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：2023/8/15

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 51 年を有する。
・同社は過去 25 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+5.9%、経常利益成長率（同）は+7.1%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。2023/3 期には、過去最高売上高と利益を更新し、4 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（同社の「その他の関係会社」）となった。NRI グループは同社の最大顧客で、2023/3 期の連結売上高の 49.7%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～前年同期比 12.4%の増収、35.9%の大幅な営業増益。IT 投資が活発で SI ビジネスが貢献。リソースの集約化、業務の効率化により収益性も改善。

＜Q1：概要＞

・2024/3 期第 1 四半期（2023 年 4～6 月：以下、Q1）の決算は、売上高 4,376 百万円（前年同期比＝YOY：+12.4%）、営業利益 369 百万円（同+35.9%）、経常利益 371 百万円（同+37.0%）、親会社株主に帰属する四半期純利益（以下、当期利益）232 百万円（同+34.2%）となった（P2-図表 1）。
・四半期決算としては過去最高の売上高を更新した。また、Q1 の四半期利益としては、2022/3 期の最高利益に次ぐ水準となった。Q1 の会社計画は非公表であるが、売上高・利益とも同社の想定をやや上回ったものと推測される。

・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、人材育成、リソースの最適化を進め、大幅な増収増益を達成した。
・粗利率は、前期 Q1 の 20.2%から今期 Q1 には 21.4%へと 1.2 ポイント上昇した（以下同順）。一方、販管費は 513 百万円から 568 百万円へと 10.7%増加したものの増収率を下回り、販管費率は 13.2%から 13.0%へと 0.2 ポイント低下した。この結果、営業利益率は 7.0%から 8.5%へと 1.5 ポイント上昇した。付加価値化、効率化、合理化等による生産性の向上が、収益率の改善に寄与した。

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１ 】第１四半期の業績概要

連結	第1四半期業績		2022/3第1四半期	2023/3第1四半期	2024/3第1四半期	増減率	増減額/幅	増減額寄与率	構成比率	2024/3通期会社計画	増減率	Q1進捗率
	単位：百万円、％		2021年4～6月	2022年4～6月	2023年4～6月	YOY：％	YOY：百万円/％	％	％	2023年4月-2024年3月	YOY：％	
区分	連結売上	サービス/業種名	3,987	3,892	4,376	12.4	484	100.0	100.0	18,000	10.3	24.3%
①品目別	売上高	システムインテグレーション：SIS	2,985	2,821	3,315	17.5	493	524.5	75.8			
		システムアウトソーシング：SOS	493	440	467	6.2	27	28.7	10.7			
		プロフェッショナル：ProS	508	631	594	-5.9	-37	-39.4	13.6			
	営業利益	システムインテグレーション：SIS	311	172	296	72.1	124	127.8	80.2			
		システムアウトソーシング：SOS	37	34	40	14.6	5	5.2	10.8			
		プロフェッショナル：ProS	30	64	33	-48.7	-31	-32.0	8.9			
	営業利益率％	システムインテグレーション：SIS	10.4	6.1	8.9		2.8					
		システムアウトソーシング：SOS	7.5	7.9	8.6		0.7					
		プロフェッショナル：ProS	6.1	10.3	5.6		-4.7					
②業種別	売上高	金融業	934	1,128	1,397	23.9	269	55.6	31.9	5,501	13.2	25.4%
		流通業	815	785	956	21.7	170	35.1	21.8	3,931	10.6	24.3%
		通信業・運輸業	1,062	826	644	-22.1	-182	-37.6	14.7	2,575	-10.7	25.0%
		製造業（その他）	318	344	401	16.6	57	11.8	9.2			
		官公庁（その他）	244	206	264	28.0	58	12.0	6.0	5,993	19.1	23.0%
		その他（その他）	610	601	713	18.6	112	23.1	16.3			
	営業利益	金融業	75	101	126	24.1	24	24.7	34.1			
		流通業	84	49	87	77.9	38	39.2	23.6			
		通信業・運輸業	148	70	40	-42.6	-29	-29.9	10.8			
		製造業（その他）	20	5	37	545.9	32	33.0	10.0			
		官公庁（その他）	24	11	32	192.8	21	21.6	8.7			
		その他（その他）	24	34	46	35.7	12	12.4	12.5			
	営業利益率％	金融業	8.1	9.0	9.0		0.0					
		流通業	10.4	6.3	9.1		2.8					
		通信業・運輸業	14.0	8.5	6.3		-2.2					
		製造業（その他）	6.5	1.7	9.2		7.5					
		官公庁（その他）	10.2	5.4	12.3		6.9					
		その他（その他）	4.0	5.7	6.5		0.8					
③ビジネスモデル別	売上高	デジタルビジネス	64	102	126	23.6	24	5.0	2.9	920	52.8	13.7%
		SIビジネス	1,082	854	1,558	82.5	704	145.5	35.6	5,850	39.8	26.6%
		エンハンスビジネス	2,840	2,936	2,692	-8.3	-244	-50.4	61.5	11,230	-2.7	24.0%
	営業利益	デジタルビジネス	0	-4	4	黒字化	9	9.3	1.1			
		SIビジネス	125	34	155	352.2	120	123.7	42.0			
		エンハンスビジネス	253	242	210	-13.3	-32	-33.0	56.9			
	営業利益率％	デジタルビジネス	0.0	-3.9	3.2		7.1					
		SIビジネス	11.6	4.0	9.9		6.0					
		エンハンスビジネス	8.9	8.2	7.8		-0.4					
連結	粗利		863	785	938	19.4	153	-	-			
新収益認識基準		粗利率（％）	21.6	20.2	21.4		1.2	-	-			
	販売管理費		483	513	568	10.7	55	-	-			
		売上高販管比率（％）	12.1	13.2	13.0		-0.2	-	-			
	営業利益		379	272	369	35.9	97	-	-	1,620	11.5	22.8%
		営業利益率（％）	9.5	7.0	8.5		1.5	-	-	9.0		
	経常利益		390	271	371	37.0	100	-	-	1,635	10.4	22.7%
		経常利益率（％）	9.8	7.0	8.5		1.5	-	-	9.1		
	当期利益		264	173	232	34.2	59	-	-	1,080	9.1	21.5%
		当期利益率（％）	6.6	4.5	5.3		0.8	-	-	6.0		

（備考） Q1 は実績、また 2024/3 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＞

・全体では前年同期比で 484 百万円の増収、97 百万円の営業増益となった（以下、図表 1 を参照）。

① 品目別業績（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）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）の売上高は、3,315 百万円と 493 百万円（YOY+17.5%）の増収となった。金融業における地銀・ ネットバンク・メガバンク向けシステム構築案件や、官公庁向けシステム構築案件が拡大した。営業利益率は、前期 Q1 の 6.1%から 8.9%に上昇し、今期 Q1 の同利益は 296 百万円と 124 百万円（同+72.1%）の大幅な増益となった。

・また、全売上高・同営業利益の約 1 割を占めるシステムアウトソーシング・サービス（SOS）も、部品メーカー向けの案件が拡大し、売上高は 467 百万円と 27 百万円の増収（YOY+6.2%）、営業利益は 40 百万円と 5 百万円の微増益（同＋14.6%）となった。

・一方、SOS と同様に全売上高・同営業利益の約 1 割を占めるプロフェッショナル・サービス（ProS）は、通信業における通信会社向け構築案件の縮小により、売上高は 594 百万円と 37 百万円の減収（YOY△48.7%）、営業利益は 33 百万円と前期 Q1 の 64 百万円から半減した（同△48.7%）。

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。

② 業種別業績（4 区分、及び 6 区分）

・運輸・通信業を除く 3 業種が、大幅な増収増益となった。全売上高の 32%、同営業利益の 34%を占める金融業は（業種別ではともに最大比率）、既述のように銀行向けシステム構築案件が拡大し、売上高が 1,397 百万円と前期比 269 百万円（YOY+23.9%）の増収となった。今期 Q1 の営業利益率は、前期 Q1 と変わらず 9.0%であったが、増収により営業利益は 126 百万円と 24 百万円の増益（同+24.1%）となった。

・全売上高の 22%、同営業利益の 24%を占める流通業では、アパレル会社、卸売業、協同組合、ホームセンター向けシステム構築案件の拡大により、売上高 956 百万円を計上し 170 百万円（YOY+21.7%）の増収となった。営業利益率も 6.3%から 9.1%に大きく上昇し、営業利益は 87 百万円と 38 百万円（同+77.9%）の増益となった。

・全売上高の 31%、同営業利益の 31%を占めるその他の業種（金融に次ぐ構成比率）では、製造業・官公庁・その他のいずれのセグメントにおいても、増収と利益率の改善により増益となった。売上高は 1,378 百万円と 226 百万円（YOY+19.7%）の増収、営業利益は 51 百万円から 115 百万円と倍増（YOY+64 百万円、+127.3%）し、全体に対する増益寄与度が最大となった。

・全売上高の 15%、同営業利益の 11%を占める運輸・通信業（最小の構成比率）は、既述のように通信・運送事業者向けのシステム構築案件の縮小により、売上高は 644 百万円と 182 百万円の減収（YOY△22.1%）となり、営業利益も 70 百万円から 40 百万円（同△29 百万円、△42.6%）とほぼ半減した。

③ ビジネスモデル別業績（3 区分）

・全売上高の 62%、同営業利益の 57%を占めるエンハンスビジネスは、通信会社、総合スーパー、クレジット事業向け案件の縮小により、売上高は 2,692 百万円と前期 Q1 比で 244 百万円（YOY△8.3%）の減収となった。また、営業利益は 210 百万円と△32 百万円（同△13.3%）の減益となり、営業利益率は、8.2%から 7.8%に低下した。

・売上高の 36%、営業利益の 42%を占める SI ビジネス（Lift & Shift：レガシー環境をクラウド環境に移行し＝Lift、クラウド環境に最適化しながらシステム再構築を段階的に進めていくこと＝Shift）は、地銀・ネットバンク、官公庁、教育事業会社、アパレル会社向けシステム構築案件が拡大し、売上高は 1,558 百万円と 704 百万円（YOY+82.5%）の増収、営業利益は 155 百万円と 120 百万円（同+352.2%）の大幅な増益となった。営業利益率は、4.0%から 9.9%に急上昇した。

・デジタルビジネスは、売上高で全体の 3%、営業利益で 1%と規模は依然として小さいが、流通業やエネルギー業におけるエンドユーザー向けの DX 案件の拡大により、売上高は 126 百万円を計上し、24 百万円（YOY+23.6%）の増収となった。営業損益は、前年 Q1 が 4 百万円の赤字であったのに対し、今期 Q1 には好転し 4 百万円の黒字を計上した（YOY で+9 百万円の収益改善）。

＜Q1：増減益要因＞

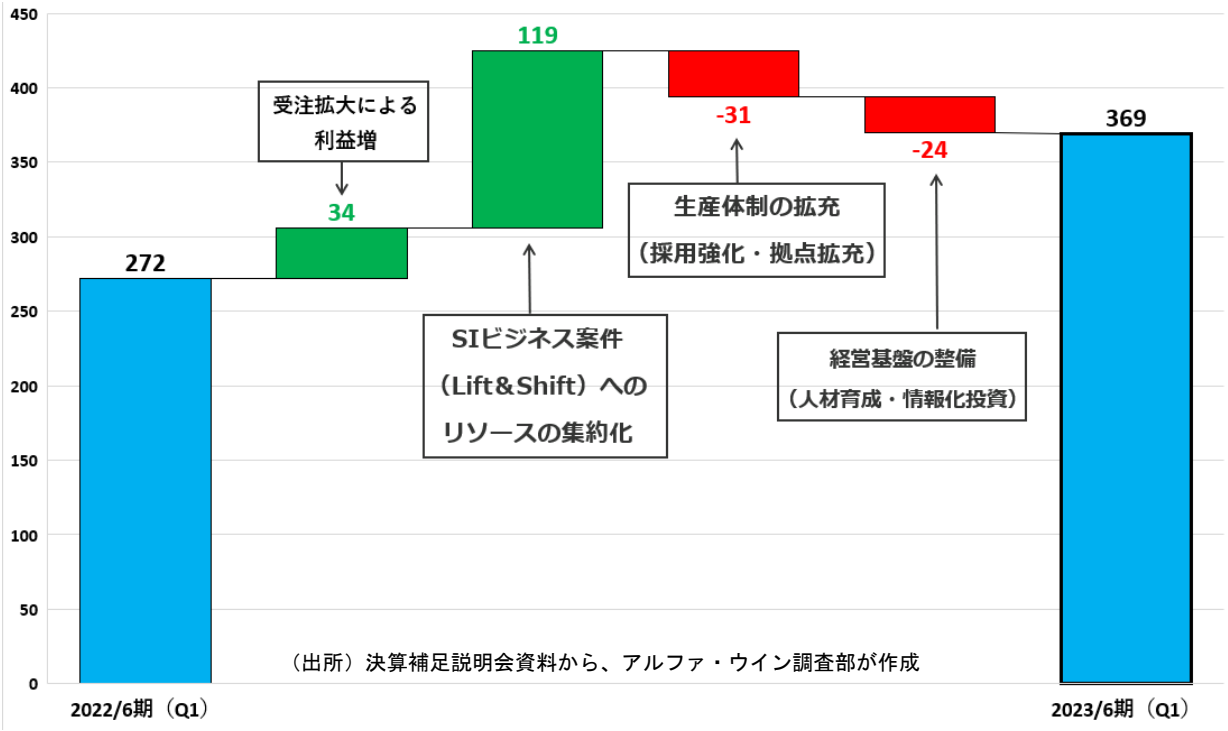
・今期 Q1 の営業利益の増減要因は、P4-図表 2 の通りである。

・生産体制の拡充（採用強化・拠点拡充）（YOY で△31 百万円の減益効果、以下同様）や、経営基盤の整備（同△24 百万円）によるコストの増加（合計△55 百万円）があったが、受注拡大による増益効果（同+34 百万円）や、SI ビジネス案件へのリソースの集約化（同+119 百万円）による収益改善効果が大きく、営業利益は前年同期比で 97 百万円の増益（同+35.9%）となった。

・前期に受注した大型案件の一部が今期 Q1 の売上高に計上されたことや、SI ビジネスを中心に受注が好調であったこと、大きな不採算案件の発生がなく収益面では好調であった。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、経費の未執行や期ずれはない模様である。

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 】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）

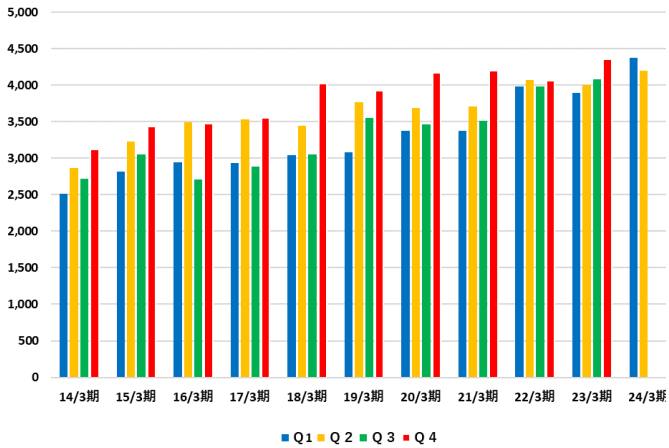


＜Q1：進捗率と四半期業績の変動性＞

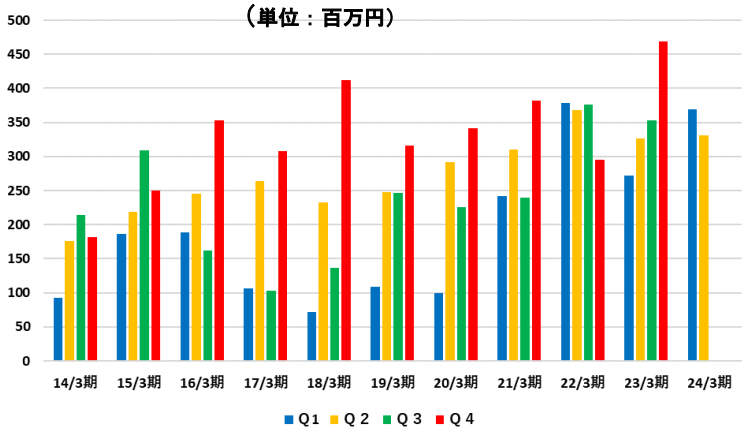
・通期の会社業績予想に対する Q1 の進捗率は、売上高では 24.3%（前期 Q1 の進捗率 23.8%）、営業利益では 22.8%（同 17.8%）である。因みに、前期を含む直近 10 年間の Q1 の進捗率の単純平均値は、売上高では 22.9%、営業利益では 16.3%であった。今期 Q1 の進捗率は、これを売上高・利益ともに上回っている。

・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 10 年間の平均の売上高構成比率 27.6%、同営業利益構成比率 33.6%、以下同順）。次いで第 2 四半期（Q2:7～9 月、25.8%、26.8%）、第 3 四半期（Q3:10～12 月、23.7%、23.2%）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）



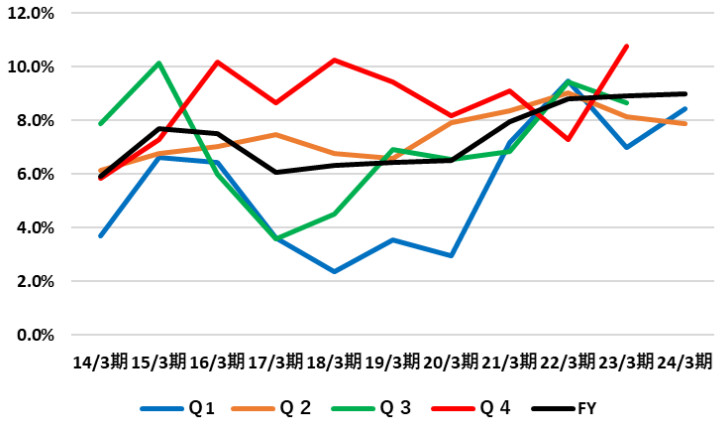
【 図表 4】四半期別・営業利益の推移



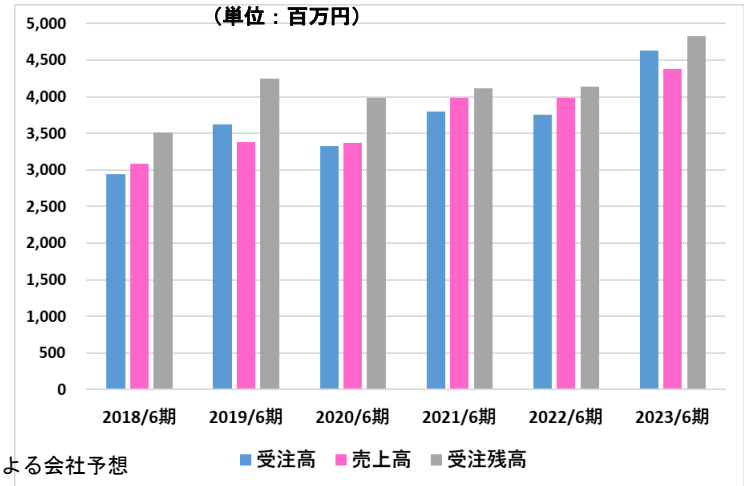
（出所）決算短信から、アルファ・ウイン調査部が作成　（備考）2024/3 期 Q2 は逆算による会社予想

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



（出所）図表５・６：決算補足説明会資料から当部が作成（備考）今期 Q2 は逆算による会社予想

＜受注状況＞

・全体の受注高は、前年同期の 3,751 百万円から 4,633 百万円（YOY+881 百万円、+23.5%）へ、受注残高は 4,135 百万円から 4,828 百万円（同＋692 百万円、+16.8%）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、好調な金融業が中心となりカバーしている。

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、並びに受注残高の減少（それぞれ YOY△147 百万円、△5.4%と、△66 百万円、△2.2%）を、SI ビジネス（Lift&Shift）による大幅な増加（同+975 百万円、+101.6%と、+748 百万円、+75.0%）が、カバーしている。

＜従業員数と生産性＞

・同社のビジネスモデルでは、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、2017/6（月末）：707 人→2018/6：745 人（+38 名、+5.4%）→2019/6：766 人（+21 名、+2.8%）→2020/6：799 人（+33 名、+4.3%）→2021/6：829 人（+30 名、+3.8%）→2022/6：882 人（+53 名、+6.4%）2023/6：904 人（+22 名、+2.5%）と順調に増加し、人的なキャパシティは拡大傾向にある。ただし、処遇の改善や Web 面接も活用し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、優秀な人材が不足気味である。

・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は、前前々期 Q1⇒前々期 Q1⇒前期 Q1⇒今期 Q1 の順に（以下同様）、4,737 千円/人⇒5,402 千円/人⇒5,082 千円/人⇒5,744 千円/人）、また同営業利益は、339 千円/人⇒513 千円/人⇒355 千円/人⇒485 千円/人と改善傾向にあり、生産性を向上すべく注力している。

＜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 4.3 ヶ月相当、実質無借金）。また、流動比率は 452.5%、自己資本比率は 76.5%と財務体質は良好である。引き続き株主還元の強化や、M&A・事業提携・投融資など成長に向けた余剰資金の有効活用が注目点となろう。

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。

◆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通しを変えていない。

＜上期：会社予想＞

・上期は、売上高を 8,577 百万円（YOY+685 百万円、+8.7%）、営業利益を 700 百万円（同+102 百万円、+17.0%）、当期利益を 457 百万円（同+69 百万円、+17.7%）と、増収増益を計画している。上期としては、過去最高売上高を連続更新する予想である。一方、各利益に関しては、2022/3 上期に次ぐ高い水準を見込んでいる。

＜通期：会社予想＞

・同社は、期初に発表した通期の売上高 18,000 百万円（YOY+10.3%）、営業利益 1,620 百万円（同+11.5%）、当期利益 1,080 百万円（同+9.1%）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、年間 30 円/株（上期 15 円、期末 15 円）の配当金を予定している。前期は創立 50 周年を迎えたことから、記念配当（合計 24 円/株）を上乗せし年間 50 円/株（普通配当 26 円/株）とした。今期は記念配当がなくなるが、普通配当を基準とすると実質 4 円/株の増配となる。

・同社は、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（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。これにより今後も収益力を高め、株主還元の強化を行う方針である。

・なお、2024/3 期より連結配当性向の目安を、従来の 35%から 40%に引き上げる方針を打ち出している。

＜今期：当調査部予想＞

<u>通期</u>

・アルファ・ウイン調査部は今期の業績予想を、売上高 17,800 百万円、営業利益 1,600 百万円、当期利益 1,065 百万円と予想しており、前回の予想を据え置いた。今期の会社予想に対して、売上高は 200 百万円、営業利益は 20 百万円、当期利益は 15 百万円、僅かに下回る。なお、想定する営業利益率は 9%と、会社予想と同水準を見込んでいる。

・顧客の戦略的な IT 投資意欲は旺盛であり、同社の受注・受注残高は増加傾向にあり堅調である（P5-図表 6）。Q1 の決算は想定をやや上回ったと推測され、Q2 の予想も保守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、通期では利益の計画値は達成可能な範囲内にあるとは思われる。

・しかし、今下期の増収率（YOY+11.7%）前提を考慮すると、（下期の）会社計画はやや意欲的であると思われ、外注費や人件費、諸コストの上昇などの一定のリスクも勘案し、アルファ・ウイン調査部では今期の会社計画に対して、やや慎重な予想を行っている（2023 年 6 月 9 日発行の前回レポートを参照）。

・物価高、国内金利の上昇や世界情勢の不透明感を背景に、国内では一般的に顧客の IT 投資の二極化が見られ、業績の悪化した顧客企業には IT 投資を抑制する動きも見受けられる。

・同社に関しては、現状、総じて商談や受注にスローダウンの兆候はない。同社は好調業種の戦略的案件や派生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。

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。

上期

・Q1 末の受注残高は 4,828 百万円と豊富であり、IT 投資は旺盛で需給がタイトであること、好業績の金融業や製造業からのシステム構築案件や、拡大している DX 投資案件の獲得が継続的に見込まれること、また受注型の安定したビジネスモデルが中心であることから、当調査部では今上期に関しては売上高・利益とも下ぶれリスクは限定的で、1 割程度の利益の上方修正余地もあると考えている。

・同社の上期予想から Q1 の実績を差し引くと、Q2（7～9 月）は売上高を 4,201 百万円（YOY+201 百万円、+5.0%）、営業利益を 331 百万円（同+5 百万円、+1.5%）、当期利益を 225 百万円（同+10 百万円、+4.7%）と予想している。今期 Q2 は前年同期比で微増収・微増益、Q1 比ではモメンタム（YOY の増収率・増益率）及び、営業利益率の低下（前期 Q1:7.0%、前期 Q2:8.2%⇒今期 Q1：8.5%、今期 Q2 予想：7.9%）を予想しているが、やや保守的と思われる（図表 7）。

下期

・また、同社の下期前提（＝通期予想－上期予想）も売上高 9,423 百万円（YOY+989 百万円、+11.7%）、営業利益 920 百万円（同+66 百万円、+7.7%）、当期利益 623 百万円（同+21 百万円、+3.7%）、営業利益率の前下期実績 10.1%⇒今下期計画 9.8%と、前下期と比較すると二桁の増収、一桁の増益、利益率の若干の低下を見込む。なお、今下期を今上期予想と比較すると、847 百万円（+9.9%）の増収と 220 百万円（+31.4%）の営業増益、営業利益率の上昇（8.2%⇒9.8%）を同社は予想している。例年、下期に増員効果や新人の稼働が本格化することや、Q4 に案件の納期が集中する季節性があり、下期の増収増益計画は、売上高の目標がやや高いと思われるが違和感はない。

・今後の人材投資、開発拠点拡大の事業投資や自社の DX 投資（業務生産性の向上）、自社製品の開発投資、人件費などコストの増加は、業績予想にはある程度織り込まれ、一定のバッファーがあり、コストコントロールの余地はあると考えられる。

【 図表 7 】今期の業績予想（上期・下期、Q1・Q2） （出所）会社予想に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成

単位：百万円	前期実績 2023/3期	今期会社予想 2024/3期	2023/3 上期実績	2024/3 上期計画	前年同期比 (YOY)%	2023/3 下期実績	2024/3 下期計画	前年同期比 (YOY)%	2023/3 Q1実績	2023/3 Q2実績	2024/3 Q1実績	2024/3 Q2予想	2024/3 Q1 YOY	2024/3 Q2 YOY
売上高	16,325	18,000	7,892	8,577	8.7%	8,433	9,423	11.7%	3,892	4,000	4,376	4,201	12.4	5.0
粗利	3,570		1,651			1,919			785	866	938			
粗利率	21.9%		20.9%			22.8%			20.2%	21.6%	21.4%			
販売管理費	2,118		1,053			1,065			513	539	568			
販管比率	13.0%		13.3%			12.6%			13.2%	13.5%	13.0%			
営業利益	1,452	1,620	598	700	17.0%	854	920	7.7%	272	326	369	331	35.9	1.5
営業利益率	8.9%	9.0%	7.6%	8.2%	0.6%	10.1%	9.8%	-0.4%	7.0%	8.2%	8.3%	7.9%	1.3%	-0.3%
経常利益	1,480	1,635	594	700	17.8%	886	935	5.5%	271	323	371	329	37.0	1.9
当期利益	989	1,080	388	457	17.7%	601	623	3.7%	173	215	232	225	34.2	4.7

＜中期：当調査部予想＞

・当調査部では、同社に対する中期的な業績の見通しを変えていない（来期以降の業績予想を据え置いた。P8-図表 8））。

・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。

・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。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、中期的には年率 6～10%前後の安定した増収増益トレンドを当調査部では予想している。

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８ 】中期の業績予想

単位：百万円、%	2023/3期・実績	2024/3期・中計・CE	2024/3期・CE	2024/3・E	2025/3・E	2026/3・E
売上高	16,325	19,000	18,000	17,800	19,000	20,500
デジタルビジネス	602	1,000	920	900	1,200	1,700
SIビジネス	4,183	5,700	5,850	5,800	6,200	6,800
エンハンスビジネス	11,539	12,300	11,230	11,100	11,600	12,000
売上総利益	3,570			3,900	4,150	4,500
売上総利益率	21.9%			21.9%	21.8%	22.0%
販売費及び一般管理費	2,118			2,300	2,425	2,650
（対売上高比）	13.0%			12.9%	12.8%	12.9%
営業利益	1,452	1,710	1,620	1,600	1,725	1,850
（対売上高比）	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.1%	9.0%
経常利益	1,480		1,635	1,615	1,755	1,870
（対売上高比）	9.1%		9.1%	9.1%	9.2%	9.1%
当期純利益	989		1,080	1,065	1,155	1,235
（対売上高比）	6.1%		6.0%	6.0%	6.1%	6.0%
売上高（前期比伸率、以下同様）	1.4%	16.4%	10.3%	9.0%	6.7%	7.9%
売上総利益率（前期との差異）	*0.4%*			*0.0%*	*-0.1%*	*0.1%*
販売費及び一般管理費（伸率）	4.2%			8.6%	5.4%	9.3%
営業利益（伸率）	2.4%	17.7%	11.5%	10.2%	7.8%	7.2%
経常利益（伸率）	3.3%		10.4%	9.1%	8.7%	6.6%
当期純利益（伸率）	4.8%		9.2%	7.7%	8.5%	6.9%

（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。現在のバリュエーションは、平均的な水準。

＜パフォーマンス＞

・過去約 14 年間で同社株価は、好業績を背景に約 6.1 倍に上昇し、TOPIX を大幅にアウトパフォームしている（+約 340%）。

・最近の株式市場では、円安、景気回復、金利上昇、インバウンド関連株、大型株が強含んだ。同社はディフェンシブな内需小型株ではあるが、直近の 1 年間では TOPIX を若干、アンダーパフォームするに留まった（P11-図表 C）。

・なお、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）と比較すると、ハイマックスが通期業績の上方修正を、また、東邦システムサイエンスが実質的な増配を Q1 決算発表時に公表したため、同社株は両社を短期的にはややアンダーパフォームしている。

＜バリュエーション＞

・現在、東証プライム全社平均のバリュエーションは、予想 PER15.4 倍、PBR1.3 倍、予想配当利回り（単純平均）2.2%である（2023 年 8 月 7 日終値基準）。

・これに対し同社のバリュエーション（PER や配当利回り）は、ほぼ平均的な水準であり、今期の好調な業績や中期の成長ポテンシャルを考えると、割高感はないと考えられる。

・現在の株価には、過去の業績の相対的なボラティリティの低さと安定した利益成長の実績、並びに今後の期待が反映されていると推測される。

・なお、上記の同業 2 社（ハイマックス、東邦システムサイエンス）とバリュエーション比較すると、主要なバリュエーションは配当利回り（最下位）を除くと中位（3 社中 2 位）にある（P9-図表 9）。

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９ 】同業他社とのバリュエーション

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（8月7日終値）	1,173	1,412	1,727
時価総額（百万円）	18,504	17,527	23,947
PER（株価予想収益率）	16.47	14.31	29.69
PBR（株価純資産倍率）	1.88	1.60	2.37
配当利回り（%）	2.56	3.05	3.47
EV/EBITDA（倍）	7.37	5.41	9.18
PSR（株価売上高倍率）	1.03	0.97	1.45
今期Q1　売上高（百万円）	4,376	4,335	3,944
同営業利益（百万円）	369	285	328
今期Q1　前年同期比・増減収率（%）	12.4	−2.3	8.0
同　営業増減益率（%）	35.9	−29.1	−1.5
同　営業利益率（%）	8.5	6.6	8.3
今期Q1　売上高進捗率（%）	24.3	23.9	23.9
今期Q1　営業利益進捗率（%）	22.8	17.0	21.2
今通期会社予想　売上高（百万円）	18,000	18,150	16,500
同営業利益（百万円）	1,620	1,680	1,550
今通期会社予想　前年同期比・増減収率（%）	10.3	4.7	6.8
同　営業増減益率（%）	11.5	−8.3	2.3
同　営業利益率（%）	9.0	9.3	9.4

（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（2023 年 8 月 7 日終値）。
PER の計算に用いた EPS は、全て 2024/3 期会社予想。
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（2024/3 期会社予想）
Q1：4～6 月決算
ハイマックス： 2023 年 7 月 28 日に業績の上方修正を発表、反映済。なお、2023 年 10 月 20 日にプライム市場からスタンダード市場に移行予定。
東邦システムサイエンス：実質的な増配修正を反映済。但し、2023 年 9 月 1 日に実施予定の 1：1.5 の株式分割は未反映。

＜株価の見通し＞

・同社の株価は、今後、業績の進捗状況（上期・通期の利益水準、受注動向）や、株式還元の変化（増配・自社株買い・株式分割の有無）の影響を受け、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

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。

【 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		14,708	2.7	959	4.1	976	1.7	525	-11.9	38.69	411.96	18.0
2021/3		14,788	0.5	1,174	22.5	1,295	32.7	844	60.7	62.11	476.52	20.0
2022/3		16,099	8.9	1,417	20.7	1,432	10.6	944	11.9	69.82	531.14	23.0
2023/3		16,325	1.4	1,452	2.4	1,480	3.3	989	4.8	70.35	634.29	50.0
2024/3	中計修正CE	19,000		1,710								
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	17,800	9.0	1,600	10.2	1,615	9.1	1,065	7.7	70.25	657.02	30.0
2025/3	E	19,000	6.7	1,725	7.8	1,755	8.7	1,155	8.5	76.18	703.20	32.0
2026/3	E	20,500	7.9	1,850	7.2	1,870	6.6	1,235	6.9	81.46	752.66	34.0
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
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
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 CE	4,201	5.0	331	1.5	329	1.9	225	4.7	14.78		15.0
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 CE	8,577	8.7	700	17.0	700	17.7	457	17.7	30.14		15.0
2022/3	H2	8,039	4.3	671	7.9	680	-1.7	443	-0.2	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 CE	9,423	11.7	920	7.7	935	5.5	623	3.7	41.09		15.0
2022/3	Q2-Q4	12,112	6.1	1,039	11.5	1,042	-0.5	682	0.4	50.47	-	23.0
2023/3	Q2-Q4	12,433	2.7	1,180	13.6	1,209	16.0	816	19.6	57.51	-	50.0
2024/3	Q2-Q4 CE	13,624	9.6	1,251	6.0	1,264	4.5	848	3.9	55.87		30.0

（備考） CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、中計修正 CE は、2022 年 5 月 11 日公表時の会社予想。
Q1:4～6 月、Q2:7～9 月、H1（上期）:4～9 月、H2（下期）:10～3 月、Q2～Q4::7～3 月

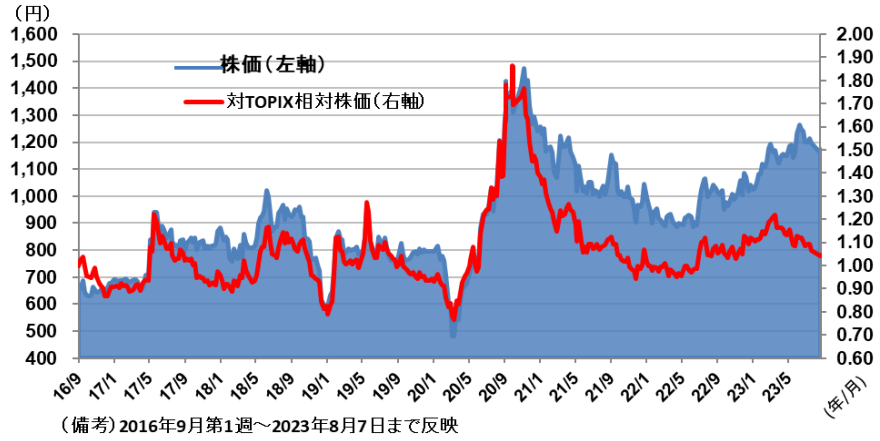
【 株価・バリュエーション指標：2335 キューブシステム 】 図表B

項 目	2023/8/7	項 目	PER（倍）	PBR（倍）	配当利回り	配当性向
株 価 （円）	1,173	前期実績	16.7	1.8	4.3%	71.1%
発行済株式数 （千株）	15,750	今期予想	16.7	1.8	2.6%	42.7%
時価総額 （百万円）	18,475	来期予想	15.4	1.7	2.7%	42.0%
潜在株式数 （千株）	0	今期Q1末自己資本比率		76.5%	前期ROE	11.8%

（備考） 今来期予想は、アルファ・ウイン調査部の予想

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。

【 株価チャート（週末値）2335 キューブシステム 】 図表C



（備考）2016年9月第1週～2023年8月7日まで反映

【パフォーマンス】

期 間	リターン	対TOPIX
1 ヶ月	-3.0%	-1.3%
3 ヶ月	1.9%	-5.3%
6 ヶ月	1.7%	-12.8%
12 ヶ月	12.4%	-4.0%

（備考）
・株価、指数は 2023 年 8 月 7 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 のパフォームを差しい引いた相対値。
・期間 1 ヶ月のパフォーマンスは、7 月末日の終値と 8 月 7 日の終値を比較（他も同様）。

＊＊＊

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（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。

SV2023-0814-1700

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。