

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 東証プライム)

発行日：2022/6/13

● 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、東証プライム市場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大手4グループが主要取引先で、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50年を有する。

業績動向

- ・同社は過去21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+6.1%、経常利益成長率(同)は+7.3%と、長期にわたり順調に業容を拡大し、常に黒字を維持してきた。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。
- ・同社は前期(2022/3期)業績の期初予想を、上期の決算発表時に上方修正したが、ほぼ想定通りに着地した。売上高は161億円で前期比+8.9%の増収となった。一方、営業利益は14.2億円で+20.7%の大幅な増益となった。売上高は過去最高値を10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。3期連続の増配となり、一株当たり年間配当金を23円(前期比+3円の増配)とした。
- ・今期(2023/3期)は売上高173億円(前期比+7.5%の増収)、営業利益15.3億円(同+7.9%の増益)、当期利益10億円(同+5.9%の増益)と、過去最高売上高と最高利益の連続更新、及び3円増配の年間26円/株を会社は計画している。
- ・マクロ環境は不透明であるが、戦略的なIT投資案件(デジタルビジネス、SIビジネス)を獲得し、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、生産性の向上などにより増益を見込む。
- ・DX関連投資等のIT投資は旺盛であり好調な受注が見込まれること、利益率の前提も前期並みとやや慎重と思われることから、アルファ・ウイン調査部では、今期の会社計画の売上高・利益予想は、ほぼ達成可能と判断している。

経営戦略

- ・同社はV2026第1次中期経営計画における、2023/3期(今期)、2024/3期の連結目標数値を上方修正した。最終年度となる2024/3期の売上高185億円⇒190億円、営業利益14.8億円⇒17.1億円、営業利益率8.0%⇒9.0%と増額した(ROEを13%以上とする目標は変えず)。
- ・同社は、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にシフトし成果を挙げてきている。中計目標数値の上方修正は、実績と戦略に自信を深めているためと考えられる。
- ・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、これまでそのための布石を打ってきている。
- ・現中計では、サステナビリティ経営を掲げ、ダイバーシティの促進、働き方改革、人材育成などの非財務目標も設定し、ITを活用して推進する方針である。

1/40

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ないこと、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。

・今後は、人材の確保と育成、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、M&A や提携戦略、海外拠点の拡充と活用、新技術への対応が鍵となろう。

中期業績予想

- ・グローバルなインフレとこれを抑制する金融引き締め、ウクライナ情勢、新型コロナの影響など経済環境は不透明ではあるが、同社は内需中心のビジネスのため相対的に影響は少ない。また、顧客である国内企業には IT 投資に対し二極化が見られる。同社は、戦略的にシステム投資を増強する顧客からの受注を拡大する方針であり、ビジネスチャンスと考えられる。一方、リスクとしては、人材の確保と不採算案件の発生などが想定される。
- ・中長期的には、ユーザー企業等の DX、IT 投資は継続的に拡大することが見込まれる。エンハンスビジネスをベースとして、新規のデジタルビジネス、SI ビジネスへの展開、新規分野・顧客の開拓、生産性の向上により、同社は年率 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 3.4%となる。また、今期は予想配当性向を 35%まで引き上げ、4 期連続の増配となる見込みである。また、純資産配当率(直近 2022/3 期の実績値)は 4.6%と、同業類似会社との比較では平均的ではあるが、市場平均の 2.0~2.5%と比較すると高い水準にある。好業績と豊富なキャッシュを背景に、今後も増配や自社株買い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 13 年間で同社の株価は約 4.8 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は、東証プライム全銘柄平均をやや下回る一方、同業他社と比較すると同水準であり、現在の株価はほぼフェアバリューであると思われる。
- ・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考えられる。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 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
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	16,099	8.9	1,417	20.7	1,432	10.6	944	11.9	69.82	531.14	23.0
2023/3 中計当初CE	17,200	-	1,340	-	-	-	-	-	-	-	-
2023/3 中計修正CE	17,300	7.5	1,530	7.9	1,545	7.8	1,000	5.9	73.91	非公表	26.0
2023/3 E	17,200	6.8	1,520	7.3	1,535	7.2	1,000	5.9	74.08	579.20	26.0
2024/3 中計当初CE	18,500	7.6	1,480	10.4	-	-	-	-	-	-	-
2024/3 中計修正CE	19,000	9.8	1,710	11.8	-	-	-	-	-	-	-
2024/3 E	18,700	8.7	1,700	11.8	1,715	11.7	1,100	10.0	81.48	634.69	28.0
2025/3 E	19,600	4.8	1,800	5.9	1,820	6.1	1,180	7.3	87.41	694.10	30.0

(備考) CE:会社予想、中計当初は 2021 年 6 月 11 日公表時、中計修正は 2022 年 5 月 11 日公表時の予想。E:アルファ・ウイン調査部

(注意) 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。また、本レポートでは△を、マイナスの意味で表記することもある。

【 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	2022/6/10	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	925	前期実績	13.2	1.7	2.5%	32.2%
発行済株式数 (千株)	14,500	今期予想	12.5	1.6	2.8%	35.1%
時価総額 (百万円)	13,413	来期予想	11.4	1.5	3.0%	34.4%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率	71.2%		前期ROE	13.8%

(備考) 予想はアルファ・ウイン調査部予想。

【 株価チャート (週末値) 2335 キューブシステム 】 図表C



ディスクレマー

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

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。(更新された) 最新のレポートは、弊社のホームページ (<http://www.awincap.com/>) にてご覧ください。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

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

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.com】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務は負いません。PFV2022-0620-1000

目次

1. 会社概要	P5
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
キューブシステムから投資家へのメッセージ.....	P7
2. 事業内容とビジネスモデル	P8
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高・利益構成.....	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
3. 株主構成	P16
株主所有者別構成の推移.....	P16
上位株主構成.....	P16
4. ESG とサステナビリティ	P18
環境対応 (Environment)、社会的責任 (Society)、企業統治 (Governance)、 サステナビリティ (Sustainability).....	P18
5. 成長の軌跡	P19
沿革.....	P19
過去の業績推移.....	P19
6. 業界環境	P22
日本のシステムインテグレーション市場の動向.....	P22
キューブシステムのポジションと同業他社比較.....	P24
7. 前期業績と会社による今期業績予想	P26
2022年3月期(前期) 通期決算.....	P26
キューブシステムによる2023年3月期(今期) 業績予想.....	P30
8. 成長戦略	P32
《VISION 2026》第一次中期経営計画.....	P32
アルファ・ウイン調査部の2023年3月期(今期) 業績予想.....	P35
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P36
9. アナリストの視点	P37
SWOT分析.....	P37
株主還元、及び株主優待制度.....	P38
株価特性と水準、バリュエーション比較.....	P39

1. 会社概要

◆ 独立系の中堅システムインテグレーター

- ◆ 業歴約 50 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。

- ◆ 同社と子会社 3 社でグループを形成。北海道キューブシステムを完全子会社化。

(注2) ニアショア開発：地方の企業や事業所に開発業務をアウトソーシング(外部委託)すること。

(注3) 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。

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^{注1}(または SI)である。東証プライム市場に上場し、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かけ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、4 グループ合計で全売上高の約 8 割を占める。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。

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 50 年にも及び、代表取締役会長の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ニアショア開発^{注2}を目的に設立。2022 年に出資比率を 90.9%から 100%に引き上げ完全子会社化。グループ経営の効率化が目的)

②「CUBE SYSTEM VIETNAM CO., LTD.」

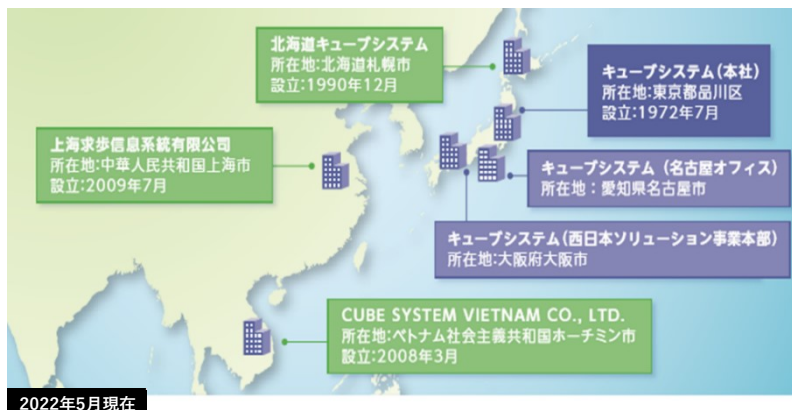
(ベトナム社会主義共和国ホーチミン市、同社が 100%出資)

③「上海求歩信息系统有限公司」

(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^{注3}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

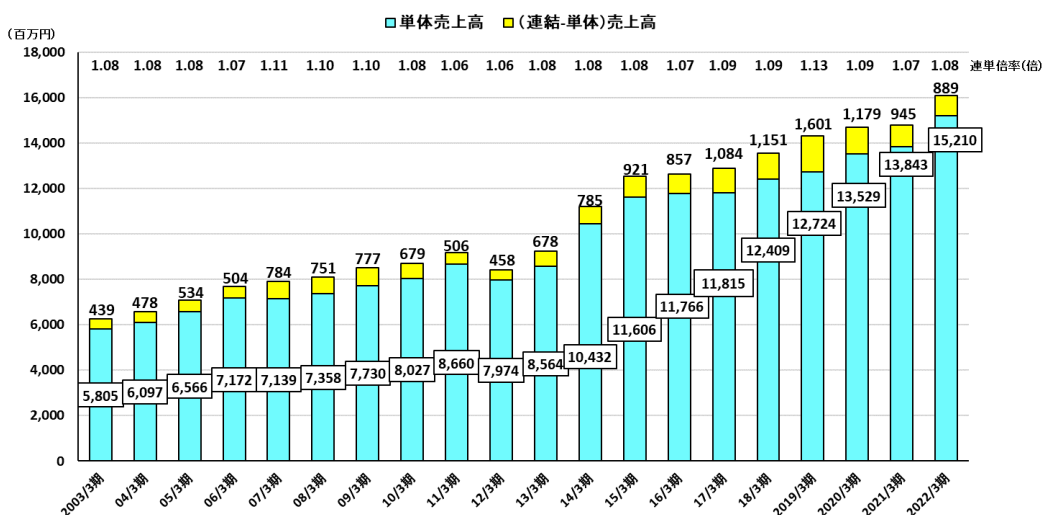


- ◆ 連結業績は増収増益基調。連結対象の子会社群は黒字が定着。連単倍率は、売上高・利益とも1倍強。

過去20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。

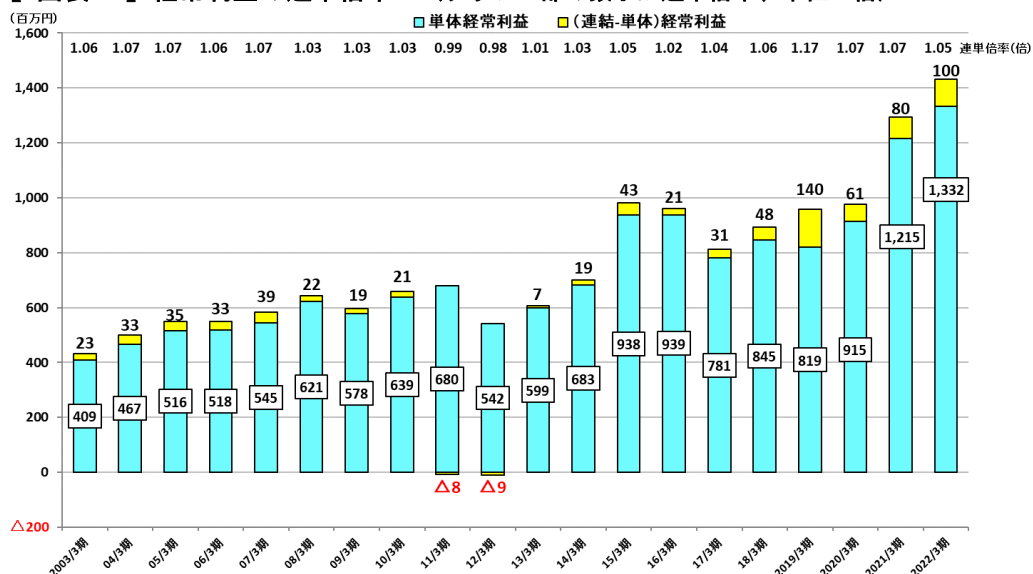
また「(連結-単体)の経常利益」により計算される子会社3社の合計損益は、2011/3期と2012/3期の2期間を除き黒字である(図表3)。なお、2017/3期から2019/3期までの3期間は、子会社群合計の業績(=連結-単体)も増収増益となったが、2020/3期は、子会社における大型システム開発案件の終息に伴い減収減益となった。しかし、2021/3期、2022/3期ともに、ベトナム現法の業績が好調で、僅減収ながらも増益と概ね堅調に推移している。

【図表2】売上高の連単倍率 (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

【図表3】経常利益の連単倍率 (グラフ上部の数字が連単倍率、単位:倍)



(出所) 定時株主総会招集通知

- ◆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）。BS上の現預金50.6億円（前々期末44.7億円）に加え、投資有価証券（換金性の高い債券と株式）の12.8億円を合わせると流動性の高い資産は合計63億円超（総資産100億円の6割、売上高161億円の4割弱）、これに対し借入金は2.4億円である。自己資本比率は71%（前々期末69%）、流動比率355%（同308%）など財務比率も高く安定している（いずれも2022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	2022/3期
営業CF①	283	622	101	451	317	503	534	936	388	773	747	1,043	1,015
投資活動によるCF②	-1	309	54	-321	-172	-307	25	94	28	46	25	58	-134
財務活動によるCF	-144	-173	-125	-151	-188	-439	-241	-610	-392	-531	-339	-215	-324
FCF(①+②)	282	931	155	130	145	196	559	1,030	416	819	772	1,101	881
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	5,016

(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”。

- ◆経営基本方針は、「顧客第一主義」「重点主義」「総員営業主義」。

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。

- ◆全社員で経営目標・実績を共有。

- ・「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。

(注4) 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。

- ・「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注4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。

◆キューブシステムから投資家へのメッセージ

本年7月に創立50周年を迎えることとなります。当社が、50年間事業を続けられたこと、そして、着実に成長ができたのは、社員の努力と奮闘もさることながら、社員のご家族、パートナー様、そして、今まで支えていただき、期待をかけていただいたお客様、そしてなにより株主さまのお力添えによるものと考えます。今後もすべてのステークホルダーからの期待に応えられるよう社員一同邁進してまいります。

2. 事業内容とビジネスモデル

- ◆ 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5) 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。

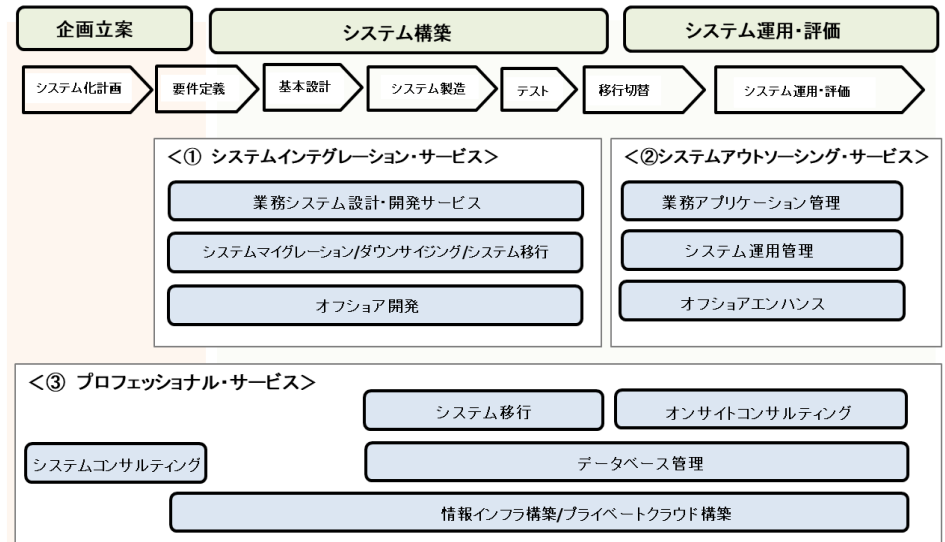
◆ 3つのシステムサービスライン

同社グループは、システムソリューション^{注5}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

<システムソリューション・サービス>



(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6) 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7) 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^{注6}、基本設計^{注7}、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8) 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9) 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10) 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8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9も積極的に行ってきた。

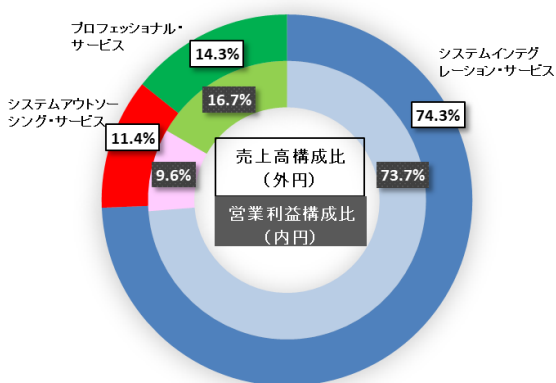
② システムアウトソーシング・サービス(SOS)

・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、同分野には強みがある(オラクルクラウド関連ビジネス注10)。

【図表6】2022/3期の品目別売上高(外円)及び営業利益(内円)の構成比



(出所) 決算短信より当調査部が作成

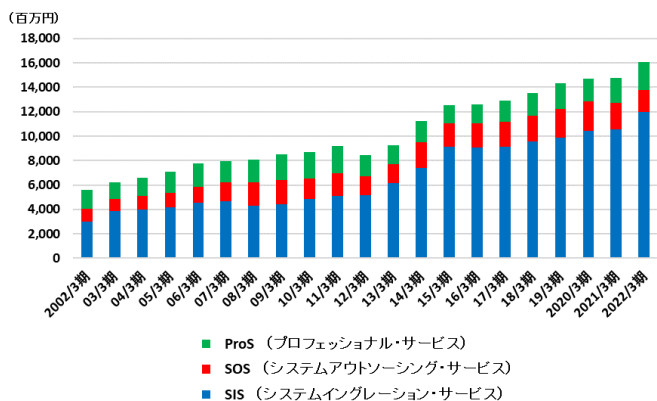
各3区分(品目)の売上高、営業利益の構成比とその推移は、図表6、P10-図表7、8の通りである。売上高構成比では、SISが全体の7割強を占め、残る3割のうちSOSとProSがほぼ半々となっている(図表6の外円)。過去20年間では全体で売上高が2.9倍に増加した。この間、SISが4.0倍、SOSが1.8倍、ProSが1.5倍に売上高を伸ばし、SISが中心となって業績を押し上げてきた(P10-図表7)。

営業利益の構成比は図表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、従来は品目別の粗利率が開示されていたが、2022/3期より品目別の営業利益率に区分が変更された(現状では、2期間のみ開示)。

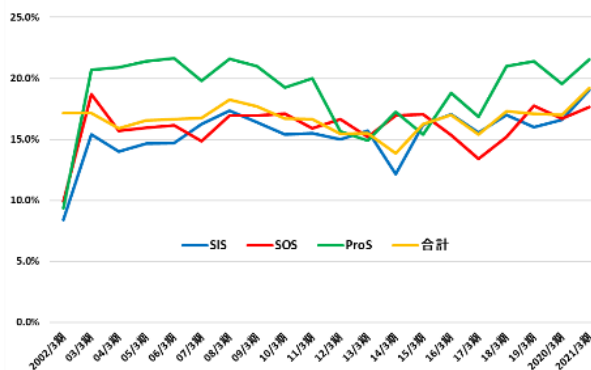
なお、直近20年間のいずれの品目も粗利率は、概ね15%から21%の

ボックスレンジで推移していたが、近年は全品目とも改善傾向にあった。品目別の営業利益率も、全品目で改善している(詳細は P27-図表 32 を参照)。

【 図表 7 】 品目別売上高



【 図表 8 】 品目別の売上高粗利益率の推移



(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。

◆ 従業員数は順調に増加。国内従業員一人当たりの売上高は横ばいだが、同営業利益は改善傾向。

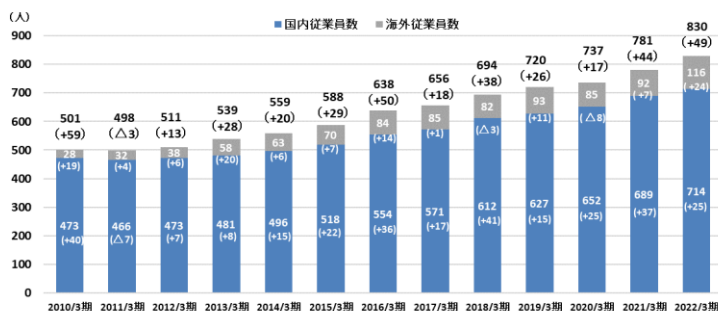
昨今の人手不足から、プロジェクトマネージャーを業容の拡大に対して十分には確保できておらず、更なる成長ポテンシャルのボトルネックとなっている。今後は新規・中途の採用増に加え、労働環境や育成制度をさらに改善し、従業員の定着率を上げていくことも課題となる(離職率は例年 8%前後で業界平均をやや下回る模様)。

(注 11) 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。

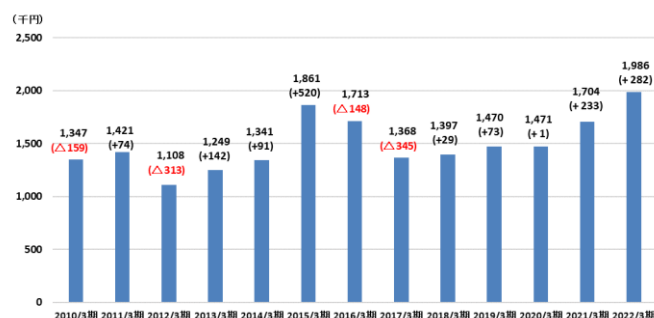
グループ全体の従業員数の推移は P11-図表 9 の通りである。業容拡大に合わせ、システムエンジニア (DX 注 11 など新分野の要員) を中心に、毎年数十人を増員している。中長期的には、グループトータルで千人前後まで陣容を拡大することも視野に入れている。なお、国内従業員一人当たりの売上高は、年間 22~23 百万円で横ばいだが、同営業利益は 2017/3 期を直近のボトムに増加傾向にある (P11-図表 10)。

また、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。

【 図表 9 】 グループ従業員数の推移



【 図表 10 】 国内従業員一人当たりの営業利益の推移



(出所) 決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

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長上、利益率が改善しにくいという特徴がある。

そこで同社は、高収益案件へのシフト、リソースの最適化、人手に過度に依存せずアジャイル開発^{注12}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、海外子会社の活用の拡大、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、今後も利益率を向上させていく方針である。

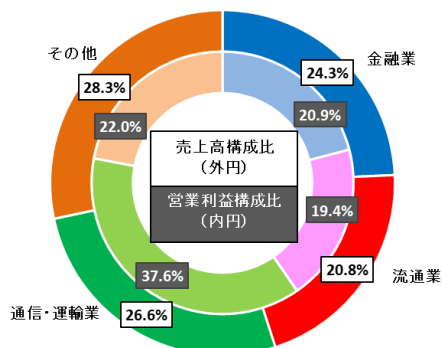
(注12) アジャイル開発: プロジェクト開発手法の一つ。従来のウォーターフォール開発に対して、小単位でシステムを区切り実装(プログラミング)とテストを繰り返すことによって、開発期間を短縮するもの。アジャイル【Agile】は、「機敏な、回転が速い」を意味する。

- ◆ 4業種別売上高構成は、均衡化。
- ◆ 新分野や顧客開拓により、業種の分散化が進む。

◆ バランスのとれた業種別売上高・利益構成

業種別の売上構成は、図表11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、4業種間で均衡化している(P12-図表12)。

【 図表 11 】 業種別売上高構成 2022/3 期



(出所) 決算補足説明資料から当調査部が作成

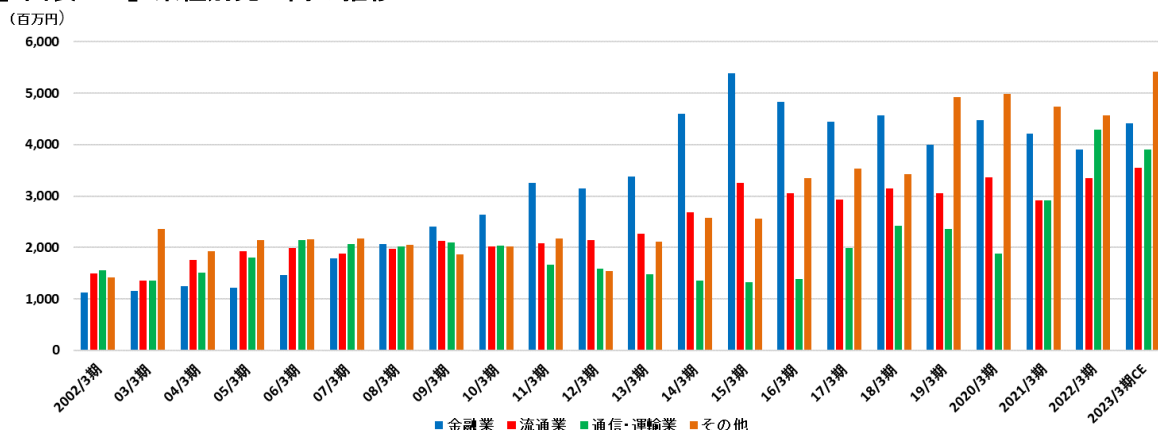
同業界内でも業態が類似するハイマックス(東証プライム、4299)は、金融業向け売上高が全体の約7割、東邦システムサイエンス(東証プライム、4333)は約8割と金融に特化している。これに対し同社は、非金融の拡大により金融向けが24%と業種分散が図られている。

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、運輸業の運送事業者向けビジネスが拡大してきた。

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。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。

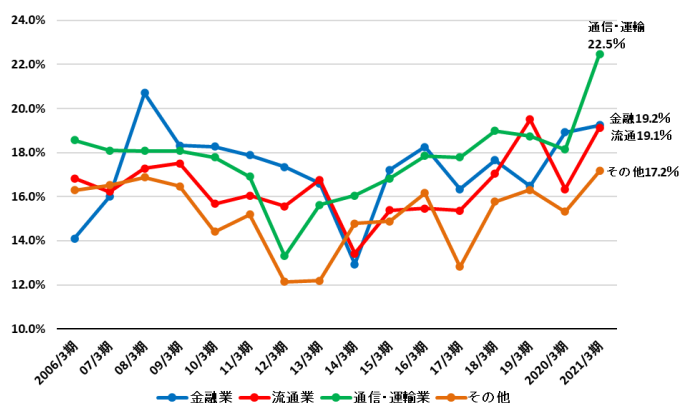
なお、業種別の粗利益率は年度によって多少の変動があるが、業種固有の違いというよりも、プロジェクト単位での採算性の差異が、利益率に反映された結果であると当調査部では捉えている(2021/3期まで開示)。全業種で粗利益率の改善傾向が見られたが(図表13)、開示されている直近2期間の営業利益率でも、改善傾向が見られる(図表14)。

【図表12】業種別売上高の推移



(出所) 図表12-14は、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。CEは会社計画。

【図表13】業種別売上高粗利益率の推移



【図表14】業種別営業利益率の推移

営業利益率	2021/3期	2022/3期	差異
金融業	7.9%	7.6%	-0.3%
流通業	7.6%	8.2%	0.6%
通信・運輸業	11.3%	12.4%	1.1%
その他	6.1%	6.8%	0.7%
製造業	6.6%	4.2%	-2.5%
官公庁	8.0%	7.6%	-0.4%
その他	5.1%	7.9%	2.8%
合計	7.9%	8.8%	0.9%

◆ 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との契約の継続性が高く、取引年数も長い(P13-図表15)。

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）は約 1 割であり、大手 SI を経由しての間接受注が多い。

【 図表 15 】 顧客との継続取引年数別の社数（ 2021/3 期）

継続取引年数	エンドユーザー数
15年以上	12社
10年以上、15年未満	8社
5年以上、10年未満	18社
上記の合計	30社
取引先総数（概算）	50社

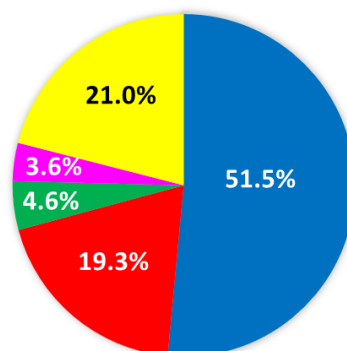
(出所) 統合報告書 2021 や取材に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成

- 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、全体の約 8 割を占める。

顧客グループ別の 2022/3 期の売上構成を見ると（図表 16）、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 グループで全体の約 8 割を占める。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%増収の 11,463 百万円（+147 百万円）、2022/3 期では 10.9%増収の 12,718 百万円（+1,254 百万円）と堅調に推移している。

【 図表 16 】 顧客グループ別の売上構成比 2022/3 期

■ NRI ■ 富士通 ■ イオン ■ みずほ ■ その他



(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

なお、4 グループ向け以外の売上高の伸長率が高く、2011/3 期をピークに 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 期以降は、4 グループ向け比率が再び高まってきている（P14-図表 17）。

- 野村総研グループとの取引拡大が、長期間にわたり増収をもたらす。

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、2022/3 期には 83 億円までと 74 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 161 億円へと 105 億円増加したが、増収寄与の過半（70%）は野村総研グループによる。この結果、前期

(注13) 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。

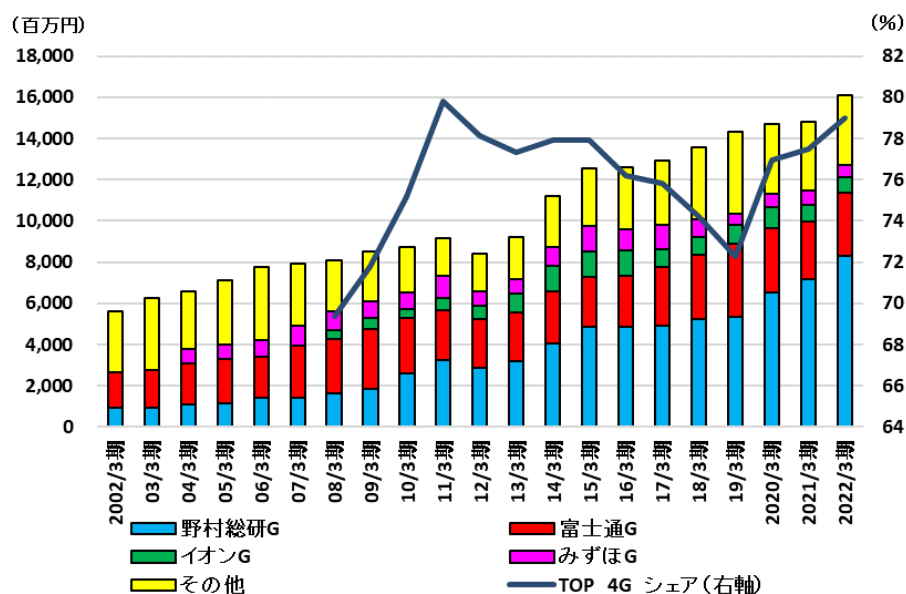
の全売上高に占める同グループへの依存度は、51.5%と過半を占めた。

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、14 億円弱で 13%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 パートナー注 13 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。

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 17】顧客グループ (G) 別の売上高と 4 グループのシェアの推移 (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)



(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

◆ 新技術や DX 関連の案件獲得に注力。

◆ 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ている。また、大手企業からパートナーとして、多数の受賞や認定がある (直近 1 年間の動向は P15-図表 18 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 関連の IT 投資が急拡大するものと思われ、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。

◆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 14) 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 15) 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 16) AI：人工知能。

(注 17) 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。

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14への技術投資、ブロックチェーン注15推進協会の社会実験への参加や、AI技術注16・IoT技術注17・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、前々期には、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 18】最近の提携・注目事項

公表時期	公表事項	具体的内容
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 事業においてキューブシステム(以下、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。
2021年5月	「giftee for Business」との機能連携により 社内仮想通貨(Cubecoin)のセルフギフト機能の実証実験を開始	同社で利用する社内仮想通貨(Cubecoin)を、e ギフトプラットフォーム事業(SNS やメールなどを通してオンラインで送ることができる、e ギフトの生成から流通までを一貫して提供する事業)を展開する、株式会社ギフトイ(本社: 東京都品川区)が提供する「giftee for Business」(法人向け e ギフトサービス)と機能連携させた。その上で、「giftee for Business」が取り扱う、約700種類のe ギフトと交換できるセルフギフト機能の実証実験を開始した。
2021年10月	「AWS 50 APN Certification Distinction」に認定	AWS 認定資格の取得数が 50 を超える企業として、アマゾンウェブサービスジャパン株式会社(以下 AWS)より「AWS 50 APN Certification Distinction」に認定された。
2021年10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【秋】に出展(2021年3月の春にも出展)	「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強化を支援するプロダクトを展示。同社の主要ビジネスパートナー企業である「株式会社トリプルアイズ」と共同出展。以下のプロダクトを展示。 ①スマイルシェアプロダクト ・サンクスコネク: 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。 ・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。 ・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。 ②AIZE(顔認証 AI)→トリプルアイズ社×スマイルレジとの共同開発

(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

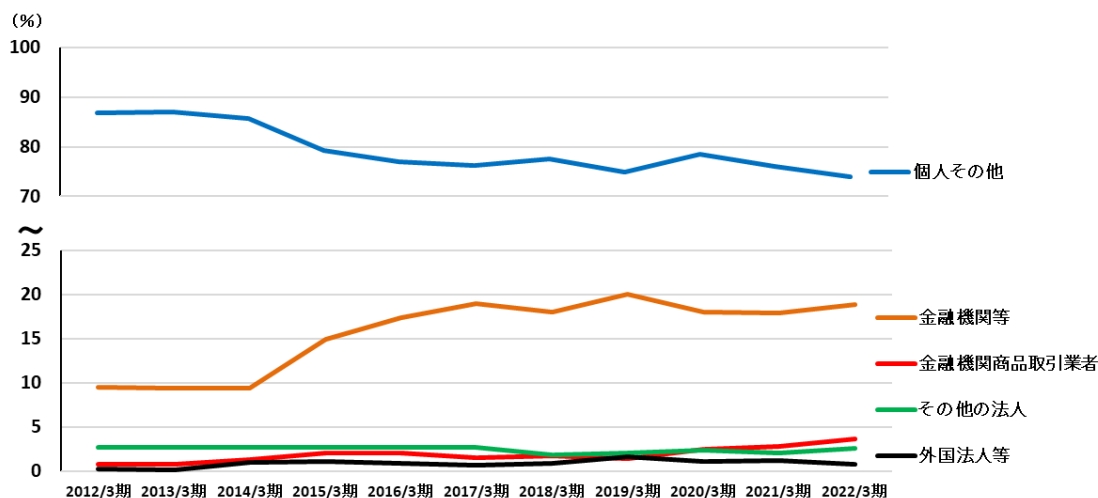
3. 株主構成

- ◆ 「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

2022年3月末時点の株主所有者別構成比率(図19)は、「個人その他」が、全体の約74%と圧倒的に多い。これに続く所有者は「金融機関等」の19%であり、合わせて93%と発行済み株式数のほとんどを占める。「外国法人等」は0.8%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19】株主所有者別構成比率の推移 (単位: %、各期末時点)



(出所) 株主招集通知書、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。2022年3月末時点の大株主は、P17-図表20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。2022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、19.1千株(保有割合0.13%)。

- ◆ 複数のインデックス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、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、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思われる。

・第4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5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。第10位株主の佐藤氏は、同社元常務取締役。

・第8位株主であるSMBC日興証券は、大株主(上位10名)には初登場であるが、保有目的は不明(顧客関連のポジションの名義と推測される)。

・第9位株主である三菱UFJ銀行は取引金融機関。なお、2021/3期末で第10位株主であった野村総研(重要取引先)は、大株主として直近期に記載はないが、同社株を継続保有していると思われる。

◆ 自社株や持株会、関係者役職員の合計で、発行済株式総数の約35%を占める。

・上位10位以内の株主のうち持株会・役職員(元を含む)と、自社保有株を合計すると、全体の約35%を占める。

【図表20】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	2022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	1,675	1,655	1,646	1,638	1,632	1,622	1,614	11.43	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	1,531	10.85	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	959	6.79	3
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	618	4.38	4
小貫 明美(氏)・・・同社元代表取締役社長	401	401	401	401	401	401	401	401	2.84	5
内田 敏雄(氏)・・・同社現取締役	475	415	403	393	376	369	347	329	2.33	6
櫻井 正次(氏)・・・一般人投資家	316	316	316	316	316	316	316	288	2.04	7
SMBC日興証券株式会社	-	-	-	-	-	-	-	282	2.00	8
株式会社三菱東京UFJ銀行	258	258	-	-	258	258	258	258	1.83	9
佐藤 俊郎(氏)・・・同社元常務取締役	360	340	300	300	304	304	288	239	1.69	10
株式会社野村総合研究所	-	-	-	-	-	-	214	-	-	-
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	-	-	-	-	-	-
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(キューブシステムの実質的な自己保有株式)	682	728	1,306	1,498	1,725	1,692	1,690	1,000	-	-
(自己株式比率)	4.5%	4.8%	8.5%	9.8%	11.3%	11.1%	11.1%	6.9%	-	-

(出所) 株主招集通知書、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、発行済株式数から自己株式(約383千株)を控除して計算。

◆ 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、実質的に6.9%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14,500千株となり、このうちBIP信託口を含む自社保有株は、2022/3期末時点で約百万株(発行済株式総数に対する割合6.9%)と、実質的には第3位株主に相当する。

今後、保有す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 とサステナビリティ

◆ 環境対応 (Environment)

- ◆ 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。
- ◆ TCFD に賛同し、気象変動の緩和と適応、適切な情報開示を推進。

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実践する」との環境方針を唱え、環境に配慮した取り組みを行っている(電気・紙使用量・廃棄物の削減、クールビズの実施等)。また、2021年11月に気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)に賛同し、気象変動の緩和と適応に取り組み、適切な情報開示を推進している。

◆ 社会的責任 (Society)

- ◆ 次世代人材の育成支援を積極的に推進。

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。情報システムの力で、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、ベトナムでは学生向けの奨学金制度をスタートした。また、清掃美化活動なども行っている。

◆ 企業統治 (Governance)

- ◆ 取締役+監査役の合計 10 名中、6 名が社外。
- ◆ サステナビリティ経営の推進に注力。

監査役設置会社であり、指名・報酬諮問委員会、内部統制・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。執行役員制度を採用し(11名)、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。

(注18)健康経営優良法人：経済産業省と日本健康会議が共同で選定する健康経営優良法人認定制度。地域の健康課題に即した取組や健康増進の取組をもとに、法人を顕彰する。

経営陣は取締役7名(うち社外取締役3名)と、常勤監査役3名(全員が社外監査役で三菱商事出身者)で構成されている。取締役のうち会長を含め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)となっている(総会議案によると取締役全員が再任候補)。

人的資本の充実や働き方改革が重要な課題となり、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。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(「健康経営優良法人2022」^{注18}に認定)。なお、総務省が実施している令和3年「テレワーク先駆者百選」にも選定された。

(注19)SDGs(エスディージーズ)【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。

◆ サステナビリティ (Sustainability)

2021年11月には、サステナビリティ基本方針を制定し、サステナビリティ経営の推進に注力している。社会課題解決やSDGs^{注19}の貢献に向けて、同社独自の価値創造モデルを循環させ、持続的な企業価値の向上と持続可能な社会への貢献に努めている。

5. 成長の軌跡

◆ 沿革

◆ 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。

◆ 2022年4月に、新区分のプライム市場に移行。

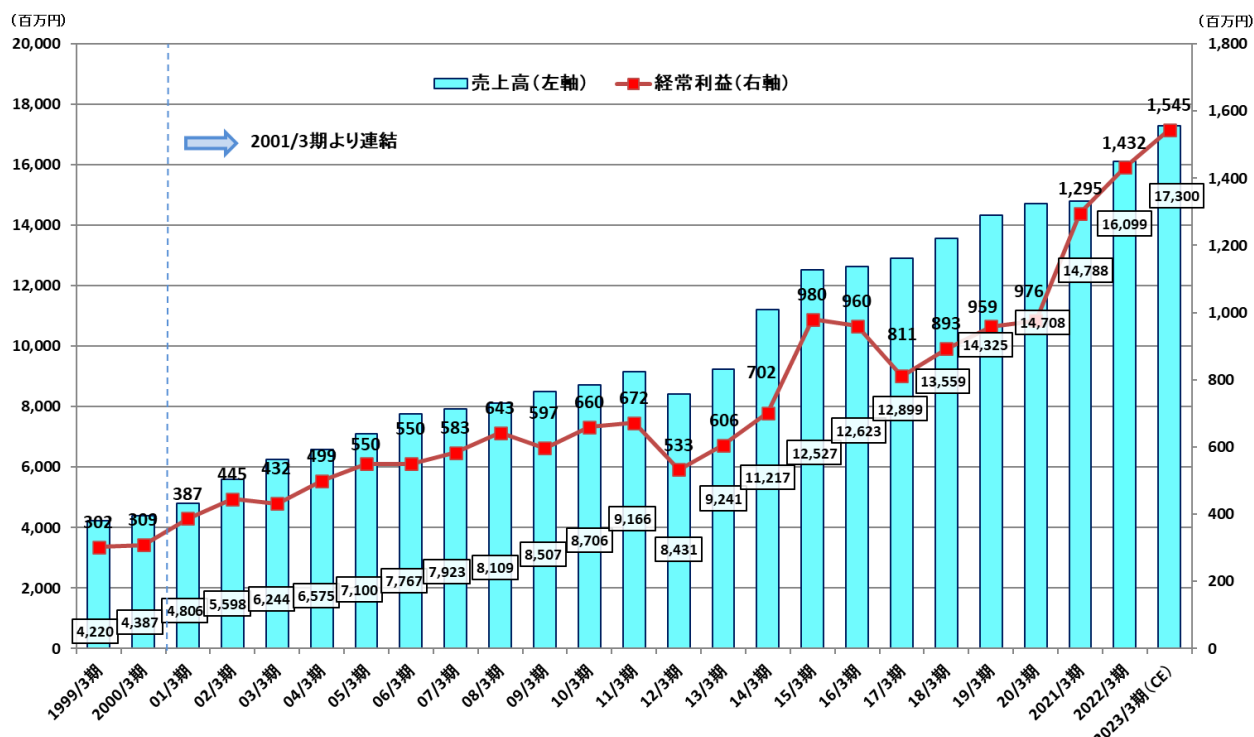
1972年、ソフトウェアの開発とシステムの運用管理を目的に、同社の前身であるカスタムエンジニアーズ株式会社を現会長が有志とともに設立(1990年に現社名に変更)。日本におけるコンピューター社会が到来する中、IT投資が活発化しシステム開発市場も拡大。同社はシステムインテグレーション事業に特化し、実績と信頼を築いた。現在の主要顧客である、日本を代表する企業と次々に契約を締結し、それらの企業のIT化投資の増大、システム開発や運用のアウトソーシングの流れを享受しながら、同社は業務領域を広げ、業容を順調に拡大してきた。

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。東証の市場区分変更に伴い、2022年4月から東証プライム市場に移行。

◆ 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門家(SI)として業績を伸ばさせてきた。長期的な業績の推移は、図表21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21】長期業績推移



(出所)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。利益率はほぼ一定だが、近年は上昇傾向。
- ◆ 過去 21 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 21 年間の年間売上高成長率（増収率の単純年度平均値）は +6.1%、同様に経常利益成長率は +7.3% 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 18 期間の比較は、図表 22 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（P21-図表 23）、増収が増益、増配、時価総額の増大に直結している。

【 図表 22 】 直近 18 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）

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
2005/3-2022/3期	2335	4299	4333	2335	4299	4333
市場:東証プライム	CS 連結	HM 連結	TS 単独	CS 連結	HM 連結	TS 単独
n=18期	CS 連結	HM 連結	TS 単独	CS 連結	HM 連結	TS 単独
標準偏差	5.87	7.46	16.91	14.07	30.83	306.34
平均	5.26	3.25	8.50	6.97	8.52	85.20
変動係数	1.12	2.30	1.99	2.02	12.76	3.60

(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、備考:東邦システムサイエンスのみ非連結ベース(単独)

- ◆ 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。

直近、約 13 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。

◆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 10 期連続で更新。一方、コスト増で利益は足踏みしていたが、前々期・前期と最高益を連続更新。

・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となった。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。

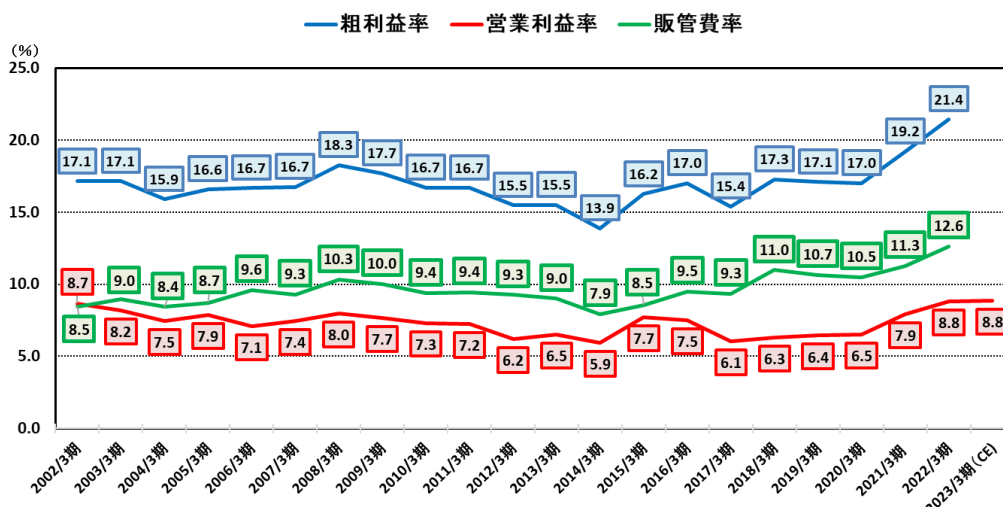
・その後、2012 年 12 月以降のアベノミクスによる景気回復や、企業業績・雇用の改善、M&A による IT 基盤の再構築、スマートフォン関連の通信インフラ、電力自由化関連、社会保障関連分野の投資拡大等により、抑制や先送り傾向が続いていた企業や官公庁の情報化投資が回復した。また、近年ではデジタル化投資の本格化も加わり、同社の増収トレンドが鮮明となった。

・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 2022/3 期に至るまで毎期、最高売上高を連続更新している。

・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、長期的に逡減傾向となった（図表 23）。

・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（図表 23 参考：売上高販売管理費率）、営業利益率は低下したが 2018/3 期以降、改善に転じている。前期（2022/3 期）は増収効果に加え粗利率の改善があり（19.2%→21.4%）、販売管理費率が上昇したものの（11.3%→12.6%）各利益とも最高益を連続更新した。

【 図表 23 】 同社の売上高粗利率・販管費率・営業利益率の長期的な推移



(出所) 決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成、(CE)は会社予想

6. 業界環境

◆ 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 (SI) 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 24、25)。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。

◆ 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。

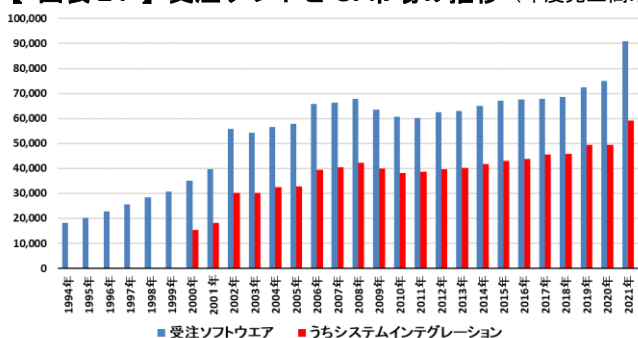
◆ 新型コロナウイルス感染症の一服により、2021 年の日本の SI 市場はプラスに転換。

◆ 月次の SI 売上高 (YOY) は、プラス基調に戻ったが、2022 年に入り、再度マイナス基調へ。

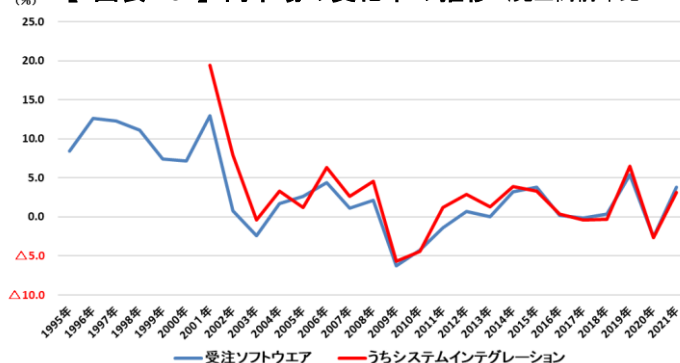
同データによると 2011～2019 年では、システムインテグレーションの売上高は、単純平均で年率約 2.1%増加した。新型コロナの影響のため 2020 年は△2.7%減のマイナス成長となったが、2021 年には+3.1%増へと回復した。

同データを月次別 (前年同月比、図表 26) でみると、2020 年 3 月以来 2021 年 2 月までマイナス基調が続いた。その後は一転し、前年比プラスが続いたが、ロシアのウクライナ侵攻が始まった 2022 年 1 月以降は、再び前年割れとなっている。

【図表 24】受注ソフトと SI 市場の推移 (年度売上高:億円)

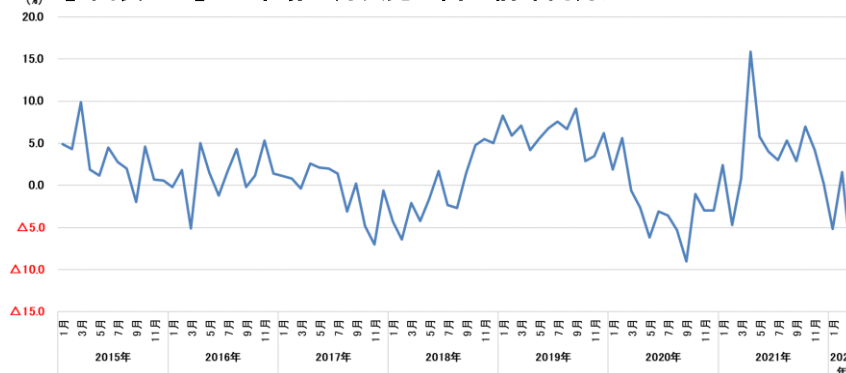


【図表 25】両市場の変化率の推移 (売上高前年比:%)



(出所) 図表 24～26 経済産業省 2022 年 3 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 24 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 25 の変化率は、連続性を保つため同省が補正済である。

【図表 26】SI 市場の月次売上高 前年同月比 (単位:%)



- ◆2022年のソフトウェア投資は8.4%増の計画。

- ◆日銀短観の大企業DIは、プラスだが、モメンタムはやや低下。足元の経済環境の悪化を反映。

- ◆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)は二桁のプラスを継続。

- ◆金融・保険業、情報・通信業向けの売上高予想DIが強い。

- ◆IT技術者は質量とも不足。

- ◆官民とも戦略的なIT投資は活発。

- ◆DX関連のニーズが高い。

<日銀短観>

2022年3月の日銀短観では、全産業の全規模企業(金融機関を含む)による2022年度(計画)のソフトウェア投資額は、2021年度が前年同期比+6.5%であったのに対し、+8.4%へと増加する見込みである。

また、全産業の全規模企業の業況判断は、2021年12月の調査(「最近」)の+2から2022年3月には0、「先行き」についても0から△3へとやや悪化した(△は、マイナスの意味)。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+14から+11、「先行き」についても+10から+8へと、世界情勢や経済の悪化によりモメンタムが低下している。

<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4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:「今後3ヶ月の当期3ヶ月との比較」=増加-減少)は、それまでの大幅なプラスから2020年4~6月に△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まで回復し、以降はさらに見通しが改善し二桁のプラスが続いている。但し、2021年10~12月の+29.6をピークに直近のデータである2022年4~6月では+19.6まで低下している。主要相手先別では、特に金融・保険業、加えて情報・通信業、製造業、官公庁などの予想DIが強い。

なお、雇用判断指数(DI:従業員充足感=不足-過剰)は、直前のピークの77.6から一時期28.3まで低下した。2021年3月末には41.8、2022年3月末には63.2まで上昇し、雇用の不足感は再び強まっている。特に、IT技術者は質量とも不足しており、優秀な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。

<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(デジタル庁による情報化投資の促進・加速)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、市場規模は年率2~3%程度のペースで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。

◆ 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。

◆ 同社の営業利益率は同業と比較しやや低いが、ROEは大きく改善。直近5期間では、3社内で最も高い。

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る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。

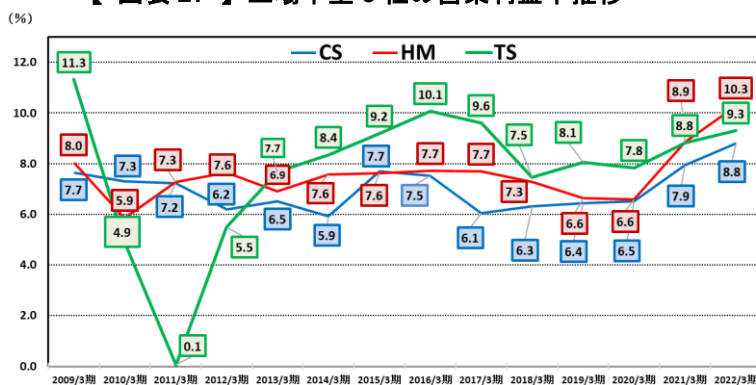
同社の競合相手は、同社がベンチマークとしているハイマックス(東証プライム4299)、東邦システムサイエンス(同4333)などであると考えられる。いずれも野村総研のe-eパートナーで、同社と同規模、かつ非常に類似したポジションにある(P25-図表29)。

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。

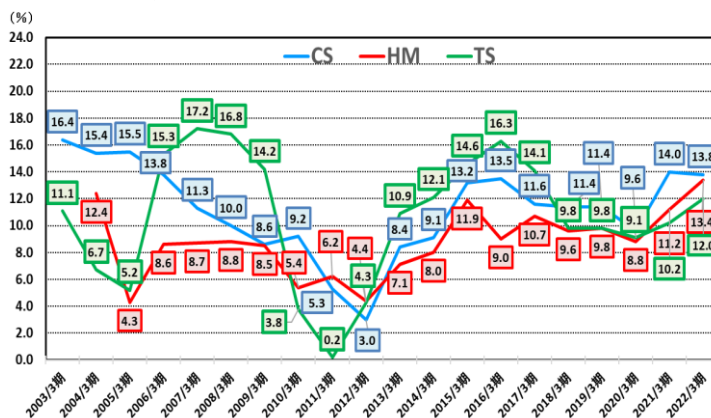
同社(以下、各図表ではCSと表記)を含む上場大手3社(同様にハイマックス:HM、東邦システムサイエンス:TSと表記)の営業利益率の長期的な推移を比較した(図表27)。同業他社との比較では販管費率が高いため、同社の営業利益率はやや低いが、粗利率の上昇により改善傾向にある。

同様に株主資本利益率(ROE)(図表28)を比較すると、直近5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27】上場中堅3社の営業利益率推移



【図表28】同3社のROEの推移



(出所) 図表27、28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 29 】 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 (CS)	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3割強。	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→東証プライム)	2002/10→2006/11→2014/3→2022/4	2001/3→2004/3→2015/3→2022/4	2001/6→2007/3→2014/3→2022/4
売上区分・構成(2022/3期)	・システムインテグレーション 74.0% ・システムアウトソーシング 12.0% ・プロフェッショナル 14.0%	・システム・ソリューション 39.9% ・システムメンテナンス 60.1%	・ソフトウェア開発 98.1% ・情報システムサービス等 1.9%
役員構成(2022年5月時点)	・取締役(7名、うち3名が社外、女性1名:14.3%) ・監査役(3名) ・執行役員制度(11名、うち女性ゼロ)	・取締役(7名、うち3名が社外) ・監査役(4名、うち2名が社外) ・執行役員制度(10名、うち女性ゼロ)	・取締役(7名、うち3名が社外) ・監査役(3名、うち2名が社外) ・執行役員制度(7名、うち女性ゼロ)
上位顧客企業 販売先(2022/3期)(売上高:百万円、売上占率:%)	・NRIグループ 8,285(51.5%) ・富士通グループ 3,102(19.3%)	・NRI 6,248 (37.5%) ・IBM、富士通など	・NRI 3,800 (26.7%) ・SCSKなど
拠点(連結対象子会社等を含む)	・東京都品川区本社 ・西日本システム本部大阪、名古屋 ・子会社3社	・神奈川県横浜市本社 ・同市みなとみらい営業所 ・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> ・2022/3期:売上高160億円(実績161億円)、営業利益12.3億円(同14.2億円)、同利益率7.7%(同8.8%) ・2023/3期:売上高173億円、営業利益15.3億円(同利益率8.8%) ・2024/3期:売上高190億円、営業利益17.1億円(同利益率9.0%) ・ROE:各年度13%以上	<中長期経営計画:最終年度> 2023/3期 ・売上高177.5億円(毎期、DX関連売上高比率10%超) ・営業利益17.7億円(同利益率10%) ・ROE8%以上の維持	<新中期経営計画:各最終年度> 2025/3期(第一期) ・売上高165億円 ・営業利益15.8億円(同利益率9.6%) ・ROE11.4% 2028/3期(第二期) ・売上高200億円 ・営業利益20億円(同利益率10%以上) ・ROE12.5%
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。 ・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。 ・サステナブル経営を推進する。 ・デジタルソリューションサービスの展開 ・SIBビジネスにおけるLift&Shiftの得意領域の構築 ・新しいエンハンスモデルの構築と実践 ・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	<基本戦略> ・既存の受託開発事業(コアビジネス)の拡大 ・技術革新、及び顧客のビジネスモデル変革に対応した、DX案件の積極的受注 ・体質強化への投資を継続 ・開発人員の増強 ・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	<長期経営ビジョン2030> ・お客様と共に未来を創る。 ・安定的な事業拡大、社会課題の解決、持続可能な未来社会を創る。 <重点戦略> ・事業ポートフォリオの変更 ・デジタルビジネスへの注力 ・サービスビジネスの構築 ・DX開発センターの設置 ・株式の流動性の確保とガバナンス強化
売上(百万円) 2023/3期会社予想	17,300	17,750	15,000
同増収率予想、前期比(%)	7.5	6.4	5.6
営業利益(百万円) 予想	1,530	1,770	1,370
同増益率予想、前期比(%)	7.9	3.1	3.2
EPS(会社予想)2023/3期、前期比(%)	5.9	-6.7%	12.6
純資産配当率(%) 実績	4.6	5.1	4.6
過去14年間売上変化率(2022年3期実績/2009年3期実績:%)	189.3%	183.1%	175.2%
同営業利益変化率(同上)	217.7	234.1	144.6
自己資本比率(%) 実績	71.2	77.6	67.0
国内外全従業員数(人) 実績	830	890	602
同従業員一人当たりの予想売上高(百万円/人)	20.8	19.9	24.9
同従業員一人当たりの予想営業利益(百万円/人)	1.8	2.0	2.3
ROE(%)2022/3期実績 A=B*C*D	13.8	13.4	12.0
売上高当期利益率(当期純利益/売上高:%)B	5.9	7.3	6.6
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) C	1.7	1.4	1.2
財務レバレッジ(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	14.7	14.6	11.4
売上高経常利益率(%) 同実績 F	8.9	10.3	9.4
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) G	1.7	1.4	1.2

斜線は、2023/3期会社予想数値、他は2022/3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. 前期業績と会社による今期業績予想

◆ 2022年3月期(前期)通期決算

<概要>

- ◆ 前期は、期初会社計画を上方修正しほぼ達成。当部予想並みに着地。10期連続の増収かつ最高売上高を更新。

2022/3 期連結(前期)業績は、売上高 16,099 百万円(前期比+8.9%増)、営業利益 1,417 百万円(同+20.7%増)、経常利益 1,432 百万円(同+10.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 944 百万円(同+11.9%増、以下、当期利益)となった。期初計画に対し、売上高は 0.6%(+99 百万円)、営業利益は 15.2%(+187 百万円)上回った。また、2021 年 11 月に上方修正した各利益をほぼ達成した(図表 30)。

- ◆ 連続増益で最高益を更新。各利益とも 2 桁の増益。

なお、売上高は 2013/3 期以降、10 期連続で過去最高を更新した。利益も過去最高益を連続更新した。特に営業・経常利益は、過去数回、10 億円にチャレンジし未達となっていたが、これを 2 期連続でクリアした。また、一株当たり配当金を、年間 20 円から 23 円に増配した。

- ◆ 年間 3 円/株を増配。

アルファ・ウイン調査部では、前期の売上高を 16,100 百万円と、会社予想(16,000 百万円)に対しやや強気に予想していたが、実績は予想と一致した。また、各利益は、会社予想に対して若干の上昇修正を予想していたが、実績はこれを僅かに下回った。当調査部予想の営業利益 1,425 百万円に対し、実績は△8 百万円の未達、当期利益は 965 百万円に対し、△21 百万円の未達となった。

- ◆ 当部予想とほぼ同等で、ノーサプライズ。

- ◆ 受注拡大とリソースの集約化により、収益性が改善。

コロナ禍でも、運送・通信事業者向けのシステム構築案件の受注拡大と、SI ビジネスへのリソースの集約化による収益性の改善があり、業績は好調であった。不採算案件が発生した 2020/3 期以降、プロジェクト管理体制の強化により再発がなく、その成果が伺える。

【図表 30】2022/3 期(前期)の事前予想と実績

単位:百万円	期初会社計画	修正会社計画	当調査部 期初予想	当調査部 修正予想	実績	修正会社計画 比(乖離幅)	修正会社計画 比(達成率)	修正当部予想 比(乖離幅)	修正当部予想 比(達成率)
	A	B	C	D	E	F=E-B	G=F/B	H=E-D	I=H/D
売上高	16,000	16,000	15,700	16,100	16,099	99	0.6%	-1	-0.0%
粗利			3,300	3,475	3,450			-25	-0.7%
粗利率			21.0%	21.6%	21.4%			-0.2%	
販売管理費			2,100	2,050	2,032			-18	-0.9%
販管比率			13.4%	12.7%	12.6%			-0.1%	
営業利益	1,230	1,400	1,200	1,425	1,417	17	1.2%	-8	-0.6%
営業利益率	7.7%	8.8%	7.6%	8.9%	8.8%	1.1%		-0.0%	
経常利益	1,250	1,420	1,220	1,450	1,432	12	0.8%	-18	-1.2%
当期利益	850	950	830	965	944	-6	-0	-21	-2.2%
配当金	20.0	23.0	20.0	23.0	23.00	0	0.0%	0	0.0%

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成

<受注・受注残高>

- ◆ 受注は増加、順調に納品し、受注残はフラット。

一方、期中の受注高は、前々期→前期の順に(以下同様)15,062 百万円→16,072 百万円と前期比 1,009 百万円(+6.7%増)増加した。順調

に納品した結果、受注残高(各期末)は4,303百万円→4,276百万円と同27百万円(△0.6%減)の減少となった。

<品目別売上高・利益>

◆SISが増収に寄与。

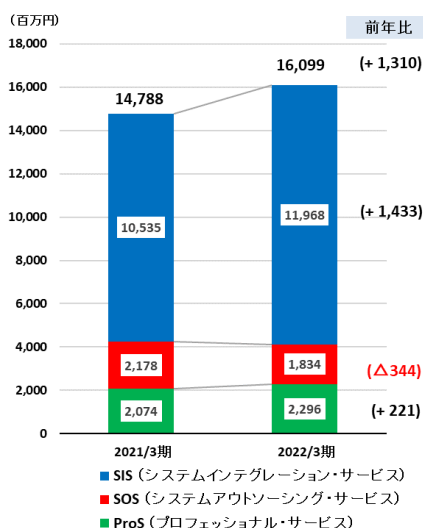
また、同社全体の増収幅は2021/3期比+1,310百万円であったが、品目別の売上高ではSIS(+1,433百万円増)とProS(+221百万円増)の2部門が増収、SOS(△344百万円減)が減収となった(図表31)。

◆全品目とも利益率が改善し、増益。

営業利益では全品目とも増益となったが、SIS、ProSがそれぞれ207百万円、29百万円の増益となる一方、SOSが5百万円と僅かな増益となった(図表32)。営業利益の増益額243百万円のうち、SISがその85%を占める。

なお、全品目とも営業利益率は改善したが、減収ながらSOSは6.0%→7.5%(+1.5ポイント)と営業利益率が最も改善した。売上高の7割を占めるSISは、7.9%→8.7%(+0.8ポイント)、ProSは10.0%→10.3%(+0.3ポイント)へと改善した。

【図表31】直近2期(2021/3期、及び2022/3期)の品目別・売上高比較



【図表32】直近2期の品目別営業利益比較

		2021/3期	2022/3期	増減額	増減率
営業利益 単位: 百万円	合計	1,174	1,417	243	20.7%
	SIS	836	1,044	207	24.9%
	SOS	131	136	5	4.0%
	ProS	206	236	29	14.4%
営業利率 単位:%	合計	7.9%	8.8%	0.9%	
	SIS	7.9%	8.7%	0.8%	
	SOS	6.0%	7.5%	1.5%	
	ProS	10.0%	10.3%	0.3%	

(出所) 図表31、32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、増収増益に大きく貢献。

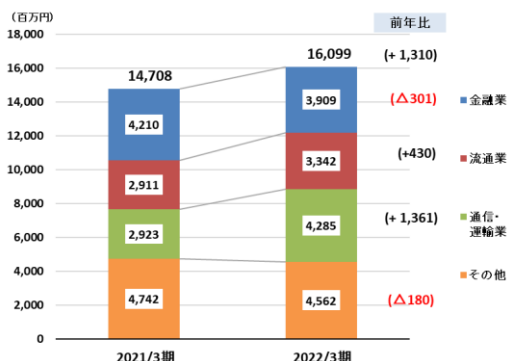
<業種別売上高・営業利益>

業種別では、全売上高の増収幅(2021/3期比)+1,310百万円に対し、金融が同301百万円の減収(△7.2%減)、その他が180百万円の減収(△3.8%減)となった。一方、通信・運輸が1,361百万円と2期連続で大幅増収(+46.6%増)、加えて流通も430百万円の増収(+14.8%増)となり補った。

金融業は、カード向け、並びにネットバンク向けのシステム構築案件の縮小により、またその他では、電力会社向けシステム構築案件が拡大したものの、教育事業会社向けの案件の縮小により減収となった。これに対し、通信・運輸業では、運送・通信事業者向けシステム構築案件が大きく寄与した(P28-図表33)。流通業では小売業、協同組合向け案件が拡大した。

・因みに売上高実績は、期初計画と比較するとその他と金融の2業種が下ぶれたが、通信・運輸が大きく上振れしカバーした(P28-図表34)。

【図表 33】直近2期間の業種別売上高比較



【図表 34】業種別売上高、期初予想と実績比較

2022/3期 売上高				
業種	実績	期初予想	差異:百万円	差異:%
金融	3,909	4,300	-391	-9.1%
流通	3,342	3,100	242	7.8%
通信・運輸	4,285	3,200	1,085	33.9%
その他	4,562	5,400	-838	-15.5%
合計	16,099	16,000	98	0.6%

・営業利益ベースでは、金融が36百万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35)。最大の増収となった通信・運輸が201百万円(+61.0%増)の増益と、全社の増益幅243百万円の83%を占めた。

・業種別の営業利益率は業種間でばらつきがあり、付加価値の高い案件が多い通信・運輸が最も高い。営業利益率の変化では、金融が前期比で0.3%と僅かに低下した他は上昇した。特に、通信・運輸は1.1ポイント上昇した。前期(2022/3期)は、売上高・営業利益とも通信・運輸の寄与が大きかった。

(出所) 図表33~35は、決算補足説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

- 業種別の営業利益率は金融を除き改善、通信・運輸業は二桁を継続。

【図表 35】直近2期間の業種別営業利益の比較

	業種	2021/3期	2022/3期	増減額	増減率
営業利益 単位:百万円	合計	1,174	1,417	243	20.7%
	金融	333	296	-36	-11.0%
	流通	221	275	53	24.0%
	通信・運輸	330	532	201	61.0%
	その他	288	313	24	8.5%
営業利益率	合計	7.9%	8.8%	0.9%	
	金融	7.9%	7.6%	-0.3%	
	流通	7.6%	8.2%	0.6%	
	通信・運輸	11.3%	12.4%	1.1%	
	その他	6.1%	6.9%	0.8%	

<ビジネスモデル別売上高・営業利益>

同社は、2021/3期よりビジネスモデルの構成区分を、エンハンス(システムの性能や品質向上を行うサービス)、SI(システムの企画・設計・開発・導入サービス)、デジタル(デジタル技術を活用した企画型ビジネス)の3区分とした。

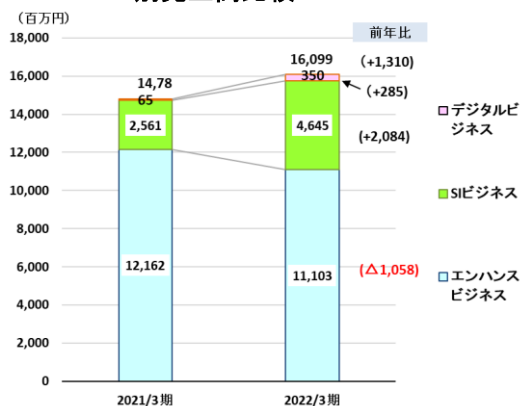
2022/3期では、エンハンスビジネスの売上高構成比率が全体の69%、営業利益では同62%と圧倒的に高い。しかし、相対的に規模は小さいが、SIビジネス(同順に29%、37%)、及びデジタルビジネス(同順に2%、1%)が急成長しており、業績の牽引役となっている。

- ビジネスモデル別では、エンハンスの減収減益を、SIとデジタルの急成長でカバー。

エンハンスビジネスは、金融やその他の案件が縮小したことと、リソースを他の2つのビジネスにシフトしたことから、期初予想の売上高を下回り減収減益となった。一方、SIビジネスは、運送事業者向けシステム案件の拡大やクラウド化案件の獲得により、期初予想売上高を上回り、高い増収率(前期比+81.4%増)・増益率(同+186.1%増)と

◆デジタルビジネスが黒字化。

【図表 36】直近2期間のビジネスモデル別売上高比較



(出所) 図表 36~38 は、決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆増収効果とリソースの最適化により、管理体制の強化などによる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。

なった。SIビジネスの貢献は、全体の増収幅の159%、増益幅の215%に相当する(図表36~38)。

また、デジタルビジネスも期初予想を上回る売上高を計上し、前期比+285百万円(同+464%増)の増収となり、営業利益はΔ14百万円の赤字から+16百万円へと黒字化した。

【図表 37】同期間のビジネスモデル別営業利益の比較

単位:百万円	2021/3期	2022/3期	増減額	増減率
営業利益合計	1,174	1,417	243	20.7%
デジタルビジネス	-14	16	31	黒字化
SIビジネス	182	522	340	186.1%
エンハンスビジネス	1,006	878	-128	-12.7%

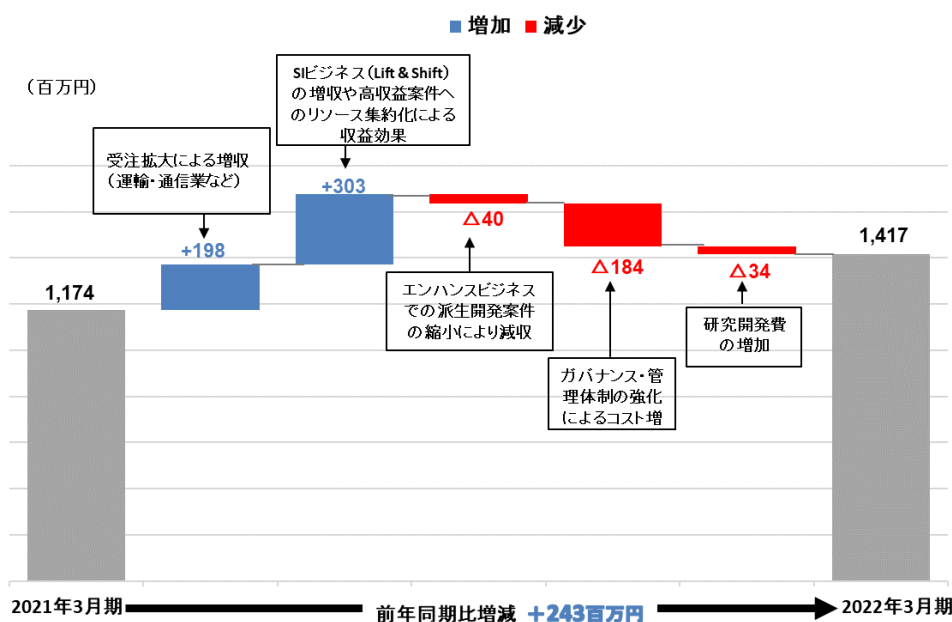
【図表 38】ビジネスモデル別売上高、期初予想と実績比較

ビジネスモデル	2022/3期 売上高			
	実績	期初予想	差異:百万円	差異:%
デジタル	350	320	30	9.4%
SI	4,645	4,130	515	12.5%
エンハンス	11,103	11,550	-447	-3.9%
合計	16,098	16,000	98	0.6%

<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、図表39の通りである。運輸・通信などの受注拡大+198百万円増、SIビジネスなど高収益案件のシフトとリソースの集約化による収益効果+303百万円と、合計で+501百万円の増益要因があった。一方、ガバナンス体制強化による人件費増等Δ184百万円、エンハンスビジネスの縮小Δ40百万円、研究開発費等の増Δ34百万円により、合計でΔ258百万円の減益要因となった。この結果、全社の営業利益は+243百万円の増益となった。

【図表 39】2022/3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

販管費は、前期比+22.0%の増加と、増収率の+8.9%を大きく上回った。販管費率は、前々期の 11.3%から前期の 12.6%に 1.3 ポイント上昇した。増員により人件費が前期比 21%強上昇し、売上高人件費率が 5.4%→6.0%に上昇したことが主因である。しかし、粗利率が 19.2%から 21.4%へと 2.2 ポイント改善したため、営業利益率は 7.9%から 8.8%へと 0.9 ポイント改善した。この結果、増収効果もあり営業利益は、20.7%の増益となった。

◆ キューブシステムによる 2023 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 17,300 百万円(前期比+7.5%増)、営業利益 1,530 百万円(同+7.9%増)、経常利益 1,545 百万円(同+7.8%増)、当期純利益 1,000 百万円(同+5.9%増)と、過去最高売上高、及び各利益の連続更新を同社は予想している。今期も、営業外・特別損益に大きな計上を予定していない。

【 図表 40 】 2023/3 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 2022/3期	今期会社予想 2023/3期	2022/3 上期実績	2022/3 下期実績	2023/3 上期計画	対前年 同期比	2023/3 下期計画	対前年 同期比
売上高	16,099	17,300	8,060	8,039	8,155	1.2%	9,145	13.8%
粗利	3,450		1,718	1,732				
粗利率	21.4%		21.3%	21.5%				
販売管理費	2,032		971	1,061				
販管比率	12.6%		12.0%	13.2%				
営業利益	1,417	1,530	746	671	749	0.4%	781	16.4%
営業利益率	8.8%		9.3%	8.3%	9.2%		8.5%	
経常利益	1,432	1,545	752	680	754	0.3%	791	16.3%
当期利益	944	1,000	501	443	505	0.7%	495	11.7%

(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 上期は微増収・微増益、下期は、前期比 2 桁近い増収増益を予想。

<上下期別業績予想>

上期は、売上高 8,155 百万円(前年同期比+1.2%増)、営業利益 749 百万円(同+0.4%増)、当期利益 505 百万円(同+0.7%増)を計画している(図表 40)。通期から上期を差し引くと、下期は(同順に)9,145 百万円(同+13.8%増)、781 百万円(同+16.4%増)、495 百万円(同+11.7%増)を予想している。

例年、下期は増収と生産性の向上、季節性により営業利益率が上期に対して上昇する傾向があるが、今期は下期に研究開発・人的投資を強化するため、上期の 9.2%から下期には 8.5%へ 0.7 ポイント低下する計画である。上期に対しては、12.1%の増収、4.3%の営業増益を予想している。

<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 新区分のビジネスモデル別売上高では、全分野で増収を予想する。顧客の戦略的 IT 投資案件(デジタルビジネス/SI ビジネス)を積

(注 20) 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モデル。

(注 21) 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、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(サンクスコネクト、キューブコイン、スマイルレジ)。

(注 22) マルチクラウド：一時点で複数のクラウド環境(Oracle/AWS/グーグル/Azure等)を利用するクラウド活用法。

(注 23) 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て、一つのサービスを提供すること。

◆業種別では、その他と金融がドライバー。

極的に獲得する方針である。(図表 41)。

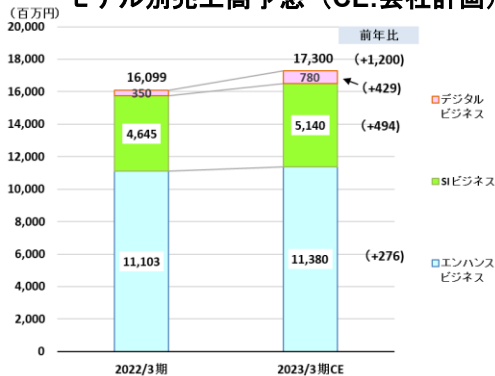
デジタルビジネスは、コンサル協業モデル^{注 20}の推進とスマイルシェアプロダクト^{注 21}の営業展開により、+429 百万円の増収(同+285%増)と大きく伸長する見込みである。

加えて、SI ビジネスもマルチクラウド^{注 22}、マイクロサービス案件^{注 23}の受注拡大を行い、+494 百万円の増収(同+11%増)を計画している。

エンハンスビジネスは、一時的に前期には減収となったが、積極的な提案による派生開発案件の受注拡大や、担当領域(範囲)の拡大により、+276 百万円の増収(同+3%増)を予想する。

- ② 新ビジネスモデルの創出や競争力強化のために顧客が IT 投資を拡大する傾向にある。同社はこれらを取り込み業種別では、案件受注の減少が見込まれる運輸・通信を除く、3 業種で増収を計画している。全社の増収予定額+1,201 百万円のうち、その他が+857 百万円の増収(増収幅の 71%、前期比+18.8%増)と最大の寄与となる見込みである。特に、製造・官公庁・エネルギー関連などが伸びると予想している。また、保険・銀行等金融機関の IT 投資が回復過程にあり、+510 百万円の増収(同 42%、前期比+13.1%増)を見込んでいる(図表 42)。

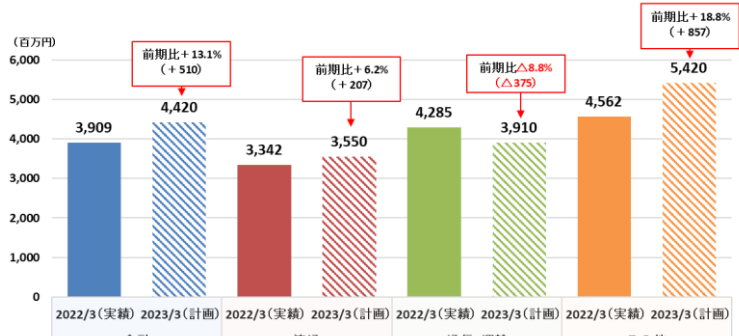
【図表 41】2023/3 期(今期)のビジネスモデル別売上高予想(CE:会社計画)



◆将来の成長に向けた投資コストを吸収し、営業利益率は 8.8%と前期並みを見込むが、増収効果で増益を確保する予想。

◆デジタル化の推進、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。

【図表 42】2023/3 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

<営業増益の前提>

一方、今期も生産性の改善が見込まれるが、将来の成長に向けた積極的な投資が継続されるためコスト増と相殺され、営業利益率は 8.8%と前期と変わらない計画である。但し、増収効果により前期比+7.9%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%→2022/3 期 8.8%)。同社が見込む増益要因は以下の通りである。

- ① 業務生産向上のための自社のデジタル化推進
- ② エンハンスサービスの高度化による生産性の向上
- ③ リソースの最適化を実現する開発体制の整備
- 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

◆ 《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 年間にわたる、新中期ビジョン：《VISION 2026》公表されている(図表 44)。この中で、今期を含む前半の3 期間の第一次中期経営計画が進行中である。

<事業の方向性> (変更なし)

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。

- ・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。

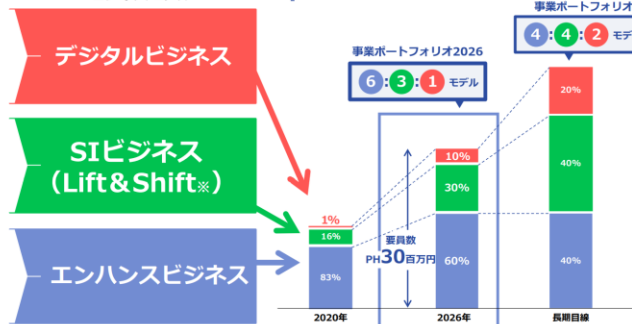
◆ 新中計 V2026 では、従来の受託型に加え、企画型のビジネス提案を積極的に展開する計画。

◆ エンハンスに加え、SI とデジタルビジネスを強化し急成長を目指す。

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(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)に注力・拡大し、成長に繋げたい考えである。

なお、現在のビジネスモデルは、エンハンス、SI、デジタルの3 区分から構成されるが、図表 43 に示されているように、「エンハンス：SI：デジタル」の各売上構成比を、2021/3 期時点の「83%：16%：1%」から、2027/3 期には「60%：30%：10%」、長期的には(現在からおよそ10 年後のイメージ)「40%：40%：20%」へとする計画である。

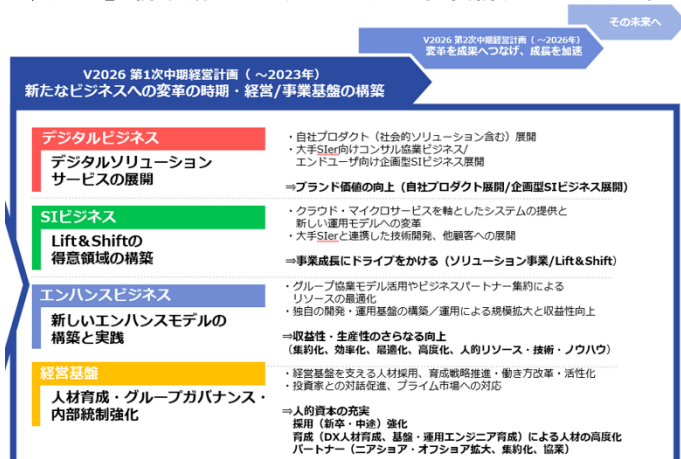
【図表 43】新中期計画(V2026)～方向性～
ビジネスモデル



(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。2020 年は2021/3 期、2026 年は2027/3 期を示す。

【図表 44】新中期計画(V2026)～経営課題と重点施策～



(出所) 決算説明会資料より抜粋し加筆。

<重点施策>

- ◆事業拡大と収益性の向上、人的資本の充実に注力。

3つのビジネスモデル、及び経営課題に関する重点施策が示され(P32-図表44)、ほぼ計画に沿って進捗中である。今後、事業拡大と収益性の向上、人的資本の充実に注力し、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)>

- ◆KPIは、財務と非財務の指標。
- ◆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。
- ◆このうち売上高構成比率、同CAGR、営業利益率の目標値を引き上げ。
- ◆非財務指標のKPIは、4項目(うち2項目に数値目標を新たに設定)

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。これまで20年をかけて培った二つの強み「信頼・品質」、三つの力「組織・技術・人材」を革新力に収束させ、財務・非財務の価値を創出する。

財務指標は、売上高に関する3項目とROE、営業利益率の2項目からなる5つの項目が明示されている(図表45)。なお、第1次中期経営計画では、ROE(13%以上)と一人当たり売上高(23百万円)を除く、3項目の目標値が2022年5月に上方修正された。ビジネスモデルの変革による売上高の構成比率(SIビジネスの2021/3期比増収額:+25億円⇒+33億円)と、売上高成長率(CAGR=複利の年間成長率:8%程度、7.8%⇒8.7%)営業利益率(8%⇒9%)に関する目標値を引き上げた。

また、非財務については、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項目が挙げられていたが、人材育成の項目が加えられた。いずれも「人」に関連する項目であり、持続的な成長に向けたサステナビリティ経営を推進していくためには、「人」こそが成長の原動力であり、人的資本の充実が不可欠であるとの考えに基づく。

なお、前回の計画発表時には、非財務面での具体的な数値目標は明示されていなかったが、ダイバーシティの促進のKPIとして「係長級に占める女性社員比率20%以上(2022/3期16.7%)」、働き方改革のKPIとして「有給休暇取得率70%以上(同57%)」が設定された。

【図表45】新中期計画(V2026)~財務・非財務目標~

	重要経営指標(KPI)	2022/3実績	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 (2020年度:14.0%)	13.8%	継続的に13.0%以上	
	生産性	一人当たり売上高 (2020年度:21百万円)	22.5百万円	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 +20億円(2020年度比)	SIビジネス +33億円(2020年度比)	デジタルビジネス+20億円(2023年度比) *デジタル(6:3:1)の比率へ
	成長性	売上高CAGR	8.9%※1	8%程度	9%程度
	利益指標	営業利益率 (2020年度:7.9%)	8.8%	9%	10%程度
継続的な収益性・生産性の向上施策を実施					
非財務	ダイバーシティ促進	係長級に占める女性社員比率	16.7%	20%以上	「女性の活躍推進」「障がいのある方の雇用貢献」「育児と介護サポート貢献」
	働き方改革	有給休暇取得率	57%※2	70%以上	仕事のやりがい、心身の健康、職場の清気等の指標設定と推進
	コミュニケーション活性化	スマイルシェアプロダクト	サンコネによるコミュニケーションの促進、効果検証	「非財務的価値ブラッドフォーム」の実現	自社プロダクト「スマイルシェア」によるありがとう、いいね指標
	人材育成	多彩なキャリア形成と育成	キャリアフィールド有効性検証完了	社員の能力・特性を最大限発揮する人事制度の構築	多様なプロフェッショナル人材の活躍

(出所) 決算説明会資料

(備考:図表中の注釈)

- ※1 2022/3期の実績は、2021/3期売上高実績に対する売上高前年比較(前期比)。
- ※2 取得率(%)=全雇用者の有休取得日数計÷全雇用者の有休付与日数計×100
- ※3 サンコネ:スマイルシェアプロダクトの一つである、ありがとうの感謝を見える化する「サンクスコネクト」。

<中期経営計画における業績目標>

◆今来期予想上方修正。

2022年5月11日、今期以降の2期間にわたる年度別の連結財務指標(目標)も修正された。両年度とも売上高、売上高CAGR、営業利益、営業利益率の4項目が上方修正され、ROE(13%以上)の目標は据え置かれた(図表46、修正CE:新会社計画)。

◆2024/3期には、売上高190億円、営業利益17.1億円を目指す。

最終年度となる2024/3期には、売上高190億円(旧予想185億円比、+5億円増)、営業利益17.1億円(同順に14.8億円比、+2.3億円増)、営業利益率9.0%(同8.0%比、+1.0%)を達成する計画である。

◆高い増収・増益率を見込む。

新予想の増収率は、2022/3期(実績)→2023/3期(計画)→2024/3期(計画)の順に、前年比+8.9%→+7.5%→+9.8%、また営業増益率も増収率と営業利益率の上昇により、+20.7%→+7.9%→+11.8%と高い利益成長を見込んでいる。

◆デジタル・SIビジネスが成長を加速。

ビジネスモデル別では、リソースの配分を高収益分野にシフトするため、エンハンス売上高を下方修正する一方、デジタル、SIビジネスの売上高予想を上方修正した。この結果、全体の売上高はCAGR(3期間の年率)で、+7.8%から+8.7%に成長率が高まると見込んでいる。

【図表46】《V2026》第一次中期経営計画の業績目標(2022/3期~2024/3期)

百万円	2021/3期 実績	2022/3期 当初CE	2022/3期 実績	2023/3期 当初CE	2023/3期 修正CE	2024/3期 当初CE	2024/3期 修正CE
売上高	14,788	16,000	16,099	17,200	17,300	18,500	19,000
デジタルビジネス	66	320	350	400	780	500	1,000
SIビジネス	2,561	4,130	4,645	4,500	5,140	5,000	5,700
エンハンスビジネス	12,162	11,550	11,103	12,300	11,380	13,000	12,300
営業利益	1,174	1,230	1,417	1,340	1,530	1,480	1,710
営業利益率	7.9%	7.7%	8.8%	7.9%	8.8%	8.0%	9.0%
ROE	14.0%	13%以上	13.8%	13%以上			

(出所) 決算説明会資料より抜粋。当初CEは2021年6月11日公表時、修正CEは2022年5月11日公表時の予想。

【図表47】中期の業績予想(会社計画と当調査部の予想)

単位:百万円、%	2022/3期・実績	2023/3・旧E	2023/3・新E	2023/3期・旧CE	2023/3期・修正CE	2024/3・旧E	2024/3・新E	2024/3期・旧CE	2024/3期・修正CE	2025/3・新E
売上高	16,100	16,800	17,200	17,200	17,300	17,700	18,700	18,500	19,000	19,600
デジタルビジネス	350		800	400	780		1,000	500	1,000	1,200
SIビジネス	4,645		5,200	4,500	5,140		5,800	5,000	5,700	6,200
エンハンスビジネス	11,103		11,200	12,300	11,380		11,900	13,000	12,300	12,200
売上総利益	3,450	3,600	3,700			3,720	4,000			4,200
売上総利益率	21.4%	21.4%	21.5%			21.0%	21.4%			21.4%
販売費及び一般管理費	2,032	2,100	2,180			2,120	2,300			2,400
(対売上高比)	12.6%	12.5%	12.7%			12.0%	12.3%			12.2%
営業利益	1,417	1,500	1,520	1,340	1,530	1,600	1,700	1,480	1,710	1,800
(対売上高比)	8.8%	8.9%	8.8%	7.8%	8.8%	9.0%	9.1%	8.0%	9.0%	9.2%
経常利益	1,432	1,520	1,535		1,545	1,620	1,715			1,820
(対売上高比)	8.9%	9.0%	8.9%		8.9%	9.2%	9.2%			9.3%
当期純利益	944	1,000	1,000	1,000	1,000	1,080	1,100			1,180
(対売上高比)	5.9%	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%	6.1%	5.9%			6.0%
売上高(前期比増率、以下同様)	8.9%	4.3%	6.8%	6.8%	7.5%	5.4%	8.7%	7.6%	9.8%	4.8%
売上総利益率(前期との差)	2.2%	-0.0%	0.1%			-0.4%	-0.1%			0.0%
販売費及び一般管理費(増率)	22.0%	3.3%	7.3%			1.0%	5.5%			4.3%
営業利益(増率)	20.6%	5.9%	7.3%	-5.4%	8.0%	6.7%	11.8%	10.4%	11.8%	5.9%
経常利益(増率)	10.6%	6.1%	7.2%		7.9%	6.6%	11.7%			6.1%
当期純利益(増率)	11.8%	5.9%	5.9%		5.9%	8.0%	10.0%			7.3%

(出所) 当調査部が作成

アルファ・ウイン調査部の2023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、売上高と利益予想を上方修正。

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16,800百万円から17,200百万円に修正した(今期会社予想比:△100百万円)(P34-図表47)。また、従来の今期の営業利益予想である1,500百万円を、増収効果を考慮して1,520百万円に若干、引き上げた(会社予想比:△10百万円だが、ほぼ同水準)。

- ◆会社予想は達成可能な範囲内と思われるが、マクロ環境の悪化によるIT投資の抑制とコストの上昇のリスクを考慮し、当部ではやや慎重に予想。

マクロ環境は悪化しているが、顧客の戦略的なIT投資意欲は旺盛であり、会社計画はやや意欲的ではあるものの達成可能な範囲内にあると思われる。しかし、企業の収益環境が悪化しつつあり、特に下期以降、投資マインドが鈍る可能性を当調査部では織り込んだ。

- ◆コストの増加は生産性の向上で相殺され、営業利益率はほぼ横ばいと予想。

なお、今期も成長に向けて積極的な投資を継続し、人件費や外注費などの各種コストが増加することが見込まれる。一方、デジタル化やリソースの最適化などによる生産性の向上が予想され、相殺により予想営業利益率を8.8%と、前期並びに今期の会社計画と同水準とした。

<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、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。

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48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1.7%、営業・経常・当期利益ではそれぞれ3.9%、2.5%、3.2%程度下回っているが、乖離率は小さい。なお、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48】 期初の連結業績予想(会社)と実績値の時系列的比較

連結	売上高		営業利益		経常利益		親会社利益に帰属する当期純利益(当期利益)		売上高	営業利益	経常利益	当期利益	売上高	営業利益	経常利益	当期利益				
	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績												
01/3期	-	4,806	-	-	-	387	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
02/3期	-	5,598	-	485	-	445	-	246	-	-	-	-	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%	3.9%	-			
08/3期	8,300	8,109	605	645	610	643	336	342	-2.3%	6.6%	5.4%	1.9%	2.3%	9.4%	10.2%	5.7%	-			
09/3期	8,500	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	8,600	8,706	660	637	670	660	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	283	208	-0.4%	-1.9%	-1.2%	-20.9%	5.3%	4.0%	1.8%	-40.4%	-			
12/3期	9,300	8,431	665	524	675	533	350	118	-8.3%	-21.2%	-21.0%	-66.4%	-8.0%	-20.9%	-20.7%	-43.4%	-			
13/3期	9,000	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	665	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	964	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%	-5.9%	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	1,060	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	16,000	16,099	1,230	1,417	1,250	1,432	850	944	0.6%	15.2%	14.6%	11.1%	8.9%	20.7%	10.6%	11.9%	-			
23/3期会社予想	17,300	-	1,530	-	1,545	-	1,000	-	-	-	-	-	7.5%	7.9%	7.8%	5.9%	-			
単純平均乖離率(単位:%)、売上高・利益ともデータのある最長期間により計算→													-1.7%	-3.9%	-2.5%	-3.2%	6.1%	6.4%	7.3%	13.6%
緑色のハイライト:過去最高値 黄色:2位													↑各期間単純平均(23/3期予想を除く)							
初期予想に対する上方修正:下方修正(単位:回)→													6:13	4:11	7:12	8:11				

(出所) 決算短信より、当調査部が作成

◆ 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。当部では、中期的にも増収増益傾向が続き、過去最高売上高と同利益の連続更新を見込む。

当調査部では、従来の中期の業績見通しを修正し、新たに 2025/3 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、P34-図表 47）。

中期業績について、当調査部では会社予想（中計）と比較し、以下の前提を置き、かつ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、来期以降も増収増益基調で、最高売上高と利益の連続更新の可能性があると考えている。

- ◆ リスクは、マクロ環境と人材の確保。

<リスクファクター>

- ・マクロ環境では、ウクライナ戦争の長期化、円安と物価上昇、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から、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収益環境や、IT 投資動向、同社の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。

- ◆ 当部では、中期の利益成長率を年率 6~10%前後と予想。

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%前後の増収基調が続くと予想に変更はない。

- ◆ 戦略的 IT 投資案件を取り込み、年率 5~8%の売上高成長を見込む。

<増収要因・前提>

- ・新型コロナの影響は徐々に緩和され、戦略的な IT 投資案件が増加することが予想される。同社はこれに対応し、中期的に年率 5~8%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、及びデジタル・SI ビジネスが今後も拡大すると見込まれる。

- ・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）分野の増収が期待される。

- ・なお、大型の M&A などによる増収効果は見込んでいない。

- ◆ 利益率は逡増し、増収効果が主な増収要因。

<増収要因・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、前期に上昇したが、今期以降は高水準横這いで推移すると予想した。

- ・新規ビジネスによる増収効果を、当面、大きく見込んでいない。

- ・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が、一般管理費の増加は来期以降一服し、増収率をやや下回る年率 4~6%前後、増加すると想定した。

- ・結果的に、来期以降、売上高営業利益率は年間 0.1~0.2 ポイント改善し、増収効果が主な増収要因となると予想した。

- ・不採算案件の発生や、営業外損益・特別損益に特段の計上を見込んでいない。

9. アナリストの視点

◆ SWOT分析

同社のSWOT分析を図表49に示した。特に大きな変更はない(赤字が、今回追記した事項)。

【図表49】SWOT分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・長い業歴、豊富な実績と高い信頼性 ・安定かつ優良な顧客基盤 ・高い技術力・独自のノウハウ・知識を持つ人材・組織力(業種やプロジェクト/リスクマネジメント) ・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 ・キャッシュカウビジネス、豊富な現預金、堅固な財務体質 ・新事業への展開や事業拡大に向けた積極的な経営姿勢 ・直接営業によるコンサルティングセールス力 ・充実した人材育成・教育制度 ・海外現地法人によるローコスト開発体制 ・特定顧客への依存が大きいこと
弱み・課題 (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・IT関連の労働市場はタイトで、優秀な人材の確保・増員が難しいこと(更なる成長のボトルネック) ・利益率を改善しにくい業界構造 ・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 ・プロジェクト管理(不採算案件の潜在的な発生リスク) ・内需特化で、海外市場への展開が難しい
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・人手不足と業務効率化を背景としたITシステム市場の継続的な成長 ・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 ・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 ・クライアントの海外進出に伴う業務の拡大 ・M&A、アライアンスの強化
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・マクロ環境の悪化、景気低迷による、顧客のIT投資の抑制、更新需要の減退、価格競争の激化 ・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 ・情報管理・情報漏洩に関するリスク ・人件費や外注費の上昇

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成

◆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。

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おいて、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は横ばい傾向にあり、売上高が増加しないと利益額も伸びない特徴が見受けられる。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。

◆豊富な現預金の成長に向けた有効活用も課題。

また、ビジネスがキャッシュカウ化しつつあり、成長に向けた現預金の有効活用も今後の課題となろう。

◆プロジェクトマネジメントの強化に注力。但し、不採算案件の発生は潜在的なリスク。

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、近年成果が現れつつあるが、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。

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。

◆ 連結配当性向 35%を目安とし、連続増配を実施。

連結配当性向は、2020/3 期 46.5%、2021/3 期 32.2%、2022/3 期 32.9%と推移し、2023/3 期会社予想ベースでは 35.2%と、同社が目安としている 35%を達成する見込みである。一株当たり配当金は、2018/3 期に 14 円から 16 円に 2 円を増配し、さらに 2020/3 期、2021/3 期にも 2 円を連続増配し、それぞれ 18 円、20 円とした。なお、2022/3 期は期初 20 円を据え置く予定であったが、23 円へと 3 円の増配を決定した(図表 50)。今期はさらに 3 円増配し、26 円とする計画である。中期的には増益が見込め、来期以降も増配余地があると思われる。

◆ 今期も 3 円の増配を予定。中期的にも増配余地。

◆ 株主優待を含めた実質的な年間(最大)利回りは、約 3.4%。

株価 925 円(6 月 10 日終値)で計算すると、配当利回りは 2.8%となる。同社の株主は個人投資家が多く、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(P39-図表 51)。優待を考慮すると、実質的な利回りは最大 3.4%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。

優待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 4.0%、東邦システムサイエンスは 3.7%であり比較するとやや低い。一方、株主資本配当率(=配当総額÷株主資本)は、2022/3 期で同社が 4.6%、ハイマックス 5.1%、東邦システムサイエンス 4.6%と中位であるが、一般的な水準と比較すると高い。

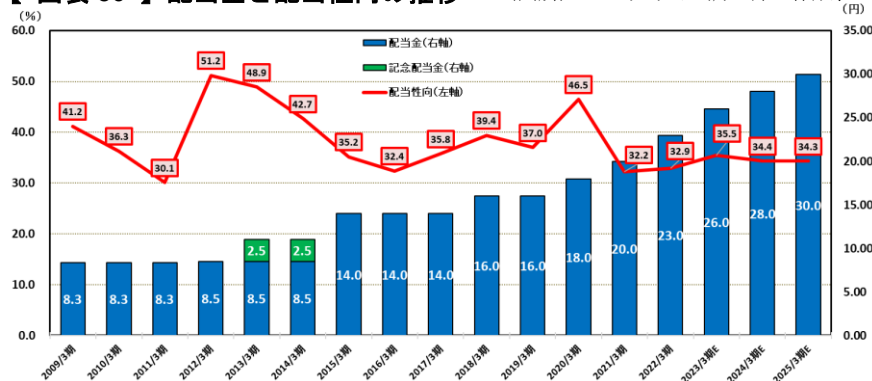
◆ 過去には、積極的に株式分割・自社株買いを実施。

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。それ以降の実施はない。また、自社株買いも、過去、合計 6 回にわたり実施し、累計で約 6.5 億円相当の株式(当時の取得価格総額)を取得している。

◆ キャッシュリッチで、今後も自社株買いを行う可能性がある。

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。

【 図表 50 】 配当金と配当性向の推移 (出所)アルファ・ウイン調査部が作成、E は当部予想



【図表 51】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	26	3.4
400	1,000	2,000	26	3.4
1,000		3,000	26	3.1

「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(2022年6月10日終値):925円、配当金は今期予想。

(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

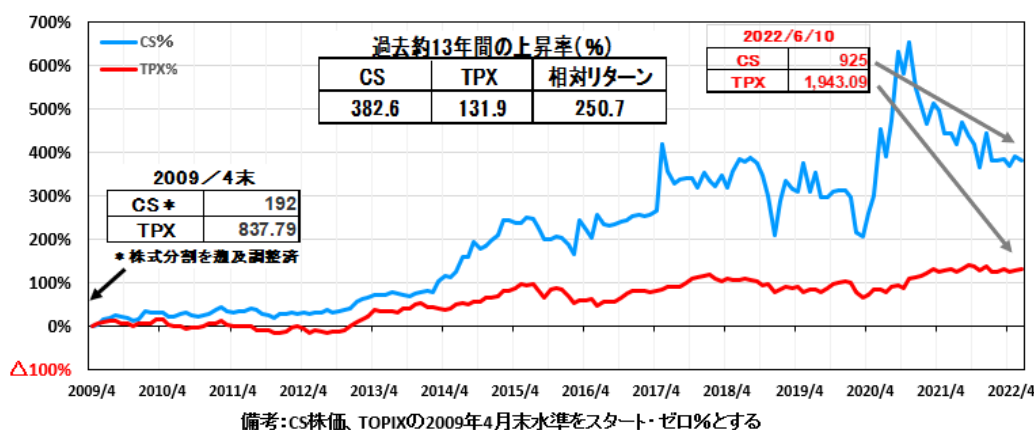
- ◆ ディフェンシブな内需成長株。過去約13年で株価は約4.8倍に上昇、TOPIXを大幅にアウトパフォーム。

同社はディフェンシブな小型の内需成長株であり、株価は過去約13年間で約4.8倍に上昇し、TOPIXを+251%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、2022年6月10日終値、図表52)。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と考えられる。

- ◆ 今後も安定成長が見込まれ、中期長期タームでは、魅力的な投資対象と考えられる。

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、中期長期タームでの投資対象候補と考えられる。

【図表 52】同社株(CS)とTOPIXの長期的なリターン(過去約13年間の月次別株価の推移)



(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 年初来ではTOPIXをアンダーパフォーム。

但し、今年に入ってからではTOPIXを、ややアンダーパフォームしている。新型コロナウイルス感染症などの影響などによる企業業績の悪化が懸念される中、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。この反動に加え、円安メリットを享受できる輸出株や、アフターコロナを見据えたインバウンド関連株や大型景気敏感株、エネルギー・資源株が買われたためと推察される。

- ◆ バリュエーションは、平均的でフェアバリュー。

東証プライムに上場する全銘柄、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、前者との比較ではやや下回り(PER、配当

・同業3社間では、業績の安定性と株式の流動性が最も高い。

・引き続きディフェンシブな内需成長株として注目。

利回り)、後者との比較では両社を僅かに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ほとんどついていないが、相対的に安定した成長性と流動性の高さが反映されていないとも考えられる(図表53)。

業績好調にもかかわらず同社の株価は、直近の約1年間で大きく下落し、TOPIXや同業他社をアンダーパフォームしている。今後、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。

【図表53】バリュエーションと流動性比較

社名	キューブシステム (CS:連結)	ハイマックス (HM:連結)	東邦システムサイエンス (TS:非連結)	東証プライム全銘柄	東証プライムに 上場するSI 24社
コード	2335	4299	4333		
株価(6月10日終値)	925	1,286	940	999.74	
時価総額(百万円)	13,413	15,963	13,034	704,887,500	12,098,161
PER(株価予想収益率)	12.52	12.31	12.08	13.99	17.96
PBR(株価純資産倍率)	1.74	1.57	1.40	1.21	2.36
配当利回り(%)	2.81	3.27	3.19	単純平均 2.35 (加重平均 2.45)	2.45
EV/EBITDA(倍)	4.95	4.51	3.00		
PSR(株価売上高倍率)	0.78	0.90	0.87		2.02
1日平均売買金額(百万円)	23	20	7		(24社の単純平均)

時価総額=発行済株式総数*時価(2022年6月10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2023/3期の会社計画、PBRに用いたBPSは2022/3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) * 現預金には長期預金や換金性の高い有価証券を加えた。

PSR=時価総額/売上高(2023/3期会社予想) 1日平均売買金額:過去約半年間の1日平均売買金額概算(百万円)

(出所) 図表53、54ともは有価証券報告書、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、東証プライム市場に上場する代表的なSI企業24社(同社、並びに上記2社も含む。なお24社合計の時価総額は約12.1兆円、同売上高は約8.2兆円、営業利益は8,035億円、営業利益率は9.78%)をユニバースとし、SIセクター(図表54)内で比較すると、バリュエーションにやや割安感がある。今後も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)が切り上がることが予想され、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54】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	2,733,473	1,949	3,270,000	236,000	7.2%	12.2	20.1	2.2	1.1%	21.00	96.97	906.22	0.8
4307	野村総合研究所	2,247,363	3,880	670,000	115,000	17.2%	21.3	28.2	6.4	1.2%	44.00	130.60	575.59	3.4
4684	オービック	1,913,316	19,210	98,500	59,800	60.5%	15.5	36.2	5.8	1.1%	220.00	530.01	3,310.49	19.4
3626	TIS	855,203	3,405	500,000	57,000	11.4%	14.0	22.1	2.9	1.4%	47.00	154.22	1,173.60	1.7
4739	伊藤忠テクノソリューションズ	775,200	3,230	553,000	55,500	10.0%	13.2	19.6	2.7	2.5%	81.00	184.45	1,216.67	1.4
4769	大塚商会	759,058	3,995	828,000	53,800	6.5%	13.9	20.7	2.7	3.1%	125.00	193.30	1,503.94	0.9
9719	SCSK	701,664	2,245	450,000	54,000	12.0%	14.1	18.4	2.8	2.3%	52.00	121.71	790.88	1.6
2327	日鉄ソリューションズ	338,098	3,695	295,000	31,000	10.5%	10.6	16.0	1.7	1.9%	70.00	230.60	2,149.59	1.1
8056	BIPROGY	323,946	2,954	330,000	29,000	8.8%	17.0	14.8	2.3	2.7%	80.00	199.16	1,283.45	1.0
1973	NECネットシステム	278,186	1,863	330,000	28,000	7.9%	11.6	18.1	2.1	2.5%	46.00	102.73	904.66	0.8
4812	ISID	259,100	3,975	120,000	15,000	12.5%	14.3	24.7	3.8	1.7%	66.00	161.13	1,041.24	2.2
9749	富士ソフト	249,380	7,400	265,500	17,300	6.5%	7.5	23.9	1.8	1.5%	109.00	309.38	4,046.94	0.9
9759	NSD	215,190	2,391	75,000	12,000	16.0%	15.7	23.2	3.6	2.3%	54.00	103.13	657.57	2.9
9682	DTS	152,616	3,110	100,000	11,400	11.4%	13.0	17.2	2.3	3.9%	120.00	180.72	1,376.05	1.5
4719	アルファシステムズ	58,950	4,195	35,000	4,200	12.0%	7.5	20.3	1.5	1.7%	70.00	206.56	2,715.43	1.7
4674	クレスコ	46,736	2,032	47,500	4,750	10.0%	15.6	12.8	1.9	2.3%	46.00	159.22	1,051.97	1.0
9692	シーエーシー	46,662	1,241	48,000	5,000	10.4%	12.4	12.8	1.2	3.2%	40.00	97.16	1,015.48	1.0
9739	NSW日本システムウェア	37,056	2,487	45,000	5,000	11.1%	13.8	10.7	1.4	2.0%	50.00	231.55	1,779.70	0.8
4725	CAC Holding	29,703	1,446	45,000	3,000	6.7%	8.8	12.2	0.8	4.1%	60.00	118.05	1,742.13	0.7
9600	アイネット	19,994	1,231	33,500	2,840	7.9%	10.1	10.7	1.1	3.9%	48.00	114.55	1,083.14	0.8
4299	ハイマックス	15,963	1,286	17,750	1,770	10.0%	13.4	12.3	1.6	3.3%	42.00	104.58	819.07	0.9
4682	フォーカスシステムズ	14,859	912	27,500	1,800	6.5%	8.3	11.3	0.9	3.3%	30.00	80.91	979.16	0.5
2335	キューブシステム	13,413	925	17,300	1,530	8.8%	13.8	12.5	1.7	2.8%	26.00	73.91	531.14	0.8
4333	東邦システムサイエンス	13,034	940	15,000	1,370	9.1%	12.0	12.0	1.4	3.2%	30.00	78.57	670.98	0.9
	単純平均	504,090					12.1%	12.9	18.0	2.4	2.5%			2.0
	単純平均(オービックを除く)	442,819				10.0%	12.8	17.2	2.2	2.5%				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、2022年6月10日終値

平均値は、有効なデータのみを対象とした平均

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ないと、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。