

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：2018/12/12

アルファ・ウイン 調査部

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

● 要旨

事業内容

・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(SI)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。1972年に設立され、業歴約46年を有する。

業績動向

・同社は過去17年間に於いて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+6.5%、経常利益成長率(同)は+5.9%と、長期間にわた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。

・今期は増収増益、過去最高売上高と利益の更新を会社は計画している。上期の利益は計画をやや上回り、ビジネス環境は良好である。アルファ・ウイン調査部も、ほぼ会社計画並みの業績を予想している。

競争力

・優良な顧客基盤、これまでの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。業容の拡大と共にプロジェクトへの対応力が向上し、競争優位性も増しつつある。

経営戦略

・中長期経営ビジョンを策定し、現在、「サービスメニューの創出」を掲げ、2021/3期に売上高185億円、営業利益率9.6%、ROE13%を経営目標値としている。また、ブロックチェーン・クラウド・AI・IoT関連等の新分野にも注力し、提携等も通じて将来の事業展開に向け着々と布石を打っている。今後は、収益率の持続的な改善、新事業領域と新規顧客の開拓、人材育成と確保、M&Aや提携戦略、グローバル化、新技術への対応が鍵となろう。

中期業績予想

・顧客である国内企業の業績やシステム投資動向に、同社の業況は影響を受ける。しかし中長期的には、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が見込め、同社は年率10%前後の安定した増収、及び増益を継続すると当調査部では判断している。

株主還元

・これまで自社株買い、株式分割、段階的な増配を行ってきた。株式配当に株主優待による利得を加えると、実質的な利回りは最大約2.7%となる。中期的には業績の好調が見込まれ、増配余地があろう。

株価特性、及び株価水準

・内需中心の安定成長株で、相対的にボラティリティが小さく、ディフェンシブな特徴がある。同業種内ではバリュエーションは、ほぼ平均的である。また、過去約10年間で株価は約4倍強に上昇し、かつTOPIXを大幅にアウトパフォームしている。株価面では、業績動向に加え、新技術・新分野への展開、株主還元(自社株買い、増配、優待の拡充)にも注目したい。

1/39

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。

【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)
2016/3		12,622	0.8	949	-1.5	960	-2.1	628	5.8	43.22	322.76	14.0
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	CE	14,700	8.4	1,010	18.1	1,010	13.1	640	12.9	45.80		16.0
2019/3	E	14,600	7.7	1,000	17.0	1,000	12.1	635	12.0	46.07	402.66	16.0
2020/3	E	15,800	8.2	1,150	15.0	1,150	15.0	730	15.0	52.97	438.63	17.0
2021/3	E	17,300	9.5	1,340	16.5	1,340	16.5	851	16.6	61.75	482.38	18.0

(注) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想

【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	2018/11/30	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	771	前期実績	19.0	2.1	2.1%	39.4%
発行済株式数 (千株)	15,280	今期予想	16.7	1.9	2.1%	34.7%
時価総額 (百万円)	11,781	来期予想	14.6	1.8	2.2%	32.1%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率	68.1%	前期ROE	11.4%	

(注) 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



目次

1. 会社概要.....	P4
独立系の中堅システムインテグレーター.....	P4
経営理念と経営の基本方針.....	P6
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P7
3つのシステムサービスライン.....	P7
人材が鍵となる労働集約的なビジネスモデル.....	P9
バランスのとれた業種別売上構成.....	P10
安定した顧客基盤と継続性が高いビジネス.....	P11
今後の成長分野・次世代技術への布石.....	P13
3. 株主構成.....	P14
株主所有者別構成の推移.....	P14
上位株主構成.....	P14
4. ESG.....	P16
環境対応(Environment)、社会的責任(Society)、企業統治(Governance).....	P16
5. 成長の軌跡.....	P17
沿革.....	P17
過去の業績推移.....	P17
6. 業界環境.....	P20
システムインテグレーション事業の歴史.....	P20
システムインテグレーション業界の構造.....	P20
日本のシステムインテグレーション市場の動向.....	P22
キューブシステムのポジションと同業他社比較.....	P23
7. 前期の業績と今期業績の会社予想.....	P25
2018年3月期（前期）通期決算.....	P25
キューブシステムによる2019年3月期（今期）業績予想.....	P27
8. 成長戦略.....	P30
中長期経営ビジョン《VISION 2020》.....	P30
目標とする経営指標と重点分野.....	P30
アルファ・ウイン調査部の2019年3月期（今期）業績予想.....	P31
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P33
9. アナリストの視点.....	P34
SWOT分析.....	P34
株主還元、及び株主優待制度.....	P35
株価特性と水準、株価に影響を与えうるファクター.....	P36

1. 会社概要

- ◆ 業歴約 46 年を有する独立系のシステムインテグレーター。専門中堅。特定の大手優良顧客を持ち、基盤は安定。

（注 1）システムインテグレーター：システムインテグレーション【System Integration】を行う企業。「SI」（エスアイ）または「SIer」（エスアイヤー）とも略される。企業・官公庁等を対象顧客とし、その IT 業務のシステムに関連した企画、設計、開発、運用管理などのソリューションを提供する企業の総称。

- ◆ 同社と子会社 3 社でグループを形成。売上高の連単倍率は、約 1.1 倍で推移。連結子会社 3 社の合計損益も黒字基調が定着。

（注 2）オフショア開発：海外オフショア拠点を活用し、システムの開発から保守までを顧客ニーズに応じたサービス形態にて低価格で提供すること。

- ◆ 社名に込められた想い。

- ◆ 無借金、堅実経営

◆ 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、独立系のシステムインテグレーター^{※1}（または SI）である。東証一部に上場し、システムインテグレーション業界では中堅規模の企業である。主に大手の SI を経由して金融・通信・流通業の大手企業向けを中心として、官公庁向けにもシステムの開発を行う。また、主要取引先とは長年にわたってビジネスを拡大してきており、顧客基盤は堅い。野村総合研究所、富士通、イオン、みずほの 4 グループが主要取引先であり、東京証券取引所からもアウトソーシングを受託するなどその技術力と信頼性は高い。

創業はソフトウェア業界の草創期にあたる 1972 年と、業歴は 46 年にも及び、現社長が創業メンバーの一人である。

同社グループは、同社と連結子会社 3 社の合計 4 社で構成されている。連結子会社は、以下の通りである。

- ・「株式会社 北海道キューブシステム」
（所在地：北海道札幌市、東北・北海道地区における営業強化とシステムの開発を目的に、1990 年に同社が 90.9%出資し設立）
- ・「CUBE SYSTEM VIETNAM CO., LTD.」
（ベトナム社会主義共和国ホーチミン市、2008 年に同社が 100%出資し設立）
- ・「上海求歩信息系統有限公司」
（中国上海市、2009 年に合弁会社である「上海求歩申亜信息系統有限公司」を設立、2017 年 12 月に株式全取得に伴い、現在の商号に変更）

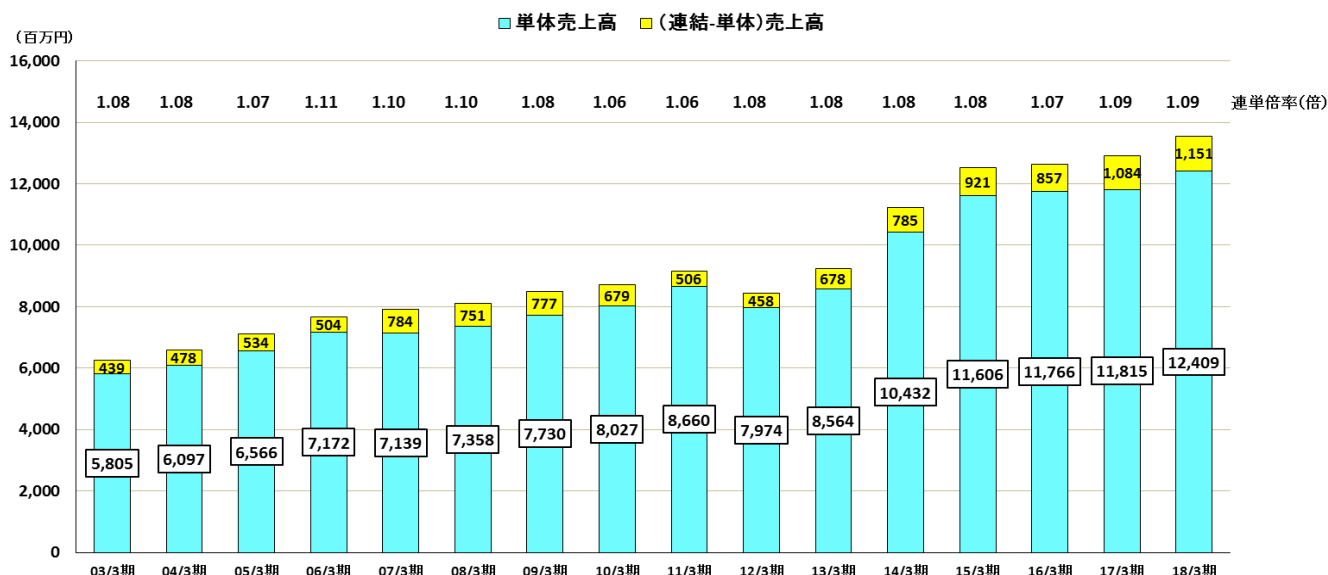
海外子会社は、コスト削減と人材確保、システム開発拠点（オフショア開発^{※2}）を主目的として設立された

過去 16 年間の売上高の連単倍率は 1.1 倍前後で推移し、単体の業績ウエイトが高い（図表 1）。子会社の個別損益は開示されていないが、同期間における経常利益の連単倍率は、0.98～1.07 倍で推移している。また「（連結－単体）経常利益」により計算される子会社 3 社の合計損益は、2011/3 期と 2012/3 期の 2 期間を除いて黒字である（図表 2）。

社名であるキューブ「CUBE」の由来は、「CU」＝Customer／顧客第一をモットーに、「B」＝Brain／高度な「知力・知見」を発揮して、「E」＝Emotional mind／感動をもたらすソリューションの頭文字から名付けられたものである。また、「CUBE」には「正六面体」という意味もあり、CUBE のような“多面性”を発揮しながら、成長していきたいとの想いが込められている（先進性、人間性、行動力、国際性、技術力、若さの六面）。

財務体質は堅固で、実質的には無借金経営。現預金の約 29 億円に加え、流動性の高い外債と株式合計で 8 億円超に対し、借入金は 3 億円である（総資産 75 億円、時価総額 131 億円、売上高 136 億円）。自己資本比率は 68%、流動比率 316%など財務比率も高く安定している（いずれも 2018 年 3 月末時点）。

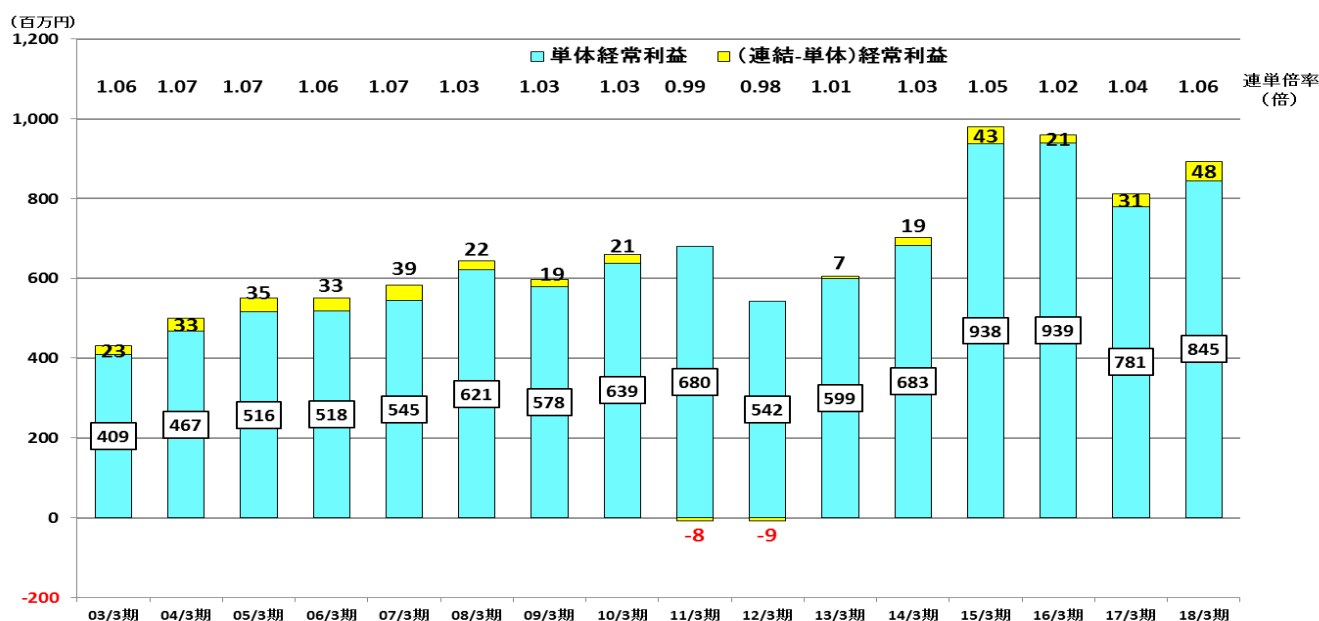
【図表 1】売上高連単倍率（グラフ上部の数字が連単倍率、単位：倍）



（出所）図表 1 及び図表 2 とも、有価証券報告書及び決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成、

（備考）予想がある場合には記載がない限り、原則、会社計画値。また、単位未満の数値は、当部では原則、四捨五入しており、会社公表数値等と若干異なることがある。以下同様。

【図表 2】経常利益連単倍率（グラフ上部の数字が連単倍率、単位：倍）



◆ 経営理念と経営の基本方針

◆ 経営理念・目標は、「世界に誇れる企業を創り上げる。」

経営理念として、以下を掲げている。

・企業は人によって支えられ人によって繁栄する。社員はじめ人々の幸福を保障するために存続しなければならない。存続と発展の根源は利益であり、利益は顧客によってもたられる。この理念をもって、“世界に誇れる企業を創り上げる”。

◆ 経営基本方針は、「顧客第一主義」「重点主義」「総員営業主義」

（注3）総員営業体制：受注から納品・入金確認まで、プロジェクトを一貫して管理運営し、営業専任組織を持たない体制。システムエンジニアが顧客担当となり、対話からシステム化ニーズを具現化させ、売上目標、責任と権限を持ちプロジェクトの遂行を行う。

また、同社は、以下の3項目を経営の基本方針としている。

・「顧客第一主義」：全ての判断基準はお客様にとっての価値とし、お客様の視点で思考することを基本と致します。

・「重点主義」：企業には人、モノ、金と時間の4つの要素があります。これらを最大限に活かすために、顧客第一主義により決定された最重要事項に経営資源を集約致します。

・「総員営業主義」：ユーザーオリエンテッドなサービスを提供するため、全社員が自立したビジネスパーソンとして社業発展に邁進致します。（⇒同社独自の総員営業体制^{※3}を敷いている。）

◆ 全社員で経営目標・実績を共有。

また、全体、及び部門別に、売上・利益・目標達成率などの数値が全社員に公開され、情報が共有化されておりオープンな経営がなされている。

2. 事業内容とビジネスモデル

◆ 3つのシステムサービスライン

同社グループは、システムソリューション^{注4}を事業としている。これは企業または官公庁に対して、システムを企画立案、設計、製造（プログラミング）により構築し、テスト、運用・評価する一連のサービスである。同業務が単一事業であるため、事業領域を顧客の情報化サイクルに応じて、以下の3品目（サービスライン）に区分している。

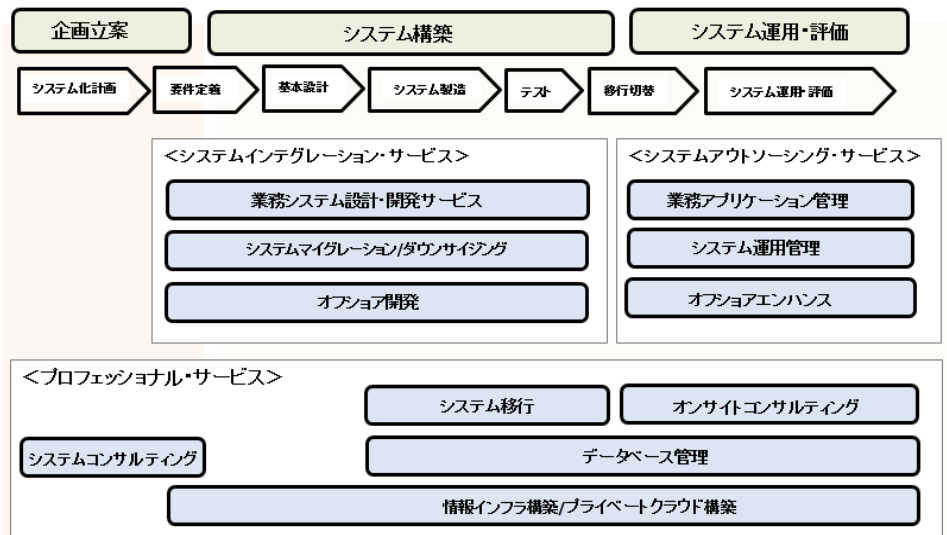
- ①「システムインテグレーション・サービス」（SIS）
- ②「システムアウトソーシング・サービス」（SOS）
- ③「プロフェッショナル・サービス」（ProS）

◆ 事業は3品目に区分。システム開発を主とするシステムインテグレーション・サービスが売上高の7割。3品目の利益率は、ほぼ変わらず。

（注4）システムソリューション：システムに関する問題を、ハード、ソフト、サービス通じて解決すること。

【図表3】各サービスの工程に関する概略図

<システムソリューション・サービス>



（注5）要件定義：システム化する範囲や対象とする業務を明確化すること。

（注6）基本設計：上流工程の一部で、外部設計とも呼ばれ、ユーザーの観点からシステムに必要な機能の概要を設計すること（画面・操作方法・セキュリティなど）。基本設計→内部設計→詳細設計→製造（プログラミング、実装とも呼ぶ）というフローになる。

（出所）有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が加工して作成

① システムインテグレーション・サービス（SIS）

・同社のメインビジネス。ユーザー企業等（エンドユーザーの企業や官公庁等、以下同様）のニーズに応じ業務用のシステムを開発する業務で、要件定義^{注5}、基本設計^{注6}、製造、テストまでを行う。

・受注から納品まで、最短で数ヶ月から約3年までの幅があるが、数ヶ月単位の案件が多い。期中に受注し期中内に納品することが大半である。受注金額も数百万円から数億円までの幅があるが、1プロジェクト当たり50百万円以下の案件が圧倒的に多い。

・基本的には、ユーザー企業等にエンジニアが常駐し、チームを編成した上でプロジェクトごとにシステム開発を行う。但し、コスト削減と人員確保のため、同社のプロジェクトマネージャーの監督下で、国内外子会社や同業者に開発の一部を委託する。

・システム開発業務は原則として請負契約に基づくものであり、受注

◆ プロジェクトは分散化

・システムインテグレーション・サービスは、請負契約。プロジェクトマネジメントによるリスクと損益管理が重要。

（注 7）開発標準フレームワーク「F@CE」：アプリケーション開発を標準化・効率化するための同社独自の全体的な枠組みのこと。作業のミス・漏れを防ぎプロジェクトを効率的に運営するためのツール。

（注 8）エンハンスサービス：単なるシステムの維持管理や開発ではなく、システムの性能や品質を向上させ、システムの価値を高める。あるいは新しいビジネスを提案すること。これにより顧客満足度を向上させる。

（注 9）オラクルクラウド関連ビジネス：オラクルのデータベースを活用したクラウド関連のサービス・提案。今後もオラクル関連の有資格者を増やし、同ビジネスを強化していく方針。

者である SI（同社）が成果物（システム）に責任を負う。従って、製品、及びプロジェクトのリスク・損益管理が重要となる。

・プロジェクトは提案型、入札形式が多い。見積りは、人×月（ニンゲツ）ベースが主流である。受注後、システム構築にあたっては、同社の開発標準フレームワーク「F@CE」^{※7}を含め、これまでに蓄積した各業種・企業・業務に関する知識・ノウハウや要素技術を駆使し、リスクの軽減、品質・採算性・効率性の向上に努めている。

・また、想定外の仕様変更や当初の見積りを超える追加作業の発生等により収益性が低下し、不採算となる可能性があるため、同社は特にプロジェクトマネジメント力の向上に注力している。また、ユーザー企業に密着し各種提案を行い新たなビジネス（システムの小型開発）につなげるエンハンスサービス^{※8}も積極的に行っている。

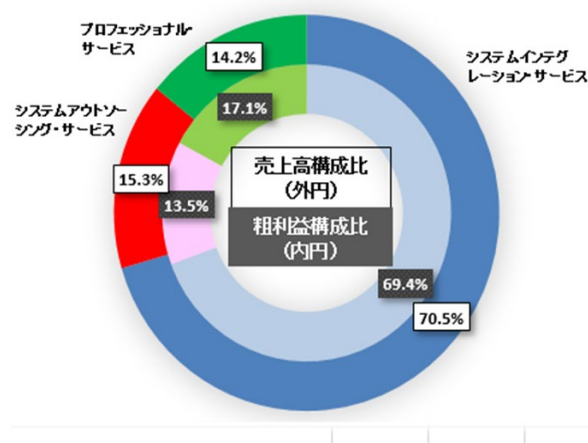
② システムアウトソーシング・サービス（SOS）

・システムの運用・評価に関わるサービス。システムを構成するハードや基本ソフト、データベース、ネットワーク環境などを構築・管理・評価を行う「システム運用管理」と、業務アプリケーションの維持・管理・レベルアップや経営プロセス評価を行う「業務アプリケーション管理」の 2 つのソリューション・サービスを提供する。なお、システムの維持管理（SOS）をしながら課題を発見・提案し、エンハンス案件（SIS）につなげるシームレスな連携サービス体制を敷いている。

③ プロフェッショナル・サービス（ProS）

・コンサルティング、データベースの効率化、システム監視、マネジメントサポートや情報化戦略など、企画・設計段階、インフラ構築、システムの運用監視まで、情報化サイクルの全てに関わる同社のテクノロジーをベースとしたサービス。開発ツールと有資格による技術より、高いパフォーマンスを実現する。なかでもデータベース技術に特化したエンジニアを擁し、当分野には強みがある（オラクルクラウド関連ビジネス^{※9}）。

【図表 4】品目別売上高（外円）の構成比と粗利（内円）の構成比 2018/3 期

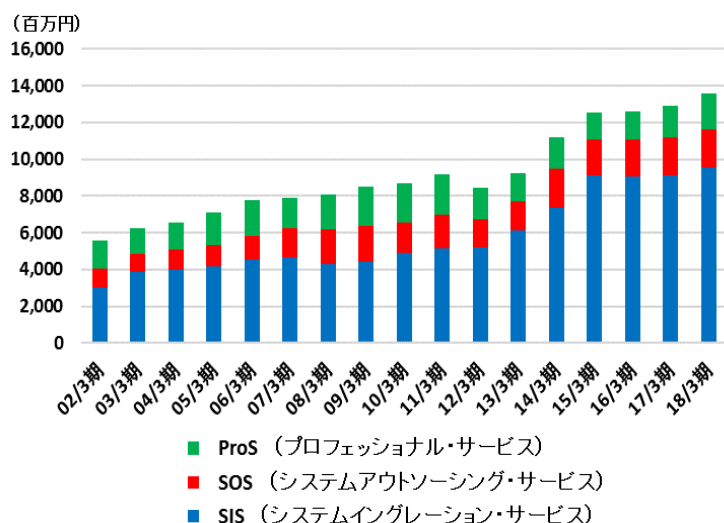


各 3 区分（品目）の売上高、粗利の構成比とその推移は、図表 4～6 の通りである。売上構成比では、SIS が全体の 7 割前後を占め、残る 3 割のうち SOS と ProS がほぼ半々となっている（図表 4 の外円）。過去 15 年間では、SIS が 3.2 倍、SOS が 2 倍、ProS が 1.2 倍に売上高を伸ばし、SIS が中心となって業績を押し上げてきた（図表 5）。

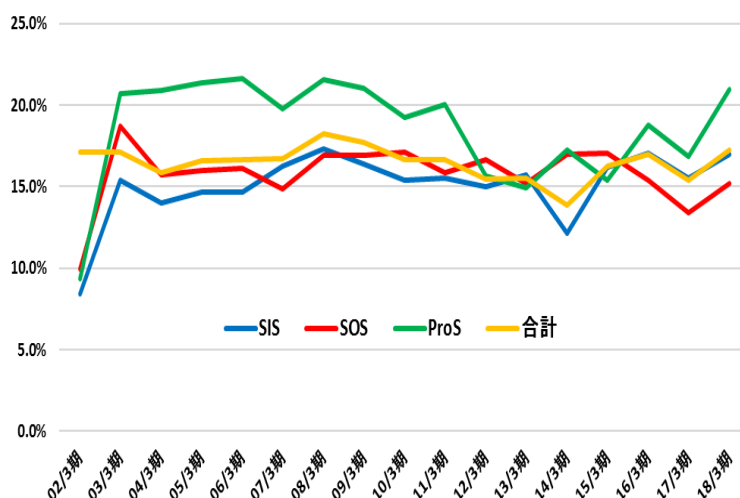
粗利の構成比は図表 4（内円）の通りであるが、売上高構成比と大きくは変わらない。また、粗利率の推移は図表 6 の通りであるが、いずれの区分においても年度によって最大 5% 程度の変動はあるものの、概ね 15% から 17% が中心レンジである。但し、付加価値が高い ProS の粗利率は、他の 2 区分より 2～3 ポイント高い。もっとも SIS の売上高に占める割合が非常に高いため、全体の粗利率は SIS の粗利率に

左右される（図表 6）。

【図表 5】品目別売上高



【図表 6】品目別の売上高粗利率推移



（出所）有価証券報告書、決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 労働集約的なビジネス。優秀な人材の確保が成長の鍵。

◆ 人材が鍵となる労働集約的なビジネスモデル

同社のビジネスの大半は、カスタムメイドのシステムの受託開発であるため、人手による一品生産的な色彩が強い。従って競争力や成長力の源泉となる優秀な人材の確保と教育が鍵となる。なかでも、システムの高度化・複雑化に伴い、システムの品質・コスト・納期・収益管理のために、プロジェクト全体を統括するプロジェクトマネージャーや、システムエンジニアなどの優秀な人材が不可欠である。現在、同社にプロジェクトマネージャーは 260 名前後在籍するが、不足気味となっており更なる成長のボトルネックとなっている。また、プロジェクトマネージャーには、業務の特性上、顧客の仕様の変更、ミスコミュニケーションからトラブルが発生することも少なくないため、知識・提案力・技術力・コミュニケーション能力も求められる。

なお、コスト構造では、労務費とビジネスパートナーへの外注費（実質的には人件費が中心）が原価の 9 割以上を占める（同社単体ベースでは各 30.3%、62.9%）。従って、両費用のコストコントロールの巧拙が収益性に影響を及ぼす可能性がある。

一般にシステムインテグレーション・ビジネスは、独自製品・サービスでの急拡大は難しい業態である。また、ノウハウの共有、活用もある程度は可能ではあるが、人手に依存するため生産性の向上には限界がある。同社固有というよりも業種の特性上、利益率が改善しにくいという特徴がある。そこで同社は、人手に過度に依存せずアジャイル開発の導入^{注 10}や、標準プラットフォームの活用、組織的なプロジェ

（注 10）アジャイル開発：プロジェクト開発手法の一つ。従来のウォーターフォール開発に対して、小単位でシステムを区切り実装（プログラミング）とテストを繰り返すことによって、開発期間を短縮するもの。アジャイル【Agile】は、「機敏な、回転が速い」を意味する。

- ◆ 業種別売上高は、金融＞流通＞通信の順で、3業種で約7割。
- ◆ 徐々に業種の分散化が進む。

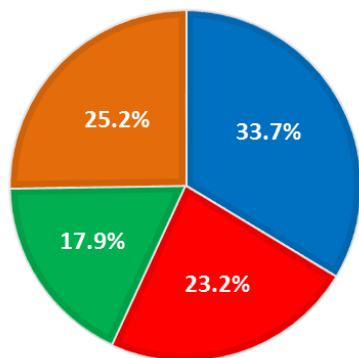
クトマネジメントの強化、海外子会社の活用、契約の見直し（人月単位の積算からサービスの対価としての価格提示・交渉）などの各種の対策により、利益率を向上させていく方針である。

◆ バランスのとれた業種別売上構成

業種別の売上構成は以下の通りである（図表7）。業務上、膨大なデータ量进行处理の必要性和安全性・信頼性が求められる金融業向けの売上高のウエイトが、全体の33.7%を占め最大となっている（2018/3期、以下同様）。次に流通23.2%、通信業17.9%の順に売上高構成比が高く、3業種で全体の7割を占めるが、他社との比較においてある程度の業種分散が図られていると考えられる（図表23、同業のハイマックスは、金融業向け売上高が全体の7割強）。

【図表7】業種別売上高構成 2018/3期

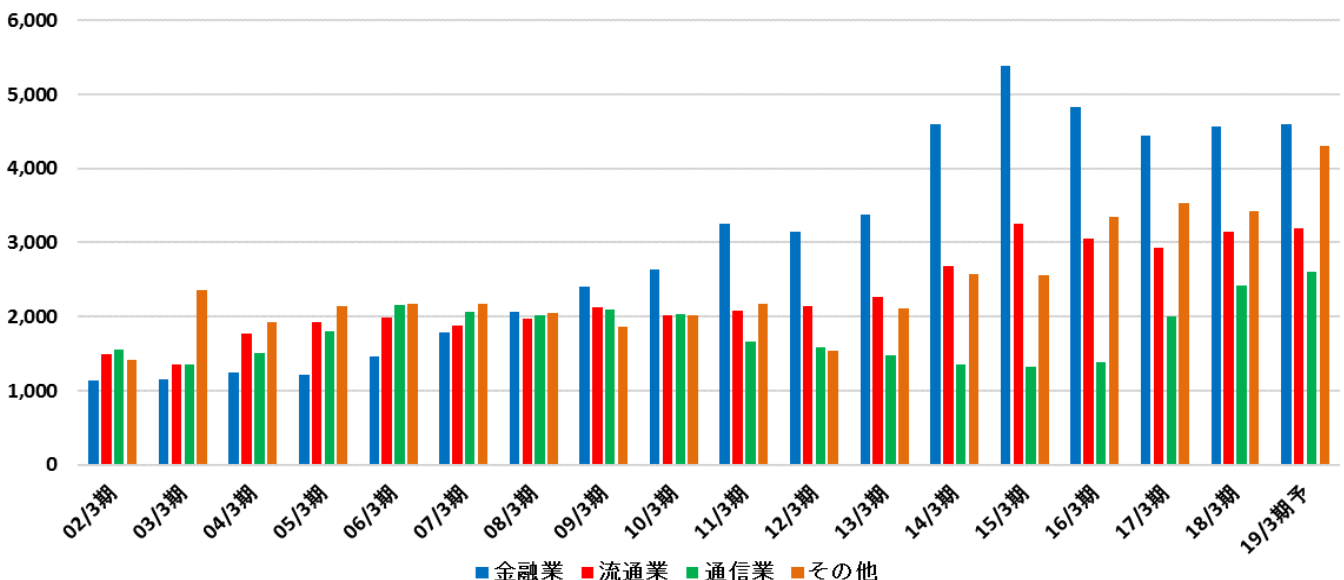
■ 金融業 ■ 流通業 ■ 通信業 ■ その他



長期にわたって会社の総売上高が増加基調となっているが、業種別では金融業が大きな牽引役になっている。また、通信向け売上高は、通信キャリア等のシステム投資サイクルに関連し、やや波があるがトレンドとしては増加傾向にある。ここ数年では、「その他」に分類されている製造業、官公庁、エネルギー事業関連が伸びてきており、業種分散が進みつつある（図表8）。なお、業種別の粗利率は年度によって多少の変動があり、顕著な傾向や利益率に差異はない（図表9）。業種固有の違いというよりも、プロジェクト単位での採算性の差異が粗利率に反映された結果であると当調査部ではとらえている。

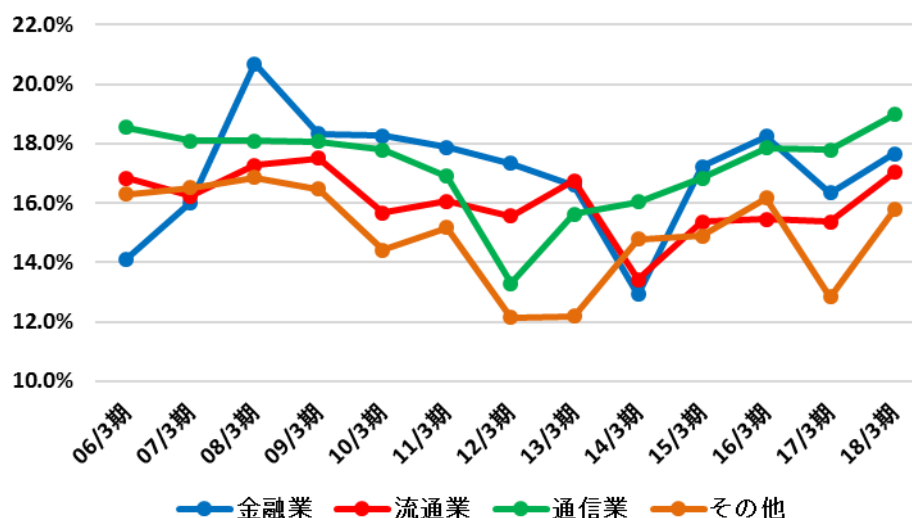
【図表8】業種別売上高推移

(百万円)



(出所 図表7及び8は、有価証券報告書、決算短信、説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成)

【図表9】業種別の売上高粗利率推移



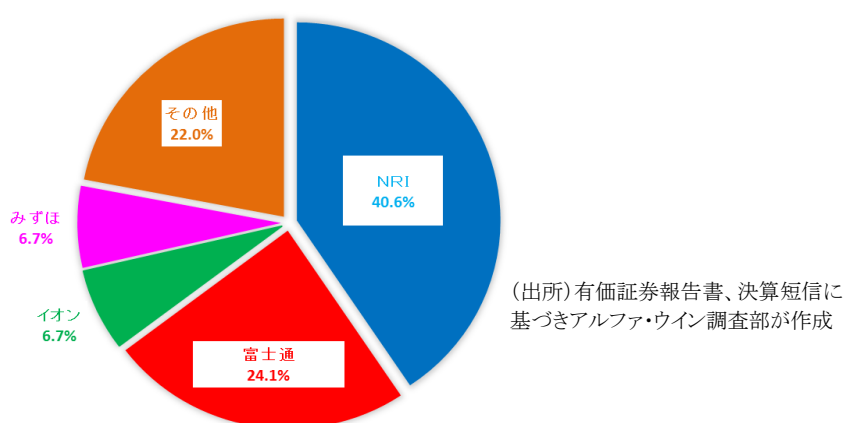
- ◆ 既存顧客との継続取引が非常に多い安定したビジネス。

◆ 安定した顧客基盤と継続性が高いビジネス

同社の顧客並びにユーザーは、日本を代表する企業グループであり、ミッションクリティカルな業務の特性上、信頼性、安定性、操作性、安全性、継続性が求められる。加えて、システムの開発・運用には業務知識・ノウハウの蓄積が不可欠であり、結果として既存顧客との契約の継続性が高い。なお、プライム比率（システム開発におけるエンドユーザーからの直接受注比率）は2～3割であり、大手SIからの受託が多い。

- ◆ 顧客別の売上高構成比率では、野村総合研究所を筆頭に、富士通、イオン、みずほの4グループが、全体の7割強を占める。

【図表10】顧客グループ別の売上構成比 2018/3期



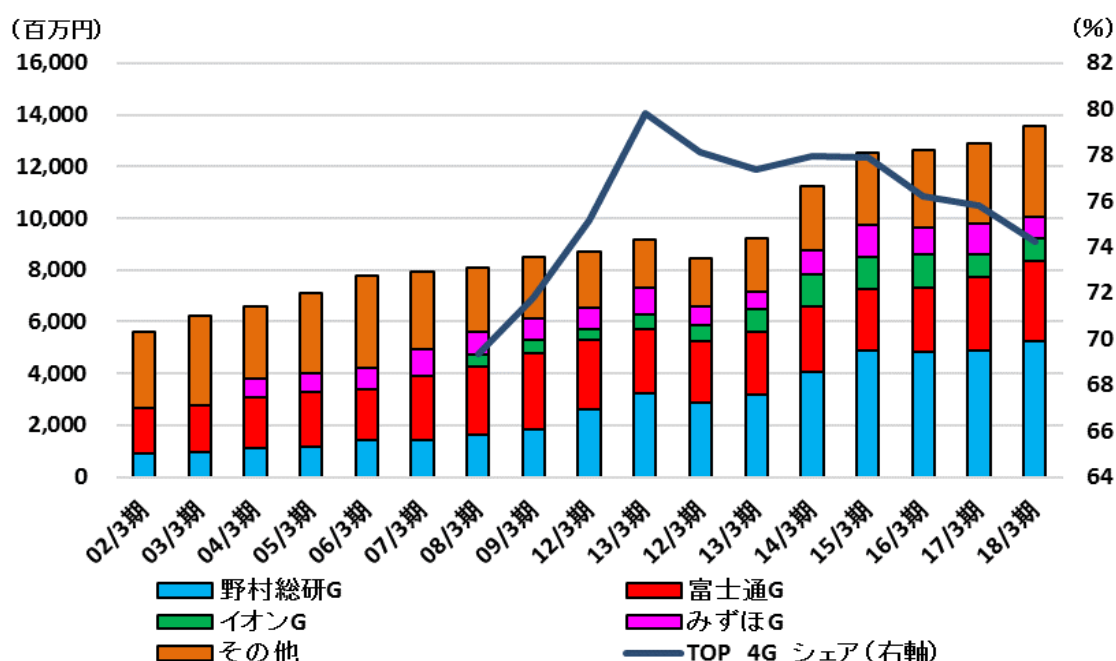
顧客グループ別売上構成の推移を見ると（図表10、11）、野村総合研究所（以下、野村総研または、NRI）を筆頭に、富士通、イオン、み

(注 11) e-e パートナー：NRI のパートナー企業の中でも、特に密接なパートナー。専門性の高い業務ノウハウと情報技術力、高度な情報セキュリティレベルを持つ企業と位置づけられた「e パートナー」(推定約 150 社)の中から、特定プロジェクト運営面だけでなく、エンハンスメント業務の革新活動を共同で推進し、人材・品質・情報セキュリティ分野における計画的な強化、相互の専門性を活かした共存共栄のビジネスモデルの構築に取り組むという提携関係を持つ企業。同社を含めた 3 社(ハイマックス、東邦システム)のみが公表されている。

ずほの 4 グループで全体の 7 割強を占める。その比率は徐々に低下しているものの依然として高い。中でも、野村総研グループ向け売上高は、当初の流通業向けから金融業向けなどへの業務領域の拡大も奏功し、2002/3 期の約 9 億円から、2018/3 期には約 52 億円までと約 43 億円増加している。この間の同社全体の売上高は、約 56 億円から約 136 億円と約 80 億円増加しているため、増収寄与の過半は NRI グループによる。同様に、通信・電力インフラや官公庁関連の取引を伸ばした富士通グループの増収寄与は、14 億円弱で 24%を占める。長年にわたって、主要各グループ向けに売上高を伸ばしており、顧客との信頼性や、取引の継続性が高いと評価できる。

特に、同社は野村総研(NRI)とは、数少ない e-e パートナー^{注 11}として提携関係にあり、業務のみならず相互の出資、NRI との人材交流など密接な関係がある。(単独企業単位での取引でも、NRI 向けが第一位で 31.3%、因みに富士通向けが第二位で 18.8%を占める)

【図表 11】顧客グループ(G)別の売上高と上位 4 グループシェアの推移
(但し、みずほ G 向けは 2003/3 期以前、イオン G 向けは 2007/3 期以前の売上高の情報開示はない。)



(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 注力するブロックチェーン、クラウド、アジャイル開発、AI、IoTなどの成長分野に先行投資。

（注12）クラウドソリューションサービス：ウェブブラウザなどを介して「サービス」の形でアプリケーションを使うタイプのサービス。

（注13）ブロックチェーン：分散型のネットワークで多くのコンピューターに情報を同期して記録・蓄積する手法。

（注14）AI：人工知能。

（注15）IoT：「モノ」のインターネット。身の回りの全ての機器がインターネットでつながる仕組み。

◆ 今後の成長分野・次世代技術への布石

同社は、自社による研究開発と並行して先端・新技術を持つ企業と提携を進め（図表12）、次世代技術を活用したビジネスを展開するための布石を着実に打っている。2018/3期の研究開発費の総額は83百万円、売上高の約0.6%と一見少ないが、実質的には研究開発費は開発人員の人件費として、期間損益で別途、費用化されている。

特に、オラクル関連を含むクラウドソリューションサービス^{注12}への技術投資、ブロックチェーン^{注13}推進協会の社会実験への参加や、AI技術^{注14}・IoT技術^{注15}・ブロックチェーンに関するノウハウを持つ企業との資本業務提携、アジャイル開発での提携、ブロックチェーン技術を使った仮想社内通貨のプラットフォーム構築、及びソリューション化への対応などに注力している。

また、2016年に社内に技術戦略室を発足させた。専任メンバーと営業部門との兼任メンバーで構成されており、先進技術にキャッチアップし、最新の基幹技術を使った研究・開発・事業化を行っている。これらの技術や新ビジネスが、業績に本格的に寄与するには数年はかかると思われるが、その進展に注目していきたい。

【図表12】最近の新技術・提携・注目事業に関するニュースリリースの要約

公表時期	公表事項	具体的内容
2018年5月	日本CA株式会社とのアジャイル開発	米CA Technologies(NASDAQ:CA)社の日本法人である日本CA株式会社と提携し、CAグループの持つ製品・サービスを活用してアジャイル開発を実践する。これにより従来に比べ高速・高品質なソフトウェア開発手法を確立し、新しいサービスモデルを提供する。
2018年7月	株式会社トリプルアイズとの資本業務提携	AI、IoT、ブロックチェーンに関する技術やノウハウを生かした提案活動での協力など。第三者割当増資の引き受けにより、同社はトリプルアイズの4.7%の株式を保有。
2018年8月	Oracle クラウド向け関連サービス	Oracle クラウドを支える認定資格取得に尽力した企業を表彰する「2018 Oracle Certification Award」の「Oracle Cloud Platform(PaaS/IaaS)認定資格」部門において、同社が第1位を取得。また、同社は、Oracle クラウドシステムのモニタリングにおいて、Zabbix(ザビックス)を用いた監視システム構築のサービスを提供。

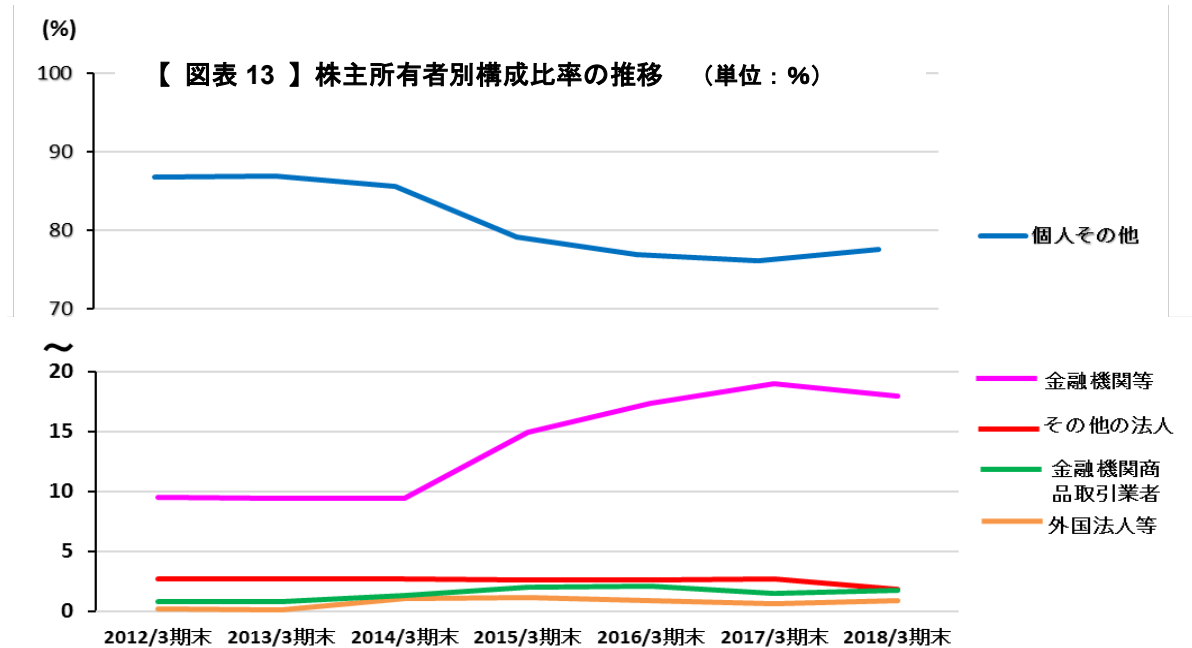
（出所） 同社HPのニュースリリースから、アルファ・ウイン調査部が作成

3. 株主構成

◆ 株主所有者別構成の推移

- ◆ 個人その他の保有構成率は8割弱。

2018年3月末時点の株主所有者別構成比率（図13）は、個人その他が、全体の約77%と圧倒的に多い。これに続く所有者は金融機関等の18%であり、合わせて95%と発行済み株式数のほとんどを占める。外国法人等は0.9%と低い。時系列的には、個人その他がやや減少し、金融機関等の保有比率が増加している。



（出所）有価証券報告書、決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 上位株主構成

大株主の構成は、安定しており大きな変化は見られない。2018年9月末時点の大株主は、図表14の通り。以下はその補足である。

- ◆ 上位大株主は、持株会や（現・旧）役員が占める。

- ・筆頭株主は、同社の従業員持株会で12%弱、第2位株主の崎山現社長をわずかに上回る。

- ・第3位株主の小貫氏は、同社元社長、第4位株主の内田氏は同社の現取締役である。

- ・第5位株主の日本マスタートラスト信託銀行は、同社役員報酬のBIP信託口（株式報酬型役員インセンティブ・プラン）である。

- ・第6位株主は、一般個人投資家と思われる。

- ・第7位株主の佐藤氏は、同社元常務取締役。

- ・第8位株主である、みずほ銀行は持ち合いの政策保有と思われる。

- ・第9位株主は、取引金融機関である三菱UFJ銀行。

- ・第10位株主である信託銀行名義の実質的な所有者や目的は不明。

- ・上位10位以内の株主のうち持株会・役職員（元を含む）と、自社保有株を合計すると、全体の約4割を占める。自社株買いをこれまで

- ◆ 自社株買いで、自己株式比率が約9%まで上昇。

6 回行っており、そのウエイトは増加傾向にある。BIP 信託口を含む
自社保有株比率は、2018/9 期末時点で全体の約 9.2%を占める。

【 図表 14 】 大株主の状況

株主名（単位：千株）	2015年3月末	2016年3月末	2017年3月末	2018年3月末	2018年9月末	保有割合(%)	同順位
キューブシステム従業員持ち株会	1,641	1,672	1,663	1,668	1,666	11.68	1
崎山 収(氏)・・・同社代表取締役社長	1,775	1,675	1,655	1,646	1,638	11.48	2
小貫 明美(氏)・・・同社元代表取締役社長	401	401	401	401	401	2.81	3
内田 敏雄(氏)・・・現取締役	475	415	403	393	385	2.70	4
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(役員報酬BIP信託口・75824口)	-	270	270	262	369	2.58	5
櫻井 正次(氏)・・・一般個人投資家	316	316	316	316	316	2.21	6
佐藤 俊郁(氏)・・・同社元常務取締役	380	340	300	300	304	2.13	7
株式会社みずほ銀行	276	276	276	276	276	1.93	8
株式会社三菱東京UFJ銀行	258	258	-	-	258	1.80	9
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口5)	-	-	348	324	221	1.55	10
株式会社キューブシステム	682	458	1,035	1,236	1,008	-	-
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	-	-	-	321	-	-	-
株式会社りそな銀行	241	-	-	-	-	-	-
(キューブシステムの実質的な自己保有株式)	682	728	1,306	1,498	1,377	-	-
(自己株式比率)	4.5%	4.8%	8.5%	9.8%	9.2%	-	-

備考：「-」は、有価証券報告書の大株主に記載がなかったことを意味し、必ずしもゼロであることを意味しない。

：（キューブシステムの実質的な自己保有株式）には、役員報酬BIP信託口を含む。

（出所） 有価証券報告書、決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 自社株の一部を役員に
対するインセンティブ
として活用。

なお、自社保有株の一部を2回に分けて、インセンティブとして役員に交付している。2016/3 期に、従来の役員退職慰労金制度を廃止し代わりに同社が保有する自社株式を、役位及び中期経営目標に対する達成度に応じて、交付および給付する株式報酬型（BIP 信託）役員インセンティブ・プランを採用した。中期経営計画サイクルである3期ごとに更新され、役員退職時に実質に権利が確定する。また、2018 年9月には中計の新ステップに移行し、新たな制度の下に譲渡制限付株式報酬として、同様に自社株の一部を役員に交付した。これまでは一部を除き現経営陣の直接の株式保有数は少なかったが、株式の交付を通じて役員を経営や業績に対するインセンティブを高め、株主との利益の方向性を合わせる意味で、制度の導入は望ましいと考える。

残る自社株を今後どのように活用するのかは未決定であるが、同様に役員へのインセンティブとしての株式の交付や、消却あるいは提携・買収の際の株式交換などに活用される可能性もある。

4. ESG

◆ 環境対応（Environment）

- ◆ 環境パフォーマンス（省エネ、省資源）の継続的な改善に取り組む。

同社のビジネスは、環境に負荷を与える業態ではないが、「環境パフォーマンス（省エネ、省資源）の継続的な改善を通じ、環境にやさしい経営を実践する。」との方針を唱え、環境に配慮した取り組みを行っている（2005年に「ISO14001」の認証を取得）。具体的には、電気や紙使用量、並びに廃棄物の削減、クールビズ・ウォームビズの実施、グリーン購入の推進、ベトナムでの植樹活動などである。

◆ 社会的責任（Society）

- ◆ 次世代人材の育成支援を積極的に推進。

同社グループは、経済・社会を支えるインフラを担う基幹産業として、顧客の競争力強化、情報社会の更なる発展に貢献していくことを使命と考えている。情報システムの力で、より豊かで便利な社会を目指している。

次世代育成支援として、問題解決力やグローバル化、地域への貢献を担える人材育成を期待し「地域・情報・エネルギー寄附講座」（東洋大学）や、従業員の家族が「会社」と「仕事」について理解を深める機会として「ファミリーデー」などを開催している。また、清掃美化活動や、地元地域の子供たちが職場を訪問し、働く意味や将来の職業観を養う活動を支援している。

◆ 企業統治（Governance）

- ◆ 取締役+監査役の合計10名中、5名が社外。

同社は、監査役設置会社であり、指名・報酬諮問委員会、統合リスク会議（傘下にコンプライアンス委員会、内部統制委員会、セキュリティ推進委員会、働き方改革推進委員会）を設置している。また、執行役員制度を採用し、コーポレートガバナンス機能の強化に努めている。会社経営全般の重要事項を審議するために、代表取締役、執行役員、子会社を代表する役員が参加する経営会議を月2回開催し、審議内容を経営企画室経由で各部門に伝達する体制を敷いている。

経営陣は取締役7名（うち社外取締役2名）と、監査役3名（全員が社外監査役で三菱商事出身者、かつ各海外子会社の監査役を兼務する）で構成されている。取締役のうち4名がプロパー、2名が野村総合研究所出身者、1名が弁護士となっている。因みに取締役、並びに執行役員は全員男性であり、女性及び外国人は皆無である。今後は、能力に応じ適材適所で登用し、女性の活躍の場も広げる方向にある。

また、同社グループは健康経営方針を掲げ、従業員の心身の健康維持向上と働きやすい職場づくりに努めている。この結果、直近期の退職率は約5%と業界平均の約1/2～1/3と低く、従業員の定着率は相対的には高い（参考：同業者のハイマックスも直近では5%前後）。

なお、買収防衛策は導入していない。

5. 成長の軌跡

◆ 沿革

- ◆ コンピューター・システムの重要性・将来性を予想し創業。システムインテグレーション・ビジネスに特化。
- ◆ 主要取引先は、日本を代表する優良企業。
- ◆ 2014 年 3 月に東京証券取引所第二部から第一部へ市場変更。

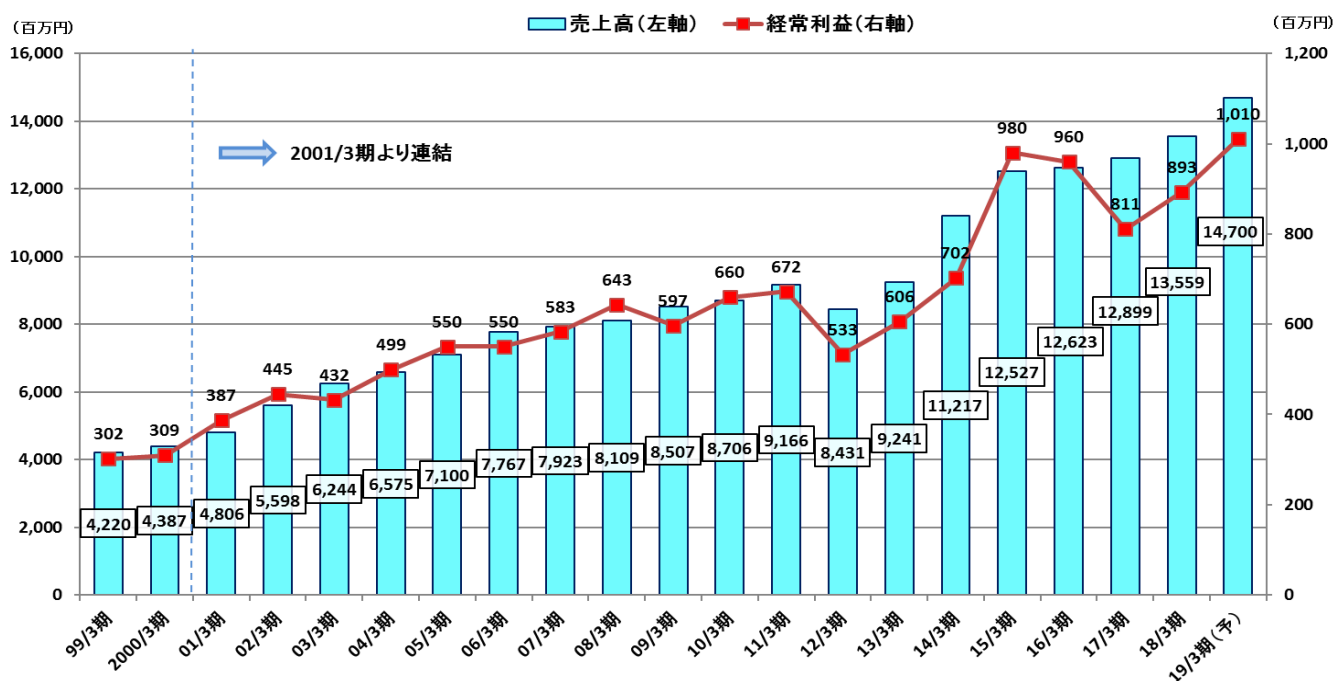
1972 年、ソフトウェアの開発とシステムの運用管理を目的に、同社の前身であるカスタムエンジニアーズ株式会社を現社長が有志とともに設立（1990 年に現社名に変更）。日本におけるコンピューター社会が到来する中、IT 投資が活発化しシステム開発市場も拡大。同社はシステムインテグレーション事業に特化し、実績と信頼を築いてきた。現在の主要顧客である、日本を代表する企業と順に契約を締結し、それらの企業の IT 化投資の増大、システム開発や運用のアウトソーシングの流れを享受しながら、同社は業務領域を広げ、業容を順調に拡大してきた。

株式に関しては、2002 年にジャスダック市場に店頭公開、2006 年には東証二部に上場、2014 年 3 月には同一部に昇格した。

◆ 過去の業績推移

同社は創業から今日に至るまで、企業及び官公庁向けのシステムを受託開発し運用する専門業者（SI）として業績を伸長させてきた。長期的な業績の推移は、図表 15 の通りである。以下、時系列的な業績の補足説明である。

【図表 15】長期業績推移



（出所）有価証券報告書、決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成、予想は会社予想

- ◆長期間にわたり安定成長、増収トレンドを継続。利益率はほぼ一定。
- ◆過去 17 年間で減収は、1 期のみ。
- ◆業績変動率は低く安定。

同社は、連結ベースでは過去 17 年間に於いて 2012/3 期のわずかな 1 期間を除いて、全期間にわたって対前年度で増収を達成しており、その安定した成長性は特筆すべきである。この間の年間売上高成長率（増収率の単純年度平均値）は+6.5%、同様に経常利益成長率は+5.9%と、長期間にわたって堅実に業績を伸ばしている。同期間内では経常減益が 5 期間あるが、最大の（年度）減益率はマイナス約 20%に留まり、当期利益でも常に黒字を維持している。統計的な分析においても、業績変化率の標準偏差や、変動係数（=標準偏差/平均：相対的なばらつきを表し相対標準偏差とも呼ばれる）が低く、同社のファンダメンタルのボラティリティの低さが確認できる（同規模の同業他社との直近 15 期間の比較は、図表 16 を参照）。また、同社の売上高営業利益率は、7%前後で安定しているため（図表 17）、増収が増益、増配、時価総額の増大に直接結びついている。

【図表 16】直近 15 年間の業績ボラティリティ分析（売上高、及び経常利益の対前年度変化率）

備考：東邦システムのみ非連結ベース、2005/3 期～2019/3 期（2019/3 期の直近期のみ会社予想を使用）

分析対象	売上高変化率(YOY%)			経常利益変化率(YOY%)		
2005/3-2019/3期	キューブ	ハイマックス	東邦システム	キューブ	ハイマックス	東邦システム
市場:東証一部	2335	4299	4333	2335	4299	4333
n=15期	CS	HM	TS P	CS	HM	TS P
標準偏差	6.25	8.00	17.88	13.84	32.66	333.54
平均	5.69	3.03	9.11	5.72	6.13	100.02
変動係数	1.10	2.64	1.96	2.42	5.33	3.33

（出所）有価証券報告書、決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆主要 4 グループとの取引拡大が飛躍の要因。

これまでの同社の成長の背景には、日本の企業及び官公庁が IT 投資を活発化させてきた外部環境要因も少なくはない。しかし、自助努力により技術力と信頼性を高め、顧客基盤を強固なものとして実績を積み上げてきたことが大きいと考えられる。独立系であるが、NRI・富士通・イオン・みずほの主要 4 グループとの関係を強化し、継続的な受注の拡大に成功したことが成長のドライバーとなった。

- ◆リーマンショック直後も 3 期連続増収を達成。

最近、約 10 年間の業績の状況は以下の通りである。

- ・リーマンショックが発生した 2009/3 期は、景気が低迷し顧客の情報化投資が慎重になったものの、金融業や流通業向けシステムを中心に既存顧客からの継続案件、及び事業会社の銀行業参入による業務拡大案件が寄与し増収を維持した。

- ・翌 2010/3 期、2011/3 期も景気低迷は継続し、システム開発計画の延期・中止・縮小、情報化投資の抑制が続き、価格競争や企業間競争は激化した。しかし、既存顧客からの案件や生命保険会社・銀行・製造業向け案件の拡大に伴い増収を維持した。リーマンショック後の 3 期間は、増収効果もあり営業利益の変動は小幅に留まった。

- ◆2012/3 期は、東日本大震災の影響で、上場後初の減収。2 割の営業減益。

- ・一方、2012/3 期は東日本大震災のマイナスインパクトが大きく、厳

◆アベノミックスで環境は好転、再び増収軌道に回帰。

◆2015/3 期には営業利益、経常利益とも揃って過去最高益を更新。

◆売上高は過去最高を 6 期連続で更新するが、コスト増で利益は足踏みし、ボックス圏内で推移。

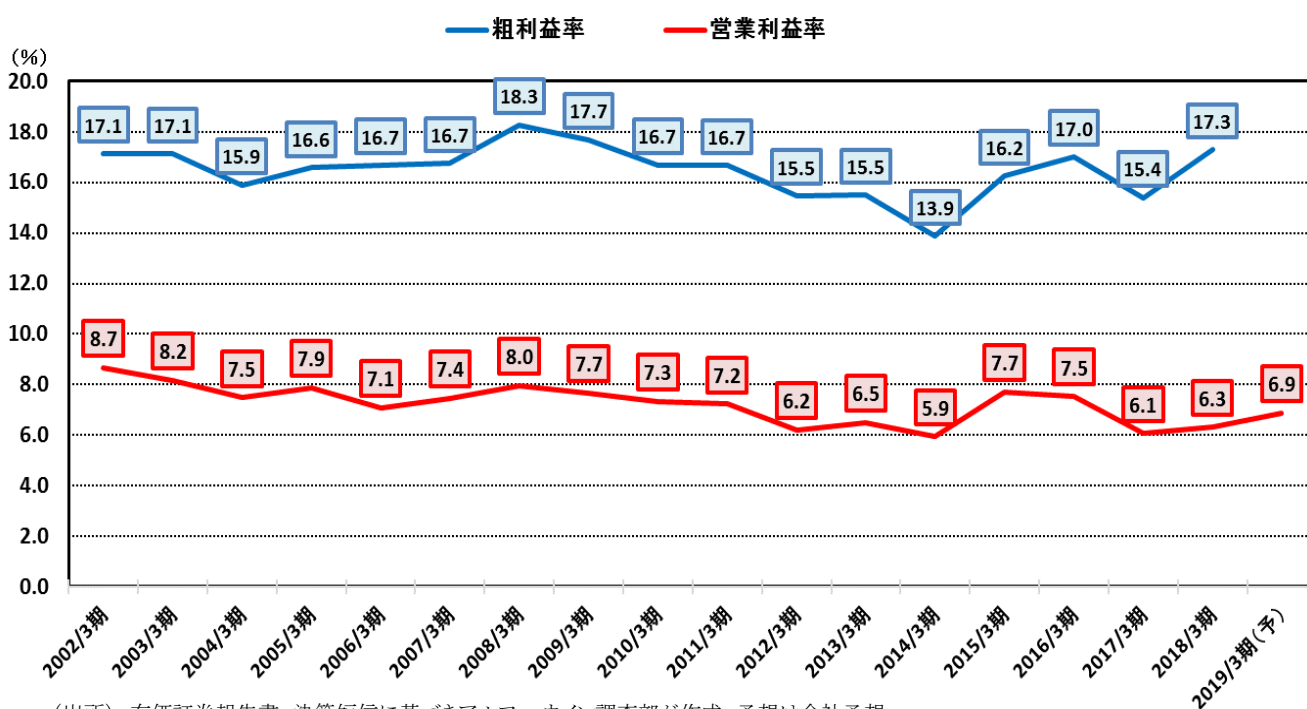
しい環境下、約 8%の減収となった。金融業向けはフラットであったが流通・通信向けの落ち込みが大きく、2002/3 期以降、今期に至るまで唯一の減収であった。営業利益での減益率は、この期間内ではマイナス 20.9%と最大となったが、当期利益でも黒字を維持した。

・その後、2012 年 12 月以降のアベノミックスによる景気回復効果や、企業業績・雇用の回復、M&A による IT 基盤の再構築、スマートフォン関連の通信インフラ、電力自由化関連、社会保障関連分野の投資拡大等により、抑制や先送り傾向が続いていた企業や官公庁の情報化投資が回復し、同社の増収トレンドへの回帰が鮮明となった。

・収益面では、既存顧客の深耕と新規顧客の開拓などの事業拡大による増収効果や、プロジェクト管理の強化などの生産性の向上により、2015/3 期に営業利益、経常利益では各 964 百万円、980 百万円と過去最高益を計上した（当期純利益は、翌 2016/3 期にも最高益を更新、629 百万円を計上）。その後は、毎年度、最高売上を連続更新している。しかし一方で、原価（外注費・労務費）や先行投資、人件費を中心とした販売管理費が増加し（売上高販売管理費率：2014/3 期 7.9%→15/3 期 8.5%→16/3 期 9.5%→17/3 期 9.3%→18/3 期 11.0%）、前 2018/3 期まで最高益の更新には至っていない。

・同社の売上高粗利率、営業利益率は、コスト増、競争の激化による価格競争などを反映し、長期的に通減傾向にある（図表 17）。景気回復局面においても、利益率がボックスレンジを超えて改善することが難しい状況が続いている。

【図表 17】同社の売上高粗利率と同営業利益率の長期推移



（出所）有価証券報告書、決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成、予想は会社予想

6. 業界環境

◆ 日本のシステム開発は、カスタムメイドが主流。

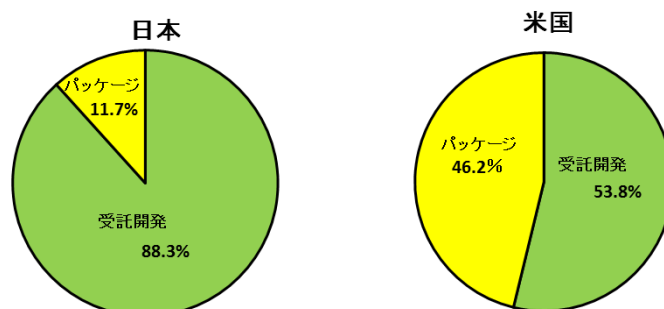
◆ システム開発のアウトソーシングが一般化、SIは、そのシステム開発を受託し成長。

◆ システムインテグレーション事業の歴史

システムインテグレーション事業は、1960年代に米国の軍事産業がシステムのアウトソーシング（委託）を行ったことが始まりとされる。米国では企業（ユーザー）は、パッケージソフトを活用する、あるいは独自のシステムを開発する場合には、社内でシステム開発から運用までを内製化する傾向が強かった（図表18）。一方、日本では1967年に日本電信電話公社データ通信本部が（現在のNTTデータの前身）発足し、全国地方銀行協会システム、官公庁向け大型プロジェクトシステムなどの構築を行ったことが、システムインテグレーション・ビジネスの草分けである。

同業務は、従来、各企業内の情報システム部門が担当してきた。しかし、システムの高度化が進み効率性と合理性の追求や、社内のみでの運用管理が難しくなってきたことから、システムの企画・開発・管理・運用の一部または全てをアウトソーシングする企業が増加した。その結果、同業務のアウトソーシングが一般化し、これを受託する形でシステムインテグレーター（SI）は業容を拡大していった。

【図表18】 日米のソフトウェア比率



（出所）総務省「我が国のICTの現状に関する調査研究」

◆ 業界は弱い寡占状態。参入障壁は、実際上は比較的高い。

◆ システムインテグレーション業界の構造

日本のシステムインテグレーション業界には独占的な企業は存在せず、弱い寡占状態（売上高上位5社で推定4割のシェア）にあると言われている。これは同事業がシステムの受託開発という形態であるため、モノ（汎用の量産品）の製造・販売とは異なり特許による技術の保護・差別化や、量産化によるシェアアップなどの独占条件を満たすことが難しいためであると推測される。加えて、言語バリアや独特のビジネス特性のため、日本市場への外国企業の参入は限定的であり、逆にオフショア開発を除き日本企業の本格的な海外進出も難しい。競争環境は厳しいもののシステムの信頼性と継続性が重視され、参入障壁は比較的高くシェアの変動が小さいと考えられる。

◆システムインテグレーション業界は、垂直的な重層構造。

同業界は、垂直的な重層構造となっており、業者間で分業・協業、元請け・下請け的な役割を担うことが多い。ユーザーである企業・官公庁などの業種、規模、グループ系列または、システムの業務機能別に、業界内である程度の住み分けが進んでいる。また、業界の構造上、最終顧客との直接契約（プライム契約）や上流工程に行くほど収益率が高くなる傾向がある。

日本企業（ユーザー企業等）は、情報システムを自社専用にカスタムメイド化することを好み、外部企業にその開発を発注する傾向がある。一般的に、日本の SI 企業の役割は、ユーザー企業等の要望に従い要件に基づいてシステムを構築することにある。そのため受託開発したシステムに関する知的財産の所有権はユーザー企業にあり、システムを外販または再利用して生産性を大きく引き上げることは容易ではない。加えて先述したように重層構造下で労働集約的ビジネスであるため、総じて収益力や国際競争力が高い産業にはなっていない。

また、SI 間の M&A、資本・業務提携、クライアントのシステム部門のカープアウト後の吸収・統合により、人材の確保と規模の拡大を図ることも成長戦略上の経営の選択肢の一つであり、合従連衡が進みつつある。

◆SI は、同社を含む独立系、メーカー系、ユーザー系の3つに分類。

- システムインテグレーター（SI）は、主に以下の3つに分類できる。
- ① 独立系：システムインテグレーション事業を目的に設立され、資本的に独立している企業。中規模以下であると最終顧客から受注するほか、他の SI などから外注先として開発などを請け負うことが多い。同社は、この分類に該当する。成長力がある優良顧客と安定的な関係が構築できているか否か重要である（代表企業例、以下同様：TIS、富士ソフト、大塚商会、NSD など）。
 - ② メーカー系：コンピューターなどのハードウェアを製造販売するメーカーまたは、そのシステム部門やソフトウェア開発部門が分離独立した企業。あるいはメーカーの傘下に入った企業（富士通、NEC、日立、日本 IBM や、その情報子会社群など）。
 - ③ ユーザー系：金融や通信、商社などの大手企業がシステムインテグレーション事業を目的に設立または、その情報システム部門が独立して設立された情報システム子会社。資本系列にあるグループ内企業向けの売上が中心（野村総研、NTT データ、新日鉄住金ソリューションズ、SCSK など）。

<参考>その他：上記以外の分類。

- ・商社系：機器販売等からスタートしグループ企業向け売上が中心（伊藤忠テクノソリューションズなど）。
- ・通信事業系：（NTT コミュニケーションなど）。
- ・会計監査法人系あるいはコンサル系：（アクセンチュアなど）。

◆システムインテグレーション市場規模は、低成長ながら拡大トレンド。一方、企業淘汰と大規模化が進みつつある。

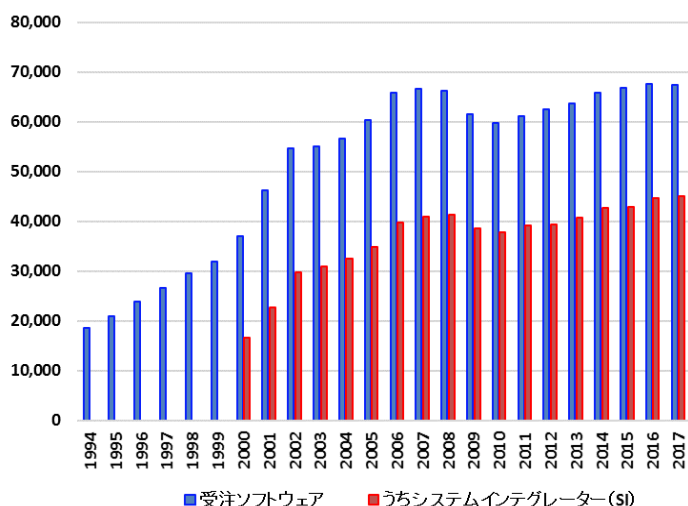
（注 16）特定サービス産業動態統計調査：全国規模の企業を対象としたもので、各種サービス産業のうち行政・経済両面において統計ニーズの高い産業の活動、事業経営の現状調査を行うもの。情報サービス業も含まれる。同事業はソフトウェア開発（内数にシステムインテグレーションがある）、システム管理運営受託などに細分化されている。

◆ 日本のシステムインテグレーション市場の動向

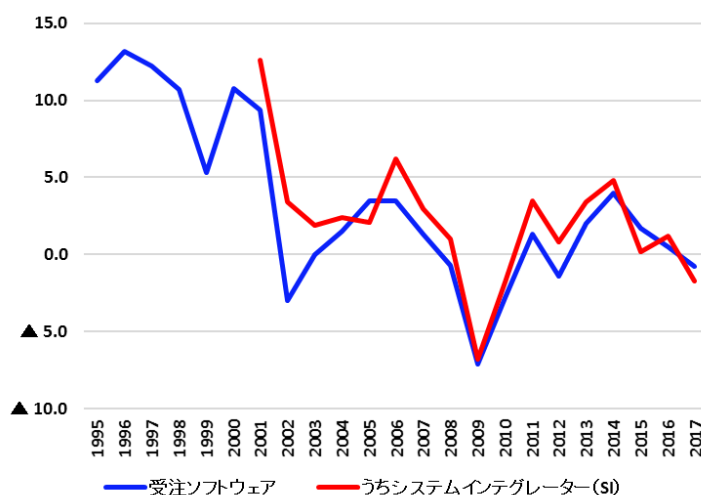
経済産業省の「特定サービス産業動態統計調査」^{注 16}の集計結果である「情報サービス業の業務種類別売上高、事業所数及び常用従業者数」を見ると、受注ソフトウェア、またその過半を占めるシステムインテグレーションの売上高は、リーマンショック後の数年を除き、増加傾向にある（図表 19、20）。

同データによると 2010～2017 年度では、システムインテグレーションの売上高伸び率は、単純平均で年率約 2.1%のプラスと増加傾向にあり、直近の同市場規模は約 4.5 兆円である。情報サービス業務を営む事業所数（ほぼ事業者数）は、2003 年度以降、毎年、継続的に微減（単純平均年率：1.2%前後のマイナス）となっている。対して常用従業者は 2010-2012 年度を除き増加傾向にあり（1998 年度 144 千人→2017 年度 333 千人）、企業の淘汰と規模の拡大傾向（1 事業所あたりの従業者数：1998 年度 107.2 人→2017 年度 135.5 人）が見られる。

【図表 19】システムインテグレーション市場の推移（年度売上高:億円）



【図表 20】同市場の変化率推移（売上同変化率：%）



（出所）経済産業省 平成 29 年特定サービス産業実態調査のデータを当調査部が加工して作成

今後、システム開発において大規模案件（メガバンクの統合案件など）がピークアウトし、コスト意識が高まり競争環境は厳しくなりつつある。しかし、構造的な人手不足・業務の効率化ニーズ、企業業績の好調を背景に、企業・政府などの IT 化投資は堅調に推移するものと思われる。多岐にわたる業界・分野で、競争優位性を高めるために戦略的に新分野や技術の開発を行い、システムの高度化と開発のニーズも加わり、市場規模は年率 2～3%程度の拡大をするものとアルファ・ウイン調査部では予想している。

◆ キューブシステムのポジションと同業他社比較

◆ 業界内の売上高ランキングは、80-90 位と中位。システムインテグレーション市場全体での売上高シェアは 0.3% 前後と推計。

◆ ベンチマーク企業は、ハイマックスと東邦システム。いずれも野村総合研究所の e-e パートナーで、非常に類似したポジションにいる。

◆ 各種利益率に、3 社間で大差はない。同社の営業利益率は横ばいだが、ROE は大きく改善。

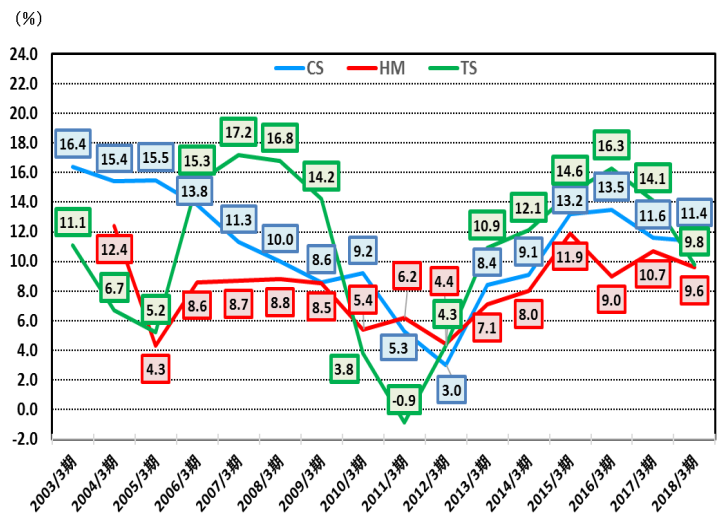
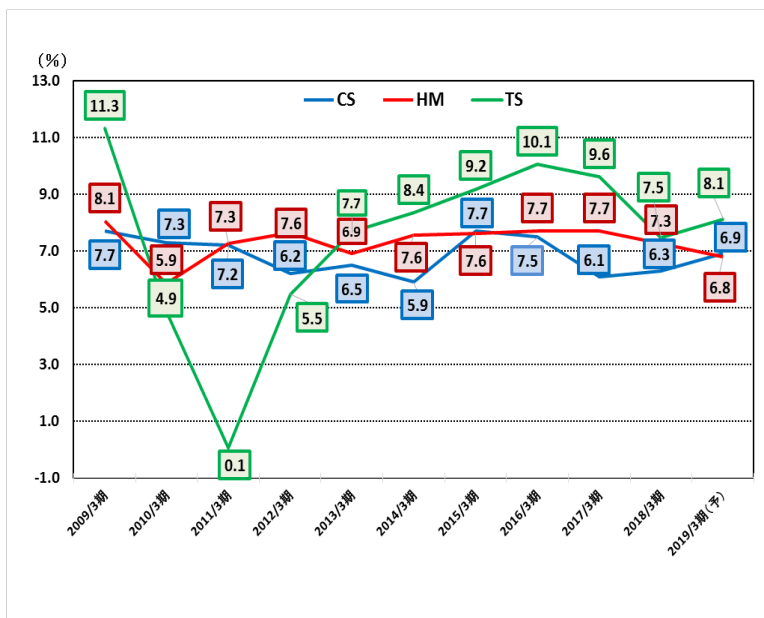
システムインテグレーション業界において、有価証券報告書などで公表され売上高が確認できる広義のシステムインテグレーター (SI) は 220 社前後あり、同社は上位から 80-90 位の売上規模にランクするものと考えられる。また、日本市場内での同社シェアは、0.3% 前後と推計される。

同社の競合相手は、同社がベンチマークとしている同規模のハイマックス (東証一部 4299)、東邦システム (同 4333) などであると考えられる。いずれも野村総研の e-e パートナーで、同社と非常に類似したポジション・規模にある。なお、SI の中でも野村総研や富士通などの最大手クラスの一部は、同社の直接の競業先というよりも、むしろ協業先・パートナーでもある。

同社 (以下、各図表では CS と表記) を含む上場大手 3 社 (同様にハイマックス:HM、東邦システム:TS と表記) の営業利益率の長期的な推移を比較したものが、図表 21 である。他 2 社と比較すると同社の営業利益率は安定しており、大きな遜色はない。同様に ROE (図表 22) を比較すると同社は 3 社内では中位であり、一時期よりも大きく改善し 10% を超える水準まで回復している。

【図表 21】上場中堅 3 社 (同社、HM、TS) の営業利益率比較

【図表 22】同 3 社の ROE の推移



(出所) 各社の有価証券報告書、決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成、予想は各会社予想

【図表 23】上場中堅3社(同社、HM、TS)の企業概要、及び経営指標の比較

社名	キューブシステム (CS)	ハイマックス (HM)	東邦システムサイエンス (TS)
コード	2335	4299	4333
特徴	独立系で、金融・流通・通信業向けシステム開発が中心。	独立系で、金融が売上高の7割を占める。特に保険向けが4割超。	東邦生命の出資関連会社としてスタートしたが、現在は独立系。金融系(保険・証券)と通信向けソフトウェア開発が中心。
設立	1972年7月	1976年5月	1971年6月
上場(ジャスダック→東証二部→同一部)	2002/10→2006/11→2014/3	2001/3→2004/3→2015/3	2001/6→2007/3→2014/3
売上区分・構成(2018/3期)	・システムインテグレーション 70.5% ・システムアウトソーシング 15.3% ・プロフェッショナル 14.2%	・システム・ソリューション 60.1% ・システムメンテナンス 39.9%	・ソフトウェア開発 97.4% ・情報システムサービス等 2.6%
役員構成	・取締役(7名、うち2名が社外) ・監査役(3名全員が社外) ・執行役員制度(13名、うち女性ゼロ名:0%)	・取締役(7名うち、3名が社外) ・監査役(3名うち、2名が社外) ・執行役員制度(8名、うち女性1名:12.5%)	・取締役(7名、うち2名が社外) ・監査役(4名、うち2名が社外) ・執行役員制度(15名、うち女性1名:6.7%)
上位顧客 販売先(百万円、売上占率)	① NRI 4,242 (31.3%) ② 富士通 2,549 (18.8%)	① NRI 5,382 (39.9%) -	① NRI 2,740 (22.9%) ② SCSK 1,347 (11.2%)
拠点(連結対象子会社等を含む)	・東京都品川区本社 ・西日本システム本部大阪 ・子会社3社	・神奈川県横浜市本社 ・同市みなとみらい営業所 ・子会社1社	・東京都文京区本社
経営目標(指標)	・ROE10%以上 ・連結営業利益率10.0%以上 ・国内従業員一人当たり連結売上高25百万円以上 ・同営業利益2.5百万円以上 ＜中期目標＞2021/3期売上高185億円、営業利益率9.6%、ROE13%	＜中長期経営計画:最終年度＞ 2023/3期、 ・売上高220億円 ・営業利益率10%以上 ・ROE10%以上。	・売上高総利益率20%、 ・同経常利益率10%、 ・ROE15%
経営方針・戦略(概要)	・「顧客からベストパートナーと評価される企業」「社員と会社が共に成長し、喜び・豊かさを分かち合える企業風土の醸成」の実現。 ・国内、海外を往とした事業展開 ・新規事業と技術投資 ・成長を推進する経営基盤の強化	・重点顧客、重点6業種の深耕拡大 ・エンドユーザーとの取引拡大 ・新事業・海外事業の拡大 ・資本提携やM&Aの遂行	・真に顧客から信頼され選ばれる「自立したStar」 ・経営規模の拡大、企業価値の向上 ・エンドユーザー直接受注案件の拡大 ・顧客基盤の強化拡大。 ・社員の活性化による質の向上 ・モノ作り力の向上 ・新事業分野。ビジネスモデルの確立
売上(百万円) 2019/3期会社予想	14,700	14,700	12,300
粗利率(%) 2018/3期実績	17.3	16.7	17.6
営業利益(百万円) 予想	1,010	1,000	1,000
営業利益率(%) 予想	6.9	6.8	8.1
EPS(会社予想)2019/3期、前期比(%)	12.8	2.3	12.2
純資産配当率(%) 実績	4.5	3.2	3.9
過去10年売上成長率 (2018年3期実績/2008年3期実績:%)	84.3	48.1	54.7
同営業利益成長率(同上)	38.0	34.4	-0.7
自己資本比率(%) 実績	68.1	75.1	65.2
国内外全従業員数(人) 実績	694	790	538
同従業員一人当たりの売上高(百万円/人)	21.2	18.6	22.9
同従業員一人当たりの営業利益(百万円/人)	1.5	1.3	1.9
ROE(%)2018/3期実績 A=B*C*D	11.4	9.6	9.8
売上高当期利益率(当期純利益/売上高:%)B	4.2	4.9	5.1
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) C	1.8	1.5	1.3
財務レバレッジ (総資産平均/自己資本平均:倍) D	1.5	1.3	1.5
ROA(経常利益/総資産:%) E=F*G	12.0	10.8	9.5
売上高経常利益率(%) 同実績 F	6.6	7.3	7.5
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) G	1.8	1.5	1.3

斜線は、2019/3期会社予想数値、他は2018/3期実績値

(出所) 各社の有価証券報告書、決算説明会、同資料、HP、取材などによりアルファ・ウイン調査部が作成

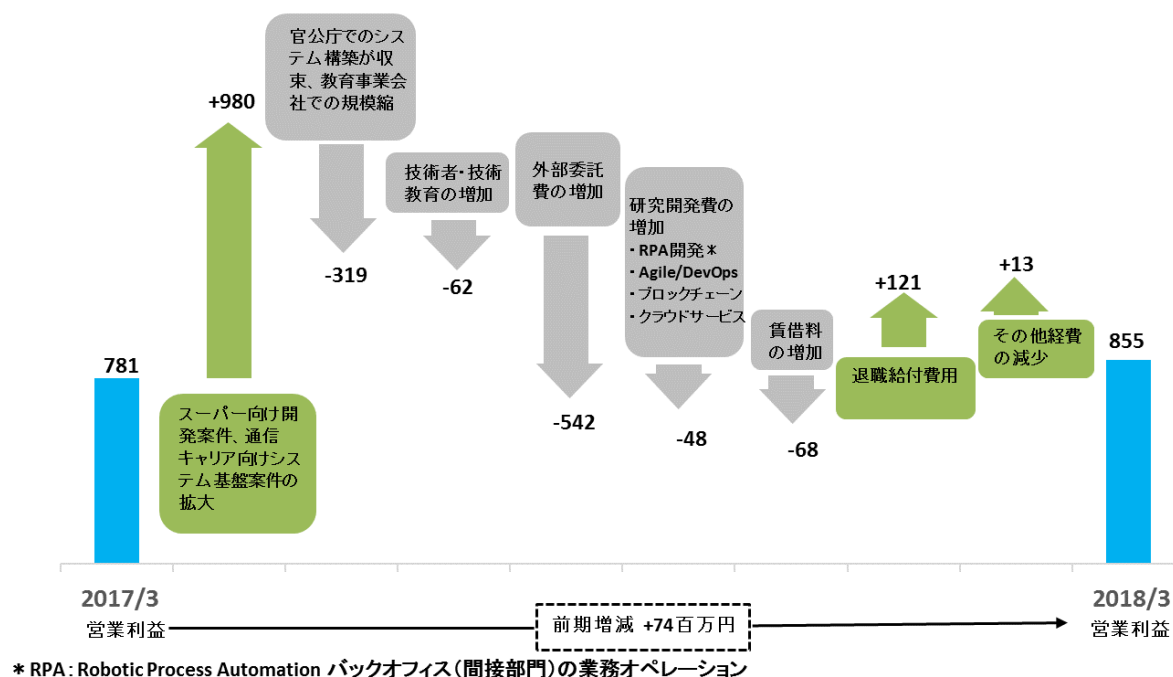
7. 前期の業績と今期業績の会社予想

- ◆ 前期決算は、期初計画未達ながら 6 期連続の増収、売上高は過去最高値を連続更新。増益に転じる。

◆ 2018 年 3 月期(前期)通期決算

2018/3 期連結（以下、前期）業績は、売上高 13,559 百万円（前期比 5.1%増）、営業利益 855 百万円（同 9.5%増）、経常利益 892 百万円（同 10.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 567 百万円（同 2.9%増、以下、当期純利益）と順調であった。売上高は、期初計画を 5.2%、上記の各利益は 10%以上、下回ったものの増収増益となった。特に売上高は、2013/3 期以降 6 期連続で過去最高を更新した。また増収効果に加え、全業種にわたる粗利率の改善により営業利益以下の各利益は増益に転じた。2015/3 期、2016/3 期には及ばなかったものの史上 3 番目の利益水準となった。スーパーや通信キャリア向け売上が好調で、外部委託費（前年比 542 百万円増加）や販売管理費（同 284 百万円：23.6%の増加、売上高販売管理費率は 2017/3 期 9.4%→2018/3 期 11.0%に上昇）などのコスト増をカバーした（営業利益の増減益分析は、図表 24 を参照）。

【図表 24】2018/3 期（前期）の増益要因（単位：百万円）



(出所) 2018/3 期決算補足説明資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 中期経営計画に対しては、売上高・利益とも未達。

また、2018/3 期は中期経営計画「V2020 2nd STEP」（2015-2017 年度）の最終年度であったが、目標売上高 150 億円に対し 135 億円（15 億円減）、営業利益率は、同様に 9.0%に対し 6.3%（-2.7pt）、ROE は 13.0%に対し 11.4%（-1.6pt）といずれも未達に終わった。その要因は、売上高では、新規顧客開拓並びに新規事業が計画に達せず、営業利益

◆スーパー、銀行及び通信キャリア向けシステムが好調。

では既存プロジェクトの収益改善が図れなかったこと、新領域のプロジェクトの推進のための研究開発活動や技術者育成などの先行投資等が増加したことによるものであった。

・前々期（2017/3 期）比 660 百万円の増収要因を、全 3 区分のサービス品目別で見ると、SOS（システムアウトソーシング・サービス）が流通業におけるコンビニエンスストア向け案件が縮小し 7 百万円の微減（前期比 0.3%減）となったが、他の 2 品目（SIS と ProS）がカバーして売上高を押し上げた。SIS（システムインテグレーション・サービス）は、457 百万円の増収（同 5.0%増）と寄与度が最も高い。官公庁におけるシステム構築案件の終了があったものの、流通業におけるスーパー向け基幹システム開発案件や金融業における銀行向けシステム構築案件が拡大した。また、ProS（プロフェッショナル・サービス）は、通信業における通信キャリア向け基盤構築案件の拡大により 209 百万円（同 12.3%増）の増収となった（図表 25）。

・一方、売上高総利益は全体で 358 百万円の増益（前期比 18.0%増）となったが、SIS、SOS、Pros の全 3 品目とも寄与している。同利益の寄与度は SIS が 208 百万円（前期比 14.7%、寄与率 58.1%、以下同順）、ProS が 114 百万円（40.1%、31.8%）、SOS が 35 百万円（12.7%、9.8%）となっている。売上高が微減ながら SOS が 2 桁増益となったのは、採算性の高い金融業における証券取引所向け案件が拡大した為である。

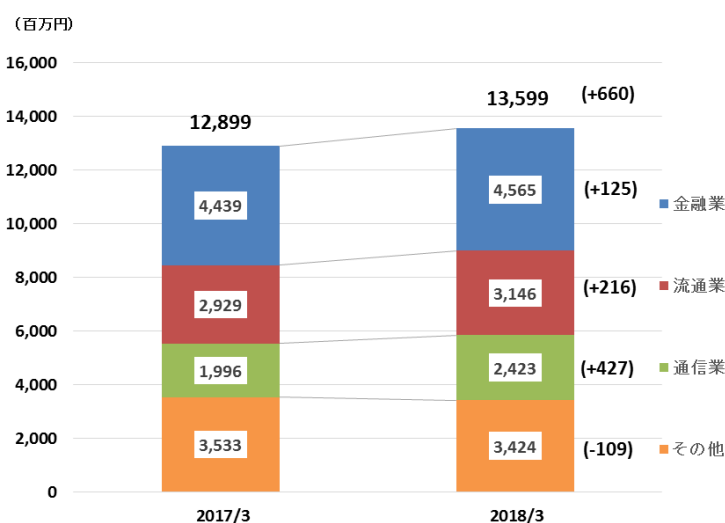
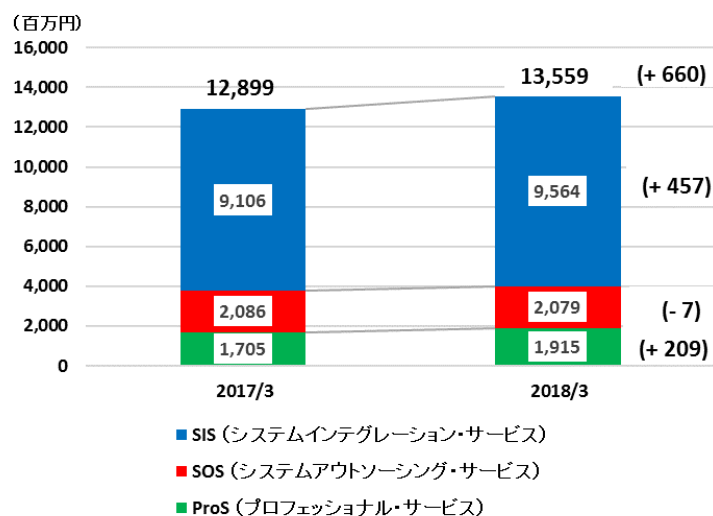
業種別の売上高・売上総利益の実績は前出の図表 8、9 の通りである。前期の売上高を業種別に見てみると、「その他」を除き、主要 3 業種の金融業、流通業、通信業いずれも増収となっている（図表 26）。なお、（最終ユーザー別で区分した）業種別では、金融の占める割合が売上高、総利益とも最大である（各 33.7%、34.4%）が、流通・通信・「その他」が伸長し均衡化しつつあり、業種分散が図られている。

◆みずほ G 向けを中心に金融業向けは減収だが、最大の販売先の NRI と二位の富士通グループ、「その他」向けが増収でカバー。

・なお、顧客のグループ別に売上高が開示されているが（前出図表 10）、最大の売上高ウエイトを占める NRI、第二位の富士通グループ向けの前期の増収は（各 344 百万円、251 百万円増）、それぞれ流通システム案件、通信キャリア向け案件の好調を反映している。一方、イオングループ向けは開発・エンハンストが底支えしほぼ横ばい、みずほグループ向けの減収（307 百万円減）は基盤系システムの減少を反映している。

【図表 25】2018/3 期（前期）の品目別増収要因

【図表 26】2018/3 期（前期）の業種別増収要因



(出所) 2019/3 期決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

◆ 今期は連続の増収増益、売上高・利益とも過去最高を更新する計画。営業・経常利益は、共に 10 億円達成に再チャレンジ。

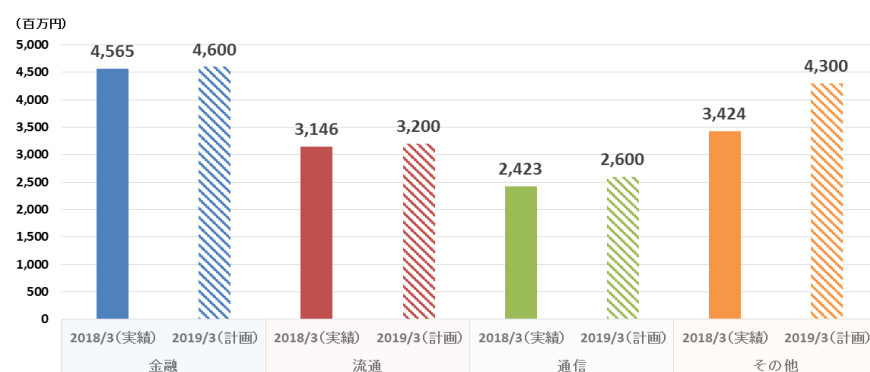
◆ キューブシステムによる 2019 年 3 月期(今期)業績予想

今期の業績について、売上高 14,700 百万円（前期比 8.4%増）、営業利益 1,010 百万円（同 18.1%増）、経常利益 1,010 百万円（同 13.1%増）、当期純利益 640 百万円（同 12.9%増）と同社は予想している。期初計画に変更はない。

全業種において増収を計画し、総売上高でも 7 期連続増収で過去最高値の更新を予想している（1,141 百万円の増収を計画）。増収率は、16/3 期 0.8%→17/3 期 2.2%→18/3 期 5.1%→19/3 期（予想）8.4%と加速化する見込みである。主要顧客 4 グループに対するアカウント戦略（担当者を決め集中的に営業する戦略）が奏功し既存ビジネスが拡大していること、これまでの地道な営業努力が実を結び、新規顧客の開拓や大型案件の受注に成功していることが、その背景にある。業種別売上予想では、期初に対し金融業向けは銀行の統合案件などが終息し厳しく 4,850 円→4,600 百万円（前年比 0.8%増）へと 250 百万円を下方修正、一方、製造業向け受注が好調であり、「その他」向けを 4,050 百万円→4,300 百万円（前年比 25.6%増）へと、同額を増額修正したため全体での売上高予想は変えていない（図表 27）。

営業・経常・当期各利益は連続増益、過去最高益の更新を見込む。営業・経常利益ではそれぞれ初の 10 億円超えを目指している。増収効果に加え生産性の向上や、人月単位の受注からサービス提供型ビジネスモデル（サービス金額単位での受注への切り替え、コンサルティングビジネスの拡大等）に徐々に転換しつつあることから、利益率が改善し増益となる計画である。

【図表 27】2019/3 期（今期）の増収要因予想（会社計画）（単位：百万円）



（出所） 同社 2018/3 期第 2 四半期決算説明会資料より抜粋し、アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 今上期は、期初計画に対しで売上高はほぼ計画線ながら、利益はやや上振れ。

2019/3 期上期の業績は、売上高 6,852 百万円（前期比 5.6%増）、営業利益 358 百万円（同 17.3%増）、経常利益 376 百万円（同 23.0%増）、当期純利益 225 百万円（同 24.8%増）となった。これは、期初計画に対し売上高は、20 百万円減（計画比 0.3%減）とわずかに下回ったが、各利益はそれぞれ、52 百万円増（計画比 17.1%増）、71 百万円増（同 23.2%増）、30 百万円増（同 15.6%増）と上振れし、上期決算は、概ね業績の好調さが確認できる内容であった（図表 28）。業種別では、金融向け売上高は銀行・生保向け案件の縮小で前年比 11.4%減、流通もスーパー向けの案件の縮小により同 8.1%減となった。一方、クラウドコンサル業務や製造業（建設機械・食品製造等）向けが牽引し、「その他」の売上高が同 42.7%増と大きく伸びこれをカバーした。粗利面でも全体では対前年同期比 68 百万円増となったが、金融の 93 百万円の減益を「その他」の 142 百万円の増益がカバーした。粗利率は、生産性の向上により前上期 16.4%→今上期 16.5%とほぼ横ばい、販管比率は同 11.7%→11.3%と微減となり、営業利益率は 4.7%→5.2%へと 0.5 ポイント改善した。

- ◆ 通期目標達成には前年同期比で、下期 11.0%の増収、営業利益 18.6%の増益が必要。

通期業績達成のためには、下期は売上高 7,847 百万円（前期同期比 11.0%増）、営業利益 652 百万円（同 18.6%増）、経常利益 633 百万円（同 7.9%増）、当期純利益 415 百万円（同 7.2%増）を達成する必要がある。

同社のこれまで連結ベースでの 17 年度間における上下期の構成比率の平均は、売上高は 48.2:51.8、営業利益は 44.7:55.3 となっている。同様に同期間の売上高営業利益率の平均は、上期は 6.7%、下期は 7.7%と下期の方が 1 ポイントほど高くなっている（最近の半期別営業利益率の推移は図表 29 を参照）。これは 3 月納期の案件が多く、上期に比べ下期は平均 7.7%の増収となっており、採算性が良いと推

測される。売上高の季節性に加えて上期は、人員採用コストが発生すること、また研究開発などの先行投資を実施することなどから、コスト負担が前倒しで発生し、通期に対する下期の利益貢献の比重が高い背景にある。今期は特に下期に依存しており、上・下期の構成バランスは、売上高で 46.6 : 53.4、営業利益は 35.5 : 64.5 となっている。今下期は上期比 14.5%増収、また営業利益率では上期 5.2%、下期 8.3%と大きく改善する計画である（前上期 4.7%、同下期 7.8%）。エンハンスの強化、サービス化の効果、大型案件の寄与や生産性の向上を見込んでいる。

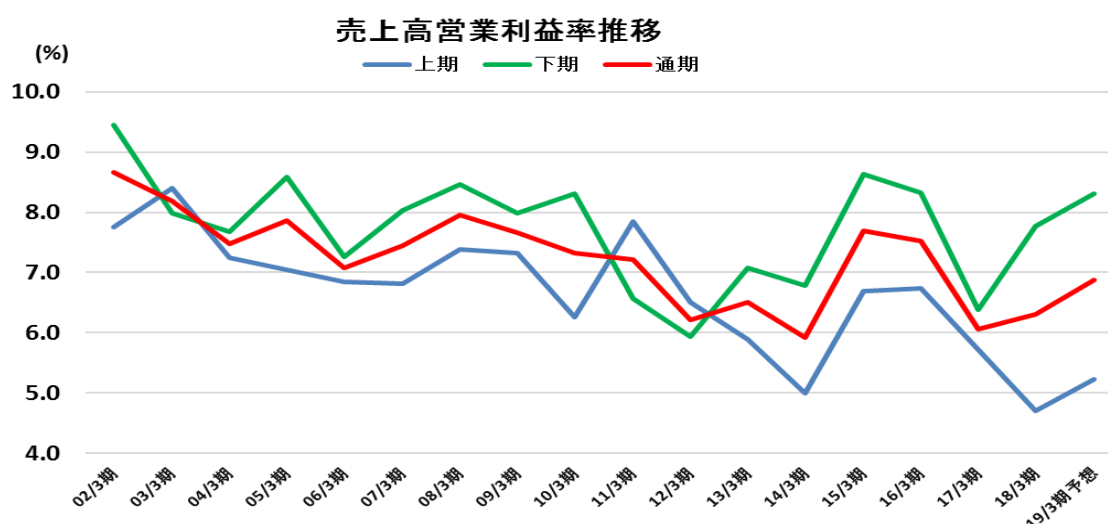
なお、2018 年 9 月末の受注残高は 3,833 百万円と前年と比較して 162 百万円 (4.5%) 増加しているが、期中受注かつ納品の案件の増加を見込んでいるものと考えられる。

【図表 28】上期・下期別業績比較（今下期は会社計画値）

前通期 (2018/3期)	前期上期	前期下期	単位: 百万円	今上期 期初計画	今上期 実績	乖離幅	乖離率	対前年同期比%	年度計画 進捗率%	下期計画	対前年同期比%	通期予想 (2019/3期)
13,559	6,487	7,072	売上高	6,873	6,853	-20	-0.3%	5.6	46.6%	7,847	11.0	14,700
2,344	1,063	1,281	粗利		1,131							
17.3%	16.4%	18.1%	粗利率		16.5%			0.1pt				
1,489	757	732	販売管理費		773							
11.0%	11.7%	10.4%	販管比率		11.3%			-0.4pt				
855	306	549	営業利益	306	358	52	17.1%	17.3	35.5%	652	18.6	1,010
6.3%	4.7%	7.8%	営業利益率	4.5%	5.2%		0.7pt	0.5pt		8.3%	0.5pt	6.9%
893	306	587	経常利益	306	377	71	23.2%	23.0	37.3%	633	7.9	1,010
567	181	387	当期利益	195	225	30	15.6%	24.8	35.2%	415	7.2	640
売上高比: 下/上			9.0%				売上高比: 下/上			14.5%		

(出所) 図表 28、29 とも決算説明会資料、決算短信より、アルファ・ウイン調査部が作成

【図表 29】半期別営業利益率推移（今下期は会社計画値）（単位：%）



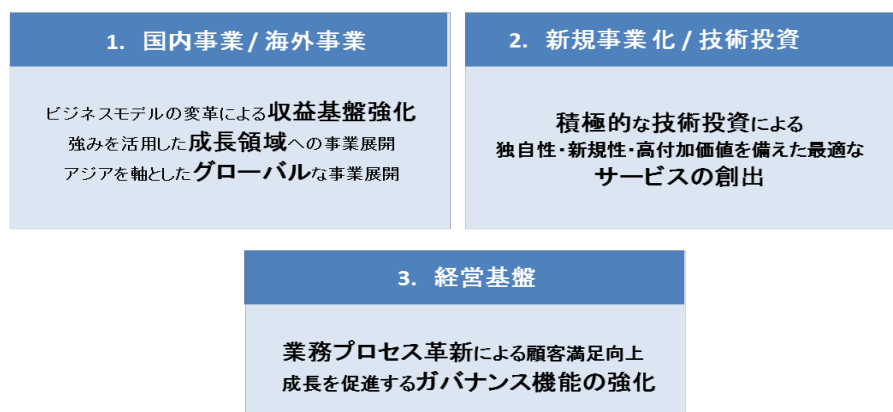
8. 成長戦略

◆ 中長期経営ビジョン《VISION 2020》

◆ 中計では、サービスメニューの創出を掲げる。

同社は、2012 年度を初年度とする 2020 年度までの中長期経営ビジョン《VISION 2020》を策定している。同期間を 3 つのステップに分けて戦略を実行し、現在は最終段階の 3rd STEP にあたる（2019 年 3 月期から 2021 年 3 月期までの 3 年間）。1st STEP では「強み」の強化、2nd STEP では SI ビジネスの立ち上げを進めてきた。3rd STEP では「SI・サービス提供型ビジネスの拡大を図るとともに、新たなサービスメニューの創出/サービスビジネスの展開を通じ顧客ビジネスの発展に貢献し、顧客価値の最大化を図る」との目標を掲げ、事業の推進に努めている（具体的な内容は図表 30 の通り）。

【図表 30】 中長期ビジョン《VISION 2020》 3rd STEP の内容



（出所）決算説明資料より抜粋し、アルファ・ウイン調査部が作成

◆ 目標とする経営指標と重点分野

◆ 目標とする 4 つの経営指標のうち ROE はクリア。

同社グループは、長期の経営指標として以下を掲げている。現状では、ROE を除いて未達となっているが、業務の効率化、教育研修の強化により、生産性と収益性の向上に取り組む方針である。

- ROE10%以上（2018/3 期実績約 11.4%）
- 連結営業利益率 10%以上（同 6.3%）
- （海外子会社の従業員を除く）国内従業員一人当たりの連結売上高 25 百万円以上（同 22 百万円、目標達成率 88.6%）
- 同連結営業利益 2.5 百万円（同 1.4 百万円、同 55.9%）

また、2021/3 期までの中期の業績予想を同社は発表した。年率 10% 前後の増収と、同約 30% の大幅な増益目標を設定している（図表 31、32）。事業を、既存事業、成長領域、新規事業に 3 区分し、各セグメント売上高の目標も公表している。既存領域は年率 9.8% の増収、成長領域は、2020/3 期 6%、2021/3 期 20% の増収、新規事業は年率 3 割程度の増収を見込んでいる。営業利益も每期 1 ポイント以上改善し、

最終年度には同社が当面の目標としている 10%近くまで改善する計画である。

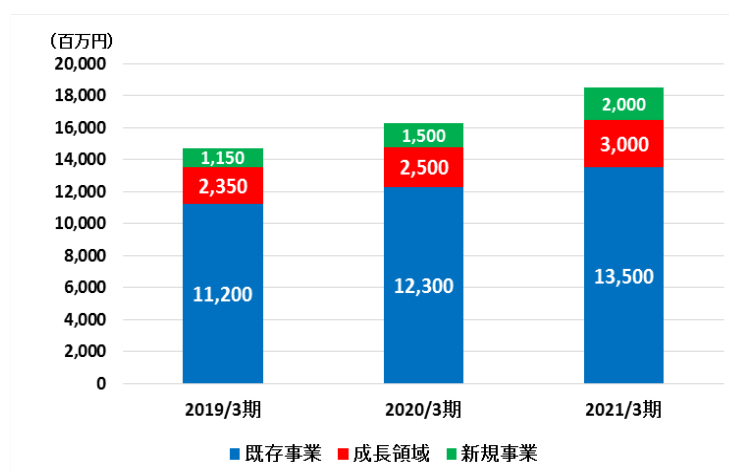
- ◆ 中期計画では連続増収増益、最高益の更新、及び最終年度である2021/3期には、売上高185億円、営業利益率9.6%、ROE13%を目標としている。

【図表 31】2019/3期（今期）以降の会社中期計画

	2018/3期	2019/3期	2020/3期	2021/3期
単位：百万円、%	実績	中計	中計	中計
売上高	13,559	14,700	16,300	18,500
成長率	5.1%	8.4%	10.9%	13.5%
営業利益	855	1,010	1,323	1,776
営業利益率	6.3%	6.9%	8.1%	9.6%
ROE	11.4%	12.0%	13.0%	13.0%

（出所）決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

【図表 32】中期（会社）計画における売上高のブレイクダウン



（出所）同社 2019/3 期第 2 四半期決算説明会資料より、当調査部が作成

◆ アルファ・ウイン調査部の 2019 年 3 月期(今期)業績予想

アルファ・ウイン調査部は、同社の業績予想モデルを作成し図表 33 に示した。当調査部では、今期の売上高を 14,600 百万円と会社予想（14,700 百万円）に対し、やや慎重に予想したが、営業利益以下は、会社予想とほぼ同様とした。

- ◆ 今期は下期依存度が高い。やや意欲的な計画だが、通期で増収増益、最高益の更新は可能な範囲内であると予想。

2019/3 期（今期）会社予想の売上高、利益は、下期計画がやや意欲的であると考えられるが、上期の利益率の改善、下期の受注・納品や生産性向上の見込みを勘案すると、通期の会社予想業績の達成は、概ね可能な範囲内であると思われる。利益面では、納期や最終的なプロジェクト管理の状況にもよるが、大きな赤字案件が突発的に発生しない限り、現状では大幅に未達となるとは考えにくい。多少のブレはあったとしても、増収増益、売上高・利益の過去最高値の更新の可能性があると判断している。

EPS 予想に修正余地が少ないこと、目標配当水準と安定配当を方針として掲げていることから、配当金は会社予想の 16 円を据え置くと思われる。

【図表 33】アルファ・ウイン調査部の今期、及び中期業績予想 (CE:会社計画、E:当調査部予想)

単位: 百万円、%	2018/3期実績	2019/3期CE	2019/3期E	2020/3期E	2021/3期E
売上高	13,559	14,700	14,600	15,800	17,300
売上総利益	2,344		2,540	2,800	3,100
売上総利益率	17.3%		17.4%	17.7%	17.9%
販売費及び一般管理費	1,489		1,540	1,650	1,760
(対売上高比)	11.0%		10.5%	10.4%	10.2%
営業利益	855	1,010	1,000	1,150	1,340
(対売上高比)	6.3%	6.9%	6.8%	7.3%	7.7%
経常利益	893	1,010	1,000	1,150	1,340
(対売上高比)	6.6%	6.9%	6.8%	7.3%	7.7%
当期純利益	567	640	635	730	851
(対売上高比)	4.2%	4.4%	4.3%	4.6%	4.9%
売上高(前期比伸率、以下同様)	5.1%	8.4%	7.7%	8.2%	9.5%
売上総利益率(前期との差異)	1.9%		0.1%	0.3%	0.2%
販売費及び一般管理費(伸率)	23.6%		3.4%	7.1%	6.7%
営業利益(伸率)	9.5%	18.1%	17.0%	15.0%	16.5%
経常利益(伸率)	10.0%	13.1%	12.1%	15.0%	16.5%
当期純利益(伸率)	2.8%	12.9%	12.0%	15.0%	16.5%

(出所) 図表 33、34 と有価証券報告書、決算短信、説明会資料からアルファ・ウイン調査部が作成

【図表 34】期初の連結業績予想(会社)と実績値の時系列的比較

連結	売上高		営業利益		経常利益		親会社利益に帰属する当期純利益(以下同様)		売上高	営業利益	経常利益	当期利益	売上高	営業利益	経常利益	当期利益
単位: 百万円	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想	実績	期初予想からの乖離率				実績 前年同期比			
01/3期	-	4,806	-	-	-	387	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
02/3期	-	5,598	-	485	-	445	-	246	-	-	-	-	16.5%	-	15.0%	-
03/3期	-	6,244	-	511	-	432	-	235	-	-	-	-	11.5%	5.4%	-2.9%	-4.4%
04/3期	6,900	6,575	-	491	522	500	284	280	-4.7%	-	-4.3%	-1.5%	5.3%	-3.9%	15.7%	18.9%
05/3期	7,000	7,100	-	558	532	551	287	315	1.4%	-	3.5%	9.7%	8.0%	13.6%	10.2%	12.5%
06/3期	7,800	7,767	-	549	600	551	340	312	-0.4%	-	-8.2%	-8.3%	9.4%	-1.6%	0.0%	-1.0%
07/3期	8,300	7,923	-	590	570	584	330	324	-4.5%	-	2.4%	-1.8%	2.0%	7.4%	5.9%	3.9%
08/3期	8,300	8,109	605	645	610	643	336	342	-2.3%	6.6%	5.4%	1.9%	2.3%	9.4%	10.2%	5.7%
09/3期	8,500	8,507	680	652	685	597	350	308	0.1%	-4.1%	-12.8%	-12.1%	4.9%	1.1%	-7.1%	-10.1%
10/3期	8,800	8,706	660	637	670	660	350	349	-1.1%	-3.5%	-1.5%	-0.3%	2.3%	-2.3%	10.6%	13.4%
11/3期	9,200	9,166	675	662	680	672	263	208	-0.4%	-1.9%	-1.2%	-20.9%	5.3%	4.0%	1.8%	-40.4%
12/3期	9,300	8,431	665	524	675	533	350	118	-9.3%	-21.2%	-21.0%	-66.4%	-8.0%	-20.9%	-20.7%	-43.4%
13/3期	9,000	9,242	620	601	630	606	350	338	2.7%	-3.1%	-3.8%	-3.5%	9.6%	14.8%	13.7%	186.7%
14/3期	10,000	11,217	700	665	700	702	380	387	12.2%	-5.0%	0.3%	1.7%	21.4%	10.6%	15.8%	14.5%
15/3期	12,000	12,527	840	964	840	981	480	594	4.4%	14.8%	16.7%	23.8%	11.7%	45.0%	39.7%	53.7%
16/3期	13,000	12,623	1,000	949	1,020	960	600	629	-2.9%	-5.1%	-5.9%	4.8%	0.8%	-1.6%	-2.1%	5.9%
17/3期	14,000	12,899	920	781	940	811	450	551	-7.9%	-15.1%	-13.7%	22.4%	2.2%	-17.7%	-15.5%	-12.4%
18/3期	14,300	13,559	1,060	855	1,080	893	650	567	-5.2%	-19.3%	-17.3%	-12.8%	5.1%	9.5%	10.1%	2.9%
単純平均乖離率(単位: %)、売上高・利益ともデータのある最長期間により計算→									-1.2%	-5.2%	-4.1%	-4.2%	6.5%	4.5%	5.9%	12.9%
緑のハイライト: 過去最高値									期初予想に対する上方修正: 下方修正(単位: 回)→				↑ 各期間単純平均			
									5:10				2:9			
									5:10				6:9			

(出所) 決算短信などからアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 過去 15 年間の期初予想と実績値の平均乖離率は、総じて小さい。

因みに、過去 15 年間にわたる同社の期初の業績予想値と、実績値の乖離を分析した結果が図表 34 である。同期間の単純平均では、期初予想に対して実績値は売上高で 1.2%、営業・経常利益で 4~5%程度下回っているが、両利益が予想から 3 割以上、下方乖離したことはない。従来から総じて現実的な予想を公表する傾向があり、環境の急変がない限り予想と著しく乖離する可能性は少ないと考えられる。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

- ◆ 当調査部では、既存ビジネスに加え、新規ビジネス寄与し、中期の年間利益成長率を 10%前後と予想。

当調査部では、2021/3 期までの 3 期間にわたる業績予想を行った（前出、図表 33）。以下の要因によって、当面、年率 10%前後の増収、増益基調が続くと当調査部では予想している。

<増収要因・前提>

- ・これまで培ってきた技術力と信頼性を背景に主要顧客とエンハンスビジネスを拡大
- ・大型案件の受注対応力の整備・強化
- ・新規顧客開拓（製造業など「その他」の業種などの顧客獲得）
- ・新ビジネス・新領域への展開、具体的にはエネルギー関連、コンサルティング、新規ソリューション（クラウドやブロックチェーン等）
- ・海外展開（主に日系の海外企業向け）

<増益要因・前提>

- ・粗利率は各種施策（サービス契約への転換、生産性向上、外注費の見直し等）により徐々に改善
- ・将来の成長に向けた事業基盤の強化（人員・組織）、新技術・ビジネス研究などの先行投資が継続し、一般管理費は年率 6~7%増加するとやや高めに想定
- ・結果的に、売上高営業利益率は年間 0.4~0.5 ポイント程度の改善を予想
- ・特別損益の発生は見込まず

なお、会社の中期計画数値よりも当部の予想は慎重な予想となっている。これは以下のリスクファクターを勘案したものであり、会社計画は高い目標ではあるものの、計画通りの施策が実行され条件が整えば、達成可能な範囲内であると考えている。

- ・マクロ環境では、2019 年 10 月に予定されている消費税率引き上げや、2020 年 7-8 月の東京オリンピック後の景気後退、企業業績の悪化が懸念される。
- ・現状では、今後の技術革新や主要なユーザーの業界環境や動向、M&A 戦略、コスト上昇率、人員採用等が不透明である。

9. アナリストの視点

◆ SWOT分析

同社の SWOT 分析を図表 35 に列挙した。

【図表 35】SWOT 分析

強み (Strength)	・長い業歴と豊富な実績 ・安定かつ優良な顧客基盤 ・高い技術力・独自のノウハウ・知識を持つ人材・組織（業種・プロジェクトマネジメント） ・参入障壁が実質的には高く、継続性が高いビジネスモデル ・堅固な財務体質 ・直接営業によるコンサルティングセールス力、エンハンス ・海外現地法人によるローコスト開発体制
弱み・課題 (Weakness)	・特定顧客への依存が大きいこと ・優秀な人材の確保・増員 ・利益率を改善しにくい業界構造 ・次世代成長製品・サービスが本格化するまで時間を要する ・内需特化で、海外市場への展開が難しい
機会 (Opportunity)	・人手不足と業務効率化を背景としたシステム需要の高まり ・新製品・新サービス、技術革新によるシステム需要の増大 ・上流工程、ニッチ分野、大規模開発案件へのシフト、エンハンスビジネス強化 ・クライアントの海外進出に伴う業務の拡大 ・アライアンスの強化
脅威 (Threat)	・景気低迷期におけるIT投資の抑制、更新需要の減退、価格競争の激化 ・代替品の出現（AIや業務用パッケージソフトの普及）、製品開発の遅れや瑕疵 ・プロジェクトの管理における損失リスク ・情報管理・情報漏洩に関するリスク ・人件費や外注費の上昇

（出所）アルファ・ウイン調査部が作成

◆長年の信頼性と実績、技術力が強み。更なる成長に対するボトルネックは、優秀な人材の確保。

図表 35 に挙げた強みを補足すると、長年の実績に基づく信頼性や技術力を背景に優良な顧客基盤を有し、ビジネスに継続性と安定性がある。また、同社の特徴はエンドユーザーに近いポジションにあり、関連・派生システムを提案し開発やサービス（エンハンス）ができることに強みがある。

一方で課題を補足すると、業界共通ではあるが利益率が長期的に横ばい、ないし逡減傾向にあり、売上高が増加しないと利益額も伸びない傾向が見受けられる。増収には、新規ビジネス分野や新規顧客の開拓も不可欠であるが、人材、特にプロジェクトマネージャーが不足しており、さらなる成長のボトルネックとなっている。システムインテグレーション・ビジネスの業態上、生産性の向上や大きなコスト改善の余地が限られるため、抜本的な利益率の向上には時間を要すると思われる。

◆ 株主優待を含めた実質的な年間（最大）利回りは、約 2.7%。

◆ 株主還元、及び株主優待制度

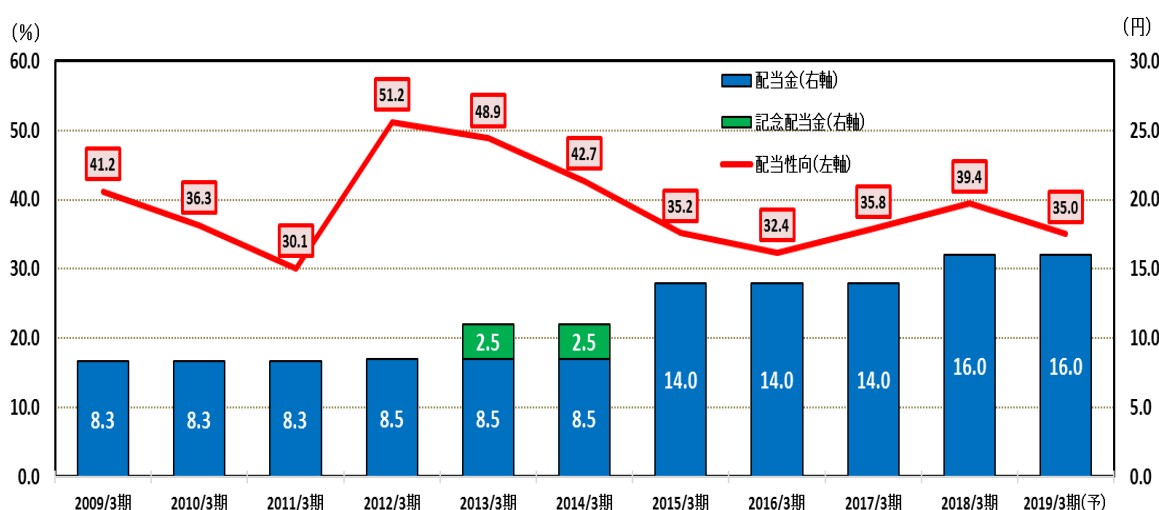
同社は、業績向上による安定配当と時価総額の増大により、株主資産価値を向上させるとの考えを持っている。これまで段階的な増配、自社株買い、株式分割、株主優待など株主還元積極的に取り組んでいる。

なお、連結配当性向は 35%を目安としているが、2018/3 期実績では 39.4%、2019/3 期予想で 34.9%（会社予想ベース）とこれを上回っている。2018/3 期に 14 円から 16 円に増配したばかりであり、今期は会社計画通り年 16 円を据え置く可能性が高い（図表 36）。中期的には 2 桁前後の増益が見込め、段階的な増配余地はあると思われる。

また、株価 771 円（2018 年 11 月末終値）で計算すると、配当利回りは、2.1%となる。同社の株主として多い個人投資家向けの IR 活動を実施し、保有株数に応じた JCB ギフトカードの贈呈という株主優待制度もある（図表 37）。優待を考慮すると、実質的な利回りは最大約 2.7%に高まる（最適株数を保有の場合）。今後も、EPS を高め安定配当を行いつつ、株主還元の拡充を図る方針である。同様の条件で実質的な年間利回りは、同業他社のハイマックスが約 2.8%（優待制度無し）、東邦システムは約 2.8%（優待も考慮）である。

上場後では、2010 年 4 月に 1：2、2011 年 4 月に 1：1.5、2014 年 10 月に 1:2 を含む計 6 回の株式分割が行なわれている。また、自社株も同期間では 5 回行い合計約 3.5 億円相当の株式（当時の取得価格総額）を取得している。なお、財務体質は良好で実質無借金であるため、今後は、追加の自社株買いに関しても注目していきたい。

【 図表 36 】 配当金と配当性向の推移



（出所） 決算説明会資料、短信により、アルファ・ウイン調査部が作成

【図表 37】株主優待制度と実質利回り

保有株数(以上)	(未満)	株主優待(JCBギフト券:円)	配当金:円	実質利回り%
200	400	1,000	16	2.7
400	1,000	2,000	16	2.7
1,000		3,000	16	2.5

「実質利回り=(配当金+優待価値)/株価」:保有株の各レンジでの最小株数(最適株数)で計算。
 株価前提(2018年11月末):771円

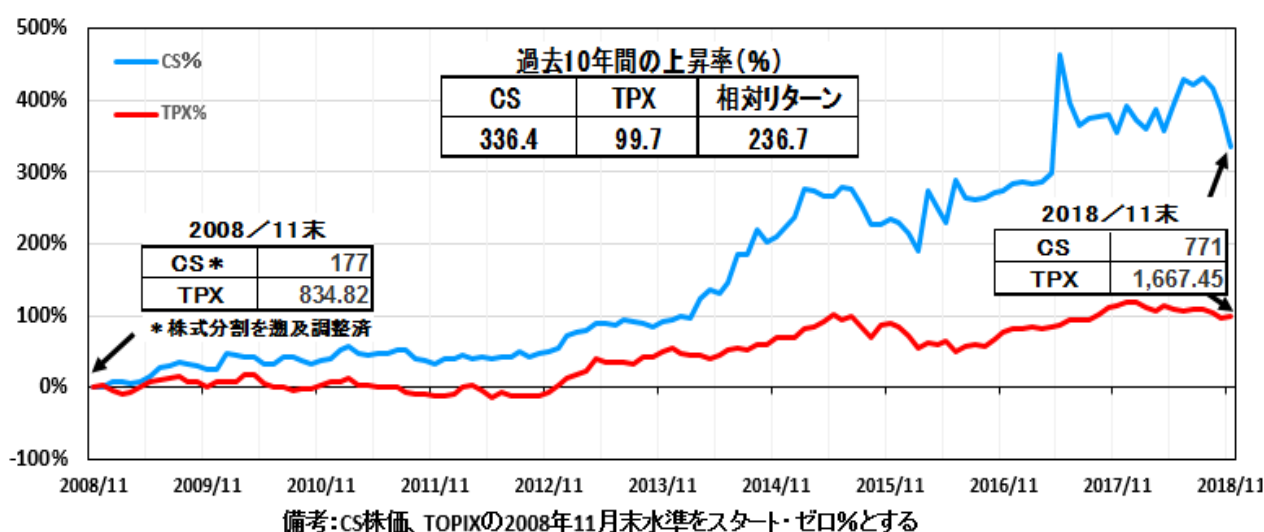
(出所) 同社HPに基づきアルファ・ウイン調査部が作成

◆ ディフェンシブな内需成長株。過去10年で株価は約4.4倍に上昇、TOPIXを大幅にアウトパフォームした。

◆ 株価特性と水準、株価に影響を与えうるファクター

過去10年間では、同社株は約4.4倍に上昇しTOPIXを約237%と大幅にアウトパフォームしている(株式分割を考慮して計算、2018年11月末時点、図表38)。これは同社のファンダメンタルズの強さや長期に亘る業績の堅調な伸びを反映している証左であると考えられる。また、今年に入ってからTOPIXをアウトパフォームしているが、消費税増税、為替変動や貿易戦争、企業業績の悪化懸念に伴い株式市場のボラティリティが高まる中、業績の安定した内需成長株として評価されていることが背景にあると思われる。

【図表 38】同社株(CS)とTOPIXの長期的なリターン(過去10年間の月次別株価の推移)



(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

◆ ローベータストックで、業績・株価ともボラが低い傾向。

同社株式は、業績と同様に株価も相対的にボラティリティが小さく、ディフェンシブな特徴がある。TOPIX に対する過去約3年間の週次ベースでのβ値(ベータ)は、約0.74と低い(但し、2017年3月以降、1年間の週次ベースでのβは上昇傾向)。消費税率の引き上げ後、あるいはオリンピック後に景気が低迷した場合には、その特性が評価される局面もあると考えられる。

・バリュエーションは、東証一部平均との比較では高めだが、業界内では、ほぼ平均的。

・バリュエーションから判断すると、相応の評価は株価に反映されている。今後の注目点は、増収増益率やニュービジネスへの展開。

東証一部平均、及び同市場に上場している同業他社と同社を、主要なバリュエーションで比較を行った。同社の配当利回りは2.1%と一部平均並み(単純平均は1.8%、加重平均2.2%)。PERの比較では、同平均の約14.1倍に対し約16.8倍(2019/3期会社予想EPSベース)、またPBRでも平均の1.2倍に対し2.1倍と平均を上回っている。

また、同業他社(4299 ハイマックス、4333 東邦システム)との比較でも、ほとんどの指標で他社を上回っており市場から相応の評価を受けている(図表39)。一方、東証一部に上場する代表的なSI企業22社(同社も含む)をユニバースとし、SIセクター(図表40、41、42)内で比較すると、バリュエーションはほぼ平均的である。なお、同セクター内では、規模(売上高、時価総額)の大きな企業に対してはPERなどにプレミアムが上乘せされる傾向があり(図表42)、大手のSIと比較すれば、バリュエーションは低い。今後、同社の業績が伸長し、連動して時価総額が増大すれば、バリュエーションが切り上がるポテンシャルはあると当調査部では判断している。

また、今後、株価に影響を与えるイベントまたは、ファクターとしては、以下の点が挙げられ、注目していきたい。

- ・今期2019/3期の業績達成度、及び来期2020/3期の業績動向(増収率、増益率、利益率)
- ・ビジネス領域の拡大、M&A・提携を含めた成長戦略の実行状況
- ・新規顧客の開拓の進展
- ・研究開発あるいは先行投資段階にあるブロックチェーン、クラウド、AIやIoT、アジャイル開発などの新技術関連事業の本格的なスタートとその売上・収益面での貢献
- ・自社株買い、増配、株式分割、優待の拡充

【図表39】バリュエーション、ベータ、流動性の同業3社比較

(出所) 有価証券報告書、決算短信によりアルファ・ウイン調査部が作成

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(11/30終値)	771	1,811	905
時価総額(百万円)	11,781	11,240	12,549
PER(株価収益率)	16.8	13.0	16.0
PBR(株価純資産倍率)	2.1	1.2	1.7
配当利回り(%)	2.1	2.8	2.2
EV/EBITDA(倍)	9.8	6.5	6.3
PSR(株価売上高倍率)	0.8	0.8	1.0
過去3年間の週次ベータ(β :対TOPIX)	0.74	0.77	0.70
過去半年間の1日平均売買金額概算(百万円)	46.5	8.3	9.9

時価総額=発行済株式総数×時価(2018年11月30日終値)

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)

PSR=時価総額/売上高(2019/3期会社予想)

PER、及び配当利回りの計算に用いたEPS、配当予想は、全て2019/3期の会社計画

【図表 40】セクター内の主要銘柄のバリュエーション比較（今期の予想業績を発表している主要企業）

コード	社名	時価総額	株価	売上高	営業利益	営業利益率	実績ROE(%)	予想PER	実績PBR	予想配当利回り	配当金	予想EPS	実績BPS	PSR
9613	NTT データ	1,851,300	1,320	2,100,000	142,000	6.8%	7.1	20.6	2.2	1.3%	17.00	64.17	594.55	0.9
4307	野村総合研究所	1,252,531	4,985	510,000	70,000	13.7%	12.9	22.3	2.8	1.8%	90.00	223.77	1,760.58	2.5
4684	オービック	977,076	9,810	71,000	35,000	49.3%	14.0	31.8	4.4	1.2%	115.00	308.04	2,219.15	14.4
4768	大塚商会	725,808	3,820	720,000	47,300	6.6%	15.7	22.7	1.7	1.9%	72.50	168.14	2,245.73	1.0
4739	伊藤忠テクノソリューションズ	525,360	2,189	450,000	35,000	7.8%	11.8	21.1	2.4	2.2%	48.00	103.88	894.13	1.1
9719	SCSK	469,340	4,505	345,000	37,000	10.7%	18.2	18.7	2.5	2.2%	100.00	240.80	1,822.54	1.4
3626	TIS	460,014	5,240	414,000	35,000	8.5%	9.9	18.9	2.0	1.1%	60.00	276.56	2,602.07	1.1
8056	日本ユニシス	317,477	2,895	295,000	18,000	6.1%	12.4	23.2	2.8	1.7%	50.00	124.60	1,026.72	0.9
2327	新日鉄住金ソリューションズ	307,318	3,245	258,000	24,000	9.3%	11.6	19.1	2.3	1.7%	55.00	169.63	1,441.29	1.2
9749	富士ソフト	173,218	5,140	187,000	10,000	5.3%	5.8	27.3	1.5	0.7%	36.00	188.53	3,340.35	0.9
1973	NECネットエスアイ	125,829	2,528	280,000	11,500	4.1%	7.6	16.7	1.3	3.0%	76.00	151.10	2,004.04	0.4
4812	ISID	125,149	3,840	88,000	7,000	8.0%	9.6	26.0	2.6	1.5%	56.00	147.56	1,466.16	1.4
9759	NSD	112,835	2,392	61,300	8,440	13.8%	12.1	17.6	2.2	2.4%	57.00	135.70	1,074.17	1.8
9682	DTS	103,158	4,090	87,000	8,700	10.0%	12.9	16.3	2.0	2.0%	80.00	250.73	2,003.23	1.1
9692	シーイーシー	92,308	2,455	49,200	4,700	9.6%	10.2	26.8	1.6	1.6%	40.00	91.63	1,527.33	1.9
4674	クレスコ	46,200	3,850	35,500	3,280	9.2%	15.2	17.4	2.8	1.7%	64.00	220.84	1,379.38	1.1
9739	NSW日本システムウェア	36,863	2,474	35,000	3,000	8.6%	12.6	17.8	2.1	1.0%	25.00	138.96	1,161.97	1.0
9600	アイネット	27,108	1,669	26,700	2,190	8.2%	10.4	18.6	2.0	2.4%	40.00	89.94	849.55	1.0
4725	CAC Holdings	23,135	1,074	54,000	1,600	3.0%	3.8	18.0	0.6	3.5%	38.00	59.67	1,720.38	0.4
2335	キューブシステム	11,781	771	14,700	1,010	6.9%	11.4	16.8	2.1	2.1%	16.00	45.80	372.23	0.9
4333	東邦システム	12,549	905	12,300	1,000	8.1%	9.8	16.0	1.7	2.2%	20.00	56.46	529.82	1.0
4299	ハイマックス	11,239	1,811	14,700	1,000	6.8%	9.6	13.0	1.2	2.8%	50.00	138.93	1,455.14	0.8
単純平均		362,110				10.0%	11.1	20.3	2.1	1.9%				1.7
単純平均(オービックを除く)						8.1%	11.0	19.8	2.0	1.9%				1.0

備考 時価総額、売上高、営業利益の単位：百万円

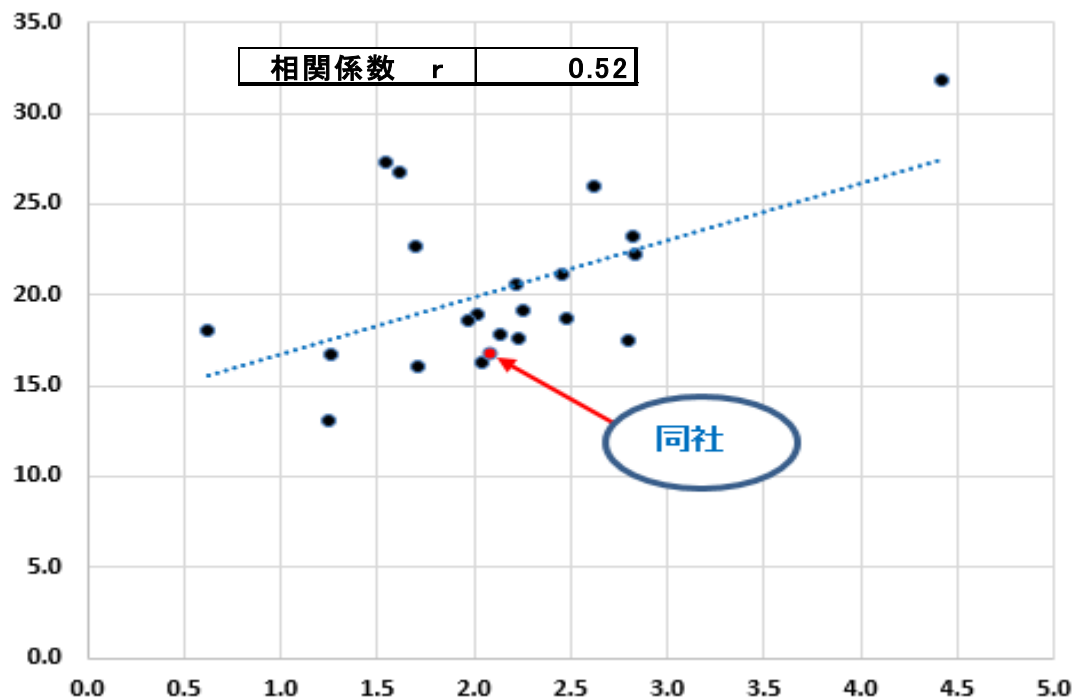
今期、会社予想が発表され、かつ前期及び今期で大きな特別損益がない銘柄。

株価、配当金、予想EPS、実績BPSの単位：円、PER、PBR、PSRの単位：倍

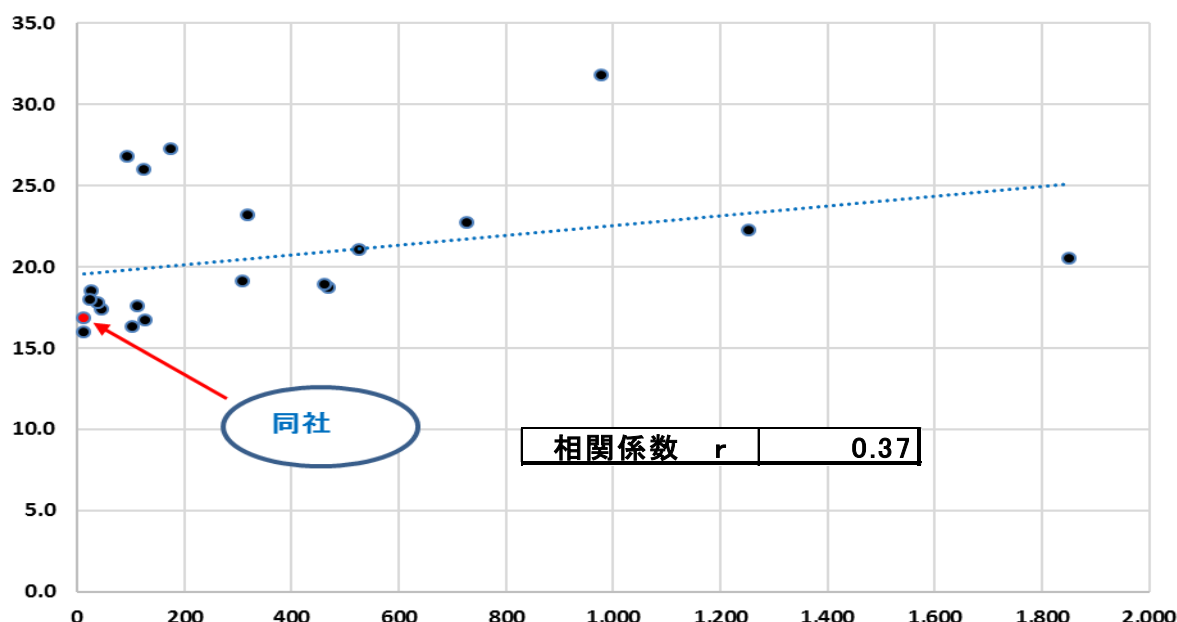
株価は、2018年11月30日終値

（出所）図表 40～42 有価証券報告書、決算短信によりアルファ・ウイン調査部が作成

【図表 41】セクター内の主要銘柄のバリュエーション、実績 PBR（横軸）と予想 PER（縦軸）の関係



【図表 42】セクター内の主要銘柄の時価総額（横軸：単位十億円）と予想 PER（縦軸：単位倍）の関係



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。

PFV2018120915

39/39

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。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。