

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：2022/11/14

アルファ・ウイン 調査部

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

● 要旨

◆ 長期間に亘り安定成長を遂げる、独立系の中堅システムインテグレーター

- 株式会社キューブシステム（以下、同社）は、東証プライムに上場する独立系の中堅システムインテグレーターである。野村総合研究所（NRI）や富士通グループなどが主要取引先で、金融・流通・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50年を有する。
- 同社は過去21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+6.1%、経常利益成長率（同）は+7.3%と長期間に亘り順調に業容を拡大し、常に黒字を維持している。売上高経常利益率は7%前後で安定し、増収が増益、増配、時価総額の増大に直結している。2022/3期には、過去最高売上高と利益を更新し、3期連続の増配を実施した。
- 2022年4月には東証一部から、新設されたプライム市場に移行。

◆ 今上期（第2四半期累計）決算～前年同期比2.1%の減収、営業利益は同19.9%の二桁減益。一部顧客の情報化投資の政策変更と、収益向上策の効果の遅れが主要因。

<上期:概要>

- 2023/3期第2四半期累計（2022年4～9月：以下、上期）の決算は、売上高7,892百万円（前年同期比=YOY：△2.1%）、営業利益598百万円（同△19.9%）、経常利益598百万円（同△21.0%）、親会社株主に帰属する四半期純利益（以下、当期利益）388百万円（同△22.6%）となった（P2-図表1～4）。
- 期初の上期計画に対し、売上高は263百万円（計画比△3.2%）、営業利益151百万円（同△20.1%）、当期利益117百万円（同△23.1%）と計画未達となった（P2-図表1-中央左列）。
- 要因は、①一部の顧客が情報化投資の政策変更（テーマ）を行い、これに伴う大型案件の延期により想定していた売上高が上期に未計上となったことと（大手SIer経由で受注した上流工程のSIビジネスと推定）、②利益率の向上施策が想定を下回ったこと（プロジェクトやリソースの再配置、自動化やマルチタスク化の収益効果が不十分）である。
- なお、減収減益決算とは言え、過去最高売上高と利益を更新した前上期に次ぎ、上期としては高水準の売上高と営業利益を計上した。
- 粗利率は外注費などのコストの増加により、前上期の21.3%から今上期には20.9%へ0.4ポイント低下した（以下同順）。一方、経営基盤の強化（人材育成・情報化投資）を行い、販管費は971百万円から1,053百万円へと、81百万円（YOY+8.4%）増加し、販管費率は12.1%から13.3%へ上昇した。この結果、営業利益率は9.3%から7.6%へと1.7ポイント低下した。
- 販管費は、人員の増強などから人件費が380百万円から410百万円へと約30百万円（同+7.7%）増加し、売上高に占める人件費率は4.7%から5.2%に0.5ポイント上昇した。人件費以外の販管費も、経営基盤の整備（人材育成・情報化投資）を実施したため、591百万円から642百万円へと51百万円（同+8.7%）増加した。
- 営業外損益は大きな変化がなかったが、前上期には5百万円のプラスを計上したのに対し、今上期には円安によりベトナム子会社等の取引に伴う為替差損が拡大（前上期△5百万円⇒今上期△9百万円、契約時と決済時の為替レート差によるもの）し、4百万円のマイナスとなった。特別損益の発生項目は

ショートレポート

1/9

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。

なく、当期利益も営業利益・経常利益とほぼ同じ 20%前後の減益となった。

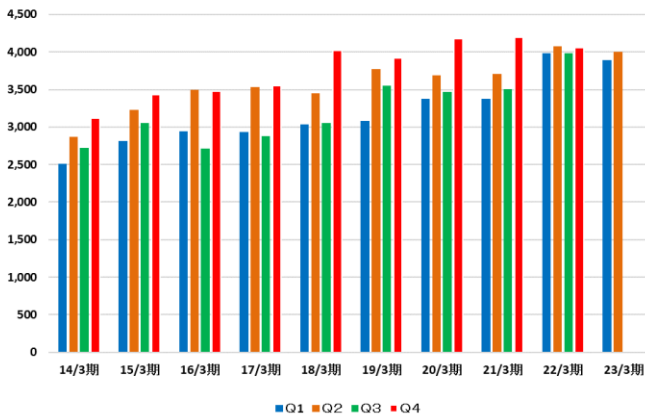
・なお、第1四半期(2022年4~6月:以下、Q1)の決算とQ2(同年7~9月)を比較すると、前年同期比での減収率は、Q1からQ2の順に、△2.4%から△1.8%へと0.3%縮小した。同様に営業利益・当期利益の減益率もそれぞれ、同△28.1%から△11.1%へと17.0%、同△34.0%から△9.5%へと24.5%縮小した(図表1-中央右列)。

【図表1】上半期の業績概要

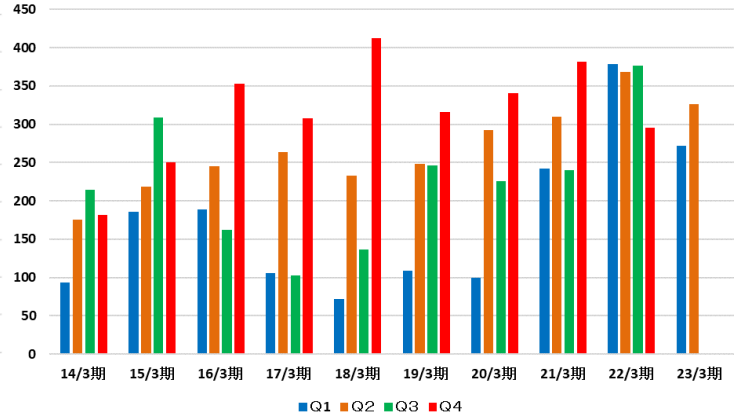
上期業績	2022/3上期		2023/3上期		2022/3上期		2023/3上期		2022/3第1四半期		2023/3第1四半期		2022/3第2四半期		2023/3第2四半期	
	A:実績	B:実績	C-B:A:前期比差	G/A:前期比	D:前年同季	E-B-D:予備差	F:実績	G:実績	H-Q-F:前期比差	I/F:前期比	J:実績	K:実績	L-K:I:前期比差	M/I:前期比	N:実績	O:N-I:前期比差
連結売上	8,080	7,892	-188	-2.1	8,155	-283	-3.2	3,987	3,892	-94	-2.4	4,073	4,000	-73	-1.8	
連結売上	1,718	1,651	-67	-3.9	-	-	863	785	-78	-9.0	856	868	10	1.2		
粗利率(%)	21.3	20.9	-0.4	-	-	-	21.6	20.2	-1.4	-	21.0	21.6	0.6	-		
販売管理費	971	1,053	81	8.4	-	-	483	513	30	6.2	488	540	51	10.5		
売上高販管費率(%)	12.1	13.3	1.3	-	-	-	12.1	13.2	1.0	-	12.0	13.5	1.5	-		
営業利益	746	598	-148	-19.9	749	-151	-20.1	379	272	-107	-28.1	367	328	-39	-11.1	
営業利益率(%)	9.3	7.6	-1.7	-	9.2	-	9.5	7.0	-2.5	-	9.0	8.2	-0.9	-		
経常利益	752	595	-158	-21.0	754	-159	-21.1	390	271	-119	-30.5	362	324	-38	-10.7	
経常利益率(%)	9.3	7.5	-1.8	-	9.2	-	9.8	7.0	-2.8	-	8.9	8.1	-0.8	-		
当期利益	502	398	-103	-22.6	505	-117	-23.1	264	179	-85	-34.0	238	215	-23	-9.5	
当期利益率(%)	6.2	4.9	-1.3	-	6.2	-	6.6	4.9	-1.7	-	5.8	5.4	-0.5	-		

(備考) 図表1~4とも決算短信、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。予想は会社計画。なお、本レポート全体において、計算過程の処理により数値に誤差や差異が生じることがある。以下同様。図表5は決算補足説明資料を一部修正。

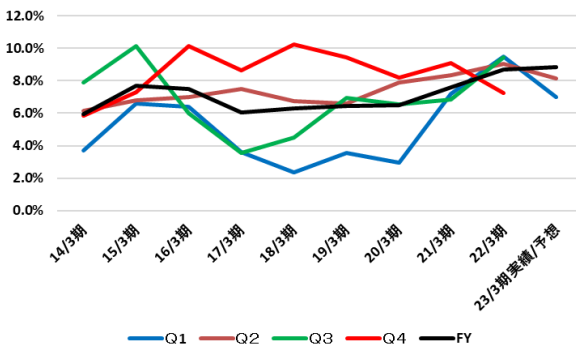
【図表2】四半期別・売上高推移(単位:百万円)



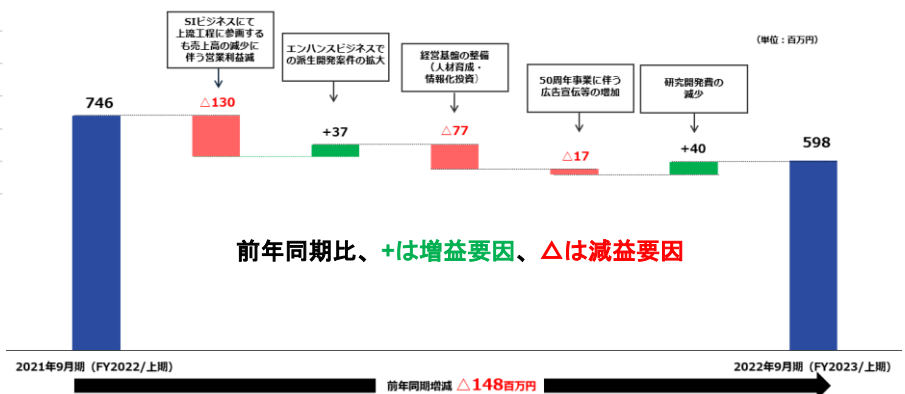
【図表3】四半期別・営業利益の推移(単位:百万円)



【図表4】四半期別・営業利益率推移(単位:%)



【図表5】上期営業利益の増減要因(前年同期比)



<上期:営業利益の増減要因>

・今上期の営業利益の増減要因は、上掲の図表5の通りである。研究開発費の減少(+40百万円の収益改善効果、以下同様)、及びエンハンスビジネスで派生開発案件の拡大(+37百万円)による増益効果が計77百万円あった。一方、SIビジネスの上流工程に参画するが、案件の延期や立ち上がりの遅れ等

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。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。

による減益要因 (同△130 百万円) のインパクトが大きく、加えて人材育成や情報化投資の積極化に伴う経営基盤の強化コストの増加 (同△77 百万円) や、50 周年記念事業に伴う広告宣伝費等の増加 (同△17 百万円) により、営業利益は前期比で 148 百万円の減少 (同△19.9%) となった。

<上期:進捗率>

- ・ 通期の会社業績予想に対する上期の進捗率は、売上高では 45.6% (前上期の進捗率 50.1%)、営業利益では 39.1% (同 52.6%) である。因みに、前期を含む直近 10 年間の上期実績に対する進捗率の単純平均値は、売上高では 48.8%、営業利益では 43.5% であり、今上期の進捗率は売上高・利益ともやや低調である。
- ・ なお、収益認識基準の変更により変動率は小さくなっているが、同社の特徴として過去の四半期業績には季節性が見られ、第 4 四半期 (1~3 月) が同一年度に占めるウエイトが最も高い (前期を含む直近 9 年間の平均の売上高ウエイト 27.7%、同営業利益ウエイト 33.5%)。次いで第 2 四半期 (7~9 月、順に 26.0%、27.3%)、第 3 四半期 (10~12 月、順に 23.5%、23.1%)、第 1 四半期 (4~6 月、順に 22.8%、16.1%) となる。この結果、例年、下期 (10~3 月) のウエイトが高い傾向 (同 10 年間の平均は順に 51.2%、56.5%) にはあるが、今下期の見込みはこれを 3~4 ポイント上回る 54.4%、60.9% となる計画である (P2-図表 2・3)。

<上期:セグメント>

- ・ 上期全体としては前期比で 168 百万円の減収となり、コストの増加・利益率の悪化も加わり営業利益は 148 百万円の減益となった。以下は、上期のセグメント別の分析である。

品目別業績 (3 区分、図表 6)

- ・ 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) は、売上高 5,734 百万円と前期比で 333 百万円 (YOY: △5.5%) の減収となった。金融業におけるクレジットカード会社向けシステム構築案件は拡大したが、運輸業における運送会社向けの縮小が要因である。営業利益率は前上期の 9.7% から 6.9% に低下し、同利益は 398 百万円と前期比で 191 百万円 (同△32.4%) の大幅な減益となった。
- ・ また、システムアウトソーシング・サービス (SOS) も、流通業における小売業向けの案件が拡大したものの、量販店向けシステム構築案件の縮小をカバーには至らず、売上高は 888 百万円と 48 百万円の減収 (YOY△5.1%)、営業利益率は前上期の 7.3% から 7.1% に僅かに低下し、営業利益は 62 百万円と 6 百万円の微減益 (同△8.1%) となった。
- ・ 一方、プロフェッショナル・サービス (ProS) は、通信業における通信会社向け、並びに郵便事業会社向けシステム構築案件の拡大により、売上高は 1,269 百万円と 213 百万円の増収 (同+20.2%)、営業利益は 137 百万円と 49 百万円の増益 (同+54.6%) となった。営業利益率が 8.4% から 10.8% に、品目別では唯一上昇した。

【図表 6】上期の品目別・業績推移

連結	上期実績	2022/3上期				2022/3前年同期				2021/3上期				2021/3前年同期			
		売上高	営業利益	営業利益率	増減率	売上高	営業利益	営業利益率	増減率	売上高	営業利益	営業利益率	増減率	売上高	営業利益	営業利益率	増減率
合計	5,734	398	6.9%	-19.9%	5,734	398	6.9%	-19.9%	5,734	398	6.9%	-19.9%	5,734	398	6.9%	-19.9%	
品目別	システムインテグレーション・サービス (SIS)	5,734	398	6.9%	-19.9%	5,734	398	6.9%	-19.9%	5,734	398	6.9%	-19.9%	5,734	398	6.9%	-19.9%
	システムアウトソーシング・サービス (SOS)	888	62	7.1%	-8.1%	888	62	7.1%	-8.1%	888	62	7.1%	-8.1%	888	62	7.1%	-8.1%
	プロフェッショナル・サービス (ProS)	1,269	137	10.8%	+54.6%	1,269	137	10.8%	+54.6%	1,269	137	10.8%	+54.6%	1,269	137	10.8%	+54.6%

(備考) 決算短信、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。増減額寄与率は、変化額の絶対値に対する割合 (図表 7~10 も同様)

ショートレポート 3/9

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。

業種別業績 (4 区分、図表 7)

- ・金融業を除き 3 業種とも減収減益となった。上期では全体の売上高の約 30%を占める金融業は、既述のようにクレジットカード会社や、保険会社向けシステム構築案件が拡大し、売上高が 2,337 百万円と前期比 25.5%の大幅な増収となった。加えて営業利益率が、前上期の 7.7%から今上期には 8.7%へと全 4 業種内で唯一改善し、営業利益は 202 百万円と同 42.3%の大幅な増益 (YOY+60 百万円) となった。
- ・流通業、運輸・通信業、その他の業種では、システム構築案件の縮小により減収となり、加えて営業利益率が低下し、いずれも営業減益となった。特に、前上期では収益寄与が大きかった運輸・通信業の営業利益が 285 百万円から 147 百万円と半減したことや、流通業が 163 百万円から 114 百万円へと減益になったことが大きい。

【図表 7】上期の業種別業績推移

連結	業種	2022/A上期		2022/A上期		増減額/個	増減率	増減率寄与率	増減率	増減率寄与率	増減率	増減率寄与率	増減率	増減率寄与率	増減率	増減率寄与率	増減率	増減率寄与率	
		A上期		B上期															
		単位:百万円、%	2021年4-9月	2022年4-9月	YOY:百万円/%														YOY:%
区分	売上高	8,080	7,892	-188	-2.1	-100.0	100.0	3,887	3,892	-5	-0.1	-100.0	100.0	4,079	4,000	-79	-1.9	-100.0	100.0
業種別	金融業	1,261	2,337	1,076	85.3	252.2	29.6	934	1,120	186	20.7	205.3	23.0	927	1,209	282	30.4	304.5	30.2
	流通業	1,698	1,858	-160	-9.4	-22.0	21.0	615	785	-170	-27.6	-30.9	20.2	681	679	-2	-0.3	-10.9	21.8
	運輸・通信業	1,871	1,571	-300	-16.1	-32.8	19.9	1,082	828	-254	-23.5	-25.0	21.2	1,104	745	-359	-32.5	-489.5	18.0
	その他	657	729	72	11.0	39.2	9.2	919	944	25	2.7	27.7	8.8	339	379	40	11.8	54.5	9.5
業種別	営業利益	476	427	-49	-10.3	-29.1	5.4	244	209	-35	-16.7	-40.4	5.3	232	221	-11	-4.7	-15.0	5.6
	営業利益率	5.9	5.4	-0.5	-8.5	-18.8	14.8	810	801	-9	-1.1	-9.8	15.4	581	372	-209	-36.0	-75.6	14.3
	営業利益率寄与率	7.4	5.5	-1.9	-25.7	-100.0	100.0	379	272	-107	-28.1	-100.0	100.0	387	326	-61	-15.7	-100.0	100.0
	営業利益率寄与率	5.9	5.5	-0.4	-6.8	-22.3	15.2	24	34	10	39.8	8.4	12.5	58	57	-1	-2.0	2.5	17.5

(備考) 決算短信、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。

ビジネスモデル別業績 (3 区分、図表 8)

- ・売上高の 74%、営業利益の 84%を占めるエンハンスビジネスは、クレジットカード・通信・小売業向け案件の拡大により、売上高は前上期比で 3.2% (YOY+182 百万円、以下同様) 増収の 5,814 百万円と好調であった。増収に加えて営業利益率が 8.0%から 8.6%に上昇し、営業利益は同 11.4% (+51 百万円) の増益で 502 百万円となった。
- ・また、売上高の 23%、営業利益の 15%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、クラウドベンダーとの協業に注力したが、運送事業会社向けシステム構築案件の縮小により、売上高は前上期比で 19.9% (△455 百万円) 減収の 1,833 百万円、営業利益は同 69.4% (△204 百万円) の大幅な減益で、90 百万円となった。営業利益率は、12.8%から 4.9%に急低下した。
- ・デジタルビジネスは売上高で全体の 3%と規模は小さいが、流通業における DX 案件の獲得、並びにコンサル協業ビジネスを通じた新規案件や既存領域での案件の拡大により、前期比で 75.0%の増収 (+104 百万円) となり、243 百万円を計上した。同ビジネスの営業損益は、前上期がほぼゼロ (+1 百万円) であったのに対し、今上期は 5 百万円の黒字と僅かに黒字幅を拡大した。
- ・デジタル並びにエンハンスビジネスは、いずれも増収増益と好調であり、今上半期全体の減収減益要因は、主に上述した大型案件の延期に起因する SI ビジネスによるものである。

【図表 8】上期のビジネスモデル別業績推移

連結	業種	2022/A上期		2022/A上期		増減額/個	増減率	増減率寄与率	増減率	増減率寄与率	増減率	増減率寄与率	増減率	増減率寄与率	増減率	増減率寄与率	増減率	増減率寄与率	
		A上期		B上期															
		単位:百万円、%	2021年4-9月	2022年4-9月	YOY:百万円/%														YOY:%
区分	売上高	8,080	7,892	-188	-2.1	-100.0	100.0	3,887	3,892	-5	-0.1	-100.0	100.0	4,079	4,000	-79	-1.9	-100.0	100.0
業種別	エンハンス	5,814	5,814	0	0.0	0.0	73.7	2,840	2,838	-2	-0.1	-100.0	100.0	2,732	2,878	146	5.3	53.0	71.8
	エンハンス	1,833	1,833	0	0.0	0.0	15.2	1,082	944	-138	-12.7	-85.2	15.0	129	94	-35	-30.6	-277.4	17.2
	エンハンス	657	729	72	11.0	39.2	9.2	919	944	25	2.7	27.7	8.8	339	379	40	11.8	54.5	9.5
	エンハンス	1,261	2,337	1,076	85.3	252.2	29.6	934	1,120	186	20.7	205.3	23.0	927	1,209	282	30.4	304.5	30.2
業種別	営業利益	476	427	-49	-10.3	-29.1	5.4	244	209	-35	-16.7	-40.4	5.3	232	221	-11	-4.7	-15.0	5.6
	営業利益率	5.9	5.4	-0.5	-8.5	-18.8	14.8	810	801	-9	-1.1	-9.8	15.4	581	372	-209	-36.0	-75.6	14.3
	営業利益率寄与率	7.4	5.5	-1.9	-25.7	-100.0	100.0	379	272	-107	-28.1	-100.0	100.0	387	326	-61	-15.7	-100.0	100.0
	営業利益率寄与率	5.9	5.5	-0.4	-6.8	-22.3	15.2	24	34	10	39.8	8.4	12.5	58	57	-1	-2.0	2.5	17.5

(備考) 決算短信、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。

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。

顧客グループ別売上高 (5 区分、図表 9)

- ・全体の約 48%を占める NRI 向けの売上高が、前上期 4,184 百万円から今上期に 3,809 百万円へと 375 百万円減収 (YOY△9.0%) となった。これは全体の減収幅 (絶対値 168 百万円) の 223%を占め、最大の下振れ要因となった (運輸業の SI ビジネスと推定される)。また、イオングループ向けの売上高も、前年同期比で 23 百万円の減収となった。
- ・一方、富士通グループ (以下、G) 向けの売上高が 74 百万円、みずほ G 向けが 37 百万円、その他が 118 百万円の増収と堅調であった。

【図表 9】顧客グループ別の上期売上高推移

グループ	2020/9期	2021/9期	2022/9期	2022/9期 構成比率	増減額	増減率	増減寄与率
単位	百万円	百万円	百万円	%	百万円	%	%
NRI	3,457	4,184	3,809	48.3	-375	-9.0	-223.2
富士通	1,325	1,539	1,613	20.5	74	4.8	44.0
イオン	394	380	356	4.5	-23	-6.1	-13.7
みずほ	268	297	334	4.2	37	12.5	22.0
その他	1,637	1,659	1,778	22.5	118	7.1	70.2
合計	7,083	8,060	7,892	100	-168	-2.1	100.0

(備考) 決算補足説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

<従業員数と生産性>

- ・同社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はリンクする。国内外の合計従業員は、2020/9 (月末、以下同様) : 791 人→2021/9 : 815 人 (+24 名、+3.0%) →2022/9 : 869 人 (+54 名、+6.6%) と順調に増員を進め、人的なキャパシティは拡大傾向にある。ただし、依然として潜在的なシステム需要 (テレワーク・EC・AI などの非対面関連、DX 関連ビジネス) は旺盛であり、人材は不足気味である。さらなる成長に対する主なボトルネックは人的なリソースと考えられ、新卒・中途採用を強化し増員するとともに、人員稼働率の改善に向けて国内従業員一人当たりの売上高 (前々上半期⇒前上期⇒今上期の順に 10,033 千円/人⇒11,164 千円/人⇒10,494 千円/人、以下同様) や同営業利益 (782 千円/人⇒1,034 千円/人⇒795 千円/人) を管理指標として、生産性を向上すべく注力している。

<バランスシート>

- ・上期末のバランスシートに大きく変化はなく、現金及び預金は 50 億円と手元の流動性は潤沢である (平均月商の 3.5 ヶ月相当、借入金は 2.4 億円と実質無借金)。また、流動比率は 384.0%、自己資本比率は 73.4%と財務体質は良好である。今後は株主還元強化や、M&A・事業提携・投融資など成長に向けた余剰資金の有効活用が注目点となる。

◆期初の通期業績予想に変更なし、記念配を含む大幅な増配を計画。

<下期:会社予想>

- ・同社は、下期の売上高を 9,408 百万円 (YOY+1,369 百万円、+17.0%)、営業利益を 932 百万円 (同+261 百万円、+38.9%)、営業利益率 9.9% (同+0.8 ポイント)、当期利益を 612 百万円 (同+169 百万円、+38.1%) と大幅な増収増益を見込んでいる (P8-図表 A、2023/3 期 H2 CE)。下期としては、前期に続き過去最高売上高と各利益を連続更新する予想である。
- ・なお、今上期末の受注残高は、4,506 百万円 (YOY+325 百万円、+7.8%) と前期比で増加しており、旺盛な需要を背景に下期も堅調な受注高を見込んでいる。セグメント別では、デジタルビジネスを始め全ビジネスモデルで、また業種別では運輸・通信業を除く全業種で受注残高が増加している (P6-図表 10)。

<通期:会社予想>

- ・ 同社は、通期の売上高を 17,300 百万円 (YOY:+7.5%)、営業利益を 1,530 百万円 (同+7.9%)、当期利益を 1,000 百万円 (同+5.9%)、営業利益率を 8.8% (前期: 8.8%、横這い) と予想しており、期初計画からの修正はない (P8-図表 A、2023/3 期 CE)。前期に続き今通期も増収増益を見込み、過去最高売上高と利益の連続更新を同社は計画している。
- ・ 通期の業種別の売上高予想では、銀行・保険からの受注が好調な金融業 (3,909 百万円⇒4,420 百万円、YOY+510 百万円、+13.1%、増収寄与率 42.5%)、エネルギー・教育関連の受注も見込まれるその他 (同順に 4,562 百万円⇒5,420 百万円、+857 百万円、+18.8%、71.4%) の増収による寄与を大きく見込んでいる (図表 10)。
- ・ 同様にビジネスモデル別では全業種が増収となる計画であるが、受注が拡大しているデジタルビジネス、並びに需要が旺盛な SI ビジネスが牽引役となる。
- ・ なお、年間 26 円/株 (上期 11 円、期末 15 円) の期初計画の普通配当金に、2022 年 7 月 5 日に創立 50 周年を迎えたことから、上・下期に各 12 円/株の記念配当 (合計 24 円/株) を上乗せし、年間 50 円/株への増配を予定している。

【 図表 10 】 セグメント別の受注状況と通期売上高の計画

セグメント	受注高				受注残高				売上高(2023/3期は会社計画)					
	2021/9期	2022/9期	増減	増減率%	2021/9期	2022/9期	増減	増減率%	2022/3期	2023/3期	増減	増減率%	寄与率%	
業種別	金融業	1,890	2,407	516	27.3	1,094	1,269	174	16.0	3,909	4,420	510	13.1	42.5
	流通業	1,699	1,897	198	11.7	952	1,177	225	23.6	3,342	3,550	207	6.2	17.3
	運輸・通信業	2,168	1,436	-731	-33.7	991	669	-321	-32.4	4,285	3,910	-375	-8.8	-31.3
	その他	2,179	2,380	201	9.2	1,142	1,390	247	21.6	4,562	5,420	857	18.8	71.4
	合計	7,937	8,122	184	2.3	4,181	4,506	325	7.8	16,099	17,300	1,200	7.5	100.00
ビジネスモデル別	デジタル	174	326	151	86.6	91	271	180	198.6	350	780	429	122.6	35.8
	SIビジネス	2,317	2,164	-153	-6.6	1,123	1,221	98	8.8	4,645	5,140	494	10.6	41.2
	エンハンス	5,445	5,631	186	3.4	2,966	3,012	46	1.6	11,103	11,380	276	2.5	23.0
	合計	7,937	8,122	184	2.3	4,181	4,506	325	7.8	16,099	17,300	1,200	7.5	100.0

(備考) 決算補足説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

<通期:当調査部予想>

- ・ 新型コロナウイルス感染症の再拡大の懸念 (第 8 波) や世界情勢の不透明感を背景に、業績の悪化した企業の中には、IT 投資を抑制する動きも一部にある。一方で、好調業種や戦略的な DX 投資 (ビジネス変革・プロセス変革) を積極化する企業も多く、IT 投資の二極化が見られる。
- ・ このような環境下において、同社は後者のシステム案件の受注を戦略的に強化する一方、高収益案件へのシフト、リソースの効率化を進めてきた。その結果、既述のように上期の受注高と受注残は、前年同期を上回り堅調である。
- ・ 総じて商談や受注にスローダウンの兆候はなく、金融業等の停滞していた業種からの需要の回復や、上流工程や DX 案件の獲得が進んでいること、ある程度のコントロールを行う余地があると思われること、また受注型の安定したビジネスモデルから判断し、当調査部では今期の売上高・利益とも下ぶれリスクは限定的であると考えていた。但し、マクロ環境リスクを考慮し、同社の通期計画に対しやや慎重な予想を行っていた (P8-図表 A、2023/3 期・CE、並びに旧 E=前回の当部予想)。
- ・ 今上期の業績未達を踏まえ、また、同社の下期前提が売上高、営業利益率、営業利益ともやや高い目標数値と思われることから、今回、通期の見通しを若干、下方修正した。(当部の前回予想⇒今回予想の順に) 売上高 17,200⇒17,100 百万円 (会社計画比△100⇒△200 百万円)、営業利益 1,520⇒1,480 百万円 (同△10⇒△50 百万円)、当期利益 1,000⇒970 百万円 (同 0⇒△30 百万円)、営業利益率 8.8%⇒8.7% (会社計画 8.8%) と予想を修正した (P8-図表 A、2023/3 期・旧 E、新 E)。但し、当部の業績修正後も前期比で増収増益、並びに過去最高売上高と利益の連続更新の可能性はあると考えている。

<中期: 予想>

・同社は中長期的に、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し、高成長が見込めるデジタルビジネスと SI ビジネスに事業ポートフォリオをシフトしていく方針である。現中期経営計画の最終年度となる 2024/3 期には売上高 190 億円 (今期会社予想比+17 億円)、営業利益 17.1 億円 (同+1.8 億円) を計画している。

・当調査部では、堅調な情報化投資が来期以降も継続すると考えており、同社に対する中期的な業績の見通しと評価を変えていない。なお、配当に関しても、来期以降の中期予想 (普通配当で、年間+2 円/株の増配ペース) は据え置いた。

・ユーザー企業は、DX 化、ウイズコロナを考慮した新ビジネスモデルへの展開、競争優位性の強化、人手不足対応、業務の効率化・迅速化などを背景に IT 投資を継続的に拡大するものと考えられ、同社の成長ポテンシャルは高い。ビジネス領域の拡大、新規顧客開拓、各種施策による生産性の向上により、経済環境が正常化すれば、年率 6~10%前後の安定した増収増益トレンドを描くと当調査部では予想している。

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

<パフォーマンス>

・同社株は、過去約 13 年間に於いて好業績を背景に約 5.2 倍に上昇し、TOPIX を大幅にアウトパフォームしている (+約 286%)。今期に入ってから、7 月に記念配当による増配を発表して以降、TOPIX を 4.5%アウトパフォームしている。なお、上期決算の発表後 (11 月 2 日終値以降) も、株価は対 TOPIX で相対的に堅調に推移しており、1,000 円前後でもみ合っている (P9-図表 C)。

<バリュエーション・業績比較>

・現在、東証プライム全社平均のバリュエーションは、予想 PER13.54 倍 (会社計画基準)、PBR1.17 倍 (実績 BPS 基準)、予想配当利回り (単純平均) 2.35%である。同社のバリュエーションは、PER や普通配を基準とする実質的な配当利回り (2.3%) では、ほぼ平均的である。

・また、東証プライム市場に上場する同業他社 (ハイマックス、東邦システムサイエンス、P8-図表 11) との比較では、主要なバリュエーションは高安まちまちである。PER は中位、その他は PSR を除くとやや高い。総じて株価に割高感はない。

・長期間にわたる着実な利益成長の実績と、相対的な業績のボラティリティの低さ、並びに流動性の高さが評価され、株価やパフォーマンスにも反映されていると思われる。

<株価の見通し>

・今後の同社の株価は、最終ユーザーである企業の IT 投資の動向に伴う受注状況、同社の業績 (特に今期の着地、及び来期の予想利益水準)、自社株買いの有無がポイントになると思われる。中期的には、第 2 次中期経営計画 (2025/3 期以降にスタート) の目標数値 (売上高・利益額・利益率) や戦略の内容、並びに SI・デジタルビジネスの業績への寄与度や、株主還元策 (配当水準、自社株買いや株式分割) にも注目していきたい。

・今後も内需中心のディフェンシブな小型安定成長株として、同社が継続的に年率 2 桁近い安定した利益成長を示せれば、PER の水準訂正と EPS の増加により、中長期的には株価に上昇余地があると考えている。

【 図表 11 】 同業他社とのバリュエーション・業績比較

項目	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)
株価情報	コード (Pは東証プライム市場)	2335 P	4299 P	4333 P
	株価(11月11日終値)	1,000	1,518	1,013
	時価総額(百万円)	14,500	18,843	14,046
バリュエーション	PER(株価予想収益率)	13.53	14.53	13.02
	PBR(株価純資産倍率)	1.80	1.79	1.46
	配当利回り(%)	5.00	2.77	3.46
	EV/EBITDA(倍)	14.94	11.96	6.95
	PSR(株価売上高倍率)	0.84	1.06	0.94
流動性	1日平均売買金額(百万円)	29	23	11
	売上高(百万円)	7,892	8,794	7,527
今上期業績	営業利益(百万円)	598	871	740
	前年同期比・増収率(%)	-2.1	11.3	8.8
	同 営業増益率(%)	-19.9	16.2	7.9
	営業利益率(%)	7.6	9.9	9.8
	通期予想比・今上期の売上高進捗率(%)	45.6	49.5	50.2
	同 営業利益進捗率(%)	39.1	49.2	54.0
今通期業績 (会社予想)	売上高(百万円)	17,300	17,750	15,000
	営業利益(百万円)	1,530	1,770	1,370
	前年同期比・増収率(%)	7.5	6.4	5.6
	同 営業増益率(%)	7.9	3.1	3.2
	営業利益率(%)	8.8	10.0	9.1

(備考) 各社の決算短値に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。時価総額=発行済株式総数×株価(2022年11月11日終値)

PERの計算に用いたEPSは、全て2023/3期会社予想、PBRの計算に用いたBPSは今上期決算を反映

EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現預金)/(営業利益+減価償却+無形固定資産償却等)

なお、有利子負債・現預金は今上期決算を反映、営業利益、減価償却+無形固定資産償却等は各社の今通期予想

PSR=時価総額/売上高(2023/3期会社予想)、1日平均売買金額:直近の過去約9ヶ月間の1日平均売買金額概算(百万円)

【 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)
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 CE	17,300	7.5	1,530	7.9	1,545	7.8	1,000	5.9	73.91	非公表	50.0
2023/3 旧E	17,200	6.8	1,520	7.3	1,535	7.2	1,000	5.9	73.90	580.79	50.0
2023/3 新E	17,100	6.2	1,480	4.4	1,495	4.4	970	2.8	71.69	578.57	50.0
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	9.4	1,700	14.9	1,715	14.7	1,100	13.4	81.29	612.08	28.0
2025/3 E	19,600	4.8	1,800	5.9	1,820	6.1	1,180	7.3	87.21	671.29	30.0
2021/6 Q1	3,987	18.2	378	56.5	390	57.1	262	59.0	19.35	487.51	0.0
2022/6 Q1	3,892	-2.4	272	-28.1	271	-30.5	173	-34.0	12.84	543.58	0.0
2021/9 Q2	4,073	9.8	368	18.7	362	2.0	239	1.7	15.95	509.03	8.0
2022/9 Q2	4,000	-1.8	326	-11.4	323	-10.8	215	-10.0	15.89	556.76	23.0
2021/9 H1	8,060	13.8	746	35.1	752	24.6	501	25.3	35.30		8.0
2022/9 H1	7,892	-2.1	598	-19.9	594	-21.0	388	-22.6	28.73		23.0
2022/3 H2	8,039	4.3	671	7.9	680	-1.7	443	-0.2	34.52		15.0
2023/3 H2 CE	9,408	17.0	932	38.9	951	39.9	612	38.1	45.18		27.0

(備考) CE:会社予想、旧E:当調査部の前回予想、新E:当調査部の今回予想。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。Q1:4-6月、Q2:7-9月、H1(上期):4-9月、H2(下期):10-3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

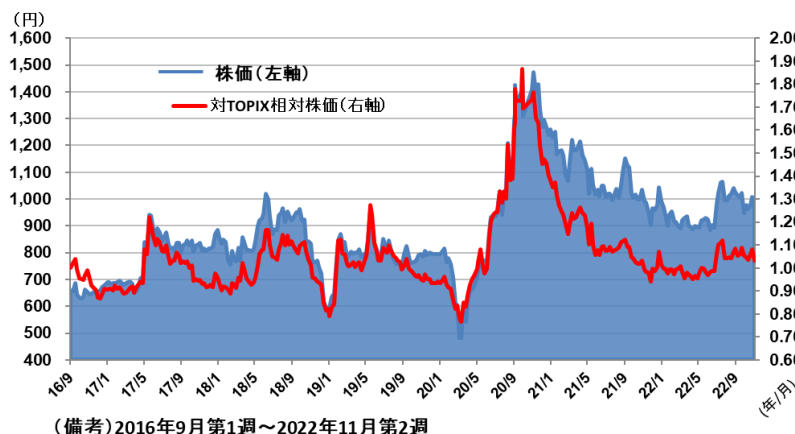
項目	2022/11/11	項目	PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り	配当性向
株価(円)	1,000	前期実績	14.3	1.9	2.3%	32.2%
発行済株式数(千株)	14,500	今期予想	13.9	1.7	5.0%	69.7%
時価総額(百万円)	14,500	来期予想	12.3	1.6	2.8%	34.4%
潜在株式数(千株)	0	今上期末自己資本比率	73.4%	前期ROE	13.8%	

(備考) 予想はアルファ・ウイン調査部予想

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。

【 株価チャート (週末値) 2335 キューブシステム 】 図表C



【パフォーマンス】

期間	リターン	対TOPIX
1ヶ月	0.0%	-2.5%
3ヶ月	-4.2%	-5.0%
6ヶ月	6.0%	2.6%
12ヶ月	11.4%	8.8%

(備考)

・株価、指数は2022年11月11日の終値までを反映。対TOPIXは、同社株のパフォーマンスから、TOPIXのパフォーマンスを差し引いた相対値。

・期間1ヶ月のパフォーマンスは、10月末日の終値と11月11日の終値を比較(他も同様)。

ディスクレーマー

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

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない、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を負いません。SV2022-11-17-2100

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、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。