

ホリスティック企業レポート

キューブシステム

2335 東証二部

フォロー・レポート
2013年5月24日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20130521

キューブシステム (2335 東証二部)

発行日:2013/5/24

**流通・金融・通信業種向けに強みを持つ、独立系の中堅システムインテグレーター
品質・生産性の向上で利益率を改善へ**

> 要旨

アナリスト:松尾 十作
+81(0)3-6858-3216
matsuo@stock-r.org

◆ 独立系の中堅システムインテグレーター

・創業 40 年超の独立系の中堅システムインテグレーター。流通、金融、通信業界向けが得意。野村総合研究所など大手システムインテグレーターとも提携。優良な顧客基盤、高い技術・ノウハウの共有、システムエンジニアによる総員営業体制が同社の強み。

【主要指標】

	2013/5/17
株価(円)	686
発行済株式数(株)	7,639,920
時価総額(百万円)	5,241

◆ 前 13 年 3 月期決算は会社予想未達

・前 13 年 3 月期決算は会社予想に未達。流通、金融業を中心に既存顧客からの継続案件があり売上高は堅調だったが、一部の案件の採算性低下で利益は会社予想に僅かに及ばなかった。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	15.2	13.2	12.5
PBR(倍)	1.2	1.2	1.1
配当利回り(%)	3.2	2.5	3.2

> 投資判断

◆ 今 14 年 3 月期は 2 桁増益へ

・今 14/3 期の会社予想は、売上高 10,000 百万円(前期比 8.2%増)、営業利益 700 百万円(同 16.4%増)、純利益 380 百万円(同 12.5%増)。金融、流通業における新規受注や既存ビジネスの業務範囲の拡大により増収を維持し、品質・生産性の向上で利益率を改善する見通し。
・当センターでは、受注環境が好転していることから、会社予想は達成可能と判断している。

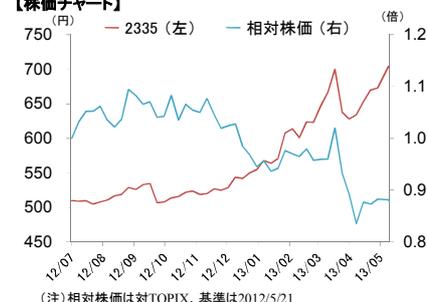
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.4	10.1	38.0
対TOPIX(%)	-4.8	-14.3	-20.8

◆ 中期的な想定株価は 688 円~860 円

・中期的な利益成長率、年率 5~8%との予想は継続。
・株価は、株式市場全体の上昇もあり、前回の目標株価に達した(547 円~656 円)。当センターでは新たに 16/3 期業績予想を加え、妥当 PER レンジを 12~15 倍とし、中期的な適正株価を 688 円~860 円と算定した。市場全体の PER や配当利回りなどのバリュエーションを考慮すると、現在の株価には、上値余地はあると考えられる。

【株価チャート】



【2335 キューブシステム 業種:情報・通信業】

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)
2011/3	9,165	5.3	662	4.0	671	1.8	208	-40.4	41.4	782.3	25.0
2012/3	8,431	-8.0	523	-20.9	533	-20.6	117	-43.4	15.7	520.4	17.0
2013/3	9,241	9.6	601	14.8	606	13.6	337	186.7	45.0	550.7	22.0
2014/3 CE	10,000	8.2	700	16.4	700	15.5	380	12.5	50.7	NA	17.0
2014/3 E	10,000	8.2	710	18.1	710	17.2	390	15.7	52.0	593.1	17.0
2015/3 E	10,600	6.0	750	5.6	750	5.6	410	5.1	54.7	625.8	22.0
2016/3 E	11,300	6.6	780	4.0	780	4.0	430	4.9	57.3	661.1	22.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、株式分割 2011年4月に1:1.5

フォロー・レポート

2/11

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。一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人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にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

決算サマリー

> 事業内容

流通、金融、通信業界向けのウエートが高い独立系システムインテグレーター

◆ 独立系中堅システムインテグレーター

流通、通信、金融、製造業界などの大手企業や官公庁向けなどを中心に顧客基盤を持つ独立系の中堅システムインテグレーター(SI)。1972年創業と業歴は40年以上。企画・立案から開発、及びメンテナンスにいたるまで総合的な情報システムサービスを提供する。大手システムインテグレーターとも提携。野村総合研究所、富士通、イオングループ、みずほグループが主要取引先。東京証券取引所からのアウトソーシングも受託するなど信頼性が高い。

また、オフショアでの開発も強化中。創業以来、多様化・高度化する顧客の情報化ニーズに対し、ソリューション型の技術・サービスを提供してきた。

◆ 事業領域はシステムソリューション・サービス

同社は、ITを用いて顧客のビジネスモデルの変革を促し、経営環境の急速な変化への対応を支援する「システムソリューション・サービス」を事業領域としている。同社グループは顧客に対し、「顧客業務に精通した人材」と「高度で幅広いIT知識を活用したシステム」によって、付加価値や最適なソリューション・サービスを提供し経営支援を行っている。

システムソリューション・サービスは、「顧客の情報化サイクル」に応じて、「システムインテグレーション・サービス(SIS)」、「システムアウトソーシング・サービス(SOS)」、「プロフェッショナル・サービス(ProS)」の3つのサービス・ラインで構成されている。

①SISは、通信・金融・流通・官公庁などの業界を中心に、顧客の情報システム構築を一括(あるいは部分的)受託。

②SOSは、顧客のシステム管理運営業務や、機能向上等のシステム改修業務(エンハンス業務)を行う。

③ProSは、顧客の情報システムのサイクル全般に対応し、システムコンサルティング、システムインフラ及びデータベースの構築・管理などの業務を行う。

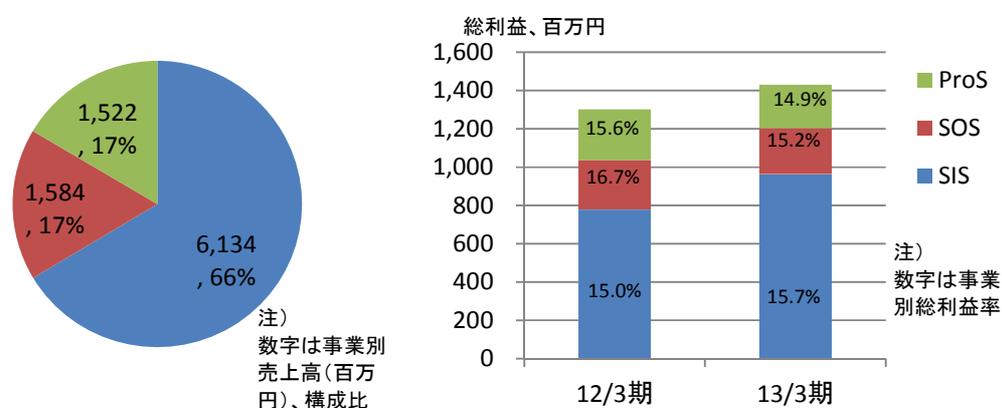
> 決算概要

◆ 前13年3月期は営業2桁増益

13/3期連結決算は、会社予想⇒実績、単位：百万円で売上高9,000⇒9,241(前期比9.6%増)、営業利益620⇒601(同14.8%増)、経常利益630⇒606(同13.6%増)、純利益350⇒337(同186.7%増)となった。総合スーパー、生協向けなど流通業、銀行、保険会社などの金融業向けを中心に既存顧客からの継続案件があり、売上高は堅調に推移した。

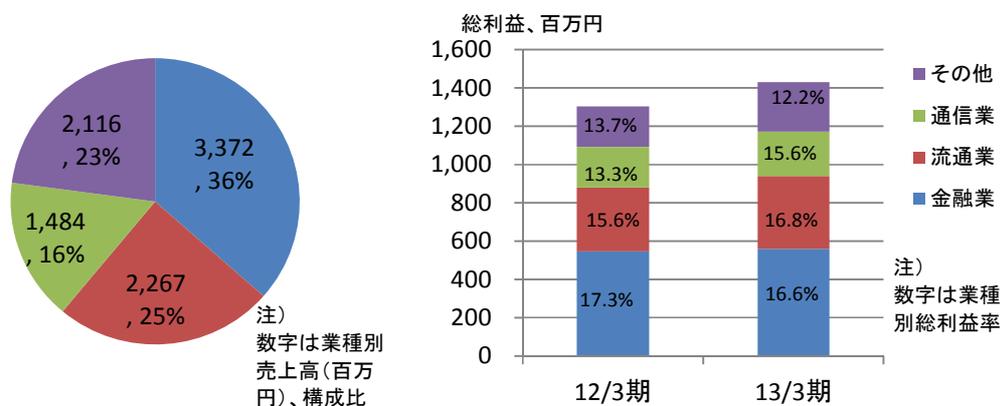
一方、SOS 及び ProS での流通業、金融業向け案件の採算低下により、利益は期初会社予想に僅かに及ばなかった。売上高営業利益率は、予想 6.9%に対し実績 6.5%となった。13/3 期実績は当センターの予想を売上高は若干上回り、利益は若干下回ったが、今後の業績予想を大きく変更しなければならないような重大な差異ではなかった。なお、受注額は 9,481 百万円（前期比 10.6%増）、受注残は 2,383 百万円（前期末比 11.2%増）だった。

【図表 1】 事業別売上高及び総利益



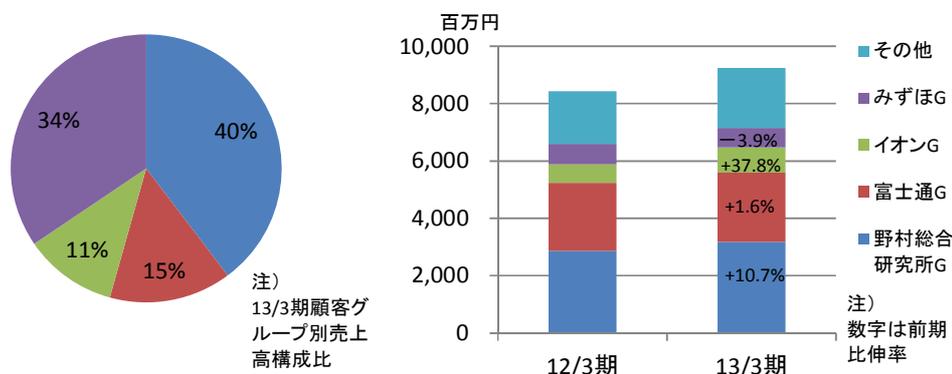
(出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表 2】 事業業種別売上高及び総利益



(出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表 3】顧客グループ別売上高



(出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

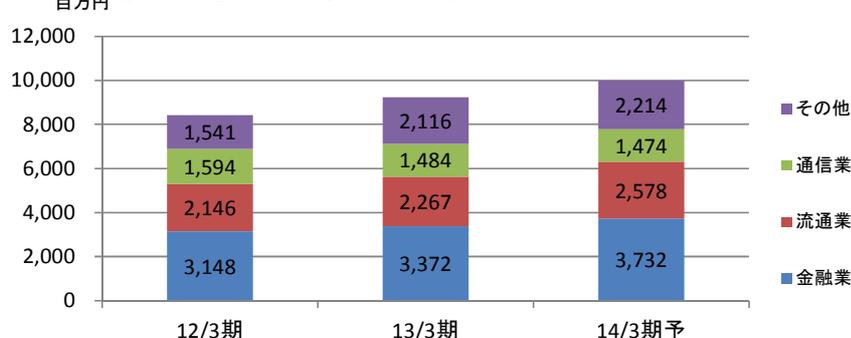
顧客別グループ別売上高をみると、野村総合研究所グループ向けは、紙加工品向け開発案件の拡大や教育事業向け維持保守案件の拡大により 3,179 百万円（前期比 10.7%増）、富士通グループ向けは、通信キャリア向け基盤構築案件が大幅に縮小したものの電気通信業向け開発案件の拡大が貢献し 2,408 百万円（同 1.6%増）、イオングループ向けは新規開発案件の拡大を寄与し 883 百万円（同 37.8%増）、みずほグループ向けは基盤構築案件の縮小が影響し 678 百万円（同 3.9%減）となった。

> 業績見通し

◆ 今 14 年 3 月期会社予想

同社の今 14/3 期の連結業績予想は、新規受注や既存ビジネスの業務範囲の拡大により、業界別売上高では金融業向けが前期比 10.7%増、また流通業向けは同 13.7%増を見込む。金融業向けでは、銀行におけるグループ企業再編に伴うシステムの一元化・刷新、ネットバンクではモバイル端末などへの対応ニーズが見込まれる。また、流通業向けでは、総合スーパーのシステム統合・最適化、アパレルにおいては基幹系システムの再構築案件などの受注を見込んでいる。

【図表 4】業界別売上高推移



(出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

利益面では、増収効果に加え、品質・生産性の向上で利益率が改善し、2桁増益を予想している。同社グループは、今期も重点施策として、上流工程へのシフト、中規模案件へ受注拡大、ニアショア・オフショアを積極活用、営業力強化、グローバル展開、人材リソースの育成を図っていくことで、品質・効率を向上させ、高付加価値なサービスを提供していく方針である。

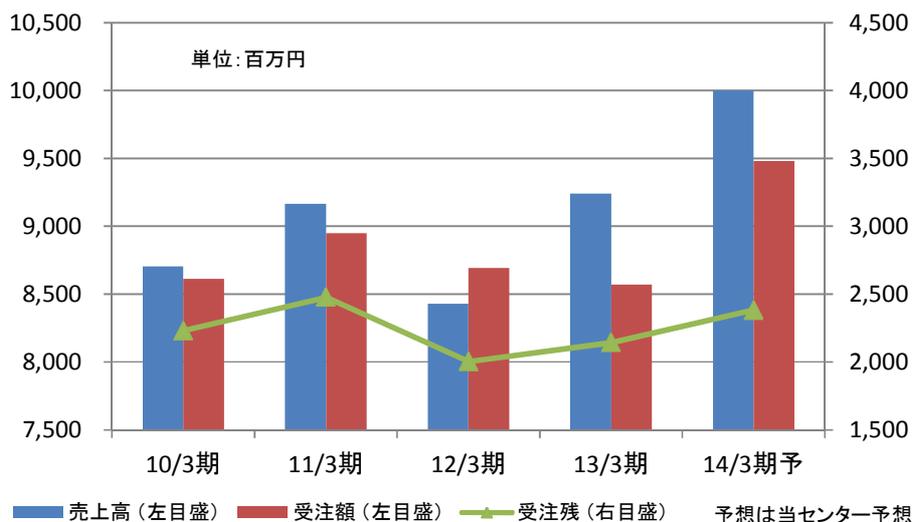
◆ 今14年3期の当センター予想

当センターでは、受注環境が好転していることから、14/3期の会社予想は達成可能と判断している。

市場全体では依然として、厳しい価格競争や経営環境は続くものと思われる。一方で、政府の経済施策への期待、円安の進行による製造業を中心とした輸出関連企業の業容好転による設備投資の増加が予想され、また、年度後半には消費税率引き上げ前の駆け込み需要も見込まれることから、徐々に成長率が高まることが期待される。

情報サービス業界においても、今まで抑制されていたシステム構築の再開、事業継続、災害対策、業界再編、効率化などに対応した企業のIT関連投資は、景況感の改善を背景に低成長ながら拡大に向かうことが予想され、同社も恩恵を享受できると考えられる。

【図表5】受注額、受注残、売上高推移



(出所) 有価証券報告書等より証券リサーチセンター作成

> 中期業績見通し

◆ 中期経営ビジョンの進捗状況

中期的な経営指標として同社は、以下の3指標を重視しているが、いずれも未達成ながら改善傾向にある。

- 1、株主にとっての企業価値向上の観点から ROE15%以上
- 2、収益性を計る指標として連結経常利益率 8.0%以上
- 3、従業員一人ひとりのパフォーマンスを高めていくという主旨から、従業員一人当たりの連結売上高 25 百万円以上、同連結経常利益 2 百万円以上

【図表 6】 中期経営指標目標と実績

	12/3期	13/3期	目標
ROE	6.1%	8.4%	15.0%
売上高経常利益率	6.3%	6.6%	8.0%
国内従業員当たり連結売上高(千円)	17,825	19,213	25,000
国内従業員当たり連結経常利益(千円)	1,107	1,250	2,000

(注)12/3期ROEは税率変更並びに繰延税金資産の一部取り崩しによる法人税調整額の増加分を除いて利益額を調整

(出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

また、同社は、ビジョンの中で3つのステップを掲げている。現在は、1st STEP「強み」の強化のステージであり、既存ビジネスの「強み」(システム基盤+業種別サービス)の強化、大規模案件を受託できる体制の確立、中国/ベトナムを活用した顧客の海外ビジネス IT サポートに注力している。

◆ アナリストの評価

経済環境・企業業績動向の好転や新サービスの普及(クラウド、ビッグデータ市場等)を勘案すると、情報サービス市場全体の急拡大は期待できないが、中期的には、市場の回復傾向が続くと思われる。

【図表 7】 中期経営指標目標と実績

(単位:百万円)		13/3期	14/3期	15/3期	16/3期
		会社予想/実績	予想	予想	予想
前回 12年11月 時点	売上高	9,000	9,600	10,000	/
	営業利益	620	660	720	
	経常利益	630	670	730	
	当期純利益	350	375	410	
今回	売上高	9,241	10,000	10,600	11,300
	営業利益	601	710	750	780
	経常利益	606	710	750	780
	当期純利益	337	390	410	430

(出所) 証券リサーチセンター作成

**年率 5~8%の安定的な利益
成長を見込むとの判断は変
わらず**

同社は人員及び経営資源を得意分野、ノウハウのある業種に集中投下し、ビジネスを拡大する戦略をとっている。上流工程への拡大、大型案件の獲得、エンハンス業務強化と海外展開、人材・営業・提案力の強化に注力しており、当面は増収・増益基調を継続すると当センターでは考えている。長期にわたり顧客・経営基盤を確立してきており、高い技術力・提案力を持つ SI の勝ち組企業として、年率 5~8%の安定的な利益成長が見込めるとの判断は変わっていない。当センターでは新たに 16/3 期予想を加え、経営環境の好転を反映し、上方修正を行った。

投資判断

> 株主還元

◆ 株主還元には前向き

前 13/3 期に創立 40 周年、上場 10 周年を迎え 5 円の記念配を加え、年 22 円配当を実施予定だが、今 14/3 期は普通配当の年 17 円に戻す見込み。会社予想 EPS をベースにすると配当性向は約 34%、現在の株価水準では配当利回りは約 2.5%となる。目標とする配当性向は明示していないが、同社は 30%程度を意識しているようだ。保有株式に応じた JCB ギフトカードの配布(9 月末現在の株主名簿記載株主対象)などの株主優待制度も設けている。なお株価上昇により、時価総額が基準の 40 億円を超え、東証一部への昇格も視野に入ってきたと思われる。

> 株価バリュエーション

◆ 現在の株価水準はやや割安か

同規模かつ業務内容の類似する企業とバリュエーションの比較を行った。同業他社比較において割安感はない。同社の株価バリュエーションは、今期の会社予想及び当センター予想基準でいずれも PER 約 13 倍となる。東証一部平均の今期予想基準 PER 約 18 倍、前期実績基準 PBR 約 1.4 倍、単純平均の配当利回り約 1.5%に比べて、同社の株価は低位な水準にあると言える。

【図表 8】 株価バリュエーション

	2335 東証二部	4299 東証二部	4333 東証二部
	同社	ハイマックス	東邦システムサイエンス
決算期	3月期	3月期	3月期
株価 (13/5/17)	686	720	655
PER (今期予想)	13.2	8.8	9.3
PBR (直近実績)	1.2	0.7	1.1
配当利回り (予想・%)	2.5	3.5	3.1
時価総額 (百万円)	5,241	3,509	4,541
売上高 (予想・百万円)	10,000	9,500	10,000
営業利益 (予想・百万円)	710	680	830
営業利益率 (%)	7.1	7.2	8.3

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な想定株価レンジは 688 円～860 円

短期的には業績のアップサイドは見込みにくい、上流工程へのシフト、受注案件の大型化で、中期的には年率 5～8%の利益成長が見込めるという従来からの見方を継続。世界的な株価上昇など市場環境の好転も加わり、前回 (12/12/20 レポート) の株価予想レンジである 547 円～656 円に株価は達し、上場来高値を更新した。東証一部の現在の平均 PER を参考に、小型株であり流動性が乏しい点や今後の業績の変化率を考慮し、当センターでは同社の適正バリュエーションを PER 予想レンジで 12 倍～15 倍と仮定した。これに当センターの 16/3 期予想 EPS である 57.3 円を当てはめると、適正株価水準は 688 円～860 円と想定される。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

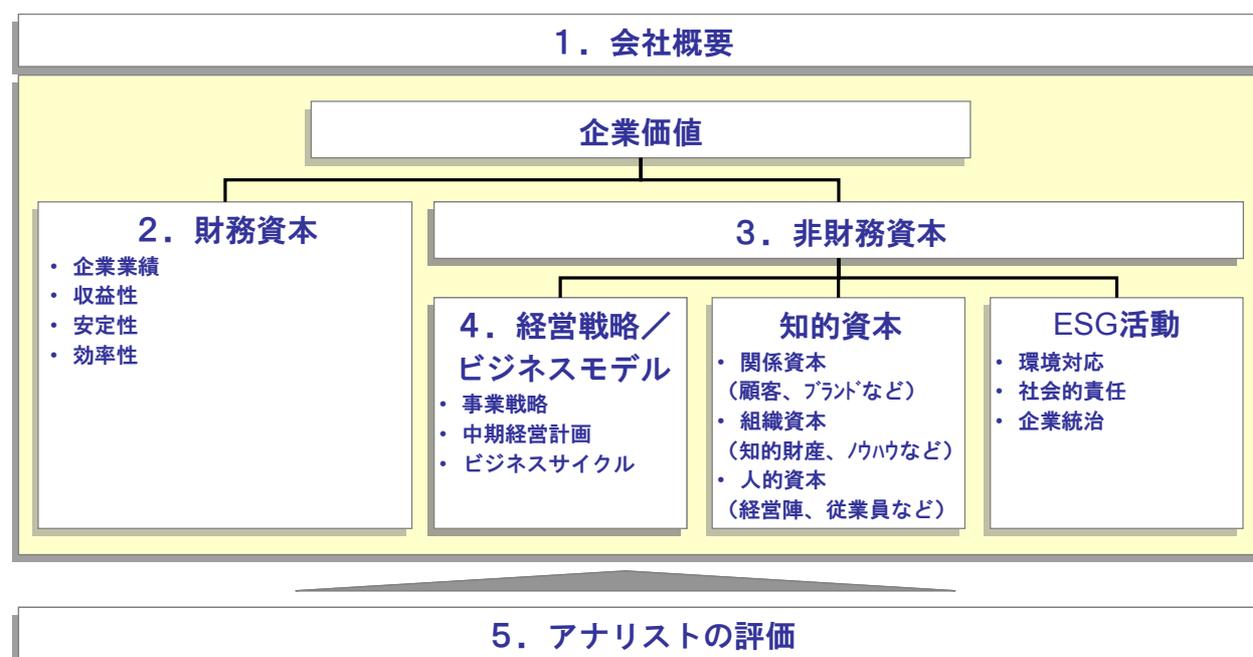
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家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個人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にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。