

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：2023/6/9

● 要旨

アルファ・ウイン 調査部
<https://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中堅専門の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 51 年を有する。
- 同社は 2022 年 12 月に、業界トップクラスの大手優良企業である NRI と資本・業務提携契約を締結し、NRI の持分法適用会社(NRI が 20%超を出資し筆頭株主)となった。

業績動向

- 同社は過去 25 年間に於いて一期間を除き、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+5.9%、経常利益成長率(同)は+7.1%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 6~9%前後(平均 7.4%)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(2023/3 期)業績の期初予想を 2023 年 2 月に下方修正したが、これをやや上回って着地した。売上高は 163 億円で前期比+1.4%の微増収、営業利益は 14.5 億円で+2.4%の微増益となった。売上高は過去最高値を 11 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。
- 今期(2024/3 期)は売上高 180 億円(前期比+10.3%)、営業利益 16.2 億円(同+11.5%)、当期利益 10.8 億円(同+9.1%)と、過去最高売上高と最高利益の連続更新、及び普通配当では 4 円増配の年間 30 円/株を会社は計画している。
- 顧客の戦略的な IT 投資案件(デジタル、SI ビジネス)を獲得し、同社は二桁の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比で微増と現実的な予想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・利益は、概ね達成可能と判断している。業績の未達リスクは需要や受注の減少よりも、人的リソースの制約やインフレによるコスト高と考えている。

経営戦略と今後の注目点

- 同社は V2026 第 1 次中期経営計画の最終年度となる 2024/3 期の連結目標数値を、昨年 5 月に売上高 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%へと上方修正している(ROE:13%以上の目標は継続)。今期の業績見通しとは異なるが、現時点でも中計目標値に変更はない。
- 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ている。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リソースをシフトし、成果を挙げつつある。
- NRI との資本提携により調達した資金に自己資金を合わせた総額約 20 億円を、前期より 4 期間にわたり、更なる成長と人的なボトルネックの解消に向け、開発拠点と生産体制の増強を目的として投資を行う計画である。
- これに加え、提携により業務面では、長期的かつ継続的な関係の強化、事業領域の拡大、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。

1/41

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

- ・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、新たな分野での成長に向け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、コミュニケーションの活性化、環境にわたる非財務目標を設定し、ITも活用し目標達成に向けて推進する方針である。
- ・今後は、NRIとの提携効果の顕在化(業績への寄与)、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、重要な注目点となる。

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、新型コロナの再拡大など経済環境は、依然として不透明ではあるが、同社は内需中心のビジネスのため相対的な影響は少ない。顧客の戦略的なITシステム投資需要は旺盛であり、同社はこれらを積極的に受注する方針である。一方、中期のリスクとしては、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に加えて、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、年率6~10%前後の安定した増収・増益を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、段階的な増配などの株主還元を行ってきた。普通配当の増配に加え、記念配当を実施し、株主還元には積極的である。また、今期は予想配当性向を42%まで引き上げ、5期連続の増配(普通配当基準)となる見込みである。なお、純資産配当率(直近2023/3期の普通配当での実績値)は4.5%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2.5%前後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14年間で同社の株価は上昇し約5.2倍となり、TOPIXを大幅にアウトパフォームしている。株価の上昇により、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や同業他社をやや上回る。現在の株価には、業績の安定性と将来の成長性プレミアムが一部、反映されていると考えられる。
- ・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思われる。株価面では、今期業績の進捗度、顧客のIT投資動向に加え、投資効果、並びにNRIとの提携効果、デジタル関連の新技術・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	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	A	14,708	2.7	959	4.1	976	1.7	525	-11.9	38.69	411.96	18.0
2021/3	A	14,788	0.5	1,174	22.5	1,295	32.7	844	60.7	62.11	476.52	20.0
2022/3	A	16,099	8.9	1,417	20.7	1,432	10.6	944	11.9	69.82	531.14	23.0
2023/3	A	16,325	1.4	1,452	2.4	1,480	3.3	989	4.8	70.35	634.29	50.0
2023/3	CE	16,200	0.6	1,420	0.1	1,445	0.9	950	0.6	67.53		50.0
2023/3	E	16,200	0.6	1,420	0.1	1,445	0.9	950	0.6	67.53	595.69	50.0
2024/3	CE	18,000	10.3	1,620	11.5	1,635	10.4	1,080	9.1	71.23		30.0
2024/3	E	17,800	9.0	1,600	10.2	1,615	9.1	1,065	7.7	70.25	654.50	30.0
2025/3	E	19,000	6.7	1,725	7.8	1,755	8.7	1,155	8.5	76.18	700.68	32.0
2026/3	E	20,500	7.9	1,850	7.2	1,870	6.6	1,235	6.9	81.46	750.14	34.0

(備考) A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想。

(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、一、△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	2023/6/5	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,179	前期実績	16.8	1.9	4.2%	71.1%
発行済株式数 (千株)	15,750	今期予想	16.8	1.8	2.5%	42.7%
時価総額 (百万円)	18,569	来期予想	15.5	1.7	2.7%	42.0%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率		76.6%	前期ROE	11.8%

(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 (<https://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。PF2023-0623-1730

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。

目次

1. 会社概要.....	P5
中堅の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
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
野村総合研究所（NRI）との資本・業務提携.....	P15
3. 株主構成.....	P17
株主所有者別構成の推移	P17
上位株主構成	P17
4. ESG とサステナビリティ.....	P19
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）	P19
5. 成長の軌跡	P20
沿革	P20
過去の業績推移.....	P20
6. 業界環境.....	P23
日本のシステムインテグレーション市場の動向	P23
キューブシステムのポジションと同業他社比較	P25
7. 前期業績と会社による今期業績予想.....	P27
2023年3月期（前期）通期決算.....	P27
キューブシステムによる2024年3月期（今期）業績予想	P30
8. 成長戦略.....	P33
《VISION 2026》第一次中期経営計画	P33
アルファ・ウイン調査部の2024年3月期（今期）業績予想.....	P36
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し	P37
9. アナリストの視点	P38
SWOT分析.....	P38
株主還元、及び株主優待制度	P39
株価特性と水準、バリュエーション比較.....	P40

1. 会社概要

◆ 中堅の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、中堅・専門のシステムインテグレーター^{注1}（またはSI）である。同社は、東証プライム市場に上場し、野村総合研究所（またはNRI）が20%超を出資する、持分法適用会社である。主に大手のSIを経由し金融・通信・流通業の大手企業向けを中心とし、官公庁向けにもシステムの開発を行う。

また、主要取引先とは長年にわたりビジネスを拡大してきており、顧客基盤は堅い。NRI、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51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。

- ◆ 業歴約51年を有する中堅・専門のシステムインテグレーター。NRIの持分法適用会社。特定の大手優良顧客を持ち、基盤は安定。

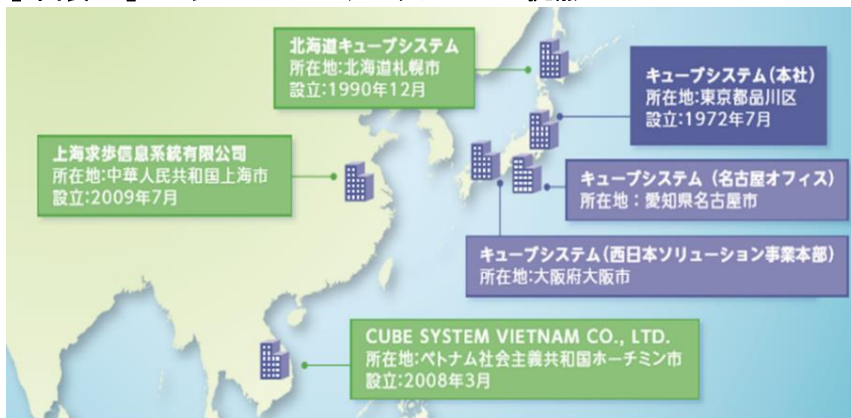
（注1）システムインテグレーター：システムインテグレーション【System Integration】を行う企業。「SI」（エスアイ）または「SIer」（エスアイヤー）とも略される。企業・官公庁等を対象顧客とし、そのIT業務のシステムに関連した企画、設計、開発、運用管理などのソリューションを提供する企業の総称。

- ◆ 同社と子会社3社でグループを形成。

（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。

【図表1】 キューブシステムグループの拠点



2023年5月現在

(出所) 定時株主総会招集通知

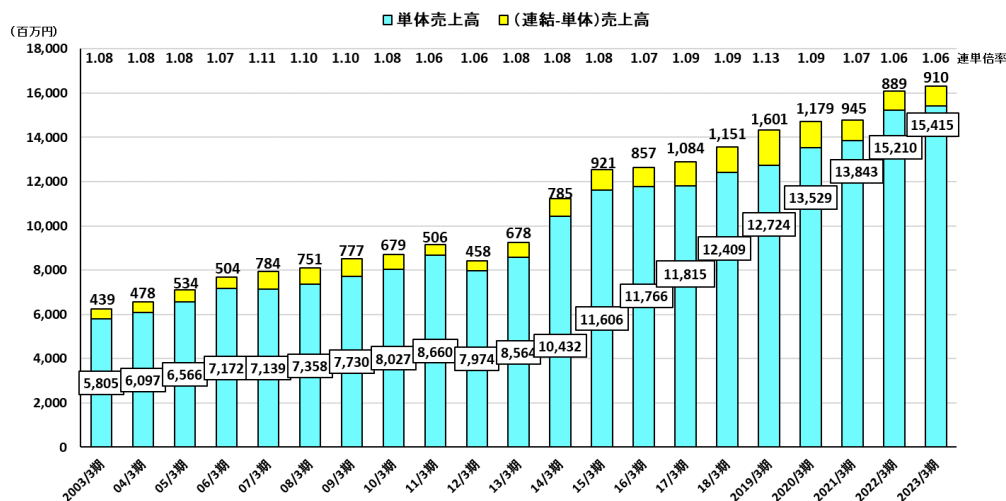
- ◆ 連結業績は増収増益基調。連結対象の子会社群は黒字が定着。連単倍率は、売上高・利益とも1倍強。

過去21年間の売上高の連単倍率は1.08倍前後で推移し、単体の業績ウェイトが高い(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-単独)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。

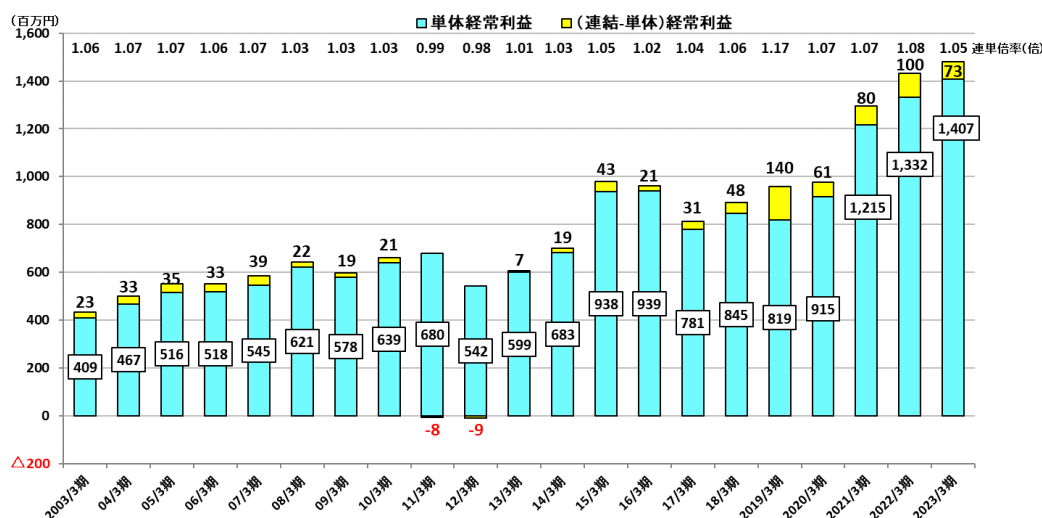
しかし、コロナによる上海のロックダウンの影響などがあったものの、2021/3期~2023/3期は、ベトナム現法、国内子会社ともに一定の利益を確保し、概ね堅調に推移した。

【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：決算短信に基づきアルファ・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)



- ◆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を継続している。

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 67.5 億円 (前々期末 50.6 億円) に加え、有価証券 (換金性が高いと思われる債券と株式) の 17.3 億円を合わせると流動性の高い資産は合計約 85 億円と、総資産 125 億円の 7 割、売上高 163 億円の 5 割に相当する。これに対し借入金は 2.4 億円と僅少である (いずれも 2023 年 3 月末時点)。

自己資本比率は 77% (前々期末 71%)、流動比率 443% (同 355%) など財務比率も高く安定している。

【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	2023/3期
営業CF ①	283	622	101	451	317	503	534	936	366	773	747	1,043	1,015	891
投資活動によるCF ②	-1	309	54	-321	-172	-307	25	94	28	46	25	58	-134	-304
財務活動によるCF	-144	-173	-126	-151	-188	-439	-241	-610	-392	-531	-339	-215	-324	1,102
FCF (①+②)	282	931	155	130	145	196	559	1,030	416	819	772	1,101	881	587
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	6,703

(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金額ではなく、決算短信の「連結キャッシュフロー計算書」における「現金、及び現金同等物の期末残高

- ◆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。

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・サービスがメイン。

(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。

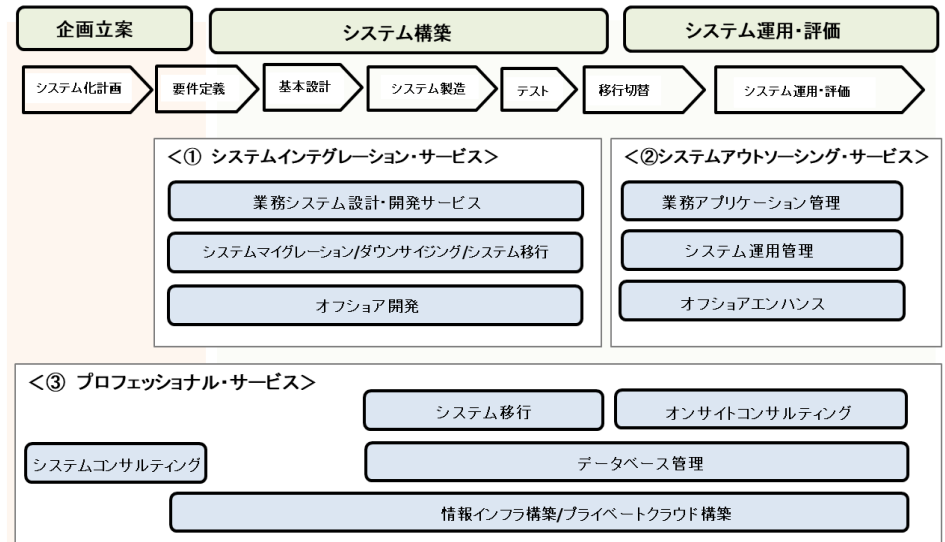
◆ 3つのシステムサービスライン

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。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（外注）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。

・過去は SIS が成長ドライバー、売上高の7割を占める。3品目の利益率は、Pros>SIS>SOSの順。

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。

・なお、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}も積極的に行っている。

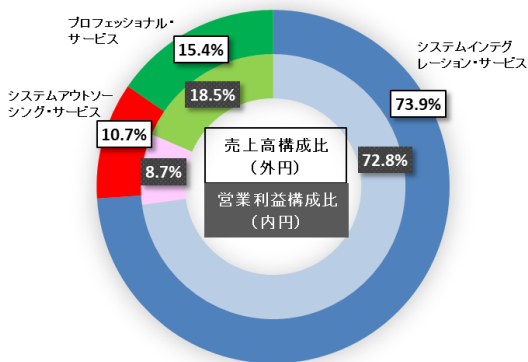
② システムアウトソーシング・サービス (SOS)

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

③ プロフェッショナル・サービス (ProS)

・コンサルティング、データベースの効率化、システム監視、マネジメントサポートや情報化戦略など、企画・設計段階、インフラ構築、システムの運用監視まで、情報化サイクルの全てに関わる同社のテクノロジーをベースとしたサービス。開発ツールと有資格による技術より、高いパフォーマンスを実現する。なかでもデータベース技術に特化したエンジニアを擁し、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】2023/3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

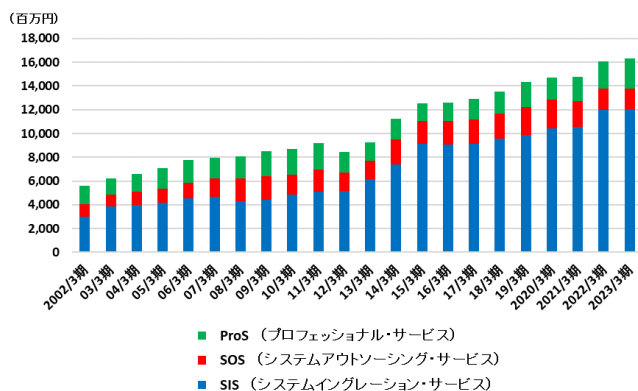
各3区分 (品目) の売上高、営業利益の構成比とその推移は、図表6、P10-図表7、8の通りである。売上高構成比では、SISが全体の7割強を占め、残る3割のうちProS、SOSの順となっている (図表6の外円)。過去21年間では全体で売上高が2.9倍に増加した。この間、SISが4.0倍、SOSが1.7倍、ProSが1.6倍に売上高を伸ばし、SISが中心となって業績を押し上げてきた (P10-図表7)。

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、従来は品目別に粗利率が開示されていたが、2022/3期より営業利益率に変更された (現状では、3期間のみ開示)。

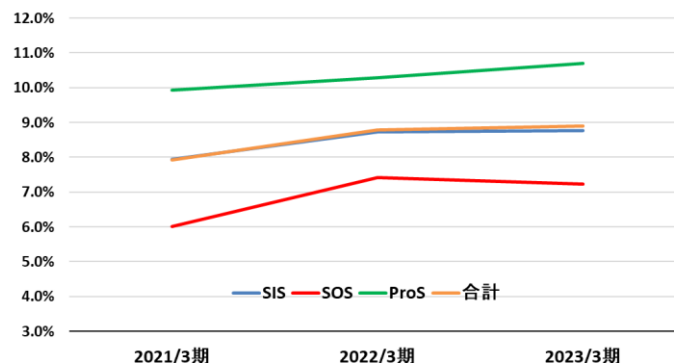
なお、過去20年間、いずれの品目も粗利率は、概ね15%から21%の

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、全品目で改善傾向にある（詳細は P28-図表 31 を参照）。

【 図表 7 】 品目別売上高の推移



【 図表 8 】 品目別の売上高営業利益率の推移



(出所) 図表 7、8: 決算説明資料(決算説明会資料、及び決算補足説明資料、以下同様)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。

◆ 従業員数は順調に増加。国内従業員一人当たりの売上高、同営業利益は増加傾向。

(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。

◆ 人材が鍵となる労働集約的なビジネスモデル

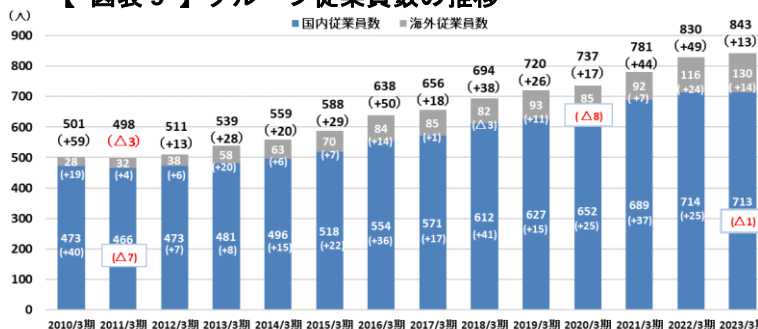
同社のビジネスの大半は、カスタムメイドのシステムの受託開発であるため、人手による一品生産的な色彩が強い。従って競争力や成長力の源泉となる優秀な人材の確保と教育が鍵となる。なかでも、システムの高度化・複雑化に伴い、システムの品質・コスト・納期・収益管理のために、プロジェクト全体を統括するプロジェクトマネージャーや、システムエンジニアなどの優秀な人材が不可欠である。

昨今の人手不足から、プロジェクトマネージャーを業容の拡大に対して十分には確保できておらず、更なる成長ポテンシャルのボトルネックとなっている。今後は新規・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が課題となる（離職率は例年 8%前後で業界平均をやや下回っていた模様だが、人材の流動化により上昇傾向にある）。

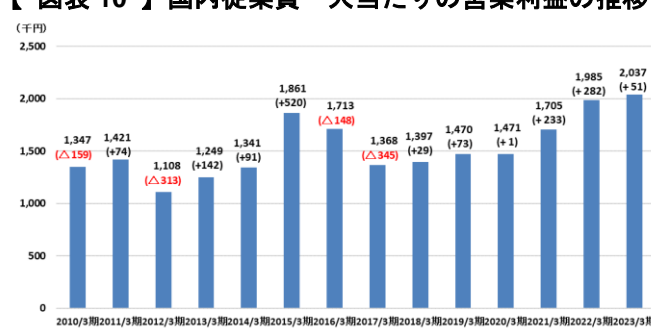
グループ全体の従業員数の推移は P11-図表 9 の通りである。業容拡大に合わせ、システムエンジニア (DX 注 11 など新分野の要員) を中心に、毎年数十人を増員している。中長期的には、グループトータルで千人前後まで陣容を拡大することも視野に入れている。なお、国内従業員一人当たりの売上高は、年間 21~23 百万円で通増、同営業利益は 2017/3 期を直近のボトムに、着実に増加傾向にある (P11-図表 10)。

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) 図表9, 10: 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

(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業種別の売上高構成は、均衡化。

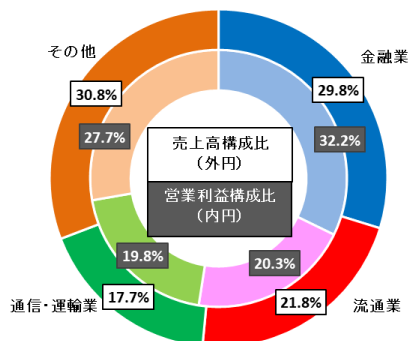
一般にシステムインテグレーション・ビジネスは、独自製品・独自サービスによる急拡大が難しい業態である。また、ノウハウの共有、活用もある程度は可能ではあるが、現状では人手に依存するため生産性の向上には限界がある。同社固有というよりも業種の特性上、利益率が改善しにくいという特徴がある。

そこで同社は、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。

◆ 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、膨大なデータ量処理の必要性と、安全性・信頼性が求められる金融業向けの売上高のウェイトが、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業種間で均衡化しつつある（P12-図表12）。

【図表11】業種別売上高構成 2023/3期



(出所) 決算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）及び、東邦システムサイエンス（東証プライム、4333）は、金融業向け売上高が、ともに全体の約7割と金融に大きく依存している。これに対し同社は、非金融の拡大により金融向けが、売上高の約3割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、ネットバンク、保険関連の需要増がカバーし回復基調にある。

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ほか、運輸業の運送事業者向けなどの大型案件の受注の有無が変動要因である。

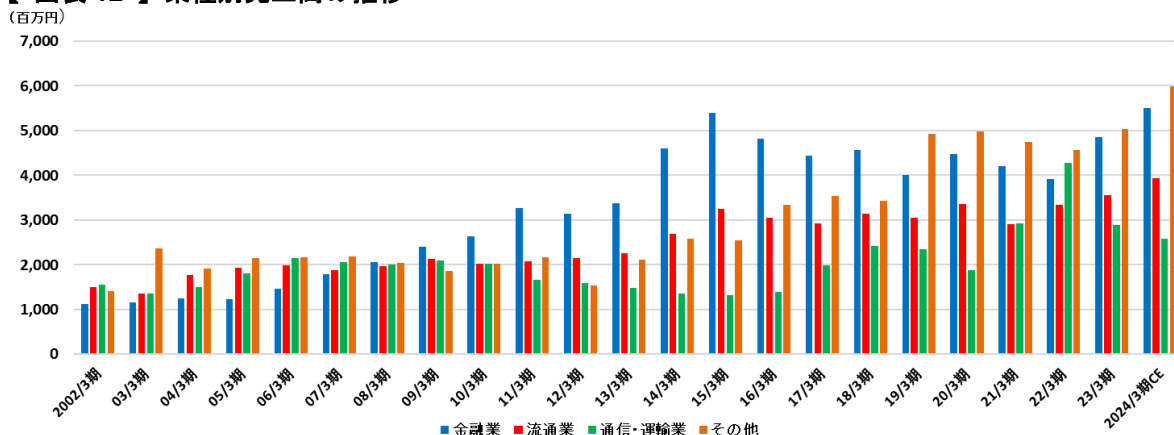
◆新分野や顧客開拓により、業種の分散化が進む。

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。結果として業種分散と均衡化が進み、経営の安定性が増していると考えられる。

◆業種別の利益率は遡増傾向。

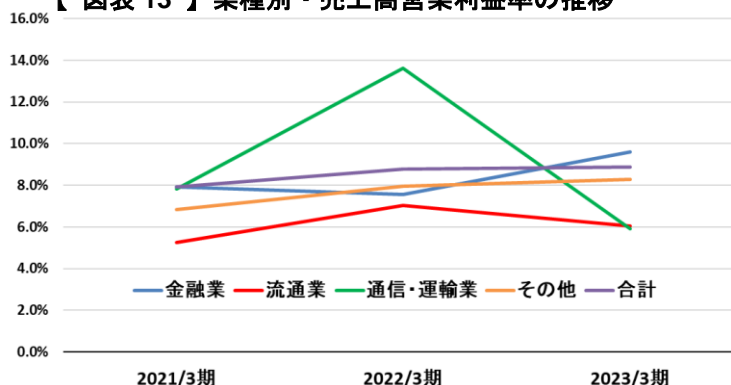
なお、業種別の利益率は年度によって多少の変動があるが、業種固有の違いというよりも、プロジェクト単位での採算性の差異が、反映された結果であると当調査部では捉えている。2021/3期まで、業種別の粗利率、以後は営業利益率が開示されているが、概ね利益率の遡増傾向が見られる（図表13）。

【図表12】業種別売上高の推移



(出所) 図表12～13: 決算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・売上高営業利益率の推移



◆既存顧客との継続取引が過半を占める安定したビジネス。

安定した顧客基盤と継続性が高いビジネス

同社の顧客並びに最終ユーザーは、日本を代表する大企業グループであり、ミッションクリティカルな業務の特性上、実績、信頼性、安定性、操作性、安全性、継続性が求められる。加えて、システムの開発・運用には業務知識・ノウハウの蓄積が不可欠であり、結果として既存顧客との契約の継続性が高く、取引年数も長い（P13-図表14）。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 14】顧客（エンドユーザー）との継続取引年数別の社数

継続取引年数	エンドユーザー数	エンドユーザーの属性
15年以上	12社	大手の小売業・銀行・総合スーパー・ホームセンター、官公庁、証券業など
10年以上、15年未満	10社	大手のカード会社・通信事業会社、製造業、教育事業会社など
5年以上、10年未満	19社	大手のガス会社・生命保険会社・キャリアなど
上記の合計	41社	

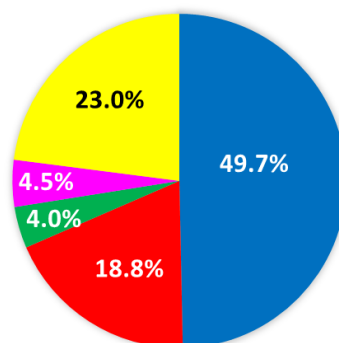
(出所) 統合報告書 2022 に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成

- 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2023/3期の売上構成を見ると(図表15)、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(例年と同水準)。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)、2023/3期では1.1%減収の12,577百万円(△140百万円)と堅調に推移している。

【図表 15】顧客グループ別の売上構成比 2023/3 期

■ NRI ■ 富士通 ■ イオン ■ みずほ ■ その他



(出所) 決算説明資料に基づき、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16)。

- NRI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、NRI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、2023/3期には81億円までと72億円増加している。この間、同社全体の売上高は56億円から163億円へと107億円増加したが、増収寄与の過半(67%)はNRIグループによる。この結果、前期の全売上高に占める同グループへの依存度は、49.7%と半分を占めた。

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

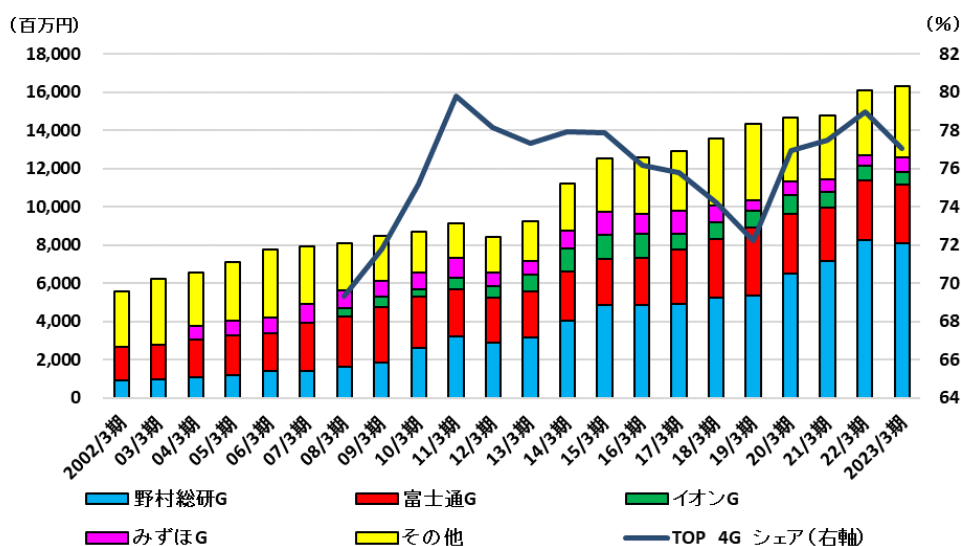
(注13) e-e パートナー：NRI のパートナー企業の中でも、特に密接なパートナー。専門性の高い業務ノウハウと情報技術力、高度な情報セキュリティレベルを持つ企業と位置づけられた「e パートナー」(推定約 150 社)の中から、特定プロジェクト運営面だけでなく、エンハンスメント業務の革新活動を共同で推進し、人材・品質・情報セキュリティ分野における計画的な強化、相互の専門性を活かした共存共栄のビジネスモデルの構築に取り組むという提携関係を持つ企業。同社を含めた 3 社 (ハイマックス、東邦システムサイエンス) のみが公表されている。

ループの増収寄与は、13 億円強で 12%を占める。長年にわたって主要各グループ (イオン、みずほ) 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 NRI とは、数少ない e-e パートナー注 13 として、従来から提携関係にあり、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 16】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。

◆ 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。

◆ 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。

また、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。

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

(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。

(注18) 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」をキャッチフレーズに、テレワーク時代の非接触型コミュニケーションと社員間のエンゲージメントを支援、醸成する、同社が自社開発したプロダクト。

◆ NRI と資本・業務提携し、関係を強化。

◆ 調達資金を中心に総額約20億円を4期間にわたり投資。開発拠点と生産体制の増強を計画。

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、スマイルシェアプロダクト^{注18}に関するNRI従業員組合との実証実験、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、2020年にDX事業推進室を発足させた。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、過去には運用益や売却益として計上され業績に寄与した。また、投資先の上場により、含み益が増加している。

◆ 野村総合研究所 (NRI) との資本・業務提携

同社は、株式会社野村総合研究所 (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た。この結果、NRIの持株比率は従前の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2.2兆円、今期7,200億円の売上高と780億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(因みにそれぞれ順に、同社の117倍、40倍、72倍の規模に相当)。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NRIは長期にわたり協業関係にあり、最重要取引先である。

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た。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、前期より4期間にわたり開発拠点と生産体制の増強に投資する計画である(P16-図表17)。

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、生産拠点の活用の拡大・生産体制の拡充、人材交流などを進めていく意向である。投資と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思われる。

現段階では、これによる将来的な投資効果(増収幅や利益寄与度、投資回収期間など)の予測については、開示されていない。

- ◆ ボトルネックであるキャパシティの拡大に向け本腰。今後の持続的な成長には不可欠な増強投資。
- ◆ 今来期は高水準の投資を実施予定。
- ◆ 投資成果（収益への本格的な貢献）は、2026/3期以降と推測。

しかしながら、現状、持続的な成長に対して最大のボトルネックとなっているキャパシティ（人材）不足の解消と、キャパシティの拡大に向け予算を確保し、本格的に取り組む方針はポジティブに捉えられる。

なお、投資額の一部は資産計上されると予想されるが、本件の投資に伴い損益に計上される費用は、投資額が高水準となる今期、あるいは来期がピークになると思われる。

また、投資後（キャパシティの拡大や人材の採用・育成後）、収益に寄与するまでには、一般的に1~2年程度のタイムラグがあると当調査部では考えており、2026/3期以降に本格的な収益貢献があると推察している。

【図表17】調達資金の使途とスケジュール（投資計画）

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
使途総額	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	開発拠点 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	0	60	60	60	180	8.3%
(社員との)エンゲージメント強化	10	50	270	0	330	15.1%	

(出所) 同社のニュースリリースから、アルファ・ウイン調査部が作成

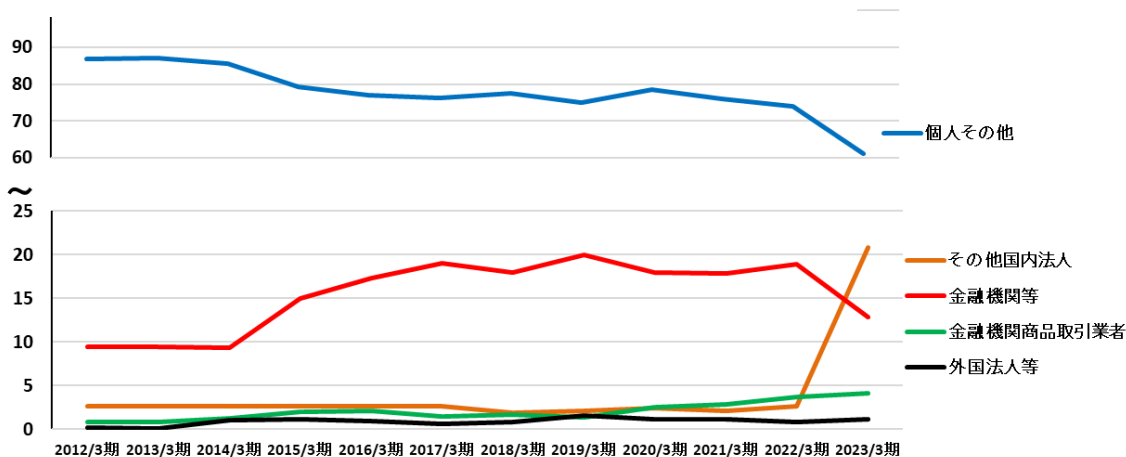
3. 株主構成

- ◆ 「その他国内法人」が増加し、「個人その他」の保有構成比率は6割まで低下。

◆ 株主所有者別構成の推移

2023年3月末時点の株主所有者別構成比率(図18)は、NRIの出資により(P16)、「その他国内法人」の比率が大きく上昇した。この結果、「個人その他」が74%から61%に低下し、これに続く「金融機関等」も19%から13%低下した。一方、「外国法人等」は0.8%から1.2%にわずかに上昇した。

【図表18】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

- ◆ NRI が筆頭株主に。

◆ 上位株主構成

大株主の構成は、NRIの出資により変化した。NRIの持株比率は従前の1.51%から20.18%に上昇し、筆頭株主となった。

- ◆ その他の上位大株主は、持株会や(現・旧)役員が占める。

他の上位大株主の顔ぶれや株主順位(序列)はほぼ変わらないが、第三者割当増資に伴う希薄化により、それぞれの保有比率は低下した。

2023年3月末時点の大株主は、P18-図表19の通り。以下はその補足である。

- ・株主順位が入れ替わり、ともに保有株を減らしたものの、従来の筆頭株主であった崎山会長(元社長)が第3位となる一方、従業員持株会は従来の第2位の株主順位を維持した。

- ・因みに、中西社長の保有株式数は、15.3千株(保有割合0.1%)である。

- ・第4位株主の日本スタートラスト信託銀行は信託口であり、第5位株主である同信託銀行は、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6位株主の小貴氏は同社元社長、第8位株主の佐藤氏は同社元常務取締役、第9位株主の内田氏は同社の元取締役副社長(新監査役候補) である。

・第10位株主である日本カストディ銀行は、信託口である。

◆ 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 26% を占める。

◆ 複数の国内投信も組み入れ。

◆ 発行済株式総数に対し、3.7% に相当する自己株式を実質的に保有。

・上位 10 位以内の株主のうち持株会・役職員(現職、元役員を含む) と、役員報酬の BIP 信託口を合計すると全体の 26% を占める。

・なお、野村アセットマネジメント(日本低位株ファンド、低位株オープン) 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、大株主として名を連ねる信託銀行名義等で投資を行っていると思われる。

また、2022 年 12 月に増資を行い、発行済株式総数は 14,500 千株から 15,750 千株となった。BIP 信託口を含む自社保有株は、2023/3 期末時点で約 589 千株(発行済株式総数に対する割合 3.7%) と、実質的には第 5 位株主に相当する。

【 図表 19 】 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	2023年3月末	持株比率(%)	株主順位
株式会社野村総合研究所	-	-	-	-	-	-	214	-	3,179	20.18	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	1,468	9.32	2
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	1,122	7.12	3
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	1,062	6.74	4
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(役員報酬BIP信託口-75824口)	-	270	270	262	369	358	358	618	586	3.72	5
小貴 明美(氏)・・・同社元代表取締役社長	401	401	401	401	401	401	401	401	401	2.54	6
SMBC日興証券株式会社	-	-	-	-	-	-	-	-	290	1.84	7
佐藤 俊都(氏)・・・同社元常務取締役	380	340	300	300	304	304	288	239	230	1.45	8
内田 敏雄(氏)・・・同社現取締役	475	415	403	393	376	369	347	329	221	1.40	9
日本カストディ銀行(信託口)	-	-	-	-	-	-	-	-	202	1.28	10
横井 正次(氏)・・・一般個人投資家	316	316	316	316	316	316	316	288	-	-	-
株式会社三菱東京UFJ銀行	258	258	-	-	258	258	258	258	-	-	-
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口5)	-	-	348	324	-	219	-	-	-	-	-
株式会社みずほ銀行	276	276	276	276	276	-	-	-	-	-	-
株式会社キューブシステム	682	458	1,035	1,236	1,356	-	-	-	-	-	-
株式会社りそな銀行	241	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(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	589	-	-
(自己株式比率)	4.5%	4.8%	8.5%	9.8%	11.3%	11.1%	11.1%	6.9%	3.7%	-	-

(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を控除して計算。自己株式比率には、役員報酬 BIP 信託口を含む。

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。中計の非財務目標に環境を追加。

◆ 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が使命。

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。今回、中計の非財務目標に、環境を加えた(P34-図表46)。

◆ 社会的責任 (Society)

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

◆ 企業統治 (Governance)

監査役設置会社であり、指名・報酬諮問委員会、内部統制・統合リスク管理会議(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、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。

◆ 取締役+監査役の合計10名中、6名が社外。

(注19)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6名(うち社外取締役3名)と、監査役4名(うち社外監査役3名)で構成されている。取締役のうち会長がプロパー、社長を含め3名がNRI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名が公認会計士、1名が医師(女性、介護やメンタルヘルスに詳しい産業医)、また、社外監査役のうち1名が公認会計士(女性)がとなっている(総会決議後)。

人的資本の充実や働き方改革が重要な課題となり、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2023」^{注19}に認定、2年連続)。

◆ サステナビリティ経営の推進に注力。

(注20)SDGs(エスディーゼーグズ)【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)

8項目から成る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20}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。特に、健全な企業経営の実現・地域社会への貢献・環境保全・コンプライアンスの推進・人権の尊重、次世代育成支援や人的資本の充実(人材育成・人材重視)などに注力している。

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。

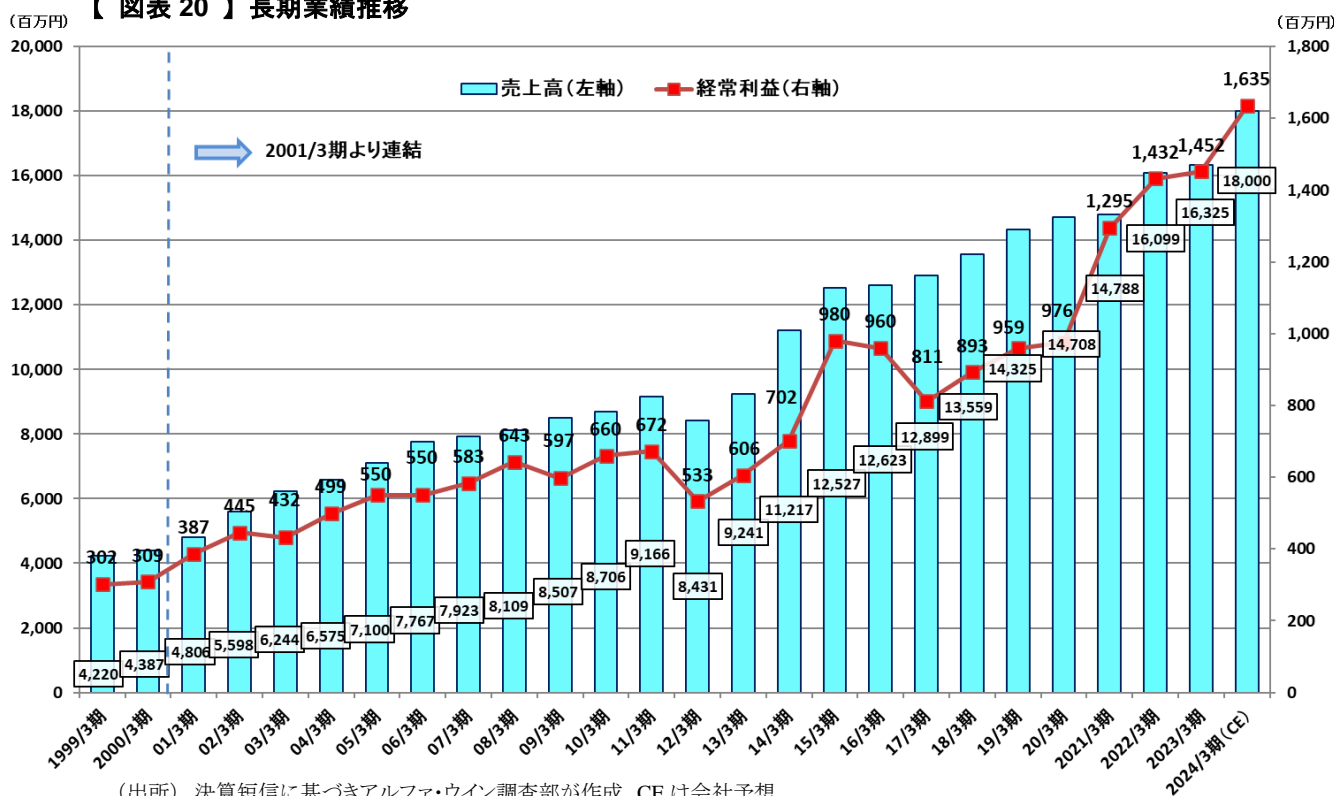
1972年、ソフトウェアの開発とシステムの運用管理を目的に、同社の前身であるカスタムエンジニアーズ株式会社を現会長が有志とともに設立(1990年に現社名に変更)。日本においてコンピューター社会が到来する中、IT投資が活発化しシステム開発市場も急拡大。同社はシステムインテグレーション事業に特化し、実績と信頼を築いた。現在の主要顧客である、日本を代表する企業と次々に契約を締結し、それらの企業のIT化投資の増大、システム開発や運用のアウトソーシングの流れを享受しながら、同社は業務領域を広げ、業容を順調に拡大してきた。

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)として業績を伸長させてきた。長期的な業績の推移は、図表20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20】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 25 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 21 年間に於いて、2012/3 期のわずか 1 期間を除く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 25 年間の年間売上高成長率（増収率の単純年度平均値）は +5.9%、同様に経常利益成長率は +7.1% と、長期間にわたって堅実に業績を伸ばしている。
 - ・ 同期間内では経常減益が 5 期間あるが、最大の（年度）減益率はマイナス約 20% に留まり、当期利益でも常に黒字を維持している。
 - ・ 統計的な分析においても、業績変化率の標準偏差や、変動係数（= 標準偏差/平均：相対的なばらつきを表し相対標準偏差とも呼ばれる）が低く、同社のファンダメンタルのボラティリティの低さが確認できる（同規模の同業他社との直近 19 期間の比較は、図表 21 を参照）。
 - ・ また、同社の売上高営業利益率は、7% 前後（6~9%、単純平均：7.4%）で安定しているため（P22-図表 22）、増収が増益、増配、時価総額の増大に直結している。

【 図表 21 】 直近 19 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
2005/3-2023/3期	2335	4299	4333	2335	4299	4333
市場：東証プライム	2335	4299	4333	2335	4299	4333
n=19期	CS 連結	HM 連結	TS 単独	CS 連結	HM 連結	TS 単独
標準偏差	5.78	7.26	16.46	13.72	30.01	298.60
平均	5.06	3.28	8.51	6.78	8.45	81.44
変動係数	1.14	2.21	1.93	2.02	3.55	3.67

(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。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 14 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 11 期連続で更新。

◆コスト増で利益は足踏みしたが、3 期連続で最高益を更新。

・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、過去 25 年間で前期に至るまで、唯一の減収の年度となった。営業利益での減益率は、この期間内では最大でマイナス 20.9%となったが、当期利益でも黒字を維持した。

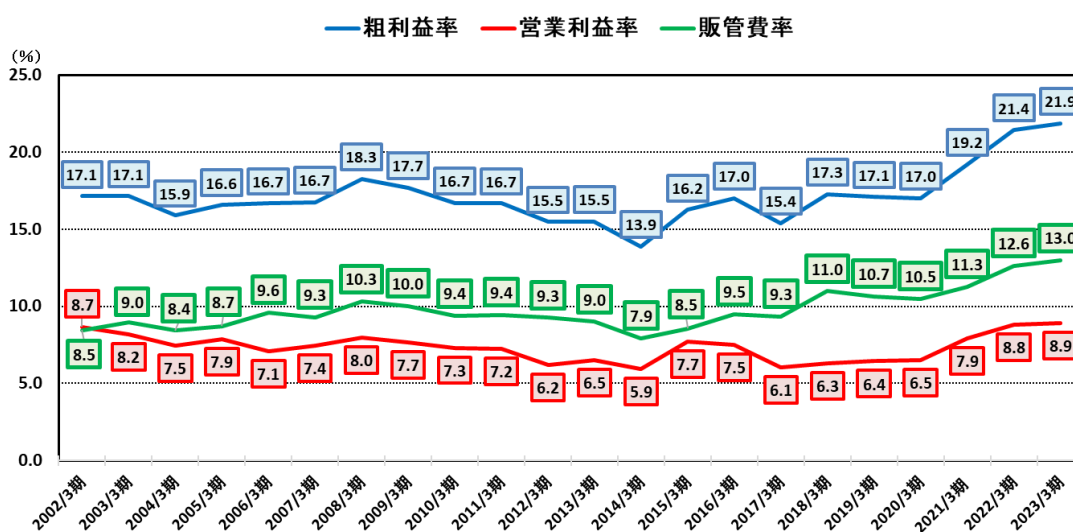
・その後、2012 年 12 月以降のアベノミクスによる景気回復や、企業業績・雇用の改善、M&A による IT 基盤の再構築、スマートフォン関連の通信インフラ、電力自由化関連、社会保障関連分野の投資拡大等により、抑制や先送り傾向が続いていた企業や官公庁の情報化投資が回復した。また、近年ではデジタル化投資の本格化も加わり、同社の増収トレンドが鮮明となった。

・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 百万円の利益を計上）。その後は 2023/3 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 22）。

・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、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（2023/3 期）は増収効果に加え粗利率の改善があり（21.4%→21.9%）、販売管理費率が上昇したものの（12.6%→13.0%）各利益とも最高益を連続更新した。

【 図表 22 】 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>

◆ 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。

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 23)。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。

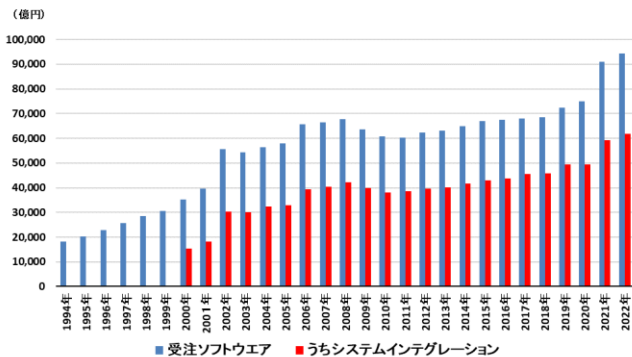
◆ 新型コロナウイルスの一服により、2021 年の日本の SI 市場はプラスに転換。2022 年もプラスを維持。

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%減とマイナス成長となったが、2021 年には 3.1%増、2022 年にも 3.6%増と回復した (図表 24)。

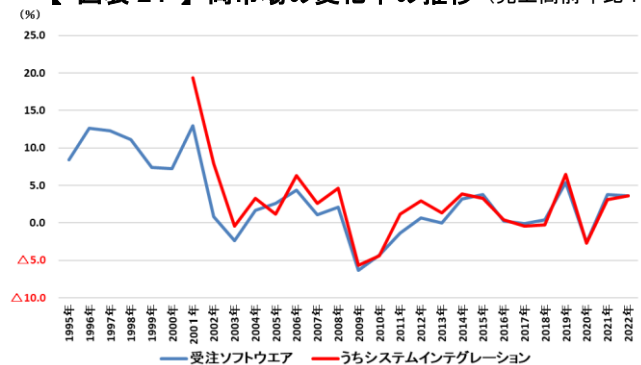
◆ 月次の SI 売上高 (YOY) は、2022 年 4 月以降、12 ヶ月間連続でプラス基調を維持。

同データを月次別 (前年同月比、図表 25) で見ると、2020 年 3 月以来 2021 年 2 月まで前年比でマイナス基調が続いた。その後は一転し、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、並びに 3 月は、一時的に再び前年割れとなった。以降は 12 ヶ月間連続で、安定したプラス基調を維持している。

【図表 23】受注ソフトと SI 市場の推移 (年度売上高:億円)

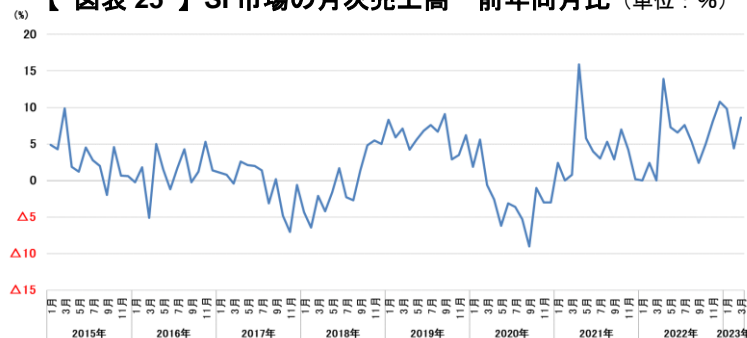


【図表 24】両市場の変化率の推移 (売上高前年比:%)



(出所) 図表 23~25: 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 23 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 24 の変化率は、連続性を保つため同省が補正済である。

【図表 25】SI 市場の月次売上高 前年同月比 (単位: %)



<日銀短観>

- ◆2023年のソフトウェア投資は4.0%増 (YOY) の計画。

2023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2023年度(計画)のソフトウェア投資額は、2022年度(計画)が前年同期比15.5%の増加に対し、伸び率が鈍化するものの4.0%増加する見込みである。

- ◆日銀短観の大企業DIは、モメンタムはやや低下するがプラスで堅調。

また、全産業の全規模企業の業況判断は、2022年12月の調査(「最近」)の+6から2023年3月には+5、「先行き」についても+2とやや低下傾向にある。なお、同社の主力の顧客である大企業では(同順に)、「最近」が+13から+10、「先行き」についても+8から+9と、中堅・中小企業と比較すると堅調である。

<業界団体のデータ>

- ◆JISA-DI 調査では、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。

一般社団法人情報サービス産業協会のJISA-DI調査(令和5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。

- ◆金融・保険業、情報・通信業向けの売上高予想DIが強い。

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まで回復した。以降はさらに見通しが改善し、二桁のプラス基調が続いている。2023年1~3月に最近のピーク+40.3をつけ、直近のデータである2023年4~6月では+29.6まで低下しているが、依然として高水準である。情報サービス業全体での主要相手先別では、金融・保険業を筆頭に、情報・通信業、官公庁などの予想DIが強い。

- ◆IT技術者は質量とも不足が顕著。

なお、雇用判断指数(DI:従業員の充足感=不足-過剰)は、直前のピークからはプラス幅を縮小したものの74.6ポイントと雇用の不足感は非常に強い。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>

- ◆官民とも戦略的なIT投資は活発。

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。

- ◆DX関連のニーズが高い。

また、日本の上場企業は増益基調が続いており、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2~5%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。

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

◆ 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NRIのe-eパートナーで、非常に類似した事業内容とポジション。

同社の競合相手、あるいは類似会社は、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) の2社と考えられる。いずれもNRI (野村総合研究所、東証プライム 4307) 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 (P26-図表 28)。

なお、SIの中でもNRI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 26)。

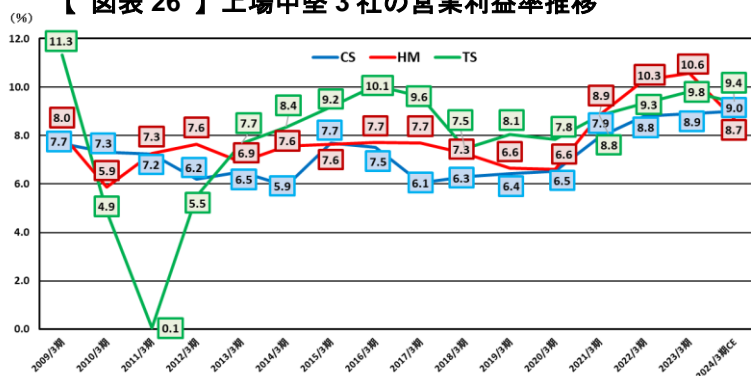
◆ 同社の利益率は同業2社と比較しやや低い。

同業2社との比較では、粗利率が高いが販管費率も高いため、同社の営業利益率は相対的には低い。ただし、徐々に改善傾向にある。

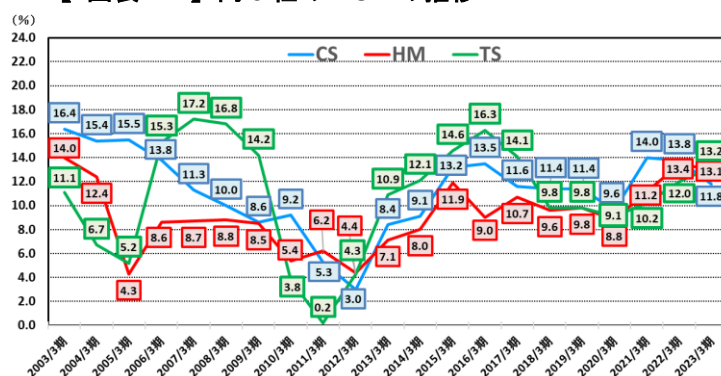
◆ ROEは大きく改善し、近年は3社内で最も高かったが、増資により低下。

同様に株主資本利益率 (ROE) (図表 27) を比較すると、2018/3~2022/3期までの5期間では3社内では最も高かった (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)。一転して2023/3期はROEが最下位となったが、前期Q3に増資を行ったためである。なお、同社は中期的にROEを13%以上とする目標を掲げている。

【 図表 26 】 上場中堅 3 社の営業利益率推移



【 図表 27 】 同 3 社の ROE の推移



(出所) 図表 26、27: 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 28 】 上場中堅 3 社 (同社、HM、TS)、及び NRI (参考) の企業概要、及び経営指標の比較

社名	キューブシステム (GS)	ハイマックス (HM)	東邦システムサイエンス (TS)	参考: 野村総合研究所 (NRI)
コード	2335	4299	4333	4307
特徴	独立系。金融・流通・通信業・その他(上記3業以外: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。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割弱を占める。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。通信向けソフト開発も行う	野村総合研究所と野村コンピュータシステムが1988年に合併。売上高の5割が金融向け
設立	1972年7月	1976年5月	1971年6月	1985年4月
上場:ジャスダック→東証一部→一部→東証プライム(2022/4)	2002/10→2008/11→2014/3	2001/3→2004/3→2015/3→2022/4	2001/6→2007/3→2014/3	東証一部(2001/12)→東証プライム
売上区分・構成(2023/3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 11.0% ・プロフェッショナル 15.0%	・システム・ソリューション 37.9% ・システムメンテナンス 62.1%	・ソフトウェア開発 98.1% ・情報システムサービス等 1.9%	・コンサルティング 6.7% ・金融ITソリューション 47.5% ・産業ITソリューション 38.8% ・IT基盤サービス 7.3%
役員構成(2023年5月末時点)	・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(13名、うち女性ゼロ)	・取締役(7名、うち3名が社外、女性1名) ・監査役(4名、うち2名が社外) ・執行役員制度(12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(5名、うち女性1名)	・取締役(9名、うち3名が社外、女性1名) ・監査役(5名、うち3名が社外、女性1名) ・執行役員(40名、うち女性2名)
上位顧客企業 販売先(2023/3期) (売上高:百万円、売上占率:%)	・NRIグループ 8,108(49.7%) ・富士通グループ 3,071(18.8%)	・金融が全体の68%(うち保険が33%)	・金融が全体の74%(うち損害保険が30%)	・証券:野村證券、みずほ証券など ・保険:かんぽ生命、ソニー生命など ・銀行:セブン銀行、野村信託銀行など ・その他:流通、製造、サービスなど
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	・東京都千代田区大手町本社 ・通称子会社(国内外)92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%)、ROE13%以上(同13.8%) ・2023/3期:売上高173億円(実績163億円)、営業利益15.3億円(同14.5億円)、同利益率8.8%(同8.9%)、ROE11%(同11.8%) ・2024/3期:売上高180億円(計画180億円→実績180億円)、営業利益16.2億円(同17.1億円→同14.8億円)、同利益率9.0%(同9.0%→同9.0%)、ROE11%(計画13%)	<中長期経営計画:最終年度> 2023/3期 ・売上高177.5億円(実績173.3億円) 毎期、DX関連売上高比率10%超 ・営業利益17.7億円(実績18.3億円)、同利益率10%(同実績11%) ・ROE8%以上の維持(同実績13.1%) 次期中期経営計画(3カ年)はQ1 2024/3期発表時に公表予定	<新中期経営計画:各最終年度の計画> 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% 2026/3期(第二期) ・売上高200億円 ・営業利益20億円(同利益率10%) ・ROE12.5% 2031/3期(第三期) ・売上高 250億円	<中期経営計画> ・2024/3期:売上収益7,200億円、営業利益1,170億円(同利益率 16.3%) ・2025/3期:未公表 ・2026/3期:売上収益 8,100億円、営業利益1,450億円(同利益率 17.8%)
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。企業+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。・サステイナブル経営を推進する。・デジタルビジネス:コンサルティングとのシームレスな開発連携F0OE DXを活用し、エンドユーザーに高速開発能力の提供。・SIビジネス:クラウド化/マイクロサービス化技術を生かし高生産力、新開発ソリューションを提供。・エンハンスビジネス:ニアショア、オフショア(アジア)の体制強化、長期にわたり安定的に優れた生産力を確保。・経営基盤:情報/知識面の交流、エンゲージメントを強化。パートナーとも連携し高水準でのESGを達成	<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 ・当該計画の原簿解消に寄与する業務・資本提携やM&Aの進行	<長期経営ビジョン2030> 2025/3期に未来を創る。 ・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	<成長戦略の柱> ・コア領域の深化(国内顧客の拡大):①コンサルティング事業の売上伸び率(2023/3~2026/5期成長率)+50億円以上 ②産業ITソリューション事業を同+400億円以上 ③金融ITソリューション事業を同+400億円以上 ④IT基盤サービス事業を同+50億円以上 ・コア領域の進化(抜本的な生産革新):①既存IT資産のモダナイズ、開発フレームワークの刷新、開発プロセスのAI活用などによる抜本的な生産革新 ②今中計期間で合計約200億円の生産性向上投資を計画
売上(百万円) 2024/3期会社予想	18,000	18,150	16,500	720,000
同増収率予想、前期比(%)	10.3	4.7	6.8	4.00
営業利益(百万円) 予想	1,920	1,580	1,550	117,000
同増益率予想、前期比(%)	11.5	-13.8	2.3	4.6
EPS(会社予想)2024/3期、前期比(%)	1.3	-16.6	-5.2	2.3
純資産配当率(%) 実績	8.6	5.0	5.7	7.2
過去14年間売上変化率 (2023年3期実績/2009年3月期実績:%)	91.9	90.2	90.4	102.8
同営業利益変化率(同上)	122.8	150.1	64.9	125.0
自己資本比率(%) 実績	76.8	80.1	68.5	47.6
国内外全従業員数(人) 実績	843	891	641	16,512
同従業員一人当たりの売上高(百万円/人)	19.4	19.5	24.1	41.9
同従業員一人当たりの営業利益(百万円/人)	1.7	2.1	2.4	6.8
ROE(%)2023/3期実績 A=B*C/D	11.8	13.1	13.2	20.7
売上高当期利益率(当期純利益/売上高:%)B	6.1	7.5	7.2	11.0
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) C	1.4	1.4	1.2	0.9
財務レバレッジ (総資産平均/自己資本平均:倍) D	1.3	1.3	1.5	2.2
ROA(経常利益/総資産:%) E=F*G	13.1	14.7	12.2	13.3
売上高経常利益率(%) 同実績 F	9.1	10.6	9.9	15.7
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) G	1.4	1.4	1.2	0.9

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

(備考) 斜線は、2024/3期の会社予想数値、他は2023/3期の実績値。また、黄色のハイライトは3社間(NRIを除く)の最高値。

なお、NRIのROA(E)、売上高経常利益率(F)では、経常利益に代わって、税引前当期純利益を使用。

7. 前期業績と会社による今期業績予想

◆ 2023年3月期(前期)通期決算

<概要>

- ◆ 前期は、期初会社計画を2023年2月に下方修正したが、これを達成。

2023/3期連結(前期)業績は、売上高16,325百万円(前期比+1.4%)、営業利益1,452百万円(同+2.4%)、経常利益1,480百万円(同+3.3%)、親会社株主に帰属する当期純利益989百万円(同+4.8%、以下、当期利益)となった。同社は、期初計画を2023年2月に下方修正したが、売上高・各利益とも達成した(図表29)。

- ◆ 11期連続で最高売上高を、3期連続で最高益を更新。配当を増額。

なお、売上高は2013/3期以降、11期連続で過去最高を、利益も3期連続で過去最高益を更新した。また、一株当たり配当金を、期初予想の年間26円から50円(うち記念配当24円)に増配した。

- ◆ 修正した事前予想と同等で、ノーサプライズ。

アルファ・ウイン調査部では、前期の売上高、利益、配当金を、修正後の会社予想と同額と予想しており、ほぼ想定線で着地した。会社計画(=当部予想)に対する達成率は、売上高で100.8%、営業利益では102.3%、当期利益は104.2%であった。

- ◆ デジタルとエンハンスビジネスが堅調。

詳細は後述するが、デジタルビジネス、エンハンスビジネスが堅調に推移し、業績は好調であった。不採算案件や特別損失の発生はなく、営業増益が最終増益につながった。

【図表29】2023/3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	17,300	16,200	17,100	16,200	16,325	125	0.8%	125	0.8%
粗利					3,570				
粗利率					21.9%				
販売管理費					2,118				
販管比率					13.0%				
営業利益	1,530	1,420	1,480	1,420	1,452	32	2.3%	32	2.3%
営業利益率	8.8%	8.8%	8.7%	8.8%	8.9%	0.1%		0.1%	
経常利益	1,545	1,445	1,495	1,445	1,480	35	2.5%	35	2.5%
当期利益	1,000	950	970	950	989	39	4.1%	39	4.2%
配当金	26.00	50.00	26.00	50.00	50.00	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、受注残ともに増加。

受注高は、前々期→前期の順に(以下同様)16,072百万円→16,620百万円と前期比548百万円(+3.4%)増加した。受注残高(各期末)も4,276百万円→4,572百万円と、同295百万円(+6.9%)増加し堅調であった。

<品目別売上高・利益>

また、同社全体の増収幅(2022/3期比+225百万円、+1.4%、以下同様)

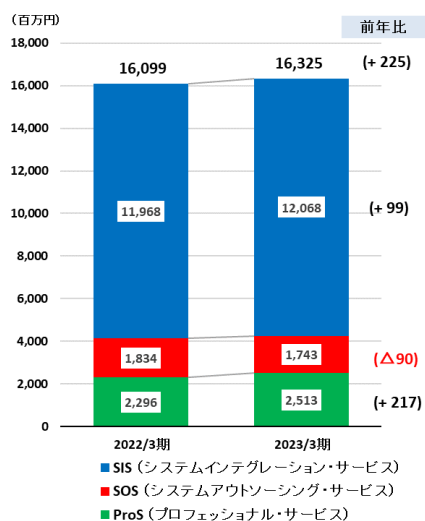
◆ Pros と SIS が増収に寄与。

◆ 収益的には Pros が貢献。

に対し、品目別の売上高では SIS (+99 百万円、+0.8%) と ProS (+217 百万円、+9.5%) の 2 品目が増収、SOS (△90 百万円、△4.9%) が減収となった (図表 30)。

営業利益では減収の SOS を除き増益となった。SIS、ProS がそれぞれ 12 百万円、32 百万円の増益となる一方、SOS が 10 百万円の減益となった (図表 31)。営業利益の増益額 34 百万円のうち、Pros がそのほとんどを占めた。

【図表 30】直近 2 期 (2022/3 期～2023/3 期) の品目別・売上高比較



◆ 業種別では通信・運輸業向けが減収減益、残る 3 業種はいずれも増収増益。

なお、全社の営業利益率は、(前々期→前期の順に) 8.8%→8.9%とわずかに改善した。SOS は 7.5%→7.2% (△0.3 ポイント) と低下したが、売上高の 8 割を占める SIS が 8.7%→8.8% (+0.1 ポイント)、ProS は 10.3%→10.7% (+0.4 ポイント) へと改善した。

【図表 31】直近 2 期間の品目別営業利益比較

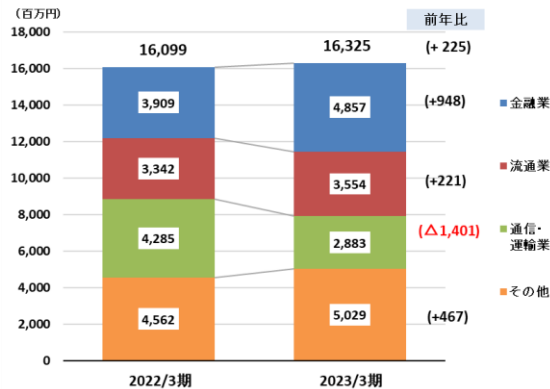
		2022/3期	2023/3期	増減額	増減率
営業利益 単位: 百万円	合計	1,417	1,452	34	2.4%
	SIS	1,044	1,057	12	1.2%
	SOS	136	126	-10	-7.7%
	ProS	236	269	32	13.8%
営業利率 単位: %	合計	8.8%	8.9%	0.1%	
	SIS	8.7%	8.8%	0.1%	
	SOS	7.5%	7.2%	-0.3%	
	ProS	10.3%	10.7%	0.4%	

(出所) 図表 30、31: 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

<業種別売上高・営業利益>

- 業種別では、通信・運輸業向けが減収減益となったが、残る 3 業種 (特に金融) はいずれも増収増益となった (P29-図表 32)。
- 全売上高の増収幅 (前年同期比+225 百万円、以下同様) に対し、通信・運輸が前期の大型案件の反動減により大幅減収 (△1,401 百万円、△32.7%)、減益 (△245 百万円、△46.1%) となった。
- 一方、金融は銀行・保険・カード会社向けが好調で、948 百万円の増収 (+24.3%)、171 百万円の増益 (+57.8%) となり、全体を牽引した。
- その他も、サービス業・電力小売事業者向けが伸長し、467 百万円の増収 (+10.2%)、89 百万円の増益 (+28.5%) となった。
- 加えて流通も、協同組合・小売業・アパレル会社向けが貢献し、211 百万円の増収 (+6.3%)、19 百万円の増益 (+7.1%) となった。
- 期初計画比 (売上高) では、通信・運輸、その他が下振れ、金融が上振れた (P29-図表 33)。
- なお、売上高利益率は業種・品目・ビジネスモデルを問わず、概して増収のセグメントで営業利益率の上昇傾向が、一方、減収のセグメントでは低下傾向が見られる。増収の金融では、営業利益率が 7.6% から 9.6% に上昇する一方、減収の運輸・通信業では 12.4% から 10.0% へ低下した (P29-図表 34)。

【図表 32】直近2期間の業種別売上高比較



(出所) 図表 32~34: 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

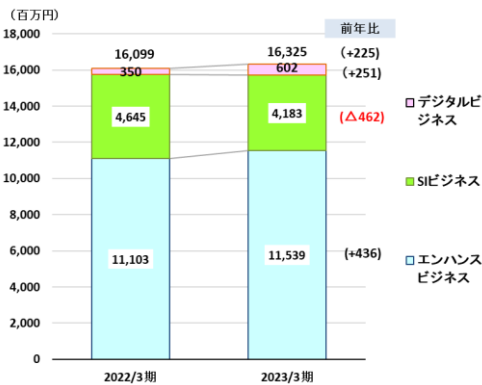
【図表 33】業種別売上高、期初予想と実績比較

2023/3期 売上高				
業種	実績	期初予想	差異:百万円	差異:%
金融	4,857	4,420	437	9.9%
流通	3,554	3,550	4	0.1%
通信・運輸	2,883	3,910	-1,027	-26.3%
その他	5,029	5,420	-391	-7.2%
合計	16,325	17,300	-977	-5.6%

【図表 34】直近2期間の業種別営業利益・同率の実績比較

業種	2022/3期		2023/3期		増減額	増減率
	営業利益	営業利益率	営業利益	営業利益率		
金融	296	7.6%	467	9.6%	171	57.8%
流通	275	8.2%	294	8.3%	19	7.1%
通信・運輸	532	12.4%	287	10.0%	-245	-46.1%
その他	313	6.9%	402	8.0%	89	28.5%
製造業	51	4.2%	86	5.5%	35	66.6%
官公庁	70	7.7%	72	7.8%	2	2.2%
その他	190	7.9%	244	9.6%	54	27.9%
合計	1,417	8.8%	1,452	8.9%	34	2.4%

【図表 35】直近2期間のビジネスモデル別売上高比較



(出所) 図表 35~37: 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ビジネスモデル別では、エンハンスの増収増益が、SIの減収減益をカバー。小規模ながらデジタルは急成長を継続。
- ◆デジタルビジネスが黒字幅を拡大。

<ビジネスモデル別売上高・営業利益>

・ビジネスモデルはエンハンス(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)に3区分されている。

・2023/3期では、エンハンスビジネスの売上高構成比率が全体の71%、営業利益では同75%と圧倒的に高い。同ビジネスでは金融、小売業、郵便事業会社向けシステム案件が拡大した。加えて価格改定・要員の最適化により、利益率も上昇し増収増益となり、全体を支えた(全体の増収幅の194%、増益幅の618%に相当)(図表35~37)。

・一方、SIビジネスは、金融・製造業向けに拡大したものの、運送事業会社、並びに通信事業会社向けシステム案件が縮小し、利益率の低下も重なり、減収減益となった。

・また、小規模だが(売上高構成比率4%、営業利益構成比率2%)デジタルビジネスが前期比251百万円(同+71.6%)の増収、営業利益は16百万円の黒字から34百万円へと倍増するなど急成長した。

・SI、デジタルは期初予想の売上高を下回る一方、エンハンスは上振れた(図表37)。

【図表 36】直近2期間のビジネスモデル別営業利益・同率の比較

単位:百万円,%	2022/3期	2023/3期	増減額	増減率
デジタルビジネス	16	34	17	108.0%
SIビジネス	522	329	-193	-37.0%
エンハンスビジネス	878	1,088	210	23.9%
営業利益・合計	1,417	1,452	34	2.4%
デジタルビジネス	4.6%	5.6%	1.1%	
SIビジネス	11.2%	7.9%	-3.4%	
エンハンスビジネス	7.9%	9.4%	1.5%	
営業利益率・全社平均	8.8%	8.9%	0.1%	

【図表 37】ビジネスモデル別売上高、期初予想と実績比較

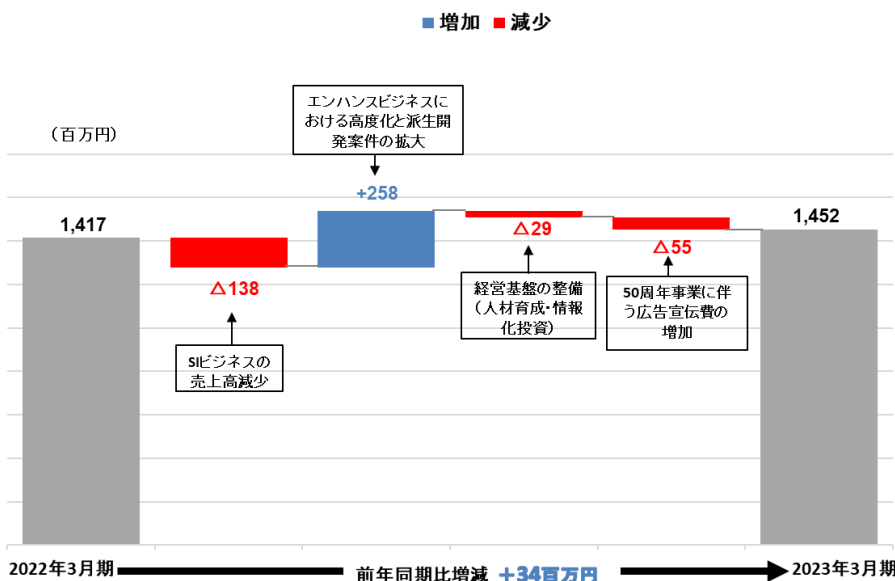
2023/3期 売上高				
ビジネスモデル	実績	期初予想	差異:百万円	差異:%
デジタル	602	780	-178	-22.8%
SI	4,183	5,140	-957	-18.6%
エンハンス	11,539	11,380	159	1.4%
合計	16,325	17,300	-976	-5.6%

- ◆ SI ビジネスの減収と諸コストの増加を、エンハンスビジネスの増収と利益率改善効果で吸収、営業利益は微増。

< 営業利益の増減益分析 >

前期の全体的な営業利益の増減益分析は、図表 38 の通りである。運輸・通信などの SI ビジネスの売上高の減少 (△138 百万円)、経営基盤の整備 (人材育成・情報化投資)、50 周年事業に伴う広告宣伝費の増加などのコストの上昇を、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 (+258 百万円) によりカバーした。この結果、全社の営業利益は 34 百万円の微増益となった。

【 図表 38 】 2023/3 期 (前期)、営業利益の増益要因 (単位：百万円)



(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 粗利率が改善し、経営基盤の強化などのコスト上昇による販管費率の悪化を吸収し、営業利益率は微増。

販管費は、前期比 4.2% の増加と、増収率の 1.4% を上回った。販管費率は、前々期の 12.6% から前期の 13.0% に 0.4 ポイント上昇した。人件費が前期比 3% 強上昇し (+33 百万円)、売上高人件費率が 6.0% → 6.1% に上昇したことや、賃借料、その他経費の増加が主因である。

しかし、粗利率は同順に 21.4% から 21.9% に 0.5 ポイント改善したため、営業利益率は 8.8% から 8.9% へと 0.1 ポイント改善した。増収効果もあり、営業利益は 2.4% の増益となった。

◆ キューブシステムによる 2024 年 3 月期 (今期) 業績予想 < 概要 >

- ◆ 今期は二桁の増収・営業増益を予想。

今期の業績は、売上高 18,000 百万円 (前期比+10.3%)、営業利益 1,620 百万円 (同+11.5%)、経常利益 1,635 百万円 (同+10.4%)、当期純利益 1,080 百万円 (同+9.1%) と、ほぼ 2 桁の増収増益と、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。なお、国内を中心に新卒・中途採用で一定数を増員する計画である。

【 図表 39 】 2024/3 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 2023/3期	今期会社予想 2024/3期	2023/3 上期	2024/3 上期計画	対前年同期比%	2023/3 下期	2024/3 下期計画	対前年同期比%
売上高	16,326	18,000	7,892	8,577	8.7%	8,434	9,423	11.7%
粗利	3,570		1,651			1,919		
粗利率	21.9%		20.9%			22.8%		
販売管理費	2,118		1,053			1,065		
販管比率	13.0%		13.3%			12.6%		
営業利益	1,452	1,620	598	700	17.0%	854	920	7.8%
営業利益率	8.9%	9.0%	7.6%	8.2%	0.6%	10.1%	9.8%	-0.4%
経常利益	1,480	1,635	595	700	17.7%	885	935	5.6%
当期利益	990	1,080	388	457	17.7%	602	623	3.6%

(出所) 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

<上下期別業績予想>

- ◆ 上期・下期とも前期比 2 桁近い増収・営業増益を予想。

上期は、売上高 8,577 百万円（前年同期比+8.7%）、営業利益 700 百万円（同+17.0%）、当期利益 457 百万円（同+17.7%）を計画している（図表 39）。通期から上期を差し引くと、下期は（同順に）9,423 百万円（同+11.7%）、920 百万円（同+7.8%）、623 百万円（同+3.6%）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。今期も上期の 8.2%に対し下期には 9.8%へと 1.6 ポイント上昇する計画である（前期の 2023/3 期：上期 7.6%、下期 10.1%）。今下期は今上期に対し 9.9%の増収、31.4%の営業増益を予想している（前期は、それぞれ 6.9%の増収、42.8%の増益）。

<増収の前提>

- ◆ ビジネスモデル別の売上高予想は、SI が回復、デジタルは続伸、エンハンスは微減。

(注 21) 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。

今期は、以下の施策・要因により増収を計画している。

- ・ビジネスモデル別売上高では、エンハンスが受注残高の減少に伴い微減収予想ながら、デジタル/SI ビジネス分野では、顧客の戦略的 IT 投資案件を積極的に獲得し、高い増収率を予想する（P32-図表 40）。デジタルビジネスは、コンサル協業モデル^{注 21}の推進と AI 技術を活用したサービスの拡大により、317 百万円の増収（同+53%増）と大きく伸長する見込みである。

- ・加えて、SI ビジネスもマーケットに大きな需要があるクラウド分野でベンダーとの連携を図り、ソリューションの提供により受注拡大を行い、1,666 百万円の増収（同+40%）を計画している。

エンハンスビジネスは、前期は堅調に増収となったが、レガシー分野も多いこと、並びにリソースの制約から、309 百万円の減収（同△3%）を予想する。

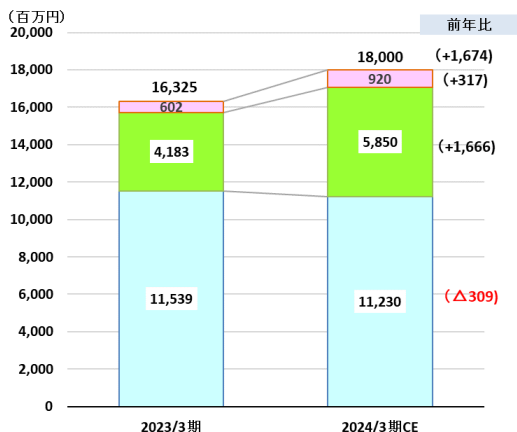
- ◆ 業種別では、その他と金融がドライバー。

- ・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 1,674 百万円のうち、その他が 963 百万円の増収（増収幅の 58%、前期比+19.1%）と最も寄与する見込みである。特に、製造・官公庁・エネルギー、AI、プロッ

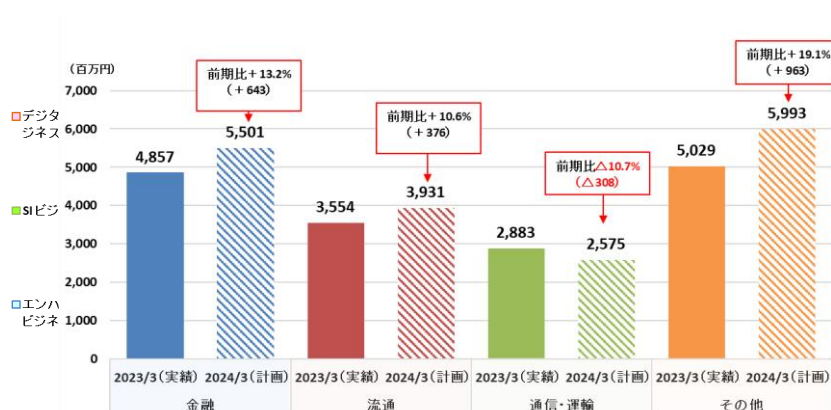
アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損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

クチェーン関連などが伸びると予想している。また、損害保険・銀行等金融機関のIT投資が回復過程にあり、643百万円の増収(増収幅の38%、前期比+13.2%)を見込んでいる(図表41)。

【図表40】2024/3期(今期)のビジネスモデル別売上高予想(CE:会社計画)



【図表41】2024/3期(今期)の業種別売上高予想(会社計画)



(出所) 図表 40, 41: 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

◆ 将来の成長に向けた投資コストを吸収し、営業利益率は微増を見込む。増収効果で、二桁の営業増益を予想。

◆ 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。

◆ 今期のメインテーマは、NRI との提携の推進、人材戦略の実行、DXビジネスの拡大。

<営業増益の前提>

一方、今期も生産性の向上が見込まれるが、将来の成長に向けた積極的な投資を強化するためコストの増加と相殺され、営業利益率は9.0%と前期比では0.1ポイントの改善にとどまる計画である。但し、増収効果により前期比167百万円、11.5%の営業増益を見込んでいる(参考:営業利益率の実績:2020/3期6.5%→2021/3期7.9%→2022/3期8.8%→2023/3期8.9%)。

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収益性向上施策の継続
- 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)

<今期の注力テーマ>

事業推進、生産体制の拡充、経営企画の3つを、今期のテーマとして掲げ、特にNRIとの提携の推進、人材戦略の実行、DX/ビジネス/プロセスの拡大に重点的に取り組む方針である(図表42)。

【図表42】2024/3期(今期)のテーマ



(出所) 決算説明資料

8. 成長戦略

◆ 中計V2026の第一次中期経営計画を執行中。今期は、一次中計の最終年度。

◆ 《VISION 2026》第一次中期経営計画

《VISION 2020》の後継ビジョンとして、2022/3期～2027/3期までの6ヶ年にわたる、中期ビジョン：《VISION 2026》が公表されている。この中で、今期を最終年度とする前半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> (変更はなく継続)

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。

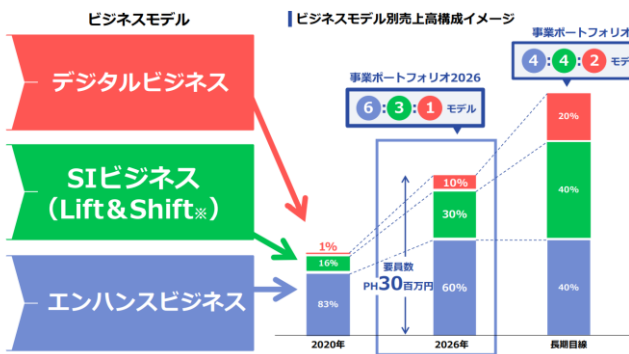
◆ 中計V2026では、従来の受託型に加え、企画型のビジネス提案を積極的に展開する計画。

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) に投資を拡大し、成長に繋げたい考えである。

◆ エンハンスを基盤に、SIとデジタルビジネスへの投資に注力し成長を目指す。

なお、現在のビジネスモデルは、エンハンス、SI、デジタルに3区分されている。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】中期計画 (V2026) ～方向性～



(出所) 決算説明資料

(備考) Lift&Shift ※ 既存システムの環境をクラウド環境への移行 (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】中期計画 (V2026) ～進捗状況と今後の展開～

第1次中期経営計画 (2022年度～24年度) 経営/事業基盤の構築		第2次中期経営計画 (2025年度～27年度) 変革を成果へつなげ、成長を加速
デジタルビジネス デジタルソリューションサービスの展開	ブランド 自社プロダクト展開 企画型SIビジネス展開 (エンドユーザー拡大)	今後の展開方針 コンサルティングとのシームレスな開発連携 F@CE DXを活用し、エンドユーザーに対する高速開発能力の提供
SIビジネス Lift&Shiftの得意領域の構築	成長 ソリューションベンダー協業 Lift&Shiftビジネス	収益 クラウド化・マイクロサービス化技術を活かし、高い生産力と新しい開発ソリューションを提供
エンハンスビジネス 新しいエンハンスモデルの構築と興隆	収益 集約・効率・最適・高度化、人的リソース・技術・ノウハウ	収益 二アショア、オフショア (アジア) の体制を強化し、長期にわたって安定的に優れた生産力を確立
経営基盤 人材育成・グループガバナンス・内部統制強化	盤石化 人的資本の充実 (採用/育成戦略推進) 品質強化 コーポレートガバナンス対応	盤石化 情報・知識面の交流、エンゲージメントを強化 パートナーとも連携し、高い水準でのESGを達成

(出所) 決算説明資料

(備考) 2022年度 (FY2022) は2022/3期、2024年度は2024/3期を意味する。他も同様

<重点施策と方針>

- ◆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や方針が示され計画に沿って進捗中である (P33-図表 44)。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。

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。指標は適宜、更新・追加される。

- ◆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。

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 (以降、中期計画自体に変更はない)。

- ◆非財務指標のKPIに環境を加え5項目に。各項目を細分化しKPIを決定。

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、人材育成 (前回追加) の4項目が挙げられていたが、今回、環境 (GHG 排出量目標) が新たに加えられた。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」 (人的資本の充実) や「環境」への配慮が不可欠であるとの考えに基づく。なお、非財務の各項目のKPIが細分化され、数値目標と実績が明示された (図表 46)。女性管理職の割合上昇、男女間賃金格差の是正、男性の育児休業取得率の向上をポイントとし、全KPIの目標達成に向け注力する。

【図表 45】中期計画 (V2026) ~財務・非財務目標 (KPI) ~

重要経営指標 (KPI)		2023/3 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%)	11.8%	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)	22.8百万円	23百万円 → 30百万円
	ビジネスモデル変革	売上高構成比率 (2020年度比)	SIビジネス +16億円	SIビジネス +33億円 デジタルビジネス+20億円 (2023年度比) ※2021/3年度比: デジタル (6:3:1) の比率へ
	成長性	売上高CAGR (2020年度)	5.1%	8%程度 → 9%程度
	利益指標	営業利益率 (2020年度: 7.9%)	8.9%	9% → 10%程度
2023/3 実績				
非財務	ダイバーシティ促進	係長職に占める女性社員比率	15.3%	新規設定 「女性の活躍推進」(男がいない方への雇用自粛) (LGBTQ+対応)
	働き方改革	有給休暇取得率	64.1%	新規設定 仕事のやりがい、心身の健康、アプレンティス、健康経営
	コミュニケーション活性化	スマイルシェアプロダクト	-	新規設定 自社プロダクト「スマイルシェア」によるウェルビーイング向上
	人材育成	多様なキャリア形成と育成	-	新規設定 多様なプロフェッショナル人材の活躍

【図表 46】中期計画 (V2026) ~非財務目標の細目~

重要経営指標 (KPI)		2023/3 実績	2024/3 目標
ダイバーシティ促進	女性活躍	8.6%	10%
	係長職 (JP-A) に占める女性社員比率	15.3%	20%
	JP-A昇進申請者における女性の割合	22.2%	25%
賃金格差	男女間の賃金格差 ^{※1}	-	-
働き方改革	ワークライフバランス	時間外勤務時間 (月平均) ^{※2}	31h → 25h
		有給休暇取得率	64.1% → 70%
		男性の育児休業取得率	35.7% → 50%
健康経営	健康経営	全社員への健康教育・動機付け	-
	高ストレス者の割合	14.4%	10%
エンゲージメント	働き甲斐を感じている社員の割合	40.0%	60%
コミュニケーション活性化	スマイルシェアプロダクト活用度 (1日のべ利用率 ^{※3})	60%	80%
人材育成	ITスキル研修受講率	91%	100%
	資格取得推進 (応用情報/AWS/Oracle Cloud) ^{※4}	21名/1名/2名	前期比較で増加
環境	1人当たり教育・研修 (自己啓発含む) 日数	2.9日	12日
	GHG排出量目標 (Scope1,2,3)	Sco1,2: 234t-CO2 Sco3: 4,368t-CO2 (基準年度: 2020年度)	Sco1,2: 263t-CO2 Sco3: 4,348t-CO2

(出所) 決算説明資料 (備考: 図表中の注釈)

(出所) 決算説明資料 (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」。

- ※1 有価証券報告書にて記載予定
- ※2 所定 (7.5h) 外労働時間にて算出、全社員の平均。
- ※3 いのペイ (ミニアプリも搭載した社内通貨キャッシュレス決済アプリ) の利用率
- ※4 応用情報技術者試験/AWS 認定資格 (レベル: プロフェッショナル) / Oracle 認定資格 (Oracle Cloud Infrastructure)。

< 中期経営計画における業績目標 >

◆ 1次中計の最終年度となる今期中計目標は継続(中計目標と期初の今期業績予想には差異)。

◆ 営業利益率の目標は変えず。

◆ ビジネスモデル別の予想売上高では、デジタル・エンハンスを下方修正する一方、SIビジネスを上昇修正。

中期経営計画の最終年度となる今期(2024/3期)の業績目標(2022年5月11日に上方修正)を、同社は変えずに継続している。一方、(同じ)今期の期初業績予想は、これを下回る数値が発表された(図表47、図表48)。

中計・旧予想⇒中計・新予想; 今回・期初予想に順に、売上高は185億円⇒190億円; 180億円(中計予想比、△10億円)、営業利益14.8億円⇒17.1億円; 16.2億円(同△0.9億円)、ROE13%以上⇒13%以上; 11%と、実質的には今期の業績見通しは下方修正されたが、営業利益率9.0%は変更されなかった。

今期のビジネスモデル別の売上高予想を、中計・新予想と期初予想と比較すると、デジタルビジネスでは80百万円、エンハンスでは1,070百万円と、共に約8%下方修正する一方、SIビジネスを150百万円、約3%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、+8.7%から+6.8%に低下すると見込んでいる。

【図表47】 <<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	1年目		2年目			3年目		
		2022/3期 当初(中計旧)CE	2022/3期 実績	2023/3期 中計・旧CE	2023/3期 中計・新CE	2023/3期 実績	2024/3期 中計・旧CE	2024/3期 中計・新CE	2024/3期 期初CE
売上高	14,788	16,000	16,099	17,200	17,300	16,325	18,500	19,000	18,000
デジタルビジネス	66	320	350	400	780	602	500	1,000	920
SIビジネス	2,561	4,130	4,645	4,500	5,140	4,183	5,000	5,700	5,850
エンハンスビジネス	12,162	11,550	11,103	12,300	11,380	11,539	13,000	12,300	11,230
営業利益	1,174	1,230	1,417	1,340	1,530	1,452	1,480	1,710	1,620
営業利益率	7.9%	7.7%	8.8%	7.9%	8.8%	8.9%	8.0%	9.0%	9.0%
ROE	14.0%	13%以上	13.8%	11.0%		11.8%	13.0%		11.0%

(出所) 決算説明資料より抜粋。当初CE、または中計・旧CEは2021年6月11日公表時、中計・新CEは2022年5月11日公表時の予想。

【図表48】 中期の業績予想(会社計画と当調査部の予想)

単位: 百万円、%	2023/3期・実績	2024/3期・中計・旧CE	2024/3期・中計・新CE	2024/3期・期初CE	2024/3・旧E	2024/3・新E	2025/3・旧E	2025/3・新E	2026/3・新E
売上高	16,328	18,500	19,000	18,000	18,700	17,800	19,600	19,000	20,500
デジタルビジネス	602	500	1,000	920	1,000	900	1,200	1,200	1,700
SIビジネス	4,183	5,000	5,700	5,250	5,800	5,800	6,200	6,200	6,800
エンハンスビジネス	11,539	13,000	12,300	11,230	11,900	11,100	12,200	11,600	12,100
売上総利益	3,570				4,000	3,900	4,200	4,150	4,500
売上総利益率	21.9%				21.4%	21.9%	21.4%	21.8%	22.0%
販売費及び一般管理費	2,118				2,300	2,300	2,400	2,425	2,650
(対売上高比)	13.0%				12.3%	12.9%	12.2%	12.8%	12.9%
営業利益	1,452	1,480	1,710	1,620	1,700	1,600	1,800	1,725	1,850
(対売上高比)	8.9%	8.0%	9.0%	9.0%	9.1%	9.0%	9.2%	9.1%	9.0%
経常利益	1,480			1,635	1,715	1,615	1,820	1,755	1,870
(対売上高比)	9.1%			9.1%	9.2%	9.1%	9.3%	9.2%	9.1%
当期純利益	990			1,080	1,100	1,065	1,180	1,155	1,235
(対売上高比)	6.1%			6.0%	5.9%	6.0%	6.0%	6.1%	6.0%
売上高(前期比増率、以下同様)	1.4%	13.3%	16.4%	10.3%	14.5%	9.0%	4.8%	6.7%	7.9%
売上総利益率(前期との差)	0.4%				-0.5%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%
販売費及び一般管理費(増率)	4.2%				8.6%	8.6%	4.3%	5.4%	9.3%
営業利益(増率)	2.5%	1.9%	17.7%	11.5%	17.0%	10.2%	5.9%	7.8%	7.2%
経常利益(増率)	3.4%			10.4%	15.8%	9.1%	6.1%	8.7%	8.6%
当期純利益(増率)	4.8%			9.1%	11.1%	7.6%	7.3%	8.5%	6.9%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

◆アルファ・ウイン調査部の2024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、ほぼ会社計画並みまで下方修正。
- ◆会社予想は達成可能な範囲内と思われるが、高い増収率想定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。
- ◆コストの増加は生産性の向上でカバーされ、営業利益率は会社計画並みに微増と予想。
- ◆過去の長期間にわたり、期初の業績予想と実績値の平均乖離率は小さいが、やや強めの予想を発表する傾向がある。

アルファ・ウイン調査部は今期の業績予想を見直し、売上高を従来の18,700百万円から17,800百万円に修正した(P35-図表48)。また、営業利益予想も1,700百万円から1,600百万円に引き下げた。今期の会社予想に対して売上高は△200百万円、営業利益は△20百万円とわずかに下回ると予想したが、想定する営業利益率は9%と会社予想と同水準とした。

顧客の戦略的なIT投資意欲は旺盛であり、同社の受注は堅調である。コストコントロールを行えば、利益の計画値は達成可能な範囲にあるとは思われる。しかし、前期比での増収率から判断すると、会社計画はやや意欲的であると思われ、コストの上昇を含め、ある程度のリスクを勘案し当調査部ではやや慎重に予想した。

なお、今期は成長に向けてさらに積極的な投資を行い、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、予想営業利益率を9.0%と、前期の8.9%から0.1ポイント改善するとした。

<業績予想と実績のトラックレコード>

過去、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(図表49)。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1.9%、営業・経常・当期利益ではそれぞれ3.9%、2.5%、3.1%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49】 期初の連結業績予想(会社)と実績値の時系列的比較 (出所) 決算短信より、当調査部が作成

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)		期初予想からの乖離率							
	単位:百万円	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績	売上高	営業利益	経常利益	当期利益			
01/3期	-	4,808	-	-	-	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%		
04/3期	6,900	6,575	-	491	522	500	284	290	-4.7%	-4.3%	-1.5%	5.3%	-3.7%	15.7%		
05/3期	7,000	7,100	-	558	532	551	297	315	1.4%	3.5%	9.7%	8.0%	13.6%	10.2%		
06/3期	7,800	7,767	-	549	600	551	340	312	-0.4%	-8.2%	-8.3%	9.4%	-1.6%	0.0%		
07/3期	8,300	7,923	-	590	570	584	330	324	-4.5%	2.4%	-1.8%	2.0%	7.4%	5.9%		
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%		
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%		
10/3期	8,800	8,706	680	637	670	660	350	349	-1.1%	-3.5%	-1.5%	-0.3%	2.3%	-2.3%		
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%		
12/3期	9,300	8,431	685	524	675	533	350	118	-9.3%	-21.2%	-21.0%	-66.4%	-8.0%	-20.9%		
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%		
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%		
15/3期	12,000	12,527	840	964	840	981	490	594	4.4%	14.8%	16.7%	23.8%	11.7%	45.0%		
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%		
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%		
18/3期	14,300	13,559	1,080	855	1,080	893	650	567	-5.2%	-19.3%	-17.3%	-12.8%	5.1%	9.5%		
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%		
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%		
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%		
22/3期	16,000	16,099	1,290	1,417	1,250	1,432	850	944	0.6%	15.2%	14.6%	11.1%	8.9%	20.7%		
23/3期	17,300	16,325	1,530	1,452	1,545	1,480	1,000	989	-5.6%	-5.1%	-4.2%	-1.1%	1.4%	2.5%		
24/3期会社予想	18,000	1,620	1,635	1,080									10.3%	11.5%		
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→									-1.9%	-3.9%	-2.5%	-3.1%	5.9%	6.2%		
緑色のハイライト:過去最高値 黄色:2位									期初予想に対する上方修正:下方修正(単位:回)→				6:14	4:12	7:13	8:12
													↑各期間単純平均(24/3期予想を除く)			

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

- ◆ 中期見通しを修正。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 2026/3 期を加え、今期を含めた 3 期間にわたる業績予想を行った（前出、P35-図表 48）。

中期業績について、当調査部では以下の前提を置き、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。

<リスクファクターと中長期的な利益成長性>

- ・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金利の上昇や高止まり、これに伴う世界景気の後退懸念から、中期的には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、同社の先行投資負担による効果、コスト上昇、人員の確保等が見通しにくい。
- ・現状ではシステム需要が旺盛で、以下の要因、及び前提によって中長期的には、年率 6~10%前後の増益基調が続く予想している。

- ◆ 当部では、中期の利益成長率を年率 6~10%前後と予想。

<増収要因・前提>

- ◆ 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。

- ・当面は、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。

- ◆ 中期では先行投資負担から利益率は横ばいで、増収効果が主な増収要因と予想。

<増益要因・前提>

- ・粗利率は各種施策（生産性向上、外注費の見直し等）により、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。
- ・将来の成長に向けた事業基盤の強化（開発拠点・生産体制の増強・拡充）、人件費・外注費等の上昇、新技術・ビジネス研究などの先行投資を進めるため、製造原価や一般管理費の増加が、中期的には見込まれる。
- ・そのため来期以降、売上高営業利益率も横ばい（約 9%）を想定し、増収効果が主な増益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50に示した。NRIとの資本・業務提携による関係強化を強みとして、また、開発拠点・生産体制の増強、アジャイル開発等の開発体制の強化を今後の機会として加えた(赤字が、今回追記した事項)。

【図表50】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 ・NRIとの資本・業務提携 ・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経営姿勢(開発拠点・生産体制の増強に向けた積極的な投資) ・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
弱み・課題 (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・特定顧客への依存が大きいこと ・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 ・アジャイル開発やAIを活用した生産性の改善 ・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れた顧客基盤を有し、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り、関連・派生システムを提案し開発やサービス(エンハンス)ができることに強みがある。今後もユーザーである日本企業等は、業務の効率化と収益性の向上のために、IT投資、DX投資を継続的にかつ、戦略的に進めると思われ、同社の成長のポテンシャルは大きい。

- ◆ **更なる成長ポテンシャルに対するボトルネックは、優秀な人材の確保。**

一方、課題を補足すると、徐々に改善しつつあるものの(業界共通ではあるが)利益率が長期的には横ばいになり、売上高が増加しないと利益額も伸びない傾向がある。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。

- ◆ **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

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。

◆ 連結配当性向 35% を 40% に引き上げ、連続増配 (普通配当ベース) を実施予定。

◆ 今期も 4 円の普通配当の増配を予定。中期的にも増配余地あり。

◆ 株主優待を含めた実質的な年間 (最大) 利回りは、約 3.0%。

◆ DOE は高い水準。

◆ 株主還元には積極的。

◆ キャッシュリッチで、今後も自社株買いや株式分割を行う可能性がある。

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 期には記念配当により 71.1% まで上昇した。同社は従来 35% を目安としていたが 40% まで引き上げ、2024/3 期会社予想ベースでは 42.1% となる。この結果、一株当たりの普通配当金は、2022/3 期の 23 円から、2023/3 期には 26 円、2024/3 期には 30 円 (予定) と着実に増配傾向にある (図表 51)。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。

株価 1,179 円 (6 月 5 日終値) で計算すると、配当利回りは 2.5% 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 (P40-図表 52)。優待を考慮すると、実質的な利回りは最大 3.0% 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。

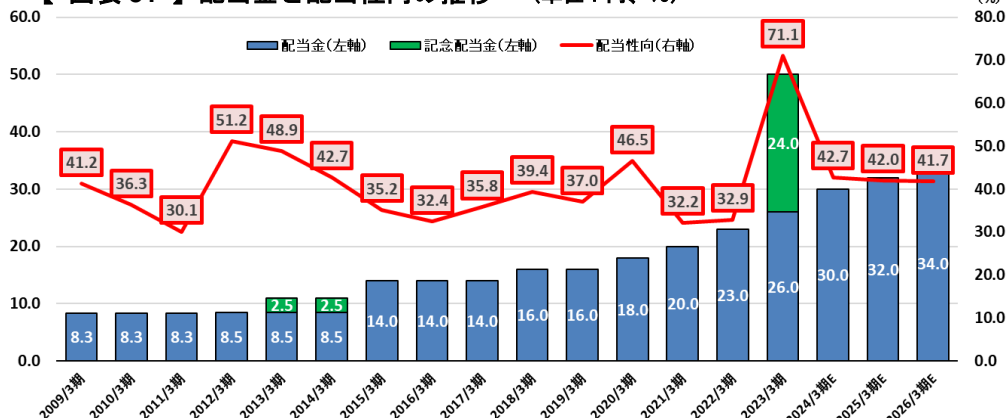
優待考慮後 (両社ともクオカードの贈呈制度あり) の実質的な年間利回りは、同業他社のハイマックスが 3.7%、東邦システムサイエンスは 3.4% であり、比較するとやや低い (参考、NRI は 1.3%)。

一方、株主資本配当率 (= 配当総額 ÷ 株主資本) は、2023/3 期で同社が 8.6% (記念配当を除くと 4.5%)、ハイマックス 5.0% (記念配当なし)、東邦システムサイエンス 5.7% (同)、(参考) NRI 7.2%、(同) といずれも、一般的な水準と比較すると高い。

上場後、過去数回にわたり株式分割が行なわれているが、2014 年 10 月の分割 (1 : 2) 以降はない。なお、自社株買いも複数回実施しており、増配以外の株主還元も行っている。

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、自社株買いや株式分割の可能性はある。

【 図表 51 】 配当金と配当性向の推移 (単位：円、%)



(出所) アルファ・ウイン調査部が作成、E は当部予想

【図表 52】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	30	3.0
400	1,000	2,000	30	3.0
1,000		3,000	30	2.8

「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(2023年6月5日終値):1,179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

◆ **ディフェンシブな内需成長株。過去約14年で株価は上昇し約5.2倍、TOPIXを大幅にアウトパフォーム。**

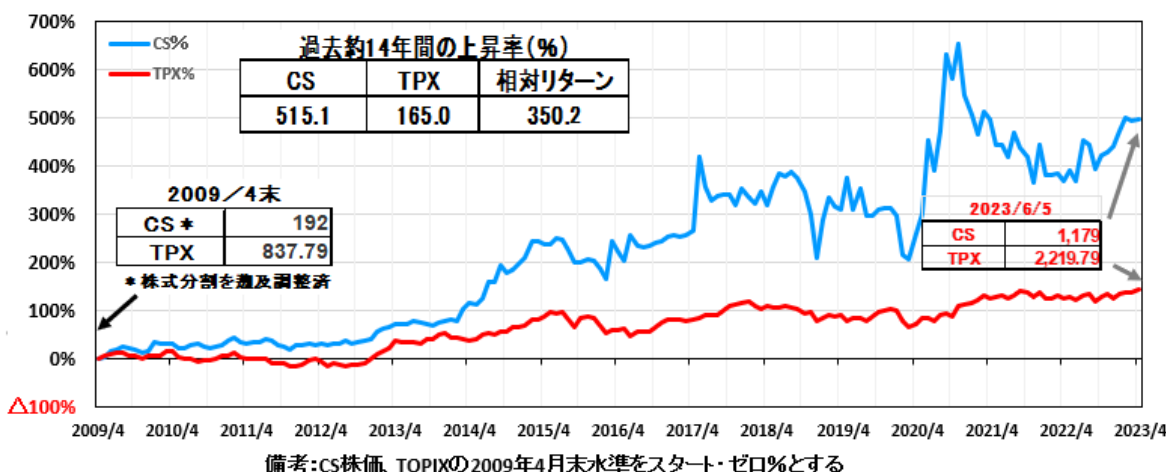
◆ **今後も安定成長が見込まれ、中期長期タームでは、魅力的な投資対象と考えられる。**

◆ **株価特性と水準、バリュエーション比較**

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14年間で上昇し約5.2倍となり、TOPIXを約+350%アウトパフォームしている(株式分割を考慮して計算、2023年6月5日終値、図表53)。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長を反映していると推測される。

日本企業の戦略的なIT投資・DX投資の増勢を背景に、今後も相対的に安定的な利益成長が見込めることから、中期長期タームでの投資対象候補と考えられる。

【図表 53】同社株(CS)とTOPIXの長期的なリターン(過去約14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。直近の株価、TOPIXは、2023年6月5日終値。

◆ **過去1年間ではTOPIXをアウトパフォーム。**

◆ **株価上昇により、バリュエーションは市場平均や同業2社をやや上回る。成長性と安定性がプレミアムとして株価に反映。**

過去1年間でも好業績を背景にTOPIX、並びに同業2社(ハイマックス、東邦システムサイエンス)、NRIをアウトパフォームしている。但し、直近半年間では、大型株優位の相場環境の中TOPIXをややアンダーパフォームしている。

東証プライムに上場する全銘柄、並びに同業2社と同社を、主要なバリュエーションで比較を行った(NRIは参考値)。今期ベースでは、株価の上昇により同社のバリュエーションは、いずれも主要指標でやや上回るが割高感はない(P41-図表54)。

同社の株価には、これまでの安定した成長実績と今後の成長期待が、プレミアムとして反映されているとも考えられる。

◆引き続きディフェンシブな内需成長株として注目。

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。

また、バリュエーションに割高感がないことから、基本的に株価は業績に連動すると考えられる。

なお、週次ベースでの過去5年間のTOPIXに対するベータ値は、1.20とディフェンシブな業態の割には高い。

【 図表 54 】 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)	参考:野村総合研究所 (NRI:連結)	東証プライム全銘柄 (平均)	東証プライムに上場するSI 24社 (平均)
コード	2335	4299	4333	4307	-	-
株価(6月5日終値)	1,179	1,417	1,161	3,657	1,142.32	-
時価総額(百万円)	18,569	17,589	16,098	2,170,986	-	560,089
PER(株価予想収益率)	16.55	12.74	12.64	28.36	15.14	18.80
PBR(株価純資産倍率)	1.86	1.80	1.61	5.42	1.29	2.50
配当利回り(%)	2.54	3.03	3.45	1.31	2.32	2.43
EV/EBITDA(倍)	7.22	5.24	4.39	13.85	-	-
PSR(株価売上高倍率)	1.03	0.97	0.98	3.02	-	-
過去の半年間の1日平均売買金額(百万円)	26	16	10	6,985	-	-
過去過去5年間のベータ(β:対TOPIX)	1.20	0.63	0.56	0.92	-	-

時価総額=発行済株式総数×株価(2023年6月5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2024/3期の会社計画、PBRIに用いたBPSは2023/3期末実績

EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現金)/(営業利益+減価償却費+無形固定資産等償却)、営業利益は当期の会社計画、減価償却費+無形固定資産等償却は、前期実績を参考に推定

PSR=時価総額/売上高(2024/3期会社予想) * 現預金は、2023/3期末の残高。

(出所) 図表 54、55: 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

◆同業 24 社内での比較では、バリュエーションはやや低い。

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、NRI も含む。なお 24 社合計の時価総額は約 13.4 兆円、同売上高は約 9.5 兆円、営業利益は 9,459 億円、営業利益率は各社の単純平均 9.5%、加重平均 12.1%) をユニバースとし比較すると (図表 55)、同社のバリュエーションはやや割安感がある。

◆増収に加え利益率の継続的な改善が見られれば、バリュエーション (PER 等) が切り上がる余地も。

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 55 】 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	配当性向	
9813	NTT データ	2,864,606	2,043	4,100,000	292,000	7.1%	11.0	19.9	2.0	1.1%	23.00	102.70	1,035.93	0.7	22.4%	
4884	オービック	2,382,930	23,925	111,000	70,000	63.1%	16.1	38.9	6.5	1.1%	260.00	614.57	3,697.16	21.5	42.3%	
4307	野村総合研究所	2,170,986	3,657	720,000	117,000	16.3%	20.7	27.7	5.4	1.3%	48.00	131.83	674.35	3.0	36.4%	
4768	大塚商会	1,042,922	5,489	901,000	58,600	6.5%	13.0	25.9	3.4	2.4%	130.00	211.87	1,619.79	1.2	61.4%	
3826	TIS	942,337	3,855	530,000	63,500	12.0%	18.8	22.1	3.1	1.4%	53.00	174.19	1,227.44	1.8	30.4%	
4739	伊藤忠テクノソリューションズ	898,080	3,742	625,000	58,000	9.3%	11.8	21.6	2.9	2.3%	86.00	173.10	1,292.40	1.4	49.7%	
9719	SCSK	709,282	2,269	470,000	54,000	11.5%	14.4	18.6	2.6	2.5%	56.00	121.66	870.56	1.5	46.0%	
2327	日鉄ソリューションズ	383,389	4,190	305,000	33,500	11.0%	11.0	16.8	1.9	1.9%	80.00	249.19	2,191.60	1.3	32.1%	
8056	BIPROGY	378,778	3,454	350,000	32,500	9.3%	15.0	15.8	2.5	2.6%	90.00	218.95	1,391.89	1.1	41.1%	
4812	ISID	342,860	5,260	137,000	20,000	14.6%	18.1	24.4	4.6	1.7%	88.00	215.16	1,150.30	2.5	40.9%	
9749	富士ソフト	303,974	9,020	300,000	20,000	6.7%	8.8	23.0	2.1	1.5%	137.00	391.61	4,322.94	1.0	35.0%	
1973	NECネットエスアイ	293,267	1,964	340,000	24,000	7.1%	10.0	20.9	2.1	2.5%	49.00	93.99	948.23	0.9	52.1%	
9759	NSD	241,860	2,780	97,000	14,000	14.4%	19.3	24.6	3.9	2.4%	68.00	113.18	711.73	2.5	60.1%	
9882	DTS	171,089	3,595	115,000	12,000	10.4%	13.0	19.2	2.6	2.6%	95.00	187.10	1,408.81	1.5	50.8%	
9892	シーエーシー	56,212	1,495	51,000	5,550	10.9%	14.2	13.1	1.3	3.3%	50.00	114.40	1,111.48	1.1	43.7%	
4719	アルファシステムズ	49,886	3,550	36,000	4,300	11.9%	7.5	17.0	1.3	2.0%	70.00	209.41	2,833.16	1.4	33.4%	
4674	クレスコ	44,781	1,947	52,500	5,250	10.0%	14.3	11.5	1.7	2.6%	50.00	170.00	1,160.39	0.9	29.4%	
9739	NSW日本システムウェア	35,820	2,404	48,500	5,600	11.5%	14.5	9.1	1.2	2.3%	55.00	265.11	2,005.37	0.7	20.7%	
4725	GAC Holdings	35,290	1,718	50,000	3,300	6.6%	8.8	13.3	1.0	4.7%	80.00	129.17	1,659.07	0.7	61.9%	
9800	アイネット	24,268	1,494	37,700	2,750	7.3%	7.7	11.8	1.4	3.5%	52.00	126.37	1,099.90	0.6	41.1%	
2335	キューブシステム	18,569	1,179	18,000	1,620	9.0%	11.8	16.6	1.9	2.5%	30.00	71.23	634.29	1.0	42.1%	
4299	ハイマックス	17,589	1,417	18,150	1,580	8.7%	13.1	15.3	1.6	3.0%	43.00	92.83	886.45	1.0	46.3%	
4862	フォーカスシステムズ	17,254	1,059	30,100	2,000	6.6%	10.1	11.0	1.2	3.6%	38.00	96.07	848.98	0.6	39.6%	
4333	東邦システムサイエンス	16,098	1,161	16,500	1,550	9.4%	13.2	13.3	1.6	3.4%	40.00	87.23	722.29	1.0	45.9%	
	単純平均	560,089				12.1%	13.2	18.8	2.5	2.4%					2.1	41.9%
	単純平均(オービックを除く)	480,835				9.9%	13.0	17.9	2.3	2.5%					1.3	41.9%

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、EPS、配当金、配当性向は、原則、会社の直近予想

株価は、2023年6月5日終値

平均値は、有効なデータのみを対象とした平均

BPSは四半期単位の直近数値

(出所) 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。