

クラウドサービス事業の業績は巡航速度に近づく

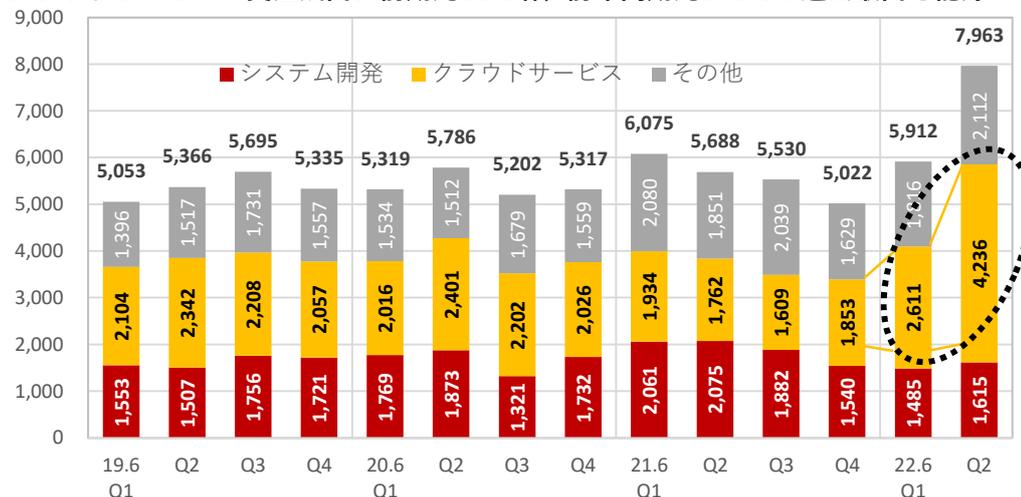
「唯一無二の」IOASISアクワイアリングサービスが受注を牽引

IWIは、2022年2月2日に2022/6期第2四半期決算を発表し、2月4日に決算説明会を開催した。2022/6期上期会社計画では売上高を前年同期比4.7%減の50億円、営業利益は同1.1%増の4億1,000万円と予想していたが、実績は売上高が同6.9%減の48億9,000万円、営業利益は同18.0%増の4億7,800万円となった。営業利益率は2021/6期上期の7.7%から9.8%に上昇した。第2四半期会計期間の営業利益は前年同期比29.8%増、営業利益率は同13.4%だった。前年同期に大型のハードウェア売上を計上したが、今期は同等の更改案件がなかったことが売上高減少の主な要因となった。一方、クラウドサービス事業が黒字化したことなどにより、利益は力強い伸びを示した。利益の進捗は目標を上回っているものの、2022/6期通期の業績予想は据え置かれている

クラウドサービス事業はクリティカルマスに達した後軌道に乗った。固定費の減少や運用費の削減、および運用効率化が進んだことで同事業の業績は急速に巡航速度へ近づいている。受注高は2021/6期第4四半期に4億8,300万円→2022/6期第1四半期に10億円→第2四半期には18億7,600万円へと増加し、下期にも約10億円の受注を見込んでいる。下記の図表に示す通り、受注残高は第1四半期に前年同期比41%増、第2四半期には同62%増の42億円となった。中期計画では2023/6期の売上高を20億円、2024/6期は25億円と予想。慢性的な労働力不足への対応や中小企業の生産性向上、地方経済活性化のためにキャッシュレス決済比率を高める政府の政策を背景に、クラウドベースで加盟店獲得を支援する唯一のサービスであるIOASISに対する事業会社の強い需要が追い風となっている。足元は計画を上回る勢いで推移している状況だ。

利益水準が大きく変わろうとしているにもかかわらず、プライム市場への上場をめぐる混乱とそれに伴う出来高の急減により、バリュエーションは極端に低い水準となっている。PERとEV/EBITDAは30%超ディスカウントされており、配当利回りは過去平均を40%上回って推移している。昨夏には配当性向基準を30%から40%へ引き上げた。

クラウドサービスの受注残高は前期比62%増、前年同期比140%と過去最高を記録



出所：同社開示資料よりSESSAパートナーズ作成。

2Q Follow-up



INTELLIGENT WAVE INC.

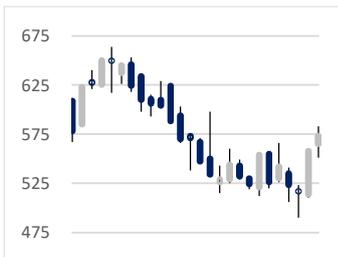
Focus Point

ノンストップ（無停止型）、安全なオンリセンター接続パッケージ向けのFEPシステム開発において、クレジットカード会社向けに圧倒的なシェアを誇るシステムインテグレーター

主要指標

株価(2/10)	573
YH (21/2/3)	752
YL (22/1/27)	490
10YH (18/10/24)	1,180
10YL (13/1/4)	173.0
発行済株式数 (百万株)	26.34
時価総額 (十億円)	15.09
EV (十億円)	11.48
自己資本比率	70.4%
22.6 P/E (CE)	16.0x
22.6 EV/EBITDA (CE)	5.4x
21.6 P/B (act)	2.05x
21.6 ROE (act)	11.6%
22.6 DY (CE)	2.44%

株価チャート (週足6ヶ月)



出所: SPEEDA

アナリスト
クリス・シュライバー CFA
research@sessapartners.co.jp

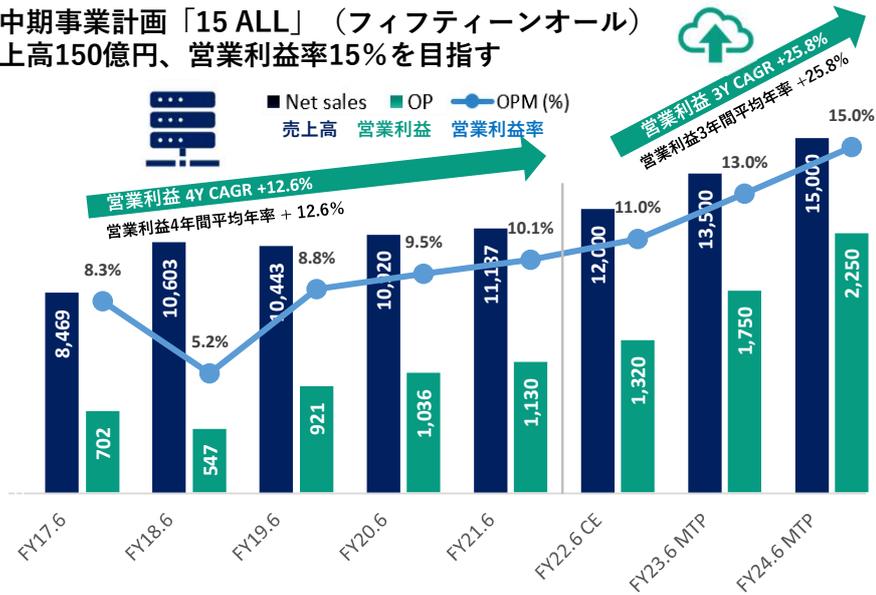


本レポートは株式会社インテリジェント・ウェイブからの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレーマーをご覧ください。



離陸中
 営業利益
 3年CAGR +25.8%
 営業利益率
 10.1% → 15.0%

新中期事業計画「15 ALL」（フィフティーンオール）
 売上高150億円、営業利益率15%を目指す

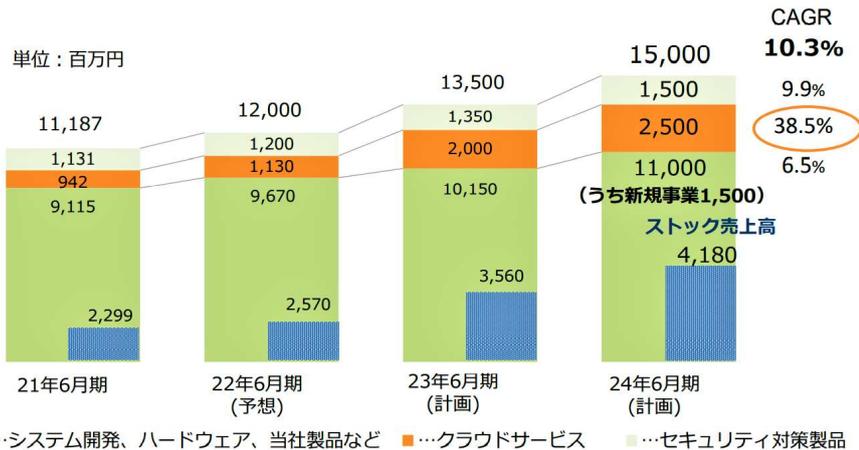


出所：同社決算短信および決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

クラウドサービスの成長は、収益性の急速な改善を牽引

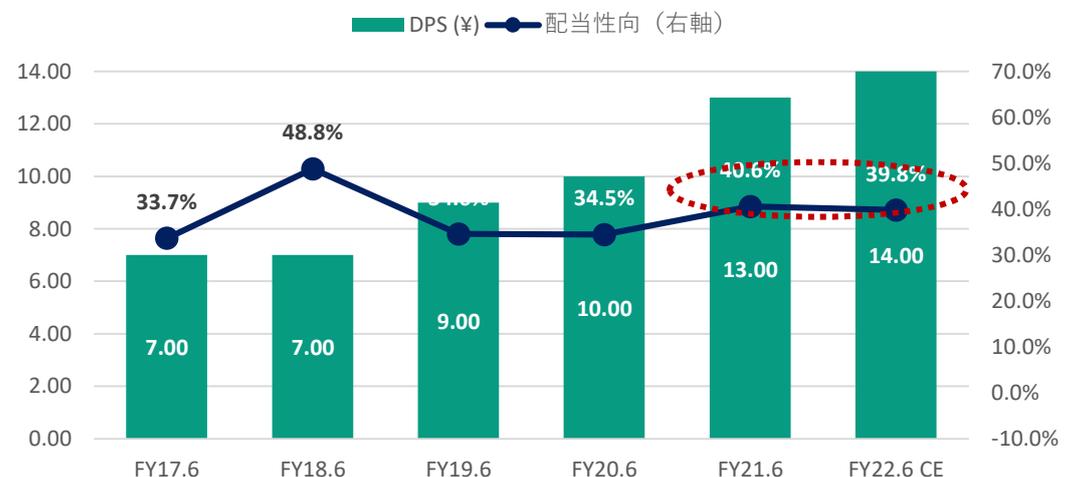


FEP + ASPクラウド
 サービスのストック型
 収益のハイブリッドモ
 デルへの移行



出所：同社決算説明会資料より抜粋

一株当たり配当金(円)と配当性向(右目盛り)の推移



出所：同社決算短信よりSESSAパートナーズ作成



目標配当性向を30%から
 40%へ引き上げる

上期レビュー:

収益構造の転換が進展

次頁上部の図表に示す通り、前年に6億円のハードウェア売上を計上したが、今期は同等の案件がなかったことが響き、上期の売上高は前年同期比3.6億円減少した。

上期の5年平均上期営業利益率である6.2%と比べ、22/6期上期は9.8%に上昇している。次頁の中央の図表は、上期の営業利益と営業利益率の推移を示している。クラウドサービス事業が黒字化したことで、収益構造の転換が進んでいる状況だ。

★右の下段の図表に示す通り、第2四半期決算において注目に値する成果として、新規受注と受注残高が新たな水準に移行していることが挙げられる。新規受注は25億円から32億円、受注残高は50億円から60億円の範囲で推移。

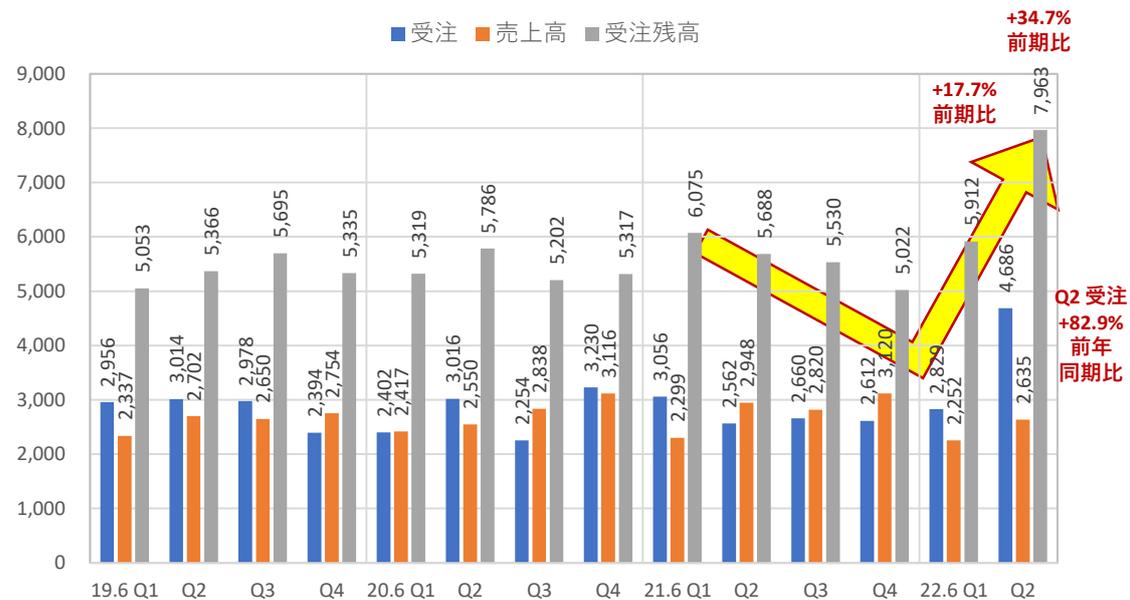
5頁左側の図表においては、主な成長ドライバーとなるクラウドサービス事業の新規受注の詳細を示している。

業績サマリー

百万円、%	売上高	前年比	営業利益	前年比	経常利益	前年比	当期純利益	前年比
18.6期	10,604	25.2	548	(22.0)	574	(25.1)	377	(31.0)
19.6期	10,443	(1.5)	922	68.3	954	66.2	684	81.2
20.6期	10,921	4.6	1,036	12.5	1,075	12.7	762	11.4
21.6期	11,188	2.4	1,131	9.1	1,171	9.0	841	10.4
22.6期予	12,000	7.3	1,320	16.8	1,360	16.1	940	11.8
<hr/>								
18.6期 Q1	2,322	40.4	129	239.6	128	243.1	83	313.8
18.6期 Q2	2,371	10.8	61	(70.7)	69	(71.0)	46	(73.2)
18.6期 Q3	3,136	38.6	177	(35.7)	176	(39.1)	109	(49.2)
18.6期 Q4	2,775	15.0	181	0.5	201	(1.0)	139	(1.2)
19.6期 Q1	2,337	0.7	71	(45.1)	79	(38.7)	48	(42.3)
19.6期 Q2	2,702	14.0	198	222.8	203	195.2	157	240.7
19.6期 Q3	2,650	(15.5)	406	130.1	407	130.9	262	140.1
19.6期 Q4	2,754	(0.8)	246	36.0	265	32.3	217	56.1
20.6期 Q1	2,417	3.4	141	100.1	141	79.3	91	89.6
20.6期 Q2	2,550	(5.6)	228	14.6	219	7.9	146	(6.9)
20.6期 Q3	2,838	7.1	217	(46.6)	241	(40.7)	161	(38.4)
20.6期 Q4	3,115	13.1	451	83.1	474	78.6	364	67.5
21.6期 Q1	2,299	(4.9)	134	(4.8)	129	(8.8)	84	(8.3)
21.6期 Q2	2,949	15.7	271	19.2	293	33.5	202	38.4
21.6期 Q3	2,819	(0.7)	273	25.9	275	14.3	185	14.7
21.6期 Q4	3,121	0.2	452	0.3	475	0.2	370	1.8
22.6期 Q1	2,252	(2.0)	127	(5.7)	125	(2.8)	83	(0.9)
22.6期 Q2	2,635	(10.6)	352	29.8	375	28.1	255	26.3
<hr/>								
進捗率								
上期5年平均	46.0%		34.1%		33.8%		32.6%	
22.6期上期	40.7%		36.3%		36.7%		35.9%	
<hr/>								
利益率								
上期5年平均	—		6.2%		6.5%		4.4%	
22.6期上期	—		9.8%		10.2%		6.9%	

出所:同社決算短信よりSESSAパートナーズ作成

受注と受注残高は新たな水準に移行 (百万円)



出所:同社決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

カテゴリ別売上高

百万円、%	フロー/ ストック	21.6期 1Q 実績	増減 金額	21.6期 2Q 実績	増減 金額	22.6期 1Q 実績	増減 金額	22.6期 2Q 実績	増減 金額	22.6期 1H 実績	増減 金額
売上高	—	2,298	(119)	2,949	399	2,251	(47)	2,636	(313)	4,887	(360)
・システム開発	フロー	1,113	(138)	1,324	1	1,170	57	1,349	25	2,519	82
・保守(ソフト)	ストック	315	14	332	27	360	45	368	36	728	81
・当社製品	フロー	144	47	65	(17)	131	(13)	137	72	268	59
・クラウドサービス	ストック	224	46	246	34	243	19	250	4	493	23
・ハードウェア	フロー	208	(145)	664	337	79	(129)	193	(471)	272	(600)
・他社製品	フロー	110	49	130	96	69	(41)	99	(31)	168	(72)
・セキュリティ対策製品	フロー	181	8	188	(79)	198	17	240	52	438	69

出所:同社決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

DNP

主にハードウェアによる売上減少

同社によれば、主力のFEP オンプレミスシステムのハードウェアは平均5年ごとに交換されるという。20年6月期4Qのハードウェアの売上高、657百万円と、21年6月期2Qの664百万円は、交換需要による。

売上に影響を与えるもう1つのポイントは、主要なスマートフォン決済プラットフォームの完成後、親会社のDNPに大きなプロジェクトがないことである。しかし、DNPは現在、立ち上げられたスマートファクトリー向けのIWI OTテクノロジーを使用した新規ビジネスの支援に貢献している(詳細はP7を参照)

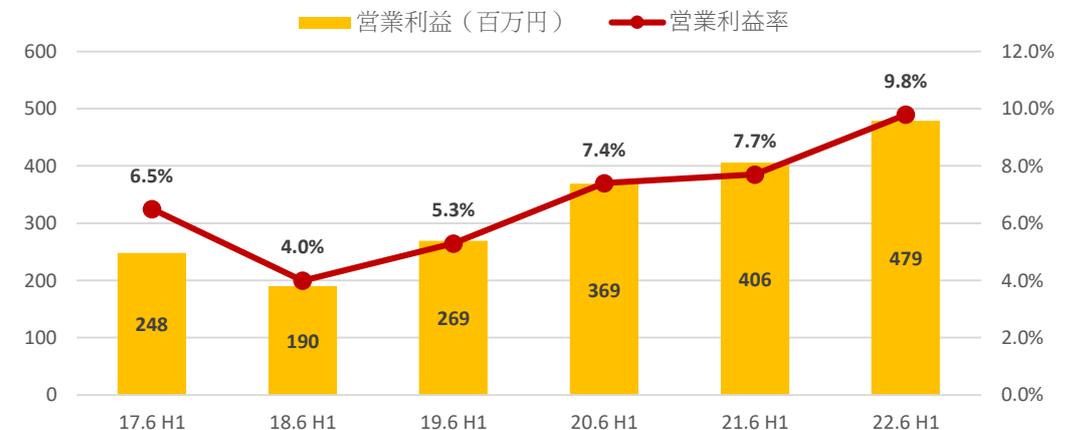
セキュリティ事業において、親会社のDNPがマーケティングと企画を担い、IWIが開発と製品の見立てを担う新たな協働化を開始したことも発表された。

顧客別売上高 上位3社

J百万円	21.6 H1	22.6 H1	増減	主な案件
① DNP	867	691	(176)	TSP開発(スマートフォン決済)、システム運用(24/365)、決済プラットフォーム*
② システム開発会社	550	497	(53)	FEP、不正検知のDR環境構築等
③ システム開発会社	110	261	151	IOASIS初期構築、ライセンス料等

*決済プラットフォーム:DNPが運営するキャッシュレス決済を実現する各種システムサービスの総称。
出所:同社決算説明会資料

営業利益と営業利益率の推移: 収益構造の転換が進捗



受注高、売上高、および受注残高の四半期動向

百万円、%	受注高	前年比	売上高	前年比	受注残高	前期比
19.6期 Q1	2,956	6.7	2,337	0.6	5,053	14.0
Q2	3,014	28.5	2,702	14.0	5,366	6.2
Q3	2,978	21.6	2,650	(15.5)	5,695	6.1
Q4	2,394	(8.1)	2,754	(0.8)	5,335	(6.3)
20.6期 Q1	2,402	(18.7)	2,417	3.4	5,319	(0.3)
Q2	3,016	0.1	2,550	(5.6)	5,786	8.8
Q3	2,254	(24.3)	2,838	7.1	5,202	(10.1)
Q4	3,230	34.9	3,116	13.1	5,317	2.2
21.6期 Q1	3,056	27.2	2,299	(4.9)	6,075	14.3
Q2	2,562	(15.1)	2,948	15.6	5,688	(6.4)
Q3	2,660	18.0	2,820	(0.6)	5,530	(2.8)
Q4	2,612	(19.1)	3,120	0.1	5,022	(9.2)
22.6期 Q1	2,829	(7.4)	2,252	(2.0)	5,912	17.7
Q2	4,686	82.9	2,635	(10.6)	7,963	34.7

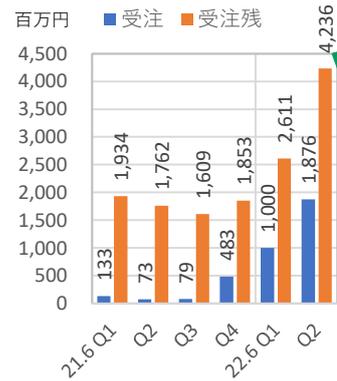
出所:同社決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

事業会社がIWIの高成長を牽引

2022/6期1QのIOASIS向けの受注は、大手通信会社とグローバルメーカーの金融子会社からのものである。

同2Qには大手クレジットカード会社と小売業者を含む3件を受注。また、海外のクレジットカード会社よりIGATES向けの大型案件を獲得したほか、クレジットカード会社よりIFINDS向けを受注した。下半期には追加で約10億円の新規受注の獲得を見込んでいる。

クラウドサービス受注高の推移

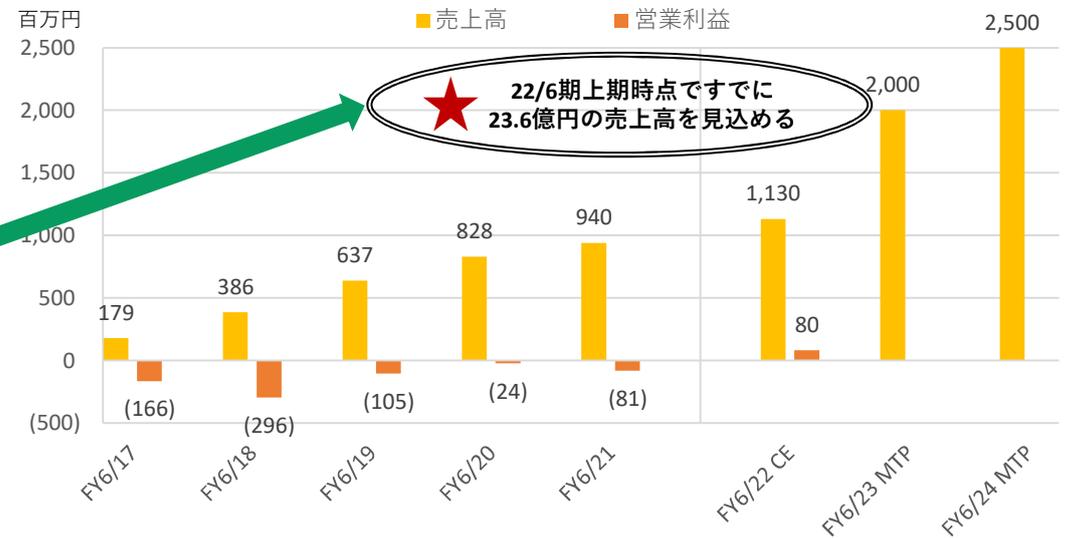


カテゴリ別受注残高の四半期動向

百万円、%	システム開発	前期比	クラウドサービス	前期比	その他	前期比
20.6期 Q1	1,769	2.8	2,016	(2.0)	1,534	(1.5)
Q2	1,873	5.9	2,401	19.1	1,512	(1.4)
Q3	1,321	(29.5)	2,202	(8.3)	1,679	11.0
Q4	1,732	31.1	2,026	(8.0)	1,559	(7.1)
21.6期 Q1	2,061	19.0	1,934	(4.5)	2,080	33.4
Q2	2,075	0.7	1,762	(8.9)	1,851	(11.0)
Q3	1,882	(9.3)	1,609	(8.7)	2,039	10.2
Q4	1,540	(18.2)	1,853	15.2	1,629	(20.1)
22.6期 Q1	1,485	(3.6)	2,611	40.9	1,816	11.5
Q2	1,615	8.8	4,236	62.2	2,112	16.3

出所：同社決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

重点的施策:FEPとストック型のクラウドサービスを加えたハイブリッドモデルへの移行



出所：同社決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

21年6月期で先行投資がかさむも、22年6月期で新規導入が5件の見込み

百万円	FY6/17	FY6/18	FY6/19	FY6/20	FY6/21	FY6/22 CE
売上高	179	386	637	828	942	1,130
売上総利益	(166)	(296)	(105)	(24)	(81)	80

導入社数	FY6/17	FY6/18	FY6/19	FY6/20	FY6/21	FY6/22 CE
IPRETS	0	0	0	0	1	1
IGATES	0	1	2	2	4	5
IFINDS	0	1	3	3	3	3
IOASIS	3	4	4	5	5	9

四半期別	1Q	2Q	3Q	4Q	FY		
21.6期 実績 売上高	224	246	232	239	942		
21.6期 実績 売上総利益	1Q実績 (37)	2Q実績 (12)	(28)	(3)	(81)		
22.6期 予 売上高	243	240	250	248	296	343	1,130
22.6期 予 売上総利益	(19)	(18)	31	18	46	33	80

出所：同社決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成



クラウド 機能 サービス

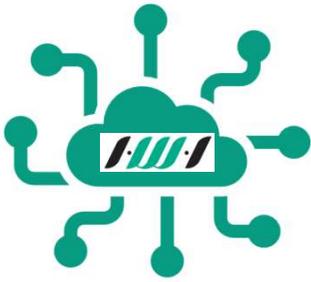
IPRETS: ポイント・システム

IGATES: スイッチング

IFINDS: 不正検知

IOASIS: アクワイアリング

★クラウドサービス事業の2Q売上総利益は**3,100万円**と、会社予想の1,800万円を大きく上回った。固定費の削減や運用効率の向上により、下半期の利益は目標を上回る余地がある。



IGATES: ネットワーク接続/スイッチング

IWIの基幹製品であるNET+1のネットワーク接続機能やスイッチング機能を継承した、ASP型のゲートウェイサービス(オンラインオーソリヤクリアリング、仕向/被仕向ネットワークへのスイッチングなどの機能を提供)。24時間365日の稼働を前提としたサービスであり、Visa (EAS) /Mastercard (MIP) /CAFIS/JCNなど、複数の決済ネットワークへの接続対応を一元管理でき、安全な決済ネットワーク接続を実現している。国内では、ATM接続やスマートフォン決済におけるネットワーク接続、イシューとの直接接続、インターネット接続といった使い方も可能。

IGATESの導入メリット:

- 初期コストの抑制
- システム運用負荷の軽減
- 自社資産を持つことなく安心な決済ネットワークを実現

IFINDS: カード不正検知

カード取引の不正検知ソリューションで国内トップシェアを誇るACEPlusの機能一式をASP型でサービス提供。あらかじめ設定したルールとスコアリング機能をもとに、国内外の与信要求をチェックし、リアルタイムで不正利用を検知することが可能である(機能に関してはP14のACEPlusのシステム概要図を参照)。導入メリットはIGATESと同様。

IOASIS: アクワイアリング

国際ブランドやキャッシュレス事業者との対外接続、オーソリゼーション、加盟店精算など、アクワイアリング業務に必要な機能一式をASP型でサービス提供。VisaとMastercard双方に対応し、PCI-DSSに準拠、堅牢なデータセンターを構築して24時間365日稼働に対応している。

IOASISの導入メリット:

- 初期コストの抑制
- サービス院までの期間圧縮
- 資産を保有せず安心してアクワイアリング業務開始

基幹製品のFEPアプリケーションをASPクラウドサービスに移植する重点政策

システムインテグレーター事業の避けられない特徴の1つは、顧客の設備投資に対するマクロ経済的影響によるある程度の受注の変動性がある。クラウドサービスの定期的なストック型収益モデルへの切り替えが対策となっている。立ち上げ費用がなくなり、収益がクリティカルマス水準に達するにつれ、このビジネスは黒字化する。3つの主要なクラウドサービスアプリケーションの説明が左側に示されている。アクワイアリングのIOASISは、この種のアプリケーションの中で唯一のものである。次のページの図表は、このビジネスがクリティカルマスを達成した後、新しい段階に移行していることを強調しており、今期Q2に粗利益が黒字になると予想、今期の新規顧客はIGATES+1とIOASIS+4を見込んでいる。

クレジットカード認証向けのオンプレミス型FEPインフラソリューション



クレジットカード関連向けのストック型クラウドASPソリューション



出所:IWI-サービス・製品



新中計「15 ALL」



Yleisradio Oy,
フィンランド
国営放送

★放送マスターシステム
全体のネットワーク監視
や制御を行う
「SmartOrchestrator
(仮称)」を開発中

※11月の展示会に出展予定

新中期事業計画「15ALL」の重点戦略

毎期更新される3ヶ年の新中期事業計画（1頁とP頁の図表を参照）では、24年6月期に売上高150億円、営業利益率15%の「15ALL」を標語として目指していく方針が示された。3年間のCAGRに関しては、売上高が10.3%増、営業利益は25.8%増を想定している。

① 決済市場のハイブリッドIT基盤

IWIのクラウドサービスを利用することで、顧客はリース化により運用・保守費用を平準化できるほか、固定資産を計上せず、償却期間も短縮するといったメリットを享受できる(P6を参照：ハイブリッドとはオンプレミス型のFEP + ASP型のクラウドサービス)。

② 決済、金融、セキュリティ分野以外への領域拡大

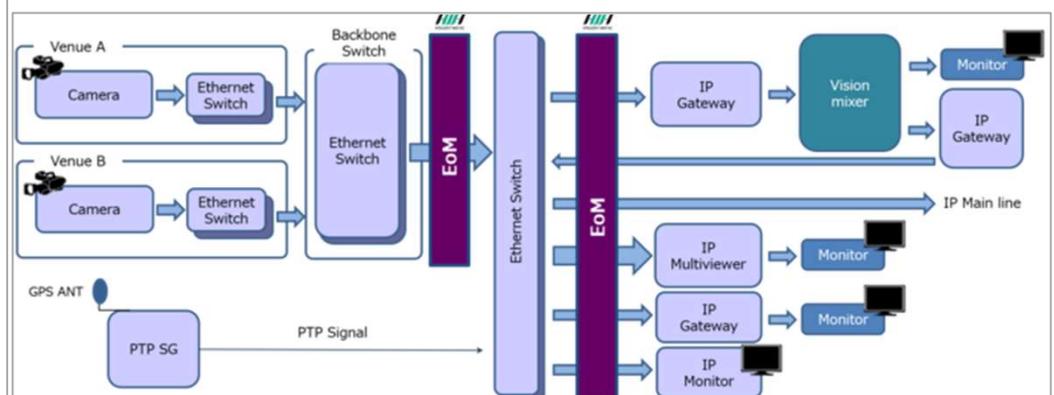
DX推進により、あらゆる業界で大量データのリアルタイム処理が求められている。このような中、EoM（次ページ参照）はテレビ朝日やJDS、QVCジャパンなど、国内ユーザー基盤を拡大させている。同ソリューションはフィンランドの公共放送であるYleでも採用されたことにより、IWIの技術がグローバルで通用することが証明されたといえる。さらに、コネクテッドカーや医療IoTなど、新たな業界参入に向けた研究活動を進めている。

③ DNPグループシナジー

DNPのアセットとIWIの技術をもとにグループシナジーを発揮し、DNP自社工場と顧客工場にて、スマートファクトリーを意識したOT領域でのセキュリティ対策を進めていく。なお、OT（Operational Technology）は、企業内のデバイス、プロセス、およびイベントを直接監視、あるいは制御することで、変化を検知したり変化を起こさせるためのハードウェアとソフトウェアのことである。

放送業界向けIPフローモニタリングソリューションのEoM

クラウドサービスのほかに、同社には有望な新規事業分野がもう1つある。それは、FPGA(フィールドプログラマブルゲートアレイ)の経験とノウハウを活かして開発した放送業界向けEoMハードウェア/ソフトウェアソリューションである。4K/8K放送の普及に伴い送信データ量が増大する中、IP伝送に大きな変化が生じている。EoMは、放送データの質を保持するためにレイテンシ、ジッター、パケットドロップ率をモニターする。これには、アリスタネットワークス(Arista Networks)製のFPGAを搭載した低レイテンシーL1スイッチが用いられる。EoMは拠点間を流れるIPフローの通信状況をリアルタイムで可視化、監視する。FPGA搭載のハードウェアやIWIの強みであるネットワーク通信技術を活用することで、大容量データの高速処理を実現する。



出所； 同社IR資料

インテリジェント ウェイブ 業績動向

[日本基準] 百万円、%	15.6期 連結 実績	16.6期 連結 実績	17.6期 非連結 実績	18.6期 非連結 実績	19.6期 非連結 実績	20.6期 非連結 実績	21.6期 非連結 実績	22.6期 非連結 期初予想
売上高	6,160	7,206						
売上高 (非連結)	6,160	7,205	8,469	10,603	10,443	10,920	11,187	12,000
対前年比	(6.1)	17.0	17.5	25.2	(1.5)	4.6	2.4	7.3
報告セグメント別								
金融システムソリューション事業	5,555	6,386	7,447	9,332	9,336	9,857		
・ソフトウェア開発	3,252	4,016	4,835	6,439	5,668	5,791		
・ソフトウェア保守	835	824	919	1,041	1,124	1,246		
・ハードウェア	949	793	974	923	1,140	1,526		
・自社開発パッケージソフトウェア	247	308	262	242	512	244		
・クラウドサービス	—	—	179	386	637	828		
・他社製(仕入)パッケージソフトウェア	270	443	277	299	254	220		
プロダクトソリューション事業	604	820	1,022	1,271	1,106	1,063		
・ソフトウェア開発	47	52	62	89	72	53		
・ソフトウェア保守	255	236	253	212	282	276		
・ハードウェア	13	9	46	365	82	44		
・自社開発パッケージソフトウェア	74	136	122	58	133	89		
・他社製(仕入)パッケージソフトウェア	214	385	537	545	534	600		
売上高 (非連結) *						10,920	11,187	12,000
・ソフトウェア開発						5,791	5,272	5,850
・ソフトウェア保守						1,246	1,357	1,440
・ハードウェア						1,526	1,638	1,730
・自社開発パッケージソフトウェア						244	335	400
・クラウドサービス						828	942	1,130
・他社製(仕入)パッケージソフトウェア						220	509	250
・セキュリティ対策製品						1,063	1,131	1,200
売上総利益	1,779	1,993	2,132	2,223	2,807	2,981	3,157	—
総利益率	28.9%	27.7%	25.2%	21.0%	26.9%	27.3%	28.2%	—
販売費及び一般管理費	1,295	1,279	1,430	1,675	1,885	1,944	2,026	—
販管费率	21.0%	17.7%	16.9%	15.8%	18.1%	17.8%	18.1%	—
減価償却費	255	213	337	485	707	605	751	750
EBITDA	739	927	1,039	1,032	1,628	1,641	1,881	2,070
EBITDAマージン	12.0%	12.9%	12.3%	9.7%	15.6%	15.0%	16.8%	17.3%
営業利益	484	714						
営業利益 (非連結)	488	731	702	547	921	1,036	1,130	1,320
営業利益率	7.9%	9.9%	8.3%	5.2%	8.8%	9.5%	10.1%	11.0%
対前年比	232.8	47.5	(4.0)	(22.0)	68.3	12.5	9.1	16.8
報告セグメント別								
金融システムソリューション事業	632	670	651	598	890	1,123		
営業利益率	11.4%	10.5%	8.7%	6.4%	9.5%	11.4%		
対前年比	—	6.0	(2.8)	(8.1)	48.8	26.2		
プロダクトソリューション事業	(148)	43	51	(51)	31	(87)		
営業利益率	-24.5%	5.2%	5.0%	-4.0%	2.8%	-8.2%		
対前年比	—	TB	18.6	TR	TB	TR		
経常利益	490	730						
経常利益 (非連結)	492	750	766	574	954	1,074	1,171	1,360
親会社株主に帰属する当期純利益	471	478						
当期純利益 (非連結)	399	513	547	377	684	762	840	940
対売上高比率	7.6%	6.6%	6.5%	3.6%	6.5%	7.0%	7.5%	7.8%
対前年比	443.2	1.6	6.6	(31.0)	81.2	11.4	10.4	11.8
EPS (¥)	17.89	18.18	20.78	14.36	25.99	29.00	31.98	35.76
DPS (¥)	5.00	6.00	7.00	7.00	9.00	10.00	13.00	14.00
BPS (¥)	183.55	192.21	214.51	217.18	242.23	265.55	287.85	—

出所：同社決算短信、決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成、注：2016年6月に韓国子会社を清算し、2017年6月期から非連結に移行
*2021年6月期より開示セグメントを単一セグメントへ変更

インテリジェント ウェイブ その他財務ハイライト

[日本基準] 百万円、%	15.6期	16.6期	17.6期	18.6期	19.6期	20.6期	21.6期	22.6期 Q2
	連結 実績	連結 実績	非連結 実績	非連結 実績	非連結 実績	非連結 実績	非連結 実績	非連結 実績
現金及び預金	2,957	2,852	2,578	2,839	3,254	3,641	4,307	3,611
有利子負債	0	0	0	0	0	0	0	0
ネットキャッシュ (又は純負債)	2,957	2,852	2,578	2,839	3,254	3,641	4,307	3,611
株主資本合計	4,563	4,910	5,222	5,408	5,908	6,433	7,011	6,872
その他の包括利益累計額合計	271	152	—	—	—	—	—	—
評価・換算差額等合計	—	—	425	306	464	549	556	482
純資産合計	4,834	5,062	5,647	5,715	6,372	6,983	7,567	7,143
資産合計	6,481	7,026	8,508	8,837	10,032	10,552	11,140	10,451
自己資本比率 (%)	74.6	72.1	66.4	64.7	63.5	66.2	67.9	70.4
ROE (%)	10.1	9.7	10.3	6.6	11.3	11.4	11.6	—
配当金総額	131	158	184	184	236	262	341	—
配当性向 (%)	28.0	33.0	33.7	48.8	34.6	34.5	40.6	—
DOE (%)	2.8	3.2	3.5	3.2	3.9	3.9	4.7	—

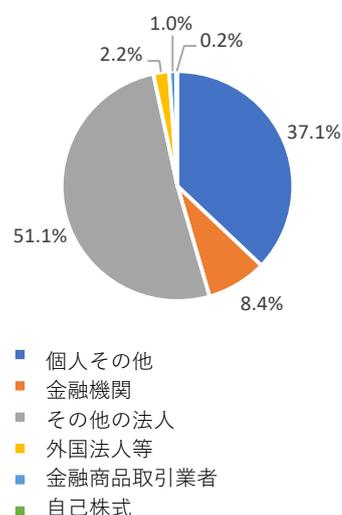
出所:同社決算短信よりSESSAパートナーズ作成

株主資本と配当金総額のバランスのとれた成長

[日本基準] 百万円、%	15.6期	16.6期	17.6期	18.6期	19.6期	20.6期	21.6期	5年間 CAGR (平均)
	連結 実績	連結 実績	非連結 実績	非連結 実績	非連結 実績	非連結 実績	非連結 実績	
DPS (円)	5.00	6.00	7.00	7.00	9.00	10.00	13.00	
配当性向 (%)	28.0	33.0	33.7	48.8	34.6	34.5	40.6	
株主資本合計	4,563	4,910	5,222	5,408	5,908	6,433	7,011	7.4%
対前年比	8.1	7.6	6.4	3.6	9.2	8.9	9.0	
配当金総額	131	158	184	184	236	262	341	16.6%
対千年比	0.0	20.6	16.5	0.0	28.3	11.0	30.2	
ROE (%)	10.1	9.7	10.3	6.6	11.3	11.4	11.6	10.2
DOE (%)	2.8	3.2	3.5	3.2	3.9	3.9	4.7	3.8
・差し引き	7.3	6.5	6.8	3.4	7.4	7.5	6.9	6.4

出所:同社決算短信よりSESSAパートナーズ作成

所有者別状況



大株主状況 (2021年6月30日現在)

大株主 (上位10名)	持株数	持株比率*
大日本印刷(株)	13,330,700	50.71
安達一彦	2,382,900	9.06
日本マスタートラスト信託銀行 (株) (信託口)	733,900	2.79
(株) 日本カストディ銀行(信託口)	559,500	2.13
インテリジェントウェイブ従業員持ち株会	535,000	2.03
BNYM AS AGT/CLTS 10 PERCENT	308,505	1.17
溝田百子	307,200	1.17
西野秀樹	209,000	0.79
(株) 三菱UFJ銀行	200,000	0.76
小林弘二	191,600	0.73
上位10名	18,758,305	71.34
発行済株式総数	26,340,000	—
株主数	9,889	—

*注: 持株比率は発行済株式総数から自己株式50,051株を控除して算出
出所:同社データを基にSESSAパートナーズ作成

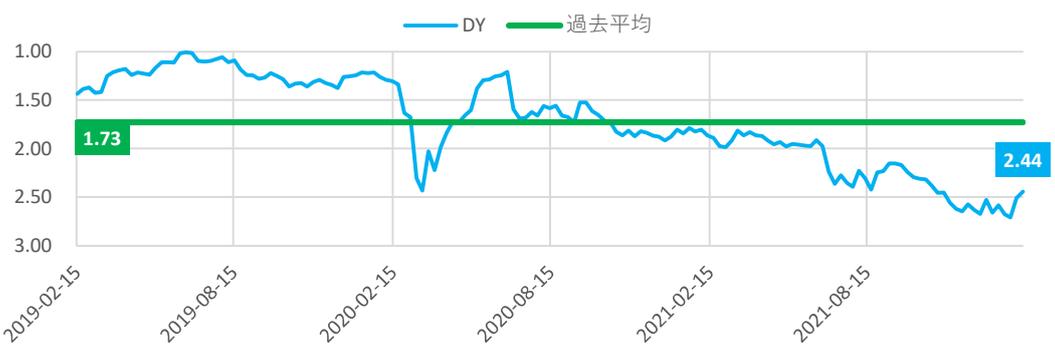
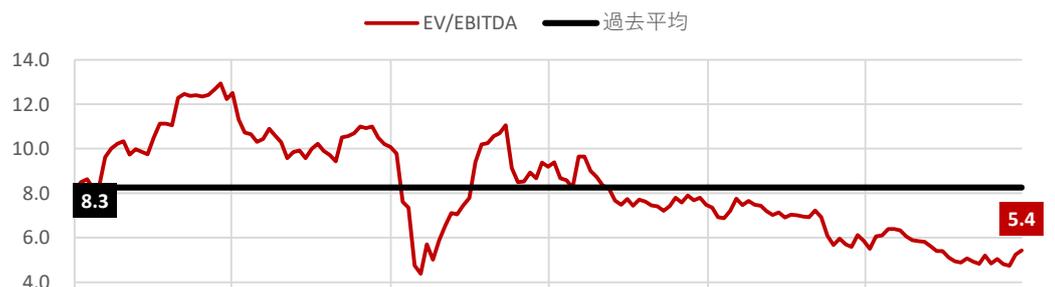
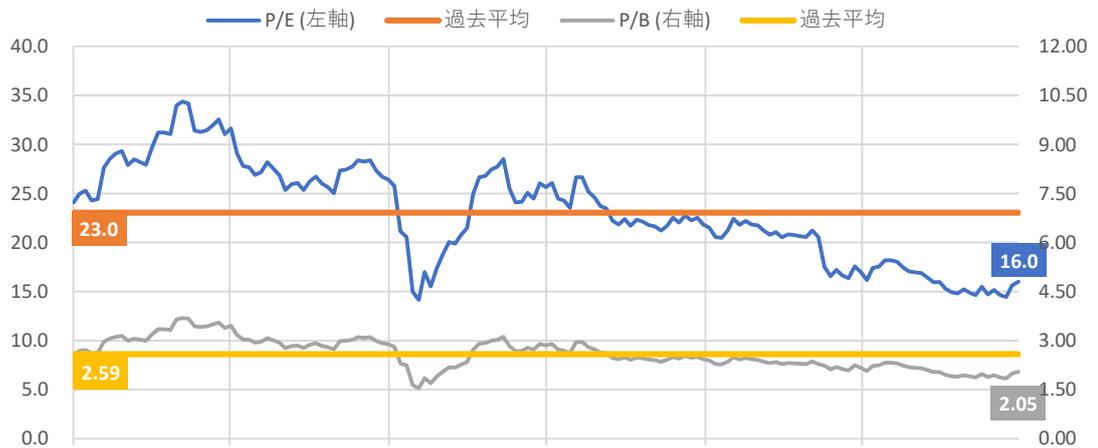


パフォーマンスとバリュエーション:
SESSA スマート
チャート

- ✓ 直近 12ヶ月で出来高が急減。これはIWIが流通株式時価総額100億円以上というプライム市場の上場維持基準を充たしていないことに対し、投資家の間で懸念が広がったことに起因しているようだ。
- ✓ しかしながら、東証がTOPIXの構成銘柄に関して段階的のウェイト低減措置を講じることで、2022年4月よりプライム市場へ移行することになる。
- ✓ 現在、PERは過去平均に対して31%ディスカウントされており、PBRは21%ディスカウント。EV/EBITDAは過去平均を34%下回っている。
- ✓ 配当利回りは2.44%と、過去平均を41%上回って推移している。

+3.56%	▲	120.34
+12.3%	▲	543.23
+5.34%	▲	254.23
-7.89%	▼	321.58
+5.97%	▲	100.08
+2.13%	▲	584.23
+6.43%	▲	765.90
-11.6%	▼	120.34
+23.1%	▲	893.23
+5.56%	▲	128.90
-3.67%	▼	432.1
-11.3%	▲	765.2
2.54%	▲	432.1

Sessaスマートチャート: 直近3年間の株価推移 (週足) とバリュエーション



出所: SPEEDAデータよりSESSAパートナーズ作成、バリュエーションはCEを基に算出



アナリストの見方

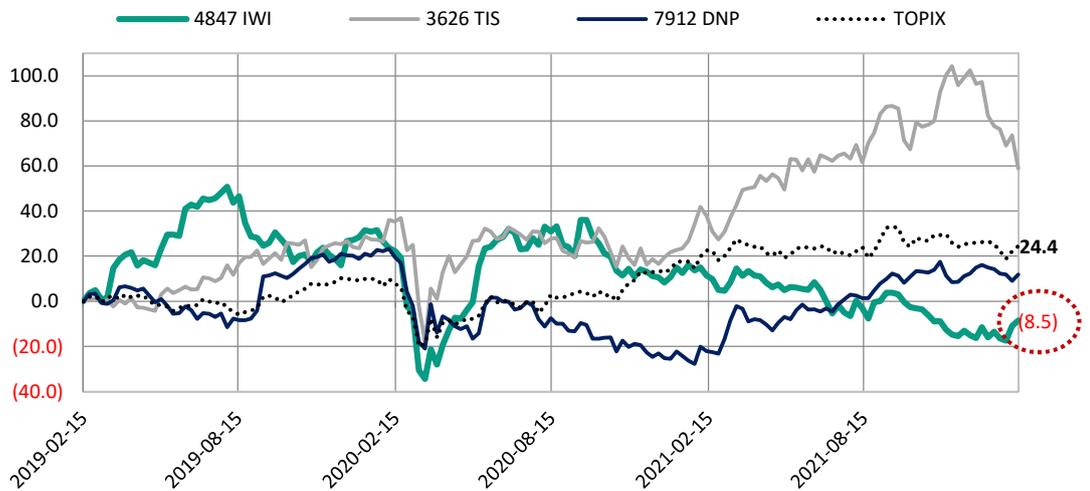
構造的な収益性向上が株価上昇の牽引役

✓ IWIはクラウドサービスによるストック型収益モデルへの切り替えに注力している。同サービスは、立ち上げ費用の負担がなくなるとともに、損益分岐点を越えることで黒字転換する方向に向かっている。

✓ 右の月足の株価チャートを見ると、2018年3月と2022年1月の500円を僅かに下回った水準を底にダブルボトムを形成しているように見える。利益の高い伸びが続く見込みであることを踏まえ、株価トレンドが転換する可能性もある。

✓ 外国人投資家の持株比率は2020年6月末の4.84%から55%減の2.19%に減少している。**利益水準が大きく変わろうとしているにもかかわらず**、出来高の急減により、バリュエーションは極端に低下している。

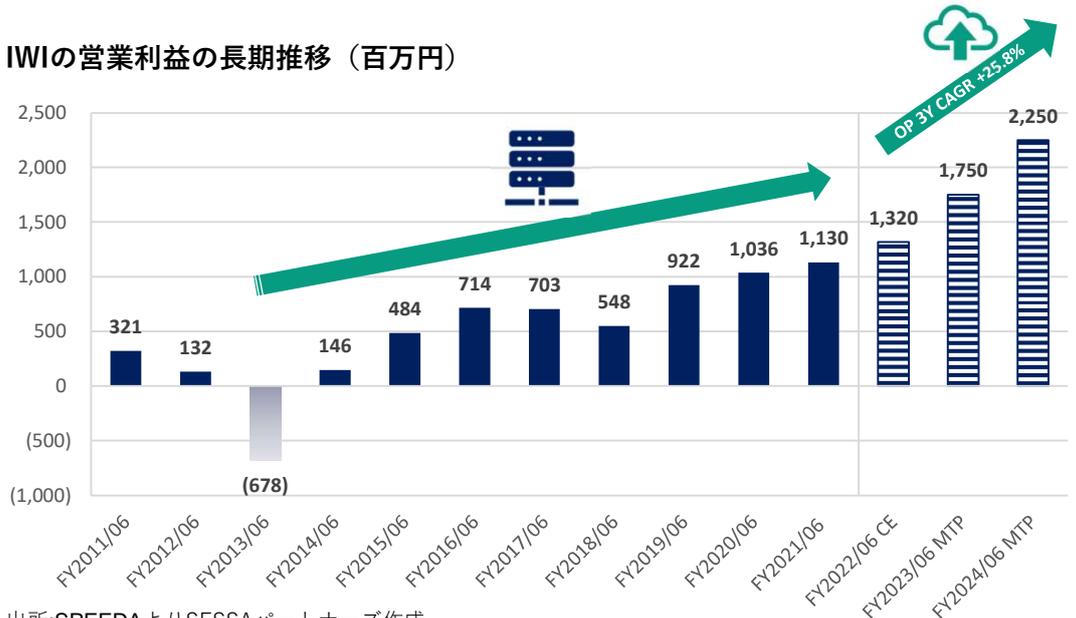
3年間の週次相対パフォーマンス：利益水準が大きく変わろうとしているにもかかわらず、東証プライム市場に関する混乱のためにIWIのみが水面下



IWIの株価の長期推移 (月足)



IWIの営業利益の長期推移 (百万円)



出所:SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成



代表取締役社長
佐藤邦光氏 (61)



補足
クレジットカード業
取扱高の動向



成長見通し：FEP
受注の主な原動力は
クレジットカード会
社の設備投資である

出所：同社IR配布資料。注：成長率はSESSAパートナーズ予想

構造的成長要因：
日本のクレジットカ
ード業界の構造的成長ド
ライバーの詳細な説明
について、2021年8月
30日付けの4847 IWIに
関する最新のフルレ
ポートを参照して欲し
い。
[Intelligent Wave J | sessapartners](http://IntelligentWave.jp/sessapartners)



★多くの主要クレジ
ットカード発行者がIWIの
顧客となっている。

★クレジットカード業界は構造的な成長産業

以下のデータからの重要なポイントは、IWIのコア顧客ベースである日本のクレジットカード業界が力強い構造的成長を享受しており、クレジットカードの設備投資が着実に成長していることである。2020年度までの取引高合計の20年間CAGRは+8.1%であり、旅行、ホテル、レストランなどへのコロナ禍の悪影響を考慮に入れても、2021年度までの21年間のCAGRは+7.5%である。

クレジットカード業：取扱高（10億円）

十億円	取扱高計	前年比	銀行系	前年比	信販系	前年比	商業系	前年比	その他	前年比
FY3/96	15,120	9.4	6,932	9.3	3,365	10.2	3,497	10.4	1,326	5.8
FY3/97	16,924	11.9	7,651	10.4	3,704	10.1	4,065	16.2	1,505	13.5
FY3/98	18,308	8.2	8,164	6.7	3,972	7.2	4,570	12.4	1,603	6.5
FY3/99	19,145	4.6	8,388	2.8	4,122	3.8	4,940	8.1	1,695	5.8
FY3/00	20,420	6.5	8,830	5.3	4,446	8.8	5,337	7.1	1,806	4.9
FY3/01	21,906	6.8	9,402	6.5	4,645	7.2	5,896	7.8	1,964	3.6
FY3/02	22,938	3.6	9,713	2.1	4,950	6.6	6,243	4.7	2,032	0.9
FY3/03	24,405	3.1	10,408	3.4	4,982	0.6	6,853	5.8	2,163	(1.6)
FY3/04	25,579	4.8	10,941	5.1	5,246	5.3	7,134	4.1	2,257	4.4
FY3/05	27,641	8.1	11,891	8.7	5,640	7.5	7,540	5.7	2,571	13.9
FY3/06	30,647	10.9	14,286	20.1	5,012	(11.1)	8,432	11.8	2,917	13.5
FY3/07	33,330	8.8	15,821	10.7	4,318	(13.9)	10,030	18.9	3,162	8.4
FY3/08	34,056	7.5	15,243	7.4	4,551	5.4	10,837	8.0	3,425	8.3
FY3/09	34,960	2.7	15,470	1.5	4,643	2.0	11,222	3.6	3,624	5.8
FY3/10	34,109	(2.6)	14,744	(4.7)	3,868	(16.7)	11,882	5.2	3,616	(0.2)
FY3/11	34,142	0.6	14,743	0.0	3,958	2.3	12,192	2.6	3,248	(5.3)
FY3/12	35,358	3.7	15,169	2.9	4,349	9.9	12,652	3.8	3,188	0.0
FY3/13	37,671	6.5	15,837	4.4	4,965	14.2	13,437	6.2	3,432	7.6
FY3/14	41,615	10.5	17,148	8.3	6,095	22.8	14,615	8.8	3,757	9.5
FY3/15	44,614	7.2	18,294	6.7	7,027	15.3	15,284	4.6	4,009	6.7
FY3/16	47,439	6.3	19,182	4.9	8,176	16.4	15,957	4.4	4,123	2.9
FY3/17	50,679	6.9	20,171	5.2	9,644	18.0	16,585	4.0	4,279	3.8
FY3/18	55,158	8.9	21,844	8.3	11,388	18.1	17,340	4.8	4,585	7.2
FY3/19	60,151	9.1	23,750	8.7	13,513	18.7	17,998	3.8	4,890	6.7
FY3/20	66,146	10.0	25,604	7.8	16,654	23.2	18,813	4.5	5,076	3.8
FY3/21	62,802	(5.1)	23,023	(10.1)	18,669	12.1	16,972	(9.8)	4,137	(18.5)

出所：特定サービス産業動態統計調査、経済産業省

主要なクレジットカード発行者（セクター別）

銀行	三菱UFJニコス 三井住友カード
小売	クレディセゾン イオンクレジットサービス エムアイカード（三越伊勢丹） 楽天カード YJカード（ヤフージャパン） ポケットカード セブンカードサービス
消費者金融	オリエントコーポレーション アプラス ライフカード ジャックス
事業者	トヨタファイナンス dカード（NTTドコモ） JALカード ビューカード（JR東日本）

出所：SESSAパートナーズ調べ



四半期毎の月次動向

クレジットカード業：取扱高（10億円）

十億円	取扱高計	前年比	銀行系	前年比	信販系	前年比	商業系	前年比	その他	前年比
2019 Q1	15,262	9.3	5,987	8.7	3,581	20.0	4,463	3.4	1,231	6.0
Q2	15,857	10.1	6,223	8.8	3,813	22.1	4,566	4.7	1,255	5.2
Q3	16,468	12.1	6,381	9.2	4,031	25.0	4,797	8.7	1,260	4.4
Q4	17,354	9.8	6,723	8.5	4,442	24.0	4,879	2.4	1,310	4.0
2020 Q1	16,466	7.9	6,277	4.8	4,367	21.9	4,571	2.4	1,251	1.6
Q2	13,828	(12.8)	5,011	(19.5)	4,043	6.0	3,836	(16.0)	939	(25.2)
Q3	15,560	(5.5)	5,747	(9.9)	4,548	12.8	4,223	(12.0)	1,042	(17.3)
Q4	17,344	(0.1)	6,388	(5.0)	5,161	16.2	4,674	(4.2)	1,122	(14.4)
2021 Q1	16,070	(2.4)	5,878	(6.4)	4,917	12.6	4,240	(7.2)	1,035	(17.3)
Q2	16,735	21.0	6,133	22.4	5,276	30.5	4,272	11.4	1,054	12.3
2019 Jan	5,238	8.5	2,062	8.1	1,208	19.4	1,528	2.3	439	6.2
Feb	4,712	9.9	1,851	9.2	1,102	20.4	1,358	4.7	401	6.1
Mar	5,312	9.4	2,074	8.9	1,271	20.2	1,576	3.4	390	5.8
Apr	5,259	9.5	2,072	8.3	1,246	21.1	1,513	4.2	428	5.6
May	5,380	10.7	2,104	8.8	1,306	22.9	1,552	5.8	417	5.6
Jun	5,217	10.2	2,046	9.3	1,261	22.3	1,501	4.2	410	4.5
Jul	5,359	7.6	2,100	6.4	1,301	20.7	1,542	1.2	416	3.1
Aug	5,377	10.0	2,101	7.3	1,314	22.4	1,541	6.5	421	2.8
Sep	5,731	19.0	2,180	14.1	1,415	31.9	1,714	18.9	422	7.4
Oct	5,406	8.2	2,123	7.2	1,381	24.0	1,477	(1.5)	425	5.7
Nov	5,679	10.0	2,191	8.6	1,432	23.3	1,629	4.0	427	2.5
Dec	6,270	11.0	2,410	9.6	1,628	24.5	1,774	4.3	458	3.8
2020 Jan	5,903	12.7	2,280	10.6	1,526	26.3	1,623	6.2	474	7.8
Feb	5,324	13.0	2,047	10.6	1,392	26.3	1,470	8.2	415	3.3
Mar	5,239	(1.4)	1,949	(6.0)	1,449	14.0	1,478	(6.2)	363	(7.1)
Apr	4,401	(16.3)	1,597	(22.9)	1,299	4.3	1,174	(22.4)	330	(22.8)
May	4,431	(17.6)	1,577	(25.1)	1,349	3.3	1,227	(21.0)	278	(33.3)
Jun	4,997	(4.2)	1,836	(10.2)	1,395	10.6	1,435	(4.4)	330	(19.3)
Jul	5,180	(3.4)	1,907	(9.2)	1,517	16.6	1,407	(8.7)	349	(16.1)
Aug	5,192	(3.4)	1,929	(8.2)	1,495	13.8	1,418	(8.0)	349	(17.1)
Sep	5,188	(9.5)	1,912	(12.3)	1,536	8.5	1,398	(18.4)	343	(18.7)
Oct	5,500	1.7	2,054	(3.3)	1,614	16.8	1,475	(0.1)	358	(15.8)
Nov	5,709	0.5	2,109	(3.7)	1,683	17.5	1,544	(5.2)	374	(12.6)
Dec	6,135	(2.2)	2,224	(7.7)	1,864	14.5	1,655	(6.7)	390	(14.7)
2021 Jan	5,370	(9.0)	1,968	(13.7)	1,622	6.3	1,405	(13.4)	375	(20.8)
Feb	4,937	(7.3)	1,809	(11.7)	1,496	7.5	1,308	(11.0)	324	(21.9)
Mar	5,764	10.0	2,101	7.8	1,799	24.1	1,527	3.3	336	(7.4)
Apr	5,712	29.8	2,103	31.7	1,800	38.6	1,437	22.4	372	12.5
May	5,491	23.9	2,011	27.5	1,726	28.0	1,410	15.0	343	23.3
Jun	5,533	10.7	2,019	9.9	1,750	25.4	1,425	(0.7)	340	2.8
Jul	5,753	11.1	2,109	10.6	1,813	19.5	1,476	4.9	354	1.4
Aug	5,520	6.3	2,054	6.5	1,725	15.3	1,393	(1.8)	349	(0.1)

出所：特定サービス産業動態統計調査、経済産業省

日本は依然として現金決済率が高い

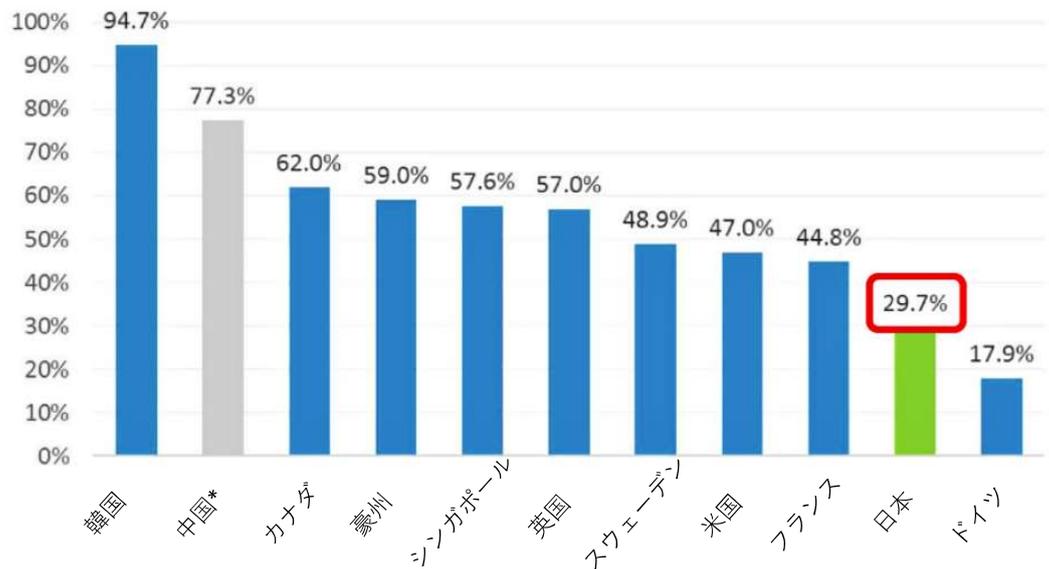


出所: 日本銀行

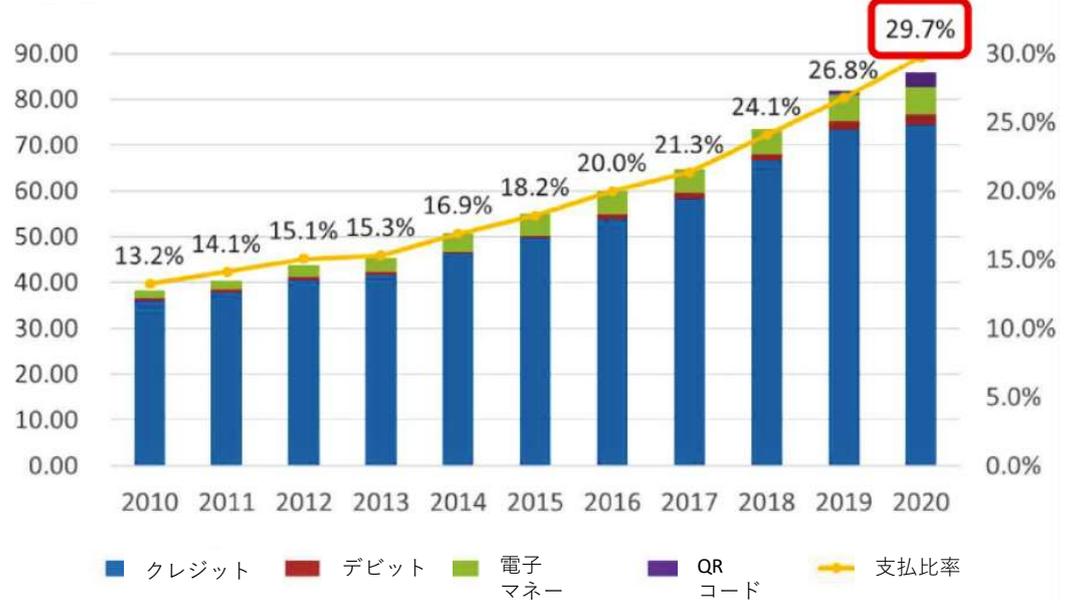
政府目標：2025年までに日本のキャッシュレス決済を40%へ増加

内閣官房長官は2017年6月に「未来投資戦略2017」を発表し、経済産業省は2018年4月に「キャッシュレス・ビジョン」を公表した。キャッシュレス・ビジョンは、日本国際博覧会（大阪万博）が開催される2025年までに、キャッシュレス決済の比率を40%に増加させることを目標に定め、将来的には80%を目標としている。キャッシュレス決済の推進は、消費者の利便性を高める以外に、少子高齢化社会による慢性的な労働力不足の緩和にも寄与する。中小企業の生産性を高め、過疎地の再活性化にも役立つ。日本のクレジットカード業界は高度に発達しており、キャッシュレス決済増加を目標とした政策を背景に恩恵を受けているが、アジア域内では韓国と中国が最新技術の積極的な採用によりアジア域内を牽引している。

家計最終消費支出の割合としてのキャッシュレス支払い（2018年）



日本のキャッシュレス支払額及び比率の推移（兆円）



出所: https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/cashless_payment/pdf/2021_001_04_00.pdf
 注: *中国はユーロモニターを参照、日本は2020年時点のデータ。

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレイマー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており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データ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や情報は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都渋谷区広尾5-3-18

info@sessapartners.co.jp