

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：2025/8/28

アルファ・ウイン 調査部

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

● 要旨

◆ 長期間に亘り安定成長を遂げる、独立系の中堅システムインテグレーター

- ・株式会社キューブシステム（以下、同社）は、東証プライムに上場する独立系の中堅システムインテグレーターである。野村総合研究所（以下、NRI）や富士通グループ等が主要取引先で、金融・流通・官公庁・製造業、及び運輸・通信向けを中心にシステムを開発し、サービス提供を行う。
- ・優良な顧客基盤、豊富な実績と高い信頼性、技術とノウハウの蓄積が強みである。1972年に設立され、業歴53年を有する。

- ・同社は過去24年間（連結決算）において1期間を除き、対前年度で増収を継続している。この間、売上高成長率（増収率の単純平均値）は年率+5.9%、経常利益成長率（同）は+6.3%と長期間に亘り順調に業容を拡大し、常に黒字を維持してきた。売上高経常利益率は7%前後（単純平均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。
- ・2024/3期には、過去最高売上高と各利益を更新し、5期連続の増配（普通配当）を実施した。前期（2025/3期）も売上高と当期利益は、過去最高値を連続更新した。
- ・2022年4月には東証一部から、新設されたプライム市場に移行した。

- ・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は同社の議決権の20.18%を保有する筆頭株主となった。また、NRIグループは同社の最大顧客で、連結売上高の過半を占めると推定される。
- ・2023/3期より2026/3期まで4期間わたり、NRIとの資本提携により調達した資金に自己資金を加えた総額22億円を、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強化に投資を行っている。

◆ 今期第1四半期決算～微増収だが、収益性が改善し大幅な増益。

<Q1:概要>

- ・2026/3期第1四半期（2025年4～6月：以下、Q1）の決算は、売上高4,546百万円（前年同期比＝YOY：+3.1%）、営業利益402百万円（同+82.6%）、経常利益412百万円（同+81.6%）、親会社株主に帰属する四半期純利益（以下、当期利益）200百万円（同+27.1%）と、微増収ながら大幅な増益となった（P2-図表1）。3割を超える減益となった前年同期とは対照的な好決算となった。

- ・Q1決算としては過去最高の売上高、及び営業利益・経常利益を更新した。なお、Q1の会社計画は非公表であるが、売上高・利益とも、同社の計画を上回ったと推測される。

- ・日本企業の好業績を背景に、DXやクラウド等への情報化投資が、引き続き旺盛で受注が増加している。同社はこれに対応し、生産体制の強化、人材投資（増員や新人事制度の導入）を中心とする先行投資を進め、トップラインの拡大につなげた。増収に加え、不採算案件の解消、収益性の改善、金利の上昇に伴う退職給付債務の割引率の変更に起因する人件費の減少により、利益が大きく伸長した。

ショートレポート

1/12

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。

- ・粗利率は、前期 Q1 の 20.1%から今期 Q1 には 24.6%へと 4.5%ポイント上昇した（以下同順）。一方、販管費は 665 百万円から 717 百万円へと 7.8%増加し、増収率（+3.1%）を上回る伸びとなったが、販管費率は 15.1%から 15.8%へと 0.7%ポイントの上昇に留まった。
- ・この結果、営業利益率は 5.0%から 8.9%へと大きく改善した（+3.9%ポイント上昇）。

【図表 1】第 1 四半期の業績概要

連結	第1四半期業績		2025/3第1四半期	2026/3第1四半期	増減率	増減額/額	増減額寄与率	構成比率	2026/3通期会社計画	増減額/額	増減率	Q1進捗率/進捗度
	単位:百万円、%		2024年4~6月	2025年4~6月	YOY: %	YOY: 百万円/%	%	%	2025年4月-2026年3月	YOY: 百万円/%	YOY: %	
区分	連結売上	サービス/業種名	4,411	4,546	3.1	135	100.0	100.0	19,500	1,149	9.0	23.3%
①ビジネスモデル別	売上高	デジタルビジネス	201	277	37.8	76	56.3	6.1	1,600	792	98.0	17.3%
		SIビジネス	1,501	1,786	19.0	285	211.1	39.3	8,500	2,261	36.2	21.0%
		エンハンスビジネス	2,708	2,481	-8.4	-227	-168.1	54.6	9,400	-1,903	-16.8	26.4%
			10	26	147.7	16	8.8	6.5	70	55	366.7	37.1%
	営業利益	デジタルビジネス	105	155	47.6	50	27.5	38.6	850	353	71.0	18.2%
		SIビジネス	104	220	111.3	116	63.7	54.7	830	-37	-4.3	26.5%
		エンハンスビジネス	5.2	9.4	80.4	4.2	80.4	8.0	4.4	2.5	56.8	5.0
②業種別	売上高	デジタルビジネス	7.0	8.7	24.3	1.7	24.3	2.0	10.0	2.0	20.0	-1.3
		SIビジネス	3.9	8.9	128.2	5.0	128.2	12.8	8.8	1.1	12.5	0.1
		エンハンスビジネス	1,527	1,421	-6.9	-106	-78.5	31.3	6,000	-82	-1.0	23.7%
		金融業	731	738	0.9	7	5.2	16.2	2,500	-525	-17.4	29.5%
		流通業	367	563	53.4	196	145.2	12.4	2,200	263	13.6	25.6%
		官公庁	419	503	20.2	84	62.2	11.1	2,000	192	10.6	25.2%
		製造業	577	502	-13.1	-75	-55.6	11.0	2,400	94	4.1	20.9%
	営業利益	運輸・通信業	788	817	3.6	29	21.5	18.0	4,400	1,189	37.0	18.6%
		その他	87	149	70.4	62	34.1	37.1	600	116	24.0	24.8%
		金融業	17	74	324.2	57	31.3	18.4	100	-72	-41.9	74.0%
		流通業	28	21	-23.2	-7	-3.8	5.2	220	-1	-0.5	9.5%
		官公庁	23	28	23.2	5	2.7	7.0	180	47	35.3	15.6%
		製造業	45	64	40.1	19	10.4	15.9	250	-34	-12.0	25.6%
		運輸・通信業	17	63	261.1	46	25.3	15.7	400	315	370.6	15.8%
	営業利益率%	その他	5.8	10.5	80.9	4.7	80.9	8.1	10.0	2.0	20.0	0.6
		金融業	2.4	10.1	316.7	7.7	316.7	7.7	4.0	-1.7	-42.5	6.1
		流通業	7.7	3.8	-50.6	-3.9	-50.6	-5.0	10.0	-1.4	-14.0	-6.2
		官公庁	5.6	5.7	1.8	0.1	1.8	1.8	9.0	1.6	17.8	-3.3
		製造業	7.9	12.8	62.9	4.9	62.9	6.3	10.4	-1.9	-18.3	2.4
③事業スタイル別	売上高	運輸・通信業	2.2	7.8	254.5	5.6	254.5	5.6	9.1	6.4	70.3	-1.3
		その他	3,429	3,399	-0.9	-30	-22.2	74.8	14,800	915	6.6	23.0%
		Sier向け事業	804	905	12.6	101	74.8	19.9	3,700	38	1.0	24.5%
		プライム向け事業	177	241	36.0	64	47.4	5.3	1,000	197	24.4	24.1%
		サービス提供事業	167	254	51.9	87	47.8	63.2	1,367	322	30.8	18.6%
	営業利益	Sier向け事業	54	159	191.4	105	57.7	39.6	350	67	23.7	45.4%
		プライム向け事業	-1	-10	-1000.0	-9	-4.9	-2.5	33	-18	-35.3	N.A.
		サービス提供事業	4.9	7.5	51.0	2.6	51.0	5.3	9.2	1.7	18.5	-1.7
		Sier向け事業	6.8	17.6	157.4	10.8	157.4	10.8	9.5	1.7	17.9	8.1
		プライム向け事業	-0.8	-4.4	-450.0	-3.6	-450.0	-3.6	3.3	-3.1	-93.9	-7.7
連結	粗利	Sier向け事業	886	1,120	26.4	234	-	-	-	-	-	-
		プライム向け事業	20.1	24.6	22.4	4.5	22.4	22.4	-	-	-	-
	販売管理費	サービス提供事業	665	717	7.8	52	-	-	-	-	-	-
		その他	15.1	15.8	0.7	0.7	-	-	-	-	-	-
	営業利益	粗利率(%)	22.0	40.2	82.6	18.2	-	-	1,750	-	4.2	23.0%
		売上高販管比率(%)	5.0	8.9	3.9	3.9	-	-	9.0	-	-	-
	経常利益	営業利益率(%)	22.6	41.2	81.6	18.6	-	-	1,760	-	3.7	23.4%
		経常利益率(%)	5.1	9.1	4.0	4.0	-	-	9.0	-	-	-
	当期利益	当期利益率(%)	157	200	27.1	43	-	-	1,220	-	3.1	16.4%
		当期利益率(%)	3.6	4.4	0.8	0.8	-	-	6.3	-	-	-

(出所・備考) Q1 は実績、2026/3 通期は会社予想。決算短信、決算補足説明資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。増減額寄与率は、純増減額の絶対値に対する割合。なお、本レポート全体において、計算過程の処理により数値に誤差や差異が生じることがある。また、図表 1 の右列「Q1 進捗率/進捗度」における斜字の営業利益率は、「2026/3 第 1 四半期の営業利益率-2026/3 通期会社計画の営業利益率」。

<Q1:セグメント:①~③>

- ・全社では前年同期比で 135 百万円の増収（YOY : +3.1%、以下同様）、182 百万円の営業増益（+82.6%）となった（以下、図表 1 を参照）。

① ビジネスモデル別業績(3 区分)~全セグメントで利益率が改善し増益に~

- ・全売上高の 54.6%、同営業利益の 54.7%を占める（今期 Q1 実績、以下同様）エンハンスビジネスは、売上高が 2,481 百万円と前年同期比で 227 百万円（△8.4%）の減収となった。しかし、収益性の高い案件にリソースを配置し、営業利益率が（前期 Q1⇒今期 Q1 の順に、以下同様）3.9%⇒8.9%（+5.0 ポイント）と大きく改善したため、営業利益額は倍増した（104 百万円⇒220 百万円）。

- ・全売上高の 39.3%、同営業利益の 38.6%を占める SI ビジネスは、モダナイゼーション（老朽化し

た IT 資産を、ビジネス的な視点から近代化・最適化すること)の案件の拡大。及び新規案件の獲得が順調に進み、売上高は 1,786 百万円と 285 百万円 (+19.0%) の増収となった。営業利益は、利益率の改善もあり (7.0%⇒8.7%、+1.7%ポイント)、155 百万円と 50 百万円 (+47.6%) の増益となった。

- ・全売上高の 6.1%、同営業利益の 6.5%を占めるデジタルビジネスは、コンサルティングや AI を活用した先進技術支援案件の受注拡大により、急成長を継続している。売上高は 277 百万円と 76 百万円 (+37.6%) の増収、営業利益は 26 百万円と 16 百万円 (+147.7%) の増益となった。増加率は高かったが、小規模であるため全体への寄与額は限定的であった。

② 業種別業績(6 区分)～売上高では官公庁・製造業が、利益では金融業・流通業向けが寄与～

- ・売上高は、地銀・ネットバンク・保険向けの案件が減少した金融業、及び物流会社・通信会社向け案件が減少した運輸・通信業が減収となった。対して中央省庁向け案件が大幅に増加した官公庁、並びに自動車メーカー向けの案件が増加した製造業を含む、残る 4 セグメントでは増収となった。

- ・一方、営業利益に関しては、利益率が大幅に低下 (7.7%⇒3.8%、△3.9%ポイント) した官公庁向けを除き、残る 5 業種は全て利益率が改善し増益となった。特に、減収となった金融業、並びに売上高が横ばいとなった流通業の増益寄与が、それぞれ 87 百万円⇒149 百万円 (YOY+62 百万円、全体の増益幅に対する寄与度 34.1%)、17 百万円⇒74 百万円 (同順に+57 百万円、31.3%) と大きかった。

- ・なお、従来は「その他」の業種分類の中に、「官公庁」、「製造業」、「その他」の 3 つのサブセグメントがあったが改定され、それぞれが独立した業種セグメントとして区分・開示され、業種別セグメントは合計 6 つとなった。

- ・全業種とも業務量の多寡、個別案件の採算性により、期間ごとにその利益率は変動する。

③ 事業スタイル別業績(3 区分)～Sier 向け事業、プライム案件事業の利益率が改善し増益に寄与～

- ・全売上高の 74.8%、同営業利益の 63.2%を占める Sier 向け事業の売上高は、3,399 百万円 (YOY △30 百万円、△0.9%、以下同順) と横ばいとなった。但し、利益率が 4.9%⇒7.5% (+2.6%ポイント) に改善したため、営業利益は 167 百万円⇒254 百万円 (+87 百万円、+51.9%) と増益となり、全社の収益改善に寄与した (増益に対する寄与度 47.8%)。

- ・全売上高の 19.9%、同営業利益の 39.6%を占めるプライム案件事業は、既存顧客に対する案件の深耕と新規顧客の開拓が進み、売上高は 905 百万円と増収 (+101 百万円、+12.6%) となった。利益率が 6.8%⇒17.6% (+10.8%ポイント) と大きく改善したため、営業利益は 54 百万円⇒159 百万円 (+105 百万円、+191.4%) と増益となり、Sier 向け事業とともに全社の増益に貢献した (増益に対する寄与度 57.7%)。

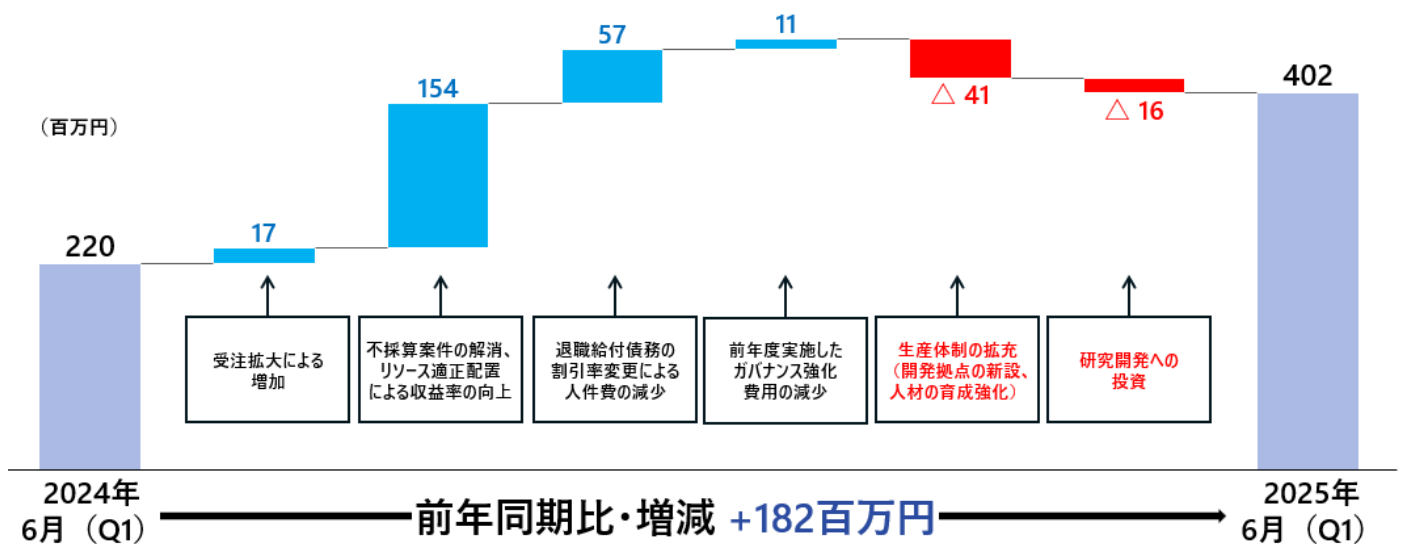
- ・一方、ソリューションベンダーとの協業、技術支援サービスの提供により、サービス提供事業の売上高は 177 百万円⇒241 百万円と増収 (+64 百万円、+36.0%) となったが、売上高は全体の 5.3%

と小規模で先行投資段階にあり、赤字幅は拡大した(△1百万円⇒△10百万円、9百万円の赤字の増加、増益に対する寄与度△4.9%)。

<Q1:増減益要因>

- ・ 今期 Q1 の営業利益の増減要因は、図表 2 の通りである。
- ・ 前年同期に発生した不採算案件の解消や、リソースの適正配置による収益性の向上による増益効果が 154 百万円と大きく、全社の増益幅 182 百万円の 84.6%を占めた。それに加えて、退職給付債務の割引率の変更に伴う人件費の減少も 57 百万円の増益効果となり、生産体制の拡充や研究開発などの先行投資費用の増加を吸収した。
- ・ なお、開発拠点の拡充や人材開発、研究開発など成長に向けた投資は計画通りに実行され、Q1 に投資や経費の未執行、及び期ずれはない模様である。

【図表 2】第 1 四半期の営業利益の増減要因(単位:百万円、前年同期比、増益要因、減益要因)

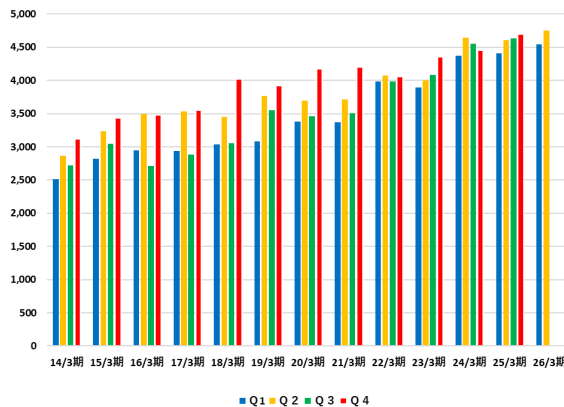


(出所) 決算補足説明資料を基に、アルファ・ウイン調査部が作成。

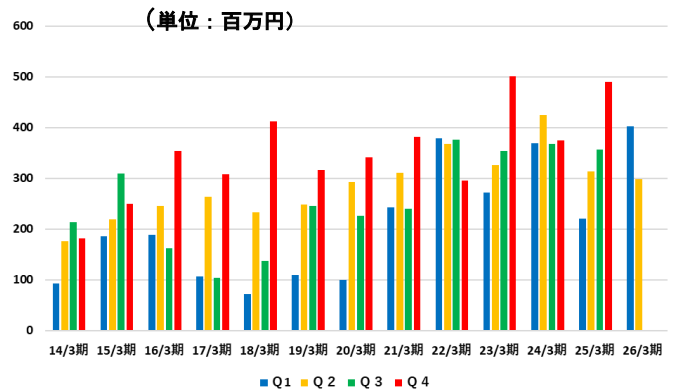
<Q1:進捗率と四半期業績の変動性>

- ・ 通期の会社業績予想(期初予想を据え置き)に対する Q1 の進捗率は、売上高では 23.3%(前期 Q1 の進捗率 24.0%)、営業利益では 23.0%(同 15.9%)である。
- ・ 因みに、前期を含む直近 5 年間の Q1 の進捗率の単純平均値は、売上高では 23.1%、営業利益では 17.0%である。これらと比較すると今期 Q1 の進捗率は、売上高・営業利益ともにやや上回っている。
- ・ なお、同社の特徴として、四半期単位で業績や利益率に変動性が見られる。第 4 四半期(Q4:1~3月)が年度に占める構成比率が最も高い(同 5 年間の平均の売上高構成比率 26.1%、同営業利益構成比率 29.6%、以下同順)。次いで第 2 四半期(Q2:7~9月、25.2%、25.0%)、第 3 四半期(Q3:10~12月、24.8%、24.2%)となる。例年、Q1 の構成比率は最小となり、最大となる Q4 を含む下期のウェイトが高くなる傾向がある(P5-図表 3~5)。

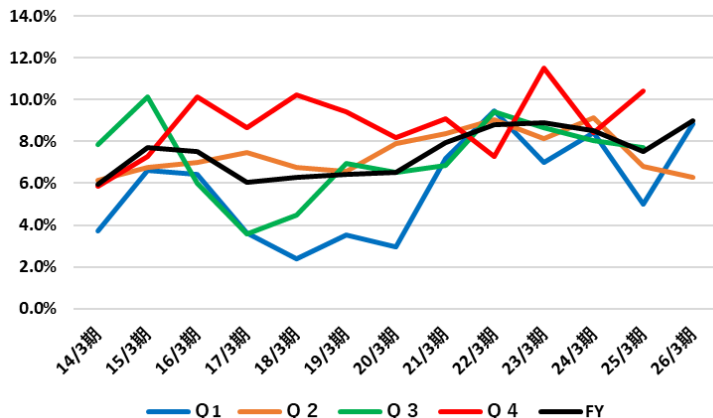
【図表3】四半期別・売上高推移（単位：百万円）



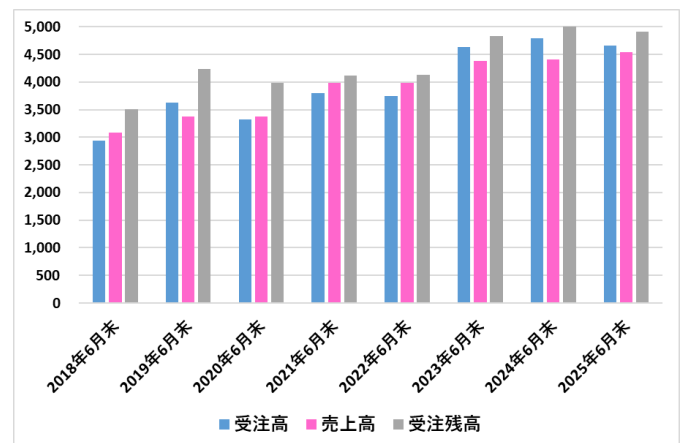
【図表4】四半期別・営業利益の推移



【図表5】四半期別・営業利益率推移（単位：%）



【図表6】第1四半期・受注・受注残高・売上高の推移（単位：百万円）



（出所）図表3～6：決算補足説明資料から当部が作成。（備考）今期Q2は逆算による会社予想。

＜受注状況＞

- ・今期Q1の受注高は、前年同期の4,789百万円から4,665百万円（YOY△123百万円、△2.6%）へ、受注残高も同様に5,025百万円から4,909百万円（同+△115百万円、△2.3%）と微減となった（図表6）。
- ・システムの納入が順調に進んでいる一方、大型案件の立ち上がりの遅れや、前期の不採算案件の対応に伴う営業の停滞が残った模様である。
- ・Q2以降は営業活動を正常化し、官公庁・製造業向けに営業を強化する方針である。

業種別受注（4区分）

- ・今期Q1の業種別受注高、並びに受注残高は、前年同期比では金融業がほぼフラット、官公庁・製造業が好調で大きく増加した。
- ・対して流通業・その他が大きく減少し、運輸・通信業が微減となった。

ビジネスモデル別受注（3区分）

- ・デジタルビジネスの受注高、並びに受注残高は、3セグメントでは唯一増加した（それぞれ順にYOY+79百万円、+36.0%、並びに+126百万円、+51.6%、以下同順）。一方で、主力のエンハンスビジネスは減少した（△183百万円、△7.1%、並びに△220百万円、△7.5%）。

- ・また、SI ビジネスも受注高、並びに受注残高ともに、各約 20 百万円、1%程度の微減となった。

事業スタイル別受注 (3 区分)

- ・受注高は Sier 向け事業が、受注残高はサービス提供事業がそれぞれ増加した。一方、その他の各 2 事業の受注高、並びに受注残高は減少した。金額は小さいものの、サービス提供事業の受注残高は順調に増加してきている。

<従業員数と生産性・収益性>

- ・同社のビジネスモデルは、人月単位の請負契約であるため、売上高の成長は従業員数に基本的にはリンクする。職場環境並びに処遇の改善を進め、新卒者の増員や従業員のエンゲージメント、中途採用を強化した結果、国内外の合計従業員は順調に増加し人的なキャパシティは拡大傾向にある(図表 7)。
- ・ただし、依然としてシステム需要は増勢であり、人員は不足気味である。
- ・また、同社が重要な経営指標として位置付けている「国内従業員一人当たりの四半期売上高、並びに同営業利益」は年度単位では変動があるが、概ね一定のレンジ内で推移している。

【図表 7】従業員数と一人当たりの売上高・営業利益の推移

増減率%	「国内+海外合計」従業員数			国内従業員・一人当たりの四半期売上高			国内従業員・一人当たりの四半期営業利益		
	単位:人	YOY:増減数	YOY:増減率	単位:千円	YOY:増減数	YOY:増減率	単位:千円	YOY:増減数	YOY:増減率
2020年6月末	799	33	4.3	4,737	-	-	339	-	-
2021年6月末	829	30	3.8	5,402	665	14.0	513	174	51.3
2022年6月末	882	53	6.4	5,082	-320	-5.9	355	-158	-30.8
2023年6月末	904	22	2.5	5,744	662	13.0	485	130	36.6
2024年6月末	951	47	5.2	5,479	-265	-4.6	274	-211	-43.5
2025年6月末	980	29	3.0	5,431	-48	-0.9	481	207	75.5

(出所) 決算補足説明資料から当部が作成。

<バランスシート>

- ・今期 Q1 末のバランスシートに大きく変化はなく、現金及び預金は 62 億円と手元の流動性は潤沢である(今期予想の平均月商の 3.8 ヶ月分に相当、実質無借金)。また、流動比率は 443.5%、自己資本比率は 75.5%と財務体質は良好である(前年同期とほぼ同水準)。引き続き株主還元強化や、成長に向け M&A・事業提携・投融資などへの、余剰資金の有効活用策とその収益効果が注目点となろう。

◆上期の利益予想のみを上方修正。通期の業績・配当計画に変更はなし。

<今期(上期):会社予想>

- ・同社は、上期の売上高(以下いずれも期初予想)を 9,300 百万円(YOY+278 百万円、同+3.1%、以下同様)、営業利益を 540 百万円(+7 百万円、+1.2%)、当期利益を 460 百万円(△202 百万円、△30.5%)と計画していた。
- ・Q1 の実績と足元の状況を勘案し期初に発表した上期の売上高を据え置く一方、上期の利益予想のみを上方修正した(P8-図表 8)
- ・なお、上期決算としては 3 期連続で最高売上高を更新し、営業利益は歴代 2 位となる見込みでいる。

<今期(通期):会社予想>

- ・同社は、期初に発表した通期の売上高 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%) の見通しを据え置いている。
- ・今期は通期でも増収増益を見込み、過去最高売上高と、営業利益、並びに経常利益の最高益の達成を計画している。なお、前期には特別利益を計上したが、今期はその反動があり当期利益は減益(実質的には増益)となるが、前期に次ぐ歴代 2 位の水準を見込んでいる。
- ・一株当たり配当金は、前期の 40 円 (上期 20 円、期末 20 円) から今期には 42 円 (上期 20 円、期末 22 円) へと、2 円の増配を予定している (期初計画を継続)。なお、連結配当性向は目標の 50%を超え 51.8%となる見込みであり、同社は今期の純資産配当率(DOE)を、前期と同水準(6.0%)と予想している。
- ・同社は、生産体制の拡充と人材投資、好業績を背景に戦略的な IT 投資を積極化する顧客へのアプローチの強化、収益性の高い案件へのシフトとリソースの再配分を進めている。これによりキャパシティの拡大と収益力を高め、株主還元の強化を行う方針である。

<今期(通期) : 当調査部予想>

- ・アルファ・ウイン調査部は今期の業績予想(売上高、利益)を、物価高、国内金利の上昇や世界情勢の不透明感(トランプ関税、地政学リスク等)があり、今後、業績が悪化した顧客企業が IT 投資を抑制するなどの変化が生じる可能性があると考え、通期の業績についてはやや保守的な予想をしていた。
- ・加えて人的キャパシティの制約によるボトルネック、不採算案件の再発リスクを考慮し、同社の売上高・利益予想(特に下期計画)をやや下回ると予想をしていた。しかし、今回、Q1 の好業績と足元の状況、Q2 の前提、想定していなかった退職給付債務の割引率の変更による人件費の減少(Q2 以降も通期で寄与)を勘案し、売上高予想を据え置いたもの利益を同社予想と同額まで引き上げた。なお、配当金は、同社と同じ 42.0 円を予想しており変更はない。
- ・今期 Q2 の売上高(=上期・新計画-Q1 実績)を同社は、4,754 百万円 (YOY+3.1% : Q1 の増収率と同じ予想)、営業利益を 298 百万円 (同△4.5%)、当期利益を 350 百万円 (同△30.6%)、営業利益率を 6.3% (前年同期 6.8%) と同社は見込んでいる。四半期単位の季節特性に加え、コスト・投資の執行状況、納期により Q2 の業績は変動するが、Q1 や前年同期との比較(変化率や利益率)を考慮すると、やや保守的と思われる。
- ・一方、今期下期の売上高(=通期・新計画-上期・新計画)は、10,200 百万円 (YOY+9.3%)、営業利益は 1,050 百万円 (同+24.0%)、営業利益率 10.3% (前下期 10.2%)、当期利益は 670 百万円 (同△5.8%) と同社は見込んでいる。
- ・通期予想を据え置いたまま、今期上期の利益予想を同社が上方修正したため、実質的には今期下期の利益予想を下方修正したことになる(営業利益:1,210 百万円⇒1,050 百万円、△160 百万円、当期利益:760 百万円⇒670 百万円、△90 百万円、下期の営業利益率予想:11.9%⇒10.3%、△1.6%)。
- ・当調査部では、前回と同様に今期の下期予想は、増収率、営業利益率の前提(前期下期との水準比較)や、Q1 の受注高・受注残高が微減であることを考慮すると意欲的な計画であり、やや高いハードルであると考えている。

- ・但し、顧客の戦略的な IT 投資意欲は旺盛であり、同社の足元の受注・商談・請負単価に大きな変動の兆しはなく堅調である。
- ・NRI との協業効果が見込める上、同社は好調業種の戦略的案件や新分野の開拓案件を受注する一方、高収益案件へのシフト、リソースの効率化・最適化を進めているため、Q2 並びに下期に適正なコストコントロールを行えば、通期の予想利益のダウンサイドは限定的であると、当調査部では考えている。

【 図表 8 】 今期の業績 (Q1 実績と Q2・上期・下期予想)

単位: 百万円	前期実績 2025/3期	今期会社・予想 2026/1期	2025/3 上期実績	2026/3 上期・ 前期計画	2026/3 上期・ 修正計画	修正・前期 増減額	修正率	今上期・前年同期 増減(YOY)%	2025/3 下期実績	2026/3 下期 下期計画	2026/3 修正・ 下期計画	修正額	前年同期比 (YOY)%	2025/3 Q1実績	2025/3 Q2実績	2026/3 Q1実績	2026/3 Q2計画	2026/3 Q1 YOY%	2026/3 Q2 YOY%	2026/3 Q1 YOY%	2026/3 Q2 YOY%
	A	B	C	D	E	F=E-D	G=F/D	H=E/C	I=A-C	J=B-D	K=B-E	L=K-J	M=L/I	N	O=G-N	P	Q=I-P	R=P/N	S=Q/O	T=P-N	U=Q-S
売上高	18,351	19,500	9,022	9,300	9,300	0	0.0%	3.1%	9,329	10,200	10,200	0	9.3%	4,411	4,610	4,546	4,754	3.1	3.1	135	144
粗利	3,947		1,869						2,078					886	983	1,120		26.4		234	
粗利率	21.5%		20.7%						22.3%					20.1%	21.3%	24.6%				4.8%	
販売管理費	2,566		1,336						1,230					665	671	717		7.8		52	
販管比率	14.0%		14.8%						13.2%					15.1%	14.6%	15.8%		0.7%		0.7%	
営業利益	1,380	1,750	533	540	700	160	29.6%	31.2%	947	1,210	1,050	-160	24.0%	220	312	402	290	82.6	-4.5	182	-14
営業利益率	7.5%	9.0%	5.9%	5.8%	7.5%	1.7%		-1.6%	9.1%	11.9%	10.3%	-1.6%	1.2%	5.0%	6.8%	8.9%	6.3%		3.9%	-0.5%	
経常利益	1,393	1,760	528	550	720	170	30.9%	26.3%	965	1,210	1,040	-170	20.2%	226	301	412	309	81.6	2.3	186	7
当期利益	1,261	1,220	662	460	550	90	19.6%	-3.3%	599	760	670	-90	11.9%	157	504	200	350	27.1	-30.6	43	-154

(出所) 会社予想に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成。(備考) 2026/3 期 Q2 は「上期会社予想-Q1 実績」。

<中期の業績見通し：同社の中期経営計画と当調査部の予想>

- ・同社が第二の創業と位置付ける第 2 次中計 (V2026) において、収益性の向上を果たし、最終年度となる 2027/3 期に売上高 230 億円、営業利益 24.1 億円を達成すべき業績目標としている(詳細は 2025 年 6 月発行の弊社調査レポートを参照)。
- ・当調査部では、前回調査時に作成した来期以降の中期業績予想を据え置いた(図表 9)。
- ・ユーザー(企業)は、新ビジネスモデルへの展開、競争優位性の強化、人手不足対応、業務の効率化・迅速化、DX 化、クラウド化などを背景に、IT 投資を継続的に拡大するものと考えられ、同社の成長ポテンシャルは大きい。
- ・また、同社は、旺盛な IT 需要を背景に豊富な資金を活用し、人員の増強、開発拠点の拡大を進めているため、中長期的にもトップラインの成長が見込める。
- ・デジタル、SI ビジネスの拡大、NRI との提携効果、新規顧客や新規分野の開拓、各種の施策による生産性の向上・利益率の改善、注力分野での投資成果の利益への寄与が期待され、中期的に安定した増収増益・増配トレンドを当調査部では予想している。

【 図表 9 】 中期の業績予想

単位: 百万円、%	2025/3期・実績	2026/3期中計	2026/3期CE	2026/3期・新E	2026/3・旧E	2027/3期中計	2027/3期・E	2028/3期・E
売上高	18,351	20,800	19,500	19,200	19,200	23,000	21,000	22,500
デジタルビジネス	808		1,800	1,800	1,800	2,500	2,500	3,000
SIビジネス	6,239		8,500	8,300	8,300	7,500	8,500	9,000
エンハンスビジネス	11,303		9,400	9,400	9,400	13,000	10,000	10,500
売上総利益	3,947			4,700	4,800		5,400	5,800
売上総利益率	21.5%			24.5%	25.0%		25.7%	25.8%
販売費及び一般管理費	2,566			2,950	3,100		3,400	3,600
(対売上高比)	14.0%			15.4%	16.1%		16.2%	16.0%
営業利益	1,380	1,950	1,750	1,750	1,700	2,410	2,000	2,200
(対売上高比)	7.5%	9.5%	9.0%	9.1%	8.9%	10.5%	9.5%	9.8%
経常利益	1,393		1,760	1,760	1,710		2,010	2,210
(対売上高比)	7.6%		9.0%	9.2%	8.9%		9.6%	9.8%
当期利益	1,261		1,220	1,220	1,185		1,360	1,480
(対売上高比)	6.9%		6.3%	6.4%	6.2%		6.5%	6.6%
売上高(前期比伸率、以下同様)	1.8%	12.3%	6.3%	4.6%	4.6%	11.6%	9.4%	7.1%
売上総利益率(前期との差異)	-0.3%			3.0%	3.5%		1.2%	0.1%
販売費及び一般管理費(伸率)	7.5%			15.0%	20.8%		15.3%	5.9%
営業利益(伸率)	-10.1%	41.3%	26.7%	26.8%	23.2%	23.6%	14.3%	10.0%
経常利益(伸率)	-12.4%		26.3%	26.3%	22.8%		14.2%	10.0%
当期利益(伸率)	18.2%		-3.3%	-3.3%	-6.0%		11.5%	8.8%

(出所) 短信・中計資料からアルファ・ウイン調査部が作成。(備考) CE、中計：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想。

◆ 株価水準と株価特性～内需中心の安定成長株として、長期間に亘り TOPIX を大幅にアウトパフォーム。バリュエーション（PER、配当利回り）には割安感がある。

＜パフォーマンス＞

- ・好業績を背景に過去約 16 年間で同社の株価は約 5.2 倍に上昇し、TOPIX を大幅にアウトパフォームしてきた（+約 245%）。
- ・同社はディフェンシブな内需株であり、過去の業績の変動率は低い。過去 21 年間にわたる売上高、経常利益の増減率（YOY）の変動係数（＝標準偏差÷平均）は、東証市場に上場する同業 2 社*（コード番号・4299：ハイマックス*、4333：東邦システムサイエンス*）の約 50～60%であり、業績に安定感がある（P10-図表 10）。
- ・直近の半年間では、同社の株価は TOPIX をややアウトパフォームしているが、ボラティリティが高い最近の株式市場にあって、直近 1 ヶ月では TOPIX をアンダーパフォームしている（P12-図表 C）。同社の今期の好業績（通期での高い営業増益率）と関税による影響を受けにくい業種であること、市場平均に対して低い PER と高い配当利回りが評価されてきたが、関税の決着による関連株の上昇と、β 値が低い中小型株であることがその要因と推察される。
- ・同様に同業 2 社*と直近の半年間、並びに 1 年間のパフォーマンスを比較すると、同社の株価は両社を大きくアウトパフォームしている。Q1 の決算実績、並びに今期の業績予想が相対的に好調であることと、高い利益成長を見込んだ中期経営計画、NRI との提携効果、並びに配当性向の引き上げ・継続的な増配など株主重視の経営姿勢が、評価されているものと推測される（但し、株主還元強化、及び高い配当利回りは同業 2 社も同様）。
- ・因みに、Q1 の営業利益の増減益率（YOY）は、前年同期に発生した不採算案件による収益の下押しによる反動増もあるが、同社が+82.6%の増益と突出しているのに対し、ハイマックスは△22.0%の減益、東邦システムサイエンスが+31.6%の増益となっている。
- ・また、トランプ関税やインフレの影響により、日経平均採用銘柄の予想 EPS が低下しつつある。さらに TOPIX を構成する 3 月決算企業の 2026 年 3 月期（今期通期）の純利益予想は、前年比で一桁後半の減益が予想される状況下で、相対的に同社の業績の好調さが確認できる。

＜バリュエーション＞

- ・東証プライム全社平均のバリュエーションは、予想 PER が 17.34 倍、実績 PBR は 1.51 倍、予想配当利回り（単純平均）は 2.47%である（2025 年 8 月 15 日終値基準）。
- ・これに対し同社のバリュエーションは、PER が 14.56 倍とプライム平均と比較すると 16%程度低く、逆に PBR は 1.64 倍と 9%程度高い。同社の中期の利益成長ポテンシャルや、相対的に高い今期の予想配当利回り（3.56%）も加味すると、やや割安感がある。
- ・なお、既述の同業 2 社*と主要なバリュエーション（PER、PBR、予想配当利回り、EV/EBITDA）を比較すると、同社は概ね中位（3 社中 2 位）にある（P10-図表 10）。

【 図表 10 】 同業他社比較

項目	社名	キューブシステム (CS:連結)	ハイマックス (HM:連結)	東邦システムサイエンス (TS:非連結)	参考:野村総合研究所 (NRI:連結、IFRS採用)	東証プライム全銘柄 (平均)
株価情報	コード 上場市場	2335 P	4299 S	4333 P	4307 P	-
	株価(2025年8月15日終値)	1,180	1,198	1,267	6,044	1,599.60
バリュエーション	時価総額(百万円)	18,585	14,871	26,352	3,513,024	-
	PER(株価予想収益率)	14.56	11.18	18.38	33.26	17.34
	PBR(株価純資産倍率)	1.64	1.19	2.50	7.80	1.61
	予想配当利回り(%)	3.56	3.84	3.55	1.22	2.47
	EV/EBITDA(倍)	6.95	2.86	9.80	18.00	-
	PSR(株価売上高倍率)	0.95	0.74	1.48	4.34	-
	過去5年間の連続ベータ(ヒストリカルβ:対TOPIX)	0.83	0.57	0.64	0.66	-
変動率	過去21年間の売上高変化率の変動係数	1.10	2.19	1.90	-	-
	過去21年間の経常利益の変化率の変動係数	2.32	3.77	3.85	-	-
	売上高(百万円)	4,546	4,454	4,174	195,770	-
今期(2026/3期) Q1・実績 (2025/6期)	前年同期比・増収率(%)	3.1	2.9	-2.3	4.1	-
	営業利益(百万円)	402	235	437	37,246	-
	同 営業増益率(%)	82.6	-22.0	31.6	14.1	-
	営業利益率(%)	8.9	5.3	10.5	19.0	-
	通期予想比・今期Q1の売上高進捗率(%)	23.3	22.3	22.0	24.2	-
今期通期・業績 (2025/3期) (会社予想)	同 営業利益進捗率(%)	23.0	12.9	25.6	24.8	-
	売上高(百万円)	19,500	20,000	19,000	810,000	-
	前年同期比・増収率(%)	6.3	10.7	9.6	5.9	-
	営業利益(百万円)	1,750	1,820	1,710	150,000	-
	同 営業増益率(%)	26.7	0.7	3.1	11.2	-
	営業利益率(%)	9.0	9.1	9.0	18.5	-
	年初来のリターン(2024年12月末比:%)	10.8	-15.4	-9.6	29.7	11.6
	同社のQ1決算発表後のリターン(2025年8月6日比:%)	-0.3	-0.2	-0.6	-1.8	4.8

(出所) アルファ・ウイン調査部が、各社の決算短信、株価データから作成。
(備考) 時価総額=発行済株式総数×株価(2025年8月15日終値)。
PERの計算に用いたEPSは、全て2026/3期の会社予想。PBRの計算に用いたBPSは、今期Q1決算を反映。
EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現預金)/(営業利益+減価償却+無形固定資産償却等)。
なお、有利子負債・現預金は、今期Q1決算を反映。
営業利益は各社の今通期予想、「減価償却+無形固定資産償却等」は今期Q1を年換算。
PSR=時価総額/売上高(2026/3期会社予想)。
P:東証プライム市場、S東証スタンダード市場。

＜株価の見通し＞

- ・今後の同社の株価は、短期的には業績の進捗状況(Q2・上期・通期の利益水準、受注動向、株式還元の変化:増配・自社株買い・株式分割の有無)により変動すると思われる。
- ・中期的には、トップライン(増収率、人員の確保、NRIとの提携効果)と、利益率(粗利率・営業利益率・販管費率)の変化を注視したい。加えて、最終ユーザーである日本企業の業績・IT投資動向(同社の受注環境:受注量や請負単価の変化)にも注目していきたい。
- ・同社が予想する今期の利益に基づくPERは市場平均を下回っており、来期以降、10%前後の利益成長の達成確度が高まれば、PERの水準訂正とEPSの増加により、株価には上昇余地があると思われる。
- ・中期経営計画の最終年度である2027/3期の同社による予想営業利益(≒税引前当期利益と仮定):2,410百万円を基準に(但し、今期の同社予想に対し、+37.7%と大幅な営業増益を見込む計画ではある)、32%の法人実効税率を前提とすると、税引後当期利益は約1,640百万円と試算される。
- ・現在の時価総額(18,585百万円)をベースにすると、予想PER(2027/3期基準)は11.33倍と算出される。仮に、目標とする営業利益を達成し、かつ現在のプライム市場平均並みのPER水準まで買われるとすれば、大きなアップサイドポテンシャルが株価にはあるとの見方もできる。
- ・いずれにしても来期、並びに来々期の利益と配当水準が、株価の決定要素としては大きい。
- ・中長期的な視点から、内需中心のディフェンシブな安定成長株として、投資対象の候補と考えられる。

以上

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から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。

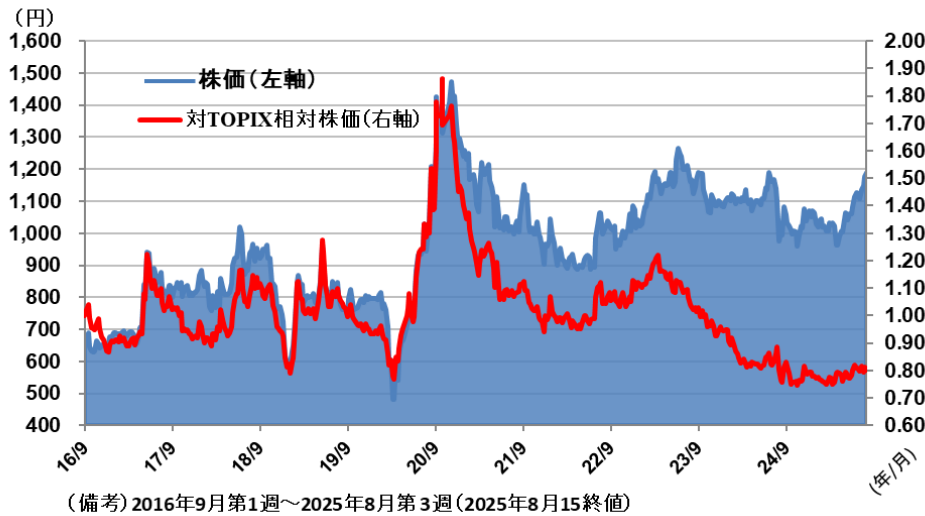
【 2335 キューブシステム 業種：情報・通信 】 図表A												
決算期		売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2021/3	A	14,788	0.5	1,174	22.5	1,295	32.7	844	60.7	62.11	476.52	20.0
2022/3	A	16,099	8.9	1,417	20.7	1,432	10.6	944	11.9	69.82	531.14	23.0
2023/3	A	16,325	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
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	81.03	非公表	42.0
2026/3	新E	19,200	4.6	1,750	26.7	1,760	26.3	1,220	-3.3	81.03	761.38	42.0
2026/3	旧E	19,200	4.6	1,700	23.2	1,710	22.8	1,185	-6.0	78.70	756.82	42.0
2027/3	中計	23,000	11.6	2,410	23.6							
2027/3	E	21,000	9.4	2,000	14.3	2,010	14.2	1,360	11.5	90.33	809.71	46.0
2028/3	E	22,500	7.1	2,200	10.0	2,210	10.0	1,480	8.8	98.30	862.01	50.0
2023/6	Q1	4,376	12.4	369	35.9	371	37.0	232	34.2	15.36	622.93	0.0
2024/6	Q1	4,411	0.8	220	-40.3	226	-38.9	157	-32.3	10.47	657.73	0.0
2025/6	Q1	4,546	3.1	402	82.6	412	81.6	200	27.1	13.30	720.39	0.0
2023/9	Q2	4,639	16.0	425	30.4	417	29.1	269	25.1	17.71		15.0
2024/9	Q2	4,611	-0.6	313	-26.4	302	-27.6	505	87.7	33.54		20.0
2025/9	Q2 CE	4,754	3.1	298	-4.8	308	2.0	350	-30.7	23.23		20.0
2023/9	H1	9,015	14.2	794	32.7	788	32.6	501	29.1	33.07		15.0
2024/9	H1	9,022	0.1	533	-32.8	528	-33.0	662	32.1	44.01		20.0
2025/9	H1 新CE	9,300	3.1	700	31.2	720	36.3	550	-16.9	36.53		20.0
2025/9	H1 旧CE	9,300	3.1	540	1.2	550	4.1	460	-30.5	30.55		20.0
2024/3	H2	9,006	6.8	742	-13.1	802	-9.5	566	-5.8	37.32		27.0
2025/3	H2	9,329	3.6	847	14.2	865	7.9	599	5.8	39.80		22.0
2026/3	H2 新CE	10,200	9.3	1,050	24.0	1,040	20.2	670	11.9	44.50		22.0
2026/3	H2 旧CE	10,200	9.3	1,210	42.9	1,210	39.9	760	26.9	50.48		22.0

(備考) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想。Q1:4～6月、Q2:7～9月、H1（上期）:4～9月、H2（下期）:10～3月。

【 株価・バリュエーション指標：2335 キューブシステム 】 図表B						
項目	2025/8/15	項目	PER（倍）	PBR（倍）	配当利回り	配当性向
株 価（円）	1,180	前期実績	14.1	1.6	3.4%	47.7%
発行済株式数（千株）	15,750	今期予想	14.6	1.5	3.6%	51.8%
時価総額（百万円）	18,585	来期予想	13.1	1.5	3.9%	50.9%
潜在株式数（千株）	0	来々期予想	12.0	1.4	4.2%	50.9%
今期Q1・自己資本比率	75.5	前期・純資産配当率(DOE)	6.0%	前期・ROE	12.0%	

(備考) 今期・来期・来々期予想は、アルファ・ウイン調査部による予想値。

【 株価チャート (週末値) 2335 キューブシステム 】 図表C



【パフォーマンス】

期 間	リターン	対TOPIX
1 ヶ月	0.6%	-5.0%
3 ヶ月	11.1%	0.2%
6 ヶ月	17.2%	1.3%
12 ヶ月	9.0%	-5.6%

(備考)

- ・株価、指数は 2025 年 8 月 15 日の終値までを反映。
- ・対 TOPIX は、同社株のパフォーマンスから、TOPIX のパフォーマンスを差し引いた相対値。
- ・期間 1 ヶ月のパフォーマンスは、7 月末日の終値と 8 月 15 日の終値を比較(他も同様)。

ディスクレマー

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

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

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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。(更新された)最新のレポートは、弊社のホームページ(<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。

SV2025-0818-0002