

# 4847 インテリジェント ウェーブ

Sponsored Research  
2020年11月17日

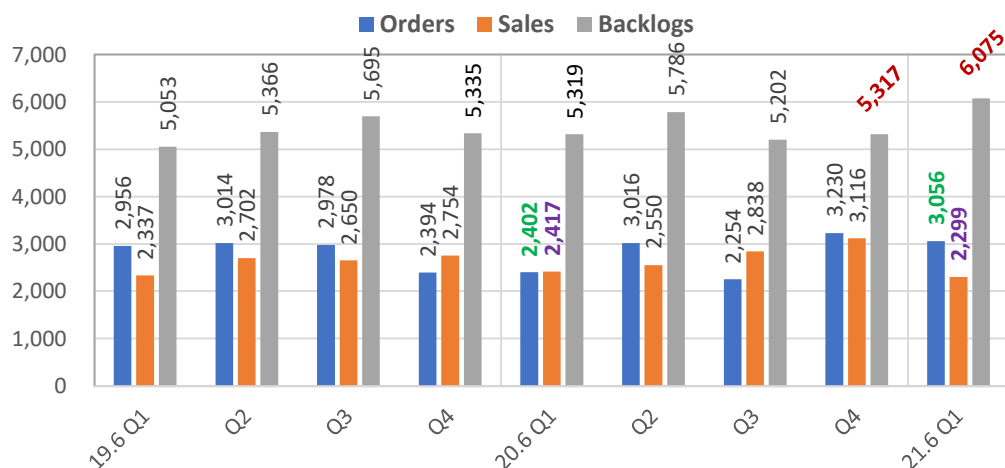
Sessa Investment Research

## 上半期の顧客需要に対するコロナの影響はほぼ見られず 売上高と営業利益は記録的な受注残を背景に増収増益に向けて順調に推移

### サマリー

- 21年6月1Qの決算は売上高と営業利益が共に約5%減となった。一見ネガティブに見えるが、業績が悪化している顧客の設備投資意欲への影響が社内でも懸念されていたが、上半期の顧客プロジェクトの伸びはコロナの影響をほとんど受けなかった。1Qの売上高は、前期の高い比較ベースのためにハードウェアの売上げが減少したこと、システム開発の一部の売上計上時期が2Qに移動したことが主因で4.9%となった。その一方で、重点分野であるクラウドサービス事業はクリティカルマスに達し売上高は+25.8%となった。営業利益はクラウドサービスに関連する一時費用の影響で少し減少したが、営業利益率は前年比横ばいの5.8%だった。1Qの営業利益通期ガイダンスに対する進捗率は11.7%となり、5年間の平均である10.5%を上回った。1Qの受注額は前年比+27.2%の30億5,600万円、受注残は4Q比+14.3%の60億7,500万円になり、1Qとしては過去最高を記録した。コア収益のモメンタムはしっかりしている。
- 20年6月期4Q決算を発表した8月6日の引け値は906円だったが、午前中に21年6月期1Qの決算説明会を開催し、中期経営計画の営業利益目標を引き上げた11月6日の引け値は698円で、その間の下落率は23%に達した。一方、同期間に日経225は8.5%上昇した。同社の株価が大きくアンダーパフォームした理由は2つあると考えている。新型コロナウイルス感染状況下でのクレジットカードによる取引の低迷傾向が第1の理由である。宿泊業や飲食業にとって厳しい状況のために4月と5月は2桁減となり、6月/7月/8月も3~4%減を記録したことを受けて、懸念を強めたクレジットカード会社が設備投資を下半期に先送りした可能性がある。親会社であるDNP（大日本印刷）は経済全般の影響を受けやすく、難しい収益状況であることが第2の理由である。現在のPERは23倍であり、過去3年間ならびに10年間の平均である約33倍を大きく下回っている。同社は下半期に生じ得るリスクを認識しているが、引き合いを見る限り今のところその兆しはないことから再評価の余地があると思われる。

IWIの四半期受注、売上高、受注残のトレンド(百万円)



出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成。

## 1Q Follow-up



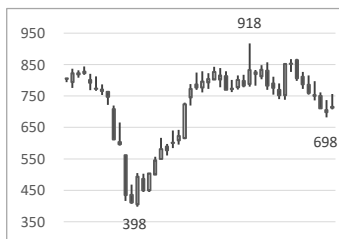
### 注目点：

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

Share price (11/13)	716
YH (20/8/6)	918
YL (20/3/23)	398
10YH (18/10/24)	1,180
10YL (11/3/16)	160
Shrs out. (mn shrs)	26.34
Mkt cap (¥ bn)	18.86
EV (¥ bn)	14.99
Equity ratio (9/30)	68.2%
21.6 P/E (CE)	23.0x
20.6 ROE (act)	11.4%
20.6 P/B (act)	2.70x
21.6 DY (CE)	1.40%

### 株価チャート（週足）



Source: SPEEDA

クリス・シュレイバー CFA  
アナリスト  
[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ー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ムをご覧ください。

① 21年6月期第1四半期の業績の主要ポイント

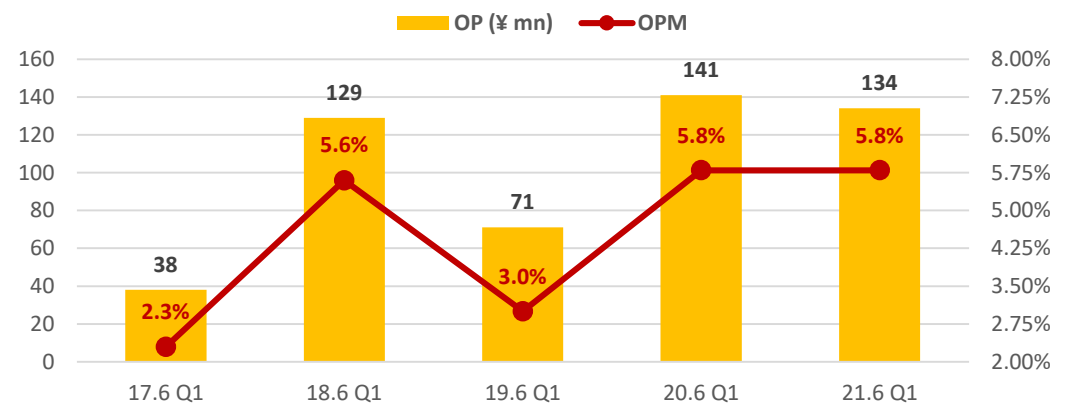
- 1Qの売上高は前期の高い比較ベースのためにハードウェアの売上げが減少したこと、加えてシステム開発の一部の売上計上時期が2Qに移動したことが主因で-4.9%になった。(下表参照)
- しかし、重点分野であるクラウドサービスと、他に比べて利益率が高い自社開発パッケージソフトウェアが2桁後半の伸びを記録した。(下表参照)
- 1Qの営業利益は、クラウドサービスに関連する一時費用の影響で少し減少したが、営業利益率は前年比横ばいの5.8%だった。(下グラフ参照) 1Qの営業利益の通期ガイダンスに対する進捗率は11.7%となり、5年間の平均である10.5%を上回った。(P3の上段の表を参照)
- 1Qの受注額は前年比+27.2%、受注残は4Q比+14.3%の60億7,500万円になり、1Qとして過去最高を記録した。上半期の売上高ならびに営業利益は前年比で順調に増加基調を辿っている。

IWIの四半期受注、売上高、受注残の前年比で見たトレンド

百万円、%	Orders	YoY	Sales	YoY	Backlogs	YoY
19.6 Q1	2,956	6.7	2,337	0.6	5,053	(4.9)
Q2	3,014	28.5	2,702	14.0	5,366	1.5
Q3	2,978	21.6	2,650	(15.5)	5,695	23.7
Q4	2,394	(8.1)	2,754	(0.8)	5,335	20.3
20.6 Q1	2,402	(18.7)	2,417	3.4	5,319	5.3
Q2	3,016	0.1	2,550	(5.6)	5,786	7.8
Q3	2,254	(24.3)	2,838	7.1	5,202	(8.7)
Q4	3,230	34.9	3,116	13.1	5,317	(0.3)
21.6 Q1	3,056	27.2	2,299	(4.9)	6,075	14.2

出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成。

IWIの第1四半期の営業利益、営業利益率の5年間のトレンド



出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成。

IWI 製品・サービス別売上高

[日本基準]	20.6	21.6	増減	YoY	FY6/20	FY6/21	増減	YoY
百万円、%	1Q	1Q	金額		実績	期初予想	金額	
売上高	2,417	2,298	(119)	(4.9)	10,920	11,000	80	0.7
• ソフトウェア開発 (フロー)	1,251	1,113	(138)	(11.0)	5,791	5,362	(429)	(7.4)
• ソフトウェア保守 (ストック)	301	315	14	4.7	1,246	1,284	38	3.0
• 自社開発パッケージソフトウェア (フロー)	97	144	47	48.5	244	397	153	62.7
• クラウドサービス (ストック)	178	224	46	25.8	828	940	112	13.5
• ハードウェア (フロー)	353	208	(145)	(41.1)	1,526	1,494	(32)	(2.1)
• 他社製(仕入)パッケージソフトウェア (フロー)	61	110	49	80.3	220	423	203	92.3
• セキュリティ対策製品 (フロー)	173	181	8	4.6	1,063	1,100	37	3.5
営業利益	141	134	(7)	(5.0)	1,036	1,150	114	11.0

出所：同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成。

IWIの収益の季節性分析

[日本基準]	百万円、%	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	FY	1H	2H	FY
		Earnings				Progress ratio				Earnings			Progress ratio		
<b>FY6/16</b>	<b>売上高</b>	<b>1,331</b>	<b>1,665</b>	<b>1,891</b>	<b>2,320</b>	<b>18.5%</b>	<b>23.1%</b>	<b>26.2%</b>	<b>32.2%</b>	<b>2,996</b>	<b>4,211</b>	<b>7,207</b>	<b>41.6%</b>	<b>58.4%</b>	<b>100.0%</b>
連結	営業利益	34	169	227	284	4.8%	23.7%	31.8%	39.8%	203	511	714	28.4%	71.6%	100.0%
	経常利益	41	175	230	285	5.6%	23.9%	31.5%	39.0%	216	515	731	29.5%	70.5%	100.0%
	親会社株主に帰属する当期純利益	34	112	141	192	7.1%	23.4%	29.4%	40.1%	146	333	479	30.5%	69.5%	100.0%
<b>FY6/17</b>	<b>売上高</b>	<b>1,654</b>	<b>2,139</b>	<b>2,264</b>	<b>2,413</b>	<b>19.5%</b>	<b>25.3%</b>	<b>26.7%</b>	<b>28.5%</b>	<b>3,793</b>	<b>4,677</b>	<b>8,470</b>	<b>44.8%</b>	<b>55.2%</b>	<b>100.0%</b>
非連結	営業利益	38	210	275	180	5.4%	29.9%	39.1%	25.6%	248	455	703	35.3%	64.7%	100.0%
	経常利益	37	238	289	202	4.8%	31.1%	37.7%	26.4%	275	491	766	35.9%	64.1%	100.0%
	親会社株主に帰属する当期純利益	20	172	214	141	3.7%	31.4%	39.1%	25.8%	192	355	547	35.1%	64.9%	100.0%
<b>FY6/18</b>	<b>売上高</b>	<b>2,322</b>	<b>2,371</b>	<b>3,136</b>	<b>2,775</b>	<b>21.9%</b>	<b>22.4%</b>	<b>29.6%</b>	<b>26.2%</b>	<b>4,693</b>	<b>5,911</b>	<b>10,604</b>	<b>44.3%</b>	<b>55.7%</b>	<b>100.0%</b>
非連結	営業利益	129	61	177	181	23.5%	11.1%	32.3%	33.0%	190	358	548	34.7%	65.3%	100.0%
	経常利益	128	69	176	201	22.3%	12.0%	30.7%	35.0%	197	377	574	34.3%	65.7%	100.0%
	親会社株主に帰属する当期純利益	83	46	109	139	22.0%	12.2%	28.9%	36.9%	129	248	377	34.2%	65.8%	100.0%
<b>FY6/19</b>	<b>売上高</b>	<b>2,337</b>	<b>2,702</b>	<b>2,650</b>	<b>2,754</b>	<b>22.4%</b>	<b>25.9%</b>	<b>25.4%</b>	<b>26.4%</b>	<b>5,039</b>	<b>5,404</b>	<b>10,443</b>	<b>48.3%</b>	<b>51.7%</b>	<b>100.0%</b>
非連結	営業利益	71	198	407	246	7.7%	21.5%	44.1%	26.7%	269	653	922	29.2%	70.8%	100.0%
	経常利益	79	203	406	266	8.3%	21.3%	42.6%	27.9%	282	672	954	29.6%	70.4%	100.0%
	親会社株主に帰属する当期純利益	48	157	262	217	7.0%	23.0%	38.3%	31.7%	205	479	684	30.0%	70.0%	100.0%
<b>FY6/20</b>	<b>売上高</b>	<b>2,417</b>	<b>2,550</b>	<b>2,838</b>	<b>3,116</b>	<b>22.1%</b>	<b>23.3%</b>	<b>26.0%</b>	<b>28.5%</b>	<b>4,967</b>	<b>5,954</b>	<b>10,921</b>	<b>45.5%</b>	<b>54.5%</b>	<b>100.0%</b>
非連結	営業利益	141	228	217	450	13.6%	22.0%	20.9%	43.4%	369	667	1,036	35.6%	64.4%	100.0%
	経常利益	141	219	241	474	13.1%	20.4%	22.4%	44.1%	360	715	1,075	33.5%	66.5%	100.0%
	親会社株主に帰属する当期純利益	91	146	161	364	11.9%	19.2%	21.1%	47.8%	237	525	762	31.1%	68.9%	100.0%
<b>5Y AVG</b>	<b>売上高</b>	<b>2,012</b>	<b>2,285</b>	<b>2,556</b>	<b>2,676</b>	<b>21.1%</b>	<b>24.0%</b>	<b>26.8%</b>	<b>28.1%</b>	<b>4,298</b>	<b>5,231</b>	<b>9,529</b>	<b>45.1%</b>	<b>54.9%</b>	<b>100.0%</b>
	営業利益	83	173	261	268	10.5%	22.1%	33.2%	34.2%	256	529	785	32.6%	67.4%	100.0%
	経常利益	85	181	268	286	10.4%	22.0%	32.7%	34.8%	266	554	820	32.4%	67.6%	100.0%
	親会社株主に帰属する当期純利益	55	127	177	211	9.7%	22.2%	31.1%	37.0%	182	388	570	31.9%	68.1%	100.0%
	act	CE								CE	CE	CE			
<b>FY6/21</b>	<b>売上高</b>	<b>2,299</b>	<b>2,701</b>	—	—	<b>20.9%</b>	<b>24.6%</b>	—	—	<b>5,000</b>	<b>6,000</b>	<b>11,000</b>	<b>45.5%</b>	<b>54.5%</b>	<b>100.0%</b>
非連結	営業利益	134	246	—	—	11.7%	21.4%	—	—	380	770	1,150	33.0%	67.0%	100.0%
	経常利益	129	271	—	—	10.8%	22.8%	—	—	400	790	1,190	33.6%	66.4%	100.0%
	親会社株主に帰属する当期純利益	84	196	—	—	10.2%	23.9%	—	—	280	540	820	34.1%	65.9%	100.0%

出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成。

IWIの収益の前年比で見たトレンド分析

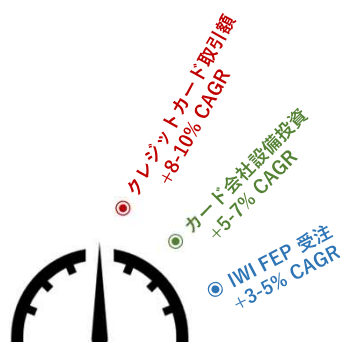
[日本基準]	百万円、%	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	FY	1H	2H	FY
		Earnings				YoY trend				Earnings			YoY trend		
<b>FY6/16</b>	<b>売上高</b>	<b>1,331</b>	<b>1,665</b>	<b>1,891</b>	<b>2,320</b>	<b>(6.7)</b>	<b>17.3</b>	<b>29.8</b>	<b>24.9</b>	<b>2,996</b>	<b>4,211</b>	<b>7,207</b>	<b>5.3</b>	<b>27.0</b>	<b>17.0</b>
連結	営業利益	34	169	227	284	(64.2)	89.9	129.3	41.3	203	511	714	10.3	70.3	47.5
	経常利益	41	175	230	285	(55.4)	90.2	109.1	45.4	216	515	731	17.4	68.3	49.2
	親会社株主に帰属する当期純利益	34	112	141	192	(44.3)	(39.1)	220.5	5.5	146	333	479	(40.4)	47.3	1.7
<b>FY6/17</b>	<b>売上高</b>	<b>1,654</b>	<b>2,139</b>	<b>2,264</b>	<b>2,413</b>	<b>24.3</b>	<b>28.5</b>	<b>19.7</b>	<b>4.0</b>	<b>3,793</b>	<b>4,677</b>	<b>8,470</b>	<b>26.6</b>	<b>11.1</b>	<b>17.5</b>
非連結	営業利益	38	210	275	180	11.8	24.3	21.1	(36.6)	248	455	703	22.2	(11.0)	(1.5)
	経常利益	37	238	289	202	(9.8)	36.0	25.7	(29.1)	275	491	766	27.3	(4.7)	4.8
	親会社株主に帰属する当期純利益	20	172	214	141	(41.2)	53.6	51.8	(26.6)	192	355	547	31.5	6.6	14.2
<b>FY6/18</b>	<b>売上高</b>	<b>2,322</b>	<b>2,371</b>	<b>3,136</b>	<b>2,775</b>	<b>40.4</b>	<b>10.8</b>	<b>38.5</b>	<b>15.0</b>	<b>4,693</b>	<b>5,911</b>	<b>10,604</b>	<b>23.7</b>	<b>26.4</b>	<b>25.2</b>
非連結	営業利益	129	61	177	181	239.5	(71.0)	(35.6)	0.6	190	358	548	(23.4)	(21.3)	(22.0)
	経常利益	128	69	176	201	245.9	(71.0)	(39.1)	(0.5)	197	377	574	(28.4)	(23.2)	(25.1)
	親会社株主に帰属する当期純利益	83	46	109	139	315.0	(73.3)	(49.1)	(1.4)	129	248	377	(32.8)	(30.1)	(31.1)
<b>FY6/19</b>	<b>売上高</b>	<b>2,337</b>	<b>2,702</b>	<b>2,650</b>	<b>2,754</b>	<b>0.6</b>	<b>14.0</b>	<b>(15.5)</b>	<b>(0.8)</b>	<b>5,039</b>	<b>5,404</b>	<b>10,443</b>	<b>7.4</b>	<b>(8.6)</b>	<b>(1.5)</b>
非連結	営業利益	71	198	407	246	(45.0)	224.6	129.9	35.9	269	653	922	41.6	82.4	68.2
	経常利益	79	203	406	266	(38.3)	194.2	130.7	32.3	282	672	954	43.1	78.2	66.2
	親会社株主に帰属する当期純利益	48	157	262	217	(42.2)	241.3	140.4	56.1	205	479	684	58.9	93.1	81.4
<b>FY6/20</b>	<b>売上高</b>	<b>2,417</b>	<b>2,550</b>	<b>2,838</b>	<b>3,116</b>	<b>3.4</b>	<b>(5.6)</b>	<b>7.1</b>	<b>13.1</b>	<b>4,967</b>	<b>5,954</b>	<b>10,921</b>	<b>(1.4)</b>	<b>10.2</b>	<b>4.6</b>
非連結	営業利益	141	228	217	450	98.6	15.2	(46.7)	82.9	369	667	1,036	37.2	2.1	12.4
	経常利益	141	219	241	474	78.5	7.9	(40.6)	78.2	360	715	1,075	27.7	6.4	12.7
	親会社株主に帰属する当期純利益	91	146	161	364	89.6	(7.0)	(38.5)	67.7	237	525	762	15.6	9.6	11.4
	act	CE								CE	CE	CE			
<b>FY6/21</b>	<b>Net sales</b>	<b>2,299</b>	<b>2,701</b>	—	—	<b>(4.9)</b>	<b>5.9</b>	—	—	<b>5,000</b>	<b>6,000</b>	<b>11,000</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>
非連結	営業利益	134	246	—	—	(5.0)	7.9	—	—	380	770	1,150	3.0	15.4	11.0
	経常利益	129	271	—	—	(8.5)	23.7	—	—	400	790	1,190	11.1	10.5	10.7
	親会社株主に帰属する当期純利益	84	196	—	—	(7.7)	34.2	—	—	280	540	820	18.1	2.9	7.6

出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成。

IWIの収益率分析

【日本基準】	百万円、%	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	FY	1H	2H	FY
利益					利益率				利益			利益率			
<b>FY6/16</b>	<b>売上総利益</b>	<b>332</b>	<b>477</b>	<b>556</b>	<b>628</b>	<b>24.9%</b>	<b>28.6%</b>	<b>29.4%</b>	<b>27.1%</b>	<b>809</b>	<b>1,184</b>	<b>1,993</b>	<b>27.0%</b>	<b>28.1%</b>	<b>27.7%</b>
連結	SG&A	297	309	329	344	22.3%	18.6%	17.4%	14.8%	606	673	1,279	20.2%	16.0%	17.7%
	EBITDA	84	212	280	352	6.3%	12.7%	14.8%	15.2%	296	632	928	9.9%	15.0%	12.9%
	営業利益	34	169	227	284	2.6%	10.2%	12.0%	12.2%	203	511	714	6.8%	12.1%	9.9%
<b>FY6/17</b>	<b>売上総利益</b>	<b>342</b>	<b>572</b>	<b>656</b>	<b>562</b>	<b>20.7%</b>	<b>26.7%</b>	<b>29.0%</b>	<b>23.3%</b>	<b>914</b>	<b>1,218</b>	<b>2,132</b>	<b>24.1%</b>	<b>26.0%</b>	<b>25.2%</b>
非連結	SG&A	304	362	381	383	18.4%	16.9%	16.8%	15.9%	666	764	1,430	17.6%	16.3%	16.9%
	EBITDA	93	295	372	280	5.6%	13.8%	16.4%	11.6%	388	652	1,040	10.2%	13.9%	12.3%
	営業利益	38	210	275	180	2.3%	9.8%	12.1%	7.5%	248	455	703	6.5%	9.7%	8.3%
<b>FY6/18</b>	<b>売上総利益</b>	<b>551</b>	<b>472</b>	<b>564</b>	<b>636</b>	<b>23.7%</b>	<b>19.9%</b>	<b>18.0%</b>	<b>22.9%</b>	<b>1,023</b>	<b>1,200</b>	<b>2,223</b>	<b>21.8%</b>	<b>20.3%</b>	<b>21.0%</b>
非連結	SG&A	422	411	387	455	18.2%	17.3%	12.3%	16.4%	833	842	1,675	17.7%	14.2%	15.8%
	EBITDA	238	177	296	322	10.2%	7.5%	9.4%	11.6%	415	618	1,033	8.8%	10.5%	9.7%
	営業利益	129	61	177	181	5.6%	2.6%	5.6%	6.5%	190	358	548	4.0%	6.1%	5.2%
<b>FY6/19</b>	<b>売上総利益</b>	<b>526</b>	<b>672</b>	<b>884</b>	<b>725</b>	<b>22.5%</b>	<b>24.9%</b>	<b>33.4%</b>	<b>26.3%</b>	<b>1,198</b>	<b>1,609</b>	<b>2,807</b>	<b>23.8%</b>	<b>29.8%</b>	<b>26.9%</b>
非連結	SG&A	455	474	478	478	19.5%	17.5%	18.0%	17.4%	929	956	1,885	18.4%	17.7%	18.1%
	EBITDA	196	347	642	445	8.4%	12.8%	24.2%	16.2%	543	1,087	1,630	10.8%	20.1%	15.6%
	営業利益	71	198	407	246	3.0%	7.3%	15.4%	8.9%	269	653	922	5.3%	12.1%	8.8%
<b>FY6/20</b>	<b>売上総利益</b>	<b>622</b>	<b>712</b>	<b>689</b>	<b>958</b>	<b>25.7%</b>	<b>27.9%</b>	<b>24.3%</b>	<b>30.7%</b>	<b>1,334</b>	<b>1,647</b>	<b>2,981</b>	<b>26.9%</b>	<b>27.7%</b>	<b>27.3%</b>
非連結	SG&A	480	485	472	507	19.9%	19.0%	16.6%	16.3%	965	979	1,944	19.4%	16.4%	17.8%
	EBITDA	286	375	364	617	11.8%	14.7%	12.8%	19.8%	661	981	1,642	13.3%	16.5%	15.0%
	営業利益	141	228	217	450	5.8%	8.9%	7.6%	14.4%	369	667	1,036	7.4%	11.2%	9.5%
<b>5年平均</b>	<b>売上総利益</b>	<b>475</b>	<b>581</b>	<b>670</b>	<b>702</b>	<b>23.6%</b>	<b>25.4%</b>	<b>26.2%</b>	<b>26.2%</b>	<b>1,056</b>	<b>1,372</b>	<b>2,427</b>	<b>24.6%</b>	<b>26.2%</b>	<b>25.5%</b>
	SG&A	392	408	409	433	19.5%	17.9%	16.0%	16.2%	800	843	1,643	18.6%	16.1%	17.2%
	EBITDA	179	281	391	403	8.9%	12.3%	15.3%	15.1%	461	794	1,255	10.7%	15.2%	13.2%
	営業利益	83	173	261	268	4.1%	7.6%	10.2%	10.0%	256	529	785	6.0%	10.1%	8.2%
		act	CE							CE	CE	CE			
<b>FY6/21</b>	<b>売上総利益</b>	<b>589</b>	—	—	—	<b>25.6%</b>	—	—	—	—	—	—	—	—	—
非連結	SG&A	455	—	—	—	19.8%	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	EBITDA	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	営業利益	134	246	—	—	5.8%	9.1%	—	—	380	770	1,150	7.6%	12.8%	10.5%

出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成。



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資料。注：成長率は  
SESSAパートナーズ予想



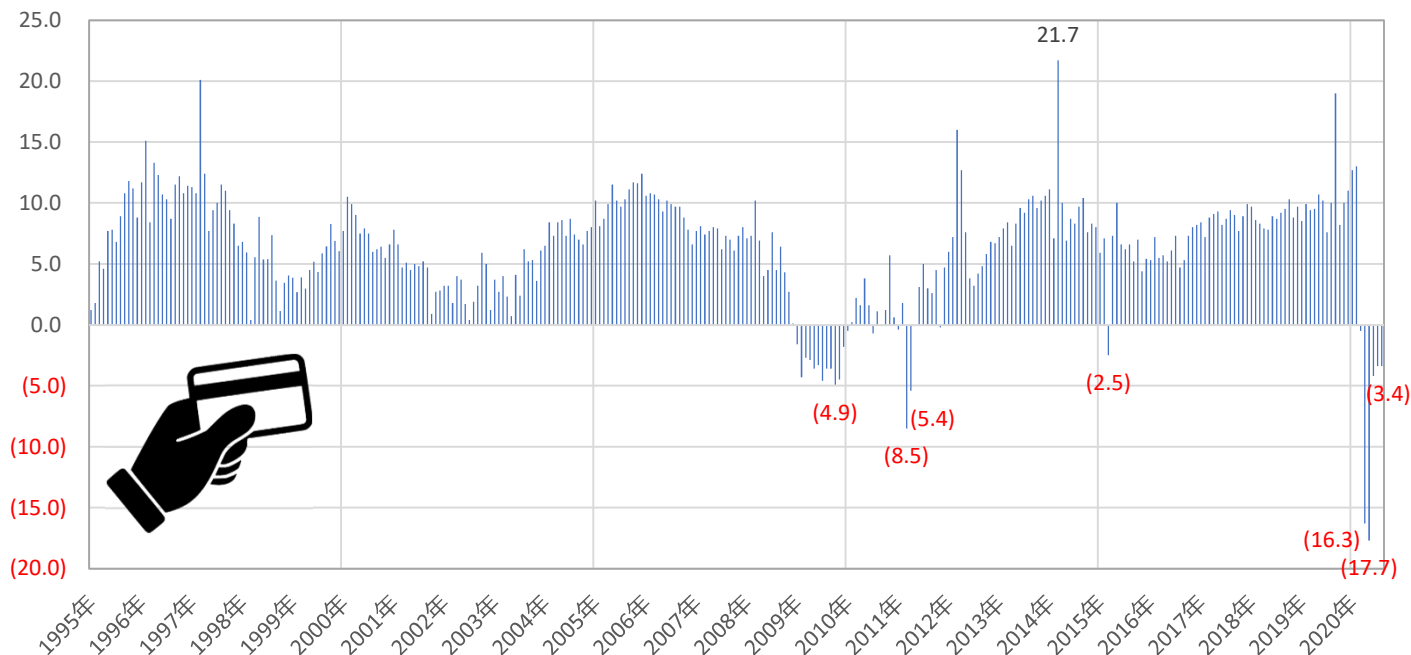
**FEP (フロントエンドプロセッシング)**: 承認センター接続パッケージ向けクレジットカードオンプレミスインフラストラクチャー

②このところの株価下落ならびにバリュエーション低下の背景

初回のレポートで説明した通り、IWIは金融システムに重点を置くシステムインテグレータ(SI)のセクターに属している。IWIの専門はクレジットカード会社向けFEP(フロントエンドプロセッサ)システムの開発であり、特に承認センター接続パッケージ(システムソフトウェア開発+ハードウェア)方式のオンプレミス(自社運用)インフラストラクチャーが得意分野である。SIRは、IWIが同市場で70~80%の圧倒的シェアを占めていると推計している。クレジットカード会社は、Eコマースへのシフトの進行だけではなく、キャッシュレス決済率を引き上げる政府促進策の恩恵を受けて力強い構造的成長を享受している。

左記の図は、FEP注文の主なけん引役がクレジットカード会社の設備投資であることを示している。次ページ上段のグラフは、月間クレジットカード取引総額の前年比でのトレンドを示している。過去25年間ならびに今年1~8月の全期間の平均成長率は+6~7%であり、過去5年間に限れば+8~10%である。今年までにマイナスとなった事例は、2009年の金融危機、東日本大震災が発生した2011年3月~4月、2014年4月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動が出た2015年3月の3つだけである。これまでとは極めて対照的に、外出自粛要請が出ていた今年4月~5月は2桁後半の減少となり、6月~8月も3~4%の減少を記録した。テレワークへのシフトや在宅時間の増加を受けてEコマース需要が増大する一方で、飲食店の利用が激減し、移動制限を受けてホテルの稼働率も大きく落ち込んだ。IWIにとっての懸念はクレジットカード会社がこのような厳しい経済環境を受けて、現在進めている設備投資プロジェクトを先送りしないかということである。

METIの特定サービス産業現状調査:月間のクレジット総取引額の前年比で見たトレンド

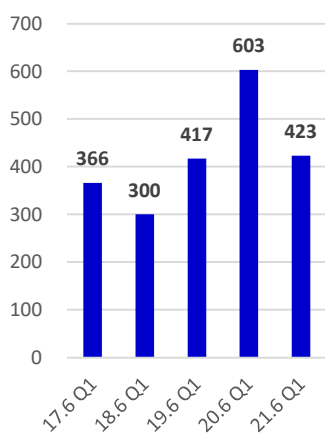


出典: 経済産業省の1995年1月～2020年8月の月次データ 注記: 同期何の月間平均伸び率 (前年比) は+6.3%

IWIの親会社であるDNP (持分: 50.6%) は同社にとって最大手顧客でもあり、100億～110億円ある年間総売上高のおよそ20億円を占めている。経済活動全般の影響を大きく受けるDNPが難しい収益環境下にあることも、もう1つの懸念材料である。しかし、左記のグラフでわかるように、今期1Qの落ち込みは前期の高い比較ベースに起因する反動減であり、通常の年との著しい乖離は見られていない。

DNP

DNP 1Q 売上高 (百万円)



出所: 会社IR資料

上位3社の売上高

百万円	FY6/17	FY6/18	増減	主な案件
① DNP	1,818	2,115	297	スマートフォン決済、決済PF、セキュリティ製品
② カード会社	268	1,935	1,667	カードブランド統合
③ カード会社	377	647	270	ネットワーク接続

百万円	FY6/18	FY6/19	増減	主な案件
① DNP	2,116	1,952	(164)	スマートフォン決済、決済PF、セキュリティ製品
② カード会社	406	684	278	FEP、ネットワーク接続
③ カード会社	1,935	674	(1,261)	カードブランド統合

百万円	FY6/19	FY6/20	増減	主な案件
① DNP	1,952	2,270	318	スマートフォン決済、決済PF
② カード会社	684	832	148	ネットワーク接続
③ システム開発会社	313	740	427	ネットワーク接続

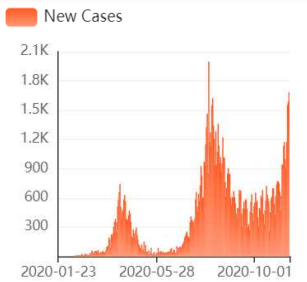
  

百万円	20.6 Q1	21.6 Q1	増減	主な案件
① DNP	603	423	(180)	TSP開発 (スマートフォン決済)、システム運用 (24/365)、決済PF
② システム開発会社	51	297	246	通信事業者のクレジット サービス向け FEP、不正検知
③ カード会社	58	191	133	FEP更改に係るシステム 開発およびハードウェア

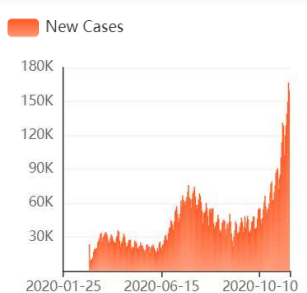
出所: 同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成。

MSN COVID-19 Case Tracker (11月14日現在)

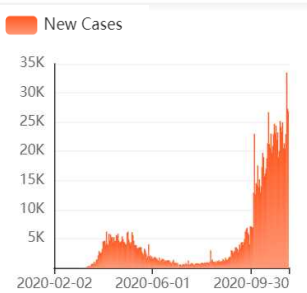
日本



米国



英国



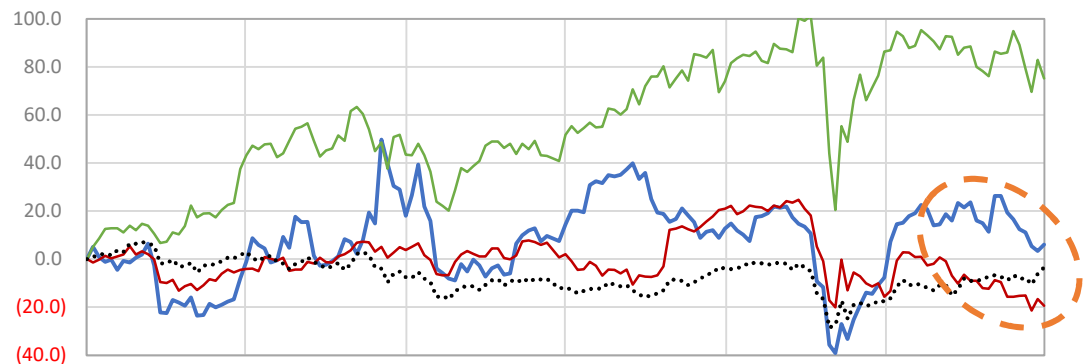
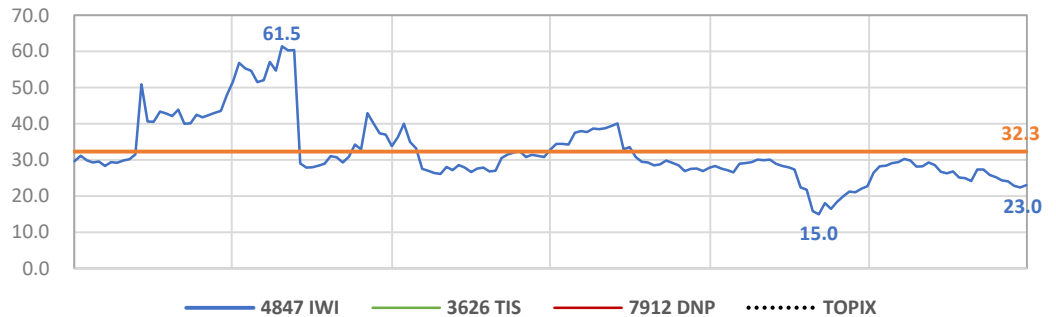
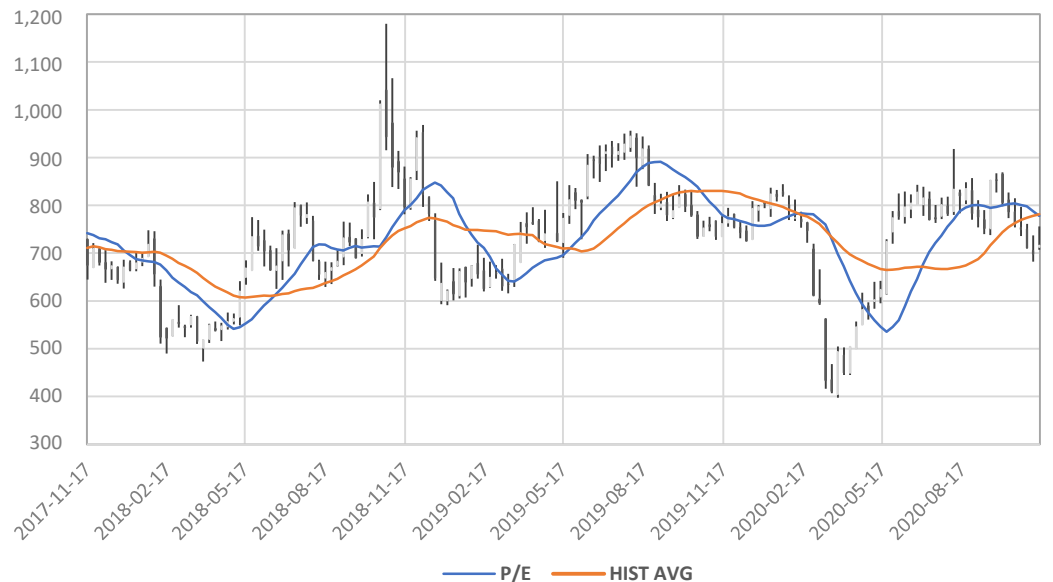
出所: CDC, WHO, et al.

同社はクレジットカード会社が設備投資を先送りするかもしれないという下期のリスクを認識しているが、同社によれば注文/引き合いが鈍化する兆しは出ていない。もちろん、これは冬の新型コロナウイルスとインフルエンザの感染状況次第で変化するが、春の経験を経て感染防止対策の有効性は高まっていることから、広範な移動制限が課される可能性は低下している。同社株は、おそらくは下半期の業績悪化の可能性を織り込む形で過去の平均PERを大幅に下回る水準で取引されているのだろう。来年2月に発表される2Q決算において見通しに変更がなければ、株価修正の余地があると思われる。

好調な前期決算/中期経営計画のOP目標引き上げ以降のIWI株のパフォーマンス

close	TOPIX	pct chg	Nikkei 225	pct chg	IWI	pct chg	DNP	pct chg
8/06	1,549.88	—	22,418.15	—	906	—	2,237	—
11/06	1,658.49	7.0	24,325.23	8.5	698	(23.0)	2,056	(8.1)

3年間の株価（週足）、PERならびに相対パフォーマンス





新代表取締役社長  
佐藤 邦光氏 (60)



新代表取締役会長  
井関 司氏 (65)

### ③新代表取締役社長の佐藤氏は中期経営計画の目標達成に全力で取り組むことを再度表明

同社は8月19日に、取締役会が9月25日の年次株主総会での承認を受けた上で代表取締役を変更ことを決議したと発表した。井関司氏が新代表取締役会長、佐藤邦光氏が新代表取締役社長に指名された。2人の略歴は次ページを参照ください。

DNPでは、佐藤氏は主にICカード事業などのICTを用いた新規事業開発に従事してきた。交通系カード、電子マネー、クレジットカード、キャッシュカード、社員IDカード、生徒・学生IDカード、ETCカードがそれに該当する。数多くの国内金融機関、銀行、クレジットカード発行会社、決済サービスプロバイダーにサービスを提供しているIWIをDNPが2010年にTOBして以来、佐藤氏はIWIに直接関与しており、IWIの技術力を十分に認識している。それ以来、彼はセキュリティ、デジタルマーケティングを含むICカード以外のIoTといった幅広い領域における新規事業開発に取り組んできた。

佐藤氏は、彼の経験を活かして同社が直面する様々な課題や成長機会を取り纏めてきた。彼が彼自身のもので新中期経営計画の収益目標の達成に全力で取り組むと表明したことが印象的だった。新中期経営計画には広範囲の取り組みが盛り込まれているが、収益性の引き上げには2つの事業に重点を置くことが最も重要である。1つはクラウド事業の拡大である。同事業はビジネスモデルをフロービジネスからストックビジネスへのシフトを進めており、来年には黒字化する見込みである。もう1つは、セキュリティプロダクト事業である、社外製品の選定・販売に重点を置いた現行のビジネスモデルはポラティリティが許容限度を超えており、その結果として利益率が低いことから、今年徹底的に経営資源の配分の見直しを進めている。

### 21年6月期の見通し

P2下段の表が示す通り、システム開発の売上高は現在開発中の大規模プロジェクトがないために落ち込みが見込まれているが、比較的安定した収益が見込まれている。対照的に、高収益の自社開発パッケージソフトウェアはいくつかのFEPアップグレードプロジェクトのおかげで急回復する見込みである。ハードウェアの売上高は前述のFEPアップグレードプロジェクトを受けて高水準を維持する見込みである。

クラウドサービスの売上高は見込まれる3件の新規契約により成長が続く見込みであるが、新型コロナウイルスが原因でIOASISの新規顧客は今期ゼロになる見込みである。また、収益性は先行投資費用のために一時的に悪化するが、22年度6月期には黒字に戻る見込みである。

同社がセキュリティソフトウェア製品の低収益性の改善について再検討を行う中、今期一時的に報告区分を変更していることは1つの明るい展開である。赤字を取り去ることは15%の営業利益率目標達成にとって重要である。

修正版中期経営計画の重要ポイントとクラウド事業拡大重視の概要はP9～P10、最新の主要株主リストはP11を参照のこと。

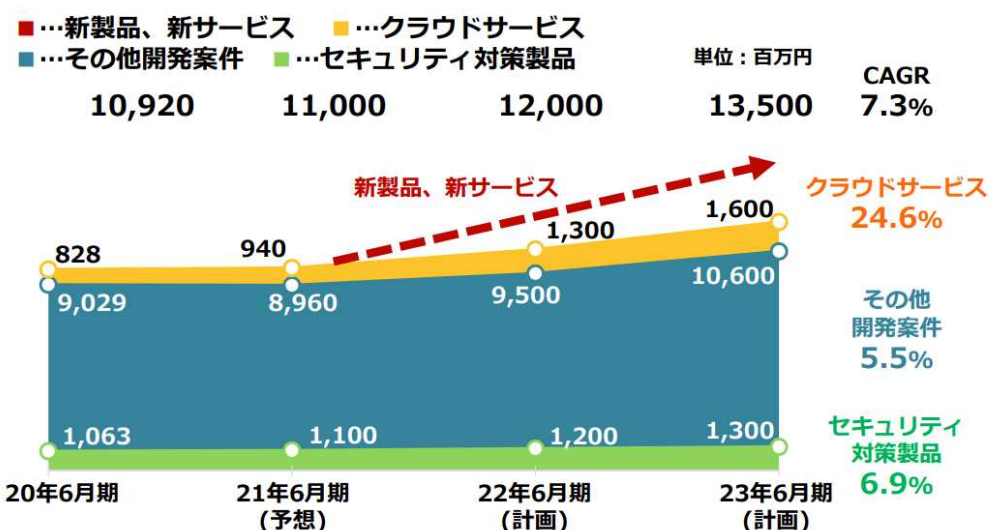
新会長ならびに社長の略歴

役職名	氏名	生年月日	略歴	任期	所有株式数 (株)
代表取締役会長	井 関 司	1955年2月14日生	1978年4月 大日本印刷株式会社入社 2003年10月 同社IPS事業部IPS第1営業本部 営業第5部長 2006年4月 同社IPS事業部IPS第6営業本部 長 2012年10月 同社情報ソリューション事業部 副事業部長 2013年9月 当社取締役 2014年9月 当社代表取締役副社長 2015年9月 当社代表取締役社長 2020年9月 当社代表取締役会長(現任)	(注) 4	2,500
代表取締役社長	佐 藤 邦 光	1959年12月23日生	1983年4月 大日本印刷株式会社入社 2001年10月 同社ビジネスフォーム事業部IC カード本部営業開発部長 2006年4月 同社IPS事業部ICカードビジネス 開発本部ICカードビジネス開発 部長 2007年4月 同社IPS事業部ICカードビジネス 開発本部長 2012年10月 同社情報ソリューション事業部 デジタルセキュリティ本部長 2016年4月 同社情報イノベーション事業部 C&Iセンター副センター長 2018年4月 同社情報イノベーション事業部 C&Iセンター長 2019年9月 当社取締役 2020年4月 大日本印刷株式会社情報イノ ベーション事業部副事業部長 2020年9月 当社代表取締役社長(現任)	(注) 4	—

出所：同社有価証券報告書（2020年9月25日）

新中期事業計画

クラウドサービスおよび新製品、新サービスが  
中長期的な成長を牽引



出所：同社決算説明会資料





## 中期経営計画における成長への取り組み

成長への取り組みの三大ポイントは次の通りである。①FEP システムアップグレード(新規開発プロジェクト、ハードウェアのアップグレード)、スマートフォン決済、不正検知、災害復旧といった**既存領域の拡大**、② 地方銀行をターゲットとしてフローからストック収入への移行を目指す**クラウドサービスの売上高の大幅な増加**、③次世代Net+1(カード決済、既存顧客向けシステムアップグレード、新規参入者の新規需要、金融以外の新たな領域への進出)や次世代不正検知(拡大するEコマースへの対応、性能や検知精度の強化のためのAI活用、複数の既存カード発行会社と進めている概念実証(PoC))といった**新製品の発売**。売上高ならびに営業利益率の新たな長期目標はそれぞれ150億円、15%である。高収益性のけん引役は、クラウドサービスの黒字転換とセキュリティソフトウェアの収益性の向上である。

### 毎期更新される3ヶ年中期経営計画 (MTP)

2017.08.02 百万円、%	FY6/17 実績	FY6/18 期初予想	FY6/19 中計	FY6/20 中計	3Y CAGR
売上高	8,469	9,000	10,000	10,500	7.4
YoY(%)	17.5	6.3	11.1	5.0	
金融システムソリューション	7,447	7,700	8,550	8,900	6.1
プロダクトソリューション	1,022	1,300	1,450	1,600	16.1
営業利益	702	850	950	1,000	12.5
営業利益率	8.3%	9.4%	9.5%	9.5%	



2018.08.01 百万円、%	FY6/18 実績	FY6/19 期初予想	FY6/20 中計	FY6/21 中計	3Y CAGR
売上高	10,603	10,700	11,000	11,200	1.8
YoY(%)	25.2	0.9	2.8	1.8	
金融システムソリューション	9,332	9,300	9,500	9,600	1.0
プロダクトソリューション	1,271	1,400	1,500	1,600	8.0
営業利益	547	880	930	1,000	22.3
営業利益率	5.2%	8.2%	8.5%	8.9%	

2019.08.07 百万円、%	FY6/19 実績	FY6/20 期初予想	FY6/21 中計	FY6/22 中計	3Y CAGR
売上高	10,443	10,600	11,200	12,000	4.7
YoY(%)	(1.5)	1.5	5.7	7.1	
金融システムソリューション	9,336	9,400	9,900	10,600	4.3
プロダクトソリューション	1,106	1,200	1,300	1,400	8.2
営業利益	921	1,000	1,080	1,200	9.2
営業利益率	8.8%	9.4%	9.6%	10.0%	

2020.08.05 百万円、%	FY6/20 実績	FY6/21 期初予想	FY6/22 中計	FY6/23 中計	3Y CAGR
売上高*	10,920	11,000	12,000	13,500	7.3
YoY(%)	4.6	0.7	9.1	12.5	
金融システムソリューション	9,857	9,900			
プロダクトソリューション	1,063	1,100			
営業利益	1,036	1,150	1,250	1,500	13.1
営業利益率	9.5%	10.5%	10.4%	11.1%	

出所：同社開示資料よりSESSAパートナーズ作成

注：開示セグメントがFY6/21より単一セグメントへ変更。グレイ表記の数字は参考数値

## クラウドサービス

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。IWIはこれら地銀・第二地銀がクレジットカード発行業務を始めるポテンシャルがあると見ている。同社のIOASISクラウドサービスは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。

メガバンクと比べて規模の小さい銀行にとって先行投資となるFEPスイッチングシステムの導入は大きな障害である。IWIの開発したNet+1とAcePlusを經由し同社のクラウドサービスを利用すれば、運営費、保守費用をリソース化し先行投資負担を軽減することができる。そしてIWIは一定の固定費で安定且つスケラブルな収入を得ることができる。



クラウド サービス 機能

IOASIS: 加盟店獲得

IFINDS: 不正検知

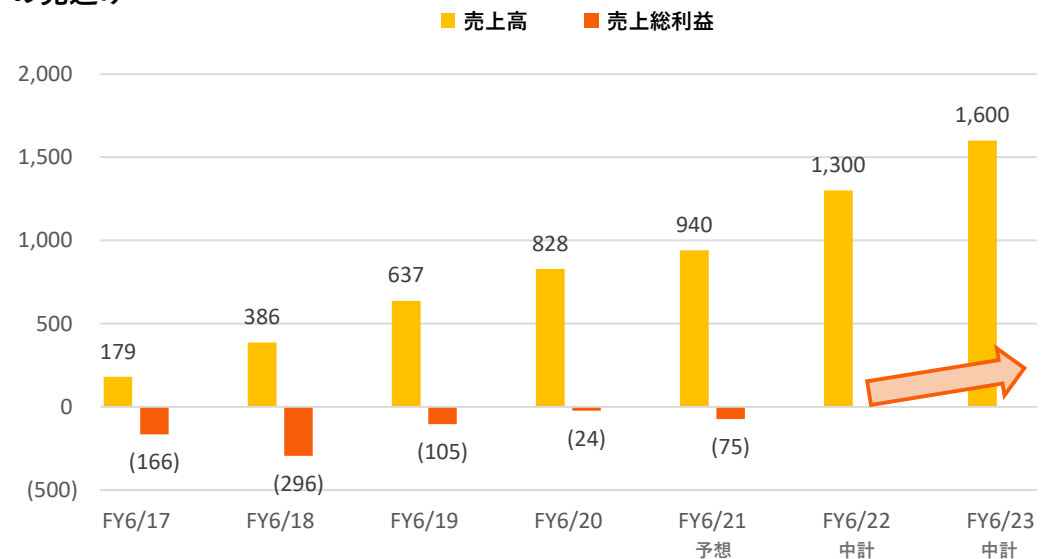
IGATES: スwitching, ゲートウェイ

IPRETS: ポイント還元システム



地方銀行 (103)

## クラウドサービスの売上高の大幅な増加、22年6月期には営業利益は黒字化の見込み



出所：同社決算資料及び決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成。

## 21年6月期：先行投資による費用が増加。新規顧客は3社積み上げ

	17年6月期 実績	18年6月期 実績	19年6月期 実績	20年6月期 実績	21年6月期 計画
売上高	179	386	637	828	940
売上総利益	△166	△296	△105	△24	△75

導入社数	17年6月期	18年6月期	19年6月期	20年6月期	21年6月期
IPRETS	0	0	0	0	1
IGATES	0	1	2	2	4
IFINDS	0	1	3	3	3
IOASIS	3	4	4	5	5

	17年6月期	18年6月期	19年6月期	20年6月期	21年6月期
IPRETS 1社目					2Qから売上に寄与
IGATES 4社目					下期から売上に寄与
IGATES 3社目					
IGATES 2社					
IFINDS 3社					
IOASIS 5社			2Qから稼働→		通年で売上に寄与

IPRETS (ポイントシステム) : 10月から本格稼働

出所：同社決算説明会資料

IWIの更新された主要株主リスト

2020年6月30日現在

氏名又は名称	住所	所有株式数 (株)	発行済株式 (自己株式を除く。)の総数に対する所有株式数の割合(%)
大日本印刷(株)	東京都新宿区市谷加賀町1-1-1	13,330,700	50.69
安達一彦	横浜市港南区	2,382,900	9.06
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC) (常任代理人) (株)三菱UFJ銀行	PETERBOROUGH COURT 133 FLEET STREET LONDON EC4A 2BB UNITED KINGDOM (東京都千代田区丸の内2-7-1)	857,924	3.26
日本マスタートラスト信託銀行(株) (信託口)	東京都港区浜松町2-11-3	549,600	2.09
インテリジェントウェイブ従業員持株会	東京都中央区新川1-21-2	512,300	1.95
日本トラスティ・サービス信託銀行(株) (信託口)	東京都中央区晴海1-8-11	309,500	1.18
溝田元一	東京都千代田区	301,000	1.14
日本トラスティ・サービス信託銀行(株) (信託口5)	東京都中央区晴海1-8-11	235,900	0.90
西野秀樹	横浜市緑区	209,000	0.79
(株)三菱UFJ銀行	東京都千代田区丸の内2-7-1	200,000	0.76
計	—	18,888,824	71.83

出所：同社有価証券報告書（2020年9月25日）

IWI 投資主体別株主

設立	1984年12月27日	(2020年6月末現在)	
所在地	東京都中央区新川1-21-2 茅場町タワー		
従業員数	435名		
親会社	大日本印刷株式会社 (50.61%)		
資本金	843,750千円		
発行済株式数	26,340,000株	株主数	10,738名
	株式数比率		株主数比率
個人・その他	36.61%	個人・その他	98.54%
金融機関	6.61%	金融機関	0.14%
国内法人	51.07%	国内法人	0.41%
外国法人等	4.84%	外国法人等	0.65%
証券会社	0.71%	証券会社	0.25%
自己名義株式	0.16%	自己名義株式	0.01%

出所：同社2021年6月期第1四半期決算説明会資料

## 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ものです。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