

アルファ・ウイン 企業調査レポート

株式会社キューブシステム

(2335 東証一部) 発行日：2020/7/1

● 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48年を有する。

業績動向

- ・同社は過去22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(単独決算時代も含む)。この間、売上高成長率(増収率の単純平均値)は年率+7.0%、経常利益成長率(同)は+8.3%と、長期間に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(平均7.2%)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(2020/3期)決算は、会社の期初計画を売上高・営業利益とも、それぞれ約5%、12%下回ったものの、売上高は147億円で2.7%の増収、営業利益は9.6億円で4.1%の増益となった。売上高は過去最高値を7期連続で更新し、営業利益・経常利益ともに過去最高益に迫る水準となった。但し、特別損失を計上したため、当期純利益は11.9%の減益となった。なお、2円増配し、一株当たり18円を配当した。
- ・今期(2021/3期)は売上高160億円(8.8%の増収)、営業利益約11.2億円(16.8%の増益)、当期利益7億円(33.3%の増益)と、過去最高売上高と同各利益の更新、18円配当の維持を会社は計画している。新型コロナの影響などビジネス環境は不透明ではあるが、主要アカウントやIT投資関連への営業強化、DXビジネスの新規開拓により増収を見込んでいる。また、増収効果に加え、採算性・生産性の向上に努め、大幅な増益を予想している。
- ・アルファ・ウイン調査部は、新型コロナによるリスクと会社前提を考慮し、今期の業績予想を会社計画よりもやや慎重に予想した。但し、売上高・利益は、過去最高値を更新する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のV2020では、最終年度となる今期に売上高185億円、営業利益1,776百万円(利益率9.6%)、ROE13%を目標としていたが、現時点では上記の予想数値が発表されている。一方、エンハンスビジネスを主として拡大と収益力向上に努める一方、成長領域であるDX・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、将来の事業展開に向け準備を行っている。今後は、プロジェクトマネジメント能力の向上、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る。
- ・2020年6月より中西氏が、新たに代表取締役社長執行役員兼CDO(前常務、野村総合研究所出身)に就任した。来年度からスタートする次期中計(V2026)では、受託型ビジネスに加え企画型ビジネスを積極的に展開し、エンハンスビジネスをベースにSIビジネス、並びにデジタルビジネスを強化する方針である。今後の具体策の発表と、新社長の手腕とその成果に注目していきたい。

1/44

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。

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。中長期的には、ユーザー企業等の IT 投資は継続的な拡大が見込め、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、新規ビジネスへの展開、生産性の向上により、年率 6～10%前後の安定した増収、増益が可能であると当調査部では予想している。

株主還元

・これまで自社株買い、株式分割、段階的な増配など、積極的に株主還元を行ってきた。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 2.5%となる。また、予想配当性向は約 35%と同業種内では平均的であるが、純資産配当率(直近実績値)は 4.5%と高い水準である。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。

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。同業種内では今期の業績見込みは相対的に良好で、かつ PER や PSR のバリュエーションでは、やや割安である。また、過去約 11 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、DX や AI 関連の新技术・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。

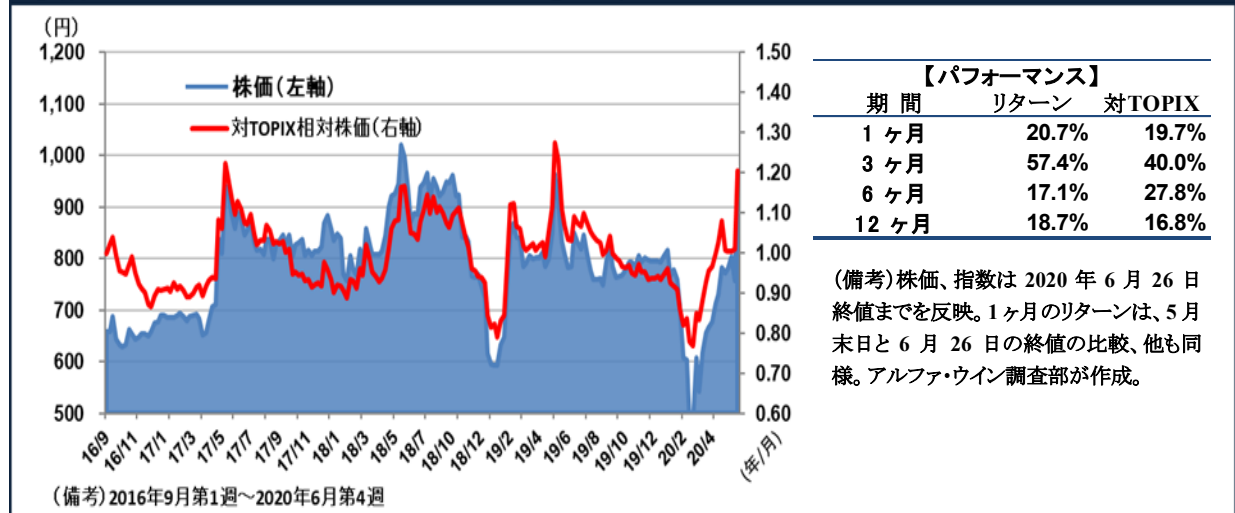
【 2335 キューブシステム 業種：情報・通信 】 図表A												
決算期		売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2018/3		13,559	5.1	855	9.5	892	10.0	567	2.9	40.59	372.23	16.0
2019/3		14,325	5.6	921	7.8	959	7.5	596	5.1	43.25	393.29	16.0
2020/3		14,708	2.7	959	4.1	976	1.7	525	-11.9	38.69	411.96	18.0
2021/3	CE	16,000	8.8	1,120	16.8	1,120	14.7	700	33.3	51.56	-	18.0
2021/3	E	15,300	4.0	1,050	9.5	1,050	7.6	655	24.8	48.21	442.12	18.0
2022/3	E	16,300	6.5	1,130	7.6	1,130	7.6	705	7.6	51.89	476.01	20.0
2023/3	E	17,200	5.5	1,200	6.2	1,200	6.2	750	6.4	55.20	511.20	20.0

(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	2020/6/26	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	932	前期実績	24.1	2.3	1.9%	46.5%
発行済株式数 (千株)	15,280	今期予想	19.3	2.1	1.9%	37.3%
時価総額 (百万円)	14,241	来期予想	18.0	2.0	2.1%	38.5%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率		69.6%	前期ROE	9.6%

(備考) 予想はアルファ・ウイン調査部予想

【株価チャート（週末値）2335 キューブシステム】 図表C



ディスクレマー

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

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない、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。（更新された）最新のレポートは、弊社のホームページ（<http://www.awincap.com/>）にてご覧ください。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本レポートの著作権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.com】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。

PFV20200701-9002

目次

1. 会社概要.....	P5
独立系の中堅システムインテグレーター.....	P5
経営理念と経営の基本方針.....	P7
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P8
3つのシステムサービスライン.....	P8
人材が鍵となる労働集約的なビジネスモデル.....	P10
バランスのとれた業種別売上構成.....	P11
安定した顧客基盤と継続性が高いビジネス.....	P12
今後の成長分野・次世代技術への布石.....	P14
3. 株主構成.....	P16
株主所有者別構成の推移.....	P16
上位株主構成.....	P16
4. ESG.....	P19
環境対応 (Environment)、社会的責任 (Society)、企業統治 (Governance).....	P19
5. 成長の軌跡.....	P20
沿革.....	P20
過去の業績推移.....	P20
6. 業界環境.....	P23
システムインテグレーション事業の歴史.....	P23
システムインテグレーション業界の構造.....	P23
日本のシステムインテグレーション市場の動向.....	P25
キューブシステムのポジションと同業他社比較.....	P26
7. 前期の業績実績と今期業績の会社予想.....	P28
2020年3月期(前期)通期決算.....	P28
キューブシステムによる2021年3月期(今期)業績予想.....	P31
8. 成長戦略.....	P33
中長期経営ビジョン《VISION 2020》.....	P33
目標とする経営指標と重点分野.....	P33
中長期経営ビジョン《VISION 2026》.....	P34
アルファ・ウイン調査部の2021年3月期(今期)業績予想.....	P36
アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し.....	P38
9. アナリストの視点.....	P40
SWOT分析.....	P40
株主還元、及び株主優待制度.....	P41
株価特性と水準、株価に影響を与えるファクター.....	P42

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 48 年を有する独立系のシステムインテグレーター。専業中堅。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。

(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。

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し、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 48 年にも及び、社長交代に伴い代表取締役会長に就任した崎山氏（1989 年から代表取締役社長）は創業メンバーの一人である。なお、2020 年 6 月に代表取締役・社長執行役員兼 CDO（Chief Digital Officer）に就任した中西氏は、同社常務執行役員からの昇格である。61 歳で京都大学卒業。野村総合研究所にて中部支店副支店長を務め、2017 年に同社に入社した。コンサルティング会社の勤務経験もあり、同社では役員として DX 案件などのトップセールスも行う。

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、同社が 90.9%出資し設立）

②「CUBE SYSTEM VIETNAM CO., LTD.」

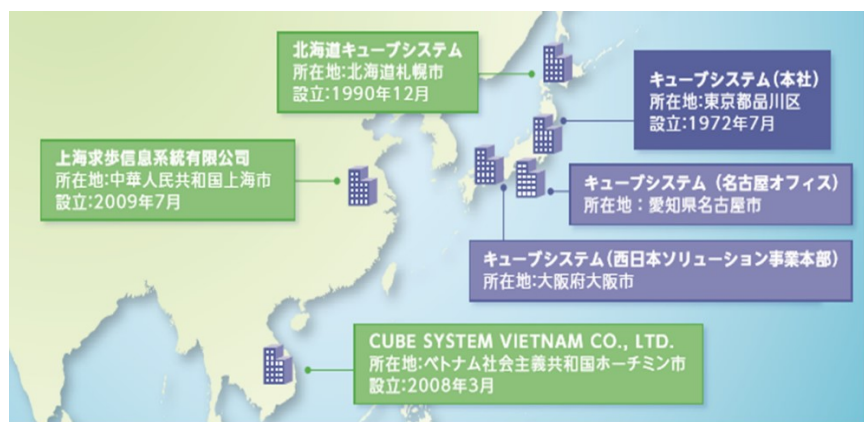
（ベトナム社会主義共和国ホーチミン市、同社が 100%出資）

③「上海求歩信息系统有限公司」

（中国上海市、合弁会社を設立後、2017 年に株式を全取得）

なお、オフショア開発^{注2}を主目的に海外子会社を設立している。

【図表 1】
キューブシステムグループの拠点



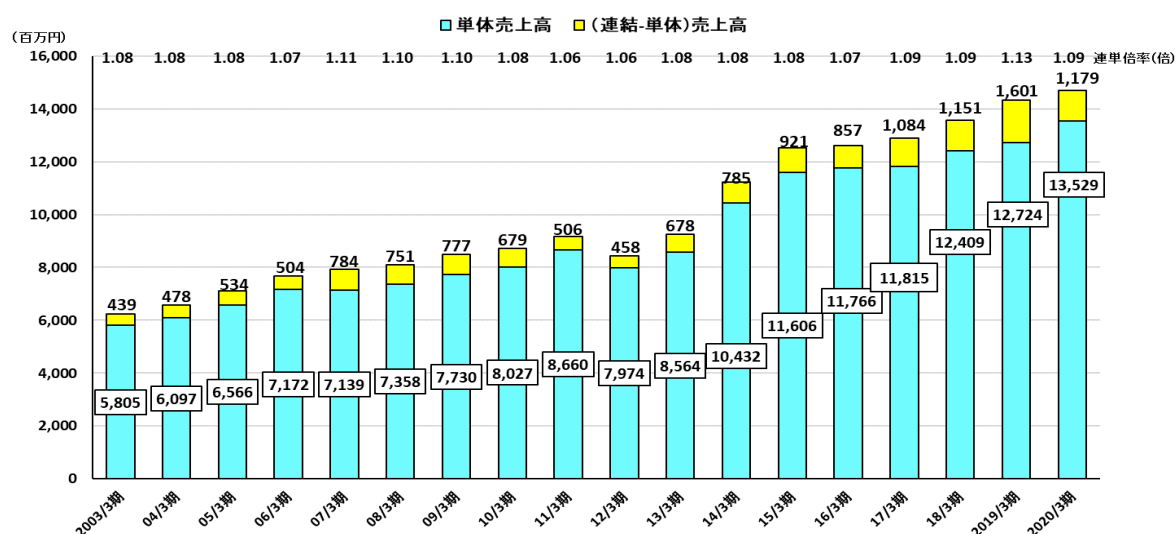
(出所) 定時株主総会招集通知

(2020年6月9日現在)

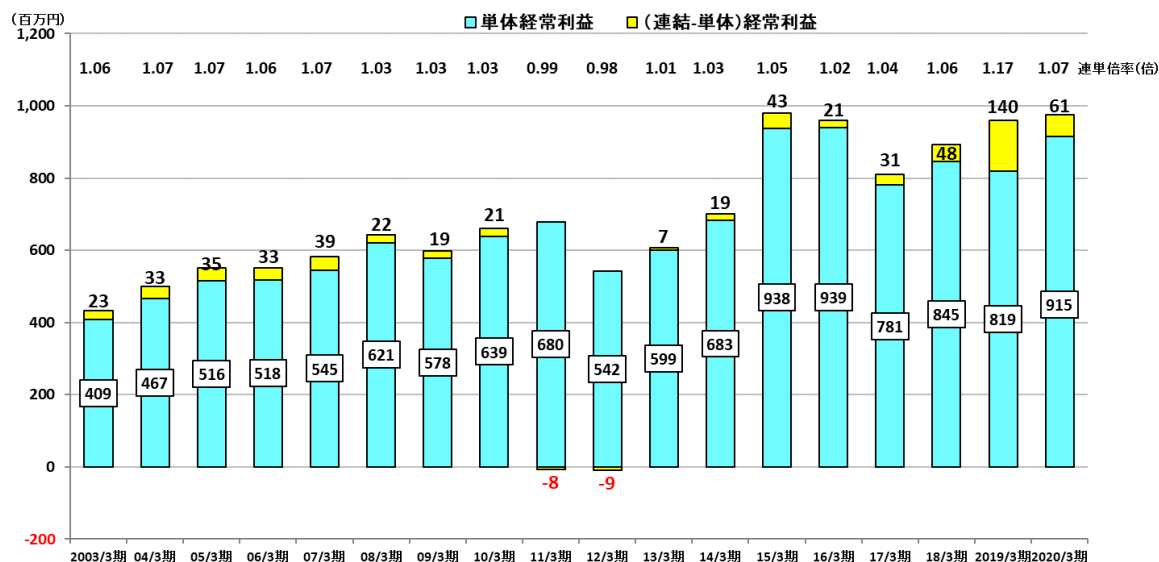
◆連結業績は増収増益基調。連結対象の子会社群は黒字が定着。連単倍率は、売上高・利益とも1倍強。

過去18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)。2017/3期から2019/3期までの3期間は、子会社群合計の業績(=連結-単体)も増収増益基調であった。直近の2020/3期は、子会社における大型システム開発案件の終息に伴い、減収減益となった。

【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、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。

◆ 社名の由来

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36億円に加え、換金性の高い債券と株式の8億円を合わせると流動性の高い資産は合計44億円。これに対し借入金は2.4億円である（総資産80億円、時価総額90億円、売上高147億円）。自己資本比率は70%、流動比率333%など財務比率も高く安定している（いずれも2020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	2020/3期
営業CF ①	283	622	101	451	317	503	534	936	388	773	747
投資活動によるCF ②	-1	309	54	-321	-172	-307	25	94	28	46	25
財務活動によるCF	-144	-173	-125	-151	-188	-439	-241	-610	-392	-531	-339
FCF(①+②)	282	931	155	130	145	196	559	1,030	416	819	772
現金及び預金	1,889	2,546	2,525	2,503	2,409	2,139	2,437	2,842	2,866	3,151	3,557

(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)「現金及び預金」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・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、売上目標や責任と権限を持ちプロジェクトの遂行を行う。

◆ 全社員で経営目標・実績を共有。

◆ 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”。

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。）

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

◆ 3つのシステムサービスライン

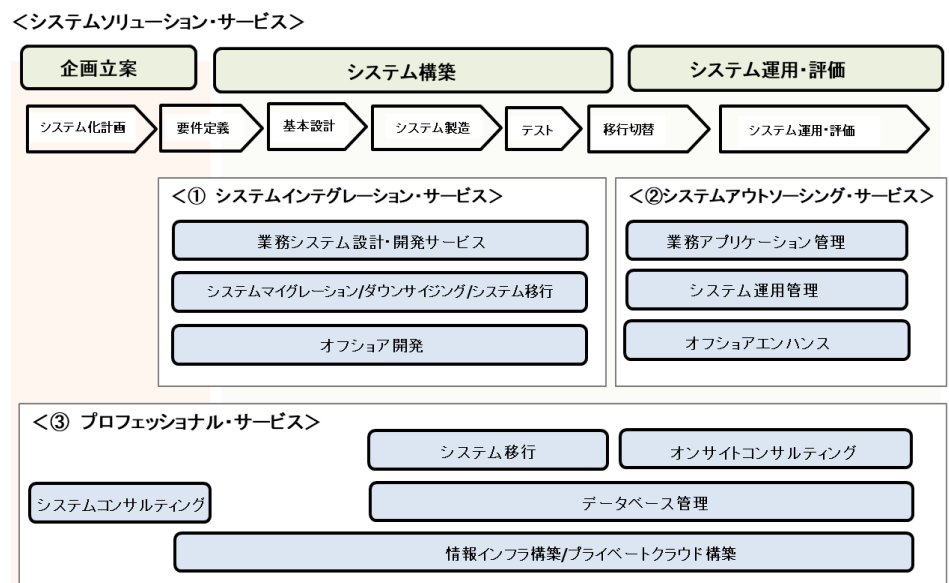
- ・事業は3品目に区分。システム開発を主とするシステムインテグレーション・サービスが売上高の7割。3品目の利益率は、ほぼ変わらず。

（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。

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。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



（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

- ・プロジェクトは分散化。

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（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

・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。

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。

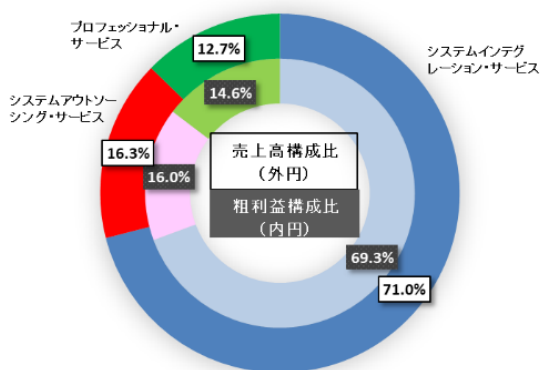
② システムアウトソーシング・サービス（SOS）

・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 2020/3 期



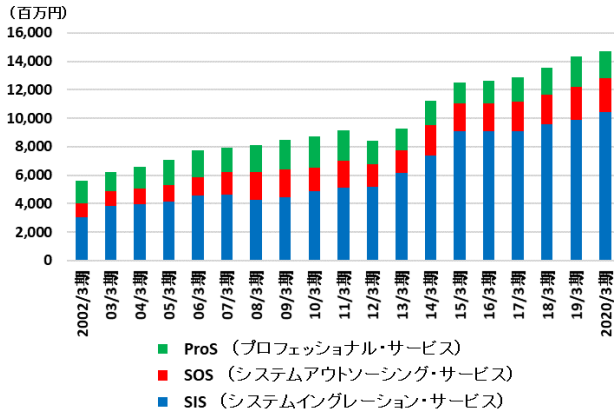
（出所）決算短信より当調査部が作成

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（図表7）。

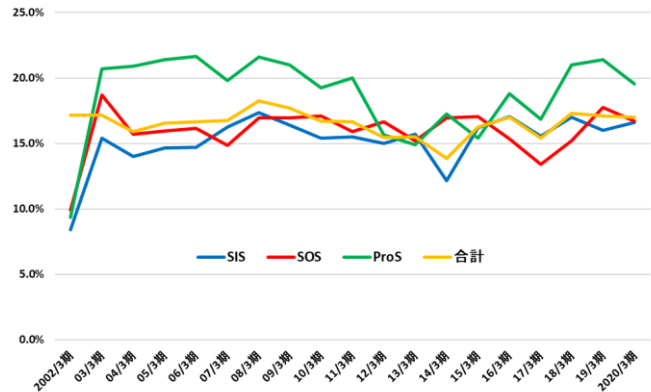
粗利の構成比は図表6（内円）の通りであるが、売上高構成比と大きくは変わらない。また、粗利率の推移はP10の図表8の通りである。いずれの区分においても年度によって最大5%程度の範囲内での変動はあるものの、概ね15%から17%が中心レンジである。但し、付加価値が高いProSの粗利率は上昇傾向にあり、他の2区分より4～5%

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 7】品目別売上高



【図表 8】品目別の売上高粗利率推移



(出所) 図表 7、8 とも、決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

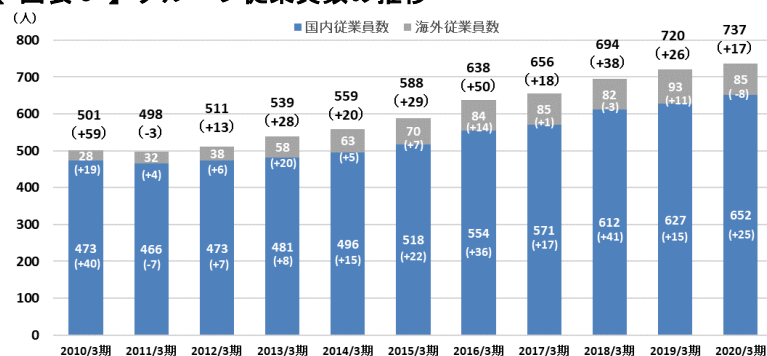
◆ 人材が鍵となる労働集約的なビジネスモデル

同社のビジネスの大半は、カスタマイズ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、昨今の人手不足から、業容の拡大に対して十分には確保できておらず、更なる成長ポテンシャルのボトルネックとなっている。今後は新規の採用に加え、従業員の定着率を上げていくことも課題となる。

◆ 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。

グループ全体の従業員数の推移は図表 9 の通りである。業容拡大に備え、毎年数十人単位で増員してきている。特に近年では、増員の大半はシステムエンジニア (DX など新分野の要員) である。

【図表 9】グループ従業員数の推移



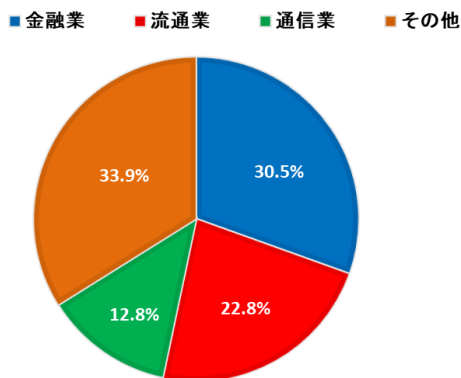
(出所) 決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

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（2020/3 期同社単体ベース、また同売上高比では各25%、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化が進む。

【図表10】業種別売上高構成 2020/3 期



（出所）決算短信などからアルファ・ウイン調査部が作成

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・独自サービスによる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、現状では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、組織的なプロジェクトマネジメントの強化、海外子会社の活用（オフショア開発）、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、図表10の通りである。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 期以降はウエイトが逆転している（P12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。

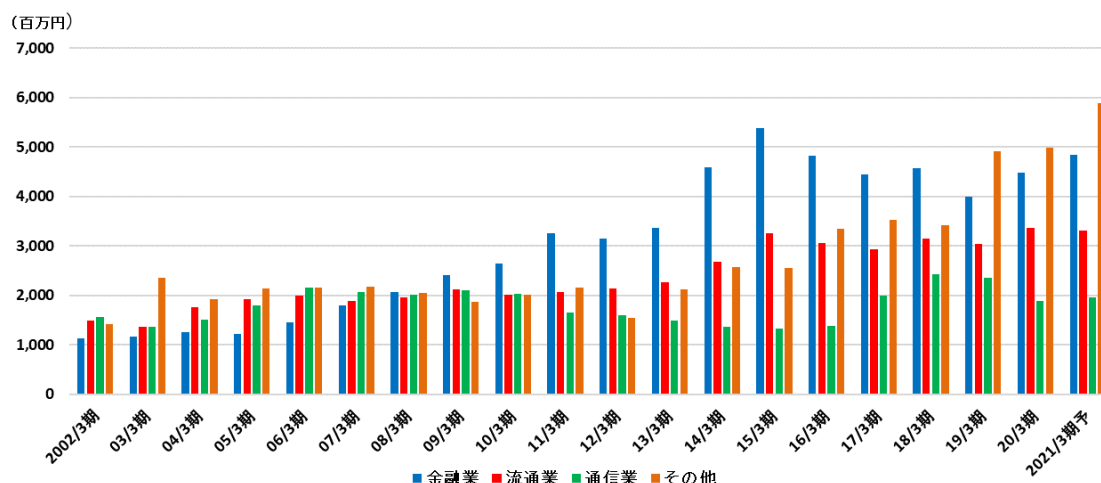
金融業向けでは、長年メガバンクを中心とするシステム需要が業績の牽引役を担ってきたが、金融業界の収益低迷と合従連衡の一巡により、システム需要も踊場を迎えた。しかし、代わって、クレジット、キャッシュレス、保険関連の需要が好調であり、ボトムアウトしつつある。一方、通信向け売上高は、通信キャリア等のシステム投資サイクルに関連し、やや波があるが、長期トレンドとしては増加傾向にある。

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。

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

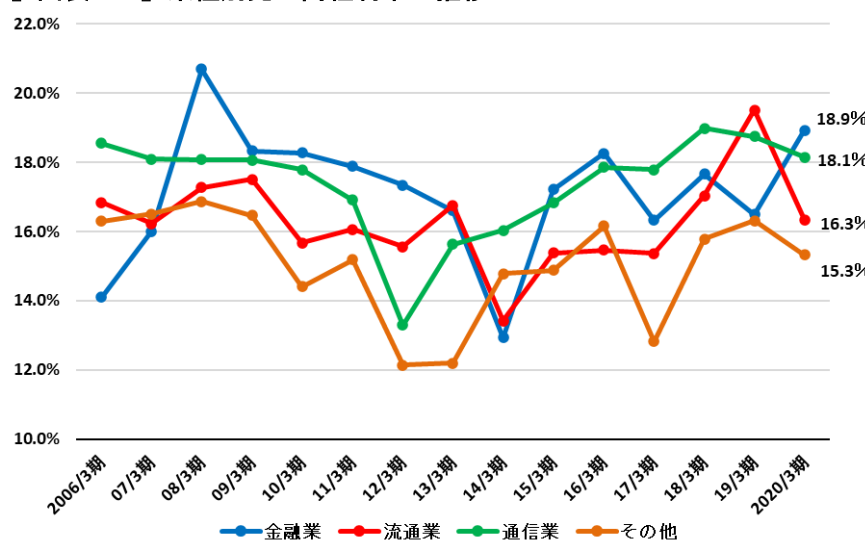
金融業・通信業がやや高いが、顕著な傾向や利益率に差異はない（図表 12）。業種固有の違いというよりも、プロジェクト単位での採算性の差異が粗利率に反映された結果であると当調査部ではとらえている。

【図表 11】業種別売上高の推移



（出所）図表 11、12 とも、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。

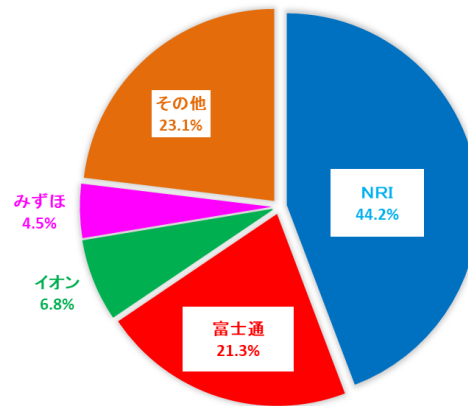
◆ 安定した顧客基盤と継続性が高いビジネス

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8割弱を占める。

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を経由しての間接受注が多い。

【図表13】顧客グループ別の売上構成比 2020/3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2020/3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8割弱を占める。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、2019/3期では前期比2.8%増収の10,351百万円（281百万円増収）、2020/3期では同9.3%増収の11,316百万円（965百万円増収）と好調に推移している。

なお、過去10年にわたり4グループ向け以外の売上高の伸長率が高く、4グループ向けの売上高比率は徐々に低下していた。しかし、2020/3期は4グループ向け比率が高まった（P14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。

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、2020/3期には65億円までと56億円増加している。この間、同社全体の売上高は56億円から147億円へと91億円増加したが、増収寄与の過半（62%）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、14億円で15%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53億円、36.2%（2020/3期売上高構成比率、以下同様）、富士通向けが第二位で26億円、17.8%を占める。

また、30 年来の大手取引先で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。

【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）

◆ DX 対応案件に注力。

◆ 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）DX【Digital Transformation】：デジタルトランスフォーメーション：デジタル変革。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。企業においては、デジタル技術を活用することで、ビジネスモデルの変革、業務やプロセス、組織、文化を変革することを意味する。

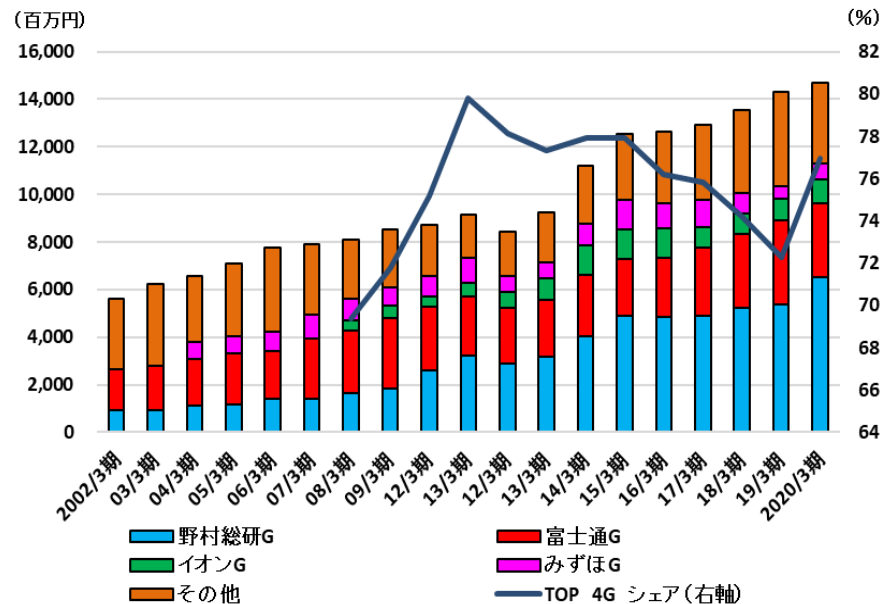
因みに「Trans」を「X」と表記することが英語圏では一般的であるため、略語が「DT」ではなく「DX」となっている。

（注 13）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 14）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 15）AI：人工知能。

（注 16）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。



（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、大手企業よりパートナーとして多数の受賞や認定がある

（P15 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に、投資等を実施し準備を進めている。今後は、ユーザー企業の DX 注 12 関連の IT 投資が急拡大するものと思われ、同社は成長分野として全社を挙げて注力し、積極的に企画提案・対応していく方針である。

なお 2020/3 期の全体の研究開発費の総額は 32 百万円、売上高の約 0.2%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 13 への技術投資、ブロックチェーン注 14 推進協会の社会実験への参加や、AI 技術注 15・IoT 技術注 16・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。さらに、投資事業組合への出資（2020/3 期末、B/S 上の残高：183 百万円）や非上場会社への出資（同 34 百万円）を通じて、戦略的に新技術の情報収集や有望企業の発掘に努めている。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】最近の提携・受賞・注目事項

公表時期	公表事項	具体的内容
2019年4月	「サステナビリティ推進委員会」を設置	SDGsなど社会課題解決への取り組みの加速を目的に、「サステナビリティ推進委員会」を設置。
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してきたことが評価された。
2019年5月	「名古屋オフィス」を開設	中部地域の事業拡大と更なるソリューションサービスの充実のため、愛知県名古屋市に「名古屋オフィス」を開設。自動車産業、電力産業、機械産業向けの営業を中心に強化。
2019年8月	日本オラクルより表彰	日本オラクル株式会社が、特に顕著な業績を残したパートナーを表彰する「Oracle Excellence Awards 2019」において「Oracle Excellence Award Specialized Partner of the Year:Consulting - Japan」を受賞。20年以上にわたるオラクルビジネス(Oracle DatabaseやOracle Cloud など)の拡大が評価された。
2019年11月	トリプルアイズ社と顔認証・入場管理サービス実証実験	顔認証・入場管理サービス「Future Pass(商標登録出願中)」の実証実験をトリプルアイズ社と共に実施し、一定の成果を確認。
2019年12月	AWS Partner Network セレクトコンサルティングパートナーに認定	アマゾン・ウェブ・サービス(以下、AWS)から、AWS Partner Network(APN) セレクトコンサルティングパートナー(SI)に認定される。APN は、AWSの世界的なパートナープログラムであり、SIとは、AWSに関する営業・技術体制を持つ企業が受けられる認定である。

(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

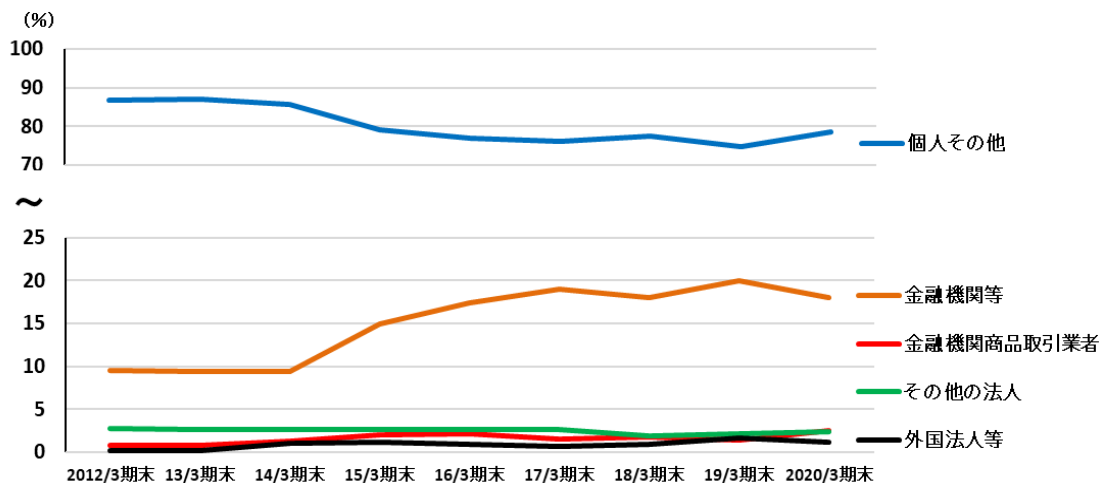
3. 株主構成

- ◆ 「個人その他」の保有構成比率は8割弱。

◆ 株主所有者別構成の推移

2020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78%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1.1%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。2020年3月末時点の大株主は、P17の図表17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。
- ◆ 信託銀行名義の投資が増加。複数の投資ファンドも組み入れ。

- ・持株会の保有の減少で2019年3月に、株主順位が入れ替わり、筆頭株主は崎山会長（元社長）となった。2020年3月末時点でも保有割合は12%弱と、第2位株主の従業員持株会を僅差で上回っている。
- ・因みに、中西新社長の保有株式数は、24.2千株（保有割合0.17%）。
- ・今回、新たに日本マスタートラスト信託銀行（信託口）が第3位株主となったが、実質的な投資家名や目的は不明（なお、同信託銀行には三菱UFJ信託銀行が4割以上を出資）。
- また、第10位の日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口5）も同様に投資家名や目的は不明（因みに同信託銀行には、三井住友トラスト・ホールディングや、みずほファイナンシャルグループ等が出資）。
- なお、日興アセットマネジメント（親会社：三井住友信託銀行）が運用する低位株オープン、三菱UFJ国際投信（三菱UFJグループ傘

下）が運用する複数のファンド、野村アセットマネジメントが運用する日本株インデックスファンドなどが同社株を組み入れている。資本系列を考慮すれば、これらのファンドの一部が各信託銀行名義で投資を行っていると思われる。

・個人の大株主は、同社の関係者。

・第4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、三菱UFJ銀行は取引金融機関。

・自社株買いで、自己株式比率が約11%まで上昇。

・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は、2020/3期末時点で15,279千株と、自社株を発行済株式総数に加えた母数を基準とすると約11%を占める。実質的には、第3位株主に相当する。

【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	2020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	1,638	1,632	11.70	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	1,602	11.49	2
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	-	-	-	321	394	485	3.48	3
小貫 明美(氏)・・・同社元代表取締役社長	401	401	401	401	401	401	2.88	4
内田 敏雄(氏)・・・同社現取締役	475	415	403	393	376	369	2.65	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	358	2.56	6
櫻井 正次(氏)・・・一般個人投資家	316	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	304	2.18	8
株式会社三菱東京UFJ銀行	258	258	-	-	258	258	1.85	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	-	219	1.57	10
株式会社野村総合研究所	-	-	-	-	-	-	-	-
株式会社みずほ銀行	276	276	276	276	276	-	-	-
株式会社キューブシステム	682	458	1,035	1,236	1,356	-	-	-
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	1,692	-	-
(自己株式比率)	4.5%	4.8%	8.5%	9.8%	11.3%	11.1%	-	-

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、これまで自社保有株の一部を3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、役位およ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、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月と2019年9月に自社株の一部を役員または

◆約 3 億円相当の自社株
買いを実施。

執行役員に交付した。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経営や業績に対する役員の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という意味で、制度の導入と継続は望ましい。

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）で買い入れた。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%、2020/3 期は 46.5%となった。

今後、保有する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。

次世代育成支援を国内外で行い、ベトナムでは工科大学に在籍する学生向けの奨学金制度をスタート。また清掃美化活動などを行っている。

◆ 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毎週開催し、審議内容について執行役員を通じ、各事業本部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。

- ◆ 取締役+監査役の合計 10 名中、6 名が社外。

（注 17）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。

経営陣は取締役 7 名（うち社外取締役 3 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。取締役のうち新会長を含め 2 名がプロパー、新社長を含め 3 名が野村総合研究所出身者（うち 1 名が社外取締役）、残る 2 名の社外取締役のうち 1 名が弁護士、1 名が医師（女性医師、新任）となっている。これまで取締役、並びに執行役員は全員男性であったが、同社初の女性取締役の誕生となった。

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）。今後は、働き方改革が重要な課題となり、具体的な施策を検討するに当たり、介護やメンタルヘルスに詳しい産業医を取締役として迎えている。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 17}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。

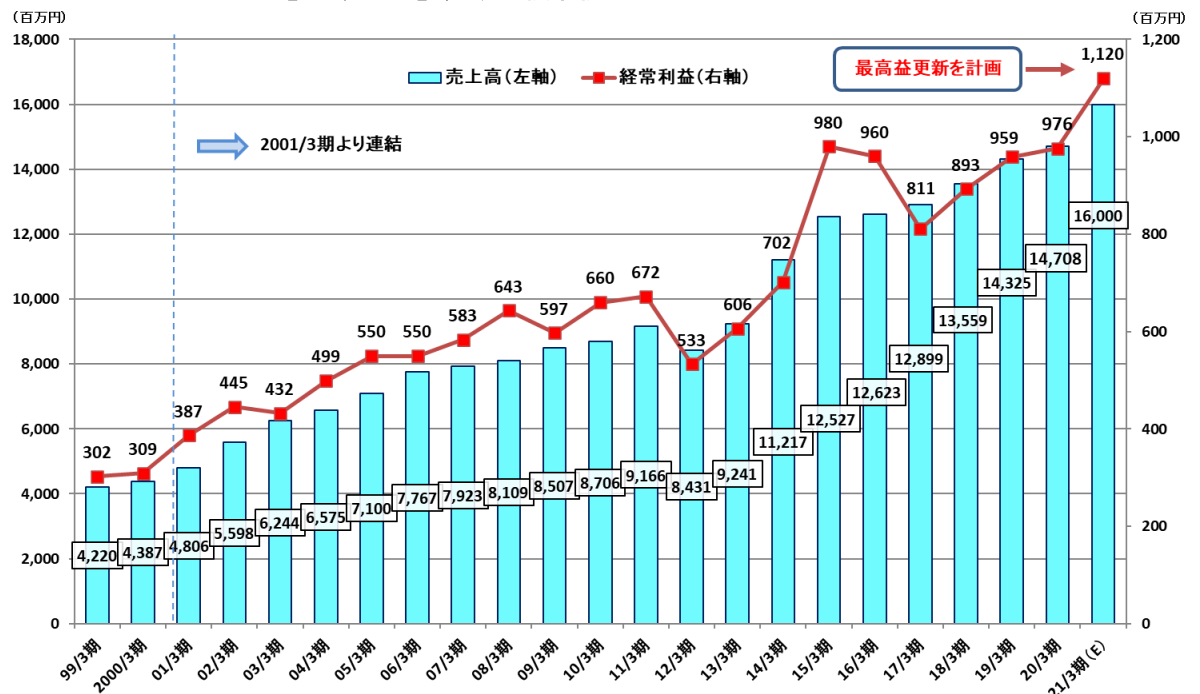
1972 年、ソフトウェアの開発とシステムの運用管理を目的に、同社の前身であるカスタムエンジニアーズ株式会社を現会長が有志とともに設立（1990 年に現社名に変更）。日本におけるコンピューター社会が到来する中、IT 投資が活発化しシステム開発市場も拡大。同社はシステムインテグレーション事業に特化し、実績と信頼を築いた。現在の主要顧客である、日本を代表する企業と次々に契約を締結し、それらの企業の IT 化投資の増大、システム開発や運用のアウトソーシングの流れを享受しながら、同社は業務領域を広げ、業容を順調に拡大してきた。

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



(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 18 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（単独決算時代を含めれば、少なくとも過去 22 年間）において 2012/3 期のわずか 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（単独決算時代を含めれば、それぞれ+7.0%、+8.3%）。

・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 16 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（P22 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 16 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～2020/3 期実績値

分析対象	売上高変化率(YOY%)			経常利益変化率(YOY%)		
2005/3-2020/3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=16期	CS	HM	TS P	CS	HM	TS P
標準偏差	6.05	7.79	17.79	13.31	31.65	324.01
平均	5.33	3.11	8.26	5.14	5.82	93.30
変動係数	1.13	2.50	2.15	2.59	5.43	3.47

（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 12 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。

・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。

◆アベノミックスで環境は好転、デジタル化投資も活発化。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 7 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。

・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。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、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、この期間内では最大のマイナス 20.9%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た。また、近年ではデジタル化投資の本格化も加わり、同社の増収トレンドが鮮明となった。

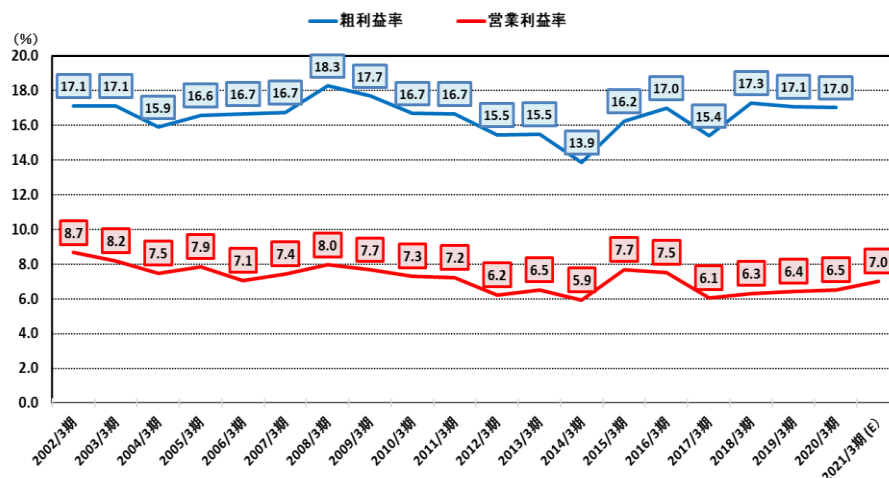
・収益面では、既存顧客の深耕と新規顧客の開拓などの事業拡大による増収効果や、プロジェクト管理の強化などの生産性の向上により、2015/3 期に営業利益、経常利益では各 964 百万円、980 百万円と過去最高益を計上した（当期純利益は翌 2016/3 期にも最高益を更新、629 百万円を計上）。

・その後は、毎年度、最高売上を連続更新している。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、長期的に通減傾向となった（図表 20）。

・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%→20/3 期 10.5%）営業利益率は低下したが、2018/3 期以降、改善に転じた。前期（2020/3 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、(E)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

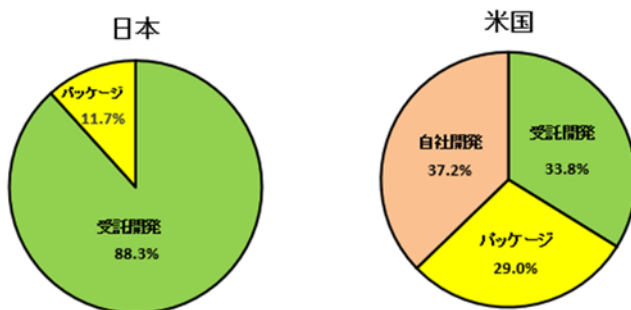
システムインテグレーション事業は、1960年代に米国の軍事産業がシステムのアウトソーシング（委託）を行ったことが始まりとされる。米国では企業（ユーザー）は、パッケージソフトを活用する、あるいは独自のシステムを開発する場合には、社内でシステム開発から運用までを内製化する傾向が強かった。一方、日本では1967年に日本電信電話公社データ通信本部が（現在のNTTデータの前身）発足し、全国地方銀行協会システム、官公庁向け大型プロジェクトシステムなどの構築を行ったことが、システムインテグレーション・ビジネスの草分けである。

◆ 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



（備考）

日本の統計データ（国民経済計算）では、自社開発ソフトの金額は非公表。そのため、ソフトウェア供給側のデータを利用しているが、自社開発はデータに含まれていない。二国間のデータを比較するために、米国のパッケージと受託開発の合計を100%とすると、米国のパッケージの比率は46.2%となり、日本の約4倍。

（出所）総務省「令和元年情報通信白書」（日本：総務省・経済産業省）（米国：米国商務省）

◆ 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、言語バリアや特有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。

◆ 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。

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、新規分野に進出する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。

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。

◆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。

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、資本金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）。

<参考>その他：上記以外の分類。

◆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 18）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。

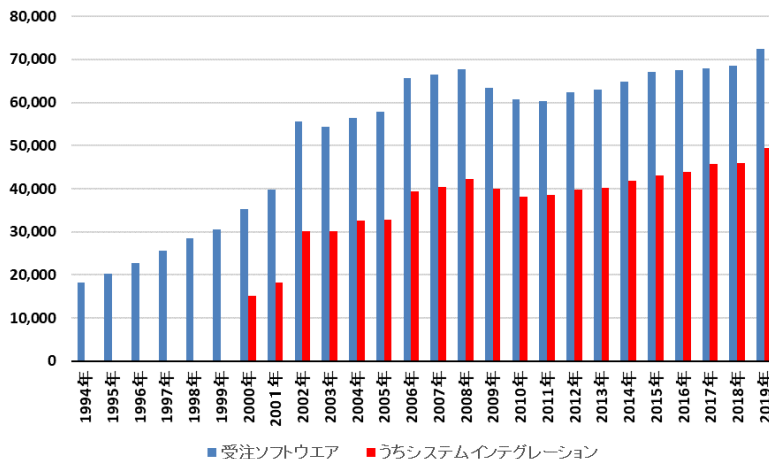
- ・商社系：機器販売等からスタートし、グループ企業向け売上が中心（伊藤忠テクノソリューションズなど）。
- ・通信事業系：（NTT コミュニケーションなど）。
- ・会計監査法人系、あるいはコンサル系：（アクセンチュアなど）。

◆ 日本のシステムインテグレーション市場の動向

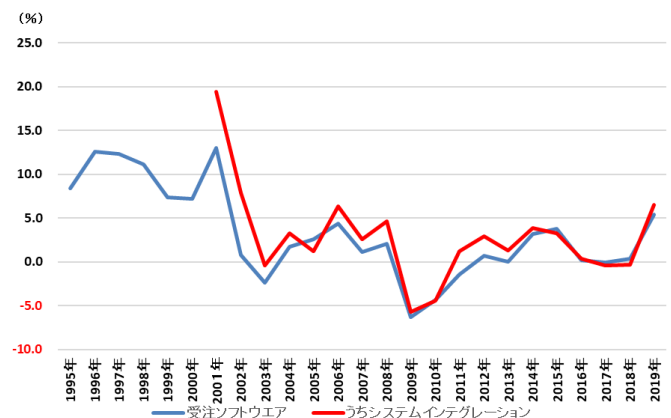
経済産業省の「特定サービス産業動態統計調査」^{注 18}の集計結果である「情報サービス業の業務種類別売上高、事業所数及び常用従業者数」を見ると、受注ソフトウェア、またその過半を占めるシステムインテグレーションの売上高は、リーマンショック後の数年を除き、増加傾向にある（図表 22、23）。

同データによると 2011～2019 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 3.1%の増加傾向にあり、直近の市場規模は約 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→2019 年度 338 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→2019 年度 138.7 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 2020 年 4 月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。図表 22 の市場規模（売上高）は、調査対象数の変化などにより、元データの一部に連続性がない。但し、図表 23 の変化率は、連続性を保つため補正済である。

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。また、短期的には新型コロナウイルス感染症の影響もあり、市場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・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の戦略的な新分野や技術の開発が行われている。また、システムの高度化や DX 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。

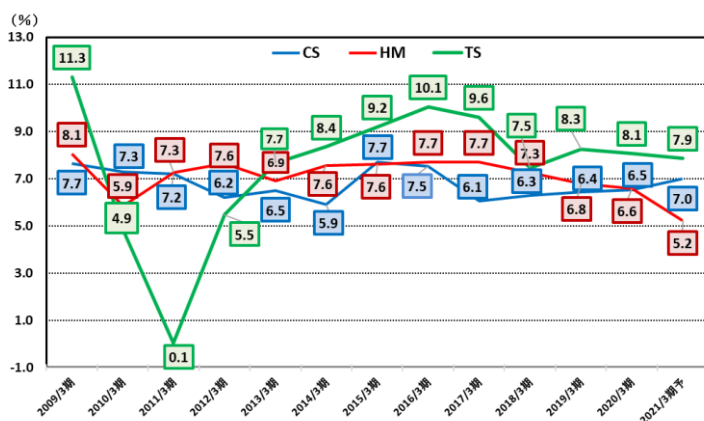
同社（以下、各図表では CS と表記）を含む上場大手 3 社（同様にハイマックス:HM、東邦システム:TS と表記）の営業利益率の長期的な推移を比較したものが、図表 24 である。同社の営業利益率は相対的に安定しており、水準的には大きな遜色はない。同様に株主資本利益率（ROE）（図表 25）を比較すると、直近の 3 期間では 3 社内では最も高い。ROE は一時期よりも大きく改善し、2015/3 期以降は 5 期連続で 11% から 13% 台で推移していた。前期は、一過性の要因（特損の発生等）により、10% 以上とする目標を下回り 9.6% となったが、今期は 13% を目指すとしている。

◆ 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。

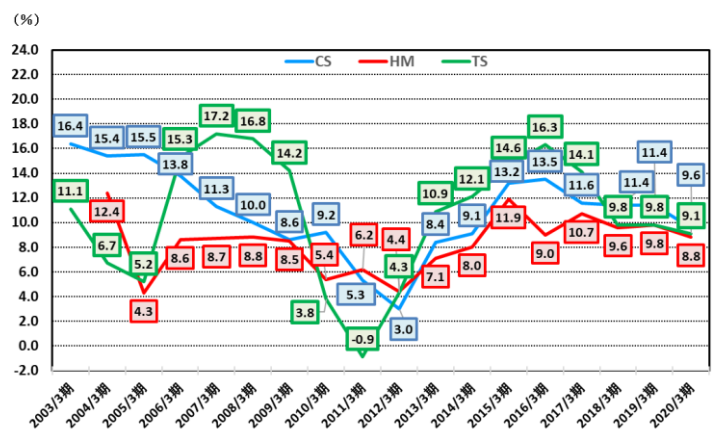
◆ ベンチマーク企業は、ハイマックスと東邦システム。いずれも野村総合研究所の e-e パートナーで、非常に類似したポジション。

◆ 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。

【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 も決算短信、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 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。通信向けソフト開発も行う。
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→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(2020/3期)	・システムインテグレーション 71.0% ・システムアウトソーシング 16.3% ・プロフェッショナル 12.7%	・システム・ソリューション 47.6% ・システムメンテナンス 52.4%	・ソフトウェア開発 97.1% ・情報システムサービス等 2.9%
役員構成	・取締役(7名、うち3名が社外、女性1名:14.3%) ・監査役(4名全員が社外) ・執行役員制度(12名、うち女性ゼロ名)	・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(11名、うち女性1名:9.1%)	・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(2020/3期) (百万円、売上占率)	① NRI 8,506 (44.2%) ② 富士通 3,135 (21.3%)	① NRI 6,295 (41.0%) -	① NRI 3,361 (28.8%) ② SCSK 1,336 (11.4%)
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)	・継続的に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30百万円以上 ・同営業利益2.5百万円以上	<中長期経営計画:最終年度> 2023/3期、 ・売上高177.5億円 ・営業利益率6%以上 ・ROE8%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 ・既存の受託開発事業(コアビジネス)の拡大 ・技術革新及び顧客のビジネスモデル変革に対応した、DX案件の積極的受注 ・体質強化への投資を継続 ・開発人員の増強 ・当該計画の課題解消に寄与する業務・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(サービス提供型ビジネスの構築) ・Usingサービス基盤(様々な用途に使用できる汎用的なコミュニケーションサービス基盤)を使った新サービスの提供 ・経営基盤の強化(人財、働きがい、内部管理)
売上(百万円) 2021/3期会社予想	16,000	14,500	11,700
同増収率予想、前期比(%)	8.8	-5.5	0.1
営業利益(百万円) 予想	1,120	758	920
同増益率予想、前期比(%)	16.8	-25.1	0.5
EPS(会社予想)2021/3期、前期比(%)	33.3	-26.3	0.1
純資産配当率(%) 実績	4.5	3.1	4.4
過去10年売上成長率 (2020年3期実績/2010年3期実績:%)	68.9	99.4	60.0
同営業利益成長率(同上)	50.6	124.4	157.8
自己資本比率(%) 実績	69.6	78.4	68.7
国内外全従業員数(人) 実績	737	843	576
同従業員一人当たりの予想売上高(百万円/人)	21.7	17.2	20.3
同従業員一人当たりの予想営業利益(百万円/人)	1.5	0.9	1.6
ROE(%)2020/3期実績 A=B*C*D	9.6	8.8	9.1
売上高当期利益率(当期純利益/売上高:%)B	3.6	4.5	5.4
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) C	1.8	1.5	1.1
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	12.3	9.9	8.9
売上高経常利益率(%) 同実績 F	6.6	6.6	7.9
総資産回転率(売上/総資産平均:倍) G	1.8	1.5	1.1

斜線は、2021/3期会社予想数値、他は2020/3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. 前期の業績実績と今期業績の会社予想

◆ 2020 年 3 月期(前期)通期決算

<概要>

- ◆ 前期決算は、期初会社計画、当部予想を若干下回るが、8 期連続の増収、2 期連続の営業増益。

2020/3 期連結(前期)業績は、売上高 14,708 百万円(前期比 2.7%増)、営業利益 959 百万円(同 4.1%増)、経常利益 976 百万円(同 1.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 525 百万円(同 11.9%減、以下、当期利益)となった。前期は、期初計画、並びに中期経営計画「V2020 3rd STEP」(2018-2020 年度)の 2 年度目の目標数値を、売上高、利益とも下回ったが、増収・営業増益と概ね堅調であった。但し、特損が発生したため、当期利益は 3 期ぶりに減益となった。

- ◆ 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。

売上高は 2013/3 期以降、8 期連続の増収かつ過去最高を更新した。また、増益率は鈍化したものの連続増益を達成し、営業利益と経常利益は過去最高益に迫る水準となった。なお、意欲的な期初会社計画に対し、売上高は 5.1%、営業利益は 12.0%、当期利益は 23.2%の未達となった(図表 27)。

- ◆ 但し、会社予想や当部予想を下回る実績。受注鈍化で増収が小幅にとどまり、特損が発生、当期利益は減益。

アルファ・ウイン調査部では、前回(2020 年 2 月 3 日)レポートでは、前期の売上高を 15,200 百万円と、会社予想(15,500 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、各利益も同様な結果となった。営業利益の主な下方修正要因は、①受注の鈍化により増収が小幅に止まったことと、②営業利益率の改善が想定以下であったことである。当部では営業利益率が、2019/3 期の 6.4%から 2020/3 期には 7.0%に 0.6 ポイント改善する予想であった(会社想定も 7.0%)が、諸コストの上昇に加え想定外の不採算案件による損失が発生し、6.5%と 0.1 ポイントの改善にとどまった。さらに、未上場企業への政策的な株式投資に伴う有価証券評価損が、特損として約 93 百万円発生したことも、当期利益で 2 桁の下方修正、並びに減益となった理由である。

- ◆ 受注・受注残とも横這い。

<受注・受注残高>

一方、期中の受注高が伸び悩み、前々期→前期の順に(以下同様)14,750 百万円→14,741 百万円と 8 百万円(0.1%)減少し、受注残高(各期末)も同様に、3,996 百万円→4,029 百万円と 33 百万円(0.8%)増加とほぼ横ばいとなった。

【図表 27】2020/3 期(前期)の期初計画と実績比較

単位：百万円	期初会社計画	当部前回予想	実績	会社計画比乖離幅	期初会社計画達成率
売上高	15,500	15,200	14,708	-792	94.9%
粗利		2,610	2,503		
粗利率		17.2%	17.0%		
販売管理費		1,540	1,544		
販管比率		10.1%	10.5%		
営業利益	1,090	1,070	959	-131	88.0%
営業利益率	7.0%	7.0%	6.5%	-0.5pt	
経常利益	1,090	1,080	976	-114	89.6%
当期利益	684	680	525	-159	76.8%

(出所) 決算短信に基づき、アルファ・ウイン調査部が作成

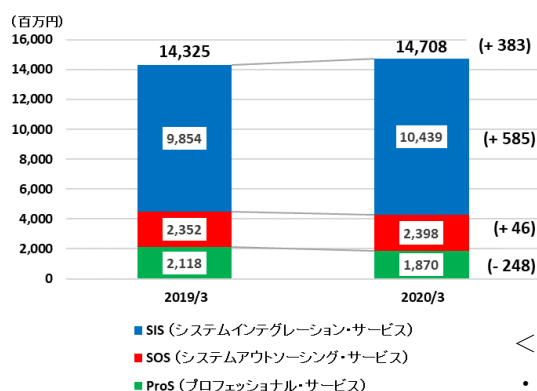
◆ SIS と SOS が増収、ProS の減収をカバー。全体の粗利率は横這い。

＜品目別売上高・利益＞

また、同社全体の増収幅は 2019/3 期比 383 百万円であった。品目別の売上高は SIS（+585 百万円増）と SOS（+46 百万円増）の 2 部門が増収、ProS（△248 百万円減）が減収となった（図表 28）。粗利では、SI のみが 157 百万円の増益となった（図表 29）。

なお、品目別粗利率では、SIS の粗利率が、16.0%→16.6%へと 0.6 ポイント改善した。一方、SOS は 17.7%→16.7%、ProS は 21.4%→19.6%へと悪化した。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、17.1%→17.0%へとわずかな低下にとどまった。但し、増収効果で粗利額自体は、2,448 百万円→2,503 百万円へと 55 百万円（2.2%）増加した。

【図表 28】2020/3 期（前期）の品目別・増減収要因



◆ 業種別では金融業向けが回復し、増収増益に貢献。

【図表 29】2020/3 期（前期）の品目別・粗利増減益要因

		2019/3 期	2020/3 期	増減額	増減率
粗利額 単位： 百万円	合計	2,448	2,503	55	2.2%
	SIS	1,577	1,734	157	10.0%
	SOS	417	401	-16	-3.8%
	ProS	453	366	-87	-19.2%
粗利率 単位：%	合計	17.1%	17.0%	-0.1%	
	SIS	16.0%	16.6%	0.6%	
	SOS	17.7%	16.7%	-1.0%	
	ProS	21.4%	19.6%	-1.8%	

（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

＜業種別売上高・利益＞

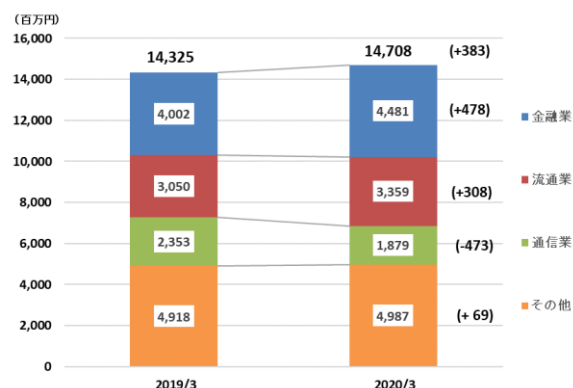
・同様に業種別では、全売上高 383 百万円の増収幅（2019/3 期比）に対し、金融が同 478 百万円の増収（12.0%増）、流通が 308 百万円の増収（10.1%増）、その他が 69 百万円の増収（1.4%増）となり、通信の△473 百万円の減収（20.1%減）を補った。金融業は、キャッシュレスや新サービスへの展開を図り、クレジット、ネット保険、銀行向けのシステム構築案件が貢献した。また、流通は消費税の軽減税率対応で増加、その他では建機メーカー向けの案件の終息や官公庁向けの落ち込みがあったが、紙加工品メーカーや教育事業会社向けシステムでカバーした。一方、通信はキャリア向け案件が終息し大幅な減収となった（P30 の図表 30）。

・粗利ベースでは、金融、流通が各 187 百万円、6 百万円の増益となり、通信の△100 百万円とその他の△39 百万円の減益をカバーした。

・なお、業種別の期初計画の売上高と実績を比較すると、差異△792 百万円の下修正に対し、金融が 164 百万円の超過達成となる一方、流通が△629 百万円、通信が△297 百万円の未達となった。不採算案件の処理を優先したことや、想定していた DX 案件などが受注にいたらなかったことが要因である（P30 の図表 31）。

・業種別の粗利益率は、金融が前期比で 2.4%上昇した以外は、残る 3 業種で低下した。前期（2020/3 期）は、売上高・粗利とも金融の寄与が大きかった（P12 の図表 12）。

【図表 30】2020/3 期（前期）の業種別増減収要因



【図表 31】2020/3 期（前期）の業種別売上高差異

	2020/3期			
	実績	期初予想	差異: 百万円	差異: %
金融	4,481	4,317	164	3.8%
流通	3,359	3,988	-629	-15.8%
通信	1,879	2,176	-297	-13.6%
その他	4,987	5,017	-30	-0.6%
合計	14,706	15,498	-792	-5.1%

（出所）図表 30、31 とも決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部が作成

◆増収効果が労務費増と一部の案件の採算悪化を吸収し営業増益に。

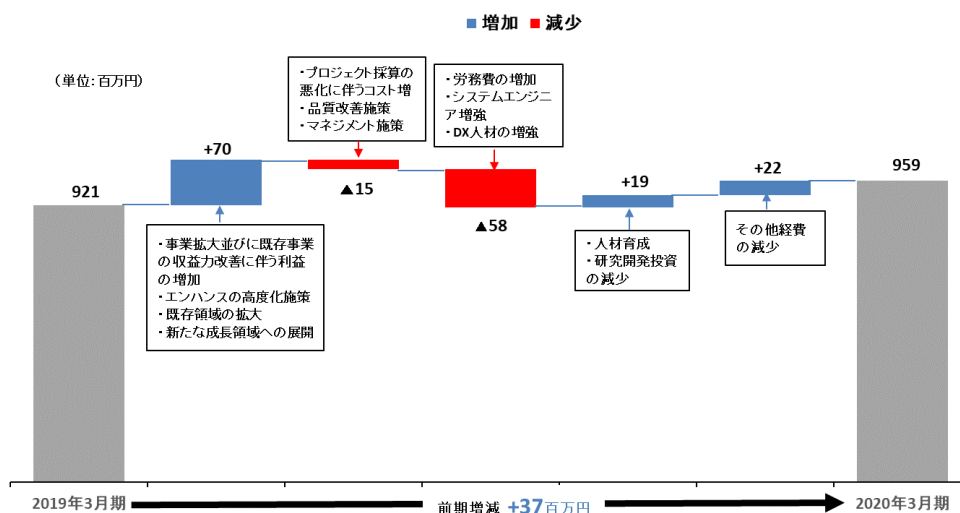
◆コストコントロールにより販管費率は、若干改善。

＜営業利益の増減益分析＞

全体的な営業利益の増減益分析は、図表 32 の通りである。金融を中心にエンハンス事業の拡大や、収益力改善に伴う増益効果が 70 百万円と大きく、研究開発費やその他経費の減少が加わり、合計で 111 百万円の増益要因となった。一方、SE や DX 人材の増強に伴う負担が重く労務費が増加し△58 百万円の減益要因、また不採算プロジェクトによる採算悪化が期中において縮小されたが△15 百万円の減益要因となった。この結果、営業利益は、37 百万円の増益となった。

販管費を前期比 1.1%の増加と、増収率 2.7%の半分以上に抑えたため、売上高販管費率は前々期の 10.7%から前期の 10.5%へと、約 0.2 ポイント改善した。この結果、粗利率の約 0.1 ポイントの悪化を相殺し、営業利益率は 6.4%から 6.5%へと僅かに上昇した。増収効果と相まって、営業利益は 4.1%の増益となった。

【図表 32】2020/3 期（前期）の増益要因（単位：百万円）



（出所）決算短信よりアルファ・ウイン調査部が作成

- ◆ 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 億円達成に通算 5 度目のチャレンジ。

【図表 33】2021/3 期（今期）予想

単位： 百万円	通期予想 (2021/3期)	対前年同 期比%
売上高	16,000	8.8%
粗利	非公表	
粗利率		
販売管理費		
販管比率		
営業利益	1,120	16.8%
営業利益率	7.0%	0.5pt改善
経常利益	1,120	14.7%
当期利益	700	33.3%

(出所) アルファ・ウイン調査部が作成

◆ キューブシステムによる 2021 年 3 月期(今期)業績予想

<概要>

今期の業績は、売上高 16,000 百万円（前期比 8.8%増）、営業利益 1,120 百万円（同 16.8%増）、経常利益 1,120 百万円（同 14.7%増）、当期純利益 700 百万円（同 33.3%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（図表 33）。特に営業・経常利益ではそれぞれ初の 10 億円超えを、目指している（通算 5 度目のチャレンジ）。

<新型コロナウイルス感染症の影響>

なお、同社は、新型コロナが業績に与える影響として、決算短信で次のようにコメントしている。「新型コロナウイルス感染症のグループへの影響は、顧客企業による新規開発案件の凍結や商談機会の減少など営業活動への影響が見込まれる一方で、社会活動を維持するために ITC の積極活用によりこの局面を乗り切ろうとする動きがある。新型コロナが収束に向かい、徐々に経済・社会活動が回復する仮定のもとに（予想値を）算出しており、新型コロナの収束状況によっては、業績予想を変更する可能性がある。」また、2021/3 期上期の業績は、新型コロナの影響が予想しにくいため非公表としているが、Q1 の決算発表時に上期予想を発表する可能性が高いと思われる。

<増収の前提>

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（エンハンスビジネス）の拡大
- ② 顧客の戦略的 IT 投資案件に対する営業強化（新たなマーケット、チャンネル、エリアへの展開→新技術の活用、中部地域、エネルギー事業、産業分野等）
- ③ DX ビジネスの新規開拓、新たなサービスの創出

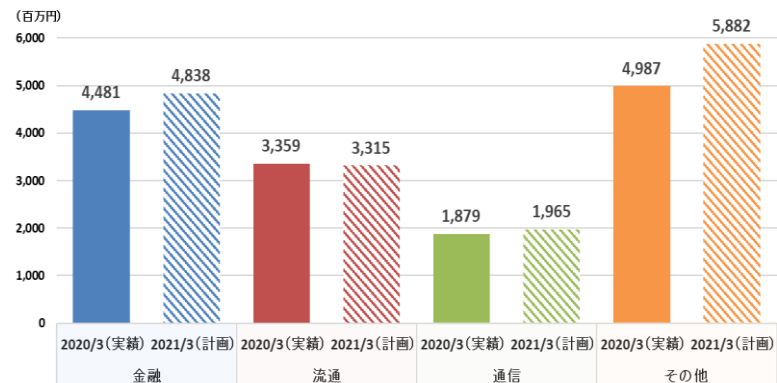
- ◆ 業種別売上高では、その他と金融業が大きく寄与する見込み。通信はボトムアウト。

・業種別では、流通業が消費税対応案件の終息により、前期比△44 百万円の微減収（前期比△1.3%減、以下同様）となる見込みである。一方、その他では、製造業を中心に戦略的な投資が行われると予想し、DX や AI 関連案件の獲得・拡大、企画型ビジネスの推進により、前期比 894 百万円の増収（17.9%増）と大きく寄与する見込みである。これは、予想される全体の増収幅 1,239 百万円のうち 7 割を占める（P32 の図表 34）。

・加えて金融業では、キャッシュレスやネットバンクでのシェア拡大、クレジット・ダイレクト生損保関連の案件の開拓や大型化により、連続増収となり 356 百万円の増収（8.0%増、増収幅の 3 割に相当）を計画している。通信業においてキャリア向け案件が終息済であり、需要の増加や新サービスにより微増収（85 百万円、4.5%増）を見込む。

- ◆利益率の更なる改善を計画。

【図表 34】2021/3 期（今期）の業種別売上高予想（会社計画）



（出所）決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部が作成

- ◆粗利率と販管費率の改善で営業利益率は 0.5 ポイント上昇する計画。

＜増益の前提＞

一方、今期は粗利率と販管費率がともに改善し、営業利益率は 7.0% と前期比 0.5 ポイント上昇する計画で、増益の効果も加わり 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%→20/3 期 6.5%）。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。同社が見込んでいる増益要因は以下の通りである。

- ◆生産性の改善と付加価値の高いビジネスにシフトし、収益力を向上させる方針。

- ① 既存ビジネスにおけるエンハンスサービスの付加価値の向上と効率化による収益力のアップ
- 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 高付加価値サービスの提供（DX 案件、企画型ビジネス）
- ④ 増収効果に加え、コストコントロールの強化、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）
- ⑤ 開発のスピード化や、海外パートナーを活用した開発モデルの実践による収益力の向上

- ◆今期は、特損の発生はない前提。

また、今期に関しては、特段の営業外損益（収支：ゼロ）や特別損益の発生は見込んでいない（推定される同社の法人税率：37.5%）。

8. 成長戦略

◆ 中長期経営ビジョン《VISION 2020》

- ◆ 現中計では、サービスメニューの創出を掲げる。今期は、V2020 の最終年度。

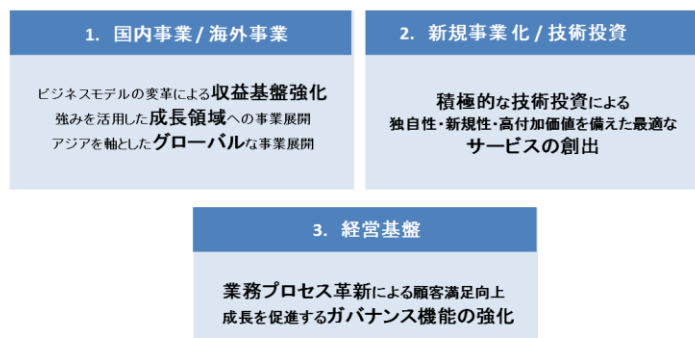
同社は、2012 年度を初年度とする 2020 年度までの中長期経営ビジョン《VISION 2020》を策定している。同期間を 3 つのステップに分けて戦略を実行し、今期は 3rd STEP（2019 年 3 月期から 2021 年 3 月期までの 3 年間）の最終年度にあたる。

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（図表 35）。

- ◆ 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 2020 年 2 月に組織変更を行った。社長直轄組織として DX 事業推進室と海外管理室を新設し、これに加えてクラウドソリューション事業本部、未来人材開発センター（人材価値の向上）、各事業部に業務管理室（採算管理）を新設し、成長分野に経営資源を配分する体制を整えた。

【図表 35】 中長期ビジョン《VISION 2020》 3rd STEP の内容



（出所）決算説明資料より、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

同社グループは、長期の目標とする経営指標として以下を掲げている。現状では、未達ではあるが徐々に改善しつつある。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。

- ◆ 4 つの経営指標が目標。

- ROE10%以上（2018/3 期→2019/3 期→2020/3 期の順、以下同様、11.4%→11.4%→9.6%）
- 連結営業利益率 10%以上（6.3%→6.4%→6.5%）
- （海外子会社を除く）国内従業員一人当たりの連結売上高 25 百万円以上（同 22.2 百万円→22.8 百万円→22.6 百万円）、目標達成率 88.8%→91.2%→90.4%）

◆ 現中計の最終年度である今期計画とは、別に予想を公表。

◆ 目標数値には届かないものの、将来の成長に向けて展開。

・同連結営業利益 2.5 百万円（同 1.40 百万円→1.47 百万円→1.47 百万円、同達成率 55.9%→58.8%→58.8%）

また、2021/3 期までの中期の業績予想を発表していたが、前期の実績と今般の状況を踏まえて、今期は新しい予想を発表した。（図表 36）。

また、V2020 の進捗状況は図表の 37 の通りである。総じて、目標未達ではあるが、方針に従って将来のための施策を実行し、増収増益（営業利益ベース）基調と一定の成果をあげている。

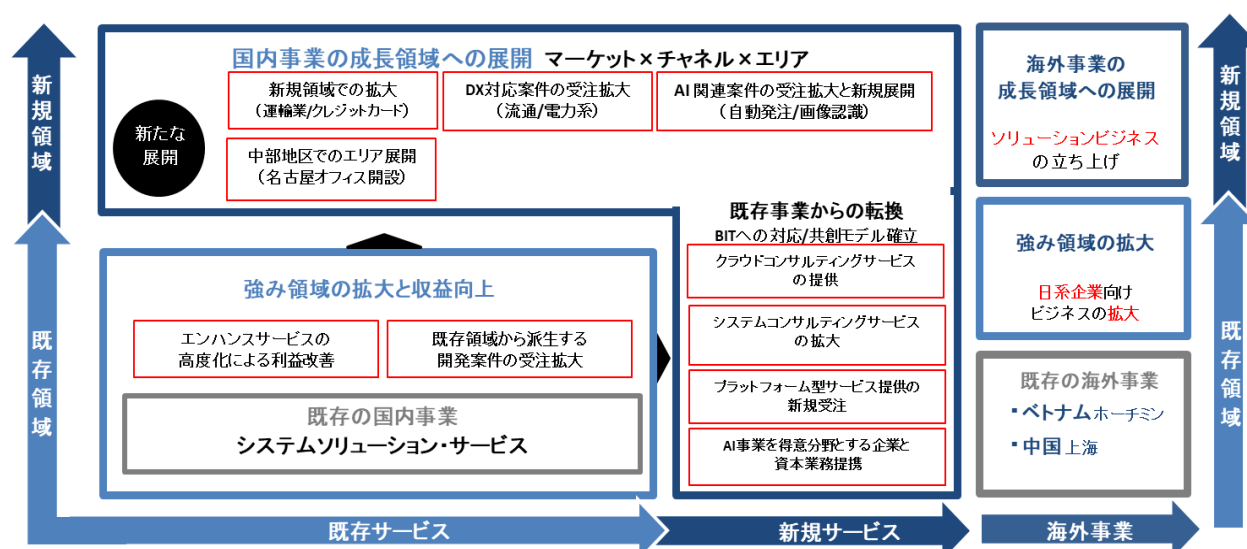
【図表 36】会社の中期計画と実績・予想

単位：百万円、%	2019/3期			2020/3期			2021/3期		
	中計	会社期初予想	実績	中計	会社期初予想	実績	中計	会社期初予想	差異
売上高	14,700	14,700	14,325	16,300	15,500	14,708	18,500	16,000	-2,500
成長率	8.4%	8.4%	5.6%	10.9%	8.2%	2.7%	13.5%	8.8%	-4.7%
営業利益	1,010	1,010	921	1,323	1,090	959	1,776	1,120	-656
営業利益率	6.9%	6.9%	6.4%	8.1%	7.0%	6.5%	9.6%	7.0%	-2.6%
ROE	12.1%	-	11.4%	13.0%	-	9.6%	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 37】中期計画の進捗状況

2019年度トピックス



（出所）決算説明会資料より、当調査部が作成

◆ 中長期経営ビジョン《VISION 2026》

《VISION 2020》の後継ビジョンとして、2022/3 期～2027/3 期までの 6 年間にわたる、新中期ビジョン：《VISION 2026》についてその方向性を、中西新社長が公表した（P35 の図表 38）。新型コロナウイルスの影響下、テーマや働き方が変わりニューノーマルの社会への移行が予想される中、これに積極的かつ柔軟に対応するため、以下の 2 点を指針として掲げている。

・社員自らが志を持ち、ビジネスマインドを持ち、自ら考え行動する。

◆ 新社長が次期中計 V2026 を発表。従来の受託型に加え、企画型のビジネス提案を積極的に展開する計画。

◆DX 事業の推進、品質と人材価値の向上、ガバナンスの整備が、4つの重点課題。

◆エンハンスビジネスを基盤に、中長期ではSIビジネス、デジタルビジネスに注力。

・企画型ビジネス（同社が技術や顧客業界から修得した専門知識をもとにソリューションを開発し、顧客・業界に対して提案・サービスを提供するビジネスモデル）+受託型ビジネス（顧客の要望する情報システムの構築を請負うビジネスモデル）で事業成長を果たす。

これらの達成のためのアクションとしては、コア技術（ソフトウェアエンジニアリング）を磨くことと、ソフトウェアエンジニアリングで社会に貢献することを挙げている。社員一人ひとりが、事業を通じて社会に貢献し、企業価値の向上を目指すとしている。

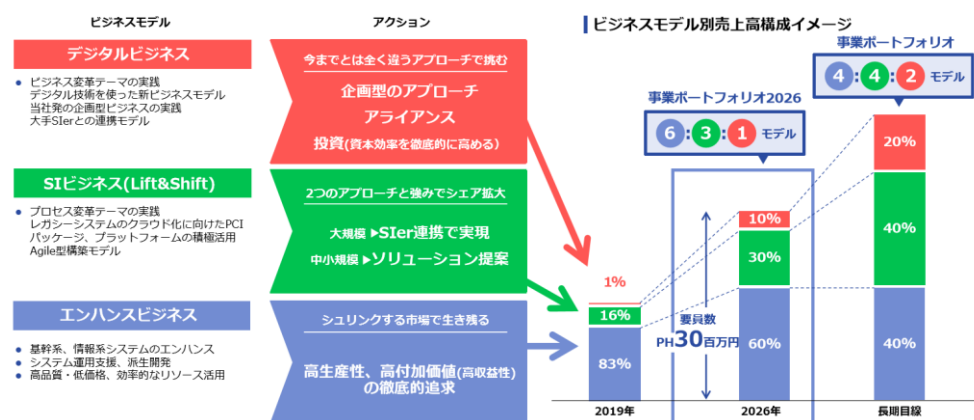
事業の方向性としては、従来の受託型から、企画型+受託型ビジネスに転換し積極的な提案や新ビジネスにチャレンジすること、安定的かつ継続的な事業基盤を構築すること、またエンハンスビジネスを基盤に SI ビジネス、デジタルビジネスへの投資に注力することである。そのために、4つの重点施策を掲げている。

- ① DX 事業の推進（企画型ビジネスの推進、IP 化・プラットフォームビジネスの推進、システムコンサルティングビジネスの拡大）
- ② 品質向上の取組み（システム開発会議による工程ごとのレビューの徹底、モニタリング機能の強化）
- ③ 人材価値の向上（人材価値の向上を目指す「未来人材開発センター」を新設）
- ④ ガバナンス体制の整備（経営会議の刷新による意思決定の迅速化、事業戦略・人事戦略等の経営リスクに対する報告を強化、システム開発会議／人材開発会議の新設、サステナビリティ経営の実践、市場構造改革を見据えたコーポレートガバナンスの整備）

なお、ビジネスモデルの構成区分を V2020 から改め、エンハンス、SI、デジタルに3区分した。エンハンスをベースに、SI（特にクラウド化）とデジタルビジネスを拡大し、成長に繋げたい考えである。

図表 38 のように、エンハンス：SI：デジタルの現状の（2020/3 期）各売上構成比である「83%、16%、1%」を、投資と各種施策により 2027/3 期には「60%、30%、10%」、長期的（現在からおおよそ 12 年前後のイメージ）には「40%、40%、20%」としたい考えである。

【図表 38】次期中期計画（V2026）の方向性



(出所) 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 2021 年 3 月期(今期)業績予想

＜業績予想の修正概要＞

- ◆ 当調査部では、従来予想を見直し、今期以降の業績予想を修正。

アルファ・ウイン調査部は、今来期の業績予想を見直し、新たに 2023/3 期の業績見通しを加えた（図表 39）。当調査部では、今期の売上高を従来は 16,500 百万円と予想していたが、今回の新予想では 15,300 百万円に修正を行った（今期会社予想：16,000 百万円）。

連動して利益面でも前回予想を見直し、営業利益を 1,050 百万円とやや慎重に予想した（今期会社予想：1,120 百万円、前当部予想：1,200 百万円）。これは、新型コロナの影響によるユーザー企業への商談や営業活動の停止、ユーザー企業等の業績の低迷によるリスクや、環境の悪化（次ページの＜足元の業界環境＞）や、短期的な IT 投資動向の不透明さを考慮し、慎重に予想した結果である。

加えて、SI 業界の共通点ではあるが基本的に常駐型のビジネスであり、リモートワークによる生産性の低下が予想される。また、人件費や物流費などの各種コストは高止まっており、粗利率の改善効果と販管費率をやや慎重に見直した。但し、営業利益率の前提は、会社予想の 7.0%とほぼ変わらない（当部の従来予想は 7.3%）。

【図表 39】アルファ・ウイン調査部の今期、及び中期業績予想

単位：百万円、%	2020/3期実績	2021/3期CE	2021/3期・新E	2022/3・新E	2023/3・新E	2021/3期・旧E	2022/3・旧E
売上高	14,708	16,000	15,300	16,300	17,200	16,500	17,800
売上総利益	2,503		2,600	2,780	2,950	2,825	3,060
売上総利益率	17.0%		17.0%	17.1%	17.2%	17.1%	17.2%
販売費及び一般管理費	1,544		1,550	1,650	1,750	1,625	1,740
(対売上高比)	10.5%		10.1%	10.1%	10.2%	9.8%	9.8%
営業利益	959	1,120	1,050	1,130	1,200	1,200	1,320
(対売上高比)	6.5%	7.0%	6.9%	6.9%	7.0%	7.3%	7.4%
経常利益	976	1,120	1,050	1,130	1,200	1,200	1,320
(対売上高比)	6.6%	7.0%	6.9%	6.9%	7.0%	7.3%	7.4%
当期純利益	525	700	655	705	750	750	825
(対売上高比)	3.6%	4.4%	4.3%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%
売上高(前期比伸率、以下同様)	2.7%	8.8%	4.0%	6.5%	5.5%	12.2%	7.9%
売上総利益率(前期との差異)	-0.1%		0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
販売費及び一般管理費(伸率)	1.1%		0.4%	6.5%	6.1%	5.2%	7.1%
営業利益(伸率)	4.1%	16.8%	9.5%	7.6%	6.2%	25.1%	10.0%
経常利益(伸率)	1.7%	14.7%	7.6%	7.6%	6.2%	22.9%	10.0%
当期純利益(伸率)	-11.9%	33.3%	24.7%	7.6%	6.4%	42.8%	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

（備考）CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想

＜Q1 の動向＞

通常、システム開発の営業活動から受注までには最低 3 ヶ月は必要である。3～6 月の営業活動は、同社に限らず新型コロナの影響があり停滞していると推測される。但し、Q1（4～6 月）は、自粛や移動制限でコストを抑制できる面がある上、年度に占める割合も少なく、業績インパクトは限定的となろう。

- ◆マクロ環境は、新型コロナの影響でやや不透明。受注動向を注視。

- ◆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。

- ◆過去、長期間にわたる期初の業績予想と実績値の平均乖離率は、総じて小さいが、やや強めの予想を発表する傾向。

< 通期業績の見通し >

また、2020 年 3 月末の受注残高は、前年同期比 0.8%増の 4,029 百万円であり、今期業績は、基本的には期中受注・期中売上計上を前提としている。今後、数ヶ月で新型コロナの影響が収束すると仮定しても、今期は一層、下期偏重となると予想されるが人員面での制約がある。いずれにしても、今期の通期業績に関しては、四半期単位の受注や受注残高、並びにウエイトの高い Q4 の業績を、例年以上に見極める必要がある。

なお、最大のリスク要因と思われる、新型コロナの影響が長期化しなければ、会社の期初業績予想と著しく下方乖離する可能性は少ないと考えている。経済活動は徐々に正常化しつつあることから、多少のタイムラグはあったとしても、今後 Q2 以降のリカバリー次第では、増収増益、売上高・利益の過去最高値を更新する可能性はありと判断している。

< 業績予想と実績のトラッキングレコード >

因みに、過去長期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 40 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 1.5%、営業・経常利益ではそれぞれ 6%、4.5%程度下回っている。しかし、両利益が予想から 3 割以上、下方乖離した年度はない。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。

【図表 40】 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%	-1.8%	-1.2%	-20.8%	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	12,823	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	1,080	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	14,708	1,090	959	1,090	976	684	525	-5.1%	-12.0%	-10.5%	-23.2%	2.7%	4.1%	1.7%	-12.0%
21/3期予	16,000	-	1,120	-	1,120	-	700	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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									-1.5%	-6.0%	-4.5%	-5.5%	6.2%	4.7%	5.8%	11.1%
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) →									5:12	2:11	5:12	6:11	↑ 各期間単純平均			

(出所) 決算短信からアルファ・ウイン調査部が作成

< 足元の業界環境(日銀短観・経済産業省・業界団体の各種データ) >

2020 年 3 月の日銀短観では、2020 年度(計画)のソフトウェア投資額は、中小企業の全産業では、前年同期比△1.8%(うち製造業△5.0%、非製

◆ 足元の市場環境は悪化。

造業△0.4%)と減少する見込みである(△は、本レポートではマイナスの意味)。また、中小企業の業況判断は、2019年12月の調査(「最近」)の+1から2020年3月には△7、「先行き」についても△4から△23へと、短期的には市場環境は悪化している。

また、経済産業省の特定サービス産業動態統計調査(2020年4月確定版)では、受注ソフトウェアのシステムインテグレーションの売上高が、2018年9月に対前年同月比(%)でプラスに転じて以来、19ヶ月振りに2020年3月に△0.9、4月に△1.2と連続でマイナスとなっている。

同様に、一般社団法人情報サービス産業協会のJISA-DI調査(令和2年3月期)によれば、受注ソフトウェアの売上高の予想DI(売上の将来見通し)は、2020年1~3月の+45.3から、同年4~6月における△46.2へと、プラスからマイナスに一気に転じ、過去最大の下落幅となった。全体の主要相手先別でも、製造業、官公庁、金融・保険業など全業種でマイナスとなった。なお、雇用判断指数は、77.6から59.6へと低下したものの従業員の不足感は強い。特に、IT技術者は、質量とも不足しており、システム開発要員は依然として確保しにくい状況が続いている。

いずれの足元のデータでも、新型コロナの影響により、直近の実績、及び今後の短期的な見通しとも厳しい状況が伺える。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績見通し

◆ 当部の中期の業績見通しを、マクロ環境の変化やリスクファクターを考慮し改定。

当調査部では、従来の中期の業績見通しを修正し、2023/3期までの3期間にわたる業績予想を行った(前出、P36の図表39)。

なお、当調査部では、以下のリスクファクターを勘案し、中期の業績予想に当たっても、やや慎重な予想とした。

- ・マクロ環境では、米中貿易戦争や、新型コロナの影響が中期的にもある程度は残り、世界景気・国内景気の不透明感、2021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。
- ・今後の主要な最終ユーザーの業界環境やIT投資動向、コスト上昇率、人員採用等が見通しにくい。

◆ 中期的には、年率6~10%の増収増益基調を予想。

但し、以下の要因によって中長期的には、年率6~10%前後の増益基調が続くとの当調査部予想は変えていない。

<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、主要顧客向けビジネス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、DX 関連、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

<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・外注費等の上昇、新技術・ビジネス研究などの先行投資を進めるため、一般管理費は来期以降、増収率並みの年率 6%前後増加するとやや高めに想定
- ・結果的に、今年度以降、売上高営業利益率は年間 0.1 ポイント前後改善すると想定
- ・特別損益の発生は見込まず

9. アナリストの視点

◆ SWOT分析

同社の SWOT 分析を図表 41 に列挙した。

【図表 41】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 ・プロジェクト管理（不採算案件の発生リスク） ・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ITシステム需要の高まり ・新製品・新サービス、技術革新による戦略的なシステム需要の高まり ・上流工程、ニッチ分野、大規模開発案件、プライム案件へのシフト、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)	・新型コロナウイルスの長期化によるビジネスチャンスの喪失 ・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。日本企業のIT投資の増加が見込まれ同社の成長余地は大きい。

図表 41 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。今後もユーザーである日本企業等は、業務の効率化と収益性の向上のために、IT 投資を継続的にかつ、戦略的に進めると思われ、同社の成長のポテンシャルは大きい。

- ◆ 更なる成長ポテンシャルに対するボトルネックは、優秀な人材の確保。

一方、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。

- ◆ 利益率の向上、プロジェクトマネジメントの強化、新規の大手顧客グループの獲得が課題。

また、同社に関わらず SI 業界において、長年にわたって再発防止やプロジェクト管理を強化してきたが、新規分野の開発などにおいて不採算案件が生じ、一時的な減益要因になることがある。ある意味では先行投資的なコストとも考えられるが、一定のリスク要因として認識しておきたい。

◆ 株主還元、及び株主優待制度

◆ 株主還元には積極的。

◆ 株主優待を含めた実質的な年間（最大）利回りは、約 2.5%。

◆ 数年間隔で段階的な増配を実施。

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、株主優待等の株主還元積極的に取り組んできた。

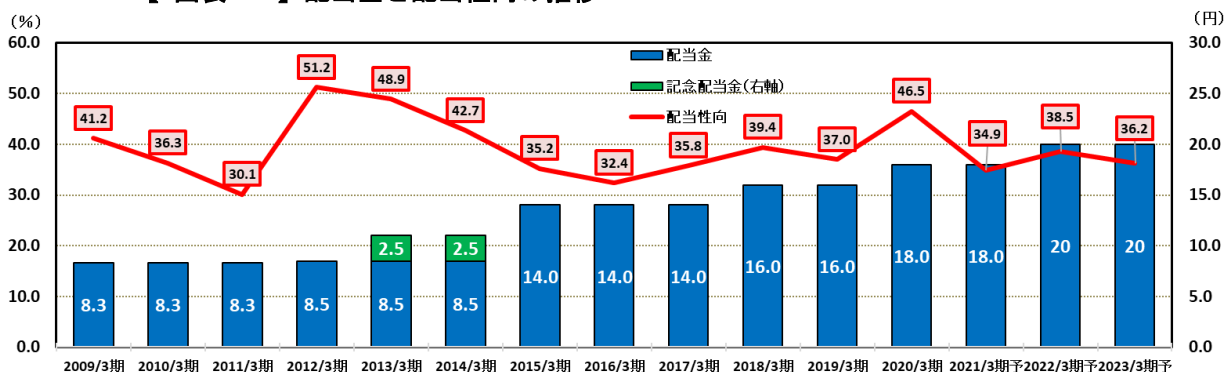
なお、連結配当性向は 2018/3 期実績では 39.4%、2019/3 期 37.0%、2020/3 期 46.5%、2021/3 期予想で 34.9%（会社予想ベース）と、同社が目安としている 35%をほぼクリアしている。2018/3 期に 14 円から 16 円に増配し 2019/3 期は据え置いた。2020/3 期には 2 円増配し 18 円とし、2021/3 期も据え置くと発表した（図表 42）。中期的には増益が見込め、来期以降も数年間隔で段階的な増配余地はあると思われる。

株価 932 円（2020 年 6 月 26 日終値）で計算すると、配当利回りは、1.9%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（P42 の図表 43）。優待を考慮すると、実質的な利回りは最大約 2.5%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 2.6%（優待制度無し）、東邦システムは約 2.8%（優待も考慮）である。また、株主資本配当率（＝配当総額÷株主資本）は、2020/3 期で同社が 4.5%、ハイマックス 3.1%、東邦システム 4.4%と最も高い。

◆ 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、昨年の 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はある。

【図表 42】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、予想も同調査部

【図表 43】株主優待制度と実質利回り（株主優待権利確定日：9月末）

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	2.5
400	1,000	2,000	18	2.5
1,000		3,000	18	2.3

「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（2020年6月26日終値）：932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11年で株価は約4倍に上昇、TOPIXを大幅にアウトパフォーム。

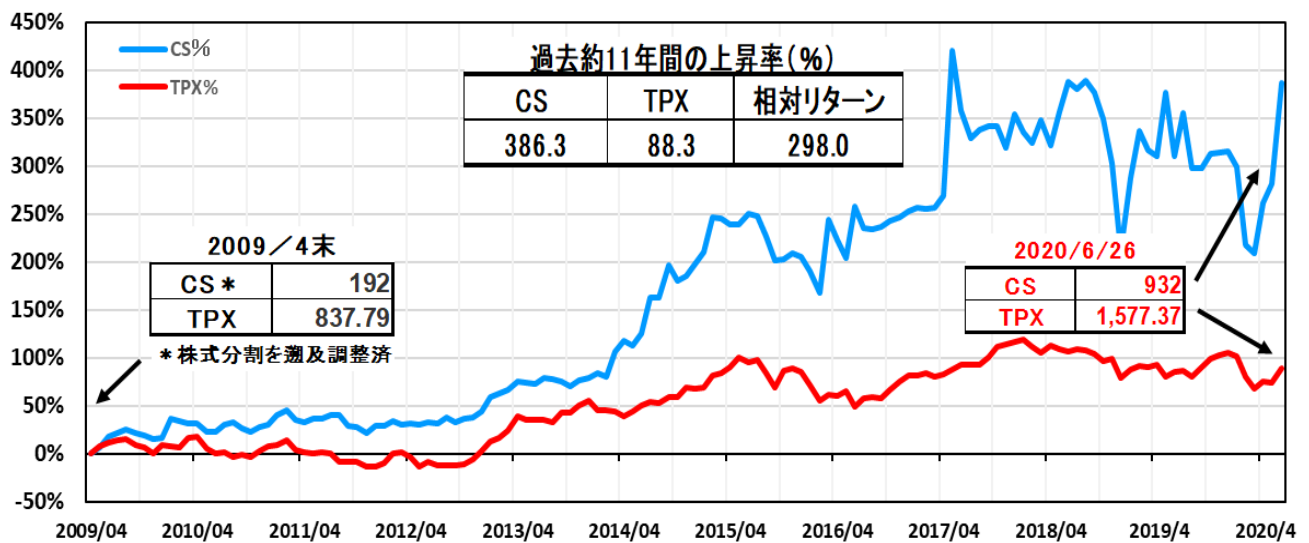
◆ 今後も中期長期タームでは、魅力的な投資対象と考えられる。

◆ 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11年間では、同社株は約4倍に上昇しTOPIXを298%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、2020年6月26日終値、図表44）。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。

基本的には日本企業の戦略的なIT投資の増勢を背景に、今後も同社は相対的に安定的な利益成長が見込まれ、またディフェンシブな特徴があることから、中長期タームでの投資対象候補と考えられる。

【図表 44】同社株（CS）とTOPIXの長期的なリターン（過去約11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

今年に入ってから TOPIX をアウトパフォームしているが、新型コロナや貿易戦争による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注目されていると推察される。また、新型コロナによる市場の急落で、同社株が3月13日につけた年初来安値の483円（終値ベース）を基点とす

◆年初来でも TOPIX をアウトパフォーム。

◆バリュエーションは、業界内では、ほぼ平均的、またはやや低い。

◆バリュエーションから判断すると、株価は相対的に割安。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。

ると、直近の6月26日までの市場の反騰局面でも68%、TOPIXをアウトパフォームしている。東証一部上場企業の過半数が、2021/3期決算の業績予想、並びに配当予想を未定とする中、増収増益、過去最高益、増配後の配当水準を据え置くとする同社が、評価されているためと考えられる。

東証一部銘柄は、既述のように業績予想を未定とする企業が多く、今回はバリュエーションの市場平均としての有意性がない。そこで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。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の比較では、同社株は、従前はやや割高であった。しかし、同社の株価は直近で大きく上昇したものの、現株価はPERやPSRでは、やや割安な水準である（図表45）。また、流動性は相対的に高い（参考：1日当たりの平均売買概算金額）。

【図表45】バリュエーション、流動性の同業3社比較

社名	キューブシステム (CS:連結)	ハイマックス (HM:連結)	東邦システムサイエンス (TS:非連結)
コード	2335	4299	4333
株価(6月26日終値)	932	2,049	980
時価総額(百万円)	14,241	12,717	13,589
PER(株価予想収益率)	18.1	19.5	18.8
PBR(株価純資産倍率)	2.3	1.2	1.7
配当利回り(%)	1.9	2.4	2.6
EV/EBITDA(倍)	10.6	6.6	6.5
PSR(株価売上高倍率)	0.9	0.9	1.2
過去半年間の1日平均売買金額概算(百万円)	31	8	6

時価総額=発行済株式総数×株価(2020年6月26日終値)

PER、及び配当利回りの計算に用いたEPS、配当予想は、全て2021/3期の会社計画、PBRに用いたBPSは2020/3期実績値

EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-現金)/(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(2021/3期会社予想)

(出所) 図表45、46とも有価証券報告書、株価データによりアルファ・ウイン調査部が作成

また、東証一部に上場する代表的なSI企業22社（同社、並びに上記2社も含む、なお22社合計の時価総額は10.6兆円）をユニバースとし、SIセクター（P44の図表46）内で比較すると、バリュエーションには、やや割安感がある。なお、今後、同社の営業利益率が改善し売上高が増加すれば、EPSの増加に加えバリュエーション（PER等）が切り上がり、時価総額も増大するポテンシャルがあると当調査部では判断している。

なお、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2021/3期の四半期単位での損益動向・通期の業績達成度、及び来期2022/3期以降の業績見通し（次期中計目標：事業展開の具体策・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
- ・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】SI セクター内の主要銘柄の比較
(備考：今期の会社予想が非公表である企業も含む)

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	予想配当金	予想EPS	実績BPS	PSR
9613	NTT データ	1,699,830	1,212	未定	未定	-	8.1	-	1.8	1.5%	18.00	未定	670.01	-
4307	野村総合研究所	1,920,000	3,000	540,000	83,000	15.4%	20.5	30.3	6.7	1.1%	34.00	98.96	446.69	3.6
4684	オービック	1,938,216	19,460	84,000	45,300	53.9%	15.4	49.2	7.3	0.8%	160.00	395.73	2,680.06	23.1
4768	大塚商会	1,103,912	5,810	864,000	63,700	7.4%	17.8	25.3	4.5	2.0%	115.00	229.59	1,299.08	1.3
4739	伊藤忠テクノソリューションズ	985,200	4,105	500,000	44,600	8.9%	12.6	31.6	4.1	1.5%	63.00	129.85	1,002.76	2.0
9719	SGSK	551,122	5,290	380,000	41,000	10.8%	15.6	19.0	2.6	2.5%	130.00	278.70	2,000.16	1.5
3626	TIS	607,062	2,305	440,000	44,000	10.0%	12.5	19.5	0.8	1.5%	35.00	117.95	2,890.27	1.4
8056	日本ユニシス	379,436	3,460	320,000	26,000	8.1%	15.5	20.4	2.9	2.0%	70.00	169.38	1,200.33	1.2
2327	日鉄ソリューションズ	280,894	2,966	未定	未定	-	12.8	-	1.8	2.2%	65.00	未定	1,633.31	-
9749	富士ソフト	145,584	4,320	238,000	13,600	5.7%	7.2	16.9	1.2	1.2%	51.00	255.64	3,570.35	0.6
1973	NECネットエスアイ	322,086	2,157	未定	未定	-	8.8	-	2.9	-	未定	未定	741.12	-
4812	ISID	164,260	5,040	105,000	10,500	10.0%	11.8	23.8	3.0	1.7%	86.00	212.11	1,702.64	1.6
9759	NSD	172,684	1,870	未定	未定	-	13.8	-	3.4	-	未定	未定	557.46	-
9682	DTS	114,963	2,279	95,000	10,700	11.3%	13.8	14.1	1.9	2.4%	55.00	161.49	1,190.71	1.2
9692	シーイーシー	66,552	1,770	53,000	6,100	11.5%	12.2	14.7	2.0	2.3%	40.00	120.26	891.74	1.3
4674	クレスコ	36,000	1,500	40,000	3,400	8.5%	15.0	12.9	1.9	2.4%	36.00	116.72	770.72	0.9
9739	NSW日本システムウェア	33,287	2,234	未定	未定	-	13.2	-	1.6	-	未定	未定	1,434.46	-
9600	アイネット	24,851	1,530	未定	未定	-	11.3	-	1.6	-	未定	未定	956.89	-
4725	CAC Holdings	26,581	1,294	52,000	2,000	3.8%	5.6	15.3	0.9	4.8%	60.00	84.76	1,512.07	0.5
2335	キューブシステム	14,241	932	16,000	1,120	7.0%	9.6	18.1	2.3	1.9%	18.00	51.56	411.96	0.9
4333	東邦システム	13,589	980	11,700	920	7.9%	9.1	18.8	1.7	2.6%	25.00	52.16	584.44	1.2
4299	ハイマックス	12,717	2,049	14,500	758	5.2%	8.8	19.5	1.2	2.4%	50.00	105.07	1,659.93	0.9
単純平均		482,412				11.6%	12.3	21.8	2.6	2.0%				2.7
単純平均(オービックを除く)		394,311				8.8%	12.2	18.8	2.4	2.1%				1.3

備考 時価総額、売上高、営業利益の単位：百万円

売上高・営業利益は、原則、会社の直近予想

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、2020年6月26日終値

平均値は、有効なデータのみを対象とした平均

(出所) 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