

通期で増配の可能性も 4Q利益は期初の通期会社予想を上回る見込み

サマリー

- 3Qの受注残高は過去最高を記録した（下図参照）。注力しているクラウドサービスの受注が上半期に大きく拡大したことが主な要因であるが、主力事業のシステム開発もここ数年の最高水準に達している。6年前にクラウドサービス事業を開始して以来、固定費の負担減少と業務効率化によって今期2Qから黒字化している。同事業の売上総利益は期初予想の8,000万円を大きく上回る水準で進捗している模様だ（1Q単 1,900万円の損失→2Q単 3,100万円→3Q単 8,400万円=3Q累計 9,600万円）。高い進捗率とフォローアップ取材を基にすると、SIRでは通期業績が上振れする可能性が高いと考える。
- クラウドサービスの内、アクワイアリング業務のための独自ソリューションであるIOASISに於いては、上半期に通信キャリアと大手グローバルメーカー、大手クレジットカード会社、小売業者といった事業会社から受注した。会社側はインバウンド需要が回復していく中、見込み顧客である地方銀行との商談機会が再び増加していると指摘する。
- 過去18ヶ月でIWIの株価は大きくアンダーパフォームしている。これは東証プライム市場への上場及び上場維持基準である流通株式時価総額100億円をめぐる混乱が主な要因とSIRでは見ている。結果的に、外国人投資家の持ち株比率は2020年6月末の4.84%から2021年6月末に2.19%へと55%減少した。テクニカル指標に関しては、最近になって13週移動平均線が26週線を上へ突き抜けた。ファンダメンタルズ面は、配当利回りが2.31%と、ヒストリカル平均を27%上回っていることに加え、増配の可能性もあることを指摘しておきたい。

3Q Follow-up

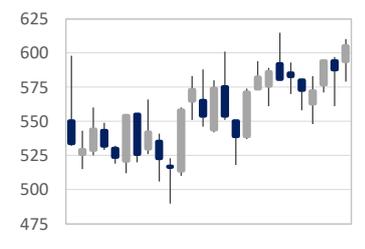


ノンストップ（無停止型）、安全なオーソリセンター接続パッケージ向けのFEPシステム開発において、クレジットカード会社向けに圧倒的なシェアを誇るシステムインテグレーター

主要指標

株価(5/20)	605
YH (22/5/4)	615
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）	15.94
EV（十億円）	12.33
自己資本比率	68.0%
22.6 P/E (CE)	16.9x
22.6 EV/EBITDA (CE)	5.8x
21.6 P/B (act)	2.07x
21.6 ROE (act)	11.6%
22.6 DY (CE)	2.31%

株価チャート（週足6ヶ月）



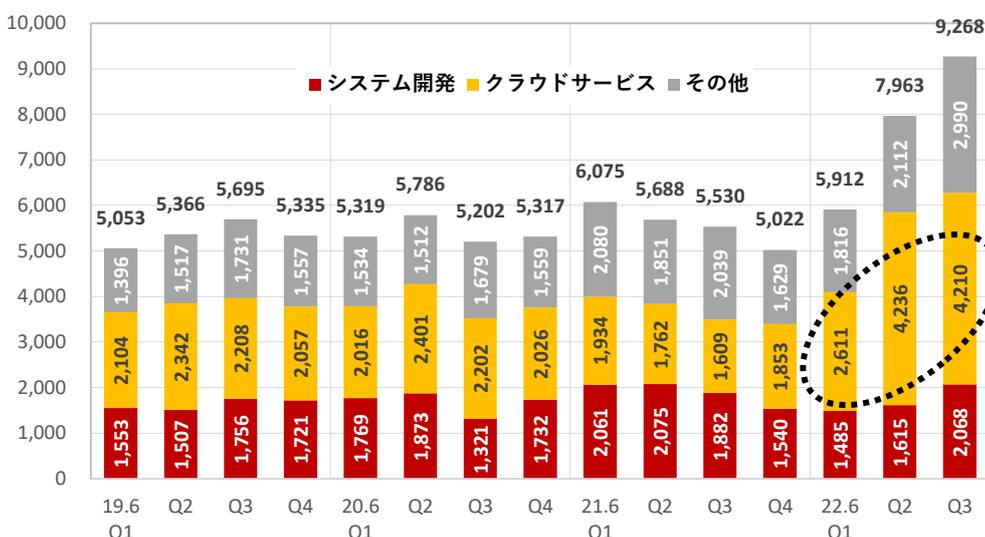
Source: SPEEDA price data

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



本レポートは当該企業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。

3Q 受注残高は前期比16.4%増、前年同期比67.6%増と過去最高を記録

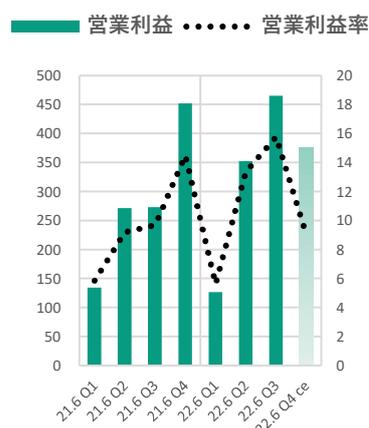
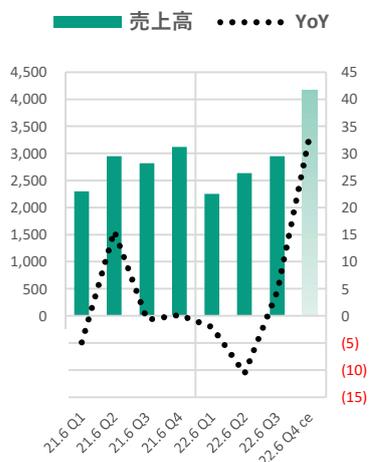


出所: 同社IR決算説明会資料よりSIR作成

クラウドサービスが好調な3Qの業績を牽引

3Q単独売上高 +4.6% (前年同期比)

営業利益 +70.3% (同)、営業利益率9.7% → 15.8% (同)



- IWIは、5/6 (金) 15:30に2022/6期3Q決算を発表した。決算説明会は5/10 (火) 09:00に開催された。2022/3期3Q累計の主要な業績は、売上高が2.9%減少 (前年同期比) したものの、営業利益が39.1%増 (同)、営業利益率は8.4% → 12.0% (同) に改善した。売上高が233百万円、2.9%減となった主因は、前年度にFEPシステム更改に伴うノンストップサーバの大型受注があったハードウェアの売上高が510百万円、38.1%の反動減となったことによる。
- 利益面では主力のシステム開発や保守が堅調に推移したことに加え、黒字化したクラウドサービスが91百万円増 (前年同期比+13.0%) と2ケタ増となり、自社パッケージソフトが52百万円増 (同+19.5%) となったことが増益と営業利益率の大幅改善の要因であった。
- 一方、3Q単体では、売上高は前年同期比4.6%増、営業利益は同70.3%増となり、営業利益率9.7%から15.8%と大幅に改善した。ハードウェアの売上高は3Q単体で90百万円増 (前年同期比+19.3%) となり、昨年度にあった大型案件の剥落要因は一巡した。ハードウェアの売上高回復に加え、クラウドサービス68百万円 (同29.3%増)、システム開発67百万円 (同5.3%増)、保守38百万円 (同11.0%増) も利益と営業利益率が大幅に改善した要因となった。
- SIRでは、3Qの進捗率、および保守的に据え置かれた会社予想を踏まえて、4Qに売上高が若干未達となったとしても、利益が上振れする可能性が大きいと想定している。

インテリジェント ウェイブ 単体業績サマリー

百万円、%	売上高	前年比	営業利益	前年比	経常利益	前年比	純利益	前年比
21/6 Q3 累計	8,067	3.4	679	15.9	696	15.9	471	18.1
22/6 Q3 累計	7,835	(2.9)	944	39.1	965	38.5	659	40.0
進捗率								
3Q累計5年平均	72.5%		65.2%		64.4%		61.7%	
22/6 3Q	65.3%		71.5%		70.9%		70.1%	
利益率								
3Q累計5年平均	—		7.6%		7.8%		5.3%	
22/6 3Q累計	—		12.0%		12.3%		8.4%	
21/6 Q4 通期	11,188	2.4	1,131	9.1	1,171	9.0	841	10.4
22/6 Q4通期(予)	12,000	7.3	1,320	16.8	1,360	16.1	940	11.8
21/6 Q1	2,299	(4.9)	134	(4.8)	129	(8.8)	84	(8.3)
21/6 Q2	2,949	15.7	271	19.2	293	33.5	202	38.4
21/6 Q3	2,819	(0.7)	273	25.9	275	14.3	185	14.7
21/6 Q4	3,121	0.2	452	0.3	475	0.2	370	1.8
22/6 Q1	2,252	(2.0)	127	(5.7)	125	(2.8)	83	(0.9)
22/6 Q2	2,635	(10.6)	352	29.8	375	28.1	255	26.3
22/6 Q3	2,947	4.6	465	70.3	465	68.9	321	73.4
22/6 Q4 会予	4,165	33.5	376	(16.7)	395	(16.8)	281	(24.0)

出所:同社決算短信よりSIR作成



ハードウェアのベース効果がなくなり3Q単体の売上高が増加

ハードウェアの売上見通しが立っていることもあり、4Q売上高目標を達成すると会社側は見込む

下図はカテゴリー別の売上高を示しており、左側が3Q累計、右側が3Q単体の実績となる。前頁の概要で言及した通り、累計売上高は前年同期比で減少したが、黄色でハイライトした4つのカテゴリーが牽引役となり3Q単体は4.5%増となった。注力して取り組むクラウドサービスの成長が加速していることに加え、ハードウェアの大型案件によるベース効果が2Qに無くなり、前年同期比の売上高が3Qより再び増加し始めたことは注目に値する。会社側によると、4Qにハードウェアの大型案件による売上計上を予定しているという。

次頁下部の図表に示す通り、主に事業会社からのクラウドサービスの受注が急増している。会社側はインバウンド需要が回復し始めており、見込み顧客の地方銀行と交渉する機会が増加していると指摘する。

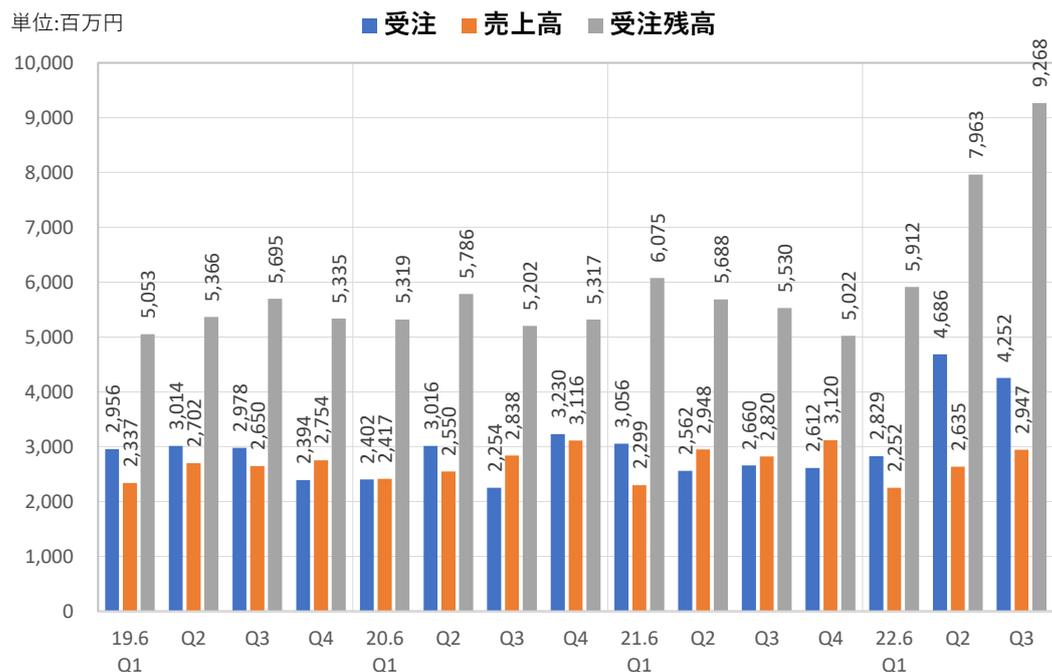
カテゴリー別売上高:ハードウェアが3Qより回復

百万円、%	21/6期	22/6期	増減	率	21/6期	22/6期	増減	率	
	3Q累計	3Q累計	金額	前年比	3Q単体	3Q単体	金額	前年比	
売上高	8,067	7,834	(233)	(2.9)	2,820	2,947	127	4.5	
・システム開発	フロー	3,710	3,859	149	4.0	1,273	1,340	67	5.3
・保守(ソフトウェア)	ストック	992	1,111	119	12.0	345	383	38	11.0
・当社製品	フロー	267	319	52	19.5	58	51	(7)	(12.1)
・クラウドサービス	ストック	702	793	91	13.0	232	300	68	29.3
・ハードウェア	フロー	1,339	829	(510)	(38.1)	467	557	90	19.3
・他社製品	フロー	431	237	(194)	(45.0)	191	69	(122)	(63.9)
・セキュリティ対策製品	フロー	622	684	62	10.0	253	246	(7)	(2.8)

出所:同社決算説明会資料よりSIR作成

受注は高水準を維持し、受注残高は過去最高を記録

単位:百万円



出所:同社決算説明会資料よりSIR作成

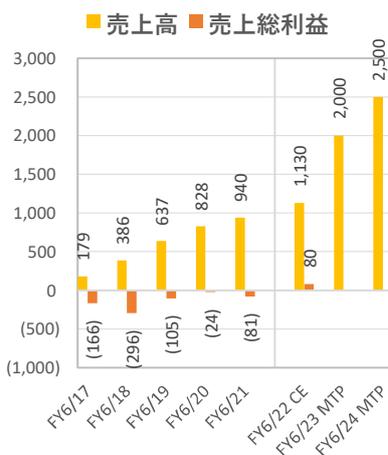


クラウド機能サービス

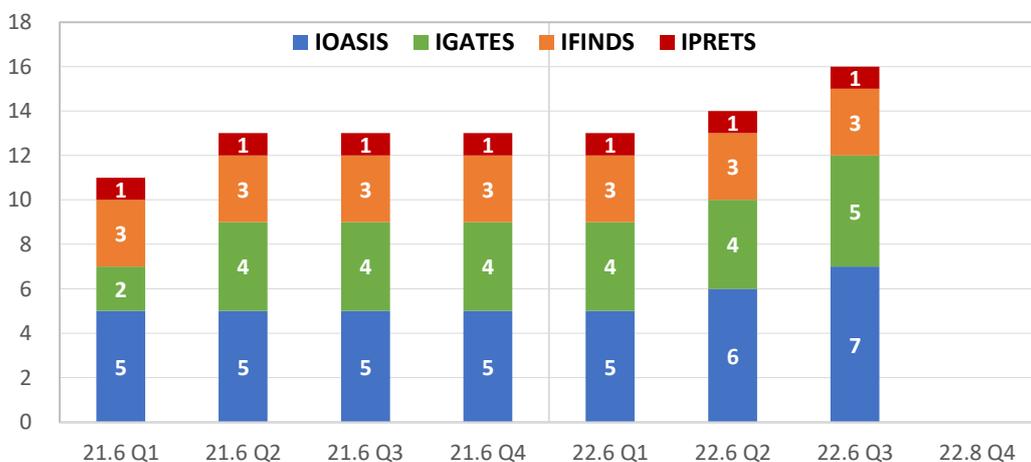
- IPRETS:** ポイント・システム
- IFINDS:** 不正検知
- IGATES:** スイッチング
- IOASIS:** アクワイアリング

会社予想を上回る良好な進捗

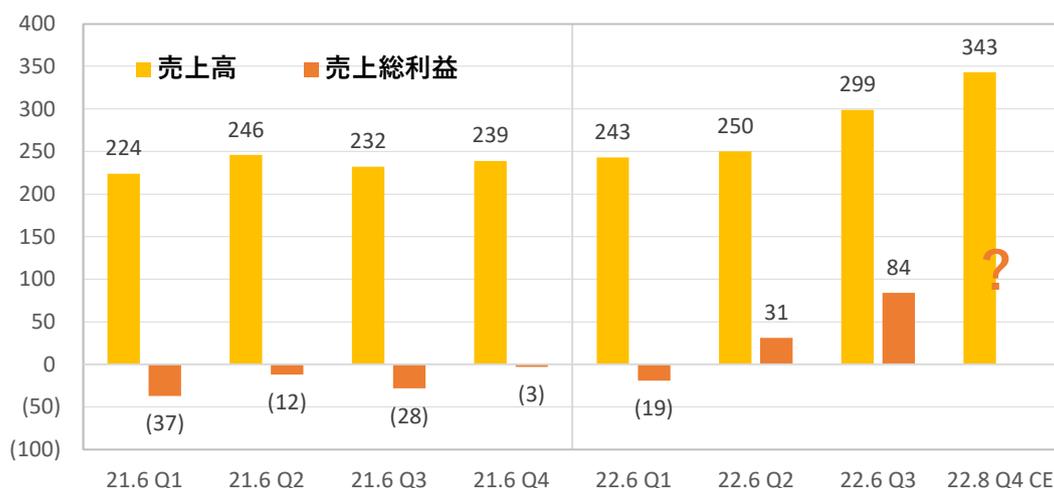
★2Q売上総利益は18百万円→**31百万円**と、会社予想を大きく上回った。3Qも46百万円→**84百万円**と、計画を大幅に上回った。



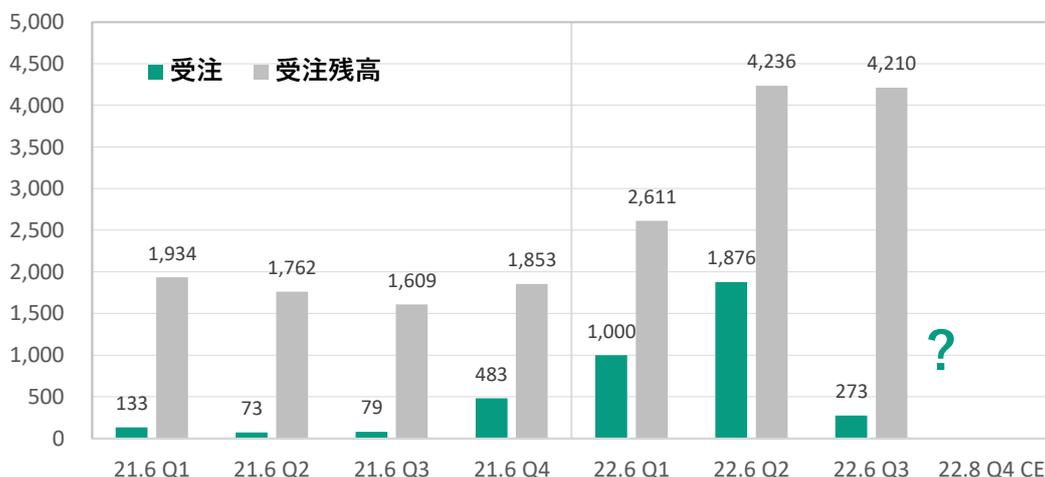
クラウドサービス:サービス別の顧客数 (実績)



クラウドサービスは固定費削減と業務効率化により売上総利益が上振れ



4Qのクラウドの受注によっては新中計の2024/6期売上高目標の達成が視野に



出所:同社決算説明会資料よりSIR作成

事業会社向けがIWIの高成長を牽引

1Qに大手通信キャリアとグローバルメーカーの金融子会社よりIOASIS向けの受注を獲得した。

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。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向けも受注した。



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ワイアリング、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を左側に示しており、**IOASISはアクワイアリング業務のための唯一無二のソリューションとなる**。前頁に示す通り、このビジネスはクリティカルマスを達成した後、新たな段階に移行しつつある。3Qの売上総利益は予想を上回っており、固定費削減と業務効率化によって下半期の利益が上振れる余地がある。

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: 同社ウェブサイト - サービス・製品



新中期計画「15ALL」



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

2021年11月の展示会に
てに発表された

新中期事業計画「15ALL」の重点戦略

2021/6期4Q決算と併せて公表された毎期更新される新中期事業計画では、3年間の年平均成長率で売上高が10.3%増、営業利益は25.8%増を目指す。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。

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(P5とP7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 事業領域の拡大

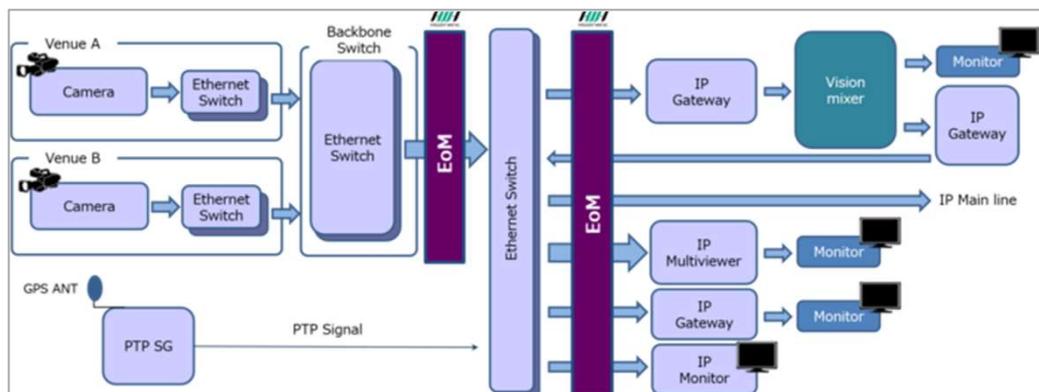
DX推進により、あらゆる業界で大量データのリアルタイム処理が求められている。そのような中、IWIはテレビ朝日やJDS、QVCジャパンなど、国内のEoMユーザー基盤を拡大させている。同ソリューションはフィンランドの公共放送であるYleでも採用されたことにより、IWIの技術がグローバルで通用することが証明されたといえる。さらに、コネクテッドカーや医療IoTなど、新たな業界参入に向けた研究開発活動を進める。

③ DNPグループシナジー

Operational Technology (OT)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。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から始める。

放送業過向け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(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



離陸中

営業利益
直近3年間平均成長率
+25.8%
営業利益率
10.1% → 15.0%



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



★目標配当性向を30%
から40%へ
引き上げ

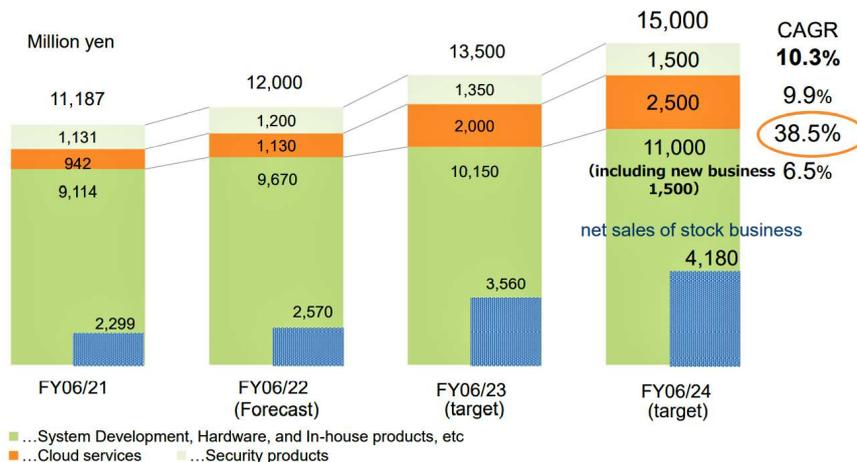
★通期利益が上振れる
見込みであることから、
配当も引き上げる可能
性

新中期事業計画「15ALL」：売上高150億円、営業利益率15%



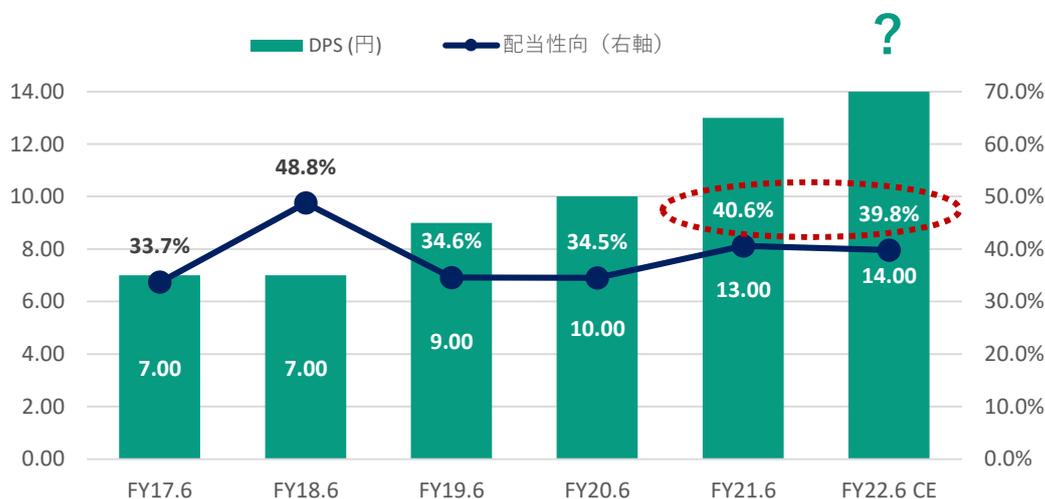
出所: 同社決算短信および決算説明会資料より SIR 作成

クラウドサービスの成長が収益性の急速な改善に寄与



出所: 同社2022/6期1Q決算説明会資料より抜粋

一株当たり配当金と配当性向の推移



出所: 同社決算短信より SIR 作成

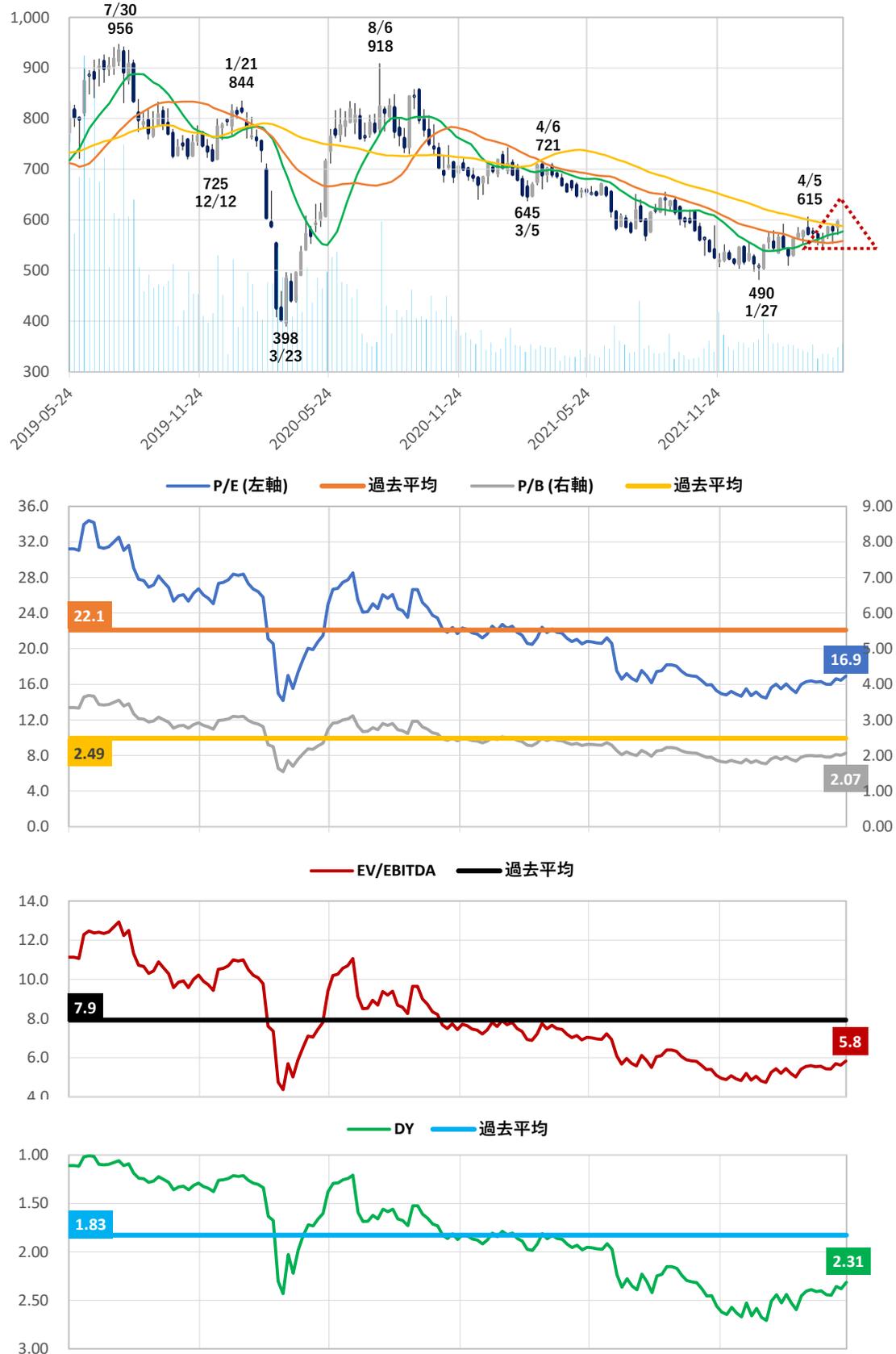


Performance and Valuations: SESSA Smart Charts

- ✓ 前期に出来高が急減。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、外国人投資家の間で懸念が広がったことが主な起因とみる。
- ✓ しかしながら、IWIは予定通りプライム市場に上場を果たしたほか、東証はTOPIXの構成銘柄に関して段階的ウエイト低減措置を講じる。
- ✓ 現在、PERは過去平均に対して23%ディスカウントされており、PBRは17%のディスカウント。EV/EBITDAは過去平均を26%下回っている。
- ✓ 配当利回りは2.31%と、過去平均を27%上回っており、増配の可能性もある。

+3.56%	▲	120.34
+12.3%	▲	543.23
+5.34%	▲	254.23
-7.89%	▼	321.58
+5.97%	▲	100.08
+2.13%	▲	564.23
+6.43%	▲	765.90
-11.6%	▼	120.34
+23.1%	▲	893.23
+5.56%	▲	128.97
-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SIR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、収益がクリティカルマスに達して黒字転換した。

✓ 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。

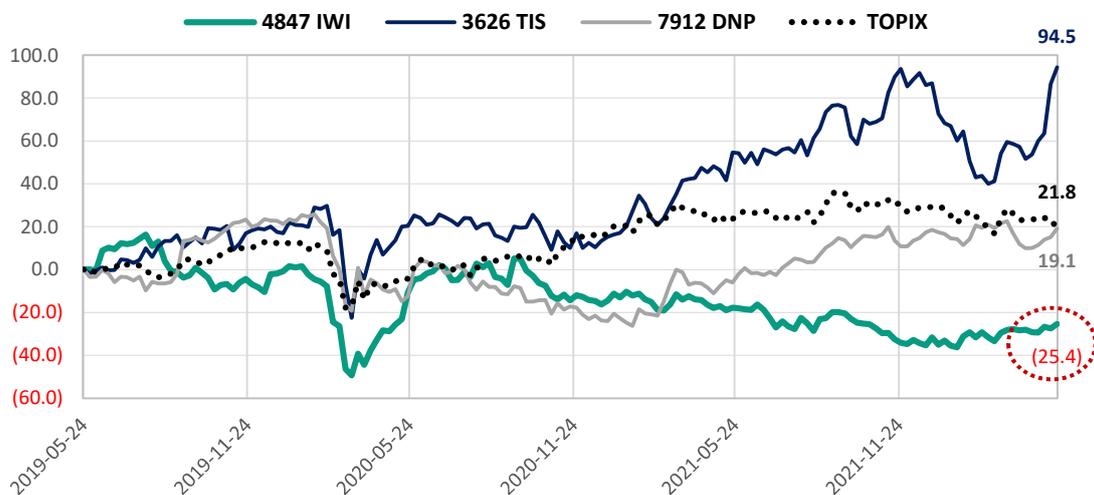
✓ 外国人投資家の持株比率は2020年6月末の4.84%から55%減の2.19%に減少している。利益水準が大きく変わろうとしているにもかかわらず、出来高の急減により、バリュエーションは極端に低下している。



代表取締役社長
佐藤邦光氏(61)



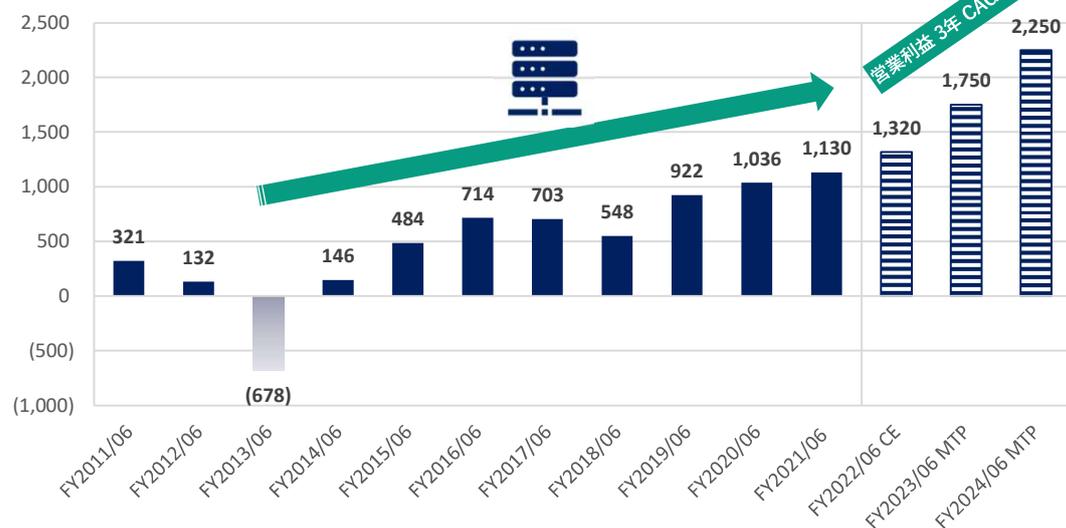
3年間の週次相対パフォーマンス: 利益水準が大きく変わろうとしているにもかかわらず、東証プライム市場を巡る混乱のためにIWIのみが水面下



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SIR作成

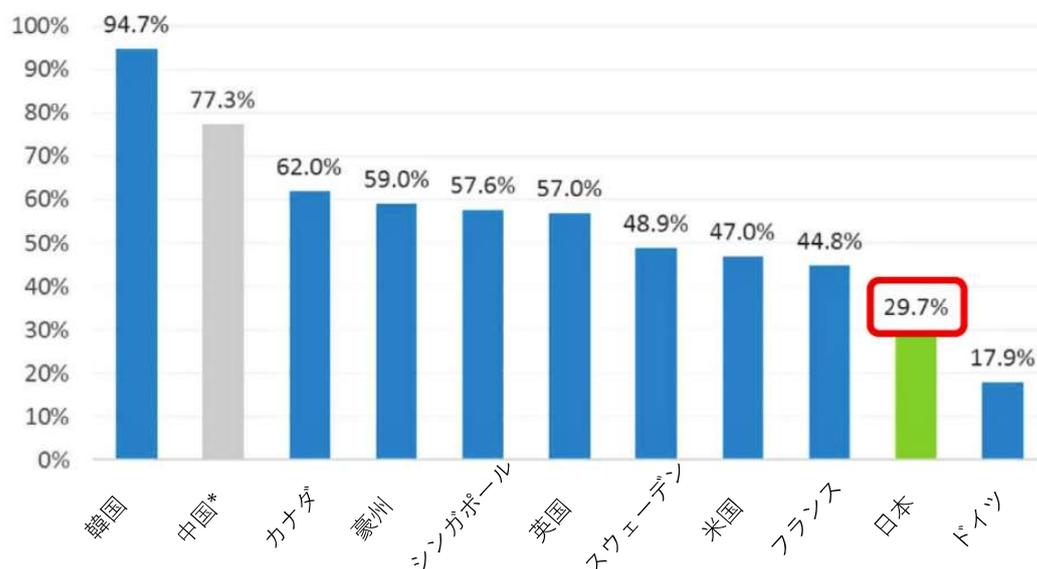


出所:日本銀行

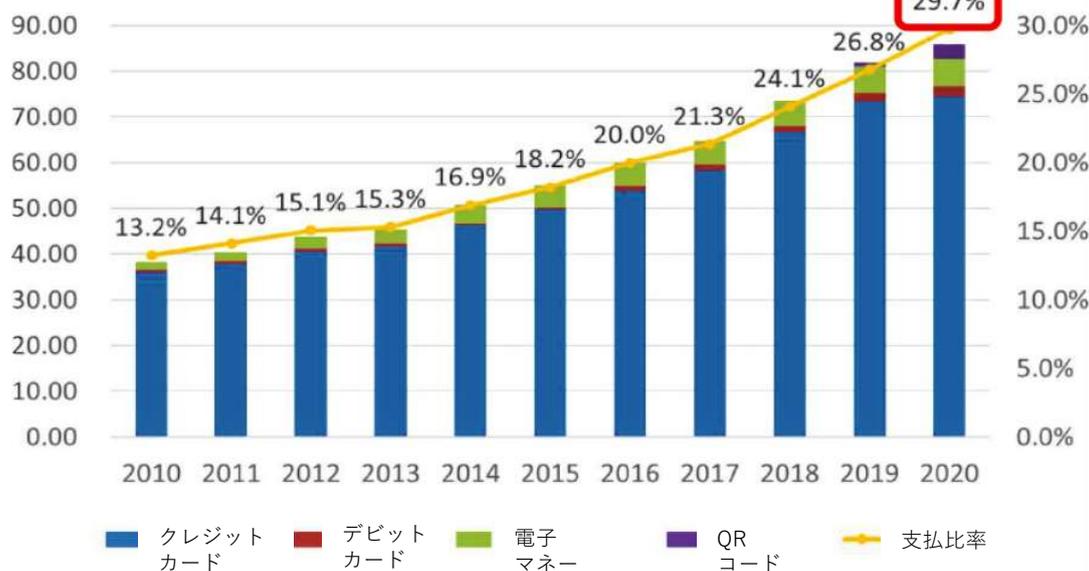
日本のキャッシュレス決済の現況：2025年までにキャッシュレス決済比率を40%に増加させる目標

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