

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 東証一部)

発行日：2019/11/18

アルファ・ウイン 調査部

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

● 要旨

◆ 長期間に亘り安定成長を遂げてきた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、東証一部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（NRI）や富士通グループなどが主要取引先で、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、業歴約47年を有する。
- 同社は過去18年間において1期間を除き、対前年度で増収を継続している。この間、売上高成長率（増収率の単純平均値）は年率+6.4%、経常利益成長率（同単純平均値）は+6.0%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いる。売上高経常利益率は7%前後で安定し、増収が増益、増配、時価総額の増大に直結している。

◆ 今期第2四半期決算～前年同期比3.2%の増収、9.4%の営業増益。上期としては最高売上高を更新。減益となった第1四半期から回復基調。

- 2020/3期第2四半期（2019年4月～9月：以下、上期）業績は、売上高7,071百万円（前年同期比＝YOY：3.2%増）、営業利益392百万円（同9.4%増）、経常利益397百万円（同5.6%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益（以下、当期利益）241百万円（同7.3%増）となった（図表1～3）。売上高は堅調であり、過去最高値を更新した。利益面では、一部のプロジェクトに採算性の悪化があり、これに伴うコスト増（YOY：42百万円の悪化）があったが、増収効果と利益率の改善により増益を確保した。上期として最高益の更新には至らなかったものの、過去と比較しても高い水準となった。但し、期初の会社予想値に対し、売上高で366百万円（4.9%）、営業利益で32百万円（7.5%）、当期利益では8百万円（3.2%）の未達となった。

【図表1】今上期（2019/9期）の業績

集計	項目	第1四半期業績		2019/3第1四半期		2020/3第1四半期		2019/3第2四半期		2020/3第2四半期		2019/3上期		2020/3上期		上期増減率	増減率/前期	増減率/前年	前期末比率	2020/3通期会社計画		増減率	
		単体:百万円	2018年4-6月	2019年4-6月	2018年7-9月	2019年7-9月	2018年4-9月	2019年4-9月	YOY:%	YOY:百万円	%	%	2018年4月-2020年3月	YOY:%									
合計	連結売上		3,082	3,379	3,771	3,892	6,853	7,071	3.2	218	100.0	100.0								15,500	8.2		
売上高	サービス/稼働名		3,082	3,379	3,771	3,892	6,853	7,071	3.2	218	100.0	100.0											
	システムインテグレーション: SIS		2,164	2,411	2,597	2,532	4,721	4,843	4.0	192	87.9	89.9											
	システムアウトソーシング: SOS		859	850	894	891	1,120	1,211	8.1	81	41.8	41.8											
	プロフェッショナル: ProS		361	447	620	469	661	617	-6.6	-45	-29.7	13.0											
製品別	システムインテグレーション: SIS		344	354	403	470	747	824	10.3	77	100.0	88.2											
	システムアウトソーシング: SOS		83	95	96	130	189	225	19.2	36	46.8	18.8											
	プロフェッショナル: ProS		58	73	126	84	124	157	18.9	-37	-49.1	13.0											
	システムインテグレーション: SIS		18.9	14.7	18.0	18.8	18.7	18.7		1.0													
製品別	システムアウトソーシング: SOS		18.7	18.4	17.0	18.8	18.9	18.7		1.8													
	プロフェッショナル: ProS		18.1	18.5	21.9	17.9	18.8	17.2		-2.6													
	金融業		898	999	1,092	1,128	1,949	2,119	8.7	170	77.6	30.0	4,517	7.8									
	流通業		695	771	738	816	1,433	1,697	17.7	264	118.3	23.9	3,988	30.7									
売上	通信業(その他)		472	485	700	432	1,172	917	-21.8	-255	-118.7	13.0	2,178	7.5									
	官公庁(その他)		297	398	482	417	779	813	4.4	34	15.6	11.5											
	官公庁(その他)		220	245	297	209	454	454	-0.6	-3	-1.4	6.4	5,019	2.0									
	その他(その他)		539	488	622	593	1,081	1,078	1.7	18	8.2	15.3											
製品別	金融業		131	181	169	228	280	408	41.1	119	155.4	33.9											
	流通業		128	122	133	165	281	287	9.9	26	33.9	23.8											
	通信業		70	74	138	66	206	140	-31.9	-66	-84.2	11.8											
	製造業(その他)		48	45	77	82	125	107	-13.9	-18	-23.5	8.9											
製品別	官公庁(その他)		36	34	38	34	74	89	-6.5	-9	-7.8	5.6											
	その他(その他)		79	86	83	127	172	193	12.2	21	27.4	18.0											
	金融業		15.4	18.2	14.6	20.3	14.8	19.3		4.4													
	流通業		18.5	15.9	18.0	18.0	18.3	17.1		-1.2													
製品別	通信業		14.9	15.2	18.4	15.3	17.8	15.4		-2.2													
	製造業(その他)		18.4	11.8	18.0	14.9	18.1	19.3		-2.8													
	官公庁(その他)		18.6	14.1	18.0	18.3	18.3	15.0		-1.3													
	その他(その他)		14.8	13.8	17.8	21.4	18.3	17.9		1.6													
合計	総利益合計		498	524	658	684	1,191	1,208	6.8	77	-	-											
販売管理費	粗利率(%)		16.1	15.5	18.9	18.5	18.6	17.1		0.8	-	-											
	売上高販管費比率(%)		12.5	12.5	10.3	10.6	11.3	11.6		0.3	-	-											
営業利益	営業利益		108	100	248	292	398	392	9.4	34	-	-	1,090	18.3									
	営業利益率(%)		3.6	3.0	6.6	7.9	5.2	5.5		0.3	-	-	7.0										
経常利益	経常利益		133	107	244	291	377	398	5.6	21	-	-	1,090	13.8									
	経常利益率(%)		4.3	3.2	6.5	7.9	5.5	5.8		0.1	-	-	7.0										
当期利益	当期利益		78	50	149	192	225	242	7.3	16	-	-	884	14.8									
	当期利益率(%)		2.5	1.5	4.0	5.2	3.3	3.4		0.1	-	-	4.4										

(備考) 決算短信、同補足説明資料に基づき当調査部が作成、計算過程の処理等で数値に差異が生じることがある(以下同様)。

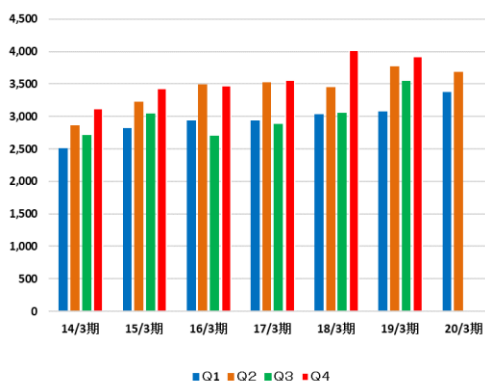
ショートレポート

1/6

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。

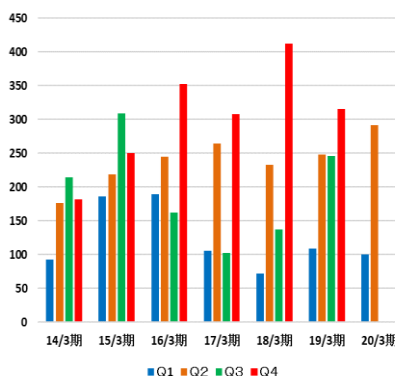
【 図表 2 】 四半期別売上高推移

(単位：百万円)



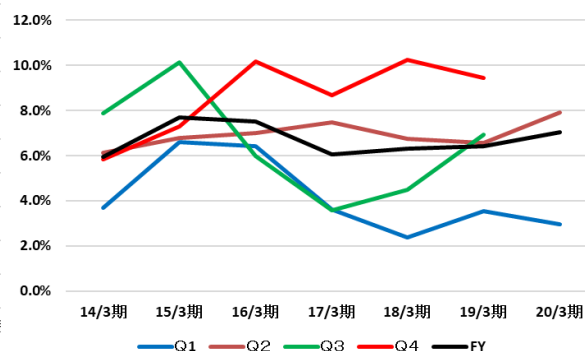
【 図表 3 】 四半期別営業利益の推移

(単位：百万円)



【 図表 4 】 四半期別、営業利益率推移

(単位：%)

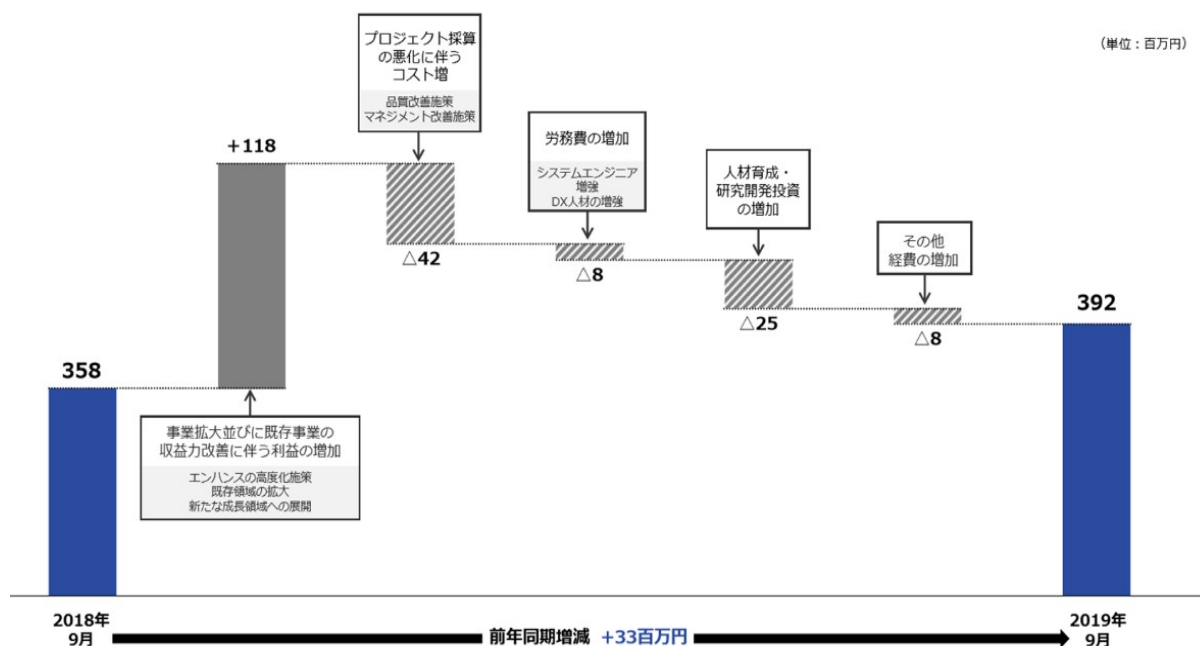


(備考) 図表2~4とも2020/3期Q1、Q2は実績、通期は会社予想

- ・ 上期全体では、YOYで218百万円の増収、粗利では76百万円の増益となった。
- ・ 品目別業績(3区分)では、システムインテグレーション・サービス(SIS)の売上高が、YOYで192百万円の増収(同4.0%増)と全体の増収幅の88%を占めた。また、流通業における生協向け、金融業におけるクレジット会社向け、紙加工メーカーや教育事業会社向けのシステム案件が拡大し寄与した。SISでは粗利率が前上期の15.7%から今上期に16.7%へ上昇したため、粗利額は76百万円(YOY10.3%増、以下同様)の増益となり、全体の利益を押し上げた。加えて、システムアウトソーシング・サービス(SOS)では、総合スーパー向けの案件の拡大により、91百万円の増収(8.1%増)となり、粗利率も改善し粗利額は36百万円の増益(19.2%増)となった。一方、プロフェッショナル・サービス(ProS)は、通信キャリア向けシステム案件の終息に伴い、64百万円の減収(6.6%減)、36百万円の減益(18.9%減)となった。
- ・ 業種別(4区分)では、上記の理由で減収減益となった通信業を除く3業種において増収となった(図表1)。特に金融業が、クレジット向けに加えて保険会社向けのシステム案件が増加したため復調が鮮明化し、全体の増収増益(粗利ベース、以下同様)を牽引した。加えて、流通業も、消費税対応案件や成長領域での新規案件(デジタル化対応など)の拡大により、業績に寄与した。一方、その他の業種では、不採算プロジェクトの発生や好採算案件の端境期により粗利率が低下したが、売上高・利益ともほぼ横ばいとなった。
- ・ 顧客グループ別では、通信キャリア向けが落ち込んだ富士通グループ(以下G)以外の3G(NRI、イオン、みずほ)向けは増収となった。主要4G向け売上高は5,332百万円とYOYで226百万円増収(4.4%増)と全体の増収幅・増収率を上回った。
- ・ 粗利率は前年上期の16.5%から今上期の17.1%へ(以下同様)、営業利益率は5.2%から5.5%へといずれも上昇した(図表4)。また、今上期の営業利益の増減要因(ネットで34百万円の増益)は、図表5の通りである。エンハンス、並びに新規分野も含めた事業の拡大に伴う増収効果と、コスト削減と効率化を進めた為、利益率の改善が寄与し増益に結びついた。不採算プロジェクトに関しては、関連費用の計上をほぼ終えており下期以降は、現状では追加で大きく発生しない見通しである。営業外損益は前上期には保険解約返戻金など一時的な収益があったが反動で、12百万円の減益要因となった。特別損益の発生はなく、当期利益でも増益となった。

- ・なお、同社のビジネスモデル上、売上高の成長は従業員数に依存する部分が多いが、国内従業員を2017/9(月末)：617人→2018/9：655人(+38人、+6.2%)→2019/9：664人(+9名、+1.4%)と増やしている。システム需要に対して人材は依然として不足気味であるが、一方で一人当たりの売上高や営業利益など生産性が徐々に改善してきている。
- ・上期末のバランスシートに大きな変化はない。実質無借金で、現金及び預金は32億円と手元の流動性は潤沢であり、自己資本比率は67.4%と財務体質は良好である。

【図表5】上期の営業利益の増減要因



(出典) 決算補足説明資料

◆ 通期 8.2%の増収、2桁の増益、2円増配の期初業績計画に変更なし

- ・会社側は、期初に発表した通期の売上高・利益・配当の見通しを変えていない。今期も前年度に続き増収増益を見込む。過去最高売上高の連続更新と、過去最高利益の更新を会社は計画している。特に営業・経常利益ではそれぞれ初の10億円超えを再度目指している(前年度は計画するが未達)。
- ・通期の会社業績予想に対する今上期の進捗率は、売上高では45.6%、営業利益では36.0%であった。前期を含む過去10年間の上期の進捗率の単純平均は、売上高49.0%、営業利益は44.8%であり、今上期は平均的な進捗率を下回っている。なお、通期の会社予想から上期実績を差し引き逆算すると、下期は売上高8,429百万円(YOY+12.8%)、営業利益698百万円(同+24.0%)とYOYで二桁の増収増益と営業利益率の改善(前下期7.5%→今下期8.3%)を見込んでいることになる。同社には四半期単位で変動性が見られ、第4四半期(1~3月)の年度に占める業績のウェイトが最も高い。現状では会社の下期計画達成はやや厳しいと思われるが、年度末に向けてカバーできる余地はある。因みに、同業他社の上期決算(2019/9期)は、ハイマックスが7.6%の増収ながら28.7%の減益(不採算プロジェクトが発生)、東邦システムサイエンスは4.6%の減収、11.2%の減益(両社とも営業利益ベース)であり、増収増益を維持している同社の相対的な堅調さが伺える。

- ・アルファ・ウイン調査部では、不採算プロジェクトの発生に伴う上期の売上高・利益実績も勘案して通期の業績を見直した(アルファ・ウイン調査部：従来予想→今回予想、売上高：154億円→152億円、営業利益：1,080百万円→1,070百万円、経常利益以下は変更なし)。但し、「会社の通期計画に対し、やや下回るものの売上高・利益とも過去最高値を更新する可能性もある。」との判断は継続している。また、同社は主要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、今上期の受注と同期末の受注残は、YOYで各2.8%、8.5%増加し堅調に推移している。従って現段階では通期の業績予想を大きくは修正していない。近年プロジェクトマネジメントを強化してきた中、不採算プロジェクトの発生は想定外であったが上期でほぼ終息しつつある(四半期での損益に与えるインパクト、前Q4→今Q1→Q2の順、百万円単位：△52→△15→△27)。今後、再発防止に向けて顧客とのコミュニケーションの強化、ノウハウの蓄積と活用、及び品質管理の徹底を実施する方針であることから、大きな懸念材料になるとは考えにくい。下期以降、その損益インパクトや再発防止策の実効性に注目していきたい。
- ・なお、中長期的にはユーザーは、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化等を背景に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、エンハンスビジネスの拡大、新規顧客開拓、新規や海外ビジネスへの展開、各種施策による生産性の向上により、年率8~10%前後の安定した増収増益を当部では予想している。

◆ 株価水準と株価特性～バリュエーションは市場平均並み、内需中心の安定成長株として長期間に亘って、TOPIXを大幅にアウトパフォーム

- ・東証一部平均(2019年11月15日終値基準：PER15.74倍、PBR1.24倍、単純平均配当利回り1.90%)や同業他社(ハイマックス、東邦システムサイエンス、図表6)と比較し、バリュエーションはほぼ平均的である。今後、同社が継続して2桁近い安定した利益成長性を示せれば、株価にプレミアムが反映される余地はあると考えている。
- ・国際情勢や為替変動とは関連性が薄く、内需中心のディフェンシブな安定成長株。株価のボラティリティは相対的に小さい特徴がある。この為、株式市場の急上昇局面では、株価が出遅れることもある。
- ・なお、過去約10年間で株価は約4倍に上昇し、TOPIXを大幅にアウトパフォームしてきた。株価面では、短期的な視点では四半期単位での業績・受注動向がポイントになると思われる。中期的には、今中計の最終年度となる来期の利益率と増益率の変化、並びに次期中期経営計画の内容、新技術・新分野への展開と実績、株主還元(増配、優待の拡充、自社株買いや株式分割)、最終ユーザーである日本企業の業績・IT投資動向にも注目していきたい。

【図表6】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 (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)
コード	2335	4299	4333
株価(11月15日終値)	785	1,972	919
時価総額(百万円)	11,995	12,239	12,743
PER(株価予想収益率)	15.8	17.9	14.4
PBR(株価純資産倍率)	2.0	1.2	1.6
配当利回り(%)	2.3	2.5	2.7
EV/EBITDA(倍)	9.1	6.7	5.2
PSR(株価売上高倍率)	0.8	0.8	0.9

時価総額=発行済株式総数×時価(2019年11月15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2020/3期の会社計画、PBRに用いたBPSは2019/9上期実績値

EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現預金)/(営業利益+減価償却費+無形固定資産等償却)。有利子負債・現預金は上期実績値

PSR=時価総額/売上高(2020/3期会社予想)

【 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)
2017/3		12,899	2.2	781	-17.7	811	-15.5	551	-12.3	39.15	346.47	14.0
2018/3		13,559	5.1	855	9.5	892	10.0	567	2.9	40.59	372.23	16.0
2019/3		14,325	5.6	921	7.8	959	7.5	596	5.1	43.25	393.29	16.0
2020/3	CE	15,500	8.2	1,090	18.3	1,090	13.6	684	14.6	49.58	-	18.0
2020/3	E	15,200	6.1	1,070	16.2	1,080	12.6	680	14.1	50.04	426.38	18.0
2021/3	E	16,500	8.6	1,200	12.1	1,200	11.1	750	10.3	55.20	463.58	18.0
2022/3	E	17,800	7.9	1,320	10.0	1,320	10.0	825	10.0	60.72	506.29	20.0
2018/6	Q1	3,082	1.4	109	52.4	132	80.5	76	131.3	5.45	357.23	0.0
2019/6	Q1	3,379	9.6	100	-8.8	107	-19.0	50	-34.2	3.70	379.63	0.0
2018/9	Q2	3,770	9.4	248	6.4	243	4.8	149	1.0	10.88	381.80	0.0
2019/9	Q2	3,691	-2.1	291	17.3	290	19.3	191	28.2	14.13	397.59	8.0
2018/9	H1(上期実績)	6,852	5.6	358	17.3	376	23.0	225	24.8	16.33	381.80	0.0
2019/9	H1(上期実績)	7,071	3.2	392	9.4	397	5.6	241	7.3	17.83	397.59	8.0
2019/9	H1(期初上期CE)	7,437	8.5	424	18.3	424	12.5	250	10.9	18.12	-	8.0
2019/3	H2(下期実績)	7,473	5.7	563	2.4	583	-0.5	371	-4.1	26.92	-	16.0
2020/3	H2-CE(下期計画)	8,429	12.8	698	24.0	693	18.9	443	19.4	31.75	-	10.0

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

【 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	2019/11/15	項目	PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り	配当性向
株価(円)	785	前期実績	18.2	2.0	2.0%	37.0%
発行済株式数(千株)	15,280	今期予想	15.7	1.8	2.3%	36.0%
時価総額(百万円)	11,995	来期予想	14.2	1.7	2.3%	32.6%
潜在株式数(千株)	0	今Q2末自己資本比率	67.4%	前期ROE	11.4%	

(備考) 予想は、アルファ・ウイン調査部予想

【 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。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。

PSV20191229-1900