       |       |       |      |      |       | 5:13   | 3:11   | 6:12   | 7:11  | ↑ 各期間単純平均(22/3期予想を除く) |        |        |       |

(出所) 決算短信より、当調査部が作成

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、一切の責任又は義務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。

## ◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

- ◆ 中期見通しを修正。来期以降も最高売上高と利益の更新の可能性がある。

当調査部では、従来の中期の業績見通しを修正し、新たに 2024/3 期を加え、今期を含めた 3 期間にわたる業績予想を行った（前出、P35-図表 41）。

中期業績について、当調査部では会社予想と比較し、以下のリスクファクターを考慮したため、売上高・利益ともやや慎重な予想を行っている。但し、来期以降も最高売上高と利益の更新の可能性があると考えている。

- ◆ リスクファクターは、マクロ環境とコストの上昇。

### <リスクファクター>

- ・マクロ環境では、米中貿易戦争、インフレ抑制のためのテーパリングや金利上昇、これに伴う世界景気の不透明感、東京オリンピック後の景気後退、これらの国内企業の業績への影響が懸念される。
- ・今後の主要な最終ユーザーの業界環境や IT 投資動向、M&A も含めた同社も新分野開拓のための先行投資負担、コスト上昇、人員の確保等が見通しにくい。

- ◆ 当調査部では、今後も日本企業の IT 投資は増加し、同社の中期年間利益成長率を 6~10%と予想。

但し、以下の要因、及び前提によって中長期的には、年率 6~10%前後の増益基調が続くと予想している。

### <増収要因・前提>

- ・新型コロナウイルスの影響は徐々に緩和され、企業業績の回復に伴い IT 投資案件が増加し、中期的に年率 5~7%程度の売上高成長が見込める。
- ・これまで培ってきた技術力と信頼性を背景に、主要顧客向けビジネスとデジタル・SI ビジネスが拡大すると見込まれる。
- ・新規顧客開拓の効果。
- ・新ビジネス・新領域への展開、具体的には、DX 関連、エネルギー関連、コンサルティング、新規ソリューション（スマイルシェアプロダクト、クラウド、AI、ブロックチェーン関連等）分野の増収。
- ・但し、大型の M&A などによる増収効果は見込んでいない。

### <増益要因・前提>

- ・粗利率は各種施策（生産性向上、外注費の見直し等）により、今期上昇後は、高水準横這いで推移すると予想。
- ・新規ビジネスによる増益効果は当面は、大きくは見込んでいない。
- ・将来の成長に向けた事業基盤の強化（人員・組織・拠点の拡充）、人件費・外注費等の上昇、新技術・ビジネス研究などの先行投資を進めるため、一般管理費は来期以降、増収率並みの年率 5~6%前後（年間 110 百万円）増加すると想定。
- ・結果的に、来期以降、売上高営業利益率は年間 0.1~0.2 ポイント前後改善すると想定
- ・営業外損益や特別損益に、特段の発生は見込んでいない。

## 9. アナリストの視点

### ◆ SWOT分析

同社の SWOT 分析を、図表 43 に示した。特に大きな変更はない（赤字が追記した事項）。

【 図表 43 】 SWOT 分析

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成

|                            |   |
|----------------------------|---|
| <b>強み</b><br>(Strength)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・長い業歴と、豊富な実績(過去の好業績、株価のリターン、株主還元等のトラックレコードを含む)</li> <li>・安定かつ優良な顧客基盤</li> <li>・高い技術力・独自のノウハウ・知識を持つ人材・組織(業種・プロジェクトマネジメント)</li> <li>・参入障壁が実質的には高く、継続性が高いビジネスモデル</li> <li>・堅固な財務体質</li> <li>・<b>事業拡大に向けた積極的な経営姿勢</b></li> <li>・直接営業によるコンサルティングセールス力、エンハンスビジネス</li> <li>・海外現地法人によるローコスト開発体制</li> </ul> |
| <b>弱み・課題</b><br>(Weakness) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・特定顧客への依存が大きいこと</li> <li>・優秀な人材の確保・増員</li> <li>・利益率を改善しにくい業界構造</li> <li>・次世代成長製品・サービスが本格化するまで時間を要する</li> <li>・プロジェクト管理(不採算案件の発生リスク)</li> <li>・内需特化で、海外市場への展開が難しい</li> </ul>  |
| <b>機会</b><br>(Opportunity) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・人手不足と業務効率化を背景としたITシステム<b>市場の継続的な成長</b></li> <li>・<b>DX、新製品・新サービス、技術革新による戦略的なシステム需要の高まり</b></li> <li>・上流工程、ニッチ分野、大規模開発案件、プライム案件へのシフト、エンハンスビジネス強化</li> <li>・クライアントの海外進出に伴う業務の拡大</li> <li>・<b>M&amp;A、アライアンスの強化</b></li> </ul>   |
| <b>脅威</b><br>(Threat)      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・新型コロナウイルスの長期化によるビジネスチャンスの喪失</li> <li>・景気低迷期におけるIT投資の抑制、更新需要の減退、価格競争の激化</li> <li>・代替品の出現(AIや業務用パッケージソフトの普及)、製品開発の遅れや瑕疵</li> <li>・情報管理・情報漏洩に関するリスク</li> <li>・人件費や外注費の上昇</li> </ul>  |

- ◆ 長年の信頼性と実績、技術力が強み。日本企業の IT 投資の増加が見込まれ、同社の成長余地は大きい。

図表 43 に挙げた強みを補足すると、長年の実績に基づく信頼性や技術力を背景に優良な顧客基盤を有し、ビジネスに継続性と安定性、積極性がある。また、同社はエンドユーザーに近いポジションにあり、関連・派生システムを提案し開発やサービス(エンハンス)ができることに強みがある。今後もユーザーである日本企業等は、業務の効率化と収益性の向上のために、IT 投資、DX 投資を継続的にかつ、戦略的に進めると思われ、同社の成長のポテンシャルは大きい。

- ◆ 更なる成長ポテンシャルに対するボトルネックは、優秀な人材の確保。

一方、課題を補足すると、業界共通ではあるが利益率が長期的に横ばい傾向にあり、売上高が増加しないと利益額も伸びない傾向が見受けられる。増収には、新規ビジネス分野や新規顧客の開拓も不可欠であるが、人材、特にプロジェクトマネージャーが不足しており、さらなる成長のボトルネックとなっている。

- ◆ 利益率の向上、プロジェクトマネジメントの強化、新分野の開拓、新規の大手顧客の獲得が課題。

また、同社に関わらず SI 業界において、長年にわたって再発防止やプロジェクト管理を強化してきたが、新規分野の開発などにおいて不採算案件が生じ、一時的な減益要因になることがある。同社は品質管理の一層の強化に努めているが、一定のリスク要因として認識しておきたい。

◆ 株主還元、及び株主優待制度

◆ 株主還元には積極的。

◆ 株主優待を含めた実質的な年間(最大)利回りは、約 2.5%。

◆ 数年間隔で段階的な増配を実施。

同社は、業績向上による安定配当と時価総額の増大により、株主資産価値を向上させるとの考えを持っている。これまで増配、自社株買い、株式分割、株主優待等の株主還元に取り組んできた。

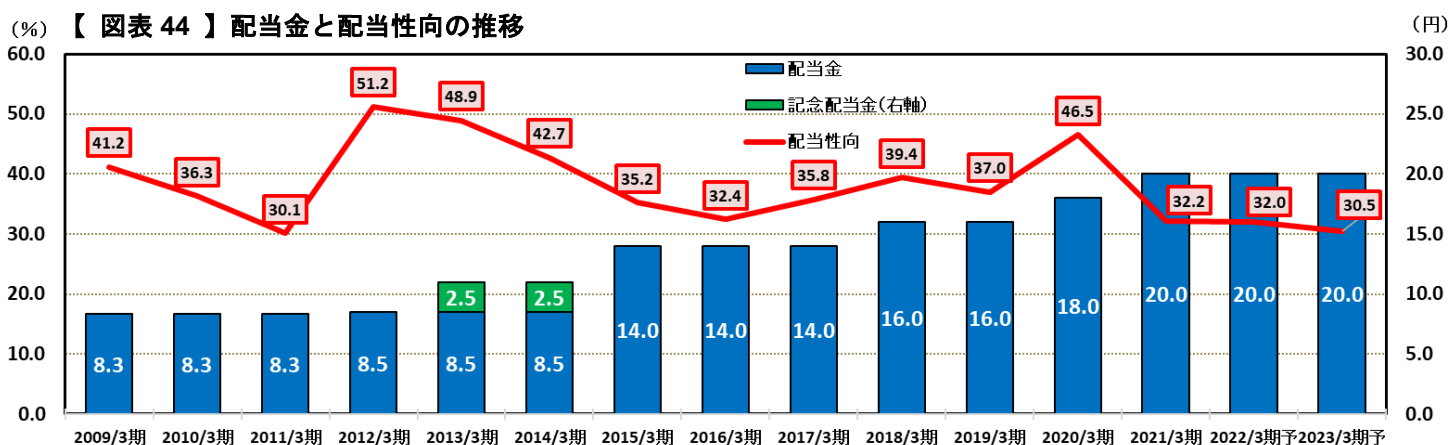
なお、連結配当性向は、2018/3 期実績では 39.4%、2019/3 期 37.0%、2020/3 期 46.5%、2021/3 期 32.2%、2022/3 期会社予想ベースで 32.0%と、同社が目安としている 35%に近い水準にある。一株当たり配当金は、2018/3 期に 14 円から 16 円に増配し、また、2020/3 期、2021/3 期には、それぞれ 2 円を連続増配し 18 円、20 円とした。なお、2022/3 期は 20 円を据え置く予定である(図表 44)。中期的には増益が見込め、来期以降も数年間隔で増配余地はあると思われる。

株価 1,017 円(6 月 4 日終値)で計算すると、配当利回りは 2.0%となる。同社の株主は個人投資家が多いが、個人向けにも IR 活動を実施し、保有株数に応じ JCB ギフトカードを贈呈する株主優待制度がある(P40-図表 45)。優待を考慮すると、実質的な利回りは最大約 2.5%に高まる(最適株数を保有と仮定)。今後も、EPS を高め安定配当を行いつつ、株主還元の拡充を図る方針である。

いずれも優待も考慮後の実質的な年間利回りは、同業他社のハイマックスが約 3.7%、東邦システムサイエンスは約 3.2%である。また、株主資本配当率(=配当総額÷株主資本)は、2021/3 期で同社が 4.5%、ハイマックス 3.2%、東邦システムサイエンス 5.8%と中位であるが、一般的な平均値である 2%と比較すると高い。

◆ 株式分割・自社株買いにも積極的。

上場後では、2010 年 4 月に 1:2、2011 年 4 月に 1:1.5、2014 年 10 月に 1:2 を含む計 6 回の株式分割が行なわれている。また、自社株買いも、昨年の 2 月に実施された約 35 万株(3 億円)を含め合計 6 回実施し、累計で約 6.5 億円相当の株式(当時の取得価格総額)を取得した。なお、財務体質は良好でキャッシュリッチであるため、今後も株価水準によっては、自社株買いの可能性がある。



(出所)アルファ・ウイン調査部が作成、予想も同調査部

【図表 45】株主優待制度と実質利回り (株主優待権利確定日: 9 月末)

| 保有株数(以上) | (未満)  | 株主優待(JCBギフト券:円) | 配当金:円 | 実質利回り% |
|----------|-------|-----------------|-------|--------|
| 200      | 400   | 1,000           | 20    | 2.5    |
| 400      | 1,000 | 2,000           | 20    | 2.5    |
| 1,000    |       | 3,000           | 20    | 2.3    |

「実質利回り=(配当金+優待価値)/株価」: 保有株の各レンジでの最小株数(最適株数)で計算。株価前提(2021年6月4日終値): 1,017円

(出所) 同社HPよりアルファ・ウイン調査部が作成

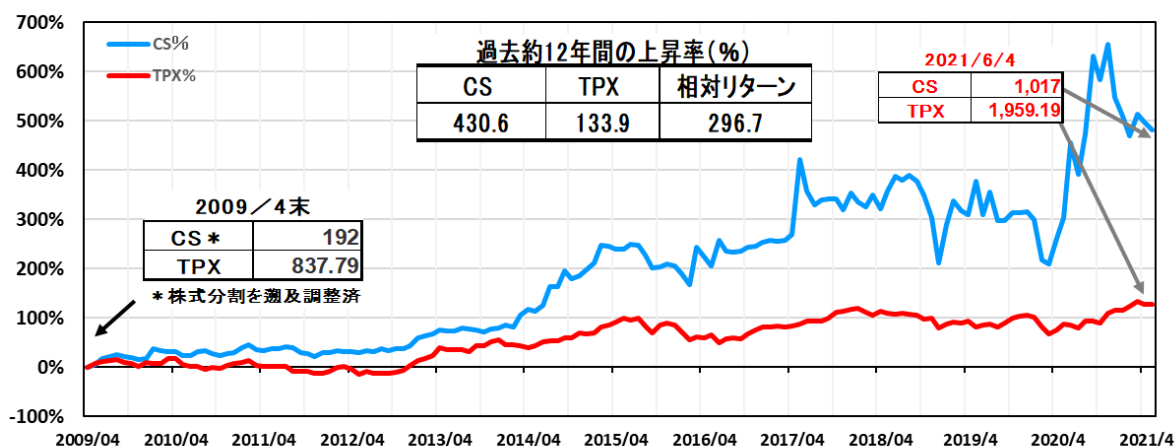
### ◆ 株価特性と水準、バリュエーション比較

- **ディフェンシブな内需成長株。過去約 12 年で株価は約 4.3 倍に上昇、TOPIX を大幅にアウトパフォーム。**
- **今後も中期長期タームでは、魅力的な投資対象と考えられる。**

過去約 12 年間では、同社株は約 4.3 倍に上昇し TOPIX を 297% と大幅にアウトパフォームしている (株式分割を考慮して計算、2021 年 6 月 4 日終値、図表 46)。これは同社のファンダメンタルズの強さや長期に亘る業績の堅調な伸びを反映している証左であると考えられる。

基本的には日本企業の戦略的な IT 投資・DX 投資の増勢を背景に、今後も同社は相対的に安定的な利益成長が見込まれること、またディフェンシブな特徴があることから、中長期タームでの投資対象候補と考えられる。

【図表 46】同社株 (CS) と TOPIX の長期的なリターン (過去約 12 年間の月次別株価の推移)



備考: CS 株価、TOPIX の 2009 年 4 月末水準をスタート・ゼロ%とする

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

- **過去約半年間では TOPIX をアンダーパフォーム。**
- **バリュエーションは、ほぼ平均的でフェアバリュー。**
- **今後の注目点は、今来期の業績動向、新ビジネスの業績への寄与と株主還元強化。**

但し、今年に入ってからでは TOPIX をアンダーパフォームしている。新型コロナや貿易戦争による企業業績の悪化懸念の中、業績の安定した内需成長株として 2020 年 3 月以降、TOPIX を大幅にアウトパフォームした反動に加え、アフターコロナを見据えた大型景気敏感株が買われたためと推察される。

東証一部に上場する全銘柄、並びに同業他社 (ハイマックス、東邦システムサイエンス) と同社を、主要なバリュエーションで比較を行った。今期ベースでは、前者との比較では平均値並み、後者との比較では両社をやや上回るが割高感はない。同業 2 社に対してバリュエー

ションにプレミアムがついているのは、安定した成長性と流動性の高さが反映されているとも考えられる(図表 47、平均売買概算金額を参照)。

業績好調にもかかわらず、同社の株価は直近の約半年間で大きくアンダーパフォームし、フェアバリューに近い水準にあると思われる。今後、再度、ディフェンシブな小型の内需成長株が注目される局面では、アウトパフォームすることが予想される。なお、同業3社内では流動性は最も高い。

【図表 47】バリュエーション、流動性の同業3社比較

| 社名                     | キューブシステム<br>(CS:連結) | ハイマックス<br>(HM:連結) | 東邦システムサイエンス<br>(TS:非連結) |
|------------------------|---------------------|-------------------|-------------------------|
| コード                    | 2335                | 4299              | 4333                    |
| 株価(6月4日終値)             | 1,017               | 1,070             | 928                     |
| 時価総額(百万円)              | 14,747              | 13,282            | 12,868                  |
| PER(株価予想収益率)           | 16.3                | 14.4              | 13.3                    |
| PBR(株価純資産倍率)           | 2.1                 | 1.4               | 1.5                     |
| 配当利回り(%)               | 2.0                 | 2.8               | 2.7                     |
| EV/EBITDA(倍)           | 8.5                 | 4.9               | 4.4                     |
| PSR(株価売上高倍率)           | 0.9                 | 0.8               | 1.0                     |
| 過去約半年間の1日平均売買金額概算(百万円) | 103                 | 32                | 4                       |

時価総額=発行済株式総数\*時価(2021年6月4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2022/3期の会社計画、PBRに用いたBPSは2021/3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(2022/3期会社予想)

(出所) 図表 47、48とも有効証券報告書、決算短信、株価データによりアルファ・ウイン調査部が作成

また、東証一部に上場する代表的なSI企業22社(同社、並びに上記2社も含む、なお22社合計の時価総額は約11.6兆円、同売上高は約7兆円)をユニバースとし、SIセクター(図表48)内で比較すると、バリュエーションには、やや割安感がある。今後、同社の営業利益率が継続的に改善し売上高が増加すれば、EPSの増加に加えバリュエーション(PER等)の切り上がりが予想され、時価総額も増大するポテンシャルがあると当調査部では判断している。以上

【図表 48】SIセクター内の主要銘柄の比較

| コード  | 社名             | 時価総額      | 株価     | 売上高       | 営業利益    | 営業利益率 | 実績ROE(%) | 予想PER | 実績PBR | 予想配当利回り | 予想配当金  | 予想EPS  | 実績BPS    | PSR  |
|------|----------------|-----------|--------|-----------|---------|-------|----------|-------|-------|---------|--------|--------|----------|------|
| 9813 | NTT データ        | 2,417,910 | 1,724  | 2,360,000 | 180,000 | 7.6%  | 7.6      | 22.8  | 2.3   | 1.1%    | 19.00  | 75.58  | 764.99   | 1.0  |
| 4307 | 野村総合研究所        | 2,092,300 | 3,430  | 590,000   | 96,000  | 16.3% | 21.8     | 31.4  | 5.9   | 1.1%    | 38.00  | 109.37 | 585.12   | 3.5  |
| 4884 | オービック          | 1,980,048 | 19,880 | 90,000    | 52,000  | 57.8% | 15.1     | 44.2  | 6.6   | 0.9%    | 185.00 | 449.69 | 2,990.72 | 22.0 |
| 4768 | 大塚商会           | 1,109,612 | 5,840  | 865,000   | 58,100  | 6.7%  | 14.6     | 28.0  | 4.1   | 2.1%    | 120.00 | 208.60 | 1,415.40 | 1.3  |
| 4739 | 伊藤忠テクノソリューションズ | 792,000   | 3,300  | 520,000   | 48,500  | 9.3%  | 12.5     | 23.1  | 3.0   | 2.1%    | 70.00  | 142.83 | 1,102.79 | 1.5  |
| 3826 | TIS            | 722,943   | 2,745  | 470,000   | 48,500  | 10.3% | 10.8     | 21.3  | 2.5   | 1.5%    | 40.00  | 128.78 | 1,078.60 | 1.5  |
| 9719 | SCSK           | 644,885   | 6,190  | 420,000   | 48,000  | 11.4% | 15.7     | 18.9  | 2.8   | 2.3%    | 140.00 | 326.69 | 2,180.31 | 1.5  |
| 8056 | 日本ユニシス         | 342,150   | 3,120  | 320,000   | 26,000  | 8.1%  | 13.4     | 17.9  | 2.3   | 2.2%    | 70.00  | 174.35 | 1,341.04 | 1.1  |
| 2327 | 日鉄ソリューションズ     | 298,293   | 3,260  | 265,000   | 25,500  | 9.6%  | 10.3     | 17.4  | 1.7   | 1.7%    | 56.00  | 186.88 | 1,965.32 | 1.1  |
| 1973 | NECネットエスアイ     | 260,566   | 1,745  | 320,000   | 26,000  | 8.1%  | 13.5     | 16.2  | 2.1   | 2.2%    | 38.00  | 107.43 | 830.47   | 0.8  |
| 4812 | ISID           | 247,368   | 3,795  | 110,000   | 12,500  | 11.4% | 12.9     | 29.8  | 4.1   | 1.4%    | 52.00  | 127.37 | 931.00   | 2.2  |
| 9759 | NSD            | 163,726   | 1,773  | 70,000    | 10,000  | 14.3% | 13.7     | 20.6  | 2.9   | 2.5%    | 45.00  | 86.26  | 613.71   | 2.3  |
| 9682 | DTS            | 132,720   | 2,631  | 95,000    | 11,000  | 11.6% | 13.3     | 15.6  | 2.0   | 2.5%    | 65.00  | 168.20 | 1,293.61 | 1.4  |
| 9749 | 富士ソフト          | 181,980   | 5,400  | 249,000   | 16,300  | 6.5%  | 7.4      | 19.0  | 1.4   | 0.9%    | 50.00  | 284.40 | 3,900.56 | 0.7  |
| 9692 | シーイーシー         | 53,730    | 1,429  | 50,000    | 5,200   | 10.4% | 12.4     | 14.1  | 1.5   | 2.8%    | 40.00  | 101.45 | 977.55   | 1.1  |
| 4674 | クレスコ           | 37,812    | 1,644  | 42,400    | 3,850   | 9.1%  | 14.8     | 12.1  | 1.8   | 2.4%    | 40.00  | 135.58 | 926.98   | 0.9  |
| 9739 | NSW日本システムウェア   | 33,987    | 2,281  | 42,000    | 4,300   | 10.2% | 12.3     | 11.5  | 1.4   | 1.8%    | 40.00  | 197.99 | 1,585.16 | 0.8  |
| 4725 | CAC Holding    | 29,784    | 1,449  | 51,000    | 2,600   | 5.1%  | 6.6      | 14.4  | 0.9   | 4.1%    | 60.00  | 100.81 | 1,622.01 | 0.6  |
| 9600 | アイネット          | 23,129    | 1,424  | 32,500    | 2,330   | 7.2%  | 9.5      | 14.2  | 1.4   | 3.3%    | 47.00  | 100.15 | 1,014.82 | 0.7  |
| 2335 | キューブシステム       | 14,747    | 1,017  | 16,000    | 1,230   | 7.7%  | 14.0     | 16.3  | 2.1   | 2.0%    | 20.00  | 62.55  | 476.52   | 0.8  |
| 4299 | ハイマックス         | 13,282    | 1,070  | 16,500    | 1,280   | 7.8%  | 11.2     | 14.4  | 1.4   | 2.8%    | 30.00  | 74.40  | 745.35   | 0.8  |
| 4333 | 東邦システムサイエンス    | 12,868    | 928    | 13,200    | 1,230   | 9.3%  | 10.2     | 13.3  | 1.5   | 2.7%    | 25.00  | 69.76  | 627.90   | 1.0  |
|      | 単純平均           | 527,537   |        |           |         | 11.6% | 12.4     | 19.8  | 2.5   | 2.1%    |        |        |          | 2.2  |
|      | 単純平均(オービックを除く) | 458,370   |        |           |         | 9.4%  | 12.3     | 18.7  | 2.3   | 2.2%    |        |        |          | 1.3  |

備考 時価総額、売上高、営業利益の単位:百万円

株価、配当金、予想EPS、実績BPSの単位:円、PER、PBR、PSRの単位:倍

売上高・営業利益は、原則、会社の直近予想

株価は、2021年6月4日終値

平均値は、有効なデータのみを対象とした平均