

# 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：2025/11/14

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

##### <企業概要>

- ・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）や富士通グループなどが主要取引先で、金融・流通・官公庁・運輸・通信・製造業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。現在、東証プライム市場に上場している。

##### <業績推移>

- ・同社は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。
- ・2025/3期には過去最高の売上高（13期連続）と当期利益（5期連続）を更新し、普通配当では6期連続となる増配を実施した。今期は、売上高・営業利益ともに過去最高値の更新と、更なる増配を目指す。

##### <提携>

- ・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た。これにより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の顧客で、連結売上高の過半を占めると推定される。

##### <投資計画>

- ・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増強を中心に投資を行っている（ほぼ計画に沿って実行中）。

#### ◆ 今期第2四半期・累計決算～微増収ながら収益性が改善し、営業利益は大幅に増加

##### <上期:概要>

- ・2026/3期・第2四半期（2025年4～9月：以下、上期）の決算は、売上高9,142百万円（前年同期比＝YOY：+1.3%、以下同様）、営業利益730百万円（+37.0%）、経常利益738百万円（+39.7%）、親会社株主に帰属する中間純利益（以下、当期利益）555百万円（△16.2%）となった（P2-図表1）。
- ・同社は、第1四半期（2025年4～6月：以下、Q1）決算の発表時（同年8月6日）に、上期の業績予想を上方修正したが、ほぼ計画通りに着地した。売上高は計画を158百万円（計画比△1.7%）下回ったが、前上期比では微増収となった。上期決算としては過去最高の売上高を連続更新した。



## <上期:セグメント>

- ・ 全社では前年同期比で 120 百万円の増収 (YOY : +1.3%、以下同様)、197 百万円の営業増益 (+37.0%) となった (以下、P2-図表 1 を参照)。

### ① ビジネスモデル別業績(3 区分)～全ビジネスモデルで増益、エンハンスビジネスが収益に貢献～

- ・ 全売上高の 53%、同営業利益の 59%を占めるエンハンスビジネスは (今上期実績、単位未満は四捨五入、以下同様)、収益性の低い案件から撤退したため、大幅な減収 (YOY : △703 百万円、△12.7%、以下同様) となり、売上高は 4,825 百万円に留まった。その結果、利益率は大きく改善しセグメント (営業) 利益は 430 百万円と、増益 (同+136 百万円、+46.1%) になった。
- ・ 売上高の 41%、営業利益の 34%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) 案件の拡大や、新規案件の獲得により売上高は 625 百万円 (+20.2%) 伸長し、3,720 百万円を計上した。営業利益は 18 百万円 (+7.8%) 増加し、246 百万円となった。
- ・ 売上高、並びに営業利益の各 7%を占めるデジタルビジネスは、先端技術支援案件の受注拡大により増収 (YOY:+199 百万円、+50.1%) となり、売上高は 597 百万円を計上した。利益率が大きく上昇し、営業利益は 9 百万円から 53 百万円へと増加 (+44 百万円、+435.7%) した。依然として規模は小さいが成長率は高く、業績への寄与度は徐々に高まってきている。

### ② 業種別業績(6 区分)～売上高に貢献した官公庁以外の 5 業種で増益、金融業・流通業が寄与～

- ・ 業種別では官公庁向けを除く 5 業種で、利益率が上昇し増益となった。
- ・ 売上高で全社の 31%、利益では 36%を構成し最大の業種である金融業は、収益性の低い案件から撤退し減収となったが、利益率が上昇し増益 (YOY : +54 百万円、+26.9%) となった。
- ・ 金融業に次ぐ規模となる流通業は、卸売業や大手総合スーパー向け案件が増加し、微増収ながら利益は 3.5 倍に伸長した。増益寄与額は 122 百万円 (寄与度は 62%) と全業種中で最大となった。
- ・ 運輸・通信業は、物流会社、通信キャリア向け案件の減少により二桁の減収となったが、収益性が改善し増益 (YOY : +29 百万円、+25.4%) となった。
- ・ 一方、官公庁は中央省庁・行政機関向けの受注が急増し、大幅な増収となった (前上期⇒今上期の順に 849 百万円⇒1,237 百万円、YOY : +388 百万円、+45.7%)。しかし、低採算案件も含まれていたため、利益率は 7.4%から 2.4%に急低下し、利益額は半減した (同 62 百万円⇒29 百万円)。
- ・ 製造業向けは、小規模ながら自動車メーカー向け案件の受注が好調で、二桁の増収増益となった。
- ・ その他業種は、エネルギーや教育関連会社向けは好調であったが、全体としては売上高・利益ともに横ばいとなった。

### ③ 事業スタイル別業績(3 区分)～Sier 向けとプライム向け事業の利益率が改善、増益に寄与～

- ・ 全売上高・同営業利益のそれぞれ 75%、69%を占める Sier 向け事業の売上高は、6,894 百万円と微減収 (YOY : +△44 百万円、△0.6%) となった。
- ・ また、プライム向け事業では、既存顧客・新規顧客からの受注の増加により、売上高は 1,758 百万円と僅かに増収 (YOY : +56 百万円、+3.3%) となった。

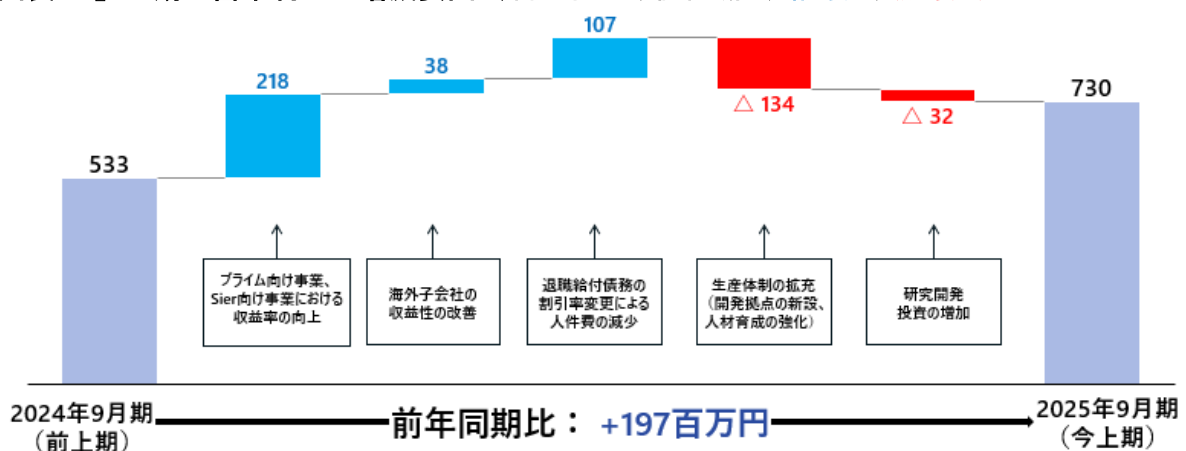
・ソリューションベンダーとの協業から派生した技術支援サービスの提供が拡大し、サービス提供事業の売上高は489百万円（YOY：+109百万円）と、小規模ながらも高い増収率（同+28.6%）となった。

・一方、利益面では、共に利益率が大きく改善した Sier 向け事業（YOY：+118百万円、+30.8%の増益）、並びにプライム向け事業（同+138百万円、+98.5%の増益）が、営業増益に貢献した。  
・ビジネスを拡大中であり、先行投資負担から赤字となったサービス提供事業の減益（前上期11百万円の黒字⇒今上期△46百万円の赤字）を、両事業がカバーした。

### <上期:増減益要因>

・今上期の営業利益の増減要因（YOY）は、図表2の通りである。

【図表2】上期・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）決算補足説明資料から、当調査部が作成。

・プライム向け事業、Sier 向け事業において収益性が向上した効果が大きく（YOY：+218百万円の増益要因、以下同様）、こ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（+107百万円）、海外子会社の収益性の改善（+38百万円）が、増益要因（同合計+363百万円）となった。

・一方で、開発拠点の新設や人材開発などの生産体制の拡充（△134百万円の減益要因、以下同様）に加え、新規事業や新技術への研究開発費投資の増加（△32百万円）が減益要因（同合計△166百万円）となった。増益要因が上回り、197百万円の営業増益となった。

・なお、生産体制増強に向けた投資は、下期以降も引き続き実施する方針である。

### <上期:進捗率と四半期業績の変動性>

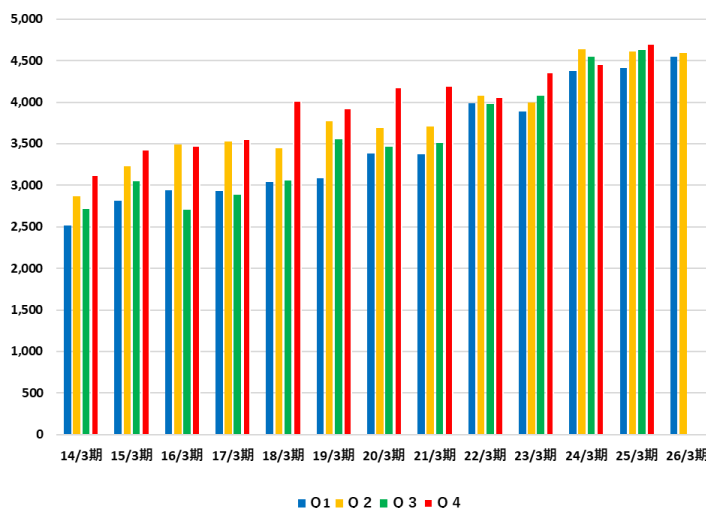
・通期の会社業績予想に対する上期の進捗率は、売上高では46.9%（前上期の進捗率49.2%）、営業利益では41.7%（同38.6%）である。

・因みに、前期を含む直近24年間の上期の進捗率の単純平均値は、売上高では48.4%、営業利益では44.6%である（前期までの直近5期では、それぞれ49.1%、46.2%）。今上期の売上高・営業利益の進捗率は、これらを下回っている。

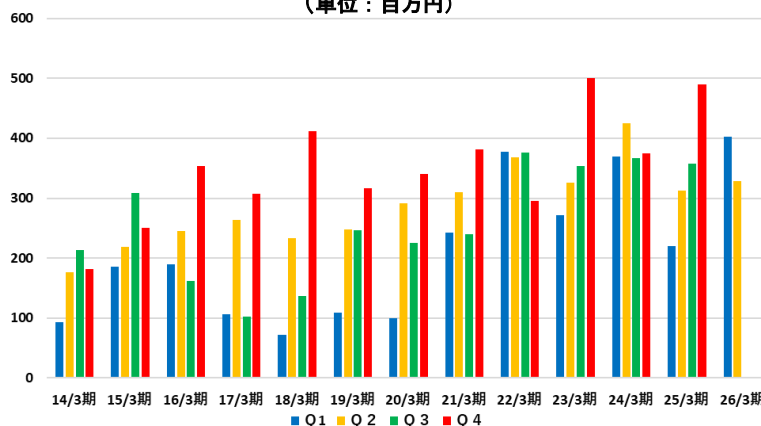


- ・なお、同社の特徴として四半期単位で、業績や利益率に変動性が見られる。
- ・第4四半期(Q4:1~3月)が、年度に占める構成比率が最も高い(過去12年間の平均の売上高構成比率27.2%、同営業利益構成比率33.0%、以下同順)。次いで第2四半期(Q2:7~9月、25.7%、26.6%)、第3四半期(Q3:10~12月、23.9%、23.5%)と続き、例年、第1四半期(Q1:4~6月、23.1%、17.0%)の構成比率は最小となる傾向がある(図表3、4)。
- ・また、納期が集中する3月を含むQ4は利益率が最も高く、Q1が最も低い傾向がある(図表5)。

【図表3】四半期別・売上高推移(単位:百万円)

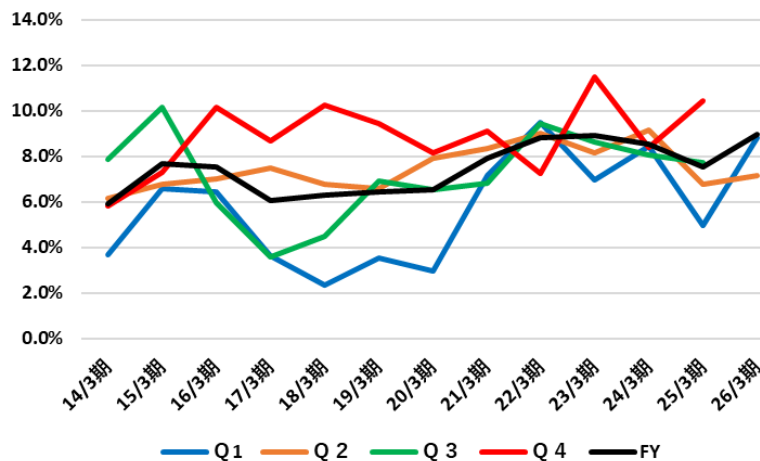


【図表4】四半期別・営業利益の推移  
(単位:百万円)



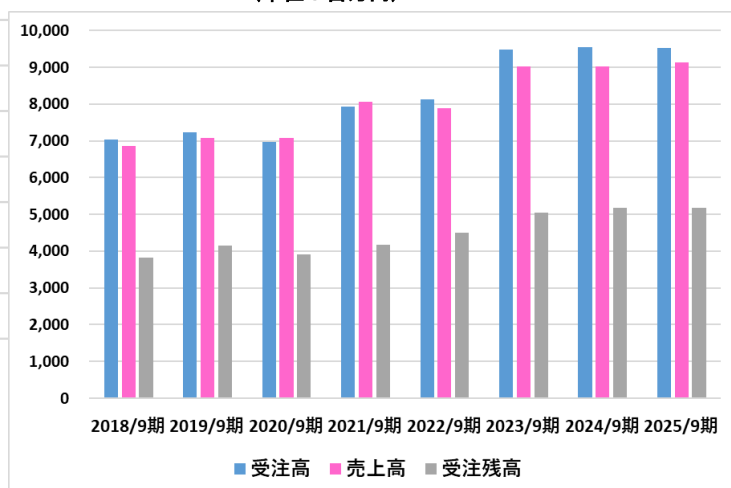
(出所) 図表3~6: 決算補足説明資料から当調査部が作成。

【図表5】四半期別・営業利益率推移(単位:%)



(備考) 図表5における26/3期の通期予想(FY)は会社計画。

【図表6】上期の受注高・売上高・受注残高の推移  
(単位:百万円)



### <受注状況>~受注高・受注残高ともに横ばい~

- ・全体の受注高は、前年同期の9,545百万円から9,531百万円(YOY:△14百万円、△0.2%)となり、受注残高も5,171百万円から5,177百万円(同+6百万円、+0.1%)へと横ばいとなった。
- ・IT投資は増加傾向にあり国内の市場環境は良好であったが、不採算案件の収束に向けた対応が受注の停滞につながったと推測される(図表6)。

① ビジネスモデル別受注(3 区分)～デジタルビジネス・SI ビジネスが貢献～

・収益性を重視した戦略を取ったため、エンハンスビジネスの受注高・受注残高は減少したが、デジタルビジネス、並びに SI ビジネスが補った。

② 事業スタイル別受注(3 区分)～Sier 向け事業が伸長～

・プライム向け事業の受注高・受注残高は共に減少したものの、Sier 向け事業が伸長し、いずれも相殺した。サービス提供事業の受注高は減少したが、受注残高は横ばいとなった。

③ 業種別受注(4 区分、及び 6 区分)～官公庁・製造業が好調～

・受注高は、官公庁と製造業が大きく増加し、他の 4 業種の減少をカバーした。受注残高は官公庁、製造業に加え金融が増加する一方、その他、流通、運輸・通信業が減少した。

＜上期の進捗状況(重点施策への取り組み)＞

・同社は、目標達成に向けて重点施策に取り組んでいるが、上期の進捗状況は図表 7 の通りである。人的資本の強化におけるリーダー層の拡充が課題となっているが、その他の項目については、ほぼ計画通りに進行している。

【 図表 7 】 重点施策に対する今期の進捗状況

項目	目標	上期の進捗状況
事業スタイル別重点施策		
Sier向け	安定的な収益拡大とワンストップサービスの実現	・新プロジェクトを立ち上げ（大型案件の主要パートナーに選定される）、既存顧客の引き合いも増加（官公庁向けなど）。 ・ワンストップサービスの提供開始（ベトナムキューブシステムも活用）。
プライム向け	新規顧客の開拓と売上規模の拡大	・新規顧客の開拓を強化（小型案件中心、食品製造業の新規顧客を開拓、継続的な提案を実施中）。 ・既存顧客から派生開発案件を受注。
サービス提供	ソリューションベンダーとの共創によるビジネスの創出	・クラウド移行の支援やサービス構想（人的資本経営を支援する H・CUBiC）を推進。
テーマ別重点施策		
研究開発	サービス化へ向けた取り組み	・H・CUBiCの性能向上を実施。 ・新規ソリューション（AI自動発注関連）の開発を推進。2026年春にローンチを見込む。
人的資本	スキルの向上施策を実施	・自律的な学びへの転換と支援強化（研修）。但し、リーダー層の拡充が課題。
品質の強化	品質管理体制を一層強化	・プロセスを見直し、プロジェクトリスク管理を強化。採算管理体制を見直し。
生産体制	DX需要に応える基盤整備	・開発室拠点「品川イノベーションハブ」（400名規模）を、2025年9月に東京都・品川に開所、基盤の整備は順調。 ・AIを活用した生産技術の革新を推進。AIを社内システムの改善業務で検証し、実践導入に向けて準備中。

（出所）決算補足説明資料から当調査部が作成。

＜従業員数と生産性・収益性＞

・同社の主力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、国内従業員を中心にグループの総従業員数は順調に増加し、人的なキャパシティは拡大傾向にある（P7-図表 8）。

- ・但し、企業・官公庁のシステム需要は増勢であり、同社の人材は依然として不足気味である。
- ・同社が重要な経営指標として位置づけている「国内従業員一人当たりの（上期）売上高、同営業利益」は、年度によって変動があるが、概ね一定のレンジ内で推移している。近年、人員の増強を積極化していることが、その要因である。
- ・来期以降の国内従業員の推移と、同一人当たりの生産性・収益性の変化に注目したい。

【図表 8】従業員数と一人当たりの上期売上高・営業利益の推移

増減数：人	国内外合計・上期末の従業員数			国内従業員一人当たりの上期売上高			国内従業員一人当たりの上期営業利益		
増減率：%	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9月末	791	31	4.0	10,033	-616	-5.8	791	31	4.1
2021年9月末	815	24	3.0	11,164	1,131	11.3	815	24	3.0
2022年9月末	869	54	6.6	10,494	-670	-6.0	795	-20	-2.5
2023年9月末	894	25	2.9	11,956	1,462	13.9	1053	258	32.5
2024年9月末	944	50	5.6	11,334	-622	-5.2	670	-383	-36.4
2025年9月末	963	19	2.0	11,122	-212	-1.9	889	219	32.7

(出所) 決算補足説明資料から、当調査部が作成。

＜バランスシート＞

- ・上期末のバランスシートに大きく変化はなく、現金及び預金は 65 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 4.0 ヶ月に相当、借入金は 2.3 億円で実質無借金）。
- ・また、流動比率は 370.7%、自己資本比率は 74.9%と財務体質は良好である。
- ・引き続き生産体制の拡充や人材投資、株主還元の強化、並びに M&A・事業提携・投融資などの成長に向けた余剰資金の有効活用と、その投資成果が注目点となろう。

◆通期業績予想に変更なし。

＜今期（通期）：会社予想＞

業績見込み

- ・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（図表 9）。
- ・期中に期初の上期予想（売上高・利益）のみを上方修正したが、上期は修正予想と同水準で着地した。足元も順調に移していることから、同社は期初の通期の見通しを修正していない。
- ・通期で増収増益を見込み、過去最高の売上高と、最高益（営業利益、並びに経常利益）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反動があり、今期の当期利益は減益（これを考慮すれば実質的には増益）となる予想だが、前期に次ぎ歴代 2 位の高水準を見込んでいる。

【図表 9】今期の業績（上期実績：Q1・Q2 と、下期並びに通期予想）

単位：百万円	前期実績		今期会社・予想		2025/3		2026/3		2026/3		2026/3		2026/3		2025/3		2026/3		2026/3		2026/3			
	2025/3期	2026/3期	A	B	C	D	E	F	G=F-E	H=G/E	I=F/C	J=A-C	K=B-D	L=B-E	M=B-F	N=M-I	O	P	Q=P/O	R=P-O	S=C-O	T=F-P	U=T/S	V=T-S
	2025/3期	2026/3期	上期実績	本期計画	上期実績	本期計画	上期実績	本期計画	増減額															
売上高	18,351	19,500	9,022	9,300		9,300	9,300	9,142	-158	-1.7%	1.3%	9,329	10,200	10,200	10,358	11.0%	4,411	4,546	3.1	135	4,611	4,596	-15	-15
粗利	3,947		1,869				2,178					2,078		10,200			886	1,120	26.4	234	983	1,058	7.6	75.0
粗利率	21.5%		20.7%				23.8%				3.1%	22.3%					20.1%	24.6%		4.5%	21.3%	23.0%		1.7%
販売管理費	2,566		1,336				1,447				1.0%	1,230					665	717	7.8	52	671	730	9.0	59.0
販管比率	14.0%		14.8%				15.8%				13.2%						15.1%	15.8%	0.7%	0.7%	14.8%	15.8%		1.0%
営業利益	1,380	1,750	533	540	700	730	30	4.3%	37.0%		847	1,210	1,050	1,020	20.4%	220	402	82.6	182	313	328			
営業利益率	7.5%	9.0%	5.9%	5.8%	7.5%	8.0%	0.5%		2.1%	9.1%	9.1%	11.9%	10.3%	9.8%	0.8%	5.0%	8.9%	3.9%	6.8%	7.1%			0.3%	
経常利益	1,393	1,760	528	550	720	738	18	2.5%	39.7%		865	1,210	1,040	1,022	18.2%	226	412	81.6	186	302	326	7.9	24	
当期利益	1,261	1,220	662	460	550	555	5	0.9%	-16.2%		599	780	670	665	11.0%	157	200	27.1	43	505	355	-29.7	-150	

(出所) 実績並びに会社予想に基づき、当調査部が作成。下期予想は、会社通期予想－上期実績

## 配当予想

- ・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 6.0%と、前期並みの水準を予定している。

## <今期(下期):会社予想>

### 下期の業績予想

- ・今下期の同社による予想（＝通期計画－上期実績）は、売上高が 10,358 百万円（YOY：+1,029 百万円、+11.0%）、営業利益は 1,020 百万円（同+173 百万円、+20.4%）、当期利益は 665 百万円（同 66 百万円、+11.0%）と、ほぼ二桁の増収増益となる見通しである。
- ・上期末の受注残高は前年同期比で横ばいであるが、上期と同様に下期も大幅な増収と、営業利益率の改善（前下期⇒今下期の順に 9.1%⇒9.8%、+0.8%ポイント）を想定している。

### 下期の方針

- ・今下期も IT 投資は堅調に推移すると予想しており、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、協業推進、生産体制の強化（高スキル人材の採用強化、ビジネスパートナーの開拓）、品質の強化（不採算案件の撲滅）、人的資本の充実（エンジニアスキル強化に向けた投資、社員の定着率向上のための対策）に注力する方針である。
- ・金融業・官公庁からの継続受注に加え製造業向けの拡大を図り、キャパシティの拡大、及び業務の効率化・最適化による一層の収益性の改善に努め、通期目標の達成を目指している。

## <今期（通期）：当調査部予想>

- ・アルファ・ウイン調査部は、今期の売上高を 19,200 百万円（同社計画比△300 百万円、△1.5%）と予想している。また、利益、配当金は同社予想と同額を予想しており、変更はない。
- ・通期に対し下期の業績のウェイトは高いが、今下期も前年同期比で業績が大きく伸長する前提を置いている。
- ・生産体制の拡充、新規採用者の稼働、大手 Sier との協業の強化や高収益領域への拡大による案件の増加、リソースの効率化や最適化、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（当調査部ではこれによる下期の増益効果は、上期とほぼ同額の約 1 億円と推定している）や経費管理による改善効果が期待できる。
- ・しかし、下期の増収・増益率、営業利益率の前提は、前下期との比較や、今上期までの業績水準、及び上期末の受注残高がフラットであることを考慮すると、やや意欲的な計画であると考えられる。通期業績の達成はハードルが高く、一層の経営努力が必要となろう。
- ・但し、同社の足元の受注状況・商談・請負単価に変調の兆しはなく、堅調に推移している。
- ・営業活動も正常化しつつあり、適正なコストコントロールや、個々の案件の採算管理を徹底的すれば、通期の業績のダウンサイドは限定的であると考えている。



＜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＞

- ・ 同社は、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（来期）に売上高230億円、営業利益24.1億円の達成を目標としている
- ・ 当調査部は、前回の調査時点で作成した中期の業績予想（来期・来々期）を据え置いた（図表10）。
- ・ 中計での来期予想と今期の会社予想には、大きなギャップ（来期予想÷今期予想＝YOY：売上高+17.9%、営業利益+37.7%、営業利益率：今期予想⇒来期予想：9.0%⇒10.5%、+1.5%ポイント）があり、当調査部では会社予想に対してやや保守的な予想をしている。
- ・ 現行の中計で設定している最終年度（来期）の業績目標は、1～2期程度のタイムラグを置いて、次期中期経営計画の期間内で達成されると考えている。
- ・ 顧客である企業は、好業績を背景に当面の間、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、クラウド化などに向けた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。
- ・ 同社は旺盛なIT需要に対応すべく、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。過去から実施してきた高水準の投資効果が、増収、並びに利益率の改善に表れつつあり、今後も業績に貢献することが期待される。
- ・ 当調査部では、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、各種施策による生産性や利益率の向上により、中期的に安定した増収増益・増配トレンドを予想している。
- ・ 但し、物価高、国内金利の上昇や世界情勢の不透明感を背景に、業績が悪化した顧客企業がIT投資を抑制する動きもあると思われ、顧客のIT投資姿勢に変化が生じる可能性がある。
- ・ 加えて調達コストや人件費の更なる上昇、人材の流動化や新規採用難による人的なりソース不足に起因するボトルネック、不採算案件の発生をリスクとして認識しておきたい。

【図表10】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・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	23,000	21,000	22,500
デジタルビジネス	808		1,600	1,500	2,500	2,500	3,000
SIビジネス	6,239		8,500	8,400	7,500	8,500	9,000
エンハンスビジネス	11,303		9,400	9,300	13,000	10,000	10,500
売上総利益	3,947			4,700		5,400	5,800
売上総利益率	21.5%			24.5%		25.7%	25.8%
販売費及び一般管理費	2,566			2,950		3,400	3,600
(対売上高比)	14.0%			15.4%		16.2%	16.0%
営業利益	1,380	1,950	1,750	1,750	2,410	2,000	2,200
(対売上高比)	7.5%	9.5%	9.0%	9.1%	10.5%	9.5%	9.8%
経常利益	1,393		1,760	1,760		2,010	2,210
(対売上高比)	7.6%		9.0%	9.2%		9.6%	9.8%
当期利益	1,261		1,220	1,220		1,360	1,480
(対売上高比)	6.9%		6.3%	6.4%		6.5%	6.6%
売上高(前期比伸率、以下同様)	1.8%	12.3%	6.3%	4.6%	11.6%	9.4%	7.1%
売上総利益率(前期との差異)	-0.3%			3.0%		1.2%	0.1%
販売費及び一般管理費(伸率)	7.5%			15.0%		15.3%	5.9%
営業利益(伸率)	-10.1%	41.3%	26.7%	26.8%	23.6%	14.3%	10.0%
経常利益(伸率)	-12.4%		26.3%	26.3%		14.2%	10.0%
当期利益(伸率)	18.2%		-3.3%	-3.3%		11.5%	8.8%

(出所) 当調査部が作成。(備考) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部の予想。中計：会社公表の目標値。

## ◆ 株価水準と株価特性～内需中心の安定成長株。主要なバリュエーションは割安。

### <パフォーマンス>

- ・過去約 16 年半で同社の株価は、業績の順調な拡大を背景に約 5.6 倍まで上昇し、TOPIX を大幅にアウトパフォームしている（+約 159%）。
- ・但し、今上期の決算発表後（2025 年 11 月 5 日から 11 月 13 日までの 8 日間、いずれも終値を比較）、同社の株価は 4.3%下落し、TOPIX（及び東証プライム）を 7.8%アンダーパフォームしている。
- ・上期の決算に特段のネガティブサプライズはなかったものの、業界環境が良好にも関わらず上期の受注が横ばいであったこと、そのため上期の売上高は僅かながら計画に届かず（Q2 の 3 ヶ月間では前年同期比で微減収）、加えて通期予想に対する上期の利益の進捗率が低かったこと、通期の業績予想を据え置いたことが、アンダーパフォームの要因として考えられる。
- ・この結果、同社の株価は年初来でも、TOPIX（及び東証プライム）を 20%以上アンダーパフォームしている。AI や半導体関連株、円安メリットを享受する製造業などの外需株や、新政権の政策により恩恵を受けやすいテーマ株、業績を上方修正した銘柄、及び増配や自社株買いを公表した銘柄が、アウトパフォームする傾向にあり、株価が相対的に弱含んだ主要因と推察される。
- ・なお、同社はディフェンシブな内需株の特性を持ち、過去の業績の変動性（変動係数＝標準偏差÷平均）や、市場平均に対する株価の感応度（ヒストリカルβ値：週次、対 TOPIX）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 1/2 であり、業績に安定感がある。
- ・また、同社株の過去 5 年間のヒストリカルβ値は、同業 2 社\*や NRI と比較するとやや高いものの、市場の変化に対する感応度（同社の株価の TOPIX に対する相対的なボラティリティ）は 0.79 と低い。

### <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、今期予想 PER が 18.26 倍、実績 PBR は 1.59 倍、予想配当利回り 2.39%（単純平均）、2.16%（加重平均）である（2025 年 11 月 13 日終値基準）。
- ・これに対し同社のバリュエーションは、今期予想 PER が 13.32 倍（同社、並びに当調査部の予想 EPS に基づく PER）、また、特益を除く実質的な当期利益に基づく予想 PER は 13.68 倍（実質当期利益＝経常利益×0.68、税率を 32%と仮定して当調査部が試算）となり、プライム平均と比較すると低い（プライム平均の約 7 割）。
- ・また、今上期末での実績 PBR は、1.47 倍と平均値をやや下回る。
- ・インフレに加え戦略的な先行投資によるコストの増加を吸収し、同社は近年、増益基調で推移している（前期は不採算案件の発生により減益）。因みに、過去 25 年間（単独決算期間も含む）では、前期比で増益となった期間は 18 期にも及ぶ（72%）。
- ・中期の利益成長ポテンシャル、並びに相対的に高い予想配当利回り（今期 3.89%）や低い PER を勘案すると、現在の株価にはやや割安感があると判断される。

- ・なお、既述の同業2社\*と同社のバリュエーションを比較すると、3.9%前後で横並びとなっている配当利回りを除き、主要な指標（PER、PBR、予想EV/EBITDA、PSR）は中位（3社中2位）にある（図表11）。
- ・一方、NRIに対しては、全てのバリュエーションで、圧倒的に割安となっている。

【図表11】同業他社とのバリュエーション比較

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11月13日終値)	1,079	1,210	1,153	6,224	1,741.75
バリュエーション	時価総額(百万円)	16,994	15,020	23,981	3,617,647	-
	PER(株価予想収益率)	13.32	11.29	16.73	34.28	18.26
	PBR(株価純資産倍率)	1.50	1.17	2.28	7.47	1.59
	予想配当利回り(%)	3.89	3.80	3.90	1.19	2.39(単純)、2.16(加重)
	EV/EBITDA(倍)	6.00	2.79	8.35	18.52	-
	PSR(株価売上高倍率)	0.87	0.75	1.35	4.47	-
	過去5年間の通次ベータ(ヒストリカルβ:対TOPIX)	0.78	0.60	0.64	0.66	-
変動率 (株価、業績)	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	-	-
	過去21年間の売上高(百万円)	9,142	8,949	8,592	397,065	-
今上期・実績 (2025/9期)	前年同期比・増収率(%)	1.3	1.5	-2.2	5.4	-
	営業利益(百万円)	730	682	884	79,456	-
	同 営業増益率(%)	37.0	-15.2	17.9	21.4	-
	営業利益率(%)	8.0	7.6	10.3	20.0	-
	通期予想比・今上期の売上高進捗率(%)	46.9	44.7	45.2	49.0	-
	同 営業利益進捗率(%)	41.7	37.5	51.7	53.0	-
	売上高(百万円)	19,500	20,000	19,000	810,000	-
今期通期・実績 (2026/3期) (会社予想)	前年同期比・増収率(%)	9.3	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	-
パフォーマンス	年初来のリターン(2024年12月末日・終値比:%)	1.3	-14.5	-16.8	33.6	21.5
	同社の上期決算発表後のリターン(2025年11月5日・終値比:%)	-4.3	0.8	3.5	11.8	3.5

- (出所) 当調査部が、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11月13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、今上期決算を反映。
  - ・EV/EBITDA＝（時価総額+有利子負債-現預金）/（営業利益+減価償却+無形固定資産償却等）。
  - ・有利子負債・現預金は、今上期決算を反映。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」（通期予想）は、今上期の実績値の2倍と仮定した。
  - ・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Q3決算の利益水準、並びに今通期の利益の達成度により、変動すると思われる。加えて来期（2027/3期：中期経営計画の最終年度）の利益計画や、株式還元の変化（増配・自社株買い・株式分割の有無）、次期・中期経営計画（成長戦略と数値目標）が、次の焦点となるであろう。
- ・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）の変化とともに、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）、M&A、及びAIに関連するビジネスチャンスとその社内での活用についても注目していきたい。
- ・今後、同社が2桁近い安定した利益成長を持続できれば、現状のPER水準が訂正され、かつEPSの増加により、株価に上昇余地があると思われる。
- ・内需中心のディフェンシブな安定成長株として、中長期的な投資対象の候補と考えられる。

以上

【 2335 キューブシステム 業種：情報・通信 】 図表A												
決算期		売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2021/3	実績	14,788	0.5	1,174	22.5	1,295	32.7	844	60.7	62.11	476.52	20.0
2022/3	実績	16,099	8.9	1,417	20.7	1,432	10.6	944	11.9	69.82	531.14	23.0
2023/3	実績	16,325	1.4	1,452	2.4	1,480	3.3	989	4.8	70.35	634.29	50.0
2024/3	実績	18,021	10.4	1,536	5.8	1,590	7.5	1,067	7.8	70.39	668.41	35.0
2025/3	実績	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	E	19,200	4.6	1,750	26.7	1,760	26.3	1,220	-3.3	81.03	761.38	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実績	4,376	12.4	369	35.9	371	37.0	232	34.2	15.36	622.93	0.0
2024/6	Q1実績	4,411	0.8	220	-40.3	226	-38.9	157	-32.3	10.47	657.73	0.0
2025/6	Q1実績	4,546	3.1	402	82.6	412	81.6	200	27.1	13.30	720.39	0.0
2023/9	Q2実績	4,639	16.0	425	30.4	417	29.1	269	25.1	17.71	638.77	15.0
2024/9	Q2実績	4,611	-0.6	313	-26.4	302	-27.6	505	87.7	33.54	697.82	20.0
2025/9	Q2 実績	4,596	-0.3	328	4.8	326	7.9	355	-29.7	23.48	736.12	20.0
2025/9	Q2 CE	4,754	3.1	298	-4.8	308	2.0	350	-30.7	23.49		20.0
2023/9	H1 実績	9,015	14.2	794	37.0	788	32.6	501	29.1	33.07	638.77	15.0
2024/9	H1 実績	9,022	0.1	533	-32.8	528	-33.0	662	32.1	44.01	697.82	20.0
2025/9	H1 実績	9,142	1.3	730	37.1	738	39.7	555	-16.9	36.78	736.12	20.0
2025/9	H1 修正CE	9,300	3.1	700	31.2	720	36.3	550	-16.2	36.79		20.0
2025/9	H1 期初CE	9,300	3.1	540	1.2	550	4.1	460	-30.5	30.55		20.0
2024/3	H2 実績	9,006	6.8	742	-13.1	802	-9.5	566	-5.8	37.32	668.41	27.0
2025/3	H2 実績	9,329	3.6	847	14.2	865	7.9	599	5.8	39.80	722.27	22.0
2026/3	H2 新CE	10,358	11.0	1,020	20.4	1,022	18.2	665	11.0	44.25		22.0
2026/3	H2 修正CE	10,200	9.3	1,050	24.0	1,040	20.2	670	11.9	44.50		22.0
2026/3	H2 期初CE	10,200	9.3	1,210	42.9	1,210	39.9	760	26.9	50.48		22.0

(出所) 当調査部が作成

(備考) CE：最新の会社予想、修正CE：修正後の会社予想（2025年8月6日）、期初CE：期初時点（2025年5月8日）の会社予想。E：アルファ・ウイン調査部の予想。

Q1：4～6月、Q2：7～9月、H1（上期）：4～9月、H2（下期）：10～3月

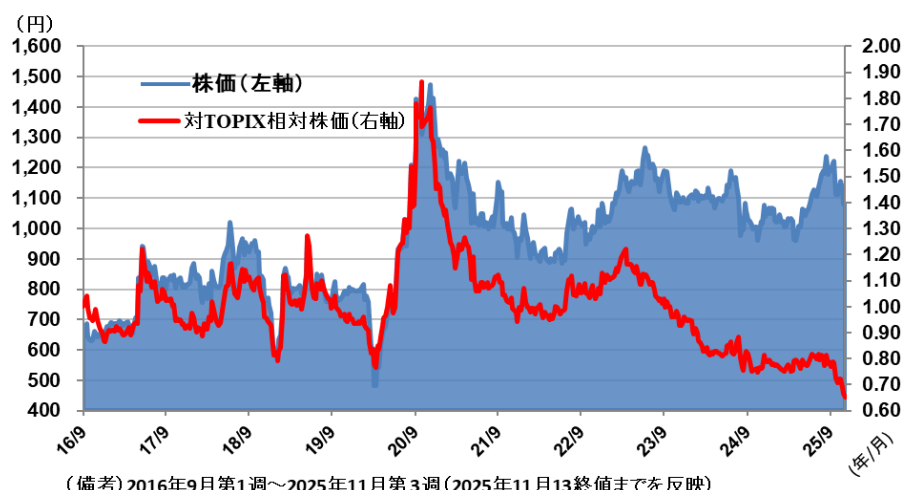
【 株価・バリュエーション指標：2335 キューブシステム 】 図表B						
項目	2025/11/13	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,079	前期実績	12.9	1.5	3.7%	47.7%
発行済株式数 (千株)	15,750	今期予想	13.3	1.4	3.9%	51.8%
時価総額 (百万円)	16,994	来期予想	11.9	1.3	4.3%	50.9%
潜在株式数 (千株)	0	来々期予想	11.0	1.3	4.6%	50.9%
今上期・自己資本比率	74.9	前期・純資産配当率(DOE)	6.0%	前期・ROE	12.0%	

(出所) 当調査部が作成

(備考) 今期・来期・来々期予想は、当調査部による予想。



【 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	-4.3%	-5.8%
3 ヶ月	-8.4%	-18.4%
6 ヶ月	1.6%	-19.1%
12 ヶ月	3.8%	-22.4%

(備考)  
 ・株価・指数は、2025 年 11 月 13 日の終値までを反映。  
 ・対 TOPIX は、同社株のパフォーマンスから、TOPIX のパフォーマンスを差し引いた相対値。  
 ・期間 1 ヶ月のパフォーマンスは、10 月末日の終値と 11 月 13 日の終値を比較(他も同様)。

(出所) 当調査部が作成

\*\*\*\*\*

## 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](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。

SV2025-11-25-1903