

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：2024/11/15

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

<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年に設立され、業歴52年を有する。現在、東証プライム市場に上場している。

<業績推移>

- 同社は過去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7.3%）で安定し、増収が増益、増配、時価総額の増大に直結している。2024/3期には、過去最高売上高と利益を更新し、5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%と過半を占める。

<投資計画>

- 2023/3期より2026/3期まで4期間わたり、NRIとの資本提携により調達した資金に自己資金を加えた総額22億円を、更なる成長と人的なボトルネックの解消に向け、開発拠点と生産体制の増強に投資を行う計画である。

◆ 今期第2四半期・累計決算～微増収、先行投資により大幅営業減益。

<上期:概要>

- 2025/3期・第2四半期（2024年4～9月：以下、上期）の決算は、売上高9,022百万円（前年同期比=YOY：+0.1%、以下同様）、営業利益533百万円（△32.8%）、経常利益528百万円（△33.0%）、親会社株主に帰属する中間純利益（以下、当期利益）662百万円（+32.1%）となった（P2-図表1）。
- 売上高は計画を222百万円（計画比+2.5%）上回り、前上期比で微増収となった。上期決算としては、過去最高の売上高を更新した。
- 一方、上期の営業、並びに経常利益は計画を下回り（それぞれ計画比△67百万円、△11.2%、並びに△122百万円、△18.7%）、大幅な減益となった。但し、退職給与制度改定益（+359百万円）を特別利益として計上したため、当期利益は計画を上回った（同+222百万円、+50.5%）。

ショートレポート

1/11

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。

- ・企業は好業績を背景に DX やクラウド等への情報化投資を継続しており、同社の受注は堅調である。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、育成）を中心とする先行投資を進めているため、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、Q2 も 22.0%から 21.3%に 0.7%ポイント低下した（以下同順）。この結果、上期の粗利率は、21.7%から 20.7%に 1.0%ポイント低下した。
- ・一方、販管費は Q1 には 568 百万円から 665 百万円へと 97 百万円（+17.1%）増加し、販管費率も 13.0%から 15.1%に上昇した。Q2 も 597 百万円から 670 百万円へと 73 百万円（+12.2%）増加し、いずれの四半期も販管費の増加率が増収率を上回った。
- ・このため上期の販管費率は 12.9%から 14.8%へと 1.9%ポイント上昇し、上期の営業利益率は 8.8%から 5.9%へと 2.9%ポイント低下した。

【 図表 1 】 上期の業績の概要

連結	区分	業種	2024/9-上期		増減率 YOY: %	増減額/百万円	増減率 %	2024/9-1Q		増減率 YOY: %	増減額/百万円	増減率 %	2024/9-2Q		増減率 YOY: %	増減額/百万円	増減率 %	2024/9-3Q		増減率 YOY: %	増減額/百万円	増減率 %	2024/9-2024/9-2Q		増減率 YOY: %	増減額/百万円	増減率 %					
			2024/9-1Q	2024/9-2Q				2024/9-1Q	2024/9-2Q				2024/9-1Q	2024/9-2Q				2024/9-1Q	2024/9-2Q				2024/9-1Q	2024/9-2Q								
①事業セグメント	売上高	サービス(業種名)	9,016	9,022	0.1	7	100.0	4,378	4,411	0.8	38	100.0	4,689	4,611	-0.8	-28	100.0	4,689	4,611	-0.8	-28	100.0	14,800	14,800	778	4.3	48.0%					
		Sier案件	7,102	6,838	-2.3	-164	78.9	3,437	3,429	-0.2	-8	77.8	3,665	3,609	-4.3	-168	76.1	3,665	3,609	-4.3	-168	76.1	14,400	14,400	378	2.7	47.8%					
		プライム案件	1,746	1,702	-2.5	-43	18.9	896	894	-0.2	-1	18.2	880	888	2.0	18	19.5	880	888	2.0	18	19.5	3,480	3,480	180	5.6	48.9%					
		サービス別(サブセグ)	1,069	980	-12.8	-214	4.2	74	177	139.7	109	4.0	92	209	100.7	111	4.4	92	209	100.7	111	4.4	730	730	220	44.0	52.9%					
		Sier案件	645	582	-40.8	-263	71.7	294	167	-43.1	-127	75.9	351	216	-95.7	-136	68.7	351	216	-95.7	-136	68.7										
		プライム案件	198	139	-2.0	3	28.1	78	84	27.8	24	24.8	61	85	39.3	24	27.2	61	85	39.3	24	27.2										
		サービス別(サブセグ)	11	11	-0.8	0	2.1	0	0	-1	-0.2	-0.8	11	12	9.1	1	3.8	11	12	9.1	1	3.8										
		Sier案件	8.1	5.5	-6.8	-1.6	8.5	4.9	8.5	-3.7	-2.0	8.5	8.1	12	9.1	-1.4	2.5	8.1	12	9.1	-1.4	2.5										
		プライム案件	7.8	8.2	0.4	0.4	6.8	6.8	6.8	0.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
		サービス別(サブセグ)	7.0	3.0	-8.0	-4.0	0.2	0.2	0.2	-0.8	-1.0	12.0	12.0	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
②事業セグメント	売上高	食糧業	2,892	3,049	5.4	196	53.8	1,397	1,827	9.9	190	34.8	1,499	1,821	1.7	28	39.0	1,499	1,821	1.7	28	39.0	6,300	6,300	288	3.9	48.4%					
		食糧業	1,845	1,468	-24.8	-179	18.3	898	731	-23.1	-229	18.8	898	736	-25.7	-224	18.9	898	736	-25.7	-224	18.9	3,200	3,200	-398	-9.8	44.4%					
		運搬業・運輸業	1,293	1,185	-8.3	-108	13.1	644	877	-10.4	-87	13.1	640	608	-6.3	-41	13.2	640	608	-6.3	-41	13.2	2,800	2,800	-28	-1.1	47.4%					
		製造業(その他)	797	848	6.4	61	6.1	401	419	4.5	18	9.5	388	429	8.3	33	9.8	388	429	8.3	33	9.8	6,700	6,700	928	16.1	49.8%					
		実店舗(その他)	548	649	18.4	301	9.4	284	387	36.1	109	9.3	284	482	69.7	198	10.6	284	482	69.7	198	10.6	6,700	6,700	928	16.1	49.8%					
		その他(その他)	1,837	1,823	-0.8	88	18.0	719	786	10.8	78	17.8	824	836	1.8	11	18.1	824	836	1.8	11	18.1										
		食糧業	280	209	-19.8	-51	99.2	126	87	-30.3	-39	99.8	134	122	-9.0	-12	99.1	134	122	-9.0	-12	99.1										
		運搬業	170	48	-71.8	-122	9.0	87	17	-79.9	-70	7.7	83	31	-82.7	-52	9.9	83	31	-82.7	-52	9.9										
		製造業(その他)	120	112	-4.8	-9	21.0	40	46	13.4	6	20.8	60	87	-16.3	-13	21.6	60	87	-16.3	-13	21.6										
		実店舗(その他)	64	63	-1.1	37	23	23	-38.6	-14	10.8	8.7	20	17.6	3	6.4	6.4	20	17.6	3	6.4	6.4										
実店舗(その他)	62	62	1.0	0	11.8	32	28	-13.4	-4	12.7	30	34	13.8	4	10.9	30	34	13.8	4	10.9												
その他(その他)	134	87	-44.2	-47	10.7	48	17	-81.8	-38	7.7	78	40	-48.7	-38	12.8	78	40	-48.7	-38	12.8												
③ビジネスモデル別	売上高	デジタルビジネス	288	388	48.3	130	4.4	128	201	69.5	76	4.8	142	187	38.7	65	4.3	142	187	38.7	65	4.3	800	800	288	41.9	48.8%					
		Sier案件	8,832	9,086	2.9	237	34.9	1,668	1,801	7.9	137	34.0	1,774	1,894	6.8	120	34.6	1,774	1,894	6.8	120	34.6	6,800	6,800	128	1.9	45.8%					
		エンハンスビジネス	5,414	5,529	2.1	114	81.8	2,892	2,798	-3.3	-18	81.4	2,722	2,820	3.6	98	81.2	2,722	2,820	3.6	98	81.2	11,200	11,200	418	3.8	48.4%					
		デジタルビジネス	8	9	20.4	1	1.7	4	10	164.3	6	4.8	4	1	-128.0	-5	-0.3	4	1	-128.0	-5	-0.3										
		Sier案件	388	228	-41.3	-140	42.8	158	109	-32.0	-50	47.7	213	129	-42.3	-80	39.4	213	129	-42.3	-80	39.4										
		エンハンスビジネス	417	284	-31.9	-129	56.2	210	104	-60.3	-108	47.8	207	180	-8.2	-27	60.9	207	180	-8.2	-27	60.9										
		デジタルビジネス	8.1	2.5	-69.8	-3.6	8.2	2.8	1.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8										
		Sier案件	11.1	7.4	-33.3	-3.7	10.0	7.0	7.0	-0.0	12.0	7.0	12.0	7.0	4.3	3.3	60.9	12.0	7.0	4.3	3.3	60.9										
		エンハンスビジネス	7.7	5.3	-30.9	-2.4	7.8	3.9	3.9	-3.9	3.9	3.9	7.8	6.7	-0.9	-0.9	60.9	7.8	6.7	-0.9	-0.9	60.9										
		エンハンスビジネス	1,849	1,838	-0.6	-80	1.8	898	898	-8.8	-82	1.8	1,021	893	-8.7	-88	1.8	1,021	893	-8.7	-88	1.8										
業績	営業	21.7	25.7	18.9	-1.0	-	21.4	25.1	-1.8	-	22.0	21.8	-0.7	-0.2	-	21.7	25.7	18.9	-1.0	-	21.7	25.7	18.9	1.9	4.2							
	営業利益	1,185	1,388	14.7	171	-	668	885	17.1	97	-	897	670	12.2	73	-	897	670	12.2	73	-											
	営業利益率	12.9	14.8	14.8	1.9	-	13.0	16.1	2.1	-	12.9	14.5	11.3	1.7	-	12.9	14.5	11.3	1.7	-	12.9	14.5	11.3	1.9	4.2							
	営業利益	784	598	-23.8	-281	0.8	220	220	-14.0	-140	0.8	425	912	29.8	173	0.8	425	912	29.8	173	0.8											
	営業利益率	8.8	6.6	-23.8	-2.8	0.8	6.6	6.6	-9.8	-9.8	0.8	6.6	6.6	-2.8	-2.8	0.8	6.6	6.6	-2.8	-2.8	0.8											
	営業利益	788	528	-33.0	-280	-	371	228	-38.9	-145	-	417	301	-27.8	-116	-	417	301	-27.8	-116	-											
営業利益率	8.7	5.9	-31.6	-2.8	-	8.7	5.1	-2.8	-2.8	-	8.7	5.9	5.9	5.9	5.9	8.7	5.9	5.9	5.9	5.9												
営業利益	801	682	-14.9	-119	18.1	232	177	-23.3	-55	18.1	249	804	87.4	23.9	18.1	249	804	87.4	23.9	18.1												
営業利益率	8.8	7.3	-17.0	-1.7	-	8.8	8.8	-1.7	-1.7	-	8.8	10.8	6.1	6.1	6.1	8.8	10.8	6.1	6.1	6.1												

(出所・備考) Q1・2 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。
 なお、本レポート全体において、単位未満の四捨五入や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。

<上期:セグメント>

- ・全社では前年同期比で 7 百万円の微増収 (YOY: +0.1%、以下同様)、261 百万円の営業減益 (△32.8%) 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・同営業利益のそれぞれ約 77%、72%を占める (今上期実績、以下同様) Sier 向け事業は、主要な Sier 向けには拡大基調だったが個別案件が減少したため、売上高は 6,938 百万円と微減収 (△164 百万円、△2.3%) となった。
- ・また、プライム向け事業では大型案件の受注が減少したものの、その他の案件でカバーし、売上高は 1,702 百万円と僅かに減収 (△43 百万円、△2.5%) となった。

ショートレポート

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。

- ・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を含めた受注の拡大により、サービス提供事業の売上高は 380 百万円と小規模ながらも唯一、増収 (+214 百万円、+128.1%) となり、他の 2 事業の減収をカバーした。
- ・営業利益は、利益率が改善したプライム向けが微増 (YOY : +3 百万円、+2.0%) となったが、他の 2 事業は利益率が低下し減益となった。

② 業種別業績(4 区分、及び 6 区分)

- ・大手総合スーパー向けやアパレル向け案件の減少により流通が、並びに物流会社向け案件の減少により運輸・通信業が減収となった。一方、証券、地銀・ネットバンク向け案件が増加した金融業(売上高・営業利益とも最大の業種)と、官公庁、エネルギー関連会社向け案件が増加したその他業種が増収に寄与した。
- ・なお、外注費・人件費等の上昇により、ほぼ全業種で利益率が低下し減益となった。

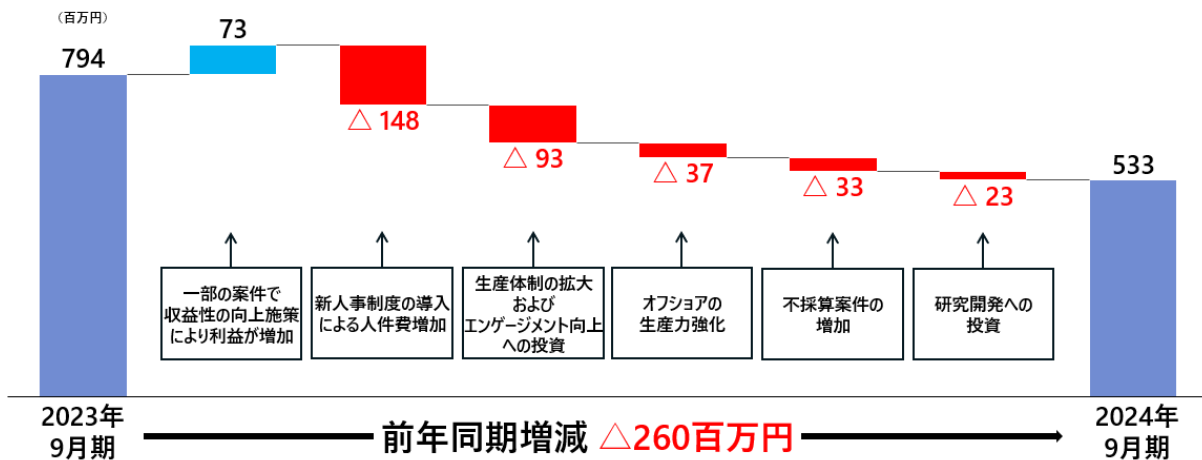
③ ビジネスモデル別業績(3 区分)

- ・全売上高の 61%、同営業利益の 55%を占めるエンハンスビジネスは、当初の計画通りに受注が進み売上高は 5,528 百万円と、前上期比で 114 百万円 (YOY : +2.1%、以下同様) の微増となった。しかし、利益率が 2.4%ポイント低下したため、利益額も減少 (417 百万円⇒294 百万円、△123 百万円、△29.3%) した。
- ・全売上高の 34%、同営業利益の 43%を占める SI ビジネスは、複数のクラウドソリューション案件の縮小により、売上高が 3,095 百万円と 237 百万円 (△7.1%) の減収、営業利益は 228 百万円と 140 百万円 (△37.9%) の減益となった。
- ・全売上高の 4%、同営業利益の 2%を占める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 398 百万円と 130 百万円 (+48.3%) の増収、営業利益は 9 百万円と 1 百万円 (+20.4%) の微増益となった。増加率は高かったが小規模であるため、業績の寄与額は限定的であった。

<上期:増減益要因>

- ・今上期の営業利益の増減要因 (YOY) は、図表 2 の通りである。

【図表 2】上期・営業利益の増減要因 (単位:百万円、前年同期比、増益要因、減益要因)



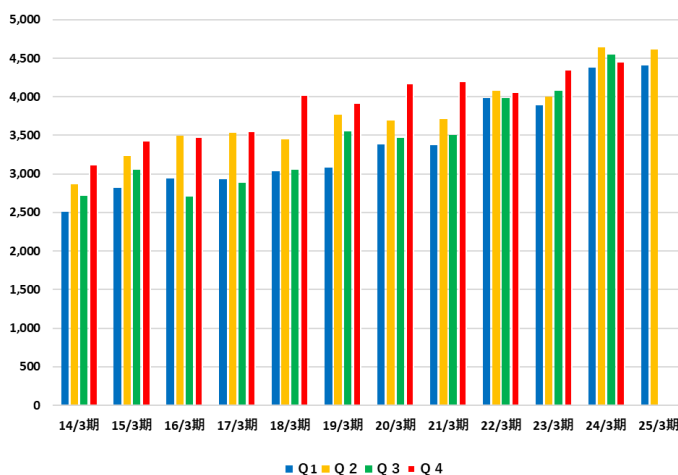
(出所) 決算補足説明資料から、アルファ・ウイン調査部が作成。

- ・一部の案件で収益性の向上政策により利益が増加した（YOY で+73 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（△148 百万円の減益効果）、生産体制の拡充（採用強化・拠点拡充）及びエンゲージメント向上施策への投資（計△93 百万円）や、オフショアの生産力強化（△37 百万円）によるコストの増加が重く、加えて不採算案件の発生（△33 百万円）も加わり、営業利益は前年同期比で 260 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、下期も引き続き積極的に行われていく模様である。

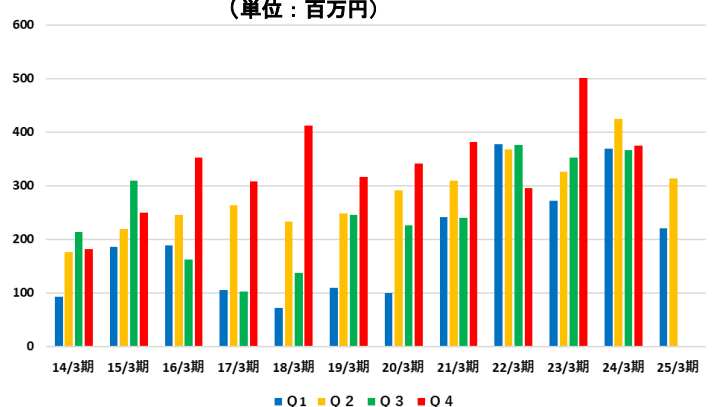
<上期:進捗率と四半期業績の変動性>

- ・通期の会社業績予想に対する上期の進捗率は、売上高では 48.0%（前上期の進捗率 50.0%）、営業利益では 33.4%（同 51.7%）と低い。
- ・因みに、前期を含む直近 23 年間の上期の進捗率の単純平均値は、売上高では 48.3%、営業利益では 44.9%である。これと比較すると今上期の売上高の進捗率は平均的だが、営業利益は大きく下回っている。
- ・なお、同社の特徴として四半期単位で業績や利益率に変動性が見られる。
- ・第 4 四半期（Q4:1～3 月）が年度に占める構成比率が最も高い（過去 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%）と続き、例年、Q1 の構成比率は最小となる傾向がある（図表 3、4、P5-図表 5）。
- ・また、概して納期が集中する 3 月を含む Q4 は、利益率が最も高く、Q1 が最も低い傾向がある。

【 図表 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、4：決算補足説明資料から当部が作成。

<受注状況>

- ・全体の受注高は、前年同期の 9,484 百万円から 9,545 百万円（YOY：+61 百万円、+0.6%）へ、受注残高は 5,041 百万円から 5,171 百万円（同+130 百万円、+2.6%）へと堅調に増加している（P5-図表 6）。

① 事業スタイル別受注(3 区分)

・受注高、受注残高は、Sier 向けが減少したものの、プライム向け事業とサービス提供事業が伸長し相殺した。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。

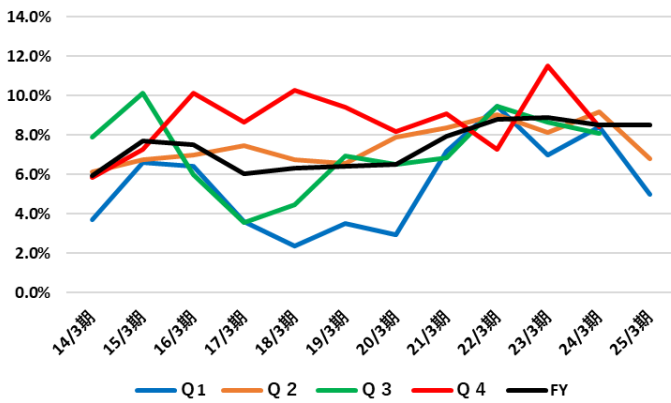
② 業種別受注(4 区分、及び 6 区分)

・上期の業種別受注高、並びに受注残高は、金融、流通、運輸・通信業の 3 業種の減少を、その他業種（特に官公庁とその他）が中心となりカバーした。

③ ビジネスモデル別受注(3 区分)

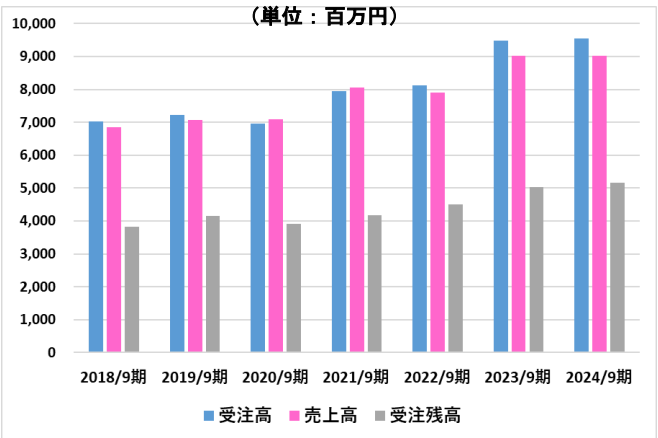
・デジタルビジネス、並びにエンハンスビジネスの受注高、並びに受注残高が増加し、SI ビジネスの減少を補った。

【 図表 5 】 四半期別・営業利益率推移 (単位: %)



(出所) 図表 5、6: 決算補足説明資料から当社が作成。
25/3 期の通期予想は会社計画。

【 図表 6 】 上期の受注高・売上高・受注残高の推移



<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）。

・しかし、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、依然として企業によるシステム需要は増勢であり、同社の人材は不足気味である。

・同社の重要な経営指標である国内従業員一人当たりの上期売上高、並びに同営業利益は、ともに改善傾向にはあるが、今期は積極的な人材投資により一時的に低下している。来期以降の生産性・収益性の変化に注目したい。

【 図表 7 】 従業員数と一人当たりの上期売上高・営業利益の推移

増減数: 人	国内外合計・従業員数			国内従業員一人当たりの上期売上高			国内従業員一人当たりの上期営業利益			
	増減率: %	単位: 人	YOY: 増減数	YOY: 増減率	単位: 千円	YOY: 増減数	YOY: 増減率	単位: 千円	YOY: 増減数	YOY: 増減率
		791	31	4.0	10,033	-616	-5.8	791	31	4.1
		815	24	3.0	11,164	1,131	11.3	815	24	3.0
		869	54	6.6	10,494	-670	-6.0	795	-20	-2.5
		894	25	2.9	11,956	1,462	13.9	1053	258	32.5
		944	50	5.6	11,334	-622	-5.2	670	-382	-36.3

(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。

せし、1,260 百万円（同+18.1%）へと上方修正した。

- ・いずれにしても期初から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。当期利益を上方修正したが、配当金の予想は変えていない。
- ・この結果、連結配当性向は目標の 50%を下回り、47.8%（上方修正前は 55.1%）となる見込みである。

<今期（通期）：当調査部予想>

- ・アルファ・ウイン調査部は、これまで今期の業績予想（売上高、利益、配当金）を、同社の修正前予想と同額としていた。
- ・会社が当期利益の予想を上方修正したことに伴い、当部も同額の 1,260 百万円へと修正した。
- ・同社は今下期に業績が急回復する前提を置いている。新規採用者の稼働、大手 Sier との協業の強化や高収益領域への拡大による案件の増加、リソースの効率化や経費管理による改善効果が期待できるが、下期の増収・増益率、営業利益率の前提は、上期までの水準や受注残高の伸び率を考慮すると意欲的な計画である。通期業績（特に利益）の達成には、一層の経営努力が必要となろう。
- ・但し、現状では顧客の戦略的な 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に推移している。このため下期に適正なコストコントロールを行えば、今期の業績のダウンサイドは限定的であると考えている。

<中期の業績見通し：同社の中期経営計画と当調査部の予想>

- ・同社は、第二の創業と位置付ける第 2 次中計（V2026）において収益性の向上を果たし、最終年度となる 2027/3 期に売上高 230 億円、営業利益 24.1 億円の達成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、前回調査時点で作成した中期の業績予想（来期・来々期）を据え置いた（図表 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、好業績を維持できれば今後も 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ており、トップラインの成長が見込める。2024/3 期、2025/3 期に実施した高水準の投資が 2026/3 期には半減する計画であり、コストの増加ペースが鈍化し、投資成果が利益に寄与することが期待される。
- ・加えて、同社の「H・CUBiC サービス（エイチ・キュービック：人的資本経営をトータルに支援するサービス）」、「Oracle Cloud HCM 導入支援サービス」などのソリューションサービスにも注力・拡大する方針であり、今後の事業展開を注視したい。
- ・なお、当調査部では、デジタル、SI ビジネスの拡大、NRI との提携効果、新規顧客や新規分野の開拓、各種施策による生産性の向上により、中期的に安定した増収増益・増配トレンドを予想している。

- ・但し、物価高、国内金利の上昇や世界情勢の不透明感を背景に、今後は業績の悪化した顧客企業が IT 投資を抑制する動きもあると思われ、顧客の IT 投資姿勢に変化が生じる可能性がある。
- ・加えて調達コストや人件費の更なる上昇、人材の流動化や新規採用難による人的リソース不足によるボトルネック、不採算案件の発生を含めリスクとして認識しておきたい。

【 図表 9 】 中期の業績予想

単位:百万円、%	2024/3期・実績	2025/3期・新CE	2025/3期・新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	6,500		7,000	7,500	7,200
エンハンスビジネス	10,786	11,200	11,500		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	1,260	1,260		1,250		1,450
(対売上高比)	5.9%	6.7%	6.7%		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%	18.1%		-0.8%		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マンス。バリュエーションはやや割安。

<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 5.3 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 206%)。

・但し、直近の 1 年間では、同社の株は TOPIX をアンダーパフォーマンスしている (P10-図表 C)。金融株・資源株・円安メリットを享受する外需株や、業績の上方修正及び自社株買いを公表した銘柄がアウトパフォーマンスする中、同社は流動性が低い内需の小型株であること、通期の営業利益などの予想増益率や上期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。

- ・同社はディフェンシブな内需株の特性を持ち、過去の業績の変動性は低い。
- ・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。
- ・一方、同社株の過去 5 年間のヒストリカルβ (週次) は、同業 2 社の約 1.5 倍と高い。

<バリュエーション>

・東証プライム全社平均のバリュエーションは、予想 PER が 15.94 倍、実績 PBR は 1.36 倍、予想配当利回り (単純平均) は 2.44% である (2024 年 11 月 8 日終値基準)。

・これに対し同社のバリュエーションは、PER が 12.21 倍 (特益を除く利益基準では 14.10 倍) とプライム平均と比較するとやや低く、PBR は 1.47 倍と高い。

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。

・今期の各利益の実質的な増益率 (YOY) は+3~+4%前後と物足りないが、インフレに加え、同社の戦略的な先行投資によるコストの増加によるもので、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 (3.91%) を考えると、やや割安感がある。

・なお、既述の同業 2 社* と同社のバリュエーションを比較すると、主要なバリュエーション (実質 PER、PBR、EV/EBITDA) は、PSR と配当利回り (いずれも最上位) 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

項目	社名	キューブシステム (CS:連結)	ハイマックス (HM:連結)	東邦システムサイエンス (TS:非連結)	参考:野村総合研究所 (NRI:連結、IFRS採用)	東証プライム全銘柄 (平均)
株価情報	コード	2335 P	4299 S	4333 P	4307 P	-
	株価(2024年11月8日終値)	1,023	1,404	1,484	4,735	1,411.21
バリュエーション	時価総額(百万円)	16,112	17,428	30,450	2,750,073	-
	PER(株価予想収益率)	12.21	13.33	22.54	30.92	15.94
	PBR(株価純資産倍率)	1.47	1.44	2.78	6.62	1.38
	配当利回り(%)	3.91	3.13	2.73	1.22	2.44
	EV/EBITDA(倍)	6.03	4.25	11.77	15.76	-
	PSR(株価売上高倍率)	0.86	0.94	1.71	3.53	-
変動率	過去5年間の過去ベータ(β:対TOPIX)	1.10	0.58	0.58	0.83	-
	過去20年間の売上高変化率の変動係数	1.08	2.28	1.92	-	-
	過去20年間の経常利益の変化率の変動係数	1.98	3.81	3.78	-	-
今上期 実績 (2024/9期)	売上高(百万円)	9,022	8,818	8,783	376,778	-
	前年同期比・増収率(%)	0.1	1.7	9.8	4.1	-
	営業利益(百万円)	533	804	750	65,635	-
	同 営業増益率(%)	-32.8	14.3	8.5	11.5	-
	営業利益率(%)	5.8	9.1	8.5	17.4	-
	通期予想比・今上期の売上高進捗率(%)	48.0	47.4	49.3	48.3	-
今通期 業績 (会社予想)	同 営業利益進捗率(%)	33.3	45.2	44.1	49.7	-
	売上高(百万円)	18,800	18,800	17,800	780,000	-
	前年同期比・増収率(%)	4.3	7.2	9.3	5.9	-
	営業利益(百万円)	1,800	1,780	1,700	132,000	-
	同 営業増益率(%)	4.2	3.5	4.2	9.6	-
	営業利益率(%)	8.5	9.6	9.6	16.9	-

(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11月8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、今上期決算を反映。
 - ・EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現預金)/(営業利益+減価償却+無形固定資産償却等)。
 - ・有利子負債・現預金は、今上期決算を反映。営業利益は各社の今通期予想、「減価償却+無形固定資産償却等」は、今上期実績を2倍。
 - ・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(通期の利益の達成度、来期計画の利益水準)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)の変化とともに、最終ユーザーである日本企業の業績・IT投資動向(同社の受注環境:受注量や請負単価の変化)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

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:2024/11/15

【 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	旧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CE	18,800	4.3	1,600	4.2	1,650	3.7	1,260	18.1	83.76	非公表	40.0
2025/3	旧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	新E	18,800	4.3	1,600	4.2	1,650	3.7	1,260	18.1	83.68	717.49	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	-0.8	83.02	759.01	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	96.30	808.81	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	4,611	-0.6	313	-26.4	302	-27.6	505	87.7	33.54		20.0
2024/9	Q2 旧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	9,022	0.1	533	-32.8	528	-33.0	662	32.1	44.01		20.0
2024/9	H1 期初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	9,778	8.6	1,067	43.8	1,122	39.9	598	5.7	39.70		20.0
2025/3	H2 期初CE	10,000	11.0	1,000	34.8	1,000	24.7	660	16.6	43.53		20.0

(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。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	2024/11/8	項目	PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り	配当性向
株価(円)	1,023	前期実績	14.5	1.5	3.4%	49.7%
発行済株式数(千株)	15,750	今期予想	12.2	1.4	3.9%	47.8%
時価総額(百万円)	16,112	来期予想	12.2	1.3	4.2%	51.4%
潜在株式数(千株)	0	来々期予想	10.6	1.3	4.9%	51.9%
今上期・自己資本比率	76.2%	前期・純資産配当率		5.4%	前期・ROE	10.8%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

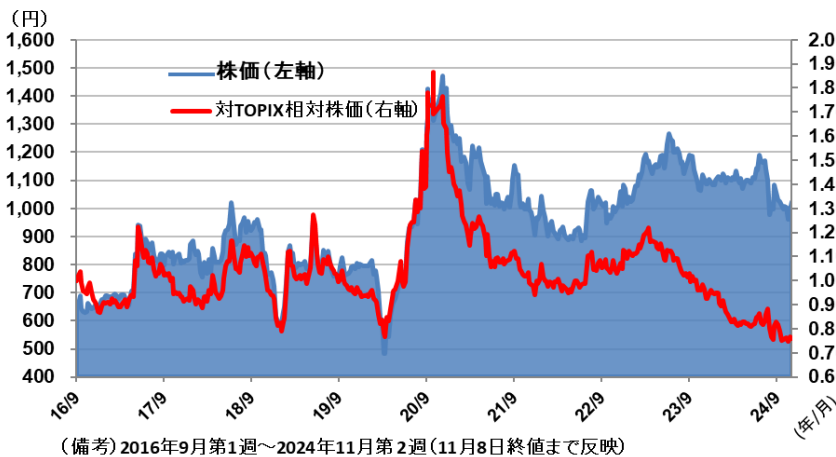
(備考) 今期・来期・来々期予想は、アルファ・ウイン調査部による予想。

ショートレポート

10/11

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。

【 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	2.1%	0.4%
3ヶ月	-5.5%	-6.6%
6ヶ月	-7.8%	-6.7%
12ヶ月	-8.0%	-23.5%

(備考)

・株価、指数は2024年11月8日の終値までを反映。
 ・対 TOPIX は、同社株のパフォーマンスから、TOPIX のパフォーマンスを差し引いた相対値。
 ・期間1ヶ月のパフォーマンスは、10月末日の終値と11月8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一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。(更新された)最新のレポートは、弊社のホームページ(<https://www.awincap.com/>)にてご覧ください。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本レポートの著作権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.com】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務は負いません。

SV2024-11-18-2100