

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：2024/6/14

● 要旨

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

事業内容

- 株式会社キューブシステム(以下、同社)は、東証プライム市場に上場する中堅専門のシステムインテグレーター(SI)である。野村総合研究所(NRI)や富士通グループなど大手4グループが主要取引先で、金融・流通・通信業種向けを中心にシステムを開発し、サービスの提供を行う。
- 1972年に設立され、業歴52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26年間において一期間を除き、対前年度で増収を継続している(単独決算時代も含む)。この間、売上高成長率(増収率の単純平均値)は年率+6.1%、経常利益成長率(同)は+7.6%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7.4%)で安定し、増収が増益、増配、時価総額の増大に直結している。
- 前期(2024/3期)の業績は、売上高が180億円(前期比=YOY+10.4%)、営業利益は15.4億円(同+5.8%)と増収増益となった。売上高は過去最高値を12期連続で更新し、営業・経常・当期利益ともに過去最高益を更新した。但し、同社の期初予想を売上高は達成したが、コストが増加したため利益はやや下回った。
- 今期(2025/3期)は売上高188億円(YOY+4.3%)、営業利益16億円(同+4.2%)、当期利益11億円(同+3.1%)と、過去最高売上高と最高利益の連続更新、及び連続増配(普通配当では+5円増配の年間40円)を会社は計画している。
- 顧客の戦略的なIT投資案件(デジタル、SIビジネス)の獲得に加え、リソースの再調整によりエンハンスビジネスが寄与し、増収を見込んでいる。業種別では金融及びその他、事業スタイル別ではSier向け事業を中心にプライム向け事業、及びサービス提供事業のいずれも増収を見込む。増収効果があるものの、生産・開発体制の強化や人件費・外注費の増加などの先行投資から微増益を見込む。
- DX関連のIT投資は旺盛で好調な受注が見込まれること、増収・増益率、利益率の計画も妥当と思われ、今期の会社計画の売上高・利益は、概ね達成可能であるとアルファ・ウイン調査部では判断している。業績の未達リスクは需要や受注の減少よりも、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。

経営戦略と今後の注目点

- 第1次中期経営計画の最終年度であった2024/3期決算の実績値は、目標数値(連結売上高・利益)をやや下回った。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(CAGR+8.5%)、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)を目標とする。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。

1/44

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。

- ・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。既に提携効果が業績に表れつつあるが、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、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(業績への追加的な寄与)、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進展(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ろう。

中期業績予想

- ・グローバルなインフレとこれを抑制する金融引き締め、地政学的リスク、円安など経済環境は、依然として不透明だが、同社は内需中心のビジネス構成のため、直接的、あるいは相対的な影響を受けにくい。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旺盛であり、同社のビジネス環境は良好である。一方、中期のリスクとしては、人材の確保と不採算案件の発生、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 DX、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。
- ・今期に連結配当性向の目安を 40%から 50%に引き上げ、年間配当金を前期比で 5 円増配し(6 期連続で普通配当基準では増配)、40 円とする計画である(予想配当性向 55%)。
- ・なお、純資産配当率(2024/3 期)も 5.4%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 15 年間では、同社の株価は約 5.8 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)を基準とするバリュエーションは、東証プライム全銘柄平均を PER では若干下回り、かつ配当利回りは高く、やや割安感がある。
- ・一方、同業他社との比較では高安まちまちであるが、割高感はない。
- ・なお、2027/3 期の当調査部の業績予想を基準とすると、PER は 11.6 倍、PBR は 1.4 倍、配当利回りは 4.5%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とから、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思われる。
- ・株価面では、今期を含めた中期計画に対する業績の進捗度、顧客の IT 投資動向に加え、プライム向け事業やサービス提供事業の業績への寄与、並びに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 (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	A	14,708	2.7	959	4.1	976	1.7	525	-11.9	38.69	411.96	18.0
2021/3	A	14,788	0.5	1,174	22.5	1,295	32.7	844	60.7	62.11	476.52	20.0
2022/3	A	16,099	8.9	1,417	20.7	1,432	10.6	944	11.9	69.82	531.14	23.0
2023/3	A	16,325	1.4	1,452	2.4	1,480	3.3	989	4.8	70.35	634.29	50.0
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
2024/3	中計修正CE	19,000	16.4	1,710	17.8							
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	E	18,200	11.5	1,620	11.5	1,635	10.4	1,080	9.1	71.23	654.63	30.0
2025/3	CE	18,800	4.3	1,600	4.2	1,650	3.7	1,100	3.1	72.55	非公表	40.0
2025/3	新E	18,800	4.3	1,600	4.2	1,650	3.7	1,100	3.1	72.55	705.91	40.0
2025/3	旧E	19,000	5.4	1,725	12.3	1,755	10.4	1,155	8.2	76.18	709.53	32.0
2026/3	中計	20,600	9.6	1,950	21.9							
2026/3	新E	20,000	6.4	1,850	15.6	1,900	15.2	1,250	13.6	82.45	748.35	43.0
2026/3	旧E	20,500	7.9	1,850	7.2	1,870	6.6	1,235	6.9	81.46	717.81	34.0
2027/3	中計	23,000	11.6	2,410	23.6							
2027/3	E	21,700	8.5	2,150	16.2	2,200	15.8	1,450	16.0	95.64	800.99	50.0

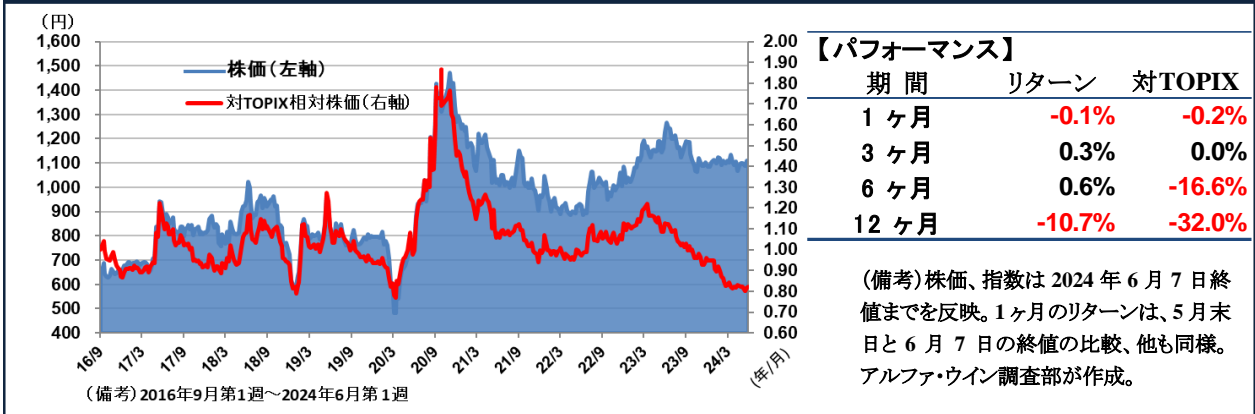
(備考) A:実績、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想。

【 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	2024/6/7	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	1,108	前期実績	15.7	1.7	3.2%	49.7%
発行済株式数 (千株)	15,750	今期予想	15.3	1.6	3.6%	55.1%
時価総額 (百万円)	17,451	来期予想	13.4	1.5	3.9%	52.2%
潜在株式数 (千株)	0	来々期予想	11.6	1.4	4.5%	52.3%
前期・自己資本比率	75.1	前期・純資産配当率	5.4%		前期・ROE	10.8%

(備考) 予想はアルファ・ウイン調査部の予想。

【 株価チャート (週末値) 2335 キューブシステム 】 図表C



ディスクレーマー

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

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様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を負いません。 PF2024-0614-0904

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.....	P18
株主所有者別構成の推移.....	P18
上位株主構成.....	P18
4. ESG とサステナビリティ.....	P20
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）.....	P20
5. 成長の軌跡.....	P21
沿革.....	P21
過去の業績推移.....	P21
6. 業界環境.....	P24
日本のシステムインテグレーション市場の動向.....	P24
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
2024年3月期（前期）通期決算.....	P28
キューブシステムによる2025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2025年3月期（今期）業績予想.....	P38
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P39
9. アナリストの視点.....	P40
SWOT分析.....	P40
株主還元、及び株主優待制度.....	P41
株価特性と水準、バリュエーション比較.....	P43

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 52 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^{注1}(または SI)である。同社は、東証プライム市場に上場し、野村総合研究所(または NRI)が 20%超を出資する、持分法適用会社である。主に大手の SI を経由し金融・通信・流通業の大手企業向けを中心とし、官公庁向けにもシステムの開発・提供を行う。また、主要取引先とは長年にわたりビジネスを拡大してきており、顧客基盤は堅い。NRI、富士通、イオン、みずほの 4 グループが主要取引先であり、4 グループ合計で全売上高の約 8 割を占める。東京証券取引所からもアウトソーシングを受託し、その技術力と信頼性は高い。

創業は、ソフトウェア業界の草創期にあたる 1972 年と業歴は 52 年にも及び、代表取締役会長の崎山氏は創業メンバーの一人である。なお、2020 年 6 月に代表取締役・社長執行役員兼 CDO(Chief Digital Officer)に就任した中西氏は、野村総合研究所にて中部支社副支社長を務め、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^{注2}を目的に設立。2022 年に出資比率を 90.9%から 100%に引き上げ完全子会社化。グループ経営の効率化が目的)

②「CUBE SYSTEM VIETNAM CO., LTD.」

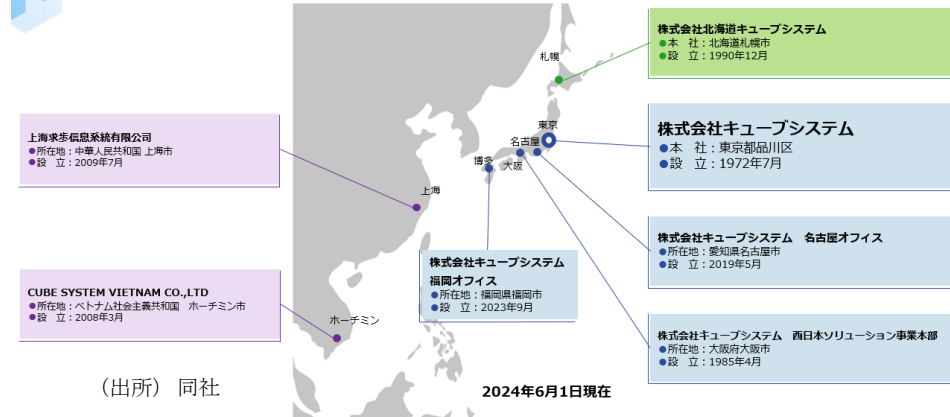
(ベトナム社会主義共和国ホーチミン市、同社が 100%出資)

③「上海求歩信息系统有限公司」

(中国上海市、合弁会社を設立後、2017 年に株式を全取得)

なお、オフショア開発^{注3}を主目的に海外子会社を設立している。

【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。

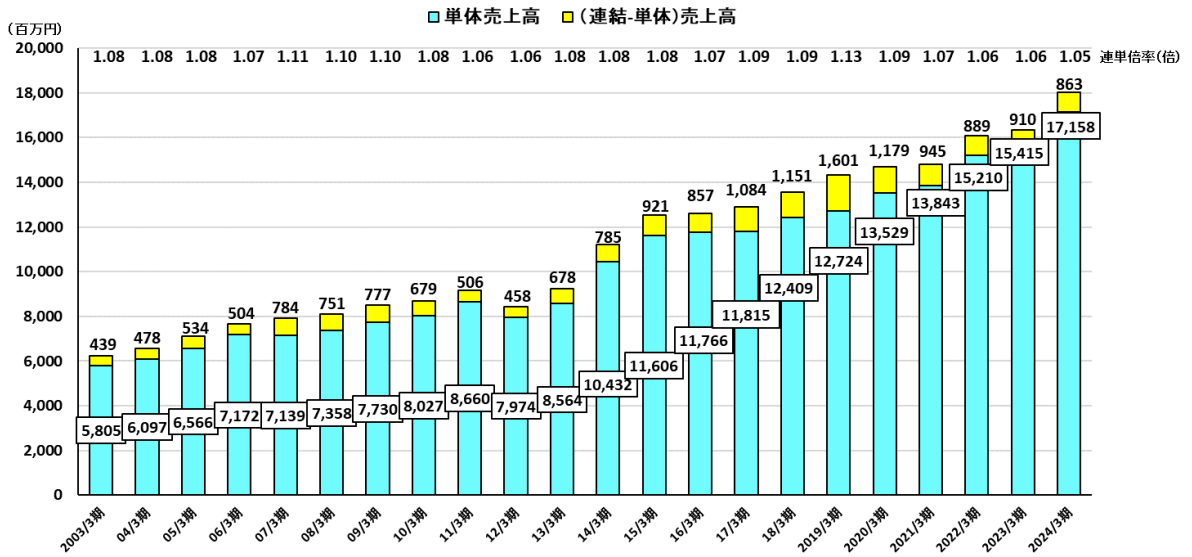
過去22年間の売上高の連単倍率は1.08倍前後で推移し、単体の業績ウエイトが高い(図表2)。子会社の個別損益は開示されていないが、同期間における経常利益の連単倍率は、0.98~1.17倍(単純平均1.05倍)で推移している。

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-単独)も増収増益となったが、2020/3期は、子会社における大型システム開発案件の終息に伴い減収減益となった。

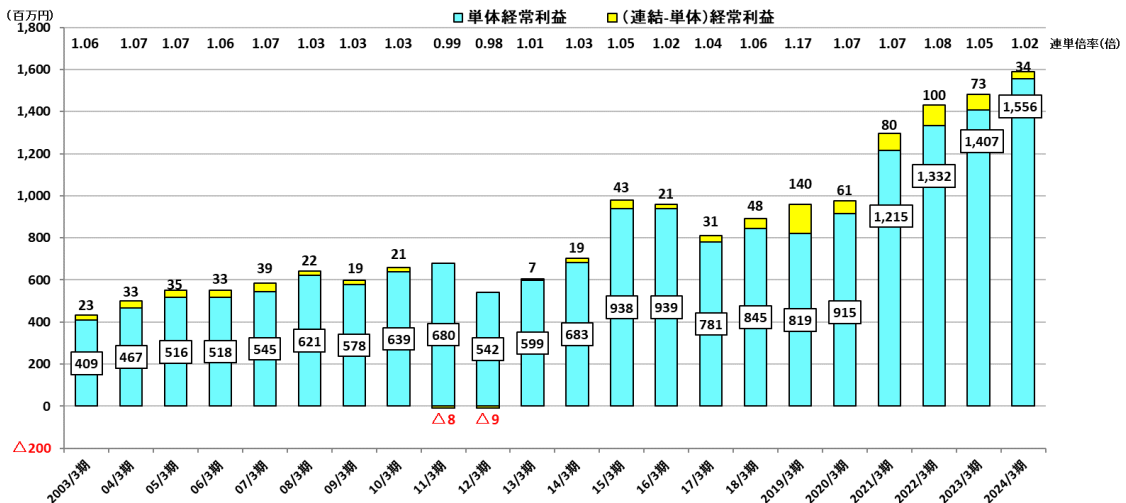
しかし、コロナによる上海のロックダウンの影響などがあったものの、2021/3期~2024/3期は、ベトナム現法、国内子会社ともに一定の利益を確保し、概ね堅調に推移した。

【図表2】売上高の連単倍率 (グラフ上部の数字が連単倍率、単位:倍)



(出所) 図表2、3: 決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

【図表3】経常利益の連単倍率 (グラフ上部の数字が連単倍率、単位:倍)



- ◆実質無借金、キャッシュリッチ。財務体質は良好。

財務体質は堅固で、実質的に無借金経営を継続している。

フリーキャッシュフロー（FCF）も安定的にプラスで、現預金は徐々に積みあがってきている（図表4）。BS上の現預金68.4億円（前々期末67.5億円）に加え、有価証券（換金性が高いと思われる債券と株式）の20.7億円を合わせると流動性の高い資産は合計約89億円と、総資産135億円の66%、売上高180億円の49%に相当する。これに対し借入金2.3億円と僅少である（いずれも2024年3月末時点）。

自己資本比率は75.1%（前々期末76.6%）、流動比率406%（同443%）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
営業CF①	283	622	101	451	317	503	534	936	988	773	747	1,043	1,015	891	1,044
投資活動によるCF②	-1	309	54	-321	-172	-307	25	94	28	46	25	58	-134	-304	-259
財務活動によるCF	-144	-173	-125	-161	-188	-439	-241	-810	-392	-531	-339	-215	-324	1,102	-672
FCF(①+②)	282	931	155	130	145	196	559	1,030	416	819	772	1,101	881	587	785
現金及び預金	1,619	2,376	2,405	2,383	2,339	2,099	2,408	2,822	2,846	3,131	3,557	4,448	5,016	6,703	6,815

（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

◆ 経営理念と経営の基本方針

経営理念として、以下を掲げている。

- ◆経営理念・目標は、「世界に誇れる企業を創り上げる」。

・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。

- ◆全社員で経営目標・実績を共有。

・「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。

（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。

・「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。）

2. 事業内容とビジネスモデル

- ◆ 事業は3品目に区分。システム開発を主とするシステムインテグレーション・サービスがメイン。

(注5)システムソリューション:システムに関する問題を、ハード、ソフト、サービス通じて解決すること。

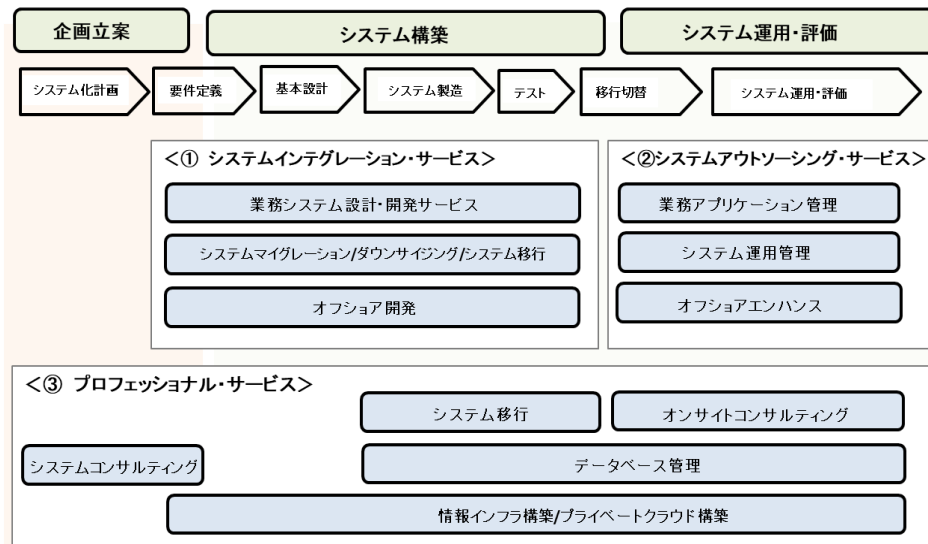
◆ 3つのシステムサービスライン

同社グループは、システムソリューション^{注5}を事業としている。当事業は企業または官公庁に対して、システムを企画立案、設計、製造(プログラミング)により構築し、テスト、運用・評価する一連のサービスである。単一事業であるため、事業領域を顧客の情報化サイクルに応じて、以下の3品目(サービスライン)に区分している。

- ①「システムインテグレーション・サービス」(SIS)
- ②「システムアウトソーシング・サービス」(SOS)
- ③「プロフェッショナル・サービス」(ProS)

【図表5】各サービスの工程に関する概略図

<システムソリューション・サービス>



(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が加工して作成

- ◆ プロジェクトは分散化。

(注6)要件定義:システム化する範囲や対象とする業務を明確化すること。

(注7)基本設計:上流工程の一部で、外部設計とも呼ばれ、ユーザーの観点からシステムに必要な機能の概要を設計すること(画面・操作方法・セキュリティなど)。基本設計→内部設計→詳細設計→製造(プログラミング、実装とも呼ぶ)というフローになる。

① システムインテグレーション・サービス (SIS)

・同社のメインビジネス。ユーザー企業等(エンドユーザーの企業や官公庁等、以下同様)のニーズに応じ業務用のシステムを開発する業務で、要件定義^{注6}、基本設計^{注7}、製造、テストまでを行う(図表5)。

・受注から納品まで、最短で数ヶ月から約3年までの幅があるが、数ヶ月単位の案件が多い。期中に受注し期中内に納品することが大半である。受注金額も数百万円から数億円までと幅があるが、1プロジェクト当たり50百万円以下の案件が圧倒的に多い。

・基本的には、ユーザー企業等にエンジニアが常駐し、チームを編成した上でプロジェクトごとにシステム開発を行う。但し、コスト削減と人員確保のため、同社のプロジェクトマネージャーの監督下で、国内外子会社や同業者に開発の一部を委託(外注)する。

・システム開発業務は原則として請負契約に基づくものであり、受注

・システムインテグレーション・サービスは、請負契約。プロジェクトマネジメントによるリスクと損益管理が重要。

(注8) 開発標準フレームワーク「F@CE」：アプリケーション開発を標準化・効率化するための同社独自の全体的な枠組みのこと。作業のミス・漏れを防ぎプロジェクトを効率的に運営するためのツール。

(注9) エンハンスサービス：単なるシステムの維持管理や開発ではなく、システムの性能や品質を向上させ、システムの価値を高める。あるいは新しいビジネスを提案すること。これにより顧客満足度を向上させる。同社では、広義の継続取引を意味する。

(注10) オラクルクラウド関連ビジネス：オラクルのデータベースを活用したクラウド関連のサービス・提案。今後もオラクル関連の有資格者を増やし、同ビジネスを強化していく方針。現状の年商は、数億円規模。

・過去は SIS が成長ドライバー、売上高の 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」^{注8}を含め、これまでに蓄積した各業種・企業・業務に関する知識・ノウハウや要素技術を駆使し、リスクの軽減、品質・採算性・効率性の向上に努めている。

・なお、想定外の仕様変更や当初の見積りを超える追加作業の発生等により収益性が低下し、不採算となる可能性があるため、同社は専門部署を設けプロジェクトマネジメント力の向上に注力している。また、ユーザー企業等に密着し各種提案を行い新たなビジネス (システムの小型開発) につなげるエンハンスサービス^{注9}も積極的に行っている。

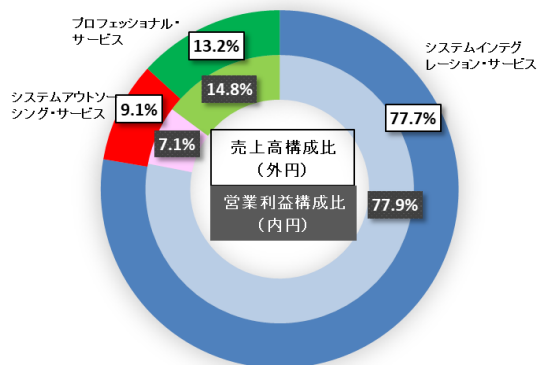
② システムアウトソーシング・サービス (SOS)

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

③ プロフェッショナル・サービス (ProS)

・コンサルティング、データベースの効率化、システム監視、マネジメントサポートや情報化戦略など、企画・設計段階、インフラ構築、システムの運用監視まで、情報化サイクルの全てに関わる同社のテクノロジーをベースとしたサービス。開発ツールと有資格による技術より、高いパフォーマンスを実現する。なかでもデータベース技術に特化したエンジニアを擁し、同分野には強みがある (オラクルクラウド関連ビジネス^{注10})。

【 図表 6 】 2024/3 期の品目別売上高 (外円) 及び営業利益 (内円) の構成比



(出所) 決算短信より当調査部が作成

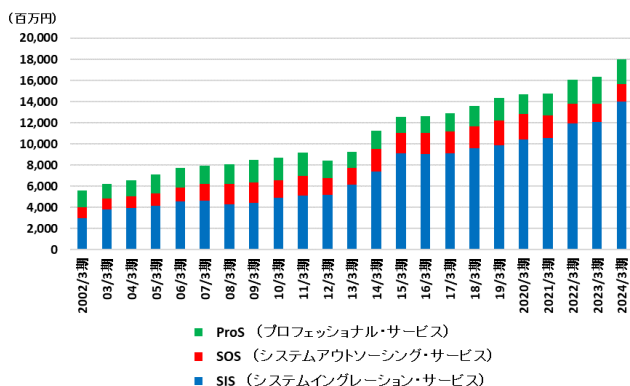
各3区分(品目)の売上高、営業利益の構成比とその推移は、図表6の通りである。売上高構成比は、SISが全体の8割弱を占め、残る2割のうちProS、SOSの順となっている(図表6の外円)。過去20年間では全体で売上高が3.2倍に増加した。この間、SISが4.2倍、SOSが1.6倍、ProSが1.5倍に売上高を伸ばし、SISが中心となって業績を押し上げてきた(P11-図表7)。

営業利益の構成比は図表6(内円)の通りであるが、売上高構成比と大きくは変わらない。また、従来は品目別に粗利率が開示されていたが、2022/3期より営業利益率に変更された。

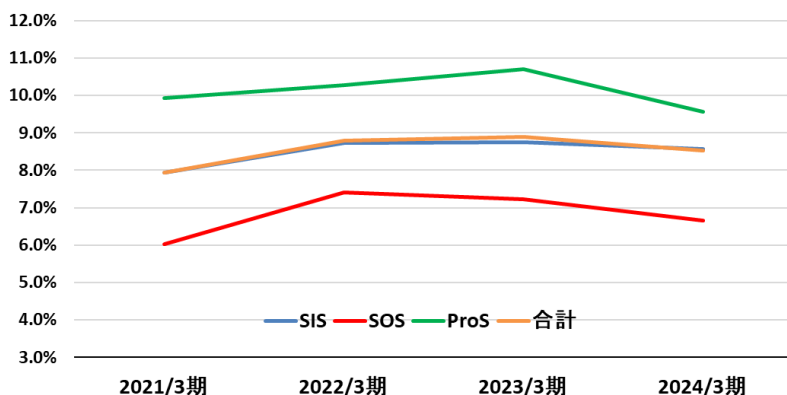
なお、過去20年間、いずれの品目も粗利率は、概ね15%から21%のボックスレンジで推移していた。

品目別の各営業利益率は改善傾向にあったが、直近期ではやや低下している(図表8、P29-図表31を参照)。

【図表7】品目別売上高の推移



【図表8】品目別の売上高営業利益率の推移



(出所) 図表7、8: 決算説明資料(決算説明会資料、及び決算補足説明資料、以下同様)に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 人材が鍵となる労働集約的なビジネスモデル

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

昨今の人手不足から、プロジェクトマネージャーを業容の拡大に対して十分には確保できておらず、更なる成長ポテンシャルのボトルネックとなっている。今後は新規・中途の採用増に加え、労働環境や育成制度をさらに改善し、従業員の定着率を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 P12-図表9の通りである。業容拡大に合わせ、システムエンジニアを中心に、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期は740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24百万円に遡増(2027/3期の目標25百万円)、同営業利益は過去10年間では、2017/3期をボトムに増加傾向にある(P12-図表10)。

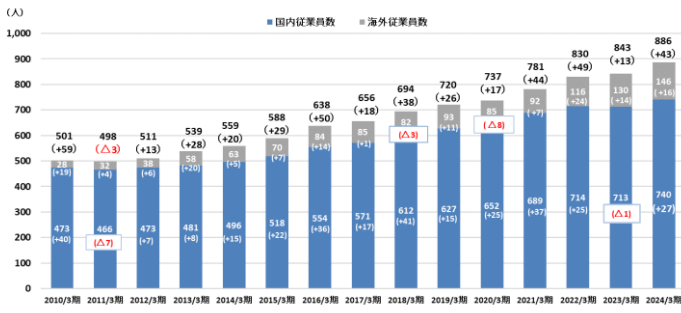
また、コスト構造では、労務費とビジネスパートナーへの外注費(実質的には人件費が中心)が原価の約9割を占める。従って、両費用のコストコントロールの巧拙が収益性に影響を及ぼす可能性があり、リソースの最適化やプロジェクト管理が肝要となる。

◆ 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。

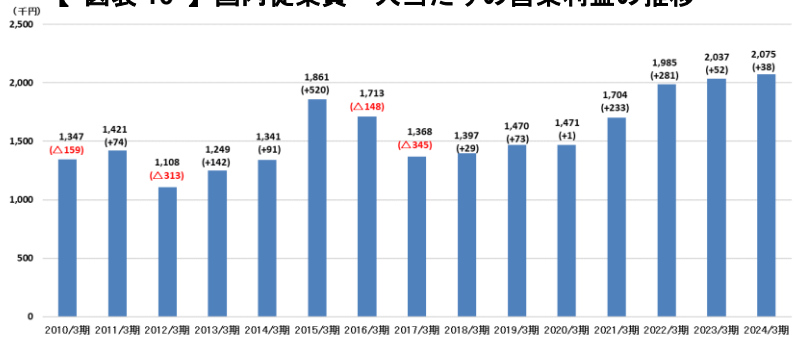
◆ 離職率は低下傾向。

◆ 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。

【図表9】グループ従業員数の推移



【図表10】国内従業員一人当たりの営業利益の推移



(出所) 図表9, 10: 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

(注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。

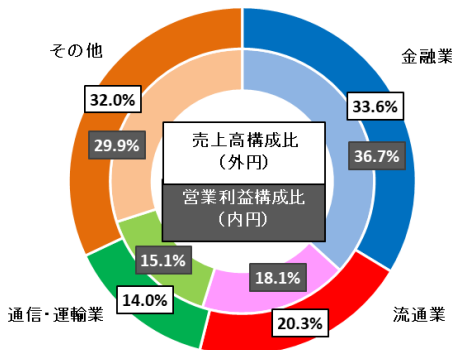
一般にシステムインテグレーション・ビジネスは、独自製品・独自サービスによる急拡大が難しい業態である。また、ノウハウの共有、活用もある程度は可能ではあるが、現状では人手に依存するため生産性の向上には限界がある。同社固有というよりも業種の特性上、利益率が改善しにくいという特徴がある。

そこで同社は、高収益案件へのシフト、リソースの最適化、アジャイル開発^{注11}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により、今後も利益率を向上させていく方針である。

◆ バランスのとれた業種別売上高・利益構成

業種別の売上構成は、図表11の通りである。業務上、膨大なデータ量処理の必要性和、安全性・信頼性が求められる金融業向けの売上高のウェイトが依然として高いが、その他(金融、流通、通信・運輸の3業種以外のセクター)が大きく伸び、4業種間で均衡化しつつある(P13-図表12)。

【図表11】業種別売上高構成 2024/3期



(出所) 決算説明資料から当調査部が作成

同業界内でも業態が類似するハイマックス(東証スタンダード、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。

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、メガバンクの回復に加えて、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、通信・運輸向け売上高は、通信キャリア等のシステム投資サイクルに影響を受けやや波があるほか、運輸業の運送事業者向けなどの大型案件の受注の有無が変動要因である。

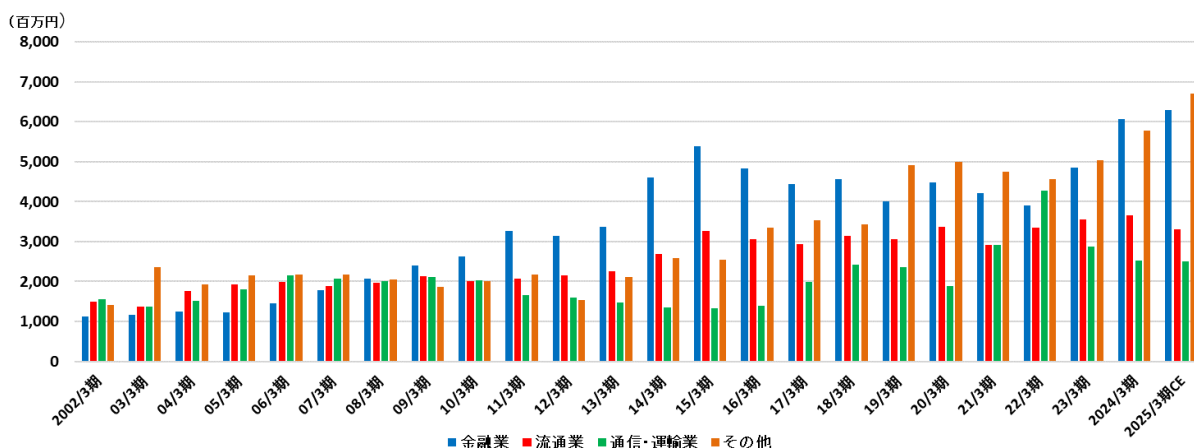
◆新分野や顧客開拓により、業種の分散化が進む。

◆業種別の各利益率は、横ばい、または逡減傾向。

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。

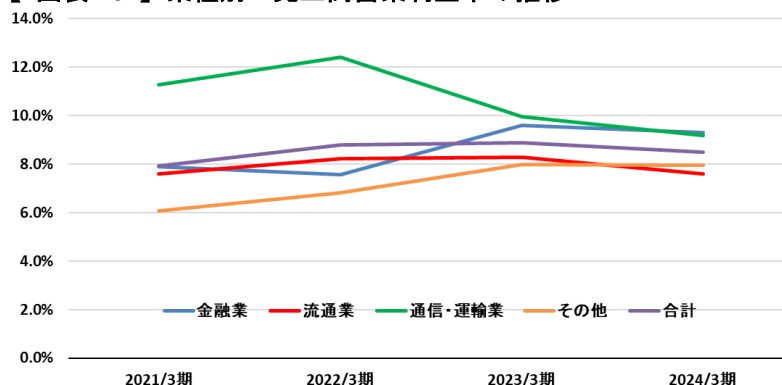
なお、業種別の利益率は年度によって多少の変動があるが、業種固有の違いというよりも、プロジェクト単位での採算性の差異が、反映された結果であると当調査部では捉えている。2021/3期までは、業種別の粗利率、以後は営業利益率が開示されているが、近年は概ね利益率の横ばい、あるいは逡減傾向が見られる(図表13)。

【図表12】業種別売上高の推移



(出所) 図表12~13: 決算説明資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。CEは会社計画。

【図表13】業種別・売上高営業利益率の推移



◆ 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(P14-図表14)。なお、プライム比率(システム開発におけるエンドユーザーからの直接受注比率)は約2割で、大手Sierを経由しての間接受注が多い。

◆ 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。

【 図表 14 】 顧客（エンドユーザー）との継続取引年数別の社数

継続取引年数	エンドユーザー数	エンドユーザーの属性
15年以上	11社(△1)	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	15社(+5)	大手カード会社、通信事業会社、製造業、教育事業会社など
5年以上、10年未満	19社(0)	大手ガス会社、生命保険会社、キャリアなど
上記の合計	45社(+4)	

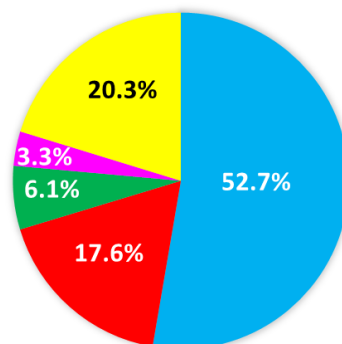
(出所) 統合報告書 2022、2023 に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成 (備考)括弧内は、前年比の増減社数

- 顧客別の売上高構成比率では、野村総合研究所を筆頭に、富士通、イオン、みずほの4グループが、全体の約8割を占める。

顧客グループ別の2024/3期の売上構成を見ると(図表15)、NRIを筆頭に、富士通、イオン、みずほの4グループで全体の約8割を占める(例年と同水準)。主要顧客4グループに対するアカウント戦略(担当者を決め集中的に営業する戦略)が奏功し、4グループ合計の売上高は、2019/3期では前期比2.8%増収の10,351百万円(+281百万円)、2020/3期では同9.3%増収の11,316百万円(+965百万円)、2021/3期では1.3%増収の11,463百万円(+147百万円)、2022/3期では10.9%増収の12,718百万円(+1,254百万円)、2023/3期では1.1%減収の12,577百万円(△140百万円)と概ね増加傾向にある。2024/3期には14.1%増収の14,361百万円(+1,784百万円)と大きく伸長した。

【 図表 15 】 顧客グループ別の売上構成比 2024/3 期

■ NRI ■ 富士通 ■ みずほ ■ イオン ■ その他



(出所) 決算説明資料に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成

なお、4グループ向け以外の売上高の伸長率が高く、2011/3期をピークに4グループ向けの売上高比率は徐々に低下した。しかし、2020/3期以降は、4グループ向け比率が再び高まりつつある(P15-図表16)。

- NRIグループとの取引拡大が、長期間にわたり増収をもたらす。

長期的に見ると、NRIグループ向け売上高は、当初の流通業向けから金融業向けなどへの業務領域の拡大も奏功し、2002/3期の約9億円から、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、前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。

NRI向けの2024/3期の増収率(YOY)は17.0%と非常に高く、提携効果が業績に結びつきつつあると考えられる。

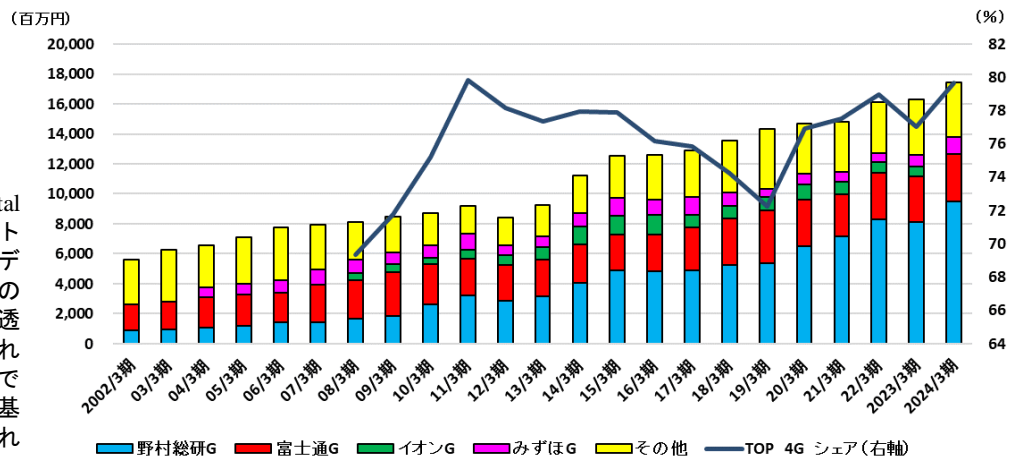
(注12) e-e パートナー: NRI のパートナー企業の中でも、特に密接なパートナー。専門性の高い業務ノウハウと情報技術力、高度な情報セキュリティレベルを持つ企業と位置づけられた「e パートナー」(推定約 150 社)の中から、特定プロジェクト運営面だけでなく、エンハンスメント業務の革新活動を共同で推進し、人材・品質・情報セキュリティ分野における計画的な強化、相互の専門性を活かした共存共栄のビジネスモデルの構築に取り組むという提携関係を持つ企業。同社を含めた 3 社(ハイマックス、東邦システムサイエンス)のみが公表されている。

同様に、通信・電力インフラや官公庁関連の取引を伸ばした富士通グループの増収寄与は、この間 14 億円強で 11%を占める。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。

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。単独企業間の取引額は、例年、NRI 向けが第一位、富士通向けが第二位である。

因みに 30 年来の大手取引先であるイオンアイビスからは、2019 年 2 月にベストパートナー賞、2024 年 2 月には顧客満足度向上大賞を受賞するなど顧客満足度は高い。

【図表 16】顧客グループ(G)別の売上高と 4 グループのシェアの推移 (みずほ G 向けは 2003/3 期以前、イオン G 向けは 2007/3 期以前の売上高に関する情報開示はない)



(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。ビジネス分野だけでなく、広く産業構造や社会基盤にまで影響が及ぶとされる。企業においては、デジタル技術を活用することで、ビジネスモデルの変革、業務やプロセス、組織、文化を変革することを意味する。

◆ 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。

◆ 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

(注15) ブロックチェーン：分散型のネットワークで多くのコンピューターに情報を同期して記録・蓄積する手法。

(注16) AI：人工知能。

(注17) IoT：「モノ」のインターネット。身の回りの全ての機器がインターネットでつながる仕組み。

(注18) スマイルシェアプロダクト：「デジタル技術を使って社員をスマイルに」をキャッチフレーズに、テレワーク時代の非接触型コミュニケーションと社員間のエンゲージメントを支援、醸成する、同社が自社開発したプロダクト。

◆NRIと資本・業務提携し、関係を強化。

◆NRIは業界大手の優良企業。強固な顧客基盤を築き、同社の数十倍の規模を誇る。

◆NRIも中期計画で、年率5.4%の増収と9.0%の営業増益を計画。

◆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。

◆調達資金を中心に総額約22億円を、4期間にわたり投資予定。開発拠点と生産体制の増強を計画。

技術投資、ブロックチェーン^{注15}推進協会の社会実験への参加や、AI技術^{注16}・IoT技術^{注17}・ブロックチェーンに関するノウハウを持つ企業との資本業務提携、スマイルシェアプロダクト^{注18}に関するNRI従業員組合との実証実験、アジャイル開発や保守運用サービス分野での提携などに注力している。

これらは先端知識・情報の獲得と共有、人材育成、共同開発・提案、新ビジネスの事業化を目的としている。

さらに、投資事業組合への出資や非上場会社への直接出資を通じて、戦略的に新技術の情報収集や有望企業の発掘に努めている。これらの投資成果が、過去には運用益や売却益として計上され業績に寄与した。また、投資先の上場により、含み益が増加している。

◆ 野村総合研究所（NRI）との資本・業務提携

同社は、株式会社野村総合研究所（NRI、コード番号：4307）と2022年12月に資本・業務提携を行い、NRI宛に株式の第三者割当を実施した。この結果、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、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2.4兆円、今期7,800億円の売上高と880億円の当期利益を見込む（因みにそれぞれ順に、同社の138倍、41倍、80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。

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、営業利益1,450億円（営業利益率17.9%）を目標としている。2023/3期を起点とすると、売上高は年率換算（CAGR）で5.4%の増収、営業利益も9.0%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もポジティブである。

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。

資本提携により同社は1,636百万円を調達した。自己資金と合わせて総額2,180百万円を更なる成長に向け、前々期から4期間にわたり開発拠点と生産体制の増強に投資する計画である（P17-図表17）。

但し、2023/3期、並びに2024/3期の計画（リリース）に対する投資実績や、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。

また、業務面では、長期的かつ継続的な関係の強化、事業領域の拡大、生産拠点の活用の拡大・生産体制の拡充、人材交流などを進めていく意向である。投資と提携は同社の中長期的な業容の拡大と、安定した成長に資すると思われる。

◆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。

現段階では、これによる将来的な投資効果（増収幅や利益寄与度、投資回収期間など）の予測については、開示されていない。しかしながら、現状、持続的な成長に対して最大のボトルネックとなっているキャパシティ（人材）不足の解消と、キャパシティの拡大に向け予算を確保し、本格的に取り組む方針は評価できる。

◆前期及び今期は高水準の投資が継続。

なお、投資額の一部を資産に計上するが、過半は期間費用として損金算入すると思われる。従って、本件の投資に伴い損金に計上される費用は、投資額が高水準となる前期、あるいは今期がピークになるとされる。

◆投資成果（収益への本格的な貢献）は、2026/3期以降と推測。

また、投資後（キャパシティの拡大や人材の採用・育成後）、収益に寄与するまでには、一般的に1~2年程度のタイムラグがあると当調査部では考えており、2026/3期以降に本格的な収益貢献があると推察している（P37-図表46）。

【 図表 17 】 調達資金の使途とスケジュール（投資計画）

年度	単位:百万円、%	2023/3期	2024/3期	2025/3期	2026/3期	累計	同左構成比
使途 総額	合計(金額)①=②+③	120	845	805	410	2,180	100.0%
	同(比率)	5.5%	38.8%	36.9%	18.8%	100.0%	
主な 資金 使途 (出所)	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%

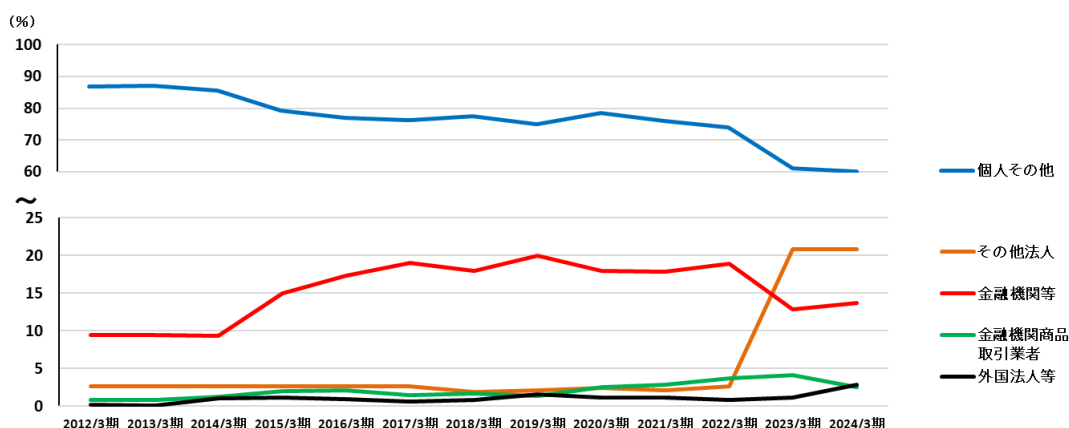
3. 株主構成

◆ 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。「外国法人等」の比率は徐々に上昇。

2024年3月末時点の株主所有者別構成比率は、図18の通りである。2023/3期にNRIが出資し、「その他国内法人」の比率が大きく上昇し21%を占める。「個人その他」は60%と過半を占め、これに続く「金融機関等」は14%であるが、大きな変化はない。一方、「外国法人等」は、直近3期間で0.8%⇒1.2%⇒2.9%と、年々徐々に上昇している。

【図表18】株主所有者別構成比率の推移 (単位: %、各期末時点)



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

◆ 上位株主構成

- ◆ NRIが筆頭株主。

大株主の構成は、P19-図表19の通りである。NRIが追加出資により筆頭株主となった。持株比率は、従前の1.51%から20.18%に上昇したが、その後変化はない。

- ◆ 大株主に大きな変化はなく安定。

他の上位大株主の顔ぶれや株主順位(序列)は、大きくは変わらない。SMBC日興証券に代わりBNYGCMCLIENTACCOUNTが、第7位株主として初めて大株主に名を連ねた。

以下はその補足である。

- ◆ その他の上位大株主は、持株会や(現・旧)役員が占める。

- ・従業員持株会(第2位)や一部の信託銀行が保有株を増やしたが、他の大株主の保有株式数は、ほぼ変化はない。

- ・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、16.3千株(保有割合0.1%、前々期比+1千株)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25%を占める。

- ・上位10位以内の株主のうち持株会・役職員(現職、元役員を含む)と、役員報酬のBIP信託口を合計すると全体の25%を占める。

・なお、第3位株主である崎山收氏(同社代表取締役会長)は、5月16日に変更報告書(5%ルール報告書)を財務省に提出しており、株式保有比率は6.05%に減少した。

◆国内投信はインデックスタイプが中心。

・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思われる。

◆発行済株式総数に対し、3.7%に相当する自己株式を実質的に保有。

・また、BIP信託口(第5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、2024/3期末時点で約586千株である(発行済株式総数に対する割合3.7%、2023/3期末から変動なし)。

【図表19】大株主の状況

株主名(単位:千株)	2015年3月末	2016年3月末	2017年3月末	2018年3月末	2019年3月末	2020年3月末	2021年3月末	2022年3月末	2023年3月末	2024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	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	9.42	2	18
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	7.41	3	108
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	7.12	4	0
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(役員報酬BIP信託口・75824口)	-	270	270	262	369	358	358	618	586	586	3.72	5	0
小貫 明典(氏)・・・同社元代表取締役社長	401	401	401	401	401	401	401	401	401	401	2.54	6	0
BNY GGM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AG)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	254	1.61	7	-
株式会社日本カストディ銀行(信託口)	-	-	-	-	-	-	-	-	202	229	1.45	8	27
内田 敏雄(氏)・・・同社現取締役	475	415	403	393	376	369	347	329	221	216	1.37	9	-5
佐藤 俊郎(氏)・・・同社元常務取締役	380	340	300	300	304	304	288	239	230	200	1.26	10	-30
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	-	-	-	-	-	-	-	-
株式会社りそな銀行	241	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(キューブシステムの実質的な自己保有株式)	682	728	1,306	1,498	1,725	1,692	1,690	1,000	589	589	-	-	0
(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%	-	-	0

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

(備考) 「-」は、有価証券報告書の大株主に記載がなかったことを意味し、必ずしもゼロであることを意味しない。また、持株比率は、発行済株式数から自己株式を控除して計算。自己株式比率には、役員報酬 BIP 信託口を含む。株数の増減は、2024年3月末と2023年3月末を比較。

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、「環境パフォーマンス(省エネ、省資源)の継続的な改善を通じ、環境にやさしい経営を実践する」との環境方針を唱え、環境に配慮した取り組みを行っている(電気・紙使用量・廃棄物の削減、クールビズの実施等)。また、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(P36-図表44)。なお、2023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(傘下にコンプライアンス、内部統制、セキュリティ推進、働き方改革推進などの各種委員会)を設置している。執行役員制度を採用し、コーポレートガバナンス機能の強化に努めている。

- ◆ 取締役+監査役の合計10名中、6名が社外。

(注19)健康経営優良法人：経済産業省と日本健康会議が共同で選定する健康経営優良法人認定制度。地域の健康課題に即した取組や健康増進の取組をもとに、法人を顕彰する。

経営陣は取締役6名(うち社外取締役3名)と、監査役4名(うち社外監査役3名)で構成されている。取締役のうち会長がプロパー、社長を含め3名がNRI出身者(うち1名が社外取締役)、残る2名の社外取締役のうち1名が公認会計士、1名が医師(女性、介護やメンタルヘルスに詳しい産業医)、また、社外監査役のうち1名が弁護士(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・地域社会への貢献・環境保全・コンプライアンスの推進・人権の尊重、次世代育成支援や人的資本の充実(人材育成・人材重視)などに取り組んでいる。

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。システムインテグレーション・ビジネスに特化。

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。

◆主要取引先は、日本を代表する優良企業。

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。

◆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。

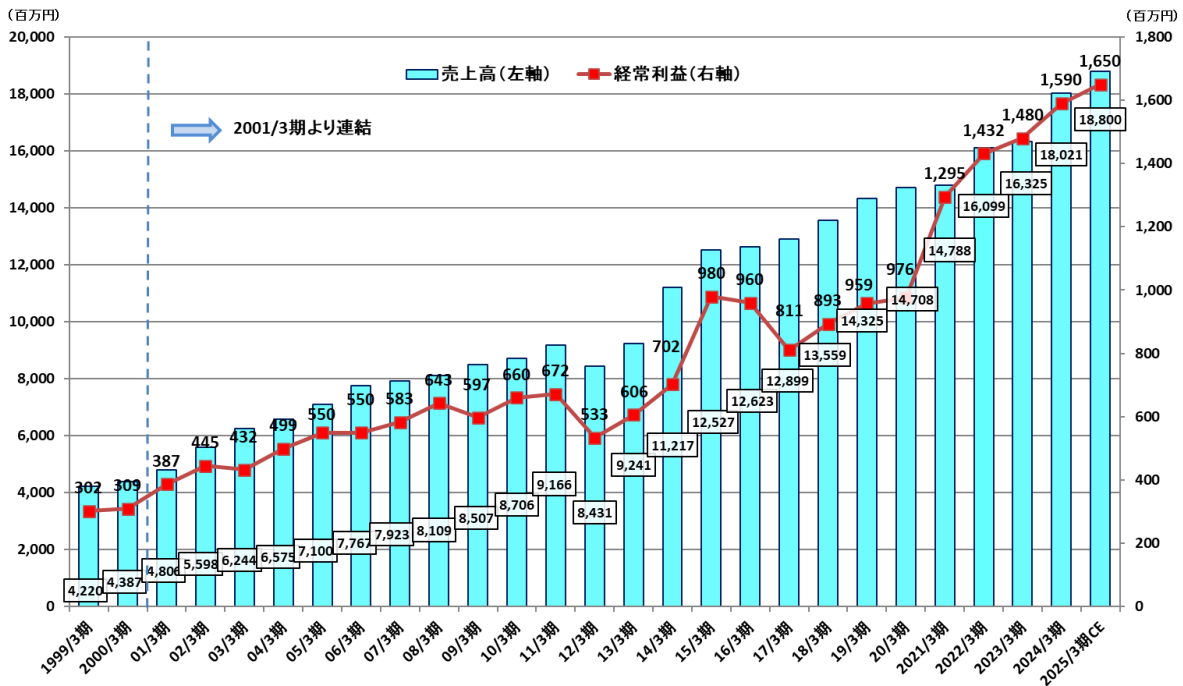
株式に関しては、2002年にジャスダック市場に店頭公開、2006年には東証二部に上場、2014年3月には同一部に昇格した。東証の市場区分変更に伴い、2022年4月から東証プライム市場に移行。

◆ 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、運用する専門家(SI)として業績を伸ばしてきた。

長期的な業績の推移は、図表20の通りである。以下、時系列的な業績の補足説明である(P22~23)。

【図表20】長期業績推移



(出所) 決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成、CEは会社予想

◆長期間にわたり安定成長、増収トレンドを継続。利益率はほぼ一定だが、近年は上昇傾向。

◆過去 26 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 22 年間にわたり、わずかに 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。

・過去 26 年間の年間売上高成長率(増収率の単純年度平均値)は +6.1%、同様に経常利益成長率は+7.6%と、長期間にわたって堅実に業績を伸ばしている。

・同期間内では経常減益が 5 期間あるが、最大の(年度)減益率はマイナス約 20%に留まり、当期利益でも常に黒字を維持している。

・統計的な分析においても、業績変化率の標準偏差や、変動係数(=標準偏差/平均:相対的なばらつきを表し相対標準偏差とも呼ばれる)が低く、同社のファンダメンタルのボラティリティの低さが確認できる(同規模の同業他社との直近 20 期間の比較は、図表 21 を参照)。
 ・また、同社の売上高営業利益率は、7%前後(6~9%、単純平均:7.4%)で安定しているため(P23-図表 22)、増収が増益、増配、時価総額の増大に直結している。

【図表 21】直近 20 年間の業績ボラティリティ分析(売上高、及び経常利益の対前年度変化率)

分析対象	売上高変化率(YOY%)			経常利益変化率(YOY%)		
	キューブシステム	ハイマックス	東邦システムサイエンス	キューブシステム	ハイマックス	東邦システムサイエンス
2005/3-2024/3期	2335	4299	4333	2335	4299	4333
市場:東証プライム	2335	4299	4333	2335	4299	4333
n=20期	CS 連結	HM 連結	TS 単独	CS 連結	HM 連結	TS 単独
標準偏差	5.75	7.11	16.06	13.37	29.42	291.53
平均	5.32	3.12	8.36	6.82	7.72	77.57
変動係数	1.08	2.28	1.92	1.96	3.81	3.76

(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。

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、継続的な受注の拡大に成功したことが成長のドライバーとなった。

直近、約 15 年間の業績の状況は以下の通りである。

◆リーマンショック直後も 3 期連続増収を達成。

・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。再び増収軌道に復帰。

◆2021/3 期以降、4 期連続で過去最高益を更新。

◆売上高は過去最高を 12 期連続で更新。

◆コスト増で利益は足踏みしたが、増収効果で前期も最高益を更新。

・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、過去 26 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。

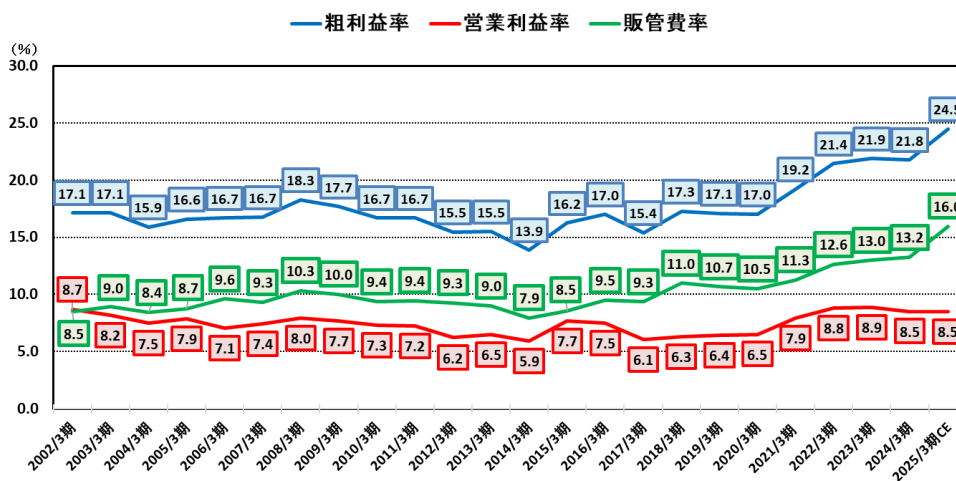
・収益面では、既存顧客の深耕と新規顧客の開拓などの事業拡大による増収効果や、プロジェクト管理の強化などの生産性の向上により、2015/3 期に営業利益、経常利益において、当時の過去最高益を計上した。2021/3 期には再度、過去最高益を更新し、2024/3 期に至るまで毎期、最高売上高（12 期連続）並びに利益を連続更新している。

・一方で、売上高粗利率、営業利益率が、コスト増、価格競争の激化などを反映し、長期的に逡減傾向となった（図表 22）。

・特に、原価（外注費・労務費）の上昇や先行投資負担、人件費を中心とした販売管理費の増加により、営業利益率は低下したが 2018/3 期以降、改善に転じている。

・前期（2024/3 期）は、粗利率が低下し（前々期⇒前期の順、21.9%⇒21.8%）、販売管理費率は上昇した（13.0%⇒13.2%）結果、営業利益率は悪化（8.9%⇒8.5%）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。

【 図表 22 】 同社の売上高粗利率・販管費率・営業利益率の長期的な推移



(出所) 決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成、CE は会社予想

6. 業界環境

◆ 日本のシステムインテグレーション市場の動向

＜特定サービス産業動態統計調査＞

経済産業省の「特定サービス産業動態統計調査」の「情報サービス業の業務種別売上高」を見ると、受注ソフトウェア、またその過半を占めるシステムインテグレーション（SI）の売上高は、リーマンショック後の数年を除き、増加傾向にある（図表 23）。

日本ではシステム開発のアウトソーシングが一般化し、SI は、そのシステム開発を受託し、安定的に成長してきた。

◆ 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。

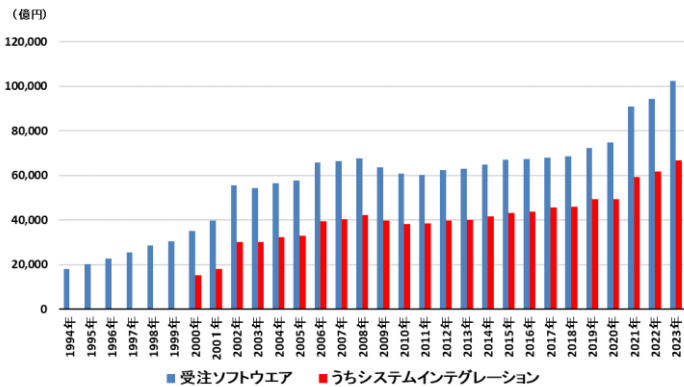
◆ 新型コロナウイルス感染症の一服により、2021 年の日本の SI 市場はプラスに転換。2023 年には伸び率が加速。

◆ 月次の SI 売上高（YOY）は、2022 年 4 月以降、24 ヶ月間連続でプラスを維持。

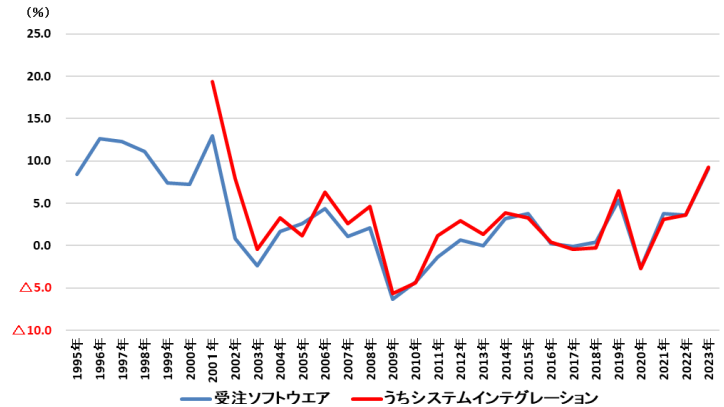
同データによると 2011～2019 年では、システムインテグレーションの売上高は、単純平均で年率約 2.1%増加した。新型コロナの影響のため 2020 年は 2.7%減とマイナス成長となったが、2021 年には 3.1%増、2022 年にも 3.6%増、2023 年には 9.3%増と回復が加速した（図表 24）。

同データを月次別（前年同月比、図表 25）で見ると、2020 年 3 月以来 2021 年 2 月まで前年比でマイナス基調が続いた。その後は一転し、プラスが続いたが、ロシアのウクライナ侵攻が始まった 2022 年 1 月、並びに 3 月は、一時的に再び前年割れとなった。以降は 24 ヶ月間連続で、安定したプラス基調（YOY 平均+8.4%）を維持している。

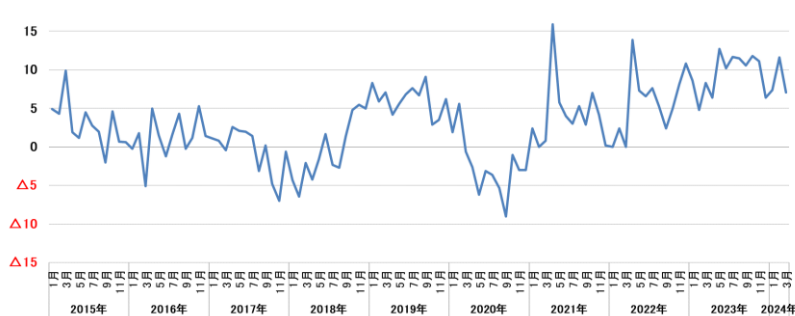
【図表 23】受注ソフトと SI 市場の推移（年度売上高:億円）



【図表 24】両市場の変化率の推移（売上高前年比：%）



【図表 25】SI 市場の月次売上高 前年同月比（単位：%）



（出所）図表 23～25：経済産業省 2024 年 3 月特定サービス産業実態調査のデータを当調査部が加工して作成。

図表 23 の市場規模（売上高）は、調査対象数の変化などにより、元データの一部に連続性がない。

但し、図表 24 の変化率は、連続性を保つため同省が補正済である。

<日銀短観>

- ◆2024年のソフトウェア投資は6.0%増(YOY)の計画。

2024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2024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6.6%増加と堅調に推移する見込みである(2023年度の計画はYOY+11.0%)。

- ◆日銀短観の企業DIは、横ばいだが、プラスで堅調。

また、2023年12月調査と比較し、全産業の全規模企業の業況判断(2024年3月調査のDI)は、ほぼ横ばいである(12月⇒3月の順に、「最近」+13⇒+12、「先行き」+8⇒+9)

- ◆大企業は2024年度に微増収・微減益を見込む。

なお、同社の主力の顧客である大企業の業況判断は、「最近」が+22のままフラット、「先行き」についても+17⇒+19とほぼ変わらない。

大企業の売上高・収益計画(2024年3月調査)では、2024年度に+0.9%の微増収、△3.7%の経常減益を見込んでいる(但し、期初の予想であるため慎重な計画と推測される)。

雇用人員判断は、△27と依然として人手不足の状況が続いている。

<業界団体のデータ>

- ◆JISA-DI調査では、受注ソフトウェアの売上高の予想DI(将来見通し)は二桁のプラスを継続するが、モメンタムはやや低下。

一般社団法人情報サービス産業協会のJISA-DI調査(2024年3月)によれば、受注ソフトウェアの売上高の予想DI(売上の将来見通し:「今後3ヶ月の当期3ヶ月との比較」=増加-減少)は、2023年4~6月に+29.6、以降四半期ごとに+45.5⇒+39.7⇒+41.5と大幅なプラスが続いたが、直近の2024年4~6月では+21.7とプラス幅が縮小した。

- ◆卸売・小売業、サービス業向けの売上高予想DIは強い。

情報サービス業全体での主要相手先別では、卸売・小売業、サービス業の予想DIが強く、金融・保険業、電気・ガス業が横ばい、情報・通信業、製造業、官公庁は弱い。

- ◆IT技術者は質量とも不足が顕著。

なお、雇用判断指数(DI:従業員の充足感=不足-過剰)は、2022年12月末のピークである80.3ポイントからはわずかに低下してきているものの、2024年3月末では74.0ポイント(前年同期74.6ポイント)と雇用の不足感は非常に強い。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。

<今後の市場見通し>

- ◆官民とも戦略的なIT投資は活発。

構造的な人手不足・業務の効率化ニーズ、企業・政府(デジタル庁による情報化投資の促進・加速)などのIT投資は底堅く増加するものと思われる。多岐にわたる業界・分野で、競争優位性を高めるために、戦略分野への積極的な投資や技術開発が行われている。

- ◆DX関連のニーズが高い。

また、日本の上場企業は増益基調が続いており、システムの高度化やDXのニーズが加わり、市場規模は年率2~5%程度のペースで拡大するとアルファ・ウイン調査部では予想している。

◆ キューブシステムのポジションと同業他社比較

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

◆ 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28)。

なお、SIの中でもNRIや富士通などの最大手クラスの一部は、同社の直接の競業先というよりも、むしろ協業先(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26)(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社と比較しやや低い。

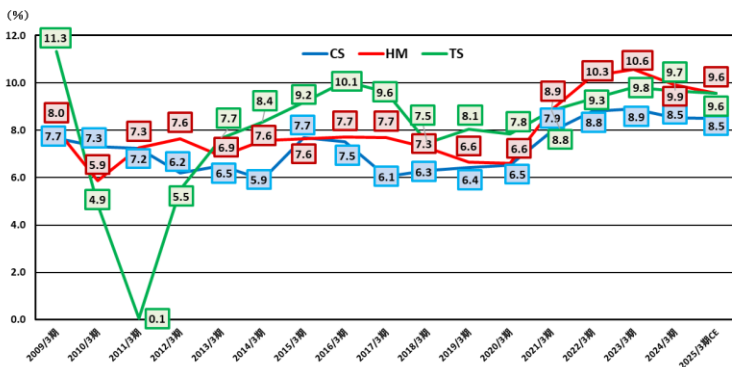
同業3社内での比較では、粗利率が高いが販管費率も高いため、同社の営業利益率は相対的には低い。ただし、徐々に改善傾向にある。

◆ ROEは大きく改善し、近年は3社内で最も高かったが、増資により低下。

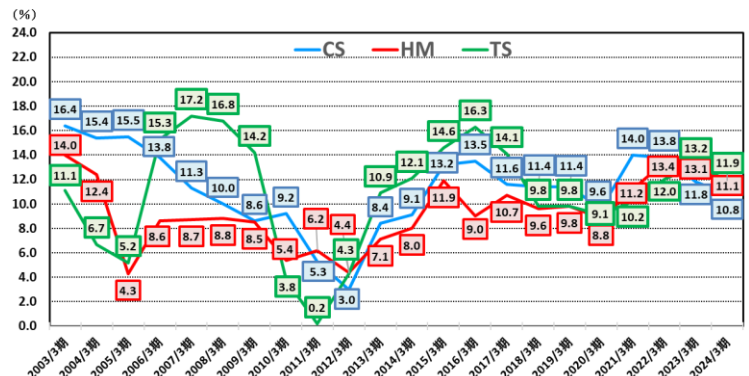
同様に株主資本利益率(ROE)(図表27)を比較すると、2018/3~2022/3期までの5期間では3社内では最も高かった(ROAも同様、いずれも利益率は他社並みであるが、総資産回転率が高いことがその要因)。2023/3期以降は一転しROEが最下位となったが、前期Q3に増資を行ったためである。なお、同社は、資本効率及び利益率の向上を図り、ROEを継続的に13%以上とする目標を掲げている(中計最終年度の2027/3期には、14%の達成を目標としている)。

◆ ROE13%以上の継続、並びに2027/3期には14%の達成が目標。

【図表26】上場中堅3社の営業利益率推移



【図表27】上場中堅3社のROEの推移



(出所) 図表 26、27: 決算短信、有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

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

社名	キューブシステム (GS)	ハイマックス (HM)	東邦システムサイエンス (TS)	参考:野村総合研究所 (NRI)
コード	2335	4299	4333	4307
特徴	独立系。金融・流通・通信系・その他(上記3業以外)製造業・官公庁など向けシステム開発が中心。金融が売上高の3割。その他の業種が最大で3割強	独立系で、金融が売上高の7割強を占める。特に保険向けが3割強	東邦生命の出資関連会社としてスタートしたが、現在は独立系。金融系(保険・証券等)に特化し、売上高の8割。通信向けソフト開発も行う	野村総合研究所と野村コンピュータシステムが1988年に合併。売上高の5割が金融向け
設立	1972年7月	1976年5月	1971年6月	1965年4月
上場:ジャスダック→東証一部→同一部→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	2001/8→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(2024/3期)	・システムインテグレーション 78% ・システムアウトソーシング 9% ・プロフェッショナル 13%	・システム・ソリューションサービス 34.1% ・システム・メンテナンス サービス65.9%	・ソフトウェア開発 97.7% ・情報システムサービス等 2.3%	・コンサルティング 7.1% ・金融ITソリューション 47.5% ・産業ITソリューション 37.5% ・IT基盤サービス 7.6% ・その他 0.4%
役員構成(2024年3月末時点)	・取締役(6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1名:25.0%) ・執行役員制度(13名、うち女性ゼロ)	・取締役(7名、うち3名が社外、女性1名) ・監査役(4名、うち2名が社外) ・執行役員制度(11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1名) ・監査役(5名、うち3名が社外、女性1名) ・執行役員(34名、うち女性2名)
上位顧客企業 販売先(2024/3期)(売上高:百万円、売上占率:%)	・NRIグループ 9,486(52.7%) ・富士通グループ 3,177(17.8%)	・金融が全体の66%(うち保険が33%)	・(株)野村総合研究所 4,138(25.4%)	・野村ホールディングス 9.5% ・証券:野村證券、みずほ証券など ・保険:かんぽ生命、ソニー生命など ・銀行:セブン銀行、野村信託銀行など ・その他:流通、製造、サービスなど
拠点(連結対象子会社等を含む)	・東京都品川区本社、大阪(西日本ソリューション事業本部)、名古屋・福岡(オフィス) ・子会社3社	・神奈川県横浜市内本社 ・同市内などみらい営業所 ・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
経営目標(指標)	<第一次中期経営計画:最終年度> ・2024/3期:売上高180億円(実績180.2億円)、営業利益16.2億円(実績15.4億円)、同利益率9.0%(実績8.5%)、ROE11%(実績10.8%) <第二次中期経営計画:2025/3期~2027/3期> ・2025/3期:売上高188億円、営業利益16億円(同利益率8.5%) ・2026/3期:売上高206億円、営業利益19.5億円(同利益率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' 2024/3~2026/3> ・2024/3期:売上高181.5億円(実績173.6億円)、営業利益16.8億円(実績17.2億円)、同利益率9.3%(実績9.9%)、ROE10.8% ・2025/3期:未公表 ・2026/3期:売上高206億円、営業利益20.6億円(営業利益率10%)、ROE11.5%	<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、営業利益15.8億円(同利益率9.6%)、ROE11.4% ・2028/3期(第二期):売上高200億円、営業利益20億円(同利益率10%)、ROE12.5% ・2031/3期(第三期):売上高250億円、営業利益25億円以上(同利益率10%以上)、ROE15%以上	<中期経営計画> ・2024/3期:売上収益7,350億円(実績7,385億円)、営業利益1,200億円(実績1,204億円)、同利益率 16.3%(実績16.3%) ・2025/3期:営業収益7,800億円、営業利益1,320億円(同利益率16.9%) ・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%)
中期経営方針・戦略(概要)	<事業基盤> ・生産体制の強化:①エリア拡大、②質的向上 ・品質の強化:①ビジネスモデル変革に向けた品質管理体制の確立、②生産体制拡大に向けた品質管理体制の確立、③システム開発会場の質的向上 ・協業推進:①開発体制の強化、②ワンストップサービスの実践、③オフショアの活用推進、④コンサルティング協業の推進 ・研究投資:①研究開発、製品開発、②生産革新 <経営基盤> ・人的資本の充実:①採用(量的拡大)、育成(質的向上)、エンゲージメント(意欲向上) ・株主価値の最大化:ROE14%以上、連結配当性向50% ・企業風土改革:①価値投資、②リスク対応	<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技術系の資格保有数90%増⇒PL人数20%増員、開発人員の増強 ・更なる事業拡大に寄与する業務・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、より高い株式の流動性確保とガバナンスの強化	<成長戦略の柱> ・コア領域の深化(国内顧客の拡大): ①コンサルティング事業の売上伸び率(2023/3~2026/5期成長率)+50億円以上 ②産業ITソリューション事業を同+400億円以上 ③金融ITソリューション事業を同+400億円以上 ④IT基盤サービス事業を同+50億円以上 ・コア領域の進化(抜本的な生産革新): ①既存IT資産のモダナイズ、開発フレームワークの刷新、開発プロセスのAI活用などによる抜本的な生産革新 ②今中計期間で合計約200億円の生産性向上投資を計画
売上(百万円) 2025/3期会社予想	18,800	18,000	17,800	780,000
同増収率予想、前期比(%)	4.3	7.2	9.3	5.9
営業利益(百万円) 予想	1,600	1,780	1,700	132,000
同増益率予想、前期比(%)	4.2	3.5	8.0	9.6
EPS(会社予想)2025/3期、前期比(%)	3.1	3.6	9.5	11.6
純資産配当率(%) 実績	5.4	4.8	8.0	7.8
過去14年間売上変化率(増加率)(2024年3期実績/2010年3期実績:%)	107.0	125.5	122.9	117.5
同営業利益変化率(同上)	141.2	281.2	343.4	200.4
自己資本比率(%) 実績	75.1	80.5	69.5	43.3
国内外全従業員数(人) 実績	886	930	681	16,708
同従業員一人当たりの売上高(百万円/人)	20.3	18.7	23.9	44.1
同従業員一人当たりの営業利益(百万円/人)	1.7	1.8	2.3	7.2
ROE(%) 2024/3期実績 A=B*C*D	10.8	11.1	11.9	19.9
売上高当期利益率(当期純利益/売上高:%) B	5.9	8.8	6.6	10.8
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) C	1.4	1.3	1.2	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	1.4	2.2
ROA(経常利益/総資産:%) E=F*G	12.2	13.1	12.0	13.3
売上高経常利益率(%) 同実績 F	8.8	10.0	9.7	15.7
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) G	1.4	1.3	1.2	0.9

(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、2025/3期の会社予想数値、他は2024/3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

◆ 2024年3月期(前期)通期決算

<概要>

- ◆ 前期は、期初の会社計画並みに着地。ノーサプライズ。

2024/3期連結(前期)業績は、売上高 18,021 百万円(前期比+10.4%)、営業利益 1,536 百万円(同+5.8%)、経常利益 1,590 百万円(同+7.5%)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,067 百万円(同+7.8%、以下、当期利益)となった。売上高は期初計画を達成し(計画比+0.1%)、営業利益、当期利益はそれぞれ5.2%、1.2%とわずかに未達となったが、好決算であった(図表 29)。

- ◆ 12 期連続で最高売上高を、4 期連続で最高益を更新。増配。

なお、売上高は 2013/3 期以降、12 期連続で過去最高を、各利益も 4 期連続で過去最高益を更新した。また、一株当たり配当金を、期初予想の年間 30 円から 35 円(期中に発表)に増配した。

- ◆ 当部予想をやや下回って着地。Q4 の増収率の鈍化とコスト増による減益が要因。

アルファ・ウイン調査部では、前期の売上高を 18,200 百万円(会社計画比+200 百万円)、利益及び配当金を会社予想と同額と予想していた。Q4(2024年1~3月)の増収額が小幅であったことと、粗利率の低下や販管費の増加により減益となったことが、予想との乖離の主要因であると分析している。

なお、前期には不採算案件や特別損失の発生はなく、営業増益が最終増益につながった。

【図表 29】2024/3 期(前期)の事前予想と実績

単位:百万円	期初会社計画 A	修正会社計画 B	当調査部 期初予想 C	当調査部 修正予想 D	実績 E	修正会社計画 比(乖離幅) F=E-B	修正会社計画 比(乖離率) G=F/B	修正当部予想 比(乖離幅) H=E-D	修正当部予想 比(乖離率) I=H/D
売上高	18,500	18,000	17,800	18,200	18,021	21	0.1%	-179	-1.0%
粗利			3,900	3,980	3,922			-58	-1.5%
粗利率			21.9%	21.9%	21.8%			-0.1%	-0.5%
販売管理費			2,300	2,360	2,386			26	1.1%
販管比率			12.9%	13.0%	13.2%			0.3%	
営業利益	1,480	1,620	1,600	1,620	1,536	-84	-5.2%	-84	-5.2%
営業利益率	8.0%	9.0%	9.0%	8.9%	8.5%	-0.0%		-0.0%	
経常利益		1,635	1,615	1,635	1,590	-45	-2.8%	-45	-2.8%
当期利益		1,080	1,065	1,080	1,067	-13	-1.2%	-13.0	-1.2%
配当金		30.00	30.00	30.00	35.00	5.00	16.7%	5.00	16.7%

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成

<受注・受注残高>

- ◆ 受注、受注残ともに増加するが、受注残は微増。

受注高は、前々期⇒前期の順に(以下同様)16,620 百万円⇒18,096 百万円と前期比 1,475 百万円(+8.9%)増加した。受注残高(各期末)も 4,572 百万円⇒4,647 百万円と同 75 百万円(+1.6%)増加し、堅調であった。

- ◆ SI ビジネスが貢献。

ビジネスモデル別では SI ビジネスの受注が好調で(リソースをシフトして対応)、業種別では金融、その他の受注の拡大が寄与した。

◆SISが増収・増益に寄与。

◆全品目とも利益率は低下。

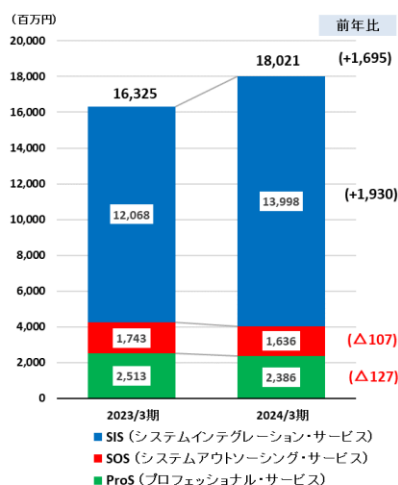
<品目別売上高・利益>

・同社全体の増収幅(2023/3期比+1,695百万円、+10.4%、以下同様)に対し、品目別の売上高ではSIS(+1,930百万円、+16.0%)が増収、一方、ProS(△127百万円、△5.1%)、SOS(△107百万円、△6.2%)の2品目が減収となった(図表30)。

・また、営業利益は、全体で83百万円の増益となった。増収となったSISのみが増益(同+141百万円)となり、ProS(同△41百万円)、SOS(同△16百万円)の減益をカバーした(図表31)。

・なお、全社の営業利益率は(前々期⇒前期の順に)8.9%⇒8.5%(△0.4%ポイント)へと低下した。全品目とも低下したが、ProSは10.7%⇒9.6%(△1.1%ポイント)、SOSは7.2%⇒6.7%(△0.5%ポイント)と低下幅が相対的には大きく、売上高の8割を占めるSISは8.8%⇒8.6%(△0.2%ポイント)とわずかな低下に留まった。

【図表30】直近2期(2023/3期～2024/3期)の品目別・売上高比較



【図表31】直近2期間の品目別の営業利益比較

		2023/3期	2024/3期	増減額	増減率
営業利益 単位: 百万円	合計	1,452	1,536	83	5.8%
	SIS	1,057	1,198	141	13.4%
	SOS	126	109	-16	-13.2%
	ProS	269	228	-41	-15.3%
営業利率 単位:%	合計	8.9%	8.5%	-0.4%	
	SIS	8.8%	8.6%	-0.2%	
	SOS	7.2%	6.7%	-0.5%	
	ProS	10.7%	9.6%	-1.1%	

(出所) 図表30、31: 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

◆業種別では通信・運輸業、及び流通業向けが減益だが、金融業とその他が二桁の増収増益で貢献。

<業種別売上高・営業利益>

・業種別では、通信・運輸業向けが二桁の減収減益、流通業向けが微増収減益となった。一方、金融業とその他がいずれも二桁の増収増益となり寄与した(P30-図表34)。

・全売上高の増収幅(YOY+1,695百万円、以下同様)に対し、通信・運輸がシステム案件の縮小により減収(△354百万円、△12.3%)、減益(△54百万円、△19.1%)となった。

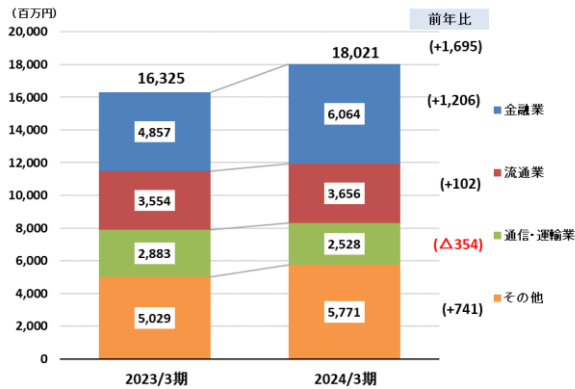
・流通は、卸売業・アパレル会社向けが貢献し、102百万円の増収(+2.9%)となったが、16百万円の減益(△5.4%)となった。

・一方、NRIとの提携効果もあり、金融は地銀・ネットバンクに加えメガバンク向けが好調で、1,206百万円の増収(+24.8%)、96百万円の増益(+20.7%)となり全体を牽引した。

・その他も、中央省庁、サービス業、製造業向けが伸長し、741百万円の増収(+14.7%)、57百万円の増益(+14.2%)となった。

・期初計画比(売上高)では、金融が上振れ、残る3業種が下振れた(P30-図表33)。

【 図表 32 】 直近 2 期間の業種別売上高比較



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

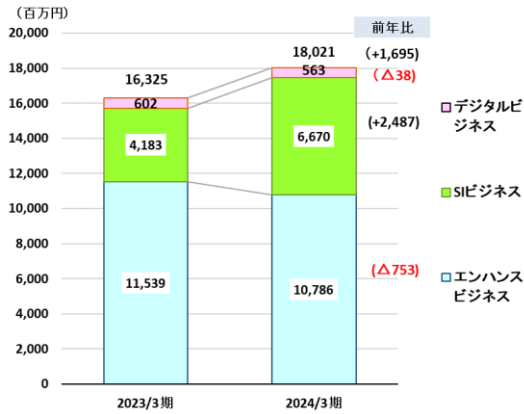
【 図表 33 】 業種別売上高、期初予想と実績との比較

2024/3期 売上高				
業種	実績	期初予想	差異:百万円	差異:%
金融	6,064	5,501	563	9.3%
流通	3,656	3,931	-275	-7.5%
通信・運輸	2,528	2,575	-47	-1.9%
その他	5,771	5,993	-222	-3.8%
合計	18,021	18,000	21	0.1%

【 図表 34 】 直近 2 期間の業種別営業利益・同率の実績比較

業種	2023/3期	2024/3期	増減額	増減率
	営業利益 単位:百万円			
金融	467	564	96	20.7%
流通	294	278	-16	-5.4%
通信・運輸	287	232	-54	-19.1%
その他	402	460	57	14.2%
製造業	86	107	21	24.6%
官公庁	72	138	66	91.3%
その他	244	214	-30	-12.2%
合計	1,452	1,536	83	5.8%
営業利益率 単位:%				
金融	9.6%	9.3%	-0.3%	
流通	8.3%	7.6%	-0.7%	
通信・運輸	10.0%	9.2%	-0.8%	
その他	8.0%	8.0%	-0.0%	
製造業	5.5%	6.6%		
官公庁	7.8%	12.3%		
その他	9.6%	7.1%		
合計	8.9%	8.5%		

【 図表 35 】 直近 2 期間のビジネスモデル別売上高比較



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

- ◆ ビジネスモデル別では、SIビジネスの増収増益が、エンハンスとデジタルビジネスの減収減益をカバー。
- ◆ デジタルビジネスは黒字を維持。

< ビジネスモデル別売上高・営業利益 >

・ビジネスモデルはエンハンス(システムの性能や品質向上を行うサービス)、SI(システムの企画・設計・開発・導入サービス)、デジタル(デジタル技術を活用した企画型ビジネス)に3区分されている。

・2024/3期では、エンハンスビジネスの売上高構成比率が全体の60%、営業利益では同59%と過半を占める。同ビジネスは前期比で6.5%の減収、16.1%の減益となったが、需要が旺盛で高い収益が見込めるSIビジネスにリソースをシフトしたことが要因である(図表35~36)。

・一方、SIビジネスは、金融・製造・小売業、官公庁向けにシステム案件が拡大し、59.5%の増収、86.7%の増益と極めて好調であった。

・また、小規模である(売上高構成比率3%、営業利益構成比率0.5%)デジタルビジネスが、ホームセンター向け案件の縮小により、前期比38百万円(Δ6.4%)の減収となり、営業利益も34百万円から8百万円(Δ76.6%)に減益となった。

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

【 図表 36 】 直近 2 期間のビジネスモデル別営業利益・同率の比較

単位:百万円,%	2023/3期	2024/3期	増減額	増減率
デジタルビジネス	34	8	-26	-76.6%
SIビジネス	329	614	285	86.7%
エンハンスビジネス	1,088	913	-175	-16.1%
営業利益・合計	1,452	1,536	83	5.8%
デジタルビジネス	5.6%	1.4%	-4.2%	
SIビジネス	7.9%	9.2%	1.3%	
エンハンスビジネス	9.4%	8.5%	-1.0%	
営業利益率・全社平均	8.9%	8.5%	-0.4%	

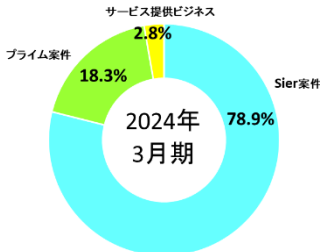
【 図表 37 】 ビジネスモデル別売上高、期初予想と実績との比較

単位:百万円,%	2023/3期	2024/3期	増減額	増減率
売上高	16,325	18,021	1,696	10.4%
デジタルビジネス	602	563	-38	-6.4%
SIビジネス	4,183	6,670	2,487	59.5%
エンハンスビジネス	11,539	10,786	-753	-6.5%

2024/3期 売上高				
ビジネスモデル	実績	期初予想	差異:百万円	差異:%
デジタル	563	920	-357	-38.8%
SI	6,670	5,850	820	14.0%
エンハンス	10,786	11,230	-444	-4.0%
合計	18,021	18,000	19	0.1%

- ◆スタイル別売上高を初開示。Sier 案件が約 8 割を占める。

【図表 38】事業スタイル別売上高構成



(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆SI ビジネスの増収が、他のビジネスの減収と諸コストの増加をカバーし、営業利益は微増。

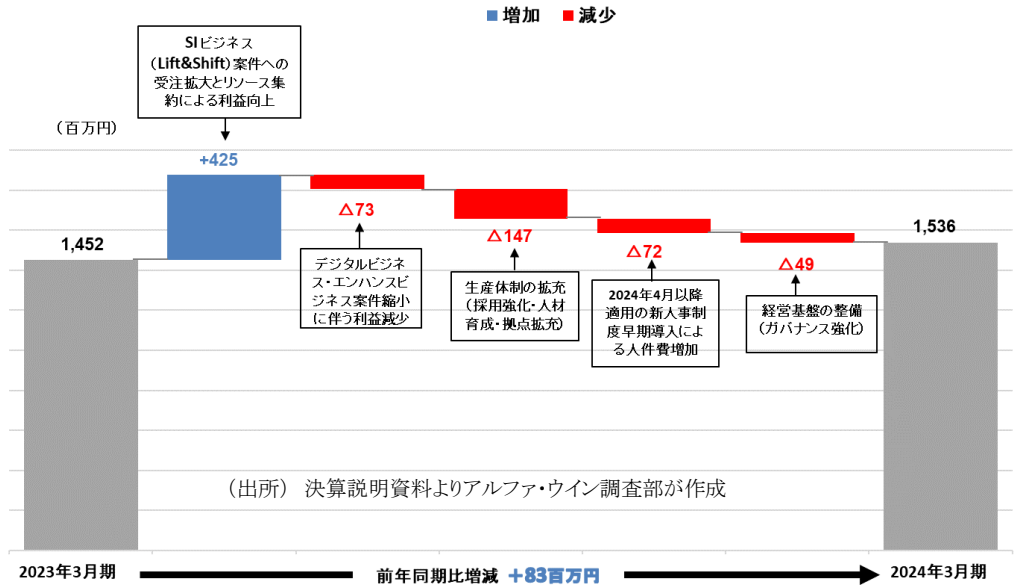
＜事業スタイル別売上高＞

・前期から Sier 案件、プライム案件、サービス提供事業の 3 つの事業スタイル別に売上高が開示された(図表 38)。因みに過去に遡及した売上高、並びに利益の開示はない。
 ・売上高構成比率では、Sier 案件が全体の 78.9%とほとんどを占める。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案件(エンドユーザーとの直接取引)が、これに次ぎ 18.3%を占める。
 ・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、現状では小さい。

＜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 39 の通りである。デジタル・エンハンスビジネスの案件の縮小による利益の減少、生産体制の拡充・新人事制度の早期導入・経営基盤の整備に伴うコストの上昇を、SI ビジネスの増収とリソースの集約化による利益の向上がカバーした。この結果、全社の営業利益は 83 百万円の増益となった。

【図表 39】2024/3 期(前期)、営業利益の増益要因(単位:百万円)



(出所) 決算説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆粗利率が微減、経営基盤の強化などのコスト上昇による販管費率の悪化もあり、営業利益率は低下。

粗利率は、(前々期⇒前期の順、以下同様) 21.9%⇒21.8%に 0.1 ポイント低下した。一方、販管費は前期比 12.7%増加し、増収率の 10.4%を上回ったため、販管費率は 13.0%⇒13.2%に 0.2%ポイント上昇した。人件費は前期比 2.9%の上昇(+29 百万円)に留まり、売上高人件費率は 6.1%⇒5.7%に低下したが、賃借料、支払い手数料(採用に伴うエージェントフィー等)、その他経費が増加した。

この結果、営業利益率は 8.9%⇒8.5%に 0.4%ポイント低下した。しかし、増収効果があり、営業利益は 5.8%の増益となった。

◆ キューブシステムによる 2025 年 3 月期(今期)業績予想

<概要>

- ◆ 今期は一桁の増収・増益を予想。モメンタムは低下するが、過去最高業績を達成する計画。

同社は今期の業績を売上高 18,800 百万円（前期比+4.3%）、営業利益 1,600 百万円（同+4.2%）、経常利益 1,650 百万円（同+3.7%）、当期純利益 1,100 百万円（同+3.1%）と計画している。

増収率・増益率のモメンタムは鈍化するが、過去最高売上高、及び各利益の連続更新を同社は予想している。

今期も、営業外・特別損益に大きな計上を予定していない。なお、国内を中心に新卒・中途採用を積極的に進め、増員する計画である。

【 図表 40 】 2025/3 期（今期）の会社による業績予想（単位：百万円）

単位:百万円	前期実績 2024/3期	今期会社予想 2025/3期	2024/3 上期	2025/3 上期計画	対前年同期比%	2024/3 下期	2025/3 下期計画	対前年同期比%
売上高	18,021	18,800	9,015	8,800	-2.4%	9,006	10,000	11.0%
粗利	3,922		1,960			1,962		
粗利率	21.8%		21.7%			21.8%		
販売管理費	2,386		1,166			1,220		
販管比率	13.2%		12.9%			13.5%		
営業利益	1,536	1,600	794	600	-24.4%	742	1,000	34.8%
営業利益率	8.5%	8.5%	8.8%	6.8%	-2.0%	8.2%	10.0%	1.8%
経常利益	1,591	1,650	788	650	-17.6%	802	1,000	24.6%
当期利益	1,067	1,100	501	440	-12.2%	566	660	16.7%

(出所) 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

<上下期別業績予想>

上期は、売上高 8,800 百万円（YOY△2.4%）、営業利益 600 百万円（同△24.4%）、当期利益 440 百万円（同△12.2%）を計画している（図表 40）。通期計画から上期実績を差し引くと、下期は（同順に）10,000 百万円（同+11.0%）、1,000 百万円（同+34.8%）、660 百万円（同+16.7%）と予想している。

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）。

今期も営業利益率は上期の 6.8%に対し、下期には 10.0%へと 3.2%ポイント上昇する計画である（前 2024/3 期は、下期に投資を積み増した為、イレギュラー：上期 8.8%、下期 8.2%）。

今下期は今上期に対し 13.6%の増収、66.7%の営業増益を予想している（前期は、それぞれ 0.1%の減収、6.5%の減益）。

<増収の前提>

今期は、以下の施策・要因により増収を計画している。

- ◆ ビジネスモデル別の売上高予想は、全セグメントで増収を計画。リソースの再配分でエンハンスの増収寄与を大きく見込む。

- ・ ビジネスモデル別売上高では、3 ビジネス全てにおいて増収を見込む。国内外のリソースの再調整により、エンハンスに注力し 413 百万円（全社の増収幅+778 百万円の 53%）の増収を計画する。

(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。

◆事業スタイル別では、Sier 案件とサービス提供事業の増収予想幅が大きい。

◆業種別では、金融とその他がドライバー。

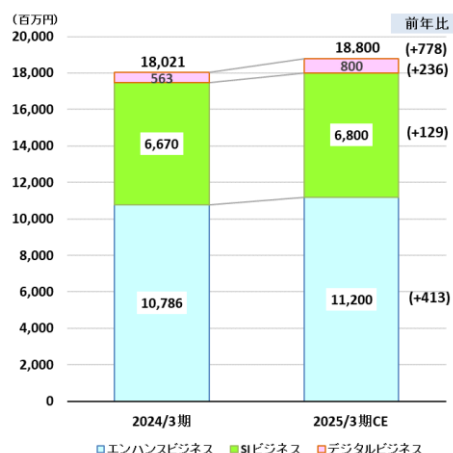
・デジタルビジネスでも、コンサル協業モデル^{注21}の推進と AI 技術を活用したサービスの拡大により、236 百万円 (YOY+42%) の増収を見込む。

・また、事業スタイル別でも 3 事業とも増収を見込む。増収金額は Sier 向け事業が大きい (+379 百万円、YOY+2.7%) が、増収率ではサービス提供事業 (ソリューションの提供等) が 44.0%増 (YOY+220 百万円) と大きい。プライム案件も 5.5%増 (同+180 百万円) と堅調な増収を見込む。

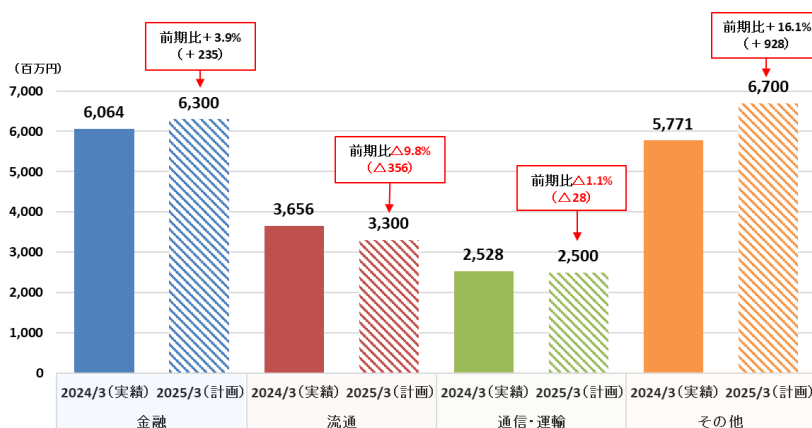
・業種別では受注状況を踏まえ、前期の傾向と同じく、金融とその他の増収と、流通業と運輸・通信の減収を見込んでいる。全社の増収予定額 778 百万円のうち、その他が 928 百万円の増収 (増収幅の 119%、前期比+16.1%) と最も寄与する見込みである。

その他では、製造業、官公庁向け、並びに AI 関連などが伸びると予想している。また、金融では銀行等の IT 投資が活発であり、235 百万円の増収 (増収幅の 30%、前期比+3.9%) を見込んでいる (図表 42)。

【図表 41】2025/3 期 (今期) のビジネスモデル別売上高予想 (CE:会社計画)



【図表 42】2025/3 期 (今期) の業種別売上高予想 (会社計画)



(出所) 図表 41, 42: 決算説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

◆デジタル化の推進、生産性の改善と付加価値の高いビジネスにシフトし、収益力を向上させる方針。

◆将来の成長に向けた投資を継続。営業利益率は横ばいを想定し、増収効果で営業増益を予想。

<粗利率、営業増益の前提>

・デジタル化の推進、生産性の向上 (リソースの最適化を図るための開発体制の整備等) に努め、付加価値の高いビジネスにシフトし、粗利率が大きく改善すると見込んでいる (前期 21.8%⇒今期 24.5%)。

・一方、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、処遇改善に伴う人件費等の諸コストが増加し、収益力の改善による効果との相殺が見込まれ、営業利益率は 8.5%と前期と同水準にとどまる計画である。

・但し、増収効果により前期比 64 百万円、4.2%の営業増益を見込んでいる (参考: 営業利益率の実績: 2020/3 期 6.5%⇒2021/3 期 7.9%⇒2022/3 期 8.8%⇒2023/3 期 8.9%⇒2024/3 期 8.5%)。

8. 成長戦略

◆ 《VISION 2026》中期経営計画

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。

- ◆ 前期に中計V2026の第1次中期経営計画が終了。

このうち、2024/3期を最終年度とする、前半3期間の第1次中期経営計画が終了した。

- ◆ 売上高・営業利益、ROEなどの数値目標は未達。生産体制の不足が主因。

<第1次中期経営計画の成果>

図表43が第1次中計の数値目標と実績の比較である。最終年度(2024/3期)の実績は、目標数値(連結売上高・利益)をやや下回った。

売上高は(2022年5月公表時の上方修正後の目標⇒実績の順)190億円の計画に対し180億円と10億円(計画比△5.3%)の未達、同様に営業利益も17.1億円に対し15.3億円と1.8億円(同△10.5%)、営業利益率も9.0%に対し8.5%(同△0.5%ポイント)、ROEは13.0%以上に対し10.8%(同△2.2%ポイント以上)と目標に対して未達となった。

主な要因は、生産体制の不足(≒増員したものの需要・業務量の増大に採用が追い付かず、人員不足による機会損失)によるものである。

- ◆ 目標を達成した項目もあり、一定の成果を残す。

但し、SIビジネスの売上高、並びに一人当たりの売上高は目標を達成したことや、ビジネスモデル別の構成比、及びテーマや課題に対する取り組みも概ね目標に向けて進展したことなど、一定の成果を挙げたと考えられる。

【図表43】第1次中期計画(V2026)の目標と実績～過去3年間(2022/3期～2024/3期)の成果～

	2021年3月期 実績	第1次中期経営計画				目標値との差異	
		2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	第1次中計目標数値 ^{※2}	差異(金額)	差異(%)
売上高	147億円	160億円	163億円	180億円	190億円	△10億円	△5.3%
デジタルビジネス	0.6億円	3.5億円	6.0億円	5.6億円	10億円	△4.4億円	△44.0%
SIビジネス	25億円	46.4億円	41.8億円	66.7億円	57億円	9.7億円	17.0%
エンハンスビジネス	121億円	111.0億円	115.3億円	107.8億円	123億円	△15.2億円	△12.4%
売上高CAGR (2020年度比)	-	8.9%	5.3%	6.8%	8.7%	△1.9%	—%
営業利益	11.7億円	14.1億円	14.5億円	15.3億円	17.1億円	△1.8億円	△10.5%
営業利益率	7.9%	8.8%	8.9%	8.5%	9.0%	△0.5%	—%
ROE	14.0%	13.8%	11.8%	10.8%	13.0%以上	△2.2%以上	—%
一人当たり売上高 ^{※1}	21百万円	22.5百万円	22.9百万円	24.3百万円	23百万円	1.3百万円	5.7%
社員数(国内)	689名	714名	713名	740名	—名	—名	—名
社員数(連結)	781名	830名	843名	886名	—名	—名	—名

(出所) 決算説明資料

(備考) ※1 社員数(国内)にて算出 ※2 第1次中計の目標数値は2022年5月11日公表数値(中期経営計画の財務目標修正に関するお知らせ)

- ◆ 第2次中計を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(2025/3~2027/3期)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〜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。

- ・「基本に忠実な行動」、「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%」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。

- ◆ 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。

<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た (図表 44、項目自体は、両中計で同一)。

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。なお、第 2 次中計は第 1 次中計の目標数値を、全て上回る設定となっている。

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、コミュニケーションによる活性化、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。

【 図表 44 】 第 2 次中期計画 (V2026) (2025/3 期~2027/3 期) ~財務・非財務目標 (KPI) ~

	重要経営指標 (KPI)	2021/3 実績	第 1 次中計実績	第 2 次中計目標	
財務	資本効率	ROE	14.0%	10.8%	14.0%
	生産性	一人当たり売上高	21 百万円	24 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 25 億円	SIビジネス +41 億円(2020年基準)	クラウド向け事業 +10 億円 ^{※1} 先バ提供事業 +5 億円
	成長性	売上高 CAGR	—	6.8%	8.7%程度
	利益指標	営業利益率	7.9%	8.5%	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	18.3%	18.6%	30.0%
	働き方改革	時間外勤務時間 ^{※2}	—	33.6 時間/月	25 時間/月
	コミュニケーション活性化	エンゲージメントスコア ^{※3}	—	やりがい: 64	71 以上
	人材育成	1人当たり教育・研修日数	—	5.1 MD	10.0 MD
	環境	GHG 排出量目標 (Scope1,2,3 ^{※4}) 2021 年度比	Scope1,2 287 t-CO2 Scope3 4,576 t-CO2	Scope1,2 234 t-CO2 Scope3 5,399 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 次中期経営計画における業績目標>

- ◆ 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%。

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) を目標とする (P37-図表 45)。

これまでの同社のトラック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 (P38-図表 47、過去 26 年間の単純平均増収率+6.1%)。

- ◆デジタルビジネスの高成長と、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8.5%から最終年度には10.5%まで上昇を見込む意欲的な計画。

なお、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。

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期予想では8.5%と前期比で横ばいだが、2026/3期には9.5%、2027/3期には10.5%へと各期1.0%ポイント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45】《V2026》第2次中期経営計画の業績目標(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	2026年3月期	2027年3月期	2024年3月期比増減	2024年3月期比CAGR
売上高	180億円	188億円 (前期比:4.4%増)	206億円 (前期比:9.6%増)	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	-	-	25億円	+19.4億円	+64.7%
SIビジネス	66.7億円	-	-	75億円	+8.3億円	+4.0%
エンハンスビジネス	107.8億円	-	-	130億円	+22.2億円	+6.4%
Sier向け事業	142.2億円	-	-	175億円	+32.8億円	+7.2%
プライム向け事業	33.0億円	-	-	45億円	+12.0億円	+10.9%
サービス提供事業	5.0億円	-	-	10億円	+5.0億円	+26.0%
営業利益	15.3億円	16.0億円	19.5億円	24.1億円	+8.8億円	+16.2%
営業利益率	8.5%	8.5%	9.5%	10.5%	+2.0pt	—
社員数(国内)	740名	800名	—名	920名	+180名	+7.5%
一人当たり売上高 ^①	24百万円	23百万円	—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46】中期の業績予想(会社計画と当調査部の予想)

単位:百万円、%	2024/3期・実績	2025/3期CE	2025/3期・新E	2025/3・旧E	2026/3期中計	2026/3期・新E	2026/3・旧E	2027/3期中計	2027/3期・新E
売上高	18,021	18,800	18,800	19,000	20,600	20,000	20,600	23,000	21,700
デジタルビジネス	583	800	800	1,200		1,300	1,700	2,500	2,200
SIビジネス	6,670	6,800	6,800	6,200		7,000	8,800	7,500	7,200
エンハンスビジネス	10,788	11,200	11,200	11,600		11,700	12,000	13,000	12,300
売上総利益	3,922	4,800	4,800	4,150		4,800	4,500		5,300
売上総利益率	21.8%	24.5%	23.9%	21.8%		24.0%	22.0%		24.4%
販売費及び一般管理費	2,386	3,000	2,900	2,425		2,950	2,650		3,150
(対売上高比)	13.2%	16.0%	15.4%	12.8%		14.8%	12.9%		14.5%
営業利益	1,536	1,600	1,600	1,725	1,950	1,850	1,850	2,410	2,150
(対売上高比)	8.5%	8.5%	8.5%	9.1%	9.5%	9.3%	9.0%	10.5%	9.9%
経常利益	1,590	1,650	1,650	1,755		1,900	1,870		2,200
(対売上高比)	8.8%	8.8%	8.8%	9.2%		9.5%	9.1%		10.1%
当期純利益	1,067	1,100	1,100	1,155		1,250	1,235		1,450
(対売上高比)	5.9%	5.9%	5.9%	6.1%		6.3%	6.0%		6.7%
売上高(前期比伸率、以下同様)	10.4%	4.3%	4.3%	5.4%	9.6%	6.4%	7.9%	11.6%	8.5%
売上総利益率(前期との差異)	-0.1%	2.7%	2.2%	0.1%		0.1%	0.1%		0.4%
販売費及び一般管理費(伸率)	12.7%	25.7%	21.5%	1.6%		1.7%	9.3%		6.8%
営業利益(伸率)	5.8%	4.2%	4.2%	12.3%	21.9%	15.6%	7.2%	23.6%	16.2%
経常利益(伸率)	7.5%	3.7%	3.8%	10.4%		15.2%	6.6%		15.8%
当期純利益(伸率)	7.8%	3.1%	3.1%	6.2%		13.6%	6.9%		16.0%

(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2025年3月期(今期)業績予想 <業績予想の修正>

- ◆当調査部では前回の今期予想を見直し、売上高と利益予想を会社計画まで修正。

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 19,000 百万円から 18,800 百万円に修正した (P37-図表 46) また、営業利益の予想も、1,725 百万円から会社予想と同額の 1,600 百万円まで引き下げた。

今期予想の増収率 (YOY) は、ほぼ想定通りであった。一方、前回予想では今期の営業利益率を 9.1%まで改善すると見込んでいた。しかし、次なる成長に向け先行投資を強化するためコストが想定以上に増加し、営業利益率が 8.5%と前期実績並みにとどまるとした点が、前回との主な差異である。

- ◆会社予想は達成可能な範囲内にあると思われる。

顧客の戦略的な IT 投資意欲は旺盛であり、同社の受注は堅調である。投資やコストコントロールを適正に行えば、計画する利益の達成可能と思われる。

人的なキャパシティの制約や、成長に向けてさらに積極的な投資を行うために、人件費・外注費などのコストが増加する懸念はある。

しかし、増加率や利益率から判断すると、売上高、利益の前提は概ね妥当と思われる、ダウンサイドリスクは限定的であると考えられる。ある程度のリスクも勘案し、当調査部では会社予想と同額の予想とした。

- ◆過去の長期間にわたり、期初の業績予想と実績値の平均乖離率は小さいが、やや強めの予想を発表する傾向がある。

<業績予想と実績のトラックレコード>

過去、長期間にわたり、同社の期初発表の業績予想値と実績値の乖離を分析した (図表 47)。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 4.0%、2.6%、3.0%、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公表する傾向がある。

【図表 47】 期初の連結業績予想 (会社) と実績値の時系列的比較

連結	売上高		営業利益		経常利益		親会社利益に帰属する当期純利益 (当期利益)		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	
	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
単位:百万円																	
01/3期	-	4,806	-	-	-	387	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
02/3期	-	5,598	-	485	-	445	-	246	-	-	-	-	16.5%	-	-	15.0%	-
03/3期	-	6,244	-	510	-	432	-	235	-	-	-	-	11.5%	5.2%	-2.9%	-4.4%	-
04/3期	6,900	6,575	-	491	522	500	284	280	-4.7%	-	-4.3%	-1.5%	5.3%	-3.7%	15.7%	18.9%	-
05/3期	7,000	7,100	-	558	532	551	287	315	1.4%	-	3.5%	9.7%	8.0%	13.6%	10.2%	12.5%	-
06/3期	7,800	7,787	-	549	600	551	340	312	-0.4%	-	-8.2%	-8.3%	9.4%	-1.6%	0.0%	-1.0%	-
07/3期	8,300	7,923	-	590	570	584	330	324	-4.5%	-	2.4%	-1.8%	2.0%	7.4%	5.9%	3.9%	-
08/3期	8,300	8,109	605	645	610	643	336	342	-2.3%	6.6%	5.4%	1.9%	2.3%	9.4%	10.2%	5.7%	-
09/3期	8,500	8,507	680	652	685	597	350	308	0.1%	-4.1%	-12.8%	-12.1%	4.9%	1.1%	-7.1%	-10.1%	-
10/3期	8,800	8,706	680	637	670	660	350	349	-1.1%	-3.5%	-1.5%	-0.3%	2.3%	-2.3%	10.8%	13.4%	-
11/3期	9,200	9,186	675	682	680	672	263	208	-0.4%	-1.9%	-1.2%	-20.9%	5.3%	4.0%	1.8%	-40.4%	-
12/3期	9,300	8,431	685	524	675	533	350	118	-9.3%	-21.2%	-21.0%	-66.4%	-8.0%	-20.9%	-20.7%	-43.4%	-
13/3期	9,000	9,242	620	601	630	606	350	338	2.7%	-3.1%	-3.8%	-3.5%	9.6%	14.8%	13.7%	186.7%	-
14/3期	10,000	11,217	700	685	700	702	380	387	12.2%	-5.0%	0.3%	1.7%	21.4%	10.6%	15.8%	14.5%	-
15/3期	12,000	12,527	840	984	840	981	480	594	4.4%	14.8%	16.7%	23.8%	11.7%	45.0%	39.7%	53.7%	-
16/3期	13,000	12,623	1,000	949	1,020	960	600	629	-2.9%	-5.1%	-5.9%	4.8%	0.8%	-1.6%	-2.1%	5.9%	-
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%	-12.4%	-
18/3期	14,300	13,559	1,080	855	1,080	893	650	567	-5.2%	-19.3%	-17.3%	-12.8%	5.1%	9.5%	10.1%	2.9%	-
19/3期	14,700	14,325	1,010	922	1,010	960	640	597	-2.5%	-8.8%	-5.0%	-6.8%	5.7%	7.8%	7.5%	5.2%	-
20/3期	15,500	14,708	1,090	959	1,090	978	684	525	-5.1%	-12.0%	-10.5%	-23.2%	2.7%	4.1%	1.7%	-12.0%	-
21/3期	16,000	14,788	1,120	1,174	1,120	1,295	700	844	-7.6%	4.8%	15.6%	20.6%	0.5%	22.4%	32.7%	60.8%	-
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%	11.8%	-
23/3期	17,300	16,325	1,530	1,452	1,545	1,480	1,000	989	-5.6%	-5.1%	-4.2%	-1.1%	1.4%	2.5%	3.4%	4.8%	-
24/3期	18,000	18,021	1,620	1,536	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期会社予想	18,800	1,600	1,650	1,100					-1.8%	-4.0%	-2.6%	-3.0%	6.1%	6.2%	7.1%	12.9%	-

(出所) 決算短信より、当調査部が作成

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・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

当調査部では従来の中期の業績見通しを修正し、新たに 2027/3 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、P37-図表 46、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）。

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

中期業績について当調査部では以下の前提を置き、かつリスクファクターを考慮したため、売上高・利益とも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、会社の目標値のハードルは高いが、好条件が整えば達成可能であると考えている（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。

- ◆ リスクは、人材の確保、コストの上昇、並びに企業業績の動向。

<リスクファクターと中期的な利益成長性>

- ・マクロ環境では、地政学的なリスクの高まり、円安と物価上昇、インフレ抑制のための金利の上昇や高止まり、これに伴う世界景気の後退懸念から、中期的には国内企業の業績への影響が懸念される。

- ・今後の主要な最終ユーザーの収益環境、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。

- ◆ 当部では、中期の利益成長率を年率 10~20%前後と予想。

- ・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 10~20%前後の増益基調が続くと予想している。

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

<増収要因・前提>

- ・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 との提携も本格的に寄与し、中期的に年率 6~8%程度の売上高の成長を予想した。

- ・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。

- ◆ 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。

<増益要因・前提>

- ・コストの増加を各種施策により相殺し、前期の粗利率はわずかな低下に留まった。計画されている先行投資がピークアウトすると思われる来期以降は、徐々に改善すると予想した。

- ・将来の成長に向けた事業基盤の強化（開発拠点・生産体制の増強・拡充）、人件費・外注費等の上昇、新技術・ビジネス研究などの先行投資を進めるため、製造原価や一般管理費の増加が中期的には見込まれる。

- ・しかし、高付加価値案件へのシフト、生産性の向上、増収に伴う販管費率の低下により、来期以降、増収効果に加えて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48に示した。

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

近年の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を加えた。

【図表48】SWOT分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・長い業歴、豊富な実績と高い信頼性 ・安定かつ優良な顧客基盤 ・高い技術力・独自のノウハウ・知識を持つ人材・組織力(業種やプロジェクト/リスクマネジメント) ・参入障壁が実質的には高く、継続性が高いビジネスモデル ・NRIとの資本・業務提携 ・キャッシュカウビジネス、豊富な現預金、堅固な財務体質 ・新事業への展開や事業拡大に向けた経営姿勢(開発拠点・生産体制の増強に向けた積極的な投資を実施) ・直接営業によるコンサルティングセールス力 ・充実した人材育成・教育制度
弱み・課題 (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・特定顧客への依存が大きいこと(NRI向けの売上依存度が過半) ・IT関連の労働市場はタイトで、優秀な人材の確保・増員が難しいこと(更なる成長のボトルネック) ・利益率を改善しにくい業界構造 ・次世代成長製品・サービスが本格化するまで時間を要する ・プロジェクト管理(不採算案件の潜在的な発生リスク)
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・人手不足と業務効率化を背景としたITシステム市場の継続的な成長 ・戦略的なシステム需要の高まり ・上流工程、ニッチ分野、大規模開発案件 ・アジャイル開発やAIを活用した生産性の改善 ・クライアントの海外進出に伴う業務の拡大 ・プライム向け事業・サービス提供事業、デジタルビジネスへの展開と強化 ・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 ・M&A、アライアンスの強化
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・マクロ環境の悪化、景気低迷による、顧客のIT投資の抑制、更新需要の減退、価格競争の激化 ・代替品の出現(AIや業務用パッケージソフトの普及)、製品開発の遅れや瑕疵 ・情報管理・情報漏洩に関するリスク ・人件費や外注費の上昇

(出所)アルファ・ウイン調査部が作成 (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、さらなる成長のボトルネックとなっている。

- ◆プロジェクトマネジメントの強化に注力するが、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、近年成果が現れつつあるが、一定のリスク要因として認識しておきたい。

◆ 株主還元、及び株主優待制度

同社は、業績向上による安定配当と時価総額の増大により、株主資産価値を向上させるとの考えを持っている。

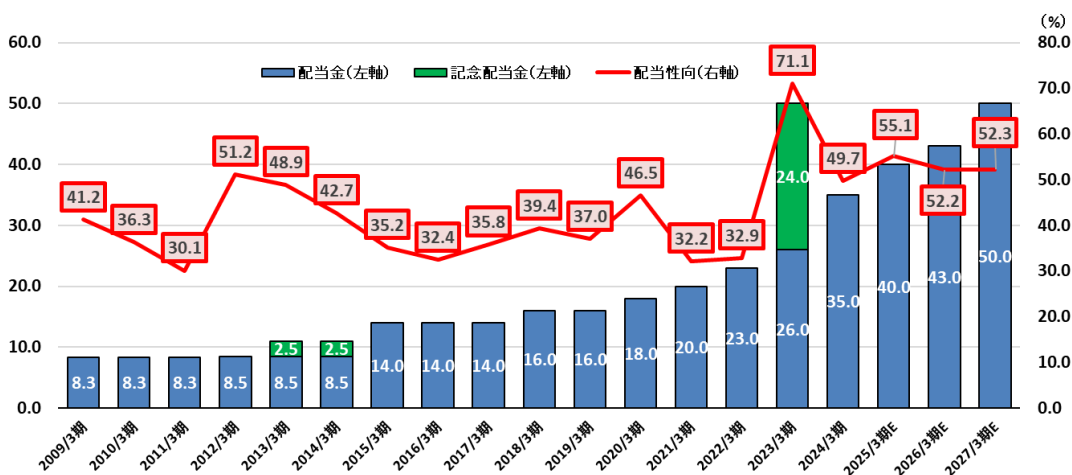
連結配当性向は、2020/3期 46.5%、2021/3期 32.2%、2022/3期 32.9%と推移し、2023/3期には記念配当により71.1%まで上昇した(普通配当のみでは37.0%)。2024/3期も配当性向は49.7%と高水準であり、純資産配当率(DOE)も5.4%と十分な水準にある。

- ◆ 連結配当性向 35%を40%に、さらに50%に引き上げ、連続増配(普通配当ベース)を継続中。
- ◆ 今期も増配(普通配当+5円)を予定。中期的にも増配余地あり。

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、さらに今期より50%に引き上げる方針とした。

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(予定、連結配当性向55.1%)と着実に増配傾向にある(図表49)。中期的には増益が見込め、来期以降も増配余地があると思われる。

【図表49】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(最大)利回りは、約4.1%。

株価1,108円(6月7日終値)で計算すると、配当利回りは3.6%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(P42-図表50)。

優待を考慮すると、実質的な利回りは最大4.1%に高まる(最適株数を保有と仮定)。今後も、EPSを高め安定配当を行いつつ、株主還元の拡充を図る方針である。

優待考慮後の実質的な年間利回りは、同業他社のハイマックスが4.0%、東邦システムサイエンスは4.2%と同水準である(参考、NRIは優待がなく配当のみ1.4%、他2社はクオカードの贈呈制度あり)。

【 図表 50 】 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	40	4.1
400	1,000	2,000	40	4.1
1,000		3,000	40	3.9

「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(2024年6月7日終値): 1,108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、2024/3 期で同社が 5.4%、ハイマックス 4.8%、東邦システムサイエンス 8.0% (同)、(参考) NRI 7.8% (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高い(各社とも記念配当なし)。

因みに、今期予想の配当性向は同社 55.1%に対し、ハイマックス 41.7%、東邦システムサイエンス 61.6%、NRI 38.2%と同業内では高い水準にある。

◆ 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がある。

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

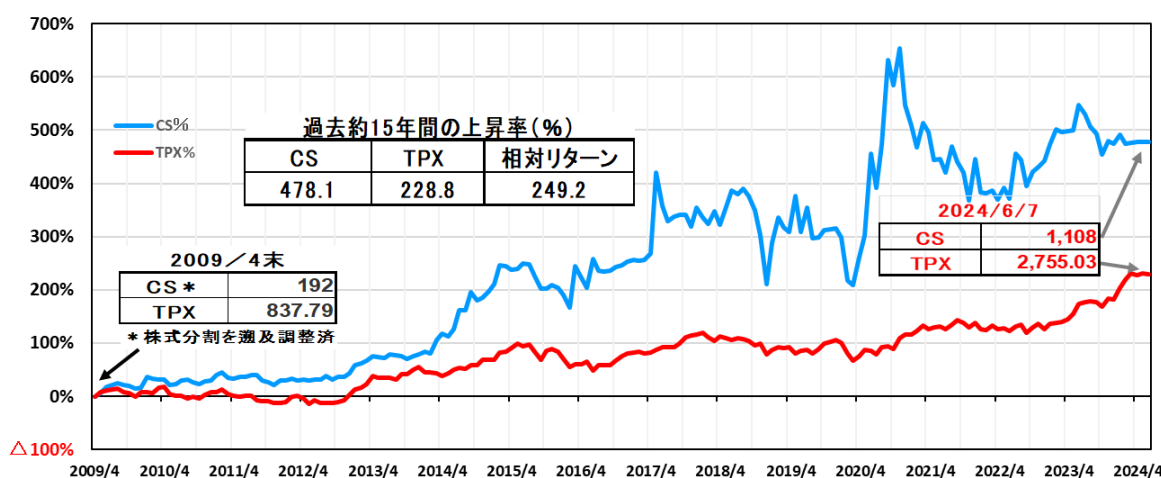
◆ **ディフェンシブな内需成長株。過去約 15 年で株価は約 5.8 倍に上昇し、TOPIX を大幅にアウトパフォーマンス。**

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 15 年間で約 5.8 倍まで上昇し、TOPIX を約+250%アウトパフォーマンスしている(株式分割を考慮して計算、2024 年 6 月 7 日終値、図表 51)。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 51 】 同社株 (CS) と TOPIX の長期的なリターン (過去約 15 年間の月次別株価の推移)



備考: CS株価、TOPIXの2009年4月末水準をスタート・ゼロ%とする
(出所) アルファ・ウイン調査部が作成。直近の株価、TOPIXは、2024年6月7日終値。

◆ **過去 1 年間では TOPIX、同業他社をアンダーパフォーマンス。**

好業績を背景に株価が上昇した時期が起点であることもあり、過去 1 年間では TOPIX、並びに同業 2 社 (ハイマックス、東邦システムサイエンス)、NRI をアンダーパフォーマンスしている。景気敏感株、大型株、ハイテク株優位の相場環境の中、内需のディフェンシブ株で業績の変化率が相対的に小さいことが主因と思われる。

◆ **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 を除き) PER が若干低い上、配当利回りは高くやや割安感がある。同業 2 社との比較では、概ね中位にある (P44-図表 52)。

◆ **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等をアウトパフォーマンスすることが予想される。また、バリュエーションに割高感がないことから、基本的に株価は業績に連動すると考えられる。

なお、週次ベースでの過去5年間のTOPIXに対するヒストリカルベータ値は1.18と、ディフェンシブな業態において、かつ同業他社との比較でも相対的に高い。

【図表52】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 25社(平均)
コード	2335	4299 S	4333	4307	-	-
株価(6月7日終値)	1,108	1,343	1,424	4,158	1,418.11	-
時価総額(百万円)	17,451	18,671	29,018	2,414,954	-	593,555
PER(株価予想収益率)	15.27	12.73	21.92	27.23	16.14	20.10
PBR(株価純資産倍率)	1.66	1.42	2.77	6.00	1.38	2.70
配当利回り(%)	3.61	3.28	2.81	1.39	2.31	2.54
EV/EBITDA(倍)	6.60	3.75	11.42	13.92	-	-
PSR(株価売上高倍率)	0.93	0.90	1.66	3.10	-	-
過去の半年間の1日平均売買金額(百万円)	18	12	29	5,779	-	-
週次過去5年間のベータ(β:対TOPIX)	1.18	0.57	0.64	0.84	-	-

時価総額=発行済株式総数×時価(2024年6月7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2025/3期の会社計画、PBRに用いたBPSは2024/3期末実績
 EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現金)/(営業利益+減価償却費+無形固定資産等償却)、営業利益は当期の会社計画、減価償却費+無形固定資産等償却は、前期実績を参考に推定
 PSR=時価総額/売上高(2025/3期会社予想) * 現金は、2024/3期末の残高。

(出所) 図表 52、53: 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

◆ 同業 25 社内での比較では、バリュエーションはやや低い。

また、東証プライム市場に上場する代表的な SI 企業 25 社 (同社、並びに上記 2 社、NRI も含む) 合計の時価総額は、約 14.8 兆円、同売上高は約 9.8 兆円、営業利益は 9,523 億円、営業利益率は各社の単純平均 12.6%、加重平均 10.0%である。

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

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 53、参考:ユニバースの単純平均 PER 20.1 倍、同 PBR 2.7 倍、同配当利回り 2.5%、同 PSR 2.1 倍、加重平均 PSR 1.6 倍)、同社のバリュエーションにはやや割安感がある。

今後も同社の売上が増加し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53】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	3,309,199	2,380	4,430,000	336,000	7.6%	8.4	24.1	1.9	1.1%	25.00	97.72	1,226.23	0.7	25.6%
4307	野村総合研究所	2,414,954	4,158	780,000	132,000	16.9%	19.9	27.2	6.0	1.4%	58.00	152.71	693.33	3.1	38.2%
4684	オービック	2,011,920	20,200	122,800	78,000	63.5%	16.0	28.2	4.5	1.6%	320.00	716.12	4,531.90	16.4	44.7%
4716	日本オラル	1,485,075	11,420	233,721	未公表	未公表	37.0	27.7	8.3	-	未定	412.00	1,375.86	6.3	未定
4768	大塚商会	1,087,952	2,883	1,026,000	68,500	6.7%	14.3	22.8	3.3	2.4%	70.00	125.71	868.82	1.1	55.7%
9719	SCSK	958,055	3,063	510,000	62,000	12.2%	14.1	21.5	3.2	2.2%	68.00	142.42	967.36	1.9	47.7%
3626	TIS	704,212	2,981	555,000	66,500	12.0%	16.0	15.5	2.2	2.3%	68.00	192.55	1,333.32	1.3	35.3%
8056	BIPROGY	469,031	4,277	385,000	35,500	9.2%	11.5	17.5	2.6	2.3%	100.00	243.72	1,654.93	1.2	41.0%
2327	日鉄ソリューションズ	463,910	5,070	330,000	36,000	10.9%	11.1	37.9	2.0	1.3%	67.00	133.89	2,588.51	1.4	50.0%
9749	富士ソフト	448,210	6,650	315,000	22,000	7.0%	9.2	19.9	3.3	1.3%	84.00	333.80	2,014.30	1.4	25.2%
4812	ISID	340,253	5,220	153,000	22,500	14.7%	18.7	21.6	4.1	2.1%	108.00	241.28	1,284.67	2.2	44.8%
1973	NECネットワークスアイ	327,183	2,191	365,000	29,000	7.9%	10.4	18.1	2.1	2.6%	58.00	120.83	1,024.09	0.9	46.3%
9759	NSD	258,430	3,005	107,000	15,800	14.8%	17.5	22.2	3.7	2.5%	74.00	135.27	811.26	2.4	54.7%
9682	DTS	185,889	4,210	125,000	13,300	10.6%	14.2	19.3	2.8	2.6%	110.00	217.67	1,489.17	1.5	50.5%
9692	シーイーシー	67,342	1,791	56,500	6,280	11.1%	11.6	14.0	1.5	3.1%	55.00	127.91	1,212.54	1.2	43.0%
4674	クレスコ	50,490	2,295	58,500	5,900	10.1%	14.3	23.6	1.7	1.7%	38.00	97.09	1,343.78	0.9	39.1%
9739	NSW日本システムウェア	46,563	3,125	52,000	6,000	11.5%	13.6	11.2	1.4	2.7%	85.00	280.21	2,226.53	0.9	30.3%
4719	アルファシステムズ	42,388	3,015	37,500	4,400	11.7%	7.5	13.9	1.0	3.3%	100.00	217.25	2,881.81	1.1	46.0%
4725	CAC Holdings	39,789	1,937	51,500	未公表	未公表	8.2	-	1.0	4.1%	80.00	未公表	1,937.15	0.8	未公表
9600	アイネット	36,675	2,258	40,420	3,250	8.0%	11.7	13.7	1.8	2.5%	56.00	164.22	1,257.26	0.9	34.1%
9640	セゾンテクノロジー	29,646	1,830	25,500	2,200	8.6%	4.2	19.8	2.1	4.9%	90.00	92.80	877.85	1.2	97.2%
4333	東邦システムサイエンス	29,618	1,424	17,800	1,700	9.6%	11.9	21.9	2.8	2.8%	40.00	64.95	513.18	1.7	61.6%
4682	フォーカスシステムズ	18,020	1,108	32,500	2,100	6.5%	10.7	11.7	1.2	3.4%	38.00	94.66	888.09	0.6	40.1%
2335	キューブシステム	17,451	1,108	18,800	1,800	8.5%	10.8	15.3	1.7	3.6%	40.00	72.55	668.41	0.9	55.1%
4299	ハイマックス	18,671	1,343	18,800	1,780	9.6%	11.1	12.7	1.4	3.3%	44.00	105.51	945.72	0.9	41.7%
	単純平均	593,555				12.6%	13.4	20.1	2.7	2.5%				2.1	45.6%

(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2024年6月7日終値、平均値は有効なデータのみを対象とした平均。

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と、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。