

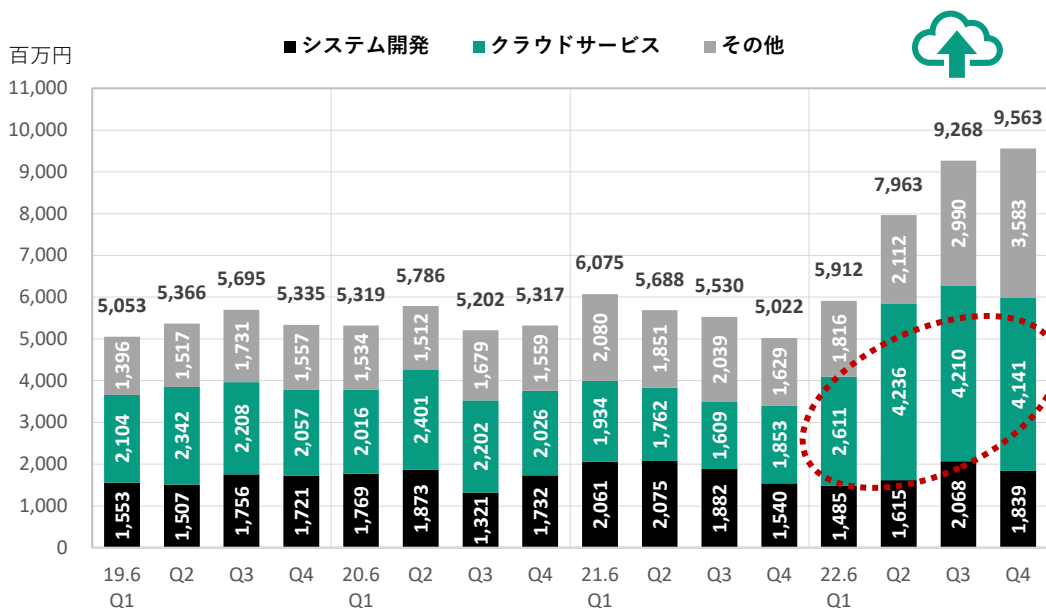
クラウドサービス事業が黒字化

2023/6期1Q、上期はともに売上高2桁増を見込む

サマリー

- 同社は8/5に2022/6期4Q決算説明会を開催し、佐藤邦光社長によるブリーフィングが行われた。佐藤社長は2020年9月に代表取締役社長に就任し、今月で2年が経過する。今回の説明では、注力するクラウドサービスビジネスが6年目にして黒字化し、今後の展開に自信を深めている様子がはっきりと感じられた。クラウドサービスの上半期の受注高は28億7600万円（前年同期比14倍増）と全体の4割近くを占めており、かつてないほどの受注残高を押し上げた主要因であることが下図に示されている。2023/6期の期初ガイダンスでは、クラウドサービス売上高が前年比70.5%増、売上総利益が同2.5倍となる見通しだ。
- また過去最高水準の受注残高を背景に、11月に発表される1Q決算と来年2月の上期決算発表では売上高が2桁増となる見込みであり、今後のカタリストとなりえることも重要なインプリケーションである。IWIは、新規ユーザー向けクラウドサービスの立ち上げに加え、想定以上の会員数の伸び等を背景に既存顧客からの新機能開発需要をも獲得している。
- 現在の株価バリュエーションは、PERが過去平均から15%、EV/EBITDAは10%のディスカウントである。配当利回りは前期に採用した40%配当性向水準もあり過去平均を13%上回る2.38%である。セキュリティ事業に不測の事態が生じない限り、2024/6期には営業利益率が15%を超える見通しであり、現在の割安な株価水準が際立っている。

4Q 受注残高は前期比3.2%増、前年同期比90.4%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

4Q Follow-up

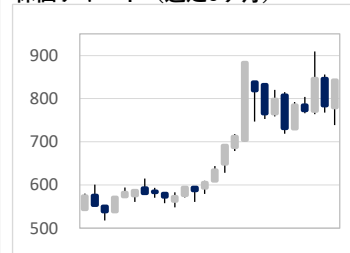


ノンストップ（無停止型）、安全なオーソリセンター接続パッケージ向けのFEPシステム開発において、クレジットカード会社向けに圧倒的なシェアを誇るシステムインテグレーター

主要指標

株価(8/31)	924
YH (22/8/31)	924
YL (22/1/27)	490
10YH (18/10/24)	1,180
10YL (13/1/4)	173
発行済株式数 (百万株)	26.34
時価総額 (十億円)	22.178
EV (十億円)	18.246
自己資本比率	63.1%
23.6 P/E (CE)	17.3x
23.6 EV/EBITDA (CE)	6.5x
22.6 P/B (act)	2.75x
22.6 ROE (act)	13.5%
23.6 DY (CE)	2.38%

株価チャート (週足6ヶ月)



Source: SPEEDA price data

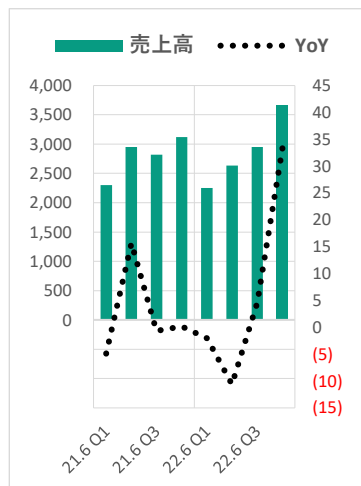
アナリスト
クリス・シュライバー CFA
research@sessapartners.co.jp



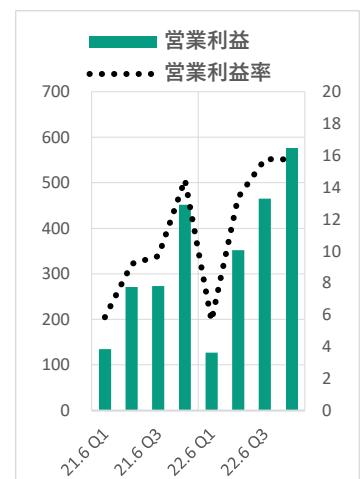
本レポートは当該企業からの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレマーをご覧下さい。



対計画比15%の超過利益を背景に大幅な増配を決定 改定されたローリング中期事業計画は成長への自信の表れ



- ◎ IWIは、8/3 (水) 15:30に22/6期4Q決算を発表し、説明会は8/5 (金) 10:00に開催された。3Qフォローアップレポートで指摘した通り、通期営業利益は会社予想を15.1%超過し、前期比+34.4%、一株当たり配当は21.4%上方修正された(下図参照)。クラウドサービス事業の黒字化(売上高 1,173 百万円 前期比24.5%増、受注高 3,461 百万円 同350.7%増、受注残高 4,141 百万円 同123.5%増)が好調な決算の一因となった。
- ◎ 同社は4Q決算発表と同時に、3年間の中期事業計画をローリング(下表)し改訂版を発表した。23/6期は売上高13,500百万円(前期比17.5%増)、営業利益1,800百万円(同18.4%増)、営業利益率は13.3%と中期計画の目標である15.0%に向け順調に改善している。8/19の終値、842円に基づけば、同社の株式はPER17.3倍、配当利回り2.38%で取引されている。



IWI FY22/6 Q4 単体業績サマリー

百万円、%	FY21/6 実績	FY22/6 会予	FY22/6 実績	増減 金額	率 前年比	FY23/6 会予	増減 金額	率 前年比
売上高	11,188	12,000	11,493	306	2.7	13,500	2,007	17.5
YoY (pct)	2.4	7.3	2.7			17.5		
・システム開発	5,272	5,850	5,357	85	1.6	NA		
・保守 (ソフトウェア)	1,357	1,440	1,502	145	10.7	NA		
・当社製品	335	400	354	19	5.7	NA		
・クラウドサービス	942	1,130	1,173	231	24.5	NA		
・ハードウェア	1,638	1,730	1,755	117	7.1	NA		
・他社製品	509	250	350	(159)	(31.2)	NA		
・セキュリティ対策製品	1,131	1,200	998	(133)	(11.8)	NA		
Gross income	3,157	NA	3,699	542	17.2	NA		
GPM (%)	28.2%	NA	32.2%			NA		
営業利益	1,131	1,320	1,520	389	34.4	1,800	280	18.4
営業利益率 (%)	10.1%	11.0%	13.2%			13.3%		
経常利益	1,171	1,360	1,556	385	32.9	1,840	284	18.2
当期純利益	841	940	1,056	215	25.5	1,280	224	21.2
ROE (%)	11.6%	NA	13.5%			NA		
配当金総額	341	NA	446	105	30.8	NA		
配当性向 (%)	40.6%	39.8%	42.3%			41.1%		
DOE (%)	4.7%	NA	5.7%			NA		
純資産	7,568	NA	8,039	472	6.2	NA		
自己資本比率 (%)	67.9%	NA	63.1%			NA		
一株当たり当期純利益(¥)	31.98	35.76	40.16			48.70		
一株当たり配当金(¥)	13.00	14.00	17.00			20.00		
一株当たり純資産(¥)	287.85	NA	305.87			NA		

出所: 同社決算短信よりSIR作成 注:単位は百万円未満四捨五入

注: IWIは従来、カテゴリー別売上高を会社予想として公表していたが、今年度より中期経営計画の事業戦略に沿って、売上高を、決済・金融、クラウドサービス、セキュリティに分類している。(3頁下段に記載)

IWI ローリング中期事業計画 2025

百万円、%	前計画				改定計画			
	FY21/6 実績	FY22/6 会予	FY23/6 MTP	FY24/6 MTP	FY22/6 実績	FY23/6 会予	FY24/6 MTP	FY25/6 MTP
売上高	11,188	12,000	13,500	15,000	11,493	13,500	15,000	16,500
YoY (pct)	2.4	7.3	12.5	11.1	2.7	17.5	11.1	10.0
営業利益	1,131	1,320	1,750	2,250	1,520	1,800	2,250	2,500
営業利益率 (%)	10.1%	11.0%	13.0%	15.0%	13.2%	13.3%	15.0%	15.2%

出所: 同社プレスリリースよりSIR作成

中期事業計画「15 ALL」のレビューは6頁-7頁、新たな持続的成長への取り組み、事業戦略、2025年の目標は7頁-8頁を参照。

売上高は期初予想を若干下回ったものの、保守（ソフトウェア）やクラウドサービスなどのストックビジネスの売上に加え、FEPリニューアル案件による利益率の高いハードウェアの売上回復や、クラウドサービスの新規顧客の売上貢献により、2022/6期は増収を達成した。

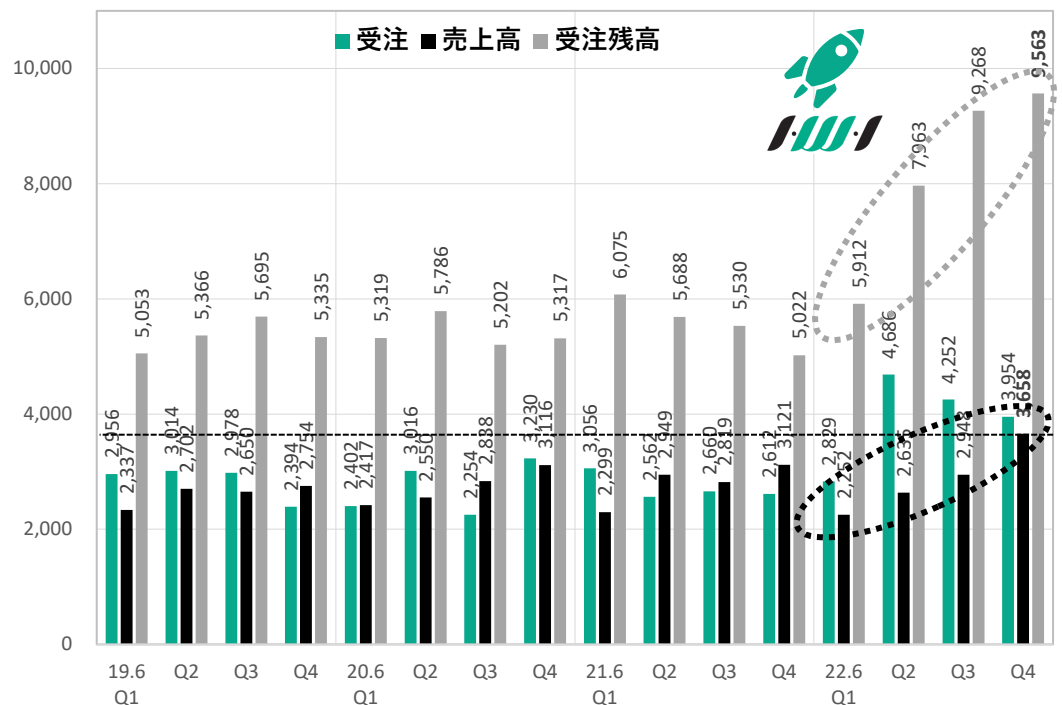
クラウドサービス事業が黒字化したこともあり、営業利益は計画を15.1%上回り、前年同期比34.4%増となった。

IWI 22/6期通期および4Q単体：カテゴリ別売上構成比の推移

百万円、%	21/6期 通期	22/6期 通期	増減 金額	率 前年比	21/6期 3Q単体	22/6期 3Q単体	増減 金額	率 前年比
売上高	11,188	11,493	306	2.7	3,121	3,659	538	17.2
・システム開発	5,272	5,357	85	1.6	1,562	1,498	(64)	(4.1)
・保守（ソフトウェア）	1,357	1,502	145	10.7	365	391	26	7.1
・当社製品	335	354	19	5.7	68	35	(33)	(48.5)
・クラウドサービス	942	1,173	231	24.5	240	380	140	58.3
・ハードウェア	1,638	1,755	117	7.1	299	926	627	209.7
・他社製品	509	350	(159)	(31.2)	78	113	35	44.9
・セキュリティ対策製品	1,131	998	(133)	(11.8)	509	314	(195)	(38.3)

出所：同社決算短信および決算説明会資料よりSIR作成

受注が好調に推移し、4Qの売上高および受注残高が過去最高水準に（百万円）



出所：同社決算短信および決算説明会資料よりSIR作成

★FY23/6期1Qと上期は2桁の増収を達成する見込み

もう一つの重要なポイントは、過去最高水準の受注残高により、11月の1Q決算、来年2月の上期決算で、売上高が2桁成長することであり、今後の好材料のパイプラインとなる。

IWI 23/6期 通期カテゴリ別業績予想

百万円、%	FY2022/6			FY2023/6			率 前年比
	上期実績	下期実績	通期実績	上期会予	下期会予	通期実績	
売上高	4,887	6,606	11,493	6,800	6,700	13,500	17.5
YoY	(6.9)	11.2	2.7	39.1	1.4	17.5	
・決済・金融	3,956	5,366	9,322	5,320	4,830	10,150	8.9
・クラウドサービス	493	680	1,173	880	1,120	2,000	70.5
・セキュリティ	438	560	998	600	750	1,350	35.3
営業利益	478	1,041	1,519	900	900	1,800	18.5
営業利益率	9.8%	15.8%	13.2%	13.2%	13.4%	13.3%	
経常利益	499	1,057	1,556	920	920	1,840	18.3
売上高比率	10.2%	16.0%	13.5%	13.5%	13.7%	13.6%	
当期純利益	337	718	1,055	640	640	1,280	21.3
売上高比率	6.9%	10.9%	9.2%	9.4%	9.6%	9.5%	

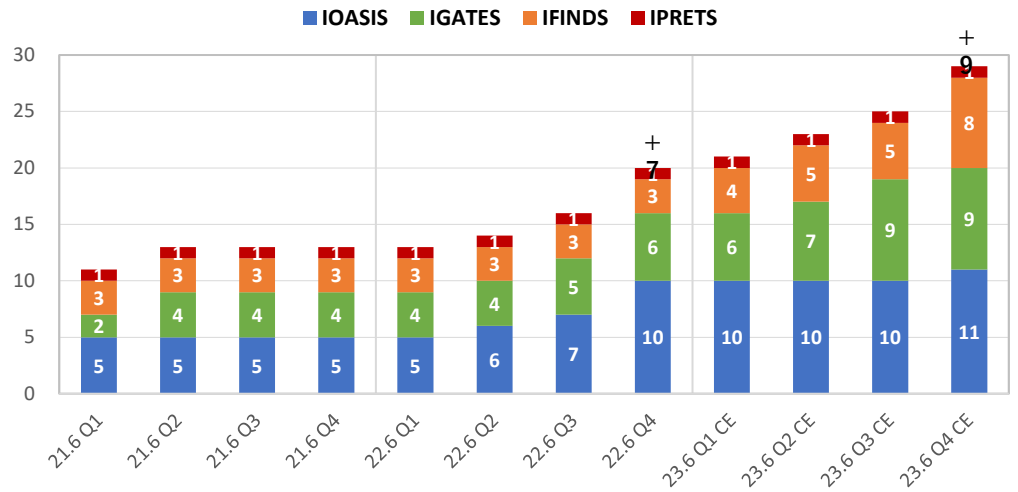
出所：同社決算説明会資料よりSIR作成



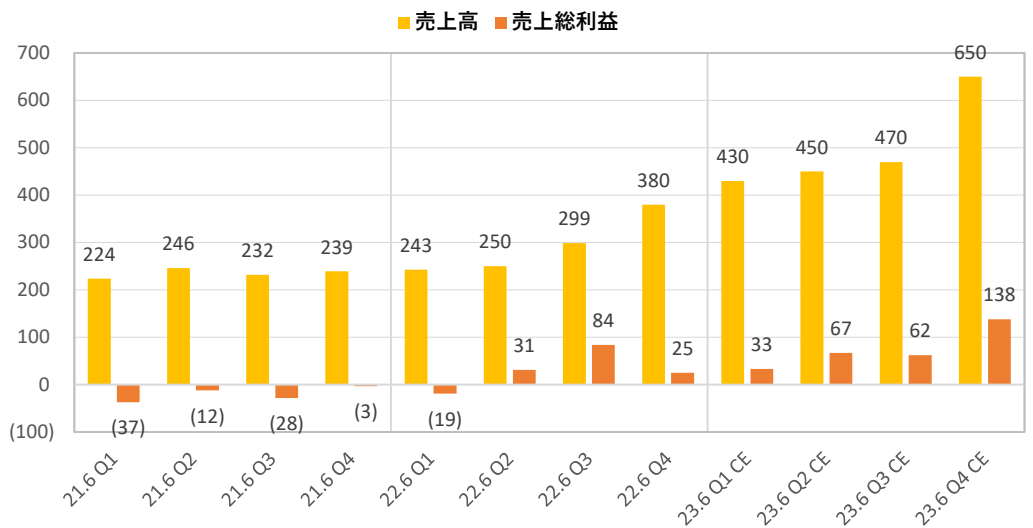
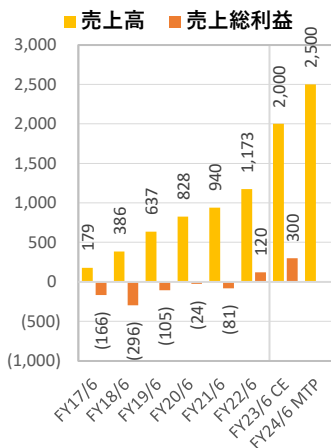
クラウド機能サービス

- 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

クラウドサービス:サービス別の顧客数：目標はFY23/6期4Qまでに29社

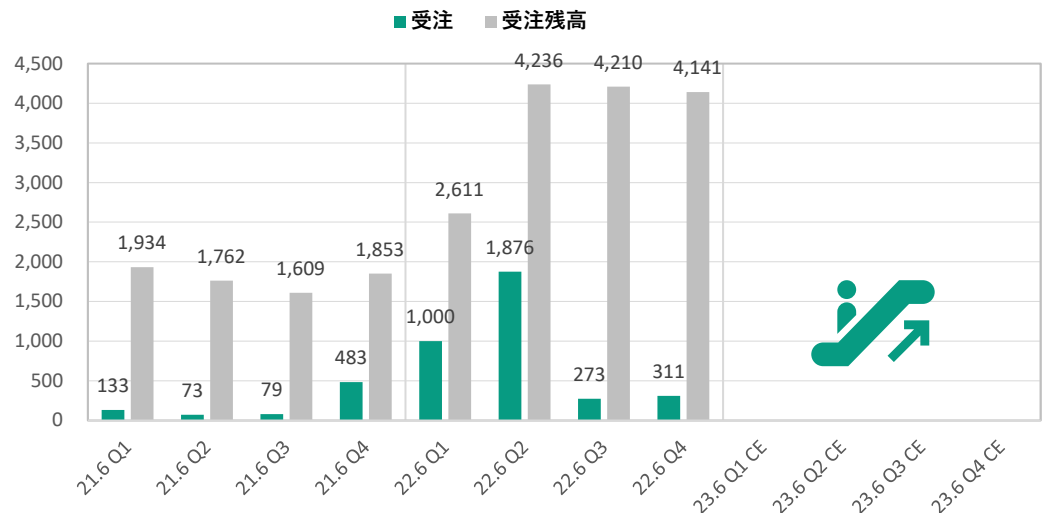


クラウドサービスは固定費負担の減少と業務効率化により売上総利益が上振れ



FY22/6期の受注が好調、新中計の2024/6期売上高目標の達成が視野に

クラウドサービスでは、上期に通信事業者、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（法人顧客）から、独自の加盟店アクワイアリング業務のスタートアップ基幹システムIOASISを受注した。



出所:同社決算説明会資料よりSIR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(普及が一気に跳ね上がる分岐点)に達した後、固定費低減と業務効率化改善によって利益が上振れる余地があり、新たなステージに移行しつつある。

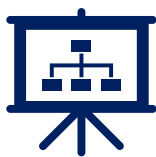
クレジットカード認証向けのオンプレミス型FEPインフラソリューション



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



★このソリューションの売上高はまだ少ないが、視聴者が家庭用テレビからインターネット接続されたモバイル機器に広がりを広げつつあることを受け、地上波放送局が新たなライブストリーム同時配信サービスを拡大する動きがある。そのため同事業は大きな可能性を秘めていると言える。

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

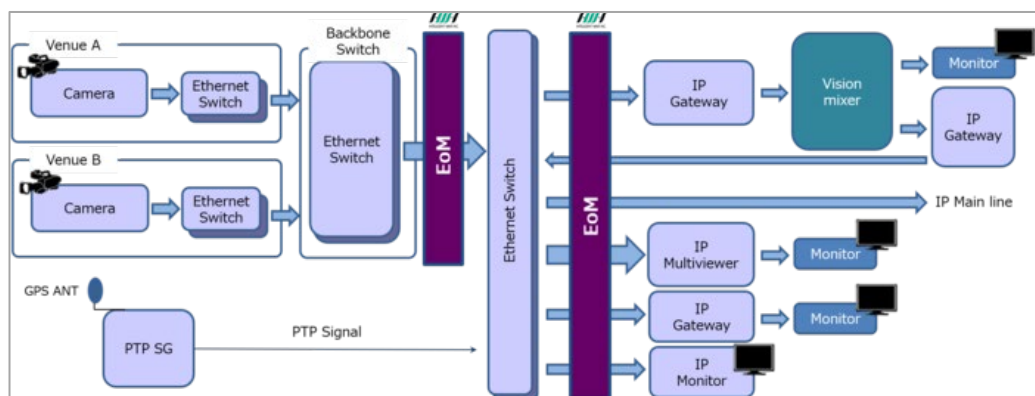
DX推進により、あらゆる業界で大量データのリアルタイム処理が求められている。そのような中、IWIはテレビ朝日やJDS、QVCジャパンなど、国内のEoMユーザー基盤を拡大させている。同ソリューションはフィンランドの公共放送であるYleでも採用されたことにより、IWIの技術がグローバルで通用することが証明されたといえる。さらに、コネクテッドカーや医療IoTなど、新たな業界参入に向けた研究開発活動を進める。

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、アリストネットワーク (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



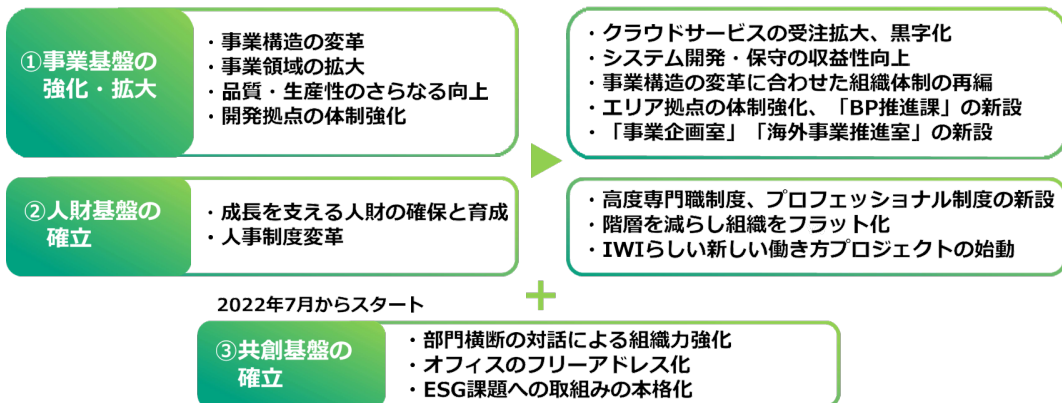
中期事業計画 "15 ALL" の進捗とローリングした2025年新目標

新事業計画2025に盛り込まれた持続的成長への取り組み

- ① 事業基盤の強化・拡大
- ② 人材基盤の確立
- ③ 共創基盤の確立

持続的成長への取り組み別による中期事業計画 "15 ALL" の進捗

2022年6月期実績



事業別戦略 (P8の事業構造の変革も参照)



決済・金融

- ・FEPシステムのクラウド対応
- ・決済データの共同利用、データ分析・利活用
- ・顧客のIT戦略支援による決済領域の拡大
- ・不正検知業務の支援ビジネス (BPO)



クラウドサービス

- ・導入企業数の拡大
- ・利用ユーザー増加を見据えたインフラ環境と運用体制の整備
- ・不正検知システムの東南アジア展開



セキュリティ

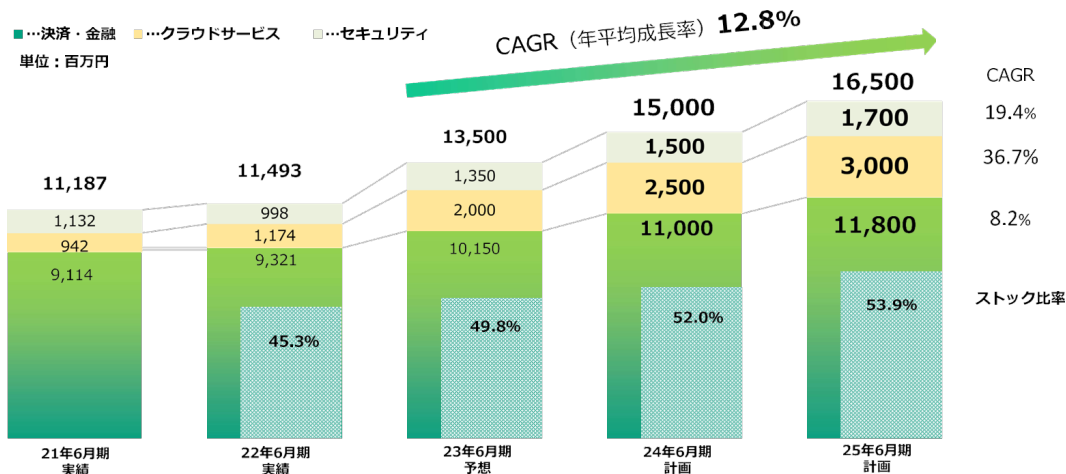
- ・プロダクト販売からセキュリティサービス提供へのモデル転換
- ・DNPとの協業による事業推進の強化



新規事業 (DX領域)

- ・決済以外の社会インフラ (放送・交通・電力・OT環境) へ領域拡大
- ・FPGA技術を活用したアクセラレーション・分析サービスや製品開発

中期事業計画2025年販売目標達成に向けたロードマップ

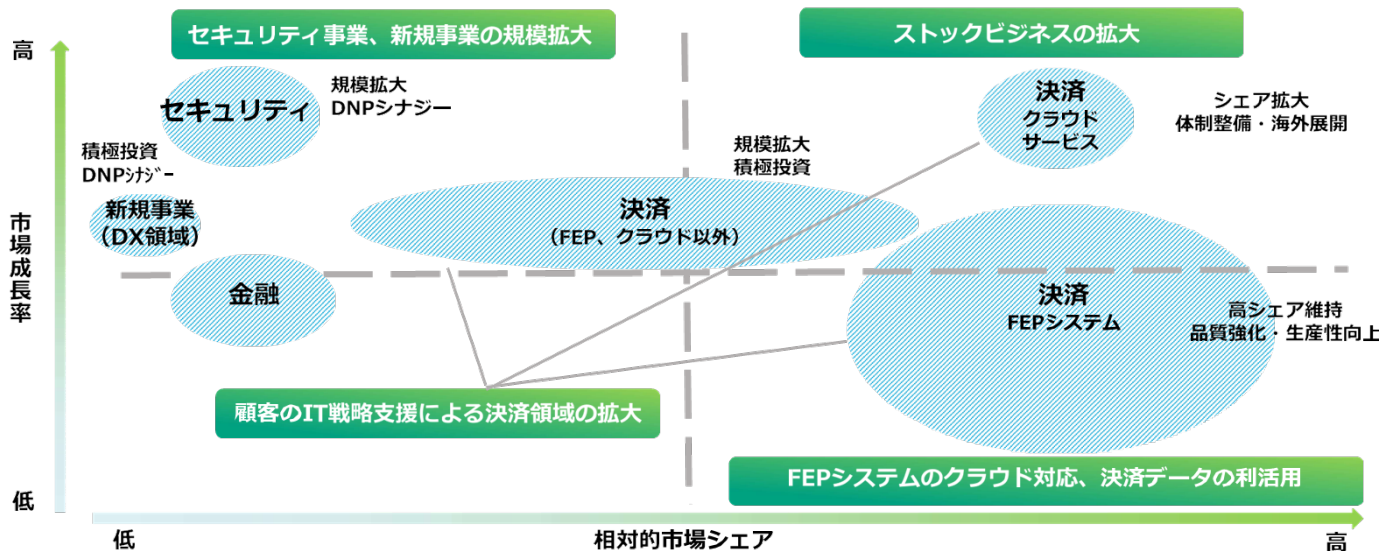


23/6期は、売上高が前年比17.5%増となる見込みにもかかわらず、営業利益率が13.2%→13.3%と改善にとどまるのは、以下の理由による。
 ①クラウドはインフラ等の体制整備による費用増などもあり、売上の増加ほど利益が伸びないこと。
 ②販管費の増加。

出所：同社FY22/6決算説明会資料より抜粋 (P8上図含む)

★ローリング中期事業計画2025で示された事業構造の変革概要

- ・クラウドサービスを中心としたストックビジネスの拡大
- ・FEPシステムのクラウド対応、決済データの利活用
- ・顧客のIT戦略支援による決済領域の拡大
- ・セキュリティ事業、新規事業の規模拡大による新たな柱の創出



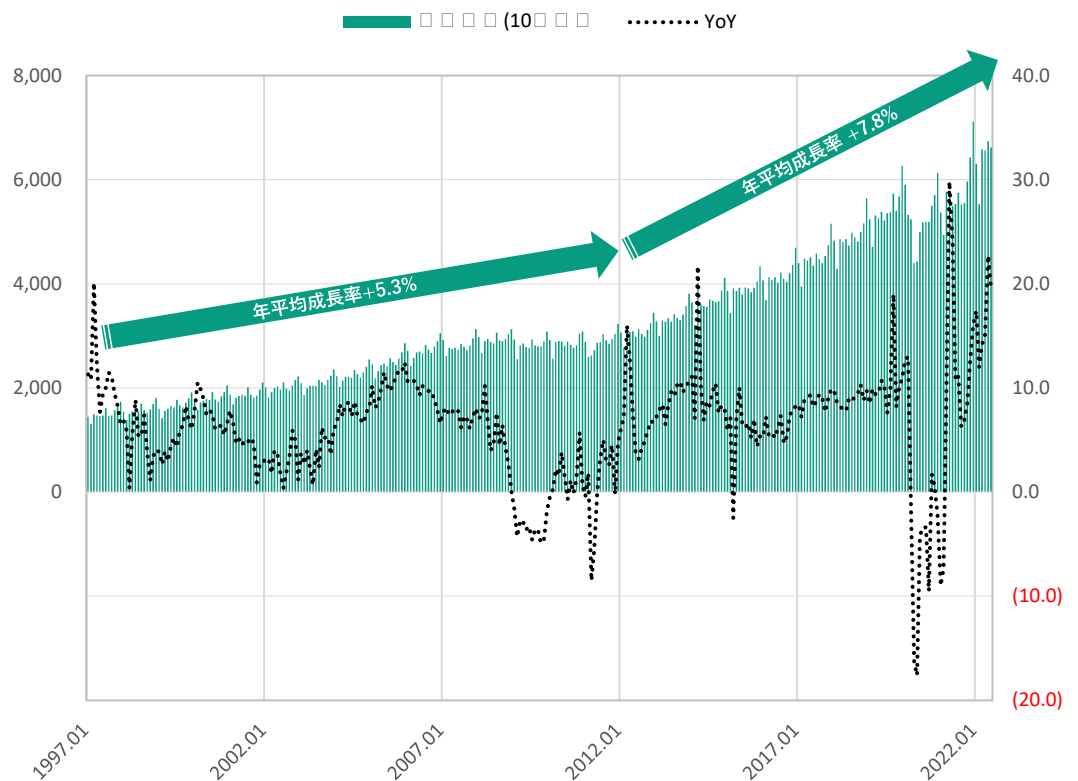
※ストックビジネス：定期的に一定の売上を確保できる案件・契約

出所：同社FY22/6決算説明会資料より抜粋



◆ クレジットカード事業は成長ビジネス

経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」：クレジットカード



出所：経済産業省データよりSIR作成

https://www.meti.go.jp/statistics/tyo/tokusabido/result/result_1.html



Performance and Valuations: SESSA Smart Charts

- ✓ 21/6期は出来高が急減。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。
- ✓ IWIは計画通りプライム市場を選択したが、東証は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としている。
- ✓ 現在、PERは過去平均に対して15%ディスカウントされており、EV/EBITDAは過去平均を10%下回っている。
- ✓ 配当利回りは2.38%と、過去平均を13%上回っている。

+3.56%	▲	120.34
+12.3%	▲	543.23
+5.34%	▲	254.23
-7.89%	▼	321.58
+5.97%	▲	100.08
+2.13%	▲	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

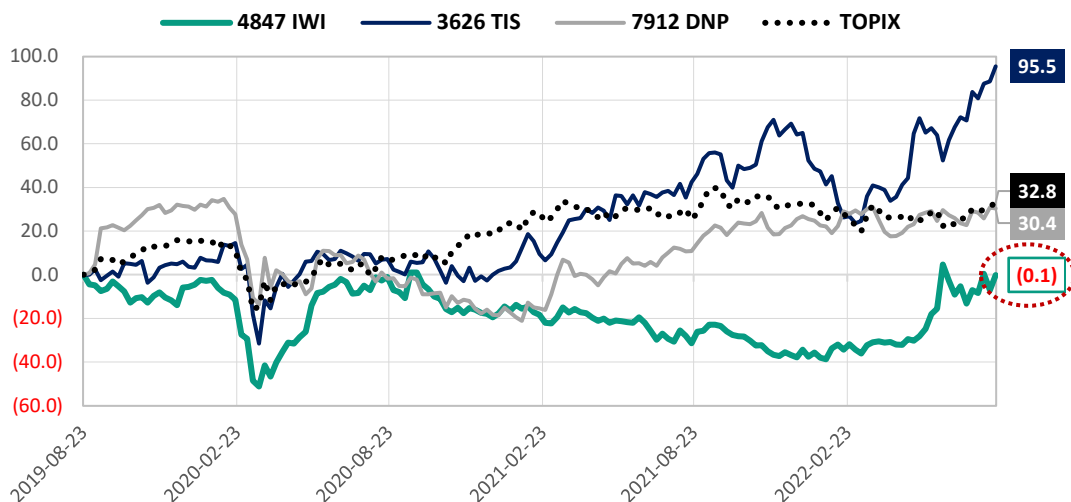
構造的な収益性向上が株価上昇の牽引役

✓ 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られる。

✓ 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。

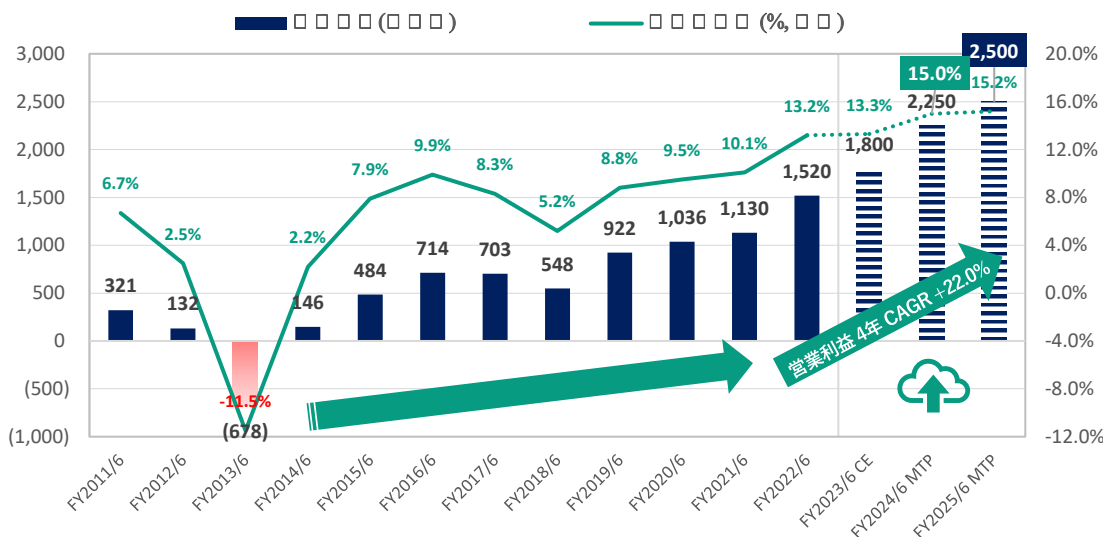
3年間の週次相対パフォーマンス: 利益水準が大きく変わろうとしているにもかかわらず、21/6期は東証プライム市場を巡る混乱のためにIWIのみが水面下



IWIの株価の長期推移 (月足)



IWIの営業利益の15年長期推移と新中期事業計画目標



代表取締役社長 佐藤邦光氏(62)



出所: SPEEDAおよび同社決算説明会資料よりSIR作成

日本は依然として現金決済率が高い



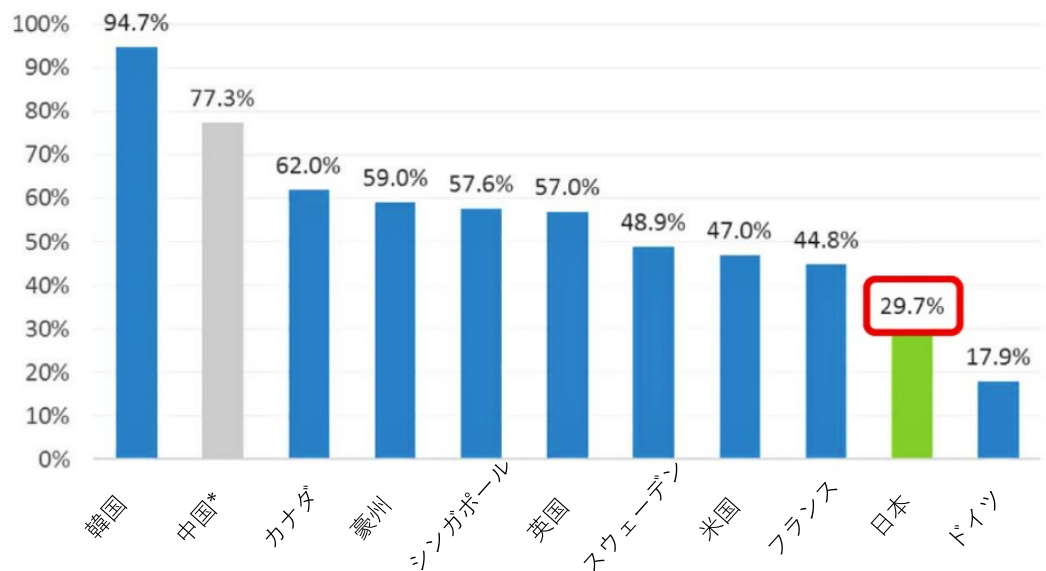
出所: 日本銀行

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

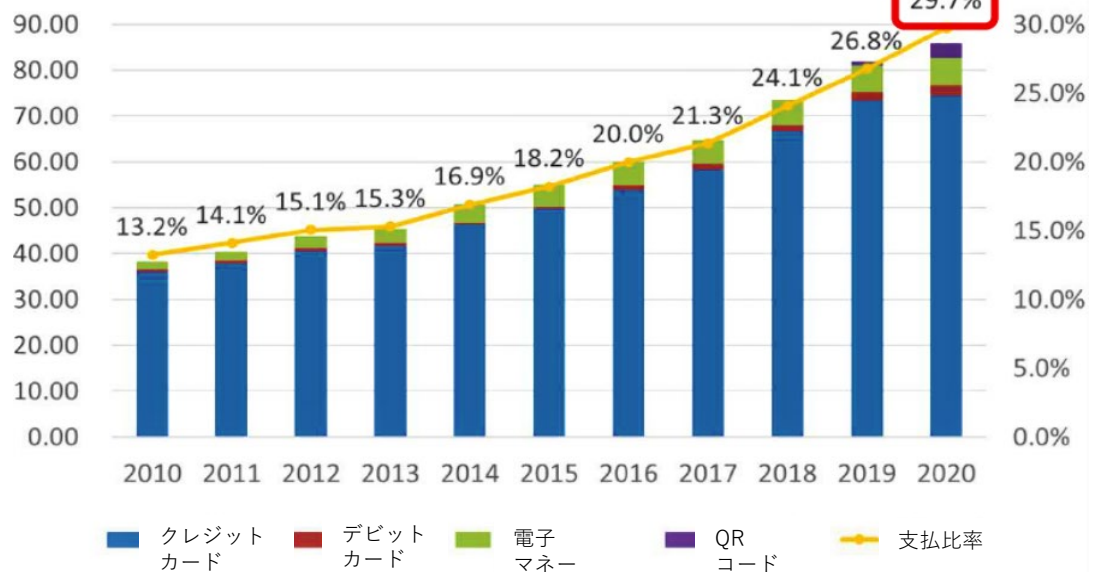
内閣官房長官は2017年6月に「未来投資戦略2017」を発表し、経済産業省は2018年4月に「キャッシュレス・ビジョン」を公表した。キャッシュレス・ビジョンは、日本国際博覧会（大阪万博）が開催される2025年までに、キャッシュレス決済の比率を40%に増加させることを目標に定め、将来的には80%を目標としている。

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