

# 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：2025/6/13

### ● 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・運輸・通信・官公庁向けを中心にシステムを開発し、サービスの提供を行う。
- ・1972 年に設立され、業歴 53 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 24 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(連結ベース)。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+6.3%と、長期にわたり常に黒字を維持し、順調に業容を拡大してきた。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 7.3%)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。
- ・前期(2025/3 期)の業績は、売上高が 18,351 百万円(前期比=YOY+1.8%)、営業利益は 1,380 百万円(同△10.1%)と増収減益となった。同社の期初予想を下回ったものの、修正後の業績をやや上回って着地した。売上高は過去最高値を 13 期連続で更新し、当期利益も特別利益の計上により過去最高益を 5 期連続で更新した。なお、配当は期初予想通りに、40 円(YOY+5 円の増配)の配当を実施した。
- ・今期(2026/3 期)は売上高 19,500 百万円(YOY +6.3%)、営業利益 1,750 百万円(同+26.7%)、当期利益 1,220 百万円(同△3.3%)と、過去最高売上高と最高営業利益の更新を同社は計画している。なお、前期に計上した特別利益がなくなるため、今期の当期利益は微減益となる見込みであるが、連続増配(+2 円増配の年間 42 円)を予定している。
- ・ワンストップサービスによる領域の拡大や協業の強化により、SIer 向け事業を中心に売上高を拡大するほか、サービス提供事業でもクラウドベンダーとの協業の促進や、新規顧客開拓に向けた新サービスを創出し、増収を見込む。また、増収効果に加え、品質改善による不採算案件の撲滅や更なる生産性の向上に努め、利益率の改善により大幅な営業増益を計画している。
- ・DX 関連の IT 投資は旺盛で、好調な受注が見込まれる。但し、下期の増収・増益率、利益率の前提がややアグレッシブと思われ、今通期の予想利益はコストコントロール次第では達成可能ではあるが、上限値であるとアルファ・ウイン調査部では判断している。  
なお、業績のリスクは、受注が想定を下回ることによる売上高の未達、投資の積み増しやインフレによるコスト高、人的リソースの制約、不採算案件の再発と考えている。但し、現状から判断すれば、ダウンサイドリスクは限定的であろう。
- ・なお、今期の会社による期初予想は、同社の中期計画、弊社の前回予想を、若干下回る。

#### 経営戦略と今後の注目点

- ・第二の創業と位置付ける第 2 次中計(VISION2026)では、最終年度となる 2027/3 期に売上高 230 億円

1/43

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。

(2024/3 期を起点:CAGR+8.5%)、営業利益 24.1 億円(同+16.2%)、営業利益率 10.5%(2025/3 期比 +3.0%ポイント)、ROE14%(同+2.0%ポイント)を目標としている。なお、中期計画目標に変更はない。

- ・規模の拡大と共に、生産性の向上や高付加価値案件へのシフトにより収益性を高め、飛躍的な成長を実現し企業価値の最大化を目指す。

- ・なお、NRI との資本・業務提携を機に 2023/3 期以降、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投資を進めている。既に提携効果が表れつつあるが、長期的かつ継続的な協業の強化、事業領域の拡大、人材交流、ノウハウの蓄積と共有などにより、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。

- ・また、第 2 次中計でも、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、その達成に向け取り組んでいる。

- ・今後は、NRI との提携効果の加速化(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受託型ビジネスの拡大(プライム向け事業の獲得)、注力するサービス提供事業の進展、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 及び提携戦略、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

- ・当調査部では来期の業績予想を見直し、新たに来々期(2028/3 期)の業績予想を行った。業績のモメンタム(増加率)は低下するが、増収増益・増配基調を予想している。グローバルなインフレ、関税政策とその経済への影響、金融政策、地政学的リスク、為替などマクロ環境は不透明だが、同社は内需中心のビジネス構成のため、直接的な影響を受けにくい。

- ・当面は、人手不足、業務の効率化、差別化、対応力の強化、競争力の向上、コストの削減などを目的に、顧客の戦略的な IT システム投資需要は堅調に推移する前提とした。一方、中期のリスクとしては、エンジニア等の人材確保と不採算案件の発生、コストの上昇、ユーザー企業の業績の悪化などが想定される。

- ・中長期的にも、ユーザー企業等の IT 投資は継続的に拡大することが見込まれる。人材不足がボトルネックとなり成長の制約要因となる可能性はあるが、NRI との提携効果、新規分野・顧客の開拓、生産性の向上により、年率 6~8%前後の安定した増収と、これを上回る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積極的に行ってきた。

- ・前期に連結配当性向の目安を 40%から 50%に引き上げ、今期は年間配当金を前期比で 2 円増配し(7 期連続で普通配当基準では増配)、42 円とする計画である(予想配当性向 52.4%)。

- ・なお、純資産配当率も近年上昇傾向にあり、2025/3 期では 6.0%と高水準である。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 16 年間では、同社の株価は約 5.5 倍まで上昇し、TOPIX を大幅にアウトパフォームしている。

- ・今期の業績(同社予想)を基準とすると同社のバリュエーションは、東証プライム全銘柄平均を PBR では若干上回るが、PER は下回り、かつ配当利回りが高く、やや割安感がある。

- ・一方、同業他社との比較では、同社のバリュエーションは高安まちまちであるが、割高感はない。

- ・なお、2027/3 期(来期)の当調査部の業績予想を基準とすると、PER は 11.8 倍、PBR は 1.3 倍、配当利回りは 4.3%となり、現在の株価は割安と思われる。

- ・内需中心のディフェンシブな銘柄であり、今後も安定した利益成長が見込める。このため株価にはアップサイドポテンシャルがあり、中長期的な投資対象候補と考えられる。
- ・株価面では、四半期単位の業績の推移(受注、売上高、及び利益率)、並びに今期業績に対する進捗度と最終的な達成度、顧客の業績、及び IT 投資動向に加え、株主還元策に注目したい。

(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。

【 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)
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
2024/3	A	18,021	10.4	1,536	5.8	1,590	7.5	1,067	7.8	70.39	668.41	35.0
2025/3	A	18,351	1.8	1,380	-10.1	1,393	-12.4	1,261	18.2	83.81	722.27	40.0
2025/3	修正CE	18,300	1.5	1,300	-15.4	1,310	-17.7	1,210	13.4	80.40	非公表	40.0
2025/3	修正E	18,300	1.5	1,300	-15.4	1,310	-17.7	1,210	13.4	80.36	718.12	40.0
2025/3	期初CE	18,800	4.3	1,600	4.2	1,650	3.7	1,100	3.1	72.55	710.81	40.0
2026/3	中計	20,600	12.3	1,950	41.3							
2026/3	CE	19,500	6.3	1,750	26.7	1,760	26.3	1,220	-3.3	80.13	非公表	42.0
2026/3	新E	19,200	4.6	1,700	23.2	1,710	22.8	1,185	-6.0	78.70	756.82	42.0
2026/3	旧E	20,000	9.0	1,850	34.1	1,900	36.4	1,250	-0.9	83.02	761.14	43.0
2027/3	中計	23,000	11.6	2,410	23.6							
2027/3	新E	21,000	9.4	2,000	17.6	2,010	17.5	1,360	14.8	90.33	805.15	46.0
2027/3	旧E	21,700	8.5	2,150	16.2	2,200	15.8	1,450	16.0	96.30	814.45	50.0
2028/3	E	22,500	7.1	2,200	10.0	2,210	10.0	1,480	8.8	98.30	857.45	50.0

(備考) A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想。修正 CE、E は、いずれも 2025 年 2 月 (前回) 予想。新 E は、今回の予想。

【 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	2025/5/30	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,062	前期実績	12.7	1.5	3.8%	47.7%
発行済株式数 (千株)	15,750	今期予想	13.5	1.4	4.0%	53.4%
時価総額 (百万円)	16,727	来期予想	11.8	1.3	4.3%	50.9%
潜在株式数 (千株)	0	来々期予想	10.8	1.2	4.7%	50.9%
前期・自己資本比率	75.7	前期・純資産配当率(DOE)	6.0%	前期・ROE	12.0%	

(備考) 予想はアルファ・ウイン調査部の予想。



\*\*\*\*\*

## 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（<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](mailto:info@awincap.com)】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務は負いません。PF2025-0620-2500



## 目次

1. 会社概要.....	P6
中堅・専門のシステムインテグレーター.....	P6
経営理念と経営の基本方針.....	P8
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P9
3つのシステムサービスライン.....	P9
人材が鍵となる労働集約的なビジネスモデル.....	P11
バランスのとれた業種別売上高・利益構成.....	P12
安定した顧客基盤と継続性が高いビジネス.....	P13
今後の成長分野・次世代技術への布石.....	P15
野村総合研究所（NRI）との資本・業務提携.....	P16
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.....	P26
7. 前期業績と会社による今期業績予想.....	P28
2025年3月期（前期）通期決算.....	P28
キューブシステムによる2026年3月期（今期）業績予想.....	P32
8. 成長戦略.....	P34
《VISION 2026》中期経営計画.....	P34
アルファ・ウイン調査部の2026年3月期（今期）業績予想.....	P37
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P38
9. アナリストの視点.....	P39
SWOT分析.....	P39
株主還元、及び株主優待制度.....	P40
株価特性と水準、バリュエーション比較.....	P42

## 1. 会社概要

### ◆ 中堅・専門のシステムインテグレーター

◆ 業歴約 53 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。

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<sup>注1</sup>(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・提供を行う。

また、主要取引先は、NRI、富士通、イオン、みずほの 4 グループであり、顧客基盤は堅い。4 グループ合計で全売上高の約 8 割を占めると推定される(前期より非開示)。

創業は 1972 年と業歴は 53 年にも及ぶ。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社副支社長を務め、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。国内に 5 拠点、海外に 2 拠点を有し、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<sup>注2</sup>を目的に設立。2022 年に完全子会社化)

②「CUBE SYSTEM VIETNAM CO., LTD.」

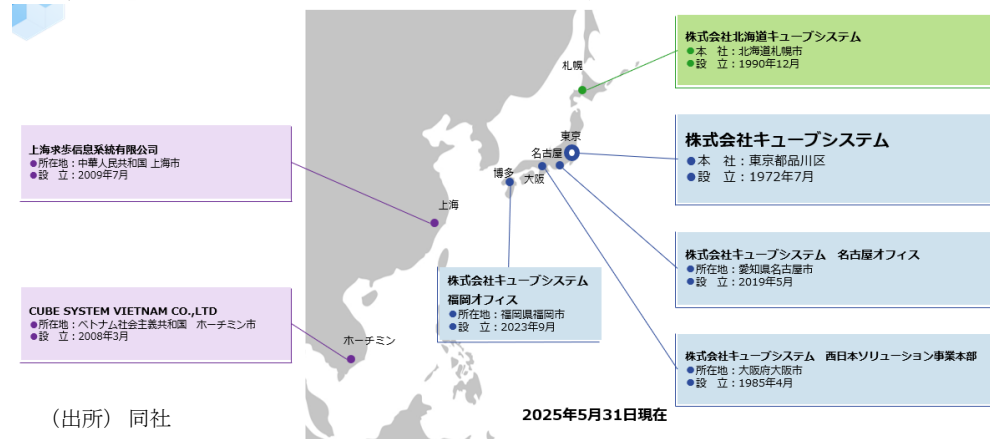
(ベトナム社会主義共和国ホーチミン市、同社が 100%出資)

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<sup>注3</sup>を主目的に海外子会社を設立している。

【図表 1】 キューブシステムグループの事業拠点



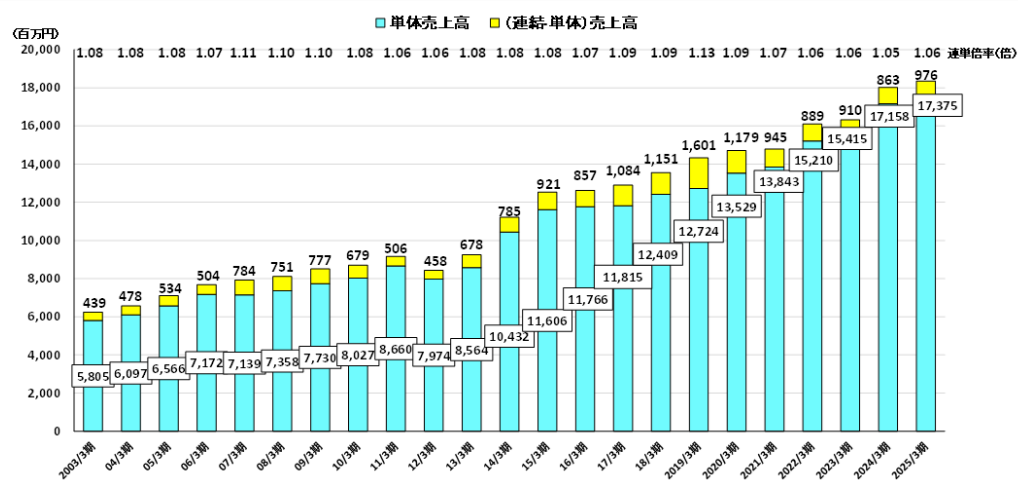
- ◆連結業績は増収増益基調。連結対象の子会社群は黒字が定着。連単倍率は、売上高・利益とも1倍強で推移。

過去23年間の売上高の連単倍率は1.08倍前後で推移し、単体の業績ウエイトが高い(図表2)。子会社の個別損益は開示されていないが、同期間における経常利益の連単倍率は、0.98~1.17倍(単純平均1.05倍)で推移している。

また「(連結-単体)の経常利益」により計算される子会社の合計損益は、2011/3期と2012/3期の2期間を除き黒字である(図表3)。なお、2017/3期から2019/3期までの3期間は、子会社群合計の業績(=連結-単体)も増収増益となったが、2020/3期は、子会社における大型システム開発案件の終息に伴い減収減益となった。

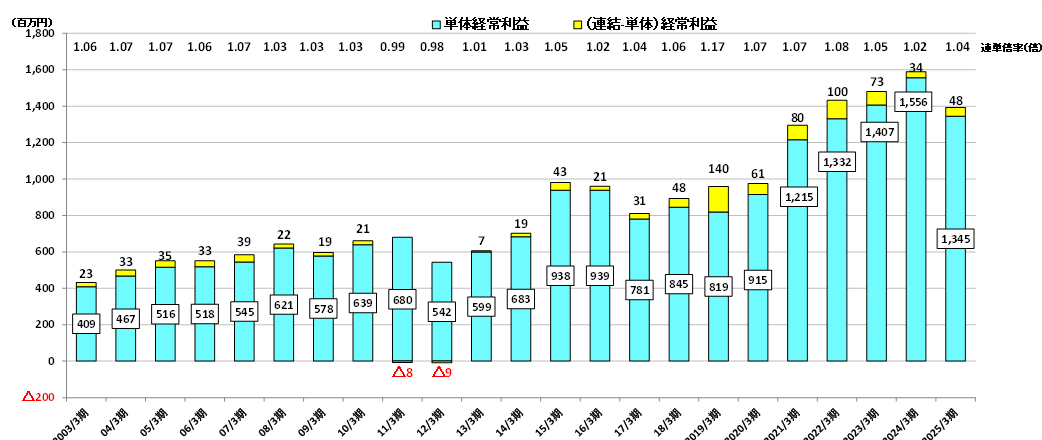
しかし、コロナによる上海のロックダウンの影響などがあったものの、2021/3期~2025/3期は、ベトナム現法、国内子会社ともに一定の利益を確保し、概ね堅調に推移した。

【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推移し(図表 4)、BS 上の現預金 62.3 億円を保有する (平均月商の約 3.8 ヶ月相当)。これに対し、借入金は 2.3 億円と僅少である (いずれも 2025 年 3 月末時点)。

自己資本比率は 75.7%(前々期末 75.1%)、流動比率 410.8%(同 405.8%) 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	2024/3期	2025/3期
営業CF ①	283	622	101	451	317	503	527	936	388	773	747	1,043	1,015	891	1,044	255
投資活動によるCF ②	-1	309	54	-321	-172	-307	33	94	28	46	25	58	-134	-304	-259	-68
財務活動によるCF	-144	-173	-125	-151	-188	-439	-241	-610	-392	-531	-339	-215	-324	1,102	-672	-780
FCF(①+②)	282	931	155	130	145	196	560	1,030	416	819	772	1,101	881	587	785	187
現金及び預金	1,618	2,375	2,405	2,382	2,338	2,098	2,407	2,822	2,845	3,130	3,557	4,447	5,015	6,703	6,815	6,213

(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される。
- ・この理念をもって、“世界に誇れる企業を創り上げる”。

◆経営基本方針は、「顧客第一主義」「重点主義」「総員営業主義」。

また、同社は、以下の 3 項目を経営の基本方針としている。

- ・「顧客第一主義」：全ての判断基準はお客様にとっての価値とし、お客様の視点で思考することを基本と致します。
- ・「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。
- ・「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。)

◆全社員で経営目標・実績を共有。

(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。



## 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、サービスを通じて解決すること。

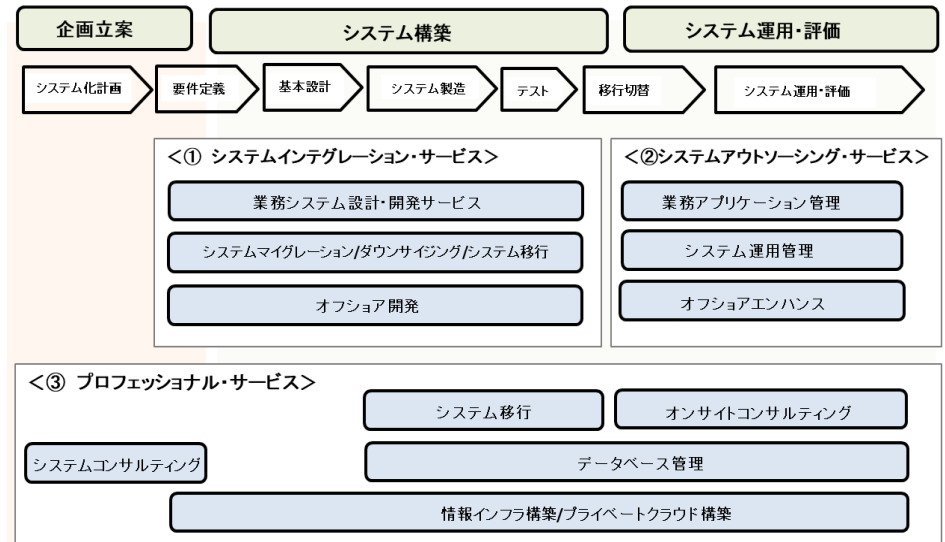
### ◆ 3 つのシステムサービスライン

同社グループは、システムソリューション<sup>注 5</sup>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) 2024/3 期の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<sup>注 6</sup>、基本設計<sup>注 7</sup>、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 8 割弱を占める。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」<sup>注8</sup>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、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<sup>注9</sup>も積極的に行っている。

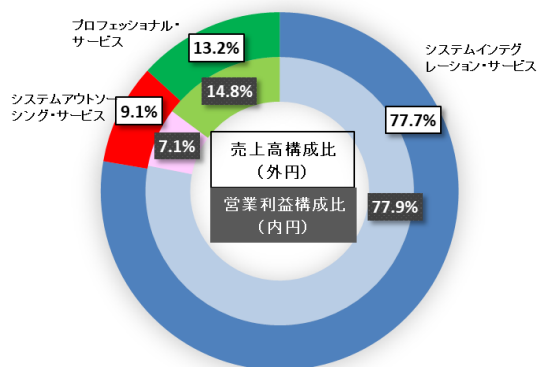
② システムアウトソーシング・サービス (SOS)

・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<sup>注10</sup>)。

【図表6】2024/3期の品目別売上高、及び営業利益の構成比



(出所) 決算短信より当調査部が作成。

2024/3期の各3区分 (品目) の売上高、営業利益の構成比は、図表6の通りである (2025/3期より非開示)。売上高構成比は、SISが全体の8割弱を占め、残る2割のうちProS、SOSの順となっている (図表6の外円)。過去20年間では全体で売上高が3.2倍に増加した。この間、SISが4.2倍、SOSが1.6倍、ProSが1.5倍に売上高を伸ばし、SISが中心となって業績を押し上げてきた。

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、品目別の近年の営業利益率は、ProSが最も高く9%~11%、SISが8%~9% (⇒売上高構成比が高いため全社の営業利益率とほぼ同水準)、SOSが6%~8%前後で推移していた。

- ◆ 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。

- ◆ 離職率は低下傾向。

- ◆ 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  
加傾向であったが一服。

## ◆ 人材が鍵となる労働集約的なビジネスモデル

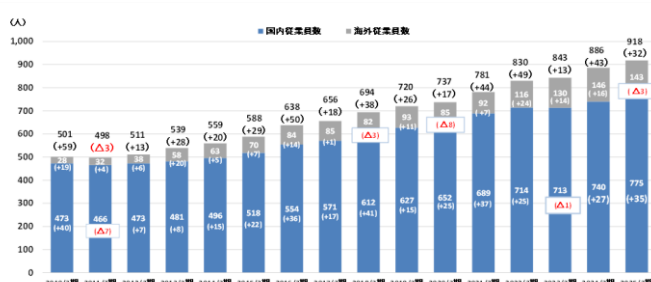
同社のビジネスの大半は、カスタマイズメイドのシステムの受託開発であるため、人手による一品生産的な色彩が強い。従って競争力や成長力の源泉となる優秀な人材の確保と教育が鍵となる。なかでも、システムの高度化・複雑化に伴い、システムの品質・コスト・納期・収益管理のために、プロジェクト全体を統括するプロジェクトマネージャーや、システムエンジニアなどの優秀な人材が不可欠である。

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、従業員の定着率を継続的に上げていくことが課題となる。なお、離職率は、新人事制度の導入やエンゲージメントの強化策により、低下傾向に転じている。

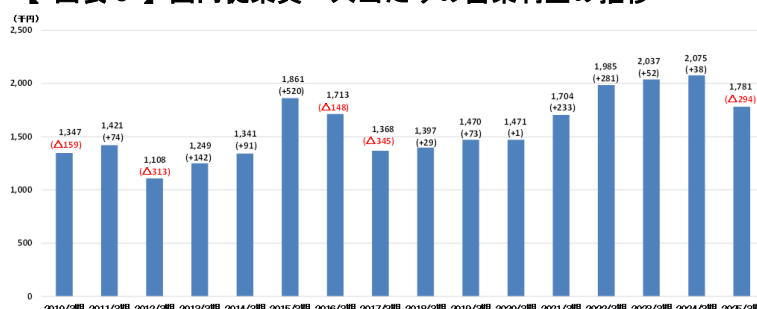
グループ全体の従業員数の推移は、図表7の通りである。業容拡大に合わせ、システムエンジニアを中心に、毎年数十人を増員している。2027/3 期には国内従業員数を 920 名まで(2024/3 期末は 740 名、2025/3 期末は 775 名) 拡大することを視野に入れている。なお、国内従業員一人当たりの年間売上高は、過去 3 年間で 21 百万円から 24 百万円で推移(2027/3 期の目標 25 百万円)、同営業利益も、2 百万円前後で推移している(図表8)。

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7】グループ従業員数の推移



【図表8】国内従業員一人当たりの営業利益の推移



(出所) 図表7、8: 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成。

一般にシステムインテグレーション・ビジネスは、独自製品・独自サービスによる急拡大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、価格改定以外では利益率を大きく改善しにくいという特徴がある。

(注 11) 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。金融、その他の業種のウエイトが各 3 割強。

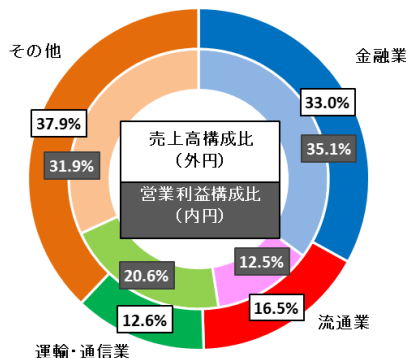
そこで同社は、高収益案件へのシフト、リソースの最適化、アジャイル開発<sup>注 11</sup>や標準プラットフォームの活用、組織的なプロジェクトマネジメントの強化、海外子会社の活用の拡大、契約の見直し（人月単位の積算からサービスの対価としての価格提示・交渉）、選別受注などの各種の対策を実施し、今後も利益率を向上させていく方針である。

### ◆ 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 9 の通りである。業務上、膨大なデータ量进行处理の必要性和、安全性・信頼性が求められる金融業向けの売上高のウエイトが依然として高いが、その他（金融、流通、運輸・通信の 3 業種以外のセクター：官公庁や製造業など）が大きく伸び、4 業種間で均衡化しつつある（P13-図表 10-A）。

同業界内でも業態が類似するハイマックス（東証スタンダード、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、全体の約 7～8 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。

【図表 9】2025/3 期の業種別売上高、及び営業利益の構成比



(出所) 決算説明資料から当調査部が作成。

◆ 新分野や顧客開拓により、業種の分散化が進む。

◆ 官公庁向け事業が急拡大。

◆ 業種別の利益率は、年度により変動。

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、金利の上昇により収益環境は好転しており、メガバンクの投資の拡大に加えて、クレジット、ネットバンク、保険関連の需要が増加基調にある。

一方、運輸・通信向け売上高は、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。

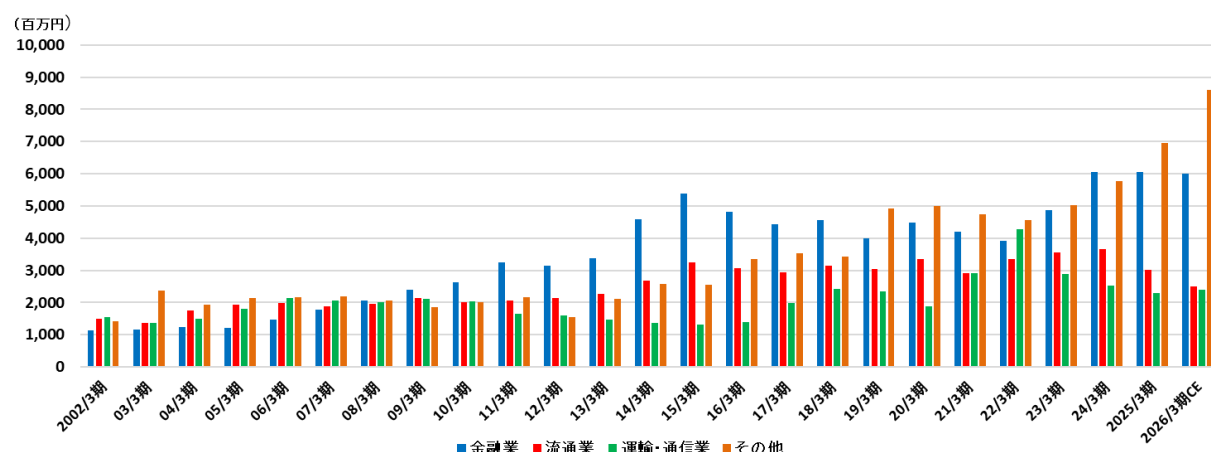
近年、その他の業種では、製造業、官公庁、エネルギー関連事業、クラウドコンサルティング関連事業が、新規顧客開拓、新規案件の受注により大きく伸びた。結果として業種分散と均衡化が進み、経営の安定性が増していると考えられる。

特に官公庁向けビジネスは、2024/3 期以降、中央官庁向け案件や行政機関向け案件が増加している上、利益率も大きく上昇し、大幅な増収増益となっている（P13-図表 10-B）。

なお、全体では営業利益率は 8%前後で推移しているが、業種別の営業利益率は年度によって多少の変動がある。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（P13-図表 11）。

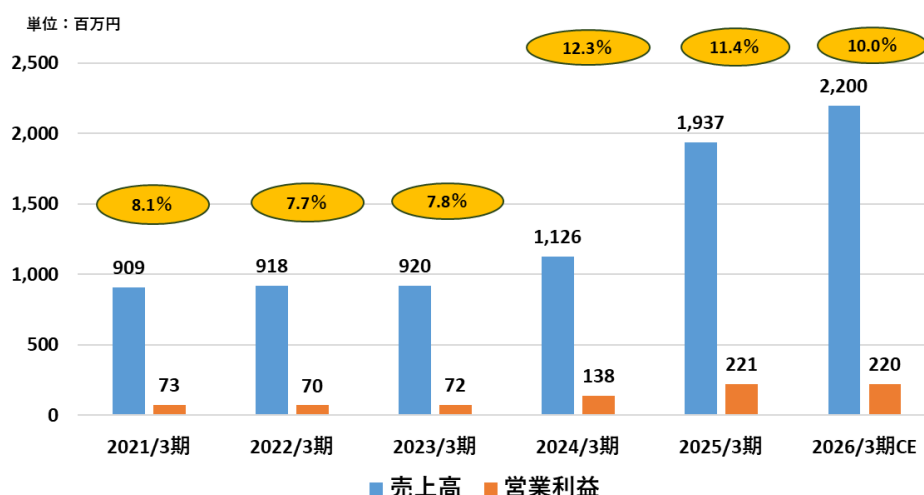


【図表 10-A】業種別売上高の推移

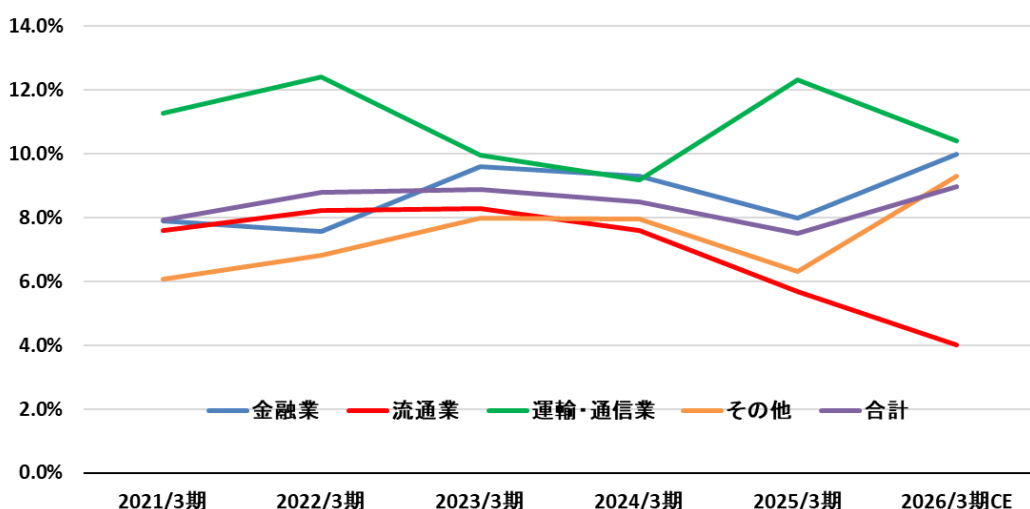


(出所) 図表 10A、B～11: 決算説明資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。CE は会社計画。  
「その他」の業種＝官公庁＋製造業＋その他

【図表 10-B】官公庁向け事業の売上高と営業利益の推移 (上段の%は営業利益率)



【図表 11】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

同社の顧客並びにエンドユーザーは、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（図表 12）。

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 2 割で、大手 SIer を経由しての間接受託が多い。

【図表 12】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	18社(+7)	大手小売業、銀行、総合スーパー、官公庁、ホームセンター、証券業など
10年以上、15年未満	11社(△4)	大手カード会社、食品メーカー、通信事業会社、教育事業会社、生命保険会社など
5年以上、10年未満	14社(△5)	大手電力会社、ガス会社など
上記の合計	43社(△2)	
取引先総数(概算)	50社以上	

（出所）統合報告書 2024 に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成。（備考）括弧内は、前年比の増減社数。

- ◆ 顧客別の売上高構成比率では、NRI を筆頭に、富士通、イオン、みずほの 4 グループが、全体の 8 割を占めると推定される。

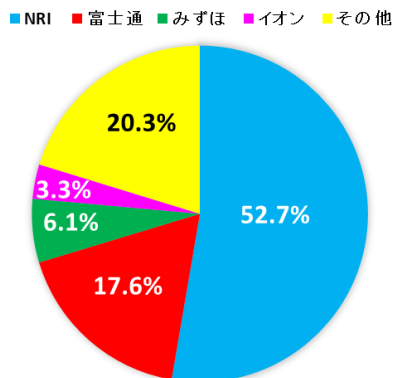
顧客グループ別の 2024/3 期の売上構成を見ると（図表 13）、NRI を筆頭に、富士通、イオン、みずほの 4 グループで全体の 8 割を占める。

主要顧客 4 グループに対するアカウント戦略（担当者を決め集中的に営業する戦略）が奏功し、4 グループ合計の売上高は、概ね増加傾向にある。2024/3 期には 14.1%増収の 14,361 百万円（YOY+1,784 百万円）と大きく伸長した。

- ◆ 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。

なお、2025/3 期以降グループ別の売上高は非開示となった。2025/3 期は、NRI グループの比率が低下する一方、富士通グループの比率が上昇した模様であるが、従来とほぼ同様な構成比となったと推測される。

【図表 13】顧客グループ別の売上高構成比  
2024/3 期（前々期）



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、2024/3 期には 95 億円までと 86 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 180 億円へと 124 億円増加したが、増収寄与の過半（69%）を NRI グループが占める。この結果、2024/3 期の全売上高に占める同グループへの依存度も、52.7%と高い。

（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。

(注12) 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。

(注13) 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。

◆新技術や DX 注13 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。

(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。

また、長年にわたって、その他の主要グループ(イオン、みずほ)向けに一定の売上高を計上しており、顧客からの信頼性や取引の継続性が高い(詳細は、2024 年 6 月発行のレポートを参照)。

特に、同社は NRI とは数少ない e-e パートナー注12として、従来から協業関係にある。資本業務提携以後、両社で協業推進協議会を発足させ、取引・業務・人材交流など関係を一層強化している。

単一企業間の取引額は、例年、NRI(単独企業)向けが第一位(2024/3 期は 7,511 百万円⇒2025/3 期は 6,886 百万円と減収だが、全体売上高の 37.5%を占める)、富士通向けが第二位(2024/3 期は 2,900 百万円⇒2025/3 期は現時点では非公表)である。

因みに、30 年来の大手取引先であるイオングループのイオンスマートテクノロジー株式会社より、「2024 年度アウトソーシングアワード」において「顧客満足度向上大賞」を受賞した。

また、一般社団法人情報サービス産業協会(JISA)が主催した「JISA Digital Innovation Challenge」において特別賞である「ソリューション賞」を受賞するなど顧客満足度は高い。

◆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。

なお、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。今後もユーザー企業の DX 注13 関連の IT 投資が拡大するものと思われる。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。近年は、独自開発の H・CUBiC(エイチ・キュービック: 人的資本経営を多面的に支援するサービス)の提供を準備している。

これらの取り組みは、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。

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。

## ◆ 野村総合研究所（NRI）との資本・業務提携

- ◆NRI と資本・業務提携し、関係を強化。

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。この結果、NRI の持株比率は従前の 1.51%から 20.18%に上昇し、以来、筆頭株主となった。

- ◆NRI は業界大手の優良企業。強固な顧客基盤を築き、時価総額では同社の 194 倍、売上高では 42 倍の規模を誇る。

NRI は、野村証券系の SI で東証プライム市場に所属し、業界 10 指に入る大手優良企業である。時価総額は 3.2 兆円、今期 8,100 億円の売上高と 1,040 億円の当期利益を見込む（因みにそれぞれ順に、同社の 194 倍、42 倍、85 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・産業界を中心に強固な顧客基盤を誇る。

- ◆NRI も高成長。今期（予想）までの直近 3 年間で、年率 5.4%の増収と 10.3%の営業増益となる見込み。

なお、NRI は現行の中期経営計画において、最終年度となる 2026/3 期に売上高 8,100 億円（会社の期初予想と同じ）、営業利益 1,450 億円（会社の期初予想は 50 億円上回る 1,500 億円）、営業利益率 17.9%（同 18.5%）を目標としている。2023/3 期を起点とすると今期（予想）まで 3 期間で、売上高は年率換算（CAGR）で 5.4%の増収、営業利益も 10.3%の増益を見込んでいる。

NRI の高成長は、協業する同社にとってポジティブである。

- ◆協業度が深まり、同社と NRI との業績の連動性は高まると推測される。

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が、今後は一層、協業度が深まり（例：案件の紹介や分担、技術・情報の共有、顧客層の棲み分けなど）、同社と NRI との業績の連動性も高まると推測される。

- ◆総額約 22 億円を、4 期間にわたり投資予定。開発拠点と生産体制を増強中。

更なる成長に向け、2023/3 期から 2026/3 期までの 4 期間にわたり、総額約 22 億円を開発拠点と生産体制の増強に投資する計画を進めている。投資実績や、今期以降の投資計画に関する更新情報は開示されていないが、ほぼ計画に沿って実行されていると推測される。

- ◆高水準の投資を継続。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。

特に、持続的な成長に対して最大のボトルネックとなっていたキャパシティ（人材）不足の解消に向けて、積極的に予算を確保し増員に取り組んできている（国内従業員数：2024/3 期 740 名に対し、2025/3 期 775 名と+35 名を増員。但し、計画比では△25 名の未達）。

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。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。投資後（キャパシティの拡大や人材の採用・育成後）、収益にフル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、今期以降に本格的な収益貢献があると推察している。

- ◆投資成果（収益への本格的な貢献）は、今期以降と推測。

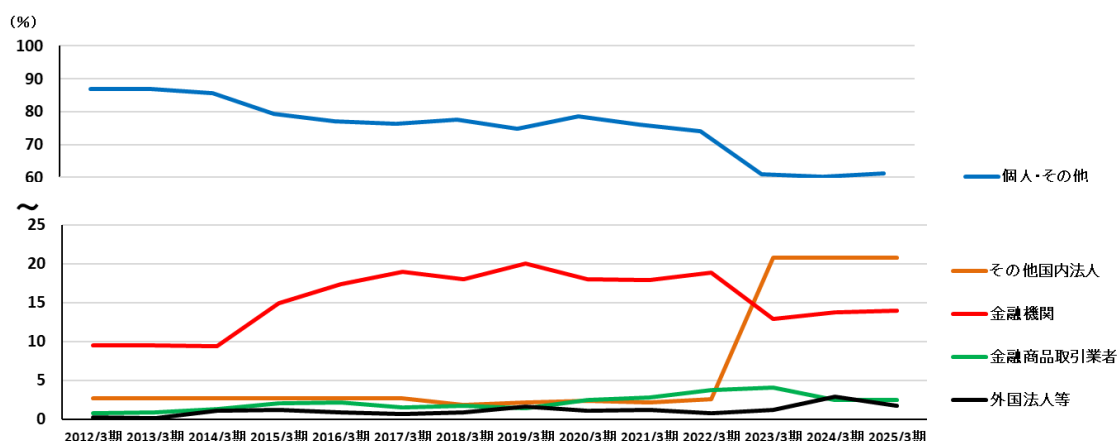
### 3. 株主構成

#### ◆ 株主所有者別構成の推移

- ◆ 「個人・その他」の保有構成比率が6割。

2025 年 3 月末時点の株主所有者別構成比率は、図 14 の通りである。「個人・その他」の構成比率は、低下傾向にあるが 61.1%と過半を占める。これに続く「その他国内法人」の比率は、NRI の出資により 20.8%まで上昇している。「金融機関」は 13.9%保有するが、大きな変化はない。一方、「外国法人等」は 1.7%と少ない。

【図表 14】株主所有者別構成比率の推移 (単位: %、各期末時点)



(出所) 株主招集通知書、有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

#### ◆ 上位株主構成

- ◆ NRI が筆頭株主。

大株主の構成は、P18-図表 15 の通りである。NRI が追加出資し筆頭株主となった。持株比率は、従前の 1.51%から 20.18%に上昇した。

- ◆ 大株主に大きな変化はなく安定。

上位大株主の顔ぶれや株主順位(序列)は、BNY GCM CLIENT ACCOUNT(2024/3 期末では第 7 位株主)が、大株主として記載がなかったこと以外には大きな変化はない。以下はその補足である。

- ・従業員持株会(第 2 位)や信託銀行で保有株の増減が見られるが、他の大株主の保有株式数も含めて 2024/3 期末と大差はない。

- ◆ その他の上位大株主は、持株会や(現・旧)役員が占める。

- ・個人の大株主は、全員が同社の現職の役員、または元役員の関係者である。因みに、中西社長の保有株式数は、32.7 千株(保有割合 0.2%、前々期比+16.4 千株)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。

- ・上位 10 位以内の株主のうち持株会・役職員(現職、元役員、その親族を含む)と、役員報酬の BIP 信託口、及び株式付与 ESOP 信託口を合計すると全体の 26%を占める。



・国内投信はインデック  
スタイブが中心。

・発行済株式総数に対し、  
4.4%に相当する自己株  
式を実質的に保有。

・なお、第4位株主である崎山收氏（同社代表取締役会長）の株式保  
有比率は6.00%に減少した。

・三菱UFJアセットマネジメント、三井住友トラストアセットマネジ  
メント、アセットマネジメント One 等が運用する日本株のインデッ  
クスファンドが、主に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  
と推測される。

・また、BIP 信託口、並びに株式付与 ESOP 信託口（第5位、並びに  
第9位株主の日本マスタートラスト信託銀行名義）がほとんどを占め  
る自社保有株は、2025/3 期末時点で約 694 千株である（発行済株式総  
数に対する割合 4.4%、2024/3 期末から約 105 千株増加）。

【 図表 15 】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	2024年3月末	2025年3月末	持株比率(%)	株主順位	株数の増減
株式会社野村総合研究所	-	-	-	-	-	-	214	-	3,179	3,179	3,179	20.18	1	0
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	1,484	1,463	9.28	2	-21
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	1,168	1,203	7.63	3	35
崎山 收(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	1,122	947	6.00	4	-175
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	282	369	358	358	618	586	586	522	3.31	5	-64
小貫 明美(氏)・・・同社元代表取締役社長	401	401	401	401	401	401	401	401	401	401	401	2.54	6	0
内田 敏雄(氏)・・・同社現取締役	475	415	403	393	376	369	347	329	221	216	207	1.31	7	-9
佐藤 俊郎(氏)・・・同社元常務取締役	380	340	300	300	304	304	288	239	230	200	199	1.26	8	-1
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (株式付与ESOP信託口・80049口)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	169	1.07	9	-
崎山 美敦(氏)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	151	0.96	10	-
BNY GOM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AQ)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	254	-	-	-	-
株式会社日本カストディ銀行(信託口)	-	-	-	-	-	-	-	-	202	229	-	-	-	-
SMBG日興証券株式会社	-	-	-	-	-	-	-	282	290	-	-	-	-	-
櫻井 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	-	-	-	-	-	-	-	-	-
株式会社リソナ銀行	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	589	694	-	-	105
(自己株式比率)	4.5%	4.8%	8.5%	9.8%	11.3%	11.1%	11.1%	6.9%	3.7%	3.7%	4.4%	-	-	0.7%

(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、並びに同比率には、役員報酬 BIP 信託口、及び株式付与 ESOP 信託口を含む。株数の増減は、2025 年 3 月末と 2024 年 3 月末との比較。



## 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に取り組み、適切な情報開示を推進。新中計の非財務目標にも環境数値を設定。CDP より B スコアを獲得。

同社のビジネスは、環境に負荷を与える業態ではないが「事業活動を通じて環境にやさしい経営を実践し、環境負荷の低減と持続可能な社会の実現に貢献する」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、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。新中計の非財務目標にも、環境(温室効果ガスである GHG 排出量の目標)が加えられている(P35-図表 37)。なお、2024 年度の気象変動に関する調査において、CDP(世界有数の ESG 評価機関)から B 評価(8 段階中、上位から 3 番目)を得た。

### ◆ 社会的責任 (Society)

- ◆ 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。

- ◆ 取締役を 1 名増員。経営陣の合計 11 名中(うち女性 3 名、女性比率 27%)、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のもとに、法人を顕彰する。

経営陣は取締役を 1 名増員し 7 名(うち社外取締役は 3 名)とし、監査役は 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)である。また、社外監査役は、各 1 名が公認会計士、弁護士(いずれも女性)となっている(総会決議後)。人的資本の充実や働き方改革を重要な課題とし、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 2024 注 19」に認定、3 年連続)。

- ◆ サステナビリティ経営の推進に注力。

(注 20) SDGs(エスディージーズ)【Sustainable Development Goals】：持続可能な開発目標：2015 年 9 月に国連サミットで採択された「持続可能な開発のための 2030 アジェンダ」に記載された 2016 年から 2030 年までの国際目標。

### ◆ サステナビリティ (Sustainability)

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・コンプライアンスの推進・人権の尊重・公正な取引の推進・持続可能なサービスの提供・働きがいのある職場づくり・地域社会への貢献・環境保全に取り組んでいる。

## 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。

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した(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。

◆システムインテグレーション・ビジネスに特化。

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。

◆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。

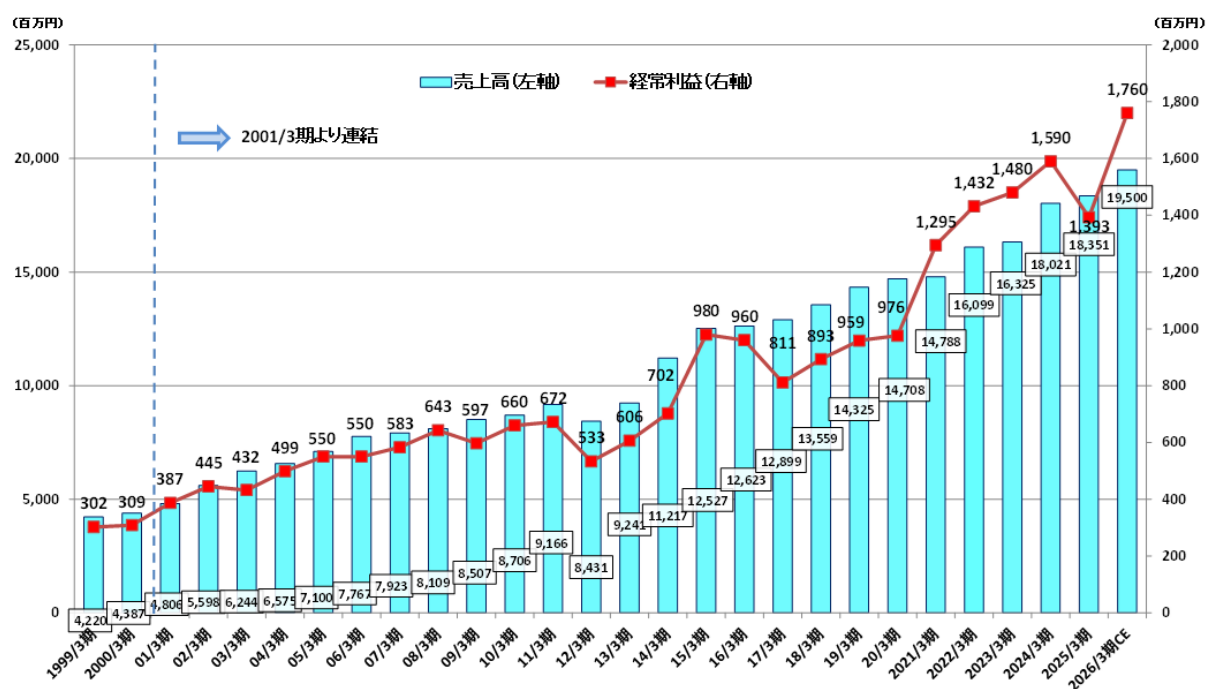
株式に関しては、2002 年にジャスダック市場に店頭公開、2006 年には東証二部に上場、2014 年 3 月には同一部に昇格した。東証の市場区分変更に伴い、2022 年 4 月から東証プライム市場に移行。

### ◆ 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、運用する専門業者(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 16 の通りである。以下、時系列的な業績の補足説明である(P21~22)。

【図表 16】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。

◆直近 24 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 24 年間に於いて、わずか 1 期間(2012/3 期)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。

・直近 24 年間の連結ベースで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+7.4%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 6 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 21 期間の比較は、図表 17 を参照)。

・また、同期間の同社の売上高営業利益率は、7%前後(6~9%、単純平均:7.3%)で安定しているため(P22-図表 18)、増収が増益、増配、時価総額の増大に直結している。

【 図表 17 】 直近 21 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%)		
2005/3-2025/3期	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
市場:東証プライム	2335	4299	4333	2335	4299	4333
n=21期	CS 連結	HM 連結	TS 単独	CS 連結	HM 連結	TS 単独
標準偏差	5.66	6.95	15.68	13.68	28.72	284.94
平均	5.16	3.17	8.27	5.89	7.61	74.01
変動係数	1.10	2.19	1.90	2.32	3.77	3.85

(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(P14~15)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 16 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。再び増収軌道に回復。

◆前期に、売上高は 13 期連続で、当期利益は 5 期連続で過去最高値を更新。

・一方、2012/3 期は東日本大震災の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、直近の 24 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△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、経常利益において、当時の過去最高益を計上した。また、2021/3 期には再度、過去最高益を更新した。

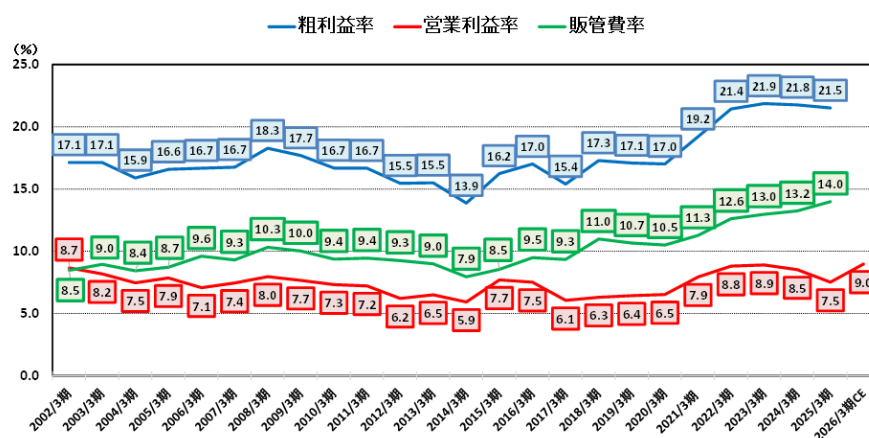
・一方で、売上高粗利率、営業利益率が、コスト増、価格競争の激化などを反映し、長期的に逡減傾向となった(図表 18)。

・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。

・2024/3 期は粗利率がほぼ横ばいであったが、販売管理費率は上昇した結果、営業利益率が悪化したものの、増収効果により各利益とも最高益を連続更新した。

・前期(2025/3 期)は、人件費の増加や不採算案件の発生、研究開発や生産体制等への投資により営業減益となったものの、売上高は 13 期連続、当期利益は特別利益の計上があり 5 期連続で過去最高値を更新した(P28~31)。

【図表 18】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) 決算短信より、当調査部が作成。(備考) 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類別売上高」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間を除き、増加傾向にある（図表 19）。

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。

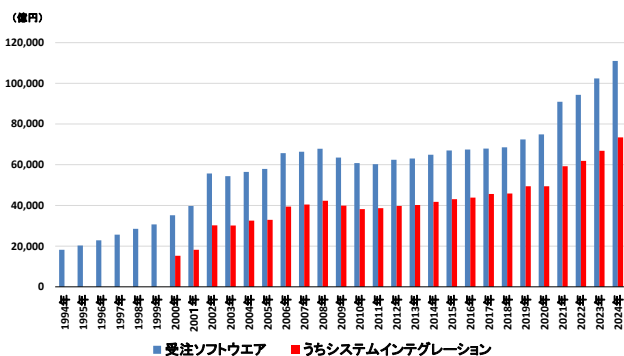
- ◆ 新型コロナウイルスの一服により、2021 年の日本の SI 市場はプラスに転換。2023 年、2024 年と高成長を継続。

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、2023 年には 9.3%増、2024 年には 9.7%増（年間補正後）と回復し、プラス基調が続いた（図表 20）。

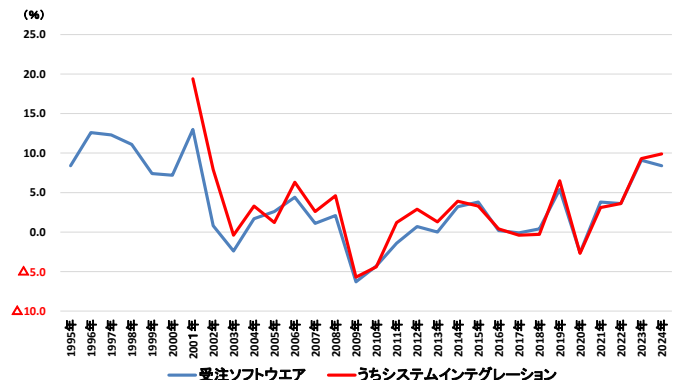
- ◆ 月次の情報サービス業の売上高（YOY）は、2025 年 1～3 月もプラスを維持するが逡減傾向。

なお、同データは 2024 年 12 月に廃止され、2025 年 1 月分より「サービス産業動態統計調査」（総務省）が実施されている。情報サービス業の売上高データ（受注ソフトウェアを含めた広範囲の情報関連サービス業）を月次別で見ると、2025 年 1 月は+15.4%（YOY）、2 月は+12.2%、3 月は+3.8%とプラスが続いているが逡減傾向が見られる。

【図表 19】受注ソフトと SI 市場の推移（年度売上高:億円）



【図表 20】両市場の変化率の推移（売上高前年比：%）



（出所）図表 19、20：経済産業省 2024 年 12 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 19 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 20 の変化率は、連続性を保つため同省が補正済である。

- ◆ 2025 年のソフトウェア投資は 5.9%増（YOY）の計画。

#### <日銀短観>

2025 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 2025 年度（計画）のソフトウェア投資額は、伸び率が鈍化するものの前年度比で 5.9%増加と堅調に推移する見込みである（2024 年度の計画は YOY+7.8%）。

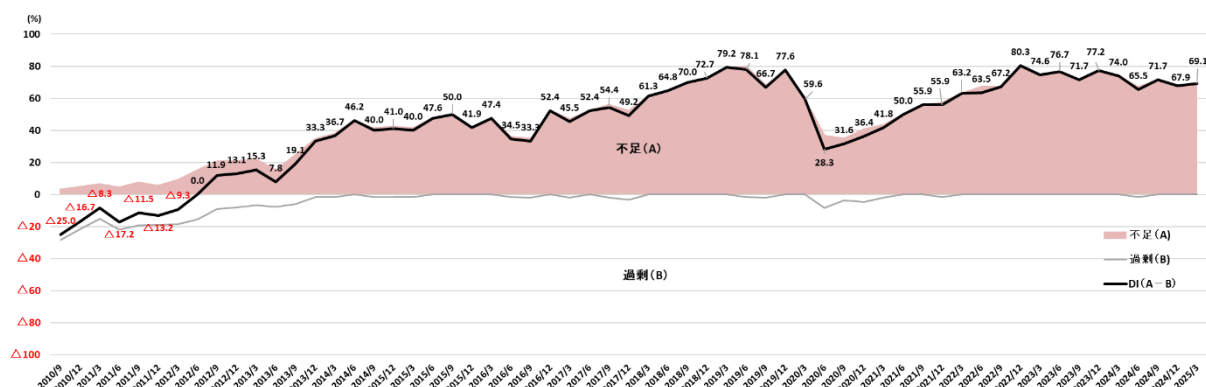




不足感は非常に強い(図表 22)。

- ◆IT 技術者は質量とも不足が顕著。引き続き 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確保しにくい状況が続いている。

【図表 22】情報サービス業 DI：雇用判断～従業員の充足感(単位：%) ～



(出所) 一般社団法人情報サービス産業協会のデータから、アルファ・ウイン調査部が作成。

### <今後の市場見通し>

- ◆DX 関連のニーズが高い。
- ◆官民とも戦略的な IT 投資は活発。

トランプ関税の悪影響などのマクロ環境の不透明感はあるが、システムの高度化や DX 関連ニーズ(人手不足・業務の効率化への対応)により、企業・政府などの IT 投資は底堅く増加するものと思われる。

今後も多岐にわたる業界・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継続して行われている。

## ◆ キューブシステムのポジションと同業他社比較

- ◆ 業界内の売上高ランキングは、80-90 位と中位。システムインテグレーション市場全体での売上高シェアは 0.3%前後と推計。

- ◆ ベンチマーク企業は、ハイマックスと東邦システムサイエンス。いずれも 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。

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。

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（東証スタンダード：4299）、東邦システムサイエンス（東証プライム：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（P27-図表 25）。

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（取引先）・パートナーでもある。

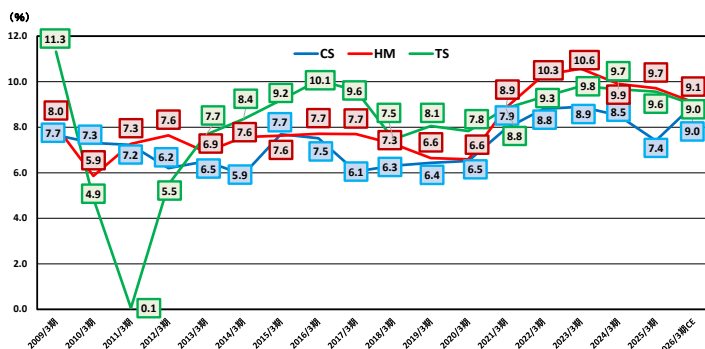
同社を含む上場大手 3 社の営業利益率の長期的な推移を比較した（図表 23）（以下、各図表では同社：CS、ハイマックス：HM、東邦システムサイエンス：TS と表記）。

- ◆ 同社の利益率は同業 2 社と比較しやや低かったが、投資成果や生産性の向上策により同等水準に改善する計画。
- ◆ ROE は大きく改善し、近年は 3 社内で最も高かったが、増資により一時的に低下。
- ◆ ROE13%以上の継続、並びに 2027/3 期には 14%の達成が目標。

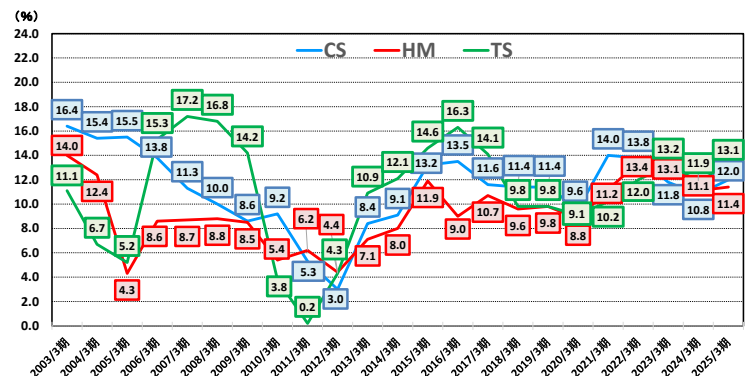
同業 3 社内での比較では、粗利率が高いが販管費率も高いため、同社の営業利益率は相対的には低かった。ただし、生産性の向上等により改善傾向にあり、今期の予想では 9%前後と他 2 社にほぼキャッチアップする。

同様に株主資本利益率（ROE）（図表 24）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）。2023/3 期、2024/3 期には一転し ROE が最下位となったが、2022 年 12 月に増資を行ったためである。なお、同社は、資本効率及び利益率の向上を図り、ROE を継続的に 13%以上とする目標を掲げている（中計最終年度の 2027/3 期には、14%の達成を目標としている）。

【図表 23】上場中堅 3 社の営業利益率推移



【図表 24】上場中堅 3 社の ROE の推移



（出所）図表 23、24：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 25 】 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 (CS)	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	中堅、NRIと資本業務提携。システム開発が中心。業種別売上高は分散。	独立系の中堅。金融向けシステム開発が中心。	旧東邦生命系の中堅。日経ソリューションズと資本業務提携。金融向けが中心であるが、非金融分野も進化中。	野村証券系のSI。業界大手の優良企業。金融向けが主力。コンサルティング、システム開発、運用を一貫して行う。
設立	1972年7月	1976年5月	1971年6月	1965年4月
上場: ジャスダック→東証一部→東証プライム(2022/4)	2002/10→2006/11→2014/3→東証プライム	2001/3→2004/3→2015/3→2022/4→2023/10スタンダード	2001/6→2007/3→2014/3→東証プライム	東証一部(2001/12)→東証プライム
売上区分・構成 (2025/3期)	・エンハンスビジネス 61.6% ・SIビジネス 34.0% ・デジタルビジネス 4.4%	・システム・ソリューションサービス 37.8% ・システム・メンテナンス サービス82.2%	・ソフトウェア開発 98.0% ・情報システムサービス等 2.0%	・コンサルティング 8.0% ・金融ITソリューション 48.6% ・産業ITソリューション 33.7% ・IT基盤サービス 9.2% ・その他 0.4%
役員構成 (2025年3月末時点)	・取締役(9名、うち3名が社外、女性1名: 14.3%) ・監査役(4名、うち3名が社外、女性2名: 50.0%) ・執行役員制度(13名、うち女性ゼロ)	・取締役(9名、うち3名が社外、女性2名) ・監査役(4名、うち3名が社外) ・執行役員制度(14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(3名、うち2名が社外) ・執行役員制度(10名、うち女性1名)	・取締役(9名、うち3名が社外、女性2名) ・監査役(6名、うち3名が社外、女性1名) ・執行役員(31名、うち女性2名)
2025/3期: 主要な業種別売上高構成% 上位顧客企業向け売上高: 百万円(売上構成%)	・金融が全体の33%、その他(製造業、官公庁など)が38%。流通17%、運輸・通信業13% ・NRI 6,888百万円(37.5%) ・富士通、みずほ、イオングループも主力顧客	・金融が全体の87%(うち92%が保険) ・NRI 6,047百万円(36.9%) ・IBM、富士通も主要顧客	・金融が全体の71%(うち38%が保険) ・NRI 4,684百万円(27.0%)	・金融が全体の48%(うち19%が証券)
拠点 (連結対象子会社等を含む)	・東京都品川区本社 ・西日本ソリューション事業本部、名古屋、福岡 ・子会社3社	・神奈川県横浜市中区本社 ・岡崎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 ・連結子会社(国内外)92社
中期の経営目標(指標)	＜第1次中期経営計画:最終年度＞ ・2024/3期:売上高180億円(実績180.2億円)、営業利益18.2億円(同15.4億円)、同利益率0.0%(同8.5%)、ROE11%(同10.8%) ＜第2次中期経営計画:2025/3期→2027/3期＞ ・2025/3期:売上高188億円(実績183.5億円)、営業利益18億円(同18.8億円)、同利益率8.5%(同7.8%) ・2026/3期:売上高195億円(中計発表時208億円)、営業利益17.5億円(同19.5億円)、同利益率9.0%(同9.5%) ・2027/3期:売上高230億円、営業利益24.1億円(同利益率10.5%)	＜新中期経営計画NEXT G <sup>4</sup> 2024/3→2026/3＞ ・2024/3期:売上高181.5億円(実績173.6億円)、営業利益18.8億円(同17.2億円)、同利益率9.3%(同9.8%)、ROE10.8%(同11.1%) ・2025/3期:計画は未公表:実績 売上高181億円、同営業利益18億円、同利益率10.0%、ROE11.4% ・2026/3期:(当初中計208.9億円)売上高200億円(当初中計208.9億円)、営業利益18.2億円(同20.6億円)、営業利益率9.1%(同10%)、ROE10.3%(同11.5%)	＜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(実績173億円)、営業利益15.8億円(同16.8億円)、同利益率9.6%(同9.8%)、ROE11.4%(同13.1%) ・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 500億円、営業利益60億円(同利益率12%)、ROE20%	＜中期経営計画＞ ・2024/3期:売上収益7,200億円(実績7,385億円)、営業利益1,170億円(実績1,204億円)、同利益率16.3%(同16.3%) ・2025/3期:目標収益7,800億円(実績7,848億円)、営業利益1,320億円(同1,349億円)、同利益率16.9%(同17.6%) ・2026/3期:売上収益8,100億円、営業利益1,450億円、同利益率17.9% ⇒前掲計画:売上収益 9,100億円、営業利益1,500億円(同利益率 16.5%)
中期経営方針・戦略(概要)	V2026 第2次中期経営計画 基本方針 第二の創業 ～基本に基き、そして飛躍的な成長へ～ ＜事業モデル＞ ・3つのビジネスモデル:デジタルビジネス/ SIビジネス(Life&Share)/ エンハンスビジネス ・事業スタイル:民間型・SI向け事業、クラウド向け事業、企画型・サービス提供事業 ＜重点施策＞ ＜＜事業基盤＞＞ ・研究開発:QH-GUBICサービスの確立による新たな収益モデルの構築、②大手SIとの協業による研究開発、③知財を活かしたR&Dの推進、 ・協業推進:①ワンストップサービスの確立、②協業推進テーマの創出によるマーケット拡大、③社会課題に直結した協業推進 ・生産体制の強化:①生産革新の強化、②子会社への参画強化、③パートナー企業の新規開拓および既存企業との関係強化 ・品質の強化:①品質マネジメントの基本を徹底、②プロジェクトごとのリスク管理強化、③継続的なフォロー体制の見直し、④トラブル発生時の対応強化 ＜＜事業成長＞＞ ・人的資本の充実:①新規採用の更なる強化、およびキャリア採用はリダークラスの採用強化、②リダークラスの育成強化、③マネージャ、リダークラスのスキル強化 ・内部統制/ガバナンス:高成熟施設とケアの強化 ・企業風土改革:①良質な組織風土の構築と継続、②社内の制度、業務、運用の改善と効率化	＜基本戦略＞ ・主力の受託開発事業(コアビジネス)の拡大:非金融分野/エンドユーザー取引30%を維持 ・デジタル技術を活かしたDX案件の積極的な受注:DX案件売上高比率:20⇒25%へ ・人的資本への投資を継続:DX技術者30%増員、DX技術者の資力向上率90%増⇒PL人数20%増員、開発人員の増強 ・更なる事業拡大に資する業務・資本提携、M&Aの遂行	＜長期経営ビジョン2030＞ ・お客様と共に未来を創る。 ・安定的な事業拡大、社会課題の解決、持続可能な未来社会を創る。 ＜重点戦略＞ ・事業ポートフォリオの変更 ・デジタルビジネスへの注力 ・サービスビジネスの構築 ・DX開発センターの設置 ・人材育成、より高い倫理の意識性確立とガバナンスの強化	＜成長戦略の柱＞ ・コア領域の強化(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→2026/3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(後発的な生産革新): ①既存IT資産のモダナイズ、開発プラットフォームの刷新、開発プロセスのAI活用などによる後発的な生産革新 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) 2026/3期会社予想	19,500	20,000	19,000	810,000
同増収率予想、前期比(%)	6.3	10.7	9.6	5.9
営業利益(百万円) 予想	1,750	1,820	1,710	150,000
同増益率予想、前期比(%)	26.7	0.7	3.1	11.2
EPS(会社予想)2026/3期、前期比(%)	-4.4	-3.8	6.5	11.1
純資産配当率(%) 実績	6.0	4.6	9.8	8.7
過去15年間売上変化する(増加率) (2025年3期実績/2010年3期実績:%)	110.8	134.7	137.5	125.9
同営業利益変化する(同上)	116.7	300.7	367.0	236.6
自己資本比率(%) 実績	75.7	81.6	68.0	46.7
国内外全従業員数(人) 実績	918	944	681	16,679
同従業員一人当たりの売上高(百万円/人)	20.0	19.1	25.5	45.9
同従業員一人当たりの営業利益(百万円/人)	1.5	1.9	2.4	8.1
ROE(%)2025/3期実績 A=B*Q*D	12.0	11.4	13.1	22.5
売上高当期利益率(当期純利益/売上高:%)B	6.9	7.2	6.9	12.3
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) C	1.3	1.3	1.3	0.8
財務レバレッジ (総資産平均/自己資本平均:倍) D	1.3	1.2	1.5	2.2
ROA(経常利益/総資産:%) E=F*G	10.0	13.0	12.3	14.5
売上高経常利益率(%) 同実績 F	7.6	10.1	9.4	17.5
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) G	1.3	1.3	1.3	0.8

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

(備考) 斜線は、2026/3 期の会社予想数値、他は 2025/3 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。橙色のハイライトは、NRIを含む 4 社間の最高値。

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。NRI は IFRS を採用(他 3 社は日本基準)。



7. 前期業績と会社による今期業績予想

◆ 2025 年 3 月期(前期)通期決算

<概要>

◆ 前期の売上高・営業利益は、期初の会社計画を下回ったが、直前予想をやや上回って着地。ノーサプライズ。

2025/3 期連結（前期）業績は、売上高 18,351 百万円（前期比+1.8%）、営業利益 1,380 百万円（同△10.1%）、経常利益 1,393 百万円（同△12.4%）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,067 百万円（同+18.2%、以下、当期利益）となった。売上高、営業利益、経常利益は、期初計画を下回ったが、特別利益を計上し当期利益は上回った。

なお、2025 年 2 月に同社が修正発表した業績数値を、いずれもやや上回って着地した（図表 26）。

◆ 13 期連続で最高売上高を、5 期連続で最高益(当期利益)を更新。予定通りに増配。

なお、売上高は 2013/3 期以降、13 期連続で過去最高を、当期利益も 5 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、期初計画通り、前期比で 5 円増配し年間 40 円とした。

◆ Q4 の堅調な増収とコストの圧縮による増益のため、前期の実績は当部予想をやや上回った。

アルファ・ウイン調査部では、前期の売上高、各利益及び配当金を会社予想と同額と予想していた。Q4（2025 年 1～3 月）の売上高が堅調であったことと、粗利率の上昇や販管費の削減により Q4 が前年同期比で増益(営業利益 374 百万円⇒490 百万円、YOY+116 百万円、+31.0%)となったことが、予想を上回った要因であると分析している。

なお、前期に発生した不採算案件に伴う受注機会の逸失、及びそれらの収束に向けた追加コストの発生による損失の計上が、期初予想との乖離の主要因であると推測される。

【 図表 26 】 2025/3 期（前期）の業績予想の推移と実績

単位:百万円	期初会社計画	修正会社計画	当調査部予想	実績	修正会社計画比(乖離率)	修正会社計画比(乖離率)	修正当部予想比(乖離率)	修正当部予想比(乖離率)
	A	B	C	D	E=D-B	F=E/B	G=D-C	H=G/C
売上高	18,800	18,300	18,300	18,351	51	0.3%	51	0.3%
粗利			3,900	3,947			47	1.2%
粗利率			21.3%	21.5%			0.2%	
販売管理費			2,600	2,566			-34	-1.3%
販管比率			14.2%	14.0%			-0.2%	
営業利益	1,600	1,300	1,300	1,380	80	6.2%	80	6.2%
営業利益率	8.5%	7.1%	7.1%	7.5%	0.4%		0.4%	
経常利益	1,650	1,310	1,310	1,393	83	6.3%	83	6.3%
当期利益	1,100	1,210	1,210	1,261	51	4.2%	51	4.2%
配当金	40.00	40.00	40.00	40.00	0.00	0.0%	0.00	0.0%

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成。修正会社計画は、2025 年 2 月 5 日発表値。

◆ 受注、受注残ともに微増。

<受注・受注残高>

受注高は、2023/3 期⇒2024/3 期⇒2025/3 期（前期の順に、以下同様）16,620 百万円⇒18,096 百万円⇒18,493 百万円（YOY+393 百万円、+2.2%）と増加した。受注残高（各期末）も 4,572 百万円⇒4,647 百万円⇒4,789 百万円（同 142 百万円、+3.1%）増加し、堅調であった。

◆ デジタルビジネス、官公庁向け、サービス提供事業の受注が好調。

ビジネスモデル別ではデジタルビジネスの受注が好調で、業種別では

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。

官公庁や製造業、事業スタイル別ではサービス提供事業の受注の拡大が、業績に寄与した。

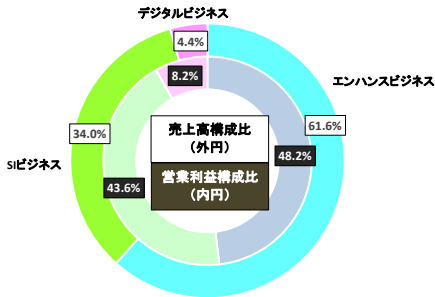
＜ビジネスモデル別売上高・利益＞（構成比：図表 27）

・ビジネスモデルはエンハンス、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。

・同社全体の増収幅（2024/3期比+330百万円、+1.8%、以下同様）に対し、ビジネスモデル別の売上高ではSIビジネスが受注の減少により減収（△431百万円、△6.5%）となった。一方、既存領域での派生案件の獲得によりエンハンスビジネスが増収（+517百万円、+4.8%）、また、コンサルティング案件等の受注拡大によりデジタルビジネスも増収（+245百万円、+43.4%）となりカバーした（図表 28）。

・また、営業利益は、全体で155百万円の減益となった。利益率が改善し増収となったデジタルビジネスのみが微増益（同+7百万円、+88.1%）となったが、利益率がともに低下したSIビジネス（同△117百万円、△19.1%）、エンハンスビジネス（同△46百万円、△5.0%）の減益を補えなかった（図表 29）。

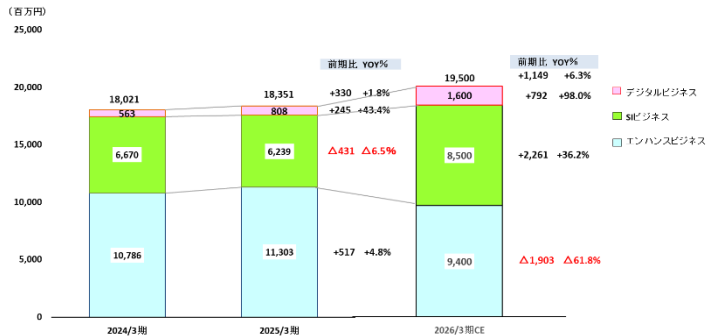
【図表 27】2025/3期のビジネスモデル別売上高、及び営業利益の構成比



（出所）決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

- ◆小規模だがデジタルビジネスが、増収・増益。
- ◆SI、並びにエンハンスビジネスは利益率が低下し減益に。

【図表 28】ビジネスモデル別売上高の推移（実績と今期予想）



【図表 29】ビジネスモデル別利益の推移（実績と今期予想）

単位:百万円、%	2024/3期	2025/3期	増減額	増減率	2026/3期OE	増減額	増減率
デジタルビジネス	8	15	7	88.1%	70	55	366.7%
SIビジネス	614	497	-117	-19.1%	850	353	71.0%
エンハンスビジネス	913	867	-46	-5.0%	830	-37	-4.3%
営業利益・合計	1,536	1,380	-155	-10.1%	1,750	370	26.8%
デジタルビジネス	1.4%	1.9%	0.4%		4.4%		2.5%
SIビジネス	9.2%	8.0%	-1.2%		10.0%		2.0%
エンハンスビジネス	8.5%	7.7%	-0.8%		8.8%		1.2%
営業利益率・全社平均	8.5%	7.5%	-1.0%		9.0%		1.5%

（出所）図表 28、29：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＞（構成比：P12-図表 9）

・業種別情報は、6業種（最大）で開示されている。業種により売上高、利益の変動はまちまちであった（P30-図表 30、31）。

総合スーパー案件やアパレル案件の減少により、流通業向けが大幅な減収減益となった。また、物流会社の案件が減少し、運輸・通信業向けは減収となったが、利益率の改善により増益となった。

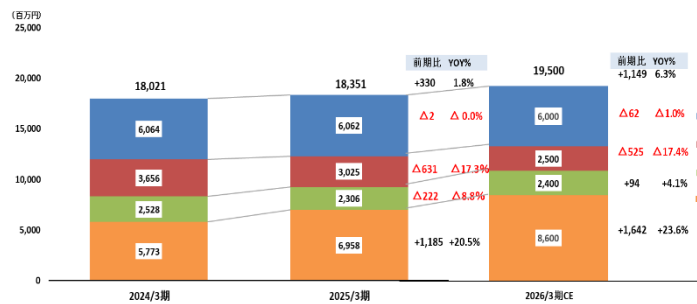
一方、その他では、中央省庁向けの案件が増加した官公庁、並びにエネルギー関連会社や食品メーカー向けの案件が増加した製造業向けが、二桁の増収増益となり寄与した。その外は、増収ながら採算性が

- ◆業種別では流通業、金融業向けが減益だが、官公庁、製造業向けが二桁の増収増益で貢献。

悪化し大幅な減益となった。

なお、売上高ウエイトが高い金融業向けは、証券・銀行が増加したもの  
の保険などのその他の金融機関の案件が減少し、売上高は横ばいだった  
が、利益率の低下により二桁の減益となった。

【 図表 30 】 業種別売上高の推移（実績と今期予想）



【 図表 31 】 業種別利益の推移（実績と今期予想）

業種	2024/3期	2025/3期	増減額	増減率	2026/3期CE	増減額	増減率
金融	564	484	-80	-14.3%	600	116	24.0%
流通	278	172	-106	-38.3%	100	-72	-41.9%
運輸・通信	232	284	52	22.3%	250	-34	-12.0%
その他	459	439	-20	-4.4%	800	361	82.2%
官公庁	138	221	83	60.4%	220	-1	-0.5%
製造業	107	133	26	23.4%	180	47	35.3%
その他	214	85	-129	-60.9%	400	315	370.6%
合計	1,536	1,380	-155	-10.1%	1,750	370	26.8%
金融	9.3%	8.0%	-1.3%	-10.0%	10.0%	2.0%	2.0%
流通	7.6%	5.7%	-1.9%	-4.0%	4.0%	-1.7%	-1.7%
運輸・通信	9.2%	12.3%	3.1%	10.4%	10.4%	-1.9%	-1.9%
その他	8.0%	6.3%	-1.6%	9.3%	9.3%	3.0%	3.0%
官公庁	12.3%	11.4%	-0.9%	10.0%	10.0%	-1.4%	-1.4%
製造業	6.7%	7.4%	0.7%	9.0%	9.0%	1.9%	1.9%
その他	7.1%	2.7%	-4.4%	9.1%	9.1%	6.4%	6.4%
合計	8.5%	7.5%	-1.0%	7.5%	9.0%	1.5%	1.5%

(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。(備考)「その他」の業種＝官公庁＋製造業＋その他

・3 事業スタイルとも営業利益率が低下し、営業減益。

・スタイル別売上高・利益とも、SIer 向け事業が約 76%を占める。

<事業スタイル別売上高・営業利益>（構成比：図表 32）

・SIer 向け事業、プライム向け事業、サービス提供事業の 3 つの事業スタイル別に売上高・利益が開示されている（P31-図表 33、34）。

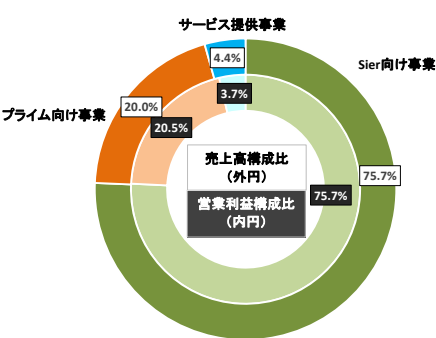
・売上高は総じて堅調であったが、3 スタイルとも営業利益率の低下により、営業利益は減益となった

・売上高、並びに利益の構成比率では、SIer 向けが全体の 75.7%とほとんどを占める。個別案件の縮小により、微増収・減益となった。

・蓄積された技術とノウハウを活かし、得意分野で拡大を図るプライム向け（エンドユーザーとの直接取引）が、これに次ぎ 20.0%を占める。既存領域でのテーマ開拓が進み、売上高は堅調に推移したが、減益となった。なお、プライム案件は一般的に採算性が良いが、損益はプロジェクトの管理能力に依存する。

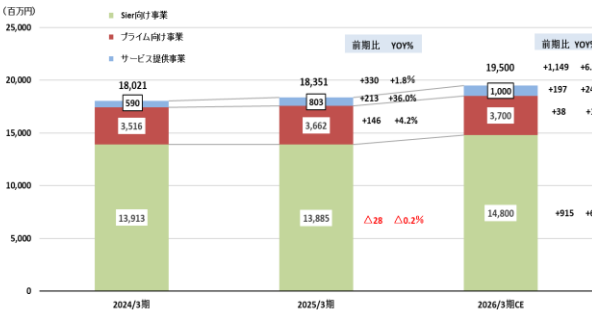
・また、サービス提供ビジネス(ソリューション等)のウエイトは4.4%と現状では小さいが、伸び率は3 スタイルでは突出して高かった。但し、コストの増加により減益となった。

【 図表 32 】 2025/3 期の事業スタイル別売上高、及び利益の構成比



(出所) 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成。

【 図表 33 】 事業スタイル別売上高の推移  
(実績と今期予想)



【 図表 34 】 事業スタイル別利益の推移 (実績と今期予想)

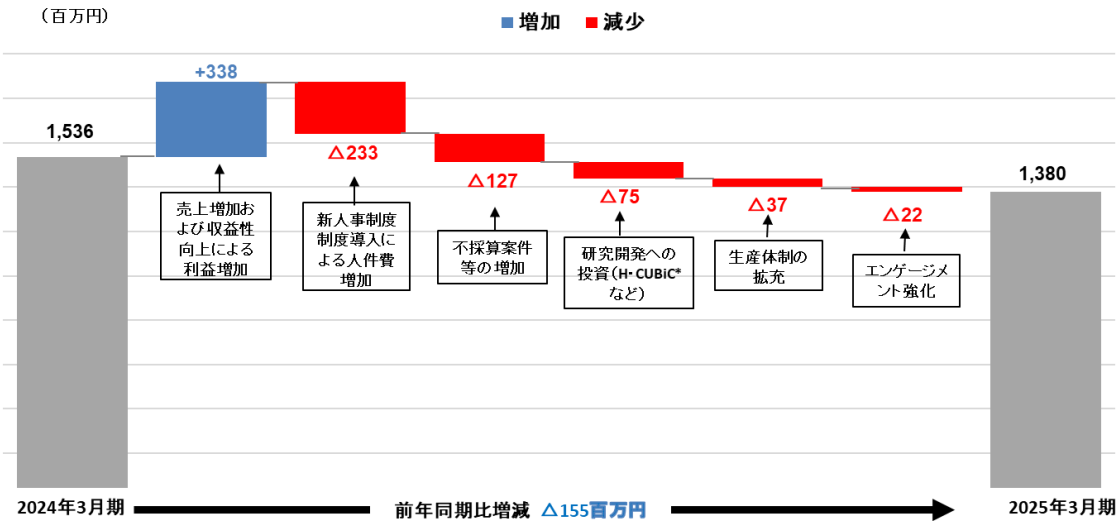
	事業スタイル別	2024/3期	2025/3期	増減額	増減率	2026/3期CE	増減額	増減率
営業利益 単位:百万円	Sier向け事業	1,116	1,045	-71	-6.3%	1,367	322	30.8%
	プライム向け事業	348	283	-65	-18.6%	350	67	23.7%
	サービス提供事業	70	51	-19	-27.8%	33	-18	-35.3%
	合計	1,536	1,380	-155	-10.1%	1,750	370	26.7%
営業利益率 単位: %	Sier向け事業	8.0%	7.5%	-0.5%		9.2%	1.7%	
	プライム向け事業	9.9%	7.8%	-2.1%		9.5%	1.7%	
	サービス提供事業	12.0%	6.4%	-5.6%		3.3%	-3.1%	
	合計	8.5%	7.5%	-1.0%		9.0%	1.5%	

(出所) 図表 33、34: 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

< 営業利益の増減益分析 >

前期の営業利益の増減益分析は、図表 35 の通りである。増収効果や収益性の向上による利益の増加(収益に対する寄与度:以下同様、+338 百万円)はあったものの、人件費の増加(△233 百万円)、不採算案件の発生(△127 百万円)、研究開発費、生産体制の拡充など先行投資の増加により、全社の営業利益は 155 百万円の減益となった。

【 図表 35 】 2025/3 期 (前期) : 営業利益の増減益要因 (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。

・粗利率が微減、経営基盤の強化などのコストの上昇により、販管費率が悪化し、営業利益率も低下。

粗利率は、(前々期⇒前期の順、以下同様) 21.8%⇒21.5%に 0.3%ポイント低下した。一方、販管費は前期比 7.5%増加し、増収率の 1.8%を上回ったため、販管費率は 13.2%⇒14.0%に 0.8%ポイント上昇した。

この結果、営業利益率は 8.5%⇒7.5%に 1.0%ポイント低下し、10.1%の営業減益となった。



◆ キューブシステムによる 2026 年 3 月期(今期)業績予想  
<概要>

・今期は 6.3 %の増収、26.7 %の営業増益を予想。売上高・営業利益とも、過去最高を達成する計画。

同社は今期の業績を、売上高 19,500 百万円 (YOY+6.3%)、営業利益 1,750 百万円 (同+26.7%)、経常利益 1,760 百万円 (同+26.3%)、当期純利益 1,220 百万円 (同△3.3%) と計画している。  
過去最高売上高、及び営業利益の更新を同社は予想している。

受注環境は良好で業務量が増加すること、請負単価の価格改定や生産性の向上施策効果に加え、前期の不採算案件による直接の損失や間接的な機会ロスがなくなるため、営業利益率が改善し大幅な増益を予想している。

なお、前期に特別利益を計上した反動で、今期の当期利益は微減益となる予定である。但し、配当金は 42 円と前期比で 2 円の増配を予定している。また、国内を中心に新卒・中途採用を積極的に進め、増員により生産体制を強化する計画である。

【 図表 36 】 2026/3 期（今期）の同社による業績予想

単位: 百万円	前期実績 2025/3期	今期会社予想 2026/3期	2025/3 上期	2026/3 上期計画	対前年同 期比%	2025/3 下期	2026/3 下期計画	対前年同 期比%
売上高	18,351	19,500	9,022	9,300	3.1%	9,329	10,200	9.3%
粗利	3,947		1,869			2,078		
粗利率	21.5%		20.7%			22.3%		
販売管理費	2,566		1,336			1,230		
販管比率	14.0%		14.8%			13.2%		
営業利益	1,380	1,750	533	540	1.2%	847	1,210	42.9%
営業利益率	7.5%	9.0%	5.9%	5.8%	-0.1%	9.1%	11.9%	2.8%
経常利益	1,393	1,760	528	550	4.1%	865	1,210	39.9%
当期利益	1,261	1,220	662	460	-30.5%	599	760	26.9%

(出所) 決算短信、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>

・上期は前年同期比で小幅な増収、営業微増益。下期は、大幅な増収と利益率の改善により、4 割を超える営業増益を予想。

上期は、売上高 9,300 百万円 (YOY+3.1%)、営業利益 540 百万円 (同+1.2%)、当期利益 460 百万円 (同△30.5%) を計画している (図表 36)。  
通期計画から上期実績を差し引くと、下期は (同順に) 10,200 百万円 (同+9.3%)、1,210 百万円 (同+42.9%)、760 百万円 (同+26.9%) と大幅な業績の伸長を予想している。

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 (上期は、採用コストの増加と新人の有償稼働ができない一方、下期はこれらが改善し、かつ 3 月に向け納期が集中する傾向があるため)。それに加えて、前下期には不採算案件による損失が発生したが、今下期には見込んでいないことによる。

今期の営業利益率は上期の 5.8%に対し、下期には 11.9%へと 6.1%ポイント上昇する計画である (前 2025/3 期は、上期 5.9%、下期 9.1%、+3.2%ポイント改善)。

今下期は今上期に対し 9.7%の増収、124.1%の営業増益を予想している（前期は、それぞれ 3.4%の増収、58.9%の増益）。

#### <セグメント別の業績前提>

今期の業績予想の前提となるセグメント別売上高・利益の内訳と、施策・要因は、以下の通りである。

（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。

◆ビジネスモデル別ではリソースを再配分し、SI、デジタルビジネスの増収増益寄与を見込む。

◆業種別では、金融とその他が増益に寄与。

◆事業スタイル別では、利益率の改善もあり、SIer向けが増収増益、全体の業績に貢献する計画。

◆品質の改善、生産性の向上と付加価値の高い案件へのシフトにより、収益力を向上させる方針。

◆将来の成長に向けた投資を継続。

◆粗利率の上昇が販管費の増加を吸収し、営業利益率が改善。増収効果もあり、営業増益を予想。

・ビジネスモデル別（P29-図表 28, 29）～エンハンスビジネスが減収減益となるが、SI ビジネス、デジタルビジネスでは、クラウドベンダー及びコンサル協業モデル<sup>注 21</sup>の推進や生産体制の拡充し、案件規模の拡大と新規案件の獲得により、大幅な増収増益を見込んでいる。

売上高ではデジタルビジネスが倍増し、792 百万円の増収（全社の増収幅+1,149 百万円の 69%）、利益面では SI ビジネスの 353 百万円の増益（全社の増益幅+370 百万円の 95%）が、全体の業績を牽引する。

・業種別（P30-図表 30, 31）～その他の中では官公庁・製造業が好調を持続し、その外が 37%の増収、かつ採算性の急改善により大幅な増益（85 百万円⇒400 百万円、+315 百万円：増益寄与度は全体の 85%）となり、全体を牽引する。また、金融業は売上高が横ばいだが、利益率の改善による増益を見込む。一方で、流通業が引き続き減収減益、運輸・通信業は増収だが利益率の低下により減益を見込んでいる。

・事業スタイル別（P31-図表 33, 34）～3 事業とも増収を見込む。ワンストップサービスによる領域拡大により SIer 向け事業の増収額が大きく（YOY +915 百万円、+6.6%）、利益率の上昇により営業増益額も 322 百万円と最も寄与する（全体の増益幅の 370 百万円の 87%）。プライム向け事業の売上高はフラット（YOY+38 百万円、+1.0%）であるが、利益率の改善により増益（同+67 百万円、+23.7%）を見込む。これに対して協業の推進により、サービス提供事業の増収率が 24.4%増（YOY+197 百万円）と大きい、利益率の低下により減益（同△18 百万円、△35.3%）となる。

#### <粗利率、営業増益の前提>

・品質の改善、生産性の向上に努め、付加価値の高いビジネスにシフトし、粗利率が改善する予想と推測される（前期：21.5%⇒今期：約 25.4%前後を計画していると推定）。

・今期も将来の飛躍的成長に向けた戦略的な投資を継続するため、人件費・開発費等の諸コストが増加するが、収益力の改善による効果が上回り、営業利益率は前期（2025/3 期）の 7.5%から今期（2026/3 期）には 9.0%へと 1.5%ポイント上昇する計画である。

・なお、今期の増収による増益効果が 86 百万円、利益率の改善による増益効果が 284 百万円と試算され、利益率の改善の成否が利益に大きな影響を与える。

## 8. 成長戦略

### ◆ 《VISION 2026》中期経営計画

- ◆ 第2次中計が2025/3期からスタート。

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。

このうち、前半3期間の第1次中期経営計画(2022/3～2024/3期)が終了し、現在は、第2次中期経営計画(2025/3～2027/3期)に移行している。

- ◆ 第二の創業と位置付け、飛躍的な成長の実現と企業価値の最大化を目指す。

#### <第2次中期経営計画の基本方針>

第2次中期経営計画では、同期間を「第二の創業」と位置付け～基本に忠実に、そして飛躍的な成長へ～を基本方針としている。「変革を成果へつなげ、成長を加速」したい意向である。

また、より具体的には、以下の3点を目標としている。

- ・「基本に忠実な事業活動」、「飛躍的な成長」を実現し、企業価値の最大化を目指す。
- ・事業としては、収益性の向上を果たす。
- ・Well-Being 経営を推し進め、社員にとってやりがいのある会社を目指す。

#### <事業の方向性> (変更はなく継続)

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。

- ◆ 従来の受託型ビジネスに企画型ビジネスを加え、積極的な展開を図る。

- ・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。

- ◆ 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。

第1次中計を継承し、「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。

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。

「エンハンス:SI:デジタル」の各売上高構成比率を、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%」へ変えていく計画である。因みに2024/3期の実績は「60%:37%:

3%」、2025/3 期の実績は「62%：34%：4%」であった。

＜重点施策と方針＞

現状の3つのビジネスモデル、並びに3つの事業スタイル別に、事業戦略を進めていく方針である。

また、4つの事業基盤（協業推進、生産体制の強化、品質の強化、研究投資）を固め、3つの経営基盤（人的資本の充実、内部統制/ガバナンス、企業風土改革）を強化する重点施策や方針が示され、計画に沿って進行中である。

＜重要経営指標（KPI）＞

第1次中計と同様に第2次中計でも、財務と非財務の2つの観点から指標が公表されている（図表 37、項目自体は両中計で同一。2次中計では、第1次中計の KPI を全て上回る目標数値を設定）。前期実績は、一部が想定を下回ったが、概ね計画線にあると思われる。

財務指標は KPI として、売上高に関する3項目（一人当たり売上高、売上高構成比率、売上高 CAGR）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

また、非財務指標については、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き、ダイバーシティの促進、働き方改革、エンゲージメント、人材育成、環境（GHG 排出量目標）の5項目が目標（KPI）として設定されている。

- ◆ 中計の KPI は、財務と非財務の各 5 つの指標。
- ◆ 2 次中計の KPI は 1 次中計と共通だが、より高い目標を設定。
- ◆ 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。
- ◆ 非財務指標の KPI は、人材に関する項目と環境。

【 図表 37 】 第 2 次中期計画（V2026）（2025/3 期～2027/3 期）～財務・非財務目標（KPI）～

財務

重要経営指標(KPI)		第1次中計実績	2025/3実績	第2次中計目標
資本効率	ROE	10.8%	12.0%	14.0%
生産性	一人当たり売上高	24百万円	23.6百万円	25百万円
ビジネスモデル変革	売上高構成比率	SIビジネス +41億円(2020年度比)	クラウド向け +1.4億円 サービス提供 +2.1億円	クラウド向け事業 +12億円 サービス提供事業 +5億円※1
成長性	売上高CAGR	6.8%	—	8.5%程度
利益指標	営業利益率	8.5%	7.5%	10.5%

非財務

ダイバーシティ促進	係長級に占める女性社員比率	18.6%	20.0%	30.0%
働き方改革	時間外勤務時間※2	33.6時間/月	30.4時間/月	25時間/月
エンゲージメント	働き甲斐を感じている社員の割合（Wevoxスコア※3）	やりがい：64	やりがい：61	やりがい：71
人材育成	1人当たり教育・研修日数	5.5MD	12MD	10.0MD
環境	GHG排出量目標 (Scope1,2,3※4) 2021年度比	Scope1,2 237 t-CO2 Scope3 5,398 t-CO2	Scope1,2 118 t-CO2 Scope3 3,963 t-CO2	Scope1,2 227 t-CO2 Scope3 4,004 t-CO2

（出所）決算説明資料。（備考：図表中の注釈）

- ※1 2024 年 3 月末に対する増加額
- ※2 所定(7.5h)外労働時間にて算出。裁量労働適用者、管理監督者を含む全社員の平均。
- ※3 株式会社アトラエが提供するエンゲージメント解析ツール「Wevox」を利用し、キューブシステム単体の社員を対象に調査したもの。
- ※4 Scope3 は、カテゴリ 1「購入した製品、サービス」が対象。



◆第2次中計の最終年度(2027/3期)の目標は、売上高230億円、営業利益24.1億円、ROE14%。

◆デジタルビジネスの成長と、エンハンスビジネスの安定成長を見込む。

◆営業利益率は、前期の7.5%から最終年度には10.5%まで上昇を見込むチャレンジングな計画。

<第2次中期経営計画における業績目標>(変更なし)  
第2次中計では、最終年度となる2027/3期に売上高230億円(CAGR+8.5%、2024/3期を基準、以下同様)、営業利益24.1億円(同+16.2%)、営業利益率10.5%(2024/3期比+2.0%ポイント)、ROE14%(同+3.2%ポイント)を目標としている(図表38)。

これまでの同社のトラекレコードから判断すると、売上高成長率はやや高め目標設定である(P37-図表40、過去24年間の単純平均増収率+6.0%、同営業利益の増益率+6.1%)。  
なお、ビジネスモデル別では、金額は小さいもののデジタルビジネスでの売上高の急増(2024/3期⇒2027/3期の順、以下同様、5.6億円⇒25億円、+19.4億円、4.5倍)とエンハンスビジネスの増収(107.8億円⇒130億円、+22.2億円、1.2倍)を主に見込んでいる(事業スタイル別では、SIer向け事業が伸長)。

また、営業利益・営業増益率の目標は高い。営業利益率は2025/3期7.5%、2026/3期の期初予想では9.0%だが(中計での同期予想は9.5%)、2027/3期には10.5%までの改善を見込んでいる。  
因みに2002/3期以降の最高の営業利益率は、2023/3期の8.9%である。

【図表38】<<V2026>>第2次中期経営計画の業績目標と実績(2025/3期～2027/3期)

	2024年3月期 実績		第二次中期経営計画							
		2025年3月期	実績	2026年3月期	期初予想	2027年3月期	2024年3月期比増減	2024年3月期比CAGR		
売上高	180.2億円	188億円	183.5億円	206億円	195億円	230億円 (前期比：11.6%増)	+50億円	+8.5%		
デジタルビジネス	5.6億円	-	8.0億円	-	16億円	25億円	+19.4億円	+64.7%		
SIビジネス	66.7億円	-	62.3億円	-	85億円	75億円	+8.3億円	+4.0%		
エンハンスビジネス	107.8億円	-	113.0億円	-	94億円	130億円	+22.2億円	+6.4%		
Sier向け事業	139.1億円	-	138.8億円	-	148億円	172.5億円	+33.4億円	+7.2%		
プライム向け事業	35.1億円	-	36.6億円	-	37億円	45億円	+9.9億円	+10.9%		
サービス提供事業	5.9億円	-	8.0億円	-	10億円	12.5億円	+6.6億円	+26.0%		
営業利益	15.3億円	16.0億円	13.8億円	19.5億円	17.5億円	24.1億円	+8.8億円	+16.2%		
営業利益率	8.5%	8.5%	7.5%	9.5%	9.0%	10.5%	+2.0pt	—		
社員数（国内）	740名	800名	775名	—名	815名	920名	+180名	+7.5%		
一人当たり売上高*	24百万円	23百万円	23百万円	—百万円	24百万円	25百万円	+1百万円	+1.4%		

(出所) 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が一部を加筆修正。  
(備考) 社員数(国内)算出。

【図表39】中期の業績予想(会社計画と当調査部の予想)

単位:百万円、%	2025/3期・実績	2026/3期中計	2026/3期・新E	2026/3期・旧E	2027/3期中計	2027/3期・新E	2027/3期・旧E	2028/3期・新E
売上高	18,351	20,600	19,500	19,200	20,000	23,000	21,000	22,500
デジタルビジネス	808		1,600	1,600	1,300	2,500	2,500	3,000
SIビジネス	6,239		8,500	8,300	7,000	7,500	8,500	9,000
エンハンスビジネス	11,303		9,400	9,400	11,700	13,000	10,000	10,500
売上総利益	3,947			4,800	4,800		5,400	5,800
売上総利益率	21.5%			25.0%	24.0%		25.7%	25.8%
販売費及び一般管理費	2,566			3,100	2,950		3,400	3,600
(対売上高比)	14.0%			16.1%	14.8%		16.2%	16.0%
営業利益	1,380	1,950	1,750	1,700	1,850	2,410	2,000	2,200
(対売上高比)	7.5%	9.5%	9.0%	8.9%	9.3%	10.5%	9.5%	9.8%
経常利益	1,393		1,760	1,710	1,900		2,010	2,210
(対売上高比)	7.6%		9.0%	8.9%	9.5%		9.6%	9.8%
当期利益	1,261		1,220	1,185	1,250		1,360	1,460
(対売上高比)	6.9%		6.3%	6.2%	6.3%		6.5%	6.6%
売上高(前期比伸率、以下同様)	1.8%	12.3%	6.3%	4.6%	9.0%	11.6%	9.4%	7.1%
売上総利益率(前期との差)	-0.3%			3.5%	2.5%		0.7%	0.1%
販売費及び一般管理費(伸率)	7.5%			20.8%	15.0%		9.7%	5.9%
営業利益(伸率)	-10.1%	41.3%	26.7%	23.2%	34.1%	23.6%	17.6%	10.0%
経常利益(伸率)	-12.4%		26.3%	22.8%	36.4%		17.5%	10.0%
当期利益(伸率)	18.2%		-3.3%	-6.0%	-0.6%		14.8%	8.8%

(出所) 決算説明資料より抜粋。CE、及び中計は会社予想。旧Eは当部の前回予想、新Eは当部の今回予想。

◆アルファ・ウイン調査部の 2026 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売上高と利益予想を、リスクを考慮し保守的に、会社計画を若干下回る水準まで修正。

アルファ・ウイン調査部は、今期の業績予想を見直し、前回の売上高予想 20,000 百万円から、19,200 百万円（会社予想比△300 百万円）に下方修正した（P36-図表 39）また、営業利益の予想も、前回の 1,850 百万円の予想から 150 百万円引き下げ、1,700 百万円（同△50 百万円）とした（営業利益率は、会社前提 9.0%に対し当部では 8.9%を予想）。

前期末の受注高（YOY+2.2%）・受注残高（同+3.1%）、並びに足元の受注状況を勘案し、上期の業績予想は妥当と思われる。

一方、下期の増収率・増益率（YOY）、並びに利益率の前提は、前期に発生した不採算案件がなくなるとしてもやや意欲的と思われる。

また、当調査部では、以下の理由により保守的に通期の予想を行った。トランプ関税による企業業績・IT 投資への悪影響、人的なキャパシティの制約によるボトルネック、不採算案件の発生などのリスクや、インフレ、成長に向け積極的な投資を継続するために、人件費・外注費・開発費などのコストが増加し、利益が未達となる可能性もある。

但し、顧客の戦略的な IT 投資意欲は旺盛であり、想定通りの受注を確保し、オペレーション、投資やコストコントロールを適正に行えば、利益のダウンサイドリスクは限定的であると思われる。

◆但し、会社計画の利益の達成は、コストコントロール次第では達成可能な水準。ダウンサイドリスクは限定的と思われる。

＜業績予想と実績のトラッキングレコード＞

◆過去、期初の業績予想と実績値の平均乖離率は小さいが、やや強めの予想を期初に発表する傾向がある。

過去、長期間にわたり、同社の期初発表の業績予想値と実績値の乖離を分析した（図表 40）。対象期間の単純平均・乖離率は、売上高で 1.8%、営業・経常・当期利益ではそれぞれ 4.5%、3.1%、2.2%、実績値が期初予想値を下回っている。

但し、乖離率は小さく、営業・経常利益が期初予想から 3 割を超えて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、期初に公表する傾向がある。

【 図表 40 】 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・説明資料より、当部が作成。

連結	売上高		営業利益		経常利益		親会社利益に帰属する 益(当期利益)		当期純利	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	売上高	営業利益	経常利益	当期利益
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		期初予想からの乖離率				実績	前年同期比		
01/3期	-	4,806	-	-	-	387	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
02/3期	-	5,598	-	485	-	444	-	245	-	-	-	-	-	16.5%	-	15.0%	-
03/3期	-	6,244	-	510	-	432	-	235	-	-	-	-	-	11.5%	5.4%	-2.9%	-4.2%
04/3期	6,900	6,575	-	491	522	499	284	279	-4.7%	-	-4.4%	-1.8%	5.3%	-3.8%	15.7%	18.9%	
05/3期	7,000	7,100	-	558	532	550	287	314	1.4%	-	3.4%	9.4%	8.0%	13.6%	10.2%	12.5%	
06/3期	7,800	7,787	-	549	600	550	340	311	-0.4%	-	-8.3%	-8.5%	9.4%	-1.6%	0.0%	-1.0%	
07/3期	8,300	7,923	-	589	570	583	330	323	-4.5%	-	2.3%	-2.1%	2.0%	7.3%	5.9%	3.9%	
08/3期	8,300	8,109	605	644	610	642	338	342	-2.3%	6.4%	5.2%	1.8%	2.3%	9.3%	10.2%	5.6%	
09/3期	8,500	8,507	680	651	685	597	350	307	0.1%	-4.3%	-12.8%	-12.3%	4.9%	1.1%	-7.1%	-10.1%	
10/3期	8,800	8,706	680	636	670	660	350	348	-1.1%	-3.6%	-1.5%	-0.6%	2.3%	-2.3%	10.5%	13.4%	
11/3期	9,200	9,185	675	662	680	671	263	208	-0.4%	-1.9%	-1.3%	-20.9%	5.3%	4.1%	1.8%	-40.4%	
12/3期	9,300	8,431	685	523	675	533	350	117	-9.3%	-21.4%	-21.0%	-66.6%	-8.0%	-21.0%	-20.6%	-43.4%	
13/3期	9,000	9,242	620	601	630	606	350	337	2.7%	-3.1%	-3.8%	-3.7%	9.6%	14.9%	13.7%	186.7%	
14/3期	10,000	11,217	700	664	700	701	380	386	12.2%	-5.1%	0.1%	1.6%	21.4%	10.5%	15.7%	14.5%	
15/3期	12,000	12,527	840	964	840	980	480	594	4.4%	14.8%	16.7%	23.8%	11.7%	45.1%	39.8%	53.7%	
16/3期	13,000	12,622	1,000	949	1,020	960	600	628	-2.9%	-5.1%	-5.9%	4.7%	0.8%	-1.5%	-2.0%	5.8%	
17/3期	14,000	12,899	920	781	940	811	450	551	-7.9%	-15.1%	-13.7%	22.4%	2.2%	-17.7%	-15.5%	-12.3%	
18/3期	14,300	13,559	1,060	855	1,080	892	650	567	-5.2%	-19.3%	-17.4%	-12.8%	5.1%	9.5%	10.0%	2.9%	
19/3期	14,700	14,325	1,010	921	1,010	959	640	596	-2.5%	-8.8%	-5.0%	-6.9%	5.6%	7.7%	7.5%	5.1%	
20/3期	15,500	14,708	1,090	959	1,090	978	684	525	-6.1%	-12.0%	-10.5%	-23.2%	2.7%	4.1%	1.7%	-11.9%	
21/3期	16,000	14,788	1,120	1,174	1,120	1,295	700	844	-7.6%	4.8%	15.8%	20.6%	0.5%	22.5%	32.7%	60.7%	
22/3期	16,000	16,099	1,230	1,417	1,250	1,432	850	944	0.6%	15.2%	14.6%	11.1%	8.9%	20.7%	10.6%	11.9%	
23/3期	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%	2.4%	3.3%	4.8%	
24/3期	18,000	18,021	1,620	1,538	1,635	1,590	1,080	1,067	0.1%	-5.2%	-2.8%	-1.2%	10.4%	5.8%	7.5%	7.8%	
25/3期	18,800	18,351	1,600	1,380	1,650	1,393	1,100	1,261	-2.4%	-13.8%	-15.6%	14.6%	1.8%	-10.1%	-12.4%	18.2%	
26/3期会社予想	19,500	-	1,750	-	1,760	-	1,220	-	今期予想の前期末実績比→				6.3%	26.7%	26.2%	-3.3%	
参考: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(赤字期や今期を除く)→										-1.8%	-4.6%	-3.2%	-2.4%	5.9%	5.5%	6.3%	13.2%
緑のハイライト: 緑色のハイライト: 黄色のハイライト: ←全て今期 過去最高値 過去最低値二位 過去最低値三位 期初予想に対する上方修正: 下方修正 過去最高値 過去最低値二位 過去最低値三位 単位: 回)→										7:15	4:14	7:15	9:13	↑ 参考:各期間の単純平均(今期を除く)			

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。

## ◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

- ◆ 中期の業績見通しをやや下方修正。

当調査部では従来の中期の業績見通しを若干下方修正し、新たに2028/3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、P36-図表39、なお、予想には、M&A並びに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）。

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

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、売上高・利益とも会社の中計目標に対しては、やや慎重な予想となっている。なお、会社の目標値をクリアするハードルは高いが、好条件が整えば達成可能と考えている（人員の確保、NRIとの協業による増収、プライム案件の獲得、生産性の向上、コスト管理、不採算案件の防止等）。

いずれにしても、来期以降も増収増益基調で、最高売上高と利益を連続更新する可能性があると考えている。

### <リスクファクターと中期的な利益成長性>

- ◆ 当部では、中期の利益成長率を年率5～10%前後と予想。

- ・マクロ環境では、トランプ関税によるグローバル経済への悪影響、地政学的なリスクの高まり、物価上昇、インフレ抑制のための国内金利の上昇や高止まり、これに伴う消費の低迷、設備投資の抑制から、中期的には国内企業の業績への影響が懸念される。

- ・主要な最終ユーザーの今後の収益環境、IT投資動向、人材の確保、同社の先行投資効果、コスト上昇等が現状では予見しにくい。

- ・システム需要は旺盛で、以下の要因、及び前提によって中期的には、年率5～10%前後の増益基調が続くと予想している。

### <増収要因・前提>

- ◆ 戦略的IT投資案件を取り込み、今後もNRIとの提携効果も期待され、年率6～8%の売上高成長を当部では予想。

- ・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、また、NRIとの提携も寄与し、中期的に年率6～8%程度の売上高の成長を、当部では予想している。

- ・これまで培ってきた技術力と信頼性を活かし、デジタルビジネス、主要顧客向けのSIerビジネス、プライム向け事業、及び新たなサービス提供事業が拡大すると見込まれる。

### <増益要因・前提>

- ◆ 中期では増収効果に加え、利益率の改善が見込め増益を予想。

- ・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も見込まれる。

- ・来期以降も先行投資が継続するが、中期で計画されていた投資の一巡により、コストの増加ペースが鈍化すると思われる。

- ・一方、増収効果に加え、増員、生産性の向上、付加価値案件へのシフトなどの施策の効果が業績に反映され、販管費率の相対的な低下により、営業利益率の改善が増益要因となると予想した。

9. アナリストの視点

◆ SWOT分析

同社の SWOT 分析を図表 41 に示した。

◆NRI との協業、資金力が強み。DX、プライム、サービス提供事業が成長機会。

NRI との資本・業務提携による関係強化、また、開発拠点・生産体制の増強とその裏付けとなる資金力が強みとして大きい。

また、今後の機会として、デジタルビジネス（DX）、プライム向け事業、サービス提供事業、サイバーセキュリティ対策として情報セキュリティサービスへのニーズの高まりが期待される。

【 図表 41 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"><li>・長い業歴、豊富な実績と高い信頼性</li><li>・安定かつ優良な顧客基盤</li><li>・高い技術開発力・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)</li><li>・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</li><li>・NRIとの資本・業務提携</li><li>・キャッシュカウビジネス、豊富な現預金(先行投資を継続できる資金力)、堅固な財務体質</li><li>・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を実施)</li><li>・直接営業によるコンサルティングセールス力</li><li>・充実した人材育成・教育制度</li><li>・海外現地法人によるローコスト開発体制(オフショアの活用)+国内地方拠点(ニアショア)の活用</li></ul>
弱み・課題 (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"><li>・特定顧客への依存が大きいこと(NRIグループ向けの売上依存度が過半)</li><li>・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)</li><li>・利益率を改善しにくい業界構造</li><li>・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</li><li>・プロジェクト管理(不採算案件の潜在的な発生リスク)</li><li>・内需特化で、海外市場への展開が難しい</li></ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"><li>・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</li><li>・戦略的なシステム需要の高まり</li><li>・タイトなシステム開発需給を反映した請負単価の上昇余地、契約形態の見直し</li><li>・上流工程、ニッチ分野、大規模開発案件</li><li>・アジャイル開発やAIを活用した生産性の改善</li><li>・クライアントの海外進出に伴う業務の拡大</li><li>・プライム向け事業(新規顧客の開拓余地)、サービス提供事業・デジタルビジネス(新ビジネス)への展開と強化</li><li>・サイバーセキュリティ対策として情報セキュリティサービスへのニーズの高まり</li><li>・M&amp;A、アライアンスの強化</li></ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"><li>・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</li><li>・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</li><li>・情報管理・情報漏洩に関するリスク</li><li>・人件費や外注費、開発費の上昇</li></ul>

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。(備考) 赤字が、今回追記した事項。

◆利益率の向上と優秀な人材の確保が課題。

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であり、その改善が課題である。

なお、持続的な成長（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、さらなる成長の鍵となっている。

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

また、同社に限らず SI 業界全般において、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発生し、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ているが、今後も発生する可能性がある潜在的な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（普通配当のみでは 37.0%）。2024/3 期も配当性向は 49.7%、2025/3 期は 47.7%と高水準であり、純資産配当率（DOE）もそれぞれ 5.4%、6.0%と高い水準にある。

◆ 連結配当性向の目標を 50%に引き上げ、連続増配（普通配当ベース）を継続中。

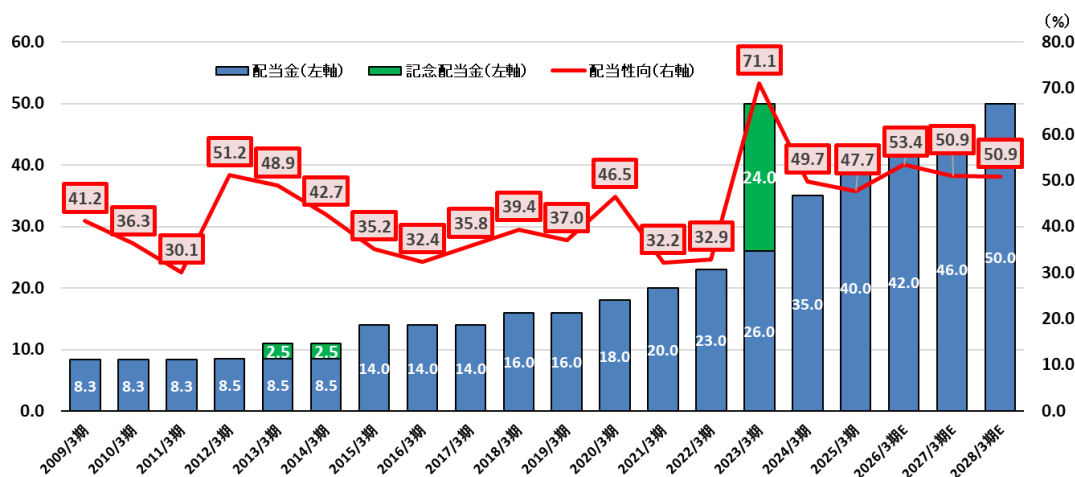
同社は従来、連結配当性向 35%を目安としていたが、40%まで引き上げ、さらに前期より 50%に引き上げる方針とした（会社予想による今期の連結配当性向 52.4%）。

◆ 今期も 2 円の増配（普通配当）を予定。中期的にも増配余地あり。

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 35 円、2025/3 期には 40 円、2026/3 期にはさらに 2 円増配し 42 円とする計画（当部予想も会社計画と同額）であり増配傾向にある（図表 42）。

中期的には増益が見込め、株主還元積極的にすることから、来期以降も増配余地があると思われる。

【 図表 42 】 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。

◆ 株主優待を含めた実質的な年間利回り（最大）は、約 4.4%。

株価 1,062 円（5 月 30 日終値）で計算すると、配当利回りは 4.0%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（P41-図表 43）。優待を考慮すると、実質的な利回りは最大 4.4%に高まる（最適株数を保有と仮定）。

優待考慮後の実質的な年間利回りは、同業他社のハイマックスが4.8%、東邦システムサイエンスは5.3%と同社よりも高い(参考、NRIは優待がなく配当のみ1.3%、他2社はクオカードの贈呈制度あり)。

【図表 43】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	42	4.4
400	1,000	2,000	42	4.4
1,000		3,000	42	4.2

「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(2025年5月30日終値):1,062円、配当金は今期の会社予想。

(出所) 同社 HP よりアルファ・ウイン調査部が作成。

◆同業他社も DOE、並びに配当性向は高水準。

一方、純資産配当率(=配当総額÷純資産)を同業他社と比較すると、2025/3 期で同社が 6.0%、ハイマックス 4.6%、東邦システムサイエンス 8.8% (同)、(参考) NRI 8.7% (IFRS を採用、親会社所有者帰属持分配当率)といずれも、一般的な水準と比較するとやや高い

因みに、今期予想の配当性向は同社 52.4%に対し、ハイマックス 42.8%、東邦システムサイエンス 65.3%、NRI 40.8%と、同社は高い水準にある。

◆株主還元には積極的。

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。

◆実質的には無借金でキャッシュリッチ。今後も自社株買いや株式分割を行う可能性はある。

なお、実質的には無借金で財務体質は良好、かつ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。

## ◆ 株価特性と水準、バリュエーション比較

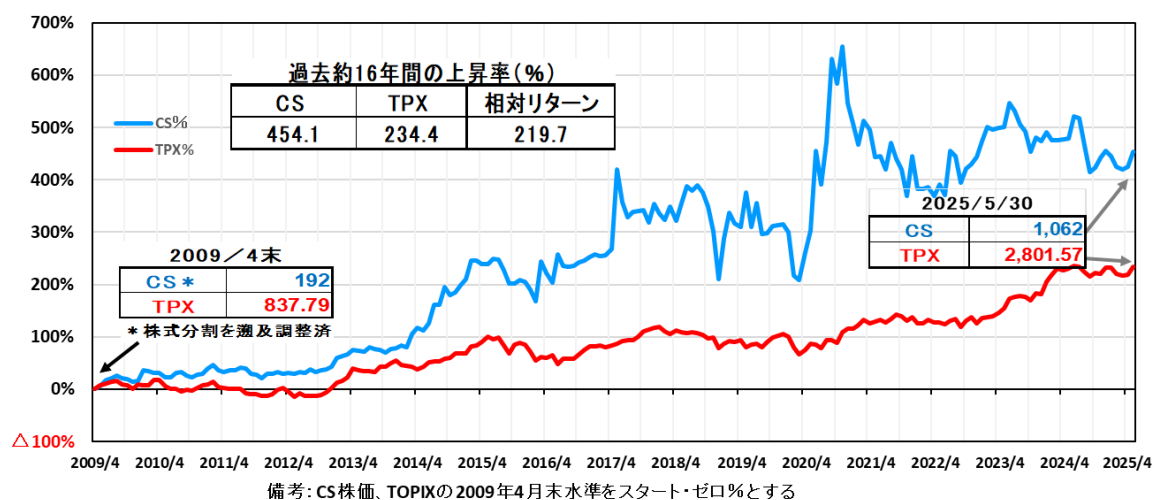
- ◆ ディフェンシブな内需成長株。過去約 16 年で株価は約 5.5 倍に上昇し、TOPIX を大幅にアウトパフォーム。

同社はディフェンシブな小型の内需成長株であり、株価は過去約 16 年間で約 5.5 倍まで上昇し、TOPIX を約+220%アウトパフォームしている(株式分割を考慮して計算、2025 年 5 月 30 日終値、図表 44)。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。

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

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、中長期タームでの投資対象候補と考えられる。

【図表 44】同社株(CS)と TOPIX の長期的なリターン(過去約 16 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、2025 年 5 月 30 日終値。

- ◆ 過去 1 年間では TOPIX、NRI をアンダーパフォーム。一方、同業 2 社をアウトパフォーム。

過去 1 年間では TOPIX や NRI をアンダーパフォームしている。一方、同業 2 社(ハイマックス、東邦システムサイエンス)をアウトパフォームしているが、今期予想の相対的に高い増益率と増配幅を反映していると推察される。

- ◆ バリュエーションはプライム平均よりはやや割安、同業 2 社との比較では中位。割高感はない。

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、東証プライム全銘柄と比較すると、同社のバリュエーションは、PBR はやや高いが PER は低く、配当利回りは高いためやや割安感がある。同業 2 社との比較では、主要なバリュエーションは高安まちまち(中位)ではあるが、大差はなく割高感もない(P43-図表 45)。

- ◆ 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、同社株がインデックスを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(利益、及び配当)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に対するヒストリカルベータ値は0.84と、ディフェンシブな業態であり同業他社とともに1.0を切っている。また、3社とも出来高は少なく、流動性はやや低い。

【図表45】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 23社(平均)
コード	2335	4299 S	4333	4307	-	-
株価(5月30日終値)	1,062	1,178	1,219	5,578	1,441.88	-
時価総額(百万円)	16,727	14,823	25,354	3,242,165	-	866,152
PER(株価予想収益率)	13.25	10.97	17.69	30.69	15.46	20.40
PBR(株価純資産倍率)	1.47	1.16	2.38	7.35	1.36	3.40
配当利回り(%)	3.95	3.90	3.69	1.33	2.72	2.95
EV/EBITDA(倍)	5.93	2.48	9.24	18.69	-	-
PSR(株価売上高倍率)	0.86	0.73	1.33	4.00	-	-
過去約半年間の1日平均売買金額(百万円)	13	16	13	7,817	-	-
過去過去5年間のベータ(β:対TOPIX)	0.84	0.60	0.63	0.62	-	-

時価総額=発行済株式総数×時価(2025年5月30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2026/3期の会社計画、PBRに用いたBPSは2025/3期末実績値。  
EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債+現金・預金)/(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(2026/3期会社予想)。有利子負債、並びに現金・預金(長期預金も含む)は、2025/3期末の残高。

(出所) 各社の有価証券報告書、決算短信、株価データによりアルファ・ウイン調査部が作成。

また、東証プライム市場に上場する代表的なSI企業23社(同社、並びに上記2社、NRIも含む)合計の時価総額は、約20兆円、同売上高は約10.3兆円、営業利益は1.2兆円、営業利益率は各社の単純平均13.4%、ROE14.2%である(有効なデータのみを集計または計算、以下同様)。

◆ 同業 23 社内での比較では、バリュエーションはやや低い。

◆ 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。

このユニバースと同社のバリュエーションを比較すると(図表46、参考:ユニバースの単純平均PER20.4倍、同PBR3.4倍、同配当利回り2.9%、同PSR2.5倍、加重平均PSR1.9倍)、同社のバリュエーションにはやや割安感がある。

今後も同社の売上高が増加し、かつ営業利益率が継続的に改善すれば、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46】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
9613	NTTデータ	5,595,975	3,990	4,936,725	522,037	10.6%	8.0	28.0	3.1	-	未定	142.67	1,305.53	1.1	-
4307	野村総合研究所	3,242,165	5,578	810,000	150,000	18.5%	22.5	30.7	7.4	1.3%	74.00	181.78	758.67	4.0	40.7%
4684	オービック	2,622,966	5,267	133,400	86,200	64.6%	15.5	33.1	5.3	1.4%	74.00	159.13	986.26	19.7	46.5%
4716	日本オラクル	2,167,694	18,895	291,680	未公表	未公表	32.0	37.3	14.7	-	未定	452.50	1,150.04	8.3	未定
9719	SGSK	1,373,835	4,391	790,000	85,000	10.8%	15.2	23.8	4.7	2.1%	94.00	184.29	932.41	1.7	51.0%
4768	大塚商会	1,126,903	2,966	1,213,000	82,300	6.8%	15.0	20.4	3.2	2.9%	85.00	145.04	939.70	0.9	58.6%
3626	TIS	1,121,636	4,748	582,000	73,000	12.5%	15.3	21.9	3.2	1.6%	76.00	216.86	1,477.61	1.9	35.0%
2327	日鉄ソリューションズ	708,218	3,870	357,000	43,000	12.0%	10.9	24.2	2.7	2.1%	80.00	159.59	1,427.38	2.0	50.1%
8056	BIPROGY	587,472	5,836	420,000	42,600	10.1%	16.1	19.5	3.4	2.1%	120.00	298.66	1,721.81	1.4	40.2%
4812	電通総研	443,893	6,810	170,000	23,000	13.5%	17.4	27.7	4.9	1.7%	116.00	245.87	1,401.39	2.6	47.2%
9759	NSD	306,332	3,562	113,200	17,100	15.1%	18.2	22.7	4.0	2.5%	89.00	156.94	881.67	2.7	58.7%
9682	DTIS	205,623	4,955	135,000	15,500	11.5%	17.7	18.1	3.4	2.8%	140.00	274.07	1,440.87	1.5	51.1%
9692	シーイーシー	83,189	2,307	60,500	6,780	11.2%	10.0	15.1	1.8	2.8%	65.00	152.76	1,258.46	1.4	42.6%
4674	クレスコ	69,426	1,653	64,000	7,000	10.9%	15.1	13.9	2.2	3.5%	58.00	118.82	747.27	1.1	48.8%
4719	アルファシステムズ	47,567	3,385	40,000	4,800	12.0%	7.5	14.4	1.1	3.7%	125.00	235.06	3,096.62	1.2	53.2%
4725	GAC Holdings	42,480	2,068	58,000	未公表	未公表	8.9	-	0.9	4.8%	100.00	未公表	2,187.80	0.7	未定
9739	NSW	38,829	2,606	51,000	5,100	10.0%	10.7	11.0	1.1	3.3%	85.00	237.59	2,376.92	0.8	35.8%
9640	セゾンテクノロジー	29,306	1,809	23,400	2,300	9.8%	10.6	18.3	2.1	5.0%	90.00	98.77	878.75	1.3	91.1%
9600	アイネット	29,001	1,874	42,250	2,750	6.5%	11.5	15.5	1.5	3.1%	58.00	121.25	1,265.76	0.7	47.8%
4333	東邦システムサイエンス	25,354	1,219	19,000	1,710	9.0%	13.1	17.7	2.4	3.7%	45.00	68.92	509.15	1.3	65.3%
4862	フォーカスシステムズ	22,272	1,367	33,250	2,660	8.0%	11.4	11.0	1.5	3.7%	50.00	124.29	929.15	0.7	40.2%
2335	キューブシステム	16,727	1,062	19,500	1,750	9.0%	12.0	13.3	1.5	4.0%	42.00	80.13	722.27	0.9	52.4%
4299	ハイマックス	14,823	1,178	20,000	1,820	9.1%	11.4	11.0	1.2	3.9%	46.00	107.40	1,016.35	0.7	42.8%
単純平均		866,152	3,887	450,125	56,019	13.4%	14.2	20.4	3.4	2.9%				2.5	49.9%

(備考) 時価総額、売上高、営業利益の単位:百万円。売上高、営業利益は、原則、会社の直近予想値。  
株価・配当金・予想EPS・実績BPSの単位:円、PER・PBR・PSRの単位:倍、株価は2025年5月30日終値、平均値は有効なデータのみを対象とした平均。

(出所) 各社の有価証券報告書、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。

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・適当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。