

# 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：2024/2/16

### ● 要旨

アルファ・ウイン 調査部  
<https://www.awincap.com/>

### ◆ 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・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7月に設立され業歴51年を有する。2022年4月に東証一部から、新設されたプライム市場に移行した。

#### <業績推移>

- 同社は過去25年間において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+7.1%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。2023/3期（前期）には、過去最高売上高と利益を更新し、4期連続の増配を実施した。今期も過去最高業績の更新を目指す。

#### <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、NRIは同社の議決権の20.2%を保有する筆頭株主（同社の「その他の関係会社」）となった。NRIグループは同社の最大顧客で、連結売上高の53.4%と過半を占める（2024/3上期）。

#### <投資計画>

- 2023/3期より2026/3期まで4期間にわたり、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約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に投資を行う計画である。

### ◆ 今期第3四半期・累計決算～前年同期比13.3%の増収、22.1%の営業増益。SIビジネスが受注拡大とリソースの集約により、業種別では金融・その他の受注増が寄与。

#### <Q3累計：決算概要> 過去最高の業績を達成

- 2024/3期第3四半期・累計（2023年4～12月：以下、Q3累計）の決算は、売上高13,565百万円（前年同期比=YOY+13.3%）、営業利益1,161百万円（同+22.1%）、経常利益1,169百万円（同+22.6%）、親会社株主に帰属する四半期純利益（以下、当期利益）758百万円（同+20.7%）となった（P2-図表1）。Q3累計決算としては、過去最高の売上高と各利益を更新した。

- なお、期初の会社計画（上期：2023年4～9月）は、売上高8,577百万円（YOY+8.7%）、営業利益700百万円（同+17.0%）、経常利益700百万円（同+17.7%）、当期利益457百万円（同+17.7%）であった。これに対し実績は、売上高で期初比438百万円（+5.1%）、営業利益では94百万円（+13.4%）、当期利益でも44百万円（同+9.6%）上回っている。Q3（2023年10～12月）も後述（P6）するように増収増益となり、高水準の四半期売上高・利益を維持した。

- インフレの進行や地政学リスクの顕在化で、世界経済は先行き不透明な状況が続いている。しか

し、新型コロナウイルス感染症の収束、円安、インバウンド需要の回復、企業の好業績を背景に、顧客である国内企業は、DX（ビジネス変革・プロセス改革）やクラウドへのシフト、インボイス制度・改正電子帳簿保存法への対応等、情報化投資を積極化し、同社の受注は増加している。  
 ・同社は、旺盛な需要に対応すべく、生産体制の強化、人材育成、リソースの最適化・集約化、業務の効率化を進め、キャパシティの拡大と収益性の改善を図り、大幅な増収増益を達成した。

- ・粗利率は、前期 Q3 累計の 21.5%から今期 Q3 累計では 21.6%へと 0.1 ポイント、僅かに上昇した（以下同順）。一方、販管費は 1,617 百万円から 1,772 百万円へと 9.6%増加したが、増収率を 3.7 ポイント下回ったため、販管費率は 13.5%から 13.1%へと 0.4 ポイント低下した。
- ・この結果、営業利益率は 7.9%から 8.6%へと 0.7 ポイント上昇した。これは付加価値化、効率化・合理化等（リソースの集約化）と、コスト管理が収益率の改善に寄与したためである。

【 図表 1 】 Q3 累計の業績概要

連結	第3四半期・累計業績		2023/3期Q3累計	2024/3期Q3累計	増減額/幅	増減率	増減額寄与率	構成比率
	単位: 百万円		2022年4~12月	2023年4~12月	YOY: 百万円/%	YOY: %	%	%
区分	連結売上	サービス/業種名	11,973	13,565	1,592	13.3	100.0	100.0
①品目別	売上高	システムインテグレーション: SIS	8,781	10,530	1,748	19.9	109.8	77.6
		システムアウトソーシング: SOS	1,314	1,264	-50	-3.8	-3.1	9.3
		プロフェッショナル: ProS	1,878	1,770	-108	-5.8	-6.6	13.0
	営業利益	システムインテグレーション: SIS	665	908	243	36.6	115.7	78.2
		システムアウトソーシング: SOS	89	86	-2	-3.3	-1.0	7.4
		プロフェッショナル: ProS	196	166	-29	-15.2	-13.8	14.3
	営業利益率%	システムインテグレーション: SIS	7.6	8.6	1.0			
システムアウトソーシング: SOS		6.8	6.9	0.1				
プロフェッショナル: ProS		10.5	9.4	-1.1				
②業種別	売上高	金融業	3,571	4,484	912	25.6	57.3	33.1
		流通業	2,561	2,804	242	9.5	15.2	20.7
		通信業・運輸業	2,267	1,923	-343	-15.2	-21.5	14.2
		製造業(その他)	1,116	1,205	89	7.9	5.6	8.9
		官公庁(その他)	637	842	205	32.2	12.9	6.2
		その他(その他)	1,817	2,305	488	26.8	30.6	17.0
	営業利益	金融業	310	391	81	26.0	38.6	33.7
		流通業	194	230	36	18.1	17.1	19.8
		通信業・運輸業	210	181	-29	-14.0	-13.8	15.6
		製造業(その他)	45	78	33	71.3	15.7	6.7
		官公庁(その他)	34	97	63	183.6	30.0	8.4
		その他(その他)	154	182	28	18.1	13.3	15.7
	営業利益率%	金融業	8.7	8.7	0.0			
		流通業	7.6	8.2	0.6			
		通信業・運輸業	9.3	9.4	0.1			
		製造業(その他)	4.1	6.5	2.4			
		官公庁(その他)	5.4	11.6	6.2			
その他(その他)		8.5	7.9	-0.6				
③ビジネスモデル別	売上高	デジタルビジネス	408	398	-9	-2.2	-0.6	2.9
		SIビジネス	2,905	5,054	2,149	74.0	135.0	37.3
		エンハンスビジネス	8,659	8,111	-547	-6.3	-34.4	59.8
	営業利益	デジタルビジネス	14	8	-6	-44.7	-2.9	0.7
		SIビジネス	174	493	318	182.8	151.4	42.5
		エンハンスビジネス	761	660	-101	-13.3	-48.1	56.8
	営業利益率%	デジタルビジネス	3.4	2.0	-1.4			
SIビジネス		6.0	9.8	3.8				
エンハンスビジネス		8.8	8.1	-0.7				
連結	粗利		2,568	2,934	366	14.2		
	粗利率(%)		21.5	21.6	0.1			
		販売管理費	1,617	1,772	155	9.6		
	売上高販管比率(%)		13.5	13.1	-0.4			
		営業利益	951	1,161	210	22.1		
	営業利益率(%)		7.9	8.6	0.7			
		経常利益	953	1,169	216	22.6		
	経常利益率(%)		8.0	8.6	0.6			
		当期利益	628	758	130	20.7		
	当期利益率(%)		5.2	5.6	0.4			

(出所) 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。

(備考) 本レポート全体において、表示基準や計算過程の処理により数値に誤差や差異が生じ、会社発表値や資料間で同一項目の数値が一致しないことがある。

## <Q3 累計:セグメント> SIS、金融が寄与

- ・全体では前年同期比で 1,592 百万円の増収、並びに 210 百万円の営業増益となった。

### ① 品目別業績(3 区分)

- ・全売上高・同営業利益のそれぞれ 78%を占め (今期 Q3 累計実績、単位未満を四捨五入、以下同様)、コア事業であるシステムインテグレーション・サービス (SIS) の売上高は 10,530 百万円と 1,748 百万円 (YOY+19.9%) の増収となった。3 区分の中では、唯一の増収となった (P2-図表 1)。
- ・SIS では、地銀・ネットバンク・メガバンク・証券会社向けシステム構築案件や、教育事業会社向けシステム構築案件の拡大が寄与し、金融業が好調であった。営業利益率は前 Q3 累計の 7.6% から 8.6%に上昇し、増収効果も加わり累計利益は前期の 665 百万円から今期は 908 百万円と 243 百万円 (同+36.6%) の大幅な増益となった。
- ・また、全売上高・営業利益のそれぞれ 9%、7%を占めるシステムアウトソーシング・サービス (SOS) は、証券取引所向けのシステム案件が縮小し、売上高は 1,264 百万円と 50 百万円 (YOY△3.8%) の微減収となった。営業利益も 86 百万円と 2 百万円 (同△3.3%) の微減益となった。
- ・一方、SOS をやや上回る規模で、全売上高・同営業利益のそれぞれ 13%、14%を占めるプロフェッショナル・サービス (ProS) は、通信業における通信事業会社向け構築システム案件の縮小により、売上高は 1,770 百万円と 105 百万円の減収 (YOY△5.6%)、営業利益は 166 百万円と 29 百万円の減益 (同△15.2%) となった。

### ② 業種別業績(4 区分、及び 6 区分)

- ・運輸・通信業を除く 3 業種が、ほぼ二桁の増収増益となった。金融とその他が業績に貢献した。
- ・全売上高の 33%、同営業利益の 34%を占める金融業は (業種別ではともに最大比率)、既述のように銀行向けシステム構築案件の拡大により、売上高が 4,484 百万円と前期比 912 百万円 (YOY+25.6%) の増収となった。
- ・また、今期 Q3 累計の営業利益率は 8.6%と前年同期と同水準であった。増収効果により営業利益は 391 百万円と 80 百万円の増益 (同+26.0%) となった (P2-図表 1)。
- ・全売上高の 21%、同営業利益の 20%を占める流通業では、アパレル会社、卸売業向けシステム構築案件の拡大により売上高 2,804 百万円を計上し、242 百万円 (YOY +9.5%) の増収となった。営業利益率も 7.6%から 8.2%に改善し、営業利益は 230 百万円と 35 百万円 (同+18.1%) の増益となった。
- ・全売上高の 32%、同営業利益の 31%を占めるその他の業種 (金融とほぼ同じ構成比率) では、製造業・官公庁・その他のいずれのサブセグメントにおいても増収増益となった。その他は利益率が低下したが増収でカバーし、製造業・官公庁は増収と利益率の改善が増益に寄与した。
- ・売上高は 4,353 百万円と 780 百万円 (YOY+21.9%) の増収、営業利益は 235 百万円から 359 百万円へと大幅に増加 (同+123 百万円、+52.7%) し、Q3 累計全体に対する増益寄与度は最大となった (58.6%と過半を占める)。
- ・全売上高の 14%、同営業利益の 16%を占める運輸・通信業 (最小の構成比率) は、既述のように通信事業会社向けのシステム構築案件が縮小したため、売上高は 1,923 百万円と 343 百万円の減収

(YOY△15.2%) となった。利益率は 9.4%と前年同期比で 0.1 ポイント改善したが、減収により営業利益も、210 百万円から 181 百万円 (同△29 百万円、△14.0%) へと減少した。

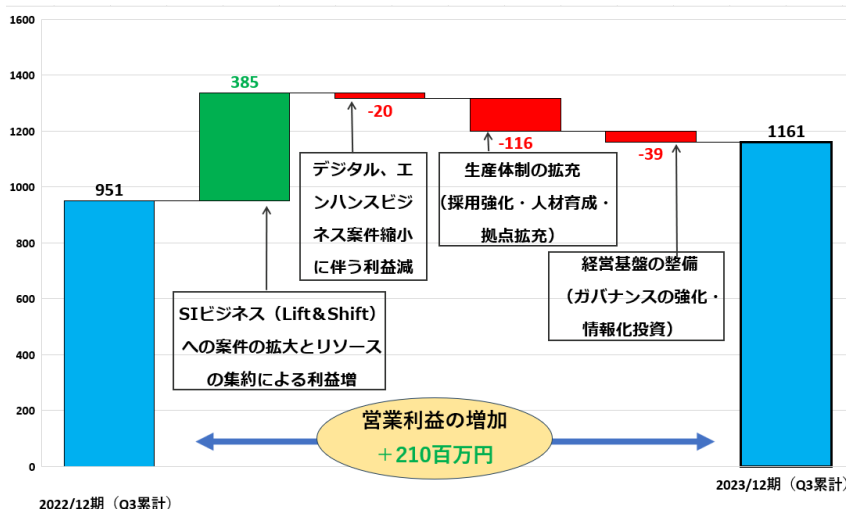
### ③ ビジネスモデル別業績(3 区分)

- ・全売上高の 60%、同営業利益の 57%を占めるエンハンスビジネスは、通信会社、保険業、協同組合向け案件が縮小した。これにより売上高は 8,111 百万円と、前期 Q3 累計比で 547 百万円 (YOY △6.3%) の減収となった。また、営業利益率は 8.8%から 8.1%に低下し、同利益も 660 百万円と △101 百万円 (同△13.3%) の減益となった (P2-図 1)。
- ・売上高の 37%、営業利益の 43%を占める SI ビジネス (Lift & Shift: レガシー環境をクラウド環境に移行し=Lift、クラウド環境に最適化しながらシステム再構築を段階的に進めていくこと=Shift) は、地銀・ネットバンク、中央官公庁、教育事業会社、アパレル会社向けシステム構築案件が拡大した。売上高は 5,054 百万円と 2,149 百万円 (YOY+74.0%) の大幅な増収、営業利益も 493 百万円と 318 百万円 (同+182.8%) の大幅な増益となった。営業利益率は、6.0%から 9.8%に急上昇した。
- ・デジタルビジネスは、売上高で全体の 3%、営業利益で 1%と規模は依然として小さい。電気・ガス小売り会社向けの DX 案件が拡大したものの、ホームセンター向け案件が縮小し、売上高は 398 百万円と 9 百万円 (YOY△2.2%) の微減収となった。営業利益は、14 百万円から 8 百万円へと減少したが、黒字を維持した。

### <Q3 累計:増減益要因> SI ビジネスがコスト増を吸収

- ・Q3 累計の営業利益の増減要因は、図表 2 の通りである。
- ・SI ビジネス案件の受注拡大とリソース集約による増益効果が+385 百万円と大きく、生産体制の拡充 (採用強化・拠点拡充) (YOY で△116 百万円の減益効果)、並びに経営基盤の整備 (同△39 百万円) によるコストの増加 (合計△155 百万円) や、デジタルビジネス・エンハンスビジネス案件の縮小に伴う減益効果 (△20 百万円) をカバーした。
- ・全体的に目立った不採算案件の発生がなく、収益面でも好調であった。

【図表 2】 Q3 累計・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) 決算補足説明会資料から、アルファ・ウイン調査部が作成。

- ・4 期間にわたる中期の投資計画 (総額 2,180 百万円) において、今期は 845 百万円 (全体の 38.8%) を投資する最大の年度となる。特に、ニアショア等の開発拠点の新設・拡充・整備と、生産人材の獲得に向けた人材投資を重点的に強化し、生産体制の増強を進める予定である (図表 3)。
- ・今期は 2023 年 8 月にニアショアでの生産拠点として福岡オフィスを新設し、2024 年 1 月には同社子会社である株式会社北海道キューブシステムのオフィスを増床した。
- ・開発拠点と生産増強に向けた投資は計画通りに行われていると思われ、大きな経費の未執行や期ずれはない模様である。

【図表 3】中期の投資計画

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

(出所) ニュースリリースからアルファ・ウイン調査部が作成。

<Q3 累計:進捗率と四半期業績の変動性> 進捗率は高水準

① Q3 累計の進捗率

- ・通期の会社業績予想に対する Q3 累計の進捗率は、売上高では 75.4% (前年同期の進捗率 73.3%)、営業利益では 71.7% (同 65.5%) である。因みに、前期を含む直近 10 年間の (Q3 累計) 進捗率の単純平均値は、売上高では 72.4%、営業利益では 66.4% であった。今期 Q3 累計の進捗率は、これらを売上高・利益ともに上回っている。
- ・ビジネスモデル別の売上高進捗率を見ると、SI ビジネスが 86.4% (前年同期 69.4%、以下同様) と好調、エンハンスビジネスが 72.2% (75.0%) と堅調である一方、デジタルビジネスが 43.3% (67.8%) と低調である。
- ・一方、業種別の売上高進捗率は、金融業 81.5%、通信・運輸業 74.7%、流通業 71.3%、その他 72.6% と受注が好調な金融の進捗率は高く、想定を上回っている模様である。

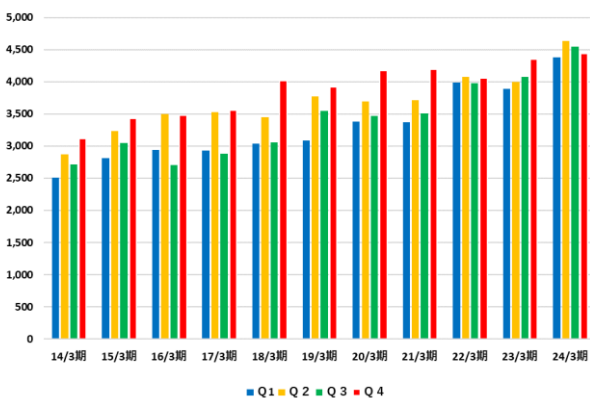
② 四半期

- ・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。納期が集中する第 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 10 年間の平均の売上高構成比率 27.6%、同営業利益構成比率 33.6%、以下同順)。次いで第 2 四半期 (Q2:7~9 月、25.8%、26.8%)、第 3 四半期 (Q3:10~12 月、23.7%、23.2%) と例年、Q1 の構成比率は最小となる傾向がある。また、総じて営業利益率は Q4 > Q2 > Q3 > Q1 と売上高構成比と同順になる傾向がある (P6-図表 4~6)。
- ・今期 Q1 決算は、売上高 4,376 百万円 (前年同期比 = YOY: +12.4%)、営業利益 369 百万円 (同 +35.9%)、経常利益 371 百万円 (同 +37.0%)、当期利益 232 百万円 (同 +34.2%) となった。

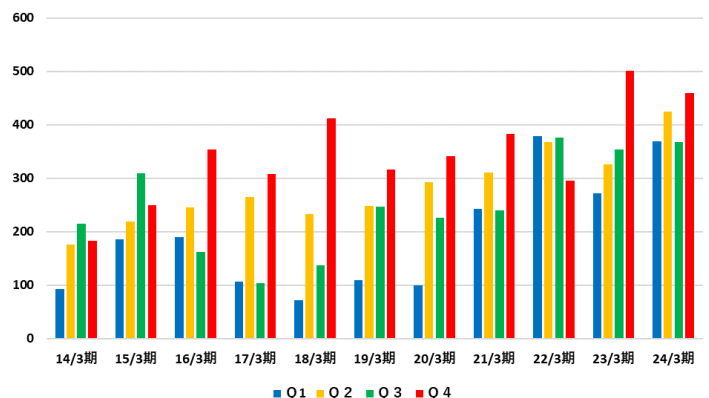
・Q2 決算も、売上高 4,639 百万円 (YOY : +16.0%)、営業利益 425 百万円 (同+30.4%)、経常利益 417 百万円 (同+29.1%)、当期利益 269 百万円 (同+25.1%) と引き続き二桁の増収増益となった。四半期決算としては、Q1 に続き過去最高売上高を更新した。Q1・Q2 の会社計画は非公表であるが、売上高・利益とも想定をいずれも上回ったと推測される。

・Q3 決算は、売上高 4,550 百万円 (YOY : +11.5%)、営業利益 367 百万円 (同+4.3%)、経常利益 380 百万円 (同+5.8%)、当期利益 257 百万円 (同+5.7%) と引き続き二桁の増収となり、Q3 の売上高としては過去最高を更新した。しかし、粗利率の低下により各利益は 5%前後の増加と増益率が鈍化した。

【 図表 4 】 四半期別・売上高推移 (単位：百万円)



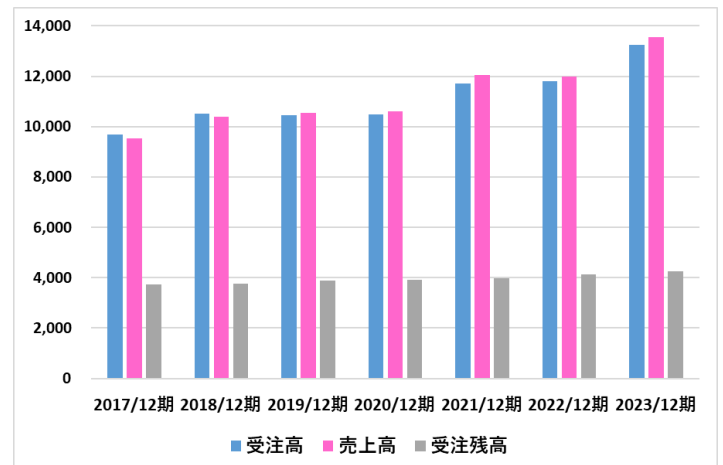
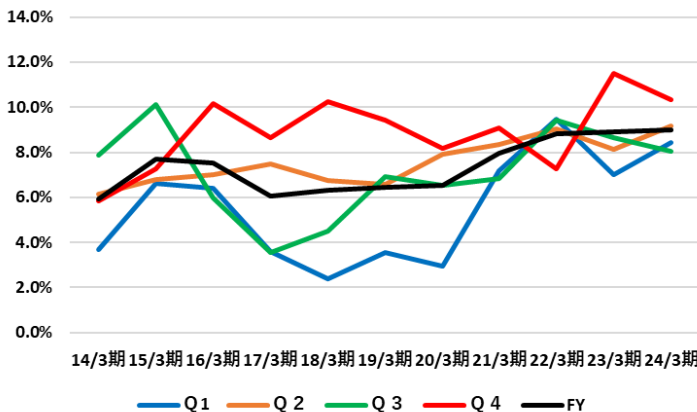
【 図表 5 】 四半期別・営業利益の推移 (単位：百万円)



(出所) 図表 4~7 決算短信・決算補足説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

【 図表 7 】 Q3 累計の受注高・売上高、同期末の受注残高の推移 (単位：百万円)

【 図表 6 】 四半期別・営業利益率推移 (単位：%)



(備考) 2024/3 期の通期、並びに Q4 は、会社計画。

・また、2023/3 期 Q3 以降、今期 Q3 までの各四半期の増収率 (YOY) は、2.5%⇒7.3%⇒12.4%⇒16.0%⇒11.5%と高水準を維持し、加えて同期間の営業利益率は順に、8.6%⇒11.5%⇒8.5%⇒9.1%⇒8.1%と 8~9%前後で安定している。なお、同利益率の改善幅 (前年同期比：差) は、+4.2%⇒+1.4%⇒+1.0%⇒△0.5%と縮小している。

### <受注状況> 増加傾向、情報化投資は活発、需要は旺盛

- ・全体の受注高は、前年同期の 11,816 百万円から 13,241 百万円 (YOY+1,425 百万円、+12.1%) へと増加した。但し、期中に売上高に計上された案件が多かったため、受注残高は 4,120 百万円から 4,248 百万円 (同+127 百万円、+3.1%) へと微増に留まった (図表 7)。

#### 業種別受注 (4 区分)

- ・Q3 累計の業種別受注高は、売上高と同様に運輸・通信業の減少を、好調な金融業とその他がカバーした。受注残高は金融業のみが増加し、他の 3 業種は減少した。

#### ビジネスモデル別受注 (3 区分)

- ・エンハンスビジネスの受注高は、8,184 百万円⇒7,638 百万円 (YOY、以下同様、△546 百万円、△6.7%)、受注残高も 2,721 百万円⇒2,558 百万円 (△162 百万円、△6.0%) と僅かに減少した。
- ・同様にデジタルビジネスの受注高は 431 百万円⇒386 百万円 (△45 百万円、△10.6%)、受注残高も 213 百万円⇒157 百万円 (△55 百万円、△26.0%) といずれも減少した。
- ・一方、SI ビジネスは、受注高 3,199⇒5,216 (同+2,017 百万円、+63.0%)、受注残高も 1,186 百万円⇒1,531 百万円 (+345 百万円、+29.1%) と唯一、大幅に増加し他をカバーした。

### <従業員数と生産性> 増員、生産性も改善

- ・同社のビジネスモデルでは、売上高の成長は従業員数に基本的にはリンクする。国内外の合計従業員は、2020/12 (月末) : 786 人→2021/12 : 815 人 (YOY、以下同様+29 名、+3.7%) →2022/12 : 860 人 (+45 名、+5.5%) →2023/12 : 885 人 (+25 名、+2.9%) と人的なキャパシティは拡大傾向にある。但し、依然としてシステム需要は増勢であり、採用を強化しつつあるが優秀な人材が不足気味である。
- ・重要な経営指標 (KPI) である国内従業員一人当たりの四半期売上高は、2022/3 期 Q3⇒2023 期 Q3⇒2024 期 Q3 (今期) の順に (以下同様)、16,794 千円/人⇒16,223 千円/人⇒18,331 千円/人、また同営業利益は、1,565 千円/人⇒1,288 千円/人⇒1,570 千円/人と、今期は大きく改善した。人員の増強と並行して、リソースの集約化などの施策により生産性が向上したものと思われる。

### <バランスシート> 健全・実質無借金

- ・前期末と比較し、Q3 末のバランスシートに大きく変化はない。
- ・現預金は 66 億円と手元の流動性は潤沢である (現預金は今期予想の平均月商の 4.4 ヶ月相当、借入金 2.3 億円で実質無借金)。加えて、換金性が高いと思われる投資有価証券を 20 億円保有する。
- ・また、流動比率は 411.1%、自己資本比率は 75.3%、のれんはなく無形固定資産残高も 3 百万円と僅少で、財務体質は健全である。
- ・現預金は株主還元強化、並びに開発拠点や生産体制拡充のための投資や、M&A・事業提携・投融资など、将来の成長に向けて活用されると思われる。

### ◆通期業績予想～同社は期初の通期計画を維持。当社は会社計画並みの業績を予想。

#### <通期:会社予想> 期初計画を維持

- ・上期は期初発表の予想値を上回ったものの、同社はその後も通期業績の見通しを据え置いている。
- ・今通期の売上高を 18,000 百万円 (YOY+10.3%)、営業利益を 1,620 百万円 (同+11.5%)、また、当期利益を 1,080 百万円 (同+9.1%) と予想している。今期も増収増益を見込み、過去最高売上高と利益の連続更新を計画している (P8-図表 8)。

【 図表 8 】 同社による今期の業績予想 (通期・Q4 決算予想と Q3 累計決算実績)

単位: 百万円	前期実績 2023/3期	今期会社予想 2024/3期	前年同期比 (YOY)差	前年同期比 (YOY)%	前期Q4実績 (2023/1~3)	今期Q4予想 (2024/1~3)	前年同期比 (YOY)差	前年同期比 (YOY)%	前期Q3累計 (2022/4~12)	今期Q3累計 (2023/4~12)	前年同期比 (YOY)差	前年同期比 (YOY)%	前期Q3累計進捗率 (2022/4~12)	今期Q3累計進捗率 (2023/4~12)	
売上高	16,325	18,000	1,675	10.3	4,353	4,435	82	1.9%	11,972	13,565	1,593	13.3%	73.3%	75.4%	
売上総利益	3,570				1,002				2,568	2,934	366	14.3%	71.9%	-	
売上総利益率	21.9%				23.0%				21.5%	21.6%	0.2%				
販売費及び一般管理費	2,118				501				1,617	1,772	155	9.6%			
(対売上高比)	13.0%				11.5%				13.5%	13.1%	-0.4%				
営業利益	1,452	1,620	168	11.5	501	459	-42	-8.4%	951	1,161	210	22.1%	65.5%	71.7%	
(対売上高比)	8.9%	9.0%	0.1%		11.5%	10.3%	-1.2%		7.9%	8.6%	0.6%				
経常利益	1,480	1,635	155	10.4	527	466	-61	-11.6%	953	1,169	216	22.7%	64.4%	71.5%	
(対売上高比)	9.1%	9.1%	0.0%		12.1%	10.5%	-1.6%		8.0%	8.6%	0.7%				
当期純利益	989	1,080	91	9.1	361	322	-39	-10.8%	628	758	130	20.7%	63.5%	70.2%	
(対売上高比)	6.1%	6.0%	-0.1%		8.3%	7.3%	-1.0%		5.2%	5.6%	0.3%				
売上高構成															
業種別	金融業	4,857	5,501	644	13.3%	1,286	1,017	-269	-20.9%	3,571	4,484	912	25.5%	73.5%	81.5%
	流通業	3,554	3,931	377	10.6%	993	1,127	134	13%	2,561	2,804	242	9.4%	72.1%	71.3%
	通信業・運輸業	2,883	2,575	-308	-10.7%	616	652	36	6%	2,267	1,923	-343	-15.1%	78.6%	74.7%
	その他	5,029	5,993	964	19.2%	1,459	1,641	182	12%	3,570	4,352	780	21.8%	71.0%	72.6%
モビ ディ ルネ ス	デジタルビジネス	602	920	318	52.8%	194	522	328	169%	408	398	-9	-2.2%	67.8%	43.3%
	SIビジネス	4,183	5,850	1,667	39.9%	1,278	796	-482	-38%	2,905	5,054	2,149	74.0%	69.4%	86.4%
	エンハンスビジネス	11,539	11,230	-309	-2.7%	2,880	3,119	239	8%	8,659	8,111	-547	-6.3%	75.0%	72.2%

(出所) 決算短信・決算補足説明資料から、アルファ・ウイン調査部が作成。

- ・ 同社は、戦略的な IT 投資を積極的に進める顧客への優先的なアプローチの強化 (主力アカウントに対する営業強化、既存ビジネスの拡大、新分野・エリアの開拓)、並びに生産体制・リソースの拡大と最適化を進めている。
- ・ SI ビジネスにおいては、クラウドへの展開と案件の獲得、同領域でのベンダーとの共創に注力している。
- ・ デジタルビジネスにおいては、コンサル協業モデルの推進、AI 技術の活用、アジャイル開発体制の強化を進めている。
- ・ また、エンハンスビジネスにおける収益性向上のための施策の実施、開発体制の整備、自社の DX の推進を行っている。
- ・ 以上により、収益力を高め株主還元の強化を行う方針である。
- ・ 2024/3 期より連結配当性向の目安を、従来の 35% から 40% に引き上げる株主還元の強化方針を打ち出した。なお、今期は 42.1% を見込み、配当金は期初計画通り年間 30 円/株 (上期 15 円、期末 15 円) を予定している。前期の記念配当 (合計 24 円/株) がなくなるため、表面上は 20 円/株の減配となるが、普通配当では 4 円/株の増配となる。

<今期: 当調査部予想> 会社計画とほぼ同額を予想

① 通期予想

- ・ アルファ・ウイン調査部は前回調査時に、上期の実績と受注残高・ビジネス環境を考慮し、今期の業績予想を上方修正したが、今回は予想を会社計画並みに修正した。(前回⇒今回の順に) 売上高 18,500 百万円⇒18,200 百万円、営業利益 1,700 百万円⇒1,620 百万円、当期利益 1,120 百万円⇒1,080 百万円、一株当たり配当金 31 円⇒30 円とした。
- ・ 現状、顧客の戦略的な IT 投資意欲 (ビジネス改革・プロセス変革などの DX 投資) は旺盛であり総じて商談や受注にスローダウンの兆候はないこと、上期までの NRI グループ向けの売上拡大が予想以上であること (Q3 での情報開示はない)、金融業向けを中心に好調業種の戦略的案件や派生案件の受注獲得に成功していること、高収益案件へのシフト・リソースの効率化・コスト管理が順調に進んでいることから、Q4 に適正なコストコントロールを行えば、通期の業績計画のダウンサイドリスクは限定的であると思われる。



・インフレや新人事制度への移行に伴う人件費、外注費、投資、諸コストの上昇により、利益は会社計画並みに着地すると予想した。

② Q4 予想

・通期の会社計画から Q3 累計実績を差し引いた Q4 の同社予想は、売上高 4,435 百万円 (YOY + 82 百万円、+1.9%)、営業利益 459 百万円 (同△42 百万円、△8.4%)、当期利益 322 百万円 (同同△39 百万円、△10.8%)、営業利益率 10.3% (参考; 前年同期実績 11.5%) となる (P8-図表 8)。

・Q3 末の受注残高や足元の状況、例年、下期、特に Q4 に増員効果や新人の稼働が本格化すること、また、Q4 に案件の納期が集中する季節性があり、前年同期で微増収ながら二桁近い減益予想や、営業利益率の低下 (YOY: △1.2 ポイント) を見込む Q4 の計画は、やや保守的と思われたが、最近のインフレ等によるコストの上昇を考慮すると妥当であると判断した。

◆中期業績予想

<中期: 当調査部予想> 予想に変更なし。年率 6~10%の増収増益基調を見込む。

・当調査部では、来期以降の中期の業績予想を据え置いた。但し、ビジネス環境や人員体制、投資負担、今後発表される次期中期経営を受けて、来期初に再考する可能性がある (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、中期的にも情報化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。

・旺盛な IT 需要を背景に同社は、豊富な資金を活用し人員の増強、開発拠点の拡大を進め、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、各種施策による生産性の向上により、中期的には年率 6~10%前後の安定した増収増益トレンドを、当調査部では引き続き予想している。

【図表 9】中期の業績予想

単位: 百万円、%	2023/3期・実績	2024/3期・中計	2024/3期・CE	2024/3・新E	2025/3・E	2026/3・E
売上高	16,325	19,000	18,000	18,200	19,000	20,500
売上総利益	3,570			3,980	4,150	4,500
売上総利益率	21.9%			21.9%	21.8%	22.0%
販売費及び一般管理費	2,118			2,360	2,425	2,650
(対売上高比)	13.0%			13.0%	12.8%	12.9%
営業利益	1,452	1,710	1,620	1,620	1,725	1,850
(対売上高比)	8.9%	9.0%	9.0%	8.9%	9.1%	9.0%
経常利益	1,480		1,635	1,635	1,755	1,870
(対売上高比)	9.1%		9.1%	9.0%	9.2%	9.1%
当期純利益	989		1,080	1,080	1,155	1,235
(対売上高比)	6.1%		6.0%	5.9%	6.1%	6.0%
売上高(前期比伸率、以下同様)	1.4%	16.4%	10.3%	11.5%	4.4%	7.9%
売上総利益率(前期との差異)	0.4%			-0.0%	-0.0%	0.1%
販売費及び一般管理費(伸率)	4.2%			11.4%	2.8%	9.3%
営業利益(伸率)	2.4%	17.7%	11.5%	11.5%	6.5%	7.2%
経常利益(伸率)	3.3%		10.4%	10.4%	7.3%	6.6%
当期純利益(伸率)	4.8%		9.2%	9.2%	6.9%	6.9%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成 (備考) CE 会社予想、E: 当調査部予想。中計は 2022 年 5 月 11 日公表時の会社予想。

◆ 株価水準と株価特性～内需中心の安定成長株、長期間にわたり TOPIX を大幅にアウトパフォーマンス。現在のバリュエーションは、やや割安で上値余地ありと判断。

<パフォーマンス> 長期ではアウトパフォーマンス、直近1年間ではアンダーパフォーマンス

- 安定した利益成長を背景に、同社株価は過去約15年で約5.7倍に上昇し、TOPIXを大幅にアウトパフォーマンスしている(+約264%)。
- 最近の株式市場では、大型株、ハイテク、円安、景気敏感、インバウンドなどの関連株が強含んだ。同社はディフェンシブな内需小型株であり、直近の1年間ではTOPIXをアンダーパフォーマンスしている(P13-図表C)。

- また、東京証券取引所に上場する同業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)と比較すると、同社株はハイマックとほぼ同じパフォーマンスで推移し、東邦システムサイエンスをアンダーパフォーマンスしている。東邦システムサイエンスは、昨年7月に株式分割・増配・株主優待制度の拡充を発表し、その後、株価が急上昇している。

<バリュエーション> 株価にはやや割安感も

- 現在、東証プライム全社平均のバリュエーションは、予想PER16.11倍、PBR1.37倍、予想配当利回り(単純平均)2.17%である(2024年2月9日終値基準)。
- 同社のバリュエーションは、PBRではこれを上回るが、PERはわずかに下回り、また配当利回りは若干上回る。今期の好調な業績や中期の成長ポテンシャルを考慮すると、株価には総じてやや割安感があり上値余地があると思われる。
- なお、上記の同業2社とバリュエーション比較すると、主要なバリュエーションでは配当利回り(最下位)を除くと、中位(3社中2位)にある(図表10)。

【図表10】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)P	ハイマックス (HM:連結)S	東邦システムサイエンス (TS:非連結)P	東証プライム全銘柄
	コード	2335	4299	4333	
株価、 バリュエーション、 パフォーマンス	株価(2024年2月9日終値)	1,091	1,393	1,221	1,316.34
	時価総額(百万円)	17,183	17,291	25,396	
	PER(株価予想収益率)	15.32	14.11	20.99	16.11
	PBR(株価純資産倍率)	1.71	1.53	2.47	1.37
	配当利回り(%)	2.75	3.12	3.28	単純2.17、加重2.11
	EV/EBITDA(倍)	6.30	5.11	10.18	
	PSR(株価売上高倍率)	0.95	0.95	1.54	
	昨年初来のパフォーマンス(2022/12末比)	4.80	-3.93	83.69	35.2
今期Q3累計 (2023/12期)	今期Q3累計 売上高(百万円)	13,565	13,004	12,025	
	前年同期比・増減収率(%)	13.3	-0.2	5.7	
	今期Q3累計 営業利益(百万円)	1,161	1,197	1,110	
	営業増減益率(%)	22.1	-11.7	-5.2	
	営業利益率(%)	8.6	9.2	9.2	
	今期Q3累計 売上高進捗率(%)	75.4	71.6	72.9	
今通期(2024/3期)	今通期会社予想 売上高(百万円)	18,000	18,150	16,500	
	会社予想 前年同期比・増減収率(%)	10.3	4.7	6.8	
	会社予想 営業利益(百万円)	1,620	1,680	1,550	
	会社予想 営業増減益率(%)	11.5	-8.3	2.3	
	会社予想 営業利益率(%)	9.0	9.3	9.4	

(出所) アルファ・ウイン調査部が、各社のQ3の決算短信、株価データから作成。(備考)は次ページを参照。

(備考) 時価総額=発行済株式総数 \* 株価 (2024年2月9日終値)。  
 PERの計算に用いたEPSは、全て2024/3期の会社予想(最新)。  
 PBRの計算に用いたBPSは、全て今期Q3決算実績を反映。  
 配当利回りの計算に用いたEPSは、全て2024/3期の会社予想(最新)。  
 $EV/EBITDA = (\text{時価総額} + \text{有利子負債} - \text{現預金}) / (\text{営業利益} + \text{減価償却} + \text{無形固定資産償却等})$ 。  
 なお、有利子負債・現預金は、今期Q3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前期実績とQ3実績を基に当部が推定。  
 $PSR = \text{時価総額} / \text{売上高}$  (2024/3期会社予想)、Q3累計: 4~12月決算。  
 ハイマックス: 2023年10月20日にプライム市場からスタンダード市場に移行。  
 東邦システムサイエンス: 2023年9月1日に実施予定の1:1.5の株式分割を反映。  
 Q3の進捗率は、通期の会社最新予想に対する割合。

## <株価の見通し>

- 短期的には、同社の株価は通期業績の着地(通期・予想利益の上方修正の有無)や、株式還元の変化(増配・自社株買い・株式分割・株主優待制度の拡充の有無)により変動すると思われる。
- また、来期に公表される「VISION 2026・第2次中期経営計画」の内容と各種の数値目標に注目したい。
- 特にトップライン(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)、国内従業員数を中心とする人材確保の状況(採用数・離職率・従業員数)、並びに同従業員一人当たりの売上高・営業利益(KPI:重要指標)、中期の投資計画に対する実績とその成果を注視したい。
- 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)にも留意したい。
- なお、次期中期経営計画については、(現時点では数値目標は非公表であるが)「プライム顧客の開拓、開発力の強化による技術の拡充により、収益の安定化を図る」とする方針の下に、高い収益力を目指し飛躍を図る方針である。
- 今後、同社が二桁近い持続的な利益成長を達成すれば、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、引き続き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)
2020/3	14,708	2.7	959	4.1	976	1.7	525	-11.9	38.69	411.96	18.0
2021/3	14,788	0.5	1,174	22.5	1,295	32.7	844	60.7	62.11	476.52	20.0
2022/3	16,099	8.9	1,417	20.7	1,432	10.6	944	11.9	69.82	531.14	23.0
2023/3	16,325	1.4	1,452	2.4	1,480	3.3	989	4.8	70.35	634.29	50.0
2024/3 中計修正CE	19,000		1,710								
2024/3 CE	18,000	10.3	1,620	11.5	1,635	10.4	1,080	9.1	71.23	非公表	30.0
2024/3 新E	18,200	11.5	1,620	11.5	1,635	10.4	1,080	9.1	71.23	655.49	30.0
2024/3 旧E	18,500	13.3	1,700	17.1	1,715	15.9	1,120	13.2	68.57	658.12	31.0
2025/3 E	19,000	4.4	1,725	6.5	1,755	7.3	1,155	6.9	76.18	749.68	32.0
2026/3 E	20,500	7.9	1,850	7.2	1,870	6.6	1,235	6.9	81.46	799.13	34.0
2021/6 Q1	3,987	18.2	378	56.5	390	57.1	262	59.0	19.35	487.51	0.0
2022/6 Q1	3,892	-2.4	272	-28.1	271	-30.5	173	-34.0	12.84	543.58	0.0
2023/6 Q1	4,376	12.4	369	35.9	371	37.0	232	34.2	15.36	622.93	0.0
2021/9 Q2	4,073	9.8	368	18.7	362	2.0	239	1.7	17.65	453.20	8.0
2022/9 Q2	4,000	-1.8	326	-11.4	323	-10.8	215	-10.0	15.89	498.18	23.0
2023/9 Q2	4,639	16.0	425	30.4	417	29.1	269	25.1	17.71	638.69	15.0
2021/12 Q3	3,981	13.5	376	56.7	381	19.4	254	30.0	18.80	520.59	0.0
2022/12 Q3	4,080	2.5	353	-6.1	359	-5.8	240	-5.5	17.11	597.48	0.0
2023/12 Q3	4,550	11.5	367	4.0	381	6.1	257	7.1	16.96	639.73	0.0
2021/12 Q3累計	12,041	13.7	1,122	41.7	1,133	22.9	755	26.6	55.80	520.59	8.0
2022/12 Q3累計	11,972	-0.6	951	-15.3	953	-15.8	628	-16.8	45.84	597.48	23.0
2023/12 Q3累計	13,565	13.3	1,161	22.1	1,169	22.6	758	20.7	50.03	639.73	15.0
2022/3 Q4	4,058	-3.3	295	-22.8	299	-19.8	189	-23.4	14.02	531.14	15.0
2023/3 Q4	4,353	7.3	501	69.8	527	76.3	361	91.0	24.51	634.29	27.0
2024/3 Q4 CE	4,435	1.9	459	-8.4	466	-11.6	322	-10.8	21.20	-	15.0

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。

(備考) CE: 会社予想、E: アルファ・ウイン調査部予想、中計修正 CE は、2022年5月11日公表時の会社予想。

Q1:4~6月、Q2:7~9月、Q3:10~12月、Q4:1~3月、Q3累計: 4~12月

【 株価・バリュエーション指標: 2335 キューブシステム 】 図表B

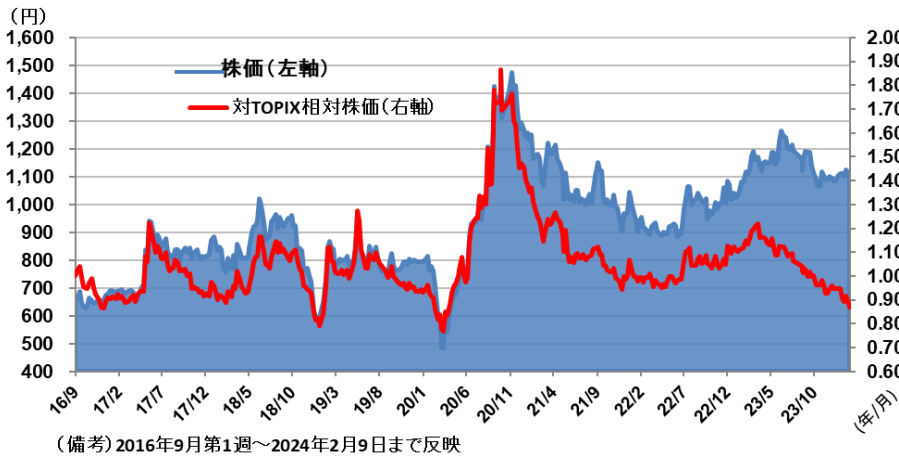
項目	2024/2/9	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	1,091	前期実績	15.5	1.7	4.6%	71.1%
発行済株式数 (千株)	15,750	今期予想	15.3	1.7	2.7%	42.1%
時価総額 (百万円)	17,183	来期予想	14.3	1.5	2.9%	42.0%
潜在株式数 (千株)	0	来々期予想	13.4	1.4	3.1%	41.7%
今期・Q3末・自己資本比率	75.3%	前期株主資本配当率		8.6%	前期ROE	11.8%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。

(備考) 今期~来々期予想は、アルファ・ウイン調査部の予想。

バリュエーションの株価は、全て2024年2月9日終値1,091円を使用。

【 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	-3.8%	-4.1%
3ヶ月	-1.9%	-9.6%
6ヶ月	-6.1%	-15.8%
12ヶ月	-5.4%	-33.7%

(備考)  
 ・株価、指数は2024年2月9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、2023年12月末日の終値と2月9日の終値を比較(他も同様)。

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。

\*\*\*\*\*

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。

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。

弊社及び本レポートの作成者等の従事者は、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。

SV2024-0216-1500

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。