

ホリスティック企業レポート

(2335 株式会社キューブシステム
東証二部)

フル・レポート
2012年12月20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20121217

要旨

> 要旨

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

1. 会社の概要

- 独立系の中堅システムインテグレーター。創業 40 年の歴史があり、流通・金融・通信業界に大手の優良顧客を持つ。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取引。

2. 財務面の分析

- 上場以来 10 年連続増収を達成したが前期に減収決算となる。今期以降は、再び増収増益基調に戻ると予想される。自己資本比率、流動比率など安全性を示す指標は高く、財務体質は盤石。実質無借金経営。収益性も同業他社と比較し遜色ない。

3. 非財務面の分析

- 「顧客第一主義」「重点主義」「総員営業主義」を掲げ、ユーザーオリエンテッドなサービスを提供。全社員が自立したビジネスパーソンとして「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」の実現を目指す。
- 人材育成を最重要課題とし、業界資格の取得奨励、教育・研修に注力している。上流工程を担える優秀なエンジニアを育成し、大型案件受注、開発から保守・運用まで総合的な対応を図る。

4. 経営戦略の分析

- 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(SE)による総員営業体制が同社の強み。一方、新規顧客を獲得する営業力と上流工程を担えるSEの育成、グローバル対応が課題。

5. アナリストの評価

- 中期的な利益成長率は、年率 5~8%と予想。
- 市場全体の PER や配当利回りなどのバリュエーションと比較すると、現値はやや割安な水準。今後の利益成長ポテンシャルを考慮し、当センターの 15 年 3 期予想 EPS で算定すると、中期的な適正株価は 547 円~656 円と判断される。

【主要指標】

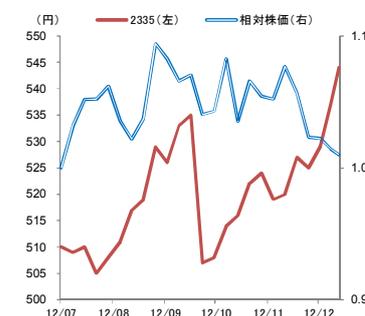
	2012/12/7
株価(円)	544
発行済株式数(株)	7,639,920
時価総額(百万円)	4,156

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	34.6	11.8	10.9
PBR(倍)	1.0	1.0	1.0
配当利回り(%)	3.1	4.0	4.6

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	0.6	-0.4	13.3
対TOPIX(%)	-4.5	-6.7	5.6

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/5/21

【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)
2010/3	8,705	2.3	636	-2.3	660	10.5	348	13.4	137.7	1,542.1	50.0
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 CE	9,000	6.7	620	18.4	630	18.1	350	197.2	46.7	NA	22.0
2013/3 E	9,050	7.3	610	16.6	620	16.3	345	194.9	46.0	544.4	22.0
2014/3 E	9,600	6.1	660	8.2	670	8.1	375	8.7	50.0	569.4	25.0
2015/3 E	10,000	4.2	720	9.1	730	9.0	410	9.3	54.7	594.0	30.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場環境と競合状況
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 中長期的な業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 中長期的な戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

独立系システムインテグ
レーターの中堅。創業 40
年と長い歴史を有し、多
数の大手優良顧客を持つ

◆ 独立系中堅システムインテグレーター

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ー(SI)。大手システムインテグレーターとも取引している。1972年創業と業歴は40年。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。

上流工程への拡大、大型開発案件の受託、開発体制の強化に向け人材育成に注力し、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、技術・サービスを提供してきた。同社グループは、同社及び連結子会社3社(ベトナム及び中国現地法人+北海道の子会社)より構成される。

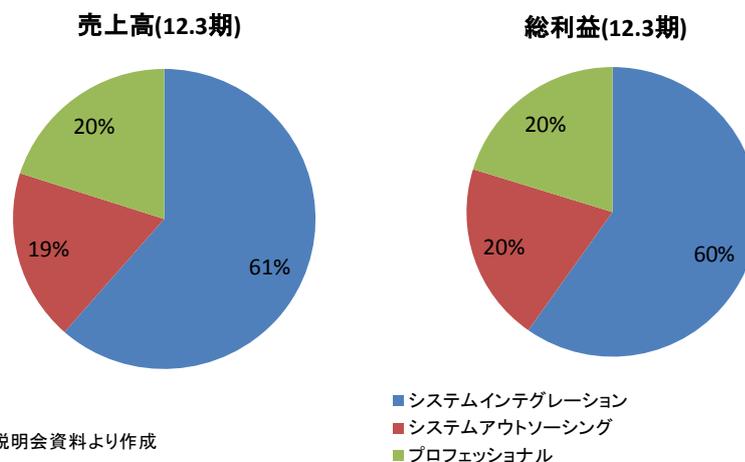
◆ 社名の由来

社名の「CUBE」という言葉は、「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を」という意味が込められている。また、「CUBE」という言葉は“3 剰”するという意味もあり、「顧客の課題を多面的・多角的にとらえ、多彩なサービスで応えることで、顧客とともに相乗的に発展していきたい」との経営姿勢を示している。

◆ 事業領域はシステムソリューション・サービス

同社の事業セグメントは1つだが、システムインテグレーション、システムアウトソーシング、プロフェッショナルの3つのサービス・ラインで構成されている。

【図表1】 サービス別構成比



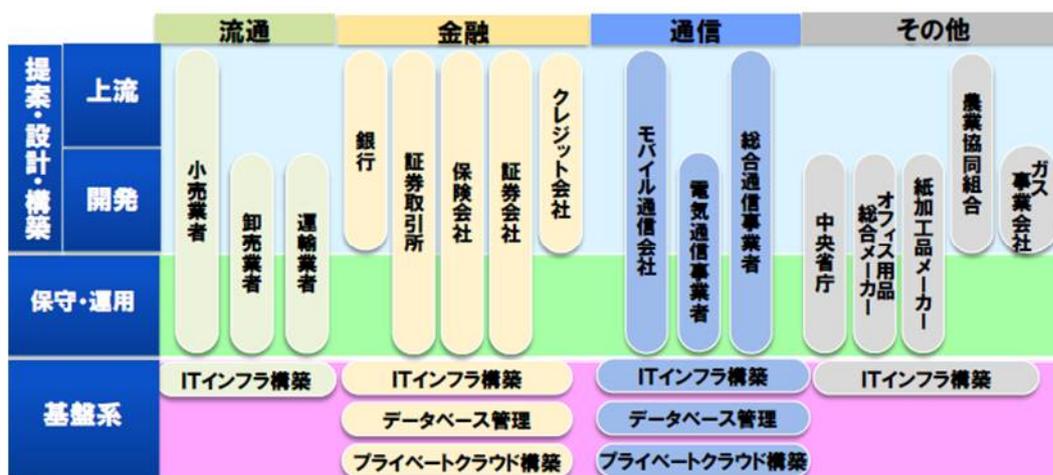
ソフトウェア開発並びにシステムアウトソーシングを主業務とする。流通・金融・通信業種向け構成比高い

サービス別にみると、売上高・総利益とも全体の6割を占めるシステムインテグレーションは、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(あるいは部分的に)受託している。システムアウトソーシングは、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。プロフェッショナル・サービスは、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。

◆金融業者向けが4割弱と高い

顧客業態別業務を表したのが図表2。金融業は売上高構成比トップ(12.3期37%)で、要件定義など上流工程や開発、そして保守・運用(エンハンス業務)と一貫サービスを提供。構成比2位の流通業(同25%)でも開発や保守・運用業務(エンハンス業務)に強みがある。3位通信(同19%)においても金融業同様に幅広い業務を手掛けている。

【図表2】最終顧客業界別業務一覧



(出所)会社説明会資料より

> ビジネスモデル

強みは、顧客基盤、技術力、総員営業体制、エンハンスサービス

◆ノウハウの蓄積と人的資源に依存する労働集約的なモデル

システムインテグレーターとは、企業・官公庁情報システムにおいて、顧客の業務内容を分析し、情報システムの企画立案・基本設計・プログラム開発、ハードウェア・ソフトウェアの選定・導入及び完成したシステムの保守・管理・運用まで総合的に行う、一連の業務を請け負う業者である。個々の案件により差はあるものの、典型的なシステム開発の流れは、商談から受注が1~3ヶ月、受注から納入まで平均3ヶ月が中心であり、大規模となると1年を超えるものもある。

経常取引先 (15 社前後)
の売上占率は 60~70% で
安定的

取引社数は、50~70 社であり、このうちコアとなる経常取引先は 15 社前後。いずれも日本を代表する大手の優良企業及びグループとなっている。継続取引先への売上依存度は、全体の 60~70% と高く相対的に安定している。これは、長年の取引実績に基づく信頼に加え、同社の注力しているエンハンスサービスが取引先との関係強化・追加受注につながっている。

同社におけるエンハンスサービス (Enhance Service) とは、稼働中の顧客のシステムを維持・運用しつつ、性能や品質の強化・向上を図る、あるいは新たな機能の追加・拡張を行うことを指す。従来は、顧客先にてサービスを行っていたが、同社では業務の一部を切り出して、国内の同社あるいは子会社 (オンショア型エンハンス) 及び、海外子会社 (オフショア型エンハンス) で業務を行うことにより、業務の効率性と生産性、収益性を上げている。顧客の様々なニーズに柔軟に対応し、システム導入後も継続的にシステムの改善・強化を行い、同社が同業他社に対する優位性・差別化のポイントとなっている。

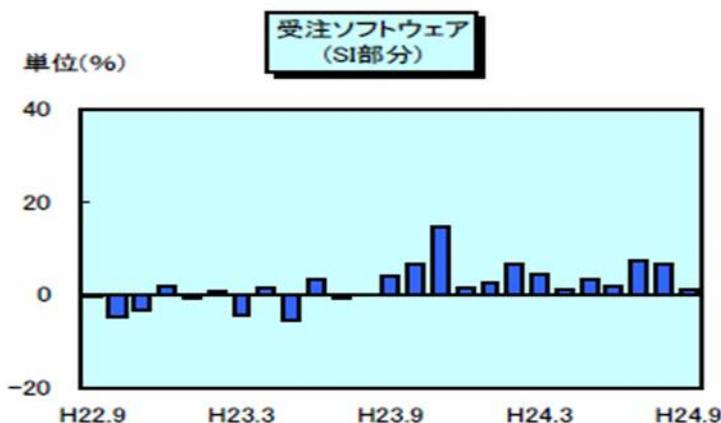
> 市場環境と競合状況

情報サービス市場は回復
基調だが、自然淘汰が進み
大手優位に

◆業界動向

情報サービス業界では、震災復興の本格的な動きにより、顧客の IT 投資動向が緩やかに回復してきている。受注ソフトウェアの売上 (SI の売上高: 経済産業省・特定サービス産業動態統計より) は、対前年同月比プラス基調となっており、同社の売上高推移のトレンドとほぼ同様な動きである。また、地方の資金力の乏しい同業者の撤退・倒産が相次いでおり、業界の淘汰が進行中である。今後は、業界大手のシェアがさらにアップすると考えられる

【図表 3】 SI部分の受注ソフトウェア売上高の前年同月比推移

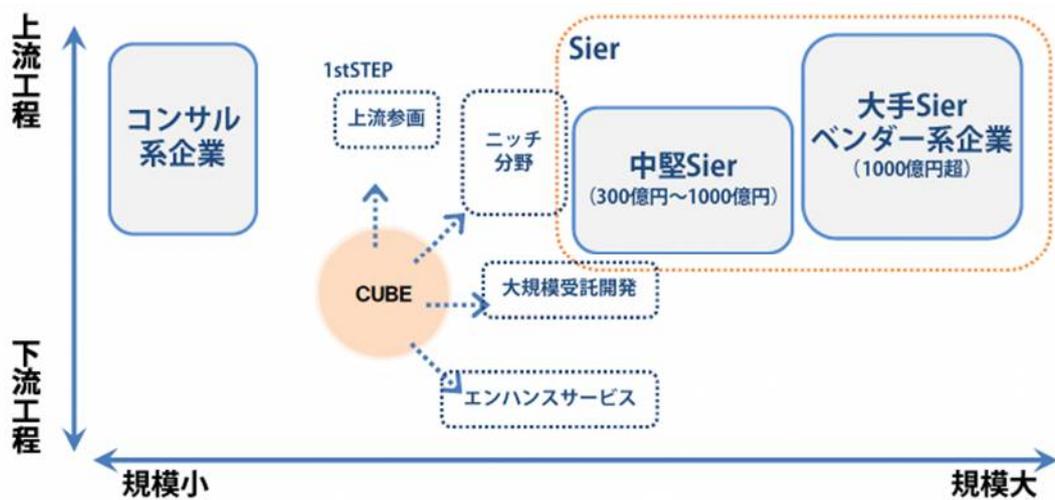


(出所) 経済産業省HPより

◆ポジション：売上では中位規模

特定サービス産業売上のうち、同社の業務範囲である情報サービス分野の売上をベースに、同社の日本におけるシェアを試算すると、約0.1%と推定される。一般社団法人 情報サービス産業協会の「2011年版 情報サービス産業・基本統計調査」における総売上高データでは、調査対象の350社内では中位であり、また、売上高経常利益率では上位25%程度に位置する。業界及び同社を、規模と工程からマッピングしたものが図表4である

【図表4】市場構造



(出所)会社説明会資料より

➤ 沿革と経営理念

40年前に現社長が創業メンバーに加わり、同社の設立に参画。システムインテグレーターとして、業界中位の規模まで順調に成長

◆業歴40年の独立系システムインテグレーター

ソフトウェア開発並びにシステム運用管理業務を目的に、1972年東京にて独立系企業として、カスタムエンジニアーズ株式会社を設立。現社長は20歳前半にして創業メンバーの一人として参画。主に営業を統括し、89年に社長に就任。84年に富士通、88年に野村総合研究所、95年にジャスコ(現イオン)と次々に直接取引を開始。90年には現社名に変更。03年に東京証券取引所向けにシステム・アウトソーシング・サービスを開始。顧客企業のグローバル展開のサポート、開発コストの低減、業務の最適化・効率化、人材の確保を目的に08年ベトナム(ホーチミン)、09年中国(上海)に現法を設立。02年には店頭登録し06年東証二部に上場した。

◆経営理念

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”。

◆経営の基本方針

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」

全ての判断基準は顧客にとっての価値とし、顧客の視点で思考することを基本としている。

「重点主義」

企業には人、モノ、金と時間の4要素があり、これらを最大限に活かすために、顧客第一主義で決定された最重要事項に経営資源を集約する。

「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なるべく社業発展に邁進する。

以上の基本方針のもと、社員一人ひとりが自立したビジネスパーソンとして、顧客やあらゆるステークホルダーと向かい合い、個人と組織のもつノウハウの全てを駆使して、さらなる顧客満足を創出していく。

◆中長期ビジョン

「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」の実現を目指していく。

2. 財務面の分析

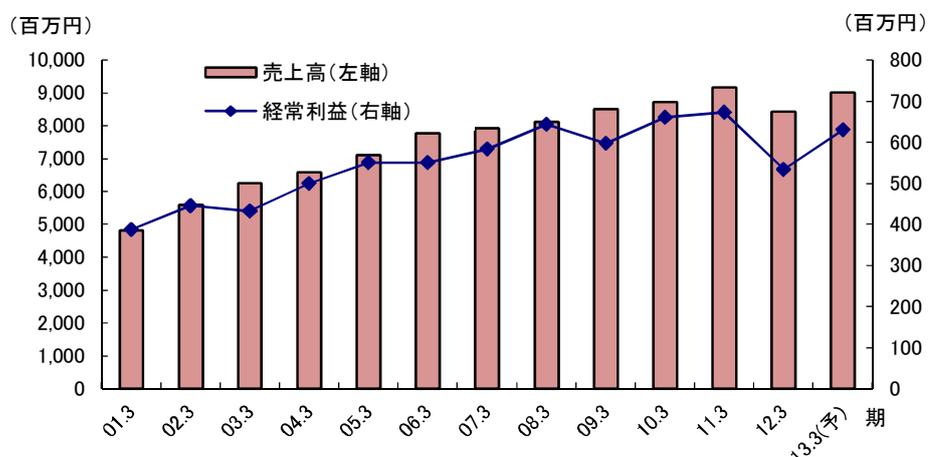
> 過去の業績推移

上場来10期連続増収であったが、12年3月期に上場以来の減収

◆過去の業績の長期トレンド

過去の長期にわたる業績推移は、図表5の通りである。日本における主要企業のIT投資の拡大を背景に、顧客開拓、ノウハウの蓄積による金融・通信分野への進出、大型開発案件への対応などにより、同社の業容も順調に拡大してきた。リーマンショックによる影響も少なく、上場(公開)以来10期連続増収で推移したが、震災後、顧客のIT投資抑制から前期に上場来初の減収決算となった。減収は3期振り。

【図表5】業績推移



出所) 有価証券報告書、決算短信より当センター作成

◆上期決算はほぼ会社予想並み

2013年3月期第2四半期決算は、売上高4,476百万円(前年比10.4%増、期初計画4,300百万円)、営業利益264百万円(同0.1%増、同280百万円)、経常利益246百万円(同5.3%減、同290百万円)、純利益132百万円(同3.3%増、同150百万円)となった。総合スーパー、生協向けなど流通業、金融業における銀行向け、保険会社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・金融業向け案件の粗利益率が低下したことにより、前年同期比で利益はほぼ横ばいとなった。

> 同業他社との比較

◆安全性が高く、収益性も遜色ない

上場するシステムインテグレーターのなかで事業内容及び取引先が類似する、ほぼ同規模の上場企業と比較を行った。ベンチマークとなると思われるハイマックス(4299・東証二部)、東邦システムサイエ

ンス(4333・東証二部)と比較すると、同社は実質無借金経営であり、自己資本比率、流動比率など安全性を示す指標は高く、財務体質は堅固である。収益性も同業他社と比較し遜色なく中位にある。なお、IT投資の抑制から、過去3年間の売上・利益成長率は、同社も含め業界全般に低い。

【図表6】主な財務指標の同業他社比較

項目	銘柄		同社	ハイマックス	東邦システムサイエンス	NSD
	証券コード		2335東証二部	4299東証二部	4333東証二部	9759東証一部
	決算期	単位	12.3	12.3	12.3	12.3
規模	売上高	百万円	8,431	8,856	8,378	34,412
	経常利益	百万円	533	687	466	3,668
	総資産	百万円	5,448	7,428	7,238	39,862
収益性	自己資本利益率	%	3.0	4.4	4.3	4.7
	総資産経常利益率	%	9.6	9.4	6.8	8.1
	売上高経常利益率	%	6.3	7.8	5.6	10.7
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	-0.3	-0.9	1.1	-6.1
	経常利益(同上)	%	-3.7	-3.0	-20.1	-21.8
	純資産(同上)	%	2.3	0.6	-0.3	-0.8
安全性	自己資本比率	%	71.6	64.0	53.2	87.3
	流動比率	%	395.0	262.7	345.4	680.9
	インタレスト・カバレッジレシオ	倍	31.9	-	-	138.253

(注) 平均成長率は複利。自己資本利益率、総資産経常利益率は短信ベース。流動比率は流動資産÷流動負債。東邦システムサイエンスは単独ベース、他社は連結ベース。

(出所)当センター作成

> 今後の業績見通し

◆今3月期会社計画

グローバル経済の低迷下、情報サービス業界においても顧客企業における内製化や保守・運用コストの削減等、全般的なIT投資の抑制が続き、需要の減少と企業間競争の激化による価格低下が進むなどの厳しい状況が続くと同社は予想している。一方で、復興財政支出政策の影響を受けて、企業のシステム構築の再開、事業継続・災害対策システムへの投資効果が見込まれており、顧客のIT投資については、緩やかに回復していくと想定している。

同社は、今13年3月期連結業績の見通しについて、売上高9,000百万円(前期比6.7%増)、営業利益620百万円(同18.4%増)、経常利益630百万円(同18.1%増)、当期純利益350百万円(同197.2%増)を見込んでおり、期初予想を変えていない。

上記のように、同社を取り巻く厳しい環境は継続しているが、第3四半期以降、銀行向け案件や総合スーパー向け案件の拡大により、金融業・流通業向け案件を中心に売上高・利益の確保を見込んでいる。

意欲的な目標設定

◆今3月期当センター予想

受注に基づき下期の開発案件は計画通りに進行中であり、今期の会社計画売上は、ほぼ達成可能と思われる。業界環境が厳しく利益については若干弱含みであると思われるものの、大きな下ブレリスクの可能性は少ないと考えている。

◆中期経営計画

時期は明示していないものの、中期的な経営指標として同社は、以下の三つの指標を重視し、高い数値目標を設定している。内容については中長期的な経営戦略にて後述する。

【図表 7】 中期経営指標と実績

	目標	12.3期	差異
ROE	15.0%	3.0%	12.0%
連結売上高経常利益率	8.0%	6.3%	1.7%
国内従業員当たり連結売上高(単位:千円)	25,000	17,825	7,175
国内従業員当たり連結経常利益(単位:千円)	2,000	1,127	873

出所:会社決算説明資料より、当センターにて作成

- 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 25,000 千円以上、同連結経常利益 2,000 千円以上

◆当センターの中期予想

経済環境・企業業績動向や業界の競合状況、新サービスの普及(クラウド等)を勘案すると、IT投資は震災復興需要の回復傾向が続くと思われるものの、当面急拡大は見込めず、同社業績の高い伸長率は期待しにくい局面にある。しかし、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考えている。得意分野に経営資源を集中投下しビジネスを拡大する戦略を進め、上流工程への拡大、大型開発案件の受注、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、今後は増収・増益基調に返ることが期待される。

年率 5~8%の安定的な利益成長を見込む

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆顧客基盤、ノウハウの共有、総員営業体制が知的資本を構成

同社の知的資本のポイントは、次の3つに集約できる。一つ目は、長年にわたる大手の優良な企業をコアとする顧客基盤と、業務実績及び信頼関係（関係資本）、二つ目は、技術・品質関連、特にプロジェクトマネジメントのノウハウの共有と蓄積（組織資本）、三つ目は、高い技術力・ノウハウを持ったSEによる総員営業体制・活動（人的資本）である。

【図表 8】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・取引先企業数は、50～60社、継続取引のある主要顧客は15社前後 ・大手企業グループから長年にわたり継続的に受注、関係は深く顧客基盤はしっかりしている	・顧客上位10社に対する売上依存度	・約8割
	ブランド	・業歴40年と長く、東証二部上場企業 ・大手優良企業と長年の取引実績	・業歴 ・国内業界シェア	・40年 ・業界売上順位：中位
	事業パートナー	・顧客、または協業先との関係 ・北海道、ベトナム（ホーチミン）と中国（上海）に連結対象子会社	・パートナー契約企業数 ・子会社数	・野村総合研究所他2社 ・3社
組織資本	プロセス	・顧客ニーズに応じた提案型の営業、SEも直接営業 ・商談により、ニーズの把握⇒提案⇒見積り提示⇒受注⇒開発⇒検収⇒運用管理⇒保守（運用・管理は含まない場合もある）	・受注活動期間 ・開発期間	・1ヶ月から数ヶ月 ・数ヶ月から12ヶ月程度
	知的財産・ノウハウ	・技術・品質関連ノウハウの発表会などを行い、その蓄積を自社内で組織的に行っている。特に、プロジェクトマネジメントのノウハウを共有し、赤字を出さない努力に傾注	・発表会・研修会	・各分野、年に1回
人的資本	経営陣	・社長は創業者の一人、23年来社長として経営。筆頭株主として約13%の株式を保有。社長及び現経営陣などで合計約2割を保有。従業員持株会及び自社株を加えれば約33%を保有	・経験年数 ・任期年数 ・株式保有比率	・約40年 ・約23年 ・約13%
	従業員	・IPA（情報処理推進機構）が提唱している「ITスキル標準」を指針として採用。独自のスペシャリスト・キャリアプランを作成。社員に入社時の研修や定期的な研修を行っている ・指定資格取得に奨励金を支給するなどバックアップ。人材のスキル向上に積極的	・情報処理技術者資格取得者数	レベル4:31名、 レベル3:79名、 レベル2:276名、 レベル1:102名

(出所)当センター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

以下のように省エネルギー・省資源活動を推進し、環境対応に注力している。

- 環境方針 (2005年4月1日制定)

「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」という方針を制定し、同社は適正な行動を行い循環型社会の構築に寄与していく。

- 環境に配慮した推進項目

環境マネジメントシステムにより、事業活動における汚染の防止に努めるとともに、具体的な数値目標を定め定期的な見直しを図り、継続的な改善に取り組む。

- 照明、空調、OA機器などの使用に関わる電気使用量削減
- 複写用紙等購入量削減
- 廃棄物の削減及びリサイクル推進
- 環境に配慮した商品購入(グリーン購入)推進

- 法規制等の遵守

環境方針を全従業員に周知させ、加えてパートナー企業に協力を求め、一人ひとりが環境を配慮した行動を実践するよう啓発活動を推進している。

- 環境マネジメント体制

同社は、ISO 14001:2004 (Environmental management systems - Requirements with guidance for use)、JIS Q 14001 (環境マネジメントシステム仕様及び利用の手引) 認証を取得し、これに準拠した環境マネジメントシステムを確立し、実施・維持している。

◆ 社会的責任 (Society)

IT技術を活用しシステムを提供することによって、便利で快適な社会作りに貢献すると考えている。

デジタルネットワーク社会のリーディング・カンパニーとして常に先進性を求め、技術と創造力を両輪に企業価値の最大化を図るとともに、情報化社会のさらなる発展に貢献していきたいと考えている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は、公正かつ効率的な経営、コーポレート・ガバナンスの充実と迅速な意思決定を図るため、取締役会を毎月開催している。また、取締役をはじめ会社幹部や監査役が参加する経営会議を毎週開催している。会議においては事業を取り巻くあらゆるリスクについても審議し危機管理機能も担っている。

加えて、監査役制度の強化を図るため、監査役3名全員を社外監査役としており、取締役の業務執行に対しての牽制機能を持たせている。現在、7名の取締役は全員社内取締役であるが、将来的には社外取締

役の選任によりガバナンスの強化に努めていきたいとしている。
 因みに、株式の状況(2012年3月31日現在)は、図表9の通りである。社長を含め役員7名が発行済株式数の約20%、さらに自社株保有と従業員持株会保有分を加えると、同社関係者合計で約32.68%となる。

【図表9】大株主の状況

株主名	持株数(千株)	持株比率(%)
1 崎山 収(社長)	998	13.07
2 キューブシステム従業員持株会	830	10.87
3 内田 敏雄(専務)	295	3.87
4 佐藤 俊郁(常務)	214	2.81
5 小貫 明美(元社長)	200	2.63
6 竹田 和平(個人投資家)	180	2.36
7 櫻井 正次(個人投資家)	158	2.07
8 (株)キューブシステム(自社株)	139	1.82
9 (株)みずほ銀行(取引先)	138	1.81
10 (株)三菱東京UFJ銀行(取引先)	129	1.69
		43.00
取締役7名合計		19.99
同上+自社株+持株会		32.68

(出所)有価証券報告書より当センター作成(2012年3月31日現在)

【図表10】所有者別状況

	(%)
個人その他	86.82
金融機関等	9.49
その他の法人	2.69
金融商品取引業者	0.78
外国法人等	0.22

出所)有価証券報告書
 (2012年3月31日現在)

(注)自己株式216株は、「個人その他」に2単元及び「単元未満株式の状況」に76株を含めて記載

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆受注拡大・収益構造の変革・人的資本の充実が当面の課題

システムソリューション・サービスに求められる技術レベル・サービス内容は、複雑化・高度化してきている。また、価格競争や企業間競争も一層激化し厳しい環境にある中、同社グループは、顧客満足度の高いソリューションを提供するために、以下の課題に取り組み、企業体質・競争力の強化、収益の向上を目指すとしている。

①受注拡大への取り組み

事業拡大には受注の拡大が不可欠であるが、既存顧客に対しては、同社独自の ACR^注により信頼の拡大を図ることで業務範囲の拡大に努める。市場の技術革新やニーズの変化に即応していくために業種・サービス別の組織改編を行い、対応力・技術力を強化により一括請負案件の受注拡大を図る。更に、企業の I T 投資においてもグローバル化が進む中で、同社子会社との連携を強化し、顧客のグローバル化をサポートしていく方針である。

注) A C R (Advanced Customer Relationship)

同社グループ独自の取り組みで、顧客に対し細やかに対応し顧客満足度を高める活動を総称する。具体的には、顧客満足度調査や業界動向等から策定した同社グループの計画をレポート形式で顧客にコミットし、報告内容を適時検証、年度成果を報告するというサイクルの中で、成果を認めてもらうとともに、対応できなかった部分については次年度の課題として明確にする。

②収益構造の変革

サービスの品質及び価格に対する顧客からの要請や、同業他社との価格競争から収益性が低下することが懸念される。従って、情報サービスの品質や成果を定量・定量化し、適正にコントロールする必要がある。保有する知的資産の可視化と収益性の強化に努めていく。国内の社内開発環境や海外子会社を活用したエンハンス業務のオフサイト化・オフショア化を推進し、生産性の向上と競争優位性を高める方針である。加えて、リスクの早期発見、プロジェクト品質の向上、赤字の回避に努め、プロジェクトマネジメントのノウハウを全社で共有し、加えて組織横断的にプロジェクトレビュー機能を強化する。

③ 人的資本の充実

複雑・高度化する技術への対応、人材不足、同業他社・アジア I T 企業との競争激化から、また、さらに上流工程へ参画し大規模な S I ビジネスに進出するためにも、同社グループにおいても将来を担う人材の確保と育成が最重要課題である。このため、グローバルでの人材採用、技術力・マネジメント力の向上のための専門技術研修・教育体系の充実を図る方針である。

> 今後の戦略

長期経営計画を3ステップに分割。現在は、第1ステップにあり、「強み」の強化に注力

◆中長期的な経営戦略

同社は、社会・環境の変化、複雑化・高度化する顧客ニーズに対応し続けていくことが必要不可欠であると考え、顧客の視点に立ったソリューション・サービスの提供に努めていく方針である。既存案件の継続的受注に加え以下の取り組みにより、受注拡大及び収益基盤の強化を図っていく意向である。中長期的な経営ビジョンを策定し、期間を3ステップに区切って経営戦略を考えており、現在は第1ステップにあたる。

【図表 11】 中長期経営ビジョン



(出所)会社説明会資料より

STEP 1 : 「強みの強化」

既存ビジネスの強みを強化し変革するために、2012 年度より業種志向による本部制を導入。エンハンスビジネスでの優位性を高め、各業種に特化・精通したSEを創出し、変化していく市場環境や顧客ニーズに対して、迅速に対応できる体制を構築する。

また、製造工程においては、ベトナム・中国オフショアの活用、同社開発室を活用したオフサイト型の受注比率を高め、オフサイト/オフショア体制の整備・拡充を図ることで、付加価値の向上並びに規模の拡大を図っていく。

STEP 2 : 「SI ビジネスの立ち上げ」

「強み」を活用し、新規顧客の開拓と業種・業務ソリューションによる SI ビジネスを立ち上げる。アウトソーシング・ビジネスで蓄積されたノウハウから上流工程での受注へつなげ、またプロジェクト管理機能の強化を図ることで大規模な SI ビジネスを受託できる体制の確立を目指す。

STEP 3 : 「サービスメニューの創出」

最終段階としては、市場環境と顧客ニーズの変化に柔軟に対応しながら、積極的な先進技術投資により新技術及び、新たなサービスを創出していく。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆安定した顧客基盤、豊富な実績・ノウハウ、優秀な人材が強み
 同社の内部資源(強み・弱み)及び外部環境(機会・脅威)の状況を整理すると以下のようにまとめられる。

【図表 12】 SWOT 分析

項目	キューブシステムの特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ●独自の業種別・プロジェクトマネジメントなどのノウハウ・実績、長い業歴 ●優良な顧客基盤 ●ノウハウを持つスペシャリスト集団、教育・研修制度の充実 ●堅固な財務体質 ●自立型の組織運営
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ●特定顧客への依存が大きい ●小規模であること ●新規にクライアントを獲得する営業力 ●外注依存が高い
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ●アライアンスの強化 ●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展開 ●海外現地法人の設立による、ローコスト生産
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ●グローバル化にともなう競争の激化 ●景気低迷の長期化によるIT投資の抑制、更新需要の減退

(出所)当センター作成

> 経営戦略の評価

今後は、優秀な人材の確保と新規クライアントの開拓が課題

◆人材が最重要なビジネスモデル

長年の信頼と実績により、今後も継続取引が見込まれる多数の優良顧客を持ち、安定したビジネス基盤を構築している。プロジェクト単位の受注産業ではあるが、エンハンスサービスを強化し他社との差別化を図るなど、主要顧客との安定した継続取引を可能にしている。

また、営業専任組織を設けずSEが直接顧客担当となり、営業を行うことにより、顧客ニーズの把握、提案、開発、技術・ノウハウの蓄積を図っている点はユニークである(「総員営業体制」)。ソリューション型の労働集約なモデルであり、優秀なSEを中心に人材の確保・育成が最重要課題である。このため優秀な人材の採用、各種の教育体制の充実・育成に注力している。

尚、エンハンスによる生産性の向上、上流工程へのシフト、大型開発案件の受注獲得により収益の確保を狙う戦略の成否を見極めるには、数年を要しよう。特に、オフショア型のエンハンスビジネスの売上ウエイトは、現状では全売上の数パーセントと低く、今後その活用が課題となる。

また、新規顧客の組織的かつ積極的な開拓も今後の成長には不可欠であるが、現状ではその具体策が見えない。

> 利益還元策

株主還元には積極的。株式分割を行い株主優待制度がある

◆会社の利益配分に関する基本方針

同社は業績向上に努め、安定配当・時価総額の増大を図ることで株主資産価値の向上を目指している。配当については、経営体質の強化のために必要な内部留保を確保しつつ、株主還元として安定配当を継続することを基本方針としている。内部留保資金は、内部統制システムの強化、事業拡大のための人材採用及び育成に充当予定である。

尚、今期創業 40 周年・上場 10 周年を迎え、5 円の記念配当を含め 22 円の配当を計画している。同社の予想 EPS をベースにすると配当性向は 47.1%、現在の株価水準では配当利回りは 4.2% (記念配を除くと 3.2%) となる。また、株主優待制度を設け、JCB ギフトを保有株式数に応じて贈呈している。

因みに、11 年 3 月期、12 年 3 月期に、それぞれ 1 : 2、1 : 1.5 と株式分割を行っており、積極的な株主還元と流動性及び株主数の増加に努めている。

> バリュエーション比較

◆中期の利益成長性を加味すると、現値はやや割安な水準

同業で上場する会社は多数存在する。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。同社の株価バリュエーションは 13 年 3 月期会社計画ベースで PER11.6 倍、これに対し当センターの今期予想で PER11.8 倍、PBR1.0 倍、15 年 3 月期予想では、PER9.9 倍となる。東証一部平均の今期予想 PER15 倍、PBR 約 1 倍、単純平均の配当利回り約 2.2% に比べて、同社の株価は低位な水準にある。

【図表 13】 同業他社比較

	23357 東証二部 キューブシステム	4299 東証二部 ハイマックス	4333 東証二部 東邦システムサイエンス	9759 東証一部 NSD
株価(2012/12/14)	544	606	419	745
PER(今期予想)	11.8	8.9	7.3	14.9
PBR(直近実績)	0.7	0.6	0.7	0.8
配当利回り(予想)	4.04	4.13	4.06	3.36
時価総額(百万円)	4,156	4,153	2,905	35,888

(注) キューブシステムのみアナリスト予想、他社は会社予想、東邦システムサイエンスは単独ベース、他社は連結ベース

(出所) 当センター作成

> 今後の株価見通し

◆中期的な適正株価を 547 円～656 円と想定

情報サービス市場の高成長は期待できないものの、同社は人員を増強し得意分野・ノウハウのある業種に経営資源を集中投下し、ビジネスを拡大する戦略をとっている。上流工程への拡大と海外展開、営業・提案力の強化、大型案件の獲得に注力しており、今後は増収・増益基

上流工程へのシフト、受注案件の大型化で、年率5~8%の利益成長が見込めよう

調に戻ることが期待される。

東証一部の現在の平均PER約15倍を参考に、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10倍~12倍と仮定した。これに当センターの2015年3月期予想EPSである54.7円を当てはめると、適正株価水準は547円~656円と想定される。

東証一部への指定替えについては事務的な準備は整っており、時価総額が基準の40億円前後とほぼ同じだが、昇格時期は未定。業績を伸ばすことによって時価総額基準を安定的にクリアしたい考えである。

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

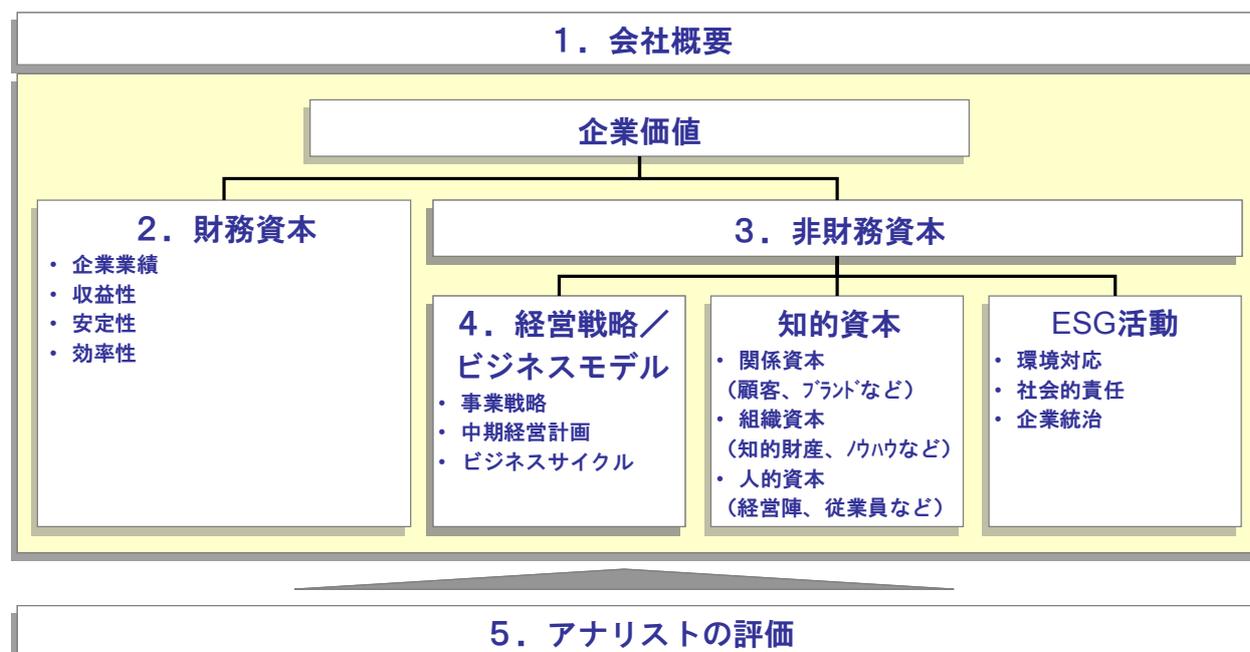
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。