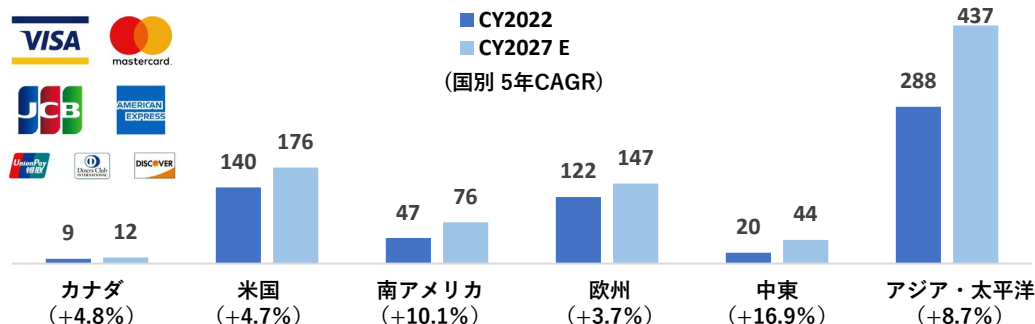


割安な成長株 業界連携による不正検知の取り組み開始

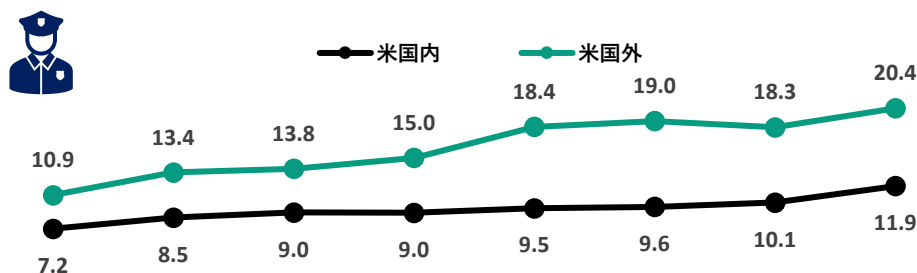
サマリー

- IWIは、5月12日（金）、23/6期3Q決算説明会を開催した。この模様は、オンラインでもライブ配信された。IWI代表取締役社長佐藤邦光氏による今回の3Q決算説明会は、2020年9月に同氏が就任して以来、業績モメンタムが最も上向きな内容であった。佐藤氏が自信を持つ理由は明らかだ。主力のシステム開発やFEPシステムの更改案件が、キャッシュレス社会に向けたクレジットカード取引の底堅い成長を背景に堅調な成長を遂げている中、これまで重点的に注力してきたクラウドサービス事業が自律的な成長を遂げて収益性をもたらしめているためだ。また、ここ数年停滞気味だった親会社の大日本印刷株式会社からの受注が再び増加に転じていることもある。
- 日本クレジット協会（JCA）によると、2022年のカード不正利用被害額は過去最悪の436.7億円に達している。IWIは、主力のオンプレミス「ACEPlus」やクラウド型の「IFINDS」などの不正検知システムのトップベンダーとして、カード会社間の不正手口データを共有するAIベースの「FARIS共同スコアリングサービス」を積極的に推進している。このサービスは、PKSHA Technology社との共同制作によるもので、6月にリリースする予定だ。加えて、同社のシステムとJCBの配送停止システムとの連動を決定。JCBは幅広い顧客層で利用できるシステムを共同制作することに合意している（2024年開始予定）。

グローバルネットワーク・カード決済による全世界取引額予想（10億米ドル）



世界のクレジットカード詐欺の動向（10億米ドル）7年CAGR +8.6%



上図出所：2023年1月発行「ニルソンレポート」よりSIR作成。カッコ内は地域別の5年間CAGR
下図出所：2022年12月発行「ニルソンレポート」よりSIR作成。

3Q Follow-up

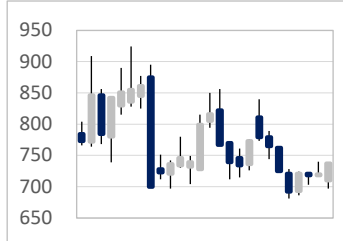


ノンストップ（無停止型）、安全なオーソリセンター接続パッケージ向けのFEPシステム開発において、クレジットカード会社向けに圧倒的なシェアを誇るシステムインテグレーター

主要指標

株価(5/26)	758
YH (22/8/31)	805
YL (22/1/27)	675
10YH (18/10/24)	1,180
10YL (13/1/4)	239
発行済株式数（百万株）	26.340
時価総額（十億円）	19.965
EV（十億円）	16.128
自己資本比率	65.6%
23.6 PER（会予）	15.6x
23.6 EV/EBITDA（会予）	5.8x
22.6 PBR（実績）	2.37x
22.6 ROE（実績）	13.5%
23.6 DY（会予）	2.64%

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。

インテリジェントウェイブ 財務ハイライトサマリー

百万円、%	FY2011/6	FY2012/6	FY2013/6	FY2014/6	FY2015/6	FY2016/6	FY2017/6	FY2018/6	FY2019/6	FY2020/6	FY2021/6	FY2022/6	FY2023/6
[J-GAAP]	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	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	期初予想
売上高	4,763	5,242	5,871	6,558	6,160	7,207	8,470	10,604	10,443	10,921	11,188	11,493	13,500
YoY	-3.9	10.1	12	11.7	-6.1	17	17.5	25.2	-1.5	4.6	2.4	2.7	17.5
売上高総利益	1,642	1,374	473	1,342	1,779	1,993	2,132	2,223	2,807	2,981	3,157	3,699	
売上高比率 (%)	34.5%	26.2%	8.1%	20.5%	28.9%	27.7%	25.2%	21.0%	26.9%	27.3%	28.2%	32.2%	
販売費及び一般管理費	1,321	1,243	1,151	1,196	1,295	1,279	1,430	1,675	1,885	1,944	2,026	2,179	
売上高比率 (%)	27.7%	23.7%	19.6%	18.2%	21.0%	17.7%	16.9%	15.8%	18.1%	17.8%	18.1%	19.0%	
減価償却費	72	107	131	190	256	214	337	485	708	606	751	829	1,000
EBITDA (税引前利益)	393	238	-547	336	740	928	1,040	1,033	1,629	1,642	1,882	2,349	2,800
売上高比率 (%)	8.2%	4.5%	-9.3%	5.1%	12.0%	12.9%	12.3%	9.7%	15.6%	15.0%	16.8%	20.4%	20.7%
営業利益 (損失)	321	132	-678	146	484	714	703	548	922	1,036	1,131	1,520	1,800
YoY	-10.3	-59	赤字化	TB	232.8	47.5	-1.6	-22	68.3	12.5	9.1	34.4	18.4
売上高比率 (%)	6.7%	2.5%	-11.5%	2.2%	7.9%	9.9%	8.3%	5.2%	8.8%	9.5%	10.1%	13.2%	13.3%
経常利益 (損失)	342	155	-587	184	490	731	766	574	954	1,075	1,171	1,556	1,840
利益 (損失)	129	270	-349	87	471	479	547	377	684	762	841	1,056	1,280
現金・預金+代債	2,783	2,808	2,085	2,420	2,957	2,852	2,578	2,840	3,255	3,642	4,308	4,233	
ST/LTリース債務	0	44	39	28	29	136	102	110	74	39	16	6	
純IBD (純現金)	-2,783	-2,764	-2,046	-2,392	-2,928	-2,716	-2,476	-2,730	-3,181	-3,603	-4,292	-4,227	
総資産	5,717	6,363	5,755	5,640	6,482	7,027	8,508	8,837	10,032	10,552	11,140	12,741	
流動資産	3,822	4,335	3,560	3,524	4,560	4,682	4,985	5,256	6,054	6,381	6,976	8,274	
非流動資産	1,895	2,028	2,195	2,116	1,921	2,345	3,523	3,581	3,978	4,171	4,164	4,467	
負債合計	1,011	1,443	1,308	1,188	1,647	1,964	2,861	3,122	3,660	3,569	3,572	4,702	
流動負債	765	1,147	1,007	881	1,150	1,373	2,252	2,523	3,058	2,951	2,912	4,036	
非流動負債	246	296	301	307	497	591	609	599	601	618	661	666	
純資産合計	4,706	4,920	4,447	4,451	4,835	5,063	5,648	5,715	6,373	6,983	7,568	8,039	
営業活動による キャッシュフロー	795	252	-588	620	839	124	1,173	1,213	1,237	1,547	1,700	1,486	
投資活動による キャッシュフロー	-61	-25	3	-47	-263	-192	-1,151	-604	-602	-753	-743	-1,516	
財務活動による キャッシュフロー	-132	-138	-142	-142	-143	-34	-199	-349	-220	-408	-292	-351	
フリーキャッシュ フロー (FCF)	734	227	-585	573	576	-68	22	609	635	794	957	-30	
自己資本比率	82.3	77.3	77.3	78.9	74.6	72.1	66.4	64.7	63.5	66.2	67.9	63.1	
ROE	2.8	5.6	-7.5	2	10.1	9.7	10.3	6.6	11.3	11.4	11.6	13.5	
配当性向	102.3	48.9	0	151.7	28	33	33.6	48.8	34.6	34.5	40.7	42.3	
発行済株式数(千株)	263.4	263.4	263.4	26,340	26,340	26,340	26,340	26,340	26,340	26,340	26,340	26,340	
自己株式(千株)	0	0	0	0	0	0	12	23.8	31.9	41.7	50.1	56.9	
EPS (¥) 調整	4.92	10.27	-13.25	3.29	17.89	18.18	20.78	14.36	25.99	29	31.98	40.16	48.70
DPS (¥) 調整	5	5	5	5	5	6	7	7	9	10	13	17	20.00
BPS (¥) 調整	178.66	186.8	168.84	169	183.55	192.21	214.51	217.18	242.23	265.55	287.85	305.87	
従業員数 (人)	273	272	282	286	302	315	339	397	413	435	441	449	

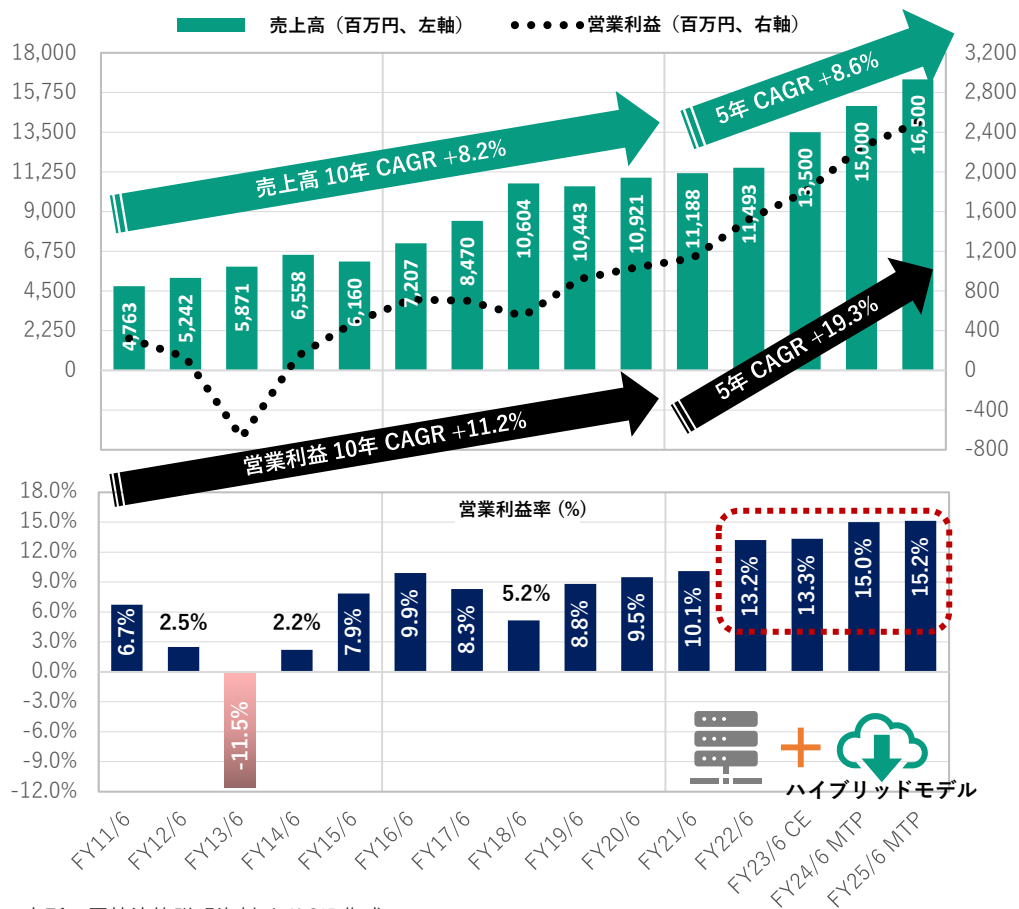
出所：同社有価証券報告書及びSPEEDAデータよりSIR作成。

*2017/6期 前年同期比の数値は参考値。2023/6/期 減価償却費はSIRによる想定値

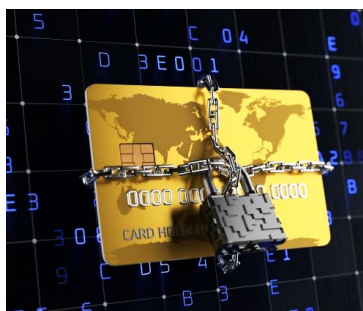




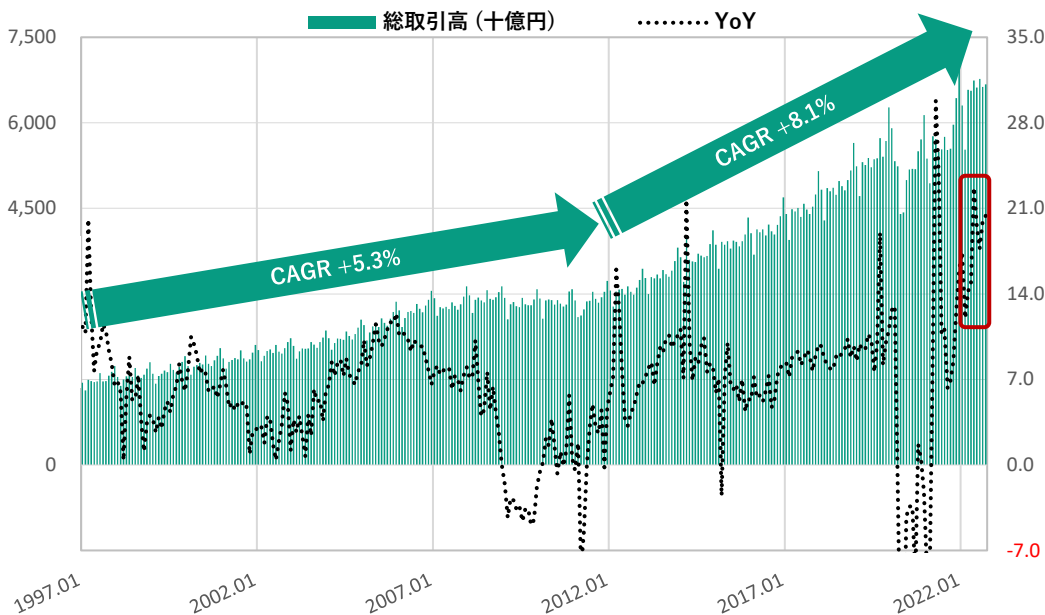
インテリジェントウェーブ株式会社の利益構造は、新しい段階へと前進している



クレジットカード決済と不正利用検知システムのスペシャリスト

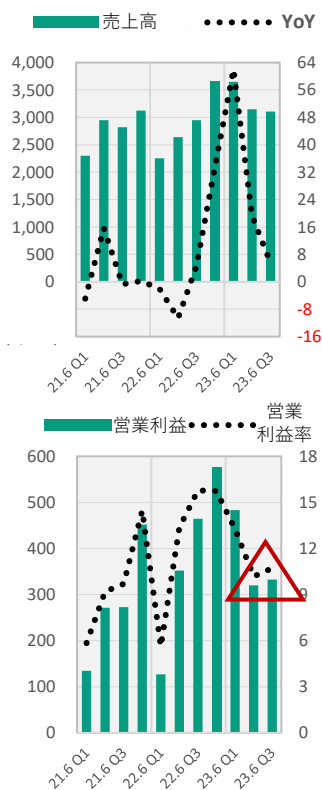


クレジットカード事業は成長ビジネス：経済産業省の月次総取引高の推移





業績レビュー



出所: 同社決算短信よりSIR作成
単位: 百万円、%

売上が好調で営業利益は2Qから回復
売上総利益率は人件費増をクラウド売上が相殺して増加

3Q決算サマリー

- IWIIは、5/10 (水) 15:30に23/6期3Q累計 (9ヶ月) 決算を発表した。売上高9,896百万円 (前年同期比26.3%増)、営業利益1,136百万円 (同20.4%増)、売上総利益率32.1%→31.5%、営業利益率12.0%→11.5%という内訳である。なお、3Q累計および3Q単四半期実績は下表に示す通り。売上高の前年同期比推移は、1Q +62%、2Q +19%、3Q +5%。同営業利益は、1Q +282%、2Q -9%、3Q -28% (右図参照)。過去5年平均の進捗率は、売上高、営業利益、経常利益においてそれぞれ71.8%、63.8%、62.9%であった。それに対して今期の3Qまでの進捗率はそれぞれ73.3%、63.1%、62.9%とほぼ同様の水準である。同社は、通期の業績予想を据え置いた。
- 四半期売上高のモメンタムが連続して鈍化しているのは、前年同期にFEPシステムの大規模な更改によるハードウェアの販売が大きく伸びたことによる反動効果大きい (ハードウェアは下記他社製品に含まれる)。短期的な利益成長率および利益率の悪化は、戦略成長分野であるクラウドサービス事業における想定外のコスト超過、および体制強化の人件費の増加が主な要因である。特に加盟店アクワイアリングサービスのIOASISはカスタマイズが必要な製品であり、手間のかかる作業が相対的に多くなる。しかし、人件費の上昇をクラウドサービス売上の増加で補い、売上総利益率は2Qから3Qにかけて31.8%→32.2%、営業利益率は10.4%→10.7%と改善している (クラウドサービスは下記のサービス自社に含まれる)。
- この2つのポイントを数字で説明すると、ハードウェアを含む他社製品の売上高は1,454百万円 (前年同期比121.4%増) であったが、1Qの1,038百万円が大半を占め、3Q単四半期では234百万円 (同53.2%減) となった。サービス自社に含まれるクラウドサービスの売上高は1,351百万円、前年同期比70.4%増となったものの、同サービスの売上総利益は前年同期比27.4%減となった。

インテリジェント ウェーブ 23/6期 3Q累計および3Q単四半期業績サマリー

百万円、%	FY22/6	FY23/6	差額	%	FY22/6	FY23/6	差額	%
[J-GAAP]	9ヶ月実績	9ヶ月実績	金額	YOY	3Q実績	3Q実績	金額	YOY
売上高	7,835	9,897	2,062	26.3	2,947	3,107	159	5.4
・ソフトウェア開発	3,046	3,508	462	15.2	1,067	1,161	94	8.8
・自社製品	339	154	-185	-54.7	53	43	-10	-19.6
・システムサービス	31	20	-11	-34.8	14	5	-10	-67.9
・他社製品	657	1,454	797	121.4	499	234	-266	-53.2
フロー売上計	4,073	5,136	1,063	26.1	1,635	1,442	-192	-11.8
・保守	1,952	2,305	353	18.1	673	808	134	20.0
・他社製品保守	457	542	84	18.4	150	190	40	26.7
・サービス自社	990	1,526	537	54.2	365	529	164	44.9
・サービス他社	363	388	25	6.9	124	138	14	11
ストック売上計	3,762	4,761	999	26.6	1,313	1,665	352	26.8
売上総利益	2,513	3,121	608	24.2	1,016	1,000	-15	-1.5
売上総利益率 (%)	32.1%	31.5%	—	—	34.5%	32.2%	—	—
営業利益	944	1,136	192	20.4	465	333	-132	-28.4
営業利益率 (%)	12.0%	11.5%	—	—	15.8%	10.7%	—	—
経常利益	965	1,157	192	19.9	465	333	-132	-28.4
当期純利益	659	781	122	18.5	321	223	-98	-30.6

同社決算短信よりSIR作成

同社の説明によれば、クラウドサービスにおけるコスト超過は、加盟店契約 (アクワイアリング) サービスである

「IOASIS」の急成長に伴う顧客リクエストに対応するための追加作業によるものである。今後は、執行役員による直接の監督を強化し、内部管理の強化を図る。また、一部のサービスをパブリッククラウドに移行し、コスト削減を図るとしている。



3Qの売上高、営業利益、受注残高が過去最高を記録

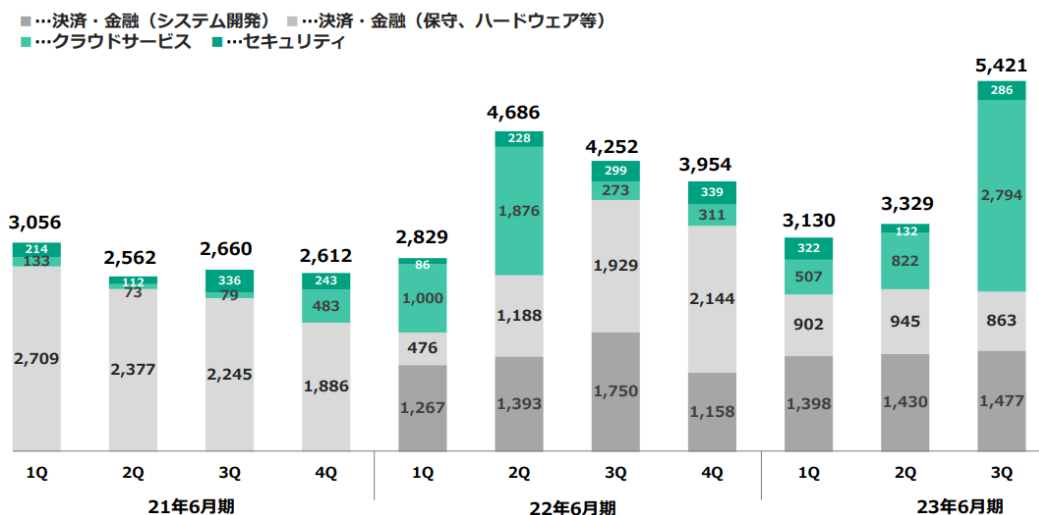
3Q累計の売上高は9,896百万円（前年同期比26.3%増）、営業利益は1,157百万円（同20.5%増）と直近20年では過去最高を記録し、クラウドサービスを中心とした好調な受注増加により受注残高も11,548百万円（同24.6%増）と過去最高であった。

FEPシステムの更改案件や、クラウドサービスの利用者数増加、クレジットカード会社向け大型システム開発案件などにより、堅調な増収を達成。

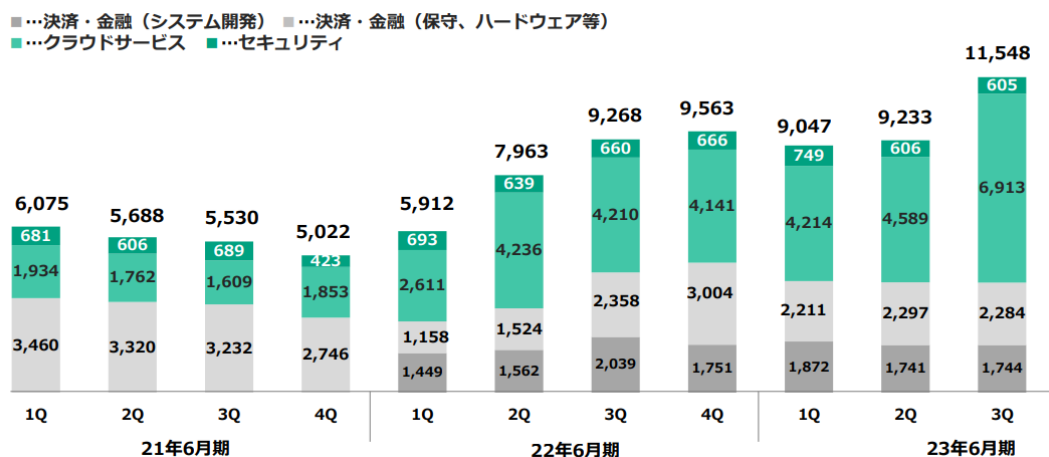
製品カテゴリ別売上高/事業領域別売上高 (百万円)

	22年6月期 3Q 実績	23年6月期 3Q 実績	増減	対前期比
売上高	7,834	9,896	+2,062	+26.3%
決済・金融	6,284	7,743	+1,459	+23.2%
システム開発	3,643	4,314	+671	+18.4%
保守	1,107	1,230	+123	+11.1%
自社製品・サービス	482	315	△167	△34.6%
他社製品（ハードウェア等）	1,050	1,882	+832	+79.2%
決済・金融		7,743	+1,459	+23.2%
FEP・不正検知		5,118	+928	+22.1%
決済システム等		1,952	+397	+25.5%
金融・その他		672	+134	+24.9%
クラウドサービス		1,351	+558	+70.4%
セキュリティ		801	+45	+6.0%

受注高 (百万円)



受注残高 (百万円)



出所：上図すべて同社決算説明資料より抜粋



クラウドサービス事業

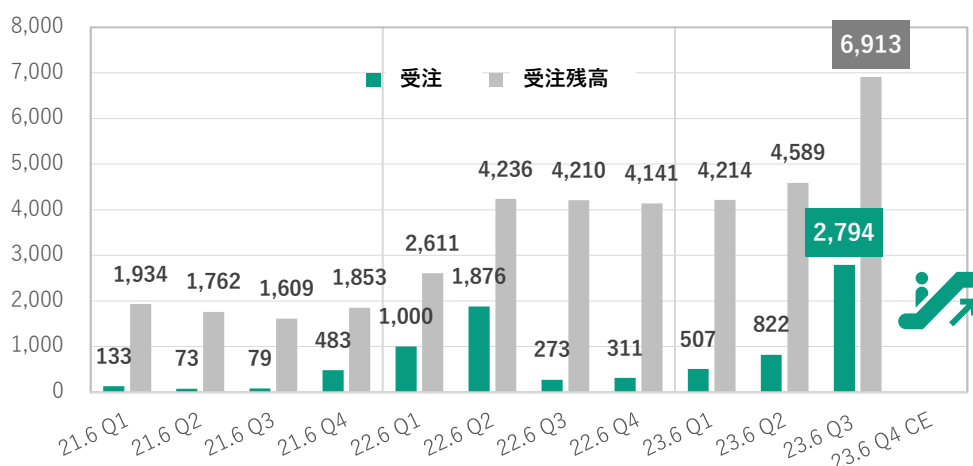
百万円、%	FY2021/06				FY2022/06				FY2023/06			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q CE
受注高	133	73	79	483	1,000	1,876	273	311	507	822	2,794	
受注残	1,934	1,762	1,609	1,853	2,611	4,236	4,210	4,141	4,214	4,589	6,913	
売上高												
・計画	224	235	235	246	240	248	296	343	430	450	470	650
・実績	224	246	232	239	243	250	299	380	434	447	469	
売上総利益												
・計画	(14)	(10)	(29)	(22)	(18)	18	46	33	33	67	62	138
・実績	(37)	(12)	(28)	(3)	(19)	31	84	25	(4)	29	44	
稼働社数												
・IOASIS	5	5	5	5	5	6	7	10	10	10	10	11
・IGATES	2	4	4	4	4	4	5	6	6	7	9	9
・IFINDS	3	3	3	3	3	3	3	3	4	5	5	8
・IPRETS	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

出所：同社決算説明資料よりSIR作成

売上総利益はガイダンスを下回ったものの、ビジネスの勢いは引き続き好調

- ◎ 佐藤社長によると、今期の販管費は前年比約4億円増加し、計画に対して約1.2億～1.3億円の上振れになる予想だ。クラウドサービスのコスト超過の原因は、IOASISのユーザー数が急増したことにより比較的大量なカスタマイズの作業に対応するエンジニアを緊急採用していることによるものだ（クラウド事業の売上総利益の未達はIOASISによるもの）。計画される販管費の増加には、60名ほどの新卒採用とキャリア採用も含まれる他、今までにないベースアップとボーナスのアップがある。また、ビジネスパートナーを含む人員の増加に対応するためのオフィスの増床やIT関係ソフト利用料金の値上がり、さらに来期より前倒して新しいITシステムを導入したことも含まれる。今期の販管費比率は20%だが今後17～19%に戻していく計画だ。また、佐藤社長はパブリッククラウドに移行してクラウドの売上総利益率を上昇させていくことを目指している点にも言及した。
- ◎ カード不正利用の被害が拡大していることを背景に、IFINDSの受注・問い合わせが好調である。4Qにおいて新規ユーザー2社の利用開始に続き、来期も3社の新規ユーザーが利用予定である。IGATESは、新規参入決済事業者から中規模決済事業者までと顧客層が拡大した。さらに、共同利用型のプラットフォームを開発する大型案件の一部も受注（2024年6月利用開始予定）。当四半期のクラウド受注高は過去最高の2,794百万円となり、クラウド受注残高を6,913百万円（64.2%増）に押し上げ、受注残高総額の6割を占めるまでになった。

FY22/6期の受注が好調、新中計のFY24/6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

FY2023/6期の主要事業 概要

決済・金融

- カード不正利用対策に関するJCBとの協業開始。先行案件に着手
- 大手カード会社における周辺システムへの領域拡大 (IT戦略支援)
- 大手カード会社におけるラボ契約によるシステム開発開始 (IT戦略支援)

クラウドサービス

- 収益改善に向けたマネジメント体制の強化
- カード不正利用被害拡大に伴い、不正検知サービスの引き合い増加
- 運用コスト削減に向けた一部サービスのパブリッククラウド移行

セキュリティ

- DNPとの協業強化 (自社利用の案件含む)
- 自社製品「CWAT」のメジャーバージョンアップおよび追加機能開発強化

新規事業 (DX領域)

- AI自然言語処理領域における新サービスを開発
- 放送業界向けソリューション「EoM製品」の海外展開加速 (米国で技術特許取得、ヨーロッパで複数社POC予定)

出所：同社 IR決算説明資料より抜粋



カード不正利用防止に向けた協働の取り組み

- ◎ 2022年10月28日、IWIとJCBが、クレジットカード業界全体のカード不正利用対策として、業界全体でノウハウやデータを共有し、不正検知の高度化を推進する「セキュリティコンソーシアム」を立ち上げると発表した。本コンソーシアムでは、IWIの不正利用検知システムを既に導入しているクレジットカード会社を皮切りに、2023年度中の実用化を目指している



INTELLIGENT WAVE INC.



世界にひとつ。あなたにひとつ。

- ◎ IWIは2022年11月1日、同社とAIアルゴリズムで知られるPKSHAが、不正防止を目的とした「FARIS 共同スコアリングサービス Powered by PKSHA Security」を共同開発することを発表した。この先進的な新サービスは、サービスを利用するカード発行会社間で不正データを共有するものである。共同スコアリングサービスは2023年6月に稼働し、順次カード発行会社へ展開する予定である。



INTELLIGENT WAVE INC.



TECHNOLOGY



INTELLIGENT WAVE INC.

株価

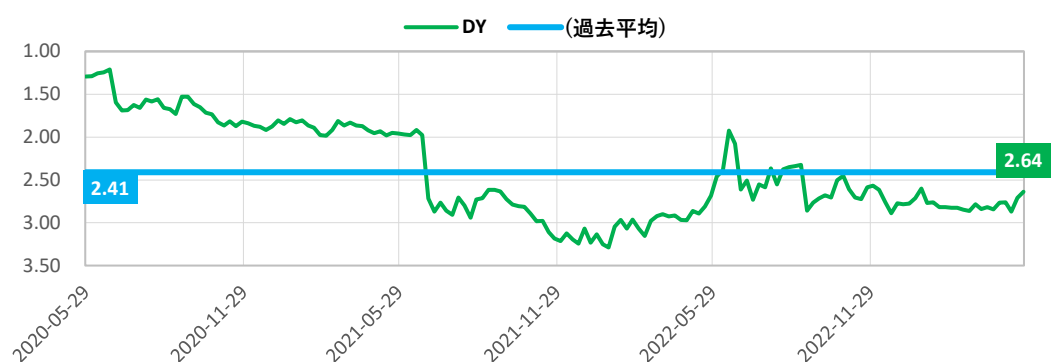
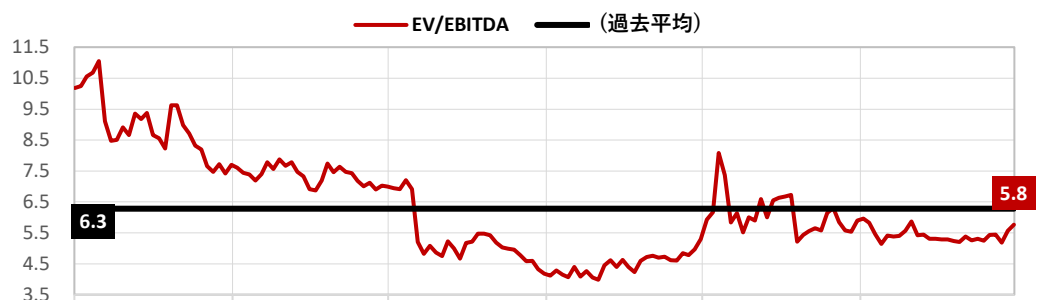
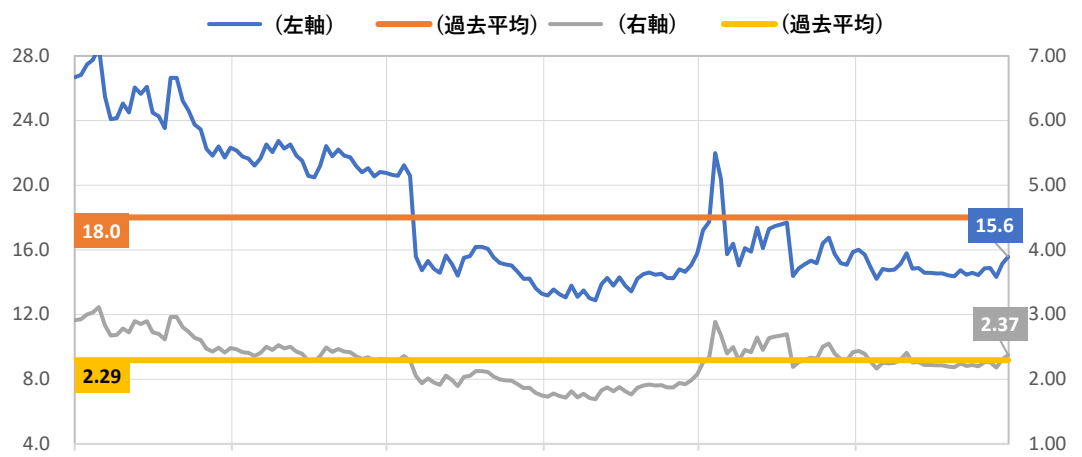
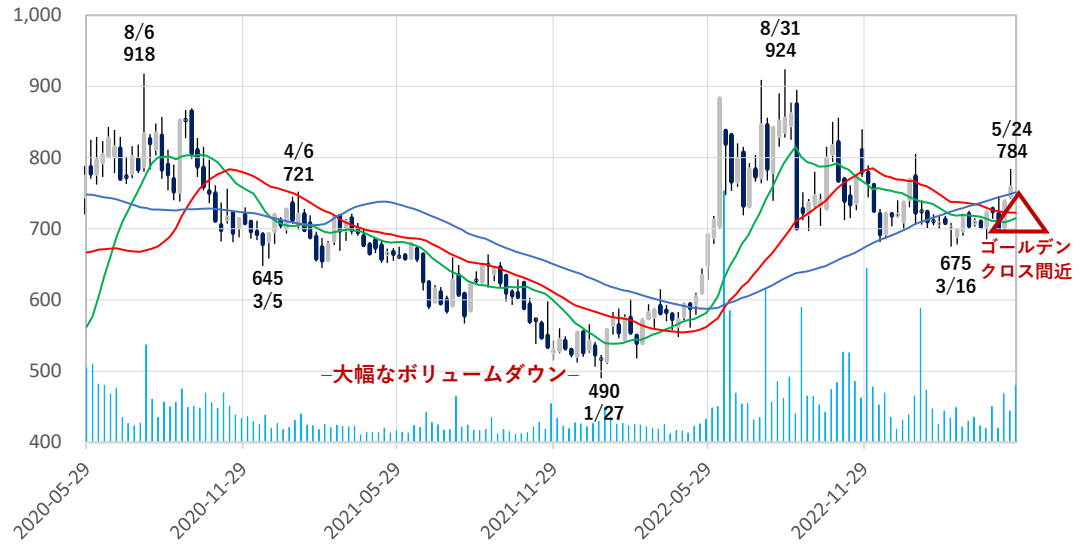


パフォーマンスと
バリュエーション
SESSA スマートチャート

- ✓ 21/6期は出来高が急減した。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、外国人投資家がトレードを控えたことが主な起因とみる。
- ✓ PERは過去平均に対して13.5%、EV/EBITDAは8.3%下回っている。
- ✓ 配当利回りは2.64%と、過去平均を9.4%上回っている。

+3.58%	120.34
+12.3%	543.23
+5.34%	254.23
-7.88%	321.58
+5.97%	100.08
+2.13%	564.23
+6.43%	765.90
-11.6%	120.34
+23.1%	893.23
+5.56%	128.90
-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

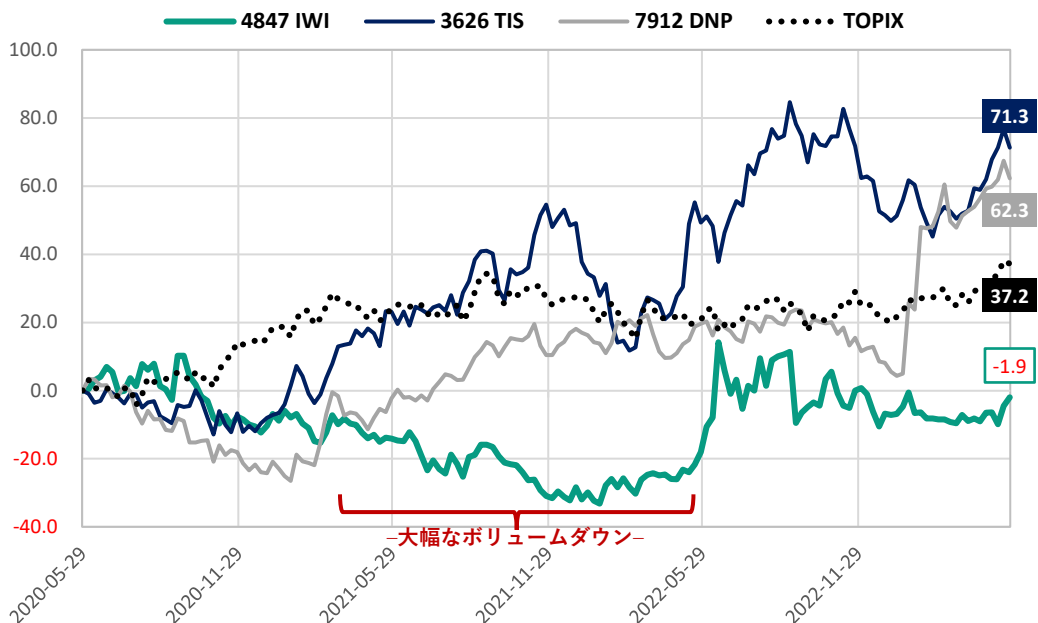


アナリストの見解

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トリプルボトムを形成しているように見える。また、今後高い利益成長が見込まれることから、高値圏でもリスクリターンはバランスしていると考える。
- ✓ 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。その後、出来高が減少したため、**利益が伸長する局面にも関わらず、バリュエーションは非常に魅力的な水準に。**

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、一年半に渡りIWIのみが水面下で推移



株主還元の動向：目標配当性向を40%以上に引き上げ

百万円、%	FY2017/6	FY2018/6	FY2019/6	FY2020/6	FY2021/6	FY2022/6	FY2023/6
[J-GAAP]	単体(A)	単体(A)	単体(A)	単体(A)	単体(A)	単体(A)	期初会予
純利益	547	377	684	762	841	1,056	1,280
EPS (¥)	20.78	14.36	25.99	29.00	31.98	40.16	48.70
DPS (¥)	7.00	7.00	9.00	10.00	13.00	17.00	20.00
純資産合計	5,648	5,715	6,373	6,983	7,568	8,039	
株主資本比率	66.4	64.7	63.5	66.2	67.9	63.1	
ROE	10.3	6.6	11.3	11.4	11.6	13.5	
配当性向	33.6	48.8	34.6	34.5	40.6	42.3	41.1
配当利回り	3.5	3.2	3.9	3.9	4.7	5.7	

出所：決算短信データよりSIR作成

株価長期チャート（月足）10年月足株価、6M/12M/24MのMA、出来高 トリプルボトムを形成か



出所：SPEEDA株価データよりSIR作成



代表取締役社長
佐藤邦光氏



INTELLIGENT WAVE INC.

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレーマー／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分析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

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sessapartners.co.jp