

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

アップデート・レポート
2013年12月27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20131224

キューブシステム(2335 東証二部)

発行日:2013/12/27

**流通、金融、通信業界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
金融業界向けと教育業界向けの好調が続こう**

> 要旨

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

◆独立系中堅システムインテグレータ

- ・キューブシステム(以下、同社)は、流通、通信、金融、製造業界などの大手企業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である。
- ・野村総合研究所、富士通、イオン、みずほのグループ企業が主要取引先である。

◆14年3月期上期は不採算案件が影響

- ・14/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高5,379百万円(前年同期比20.2%増)、営業利益268百万円(同1.6%増)であった。同社の期初予想に対する達成率は売上高で113.2%、営業利益で89.5%であった。
- ・売上高が同社の期初予想を上回ったのは、当初見込んでいなかった案件の貢献によるもので、営業利益の未達は不採算案件が2件発生したためである。

◆14年3月期は金融業界と教育業界向けが伸長へ

- ・14/3期について、同社は売上高10,000百万円(前期比8.2%増)、営業利益700百万円(同16.4%増)を見込み、期初予想を据え置いた。
- ・証券リサーチセンターは、14/3期業績予想において、売上高予想のみ増額修正し、10,900百万円(前年同期比18.0%増)を予想する。これは、金融業界向けと教育業界向け売上高が同社予想を上回ると予想したためである。利益は会社予想と同水準を予想する。

◆中期業績予想を見直し

- ・当センターの中期見直しは、14/3期業績予想の修正と最終顧客別売上高予想で組みなおし、前回(13年5月発行)予想を見直した。
- ・売上高予想は、金融業界向けと教育業界が含まれるその他が牽引役となり、利益面では増収効果が見込まれるものの、従業員数増による人件費増等で15/3期以降の売上高営業利益率は横ばいを想定した。

【主要指標】

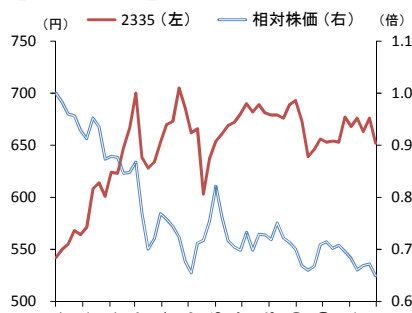
	2013/12/20
株価(円)	652
発行済株式数(株)	7,639,920
時価総額(百万円)	4,981

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	14.5	12.9	11.9
PBR(倍)	1.2	1.1	1.0
配当利回り(%)	3.4	2.6	2.6

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-3.6	-2.7	18.5
対TOPIX(%)	-3.8	-7.9	-19.2

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/12/21

【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	GE	10,000	8.2	700	16.4	700	15.5	380	12.5	50.7	NA	17.0
2014/3	E	10,900	18.0	700	16.4	700	15.5	380	12.5	50.7	591.8	17.0
2015/3	E	11,200	2.8	780	11.4	780	11.4	410	7.9	54.7	629.4	17.0
2016/3	E	11,600	3.6	810	3.8	810	3.8	430	4.9	57.3	669.8	17.0

(注) GE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アップデート・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。

> 事業内容

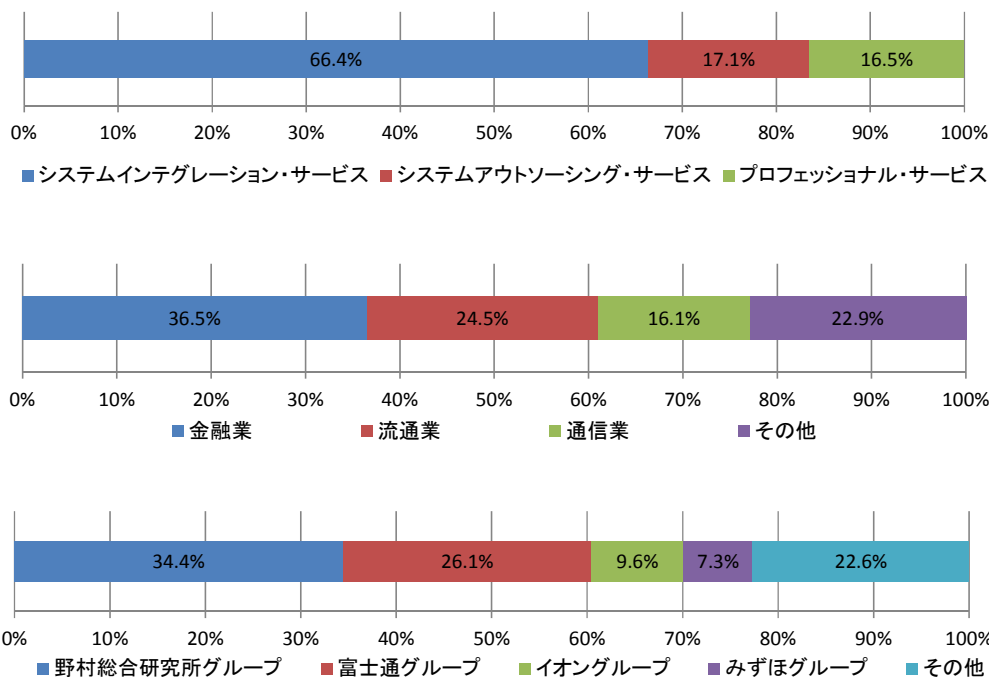
◆ 中堅の独立系システムインテグレータ

キューブシステム（以下、同社）は、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で、同社及び子会社3社（国内1社、海外2社）で構成されている。企画及び立案から開発、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している。野村総合研究所グループ、富士通グループ、イオングループ、みずほグループが主要取引先である。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。オフショアでの開発も強化中で、13/9 末のオフショア従業員数 68 名を、3 年後を目途に 100 名体制に拡充する方向である。

◆ 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。同社グループの事業は、システムソリューション・サービスの単一事業だが、事業領域の品目別ではシステムインテグレーション・サービス（以下、SIS）、システムアウトソーシング・サービス（以下、SOS）、プロフェッショナル・サービス（以下、ProS）の3つで構成されている。

【図表 1】品目別、最終顧客業種別、顧客別売上高構成 (13/3 期)



(出所) キューブシステム決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

SIS (13/3 期売上高構成 66.4%) は、通信、金融、流通、官公庁などを中心に、顧客の情報システム構築を一括(あるいは部分的)受託してサービスを提供している。SOS (同 17.1%) は、顧客のシステム管理運營業務や機能向上等のシステム改修業務(エンハンス業務)を行なっている。ProS (同 16.5%) 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、データベースの構築及び管理などの業務を行なっている。

最終顧客別売上高構成では、金融業が 36.5%と高く、流通業が 24.5%、通信業が 16.1%であり、その他は一つの業種で 10%を超えない業種の集まりだが、教育業界向けの構成比が高くなっている。顧客別では野村総合研究所グループ向けが 34.4%と高く、順に富士通グループ向け 26.1%、イオングループ向け 9.6%、みずほグループ向け 7.3%、その他 22.6%となっている(13/3 期)。

> 決算概要

◆ 14 年 3 月期上期採算は不採算案件が影響

14/3 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、前年同期比 20.2%増収、1.6%営業増益であった。同社が期初に見込んだ業績に対する達成率は、売上高で 113.2%、営業利益で 89.5%だった。

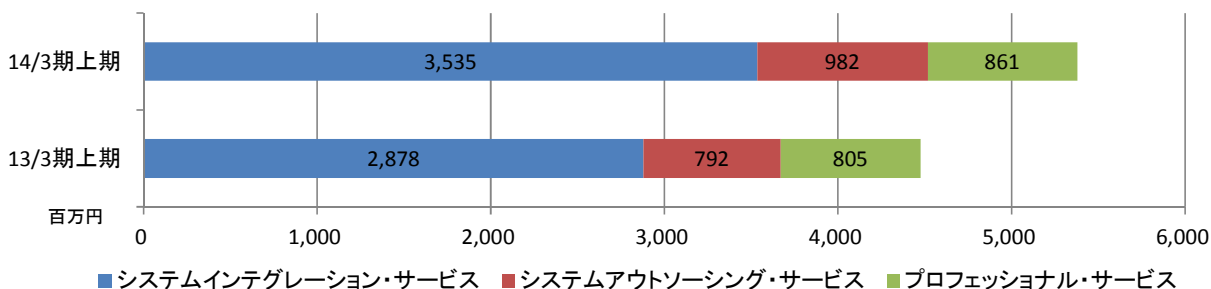
売上高が同社予想を上回ったのは、SOS における銀行向け案件と政府系生命保険向け案件の貢献によるもので、前者は当初見込んでいなかった案件、後者は想定より案件規模が大きかったためである。営業利益が同社予想に未達だったのは、増収効果によるプラス要因はあったものの、SOS における銀行向け案件と流通業界向け案件が想定より採算が低かったためである。前者は、システム開発で実装すべき機能や満たすべき性能において発注者と開発者との間の確認作業ミスに伴う作業時間増、後者は新技術活用による作業時間増によるものである。

【図表 2】14/3 期上期決算概要

	同社期初予想	実績	達成率
売上高	4,750	5,379	113.2%
前年同期比	6.1%	20.2%	—
営業利益	300	268	89.5%
前年同期比	13.4%	1.6%	—
経常利益	300	279	93.2%
前年同期比	21.5%	13.3%	—
純利益	150	146	97.5%
前年同期比	13.4%	10.5%	—

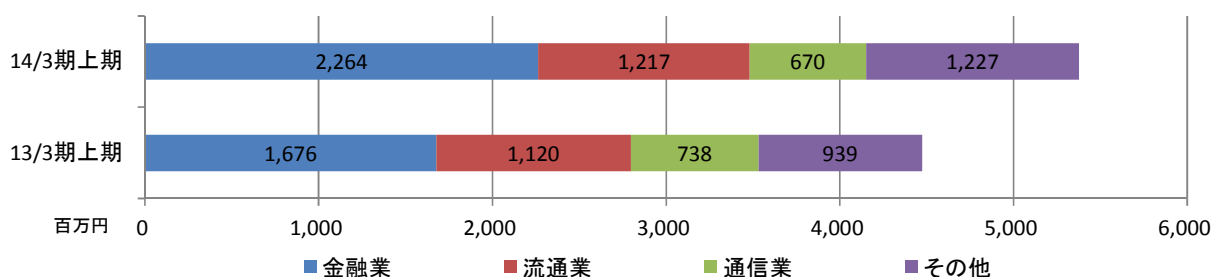
(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

【図表 3】 14/3 期上期サービス品目別売上高推移



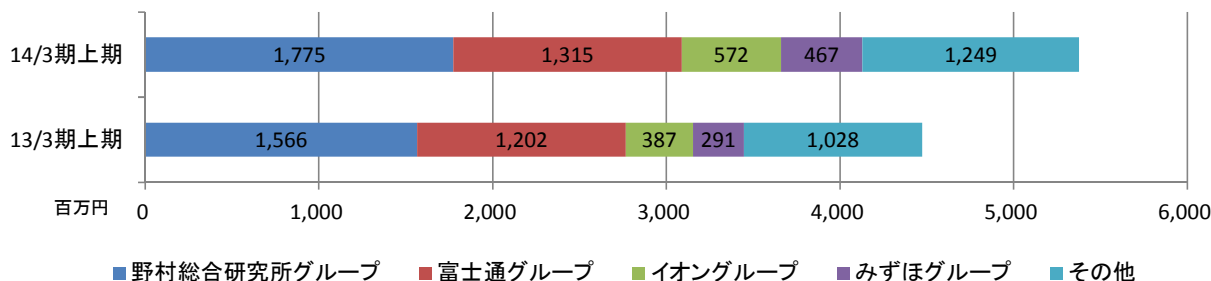
(出所) キューブシステム決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表 4】 14/3 期上期最終顧客業種別売上高推移



(出所) キューブシステム決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表 5】 14/3 期上期顧客別売上高推移

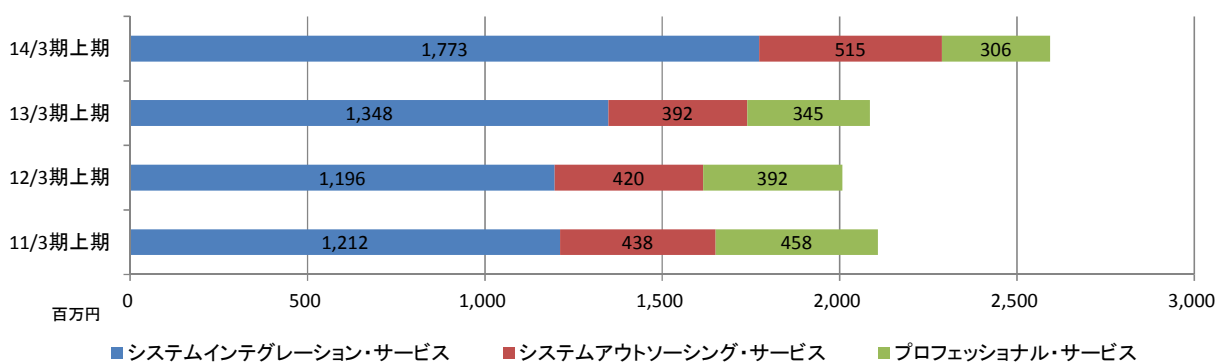


(出所) キューブシステム決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

上期のサービス品目別売上高動向だが、SIS 売上高は 3,535 百万円、前年同期比 22.8%増であった。当初見込んでいなかった銀行向け案件や政府系保険会社の大規模案件が貢献した一方で、前述の不採算案件により SIS の総利益率は 11.4%と前年同期比 3.3%ポイント低下した。SOS 売上高は 982 百万円、同 24.0%増であった。総合スーパー向け教育事業会社向け案件が貢献し、加えてオフショア（上海とベトナム）の活用により SOS の総利益率は 16.7%と同 2.4%ポイント向上した。ProS 売上高は 861 百万円、同 7.0%増であった。金融機関向けプライベートクラウドのシステム構築案件が貢献し、ProS の総利益率は 15.7%と同 0.1%ポイント改善した。

上期の最終顧客別動向だが、金融業向けは売上高 2,264 百万円、前年同期比 35.1%増だったが、前述の低採算案件の影響により総利益率は 14.4%と同 2.1ポイント悪化した。流通業向けは売上高 1,217 百万円、同 8.6%増だったが、前述の低採算案件の影響により総利益率は 8.1%と同 6.5ポイント悪化した。通信業向けは売上高 670 百万円、同 9.3%減と大手通信キャリア向けが低迷した。総利益率は 14.9%と横ばいだった。その他は売上高 1,227 百万円、同 30.6%増となった。以前より取引のある大手教育事業会社向けの開発案件が貢献した。総利益率は 14.3%と同 2.3ポイント向上した。

【図表 6】 14/3 期上期受注残推移



(出所) キューブシステム決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

上期受注高は 5,591 百万円、前年同期比 26.5%増と増収率を上回った。売上高同様に銀行向けや保険会社向け、加えて教育事業会社向けが受注増に貢献した。上期末受注残高は 2,595 百万円、13/3 期上期末比 24.4%増となった。受注高及び受注残高は、上期及び上期末では過去最高となった。

> 業績見通し

◆ 14 年 3 月期の同社予想

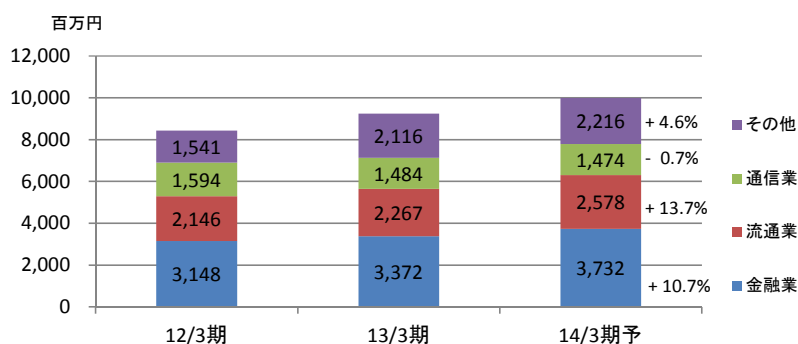
14/3 期について、上期の売上高は同社予想を上回って推移したものの受注単価見通しの不透明感を背景に、同社は売上高 10,000 百万円 (前期比 8.2%増)、営業利益 700 百万円 (同 16.4%増)、経常利益 700 百万円 (同 15.5%増)、純利益 380 百万円 (同 12.5%増) を見込み、期初予想を据え置いた。サービス品目別売上高は非開示だが、最終顧客向け売上高は公表している。

同社が見込む最終顧客業種別売上高は、金融業界向け 10.7%増、流通業界向け 13.7%増、通信業界向け 0.7%減、その他 4.6%増となっている。

1. 金融業界向けは、銀行向けで情報系、勘定系システムなどの再構築案件の新規受注、生命保険では業務処理システム構築案件の新規受注を見込んでいる。

2. 流通業界向けは、総合スーパー向けで既存ビジネスから派生する個別案件や消費税対応による個別案件の受注拡大を見込んでいる。
3. 通信業界向けは、通信キャリア向け基盤構築案件の縮小が継続する見通しだが、顧客料金システムの次期システムを構築後、エンハンス業務の継続受注を見込んでいる。
4. その他は、上期同様に大手教育事業会社向けのグローバル展開に合わせた次期システムの構築、及び構築後のエンハンス業務の拡大を見込んでいる。

【図表 7】最終顧客業種別売上高推移



(注) 予想はキューブシステム予想、図中変化率は前期比
(出所) キューブシステム決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

営業利益は、上期では同社予想に対し未達成だったものの、上期に発生した赤字案件は、下期に見込まれる損失相当額を引当金計上しておくことから下期予想の利益には影響せず、品質管理体制の強化並びにプロジェクトリスクマネジメントの徹底による採算管理を背景に、期初見通し通りの 700 百万円、前期比 16.4%増としている。

◆ 14年3月期の証券リサーチセンター予想

当センターの予想は、売上高 10,900 百万円 (前期比 18.0%増)、営業利益 700 百万円 (同 16.4%増)、経常利益 700 百万円 (同 15.5%増)、純利益 380 百万円 (同 12.5%増) と売上高のみ同社予想を上回る水準を予想した。上期売上高実績をふまえ、前述のように当初見込んでいなかった銀行向け案件が下期も継続する見通しのためである。上期の営業利益は、同社予想に未達成だったものの、増収効果と採算管理により、通期の営業利益は同社予想と同水準を予想する。

> 中期見通し

◆ 中期経営ビジョンの進捗状況

時期を定めた定量的な中期経営計画は公表していないが、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。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 8】 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) キューブシステム決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同社は、ビジョンの中で3つのステップを掲げている。1st STEPは、「強み」の強化、2nd STEPは「SIビジネスの立ち上げ(大きな案件に対して、企画及び立案からシステム設計、運用までの一括受注)」、3rd STEPは「サービスメニューの創出」を掲げている。現在は、1st STEP ステージにあり、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、中国及びベトナムの拠点を活用した既存ビジネスの効率化と顧客の海外ビジネスに対する支援に注力している。

◆ 当センターの中期見通し

当センターの中期見通しは前回(13年5月発行)予想を見直した。前回予想との相違点は、①14/3期業績予想を修正したこと、②売上高予想をサービス区分別ではなく最終顧客別売上高予想で組みなおしたことの2点である。

14/3期予想において、金融業界向けと教育業界が含まれるその他の売上高を同社予想に比べ増額予想とした。15/3期以降の売上高予想は、金融業界向けは増大傾向、流通業界向けは、イオングループ向けは堅調に推移するもの他顧客向けが需要減退懸念があり、全体として横ばい推移、通信業界向けは大手通信キャリア向けが漸減傾向、その他は教育業界向けが拡大傾向を維持すると想定した。

利益面では、15/3期以降には不採算案件が発生せず、総利益率が比較的高い金融業界向け売上高の伸長を見込む一方で、従業員数増(13/3期末539名、14/3期末予想570名、15/3期末予想600名、16/3期末予想620名)による人件費増、研修費増で売上高営業利益率は横ばいを想定した。

【図表 9】 中期経営指標目標と実績

		単位:百万円	13/3期	14/3期予	15/3期予	16/3期予
前回 13年5月 時点	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
	純利益		337	390	410	430
今回	売上高		9,241	10,900	11,200	11,600
	金融業		3,372	3,972	4,600	5,050
	流通業		2,267	2,578	2,500	2,500
	通信業		1,484	1,474	1,400	1,350
	その他		2,116	2,514	2,700	2,700
	営業利益		601	700	780	810
	経常利益		606	700	780	810
純利益		337	380	410	430	

(出所) 証券リサーチセンター

> 株主還元

◆ 株主還元には前向き

同社は、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 円配当を実施したが、14/3 期は年 17 円の普通配当のみに戻す計画である。同社予想 EPS をベースにすると配当性向は約 34%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。

> 株価バリュエーション

◆ 適正な株価水準

同規模かつ業務内容が類似する上場企業とバリュエーション指標の比較を行った。同社の株価バリュエーションは、同業他社との実績基準の PBR 及び今期予想基準の PER ではやや割高な水準にあるが、高い利益成長予想が反映していると思われ、適正な株価水準にあると思われる。

【図表 10】 株価バリュエーション

百万円	キューブシステム 2335東証二部	ハイマックス 4299東証二部	東邦システムサイエンス 4333東証二部
決算期	3月	3月	3月
売上高予想	10,900	9,500	10,000
予想営業利益率	6.4%	7.2%	8.3%
予想純利益成長率	80.2%	38.5%	71.1%
ROE(前期実績基準)	8.4%	7.1%	10.9%
PER(今期予想基準、倍)	12.9	9.3	9.5
PBR(前期実績基準、倍)	1.2	0.7	1.1
配当利回り(今期予想基準)	2.6%	3.3%	3.0%
株価(12/20、円)	652	760	670
時価総額(12/20)	4,981	4,717	4,645

(注) キューブシステムとハイマックスの予想は証券リサーチセンター予想、東邦システムサイエンスの予想は会社予想

(出所) 証券リサーチセンター

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、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

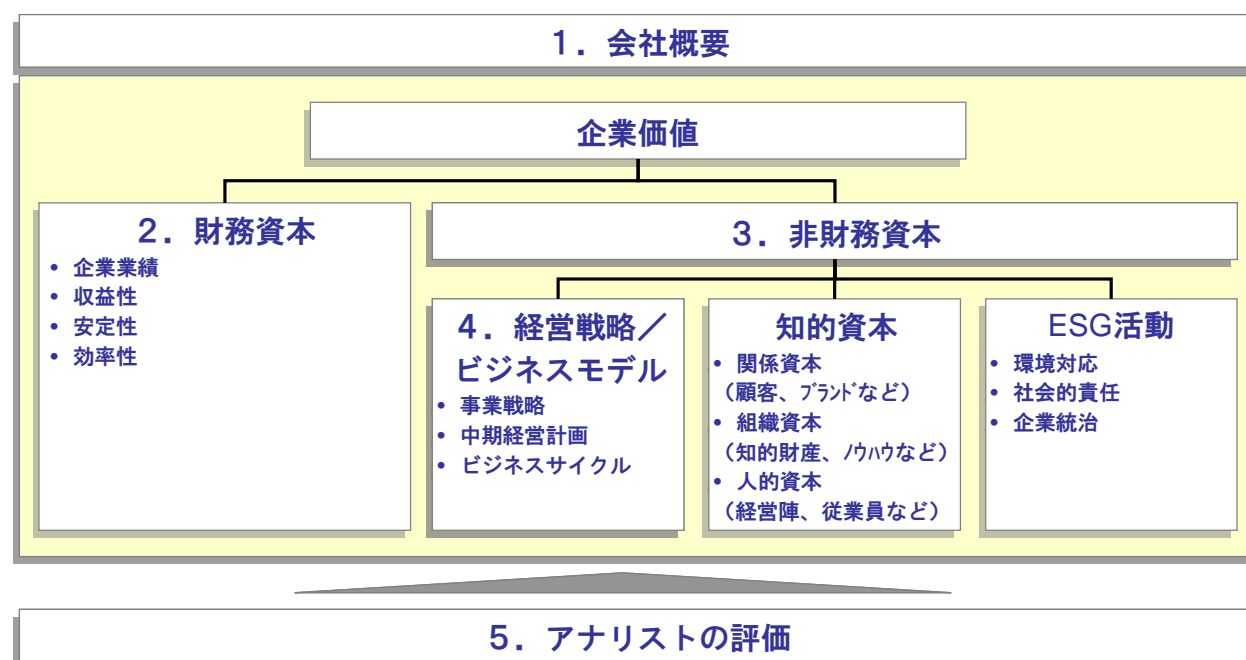
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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 Ratio)

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、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。