

株式会社キューブシステム

東証プライム 証券コード:2335

2024年12月11日

GCC経営™分析によると最大約2.8倍の時価総額アップサイドの可能性

ITシステム市場の構造変化で拡大する需要を二つのハイブリッド供給戦略で取りこむ

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。

IT市場の構造変化がもたらす成長機会→需要はいくらでもある

株式会社キューブシステム（以下、CS）は、株式会社野村総合研究所（以下、NRI）や富士通株式会社（以下「富士通」）の有力事業パートナーとして、協業を通じて培った高度な技術力と、多数の業種にわたって顧客基盤を持つIT企業である。特筆すべきは、この協業を通じて培われた業界知見、ノウハウが、ITシステム市場の構造変化、すなわち、IT部門の本社の戦略中核化の動きにビルトインした形で新たなビジネス機会を創出している点である。具体的には、NRIと手掛けた金融システムの開発実績や、富士通との流通システム開発の経験が評価され、大手企業からITシステム構築の打診が増加している。ITシステムが本社戦略の中心となり投資需要が急増する中、大手IT企業だけではシステム構築の規模やリスクに対応しきれない状況が背景にある。中西社長は、この構造変化の機会を積極的に活用し、第二の創業期と位置付けて変革を進め、中期経営計画の遂行を通じて、成長を加速させる方針を打ち出している。これまでもCSにおいては、大手Sierとの取引で培ったシステムエンジニアリングのノウハウが、イオングループとの取引につながり、みずほフィナンシャルグループとの取引拡大も、大手Sierとの協業が大きなプラス材料になっているが、このような動きが今後一層拡大していく。大手IT企業との関係でノウハウの高度化と安定的なキャッシュ創出力を維持・強化し、市場の需要に応えつつ直接取引や、自社製品などの事業領域を拡大していく。

二つのハイブリッド供給戦略で需要をつかみ持続的成長を実現へ

CSの供給戦略で注目されるのは、「①ハイブリッド開発戦略（ベトナムの開発拠点活用）」と「②ハイブリッド人材戦略（技術力 & 業界知見）」の二つである。①では、日本とベトナムの両拠点を活用し、ホーチミンに100名超のエンジニアを擁して高度な開発能力と競争力のあるコスト構造を実現。同拠点はAI・クラウド技術の研究開発も担い、大手Sierとの連携強化、エンドユーザーとの直接取引による提案型ビジネス、自社製品の開発を展開している。②では、顧客の業務や事業に精通した組織や極めて高い技術力を持つ組織体制を編成した。その上で各組織の所属人員には、所属組織の強みのみならず専門領域を広げた「ハイブリッド型人材」の育成に注力。若手向けの実践的研修やベトナム子会社との連携を通じて、より高度なスキル獲得を支援。高い報酬と動機付けにより、離職率（現在10%）の改善を進め、一人当たり売上高の向上と持続可能な成長に支えられたESG経営を目指している。いくらでもある需要に対して、CSはこの二つのハイブリッド供給戦略で対応し、成長を確実に加速していく方針である。

成長価値が株価に織り込まれれば短期的に大幅なアップサイドもありうる

以上説明してきた戦略により、CSの成長は、長期的に加速する前提に基づいて推計した結果、2035年3月期まで、10年のCAGR10.3%が期待される。ROICは2024年3月期の会社計画ベースで23.6%から、2034年3月期には38.8%へと上昇すると予想した。WACCは8.8%で一定で推移するという前提にした。この前提によって株価推計した結果、10年分の成長価値を織り込めば株主価値は416.3億円、株価は10/25終値の約2.8倍（2.753倍を四捨五入した値）の2,643円となる。成長機会をほぼ株価に織り込まれていないと判断されるため、この成長価値が株価に反映されれば短期的に大幅なアップサイドが期待される。そのような認識を投資家に与えるようなIR活動に期待したい。

ベーシックレポート

編集・執筆

ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)

宮下修 宮下明久 小松麟

www.j-phoenix.com

会社概要

所在地	東京都品川区
代表者	中西 雅洋
設立年月	1972年7月5日
資本金	1,400百万円
上場日	2002年10月30日
URL	https://www.cubesystem.co.jp/
業種	情報・通信

主要指標 2024/11/18 現在

株価	1,050円
52週高値	1,200円
52週安値	951円
発行済株式数	15,750,000株
売買単位	100株
時価総額	16,500百万円
会社予想配当	27円
予想当期利益	83.7円
予想PER	12.54倍
実績BPS	643.37円
(2024年3月末)	

業績動向	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)	株価	
										高値(円)	安値(円)
2022年3月期通期実績	16,099	8.9%	1,417	33.3%	1,432	10.6%	989	4.8%	69.82	1,257	860
2023年3月期通期実績	16,325	1.4%	1,452	2.4%	1,480	3.3%	989	4.8%	70.35	1,235	875
2024年3月期通期実績	18,021	10.4%	1,536	7.5%	1,590	7.5%	1,067	7.8%	70.39	1,288	1,024
2024年3月期2Q実績	9,015	14.2%	794	32.7%	788	32.6%	788	-38.9%	33.07	1,288	1,116
2025年3月期2Q実績	9,022	0.1%	533	-32.9%	528	-33.0%	906	15.0%	44.01	1,143	958
2025年3月期会社計画	18,800	4.3%	1,600	4.2%	1,650	3.7%	1,260	3.1%	83.70	-	-

*期中配当は0円

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

1. インベストメントサマリー

株主価値 分析

超過利潤法による試算

高い確度で実現する可能性の高い成長シナリオ

JPRはCSの事業展開に関する将来性を踏まえて、GCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で株主価値を試算した。定性・定量ストーリーの骨子を可視化したものが以下の図表である。定量的なアップサイドについては次ページ以降で定性的、定量的に明示する。

■ 定性ストーリーの骨子

Growth	技術と創造力で未来を切り拓き、社会に新たな価値を創造し続ける企業である
Connection	人材と技術を融合し、社会価値の創造に挑戦し続ける企業を目指す
Confidence	持続的な価値創造で社会と未来を支える

ITの重層垂直下請け構造に変革をもたらす大手企業のIT機能の本社化の動き



高度で戦略的な提案力を持つIT企業の活躍の場の増大
大手Sierへの直接の引き合いの増大



大手Sierの有力パートナーとしての地位、イオングループ、みずほフィナンシャルグループとの取引で培ったノウハウを注目した企業が直接CSにアプローチ



大手Sierとの取引外基盤に加えて、直接取引、自社製品開発を戦略的に強化へ



人材育成の強化、離職率の低下、ベトナム開発拠点の強化による
人的資本経営の強化で戦略を実現



すべてのステークホルダーと共に、持続可能な未来を創り出すカへ

[億円]

成長価値	+	超過利潤価値	+	株主資本簿価
238.0		79.6		98.7

株主価値

10年のシナリオ分析を反映した株主価値

416.3億円

10年株主価値予測モデル

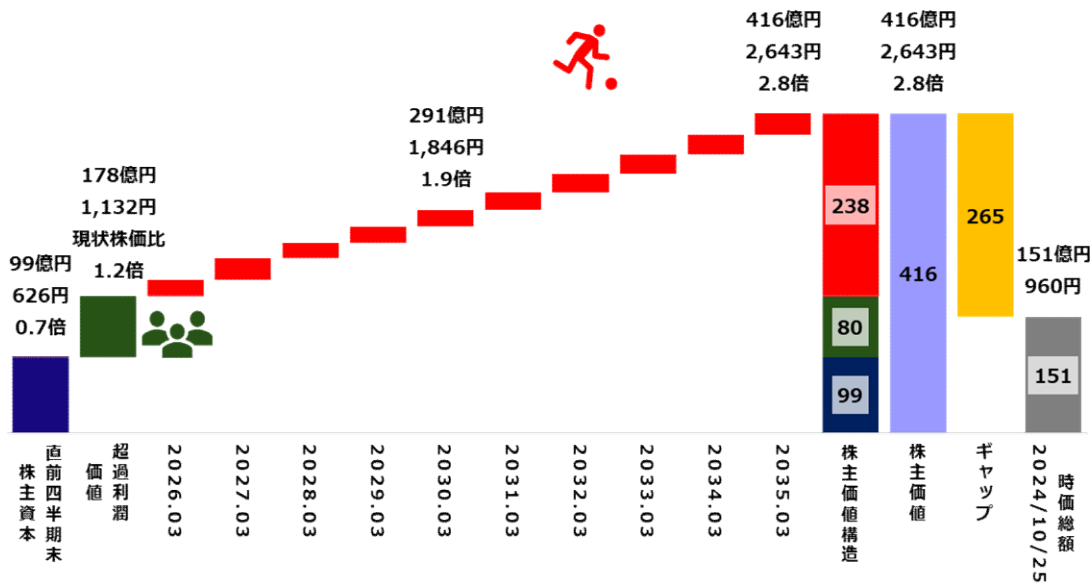
将来キャッシュフローの現在価値による推計

	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03	2034.03	2035.03	
売上高	188	206	230	257	287	320	357	399	446	497	555	
売上高成長率	15.2%	10%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	
売上高変動額	25	18	24	27	30	33	37	42	46	52	58	
営業利益	16.0	19.5	24.5	28.6	33.2	38.5	44.5	51.3	59.0	67.7	77.5	
営業利益率	8.51%	9.47%	10.65%	11.13%	11.59%	12.03%	12.45%	12.85%	13.24%	13.60%	13.96%	
NOPAT	11.1	13.6	17.0	19.9	23.1	26.8	30.9	35.7	41.0	47.1	53.9	
NOPATMargin	5.9%	6.6%	7.4%	7.7%	8.1%	8.4%	8.7%	8.9%	9.2%	9.5%	9.7%	
期首投下資本売上高比	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	
ROIC	23.6%	26.3%	29.6%	30.9%	32.2%	33.4%	34.6%	35.7%	36.8%	37.8%	38.8%	
WACC	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	
ROIC-WACC	14.9%	17.5%	20.8%	22.1%	23.4%	24.6%	25.8%	26.9%	28.0%	29.0%	30.0%	
期首投下資本	47.1	51.6	57.6	64.3	71.8	80.1	89.4	99.9	111.5	124.5	139.0	
超過利潤の変化の永久価値	79.6	23.2	33.6	25.6	29.3	33.4	38.1	43.3	49.2	55.9	63.4	
現在価値ファクター	1.00	0.92	0.85	0.78	0.71	0.66	0.60	0.55	0.51	0.47	0.43	
超過利潤の変化の永久価値の現在価値	79.6	21.3	28.4	19.9	20.9	21.9	23.0	24.0	25.1	26.2	27.3	
累積株主価値	178.3	199.6	228.0	247.9	268.8	290.7	313.7	337.7	362.8	389.0	416.3	
推計株価（一株当たり）	1,132円	1,267円	1,447円	1,574円	1,707円	1,846円	1,992円	2,144円	2,303円	2,470円	2,643円	
現状株価比較(倍)	1.18	1.32	1.51	1.64	1.78	1.92	2.07	2.23	2.40	2.57	2.75	
株価終値 2024-Oct-25	960円											
超過利潤価値 [億円]	80		株主価値					416億円		時価総額		151億円
成長価値 [億円]	238		株価換算					2,643円		株価終値		960円
株主資本 [億円]	99											



株価は何年未来をみているのか？

10年株主価値予測モデルの可視化グラフー将来に生み出される株主価値の現在価値の積み上げグラフ



本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

Growth  **技術と創造力で未来を切り拓き、社会に新たな価値を創造し続ける企業である**

社員・会社の成長ストーリー
価値観・世界観が目指す姿

未来を創る技術者集団

CSは、社会のデジタル化とDX推進を通じて持続可能な未来社会の実現を目指す。顧客第一主義を掲げ、高度な技術力と創造性を駆使して社会課題の解決に取り組むのである。特に注力するのが「Lift & Shift」によるクラウド移行支援であり、レガシーシステムの近代化を通じて企業の競争力強化を支援する。2026年までに売上高230億円、営業利益率10.5%を目標に掲げ、デジタルビジネス、プライム事業、Sier向け事業の3本柱で成長を加速させる。社員一人ひとりが自律的に学び、成長する文化を醸成し、技術力と創造力を両輪に新たな価値を生み出すことを目指す。また、野村総合研究所や富士通との協業、ベトナム拠点の活用など、グローバルな視点での事業展開も推進する。社会インフラを支えるITサービスの提供を通じて、持続可能な社会の実現に貢献する。

実物市場の成長ストーリー
提供価値と未来の市場規模

技術で変革を支援

CSは、クラウドやAI技術を活用したDXソリューションの提供により、金融、流通、製造など幅広い業界の顧客に価値を提供する。TAM（総市場規模）は約27兆円のITサービス市場、SAM（実現可能な市場規模）はDX関連で約3兆円、SOM（獲得可能な市場規模）は約3,000億円と試算される。戦略的なパートナーシップと自社開発のソリューションにより、2026年度までに売上高230億円の達成を目指す。主力のプライム事業では大手顧客との長期的な関係を基盤に、デジタルビジネスでは独自のプロダクト開発で差別化を図り、Sier向け事業では安定収益基盤として継続的な成長を実現する。これらの事業構造を最適化し、高い収益性と持続的な成長を実現する。

金融市場の成長ストーリーの評価指標
売上高の10年展望

10年のCAGR10.3%が期待

2025 3月期	2035年 3月期
売上高[億円]	
188.0	555.4
ターゲットFYまでの成長パターン	
定額成長	度数 9
ターゲットFYのあとの成長パターン	
成長ゼロ	度数 10
成長価値[億円]	
238.0	

Connection  **人材と技術を融合し、社会価値の創造に挑戦し続ける企業を目指す**

社員・会社内のつながりストーリー
経営資源のつながり戦略

共に成長する喜び

CSの強みは、高度な技術力を持つ人材と、長年培ってきた業界知見の融合にある。特に人的資本ではエンジニアの育成に注力し、社内ハッカソン(特定のテーマでシステムを開発し競うイベント)を行うなど、技術力強化に繋がる取り組みも開催している。知的資本としては、AI顔認証決済システムの特許取得や独自開発フレームワーク「F@CE」など、技術的資産を着実に蓄積する。産業資本では、野村総合研究所や富士通との強固なパートナーシップを確立し、社会関係資本として15年以上の取引実績を持つ顧客を多数抱えている。今後は特にデジタル技術領域の知的資本強化に重点を置き、人材育成との相乗効果で競争力を高めていくのである。ベトナム拠点も活用し、グローバルな視点での価値創造を推進する。

実物市場の経営資源のつながりストーリー
ビジネスモデルのダイナミクス

技術で未来を拓く

CSは、社内外の経営資源を有機的に結合し、高い生産性と収益性を実現している。特に強みに特化した組織体制の中で、所属組織の強みだけでなく専門領域を広げた「ハイブリッド型人材」の育成により、顧客のDX推進を効果的に支援する。また、ベトナム拠点との開発体制の最適化や、クラウドベンダーとの協業により、コスト競争力を高めている。変動費と固定費のバランスを最適化し、売上成長に伴う収益性の向上を実現する。投下資本回転率も改善し、ROICの持続的な向上につながっている。運転資本の効率化とバランスシートの最適化により、2026年度までにROE14%以上の達成を目指す。

金融市場の資源のつながりストーリーの評価指標
ROICの10年展望

ROICは23.9%から39.1%へ

営業利益率	
8.5%	14.0%
投下資本売上高比率	
24.8%	24.8%
ROIC	
23.86%	39.13%
超過利潤価値[億円]	
79.6	

Confidence  **持続的な価値創造で社会と未来を支える**

社員・会社内の信頼ストーリー
収益・財務安定性

絆を力に成長

CSの収益基盤は、長期にわたる顧客との信頼関係に支えられているものである。売上高の約60%を占めるSier向け事業は、システム保守・運用の継続契約が中心で、安定的な収益源となっている。また、野村総合研究所や富士通との強固なパートナーシップにより、高度な技術力が要求される案件を継続的に受注している。さらに、みずほフィナンシャルグループやイオングループなど、直接取引先の拡大も進めている。財務面では自己資本比率75.1%と高い健全性を維持し、現預金約68億円の潤沢な手元流動性を確保している。ROEは10.8%と安定的に推移し、継続的な成長投資と株主還元の高立を実現している。

実物市場の信頼ストーリー
社会貢献・ガバナンス

社会と共に成長

CSは、クラウド移行支援やDX推進を通じて、顧客企業の環境負荷低減や業務効率化に貢献している。環境面では、TCFD提言への賛同を表明し、CDP気候変動調査でBスコアを獲得するなど、環境への取り組みを強化している。社会面では、障がい者雇用や女性活躍推進に注力し、2026年度までに女性管理職比率15%を目指す。ガバナンス面では、取締役会の実効性評価や指名・報酬諮問委員会の設置により、経営の透明性を確保している。また、リスク管理体制を強化し、情報セキュリティ対策も徹底している。これらの取り組みにより、社会から信頼される企業として持続的な成長を実現している。

金融市場の信頼ストーリーの評価指標
WACCの10年展望

8.78%

$\beta = VI \times COR$	リスクプレミアム
0.88	8.86%
E[億円]	D[億円]
151.2	2.3
COE	COD
8.9%	0.0%
株主資本簿価[億円]	
98.7	

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

2. 会社概要

会社概要

会社名	株式会社キューブシステム (英語表記: CUBE SYSTEM INC.)
設立	1972年7月5日
代表	中西 雅洋
本社所在地	東京都品川区大崎2-11-1 大崎ウイズタワー
資本金	14億円
従業員数	952名(2024年4月1日、連結)
決算期	3月
事業内容	システムソリューション・サービスの提供
上場日	2002年10月30日
上場証券取引所	東京証券取引所プライム [証券コード: 2335]

[出所]会社資料よりJPR作成。

沿革

年	月	内容
1972年	7月	ソフトウェア開発ならびにシステム運用管理業務を目的に、東京都品川区に顧客の為の技術者集団となるべく、カスタムエンジニアーズ株式会社を設立
1985年	4月	大阪市東区に大阪営業所（現西日本ソリューション事業本部）を開設
1988年	3月	株式会社野村総合研究所とシステム開発受託についての基本契約を締結し、システムインテグレーション・サービスおよびシステムアウトソーシング・サービスを開始
1990年	10月	事業領域並びに経営理念を明確化し、さらなる発展を期して商号を「株式会社キューブシステム」に変更
	12月	東北・北海道地区の営業強化の為、株式会社北海道キューブシステム（現 連結子会社）を設立
1994年	3月	本社を東京都品川区西五反田に移転
1995年	5月	金融デリバティブ取引管理ツール「スワップ管理システム」を開発、販売開始
2001年	3月	国際品質標準規格ISO9001取得
2002年	10月	ジャスダック（店頭）上場
2003年	2月	株式会社野村総合研究所とシステムソリューション事業で提携を強化するために「eパートナー」となる
	12月	「情報セキュリティマネジメントシステム（ISMS）適合性評価制度」および「BS7799」認証取得
2005年	3月	本社を東京都品川区東五反田に移転
	7月	ISO14001(環境マネジメントシステムに関する国際規格)認証取得
2006年	2月	ISO/IEC27001(情報セキュリティマネジメントシステム)認証取得
	11月	東京証券取引所市場第二部上場
2008年	3月	ベトナム社会主義共和国ホーチミン市に、CUBE SYSTEM VIETNAM CO., LTD.を設立

[出所]会社資料よりJPR作成。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

沿革(続き)

年	月	内容
2008年	5月	株式会社野村総合研究所とシステムソリューション事業のさらなる連携強化を図るために「e-パートナー」となる
2009年	7月	中華人民共和国上海市に上海求歩申亜情報システム有限公司を設立
2014年	3月	東京証券取引所市場第一部に指定
2015年	7月	本社を東京都品川区大崎に移転
2017年	12月	連結子会社（上海求歩申亜情報システム有限公司）の株式全取得に伴い、上海求歩情報システム有限公司に商号変更
2019年	5月	名古屋市中区に名古屋オフィスを開設
2021年	4月	DX事業において当社が提供するAI顔認証タッチレス決済サービスに関する特許権を取得
2022年	4月	連結子会社（株式会社北海道キューブシステム）の株式追加取得により完全子会社化
	4月	東京証券取引所の市場区分の見直しにより、東京証券取引所の市場第一部からプライム市場に移行
	12月	株式会社野村総合研究所と資本業務提携契約を締結
2023年	9月	福岡市博多区に福岡オフィスを開設

[出所]会社資料よりJPR作成。

主な連結子会社・グループ会社

会社名	事業概要	資本金	出資比率
株式会社北海道キューブシステム	システムソリューション・サービス	53 百万円	100.0%
CUBE SYSTEM VIETNAM CO., LTD.	システムソリューション・サービス	600 千米ドル	100.0%
上海求歩情報システム有限公司	システムソリューション・サービス	6,500 千人民元	100.0%

[出所]会社資料等よりJPR作成

主な業務提携・資本提携

年	月	対象	目的
2018年	8月	株式会社トリプルアイズ	トリプルアイズが得意分野とする「AI、IoT 技術」を協業し、新たな事業創出や受注拡大を図る。資本提携後のCSの持ち株比率は5.2%。
2022年	12月	株式会社野村総合研究所	業務受委託に関する長期かつ継続的な関係の強化、ならびに事業領域の拡大や生産体制の拡充。NRIのCSに対する出資比率は20.20%。

[出所]会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

3. GCC経営™のフレームワークのまとめ

Growth

価値観・世界観は 明確

DX推進による社 会価値創造とビジ ネス機会の拡大

受託型から 企画提案型へ

市場の構造変化の需要増大の機会をつかむ

企画型 + 受託型ビジネスで事業成長を果たす

価値観・世界観の背景：価値革新の先導者

日本のIT業界は、従来の多重下請け構造に変化がおきている。大手企業がIT戦略を経営の中核に据える「IT本社化」という転換が変化の要因である。CSは、この変革期において独自のポジションを確立している。大手Sierという業界トップ企業との50年に及ぶ協業で培った高度な技術力と、多様な業種の顧客基盤を持つ一方で、新たな時代を見据えた変革を推進している。その変革の代表例が、みずほフィナンシャルグループやイオングループとの直接取引において生じている。単なる直接取引の獲得ではなく、顧客企業のIT戦略を共に考え、実現する「共創型」の関係を構築しようとしている。社員には「自ら考え、行動する」という明確な指針を示し、業界の枠を超えた価値創造に挑戦する企業文化を醸成。特に注力するのが、高度なソフトウェアエンジニアリング力と深い業務知見を併せ持つ「ハイブリッド人材」の育成である。この取り組みは、大手Sierとの関係も進化させ、より高度な案件を獲得し、かつ直接取引や自社製品の開発につながる好循環を生み出している。

変革を導く力

CSは従来型の受託型の戦略的パートナーシップによる「Sier向け事業」、直接取引の「プライム事業」、独自の強みを活かした自社製品を開発する「サービス提供事業」という3つの成長エンジンを推進する。注目すべきは、これらを単純な収益源としてではなく、相互に強化し合う成長基盤として位置づけている点だ。例えば、大手Sierとの協業で得た金融・流通分野での知見は、みずほフィナンシャルグループやイオングループとの取引拡大に通じる。さらに、そこで培ったノウハウを基に、中堅企業向けのクラウドサービスも展開。CSは単なるシェア争いではなく、市場そのものの進化を促す攻めの姿勢を貫いている。ベトナム子会社を軸としたグローバル開発体制も、価格競争ではなく、高付加価値サービスの提供基盤として機能している。

第二の創業：三つの成長エンジンによる事業構造改革

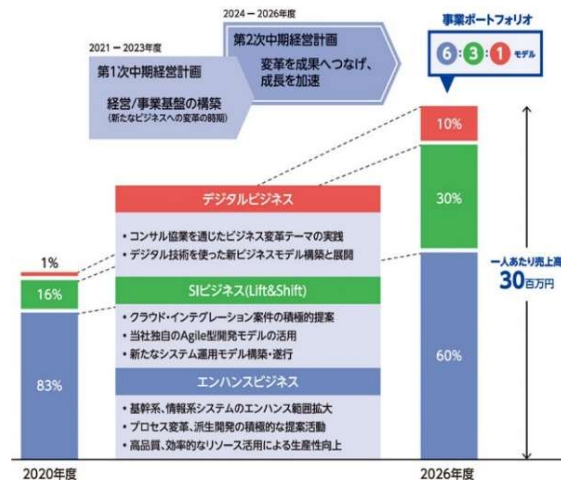
CSは「第二の創業」として、従来の受託型から企画提案型への大胆な転換を進めている。成長戦略の柱は三つ。第一のSier向け事業では、単なる人材提供から特定工程以降を一括で請け負う「ワンストップ型」へとソフトウェアの生産スタイルを進化させ、ベトナム子会社との連携で競争力を強化。第二のプライム事業では、Sier向け事業で培った業界知見を活かし、直接取引を拡大。第三のサービス提供事業では、潤沢な資金を活用して自社サービスの開発を推進。この三位一体の戦略により、高収益体質への転換を図っている。社員の意識も「言われたことをやる」から「自ら考えて提案する」へと変革を促している。

**自律的成長を目指す
ビジネスモデル転換**

売上高の10年展望

長期的な計画は、緻密な戦略に裏付けられている。核となるのは、業界構造改革を先取りした事業ポートフォリオの最適化だ。エンハンスビジネスは安定成長を維持しつつ、デジタルビジネス、SIビジネスではより高い成長を実現する。これにより、2020年において83%の比率のSier向け事業の割合を2026年には60%に引き下げて、よりバランスの取れた事業ポートフォリオを実現するとともに、より強固な収益基盤を確立。営業利益率は大きく改善を見込み、時価総額の拡大が期待される。豊富な手元資金は、戦略投資や株主還元以最適配分し、資本効率と企業価値の最大化を図る。さらに、ESGやSDGsの視点も取り入れ、社会価値と経済価値の両立を実現する成長モデルを構築している。

2026年までの見通しと事業ポートフォリオ



[出所]キューブシステムV2026コンセプトブック

TAM/SAM/SOM : 日本の再生可能エネルギー市場

**市場の成長期待度も
高い**

TAM（総市場規模）、SAM（サービス可能市場）、SOM（実際にサービスを提供できる市場）の観点から推計すると、日本のITサービス市場全体で約20兆円、CSが提供可能なITサービス分野で約5兆円、現時点でのシェア獲得可能市場で約1兆円である。10年シナリオでは、クラウド移行やDXサービスの需要が急速に拡大することを背景に、顧客数や単価の積み上げを基にした具体的な売上拡大戦略も立てている。

**VISION 2026 :
DX推進で売上倍増
を目指す長期成長戦
略**

CSの売上高は現在約180億円で、今後の成長はデジタル化と技術革新に大きく依存している。中長期経営計画「VISION 2026」では、DX推進を通じて年率10%以上の成長を目指し、クラウド移行サービスの拡大と業務プロセスの最適化、コスト削減ニーズの増加により、10年間で売上を大幅に増大させる計画である。この成長には営業活動の強化と顧客基盤の拡大が重要であり、顧客数と顧客単価の増加が鍵となる。プレマーケティングや顧客のフィードバックを通じて顧客満足度を高め、売上の達成可能性を高めるとともに、企業価値向上のために顧客ロイヤリティの向上が長期的な成長において重視されている。

本レポートは、ジェイ・フエックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

Connection

需要増大に対する
供給力を増大し成長
イメージ確立

人的資本の質向上
によるビジネスモデル
進化とROIC改善

人材戦略と事業構造
改革

人材定着率向上と
知的資産活用による
効率化

二つのハイブリッド供給戦略

共に成長する喜び

CSの供給戦略の中核は、「①ハイブリッド開発戦略（ベトナムの開発拠点活用）」と「②ハイブリッド人材戦略（技術力&業界知見）」である。大手Sierとの協業の成功体験が大きかったため、従来の受託型ビジネス、会社の体質転換、社員の意識変革に遅れが生じ、変革や革新を求める社員の離職率を高める結果となった。これがコスト増大や供給力不足のリスクにつながっている。この課題に対し、①では、ホーチミンに100名超のエンジニアを擁し、高度な開発能力と競争力のあるコスト構造を実現している。同拠点でのAI・クラウド技術の研究開発を基盤に、大手Sierとの戦略的パートナーシップ、エンドユーザーとの提案型ビジネスを展開。②では、技術力と業務知見を併せ持つ「ハイブリッド人材」の育成に注力し、若手向けの実践的研修やベトナム子会社との連携を通じてスキル向上を図っている。これらの取り組みにより社員の主体的な参画を促し、一人当たり売上高の向上とESG経営の推進により、持続可能な成長を目指している。

人が創る新しい価値

人的資本の質的向上は、ビジネスモデルの進化に直結しており、従来の受託型から高付加価値領域へシフトすることで、一人当たり売上高が着実に改善している。プライム案件においては上流工程の比率が高まり、利益率の向上に貢献。社員の定着率向上により、知的資産の蓄積も進み、業界別ソリューションやAI・クラウド技術のノウハウが競争優位の源泉となっている。さらに、ベトナム子会社との最適な役割分担を通じて収益性の向上も実現し、これらの相乗効果によりROICの改善が期待できる。

ROICの戦略的向上施策

人材進化と事業構造改革の両輪で実現する高収益化

CSは、ROICの向上を人材戦略と事業構造改革の両面から推進している。人材面では、高度なスキル開発と魅力的な案件の提供により離職率を10%から5%へ低減し、一人当たり生産性の向上を図る。事業構造では、プライム案件とサービス提供事業の比率を高める方針だ。同時に、ベトナム子会社の活用による開発効率化と知的資産の再利用促進で、投下資本効率を高める。これらの施策により、ROICを下記の通り改善し、業界トップクラスの資本効率の実現を目指している。

ROICの10年展望

人材戦略の進化に基づく収益構造の改革により、ROICの大幅な改善を目指している。営業利益率は、高付加価値案件の増加と一人当たり売上高の向上により、現在の8%から12%以上への改善が期待される。さらに、人材の定着率向上による生産性の向上と知的資産の活用により、投下資本売上高比率は現状を維持すると予想される。その結果、10年後にはROICが30%程度になるとJPRは予測する。豊富な需要を背景に供給力を二つのハイブリッド戦略で増大させていけば、計画の実現可能性は高いと思われる。

Confidence

日本とベトナムのハイブリッド事業構造による収益安定性

アジアのDX推進とサステナビリティを支える戦略

ESG経営を核とした持続可能な成長戦略

ベトナム事業拡大と収益性向上による資本効率の改善

アジアの力で未来価値を確実に創造する

絆を力に成長

世界へ広がる挑戦

CSの収益安定性は、日本とベトナムの両拠点を活用したハイブリッド型の事業構造が核となっている。ホーチミンの開発拠点では、100名を超える優秀なエンジニアを擁し、高度な開発能力と競争力のあるコスト構造を実現。特に注目すべきは、単なるオフショア開発拠点ではなく、AI・クラウド技術の研究開発機能も担っている点である。この体制により、エンハンスビジネスでは大手Sierとの長期的なパートナーシップを強化し、SIビジネスではイオングループやみずほフィナンシャルグループとの直接取引を通じて、高付加価値なソリューション提供を実現している。さらに、ベトナム市場自体も急速な成長を遂げており、現地企業向けのサービス展開も開始。アジア市場における新たな収益源として期待される。財務面では、資金面での強みを活かして、更なるグローバル展開や戦略的投資に対応可能な体制を整えている。

アジアと共に成長する

社会貢献面では、日本企業のDX推進支援に加え、ベトナムのIT人材育成にも注力している。新卒採用に力を入れ、インターンシッププログラムを通じて、次世代のIT人材を採用している。これは、アジア全体のデジタル競争力向上にも貢献している。ダイバーシティ経営では、ベトナム人エンジニアの日本での活躍機会を創出し、グローバルな視点での人材活用を実現。ガバナンスにおいては、日本とベトナムの経営陣による定期的な戦略会議を開催し、グループ全体での一体的な経営を推進。

ESG戦略：日越連携による社会価値の創出

CSは、ESG経営を成長戦略の中核に位置づけている。環境面では、ベトナム拠点でのグリーンビルディング採用や、リモート開発体制の確立によるCO2排出削減を推進。社会面では、日本企業のDX支援を通じた産業競争力強化に加え、ベトナムでの次世代IT人材育成に注力。アジアのデジタル人材育成にも貢献している。ガバナンスでは、日越経営陣による定期的な戦略会議をモニタリングして、透明性の高いグローバル経営体制を構築している。健康経営優良法人認定の取得も、持続可能な成長への取り組みを示している。

金融市場の信頼ストーリーの評価指標・WACCの10年展望

アジア展開による成長戦略と強固な財務基盤により、資本コストの低減が期待される。現在のWACCは8.8%程度だが、ベトナム事業の拡大と収益性向上により、10年後には低下する可能性が高い。特に、アジアの成長市場におけるプレゼンス強化は、投資家からの評価を高める要因となる。加えて、ESGへの積極的な取り組みにより、サステナビリティ投資の対象としても注目を集めており、資金調達コストの更なる低減が期待される。これらの想定は、アジア市場での実績と成長性に基づく確度の高い見通しとなっている。

4.2025年3月期第2四半期決算概要

損益概要

デジタル分野が牽引し増収

IoT案件で48%増

金融・官公庁向けが堅調

一部案件縮小で7%減

損益概要

全社業績

売上高・経営成績概要

2025年3月期第2四半期におけるCSの業績は、売上高は9,022百万円(前年同期比0.1%増)と微増である。ビジネスモデル別では、エネルギー分野でのIoT基盤構築案件を獲得したデジタルビジネスが398百万円(同48.3%増)となっている。SIビジネスは教育事業会社および卸売業向け等の大型クラウドソリューション案件の縮小により3,095百万円(同7.1%減)となった。主力のエンハンスビジネスは金融機関向けおよび中央省庁向け案件の受注が当初計画通りに進み5,528百万円(同2.1%増)となっている。

損益

売上総利益は1,869百万円(前年同期比1,959百万円から減少)、売上原価は7,152百万円(同7,055百万円から増加)となった。販売費及び一般管理費は1,336百万円(同1,165百万円から増加)を計上し、この結果、営業利益は533百万円(前年同期比32.8%減)となっている。営業外収益は受取利息2百万円、受取配当金5百万円等により11百万円、営業外費用は為替差損6百万円、投資事業組合運用損7百万円等により16百万円となり、経常利益は528百万円(同33.0%減)となった。特別利益として退職給付制度改定益359百万円と投資有価証券売却益52百万円を計上した結果、親会社株主に帰属する中間純利益は662百万円(同32.1%増)となっている。

デジタルビジネス

エネルギー分野におけるIoT基盤構築案件への新規参画により、売上高は398百万円(前年同期比48.3%増)となった。コンサルティングサービス、自社プロダクト、ソリューション、IP(知的財産)化などのアプローチによって新たな事業創出を目指している。

エンハンスビジネス

金融機関向けおよび中央省庁向け案件の受注が当初計画通りに進み、売上高は5,528百万円(同2.1%増)となった。これは同社が最も強みとしてきたビジネスモデルで、顧客のビジネス環境の変化や新たな技術の進化に合わせて、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サービスを提供している。

Sier向け事業

教育事業会社および卸売業向け等の大型クラウドソリューション案件の縮小により、売上高は3,095百万円(同7.1%減)となった。

参考資料2.WACCの計算手順

■ WACCの計算プロセス

$\beta = VI$ (ボラティリティインデックス) \times COR (相関係数) で計算される。VIは、個別株のリターンの標準偏差 \div TOPIXリターンの標準偏差、CORは、個別株のリターンの標準偏差 \div TOPIXリターンの相関係数。それぞれについて統計学的な視点で、個別株と業界の加重平均を利用している。本資料での加重平均は以下の表で確認されたい。本資料では過去5年間に日次ベースで計算。 β はすべて無負債 β 。RP:リスクプレミアム、RFR:リスクフリーレート(国債10年利回り、財務省出所)、レバレッジ:借入れによるリスク増大効果の推計値、 $1 + (1 - \text{TaxRate}) \times D/E$ で計算。レバレッジ $\beta = \text{レバレッジ} \times \text{無負債}\beta$ 。Dは直前四半期の有利子負債残高、Eは計算日ベースの時価総額、COE:コストオブエクイティ $= \beta \times \text{レバレッジ} \times \text{RP} + \text{RFR}$ 。株価は過去5年の日次データに基づく。本資料で利用したWACCの計算方法は以下で詳細を記載している。

β Builder 1 自社全体の計算用			
ボラティリティインデックス (VI) \times 相関係数 (COR) = β の関係を計算 (無負債)			
利用したいVI及びCORのウェイト (0~9) を選択して利用する β を計算する。			
VI*	自社VI	1.786	1 50%
	業界VI	2.114	1 50%
	参考		0 0%
	業界+他社		0 0%
	VI		0 0%
	選択→		0 0%
利用VI	1.950		
VI* suggested that VI adjusted differs from the original VI			
COR	自社COR	0.493	1 50%
	業界COR	0.414	1 50%
	0.422_54_GMS・百貨店・スーパー		0 0%
	参考		0 0%
	業界+他社		0 0%
	COR		0 0%
選択→		0 0%	
利用COR	0.454		
利用 β 1			
0.88464			
β Builder 2 新規事業の計算用			
新規事業に類似の業界の β からウェイト付け			
β 2	自社 β 2	0.898	1 50%
	業界 β 2	0.875	1 50%
	参考		0 0%
	業界+他社		0 0%
	β 2		0 0%
	選択→		0 0%
利用 β 2	0.89		
WACCの計算過程			
計算に利用する β (プルダウン選択)			
β 1	0.8846		
E: 時価総額[億円]	D: 有利子負債[億円]	TaxRate	
158.4	2.3	30.5%	
RP	RFR(2024-07-31)	レバレッジ	
8.863%	1.07%	1.010	
COE	過去実績支払金利	COD	
8.99%	0.00%	0.00%	
D/(D+E)	E/(D+E)	D/E	
1.43%	98.6%	1.5%	
$\text{COE} \times E / (E+D) + \text{COD} \times D / (E+D) =$			
WACC			
8.86%			

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 (以下、JPR) が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

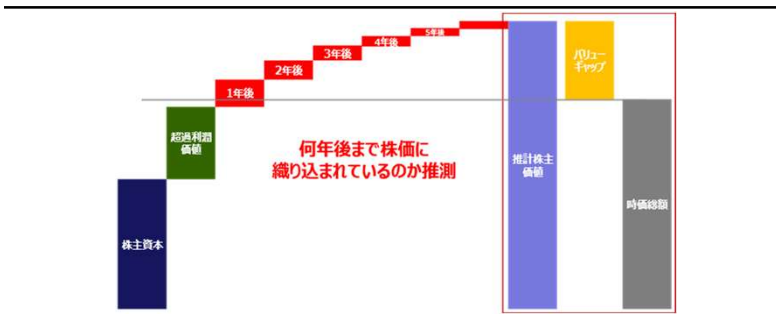
巻末資料. 超過利潤の説明

超過利潤による
企業価値評価

超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、小さければ割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本 = 投下資本 + 非事業資産 - 有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

超過利潤による企業価値分解



[出所] JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法（DCF法）と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算している。

超過利潤 = 税引き後営業利益(NOPAT) - 投下資本 × 加重平均資本コスト
 税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) = 営業利益 × (1 - 実効税率)
 投下資本 = 総資産 - 非事業資産価値 - (余剰資金の合計、有利子負債以外の流動負債の金額を比較し、大きい金額)
 非事業資産価値 = 繰り延べヘッジ損益 + 土地再評価額金 + 為替調整勘定
 余剰資金の合計 = 売上高の月商1.5カ月を超える現預金 + 短期有価証券 + 投資有価証券
 加重平均資本コスト = 税引き後有利子負債利率 × (D / (E + D)) + 株主資本コスト × (E / (D + E)) 株主資本コスト = 0.5% + 5% × β
 β = TOPIXと対象企業株価の5年間の日次リターンとの一次回帰式の傾き
 E = 計算時点での時価総額
 D = 計算時点での直近決算の短期有利子負債 + 固定負債 + 少数株主持ち分

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりません。当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりませんが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。