

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：2024/8/15

アルファ・ウイン 調査部

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

● 要旨

◆ 長期間に亘り安定成長を遂げる、独立系の中堅システムインテグレーター

- 株式会社キューブシステム（以下、同社）は、東証プライムに上場する独立系の中堅システムインテグレーターである。野村総合研究所（以下、NRI）や富士通グループ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年に設立され、業歴52年を有する。
- 同社は過去26年間に亘り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+6.1%、経常利益成長率（同）は+7.6%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7.4%）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。2024/3期には、過去最高売上高と利益を更新し、5期連続の増配を実施した。
- 2022年4月には東証一部から、新設されたプライム市場に移行した。
- 同社は2022年12月に、業界トップクラスの大手優良企業であるNRIと資本・業務提携契約を締結し、NRIは同社の議決権の20.2%を保有する筆頭株主となった。また、NRIグループは同社の最大顧客で、2024/3期の連結売上高の52.7%を占める。
- 2023/3期より2026/3期まで4期間わたり、NRIとの資本提携により調達した資金に自己資金を加えた総額22億円を、更なる成長と人的なボトルネックの解消に向け、開発拠点と生産体制の増強に投資を行う計画である。

◆ 今期第1四半期決算～微増収、先行投資により大幅減益だが会社計画線。

<Q1:概要>

- 2025/3期第1四半期（2024年4～6月：以下、Q1）の決算は、売上高4,411百万円（前年同期比＝YOY：+0.8%）、営業利益220百万円（同△40.3%）、経常利益226百万円（同△38.9%）、親会社株主に帰属する四半期純利益（以下、当期利益）157百万円（同△32.3%）と、微増収ながら大幅な減益となった（P2-図表1）。
- Q1決算としては過去最高の売上高を更新した。なお、Q1の会社計画は非公表であるが、売上高・利益ともほぼ同社の計画線に着地した模様である。
- 企業の好業績を背景に、DXやクラウド等への情報化投資が旺盛で受注が増加している。同社は、生産体制の強化、人材投資（増員や新人事制度の導入に伴う人件費の増加）を中心とする先行投資を進めた結果、微増収ながら大幅な減益となった。
- 粗利率は、前期Q1の21.4%から今期Q1には20.1%へと1.3%ポイント低下した（以下同順）。一方、販管費は568百万円から665百万円へと17.1%増加し、増収率を大きく上回ったため、販管費率は13.0%から15.1%へと2.1%ポイント上昇した。この結果、営業利益率は8.5%から5.1%へと3.4%ポイント低下した。

ショートレポート

1/10

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。

【図表1】第1四半期の業績概要

連結	第1四半期業績		2025/3第1四半期	増減率	増減額/額	増減幅寄与率	構成比率	2025/3通期会社計画		増減率	Q1進捗率	
	2024/3第1四半期	2023年4~6月						2024年4月~2025年3月	増減額/額			増減率
区分	連結売上	サービス/業種名	2024年4~6月	2023年4~6月	YOY: %	YOY: 百万円/%	%	%	2024年4月~2025年3月	YOY: 百万円/%	YOY: %	
①事業スタイル別	売上高	サービス	4,376	4,411	0.8	35	100.0	100.0	18,800	779	4.3	23.5%
		Sier案件	3,437	3,429	-0.2	-8	-22.9	77.8	14,600	379	2.7	23.5%
		プライム案件	865	804	-7.0	-61	-174.3	18.2	3,480	180	5.5	23.1%
	営業利益	サービス提供ビジネス	74	177	139.7	103	294.3	4.0	720	220	44.0	24.6%
		Sier案件	294	167	-43.1	-127	-85.2	75.9				
		プライム案件	75	54	-27.0	-21	-14.1	24.5				
	営業利益率%	サービス提供ビジネス	0	-1	赤字化	-1	-0.7	-0.6				
		Sier案件	8.6	4.9	-3.7							
		プライム案件	8.8	6.8	-2.0							
②業種別	売上高	金融業	1,397	1,527	9.3	130	371.4	34.6	6,300	235	3.9	24.2%
		流通業	956	731	-23.5	-225	-642.9	16.6	3,300	-356	-9.8	22.2%
		通信業・運輸業	644	577	-10.4	-67	-191.4	13.1	2,500	-28	-1.1	23.1%
		製造業(その他)	401	419	4.5	18	51.4	9.5				
		官公庁(その他)	264	367	39.1	103	294.3	8.3	6,700	928	16.1	23.5%
		その他(その他)	713	788	10.5	75	214.3	17.9				
	営業利益	金融業	126	87	-30.3	-39	-26.2	39.5				
		流通業	87	17	-79.9	-70	-47.0	7.7				
		通信業・運輸業	40	45	13.4	5	3.4	20.5				
		製造業(その他)	37	23	-36.5	-14	-9.4	10.5				
		官公庁(その他)	32	28	-13.4	-4	-2.7	12.7				
		その他(その他)	46	17	-61.8	-29	-19.5	7.7				
	営業利益率%	金融業	9.0	5.8	-3.2							
		流通業	9.1	2.4	-6.7							
		通信業・運輸業	6.3	7.9	1.6							
製造業(その他)		9.2	5.8	-3.6								
官公庁(その他)		12.3	7.7	-4.6								
その他(その他)		6.5	2.2	-4.3								
③ビジネスモデル別	売上高	デジタルビジネス	126	201	59.5	75	214.3	4.6	800	236	41.9	25.1%
		SIビジネス	1,558	1,501	-3.7	-57	-162.9	34.0	6,600	129	1.9	22.1%
		エンハンスビジネス	2,692	2,708	0.6	16	45.7	61.4	11,200	413	3.8	24.2%
	営業利益	デジタルビジネス	4	10	154.3	6	4.0	4.5				
		SIビジネス	155	105	-32.0	-50	-33.6	47.7				
		エンハンスビジネス	210	104	-50.3	-106	-71.1	47.3				
営業利益率%	デジタルビジネス	3.2	5.2	2.0								
	SIビジネス	9.9	7.0	-3.0								
	エンハンスビジネス	7.8	3.9	-3.9								
連結	粗利	938	886	-5.5	-52	-	-					
	粗利率(%)	21.4	20.1	-1.3								
	販売管理費	568	666	17.1	97	-	-					
	売上高販売比率(%)	13.0	15.1	2.1								
	営業利益	369	220	-40.3	-149	-	-	1,600		4.2	13.8%	
	営業利益率(%)	8.5	5.0	-3.5				8.5				
	経常利益	371	245	-38.9	-126	-	-	1,650		3.7	14.8%	
	経常利益率(%)	8.5	5.1	-3.4				8.8				
	当期利益	232	157	-32.3	-75	-	-	1,100		3.1	14.3%	
	当期利益率(%)	5.3	3.6	-1.7				5.9				

(出所・備考) Q1は実績、また2025/3通期は会社予想。決算短信、決算補足説明資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。増減額寄与率は、純増減額の絶対値に対する割合。なお、本レポート全体において、計算過程の処理により数値に誤差や差異が生じることがある。

<Q1:セグメント>

・全社では前年同期比で35百万円の微増収 (YOY: +0.8%、以下同様)、149百万円の営業減益 (△40.3%) となった (以下、図表1を参照)。

① 事業スタイル別業績(3区分)

- ・全売上高・同営業利益の約8割を占める (今期Q1実績、以下同様) Sier向け事業は、継続案件並びに多様な案件を獲得し、売上高は3,429百万円 (△8百万円、△0.2%) と概ね堅調に推移した。
- ・需要は旺盛であったが生産体制が不十分であったため、プライム案件事業の売上高は804百万円と減収 (△61百万円、△7.0%) となった。
- ・ソリューションベンダーとの協業によるコンサルティング業務の拡大により、サービス提供事業の売上高は177百万円と小規模ながらも唯一、増収 (+103百万円、+139.7%) となり、他の2事業の減収をカバーした。
- ・営業利益は、全事業とも利益率が悪化した結果、減益となった。

② 業種別業績(4区分、及び6区分)

・大手総合スーパー向け案件の減少により流通が、大手物流会社・通信キャリア向け案件の減少により運輸・通信業が減収となった。一方、地銀・ネットバンク、証券向け案件が増加した金融業と、

電力会社、中央省庁向け案件が増加したその他業種が増収に寄与した。
 ・なお、運輸・通信業を除き、全業種で利益率が低下し、減益となった。

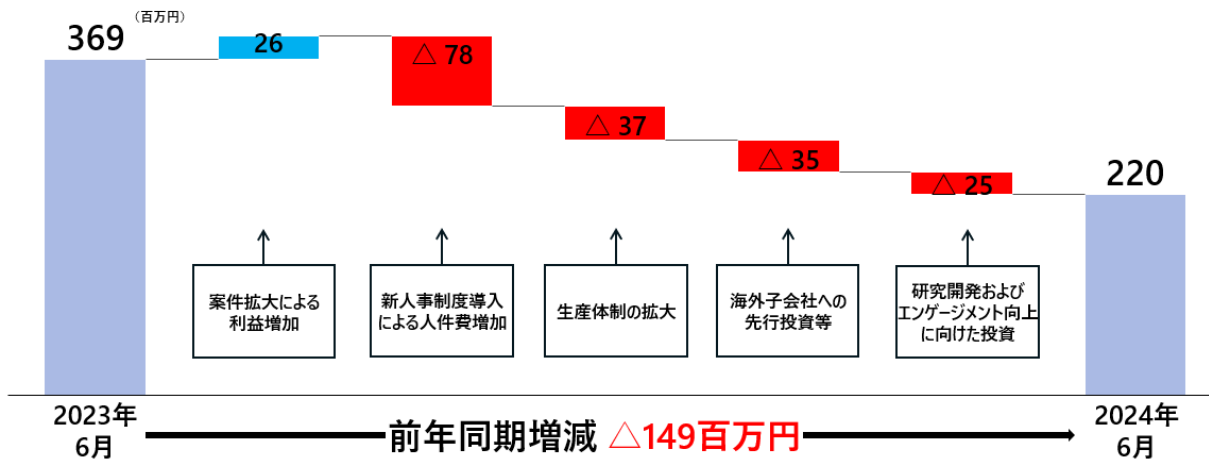
③ ビジネスモデル別業績(3区分)

- ・全売上高の 61%、同営業利益の 47%を占めるエンハンスビジネスは、計画通りに受注が進み売上高は 2,708 百万円と、16 百万円 (+0.6%) の微増となった。しかし、利益率が半減したため、利益額も同様に半減 (210 百万円⇒104 百万円) した。
- ・SI ビジネスは大型クラウドソリューション案件の終了により、売上高が 1,501 百万円と 57 百万円 (△3.7%) の減収、営業利益は 105 百万円と 50 百万円 (△32.0%) の減益となった。
- ・デジタルビジネスは、エネルギー分野における IoT 基盤構築案件の新規参画により、売上高が 201 百万円と 75 百万円 (+59.5%) の増収、営業利益は 10 百万円と 6 百万円 (+154.3%) の増益となった。増加率は高かったが小規模であるため (売上高構成比 4.6%)、寄与額は限定的であった。

<Q1:増減益要因>

- ・今期 Q1 の営業利益の増減要因は、図表 2 の通りである。
- ・デジタル、並びにエンハンスビジネスの案件拡大により、利益が増加した (YOY で+26 百万円の増益効果、以下同様に増減益額)。一方で、新人事制度導入による人件費 (△78 百万円の減益効果) 生産体制の拡充 (採用強化・拠点拡充、△37 百万円) や、海外子会社への先行投資等 (教育・採用拡大、△35 百万円) によるコストの増加が重く、営業利益は前年同期比で 149 百万円の減益となった。
- ・なお、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おり、Q1 に経費の未執行や期ずれはない模様である。

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



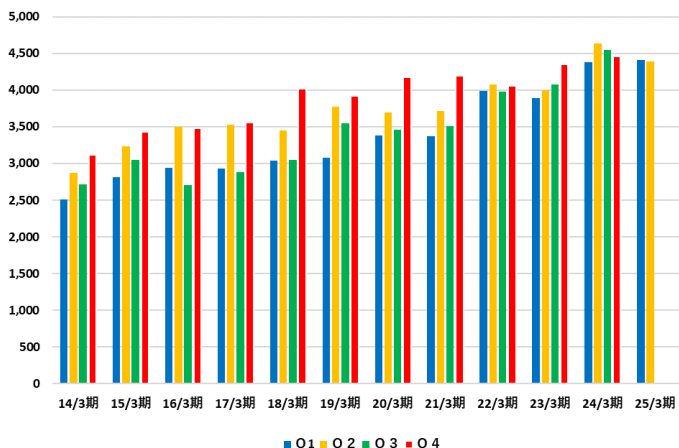
(出所) 決算補足説明資料から、アルファ・ウイン調査部が作成

<Q1:進捗率と四半期業績の変動性>

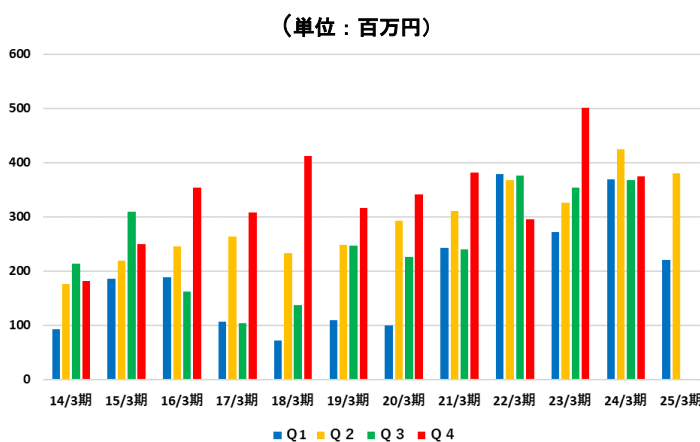
- ・通期の会社業績予想に対する Q1 の進捗率は、売上高では 23.5% (前期 Q1 の進捗率 24.3%)、営業利益では 13.8% (同 22.8%) である。
- ・因みに、前期を含む直近 11 年間の Q1 の進捗率の単純平均値は、売上高では 23.1%、営業利益では 17.0% である。今期 Q1 の進捗率は売上高ではやや上回ったが、営業利益は下回っている。

・なお、同社の特徴として四半期単位で業績や利益率に変動性が見られる。第4四半期(Q4:1~3月)が年度に占める構成比率が最も高い(同11年間の平均の売上高構成比率27.3%、同営業利益構成比率32.8%、以下同順)。次いで第2四半期(Q2:7~9月、25.8%、26.9%)、第3四半期(Q3:10~12月、23.8%、23.3%)と、例年、Q1の構成比率は最小となる傾向がある(図表3~5)。

【図表3】四半期別・売上高推移(単位:百万円)

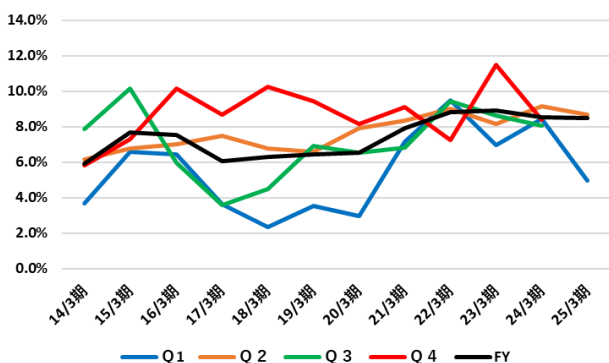


【図表4】四半期別・営業利益の推移(単位:百万円)

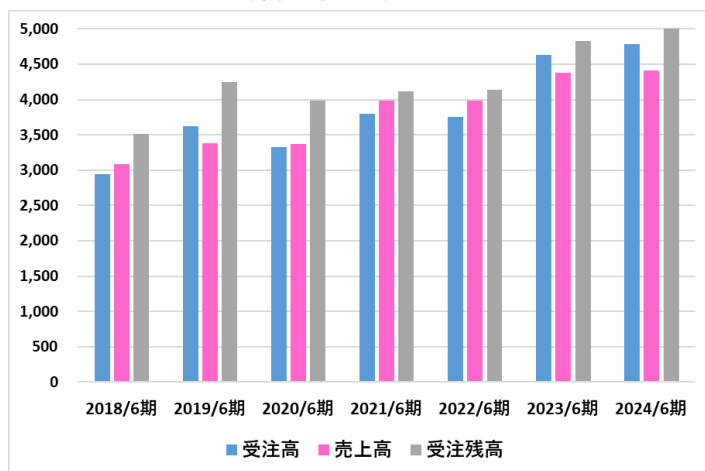


(出所) 図表3~6: 決算補足説明資料から当社が作成 (備考) 今期Q2は逆算による会社予想

【図表5】四半期別・営業利益率推移(単位:%)



【図表6】第1四半期・受注・受注残高・売上高の推移(単位:百万円)



<受注状況>

・全体の受注高は、前年同期の4,633百万円から4,789百万円(YOY+156百万円、+3.4%)へ、受注残高は4,828百万円から5,025百万円(同+197百万円、+4.1%)へと順調に増加している(図表6)。

業種別受注(4区分)

・Q1の業種別受注高、並びに受注残高は、いずれも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業種(特に官公庁)が中心となりカバーした。

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、並びに受注残高は横ばいであるが、デジタルビジネス（それぞれ YOY+105 百万円、+91.2%と、+85 百万円、+53.2%）と、SI ビジネス（Lift&Shift）（同+61 百万円、+3.2%と、+88 百万円、+5.1%）が増加した。

事業スタイル別受注 (3 区分)

・3 事業とも受注は増加し、受注残高はプライム向け事業が微減となったが、Sier 並びにサービス提供事業とも増加した。規模は小さいものの、サービス提供事業の受注・受注残高の伸び率が高かった。

<従業員数と生産性・収益性>

・同社の主力ビジネスモデルは、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順調に増加し、人的なキャパシティは拡大傾向にある（図表 7）。ただし、職場環境並びに処遇の改善を進め、エンゲージメントや中途採用を強化しつつあるが、依然としてシステム需要は増勢であり人員はまだ十分ではない。

・重要な経営指標である国内従業員一人当たりの四半期売上高、並びに同営業利益は、ともに改善傾向にあったが、今期は積極的な人材投資により一時的に低下している。

【図表 7】従業員数と一人当たりの売上高・営業利益の推移

増減率%	国内外・従業員数			国内従業員一人当たりの四半期売上高			国内従業員一人当たりの四半期営業利益		
	単位:人	YOY:増減数	YOY:増減率	単位:千円	YOY:増減数	YOY:増減率	単位:千円	YOY:増減数	YOY:増減率
2020年6月末	799	33	4.3	4,737	-	-	339	-	-
2021年6月末	829	30	3.8	5,402	665	14.0	513	174	51.3
2022年6月末	882	53	6.4	5,082	-320	-5.9	355	-158	-30.8
2023年6月末	904	22	2.5	5,744	662	13.0	485	130	36.6
2024年6月末	951	47	5.2	5,479	-265	-4.6	274	-211	-43.5

(出所) 決算補足説明資料から当社が作成 (

<バランスシート>

・Q1 末のバランスシートに大きく変化はなく、現金及び預金は 64 億円と手元の流動性は潤沢である（今期予想の平均月商の 4.1 ヶ月に相当、実質無借金）。また、流動比率は 443.9%、自己資本比率は 76.2%と財務体質は良好である。引き続き株主還元強化や、M&A・事業提携・投融資などの成長に向けた余剰資金の有効活用が注目点となろう。

◆期初の上期・通期業績予想に変更なし。

・同社は、期初に発表した上期、並びに通期業績の見直しを変えていない（P6-図表 8）。

<今期(上期):会社予想>

・上期は、売上高を 8,800 百万円（YOY△215 百万円、△2.4%）、営業利益を 600 百万円（同△194 百万円、△24.4%）、当期利益を 440 百万円（同△61 百万円、△12.2%）と、減収減益を計画している。上期としては、前期に次ぐ高水準の売上高を達成する一方、コストの増加から減益にはなるが、高水準（歴代 3 位）の利益を見込んでいる。

<今期(通期):会社予想>

- ・同社は、期初に発表した通期の売上高 18,800 百万円 (YOY+4.3%)、営業利益 1,600 百万円 (同+4.2%)、当期利益 1,100 百万円 (同+3.1%) の見通しを据え置いている。前期に続き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。
- ・また、一株当たり配当金は前期 35 円 (上期 15 円、期末 20 円) から、40 円 (上期 20 円、期末 20 円) と 5 円の増配を予定している。なお、連結配当性向は、目標の 50%を超え 55.1%となる見込みである。
- ・同社は、生産体制の拡充と人材投資、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) を進めている。これにより今後も、キャパシティと収益力を高め、株主還元の強化を行う方針である。

<今期(通期):当調査部予想>

- ・アルファ・ウイン調査部は、今期の業績予想 (売上高、利益、配当金) を同社と同額と予想している。
- ・Q1 の増収率+0.8%は、上期想定 of Δ2.4%の減収率 (計画) をやや上回っている。逆に減益率は上期計画を下回っているが、Q1 の利益の実績は概ね計画線上にあると考えられる。
- ・また、今下期の売上高 (=通期計画-上期計画) は、10,000 百万円 (YOY+11.0%)、営業利益は 1,000 百万円 (同+34.8%)、営業利益率 10%、当期利益は 660 百万円 (同+16.6%) と同社は見込んでいる。今下期の増収率、営業利益率前提は、前期までの水準や受注残高の伸び率と比較すると、やや意欲的な計画であると思われる。
- ・円高への転換、物価高、国内金利の上昇や世界情勢の不透明感を背景に、今後は業績の悪化した顧客企業は IT 投資を抑制する動きもあると思われ、顧客の IT 投資姿勢に変化が生じる可能性がある。
- ・但し、顧客の戦略的な IT 投資意欲は旺盛であり、同社の足元の受注・商談・請負単価に変調の兆しはなく、堅調である。
- ・同社は、NRI との協業効果が見込める上、好調業種の戦略的案件や新分野の開拓案件を受注する一方、高収益案件へのシフト、リソースの効率化を進めているため、相対的には環境の悪化による影響は限定的であると考えられる。従って、Q2 並びに下期に、適正なコストコントロールを行えば、通期の計画利益のダウンサイドは限定的であると予想している。

【 図表 8 】 今期の業績 (Q1 実績と Q2・上期・下期予想)

単位:百万円	前期実績 2024/3期	今期会社予想 2025/3期	2024/3 上期実績	2025/3 上期計画	前年同期比 (YOY)%	2024/3 下期実績	2025/3 下期計画	前年同期比 (YOY)%	2024/3 Q1実績	2024/3 Q2実績	2025/3 Q1実績	2025/3 Q2予想	2025/3 Q1 YOY%	2025/3 Q2 YOY%	2025/3 Q1 YOY額	2025/3 Q2 YOY額
売上高	18,021	18,800	9,015	8,800	-2.4%	9,006	10,000	11.0%	4,376	4,639	4,411	4,389	0.8	-5.4	35	-250
租利	3,922		1,960			1,962			938	1,022	886		-5.5		-52	
租利率	21.8%		21.7%			21.8%			21.4%	22.0%	20.1%				-1.3%	
販売管理費	2,386		1,166			1,220			568	598	665		17.1		97	
販管比率	13.2%		12.9%			13.5%			13.0%	12.9%	15.1%		16.1		2.1%	
営業利益	1,536	1,600	794	600	-24.4%	742	1,000	7.7%	369	425	220	380	-40.3	-10.6	-149	-45
営業利益率	8.5%	8.5%	8.8%	6.8%	-2.0%	8.2%	10.0%	1.8%	8.5%	9.2%	5.0%	8.7%			-3.5%	-0.5%
経常利益	1,590	1,650	788	650	-17.6%	802	1,000	24.7%	371	417	226	424	-38.9	1.7	-145	7
当期利益	1,067	1,100	501	440	-12.2%	566	660	16.6%	232	269	157	283	-32.3	5.2	-75	14

(出所) 会社予想に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成。(備考) 2025/3 期 Q2 は「上期会社予想-Q1 実績」。

<中期の業績見通し：同社の中期経営計画と当調査部の予想>

- ・同社は、第二の創業と位置付ける第2次中計（V2026）において、収益性の向上を果たし、最終年度となる2027/3期に売上高230億円、営業利益24.1億円を業績目標としている（詳細は2024年6月発行の弊社調査レポートを参照）。
- ・当調査部では、前回調査時点に作成した中期の業績予想を据え置いた（図表9）。
- ・ユーザー（企業）は、新ビジネスモデルへの展開、競争優位性の強化、人手不足対応、業務の効率化・迅速化、DX化、クラウド化などを背景にIT投資を継続的に拡大するものと考えられ、同社の成長ポテンシャルは大きい。
- ・同社は旺盛なIT需要を背景に豊富な資金を活用し、人員の増強、開発拠点の拡大を進め、トップラインの成長が見込める。2024/3期、2025/3期の高水準の投資が2026/3期には半減し、コスト増加利率の鈍化と投資成果の利益への寄与が期待される。
- ・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、中期的に安定した増収増益・増配トレンドを当調査部では予想している。

【図表9】中期の業績予想

単位:百万円、%	2024/3期-実績	2025/3期CE	2025/3期-E	2026/3期中計	2026/3期-E	2027/3期中計	2027/3期-E
売上高	18,021	18,800	18,800	20,600	20,000	23,000	21,700
デジタルビジネス	563	800	800		1,300	2,500	2,200
SIビジネス	6,670	6,800	6,800		7,000	7,500	7,200
エンハンスビジネス	10,788	11,200	11,200		11,700	13,000	12,300
売上総利益	3,922	4,600	4,500		4,800		5,300
売上総利益率	21.8%	24.5%	23.9%		24.0%		24.4%
販売費及び一般管理費	2,386	3,000	2,900		2,950		3,150
(対売上高比)	13.2%	16.0%	15.4%		14.8%		14.5%
営業利益	1,536	1,600	1,600	1,950	1,850	2,410	2,150
(対売上高比)	8.5%	8.5%	8.5%	9.5%	9.3%	10.5%	9.9%
経常利益	1,590	1,650	1,650		1,900		2,200
(対売上高比)	8.8%	8.8%	8.8%		9.5%		10.1%
当期純利益	1,067	1,100	1,100		1,250		1,450
(対売上高比)	5.9%	5.9%	5.9%		6.3%		6.7%
売上高(前期比伸率、以下同様)	10.4%	4.3%	4.3%	9.6%	6.4%	11.6%	8.5%
売上総利益率(前期との差異)	-0.1%	2.7%	2.2%		0.1%		0.4%
販売費及び一般管理費(伸率)	12.7%	25.7%	21.5%		1.7%		6.8%
営業利益(伸率)	5.8%	4.2%	4.2%	21.9%	15.6%	23.6%	16.2%
経常利益(伸率)	7.5%	3.7%	3.8%		15.2%		15.8%
当期純利益(伸率)	7.8%	3.1%	3.1%		13.6%		16.0%

(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

◆ 株価水準と株価特性～内需中心の安定成長株として、長期間にわたり TOPIX を大幅にアウトパフォーム。バリュエーションに割高感はなく、配当利回りは高い。

<パフォーマンス>

- ・過去約15年間で同社株価は、好業績を背景に約5.1倍に上昇し、TOPIXを大幅にアウトパフォームしている(+約213%)。
- ・同社はディフェンシブな内需株であり、過去の業績の変動性は低い。過去20年間にわたる売上高、経常利益の増減率(YOY)の変動係数(=標準偏差÷平均)は、東証プライム市場に上場する同業2社* (コード番号・4299:ハイマックス*、4333:東邦システムサイエンス*)の約1/2であり、業績に安定感がある。
- ・しかし、ボラティリティが高い最近の株式市場にあって、直近の1年間ではTOPIXをアンダーパフォームしている(P10-図表C)。同社のヒストリカルβが高いこと(週次の過去5年間のβ:1.14)、流動性が低い小型株であること、通期の予想増益率やQ1利益の通期に対する進捗率が低いことが要因と推察される。

- ・同様に同業2社*と直近1年間のパフォーマンスを比較すると、ハイマックスとは同程度のパフォーマンスである。一方、金利低下で恩恵のある銀行・保険などの金融依存度の高い東邦システムサイエンスに対しては、アンダーパフォームしている。
- ・因みに、Q1の営業利益、並びに当期利益の増減益率(YOY)は、同社が先行投資負担により△40.3%、△32.3%の大幅な減益に対し、ハイマックスが+5.7%、+5.7%、東邦システムサイエンスが、+1.2%、+1.1%と一桁台の微増益となっている。また、東証プライム市場に上場する企業、約千社のQ1(4~6月)の当期利益は、円安効果もあり+10%の増益と対照的である。

<バリュエーション>

- ・東証プライム全社平均のバリュエーションは、予想PERが14.38倍、実績PBRは1.21倍、予想配当利回り(単純平均)は2.56%である(2024年8月9日終値基準)。
- ・これに対し同社のバリュエーションは、PERが13.47倍とプライム平均と比較するとやや低く、PBRは1.49倍と高い。今期の各利益の増減率は+3~+4%前後と物足りないが、先行投資によるもので中期の成長ポテンシャルや、相対的に高い今期の予想配当利回り(4.09%)を考えると、やや割安感がある。
- ・なお、既述の同業2社*とバリュエーションを比較すると、主要なバリュエーション(PER、PBR、EV/EBITDA)は、配当利回り(最上位)を除き中位(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

社名	キューブシステム (GS: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)
コード	2335 P	4299 S	4333	4307	-
株価(8月9日終値)	977	1,279	1,611	4,606	1,278.03
時価総額(百万円)	15,388	15,878	33,507	2,875,151	-
PER(株価予想収益率)	13.47	12.14	24.80	30.13	14.38
PBR(株価純資産倍率)	1.49	1.36	3.18	6.64	1.21
配当利回り(%)	4.09	3.44	2.48	1.26	2.56
EV/EBITDA(倍)	5.34	3.50	13.60	15.44	-
PSR(株価売上高倍率)	0.82	0.85	1.88	3.43	-
過去5年間のベータ(β:対TOPIX)	1.14	0.57	0.59	0.82	-

(出所) アルファ・ウイン調査部が、各社の決算短信、株価データから作成。

(備考) 時価総額=発行済株式総数*株価(2024年8月9日終値)。

PERの計算に用いたEPSは、全て2025/3期の会社予想。PBRの計算に用いたBPSは、今期Q1決算を反映。

EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現預金)/(営業利益+減価償却+無形固定資産償却等)。

なお、有利子負債・現預金は、今期Q1決算を反映。営業利益は各社の今通期予想、減価償却+無形固定資産償却等は前期実績。

PSR=時価総額/売上高(2025/3期会社予想)。

P:東証プライム市場、S東証スタンダード市場。

<株価の見通し>

- ・今後の同社の株価は、業績の進捗状況(上期・通期の利益水準、受注動向、来期の計画利益の増減益率)や、株式還元の変化(増配・自社株買い・株式分割の有無)により変動すると思われる。
- ・中期的には、トップライン(増収率、人員の確保、NRIとの提携効果)と、利益率(粗利率・営業利益率・販管費率)の変化を注視したい。加えてSIやデジタルビジネスの収益への寄与、並びに最終ユーザーである日本企業の業績・IT投資動向(同社の受注環境:受注量や請負単価の変化)にも注目していきたい。
- ・今後、同社が2桁近い持続的な利益成長を安定的に達成すれば、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、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	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
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	E	18,800	4.3	1,600	4.2	1,650	3.7	1,100	3.1	72.55	705.91	40.0
2026/3	中計	20,600	9.6	1,950	21.9							
2026/3	E	20,000	6.4	1,850	15.6	1,900	15.2	1,250	13.6	82.45	748.35	43.0
2027/3	中計	23,000	11.7	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
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
2024/6	Q1	4,411	0.8	220	-40.3	226	-38.9	157	-32.3	10.47	657.73	0.0
2021/9	Q2	4,073	9.8	368	18.7	362	2.0	239	1.7	17.65		8.0
2022/9	Q2	4,000	-1.8	326	-11.4	323	-10.8	215	-10.0	15.89		23.0
2023/9	Q2	4,639	16.0	425	30.4	417	29.1	269	25.1	17.71		15.0
2024/9	Q2 CE	4,389	-5.4	380	-10.6	424	1.7	283	5.2	18.55		20.0
2021/9	H1	8,060	13.8	746	35.1	752	24.6	501	25.3	37.00		8.0
2022/9	H1	7,892	-2.1	598	-19.9	594	-21.0	388	-22.6	28.73		23.0
2023/9	H1	9,015	14.2	794	32.7	788	32.6	501	29.1	33.07		15.0
2024/9	H1 CE	8,800	-2.4	600	-24.4	650	-17.6	440	-12.2	29.02		20.0
2022/3	H2	8,039	-13.0	671	-25.4	680	-22.5	443	-24.8	32.82		15.0
2023/3	H2	8,433	4.9	854	27.3	886	30.3	601	35.7	41.62		27.0
2024/3	H2	9,006	6.8	742	-13.1	802	-9.5	566	-5.8	37.32		20.0
2025/3	H2 CE	10,000	11.0	1,000	34.8	1,000	24.7	660	16.6	43.53		20.0

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

【 株価・バリュエーション指標：2335 キューブシステム 】 図表B

項目	2024/8/9	項目	PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り	配当性向
株価(円)	977	前期実績	13.9	1.5	3.6%	49.7%
発行済株式数(千株)	15,750	今期予想	13.5	1.4	4.1%	55.1%
時価総額(百万円)	15,388	来期予想	11.8	1.3	4.4%	52.2%
潜在株式数(千株)	0	来々期予想	10.2	1.2	5.1%	52.3%
今期Q1・自己資本比率	76.2	前期・純資産配当率		5.4%	前期・ROE	10.8%

(備考) 今期・来期・来々期予想は、アルファ・ウイン調査部による予想。

【 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。

SV2024-0820-2100