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：2023/11/22

● 要旨

アルファ・ウイン 調査部
https://www.awincap.com/

◆ 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 51 年を有する。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。

＜業績推移＞

・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。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（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、2024/3 上期の連結売上高の 53.4%と過半を占める。

＜投資計画＞

・2023/3 期より 2026/3 期まで 4 期間にわたり、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～前年同期比 14.2%の増収、32.7%の営業増益。SI ビジネスが好調で売上高が拡大、生産性の改善により利益率も上昇し、期初計画を上回る。

＜上期：概要＞

・2024/3 期第 2 四半期・累計（2023 年 4～9 月：以下、上期）の決算は、売上高 9,015 百万円（前年同期比＝YOY＋14.2%）、営業利益 794 百万円（同＋32.7%）、経常利益 788 百万円（同＋32.6%）、親会社株主に帰属する四半期純利益（以下、当期利益）501 百万円（同＋29.1%）となった（P2-図表 1）。

・上期決算としては、過去最高の売上高と営業利益・経常利益を更新した（当期利益は 2022/3 上期の水準を僅かに下回る）。

・また、期初の会社計画（上期）である売上高 8,577 百万円（YOY＋8.7%）、営業利益 700 百万円（同＋17.0%）、経常利益 700 百万円（同＋17.7%）、当期利益 457 百万円（同＋17.7%）に対し、実績は売上高で 438 百万円（＋5.1%）、営業利益では 94 百万円（＋13.4%）、当期利益でも 44 百万円（同＋9.6%）上回った。

・前回調査時点で当調査部は、好調な Q1 の実績とやや保守的な Q2 前提を考慮し、「今上期に関し

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。

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」と予想していたが、ほぼ想定通りに着地した。

・インフレの進行や地政学リスクの顕在化で、世界経済は先行き不透明な状況が続いている。しかし、新型コロナウイルス感染症の収束、インバウンド需要の回復、企業の好業績を背景に、顧客である国内企業は、DX（ビジネス変革・プロセス改革）やクラウドへのシフト、インボイス制度への対応等、情報化投資を積極化し、同社の受注は増加している。
・同社は、旺盛な需要に対応すべく、生産体制の強化、人材育成、リソースの最適化・集約化、業務の効率化を進め、キャパシティの拡大と収益性の改善を図り、大幅な増収増益を達成した。

・粗利率は、前上期の 20.9%から今上期には 21.7%へと 0.8 ポイント上昇した（以下同順）。一方、販管費は 1,053 百万円から 1,166 百万円へと 10.8%増加したものの、増収率を 3.4 ポイント下回り、販管費率は 13.3%から 12.9%へと 0.4 ポイント低下した。
・この結果、営業利益率は 7.6%から 8.8%へと 1.2 ポイント上昇した。これは、付加価値化、効率化、合理化等による生産性の向上とコスト管理が、収益率の改善に寄与したためである。

【 図表 1 】上期の業績概要

単位：百万円	2023/3 上期実績	2024/3 上期実績	前年同期比 (YOY)差	前年同期比 (YOY)%	2024/3 期初上期計画	上期計画比 (YOY)差	上期計画比 (YOY)%	2023/3 Q1実績	2023/3 Q2実績	2024/3 Q1実績	2024/3 Q2実績	2024/3 Q1 YOY%	2024/3 Q2 YOY%
売上高	7,892	9,015	1,123	14.2	8,577	438	5.1	3,892	4,000	4,376	4,639	12.4	16.0
粗利	1,651	1,960	309	18.7				785	866	938	1,022	19.5	18.0
粗利率	20.9%	21.7%	0.8%					20.2%	21.6%	21.4%	22.0%	1.3%	0.4%
販売管理費	1,053	1,166	113	10.8				513	539	568	598	10.7	10.9
販管比率	13.3%	12.9%	-0.4%					13.2%	13.5%	13.0%	12.9%	-0.2%	-0.6%
営業利益	598	794	196	32.7	700	94	13.4	272	326	369	425	35.9	30.4
営業利益率	7.6%	8.8%	1.2%		8.2%	0.6%		7.0%	8.2%	8.3%	9.2%	1.3%	1.0%
経常利益	594	788	194	32.6	700	88	12.6	271	323	371	417	37.0	29.1
当期利益	388	501	113	29.1	457	44	9.6	173	215	232	269	34.2	25.1
当期利益率	4.9%	5.6%	0.6%		5.3%	0.2%		4.4%	5.4%	5.3%	5.8%	0.9%	0.4%

（出所）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。
（備考）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。

＜上期：セグメント＞

・全体では前年同期比で 1,123 百万円の増収、並びに 196 百万円の営業増益となった。

① 品目別業績（3 区分）

・全売上高・同営業利益のそれぞれ 77%、81%を占め（今上期実績、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 6,974 百万円と 1,240 百万円（YOY＋21.6%）の増収となった。3 区分の中では、唯一増収となった（P3-図表 2）。
・SIS では、地銀・ ネットバンク・メガバンク向けシステム構築案件や、教育事業会社向けシステム構築案件の拡大が寄与し、金融業が好調であった。営業利益率は前上期の 6.9%から 9.2%に上昇し、増収効果も加わり、今上期の同利益は 639 百万円と 240 百万円（同＋60.4%）の大幅な増益となった。

・また、全売上高・営業利益のそれぞれ 10%、8%を占めるシステムアウトソーシング・サービス（SOS）は、証券取引所向けのシステム案件が縮小し、売上高は 863 百万円と 25 百万円の微減収（YOY△2.9%）となった。営業利益は 65 百万円と 2 百万円の微増益（同＋4.6%）となった。

・一方、SOS と同規模で、全売上高・同営業利益のそれぞれ 13%、11%を占めるプロフェッショナ

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。

ル・サービス（ProS）は、通信業における通信事業会社向け構築システム案件の縮小により、売上高は 1,177 百万円と 91 百万円の減収（YOY△7.2%）、営業利益は 89 百万円と 48 百万円の減益（同△35.0%）となった。

【 図表２ 】上期の品目別・業績推移

連結	上期業績		2023/3.上期	2024/3.上期	増減額/幅	増減率	増減額寄与率	構成比率	2023/3第1四半期	2024/3第1四半期	増減額/幅	増減率	増減額寄与率	構成比率	2023/3第2四半期	2024/3第2四半期	増減額/幅	増減率	増減額寄与率	構成比率
			A:実績	B:実績	C=B-A：営業比較損	C/A：営業比	Cの内訳	Bの内訳	D:実績	E:実績	F=E-D：営業比較損	F/D：営業比	Fの内訳	Eの内訳	G:実績	H:実績	I=H-G：営業比較損	I/G：営業比	Iの内訳	Hの内訳
		単位：百万円、%	2022年4-9月	2023年4-9月	YOY：百万円/%	YOY：%	%	%	2022年4-6月	2023年4-6月	YOY：百万円/%	YOY：%	%	%	2022年7-9月	2023年7-9月	YOY：百万円/%	YOY：%	%	%
区分	総売上高	サービス名	7,892	9,015	1,123	14.2	100.0	100.0	3,892	4,376	484	12.4	100.0	100.0	4,000	4,639	639	15.0	100.0	100.0
品目別	売上高	システム・インテグレーション：SIS	5,734	6,974	1,240	21.6	110.4	77.4	2,821	3,310	493	17.5	101.9	75.6	2,913	3,659	746	25.6	116.8	78.9
		システムアウトソーシング：SOS	888	863	-25	-2.9	-2.2	9.6	440	407	27	6.2	5.6	10.7	448	396	-52	-11.6	-8.1	8.5
		プロフェッショナル：ProS	1,269	1,177	-91	-7.2	-8.1	13.1	631	594	-37	-5.9	-7.6	13.6	638	583	-55	-8.6	-8.6	12.6
	全社営業利益		598	794	195	32.7	100.0	100.0	272	369	97	35.9	100.0	100.0	326	425	99	30.2	100.0	100.0
	営業利益	システム・インテグレーション：SIS	398	639	240	60.4	123.1	80.5	172	296	124	72.1	127.8	80.2	226	343	117	51.8	118.7	80.7
		システムアウトソーシング：SOS	62	65	2	4.6	1.0	8.2	34	40	6	14.6	6.2	10.8	28	25	-3	-10.7	-3.0	5.9
		プロフェッショナル：ProS	137	89	-48	-35.0	-24.6	11.2	64	33	-31	-48.7	-32.0	8.9	73	56	-17	-23.3	-17.9	13.2
	全社営業利益率		7.6	8.8	1.2				7.0	8.5	1.0				8.2	9.2	1.0			
	営業利益率%	システム・インテグレーション：SIS	6.9	9.2	2.3				6.1	8.9	1.8				7.8	9.4	1.6			
		システムアウトソーシング：SOS	7.1	7.6	0.5				7.9	8.6	1.1				6.3	6.3	0.1			
		プロフェッショナル：ProS	10.8	7.6	-3.2				10.3	5.6	-0.5				11.4	9.6	-1.8			

（出所）決算補足説明会資料からアルファ・ウイン調査部が作成

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。その他が最も業績に貢献した。

・全売上高の 32%、同営業利益の 33%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の拡大により、売上高が 2,892 百万円と前期比 555 百万円（YOY＋23.8%）の増収となった。また、今上期の営業利益率は 9.0%と、前上期比で 0.3 ポイント改善した。増収効果もあり営業利益は 260 百万円と、57 百万円の増益（同＋28.5%）となった（図表 3）。

・全売上高の 22%、同営業利益の 21%を占める流通業では、アパレル会社、卸売業向けシステム構築案件の拡大により売上高 1,945 百万円を計上し、286 百万円（YOY ＋17.3%）の増収となった。営業利益率も 6.9%から 8.8%に大きく改善し、営業利益は 170 百万円と 56 百万円（同＋48.7%）の増益となった。

・全売上高の 32%、同営業利益の 30%を占めるその他の業種（金融とほぼ同じ構成比率）では、製造業・官公庁・その他のいずれのサブ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 2,883 百万円と 559 百万円（YOY＋24.1%）の増収、営業利益は 133 百万円から 241 百万円へとほぼ倍増（同＋108 百万円、＋81.5%）し、今上期全体に対する増益寄与度は最大となった（55.4%と過半を占める）。

・全売上高の 14%、同営業利益の 15%を占める運輸・通信業（最小の構成比率）は、既述のように通信事業会社・運送事業者向けのシステム構築案件が縮小した。これにより売上高は 1,293 百万円と 278 百万円の減収（YOY△17.7%）になり、営業利益も 147 百万円から 120 百万円（同△26 百万円、△18.3%）へと減少した。

【 図表３ 】上期の業種別業績推移

連結	上期業績		2023/3.上期	2024/3.上期	増減額/幅	増減率	増減額寄与率	構成比率	2023/3第1四半期	2024/3第1四半期	増減額/幅	増減率	増減額寄与率	構成比率	2023/3第2四半期	2024/3第2四半期	増減額/幅	増減率	増減額寄与率	構成比率
			A:実績	B:実績	C=B-A：営業比較損	C/A：営業比	Cの内訳	Bの内訳	D:実績	E:実績	F=E-D：営業比較損	F/D：営業比	Fの内訳	Eの内訳	G:実績	H:実績	I=H-G：営業比較損	I/G：営業比	Iの内訳	Hの内訳
		単位：百万円、%	2022年4-9月	2023年4-9月	YOY：百万円/%	YOY：%	%	%	2022年4-6月	2023年4-6月	YOY：百万円/%	YOY：%	%	%	2022年7-9月	2023年7-9月	YOY：百万円/%	YOY：%	%	%
区分	総売上高	業種名	7,892	9,015	1,123	14.2	100.0	100.0	3,892	4,376	484	12.4	100.0	100.0	4,000	4,639	639	15.7	100.0	100.0
業種別	売上高	金融業	2,337	2,892	555	23.8	49.4	32.1	1,128	1,397	269	23.9	55.6	31.9	1,209	1,495	286	30.9	44.8	32.2
		流通業	1,658	1,945	286	17.3	25.5	21.6	785	955	170	21.7	35.1	21.8	873	989	116	13.2	18.2	21.3
		運輸業・運輸業	1,571	1,293	-278	-17.7	-24.8	14.3	826	644	-182	-22.1	-37.6	14.7	745	649	-96	-6.7	-15.0	14.0
		製造業（その他）	723	797	74	10.2	6.6	8.8	344	401	57	16.6	11.8	9.2	379	396	17	5.0	2.7	8.5
		官公庁（その他）	427	548	121	28.3	10.8	6.1	206	264	58	28.2	12.0	6.0	221	284	63	27.2	9.9	6.1
		その他（その他）	1,173	1,537	364	31.0	32.4	17.0	601	713	112	18.6	23.1	16.3	572	824	252	42.6	39.4	17.8
	全社営業利益		598	794	196	32.7	100.0	100.0	272	369	97	35.9	100.0	100.0	326	425	99	30.2	100.0	100.0
	営業利益	金融業	202	260	57	28.5	29.1	32.7	101	126	24	24.1	24.7	34.1	101	134	33	32.7	33.5	31.5
		流通業	114	170	56	48.7	28.6	21.4	49	87	38	77.9	39.2	23.6	65	83	18	27.7	16.3	19.6
		運輸業・運輸業	147	120	-26	-18.3	-13.3	15.1	70	40	-29	-42.8	-29.8	10.8	77	80	3	3.9	3.0	18.8
		製造業（その他）	17	54	37	206.6	18.9	6.8	5	37	32	545.9	33.0	10.0	12	17	5	41.7	5.1	4.0
		官公庁（その他）	23	62	39	165.4	19.9	7.8	11	32	21	192.8	21.6	8.7	12	30	18	150.0	18.3	7.1
		その他（その他）	91	124	33	35.9	16.9	15.6	34	46	12	35.7	12.4	12.5	57	78	21	36.8	21.3	18.4
	営業利益率		7.6	8.8	1.2		-	-	7.0	8.5	-2.5		-	-	8.2	9.2	1.0		-	-
	営業利益率%	金融業	8.7	9.0	0.3				9.0	9.0	0.9				8.4	9.0	0.6			
		流通業	6.9	8.8	1.9				6.3	9.1	-1.3				7.4	8.4	0.9			
		運輸業・運輸業	9.4	9.3	-0.1				8.5	6.3	-7.7				10.3	12.3	2.0			
		製造業（その他）	2.5	6.8	4.3				1.7	9.2	2.7				3.2	4.3	1.1			
		官公庁（その他）	5.5	11.4	5.9				5.4	12.3	2.1				5.4	10.6	5.1			
		その他（その他）	7.8	8.1	0.3				5.7	6.5	2.5				10.0	9.5	-0.5			

（出所）決算補足説明会資料からアルファ・ウイン調査部が作成

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。

③ ビジネスモデル別業績（3 区分）

・全売上高の 60%、同営業利益の 53%を占めるエンハンスビジネスは、メガバンク向けが拡大したものの、通信会社、官公庁、総合スーパー、クレジット事業向け案件が縮小した。これにより売上高は 5,414 百万円と、前上期比で 400 百万円（YOY△6.9%）の減収となった。また、営業利益率は 8.6%から 7.7%に低下し、同利益も 417 百万円と△85 百万円（同△17.0%）の減益となった（図表 4）。

・売上高の 37%、営業利益の 46%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た。売上高は 3,332 百万円と 1,498 百万円（YOY＋81.7%）の増収、営業利益は 368 百万円と 278 百万円（同＋308.5%）の大幅な増益となった。営業利益率は、4.9%から 11.0%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 268 百万円を計上し、25 百万円（YOY＋10.3%）の増収となった。営業利益は、前上期の 5 百万円から 8 百万円へと黒字幅を拡大し、少額ながら黒字が定着しつつある。

【 図表 4 】上期のビジネスモデル別業績推移

連結	上期業績		2023/3上期 A:実績	2024/3上期 B:実績	増減額/率 C=B-A:営業比較額	増減率 C/A:営業比	増減寄与率 Cの内訳	構成比率 Bの内訳	2023/3第1四半期 D:実績	2024/3第1四半期 E:実績	増減額/率 F=E-D:営業比較額	増減率 F/D:営業比	増減寄与率 Fの内訳	構成比率 Eの内訳	2023/3第2四半期 G:実績	2024/3第2四半期 H:実績	増減額/率 I=H-G:営業比較額	増減率 I/G:営業比	増減寄与率 Iの内訳	構成比率 Hの内訳
		単位：百万円、%	2022年4-9月	2023年4-9月	YOY：百万円/%	YOY：%	%	%	2022年4-6月	2023年4-6月	YOY：百万円/%	YOY：%	%	%	2022年7-9月	2023年7-9月	YOY：百万円/%	YOY：%	%	%
区分	経売上高	業種名	7,892	9,015	1,123	14.2	100.0	100.0	3,892	4,376	484	12.4	100.0	100.0	4,000	4,639	586	14.1	99.7	100.0
ビジネスモデル別	売上高	デジタルビジネス	243	268	25	10.3	2.2	3.0	102	126	24	23.6	5.0	2.9	141	142	67	47.5	11.8	3.1
		SIビジネス	1,833	3,332	1,498	81.7	133.4	37.0	854	1,558	704	82.5	145.5	35.6	979	1,774	567	57.9	100.3	38.2
		エンハンスビジネス	5,814	5,414	−400	−6.9	−35.6	60.1	2,936	2,692	−244	−8.3	−50.4	61.5	2,876	2,722	−70	−2.4	−12.4	56.7
	全社営業利益		598	794	195	32.7	100.0	100.0	272	369	97	35.9	100.0	100.0	326	425	58	17.7	96.9	100.0
	営業利益	デジタルビジネス	5	8	2	46.9	1.0	1.0	−4	4	9	黒字化	9.3	1.1	9	4	3	33.3	5.2	0.9
		SIビジネス	90	368	278	308.5	142.6	46.3	34	155	120	352.2	123.7	42.0	56	213	44	78.6	76.1	50.1
		エンハンスビジネス	502	417	−86	−17.0	−43.6	52.5	242	210	−32	−13.3	−33.0	56.9	260	207	9	3.5	15.8	48.7
	単位営業利益率		7.6	8.8	−1.7		−	−	7.0	8.5	1.5		−	−	8.2	9.2	−0.9		−	−
	営業利益率%	デジタルビジネス	2.1	3.0	0.9		−	−	−3.9	3.2	7.1				6.4	2.8	1.6			
		SIビジネス	4.9	11.0	6.1		−	−	4.0	9.9	6.0				5.7	12.0	−2.0			
		エンハンスビジネス	8.6	7.7	−0.9		−	−	8.2	7.8	−0.4				9.0	7.6	0.5			

（出所）決算補足説明会資料からアルファ・ウイン部が作成

④ 顧客グループ別売上高（5 区分）

・最大顧客である NRI グループ（以下、G）との提携効果もあり、同 G 向けの売上高は、前上期の 3,809 百万円から今上期には 4,810 百万円へと、1,001 百万円の大幅な増収（YOY＋26.3%）となった。既存分野での案件拡大に加え、新規分野でも大型案件を獲得し寄与した。全体の増収幅の約 89.1%を占め、この結果、同 G 向けの売上高構成比率は 53.4%と全体の過半を占めた。過去、長期間に亘り同 G 向けのビジネスの拡大が、同社の成長ドライバーとなっている（図表 5）。

・また、みずほ G 向けは 212 百万円、その他向けも 99 百万円の増収（YOY）と堅調であった。
・一方、富士通 G 向けが 128 百万円（通信関連と推定）、イオングループ向けも 62 百万円（流通関連）の減収となった。

【 図表 5 】顧客グループ別の上期・売上高推移

グループ	2020/9期	2021/9期	2022/9期	2023/9期	増減額	増減率	増減寄与率	2022/9期 構成比率	2023/9期 構成比率	構成比率差
単位	百万円	百万円	百万円	百万円	百万円	%	%	%	%	%
NRI	3,457	4,184	3,809	4,810	1,001	26.3	89.1	48.3	53.4	5.1
富士通	1,325	1,539	1,613	1,485	-128	-7.9	-11.4	20.5	16.5	-4.0
イオン	394	380	356	293	-62	-17.4	-5.5	4.5	3.2	-1.3
みずほ	268	297	334	547	212	63.5	18.9	4.2	6.1	1.9
その他	1,637	1,659	1,778	1,877	99	5.6	8.8	22.5	20.8	-1.7
合計	7,083	8,060	7,892	9,015	1,123	14.3	100.0	100.0	100.0	0.0

（出所）決算補足説明会資料から当部が作成　（備考）増減額・増減率、構成比率差は前年同期比、寄与率は前年同期比増減の内訳

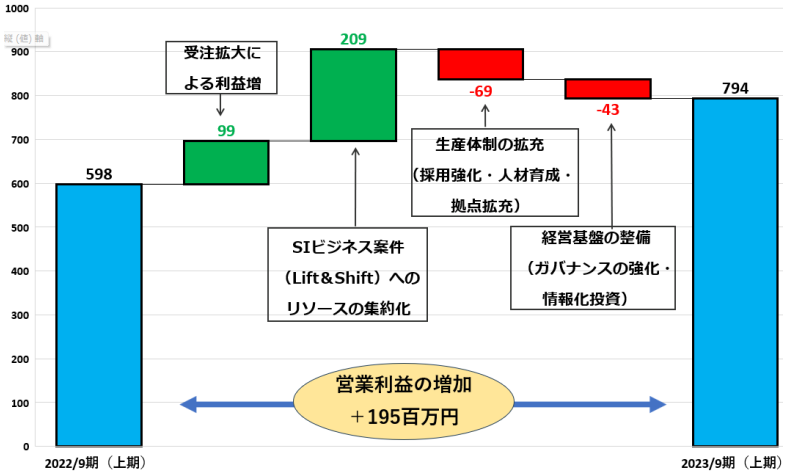
アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損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：増減益要因＞

・今上期の営業利益の増減要因は、図表 6 の通りである。

・生産体制の拡充（採用強化・拠点拡充）（YOY で△69 百万円の減益効果）や、経営基盤の整備（同△43 百万円）によるコストの増加（合計△112 百万円）があった。しかし、受注拡大による増益効果（同＋99 百万円）や、SI ビジネス案件へのリソースの集約化（同＋209 百万円）による収益改善効果が上回り、営業利益は前年同期比で 195 百万円の増益（同＋32.7%）となった。

【 図表 6 】上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）決算補足説明会資料から、アルファ・ウイン調査部が作成

・SI ビジネスを中心に受注が好調であったこと、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、大きな経費の未執行や期ずれはない模様である（上期にはニアショアでの生産拠点として、福岡オフィスを新設）。

＜上期：進捗率と四半期業績の変動性＞

① 上期

・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 50.1%（前上期の進捗率 48.3%）、営業利益では 49.0%（同 41.2%）である。因みに、前期を含む直近 10 年間の（上期）進捗率の単純平均値は、売上高では 48.7%、営業利益では 43.3%であった。今上期の進捗率は、これらを売上高・利益ともに上回っている。特に利益は例年、下期偏重の傾向があるが、今上半期では通期計画の約 5 割を達成し好調に推移している。

・ビジネスモデル別の売上高進捗率を見ると、SI ビジネスが 57.0%（前上期 43.8%、以下同様）と好調、エンハンスビジネスが 48.2%（50.4%）と堅調である一方、デジタルビジネスが 29.2%（40.4%）と低調である。

・一方、業種別の売上高進捗率では、金融業 52.6%、通信・運輸業 50.2%、流通業 49.5%、その他 48.1%と概ね計画線である。特に、増収率が高い金融は進捗率が高く、想定を上回っている模様。

② 四半期

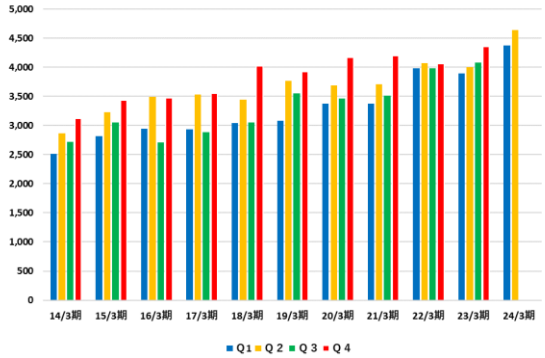
・なお、同社の特徴として、四半期単位で業績や利益率に変動性が見られる。納期が集中する第 4 四半期（Q4:1～3 月）が、年度に占める構成比率が最も高い（同 10 年間の平均の売上高構成比率 27.6%、同営業利益構成比率 33.6%、以下同順）。次いで第 2 四半期（Q2:7～9 月、25.8%、26.8%）、第 3 四半期（Q3:10～12 月、23.7%、23.2%）と、例年、Q1 の構成比率は最小となる傾向がある（P6-図表 7～図表 9）。

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。

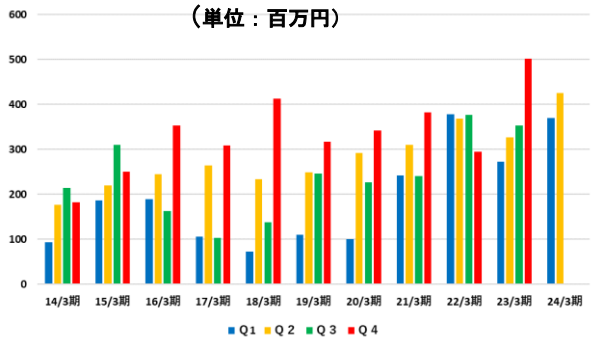
・今期 Q1 決算は、売上高 4,376 百万円（前年同期比 ＝YOY：＋12.4%）、営業利益 369 百万円（同＋35.9%）、経常利益 371 百万円（同＋37.0%）、当期利益 232 百万円（同＋34.2%）となった（P2-図表 1）。

・Q2 決算も、売上高 4,639 百万円（前年同期比 ＝YOY：＋16.0%）、営業利益 425 百万円（同＋30.4%）、経常利益 417 百万円（同＋29.1%）、当期利益 269 百万円（同＋25.1%）と引き続き二桁の増収増益となった。四半期決算としては、Q1 に続き過去最高の売上高を更新した。また、四半期利益としては、いずれも 2023/3 期 Q4 に計上した過去最高利益に次ぐ水準となった。Q1・Q2 の各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いずれも上回ったと推測される。

【 図表 7 】四半期別・売上高推移（単位：百万円）



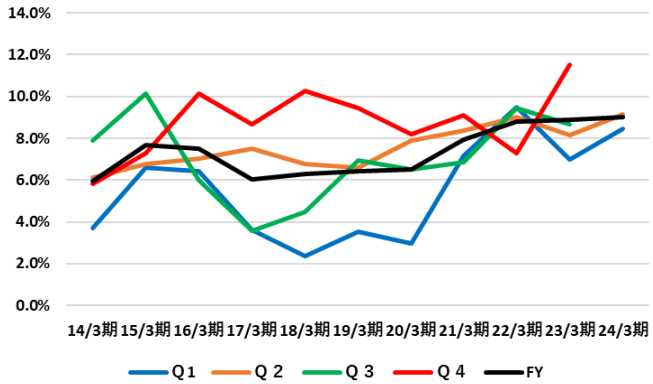
【 図表 8 】四半期別・営業利益の推移



（備考）決算補足説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

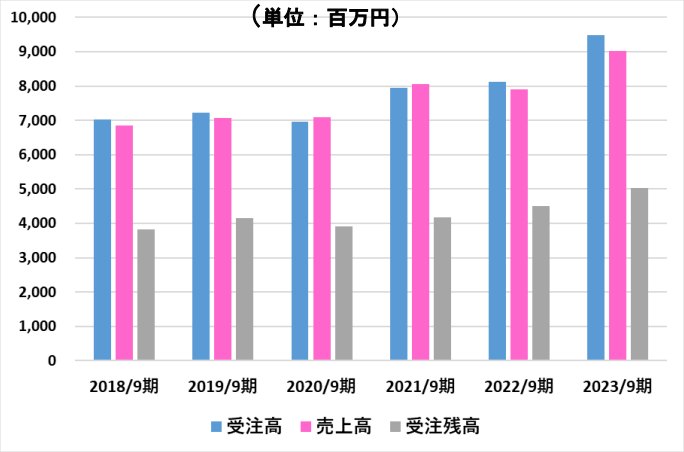
・また、2023/3 期 Q3 以降、今期 Q2 まで、各四半期の増収率（YOY）は、2.5%⇒7.3%⇒12.4%⇒16.0%と加速し、加えて 2023/3 期 Q4 以降の営業利益率は、順に 11.5%⇒8.5%⇒9.1%と変動があるが、前年同期比（差）では＋4.2%⇒＋1.4%⇒＋1.0%と 3 四半期連続で改善している。

【 図表 9 】四半期別・営業利益率推移（単位：%）



（出所）決算短信から、アルファ・ウイン調査部が作成

【 図表 10 】上期の受注・受注残高・売上高の推移



（出所）決算説明資料からアルファ・ウイン調査部が作成

＜受注状況＞

・全体の受注高は、前年同期の 8,122 百万円から 9,484 百万円（YOY＋1,362 百万円、＋16.8%）へと増加し、これに伴い受注残高も 4,506 百万円から 5,041 百万円（同＋534 百万円、＋11.9%）へと、順調に増加している（図表 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。

業種別受注（4 区分）

▪上期の業種別受注高、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がカバーした。

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は、5,631 百万円⇒5,392 百万円（YOY、以下同様、△239 百万円、△4.3%）、受注残高も 3,012 百万円⇒3,009 百万円（△3 百万円、△0.1%）と僅かに減少した。
・同様にデジタルビジネスの受注高は 326 百万円⇒240 百万円（△85 百万円、△26.4%）、受注残高も 271 百万円⇒141 百万円（△129 百万円、△47.8%）といずれも減少した。
・一方、SI ビジネス（Lift&Shift）は、受注高 2,164⇒3,852（同＋1,688 百万円、＋78.0%）、受注残高も 1,221 百万円⇒1,889 百万円（＋668 百万円、＋54.7%）と大幅に増加し、他をカバーした。

＜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、2020/9（月末）：791 人→2021/9：815 人（YOY、以下同様＋24 名、＋3.0%）→2022/9：869 人（＋54 名、＋6.2%）→2023/9：894 人（＋25 名、＋2.9%）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（KPI）である国内従業員一人当たりの四半期売上高は、2022/3 上期⇒2023/3 上期⇒2024/3 上期（今期）の順に（以下同様）、11,164 千円/人⇒10,494 千円/人⇒11,956 千円/人、また同営業利益は、1,034 千円/人⇒795 千円/人⇒1,053 千円/人と一時期よりは改善傾向にある。人員の増強に加えて、生産性を向上すべく注力している。

＜バランスシート＞

・前期末と比較し、上期末のバランスシートに大きく変化はない。
・現預金は逓増し 69 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 4.6 ヶ月相当、借入金は 2.3 億円で実質無借金）。
・また、流動比率は 384.8%、自己資本比率は 74.3%、のれんはなく無形固定資産残高も 3 百万円と僅少で、財務体質は健全である。
・現預金は株主還元の強化、並びに計画に沿い生産体制拡充のための投資や、M&A・事業提携・投融資など、将来の成長に向けて活用されると思われる。

◆通期業績予想～会社は計画を据え置くが、当調査部では予想を上方修正。

＜通期：会社予想＞

・上期は期初に発表した予想値を上回ったものの、同社は、通期業績の見通しを据え置いた。
・今通期の売上高を 18,000 百万円（YOY＋10.3%）、営業利益を 1,620 百万円（同＋11.5%）、また、当期利益を 1,080 百万円（同＋9.1%）と予想している。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（P8-図表 11）。

・なお、配当金は年間 30 円/株（上期 15 円、期末 15 円）を予定している。前期は創立 50 周年の記念配当（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ため、表面上は 20 円/株の減配となる。しかし、普通配当を基準とすると実質的には、4 円/株の増配となる。

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 11 】今期の業績（上期実績、下期・通期予想）

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 上期実績	前年同期比 (YOY)差	前年同期比 (YOY)%	2023/3 下期実績	2024/3 期初下期計画	2024/3 現・下期計画	前年同期比 (YOY)差	前年同期比 (YOY)%
売上高	16,325	18,000	7,892	9,015	1,123	14.2	8,433	9,423	8,985	552	6.5
粗利	3,570		1,651	1,960	309	18.7	1,919				
粗利率	21.9%		20.9%	21.7%	0.8%		22.8%				
販売管理費	2,118		1,053	1,166	113	10.8	1,065				
販管比率	13.0%		13.3%	12.9%	-0.4%		12.6%				
営業利益	1,452	1,620	598	794	196	32.7	854	920	826	-28	-3.3
営業利益率	8.9%	9.0%	7.6%	8.8%	1.2%		10.1%	9.8%	9.2%	-0.9%	
経常利益	1,480	1,635	594	788	194	32.6	886	935	847	-39	-4.4
当期利益	989	1,080	388	501	113	29.1	601	623	579	-22	-3.7
当期利益率	6.1%	6.0%	4.9%	5.6%	0.6%		7.1%	6.6%	6.4%	-0.7%	

（出所）決算短信から、アルファ・ウイン調査部が作成

・同社は、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）、並びにクラウド領域でのベンダーとの共創を進めている。

・また、生産体制・リソースの拡大と最適化、エンハンスビジネスにおける収益性向上のための施策の実施、開発体制の整備、自社の DX の推進により、下期以降も収益力を高め、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%に引き上げる株主還元の強化方針を打ち出している。

＜今期：当調査部予想＞

① 通期

・アルファ・ウイン調査部は今期の業績予想を、上期の実績と受注残高、ビジネス環境を考慮し上方修正した。従来予想⇒今回予想の順に、売上高 17,800 百万円⇒18,500 百万円、営業利益 1,600 百万円⇒1,700 百万円、当期利益 1,065 百万円⇒1,120 百万円、一株当たり配当金を 30 円⇒32 円へと増額修正した。これは会社計画を、それぞれ 500 百万円（+2.8%）、80 百万円（+4.9%）、40 百万円（+3.7%）、2 円上回る。

・前回の調査時点で、「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こと、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ことから、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」と考えていた。

・しかし、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、売上高 200 百万円、営業利益 20 百万円、当期利益 15 百万円、それぞれ僅かに下回ると、やや慎重な予想を行っていた（2023 年 6 月 9 日発行の前回レポート）。

・上期の上方修正幅は当調査部の想定の範囲ではあったが、現状、総じて商談や受注にスローダウンの兆候はなく、NRI・G 向けの売上拡大が予想以上であること、好調業種の戦略的案件や派生案件の受注獲得に成功していること、高収益案件へのシフト・リソースの効率化・コスト管理が順調に進んでいることから、後述するように現在の下期の（新）前提はやや保守的であり、会社計画を上回る可能性が高いと判断した。

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。

② 下期

・上期は計画を上回ったものの同社は通期計画を据え置いたため、結果的に期初の下期前提（＝通期予想－上期予想による逆算）を、上期の上方修正幅相当分、減額修正したこととなる。
・下期の同社予想は、期初⇒現時点での順に、売上高 9,423 百万円（YOY＋989 百万円、＋11.7%）⇒8,985 百万円（YOY＋552 百万円、＋6.5%）、営業利益 920 百万円（同＋66 百万円、＋7.7%）⇒826 百万円（YOY△28 百万円、△3.3%）、当期利益 623 百万円（同＋21 百万円、＋3.7%）⇒579 百万円（YOY△22 百万円、△3.7%）、営業利益率 9.8%⇒9.2%（参考；前下期実績 10.1%）といずれも下方修正したことになる（P8-図表 11）。

・現時点では、同社は前年同期比で下期に小幅な増収と減益、利益率の低下を見込んでいる。同社は「今期の計画はチャレンジングな目標であり、達成に向け尽力する」としている。
・しかし、上期末の受注残高や足元の状況、例年、下期に増員効果や新人の稼働が本格化すること、Q4 に案件の納期が集中する季節性があり、下期の計画はやや保守的とも思われる。
・下期の人材投資（人件費）、開発拠点拡大の事業投資や自社の DX 投資（業務生産性の向上を目的）、自社製品の開発投資などコストの増加は、業績予想にはある程度織り込まれており、コストコントロールの余地もあると考えられる。
・従って、下期の業績計画のダウンサイドリスクは限定的で、上期のバッファーも考慮すると、通期の業績は計画を上回る可能性がある。

◆中期業績予想～当調査部では、年率 6～10%の増収増益基調を見込む。

＜中期：当調査部予想＞

・当調査部では、来期以降の中期の業績予想を据え置いたが、ビジネス環境や人員体制、投資負担を考慮し、今後、上方修正する可能性がある（図表 12）。
・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。

【 図表 12 】中期の業績予想

単位：百万円、%	2023/3期・実績	2024/3期・中計	2024/3期・CE	2024/3・旧E	2024/3・新E	2025/3・E	2026/3・E
売上高	16,325	19,000	18,000	17,800	18,500	19,000	20,500
売上総利益	3,570			3,900	4,100	4,150	4,500
売上総利益率	21.9%			21.9%	22.2%	21.8%	22.0%
販売費及び一般管理費	2,118			2,300	2,400	2,425	2,650
（対売上高比）	13.0%			12.9%	13.0%	12.8%	12.9%
営業利益	1,452	1,710	1,620	1,600	1,700	1,725	1,850
（対売上高比）	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.2%	9.1%	9.0%
経常利益	1,480		1,635	1,615	1,715	1,755	1,870
（対売上高比）	9.1%		9.1%	9.1%	9.3%	9.2%	9.1%
当期純利益	989		1,080	1,065	1,120	1,155	1,235
（対売上高比）	6.1%		6.0%	6.0%	6.1%	6.1%	6.0%
売上高（前期比伸率、以下同様）	1.4%	16.4%	10.3%	9.0%	13.3%	2.7%	7.9%
売上総利益率（前期との差異）	*0.4%*			*0.0%*	*0.3%*	*-0.3%*	*0.1%*
販売費及び一般管理費（伸率）	4.2%			8.6%	13.3%	1.0%	9.3%
営業利益（伸率）	2.4%	17.7%	11.5%	10.2%	17.0%	1.5%	7.2%
経常利益（伸率）	3.3%		10.4%	9.1%	15.8%	2.3%	6.6%
当期純利益（伸率）	4.8%		9.2%	7.7%	13.2%	3.1%	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：当調査部予想

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、平均的な水準だが上値余地あり。

＜パフォーマンス＞

・好業績を背景に同社株価は、過去約 14 年半で約 5.8 倍に上昇し、TOPIX を大幅にアウトパフォームしている（＋約 300%）。

・最近の株式市場では、円安、景気敏感、金利上昇、インバウンド、大型株、ハイテク関連株が強含んだ。同社はディフェンシブな内需小型株であり、直近の 1 年間では TOPIX をアンダーパフォームしている（P13-図表 C）。

・但し、東京証券取引所に上場する同業 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）を含めて比較すると、同社株は同社の決算発表以降（11 月 1 日終値基準）、両社、並びに TOPIX をアウトパフォームしている。これは上期の好業績（高い進捗率、上方修正）と、通期の業績目標の達成確度が高まった（通期では、唯一、二桁の増収増益を計画）ことを好感したためと推察される。

＜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 PER 14.88 倍、PBR 1.27 倍、予想配当利回り（単純平均）2.27%である（2023 年 11 月 10 日終値基準）。

・同社のバリュエーション（PER や PBR）は、これをやや上回る水準であるが、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（図表 13）。

【 図表 13 】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）	東証プライム全銘柄
株価、バリュエーション	コード	2335	4299	4333	
	株価（11月10日終値）	1,104	1,364	1,129	1,202.63
	時価総額（百万円）	17,388	16,931	23,482	
	PER（株価予想収益率）	15.50	13.82	19.41	14.99
	PBR（株価純資産倍率）	1.73	1.50	2.27	1.27
	配当利回り（%）	2.72	3.15	3.54	単純2.27、加重2.26
	EV/EBITDA（倍）	6.42	4.78	8.80	
	PSR（株価売上高倍率）	0.97	0.93	1.42	
今上期（2023/9期）	今上期　売上高（百万円）	9,015	8,668	7,998	
	前年同期比・増減収率（%）	14.2	-1.4	6.3	
	営業利益（百万円）	794	703	692	
	営業増減益率（%）	32.7	-19.3	-6.6	
	営業利益率（%）	8.8	8.1	8.7	
	売上高進捗率（%）	50.1	47.8	48.5	
	営業利益進捗率（%）	49.0	41.8	44.6	
	売上高　期初計画	8,577	8,840	7,888	
	売上高　期初計画比（百万円）	438	-172	110	
	売上高　期初計画比（%）	5.1	-1.9	1.4	
	営業利益　期初計画	700	620	703	
	営業利益　期初計画比（百万円）	94	83	-11	
	営業利益　期初計画比（%）	13.4	13.4	-1.6	
今通期（2024/3期）	今通期会社予想　売上高（百万円）	18,000	18,150	16,500	
	会社予想　前年同期比・増減収率（%）	10.3	4.7	6.8	
	会社予想　営業利益（百万円）	1,620	1,680	1,550	
	会社予想　営業増減益率（%）	11.5	-8.3	2.3	
	会社予想　営業利益率（%）	9.0	9.3	9.4	

（出所）（備考）は、次ページを参照。

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。

（出所） アルファ・ウイン調査部が、各社の今上期の決算短信、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 11 月 10 日終値）。
PER の計算に用いた EPS は、全て 2024/3 期の会社予想。
PBR の計算に用いた BPS は、全て今上期決算を反映。
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）。
なお、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前期実績と上期実績を基に当部が推定。
PSR=時価総額/売上高（2024/3 期会社予想）、上期：4～9 月決算
ハイマックス：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。
東邦システムサイエンス：2023 年 9 月 1 日に実施予定の 1：1.5 の株式分割を反映。
上期の進捗率は、通期の会社予想に対する割合。

＜株価の見通し＞

・短期的には、同社の株価は通期業績の着地（通期・予想利益の上方修正の有無）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。

・また、来期に公表される「VISION 2026・第 2 次中期経営計画」の内容と各種の数値目標に注目したい。特にトップライン（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）、国内従業員数を中心とする人材確保の状況（採用数・離職率・従業員数）、並びに同従業員一人当たりの売上高・営業利益（KPI:重要指標）を注視したい。

・加えて、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）にも注目したい。

・ なお、第 2 次中期経営計画については、（現時点では数値目標は非公表であるが）「プライム顧客の開拓、開発力の強化による技術の拡充により、収益の安定化を図る」とするコンセプトの下に、高い収益力を目指し飛躍を図る方針である。

・今後、同社が 2 桁近い持続的な利益成長を達成すれば、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、引き続き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	旧E	17,800	9.0	1,600	10.2	1,615	9.1	1,065	7.7	70.25		30.0
2024/3	新E	18,500	13.3	1,700	17.1	1,715	15.9	1,120	13.2	73.87	658.12	31.0
2025/3	E	19,000	2.7	1,725	1.5	1,755	2.3	1,155	3.1	76.18	749.68	32.0
2026/3	E	20,500	7.9	1,850	7.2	1,870	6.6	1,235	6.9	81.46	799.13	34.0
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	453.20	8.0
2022/9	Q2	4,000	-1.8	326	-11.4	323	-10.8	215	-10.0	15.89	498.18	23.0
2023/9	Q2 旧CE	4,201	5.0	331	1.5	329	1.9	225	4.7	14.78		15.0
2023/9	Q2	4,639	16.0	425	30.4	417	29.1	269	25.1	17.71	638.74	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 旧CE	8,577	8.7	700	17.0	700	17.7	457	17.7	30.14		15.0
2023/9	H1	9,015	14.2	794	32.7	788	32.6	501	29.1	33.07		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 旧CE	9,423	11.7	920	7.7	935	5.5	623	3.7	41.09		15.0
2024/3	H2 新CE	8,985	6.5	826	-3.3	847	-4.4	579	-3.7	38.16		15.0

（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

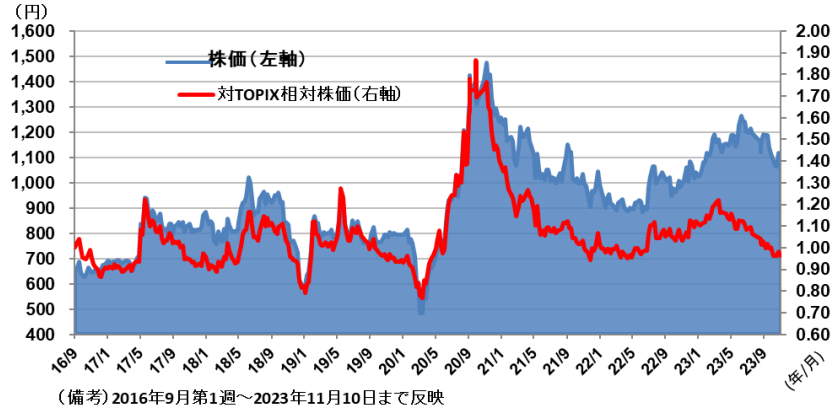
【 株価・バリュエーション指標：2335 キューブシステム 】 図表B

項 目	2023/11/10	項 目	PER（倍）	PBR（倍）	配当利回り	配当性向
株 価 （円）	1,104	前期実績	15.7	1.7	4.5%	71.1%
発行済株式数 （千株）	15,750	今期予想	14.9	1.7	2.8%	42.0%
時価総額 （百万円）	17,388	来期予想	14.5	1.5	2.9%	42.0%
潜在株式数 （千株）	0	来々期予想	13.6	1.4	3.1%	41.7%
今上期末・自己資本比率	74.3%	前期株主資本配当率		8.6%	前期ROE	11.8%

（備考） 今期～来々期予想は、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11月10日まで反映

【パフォーマンス】

期 間	リターン	対TOPIX
1 ヶ月	3.9%	0.2%
3 ヶ月	-5.0%	-5.2%
6 ヶ月	-4.1%	-13.8%
12 ヶ月	8.6%	-9.1%

（備考）
・株価、指数は 2023 年 11 月 10 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い引いた相対値。
・期間 1 ヶ月のパフォーマンスは、10 月末日の終値と 11 月 10 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。

弊社及び本レポートの作成者等の従事者は、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。

SV2023-1121-2000

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。