

# 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：2020/8/3

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48年を有する。
- 同社は過去22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+7.0%、経常利益成長率（同）は+8.3%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。今期から新社長の下、デジタルビジネスにもシフトしていく方針。

#### ◆ 今期第1四半期決算～前年同期比0.2%の微減収、営業利益は同141.3%と大幅増。不採算案件の計上がなくコスト削減も寄与。コロナの影響は軽微だが受注は減少。

- 2021/3期第1四半期（2020年4～6月：以下、Q1）業績は、売上高3,373百万円（前年同期比＝YOY：0.2%減）、営業利益242百万円（同141.3%増）、経常利益248百万円（同130.8%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益（以下、当期利益）165百万円（同229.3%増）となった（図表1～3）。売上高は横這いであったが、利益面では前期Q1に計上があった不採算案件が今期はなく、またコロナ禍における出張旅費などのコスト抑制効果により大幅な増益となった。Q1としては、営業・経常・当期の各利益とも過去最高益を更新した（従来の過去最高益：2016/3期Q1）。粗利率は前期Q1の15.5%から今期Q1の19.1%へ（以下同様）、営業利益率は3.0%から7.4%へと約4.4ポイント上昇した（図表4）。売上高は、同社内の計画（非公表）並みに着地し、利益はこれを上回ったものと推測される。

【図表1】第1四半期の業績

		第1四半期業績		2020/3第1四半期	2021/3第1四半期	増減率	増減額/額	増減率/増収率	増減率/増収率	増減率/増収率	2021/3前期会社計画	増減率
		単位:百万円		2019年4-6月	2020年4-6月	YOY: %	YOY: 百万円/%	%	%	%	2020年4月-2021年3月	YOY: %
総合計	連結売上	サービス/業種名	3,379	3,373	-0.2	-6	100.0	100.0			16,000	8.8
品目別	売上高	システムインテグレーション: SIS	2,411	2,311	-4.1	-100		68.4				
		システムアドソーシング: SOS	520	506	-2.9	-1.4		15.0				
		プロフェッショナル: ProS	447	555	24.1	108		16.4				
	粗利率	システムインテグレーション: SIS	954	437	23.2	83	70.3	63.4				
		システムアドソーシング: SOS	85	82	-13.6	-13	-11.0	15.6				
		プロフェッショナル: ProS	73	123	68.9	50	42.4	29.5				
粗利率%	システムインテグレーション: SIS	14.7	18.9	4.2								
	システムアドソーシング: SOS	18.4	16.3	-2.1								
	プロフェッショナル: ProS	16.5	22.2	5.7								
業種別	売上	金融業	993	989	-0.4	-4		29.3			4,838	8
		流通業	771	675	-12.5	-96		20.0			3,315	-1.3
		運送業・運輸業	485	592	21.9	107		17.6			1,965	4.5
		製造業(その他)	396	329	-16.9	-67		9.8				
		官公庁(その他)	245	182	-25.6	-63		5.4			5,882	17.9
		その他(その他)	486	603	24.2	117		17.9				
	粗利率	金融業	191	191	5.7	10	8.4	29.8				
		流通業	122	123	0.8	1	0.8	19.2				
		運送業・運輸業	74	141	91.4	67	56.4	22.0				
		製造業(その他)	45	59	22.7	11	9.3	8.7				
		官公庁(その他)	34	24	-28.0	-10	-8.4	3.7				
		その他(その他)	86	105	58.7	39	32.8	16.4				
粗利率%	金融業	18.2	19.3	1.1								
	流通業	15.9	18.3	2.4								
	運送業・運輸業	15.2	23.9	8.7								
	製造業(その他)	11.6	17.1	5.5								
	官公庁(その他)	14.1	13.6	-0.5								
	その他(その他)	13.6	17.4	3.8								
総合計	粗利率合計		524	643	22.7	119						
販売管理費	粗利率(%)		15.5	19.1	3.6							
	販売管理費		424	401	-5.4	-23						
	売上高販管比率(%)		12.5	11.9	-0.7							
	営業利益		100	242	8.8	142				1,090	18.3	
	営業利益率(%)		3.0	7.2	4.2						7.0	
	経常利益		107	248	19.0	141				1,090	19.6	
	経常利益率(%)		3.2	7.4	4.2						7.0	
当期利益		50	166	94.2	116					684	14.6	
当期利益率(%)		1.5	4.9	3.4							4.3	

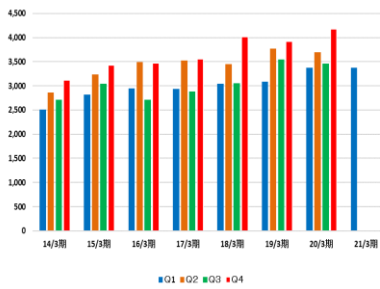
(備考) 全図表：決算短信、決算補足説明資料に基づき当調査部が作成、計算過程の処理により数値に誤差が生じることがある。

### ショートレポート

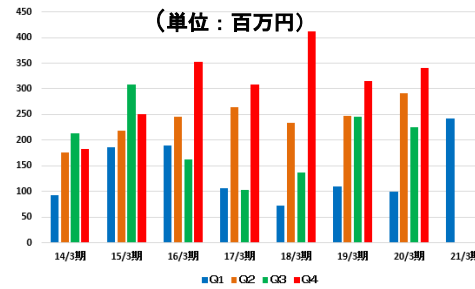
1/6

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。

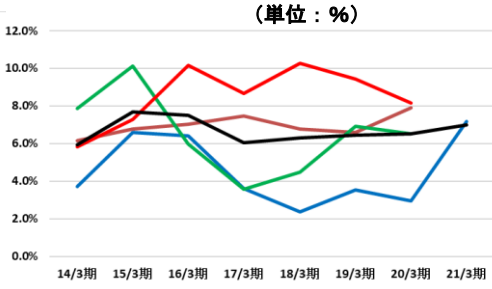
【 図表 2 】 四半期別売上高推移



【 図表 3 】 四半期別営業利益の推移



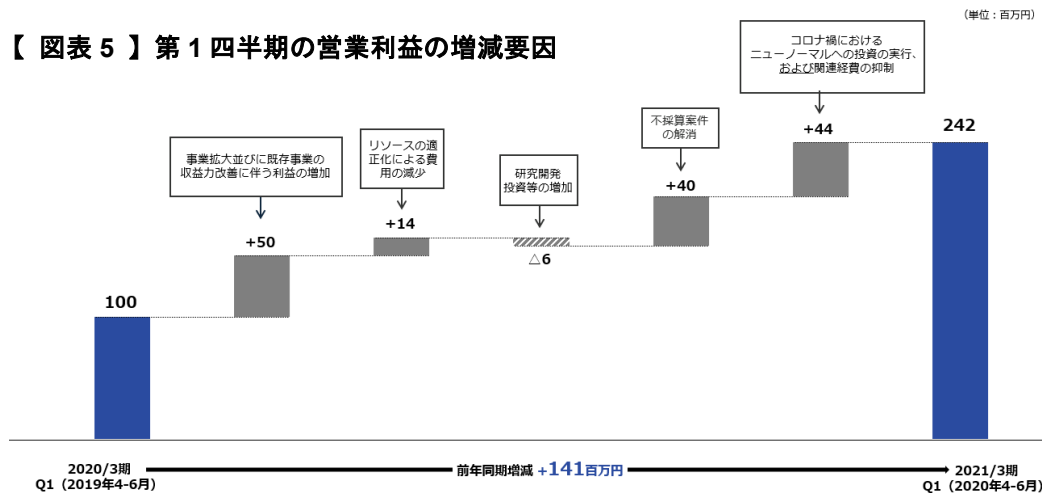
【 図表 4 】 四半期別、営業利益率推移



(備考) 図表 2~4 とも 2021/3 期 Q1 は実績、また通期 (FY) は会社予想

- ・全体では YOY で 9 百万円の減収、粗利額では 118 百万円の増益となった。
- ・Q1 の品目別業績 (3 区分) は以下の通り。
- ・コア事業であるシステムインテグレーション・サービス (SIS) は、99 百万円 (YOY : 4.1%減) の減収となった。運輸業における宅配便事業会社向けシステム、教育事業会社向けシステム構築案件の拡大があったものの、製造業における建設機械メーカー向けシステム構築案件の終息や、流通業向け案件並びに金融業におけるネットバンク向けシステム構築案件の縮小により減収となった。また、前期 Q1 に計上した不採算案件が今期はなく、粗利額は 437 百万円と 82 百万円 (同 23.2%増) の増益となった。
- ・また、流通業におけるアウトソーシング案件が縮小したことから、システムアウトソーシング・サービス (SOS) は、売上高 506 百万円と 14 百万円の減収 (同 2.8%減)、粗利額は 82 百万円と 13 百万円の減益 (13.6%減) となった。
- ・一方、プロフェッショナル・サービス (ProS) は、通信キャリア向けや 大手流通グループ銀行向けシステム構築案件の拡大に加え、コンサルティング案件も順調で、売上高 555 百万円と 107 百万円の増収 (同 24.1%増)、粗利額は 123 百万円と 49 百万円の増益 (同 66.9%増) となった。
- ・業種別売上高 (4 区分) の概況は上述の通りではあるが、通信・運輸業のみが増収となった (図表 1)。金融業やその他は微減収に留まったが、流通業は消費税対応案件の終息が響き 2 桁の減収となった。一方、主としてコスト削減・利益改善策が奏功し、全業種で増益となった。
- ・また、今期 Q1 の営業利益の増減要因は、図表 5 の通りである。売上高がフラットとなる中、既存事業の収益力改善、不採算案件の解消、経費抑制の効果が増益に大きく寄与した。営業外損益は、ほぼ前年同期並みであり特別損益の発生はなく、当期利益では 2 倍増となった。

【 図表 5 】 第 1 四半期の営業利益の増減要因



(備考) 決算補足説明資料、一部を加筆修正

- ・なお、同社のビジネスモデルは、売上高の成長が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、2017/6（月末）：707人→2018/6：745人（+38人、+5.4%）→2019/6：766人（+21名、+2.8%）→2020/6：799人（+33名、+4.3%）と増加傾向にある。新型コロナが与える今後の影響は不透明ではあるが、依然として潜在的なシステム需要（テレワーク・EC・AIなどの非対面関連、DX関連ビジネス）は旺盛であり、人材は不足気味である。Web面接も活用し採用を強化するとともに、一人当たりの売上高や営業利益など一人当たりの生産性を向上すべく注力している。
- ・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37億円と手元の流動性は潤沢であり（平均月商の2.8ヶ月相当、実質無借金）、自己資本比率は70.8%と財務体質は良好である。

◆ 通期 8.8%の増収、2桁の増益の期初業績予想、18円配当の計画には変更なし。

- ・会社側は、期初に発表した通期の売上高16,000百万円（YOY:8.8%増）、営業利益1,120百万円（同16.8%増）、当期利益700百万円（同33.3%増）、一株当たり18円の配当の見直しを変えていない。今期も前期に続き増収増益を見込み、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（前期は、計画するも未達）。
- ・通期の会社業績予想に対するQ1の進捗率は、売上高では21.1%（前期Q1:23.0%）、営業利益では21.6%（同10.4%）である。因みに、前期を含む過去7年間のQ1の進捗率の単純平均は、売上高22.6%、営業利益は13.9%であり、今期Q1は近年の平均的な営業利益の進捗率を上回っている。なお、四半期単位で季節変動性が見られ、近年、第4四半期（Q4:1~3月）の年度に占める業績のウエイトが最も高い（同7年平均の売上高ウエイト28.0%、同営業利益ウエイト35.4%）。次いで第2四半期（Q2:7~9月、順に26.2%、27.6%）、第3四半期（Q3:10~12月、順に23.3%、23.0%）と、Q1のウエイトは例年最小である。なお、会社公表の通期予想からQ1実績を差し引き逆算すると、残る9ヶ月間（Q2~Q4）で売上高12,627百万円（YOY:11.5%増）、営業利益878百万円（同2.2%増）と増収増益、及び前期同期間の営業利益率7.6%から、今期同期間には7.0%への悪化を想定していることになる。
- ・アルファ・ウイン調査部では新型コロナ感染症の与えるリスクを考慮し、会社の通期計画に対しやや慎重な予想を行っている。同社は、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きている。しかし、コロナ禍で営業活動は新規商談を中心として停滞しており、また業績の悪化した顧客企業にはIT投資を抑制する動きも一部に見られ、Q1の受注高と受注残は、それぞれYOYで約8.3%、6.1%減少している。そこで同社は7月以降、コロナ対応をした上での営業活動の積極化（デジタル技術を活用した分散・非接触での業務の遂行と対面営業の併用）や、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を進めている。
- ・但し、新型コロナの影響が長期化すれば、今期以降の利益見直しについて見直す可能性があり、Q2以降の受注や利益率の動向を注視していきたい。またプロジェクトマネジメントを強化しつつあるが、不採算プロジェクトの発生再発防止策の実施効果にも注目していきたい。
- ・なお当調査部では、中長期的な同社に対する評価を変えていない。ユーザーは、ウイズコロナあるいはアフターコロナを考慮した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化などを背景にIT投資をいずれ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、経済環境が正常化すれば、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。

◆ 新型コロナウイルス感染症に対する同社の取り組みについて

・同社は、アフターコロナ、ニューノーマル(新常态)に向けた最適な働き方の実現に向け、社長執行役員を統括とした4つのタスクフォースの活動を開始した。社員一人ひとりが、それぞれの業務特性や能力特性の観点から、最も適した場所で業務を遂行できる働き方を実現することを目的としている。現在も、リモートワークを活用し、在宅勤務率は5割超となっている。

・4つのタスクフォースとは、以下の通り(決算補足説明資料より抜粋)。

- ① オフィス環境： 働く場所とツールの整備
- ② 社内業務プロセス： 業務プロセスへの徹底的な見直しとデジタル化
- ③ プロジェクト遂行環境： キューブラしさを維持した新たな営業スタイルへ
- ④ 制度運用： 規程・ガイドラインの整備

◆ 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って、TOPIX を大幅にアウトパフォーム。バリュエーションは平均的な水準。

・過去約10年間では、同社株価は好業績を背景に約4倍に上昇し、TOPIXを大幅にアウトパフォームしている。また、直近1年間でもTOPIX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)をアウトパフォームしているが、同業他社との比較ではバリュエーションに割高感はなく、ほぼ平均的な水準である。なお、現在、東証一部の多くの企業が今期決算を非開示としているため、市場全体を示すバリュエーションとして比較することは難しい。

・また、通期の決算予想を非開示としていた大手企業が、Q1決算発表時に大幅な減益や巨額の赤字計上、減配や無配など、今期予想を相次いで公表している。これに対して、同社は今期も増収と2桁増益の計画を継続しており、内需中心のディフェンシブな安定成長株として評価されていることが、株価が堅調な理由の一つと考えられる。

・今後の株価は、新型コロナウイルス感染症の収束状況、Q2以降の四半期単位での受注・業績動向が短期的なポイントになると思われる。中期的には、来期以降の同社の営業利益率と増益率の変化、DXなどの新技術・新分野への展開と業績への寄与、株主還元(増配、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。今後、同社が継続的に2桁近い安定した利益成長性を示せば、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。

【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(7月31日終値)	943	1,928	945
時価総額(百万円)	14,409	11,966	13,103
PER(株価予想収益率)	18.3	18.4	18.1
PBR(株価純資産倍率)	2.3	1.2	1.6
配当利回り(%)	1.9	2.6	2.6
EV/EBITDA(倍)	10.6	6.0	5.5
PSR(株価売上高倍率)	0.9	0.8	1.1

時価総額=発行済株式総数\*時価(2020年7月31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2021/3期の会社計画、PBRに用いたBPSは2021/3期Q1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:2021/3期Q1値

PSR=時価総額/売上高(2021/3期会社予想)

(備考)各社の決算短信に基づき当調査部が作成

【 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)
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		14,708	2.7	959	4.1	976	1.7	525	-11.9	38.69	411.96	18.0
2021/3	CE	16,000	8.8	1,120	16.8	1,120	14.7	700	33.3	51.56	-	18.0
2021/3	E	15,300	4.0	1,050	9.5	1,050	7.6	655	24.8	48.21	442.12	18.0
2022/3	E	16,300	6.5	1,130	7.6	1,130	7.6	705	7.6	51.89	476.01	20.0
2023/3	E	17,200	5.5	1,200	6.2	1,200	6.2	750	6.4	55.20	511.20	20.0
2018/6	Q1	3,082	1.4	109	52.4	132	80.5	76	131.3	5.45	393.29	0.0
2019/6	Q1	3,379	9.6	100	-8.8	107	-19.0	50	-34.2	3.70	379.63	0.0
2020/6	Q1	3,373	-0.2	242	141.3	248	130.8	165	229.3	12.17	418.69	0.0

(備考) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想、Q1は4-6月決算

【 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	2020/7/31	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	943	前期実績	24.1	2.3	1.9%	46.5%
発行済株式数 (千株)	15,280	今期予想	19.3	2.1	1.9%	37.3%
時価総額 (百万円)	14,409	来期予想	18.0	2.0	2.1%	38.5%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率		69.6%	前期ROE	9.6%

(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



\*\*\*\*\*

## ディスクレマー

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

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。（更新された）最新のレポートは、弊社のホームページ (<http://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](mailto:info@awincap.com)】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務を負いません。

SV20200802-2200