

アルファ・ウイン 企業調査レポート

アイ・エス・ビー (9702 東証プライム)

発行日：2022年12月1日

アルファ・ウイン 調査部
<http://www.awincap.com/>

● 決算速報

◆ 独立系の中堅 SIer

<会社概要>

- 株式会社アイ・エス・ビー（以下、同社）は、東証プライム市場に上場する独立系の SIer（エスアイヤー：システム開発や運用などを請け負う IT 企業）である。同社は 1970 年に若尾守保氏により創業され、運用管理・保守から業務をスタートし、通信・組込み技術をコアにシステムの受託開発事業を中心に拡大してきた。2021 年から社長に就任した若尾一史氏は、四代目（創業者の子息、大株主）となる。
- 1990 年に店頭公開、2008 年に旧東証二部、2015 年には旧東証一部に上場。

<グループ>

- 連結売上高（2021/12 期：262 億円）、従業員数（同 1,791 人）、時価総額（2022 年 11 月 25 日終値基準：152 億円）は、上場する SIer・ソフトウェア開発会社では中堅規模（約 250 社中、100 位前後と推定）。
- 同社は、連結対象子会社（孫会社を含む）10 社とグループを形成。連単倍率は売上高で 2.0 倍、当期利益で 1.1 倍。ベトナムに子会社、国内の地方にも子会社を持ち、オフショア・ニアショア開発体制を確立している。なお、主要子会社の一社である（株）アート（2017 年に買収、同社が 100%出資、年商 43 億円）は、入退出管理システムをはじめとする総合管理システムの開発・製造・販売を行っている。

<理念>

- 「夢を持って夢に挑戦」を企業理念に掲げ、「ISB グループの知識・技術力を結実した製品・サービスにより、誰もが幸せになれる社会づくりに貢献すること」を、社会における存在意義としている。

◆ 事業概要

<事業内容・ビジネスモデル・特徴>

- 取引先に常駐、あるいは自社にて受託したシステム開発を行う、人月（人数×時間：月）計算に基づく積算型のビジネスモデルが中心となり、売上高・利益を占める。大手メーカー系の SIer 経由の受注も多く、売上高に占めるプライム比率（エンドユーザーとの直接契約）は、1 割弱。中期経営計画の下、新規顧客の開拓を進め、同社のエッジを活かせる成長性が高い 5 つの有望分野（5G 関連、車載、モビリティサービス、医療、業務サービス）を積極的に展開中である。
- 高い技術力と豊富な実績を持つモバイル・車載・医療向けの組込みソフトウェアや、ソリューションが強み。
- また、独自製品・サービスによるリカーリング型のビジネスモデル（継続的な収益を得る事業）を育成中であり、今後は事業の継続性と収益性、安定性を高めていく方針である。
- また、ソフトウェア開発案件の獲得と業務の遂行においては、FAE（Field Application Engineer）と呼ばれる技術営業員を活用し、営業力・ソリューションの強化を図っている。

<顧客基盤>

- 業歴は 50 年を超え最終ユーザーは日本の大手優良企業（通信機器・携帯端末・半導体・医療機器などのエレクトロニクスメーカー、及び物流・量販・通信事業者、ユーザー系 SIer：企業の情報システム部

セミドルレポート

1/10

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。

門が独立し設立された子会社)、並びに官公庁であり事業基盤は盤石である。

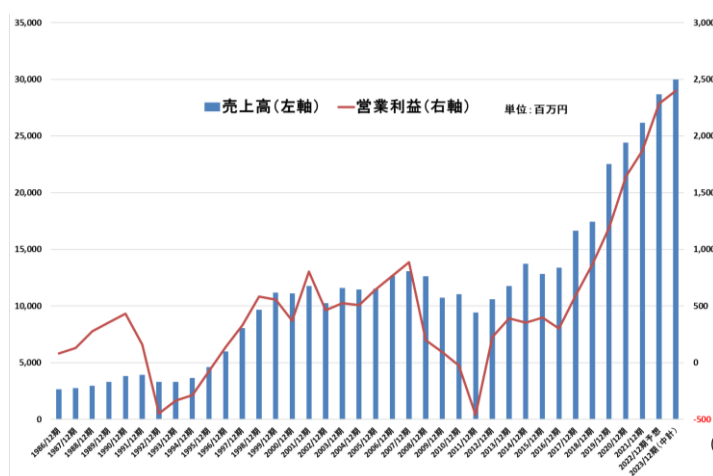
- ・販売先(同社が案件を受託)は、大手メーカー系の SIer を中心に約 450 社。連結売上高の 10%を超える販売先(グループ外の単独企業)はない。同社が外注委託・協業する企業(グループ内企業も含む)は、約 400 社。販売先・外注先とも分散化されている。
- ・一方、競合企業は上場する SIer を中心に分野ごとに多数存在し、主に車載や医療分野で競合する富士ソフト(9749 東証プライム市場、以下同様)や車載や通信で競合する NSW(9739)、コア(2359)、通信分野で競合するサイバーコム(3852 東証スタンダード市場)などが挙げられる。

◆ 業績推移～低迷期を脱して増収増益基調に転じ、最高売上高・利益を更新中

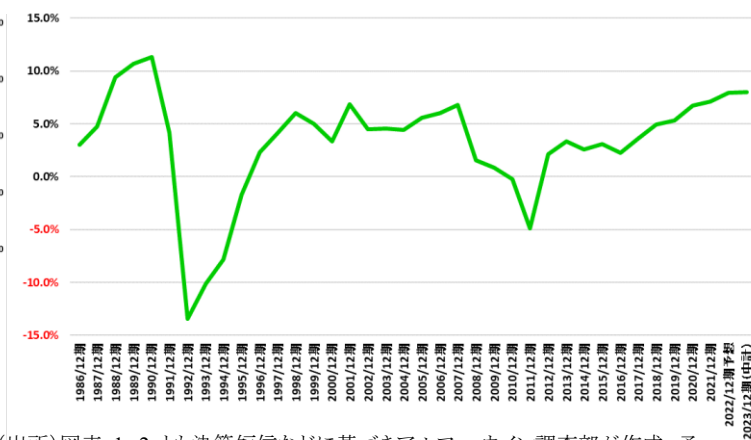
<長期業績の推移>

- ・日本企業や官公庁のシステム投資は、業務の効率化・プロセスの標準化、業務情報の活用、競争力や経営管理機能の強化等を目的に、長期間にわたり増加してきた。同社はこれらのニーズに対応し、システム受託開発を中心に実績を積み上げ、技術を蓄積する一方、事業領域と取引先を拡大し、景気や企業業績の変動の影響を受けながらも業績を伸ばしてきた(図表 1)。
- ・データが入手できる 1986/12 期以降の 36 年間では、バブル崩壊で不況が深刻化した 1992/12 期～1995/12 期、並びにリーマンショック後のデフレ・円高・東日本大震災による悪影響を受けた 2010/12 期、2011/12 期を除き、営業黒字を維持している。いずれの局面でも IT 投資が中止・縮小され業務量が急減し、この結果、稼働率、及び契約単価が低下し、赤字を計上した。このように、現在よりも規模が小さく特定事業・顧客に依存していた過去においては、景気サイクルにより売上高・利益の変動率(前期対比)が高まり、業績が不安定となった時期もあった。
- ・しかし、その後は経済対策による復興需要もある中、景気・企業業績が回復するのに伴い、DX を含む戦略的な IT 投資が活発化してきた。そのような状況下、同社は人員の増強や M&A を含めた積極的な事業領域の拡大、新規顧客の開拓やプライム案件の獲得、自社開発製品によるリカーリングビジネスへの展開を進め、それに加えてグループ全体の経営効率を高め、業績は増収増益基調に転じている。
- ・過去には期初発表の業績予想に対し未達となることもあったが、事業ポートフォリオの改善により、(期中で上方修正した今期も含め)直近の 5 年間では期初の利益予想を上回って着地し、每期 2 桁の増益率を維持している。なお、前期の 2021/12 期には 6 期連続で最高売上高を更新し、利益率の改善が進んだ結果(2021/12 期の営業利益率 7.1%は、連結決算を開始した 1996/12 期以降で最高、図表 2)、営業利益も 3 期連続で最高益を更新している。

【図表 1】業績の長期推移



【図表 2】営業利益率の推移



(出所) 図表 1、2 とも決算短信などに基づきアルファ・ウイン調査部が作成。予想、中計は会社計画。1995/12 期までは単独決算。以降は連結決算。

◆ 第3四半期累計決算～業績好調、前期比2桁の増収増益、会社想定を上回った模様 <2022/12期・第3四半期累計(2022/1～9月)の実績>

・同社の2022/12期・第3四半期累計(以下、Q3累計=1～9月)の業績は、売上高21,426百万円(前年同期比=YOY:+12.0%、なお、本レポートでは、表記や計算過程において原則、単位未満を四捨五入するため、会社発表値、本文、図表において同一項目の数値や計算値に若干、差異が生じることがある。以下同様)、営業利益1,722百万円(同+29.5%)、経常利益1,762百万円(同+28.0%)、当期純利益1,049百万円(同+33.9%)と、大幅な増収増益決算となった(図表3)。

【進捗率】

・通期計画に対するQ3累計の進捗率は、売上高で74.7%、営業利益では75.3%と過去5年間の平均である73.7%、74.4%をそれぞれ約1ポイント上回っている。詳細は非公表だが、社内計画値を上回った模様である。

【収益認識基準の変更による影響】

・なお、収益認識基準の変更により、今期は従来基準(旧基準)と比較し、Q3累計で売上高が389百万円、営業利益・経常利益が各288百万円増加している。これを考慮し修正すると、実質的には売上高21,037百万円(YOY:+9.9%)、営業利益1,622百万円(同+21.9%)、営業利益率7.7%(同+0.8ポイント)、経常利益1,661百万円(同+20.7%)となる。

【利益の動向】

・粗利率は、前期Q3累計(旧基準)の24.3%から今期Q3累計(新基準)の24.1%へと0.2ポイント低下した。しかし、販管費率が17.3%から16.1%に1.2ポイント改善した結果、営業利益率は7.0%から8.0%に1.0ポイント上昇した。売上高が前期比で12.0%、粗利額が10.0%増加する一方、販管費は4.0%の増加に留まった。調達コストの上昇、営業活動の拡大、技術者の採用・育成や生産性向上対策に伴う費用の増加があったものの、研究開発の減少や(買収したアート社に関わる)のれんの償却が終了したことによりコストの増加が抑制された。増収効果の収益インパクトが大きく、前期比29.5%の大幅な営業増益につながった。

・なお、営業外損益は、前期は45百万円の黒字、今期は39百万円の黒字と大きな変化はなかった。対ドルで円安となり、ベトナム子会社との取引に関連して15百万円の為替差損を営業外費用に計上した。一方、17百万円の有価証券売却益を同収益に計上し相殺した。この結果、経常利益・当期利益ともに30%前後の増益となった。

【図表3】今期・第3四半期累計の業績

収益認識基準・期 業績	旧基準・前期Q3累計	新基準・今期Q3累計	今期新基準と前期旧基準での比較		旧基準・今期Q3累計	今期・前期とも旧基準で比較	
	2021/12・Q3累計	2022/12・Q3累計	増減額/幅	増減率	2022/12・Q3累計	増減額/幅	増減率
単位:百万円、%	2021年1-9月	2022年1-9月	YOY:百万円/%	YOY:%	2022年1-9月	YOY:百万円/%	YOY:%
連結売上高	19,138	21,426	2,288	12.0	21,037	1,899	9.9
粗利合計	4,642	5,165	523	10.0	5,064	422	9.1
粗利率(%)	24.3	24.1	-0.1		24.1	-0.2	
販売管理費	3,311	3,442	131	4.0	3,442	131	4.0
売上高販管比率(%)	17.3	16.1	-1.2		16.4	-0.9	
営業利益	1,331	1,723	392	29.5	1,622	291	21.9
営業利益率(%)	7.0	8.0	1.1		7.7	0.8	
経常利益	1,376	1,762	386	28.0	1,661	285	20.7
経常利益率(%)	7.2	8.2	1.0		7.9	0.7	
当期利益	784	1,050	266	33.9	-	-	-
当期利益率(%)	4.1	4.9	0.8		-	-	-

(出所)決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成

<セグメント(連結)>

【決算短信・有価証券報告書での報告セグメント（売上高と利益）】

- ・報告セグメントは、2017/12 期以降、情報サービス、セキュリティシステムの 2 事業で開示され、両事業とも増収増益で利益率は上昇傾向にある（図表 4）。
- ・今期 Q2・Q3（各 3 ヶ月の四半期ベース）、及び Q3 累計においても、2 事業ともに前期比で増収と、利益率改善による増益となり好調であった。
- ・情報サービスの売上高は 2,378 百万円（YOY+14.8%）増収の 18,418 百万円となり、加えて各工程のプロジェクト管理の向上により、利益率も前年の 6.8%から 7.3%に上昇した結果、情報サービスのセグメント利益は 1,344 百万円と 259 百万円（同+23.9%）の増益となった。
- ・一方、セキュリティシステムの売上高は、半導体不足による機会ロスが発生したものの、半導体不足の影響のない製品の拡販などで前期比 2.9%の微減収に留まった。製品価格の値上げ、収益性の高いリカーリング売上高の伸長（年率約 3 割増）、研究開発費の減少、のれんの償却の終了により、セグメント利益率は 7.6%から 12.4%に大きく改善した。この結果、セグメント利益は 237 百万円から 373 百万円へと、136 百万円（同+57.5%）の大幅な増益となった。

【図表 4】報告セグメント別・四半期累積業績の推移

単位：百万円	情報サービス・累計売上高				セキュリティシステム・累計売上高			
	Q1	Q2	Q3	Q4=通期	Q1	Q2	Q3	Q4=通期
2017/12期	3,426	6,557	9,947	13,406	1,014	1,681	2,334	3,263
2018/12期	3,500	6,910	10,446	14,132	981	1,778	2,481	3,309
2019/12期	4,688	9,134	13,876	18,918	1,010	1,858	2,714	3,602
2020/12期	5,103	9,994	15,135	20,395	1,233	2,138	2,958	4,039
2021/12期	5,330	10,581	16,040	21,842	1,356	2,265	3,098	4,335
2022/12期	6,044	12,090	18,418		1,015	2,083	3,008	
前期比(金額)	714	1,510	2,378		-341	-182	-90	
前期比(%)	13.4%	14.3%	14.8%		-25.2%	-8.0%	-2.9%	

単位：百万円	情報サービス・累計セグメント利益				セキュリティシステム・累計セグメント利益			
	Q1	Q2	Q3	Q4=通期	Q1	Q2	Q3	Q4=通期
2017/12期	194	231	323	466	159	154	125	131
2018/12期	261	371	540	711	149	141	124	143
2019/12期	312	406	673	1,021	163	166	159	158
2020/12期	451	669	1,036	1,323	165	207	226	318
2021/12期	594	789	1,085	1,506	233	229	237	355
2022/12期	570	859	1,344		124	242	373	
前期比(金額)	-24	70	259		-109	13	136	
前期比(%)	-4.0%	8.8%	23.9%		-46.7%	5.8%	57.5%	

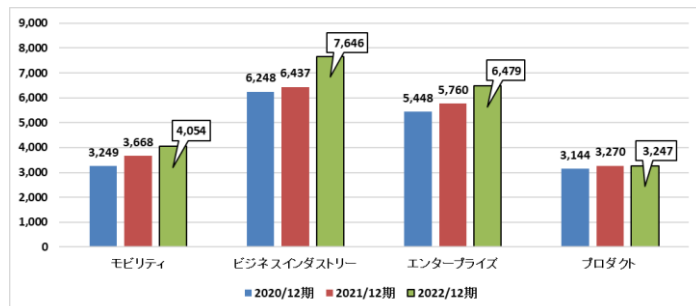
単位：%	情報サービス・累計セグメント利益率				セキュリティシステム・累計セグメント利益率			
	Q1	Q2	Q3	Q4=通期	Q1	Q2	Q3	Q4=通期
2017/12期	5.6	3.5	3.2	3.5	15.7	9.2	5.4	4.0
2018/12期	7.5	5.4	5.2	5.0	15.2	7.9	5.0	4.3
2019/12期	6.7	4.4	4.9	5.4	16.2	8.9	5.9	4.4
2020/12期	8.8	6.7	6.8	6.5	13.4	9.7	7.7	7.9
2021/12期	11.1	7.5	6.8	6.9	17.2	10.1	7.6	8.2
2022/12期	9.4	7.1	7.3		12.2	11.6	12.4	
前期比(幅：%)	-1.7%	-0.4%	0.5%		-4.9%	1.5%	4.8%	

(出所)図表 3~5 まで、決算短信、決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

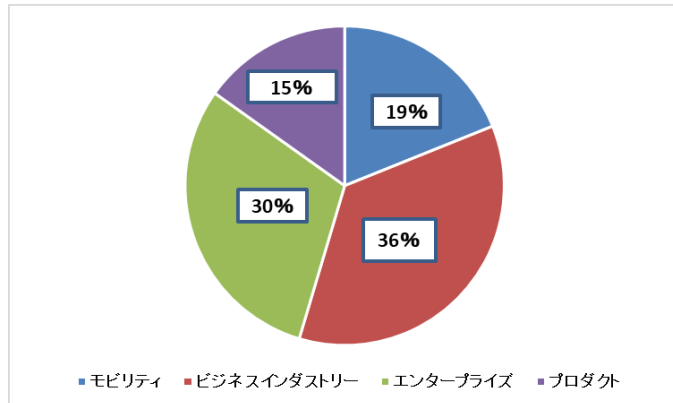
【事業分野別売上高】

- ・なお、業種別、並びに顧客グループ別の売上高は開示されていないが、分野別の売上高（モビリティ、ビジネスインダストリー、エンタープライズ、プロダクトの 4 分野）が開示されている（図表 5・6、ただしセグメント利益は非公表）。
- ・事業分野別の売上高では、最大のセグメントであるビジネスインダストリーが、IoT 関連などの組込み系や、新規顧客からの医療クラウド案件の獲得により、前期比 1,209 百万円（YOY+19%）の増収と、全体の増収に最も貢献した（増収寄与率 53%）。エンタープライズもクラウド案件へのシフトや金融の既存顧客からの受注が堅調で、719 百万円（YOY+12%）の増収となった（増収寄与率 31%）。同様にモビリティも既存顧客からの受注が好調である上、新規顧客からの EV 関連の案件が加わり、386 百万円の増収（YOY+11%）となった（増収寄与率 17%）。一方、プロダクトは半導体不足による機会ロスが発生し

【図表 5】事業分野別・第 3 四半期累積売上高の推移



【図表 6】事業分野別・今第 3 四半期累積売上高の構成比



たものの、リカーリングビジネスや、営業力を強化し新規顧客の開拓を進めたMDM（モバイルデバイス管理）が堅調に推移した結果、ほぼ前年並み（YOY△1%、△はマイナスを意味する、以下同様）に留まった。

<2022/12期・第3四半期(2022年7~9月)の実績>

- ・ 今期Q3（2022年7~9月）の3ヶ月間では、売上高は7,253百万円（YOY+15.3%：収益認識基準の変更は考慮していない、以下同様）、営業利益617百万円（同+99.5%）、当期利益355百万円（同+161.3%）と売上高、及び利益ともに高い伸長率となり（図表7）、Q3としては過去最高売上高と利益を更新した。
- ・ システムの納期が集中する3月（一般的な年度末）を含むQ1に、同社は同一年度内では四半期の利益が最大となる傾向がある。しかし、今期Q3の営業利益は、2021年Q1：827百万円>2022年Q1：696百万円>2020年Q1：619百万円に次ぎ、四半期単位では過去4番目の水準となった。
- ・ 今期決算を前期と四半期単位で比較すると、Q1は増収ながら利益率の低下により営業減益となったが、Q2、Q3は増収と利益率の上昇により、前年同期比で営業利益が倍増した。

【図表7】 今期の四半期業績の推移

収益認識基準・期	旧基準・前期Q1		新基準・今期Q1		今期新基準と前期旧基準での比較		旧基準・前期Q2		新基準・今期Q2		今期新基準と前期旧基準での比較		旧基準・前期Q3		新基準・今期Q3		今期新基準と前期旧基準での比較	
	2021/12期-Q1	2022/12期-Q1	増減額/億	増減率	2021/12期-Q2	2022/12期-Q2	増減額/億	増減率	2021/12期-Q3	2022/12期-Q3	増減額/億	増減率	2021/12期-Q3	2022/12期-Q3	増減額/億	増減率	YOY: 百万円/%	YOY: %
単位: 百万円、%	2021年1-3月	2022年1-3月	YOY: 百万円/%	YOY: %	2021年4-6月	2022年4-6月	YOY: 百万円/%	YOY: %	2021年7-9月	2022年7-9月	YOY: 百万円/%	YOY: %	2021年7-9月	2022年7-9月	YOY: 百万円/%	YOY: %	YOY: 百万円/%	YOY: %
連結売上高	6,886	7,056	370	5.5	6,159	7,117	958	15.6	6,293	7,253	960	15.3	6,293	7,253	960	15.3		
粗利合計	1,909	1,783	-127	-6.6	1,371	1,651	280	20.4	1,361	1,731	370	27.2	1,361	1,731	370	27.2		
粗利率(%)	28.6	25.3	-3.3		22.3	23.2	0.9		21.6	23.9	2.2		21.6	23.9	2.2			
販売管理費	1,083	1,087	4	0.4	1,176	1,241	64	5.5	1,052	1,115	63	6.0	1,052	1,115	63	6.0		
売上高販管比率(%)	16.2	15.4	-0.8		19.1	17.4	-1.7		16.7	15.4	-1.3		16.7	15.4	-1.3			
営業利益	827	696	-131	-15.8	195	410	215	110.3	309	617	307	99.5	309	617	307	99.5		
営業利益率(%)	12.4	9.9	-2.5		3.2	5.8	2.6		4.9	8.5	3.6		4.9	8.5	3.6			
経常利益	846	697	-148	-17.5	207	436	229	110.6	324	629	305	94.3	324	629	305	94.3		
経常利益率(%)	12.6	9.9	-2.8		3.4	6.1	2.8		5.1	8.7	3.5		5.1	8.7	3.5			
当期利益	533	445	-88	-16.5	115.432	249	134	116.0	136	355	219	161.3	136	355	219	161.3		
当期利益率(%)	8.0	6.3	-1.7		1.9	3.5	1.6		2.2	4.9	2.7		2.2	4.9	2.7			

(出所) 決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。

<財務状況>

- ・ 今期Q3末（2022年9月末、以下は同時点の数値）のバランスシートは、前期末（2021年12月末）と比較し大きな変化はない。増益により現預金残高は約68億円に積み上がり、対して短期借入金残高は1.2億円と実質的には無借金である。今期計画の売上高、及びQ3の総資産に対する現預金の比率は、それぞれ23.8%（平均月商の2.9ヶ月分）、44.9%と問題がない水準である。また、流動比率は295.4%、純資産も103億円まで増加し、自己資本比率は68.0%と財務体質は良好である。

◆ 今期、及び中期の業績見通し

<同社による通期計画>

- ・ 同社は上期決算発表時（2022年7月）に、期初の上期計画と実績の乖離額、つまり売上高では673百万円（期初比+5.0%）、営業利益は216百万円（同+24.3%）、当期利益は164百万円（同+31.0%）の増額幅を、そのまま今通期の業績予想に加え上方修正を行った。
- ・ 修正後の今期の予想では、通期の売上高を28,673百万円（YOY+9.5%）、営業利益2,286百万円（同+22.2%）、営業利益率8.0%、当期利益1,404百万円（同+26.5%）、年間37円/株（+7円の増配）と、過去最高売上高・利益の更新、並びに増配を計画している（P6-図表8）。
- ・ 既述のようにQ3累計の実績は社内計画（非開示）を上回ったと推測されるが、Q4案件の前倒しがあったことや、インフレ圧力、並びに人件費を含めたコストの上昇が見込まれ、今回は通期の見通しを変えていないと推察される。なお、収益認識基準変更による増額分は、売上高で450百万円、営業利益では130百万円前後と推計され、これを考慮すると（前期と同一の旧基準では）、売上高は28,223百万円（YOY+7.8%）、営業利益は2,156百万円（同+15.3%）、営業利益率7.6%を予想していることになる。

【図表8】 今期第4四半期、及び通期の業績計画

収益指標・期	旧基準・前期Q4		新基準・今期Q4		今期新基準と前期旧基準での比較		旧基準・前期		新基準・今期		今期新基準と前期旧基準での比較		旧基準(今期・当部修正)		今期・前期とも旧基準で比較	
	2021/12-Q4	2022/12-Q4・OE	増減額/種	増減率	2021/12期実績	2022/12通期・OE	増減額/種	増減率	2021/12期実績	2022/12通期・OE	増減額/種	増減率	2022/12通期・OE	増減額/種	増減率	
単位:百万円、%	2021年10-12月	2022年10-12月	YOY:百万円/%	YOY:%	2021年1月-2021年12月	2022年1月-2022年12月	YOY:百万円/%	YOY:%	2022年1月-2022年12月	YOY:百万円/%	YOY:%	2022年1月-2022年12月	YOY:百万円/%	YOY:%	YOY:%	
連結売上高	7,038	7,247	209	3.0	26,177	28,673	2,496	9.5	26,177	28,673	2,496	9.5	28,223	2,046	7.8	
粗利合計	1,654	-	-	-	6,296	-	-	-	6,296	-	-	-	-	-	-	
粗利率(%)	23.5	-	-	-	24.1	-	-	-	24.1	-	-	-	-	-	-	
販売管理費	1,115	-	-	-	4,426	-	-	-	4,426	-	-	-	-	-	-	
売上高販管比率(%)	15.8	-	-	-	16.9	-	-	-	16.9	-	-	-	-	-	-	
営業利益	539	563	24	4.5	1,870	2,286	416	22.2	1,870	2,286	416	22.2	2,158	286	15.3	
営業利益率(%)	7.7	7.8	0.1		7.1	8.0	0.8		7.1	8.0	0.8		7.6	0.5		
経常利益	564	591	26	4.7	1,941	2,353	412	21.2	1,941	2,353	412	21.2	2,223	282	14.5	
経常利益率(%)	8.0	8.2	0.1		7.4	8.2	0.8		7.4	8.2	0.8		7.9	0.5		
当期利益	326	354	28	8.6	1,110	1,404	294	26.5	1,110	1,404	294	26.5	-	-	-	
当期利益率(%)	4.6	4.9	0.3		4.2	4.9	0.7		4.2	4.9	0.7		-	-	-	

(出所) 決算短信に基づきアルファ・ウイン調査部が作成。CEは会社予想。旧基準(今期・当部調整)は、新収益基準への変更による影響額を当部が推計し、会社の新基準による今期予想を、旧基準に修正したもの。

<当部による第4四半期、並びに通期予想>

- ・ 通期の会社計画から第3四半期までの累計実績を差し引いた第4四半期(10~12月)の業績計画は、売上高が7,247百万円(YOY+3.0%)、営業利益が563百万円(+4.5%)、当期利益が354百万円(+8.6%)と同社は小幅な増収増益を予想している。これに対し当部では、日本企業の戦略的なIT投資は総じて好調で、同社のQ4、並びに通期の売上高・利益計画は、以下の理由によりやや保守的であると考えている。
- ・ 直近5年間の四半期別の売上高は、各年度内ではほぼQ4が最も高いにもかかわらず、今期のQ4はQ3の売上高並みと予想している。加えて、前年同期比ではQ2が+15.6%、Q3が+15.3%と高い増収率を示したが、Q4は+3.0%と低い前提である。足元の受注は好調であり、納品にモメンタムが低下している兆候もなく、売上高は保守的な予想と考えられる。
- ・ また、営業利益率についても同様に、Q3の8.5%からQ4には7.8%と低下する前提である。Q3は前年同期の4.9%から3.6ポイント改善、対してQ4は前年同期の7.7%から0.1ポイント改善すると予想しているが、直近5年間の営業利益率は、Q2<Q3<Q4となる傾向がある。最終的には同社のコストコントロール次第とはなるが、売上高・利益率とも保守的と考えられることから、利益の上振れが期待できる。
- ・ 既述のようにQ3累計の決算(業績)が会社想定を上回っていると推測されることも加味し、当部では、売上高を29,050百万円(会社計画比+377百万円)、営業利益2,320百万円(同+34百万円)、当期利益1,430百万円(同+26百万円)と、会社計画を上回る業績を予想した。また、配当性向30%を維持すれば、年間一株当たり配当金は38円への増配(会社計画37円+1円)もありえよう。

【図表9】 近年の四半期別・業績推移

通期	年度	連結売上高(金額:百万円)				連結売上高・構成比率(%)				連結売上高・増減収率(%) YOY			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
16,868	2017/12期	4,440	3,797	4,043	4,388	26.6	22.8	24.3	26.3	-	-	-	-
17,441	2018/12期	4,480	4,208	4,242	4,511	25.7	24.1	24.3	25.9	0.9	10.8	4.9	2.8
22,520	2019/12期	5,697	5,295	5,598	5,930	25.3	23.5	24.9	26.3	27.2	25.8	32.0	31.5
24,434	2020/12期	6,335	5,796	5,961	6,342	25.9	23.7	24.4	26.0	11.2	9.5	6.5	6.9
26,176	2021/12期	6,686	6,159	6,293	7,038	25.5	23.5	24.0	26.9	5.5	6.3	5.6	11.0
28,673	2022/12期	7,056	7,117	7,253	7,247	24.6	24.8	25.3	25.3	5.5	15.6	15.3	3.0
連結営業利益(金額:百万円)		連結営業利益・構成比率(%)				連結営業利益・増減収率(%) YOY							
通期	年度	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
596	2017/12期	352	33	62	149	59.1	5.5	10.4	25.0	-	-	-	-
868	2018/12期	411	108	157	192	47.4	12.4	18.1	22.1	16.8	227.3	153.2	28.9
1,193	2019/12期	479	104	264	346	40.2	8.7	22.1	29.0	16.5	-3.7	68.2	80.2
1,644	2020/12期	619	264	383	376	37.7	16.1	23.3	22.9	29.2	153.8	45.1	8.7
1,869	2021/12期	826	195	309	539	44.2	10.4	16.5	28.8	33.4	-26.1	-19.3	43.4
2,286	2022/12期	695	411	616	564	30.4	18.0	26.9	24.7	-15.9	110.8	99.4	4.6
連結売上高営業利益率(%)		連結売上高営業利益率・変化率(%) YOY											
通期	年度	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
3.6	2017/12期	7.9	0.9	1.5	3.4	-	-	-	-				
5.0	2018/12期	9.2	2.6	3.7	4.3	1.2	1.7	2.2	0.9				
5.3	2019/12期	8.4	2.0	4.7	5.6	-0.8	-0.6	1.0	1.6				
6.7	2020/12期	9.8	4.6	6.4	5.9	1.4	2.6	1.7	0.1				
7.1	2021/12期	12.4	3.2	4.9	7.7	2.6	-1.4	-1.5	1.7				
8.0	2022/12期	9.8	5.8	8.5	7.8	-2.5	2.6	3.6	0.1				

(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)2022/12期 Q4は会社予想、青字は年度内の最高値、黄土色字は同2位を示す。

<中期業績予想>

【中期経営計画】

- ・同社グループは、中期経営計画 2023 (2021/12 期～2023/12 期) を掲げ、最終年度となる 2023/12 期 (来期) には、売上高 300 億円、営業利益 24 億円、営業利益率 8% を目標としている (P9-図表 A を参照)。また、①顧客開拓、有望分野の拡大 (営業力と技術力の強化)、②ソリューション事業の創出 (プロダクトと特化した知見に幅広い業務実績を融合したソリューションの創出。新しいビジネスモデルへの挑戦)、③ グループ経営強化 (ISB グループ理念体系を共有。グループシナジーによる事業拡大、管理業務効率化) の 3 つの重点戦略を進めている。
- ・中期経営計画の数値目標も含めて順調に進捗しており、今期に 1 年前倒しで来期目標に近い水準に到達する可能性があるかと当部では考えている。

【当部の業績予想】

- ・当部では、コロナの影響は徐々に緩和されるが、世界的に不安定な経済状況が継続し企業の収益環境は厳しいとの前提のもとに、今期以降の中期業績予想 (3 年間) を作成した (P9-図表 A を参照)。
- ・同社は、顧客開拓や、有望分野の拡大、高付加価値のソリューション事業の創出、リカーリングビジネスの成長 (VECTANT SDM、ALLIGATE、建設現場用カードリーダー)、及びグループ経営効率の向上により、また、当面、DX 関連投資が成長ドライバーとなり、中期的に増収増益基調を描くと予想している。
- ・来期以降の業績予想は、今期の本決算発表後に見直す予定である。現時点では来期の業績を売上高 30,500 百万円 (当部の今期予想比+5.0%)、営業利益 2,500 百万円 (同+7.8%)、営業利益率 8.2% (同+0.2 ポイント)、当期利益 1,530 百万円 (同+7.0%)、配当金 40 円 (同+2 円/株) と増収増益・増配を予想している。ソフトウェア開発案件は増加傾向にあり、需給がタイトで単価の上昇、高水準の稼働率が見込める。
- ・年率 5～8% の増収トレンドと、営業利益率が 8% 前後 (逡増傾向) で推移する前提で、中期的な EPS の年間成長率を 5～10% と予想している。好業績や豊富な現預金を背景に、継続的な増配や株式分割などの株主還元の強化、加えて機動的な自社株買いも期待される。
- ・なお、インフレ・金利の上昇・景気後退により顧客企業の業績が変動し、これに伴う IT 投資の動向とシステム開発の需給バランス (⇒請負契約単価、稼働率に反映) と、同社の人的リソース (人材の確保・教育)、コスト管理の巧拙が、同社グループの業績に影響を与えるファクターであると考えている。

◆ 最近のトピックス

<リカーリングビジネスに注力、新製品の投入、機能強化・提携を加速>

- ・リカーリングビジネス (報告セグメント上では、主にセキュリティに含まれる) は、以下の 3 製品から構成され、年率 30% の増収ペースで伸びており収益性も高い。今年に入ってから、新サービス・新製品の提供、機能の強化やラインナップの拡充、他企業と積極的に提携を行い、事業の展開を加速している。年商は今期 7 億円強の見込みだが、普及拡張の余地があり今後も高い成長と収益への貢献が見込める。

【VECTANT SDM (セキュアデバイス管理)】

- ・主力は、クラウド型のモバイルデバイス管理 (MDM) サービス。紛失・盗難対策、デバイス制御など端末の一括管理を行う。代理店販売から直販・サービス体制に変更。Microsoft Teams と連携。

【ALLIGATE (アリゲイト)】

- ・NFC カード (FeliCa・MIFARE)・スマホ (スマートキー) を用いたクラウド型の入退室管理システム。同社の子会社である (株) アートが、製造発売。AI 顔認証、指紋認証等で他社と提携。

【Easy Pass (イージーパス)】

- ・建設キャリアアップシステム (CCUS) に対応したカードリーダーシステム。建設現場用の入退場管理を行う (就業履歴データと連携)。専用カードリーダー・スマホアプリを用いるクラウド型のサービス。

セミドルレポート

<外部機関による高評価>

- ・同社は、楽天（株）が運営する「楽天みんな就」『2023年卒 IT 業界新卒就職人気企業ランキング』において、ノミネート企業 199 社中 47 位にランクインし、昨年度 91 位から飛躍的にランクアップした。部門別ランキングでは、「職種の魅力（クリエイター）」、並びに「雇用を守りそう（解雇しなそう）」がともに 1 位となった。人材が鍵となる業界において今後の採用にプラスになると思われる。
- ・また、同社の連結子会社である（株）アートは、法人向けクラウド型の入退室管理システムの調査において、自社が提供するクラウド型の入退室管理システム「ALLIGATE（アリゲイト）」が、『導入社数』『販売台数』『管理・総務担当が選ぶ、入退室管理システム』で No.1（3 冠）を獲得した（出所：同社 HP、2022 年 2 月リリース。日本マーケティングリサーチ機構調べ）。

<新型コロナ対応>

- ・システム開発はクライアント先で常駐、または自社で行われるが、新型コロナ禍前よりセキュリティ対策として VDI（仮想デスクトップ化：サーバにあるデスクトップ環境を端末に転送して利用すること）環境を整備しており、リモートワークにスムーズに移行した（グループ在宅勤務率：約 4 割）。当初は、営業や顧客サポートにおいてコロナの影響は多少あったが、同社が受ける影響は軽微に留まっている。

<株主アンケート>

- ・同社は全株主を対象とし、2022 年 3 月～6 月にアンケート調査を行った（同社 HP に結果を掲載）。回答者数は、全株主の 10.4%に相当する 582 名（個人投資家が多いと推測される）。
- ・以下は、回答結果のサマリー。
 - ① 投資家（回答者）の属性
 - 男性：82%、年齢：50 歳以上が 61%、投資歴：10 年以上が 59%、同社株への投資方針：長期保有が 66%
 - ② 同社に魅力を感じているポイント（購入理由とほぼ同じ要因、順位）
 - 1 位：将来性（75%）、2 位：事業内容（35%）、3 位：収益性（34%）、4 位：配当利回り（23%）、
 - ③ 株主として同社に期待するもの
 - 1 位：株価の上昇（66%）、2 位：配当（25%）、3 位：株主優待（4%）
- ・投資経験が長い投資家が多く、将来性を見込みキャピタルゲインを目的に長期投資を行っている傾向が伺える。同社には、増配よりも利益成長等による株価の上昇が期待されている。

◆ 株価水準～主なバリュエーションは低く、成長性に対し株価は割安～

<パフォーマンス>

- ・同社は、システムインテグレーターとしてソリューションとプロダクトビジネスを展開する内需小型成長株として評価されてきた。株価は業績の伸長を反映し、特に業績回復が鮮明となった 2017 年以降の直近の約 5 年間は、TOPIX を大きくアウトパフォームしている（P10-図表 C）。
- ・企業の旺盛な DX 投資を背景に、同社は Q2 決算発表時（7 月）には今通期の業績見通しを上方修正した。加えて Q3 決算発表時（10 月）には高い業績の進捗率が好感され、世界情勢やマクロ環境、新型コロナウイルス感染症等に直接的に影響を受けにくい業態であることから、直近の約 4 ヶ月間で株価は上昇し、年初来高値をつけた。その後は 1,300 円台で堅調に推移している。

<バリュエーションと今後の株価の見通し>

- ・東証プライム全銘柄平均（予想 PER：13.88、実績 PBR：1.19、単純平均予想配当利回り：2.29%）、並びに同業他社である富士ソフト、NSW、コア、サイバーコム（富士ソフトの子会社）と、同社をバリュエーションで比較した（2022 年 11 月 25 日終値基準）。東証プライム平均との比較では、同社の PER は低く配当利回りは高い。また、同業 4 社との比較では PBR を除き、PSR、EV/EBITDA を始め、配当利回

り、PER の各主要指標でバリュエーションは相対的に低く、過去の成長率を考慮すると割安感がある。
 ・ 今期の業績は底堅く、上方修正の可能性もあると当部では予想している。加えて来期以降も引き続き増収増益と増配が予想され、今後、好業績が確認されればバリュエーションの水準訂正（当部による来期予想の PER は 10.0 倍と低水準）と、EPS の増加により株価には上昇余地があると考えられる（図表 10）。
 ・ なお、現状では、東証プライムの維持基準を満たしている。流動性や時価総額、利益率が課題ではあるが、業容の拡大とともに改善していくと推測され、中長期的な成長株として注目したい。

【 図表 10 】 同業他社とのバリュエーション比較

(出所)アルファ・ウイン調査部が各社の決算短信・取材から作成

項目	社名	アイ・エス・ビー (ISB:連結)	富士ソフト (FS:連結)	NSW (NSW:連結)	コア (CG:連結)	サイバーコム (CC:非連結)	4社単純平均 (ISBを除く)
市場	証券コード(P:プライム, S:スタンダード)	9702 P	9749 P	9739 P	2359 P	3852 S	
株価	株価(2022年11月25日終値)	1,339	8,200	2,251	1,516	1,640	
	時価総額(百万円)	15,249	278,340	33,540	22,489	13,155	86,381
バリュエーション (今期予想)	PER(株価予想収益率)	10.9	26.5	9.7	12.7	18.8	16.9
	PBR(株価純資産倍率)	1.5	1.7	1.2	1.5	2.0	1.6
	予想配当利回り(%)	2.8	1.3	2.2	2.6	2.3	2.1
	会社予想基準:EV/EBITDA(倍)	4.8	12.3	3.5	7.2	10.5	8.4
	PSR(予想株価売上高倍率)	0.5	1.0	0.7	1.0	0.8	0.9
今期業績予想	会社予想 売上高(百万円)	28,673	265,500	45,000	23,000	16,300	87,450
	前年同期比増収率(%)	9.5	3.0	3.6	5.5	5.0	4.3
	会社予想 営業利益(百万円)	2,286	17,300	5,000	2,400	1,000	6,425
	前年同期比増益率(%)	22.2	2.7	1.6	1.4	4.8	2.6
	会社予想・売上高営業利益率(%)	8.0	6.5	11.1	10.4	6.1	8.5
成長率	過去7年(今期予想÷7期前・実績) 売上高成長率(%)	123.6	72.8	50.3	19.8	84.2	56.8
	同営業利益成長率(%)	472.9	105.5	147.5	218.3	91.6	140.7
投資収益性 ・効率性	直近通期実績:ROE(%)	12.1	7.5	13.8	12.5	12.2	11.5
	直近通期実績:ROA(%)	13.9	7.8	14.5	12.8	9.9	11.3
	直近通期実績:純資産配当率(%)	3.6	1.3	3.0	3.8	2.8	2.7
財務指標	直近四半期実績:自己資本比率(%)	68.0	56.1	75.2	69.7	67.1	67.0
流動性	一日当たり平均売買取代金(百万円)	45.4	105.1	38.2	16.5	14.4	43.6

時価総額=発行済株式総数×時価(2022年11月25日終値) 一日当たり平均売買取代金は、過去約6ヶ月間の平均値(日々の出来高×終値による概算値)
 PER、及び配当利回りの計算に用いたEPS、配当予想は、全て直期の各社の通期計画、PBRに用いたBPSは直近四半期末の実績値
 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)。なお、BSの有利子負債・現金等は各社の直近の四半期末値、減価償却とのは各社の通期予想(取材情報、または半期を2倍)
 PSR=時価総額/売上高(各社の通期予想)。なお、ISB、CC、FSは12月決算、NSW、CGは3月決算。CCのみ、決算期変更があるため7.5年間の成長率を7/7.5倍し、過去7年(今期予想÷7期前・実績)の成長率とした。

【 9702 アイ・エス・ビー 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)
2019/12	A	22,520	29.1	1,193	37.4	1,227	33.8	633	15.8	62.02	654.90	19.0
2020/12	A	24,434	8.5	1,644	37.7	1,712	39.5	994	57.0	94.10	772.12	31.5
2021/12	A	26,176	7.1	1,869	13.7	1,940	13.3	1,110	11.6	97.77	841.13	30.0
2022/12	CE	28,673	9.5	2,286	22.2	2,353	21.2	1,404	26.5	123.28		37.0
2022/12	E	29,050	11.0	2,320	24.1	2,390	23.2	1,430	28.8	125.56	934.74	38.0
2023/12	CE:中計	30,000	4.6	2,400	5.0	(OPM=8%)						
2023/12	E	30,500	5.0	2,500	7.8	2,570	7.5	1,530	7.0	134.34	1,031.08	40.0
2024/12	E	32,500	6.6	2,680	7.2	2,750	7.0	1,650	7.8	144.88	1,135.96	43.0
2021/3	Q1	6,686	5.5	826	33.5	845	36.1	532	65.5	47.00	789.16	0.0
2022/3	Q1	7,056	5.5	695	-15.8	697	-17.5	445	-16.5	39.18	852.40	0.0
2021/6	Q2	6,159	6.3	195	-26.1	207	-27.1	191	10.2	14.10	800.48	0.0
2022/6	Q2	7,117	0.5	411	6.2	436	22.4	249	23.0	21.89	876.57	0.0
2021/9	Q3	6,293	5.6	309	-19.3	324	-17.6	136	-33.0	11.96	811.75	0.0
2022/9	Q3	7,253	15.3	617	99.6	629	94.2	356	161.7	31.21		0.0
2021/9	Q3:累計	19,138	5.8	1,330	5.1	1,376	6.0	784	12.0	69.09	-	0.0
2022/9	Q3 累計	21,426	12.0	1,723	29.5	1,762	28.0	1,050	33.9	92.28	-	0.0
2021/12	Q4	7,038	11.0	539	42.6	564	36.2	326	3.2	9.80	-	30.0
2022/12	Q4: CE	7,247	3.0	563	4.5	591	4.8	354	8.6	31.00	-	37.0

(備考) A:実績, CE:会社予想, E:アルファ・ウイン調査部予想。2021/12 期以前:旧収益認識基準、2022/12 期以降:新収益認識基準。

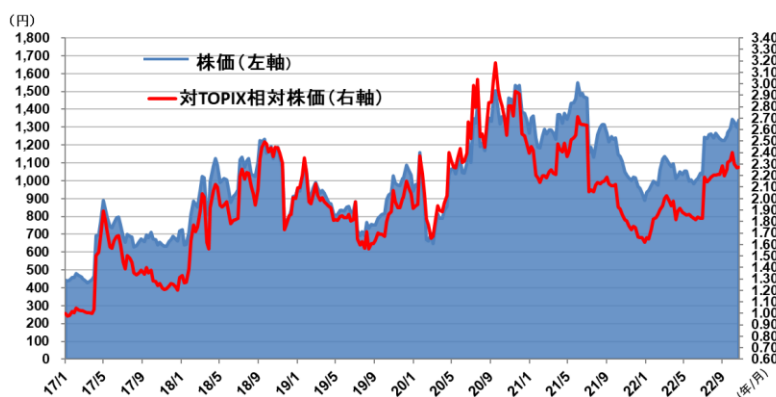
Q1:1-3月決算、Q2:4-6月決算、Q3:7-9月決算、Q4:10-12月決算、Q3 累計:1-9月決算、年度:1-12月決算。

【 株価・バリュエーション指標：9702 アイ・エス・ビー 】 図表B

項目	2022/11/25	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,339	前期実績	13.7	1.6	2.2%	30.7%
発行済株式数 (千株)	11,389	今期予想	10.7	1.4	2.8%	30.3%
時価総額 (百万円)	15,249	来期予想	10.0	1.3	3.0%	29.8%
潜在株式数 (千株)	0	今Q3末自己資本比率		68.0%	前期ROE	12.1%

(備考) 予想:アルファ・ウイン調査部予想

【 株価チャート (週末値) 9702 アイ・エス・ビー 】 図表C



【パフォーマンス】		
期 間	リターン	対TOPIX
1 ヶ月	9.7%	3.2%
3 ヶ月	4.8%	1.9%
6 ヶ月	28.8%	22.0%
12 ヶ月	32.2%	26.3%

(備考) アルファ・ウイン調査部が作成。
 株価・TOPIXは2022年11月25日終値(直近値)までを反映。各期間のパフォーマンス計算においては、直近値と当該各月末の株価・TOPIX とを比較(例えば1ヶ月間のパフォーマンスは、直近値と10月末値を比較)。

(備考) 2017年1月最終週～2022年11月第4週 (11月25日終値まで反映)。相対株価は、始点を1.0として指数化。

ディスクレームー

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。

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。 SV2022-1201-1600