

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：2022/2/7

アルファ・ウイン 調査部

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

● 要旨

◆独立系の中堅システムインテグレーター、長期間に亘り安定成長

- ・株式会社キューブシステム（以下、同社）は、東証一部に上場する独立系の中堅システムインテグレーターである。なお、東証の新市場区分では、プライム市場に移行することが見込まれる。
- ・野村総合研究所、富士通、イオン、みずほグループが主要取引先で、金融・流通・運輸・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49年を有する。
- ・同社は過去20年間に亘り1期間を除き、対前年度で増収を継続している。この間、売上高成長率（増収率の単純平均値）は年率+6.0%、経常利益成長率（同）は+7.1%と長期間に亘り順調に業容を拡大してきた。長年にわたって売上高経常利益率は7%前後で安定し、常に黒字を維持している。増収が増益、増配、時価総額の増大に直結している。
- ・中長期的にSIビジネスやデジタルビジネスを、拡大すべく注力中である。

◆ 今期第3四半期・連結累計決算～増収に加え粗利率の改善と販管費の抑制が奏功し、営業利益はYOYで41.7%の大幅増益。

<第3四半期・連結累計>

【概要】

- ・2022/3期第3四半期・連結累計期間（2021年4～12月：以下、Q3累計）の業績は、売上高12,041百万円（前年同期比=YOY：+13.7%）、営業利益1,122百万円（同+41.7%）、経常利益1,133百万円（同+22.9%）、親会社株主に帰属する四半期純利益（以下、当期利益）755百万円（同+26.6%）となった（P2-図表1、及びP7-図表A）。Q3累計決算としては、売上高、並びに営業・経常・当期の各利益とも過去最高を更新した。
- ・DXを中心とする企業の情報化投資の拡大を背景に二桁の増収となり、加えてコロナ禍におけるコスト抑制、業務効率の改善が進み大幅な増益となった。粗利率は前Q3累計の18.7%から今Q3累計では21.4%に2.7ポイント上昇した（本レポートでは原則、小数点第二位を四捨五入）。販管費率は同期間で11.2%から12.1%へと0.9ポイント上昇したが、営業利益率は7.5%から9.3%へと約1.8ポイント上昇した（以下、P2-図表1を参照）。

【セグメント】

- ・Q3累計の全社の売上高は、YOYでは1,450百万円（+13.7%）の増収、営業利益額は利益率の改善も加わり330百万円（+41.7%）の大幅増益となった。

品目別業績（3区分）

- ・コア事業であるシステムインテグレーション・サービス（SIS、今Q3期の累計売上高構成比率75%、以下同様）は、9,019百万円と1,547百万円（YOY：+20.7%）の増収となった。運輸業における運送事業会社向けシステム、流通業における小売業向け・総合スーパー向けシステム構築案件の拡大が大きく寄与した。増収に加えて、営業利益率の改善（前Q3累計⇒今Q3累計：7.3%⇒9.4%）により、営業利益額は849百万円とYOYで306百万円（同+56.5%）の増益となった。これは全体の増益幅の約93%を占める。

ショートレポート

1/8

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。

- また、システムアウトソーシング・サービス (SOS、同 12%) は、金融業におけるカード会社向けシステム構築案件の縮小やデータセンター向け案件の終了に伴い、売上高が 1,396 百万円と 227 百万円の減収 (同△14.0%) となった。一方で、営業利益率は 5.7%から 7.9%に改善し、営業利益は 110 百万円と 18 百万円の増益 (同+20.0%) となった。
- 一方、プロフェッショナル・サービス (ProS、同 13%) は、コンサルティング案件の縮小があったものの通信会社向けシステム構築案件の拡大により、売上高は 1,624 百万円と 130 百万円の増収 (同+8.7%) となった。営業利益率が 10.5%から 10.0%に低下したが、営業利益額は 162 百万円と 5 百万円の微増益 (同+3.3%) となった。

【図表 1】四半期の業績推移

通称	区分	2021/12月期(第3四半期)				2022/12月期(第4四半期)				2021/9月期(第3四半期)				2022/9月期(第4四半期)				
		売上高(百万円)	営業利益(百万円)	営業利益率(%)	増減率(%)	売上高(百万円)	営業利益(百万円)	営業利益率(%)	増減率(%)	売上高(百万円)	営業利益(百万円)	営業利益率(%)	増減率(%)	売上高(百万円)	営業利益(百万円)	営業利益率(%)	増減率(%)	
■売上高	システムインテグレーション・SIS	3,873	2,311	59.7	18.2	3,710	4,073	110.0	29.3	3,509	3,981	113.4	32.6	3,281	3,841	117.1	35.7	
	システムインテグレーション・SOS	2,988	678	22.7	-14.0	2,877	3,082	107.3	11.1	2,484	2,952	118.9	48.3	2,919	1,847	63.3	-41.7	
	システムインテグレーション・ProS	808	498	61.5	13.1	843	443	52.5	-14.9	838	480	57.3	-31.7	1,024	1,288	124.7	25.7	
	システムインテグレーション・その他	188	159	84.6	22.0	278	88	31.3	-65.7	104	280	269.2	162.5	842	308	36.6	-56.8	
	システムアウトソーシング・SOS	21	97	462.0	35.2	37	81	218.8	112.2	24	42	176.2	75.0	110	18	16.4	-83.6	
	システムアウトソーシング・ProS	61	30	49.2	-50.0	86	53	61.6	15.2	40	74	185.0	185.0	168	182	108.4	59.3	
	システムアウトソーシング・その他	6.9	10.4	150.6	50.0	8.2	9.0	110.0	11.2	8.6	8.8	102.2	11.9	9.4	2.1	2.2		
	システムアウトソーシング・その他	4.3	7.8	181.2	81.2	6.3	7.0	111.1	11.1	6.4	9.1	142.2	42.2	6.7	7.9	116.4	14.7	
	その他	11.1	8.1	72.9	-22.5	12.8	10.8	84.3	-13.3	8.1	13.0	160.6	155.6	10.8	10.0	-8.6	-8.3	
	その他	999	864	86.5	-8.0	1,078	927	85.9	-18.0	804	987	122.8	53.2	2,988	2,848	95.3	-4.7	
■営業利益	システムインテグレーション・SIS	678	1,082	159.7	79.4	678	1,104	162.8	2.0	751	1,100	146.5	20.6	2,016	3,288	163.1	63.5	
	システムインテグレーション・SOS	329	518	157.4	54.5	387	329	84.8	-23.0	279	35	-12.2	-33.3	1,004	930	-7.4	-7.4	
	システムインテグレーション・ProS	182	244	134.0	35.2	204	232	113.7	13.7	230	203	88.3	-11.7	610	679	111.3	11.3	
	システムインテグレーション・その他	603	810	134.3	33.2	684	591	86.4	-13.7	638	611	95.8	-3.9	1,803	1,812	100.5	0.5	
	システムアウトソーシング・SOS	72	75	104.2	3.3	90	87	96.7	-3.3	43	87	200.0	200.0	205	209	4	2.0	
	システムアウトソーシング・ProS	35	84	240.0	140.0	55	79	143.4	60.0	56	81	144.4	144.4	148	224	77	52.7	
	システムアウトソーシング・その他	94	148	157.4	57.4	77	137	177.8	127.8	77	188	244.1	206.4	266.7	443	206	46.3	-46.3
	システムアウトソーシング・その他	18	20	111.1	11.1	37	14	37.8	-62.2	10	11	110.0	110.0	83	45	-18	-21.6	
	システムアウトソーシング・その他	5	24	480.0	360.0	16	18	112.5	12.5	18	19	105.6	11.1	39	83	140.0	110.5	
	システムアウトソーシング・その他	27	24	88.9	-11.1	37	56	151.4	31.4	35	88	251.4	146.0	92	148	47	47.5	
■営業利益率	システムインテグレーション・SIS	17.8	28.1	157.8	10.3	18.3	29.1	158.5	0.2	21.1	27.6	130.8	13.7	28.5	33.8	118.6	10.5	
	システムインテグレーション・SOS	5.7	22.7	398.3	65.0	5.7	23.2	406.7	4.5	3.0	4.0	33.3	3.3	6.3	19.8	312.1	49.0	
	システムインテグレーション・ProS	61.5	61.5	100.0	0.0	52.5	52.5	100.0	0.0	57.3	57.3	100.0	0.0	63.3	63.3	100.0	0.0	
	システムインテグレーション・その他	84.6	84.6	100.0	0.0	31.3	31.3	100.0	0.0	269.2	269.2	100.0	0.0	41.2	41.2	100.0	0.0	
	システムアウトソーシング・SOS	462.0	462.0	100.0	0.0	218.8	218.8	100.0	0.0	176.2	176.2	100.0	0.0	110.0	110.0	100.0	0.0	
	システムアウトソーシング・ProS	49.2	49.2	100.0	0.0	61.6	61.6	100.0	0.0	185.0	185.0	100.0	0.0	168.0	168.0	100.0	0.0	
	システムアウトソーシング・その他	150.6	150.6	100.0	0.0	110.0	110.0	100.0	0.0	102.2	102.2	100.0	0.0	9.4	9.4	100.0	0.0	
	システムアウトソーシング・その他	181.2	181.2	100.0	0.0	111.1	111.1	100.0	0.0	142.2	142.2	100.0	0.0	6.7	6.7	100.0	0.0	
	その他	72.9	72.9	100.0	0.0	10.8	10.8	100.0	0.0	8.1	8.1	100.0	0.0	10.0	10.0	100.0	0.0	
	その他	999	999	100.0	0.0	1,078	1,078	100.0	0.0	804	804	100.0	0.0	2,988	2,988	100.0	0.0	
■営業利益率	システムインテグレーション・SIS	17.8	28.1	157.8	10.3	18.3	29.1	158.5	0.2	21.1	27.6	130.8	13.7	28.5	33.8	118.6	10.5	
	システムインテグレーション・SOS	5.7	22.7	398.3	65.0	5.7	23.2	406.7	4.5	3.0	4.0	33.3	3.3	6.3	19.8	312.1	49.0	
	システムインテグレーション・ProS	61.5	61.5	100.0	0.0	52.5	52.5	100.0	0.0	57.3	57.3	100.0	0.0	63.3	63.3	100.0	0.0	
	システムインテグレーション・その他	84.6	84.6	100.0	0.0	31.3	31.3	100.0	0.0	269.2	269.2	100.0	0.0	41.2	41.2	100.0	0.0	
	システムアウトソーシング・SOS	462.0	462.0	100.0	0.0	218.8	218.8	100.0	0.0	176.2	176.2	100.0	0.0	110.0	110.0	100.0	0.0	
	システムアウトソーシング・ProS	49.2	49.2	100.0	0.0	61.6	61.6	100.0	0.0	185.0	185.0	100.0	0.0	168.0	168.0	100.0	0.0	
	システムアウトソーシング・その他	150.6	150.6	100.0	0.0	110.0	110.0	100.0	0.0	102.2	102.2	100.0	0.0	9.4	9.4	100.0	0.0	
	システムアウトソーシング・その他	181.2	181.2	100.0	0.0	111.1	111.1	100.0	0.0	142.2	142.2	100.0	0.0	6.7	6.7	100.0	0.0	
	その他	72.9	72.9	100.0	0.0	10.8	10.8	100.0	0.0	8.1	8.1	100.0	0.0	10.0	10.0	100.0	0.0	
	その他	999	999	100.0	0.0	1,078	1,078	100.0	0.0	804	804	100.0	0.0	2,988	2,988	100.0	0.0	

(備考) 決算短信、決算補足説明資料に基づき当調査部が作成。なお、本レポートでは計算過程の処理により、本文や図表における数値に差異や誤差が生じることがある。以下同様。

業種別業績 (6 区分)

- 業種別売上高 (6 区分) では、金融業やその他 (製造業など) が減収となったが、流通業、及び通信・運輸業の増収増益寄与が大きく、全体の業績のドライバーとなった。流通業が YOY で、419 百万円の増収・77 百万円の営業増益、通信・運輸業が、1,250 百万円の増収・205 百万円の営業増益となり、2 業種を合計すると全社の増収幅の約 115%、営業増益幅の約 85%を占めた。なお、営業利益率は、その他の製造業を除く 5 業種において上昇した。

ビジネスモデル別業績 (3 区分)

- 売上高の 69%、営業利益の 60%を占めるエンハンスビジネスは、金融業・その他の案件が縮小したが、既存マーケットの高収益の派生開発案件を拡大したため、売上高は 8,299 百万円と YOY で 5.5%の減少に留まった。但し、営業利益は 677 百万円と前年同期の水準 (YOY:+0.3%) を維持した。
- また、売上高の 29%、営業利益の 39%を占める SI ビジネス (Lift & Shift : レガシー環境をクラウド環境に移行し=Lift、クラウド環境に最適化しながらシステム再構築を段階的に進めていくこと=Shift) は、運輸事業会社向けシステム開発案件の規模拡大や、クラウド案件 (マイクロサービス^注化関連案件、注 : ソフトウェア開発の技法の 1 つで、個別に開発された小さなサービスを組み合わせ提供すること) の獲得、クラウドベンダーとの共創により、売上高は倍増、営業利益は 3 倍強と伸長した。

ショートレポート

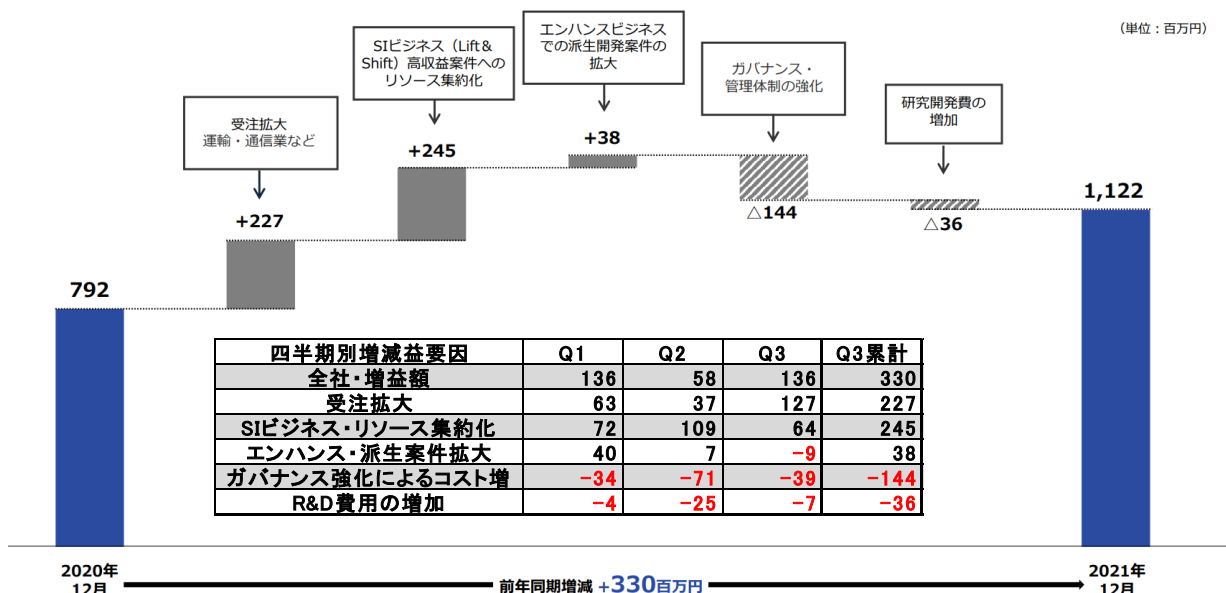
アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損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。

・デジタルビジネスは立ち上げ期にあり、売上高では全体の約2%と規模は小さいが、前Q3累計の48百万円から今Q3には226百万円へとYOYで+363.8%の増収となった。増収に伴い損益も△12百万円から+10百万円へと23百万円改善し、黒字化した。

<Q3 累計・増減益要因>

- ・Q3 累計の営業利益の増減要因は、図表2の通りである。SIビジネスにおける高収益案件へのリソースの集約化（業務量の増加による稼働率の上昇、人員のアロケーションの見直しや効率化）の効果に加え、運輸・通信業の受注の拡大やエンハンスビジネスにおける派生案件の拡大が、ガバナンス体制の強化や研究開発費の増加に伴うコスト増を吸収し、営業利益はYOYで330百万円の増益(+41.7%)となった。
- ・営業外損益は、前年同期に投資事業組合の運用益や投資有価証券売却益を+130百万円計上したが、今期には大きなものはなく+11百万円となった。この結果、経常利益・当期利益の増益率(YOY)はいずれも営業増益率を下回ったが、+20%台の高い増益率となった。

【図表2】第3四半期累計の営業利益の増減要因（単位：百万円）



四半期別増減益要因	Q1	Q2	Q3	Q3累計
全社・増益額	136	58	136	330
受注拡大	63	37	127	227
SIビジネス・リソース集約化	72	109	64	245
エンハンス・派生案件拡大	40	7	-9	38
ガバナンス強化によるコスト増	-34	-71	-39	-144
R&D費用の増加	-4	-25	-7	-36

(備考) 決算補足説明資料、一部を加筆修正。

<従業員数と生産性>

- ・現在のビジネスモデルでは、売上高の成長は従業員数に基本的にリンクする。国内外の合計従業員は、2018/12（月末、YOY、以下同様）：739人⇒2019/12：745人（+6名、+0.8%）⇒2020/12：786人（+41名、+5.5%）⇒2021/12：815人（+29名、+3.9%）と増加傾向にある。国内従業員一人当たりの売上高は横ばい傾向であったが、国内一人当たりの営業利益は大きく改善した（同Q3累計営業利益/人で、同順に938⇒949⇒1,136⇒1,565千円/人）。
- ・新型コロナ禍にあっても、システム需要（テレワーク・EC・AIなどの非対面関連、DX関連ビジネス）は旺盛である。一方、システム開発人材は不足気味だが、人員の最適配分や高収益案件へのシフトなどにより生産性の向上と効率化を進めている。

<受注高と受注残高の推移>

- ・ Q3 累計の受注高は、前年同期の 10,490 百万円から 11,707 百万円へと+1,217 百万円 (YOY:+11.6%) と堅調に増加し、また、Q3 末の受注残高は 3,928 百万円から 3,969 百万円へと+41 百万円 (同+1.0%) の微増となった。
- ・ 受注高・受注残高ともに、業種別では金融、その他の業種が減少する一方、流通、運輸・通信業の増加が補った。同様にビジネスモデル別では、エンハンスビジネスの減少を SI ビジネスとデジタルビジネスの増加が補った。

<バランスシート>

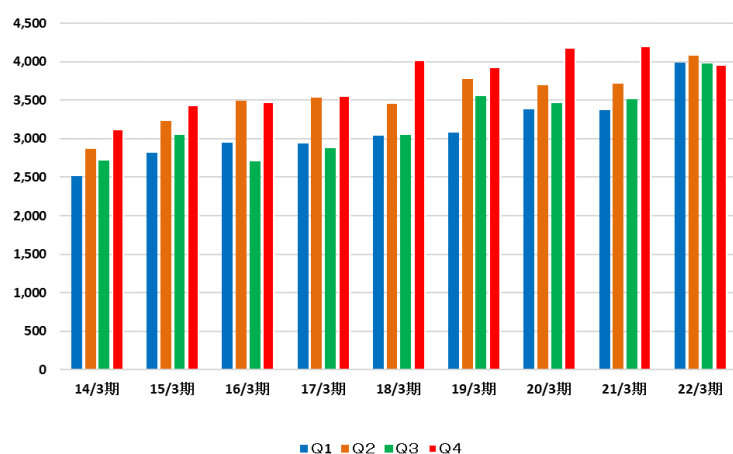
- ・ Q3 末 (2021 年 12 月末) のバランスシートに大きく変化はない。現金及び預金は徐々に積み上がり 49 億円と手元の流動性は潤沢であり (実質無借金)、また、流動比率は 372.5%、自己資本比率はさらに上昇し 72.2%と財務体質は良好である。

<第 3 四半期・連結(3ヶ月)>

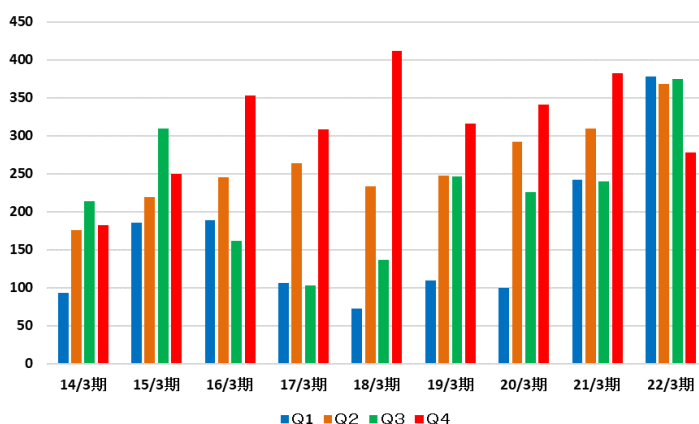
- ・ 第 3 四半期 (2021 年 10~12 月、以下 Q3) の業績は、売上高 3,981 百万円 (YOY : +13.8%)、営業利益 375 百万円 (同+56.9%)、経常利益 380 百万円 (同+19.5%)、当期利益 253 百万円 (同+29.1%) と、Q1、Q2 に続き YOY で増収増益となった (P2-図表 1、図表 3・4、P4-図表 5)。四半期 (3ヶ月間) では粗利率が前 Q3 の 18.6%から今 Q3 には 21.7%まで 3.1 ポイント改善し、販管費率は上昇したものの営業利益率は、同様に 6.8%から 9.4%に 2.6 ポイント改善している。

- ・ なお、通常は売上高・利益に季節変動性が見られるが (Q4>Q2>Q3>Q1、Q1: 4~6 月、Q2: 7~9 月、Q4:1~3 月)、今期は Q1 に前期から持ち越した案件の計上があり、各四半期の売上高は、Q1 : 3,987 百万円 (YOY+18.2%) ⇒Q2 : 4,073 百万円 (同+9.8%) ⇒Q3 : 3,981 百万円、(同+13.8%) と、40 億円前後で横這いながらも、高水準を維持している (図表 3)。同様に Q1 から Q3 までの粗利率は 21%前後、販管費率も 12%前後、営業利益率は 9%前後で推移しており (P5-図表 5)、結果的に同利益額もほぼ一定水準で推移している。
- ・ 今 Q2 に対し Q3 は、2.3%の減収、1.9%の営業減益とほぼフラットとなった。なお、YOY での営業増益幅は、Q1 : +136 百万円、Q2 : +58 百万円、Q3:+136 百万円と変動があるが、各四半期の営業利益は (同順に)、378 百万円⇒368 百万円⇒375 百万円と 370 百万円前後で安定している (図表 4)。

【 図表 3 】 四半期別売上高推移 (単位: 百万円)

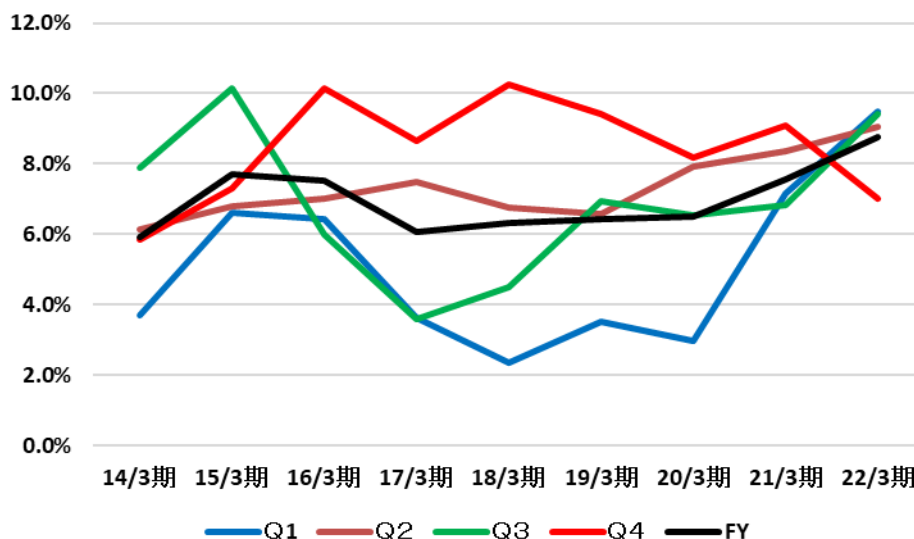


【 図表 4 】 四半期別営業利益の推移(単位:百万円)



(備考) 図表 3~5: 決算短信、決算補足説明資料に基づき当調査部が作成。2022/3 期 Q1・Q2・Q3 は実績、Q4・通期(FY)は会社予想。

【図表5】四半期別、営業利益率の推移 (単位：%)



◆ 上方修正後の通期業績計画に変更はなく、過去最高売上高と利益を更新する見込み。

＜通期会社計画＞

- ・会社側は、期初に発表した通期の売上高 16,000 百万円 (YOY:+8.2%) を据え置いたが、2021 年 11 月に利益と配当を上方修正し、営業利益を 1,440 百万円 (同+19.2%)、当期利益を 950 百万円 (同+12.6%)、一株当たり年間配当を 23 円とした。その後は、見直しを変えていない。
- ・今期 10 期連続の増収、5 期連続の営業・経常増益を見込んでおり、過去最高売上高と利益の連続更新を会社は計画している。

＜進捗状況と Q4 の見直し＞

- ・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 75.3% (前年同期実績比:71.6%)、営業利益では 80.2% (同 67.6%)、当期利益では 79.5% (同 70.6%) と好調である。通期計画の増収率 YOY : +8.2% に対し Q3 累計実績では同+13.7%、同様に当期利益ベースでの増益率は計画+12.6% に対し+26.6% と、いずれも計画を上回っている。
- ・なお、会社公表の通期予想から Q3 累計の実績を差し引き逆算すると、Q4 (2022 年 1~3 月) は、売上高 3,959 百万円 (YOY : Δ5.7%)、営業利益 278 百万円 (同Δ27.2%)、当期利益 195 百万円 (同Δ 21.1%) と減収減益を見込んでいる。前 Q4 の営業利益率 9.1%、今 Q1 の 9.5%、Q2 の 9.0%、Q3 の 9.4% の実績に対し、今 Q4 は 7.0% に悪化すると想定しており、やや保守的な前提と考えられる。

＜アルファ・ウイン調査部の予想＞

- ・好調な顧客企業では戦略的な IT 投資を積極化する動きが見られ、同社の売上高は強含みで推移している。加えて高収益案件のシフト、リソースの適正化、業務の効率化などによる収益力の改善は想定以上である。Q4 の保守的な前提を考慮し、会社の通期計画に対して、アルファ・ウイン調査部では、売上高で 1~2 億円、営業利益では、25~100 百万円程度の上方修正余地があると判断している (P7-図表 A などにおける当調査部予想は下限値)。
- ・なお、来期以降の中期業績予想については、修正を行っていない。IT、DX 関連投資市場の成長ポテンシャルは大きく、SI ビジネスやデジタルビジネスの伸長、主要アカウント向けにエンハンスビジネスの拡大、新規案件や新規顧客の開拓、各種施策による生産性の向上により、中長期にわたって (平常時では) 年率 8% 前後の安定した増収増益を継続することが可能であると当調査部では考えている。

◆最近の同社の動向（新型コロナウイルスへの対応、組織改編、業界動向について）

<新型コロナウイルス感染症への対応>

- ・同社は、アフターコロナ、ニューノーマル（新常態）に向け、デジタル技術やリモートワークを活用し（分散・非接触+対面営業の併用）、社員一人ひとりがそれぞれの業務特性や能力特性に応じた在宅と出社を併用した働き方を推奨している。
- ・なお、新型コロナにより一時的に営業活動が停滞した時期もあったが、現在は WEB も併用し顧客対応や商談に大きな支障はない。受注高や売上高・利益水準を見る限り、その影響は限定的である。

<組織改編>

- ・中長期経営ビジョン「VISION 2026」の実現に向けて、DX 事業の推進に注力し、2022 年 4 月からパートナー推進室や IR 会議の新設、一部の組織再編を行う予定である。また、サステナビリティやガバナンスの強化を進める。

<業界動向>

- ・特定サービス産業動態統計（2021 年 11 月確報）によると、受注ソフトウェアのシステムインテグレーションの売上高は、YOY でマイナスが続いていたが、2021 年 4 月以降は前年を上回る月が多く、一般的に回復基調が見受けられる（2021 年 4~11 月・YOY での月次伸び率の単純合計平均：+3.1%）。
- ・各社の Q3 累計売上高の増減収率（YOY）には、12 月分の売上高の増減率が含まれているため、特定サービス産業動態統計のデータと単純な比較はできないが、同社が+13.7%、同業のハイマックス（東証一部、4299、以下 HM）が+6.9%、東邦システムサイエンス（東証一部、4333、以下 TS）が+21.1%と、いずれも産業平均の伸び率を上回り好調に推移している。同様に（Q3 累計の）営業利益の増減収率（YOY）はそれぞれ+41.7%、+29.0%、+44.8%と、いずれも増収率を大きく上回っている。増収による効果に加え、粗利率の改善または販管費率の低下により、営業利益率が上昇していることが高い増益率の共通要因である。なお今通期については、3 社とも期中に利益の上方修正と増配を発表している。

◆ 株価水準と株価特性～内需中心の安定成長株

<パフォーマンス>

- ・同社はデフェンシブな安定成長株として評価され、好業績を背景に過去約 12 年 9 ヶ月間で株価は約 5 倍に上昇し、TOPIX を約 260%もアウトパフォームしている。但し、直近の 12 ヶ月間では、小型成長株がアンダーパフォームする傾向が見られ、また一時期、同社の株価が上昇した反動もあり、TOPIX や同業 2 社（HM と TS）をアンダーパフォームしている。

<バリュエーション>

- ・相対的に業績のボラティリティが低く、かつ流動性が高いことから、同業 2 社に対し主要なバリュエーションには若干のプレミアムがついていると思われる（P7-図表 6）。一方、東証一部平均との比較では、PBR を除きやや割安な水準にある（東証一部の平均値：同社＝今期予想 PER では 14.4 倍：13.4 倍、同単純平均配当利回りでは 2.1%：2.4%、実績 PBR では 1.2 倍：1.8 倍）。
- ・今後の同社の株価を見る上では、今期利益の上方修正幅、来期の期初業績見通し、四半期単位での受注・業績がポイントになろう。中期的には、顧客の開拓状況、DX などの新技術・新分野への展開と業績への寄与、全体の増収率、営業利益率と増益率の変化、株主還元（増配、自社株買いや株式分割）、最終ユーザー（同社の顧客対象）である日本企業の業績・IT 投資動向に、引き続き注目していきたい。
- ・今後も年率 2 桁近い安定した利益（EPS）成長性を継続できれば、中長期的には EPS の上昇に加えて PER の水準訂正により、リターンが得られると当調査部では考えている。

【 図表 6 】 同業他社とのバリュエーション比較 (備考) 各社の決算短信に基づき当調査部が作成

社名	キューブシステム (CS:連結)	ハイマックス (HM:連結)	東邦システムサイエンス (TS:非連結)
コード	2335	4299	4333
株価(2月4日終値)	941	1,176	914
時価総額(百万円)	13,645	14,598	12,674
PER(株価予想収益率)	13.4	11.9	12.1
PBR(株価純資産倍率)	1.8	1.6	1.4
配当利回り(%)	2.4	3.4	3.3
EV/EBITDA(倍)	6.1	4.5	3.3
PSR(株価売上高倍率)	0.85	0.88	0.91
売上高(今Q3期実績,以下同様)(百万円)	12,041	12,199	10,525
増収率(%)	13.8	6.9	21.1
営業利益(百万円)	1,122	1,314	1,058
増益率(%)	35.1	29.0	44.8
営業利益率(%)	9.3%	10.8%	10.1%
売上高(今通期会社予想,以下同様)(百万円)	16,000	16,500	14,000
増収率(%)	8.2	6.9	14.9
営業利益(百万円)	1,400	1,700	1,340
増益率(%)	19.2	9.7	24.5
営業利益率(%)	8.8%	10.3%	9.6%
予想配当性向(%)	32.8	40.3	39.6

時価総額=発行済株式総数*時価(2022年2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2022/3期Q3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)

有利子負債、現預金は2022/3期Q3実績値。営業利益は2022/3期会社予想。減価償却費、無形固定資産等償却は、2021/3期実績値。

PSR=時価総額/売上高(2022/3期会社予想)

【 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)
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	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	1,400	19.2	1,420	9.6	950	12.6	70.16	-	23.0
2022/3 E	16,100	8.9	1,425	21.4	1,450	12.0	965	14.3	71.48	531.20	23.0
2023/3 E	16,800	4.3	1,500	5.3	1,520	4.8	1,000	3.6	74.08	587.87	25.0
2024/3 E	17,700	5.4	1,600	6.7	1,620	6.6	1,080	8.0	80.00	648.83	27.0
2020/6 Q1	3,373	-0.2	242	141.3	248	130.8	165	229.3	12.17	418.69	0.0
2021/6 Q1	3,987	18.2	378	56.5	390	57.1	262	59.0	19.35	487.51	0.0
2020/9 Q2	3,710	0.5	310	6.5	355	22.4	235	23.2	17.30	476.52	8.0
2021/9 Q2	4,073	9.8	368	18.7	362	2.0	238	1.1	43.20	509.03	8.0
2020/12 Q3	3,508	1.3	239	6.2	319	38.1	196	29.6	15.34	449.26	0.0
2021/12 Q3	3,981	13.8	375	56.9	380	19.5	253	29.1	21.76	-	0.0
2021/3 Q4	4,197	0.6	382	12.0	373	7.2	247	86.9	18.22	-	12.0
2022/3 Q4 CE	3,959	-5.7	278	-27.2	287	-23.0	195	-21.1	14.39	-	15.0
2020/12 Q3累計	10,592	0.5	792	28.2	922	46.8	596	51.8	43.89	-	8.0
2021/12 Q3累計	12,041	13.7	1,122	41.7	1,133	22.9	755	26.6	55.77	-	8.0

(備考) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想、Q1:4-6月、Q2:7-9月、Q3:10-12月、Q4:1-3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	2022/2/4	項目	PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り	配当性向
株価(円)	941	前期実績	15.2	2.0	2.1%	32.2%
発行済株式数(千株)	14,500	今期予想	13.2	1.8	2.4%	32.2%
時価総額(百万円)	13,645	来期予想	12.7	1.6	2.7%	33.7%
潜在株式数(千株)	0	今期Q3末自己資本比率	72.2%	前期ROE	14.0%	

(注) 予想はアルファ・ウイン調査部予想

【 株価チャート (週末値) 2335 キューブシステム 】 図表C



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】](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。

SV2022-0207-2100-2