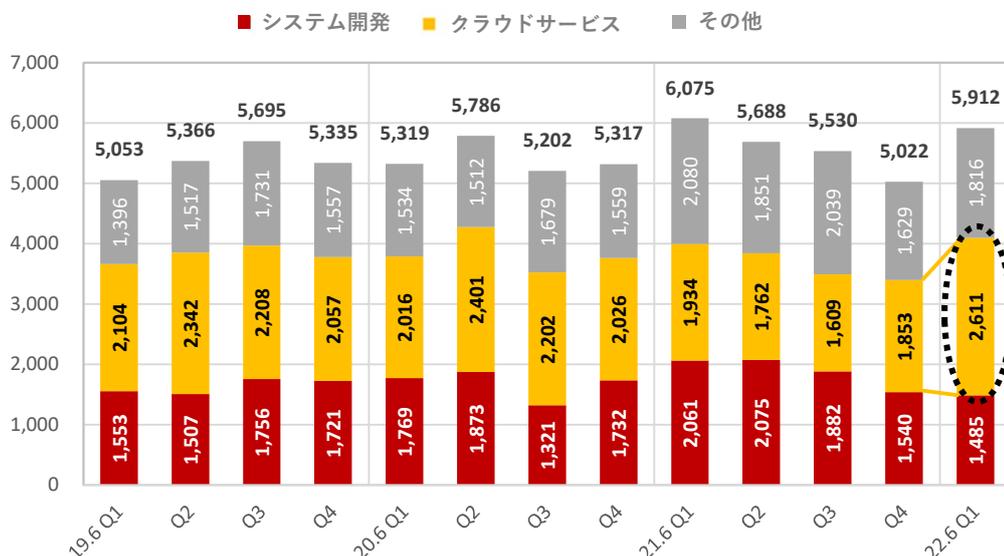


## クラウドサービス事業が軌道に乗る 事業会社による強い受注拡大が牽引

### 概要

- IWIは、2021年11月04日木曜日の15:30に2022年6月期Q1決算を発表し、2021年11月08日月曜日の09:00に1年ぶりの対面決算説明会を開催した。Q1の主な発表数字は、売上が前年比-2.0%、営業利益が前年比-5.7%、営業利益率が5.8%→5.6%わずかに減少した。Q1の進捗率は、それぞれ5年間の平均を少し下回った。売上の減少は主にハードウェアの売上高によるものであり、営業利益の減少は広告宣伝費の増加による販管費の増加によるものであった。ただし、これらの主な発表数字だけを見ると、クラウドサービス事業の大きな進展を見逃してしまう。
- 2022年6月期Q1のクラウドサービスの受注は1,000百万円で、前年比7.5倍、前四半期比2.1倍に増加し、クラウドサービスの受注残高は2,611百万円（前四半期比+40.9%）に増加した。これにより、新中計の目標である2023年6月期のクラウドサービスの売上高20億円に対して、すでに約16億円が見込める。地方銀行は引き続き重要な将来の見込み顧客であるが、現在新しくカードビジネスを展開しているのは事業会社である。Q1にアクワイアリング業務のためのIOASIS独自のソリューションの2つの注文は、主要な通信事業者と主要なグローバルメーカーの金融子会社からのものであった。Q2も強い受注が続いており、また最高額を更新する可能性があるとのことである。
- 外国人株主比率は、2020年6月末の4.84%から2021年6月末の2.19%に55%低下した。これは、流通時価総額が100億円を超えるプライム市場上場維持基準を満たしていないことが懸念されるためと考えられる。プライム市場への上場をめぐる混乱とそれに伴うボリュームの急減により、利益水準が大きく変わろうとしているにもかかわらず、株価評価は非常に割安感のあるレベルまで下がっている。現在、PERは過去の平均に対して34%ディスカウントされており、EV /EBITDAは40%程低くなっている。配当利回りは過去の平均を52%上回って推移している。

### クラウドサービスの受注残高は前四半期比で+40.9%増加し、過去最高額を更新



出所：同社決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

### 1Q Follow-up

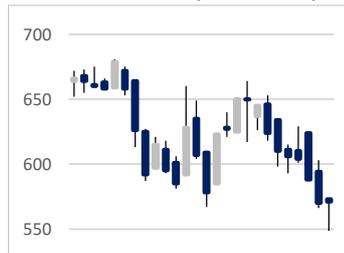


**注目点：**  
ノンストップ（無停止型）、安全なオーソリセンター接続パッケージ向けのFEPシステム開発において、クレジットカード会社向けに圧倒的なシェアを誇るシステムインテグレーター

#### 主要指標

株価 (11/16)	567
YH (21/2/3)	752
YL (21/11/11)	538
10YH (18/10/24)	1,180
10YL (12/11/9)	163.8
発行済株式数 (百万株)	26.34
時価総額 (十億円)	15.04
EV (十億円)	10.73
自己資本比率	67.7%
22.6 P/E (CE)	16.0x
22.6 EV/EBITDA (CE)	5.2x
21.6 P/B (act)	2.10x
21.6 ROE (act)	11.6%
22.6 DY (CE)	2.45%

#### 株価チャート (週足6ヶ月)



Source: SPEEDA

アナリスト  
**クリス・シュレイバー CFA**  
[research@sessapartners.co.jp](mailto:research@sessapartners.co.jp)

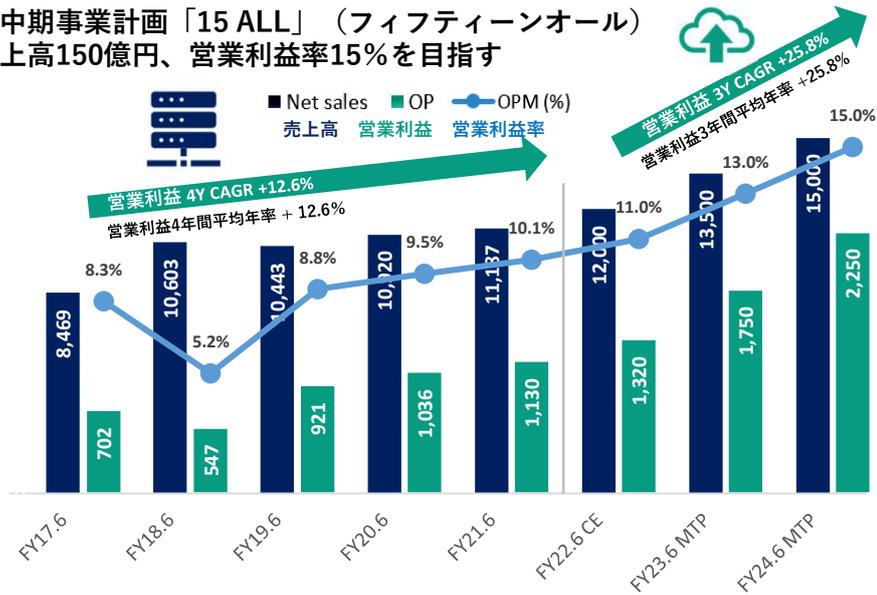


本レポートは株式会社インテリジェント・ウェイブからの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレーマーをご覧ください。



**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

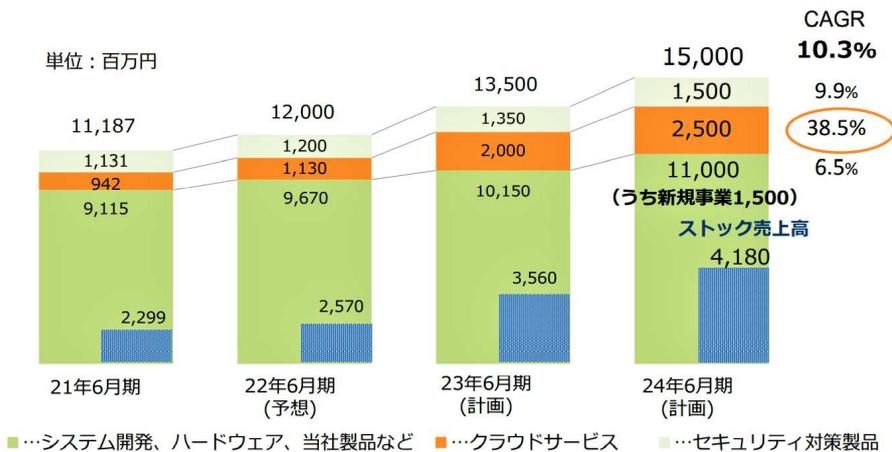


出所：同社決算短信および決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成



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

クラウドサービスの成長は、IWIの収益性の急速な改善を牽引

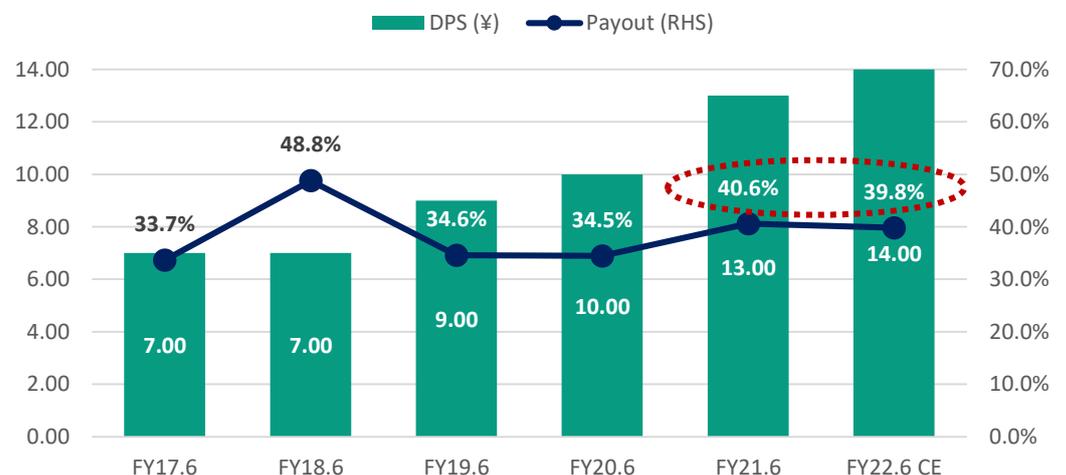


出所：同社決算説明会資料より抜粋



目標配当性向を30%から  
 40%へ引き上げる

IWIの一株当たり配当金(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

Q1レビュー：

表面数字より内容を重視

一見したところ、売上高前年比-2.0%、営業利益-5.7%、および通期予想に対するQ1のそれぞれの進捗率が5年平均を下回っていることは弱いように見える（右表参照）。

しかし、それだけを見ると実際に達成された力強い進展を見落としてしまう。何よりもまず、同社はQ4の決算説明会の場で、Q1の表面の数字が弱い可能性を指摘している。実際の結果は予算に沿ったものであった。第二に、過去5年の平均から分かることは、Q1の進捗率は売上高が21.4%、営業利益が11.8%であり、通期への貢献は小さい。

売上高は47百万円(-2.0%)、営業利益は8百万円(-5.7%)減少した。その結果、営業利益率は5.8%→5.6%へわずかに低下した。

プラス要因は、システム開発売上高が57百万(+5.1%)増加し、クラウドサービスの粗利損失が19百万円(-51.4%)縮小したことである。マイナス要因は、ハードウェアの売上高が129百万円(-62.0%)減少し、広告宣伝費の増加により、販管費が39百万円(+8.5%)増加したことである。

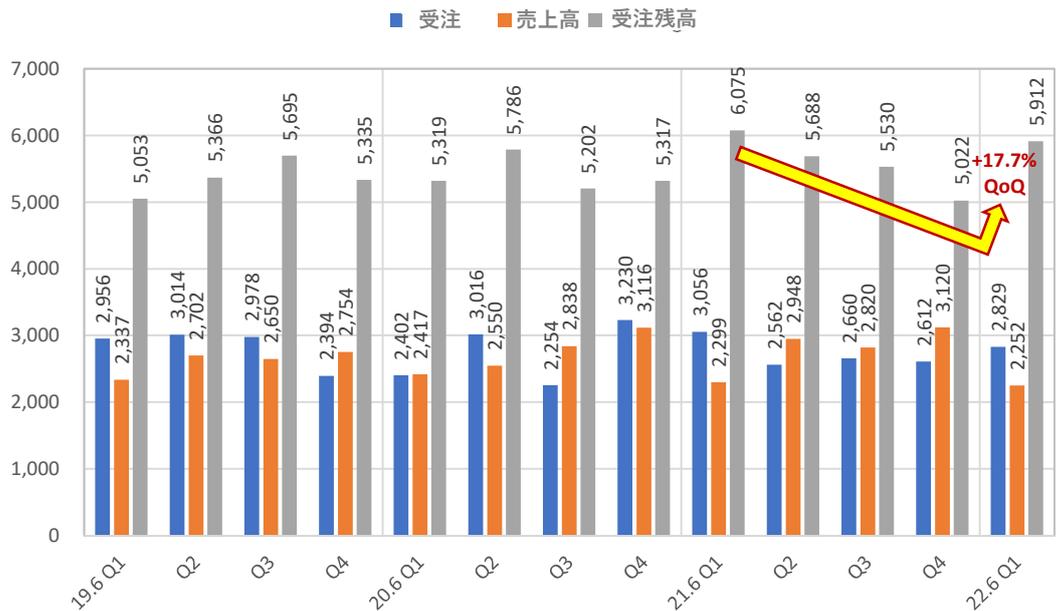
★注目すべき成果は、Q1のクラウドサービスの受注が1,000百万円で、前年同期比7.5倍、前四半期比2.1倍となり、クラウドサービスの受注残高が2,611百万円（前四半期比+40.9%）となった。これにより、2023年6月期のクラウドサービスの売上高目標20億円に対して、すでに約16億円が見込める。

2022年6月期Q1 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 FY	10,604	25.2	548	(22.0)	574	(25.1)	377	(31.0)
19.6 FY	10,443	(1.5)	922	68.3	954	66.2	684	81.2
20.6 FY	10,921	4.6	1,036	12.5	1,075	12.7	762	11.4
21.6 FY	11,188	2.4	1,131	9.1	1,171	9.0	841	10.4
22.6 FYe	12,000	7.3	1,320	16.8	1,360	16.1	940	11.8
18.6 Q1	2,322	40.4	129	239.6	128	243.1	83	313.8
18.6 Q2	2,371	10.8	61	(70.7)	69	(71.0)	46	(73.2)
18.6 Q3	3,136	38.6	177	(35.7)	176	(39.1)	109	(49.2)
18.6 Q4	2,775	15.0	181	0.5	201	(1.0)	139	(1.2)
19.6 Q1	2,337	0.7	71	(45.1)	79	(38.7)	48	(42.3)
19.6 Q2	2,702	14.0	198	222.8	203	195.2	157	240.7
19.6 Q3	2,650	(15.5)	406	130.1	407	130.9	262	140.1
19.6 Q4	2,754	(0.8)	246	36.0	265	32.3	217	56.1
20.6 Q1	2,417	3.4	141	100.1	141	79.3	91	89.6
20.6 Q2	2,550	(5.6)	228	14.6	219	7.9	146	(6.9)
20.6 Q3	2,838	7.1	217	(46.6)	241	(40.7)	161	(38.4)
20.6 Q4	3,115	13.1	451	83.1	474	78.6	364	67.5
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 Q2e	2,748	(6.8)	283	4.5	305	4.3	217	7.5
進捗率								
Q1 5Y AVG	21.4%		11.8%		11.3%		10.2%	
22.6 Q1	18.8%		9.6%		9.2%		8.8%	
利益率								
Q1 5Y AVG	—		4.6%		4.7%		3.0%	
22.6 Q1	—		5.6%		5.5%		3.7%	

出所：同社決算短信よりSESSAパートナーズ作成

受注残高は、三四半期連続で減少した後、急激に回復している



出所：同社決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

カテゴリー別売上高

百万円、%	フロー/ ストック	21.6 Q1 act	増減 金額	21.6 Q2 act	増減 金額	21.6 Q3 act	増減 金額	21.6 Q4 act	増減 金額	22.6 Q1 act	増減 金額
売上高	—	2,298	(119)	2,949	399	2,820	(18)	3,120	5	2,251	(47)
・システム開発	フロー	1,113	(138)	1,324	1	1,273	(535)	1,562	153	1,170	57
・保守（ソフト）	ストック	315	14	332	27	345	25	365	45	360	45
・当社製品	フロー	144	47	65	(17)	58	30	68	31	131	(13)
・クラウドサービス	ストック	224	46	246	34	232	13	240	21	243	19
・ハードウェア	フロー	208	(145)	664	337	467	278	299	(358)	79	(129)
・他社製品	フロー	110	49	130	96	191	138	78	6	69	(41)
・セキュリティ対策製品	フロー	181	8	188	(79)	253	32	509	107	198	17

出所：同社決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成



売上高の内訳

顧客別売上高 上位3社

百万円	21.6 Q1	22.6 Q1	増減	主な案件
① DNP	423	346	(77)	TSP開発(スマートフォン決済)、システム運用(24/365)、決済PF
② システム開発会社	297	309	12	FEP、不正検知のDR環境構築
③ カード会社	181	110	(71)	FEP更改に係るシステム開発およびハードウェア

出所：同社決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

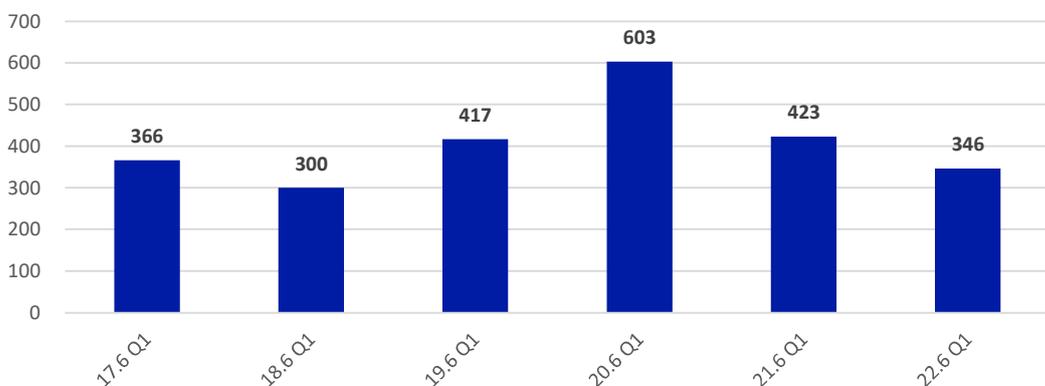
DNP

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年ごとに交換されているという。20年6月期Q4のハードウェアの売上高は657百万円と、続いて21年6月期Q2の664百万円が、交換需要に後押しされた。

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に主要なプロジェクトがないことである。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）

DNP Q1 売上高の推移 (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

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
20.6 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 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 Q1	2,829	(7.4)	2,252	(2.0)	5,912	17.7

出所：同社決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

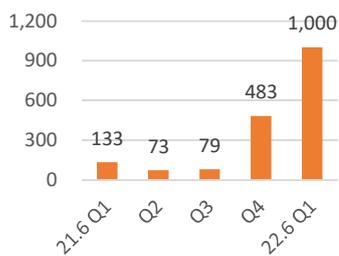
事業会社が高成長を牽引

全国銀行協会によれば、2019年12月現在、地方銀行は64、第二地銀が39あり、合計で103の地方銀行がある。メガバンクに比べて規模が小さいため、設置にかかる初期投資負担は大きい。独自のFEPスイッチングシステム導入にはハードルが高いことから、魅力的な見込み客である。

しかし、地方銀行の新規プロジェクトは後倒しされている。現在新しくカードビジネスを展開しているのは事業会社である。

Q1にアクワイアリング業務のためのIOASIS独自のソリューションの2つの注文は、主要な通信事業者と主要なグローバルメーカーの金融子会社からのものであった。

クラウドサービス受注高の推移



Q2も堅調な受注が続いており、また最高額を更新する可能性があるとのこと。

今期の受注はQ4以降に売上計上される（関連する減価償却費開始により利益がわずかに減少する）



クラウド 機能 サービス

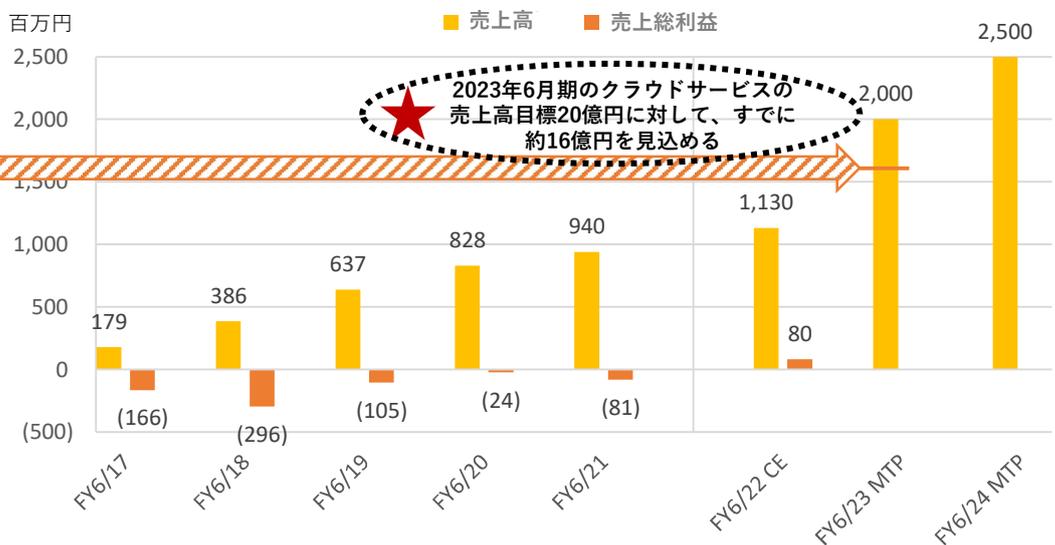
- IPRETS: ポイント・システム
- IGATES: スwitching
- IFINDS: 不正検知
- IOASIS: アクワイアリング

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 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 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 Q1	1,485	(3.6)	2,611	40.9	1,816	11.5

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重点政策



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：先行投資がかさみコスト高に、22年6月期：新規導入で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
FY6/21 A	売上高	224	246	232	239	942
FY6/21 A	売上総利益	1Q a (37)	(12)	(28)	(3)	(81)
FY6/22 CE	売上高	243	240	248	296	343
FY6/22 CE	売上総利益	(19)	(18)	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



**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、画像:Adobe Stockよりライセンス取得



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（P1とP4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**

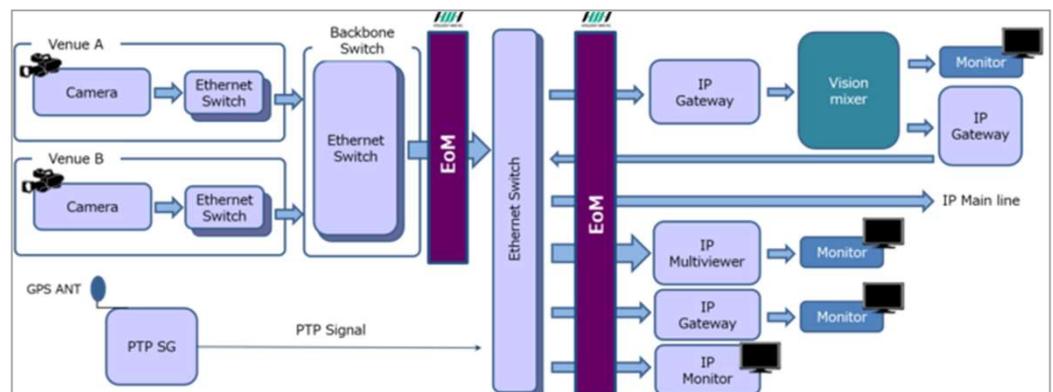
DX推進により、あらゆる業界で大量データのリアルタイム処理が求められている。このような中、EoM（次ページ参照）はテレビ朝日やJDS、QVCジャパンなど、国内ユーザー基盤を拡大させている。同ソリューションはフィンランドの公共放送であるYleでも採用されたことにより、IWIの技術がグローバルで通用することが証明されたといえる。さらに、コネクテッドカーや医療IoTなど、新たな業界参入に向けた研究会を進行中である。

**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（営業利益erational Technology）は、企業内の物理デバイス、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
<b>報告セグメント別</b>								
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	—
販管費率	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
<b>報告セグメント別</b>								
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 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
現金及び預金	2,957	2,852	2,578	2,839	3,254	3,641	4,307
有利子負債	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
株主資本合計	4,563	4,910	5,222	5,408	5,908	6,433	7,011
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
純資産合計	4,834	5,062	5,647	5,715	6,372	6,983	7,567
資産合計	6,481	7,026	8,508	8,837	10,032	10,552	11,140
自己資本比率(%)	74.6	72.1	66.4	64.7	63.5	66.2	67.9
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

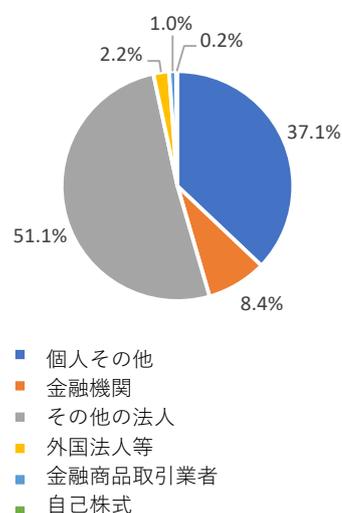
出所：同社決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

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 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	5年間 CAGR (平均)
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

+3.56%	▲	120.34
+12.3%	▲	543.23
+5.34%	▲	254.23
-7.89%	▼	321.56
+5.97%	▲	100.08
+2.13%	▲	564.23
+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

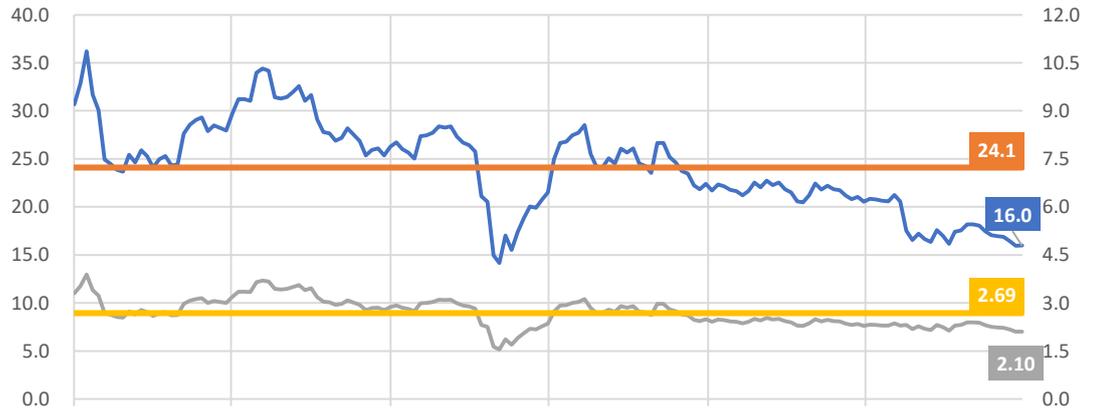
Sessaスマートチャート: 直近3年間の株価推移 (週足) とバリュエーション



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

- ✓ プライム市場への上場をめぐる混乱とそれに伴うボリュームの急減により、利益水準が大きく変わろうとしているにもかかわらず、株価評価は非常に割安感のあるレベルまで低下。
- ✓ しかし、P12に説明があるように、IWIIは2022年4月から東証プライム市場に移行することは確定している。それは、段階的ウエイト低減措置を講じているからである。
- ✓ 現在、PERは過去の平均に対して34%ディスカウントされており、EV/EBITDAは過去の平均よりも40%低くなっている。
- ✓ 配当利回りは過去の平均を52%上回って推移している。

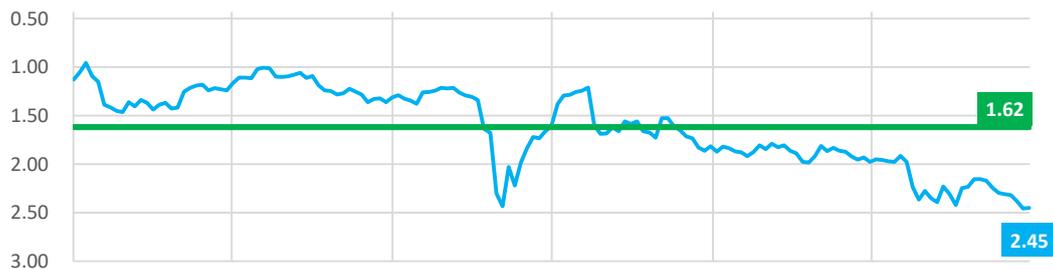
— P/E (LHS) — HIST AVG — P/B (RHS) — HIST AVG



— EV/EBITDA — HIST AVG



— DY — HIST AVG



Source: compiled by Sessa Partners from SPEEDA historical earnings and price data. Valuations calculated based on CE.



アナリストの見方

構造的な収益性向上が株価上昇のけん引役

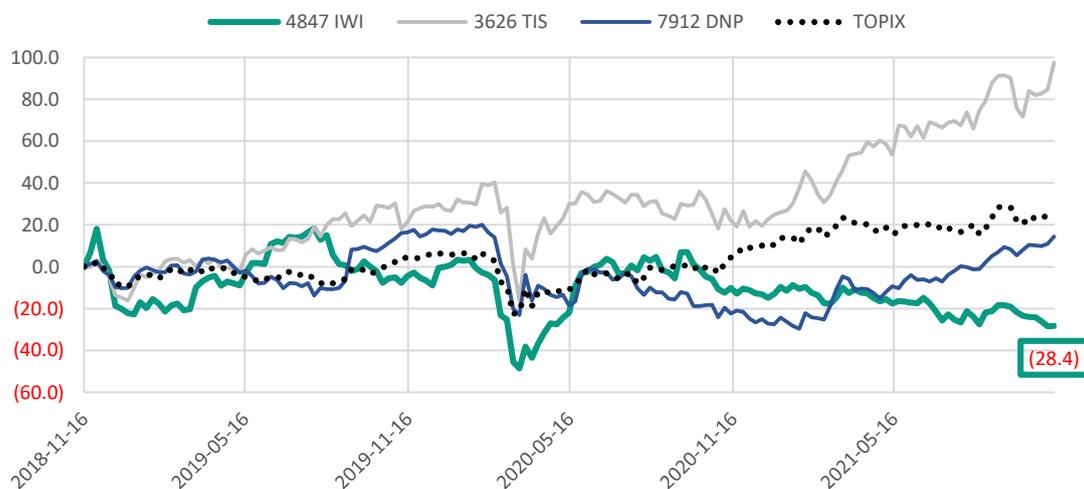
- ✓ IWIはクラウドサービスによるストック型収益モデルへの切り替えに注力している。同サービスは、立ち上げ費用の負担がなくなるとともに、損益分岐点を超えることで黒字転換する方向に向かっている。
- ✓ Q1のクラウドサービスの受注は1,000百万円で、前年比7.5倍、前四半期比2.1倍に増加し、クラウドサービスの受注残高は2,611百万円（前四半期比+40.9%）に増加した。Q2も強い受注が続いており、また最高額を更新する可能性があるとのこと。
- ✓ P14下の表で分かるように、プライム市場に関する混乱をめぐる潜在的な売り圧力は、外国人投資家の売り越しを通じて既に表面化している。



代表取締役社長  
佐藤邦光(61)



3年間の週次相対パフォーマンス：利益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



**IWIは2022年4月から東証プライム市場に移行**

2021年7月28日付けのプレスリリースで、2021年7月9日、株式会社東京証券取引所より、新市場区分における上場維持基準への適合状況に関する一次判定結果について通知を受けた。それによると、IWIの流通株式時価総額が、プライム市場の上場維持基準を充たしていないが、その他の基準については適合しているとのこと。

これを受けて、経営陣は、事業計画の揺るぎない実行とコーポレートガバナンスの強化とともに、株主還元強化が企業価値を高めるためのもう一つの効果的な方法であると判断し、目標配当性向を以前の30%から40%へ引き上げ、今後数ヶ月で、定められた方法でプライム市場選択申請の手続きを行う予定であるとしている。

**経過措置（緩和された上場維持基準）の適用**

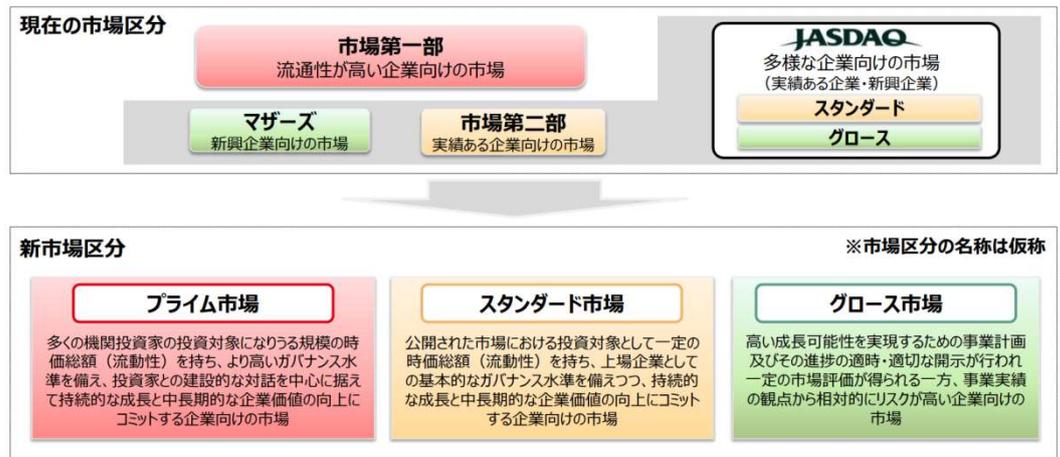
上場会社が、選択先の市場区分の上場維持基準を充たしていない場合、上場維持基準の適合に向けた計画及びその進捗状況を提出し、改善に向けた取組を図ってくことで、当分の間、経過措置として緩和された上場維持基準が適用される（東証ウェブサイトより）。

**2021年7月9日東証より通知**

上場維持基準	IWI	TSE
流通株式数(株)	124,495	20,000
流通株式時価総額(10億円)	8.3	10.0
流通株式比率	47.2%	35.0%
売買代金(百万円)	47	20

出所:IR決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

**東証の新市場区分への移行の概要（2022年4月4日適用）**



出所:「新市場区分の概要等について」、日本取引所グループ (JPX)  
<https://www.jpx.co.jp/equities/market-restructure/market-segments/index.html>

**実施スケジュール（2021年7月現在）**

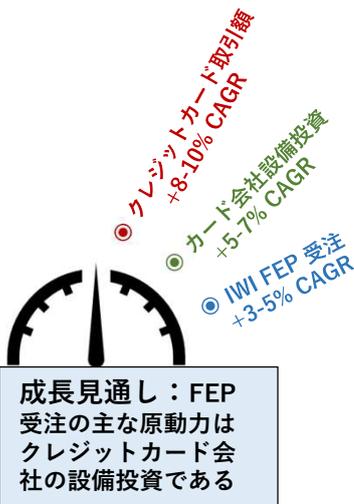
- 2020年2月21日：市場構造の見直しの概要（新市場区分）
- 2020年12月25日：第二次制度改正（上場基準、移行プロセス）
- 2021年4月7日：第三次制度改正（コーポレートガバナンスコードの改訂等）
- 2021年6月30日：基準日として新市場区分の上場維持基準に適合しているか否かを確認
- 2021年7月9日：東証からの第1回判定の個別通知
- 9月～12月：上場会社による新市場区分の選択申請手続（上場基準、CGコードに基く）
- 2022年1月11日：移行日に上場会社が所属する新市場区分の一覧公表（JPX ウェブサイト）
- 2022年4月4日：新市場区分への移行
- 2022年10月：第1回判定で流通株式時価総額100億円未満の銘柄の改善状況を確認
- 2023年10月：再評価（段階的ウエイト低減を停止するか継続するかを判断）

**段階的ウエイト低減銘柄の判定・再評価**

判定時期等	概要
<b>第1回判定</b> 2021年7月	流通株式時価総額100億円以上か否かを確認（2021年6月30日を基準とする「上場維持基準への適合通知」の値を使用）
<b>第2回判定</b> 2022年10月	第1回判定で流通株式時価総額100億円未満の銘柄について翌期の改善状況を確認。 流通株式時価総額100億円未満であった場合「段階的ウエイト低減銘柄」として指定。 2022年10月以降、10段階に分けてTOPIX組入比率の逡減を開始。
<b>再評価</b> 2023年10月	段階的ウエイト低減銘柄について、①第2回判定の翌期の流通株式時価総額が100億円以上か及び②年間売買代金回転率0.2回以上かについて確認。 ①と②を満たす銘柄は組入比率を逡減前に回復。 ①のみ満たす銘柄は組入比率逡減を停止。 ①を満たさない銘柄は逡減を継続。

出所:「T営業利益IX算出ルールの見直しの概要」、日本取引所グループ (JPX)  
[https://www.jpx.co.jp/news/1044/nlsgeu0000057d2k-att/j\\_data1.pdf](https://www.jpx.co.jp/news/1044/nlsgeu0000057d2k-att/j_data1.pdf)

補足  
クレジットカード業  
取扱高の動向



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](#)



★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です

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
<b>2019 Q1</b>	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
<b>2020 Q1</b>	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)
<b>2021 Q1</b>	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
<b>2019 Jan</b>	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
<b>2020 Jan</b>	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)
<b>2021 Jan</b>	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



P11でも述べたがプライム市場に関する混乱をめぐる潜在的な売り圧力はすでに表面化している。

投資主体別株主

投資主体 (持株比率、%)	2020年6月30日	2021年6月30日	株式数比率 増減	増減率
個人・その他	36.61%	37.13%	0.52%	1.4
金融機関	6.61%	8.40%	1.79%	27.1
国内法人	51.07%	51.11%	0.04%	0.1
外国法人等	4.84%	2.19%	-2.65%	(54.8)
証券会社	0.71%	0.98%	0.27%	38.0
自己名義株式	0.16%	0.19%	0.03%	18.8
合計	100.00%	100.00%	—	—

出所：IR決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成

## 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](mailto:info@sessapartners.co.jp)