

アルファ・ウイン 企業調査レポート

株式会社キューブシステム (2335 東証一部)

発行日：2019/6/28

● 要旨

アルファ・ウイン 調査部
<http://www.awincap.com/>

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47年を有する。

業績動向

・同社は過去18年間に於いて一期間を除き、対前年度で増収を継続している。この間、売上高成長率(増収率の単純平均値)は年率+6.4%、経常利益成長率(同)は+6.0%、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。積極的な事業展開と経営改革が奏功し、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。

・前期は、ほぼ会社計画線で着地し5.6%の増収、7.8%の営業増益となった。売上高は過去最高値を6期連続で更新し、利益も過去最高益に迫る水準にまで回復している。今期は8.2%の増収、2桁の増益、過去最高売上高と同各利益の更新、2円の増配を会社は計画している。総じてビジネス環境は良好だが、これまでの同社の努力が実を結び、受注も好調である。なお、同業他2社と同社の今期の業績見通しを比較すると、相対的にも好調である。現状と会社前提を考慮すると、アルファ・ウイン調査部は、今期の業績を会社とほぼ同水準と予想し、売上高・利益の過去最高値の更新の可能性はあると判断している。

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。事業領域、及び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1,776百万円(利益率9.6%)、ROE13%を経営目標としている。また、クラウド・アジャイル開発・ブロックチェーン・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、利益率の持続的な改善、新事業領域ビジネスの収益化、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の投資動向に、業績は影響を受ける。しかし中長期的には、同社の得意とするエンハンスビジネスの拡大、新規顧客開拓、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、年率6~10%前後の安定した増収、増益が継続すると当調査部では予想している。

株主還元

・株主還元には積極的で、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。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2.9%となる。また、予想配当性向は約36%と同業種内では平均的である。好業績と豊富なキャッシュを背景に、今後も自社株買いや増配、株主優待の拡充などの株主還元策が期待される。

1/42

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。

株価特性、及び株価水準

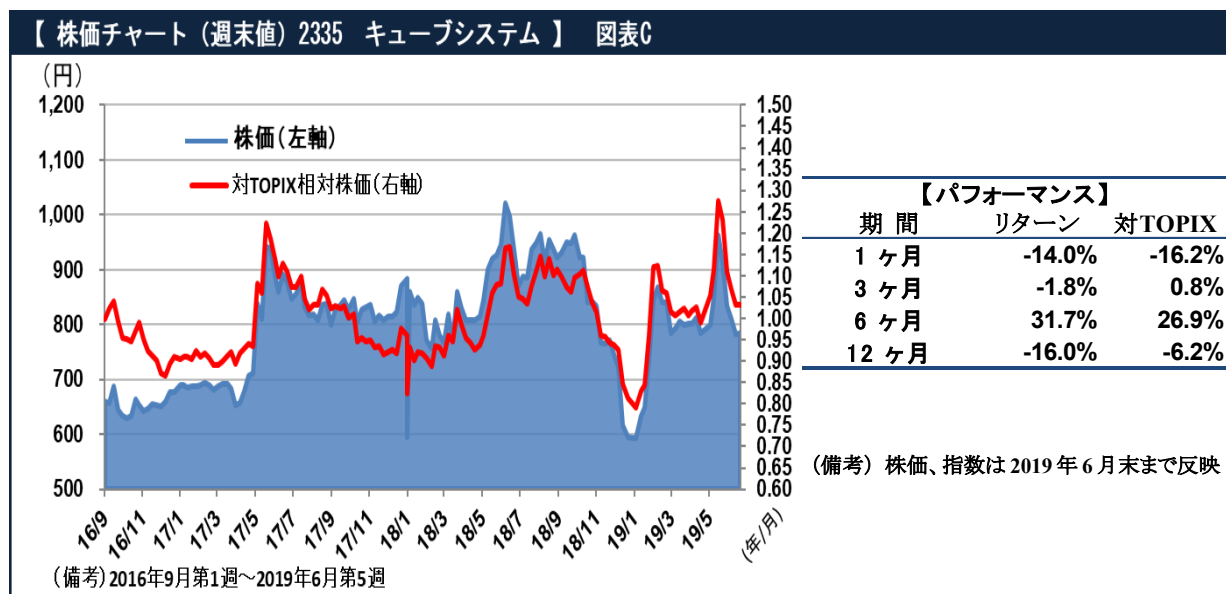
・内需中心の安定成長株でディフェンシブな特徴があり、中長期的な投資対象と思われる。同業種内ではバリュエーションは、ほぼ平均的である。また、過去約 10 年間では同社の株価は約 4 倍に上昇し、かつ TOPIX を大幅にアウトパフォームしている。株価面では、今期業績の進捗度、来期以降の業績動向に加え、新技術・新分野への展開、他社との連携・M&A や株主還元の強化にも注目したい。

【 2335 キューブシステム 業種：情報・通信 】 図表A												
決算期		売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2017/3		12,899	2.2	781	-17.7	811	-15.5	551	-12.3	39.15	346.47	14.0
2018/3		13,559	5.1	855	9.5	892	10.0	567	2.9	40.59	372.23	16.0
2019/3		14,325	5.6	921	7.8	959	7.5	596	5.1	43.25	393.29	16.0
2020/3	CE	15,500	8.2	1,090	18.3	1,090	13.6	684	14.6	49.58	-	18.0
2020/3	E	15,400	7.5	1,080	17.3	1,080	12.6	680	14.1	50.17	427.45	18.0
2021/3	E	16,500	7.1	1,200	11.1	1,200	11.1	750	10.3	55.33	464.78	18.0
2022/3	E	17,800	7.9	1,320	10.0	1,320	10.0	825	10.0	60.86	507.65	20.0

(備考) 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	2019/6/28	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	785	前期実績	18.2	2.0	2.0%	37.0%
発行済株式数 (千株)	15,280	今期予想	15.6	1.8	2.3%	35.9%
時価総額 (百万円)	11,995	来期予想	14.2	1.7	2.3%	32.5%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率	65.4%	前期ROE	11.4%	

(備考) 予想はアルファ・ウイン調査部予想



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.....	P15
株主所有者別構成の推移.....	P15
上位株主構成.....	P15
4. ESG.....	P17
環境対応（Environment）、社会的責任（Society）、企業統治（Governance）.....	P17
5. 成長の軌跡.....	P18
沿革.....	P18
過去の業績推移.....	P18
6. 業界環境.....	P21
システムインテグレーション事業の歴史.....	P21
システムインテグレーション業界の構造.....	P21
日本のシステムインテグレーション市場の動向.....	P23
キューブシステムのポジションと同業他社比較.....	P24
7. 前期の業績と今期業績の会社予想.....	P26
2019年3月期（前期）通期決算.....	P26
キューブシステムによる2020年3月期（今期）業績予想.....	P29
8. 成長戦略.....	P32
中長期経営ビジョン《VISION 2020》.....	P32
目標とする経営指標と重点分野.....	P32
アルファ・ウイン調査部の2020年3月期（今期）業績予想.....	P34
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P35
9. アナリストの視点.....	P37
SWOT分析.....	P37
株主還元、及び株主優待制度.....	P38
株価特性と水準、株価に影響を与えるファクター.....	P39

1. 会社概要

◆ 独立系の中堅システムインテグレーター

- ◆ 業歴約 47 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かつ増益基調。

（注 2）オフショア開発：海外拠点を活用し、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。

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^{注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、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 47 年にも及び、現社長は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（図表 1）。

①「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）

②「CUBE SYSTEM VIETNAM CO., LTD.」

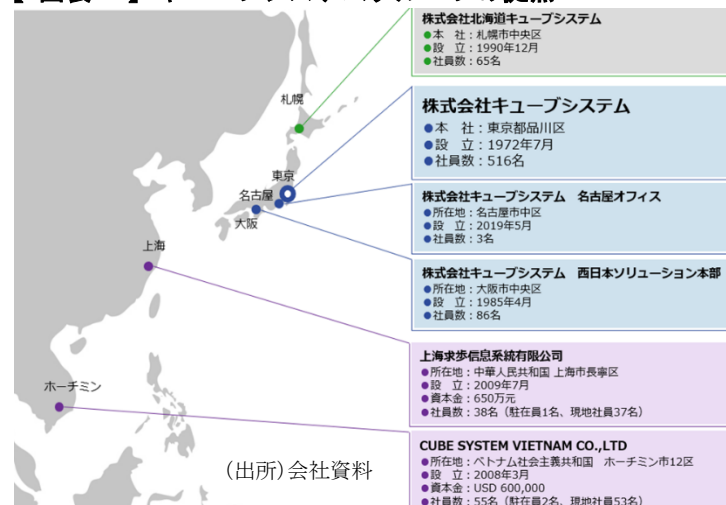
（ベトナム社会主義共和国ホーチミン市、2008 年に同社が 100%出資し設立）

③「上海求歩信息系統有限公司」

（中国上海市、2009 年に合併会社である「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^{注2}）を主目的に設立された。

【図表 1】キューブシステムグループの拠点

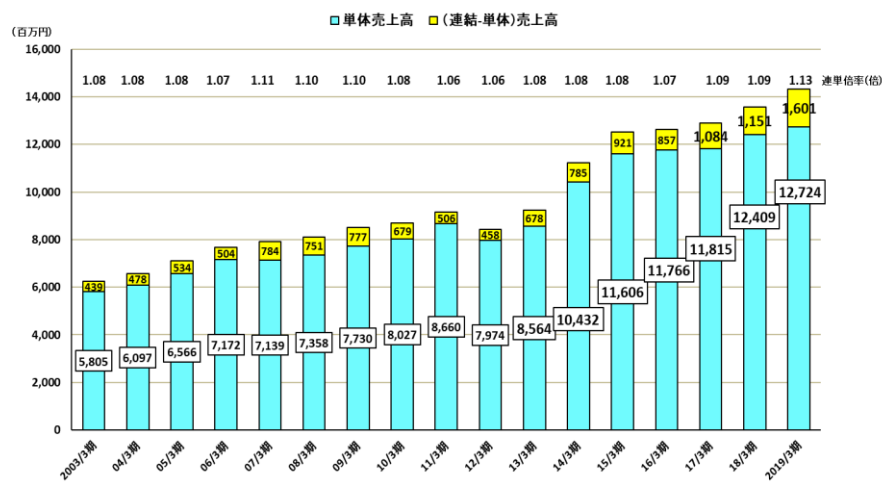


（出所）会社資料

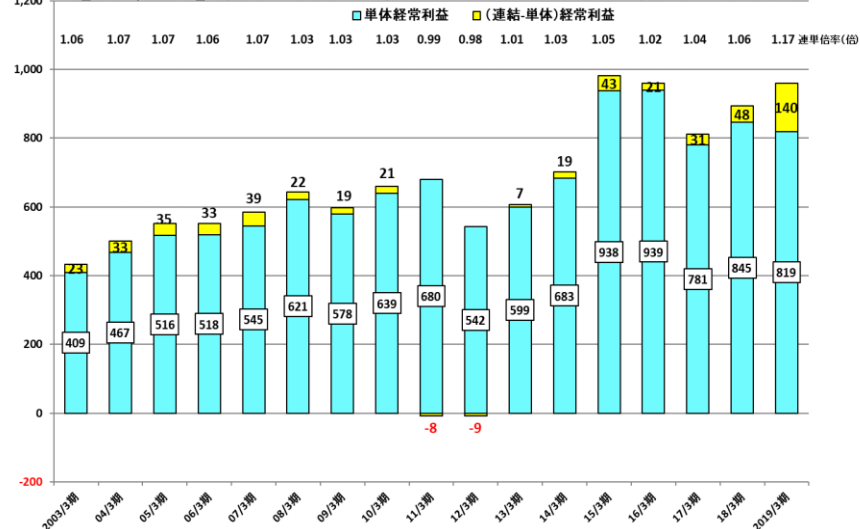
- ◆ 連結業績に加え、連結対象の子会社群の業績も増収増益基調。連単倍率は、売上高・利益とも1倍強。

過去17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2)。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、0.98～1.17倍で推移している。また「(連結-単体)の経常利益」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3)。直近の3期間は、子会社群合計の業績も増収増益基調である。

【図表2】売上高連単倍率 (グラフ上部の数字が連単倍率、単位：倍)



【図表3】経常利益連単倍率 (グラフ上部の数字が連単倍率、単位：倍)



(出所) 図表2及び図表3とも、有価証券報告書に基づきアルファ・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。

- ◆ 社名に込められた想い。

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

きたいとの思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）。

◆実質無借金、堅実経営。キャッシュリッチ。

財務体質は堅固で、実質的に無借金経営である。フリーキャッシュフロー（FCF）も安定的にプラスで、現預金は徐々に積みあがってきている（図表4）。現預金の31億円に加え、換金性の高い外債と株式の10億円を合わせると流動性の高い資産は合計約40億円。これに対し借入金 は2.4億円である（総資産81億円、時価総額122億円、売上高143億円）。自己資本比率は65%、流動比率273%など財務比率も高く安定している（いずれも2019年3月末時点）。

【図表4】キャッシュフロー（CF）の推移（備考、FCF：フリーキャッシュフロー、単位：百万円）

単位：百万円	2010/3期	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期
営業CF ①	283	622	101	451	317	503	534	936	388	773
投資活動によるCF ②	-1	309	54	-321	-172	-307	25	94	28	46
財務活動によるCF	-144	-173	-125	-151	-188	-439	-241	-610	-392	-531
FCF(①+②)	282	931	155	130	145	196	559	1,030	416	819
現金、及び現金同等物	1,618	2,375	2,405	2,382	2,338	2,098	2,407	2,822	2,845	3,130

（出所）決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

（備考）「現金、及び現金同等物」は、バランスシート上の「現金、及び預金」の額ではなく、決算短信の「連結キャッシュフローの状況」における金額

◆ 経営理念と経営の基本方針

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”。

◆経営理念・目標は、「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。

なお、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、情報を共有化し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

- ・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。

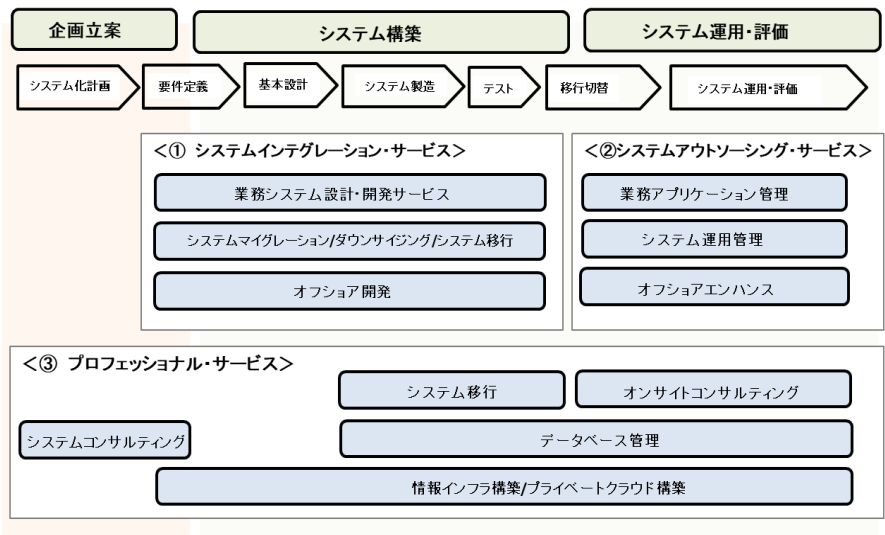
◆ 3つのシステムサービスライン

同社グループは、システムソリューション^{※4}を事業としている。当事業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。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）

【図表5】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）

- ・プロジェクトは分散化。

- ・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^{※5}、基本設計^{※6}、製造、テストまでを行う（図表5）。
- ・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と幅があるが、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。同社では、広義の継続取引を意味する。

（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。現状の年商は、数億円規模。

・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、ユーザー企業等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。

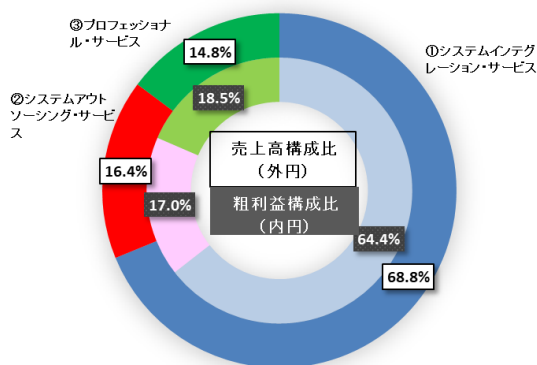
② システムアウトソーシング・サービス（SOS）

・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6】品目別売上高（外円）の構成比と粗利（内円）の構成比 2019/3 期



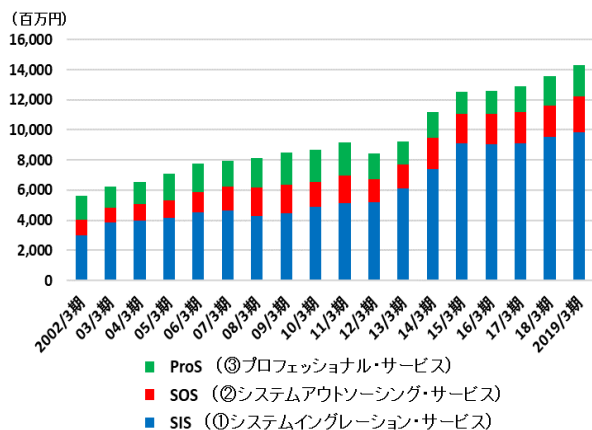
（出所）決算短信より当調査部が作成

各3区分（品目）の売上高、粗利の構成比とその推移は、図表6～8の通りである。売上高構成比では、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6の外円）。過去18年間では全体で売上高が2.6倍に増加した。この間、SISが3.3倍、SOSが2.3倍、ProSが1.4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（P9の図表7）。

粗利の構成比は図表6（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P9の図表8の通りである。いずれの区分においても年度によって最大5%程度の範囲内で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

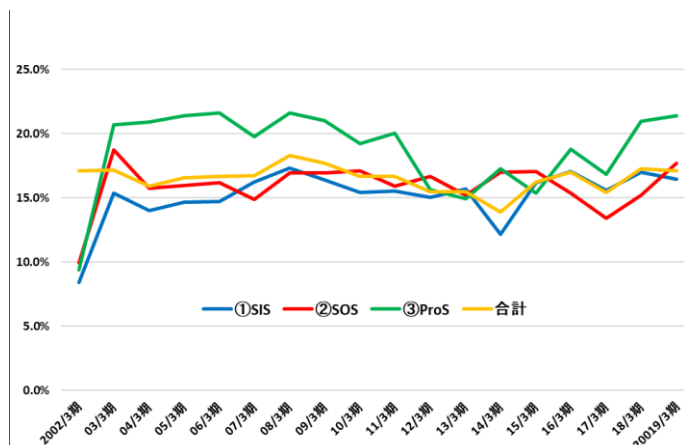
価値が高い ProS の粗利率は上昇傾向にあり、他の 2 区分より 4～5 ポイント高い。もっとも SIS の全売上高に占める割合が非常に高いため、全体の粗利率は SIS の粗利率に左右される（図表 8）。

【図表 7】品目別売上高



(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

【図表 8】品目別の売上高粗利率推移



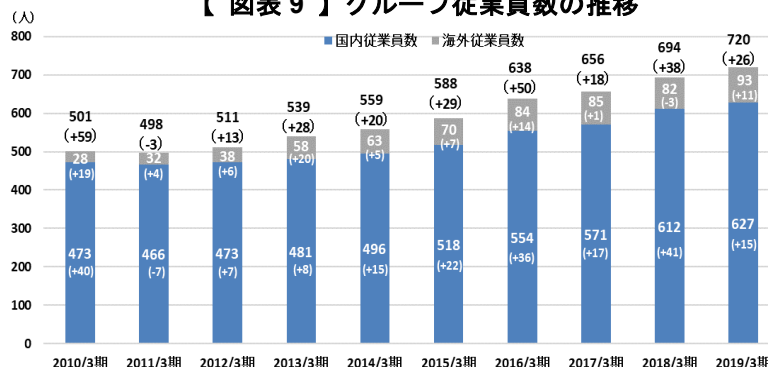
◆ 労働集約的なビジネス。優秀な人材の確保と育成が成長の鍵。

◆ 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。

グループ全体の従業員数の推移は図表 9 の通りであり、業容拡大に備え毎年数十人単位で増員してきている。しかし、昨今の人手不足から、業容の拡大に従業員を十分には確保できていない模様である（2019/3 期国内：離職率 9.8%、定着率 76.8%、前期比純増従業員数 15 名、同 2.5%増）。

【図表 9】グループ従業員数の推移



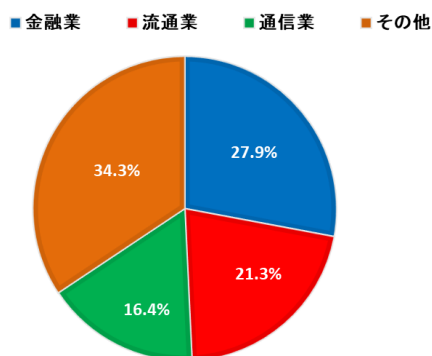
(出所) 有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部が作成

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（2019/3 期同社単体ベース、また同売上高比では各26%、51%）。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り、プロジェクト管理が肝要となる。

（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、その他＞金融＞流通＞通信の順。金融を抜きその他が最大。
- ・顧客開拓と共に業種の分散が進む。

【図表10】業種別売上高構成 2019/3 期



（出所）決算短信などからアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 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10）。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、これまで最大の業種であった。しかし金融業向け売上高が低下する一方、その他（金融・流通・通信の3業種以外のセクター）が大きく伸び、2019/3 期にはウエイトが逆転した（P11の図表11）。両業種に次ぎ流通、通信業の順に売上高構成比が高い。同業界内でも業態が類似するハイマックス（東証一部、4299）は、金融業向け売上高が全体の7割強、東邦システムサイエンス（東証一部、4333）は8割強と金融に特化している。これに対し、同社は非金融の拡大により業種分散が図られている。

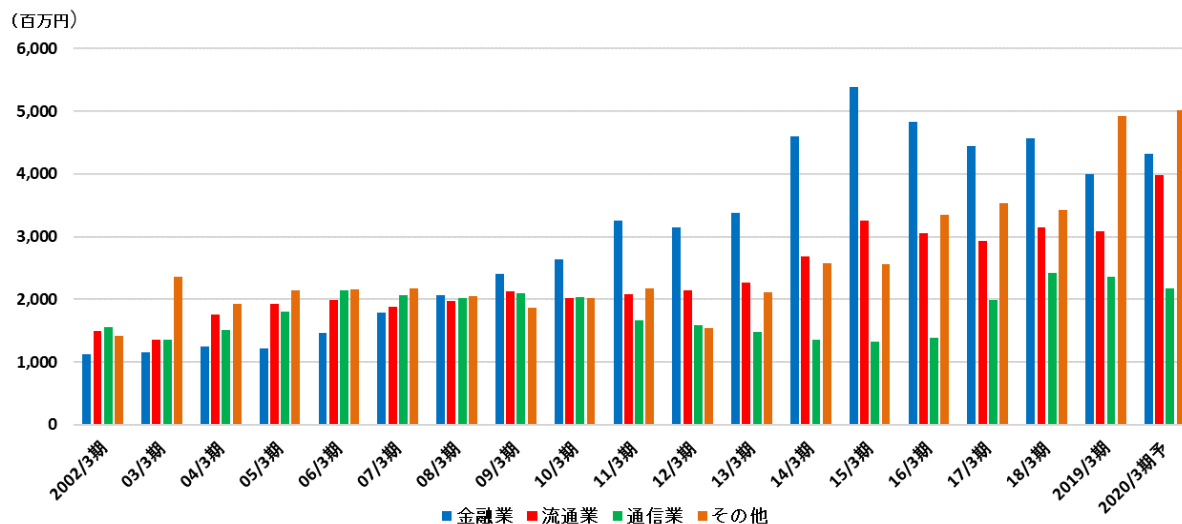
金融業向けでは、長年メガバンクを中心とするシステム需要が業績の牽引役を担ってきたが、直近数年間では金融業界の収益低迷と合従連衡の一巡により、システム需要も踊場を迎えつつある。一方、通信向け売上高は、通信キャリア等のシステム投資サイクルに関連し、やや波があるがトレンドとしては増加傾向にある。

またここ数年では、製造業、官公庁、電力などエネルギー事業関連、クラウドコンサルティング関連が、新規顧客開拓、新規案件の受注により大きく伸びた為、その他セクターが最大の成長ドライバーとなっている。結果として均衡化と業種分散が進み、経営の安定性が増していると考えられる（P11の図表11）。

なお、業種別の粗利率は年度によって多少の変動があり、直近期では通信業・流通業がやや高いが、顕著な傾向や利益率に差異はない（P11の図表12）。業種固有の違いというよりも、プロジェクト単位での採

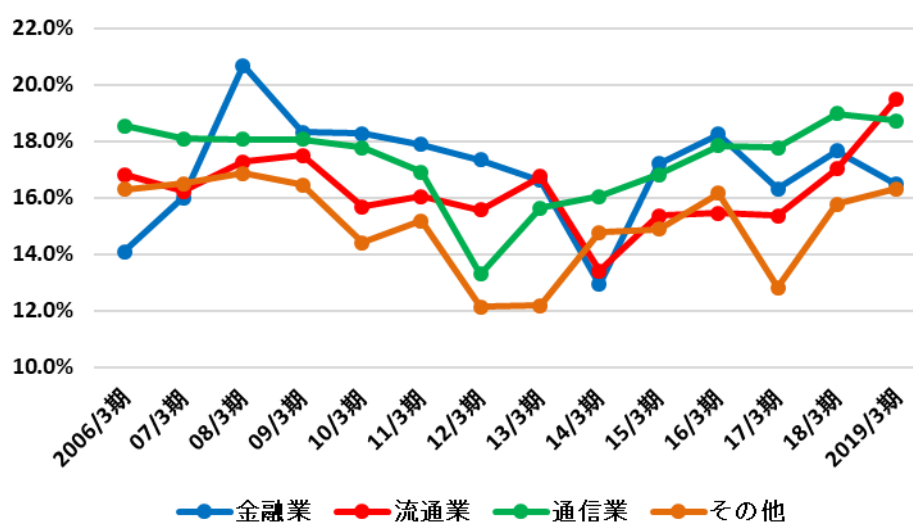
算性の差異が粗利率に反映された結果であると当調査部ではとらえている。

【図表 11】業種別売上高の推移



(出所) 図表 11、及び 12 は有価証券報告書、決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

【図表 12】業種別売上高粗利率の推移



◆ 既存顧客との継続取引が過半を占める安定したビジネス。

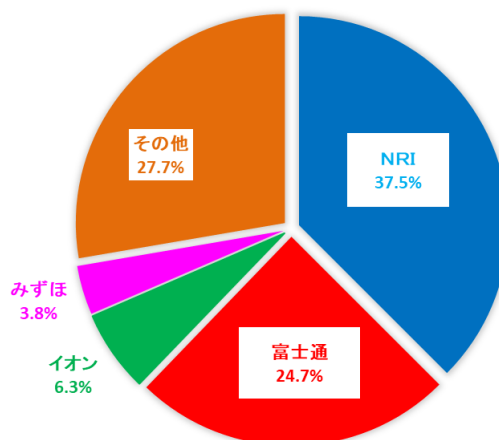
◆ 安定した顧客基盤と継続性が高いビジネス

同社の顧客並びに最終ユーザーは、日本を代表する大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、実績、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

- 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。

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を経由しての間接受託が多い。

【図表13】顧客グループ別の売上構成比 2019/3期



（出所）有価証券報告書に基づき
アルファ・ウイン調査部が作成

顧客グループ別の2019/3期の売上構成を見ると（図表13）、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、みずほの4グループで全体の7割強を占める。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、4グループ合計の売上高は、前期比2.8%増収の10,351百万円（281百万円増収）と堅調に推移している。

なお、4グループ向け以外の売上高の伸長率が近年高く（2019/3期では前期比13.9%増、484百万円の増収）、4グループ向けの売上高比率は徐々に低下している（P13の図表14）。

（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。同社に加え2社（ハイマックス、東邦システム）のみが公表されている。

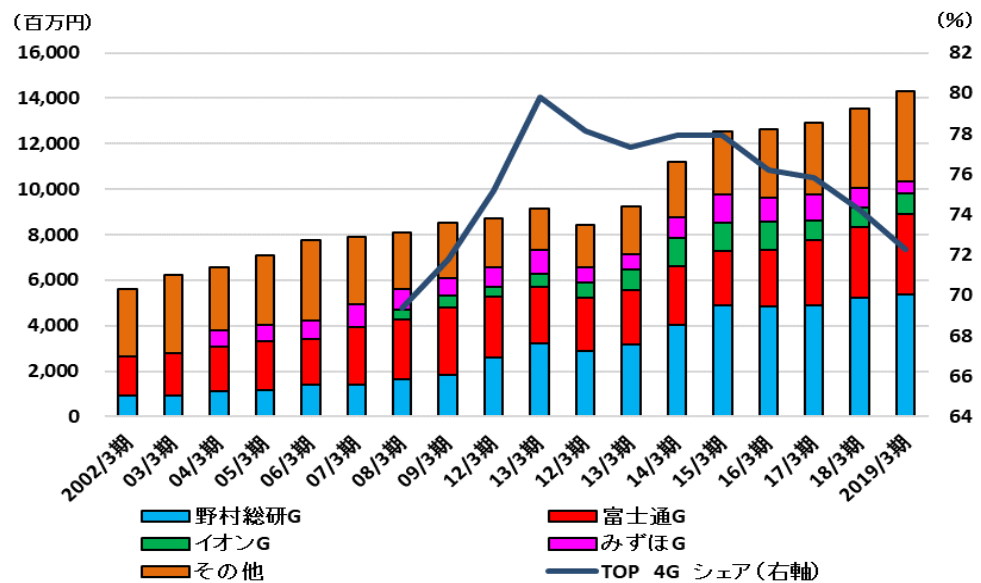
長期的に見ると、野村総研グループ向け売上高は、当初の流通業向けから金融業向けなどへの業務領域の拡大も奏功し、2002/3期の約9億円から、2019/3期には54億円までと45億円増加している。この間、同社全体の売上高は56億円から143億円へと87億円増加したが、増収寄与の過半（52%）はNRIグループによる。同様に、通信・電力インフラや官公庁関連の取引を伸ばした富士通グループの増収寄与は、18億円で21%を占める。長年にわたって主要各グループ向けに売上高を伸ばしており、顧客からの信頼性や取引の継続性が高い。

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、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向けが第一位で約40億円、27.7%（2019/3期売上高構成比率、以下同様）、富士通向けが第二位で29億円、20.2%を占める。

また、第三位の売上高（8.5億円、6.0%）を占め、30年来の取引

があるイオンアイビスからは、2019 年 2 月にベストパートナー賞を受賞するなど顧客満足度は高い（その他にも、取引先より多数受賞）。第四位の日立製作所とは、取引が前期比約 5 倍増の 8.3 億円（売上高構成比率 5.8%）と大きく伸びている。

【図表 14】顧客グループ（G）別の売上高と上位 4 グループの同シェアの推移
（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、決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

◆ 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（P14 の図表 15）、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。2019/3 期の研究開発費の総額は 68 百万円、売上高の約 0.5% 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。これらは先端知識・情報の獲得と共有、人材育成、共同開発・提案、新ビジネスの事業化を目的としている。

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

◆ 注力するクラウド、ブロックチェーン、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。

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 15】最近の新技术・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。
2019年1月	同社の連結海外子会社(上海)の現地企業iVisioとの業務提携	同社の連結子会社である上海求歩信息系统有限公司が、現地日系企業向けビジネスにおける主要な取引先である iVision とコアパートナー契約を締結。オフショアビジネスと並行して現地日系企業向けのビジネスを展開しており、提携により相互の連携を強化し 両社の更なるビジネスの拡大を目指す。
2019年4月	サイボウズ株式会社のオフィシャルパートナー認定	サイボウズ社のオフィシャルパートナーに認定される。急速に広まっているクラウド型の業務ソリューションに対する顧客の要求に応えるため、サイボウズ社のクラウドサービスである「kintone」(ビジネスアプリ作成クラウドサービス)を活用した新たなビジネススキームと、同社の強みであるエンハンスサービス、同社グループの海外拠点を活用したオフショアサービスを組み合わせることで、顧客の課題解決サービスを提供する。

(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

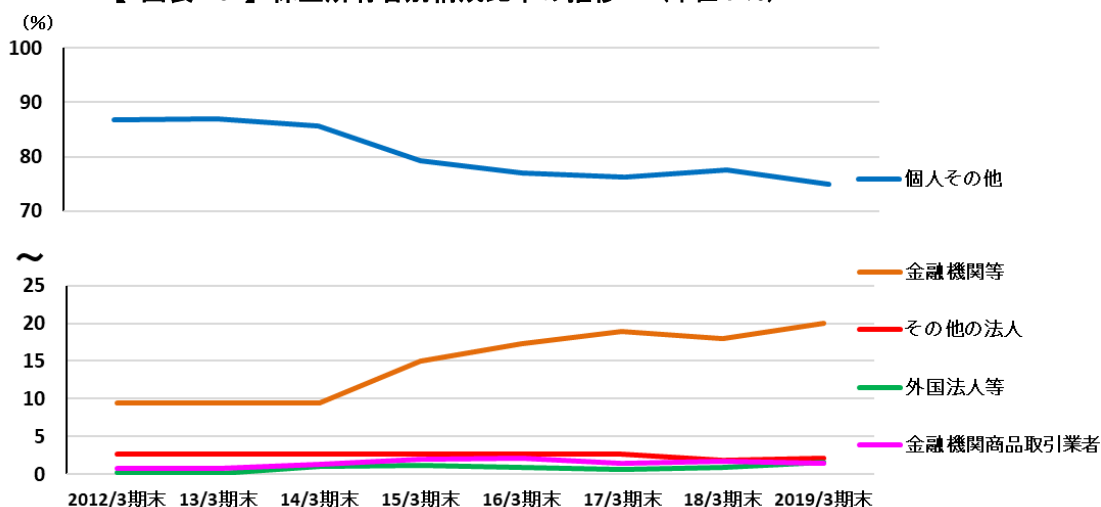
3. 株主構成

- ◆ 個人その他の保有構成率は8割弱。

◆ 株主所有者別構成の推移

2019年3月末時点の株主所有者別構成比率（図16）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1.5%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。

【図表16】株主所有者別構成比率の推移（単位：%）



（出所）有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 上位大株主は、持株会や（現・旧）役員が占める。

◆ 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。2019年3月末時点の大株主は、P16の図表17の通り。以下はその補足である。

- ◆ 自社株買いで、自己株式比率が約11%まで上昇。

- ・持株会の保有の減少で株主順位の1位と2位が入れ替わり、筆頭株主は崎山現社長となった。保有割合は12%弱と、第2位株主の従業員持株会をわずかに上回った。
- ・第3位株主の小貫氏は、同社元社長、第5位株主の内田氏は同社の現取締役である。
- ・第4位の株主として、買い増しにより浮上してきた信託銀行名義の実質的な所有者や目的は不明。
- ・第6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8位株主の佐藤氏は、同社元常務取締役。
- ・第9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10位株主は、取引金融機関である三菱UFJ銀行。
- ・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積極的に行っており、BIP信託口を含む自社保有株比率は、2019/3期末時点で全体の約11.3%を占める。

【図表17】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	2019年3月末	保有割合(%)	同順位
崎山 収(氏)・・・同社代表取締役社長	1,775	1,675	1,655	1,646	1,639	11.77	1
キューブシステム従業員持ち株会	1,641	1,672	1,663	1,668	1,565	11.24	2
小貫 明美(氏)・・・同社元代表取締役社長	401	401	401	401	401	2.88	3
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	-	-	-	321	394	2.83	4
内田 敏雄(氏)・・・同社現取締役	475	415	403	393	377	2.71	5
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	2.65	6
櫻井 正次(氏)・・・一般個人投資家	316	316	316	316	316	2.27	7
佐藤 俊郁(氏)・・・同社元常務取締役	380	340	300	300	304	2.18	8
株式会社みずほ銀行	276	276	276	276	276	1.99	9
株式会社三菱東京UFJ銀行	258	258	-	-	258	1.85	10
株式会社キューブシステム	682	458	1,035	1,236	1,356	-	-
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	-	-	-
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	1,725	-	-
(自己株式比率)	4.5%	4.8%	8.5%	9.8%	11.3%	-	-

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。

・約3億円相当の自社株買いを実施。

また、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、2018年9月には同様に自社株の一部を役員に交付した。従前は一部を除き現経営陣の直接保有する株式数は少なかったが、株式の交付を通じて役員の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。

また、2019年2月に、約348千株の自社株式（自己株式を除く発行済株式総数の2.8%に相当）を、総額約3億円（平均取得単価863円）で買い取りを行った。資本効率、利益率の向上を図り、ROE10%以上を継続的に維持することが目的である。ちなみに、配当金に自社株買いを含めた2019/3期の総還元性向は、91.3%となった。

今後、自社株式をどのように活用するのかは未決定であるが、これまでと同様に役職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がある。

4. ESG

- ◆ 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。

◆ 環境対応（Environment）

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（「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。

- ◆ 次世代人材の育成支援を積極的に推進。

◆ 社会的責任（Society）

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。

- ◆ 取締役+監査役の合計 10 名中、5 名が社外。

（注 16）SDGs（エスディージーズ）【Sustainable Development Goals】：持続可能な開発目標）：2015 年 9 月に国連サミットで採択された「持続可能な開発のための 2030 アジェンダ」に記載された 2016 年から 2030 年までの国際目標。持続可能な世界を実現するための 17 のゴール・169 のターゲットから構成され、地球上の「誰一人として取り残さない」ことを誓っている。

◆ 企業統治（Governance）

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、内部統制、セキュリティ推進、働き方改革推進などの各種委員会）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。

また、コンプライアンスに関する内部通報制度を設けている。なお、買収防衛策は導入していない。

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、かつ海外勤務経験者）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。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、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（2018 年 5 月に健康優良企業、銀の認定を取得）。2019 年 4 月には、サステナビリティ推進委員会を新設し、SDGs^{注 16}などの社会課題解決への取り組みに努めている。

5. 成長の軌跡

◆ 沿革

◆ コンピューター・システムの重要性・将来性を予見し創業。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。

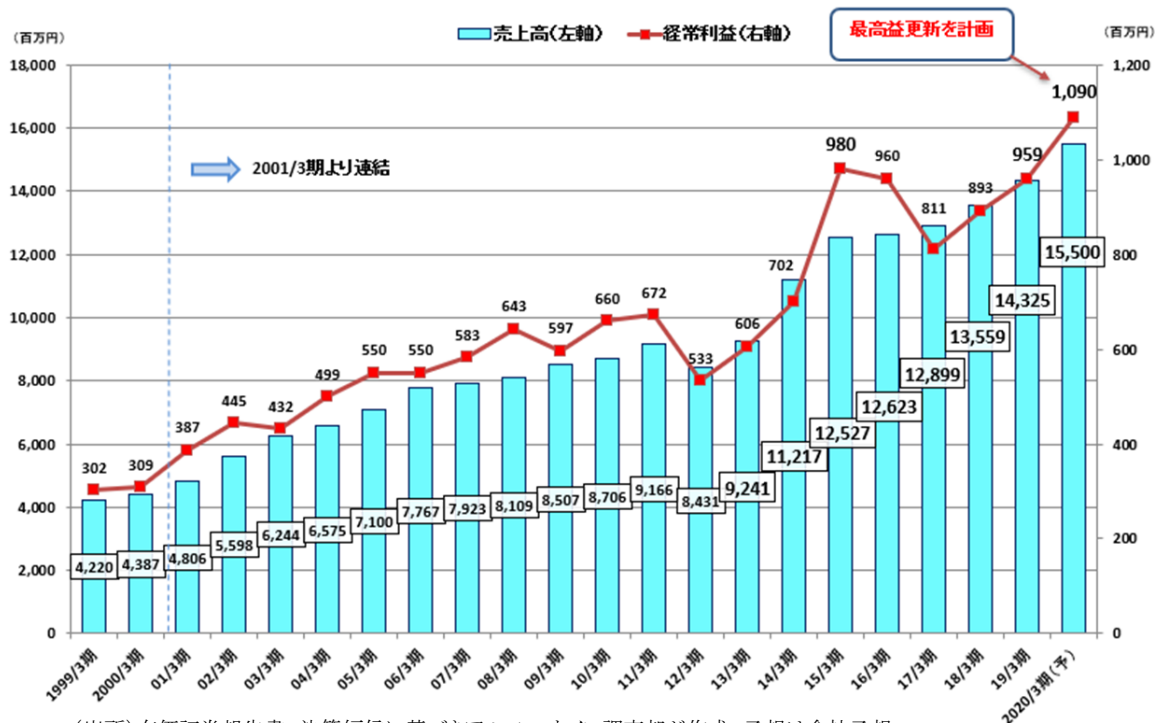
1972 年、ソフトウェアの開発とシステムの運用管理を目的に、同社の前身であるカスタムエンジニアーズ株式会社を現社長が有志とともに設立（1990 年に現社名に変更）。日本におけるコンピューター社会が到来する中、IT 投資が活発化しシステム開発市場も拡大。同社はシステムインテグレーション事業に特化し、実績と信頼を築いた。現在の主要顧客である、日本を代表する企業と次々に契約を締結し、それらの企業の IT 化投資の増大、システム開発や運用のアウトソーシングの流れを享受しながら、同社は業務領域を広げ、業容を順調に拡大してきた。

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 18 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 18】長期業績推移



- ◆ 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 18 年間にわたり 2012/3 期のわずかな 1 期間を除き、全期間にわたって対前年度で増収を達成し、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+6.4%、同様に経常利益成長率は+6.0%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 19 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（P20 の図表 20）、増収が増益、増配、時価総額の増大に直結している。

【図表 19】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 期実績値

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	6.20	8.05	17.81	13.72	32.67	333.48
平均	5.51	3.09	9.39	5.37	6.05	100.26
変動係数	1.13	2.60	1.90	2.56	5.40	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、前述したように 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。

最近、約 11 年間の業績の状況は以下の通りである。

- ◆ リーマンショック直後も 3 期連続増収を達成。

・ 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。

- ◆ 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。

・ 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。

・ 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

しい環境下、約 8%の減収となった。特に製造業・官公庁向けの落ち込みが大きく、流通向けを除き全業種向けに減収となり 2002/3 期以降、前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。

◆アベノミックスで環境は好転、再び増収軌道に回帰。

・その後、2012 年 12 月以降のアベノミックスによる景気回復や、企業業績・雇用の改善、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。

◆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。

・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）。

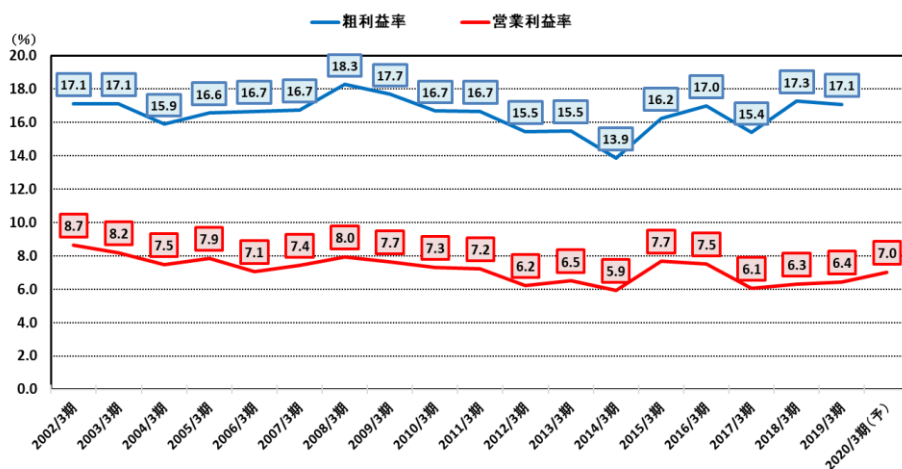
・その後は、毎年度、最高売上を連続更新している一方で、売上高粗利率、営業利益率が、コスト増、価格競争の激化などを反映し、長期的に逡巡傾向となった（図表 20）。

◆売上高は過去最高を 6 期連続で更新。一方、コスト増で利益は足踏みし、ボックス圏内で推移。

・特に、原価（外注費・労務費）の上昇や先行投資負担、人件費を中心とした販売管理費の増加により（参考：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%→19/3 期 10.6%）営業利益率は低下したが、2018/3 期以降、改善に転じた。前期（2019/3 期）には、各利益とも最高益の更新には及ばなかったものの、これに近い水準まで回復してきている。

・但し、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までには至っていない。

【図表 20】同社の売上高粗利率と同営業利益率の長期推移



(出所) 決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成、予想は会社予想

6. 業界環境

◆ システムインテグレーション事業の歴史

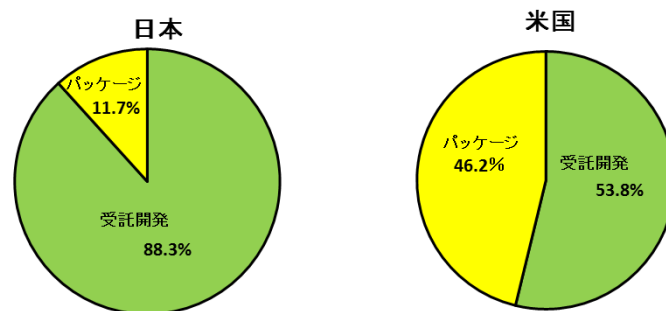
システムインテグレーション事業は、1960年代に米国の軍事産業がシステムのアウトソーシング（委託）を行ったことが始まりとされる。米国では企業（ユーザー）は、パッケージソフトを活用する、あるいは独自のシステムを開発する場合には、社内でシステム開発から運用までを内製化する傾向が強かった。一方、日本では1967年に日本電信電話公社データ通信本部が（現在のNTTデータの前身）発足し、全国地方銀行協会システム、官公庁向け大型プロジェクトシステムなどの構築を行ったことが、システムインテグレーション・ビジネスの草分けである。

◆ 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。

◆ 日本では、カスタマイズのシステムの受託開発が主流。

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。なお日本では、米国と比較してシステムの受託開発のウエイトが圧倒的に高く、パッケージソフトウェアの比率が低い（図表21）。

【図表21】 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」

◆ 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

◆ 業界は弱い寡占状態。参入障壁は、実質的には比較的高い。

◆システムインテグレーション業界は、垂直的な重層構造。

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る。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。

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、一般的にはリスクは高まる一方、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。

◆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。

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ブアウト後の吸収・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。

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が重要である（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）。

◆システムインテグレーションの市場規模は、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 17）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。

＜参考＞その他：上記以外の分類。

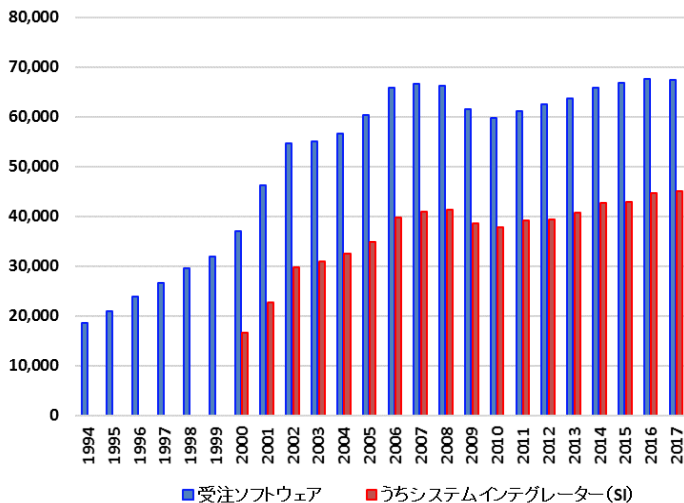
- ・商社系：機器販売等からスタートし、グループ企業向け売上が中心（伊藤忠テクノソリューションズなど）。
- ・通信事業系：（NTT コミュニケーションなど）。
- ・会計監査法人系あるいはコンサル系：（アクセンチュアなど）。

◆ 日本のシステムインテグレーション市場の動向

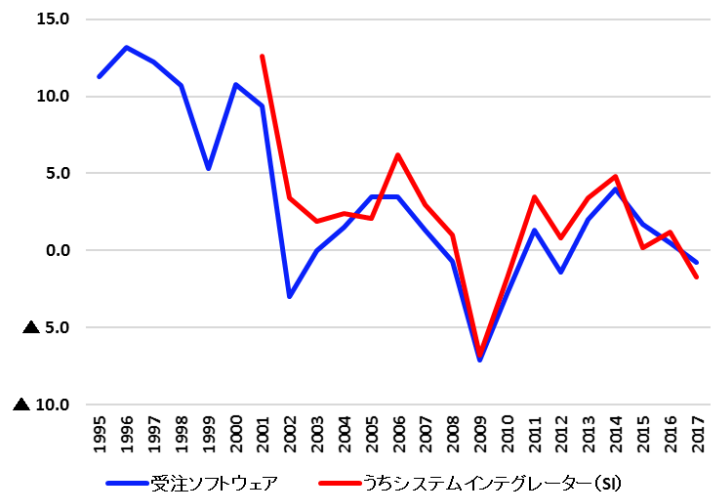
経済産業省の「特定サービス産業動態統計調査」^{注17}の集計結果である「情報サービス業の業務種類別売上高、事業所数及び常用従業者数」を見ると、受注ソフトウェア、またその過半を占めるシステムインテグレーションの売上高は、リーマンショック後の数年を除き、増加傾向にある（図表 22、23）。

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は、単純平均で年率約 2.1%のプラス成長と増加傾向にある。直近の市場規模は約 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 22】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 23】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

既に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）がピークアウトする一方、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、堅調な企業業績を背景に、企業・政府などの IT 化投資は底堅く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

（注 18）DX:デジタル変革。
【digital transformation】
デジタルトランスフォーメーション: IT (情報技術) の浸透が、社会の全領域に浸透することによってもたらされる変革。ビジネス分野だけでなく、広く産業構造や社会基盤にまで影響が及ぶとされる。

◆ 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。

◆ 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。

に戦略的に新分野や技術の開発を行い、システムの高度化や DX^{注 18} 化のニーズが加わり、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。

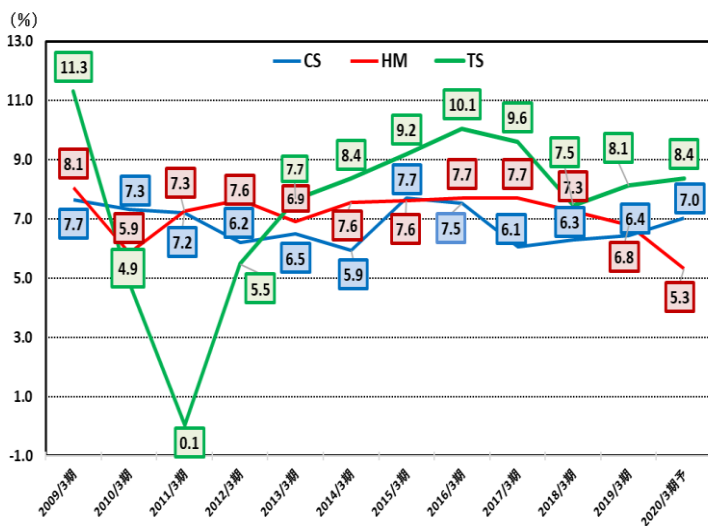
◆ キューブシステムのポジションと同業他社比較

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 社前後ある。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、国内市場でのシェアは、0.3% 前後と推計される。

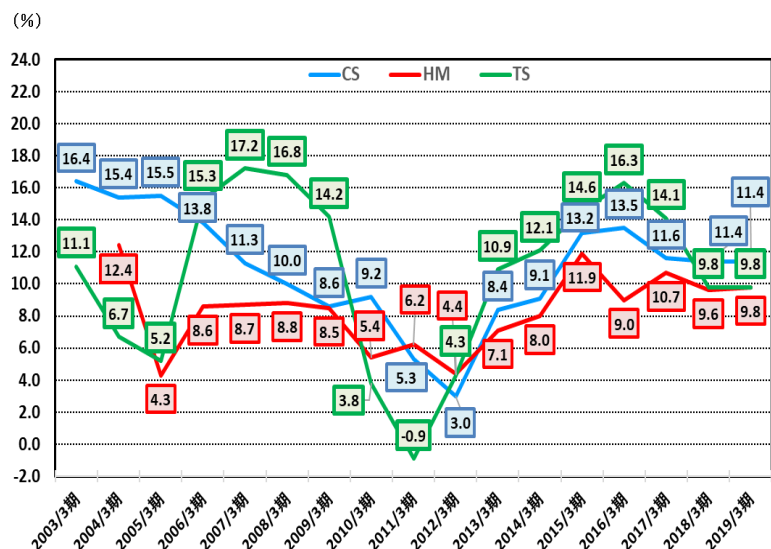
同社の競合相手は、同社がベンチマークとしているハイマックス（東証一部 4299）、東邦システム（同 4333）などであると考えられる。いずれも野村総研の e-e パートナーで、同社と非常に類似したポジション・規模にある。なお、SI の中でも野村総研や富士通などの最大手クラスの一部は、同社の直接の競業先というよりも、むしろ協業先・パートナーでもある。

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 24 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、水準的には大きな遜色はない。同様に ROE（図表 25）を比較すると、直近の 2 年間では 3 社内では最も高い。一時期よりも大きく改善し、目標である 10% を 5 期連続で超えている。

【図表 24】上場中堅 3 社（同社、HM、TS）の営業利益率推移



【図表 25】同 3 社の ROE の推移



（出所）図表 24、25 とも決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成

【図表 26】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・その他(上記3業種以外、製造業・官公庁など)向けシステム開発が中心。金融が売上高の3割弱。その他が急成長。	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・証券等)に特化し、売上高の8割強。通信ソフト開発も行う。
設立	1972年7月	1976年5月	1971年6月
上場(ジャスダック→東証一部→東証一部)	2002/10→2006/11→2014/3	2001/3→2004/3→2015/3	2001/6→2007/3→2014/3
売上区分・構成(2019/3期)	・システムインテグレーション 68.8% ・システムアウトソーシング 16.4% ・プロフェッショナル 14.8%	・システム・ソリューション 53.7% ・システムメンテナンス 46.3%	・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:0.0%)	・取締役(7名うち、3名が社外) ・監査役(4名うち、2名が社外) ・執行役員制度(10名、うち女性1名:10.0%)	・取締役(5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(9名、うち女性1名:11.1%)
上位顧客 販売先(百万円、売上占率)	① NRI 3,979 (27.8%) ② 富士通 2,903 (20.3%)	① NRI 6,292 (42.4%) -	① NRI 3,506 (27.4%) ② SGSK 1,425 (11.1%)
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、名古屋 ・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 ・ROE12%以上	＜中長期経営計画:最終年度＞ 2023/3期、 ・売上高200億円 ・営業利益20億円 ・同利益率10%以上 ・ROE15%以上
経営方針・戦略(概要)	・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、情報化社会の更なる発展に貢献する ・「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、海外を柱とした事業展開 ・新規事業と技術投資 ・成長を推進する経営基盤の強化	・ベストパートナーとして顧客の競争力を高め、情報化社会の発展に貢献する ・重点顧客を中心に既存領域の深耕と隣接領域への展開 ・重点6業種の深耕拡大(非金融向け売上比率30%超を目標) ・エンドユーザーとの取引拡大(エンドユーザー向け比率30%超を目標) ・新事業・海外事業の創出 ・事業拡大に向けた資本提携やM&Aの遂行	・お客様が求める価値を共に創造し実現する企業 ・トラディショナルITビジネス(SI事業)の維持拡大 ・デジタルITビジネス(挑戦) ・クリエイティブITビジネス(サービス提供型)の構築 ・経営基盤の強化(人財、働きがい、内部管理)
売上(百万円) 2020/3期会社予想	15,500	15,000	13,500
同増収率予想、前期比(%)	8.2	1.1	5.4
営業利益(百万円) 予想	1,090	800	1,130
同増益率予想、前期比(%)	18.3	-18.9	9.6
EPS(会社予想)2020/3期、前期比(%)	14.4	-25.0	18.7
純資産配当率(%) 実績	4.2	3.3	4.6
過去10年売上成長率 (2019年3期実績/2009年3期実績:%)	68.4	62.8	57.8
同営業利益成長率(同上)	41.3	34.5	12.2
自己資本比率(%) 実績	65.4	74.5	65.6
国内外全従業員数(人) 実績	766	820	534
同従業員一人当たりの予想売上高(百万円/人)	20.2	18.3	25.3
同従業員一人当たりの予想営業利益(百万円/人)	1.4	1.0	2.1
ROE(%) 2019/3期実績 A=B*C*D	11.3	9.7	9.8
売上高当期利益率(当期純利益/売上高:%) B	4.2	4.8	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	12.9	10.1	10.2
売上高経常利益率(%) 同実績 F	7.1	6.7	8.1
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) G	1.8	1.5	1.3

斜線は、2020/3期会社予想数値、他は2019/3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、期初会社計画、当部予想を若干下回るが、7期連続の増収、2期連続の増益。

◆ 売上高は過去最高値を連続更新。利益も過去最高益に迫る。

◆ 受注・受注残とも増加。

◆ 2019年3月期(前期)通期決算

2019/3 期連結（以下、前期）業績は、売上高 14,325 百万円（前期比 5.6%増）、営業利益 921 百万円（同 7.8%増）、経常利益 959 百万円（同 7.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 596 百万円（同 5.1%増、以下、当期利益）と好調であった。前期は中期経営計画「V2020 3rd STEP」（2018-2020 年度）の初年度であったが、概ね好調な滑り出しと言える。

売上高は 2013/3 期以降、7 期連続の増収かつ過去最高を更新し、各利益は 2 期連続の増益で過去最高益に迫る回復を見せた。なお、意欲的な期初会社計画（＝中計の初年度計画）に対し売上高は 2.6%、当期利益は 6.9%の未達となった（図表 27）。

アルファ・ウイン調査部では、前期の売上高を 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ていたが、実績はこれを下回った。また、各利益は会社予想とほぼ同様と予想していた。当部では粗利率が、2018/3 期の 17.3%から 2019/3 期には 17.4%に 0.1 ポイント改善する想定であったが、逆に 17.1%へと 0.2 ポイント悪化したことが、予想利益との差の最大の要因である。これは、一過性ではあるが想定外の不採算案件が計上されたことと、製造原価の労務費・外注費の上昇が理由である。

一方、受注高は、前期→今期の順に（以下同様）13,643 百万円→14,750 百万円と 1,106 百万円（8.1%）増加し、受注残高も同様に、3,650 百万円→3,996 百万円と 345 百万円（9.5%）増加した。

【図表 27】2019/3 期（前期）の期初計画と実績比較

単位： 百万円	期初会社 計画	当部予想	実績	会社計画 比乖離幅	期初会社計 画達成率
売上高	14,700	14,600	14,325	-375	97.4%
粗利		2,540	2,449		
粗利率		17.4%	17.1%		
販売管理費		1,540	1,527		
販管比率		10.5%	10.7%		
営業利益	1,010	1,000	921	-89	91.2%
営業利益率	6.9%	6.8%	6.4%	-0.5pt	
経常利益	1,010	1,000	959	-51	95.0%
当期利益	640	635	596	-44	93.1%

（出所）決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成

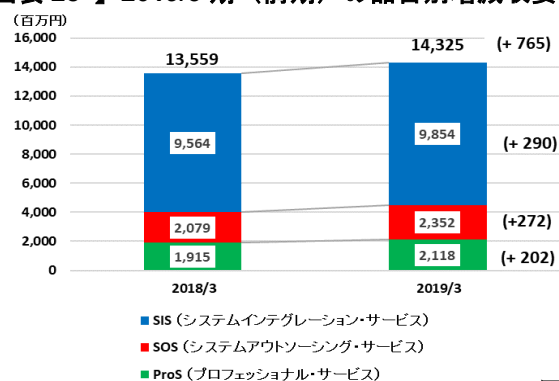
また、同社全体の増収幅は前期比 765 百万円であった。品目別の売上高は全 3 部門とも増収で、増収幅も各 2～3 億円となった（P27 の図

表 28)。

なお、品目別粗利率では、SIS の粗利率が、スーパー・銀行・生保向け案件の縮小による採算性の悪化を受けて 17.0%→16.0%へと 1 ポイント低下した。

一方、SOS はコンビニ向け案件などの寄与により粗利率が 15.2%→17.7%、ProS はクラウドコンサルの好調などで 21.0%→21.4%へと改善した。SIS の売上高は総売上高の約 7 割を占めるため、全体の粗利率は、17.3%→17.1%へと低下した。但し、増収効果で粗利額自体は、2,344 百万円→2,448 百万円へと 104 百万円（4.4%）増加した。

【図表 28】2019/3 期（前期）の品目別増減収要因



◆金融業向けが弱い、その他向けが好調。売上高・粗利で貢献。

【図表 29】2019/3 期の品目別増減益要因

		2018/3期	2019/3期	増減額	増減率
粗利額 単位： 百万円	合計	2,344	2,448	104	4.4%
	SIS	1,625	1,577	-48	-3.0%
	SOS	316	417	101	32.0%
	ProS	402	453	51	12.7%
粗利率 単位：%	合計	17.3%	17.1%	-0.2%	
	SIS	17.0%	16.0%	-1.0%	
	SOS	15.2%	17.7%	2.5%	
	ProS	21.0%	21.4%	0.4%	

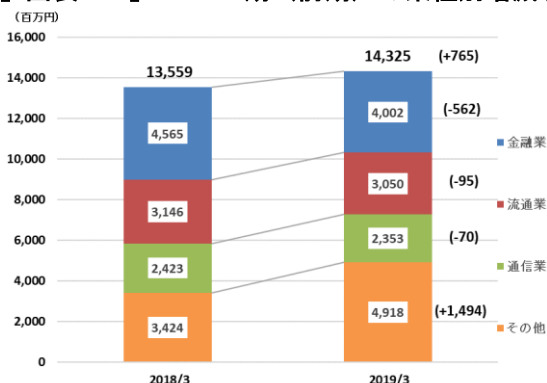
（出所）図表 28、29 とも、決算補足説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

・同様に業種別では、全売上高の増収幅、765 百万円（前期比）に対し、その他が前期比 1,494 百万円の増収（43.6%増）となり、主要なシステム構築案件の縮小による金融△562 百万円、流通△95 百万円、通信△70 百万円の減収を補って大きく寄与した。

・粗利ベースでも同様に、金融、通信が各△146 百万円、△19 百万円の減益となったが、その他が 263 百万円の増益となりカバーした。

・その他の好調は、これまでの地道な実績作り、ノウハウの蓄積、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。特に、建設機械・食品製造などの製造業向けシステム構築案件や、コンサルティング案件を受注し拡大した増収効果が、増益に大きく寄与した。

【図表 30】2019/3 期（前期）の業種別増減収要因



【図表 31】2019/3 期の業種別増減益要因

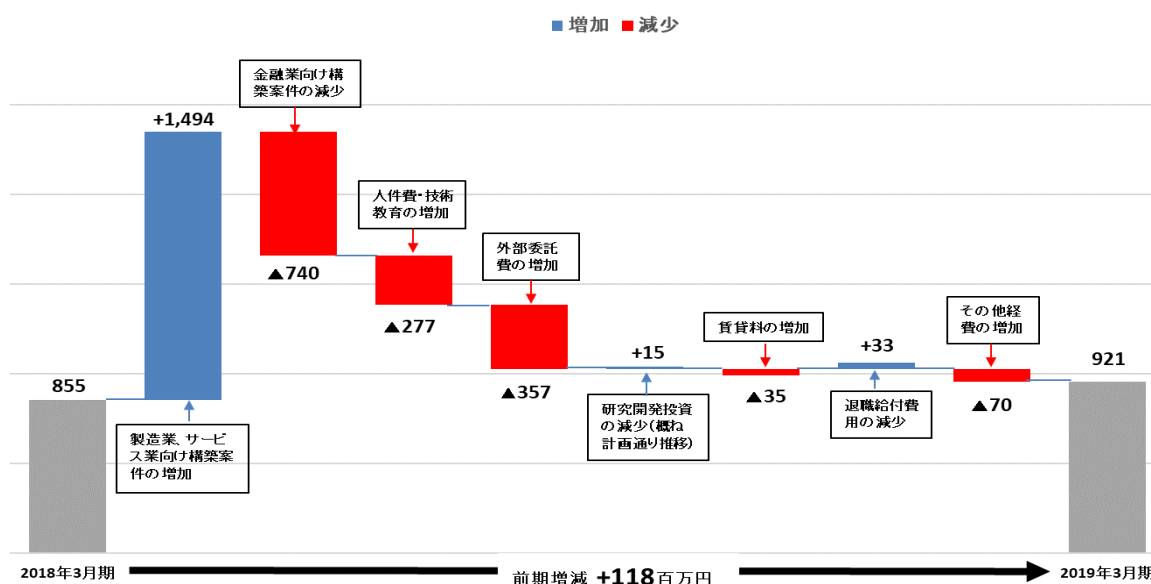
		2018/3期	2019/3期	増減額	増減率
粗利額 単位： 百万円	合計	2,344	2,448	104	4.4%
	金融	806	660	-146	-18.1%
	流通	536	543	7	1.3%
	通信	460	441	-19	-4.1%
	その他	540	803	263	48.7%
粗利率 単位：%	合計	17.3%	17.1%	-0.2%	
	金融	17.7%	16.5%	-1.2%	
	流通	17.0%	17.8%	0.8%	
	通信	19.0%	18.7%	-0.2%	
	その他	22.3%	34.1%	11.8%	

（出所）図表 30、31 とも、決算補足説明資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

全体的な営業利益の増減益分析は、図表 32 の通りである。その他の製造業、サービス業向け案件の増加が増益に大きく寄与し、金融向け案件の減少、人件費・技術教育費等（前年比 277 百万円増加）や外部委託費（同 357 百万円増加）の増加を補った。

販管費を前期比 2.6%の増加に留めたため、売上高販管費率は 11.0%から 10.7%と 0.3 ポイント改善した。この結果、粗利率の前期比 0.2 ポイントの悪化を相殺し、営業利益率は 6.3%から 6.4%へと僅かに上昇した。増収効果と相まって、営業利益は 7.8%の増益となった。営業外損益は前年度並みの 38 百万円のプラス、特別損益はなく当期利益も 5.1%の増益となった。

【図表 32】2019/3 期（前期）の増益要因（単位：百万円）



(出所) 決算補足説明資料

- ◆ 今期は連続増収増益、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 2020 年 3 月期(今期)業績予想

今期の業績は、売上高 15,500 百万円(前期比 8.2%増)、営業利益 1,090 百万円(同 18.3%増)、経常利益 1,090 百万円(同 13.6%増)、当期純利益 684 百万円(同 14.6%増)と、過去最高売上高の連続更新、及び各利益(営業・経常・当期利益)の過去最高値の更新を同社は予想している。特に営業・経常利益ではそれぞれ初の 10 億円超えを、前期に引き続き再度目指している(図表 33)。

【図表 33】2020/3 期(今期)予想

単位: 百万円	通期予想 (2020/3期)	対前年同 期比%
売上高	15,500	8.2%
粗利	非公表	
粗利率		
販売管理費		
販管比率		
営業利益	1,090	18.3%
営業利益率	7.0%	0.6pt改善
経常利益	1,090	13.6%
当期利益	684	14.6%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 業種別売上高では、流通業が大きく寄与する見込み。金融はボトムアウト。その他がエリア拡大・新分野で続伸予想。

全般的には「強み」を生かし、以下の施策により増収を計画している。

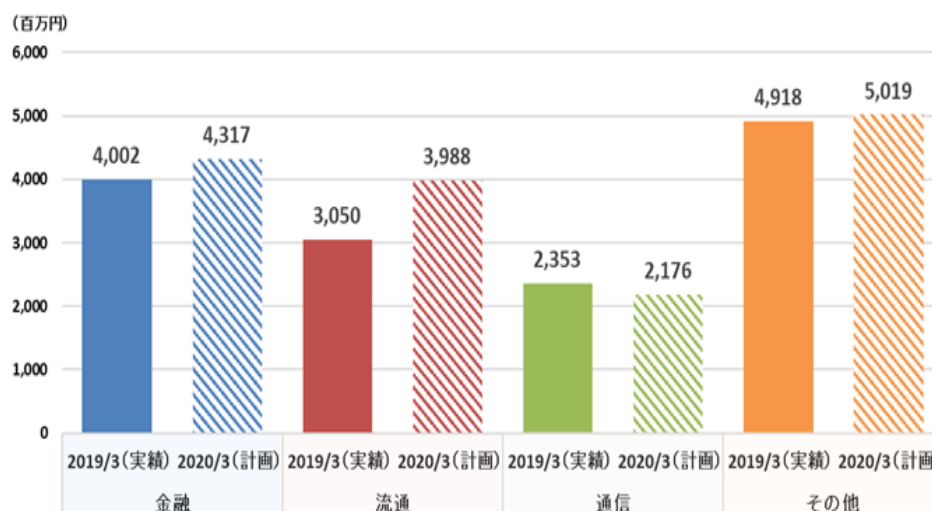
- ① 主要アカウントに対する営業力強化による既存領域の拡大
- ② 新たなマーケット、チャネル、エリアへの展開(新技術の活用、中部地域、エネルギー事業、産業分野、DX 関連)、
- ③ 新たなサービスの創出(新サービスの高度化、拡充、継続化)

・業種別では、通信業においてキャリア向け案件が収束するため前期比 177 百万円の減収(同 7.5%減)となる見込みである。一方、流通業では大型案件の新規獲得や AI 技術を活用した DX 関連案件、消費税対応の新規受注が牽引する。前期比 937 百万円の増収(同 30.7%増)と全体の増収幅 1,175 百万円の 8 割を占め、大きく寄与する見込みである。

・加えて金融業ではネットバンク・クレジット関連・ダイレクト生損保関連の案件の開拓や大型化により、売上高がボトムアウトし 314 百万円の増収(同 7.8%増)を計画している。

・また、その他では官公庁・サービス向けでの好調が見込まれることに加えて、名古屋拠点開設に伴う新規開拓(自動車・電力関連と推測される)の成果、及びブロックチェーンや AI などの新分野での拡大が見込まれ、100 百万円の増収(同 2.0%増)を予想している。

【図表 34】2020/3 期(今期)の業種別売上高予想(会社計画)(単位: 百万円)



(出所) 決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

◆利益率の更なる改善を計画。

一方、今期は粗利率が大きく上昇し、以下の理由により営業利益率が7.0%へと改善し、2桁の増益を見込んでいる（参考：営業利益率の実績：17/3期6.1%→18/3期6.3%→19/3期6.4%）。なお、営業利益ベースでは、業種別または品目別の計画は開示されていない。

- ① 既存ビジネスにおけるエンハンスサービスの高度化による収益力の向上と利益の確保
- ② 全社的な横断機能やプロジェクト単位での品質管理、不採算案件の発生防止
- ③ 積極的な研究開発推進の継続（クラウドサービス、アジャイル、ブロックチェーン、AIなど）による新分野への展開。
- ④ 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へのシフト（コンサルティングビジネスの拡大、サービス金額単位での受注への切り替え等）

また、今期に関しては、特段の営業外損益や特別損益の発生は見込んでいない。

◆上期・下期ともに前年同期比で増収増益を計画。下期の収益性改善を大きく見込み、下期の依存度が高い。

2020/3期上期の業績は、売上高7,437百万円（前期比8.5%増）、営業利益424百万円（同18.3%増）、経常利益424百万円（同12.5%増）、当期純利益250百万円（同10.9%増）を計画している。

単純に通期予想から上期計画値を差し引くと、今下期の業績予想は、売上高8,063百万円（前期比7.9%増）、営業利益666百万円（同18.2%増）、経常利益666百万円（同14.2%増）、当期純利益434百万円（同14.6%増）となる。

今期の上下の売上バランスは、2019/3期とほぼ同じで上期：下期48：52、営業利益では39：61、また営業利益率は前上期5.2%→今期5.7%と0.5ポイント、同様に下期が7.5%→8.3%と0.8ポイントの改善を想定している。下期に、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大きく見込んでいる。

【図表35】上期・下期別の会社業績予想と前年同期との比較

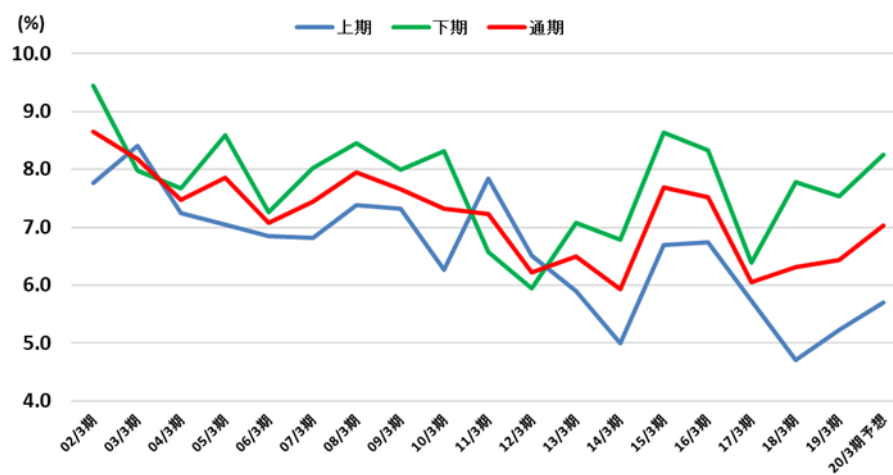
単位： 百万円	前期上期	前期下期	今上期 実績計画	対前年同期比%	今下期 実績計画	対前年同期比%
売上高	6,852	7,473	7,437	8.5%	8,063	7.9%
粗利	1,131	1,318				
粗利率	16.5%	17.6%				
販売管理費	773	754				
販管比率	11.3%	10.1%				
営業利益	358	563	424	18.3%	666	18.2%
営業利益率	5.2%	7.5%	5.7%	0.5pt改善	8.3%	0.7pt改善
経常利益	377	583	424	12.5%	666	14.2%
当期利益	225	379	250	10.9%	434	14.6%

（出所）決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

因みに、連結ベースでの過去 18 期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 である。同様に同期間の売上高営業利益率の平均は、上期が 6.6%、下期は 7.7%と下期が 1.1 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 36 を参照）。

直近 7 期間では上下期の営業利益率格差が 1~3%程度まで拡大している。これは近年 3 月納期の案件が多く、上期に比べ下期は（同 7 期間では）平均 12.7%の増収のため、採算性が良いと推測される。売上高の季節性に加えて、上期に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依存度が高くなる傾向がある。

【図表 36】通期・半期別営業利益率推移（今期は会社計画値）（単位：%）



（出所）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

8. 成長戦略

◆ 中長期経営ビジョン《VISION 2020》

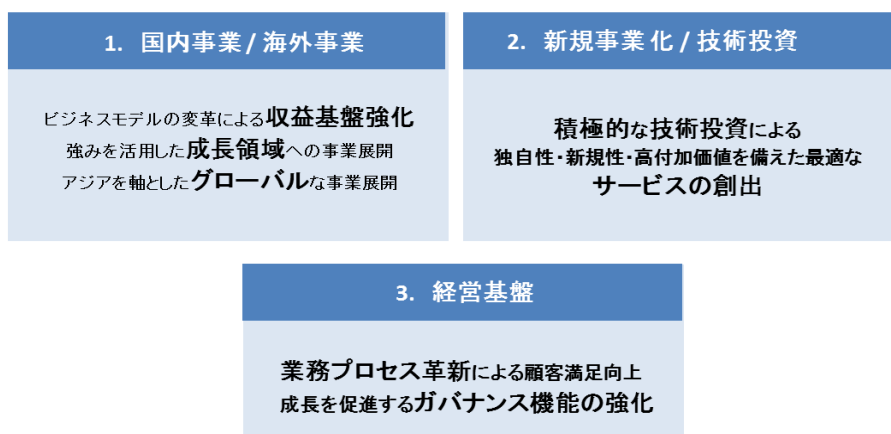
- ◆ 中計では、サービスメニューの創出を掲げる。

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 37 の通り）。

- ◆ 組織変更により、注力分野に専門部署を新設。

目標の実現に向けた事業展開の加速ならびに、経営基盤の強化を目的に 2019 年 4 月に組織変更を行った。DX 推進室、金融デジタル戦略室、名古屋オフィス、海外事業推進室等を新設し、成長分野に経営資源を配分する体制を整えた。



（出典） 決算説明資料より抜粋し、アルファ・ウイン 調査部作成

◆ 目標とする経営指標と重点分野

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、未達項目も改善しつつある。今後も業務の効率化、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。

- ◆ 目標とする 4 つの経営指標のうち ROE はクリア。

- ROE10%以上（2018/3 期→2019/3 期いずれも実績 11.4%、以下同様）
- 連結営業利益率 10%以上（同 6.3%→6.4%）
- （海外子会社を除き）国内従業員一人当たりの連結売上高 25 百万円以上（同 22.2 百万円→22.8 百万円、目標達成率 88.6%→91.4%）
- 同連結営業利益 2.5 百万円（同 1.40 百万円→1.47 百万円、同達成率 55.9%→58.8%）

- ◆ 中期計画では、毎期連続増収増益、最高益の更新を見込む。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%が目標。

また、2021/3期までの中期の業績予想を発表している。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38、39）。

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（但し、2019/3期のセグメント別売上高の実績値は非公表）。

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。営業利益率も毎期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する10%近くまで引き上げる計画である。

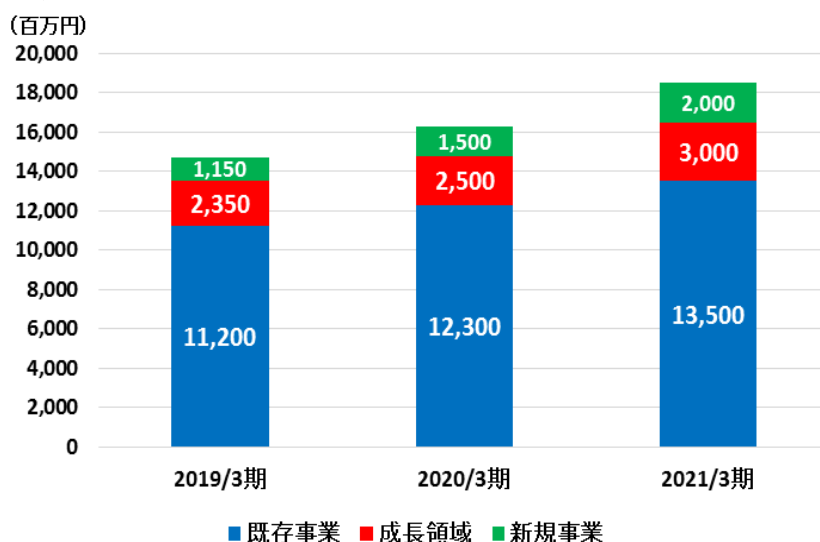
但し、中計2年目にあたる今期は、前期の実績と今般の状況を踏まえて、結果的に予想の修正を行っている。現状では、2021/3期の計画値に変更はない。

【図表38】会社の中期計画と実績・予想

	2018/3期	2019/3期		2020/3期			2021/3期
単位：百万円、%	実績	中計	実績	中計	会社予想	差異	中計
売上高	13,559	14,700	14,325	16,300	15,500	-800	18,500
成長率	5.1%	8.4%	5.6%	10.9%	8.2%	-2.7%	13.5%
営業利益	855	1,010	921	1,323	1,090	-233	1,776
営業利益率	6.3%	6.9%	6.4%	8.1%	7.0%	-1.1%	9.6%
ROE	11.4%	12.1%	11.4%	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39】中期（会社）計画における売上高のブレイクダウン



（出所）決算説明会資料より、当調査部が作成

- ◆ 従来予想を見直し、当調査部の今期業績予想を、会社計画とほぼ同水準まで修正。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2020 年 3 月期(今期)業績予想

アルファ・ウイン調査部は、今期、及び来期の業績予想を見直し、新たに 2022/3 期の業績見通しを加え図表 40 に示した。当調査部では、今期の売上高を従来は 15,800 百万円と予想していたが、今回の新予想では会社予想(15,500 百万円)とほぼ同等の水準に修正を行った(当調査部予想：15,400 百万円)。

利益面でも、前回予想を僅かに下方修正し、会社予想とほぼ同水準と予想した。景気全般の不透明さが増す一方、各種コストは上昇局面にあり、従来予想と比較して粗利率の改善効果と販管費率をやや厳しく見直した。この結果、営業利益率の前提を従来の 7.3%から 7.0%に修正した。

【 図表 40 】 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、%	2019/3期実績	2020/3期CE	2020/3期・新E	2020/3期・旧E	2021/3期・新E	2021/3期・旧E	2022/3E
売上高	14,325	15,500	15,400	15,800	16,500	17,300	17,800
売上総利益	2,449		2,700	2,800	2,930	3,100	3,180
売上総利益率	17.1%		17.5%	17.7%	17.8%	17.9%	17.9%
販売費及び一般管理費	1,527		1,620	1,650	1,720	1,760	1,900
(対売上高比)	10.7%		10.5%	10.4%	10.4%	10.2%	10.7%
営業利益	921	1,090	1,080	1,150	1,200	1,340	1,320
(対売上高比)	6.4%	7.0%	7.0%	7.3%	7.3%	7.7%	7.4%
経常利益	959	1,090	1,080	1,150	1,200	1,340	1,320
(対売上高比)	6.7%	7.0%	7.0%	7.3%	7.3%	7.7%	7.4%
当期純利益	596	684	680	730	750	851	825
(対売上高比)	4.2%	4.4%	4.4%	4.6%	4.5%	4.9%	4.6%
売上高(前期比伸率、以下同様)	5.7%	8.2%	7.5%	10.3%	7.1%	9.5%	7.9%
売上総利益率(前期との差異)	-0.2%		0.4%	0.6%	0.2%	0.2%	0.1%
販売費及び一般管理費(伸率)	2.6%		6.1%	8.0%	11.1%	6.7%	10.5%
営業利益(伸率)	7.8%	18.3%	17.3%	24.9%	11.1%	16.5%	10.0%
経常利益(伸率)	7.5%	13.7%	12.6%	19.9%	11.1%	16.5%	10.0%
当期純利益(伸率)	5.1%	14.8%	14.1%	22.5%	10.3%	16.5%	10.0%

(出所) 有価証券報告書からアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 過去 16 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 16 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 P35 の図表 41 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 1.3%、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範囲内で意欲的な予想を公表する傾向がある。

- ◆ マクロ環境はやや不透明だが、受注は好調。
- ◆ 今期、増収増益、売上高・利益の過去最高値の更新の可能性はありと予想。

受注は好調であり、納期や最終的なプロジェクト管理の状況にもよるが、環境の急変や大きな赤字案件が突発的に発生しない限り、現状では会社の期初業績予想と著しく乖離する可能性は少ないと考えられる。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はありと判断している。

【図表 41】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（当期利益）		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	-	510	-	432	-	235	-	-	-	-	11.5%	5.2%	-2.9%	-4.4%
04/3期	6,900	6,575	-	491	522	500	284	280	-4.7%	-	-4.3%	-1.5%	5.3%	-3.7%	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%
19/3期	14,700	14,325	1,010	922	1,010	960	640	597	-2.5%	-8.8%	-5.0%	-6.8%	5.7%	7.8%	7.5%	5.2%
20/3期	15,500	-	1,090	-	1,090	-	684	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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→									-1.3%	-5.5%	-4.1%	-4.4%	6.4%	4.7%	6.0%	12.5%
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			
									5:11	2:10	5:11	6:10				

（出所）決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

- ◆ 中期の業績見通しを、マクロ環境の変化も考慮し改定。
- ◆ 中期的には、年率 6～10% の増収増益基調を予想。

当調査部では、今期の同社前提や国内・海外の景気の悪化懸念、日本企業の業績のモメンタムの変化などを踏まえ、従来見通しをやや下方修正し、2022/3 期までの 3 期間にわたる業績予想を行った（前出、P34 の図表 40）。以下の要因によって、当面、年率 6～10% 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が拡大
- ・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）
- ・但し、大型の M&A などによる増収効果は見込まず（利益も同様）

< 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）により徐々に改善するが、従来の想定よりもややスローテンポと予想
- ・新規ビジネスによる増益効果は当面は、大きくは見込まず
- ・将来の成長に向けた事業基盤の強化（人員・組織・拠点の拡充）、人件費・物流費・外注費等の上昇、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 6～10%増加するとやや高めに想定
 ・結果的に、来年度以降、売上高営業利益率は年間（従来前提）0.4～0.5 ポイント→（今回）0.1～0.3 ポイント程度の改善予想に変更
 ・特別損益の発生は見込まず

なお、会社の中期計画数値（最終年度の 2021/3 期）に対し、当調査部の予想は慎重な予想となっている。会社計画はやや意欲的な目標であり、当部予想では、以下のリスクファクターを勘案したものである。ただし、同社の計画通りの施策が実行され、かつ大型案件・新規案件の受注や海外展開、新規ビジネスの進展、企業買収の成功などの好条件が整えば、年度が後ずれする可能性はあるが、中長期的には達成可能な範囲内の目標数値であると考えている。

・マクロ環境では、米中貿易戦争などによる世界景気の不透明感、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、今後の主要なユーザーの業界環境や動向、新規分野・領域での寄与度、M&A 戦略、コスト上昇率、人員採用等が見通しにくい。

9. アナリストの視点

◆ SWOT分析

同社の SWOT 分析を図表 42 に列挙した。

【図表 42】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 42 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、これまで述べてきたことを要約し課題を補足すると、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。

◆ 株主還元、及び株主優待制度

◆ 株主還元には積極的。

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、株主優待等株主還元積極的に取り組んできた。

◆ 株主優待を含めた実質的な年間（最大）利回りは、約 2.9%。

なお、連結配当性向は 2018/3 期実績では 39.4%、2019/3 期 37.0%、2020/3 期予想で 36.3%（会社予想ベース）と、目安としている 35% をクリアしている。2018/3 期に 14 円から 16 円に増配し 2019/3 期は据え置いたが、2020/3 期には 18 円に 2 円増配すると発表した（図表 43）。中期的には増益が見込め、今後も数年間隔で段階的な増配余地はあると思われる。

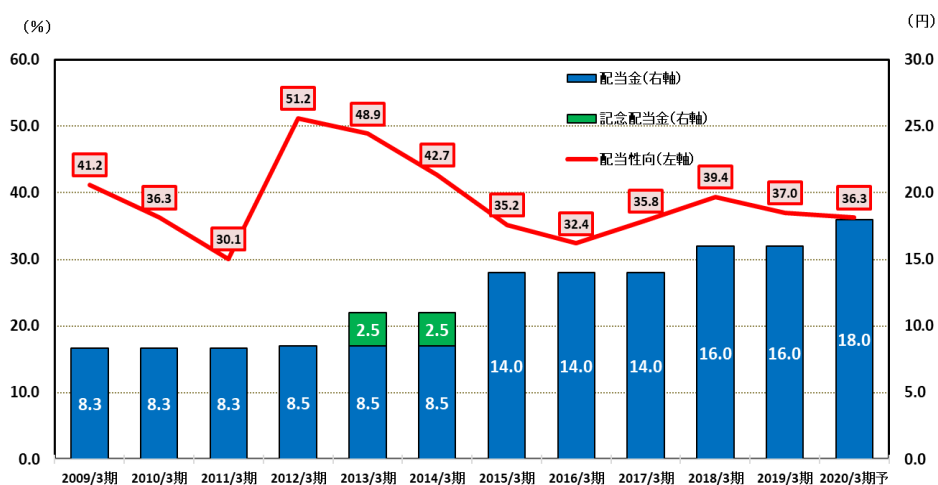
◆ 数年間隔で段階的な増配を実施。

株価 785 円（2019 年 6 月末終値）で計算すると、配当利回りは、2.3% となる。同社の株主には個人投資家が多いが、個人向けにも IR 活動を実施し、保有株数に応じ JCB ギフトカードを贈呈する株主優待制度がある（P39 の図表 44）。優待を考慮すると、実質的な利回りは最大約 2.9% に高まる（最適株数を保有と仮定）。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 3.1%（優待も考慮）である。

◆ 株式分割・自社株買いにも積極的。

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、自社株買いも、今年の 2 月に実施された約 35 万株（3 億円）を含め合計 6 回実施し、累計で約 6.5 億円相当の株式（当時の取得価格総額）を取得した。なお、財務体質は良好でキャッシュリッチであるため、今後も株価水準によっては、自社株買いの可能性があり注目していきたい。

【 図表 43 】 配当金と配当性向の推移



（出所）アルファ・ウイン調査部が作成

【図表 44】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	18	2.9
400	1,000	2,000	18	2.9
1,000		3,000	18	2.7

「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(2019年6月末終値): 785円

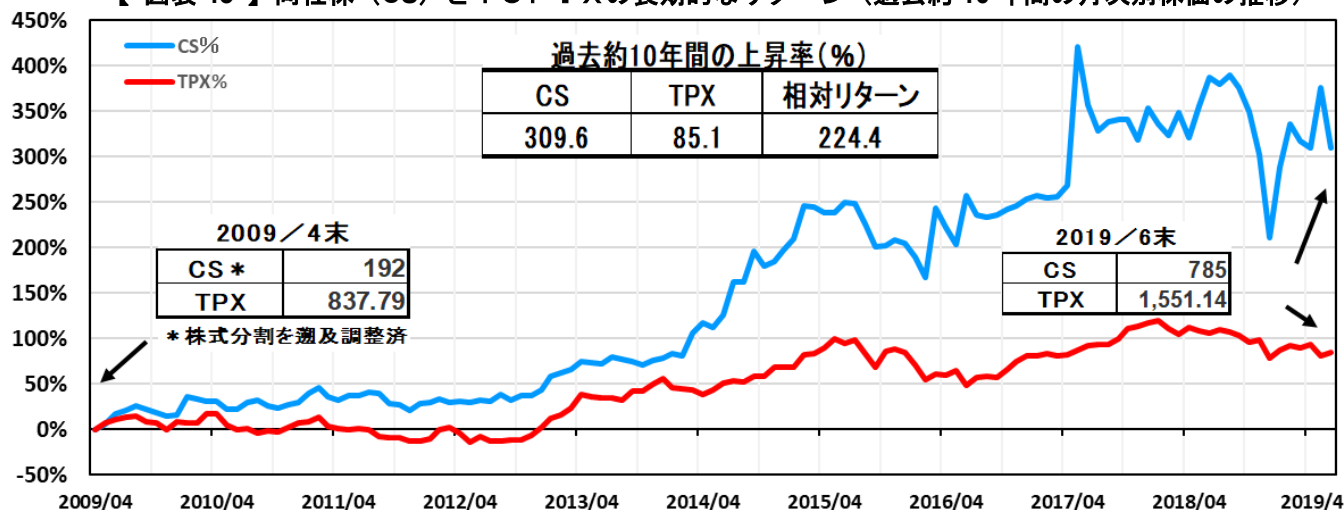
(出所) 同社HPに基づきアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ ディフェンシブな内需成長株。過去約10年で株価は約4倍に上昇、TOPIXを大幅にアウトパフォーム。

◆ 株価特性と水準、株価に影響を与えうるファクター

過去約10年間では、同社株は約4倍に上昇しTOPIXを200%以上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、2019年6月末時点、図表45)。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。今年の2月には自社株買いの発表により、また5月には業績が好調なAI関連銘柄として再評価され株価は急騰したが、最近800円前後で株価は安定して推移している。

【図表 45】同社株(CS)とTOPIXの長期的なリターン(過去約10年間の月次別株価の推移)



備考: CS株価、TOPIXの2009年4月末水準をスタート・ゼロ%とする

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

同社は、業績が相対的に安定しており、ディフェンシブな特徴がある。今後、国内外の景気が低迷した場合には、その特性が株式市場で再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、またはやや低い。

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2.3%と、東証一部の平均並み（単純平均2.1%、加重平均2.5%）。PERの比較では、同平均の約13.4倍に対し約15.8倍（2020/3期会社予想EPSベース）、またPBRでも平均の1.1倍に対し2.0倍と平均を上回り、市場からは相応の評価を受けている。

一方、類似する同業他社（ハイマックス、東邦システム）とのバリュエーション比較では、同程度あるいは、やや上回っているが割高な水準ではない（図表46）。また、流動性は相対的に高い（売買金額）。

また、主に東証一部に上場する代表的なSI企業33社（同社も含む、なお33社合計の時価総額は9兆円、売上高は6.8兆円）をユニバースとし、SIセクター（P41の図表47、48、49）内で比較すると、バリュエーションはほぼ平均的、またはやや低い。なお、同セクター内では、今期予想営業利益率（各社計画）とPER、売上高と時価総額に正の相関関係があると思われる（P41の図表49、P42の図表50）。今後、同社の営業利益率が改善し売上高が増加すれば、バリュエーション（PER等）が切り上がり、時価総額も増大するポテンシャルはあると当調査部では判断している。

・バリュエーションから判断すると、株価に相応の評価は反映。今後の注目点は、今来期の業績動向、新ビジネスの展開と株主還元の強化。

なお、今後、株価に影響を与えうるイベントまたは、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2020/3期の業績達成度、及び来期2021/3期の業績動向（特に期初予想の発表数値）
- ・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（名古屋拠点、海外展開など）
- ・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46】バリュエーション、流動性の同業3社比較（出所）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(6月28日末終値)	785	1,795	964
時価総額(百万円)	11,995	11,141	13,367
PER(株価予想収益率)	15.8	16.3	15.1
PBR(株価純資産倍率)	2.0	1.1	1.7
配当利回り(%)	2.3	2.8	2.6
EV/EBITDA(倍)	9.1	5.5	5.6
PSR(株価売上高倍率)	0.8	0.7	1.0
過去半年間の1日平均売買金額概算(百万円)	40	6	7

時価総額=発行済株式総数×株価(2019年6月28日終値)

PER、及び配当利回りの計算に用いたEPS、配当予想は、全て2020/3期の会社計画、PBRに用いたBPSは2019/3期実績値

EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現預金)/(営業利益+減価償却費+無形固定資産等償却)

PSR=時価総額/売上高(2020/3期会社予想)

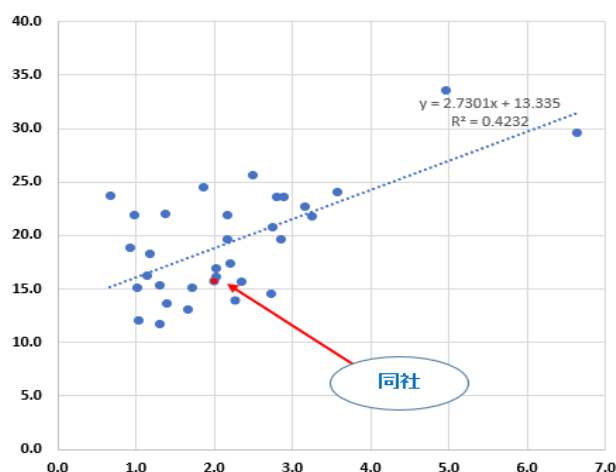
【図表 47】SI セクター内の主要銘柄の比較

(備考：今期の会社予想が発表され、かつ前期及び今期とも多額の特別損益が計上されない主要企業)

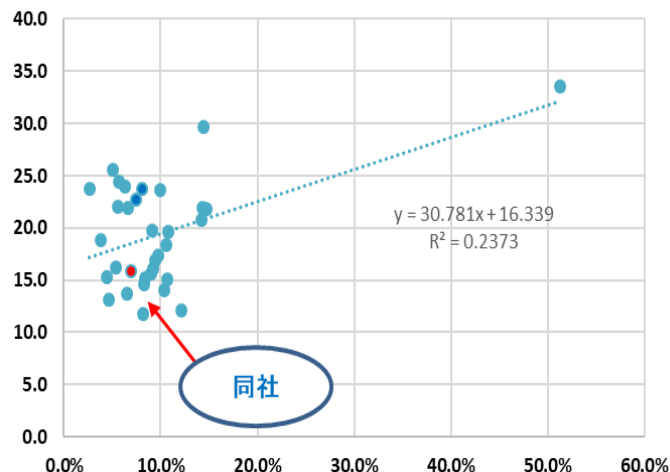
コード	社名	時価総額	株価	売上高	営業利益	営業利益率	実績ROE(%)	予想PER	実績PBR	予想配当利回り	PSR
9813	NTT データ	2,012,588	1,435	2,240,000	148,000	6.6%	10.7	21.9	2.2	1.3%	0.9
4307	野村総合研究所	1,301,778	1,727	530,000	76,000	14.3%	12.3	22.0	1.0	1.7%	2.5
4884	オービック	1,215,120	12,200	80,000	41,000	51.3%	15.5	33.6	5.0	1.1%	15.2
4768	大塚商会	823,659	4,335	803,000	50,400	6.3%	15.2	24.0	3.6	2.1%	1.0
4739	伊藤忠テクノソリューションズ	682,880	2,762	480,000	39,000	8.1%	11.5	23.6	2.9	2.0%	1.4
9719	SCSK	552,164	5,300	380,000	41,000	10.8%	14.6	19.7	2.8	2.5%	1.5
3826	TIS	481,962	5,490	425,000	40,000	9.4%	11.5	16.9	2.0	1.5%	1.1
8056	日本ユニシス	396,434	3,615	307,000	23,000	7.5%	13.1	22.7	3.2	1.8%	1.3
2327	新日鉄住金ソリューションズ	323,890	3,420	280,000	27,200	9.7%	12.3	17.4	2.2	1.8%	1.2
9749	富士ソフト	159,084	4,720	210,500	11,700	5.6%	6.2	22.0	1.4	0.8%	0.8
9759	NSD	146,941	3,115	65,500	9,300	14.2%	12.6	20.8	2.8	2.9%	2.2
1973	NECネットエスアイ	136,828	2,749	295,000	13,000	4.4%	8.7	15.3	1.3	2.9%	0.5
9882	DTS	113,298	2,246	93,500	10,000	10.7%	13.9	15.1	1.0	2.2%	1.2
4812	ISID	111,951	3,435	93,000	8,500	9.1%	10.5	19.7	2.2	2.0%	1.2
4722	フューチャー	101,191	2,123	43,500	6,400	14.7%	15.7	21.8	3.3	1.8%	2.3
9892	シーイーシー	89,150	2,371	51,500	5,150	10.0%	12.2	23.7	2.8	1.4%	1.7
3844	コムチュア	61,823	3,835	20,000	2,880	14.4%	26.0	29.6	6.6	1.5%	3.1
4674	クレスコ	41,520	3,460	37,880	3,400	9.0%	14.6	15.7	2.3	2.0%	1.1
4719	アルファシステムズ	39,347	2,800	30,300	3,200	10.6%	6.2	18.3	1.2	1.8%	1.3
9739	NSW日本システムウェア	38,680	2,598	38,000	3,500	9.2%	12.5	16.1	2.0	1.2%	1.0
4725	CAC Holdings	30,792	1,499	52,000	2,000	3.8%	4.4	18.8	0.9	3.3%	0.6
9640	セゾン情報	29,468	1,819	24,000	2,500	10.4%	16.5	14.0	2.3	4.7%	1.2
3784	ウインクス	21,102	1,191	26,500	1,350	5.1%	5.8	25.6	2.5	0.8%	0.8
9600	アイネット	19,117	1,177	30,000	2,450	8.2%	10.9	11.8	1.3	3.7%	0.6
9717	ジャストテック	17,812	974	17,005	2,060	12.1%	9.9	12.1	1.0	3.1%	1.0
4662	フォーカスシステムズ	13,751	844	21,800	1,420	6.5%	9.6	13.7	1.4	2.4%	0.6
4333	東邦システム	13,367	964	13,500	1,130	8.4%	9.8	15.1	1.7	2.6%	1.0
4828	東洋ビジネスエンジニアリング	12,210	2,035	16,000	1,330	8.3%	21.7	14.6	2.7	1.9%	0.8
2335	キューブシステム	11,995	765	15,500	1,090	7.0%	11.4	15.8	2.0	2.3%	0.8
4284	ソルクシーズ	11,882	886	14,000	800	5.7%	2.8	24.5	1.9	1.4%	0.8
4299	ハイマックス	11,141	1,795	15,000	800	5.3%	9.8	16.3	1.1	2.8%	0.7
4761	さくらケーシーエス	10,427	931	23,000	610	2.7%	2.5	23.7	0.7	1.3%	0.5
9753	アイエックス・ナレッジ	8,680	775	18,014	840	4.7%	13.1	13.1	1.7	1.9%	0.5
単純平均(オービックを除く)		273,394				9.8%	11.6	19.4	2.2	2.1%	1.6
備考 時価総額、売上高、営業利益の単位：百万円						8.5%	11.5	18.9	2.1	2.1%	1.2
PER、PBR、PSRの単位：倍											
株価は、2019年6月28日終値											

(出所) 図表 47～50 有価証券報告書、株価データによりアルファ・ウイン調査部が作成

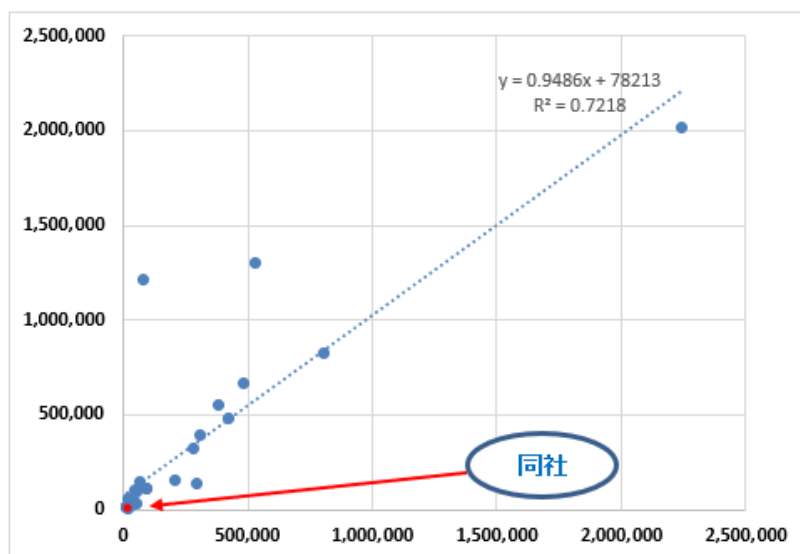
【図表 48】SI セクター内の主要銘柄のバリュエーション
～実績 PBR (横軸) と予想 PER (縦軸) の関係～



【図表 49】SI セクター内の主要銘柄の今期予想営業利益率
(横軸：単位%) と予想 PER (縦軸：単位倍) の関係



【図表 50】SI セクター内の主要銘柄の売上高（横軸：単位百万円）と時価総額（縦軸：単位百万円）の関係



ディスクレマー

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

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

PFV20190717-17