

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：2023/2/14

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（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、長期に亘り、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した。
- 2022年12月にNRIが20%超出資し、同社はNRIの関係会社（持分法適用会社）になると思われる。

◆ 野村総合研究所（NRI）と資本・業務提携契約を締結

- 同社は、株式会社野村総合研究所（以下、NRI、コード番号：4307）と2022年12月に資本・業務提携を行い、NRI宛に株式の第三者割当を実施した。これに加え、NRIは市場内立会外取引により株式を取得しており、持株比率は従前の1.51%から20.18%に上昇し、筆頭株主となった。
- NRIは、野村証券系のSIで東証プライム市場に上場し、時価総額は1.8兆円、今期6,900億円の売上高と770億の当期利益を見込む業界10指に入る大手優良企業である。コンサルティングとITソリューションの両機能を併せ持ち、業界トップクラスの利益率と金融業界を中心に強固な顧客基盤を誇る。同社とは長期にわたり協業関係にあり、最重要取引先（前期・NRI向け売上高比率51.5%）である。因みに、同社の中西社長と取締役2名もNRIの出身である。
- 今回の資本提携により同社はネットで1,636百万円を調達し、自己資金と合わせて総額2,180百万円を、更なる成長に向け4期間にわたり、生産設備と生産体制の増強に投資する計画である（図表1）。
- また、業務面では、長期的かつ継続的な関係の強化、事業領域の拡大、生産拠点の活用拡大・生産体制の拡充、人材交流などを進めていく意向である。提携は同社の中長期的な業容の拡大と、安定した成長に資するとポジティブに捉えられる。

【図表1】調達資金の使途とスケジュール（計画）（備考）ニュースリリースに基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

年度	単位：百万円、%	2023/3期	2024/3期	2025/3期	2026/3期	累計	同左構成比
使途	合計（金額）①=②+③	120	845	805	410	2,180	100.0%
	同（比率）	5.5%	38.8%	36.9%	18.8%	100.0%	
主な資金使途	生産設備 小計 ②（以下、内訳）	80	385	125	0	590	27.1%
	ニアショア（地方拠点の新規開設）	80	160	0	0	240	11.0%
	ニアショア（既存拠点の拡充）	0	100	50	0	150	6.9%
	テレワーク環境の拡充・整備	0	50	0	0	50	2.3%
	オフショア拠点の拡充・企業間連携施策	0	50	50	0	100	4.6%
	ソフトウェアアセットの購入	0	25	25	0	50	2.3%
	生産体制 小計 ③（以下、内訳）	40	460	680	410	1,590	72.9%
	採用投資（生産人材の獲得）	20	320	320	320	980	45.0%
	教育投資（人材育成）	10	30	30	30	100	4.6%
	生産・品質管理高度化施策 （社員との）エンゲージメント強化	0 10	60 50	60 270	60 0	180 330	8.3% 15.1%

ショートレポート

1/11

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。

◆ 今期第3四半期累計決算～前年同期比 0.6%の減収、15.3%の営業減益。リソース等の再配置の遅れ、並びに収益向上策の効果が想定を下回ったことが要因。

<Q3 累計決算：概要>

・2023/3 期第3 四半期累計 (2022 年4～12 月：以下、Q3 累計) の決算は、売上高 11,972 百万円 (前年同期比=YOY：△0.6%)、営業利益 951 百万円 (同△15.3%)、経常利益 953 百万円 (同△15.8%)、親会社株主に帰属する四半期純利益 (以下、当期利益) 628 百万円 (同△16.8%) となった (図表 2)。

・期初計画に対し、上期の売上高・利益はともに未達となったが、Q3 (10～12 月) でカバーするまでには至らず、Q3 累計でも未達となったと考えられる。

・減益、並びに計画未達の要因は、①他案件へのリソース (社員、ビジネスパートナー) シフト、新規案件獲得に向けた技術要素の獲得、体制の構築などリソースの再配置が遅れていること、②価格交渉や、ソフトウェア開発の自動化、マルチタスク化などによる利益率の向上策の効果が、想定を下回ったことである。

・なお、今期 Q3 累計決算は減収減益とは言え、過去最高売上高と利益を更新した前期 Q3 累計に次ぎ、高水準の売上高と利益を計上した。

【図表 2】Q3 累計の業績概要

連結	第3四半期・累計業績		2022/3期Q3累計	2023/3期Q3累計	増減額/幅	増減率	増減額寄与率	構成比率
	単位：百万円		2021年4-12月	2022年4-12月	YOY: 百万円/%	YOY: %	%	%
区分	連結売上	サービス/業種名	12,041	11,972	-69	-0.6	-100.0	100.0
品目別	売上高	システムインテグレーション: SIS	9,019	8,781	-238	-2.6	-344.9	73.3
		システムアウトソーシング: SOS	1,396	1,314	-82	-5.9	-118.8	11.0
		プロフェッショナル: ProS	1,624	1,876	251	15.5	363.8	15.7
		システムインテグレーション: SIS	849	665	-184	-21.7	-107.6	69.9
	営業利益	システムアウトソーシング: SOS	110	89	-21	-19.1	-12.3	9.4
		プロフェッショナル: ProS	162	196	34	21.2	19.9	20.6
		システムインテグレーション: SIS	9.4	7.6	-1.8			
		システムアウトソーシング: SOS	7.9	6.8	-1.1			
		プロフェッショナル: ProS	10.0	10.5	0.5			
		営業利益率%						
業種別	売上高	金融業	2,848	3,571	723	25.4	1,047.8	29.8
		流通業	2,504	2,561	57	2.3	82.6	21.4
		通信業・運輸業	3,266	2,267	-998	-30.6	-1,448.4	18.9
		製造業(その他)	930	1,116	186	20.0	269.6	9.3
		官公庁(その他)	679	637	-42	-6.2	-60.9	5.3
		その他(その他)	1,812	1,817	5	0.3	7.2	15.2
		営業利益	金融業	209	310	100	48.2	58.5
	流通業	224	194	-30	-13.1	-17.5	20.4	
	通信業・運輸業	443	210	-233	-52.6	-136.3	22.1	
	製造業(その他)	45	45	0	1.9	0.0	4.7	
	官公庁(その他)	53	34	-19	-35.7	-11.1	3.6	
	その他(その他)	146	154	8	6.0	4.7	16.2	
	営業利益率%	金融業	7.4	8.7	1.3			
		流通業	9.0	7.6	-1.4			
		通信業・運輸業	13.6	9.3	-4.3			
		製造業(その他)	4.8	4.1	-0.7			
		官公庁(その他)	7.9	5.4	-2.5			
		その他(その他)	8.1	8.5	0.4			
		デジタルビジネス	228	408	181	80.5	262.3	3.4
	ビジネスモデル別	売上高	SIビジネス	3,516	2,905	-611	-17.4	-885.5
エンハンスビジネス			8,299	8,659	360	4.3	521.7	72.3
デジタルビジネス			10	14	4	41.8	2.3	1.5
営業利益		SIビジネス	434	174	-259	-59.8	-151.5	18.3
		エンハンスビジネス	677	781	103	12.4	48.5	80.0
		デジタルビジネス	4.4	3.4	-1.0			
		SIビジネス	12.3	6.0	-6.4			
エンハンスビジネス	8.2	8.8	0.6					
営業利益率%								
連結	粗利	2,581	2,588	7	0.3	0.0		
	粗利率 (%)	21.4	21.5	0.1				
	販売管理費	1,459	1,617	159	10.9			
	売上高販管比率 (%)	12.1	13.5	1.4				
	営業利益	1,122	951	-171	-15.3			
	営業利益率 (%)	9.3	7.9	-1.4				
	経常利益	1,133	954	-179	-15.8			
	経常利益率 (%)	9.4	8.0	-1.4				
	当期利益	755	628	-127	-16.8			
	当期利益率 (%)	6.3	5.2	-1.1				

(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。なお、本レポート全体において、計算過程の処理により、同一項目の数値に誤差や差異が生じることがある (以下同様)。また、増減額寄与率は、変化額の絶対値に対する割合。

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。

・粗利率は、Q3 (10-12月) が前年同期比で 0.8 ポイント改善し 22.5% となったため、Q3 累計でも 0.1 ポイント改善し 21.5% となった。一方、販管費は 1,458 百万円から 1,617 百万円へと、159 百万円 (YOY+10.9%) 増加し、販管費率は 12.1% から 13.5% へ上昇した。この結果、営業利益率は 9.3% から 7.9% へと 1.4 ポイント低下した。

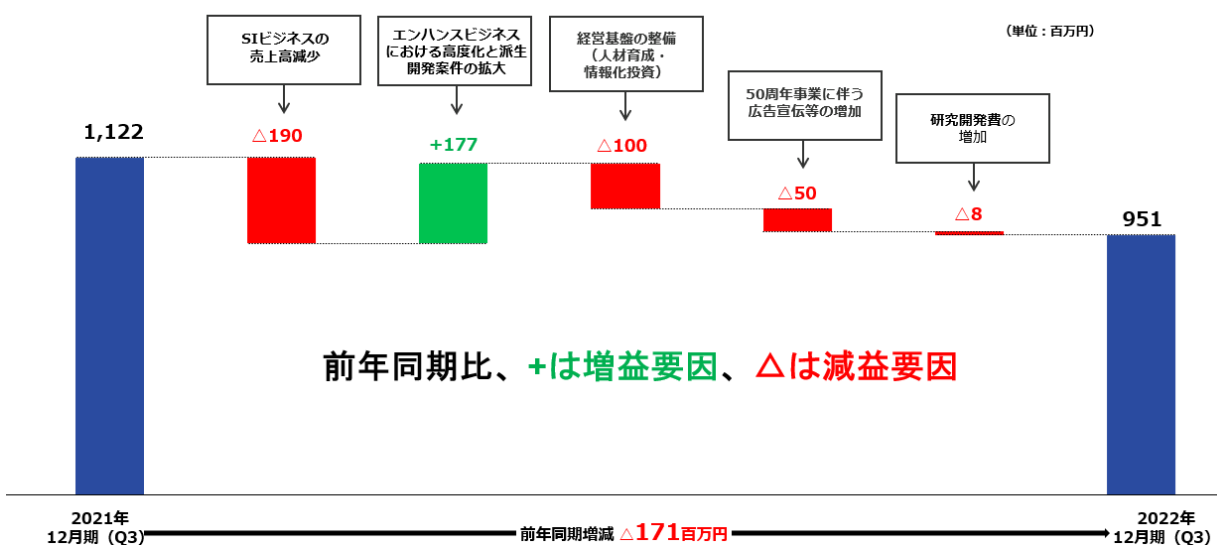
- ・営業外損益は、今期 Q3 累計には円安によりベトナム子会社等の取引に伴う為替差損が△7 百万円 (契約時と決済時の為替レート差によるもの) 発生したほか、増資に伴う株式交付費を 6 百万円計上したため、+11 百万円から+3 百万円へとプラス幅が縮小した。
- ・特別損益に計上項目はなく、当期利益も営業利益・経常利益とほぼ同じ 17% 前後の減益となった。

<Q3 累計決算: 営業利益の増減要因>

・今期 Q3 累計の営業利益の増減要因は、図表 3 の通りである。エンハンスビジネスにおける高度化と派生開発案件の拡大 (+177 百万円の収益改善効果、以下同様) があつたものの、SI ビジネスの売上高の減少 (△190 百万円)、加えて人材育成や情報化投資など経営基盤の強化コストの増加 (同△100 百万円) や、50 周年記念事業に伴う広告宣伝費等の増加 (同△50 百万円) により、営業利益は前年同期比で 171 百万円の減少 (同△15.3%) となった。

・なお、2022 年 12 月末の国内外の従業員総数は 860 名、前年同期比では 45 名 (同+5.5%) の増員となり、人件費の増加につながつた。

【 図表 3 】 Q3 累計・営業利益の増減要因



(備考) 決算補足説明資料を一部追記。

<Q3 累計決算: 業績進捗率>

・同社は、今回、通期の業績予想を下方修正 (後述 P7) したが、新予想に対する Q3 累計業績の進捗率は、売上高：73.9%、営業利益：67.0% となる。因みに、過去 9 年間の平均はそれぞれ 72.3%、66.5% であり、これらと比較すると進捗率は例年並みである (逆に言えば、Q3 までの実績に応じて、通期予想を修正した)。

<Q3 累計決算:セグメント>

- ・Q3 累計では前年同期比で 69 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 171 百万円の減益となった。以下は、Q3 累計のセグメント別の分析である。

品目別業績 (3 区分、P2-図表 2 の上段)

- ・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 8,781 百万円と前年同期比で 238 百万円 (YOY: $\Delta 2.6\%$) の減収となった。製造業における石油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が縮小した。営業利益率は前期 Q3 累計の 9.4%から、今期 Q3 累計では 7.6%に低下し (以下同順)、同利益は 665 百万円と前期比で 184 百万円 (同 $\Delta 21.7\%$) の減益となった。
- ・また、システムアウトソーシング・サービス (SOS) も、流通業における総合スーパー向けの案件が縮小したため、売上高は 1,314 百万円と 82 百万円の減収 (YOY $\Delta 5.9\%$)、営業利益率は 7.9%から 6.8%に低下し、営業利益は 89 百万円と 21 百万円の減益 (同 $\Delta 19.1\%$) となった。
- ・一方、プロフェッショナル・サービス (ProS) は、通信業における郵便事業会社向け、及び製造業向けのシステム構築案件の拡大により、売上高は 1,876 百万円と 251 百万円の増収 (同 $+15.5\%$)、営業利益は 196 百万円と 34 百万円の増益 (同 $+21.2\%$) となった。営業利益率は 10.0%から 10.5%へと、品目別では唯一上昇した。

業種別業績 (4 区分、P2-図表 2 の中段)

- ・業種別では金融業が唯一、増収増益となった。全売上高の約 30%を占める金融業は、保険会社、並びにメガバンク向けシステム構築案件が拡大し、売上高が 3,571 百万円と前年同期比で 723 百万円 (YOY $+25.4\%$) の大幅な増収となった。加えて営業利益率が 7.4%から 8.7%へと 4 業種区分では唯一改善し、営業利益は 310 百万円と 100 百万円 (YOY $+48.2\%$) の大幅な増益となった。
- ・流通業、その他の業種では一桁台の微増収となったが、営業利益率が低下し、いずれも僅かに営業減益となった。運輸・通信業は、前期に業績への寄与が大きかったが、その反動もあり (運送事業者向けのシステム案件の縮小が響き)、売上高は 2,267 百万円と 998 百万円 (同 $\Delta 30.6\%$) の大幅な減収となった。これに伴い営業利益は、443 百万円から 210 百万円へと半減し、全体の収益を押し下げた。

ビジネスモデル別業績 (3 区分、P2-図表 2 の下段)

- ・売上高の 72%、営業利益の 80%を占めるエンハンスビジネスは、郵便事業会社、協同組合、ネットバンク、クレジットカード向け案件の拡大により、売上高は 8,659 百万円と 360 百万円 (YOY $+4.3\%$) の増収となり堅調であった。増収に加えてプロセス管理の改善効果もあり、営業利益率が 8.2%から 8.8%に上昇した。この結果、営業利益は 83 百万円 ($+12.4\%$) の増益となり、761 百万円を計上した。
- ・また、売上高の 24%、営業利益の 18%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、石油会社向けには拡大したが、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 17.4% ($\Delta 611$ 百万円) 減収の 2,905 百万円、営業利益は同 59.8% ($\Delta 259$ 百万円) の大幅な減益で、174 百万円となった。営業利益率は、12.3%から 6.0%に半減した。
- ・デジタルビジネスは売上高で全売上高の 4%と規模は小さいが、流通業、並びに小売業におけるエンドユーザー向け DX 案件の獲得、並びに建設業向けの DX 案件の拡大により、80.5%の増収 ($+181$ 百万円) となり、408 百万円の売上高を計上した。同ビジネスの営業損益は、10 百万円から 14 百万円 ($+4$ 百万円) 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、Q3 累計の減収減益要因は、SI ビジネスによるものである。

< Q3 累計決算: バランスシート >

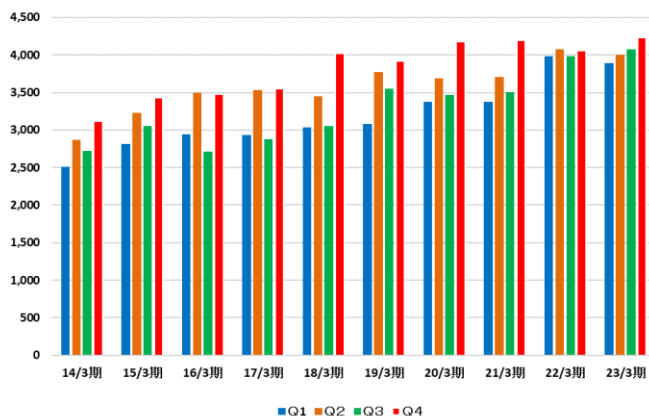
- ・ Q3 期末のバランスシートの特徴は、NRI 向けの第三者割当増資により資本の増強が図られたことである。純資産は 2022 年 3 月末の 72 億円から 91 億円に増加し、自己資本比率も同様に 71%から 77%へと上昇した。また、流動比率は 482%と、財務体質は良好である。
- ・ 増資に伴い、現金及び預金も 51 億円から 66 億円まで増加し、手元の流動性は潤沢である（平均月商の 4.9 ヶ月相当、借入金は 2.4 億円と実質無借金）。
- ・ 余剰資金の有効活用が注目点となっていたが、総額 2,180 百万円（調達資金 1,636 百万円+自己資金 544 百万円）を 2023 年 1 月から 2026 年 3 月にかけて、成長に向けた増強（主に人材・設備のキャパシティの拡大）に投資する計画を具体的に発表した（P1-図表 1）。

◆ 四半期別の業績推移、モメンタムは改善傾向

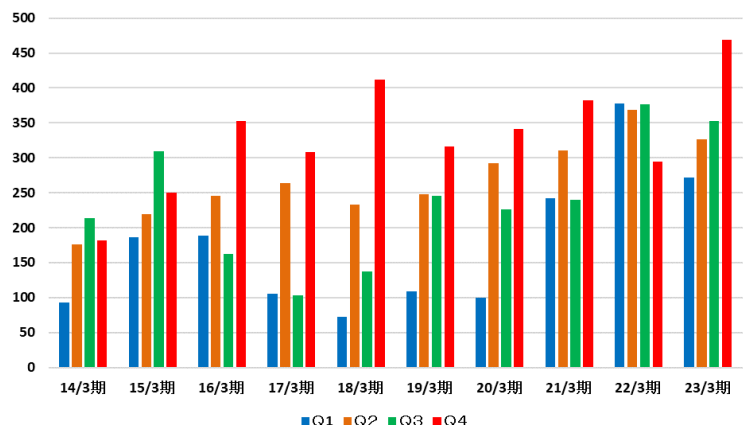
< 四半期業績: 実績 >

- ・ 四半期業績（3 ヶ月単位）の推移を示したものが、図表 4~6、及び P6-図表 7 である。
- ・ 業績のモメンタム（前年同期比の変化率）は、四半期ごとに改善してきている。Q1、Q2 と Q3 を比較すると、増減収率は、Q1 から Q3 の順に、 $\Delta 2.4\% \Rightarrow \Delta 1.8\% \Rightarrow +2.5\%$ へと改善し、同様に営業利益・当期利益の減収率もそれぞれ、 $\Delta 28.1\% \Rightarrow \Delta 11.1\% \Rightarrow \Delta 6.1\%$ 、 $\Delta 34.0\% \Rightarrow \Delta 9.5\% \Rightarrow \Delta 5.4\%$ と縮小している（P10-図 A）。

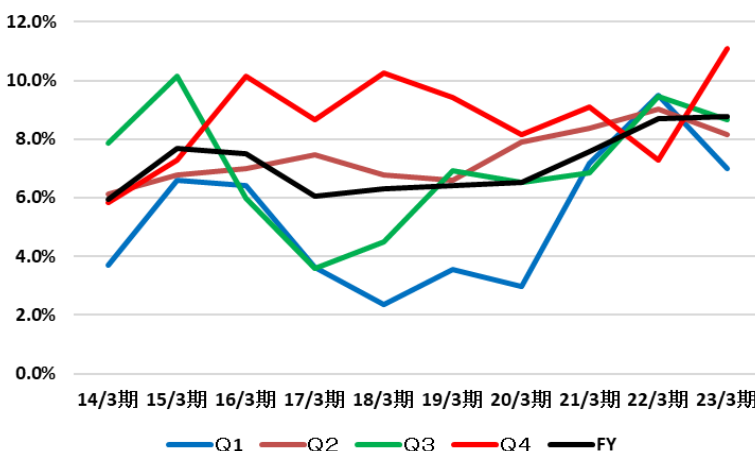
【 図表 4 】 四半期別・売上高の推移（単位：百万円）



【 図表 5 】 四半期別・営業利益の推移（単位：百万円）



【 図表 6 】 四半期別、営業利益率の推移（単位：%）



（備考）図表 4~6：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。2023/3 期 Q4 は、会社予想。

<Q4: 予想>

・ 同社は、Q4 (2023年1~3月) の売上高を 4,228 百万円 (YOY+170 百万円、+4.2%)、営業利益を 469 百万円 (同+174 百万円、+58.9%)、営業利益率 11.1% (同+3.8 ポイント)、当期利益を 322 百万円 (同+133 百万円、+70.3%) と、相対的に高い利益率と大幅な増益を見込んでいる (図表 7)。四半期決算としては、過去最高売上高と各利益を更新する予想である。

・ 総じて企業の戦略的な IT 投資は DX を中心に活発であり、旺盛な需要を背景に今期 Q3 末の受注残高は、4,120 百万円 (YOY+151 百万円、+3.8%) と増加し高水準である。セグメント別では、デジタルと SI ビジネスで、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。

・ Q4 の売上高の 97% に相当する受注残高を確保していること、Q1 以降、エンハンスの収益性の改善効果が表れていること、新入社員の稼働による採算性の改善などにより、想定する利益は達成可能な水準と思われる。

・ なお、変動率は小さくなってきてはいるが、同社の特徴として四半期業績には季節性が見られ、Q4 (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 Q2 (7~9 月、順に 26.0%、27.3%)、Q3 (10~12 月、順に 23.5%、23.1%)、Q1 (4~6 月、順に 22.8%、16.1%) となる。

・ 今期の Q4 予想は、新会社計画の通期予想に対し、売上高で 26.1%、営業利益で 33.0% の比率となるが、過去の実績、傾向と照らし合わせても違和感のない水準である。

【図表 7】 四半期別・業績推移 (単位: 百万円)

連結	四半期業績		2022/3 第1四半期	2022/3 第2四半期	2022/3 第3四半期	2022/3 第4四半期	2023/3 第1四半期	2023/3 第2四半期	2023/3 第3四半期	2023/3 第4四半期	2023/3 第4四半期	2023/3 第4四半期		
	売上高	営業利益	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	会社予想	YOY:金額	YOY:%	YOY:金額	YOY:%
区分	単位: 百万円、%	サブ・ビジネス	2021年4-6月	2021年7-9月	2021年10-12月	2022年1-3月	2022年4-6月	2022年7-9月	2022年10-12月	2023年1-3月	2023年1-3月	(2022年10-12月) VS (2021年10-12月)	(2023年1-3月) VS (2022年1-3月)	
品目別	売上高	システムインテグレーション: SIS	3,987	4,073	3,981	4,058	3,892	4,000	4,080	4,228	99	2.5	170	4.2
	営業利益	システムインテグレーション: SIS	2,985	3,082	2,952	2,949	2,821	2,913	3,047	3,228	95	3.2	174	58.9
		システムアウトソーシング: SOS	493	443	460	438	440	448	426	426	-34	-7.4	174	58.9
プロフェッショナル: ProS		508	548	568	672	631	638	607	607	39	6.9	174	58.9	
業種別	売上高	システムインテグレーション: SIS	311	278	280	195	172	226	267	267	7	2.7	190	16.7
	営業利益	システムインテグレーション: SIS	37	31	42	26	34	26	27	27	-15	-35.7	190	16.7
		システムアウトソーシング: SOS	30	58	74	74	64	73	59	59	-15	-20.3	190	16.7
プロフェッショナル: ProS		10.4	9.0	8.8	6.6	6.1	7.8	8.8	8.8	-0.0	0.0	190	16.7	
ビジネスモデル別	売上高	システムインテグレーション: SIS	7.5	7.0	9.1	5.9	7.9	6.3	6.3	6.3	-2.8	-38.7	118	95.2
	営業利益	システムインテグレーション: SIS	6.1	10.6	13.0	11.0	10.3	11.4	9.7	9.7	-3.8	-50.1	118	95.2
		システムアウトソーシング: SOS	934	927	987	1,081	1,128	1,234	1,229	1,234	247	25.0	118	95.2
プロフェッショナル: ProS		815	881	808	838	785	873	903	1,039	95	11.8	201	24.0	
新収益貢献基準	売上高	金融業	1,082	1,104	1,100	1,019	826	745	696	633	-404	-36.7	174	58.9
	営業利益	金融業	318	339	273	293	344	379	393	393	120	44.0	174	58.9
		製造業 (その他)	244	232	203	239	206	221	210	210	7	3.4	174	58.9
官公庁 (その他)		610	591	611	608	601	572	644	644	33	5.4	174	58.9	
その他 (その他)	金融業	75	87	87	87	101	101	108	108	41	81.2	174	58.9	
	製造業 (その他)	84	79	81	51	49	65	80	80	19	31.1	174	58.9	
	官公庁 (その他)	148	137	158	89	70	87	83	83	-95	-80.1	174	58.9	
営業利益率%	金融業	20	14	11	6	5	12	28	28	17	154.5	174	58.9	
	製造業 (その他)	24	16	13	17	11	12	11	11	-2	-15.4	174	58.9	
	官公庁 (その他)	24	56	66	44	34	57	63	63	-3	-4.5	174	58.9	
その他 (その他)	金融業	8.1	7.2	6.8	6.2	9.0	8.4	8.8	8.8	2.0	2.0	174	58.9	
	製造業 (その他)	10.4	9.0	7.5	6.1	6.3	7.4	6.9	6.9	1.3	1.3	174	58.9	
	官公庁 (その他)	14.0	12.4	14.4	8.7	6.5	10.3	9.1	9.1	-5.9	-5.9	174	58.9	
デジタルビジネス	売上高	デジタルビジネス	64	75	87	124	102	141	165	242	78	89.7	118	95.2
	営業利益	デジタルビジネス	1,082	1,207	1,227	1,129	854	979	1,072	1,195	-155	-12.8	66	5.8
		エンハンスビジネス	2,840	2,792	2,667	2,804	2,936	2,878	2,845	2,791	178	6.7	-13	-0.6
デジタルビジネス		0	1	9	6	-4	9	9	9	0	0.0	0.0	0.0	
エンハンスビジネス	売上高	エンハンスビジネス	125	189	140	88	34	56	84	84	-58	-40.0	174	58.9
	営業利益	エンハンスビジネス	253	198	226	199	242	290	259	259	33	14.6	174	58.9
		デジタルビジネス	0.0	1.3	10.3	4.8	-3.9	6.4	5.5	5.5	-4.9	-4.9	174	58.9
エンハンスビジネス		11.6	14.0	11.4	7.8	4.0	5.7	7.8	7.8	-3.6	-3.6	174	58.9	
当期利益	当期利益	8.9	7.1	8.5	7.1	8.2	9.0	9.1	9.1	0.6	0.6	174	58.9	
	営業利益率 (%)	883	856	882	870	785	866	917	917	55	6.4	174	58.9	
	当期利益率 (%)	21.6	21.0	21.7	21.4	20.2	21.8	22.5	22.5	0.8	0.8	174	58.9	
販売管理費	売上高	販売管理費	483	488	487	574	513	540	565	78	16.0	174	58.9	
	営業利益	売上高	12.1	12.0	12.2	14.2	13.2	13.5	13.8	13.8	1.6	1.6	174	58.9
		営業利益	379	367	375	295	272	326	383	409	-22	-6.1	174	58.9
営業利益率 (%)		9.5	9.0	9.4	7.3	7.0	8.2	8.6	8.6	11.1	11.1	174	58.9	
経常利益	経常利益	390	382	380	299	271	324	389	491	-21	-5.5	192	64.4	
	経常利益率 (%)	9.8	8.9	9.5	7.4	7.0	8.1	8.8	11.6	-0.7	-0.7	4.3	4.3	
	当期利益	284	238	253	189	173	215	240	322	-14	-5.4	133	70.3	
当期利益率 (%)	当期利益率 (%)	6.6	5.8	6.4	4.7	4.9	5.4	5.9	7.6	-0.5	-0.5	3.0	3.0	

(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。

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は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。

◆期初の通期業績予想を下方修正。但し、増収増益計画は維持、配当は据え置き。

<通期:会社予想>

- ・ 同社は、期初に通期の売上高を 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%)、営業利益利率を 8.8% (前期：8.8%、横這い) と予想していた。
- ・ しかし、エンハンスビジネスは好調に推移したものの、SI ビジネスにおいて顧客企業の情報化投資政策の計画からの大きな変化に伴うリソースの再配置が追い付かず、総売上高を 1,100 百万円 (期初予想比△6.4%) 下方修正して 16,200 百万円に、同様に営業利益を 110 百万円 (△7.2%) 下方修正し 1,420 百万円に、当期利益を 50 百万円 (△5.0%) 下方修正し 950 百万円にそれぞれ改めた。急増する高度な DX 案件に対する人材不足、採用の遅れが背景にあるものと推測される。
- ・ なお、営業利益利率の 8.8% 予想に修正はない。業績修正後は、前期比で微増収・微増益にはなるが、今期も過去最高売上高と利益の連続更新を同社は見込んでいる。
- ・ 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 (期初予想⇒修正予想の順、以下同様) を 4,420 百万円⇒4,800 百万円に上方修正 (期初比+380 百万円、+8.6%、以下同様) し、流通業を 3,550 百万円⇒3,600 百万円に上方修正 (+50 百万円、+1.4%) した。一方、運輸・通信業を 3,910 百万円⇒2,900 百万円に下方修正 (△1,010 百万円、△25.8%)、並びにその他も 5,420 百万円⇒4,900 百万円へと大きく下方修正した (△520 百万円、△9.6%) (図表 8)。
- ・ 同様にビジネスモデル別では、期初計画比でエンハンスビジネスを 70 百万円 (+0.6%) 上方修正する一方、SI ビジネスを△1,040 百万円 (△20.2%)、デジタルビジネスを 130 百万円 (同△16.7%) 下方修正した。
- ・ なお、年間配当金は、前期の 23 円/株 (普通配当のみ) から、今期には 50 円/株 (普通配当 26 円+創立 50 周年の記念配当 24 円/株) へと増配を予定しているが、変更はない。

【図表 8】通期の業績予想

単位:百万円、%	2022/3期	2023/3期・旧CE	2023/3期・新CE	旧予想との乖離額(欄)	同乖離率 (%)	2023/3・旧E	旧Eと新CEとの乖離額	同乖離率 (%)	
		A	B	C=B-A	C/A	D	F=B-D	F/D	
売上高	16,100	17,300	16,200	-1,100	-6.4	17,100	-900	-5.3	
売上総利益	3,450					3,710			
売上総利益率	21.4%					21.7%			
販売費及び一般管理費	2,032					2,230			
(対売上高比)	12.6%					13.4%			
営業利益	1,417	1,530	1,420	-110	-7.2	1,480	-60	-4.1	
(対売上高比)	8.8%	8.8%	8.8%			7.6%	1.1%		
経常利益	1,432	1,545	1,445	-100	-6.5	1,495	-50	-3.3	
(対売上高比)	8.9%	8.9%	8.9%			7.8%	1.1%		
当期純利益	944	1,000	950	-50	-5.0	970	-20	-2.1	
(対売上高比)	5.9%	5.8%	5.9%			5.3%	0.6%		
売上高構成									
業種別	金融業	3,909	4,420	4,800	380	8.6	4,550	250	5.5
	流通業	3,342	3,550	3,600	50	1.4	3,550	50	1.4
	通信業・運輸業	4,285	3,910	2,900	-1,010	-25.8	3,600	-700	-19.4
	その他	4,562	5,420	4,900	-520	-9.6	5,400	-500	-9.3
モデル別	デジタルビジネス	350	780	650	-130	-16.7	750	-100	-13.3
	SIビジネス	4,645	5,140	4,100	-1,040	-20.2	5,000	-900	-18.0
	エンハンスビジネス	11,103	11,380	11,450	70	0.6	11,350	100	0.9
売上高(前期比伸率、以下同様)	8.9%	7.5%	0.6%	-6.9%		6.2%	-5.6%		
売上総利益率(前期との差異)	2.2%								
販売費及び一般管理費(伸率)	22.0%								
営業利益(伸率)	20.6%	7.9%	0.1%	-7.8%		4.4%	-4.3%		
経常利益(伸率)	10.6%	7.8%	0.9%	-6.9%		4.4%	-3.5%		
当期純利益(伸率)	11.8%	5.9%	0.6%	-5.3%		2.8%	-2.2%		

(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。

<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。
- ・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。
- ・今上期の業績未達を考慮し、また、同社の下期前提が売上高、利益ともやや高い目標数値と思われたことから、前回、通期の見通しを下方修正した。しかし、会社の修正予想は、当調査部の売上高を5.3%（900百万円）、各利益を2~4%（20百万円~60百万円）下回った。当調査部では、人員不足を主要因とする同社の通期業績予想の下方修正を踏まえ、売上高・利益とも会社予想と同額まで引き下げた。
- ・Q3末の受注残高がQ4の想定売上高とほぼ同水準であること、エンハンスビジネスを中心に収益性が高まっていることから、修正後の会社による業績予想は、ほぼ達成できると判断している。
- ・当調査部の前回予想⇒今回予想（=会社修正予想）の順に、売上高17,100百万円（会社期初計画比△200百万円）⇒16,200百万円、営業利益1,480百万円（同△50百万円）⇒1,420百万円、当期利益970百万円（同△30百万円）⇒950百万円、営業利益率8.7%（同△0.1%）⇒8.8%と予想を修正した（P7-図表8）。

<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（会社による今期の修正予想比+28億円）、営業利益17.1億円（同+2.9億円）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、現時点では同社に対する中期的な業績の見通しを変えていない。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）を据え置いた。
- ・但し、来期以降、NRIとの資本・業務提携の効果が顕在化すると思われ、今期の決算発表時に中期の業績予想を再考したい。
- ・長期的には提携による増収増益効果が期待されが、既述のように2024/3期から2026/3期にかけて生産設備・生産体制の増強投資を本格的に行う計画である。増強後、人員や設備がフル稼働し、その効果が十分に表れるまでタイムラグが予想されることや、コスト負担の増加により、一時的に収益性や利益成長性が悪化することも想定される。生産設備の投資のピークは2024/3期で、期初から年間にわたってフルに減価償却を行うと思われる2025/3期には、生産体制の増強に伴う期間費用がピークを迎え、コスト負担が増す（P1-図表1）。
- ・また、DX等の専門的な知識を持つITエンジニアは全産業で争奪戦となっており、採用条件や処遇を改善したとしても必要な人員を確保・維持できない可能性がある。
- ・一方で、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る。これらに加えて NRI との提携強化の効果は大きく、同社の成長ポテンシャルはさらに高まりつつあると考えられる。

- ・NRI との取引や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。NRI との提携効果が今後の注目点。

<パフォーマンス>

- ・同社株は、過去約 14 年間に於いて好業績を背景に約 5.8 倍に上昇し、TOPIX を大幅にアウトパフォームしてきた (+約 347%)。株価は年初来で 7.5%上昇し (TOPIX を 2.5%アウトパフォーム)、Q3 決算の発表後 (2023 年 2 月 8 日終値以降) も 3.5%上昇している (同 3.4%アウトパフォーム)。第三者株式割当による希薄化 (払込金額: @1,010 円/株、希薄化率: 約 8.6%) を消化し、株価は堅調に推移している (P11-図表 C)。

<バリュエーション・業績比較>

- ・現在、東証プライム全銘柄平均のバリュエーションは、予想 PER 13.85 倍 (会社計画基準)、PBR 1.17 倍 (実績 BPS 基準)、予想配当利回り (単純平均) 2.38%である。同社のバリュエーションは、普通配当を基準とする配当利回り (2.3%) は平均的であるが、PER は 16.57 倍、PBR は 1.87 倍とやや高い。
- ・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、図表 9) との比較では、主要なバリュエーションは高くプレミアムがついている。
- ・長期にわたる着実な利益成長の実績と、業績の相対的なボラティリティの低さが評価され、さらに NRI との提携効果に対する期待も、バリュエーションやパフォーマンスに反映されていると思われる。
- ・因みに、提携先である NRI との比較では、同社のバリュエーションはいずれも低く、今後、業容の拡大とともに相対的に高い NRI のバリュエーションに向けて、徐々に切り上がる可能性もある。

【図表 9】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)	参考:野村総合研究所 (NRI:連結)	東証プライム全銘柄
株価情報	コード (Pは東証プライム市場)	2335 P	4299 P	4333 P	4307 P	1,836社
	株価(2023年2月10日終値)	1,119	1,452	1,030	2,964	1,022.46
バリュエーション	時価総額(百万円)	17,624	18,024	14,282	1,812,051	716,445,300
	PER(株価予想収益率)	16.57	13.38	12.18	22.76	13.85
	PBR(株価純資産倍率)	1.87	1.69	1.48	4.58	1.17
	配当利回り(%)	4.47(記念配込)、2.32(除)	2.96	3.88	1.52	単純2.38、加重2.52
	EV/EBITDA(倍)	7.66	5.45	3.67	11.84	
	PSR(株価売上高倍率)	1.09	1.04	0.93	2.63	(参考倍率)NRI/CS
今期Q3累計業績	売上高(百万円)	11,972	13,025	11,377	516,059	43.1
	営業利益(百万円)	951	1,356	1,171	83,873	88.2
	前年同期比・増収率(%)	-0.6	6.8	8.1	15.2	
	同 営業増益率(%)	-15.3	16.2	10.7	3.1	
	営業利益率(%)	7.9	10.4	10.3	16.3	2.0
今通期業績 (会社予想)	通期予想比・今期Q3の売上高進捗率(%)	73.9	75.5	74.4	74.8	
	同 営業利益進捗率(%)	67.0	75.3	78.1	72.9	
	売上高(百万円)	16,200	17,250	15,300	690,000	42.6
	営業利益(百万円)	1,420	1,800	1,500	115,000	81.0
	前年同期比・増収率(%)	0.6	3.4	7.7	12.8	
NRIグループとの関係	同 営業増益率(%)	0.1	4.9	13	8.3	
	営業利益率(%)	8.8	10.4	9.8	16.7	1.9
	NRIの各社への出資比率(%)	1.51(前当季)⇒20.18(前当季)	4.90	2.02	-	-
	各社のNRIへの出資比率(%)	0.01%(68,463株保有)	有報に記載なし	0.02%(119,790株保有)	-	-
	各社のNRI向け、前期の売上高(百万円)と比率(%)	8,285百万円、51.5%	6,248百万円、37.5%	3,800百万円、26.7%	-	-
	NRI出身の役員数	3名(社長、社内・外取締役各1名)	0名	0名	-	-

(備考)各社の決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。時価総額=発行済株式総数×株価(2023年2月10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は今期Q3決算を反映

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

なお、有利子負債・現金は今期Q3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、またはQ3を年換算

PSR=時価総額/売上高(2023/3期会社予想)

NRIグループとの関係:NRIの各社への出資比率(自己株式を除く発行済株式数比)は、CSは2022年12月末時点、他社は2022年9月時点。出資比率以外は2022年3月期末時点

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。

<株価の見通し>

- ・今後、同社の株価に影響を与える要因は、NRI との提携効果（来期以降の業績に与えるインパクト）、最終ユーザーである企業の IT 投資の動向（受注高・受注残高の水準）、ボトルネックとなっている人材増強の進捗状況（中途・新卒者の採用数、従業員総数）、株主還元策（配当水準、自社株買いや株式分割）と思われる。
- ・今後も内需のディフェンシブな小型安定成長株として、継続的に年率 2 桁近い安定した利益成長を示せば、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。

【 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 旧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 新CE	16,200	0.6	1,420	0.1	1,445	0.9	950	0.6	67.53	非公表	50.0
2023/3 当初E	17,200	6.8	1,520	7.3	1,535	7.2	1,000	5.9	74.08	585.46	50.0
2023/3 旧E	17,100	6.2	1,480	4.4	1,495	4.4	970	2.8	69.73	565.30	50.0
2023/3 新E	16,200	0.6	1,420	0.1	1,445	0.9	950	0.6	67.53	595.69	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	(営業利益率:9.0%、ROE:13%以上) (前期比は2023/3期旧CEとの比較)						
2024/3 E	18,700	15.4	1,700	19.7	1,715	18.7	1,100	15.8	72.55	618.24	28.0
2025/3 E	19,600	4.8	1,800	5.9	1,820	6.1	1,180	7.3	77.83	668.07	30.0
2021/6 Q1	3,987	18.2	378	56.5	390	57.1	262	59.0	19.4	487.51	0.0
2022/6 Q1	3,892	-2.4	272	-28.1	271	-30.5	173	-34.0	12.8	543.58	0.0
2021/9 Q2	4,073	9.8	368	18.7	362	2.0	239	1.7	16.8	509.03	8.0
2022/9 Q2	4,000	-1.8	326	-11.1	323	-10.8	215	-9.5	15.9	556.76	23.0
2021/9 Q3	3,981	13.5	376	56.7	381	19.4	254	29.6	18.8	531.14	8.0
2022/9 Q3	4,080	2.5	353	-6.1	359	-5.8	240	-5.4	17.5	597.49	23.0
2022/3 Q4	4,058	-3.3	295	-22.8	299	-19.8	189	-23.8	14.0	531.14	15.0
2023/3 Q4 CE	4,228	4.2	469	58.9	492	64.4	322	70.3	21.3		27.0
2021/9 Q3累計	12,041	13.7	1,122	41.7	1,133	22.9	755	26.6	55.8	531.14	8.0
2022/9 Q3累計	11,972	-0.6	951	-15.3	953	-15.8	628	-16.8	45.8	597.49	23.0

(備考) CE: 会社予想、旧 CE: 前回会社予想、新 CE: 今回修正予想、
 中計当初 CE は 2021 年 6 月 11 日公表時、中計修正 CE は 2022 年 5 月 11 日公表時の会社予想。
 E: 当調査部予想、当初 E: 期初当調査部予想、旧 E: 前回当調査部予想、新 E: 当調査部今回予想。
 Q1:4-6 月、Q2:7-9 月、Q3:10-12 月、Q4:1-3 月、Q3 累計:4-12 月

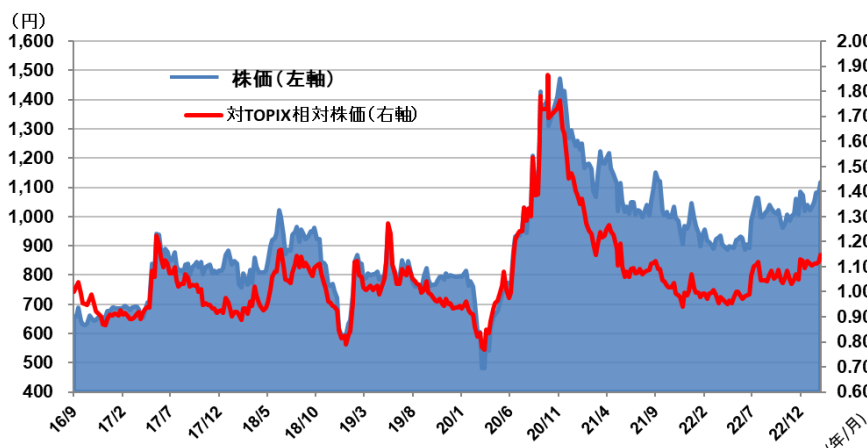
【 株価・バリュエーション指標：2335 キューブシステム 】 図表B						
項目	2023/2/10	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,119	前期実績	16.0	2.1	2.1%	32.2%
発行済株式数 (千株)	15,750	今期予想	16.6	1.9	4.5%	74.0%
時価総額 (百万円)	17,624	来期予想	15.4	1.8	2.5%	38.6%
潜在株式数 (千株)	0	今期Q3末自己資本比率		77.3%	前期ROE	13.8%

(備考) 予想はアルファ・ウイン調査部予想。発行済株式数は、第三者割当増資後の総数。

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



(備考)2016年9月第1週~2023年2月第2週

【パフォーマンス】

期間	リターン	対TOPIX
1ヶ月	1.8%	1.2%
3ヶ月	10.0%	10.0%
6ヶ月	7.2%	6.0%
12ヶ月	21.1%	15.8%

(備考)

・株価、指数は2023年2月10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、1月末日の終値と2月10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を負いません。SV2023-02-14-1830