

## ばへっと特製！会社分析レポート 第9弾

### 4847 株式会社インテリジェントウェイブ編

Presented by 楽しい投資研究所

<http://www.1toushi.com>

#### 巻頭言

こんにちは。楽しい投資研究所の ばへっと です。  
これを読んでくださっているあなたにご縁に感謝！

楽しい投資研究所がお送りする「ばへっと特製！会社  
分析レポート」、今回で9作目となりました。  
…しかしほんと久しぶりです。

新作にはどの会社を取り上げようかしら…ということで、  
楽しい投資研究所に寄せられた会社分析リクエストをチ  
ェック、コメント数の多い会社を採用いたしました。

というわけで、今回の分析対象は株式会社インテリジェ  
ントウェイブ(以下、「インテリ W 社」と表記)です。

形式をやや変えて、ボリュームたっぷりしかし高密度で  
お送りします

あなたにお伝えしたいのは、投資する会社を深く理解  
することの大切さと、誰もが手にすることのできる情報の  
中にこそ、本当に重要なものが含まれているという事実  
です。

では ハッピーリーディング！

#### 四季報コメント「カードシステム首位」 にワクワクした話

今回はまず、会社四季報を手に、インテリ W 社のペー  
ジを開きました。

私自身が興味を抱いた会社について、まず調べるのが  
これです。つまり会社四季報か日経会社情報といった冊  
子に記されている内容を読むのです。

全ての上場企業を網羅しているこれらの冊子は、お手  
軽に会社を概観するのに便利なツールといえます。

会社四季報や日経会社情報は広く浅く会社を分析する  
ためにこそ重宝するのです。

ちなみにインテリ W 社についてはこんな記載が目につ  
きました。

【特色】独立系ソフト会社。クレジットカード決済システム  
で国内首位。セキュリティ関連を強化中

【大幅増益】主力の外部ネットワーク接続パッケージ  
「NET+1」などカードビジネス関連が復調。高採算の内部  
情報漏洩対策システム「CWAT」も続伸…

(出典)会社四季報 2006 年1集 東洋経済新報社

「カードシステム首位」ってところにわくわく感がわいて  
きましたよ。

次いで、ささっと ROE・株主資本比率に目を向けます。

ROE 予想 23.4%(ほう!)、株主資本比率 75.1%(ほほ  
う!!)

高まる期待感。いい出だしです。

今回のレポート作成に使用したのは次の資料です  
いつものとおり、すべて誰もが手に入れることのできる  
情報源、いわゆるオープン・ソースのものばかりです。

インサイダー情報かそれに近い「おいしい情報」を手  
入れられる立場の人でなければ株式投資はやめたほう  
がいい、などという「経済の専門家」もいらっしゃるよう  
ですけど、ばへっと の場合、こういった誰でも手にする  
ことのできる情報の中にこそ、本当に大切な情報は隠され  
ていると考えています。

### 実績こそ多くを物語る

会社分析のためのメインとなる情報はやはりこれ。有価証券報告書(有報)です。

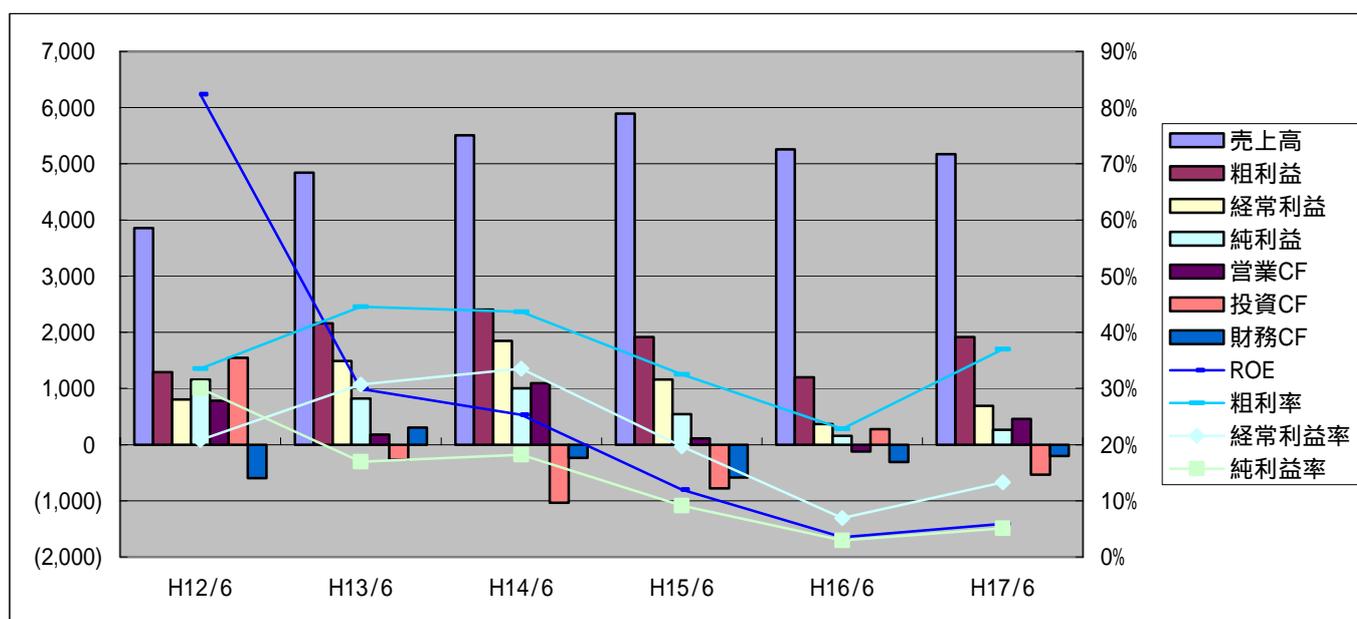
さっそく取り寄せて読んでみました。

最初のチェックポイントは冒頭に記されている「主要な経営指標等の推移」です。

このなかから特に重要と考える指標を抜き出して、ピジュアルに表現したのが次のグラフですよ。

<分析に用いた資料>

- ✦ 有価証券報告書
- ✦ 決算短信
- ✦ 会社四季報
- ✦ 決算説明資料(会社作成)



ちなみに元となった数字はこちら。単位は百万円。

	H12/6	H13/6	H14/6	H15/6	H16/6	H17/6
売上高	3,859	4,845	5,506	5,891	5,257	5,175
粗利益	1,294	2,158	2,403	1,917	1,201	1,915
経常利益	805	1,487	1,846	1,162	365	688
純利益	1,158	823	1,003	540	156	264
営業CF	779	178	1,091	111	(123)	458
投資CF	1,547	(269)	(1,038)	(783)	273	(534)
財務CF	(597)	302	(238)	(585)	(308)	(202)
ROE	82.4%	29.9%	25.3%	12.0%	3.5%	5.9%
粗利率	33.5%	44.5%	43.6%	32.5%	22.8%	37.0%
経常利益率	20.9%	30.7%	33.5%	19.7%	6.9%	13.3%
純利益率	30.0%	17.0%	18.2%	9.2%	3.0%	5.1%

大量の数字を前にすると、人はしばしば思考停止状態に陥ってしまいがちです。(重要)

自らの工夫を加えてビジュアルに表現しなおすと、新たな視点や大局をつかめたりするもの。エクセルを使えばすぐできますよ。ぜひお試しあれ。

### 売上減少その理由・・・の話

ところで気になったのが、上記のグラフにも現れているように売上高の減少。意外に苦労しているのかしら・・・？  
なので、やや突っ込んで読んでみましたよ。

売上は前期比 1.6%と減少。そのウラには理由がありました

平成 17 年 6 月期の売上高は前期比 1.6%減の 5,175 百万円。

会社四季報ではマーケットリーダー的な書き方をされているのに売上が減少しているのはどうしてなのでしょう？

ライバルの急迫？それとも市場規模の縮小？

そんな問いを抱きながら有報のページをめくります。

すると、業績を説明する箇所「業績等の概要」という部分にこんな記載がありました。

### 売上計上タイミングの変更

インテリ W 社は平成 17 年 6 月期から売上の計上方針を変更していたのです。

その対象となったのは、インテリ W 社の売れ筋商品であるところの内部情報漏洩対策システム「CWAT」の売上計上タイミング。

前期までは「販売代理店のライセンス証書受領・検収時点」で売上を計上していたけれど、平成 17 年 6 月期からは(監査法人からの指摘を受けて)「エンドユーザーへのライセンスキー付与時点」か又は「販売代理店からの債権回収時点」に変更したとのこと。

監査人の指摘に従っての変更。何となく好感

現行の会計基準は、売上を計上するための要件として「財貨または用役の移転」と対価としての「現金または現金等価物の取得」を求めています。

つまり、製品やサービスを実質的に顧客など外部の第三者に引き渡されて対価を得ないことには売上として認められませんよと。

おそらく監査の過程を通じて指摘を受けたのでしょう。

ポイントは、今回の変更はこれまでのやり方に比べて売上を計上する時期が後ろにずれるというところ。

従来のやり方を続けていたら直近年度の売上はもっと大きくなっていただろうし、それに応じて利益も上乘せされていたことでしょう。

しかし売上計上のタイミングを変えたその結果として、数字的には前期を下回る売上高となり、計画も未達となってしまいました。

けれど、会社の業績をより適切に株主や投資家に知らせようという趣旨から、監査人の指摘を受け入れて、あえてこのような変更が行われたと見て取ることができます。

この開示姿勢はもちろん好感が持てますよ。

楽しい投資研究所のオフィシャル・クラブ

楽しい投資友の会 (入会金・年会費ともに無料)

会員の方には「投資の感性を高める！楽しい投資ニュースレター」を配信。さらに特製の会社分析レポートを一般に先駆けて 24 時間先行公開という特典付き！

<http://tinyurl.com/b3yv3> 入会申し込み

### 売上構成からメイン・ビジネスを把握しよう

会社ビジネスの理解は株主にとって必須

株式とは株式会社の部分的所有権のことです。

株式とはいわば会社そのものなのです。

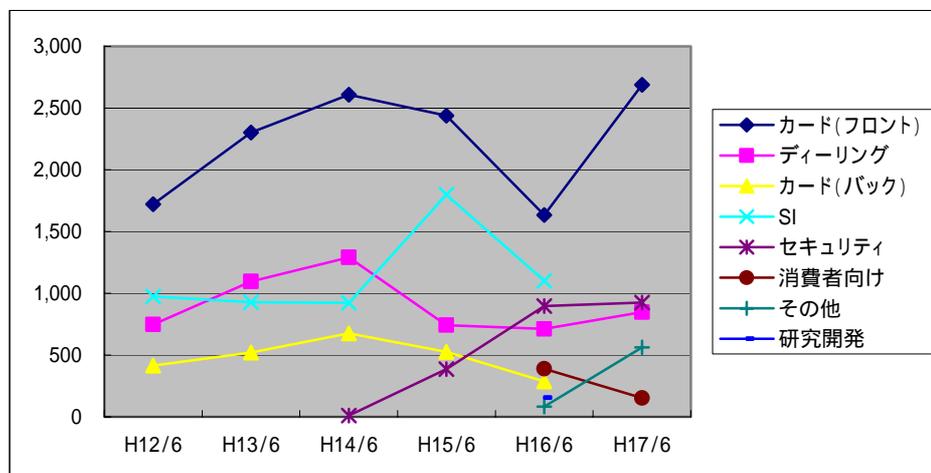
よって、株式を買うということは、会社そのもの(の一部)を買うに等しい行為といえます。

何かを買おうとするときに、その対象の価値と値段を見比べるように、株を買うときにはその会社はどんなビジネスを行っているのか？いったいどれだけの価値があるのか？を見極めるのは投資家にとって必須の手続きであろうと思うのです。

カードビジネスとセキュリティシステムビジネス  
に要注目

とりあえず販売実績を事業の種類別に眺めてみました。  
ビジュアルに表現するとこんな感じです。

インテリ W 社はどんな事業で稼いでいるのでしょうか？



元の数字はこちら。単位は百万円。

	H12/6	H13/6	H14/6	H15/6	H16/6	H17/6
カード(フロント)	1,721	2,301	2,609	2,437	1,634	2,688
ディーリング	748	1,095	1,291	743	711	849
カード(バック)	415	522	674	526	287	
SI	974	928	922	1,799	1,100	
セキュリティ			10	387	897	925
消費者向け					389	152
その他					84	562
研究開発					155	

ちなみにグラフ項目はそれぞれ以下の略称です。

- カード(フロント): カードビジネスのフロント業務
- ディーリング: ディーリング・トレーディング業務及びパッケージの製造・販売・技術支援
- カード(バック): カードビジネスのバック業務
- SI: SI 案件受注におけるハード等の販売
- セキュリティ: セキュリティシステム業務
- 消費者向け: 消費者向けパッケージ販売業務
- その他: その他業務
- 研究開発: 研究開発業務

これらをいちいち解説するよりも、規模的に重要なビジ

ネスを取り上げます。

稼ぎ頭のビジネスは一目瞭然、「カードビジネスのフロント業務」。平成 17 年 6 月期の売上高は 2,688 百万円。

具体的には、カードビジネス用ネットワーク・インフラの構築だそうです。

有報に記された「事業の内容」によれば、「クレジットシステム自社開発パッケージ『NET+1』によるクレジットネットワークシステム及び集配信システムの提供」というお仕事。

つまり、ATM などクレジットカードやキャッシュカードを使う際にカード会社と端末機とをネットワーク接続する必要がでできます。その際にインテリ W 社が自社開発し

た基本ソフト「NET+1」を用いてシステム構築を行っている  
ということなんですね。

次いで、このところめきめきと存在感を増してきたのが  
セキュリティシステム業務です。平成 17 年 6 月期の売上  
高は 925 百万円。

ビジネスの内容は、「ネットワークセキュリティソフトウエ  
アの販売」。

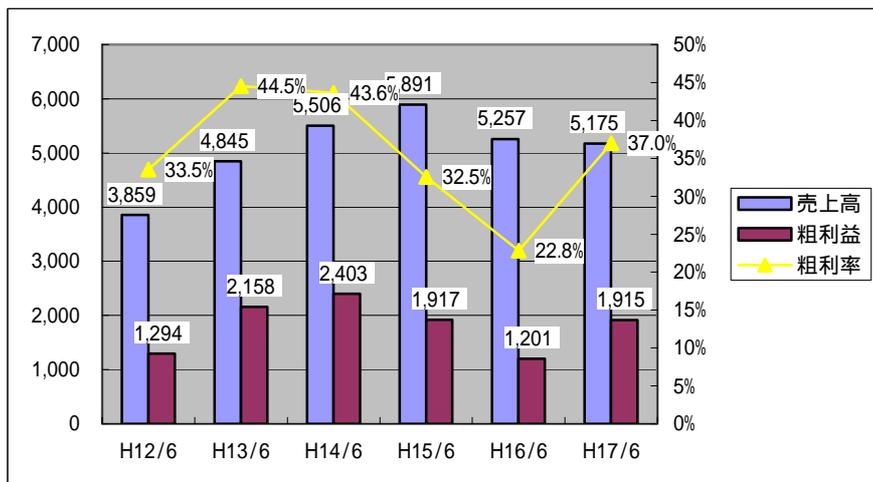
ここで販売しているのは『CWAT』という内部情報漏洩  
対策システム。

この『CWAT』、インテリ W 社の自社開発製品であり、  
「世界初のリアルタイム内部情報漏洩対策システム」  
(2005 年 9 月個人投資家説明会用資料より)であるとのこ  
と。

ちなみに前述の売上計上タイミングを変更したのがこ  
の『CWAT』にかかる売上高。

従来のタイミングに比べて遅い時点での計上に変更し  
たことが主な要因となって、期初に策定した計画に対して  
売上・利益ともに未達となってしまったけれど、その実態  
に大きな変化があるわけではありません。むしろ受注社  
数は右肩上がり伸びているもよう。

保守的な収益計上があるべき姿だとして会計処理方針  
をあえて変更したのは好ましく感じられる点、前述のとおり。



追記情報は見逃せない！監査報告書の話  
監査報告書は、決算書(有価証券報告書)が会社の実

楽しい投資研究所(ばへっと)の本

「**決算書投資術**」 1,470 円  
テクニックよりも感性を磨こう  
総合法令より好評発売中！



<http://tinyurl.com/79axc> クリック

読者の声 <http://www.1toushi.com/book/review/>

### 利益率の高い「自社開発パッケージ」売上 上昇中！の話

ところで有報には「財政状態及び経営成績の分析」とい  
った項目があります。

経営者が自社の財政状態・経営成績を分析して、その  
内容を投資家に知らせよう、自社の実態を正しく理解して  
もらおうといった趣旨で記載される情報です。

平成 17 年 6 月期は減収となったものの、増益でした。

それはなぜかといえば、利益率の高い自社パッケージ  
の売上高が前年度に比べて増加したことが大きいとの説  
明がここに記されています。

それゆえに粗利率の復調が目覚ましいということにな  
るのでしょけれど、粗利率の増加にはまた別の要因も  
かかっている点、見逃せません。

態を適正に表現しているかどうかについて監査人が監査  
を行い、その結果を記した文書です。

すべての有報に添付されている必見の報告書といえます。

ちなみに監査を担当しているのは中央青山監査法人。平成17年6月期の監査報告書を眺めてみると、監査意見は特に問題のない「適正意見」です。

ただし、「追加情報」が記載されている点は要注目ですよ。

追記情報にて監査人が投資家に注意を喚起しているポイントはふたつありました。

第一に営業担当の人件費をこれまででは売上原価としていたが、当期から販売費及び一般管理費(販管費)に計上していること。

第二には、関連会社の(株)サイバーディフェンスは平成17年9月開催の臨時株主総会にて解散する旨決議されたこと。(翌期に特別損失68百万円を計上の見込み)

営業人件費を原価から販管費へ。会計方針変更の話

直近の年度から、営業担当の人件費を売上原価から販管費に計上区分を変更しています。その影響額は197百万円。

営業担当人件費にかかる費用計上区分の変更は、「セキュリティ事業等の新規ビジネスの急増に伴い、営業担当の位置づけを明確化する組織変更を行った」ことによるもの(「会計処理の変更より」)だとか。

その結果、従来の方法に比べて売上原価は197百万円減少し、販管費は同じ額だけ増えているということになります。

売上高	XXX	
売上原価	XXX	
売上総利益(粗利益)	XXX	費用の計上区分を変更 粗利益アップ ただしあくまで会計処理の変更によるもの ここは変わらず
販管費	XXX	
営業利益	XXX	

損益計算書は上記のような構造になっているため、この「営業担当人件費」にかかる会計処理の変更により、粗利益が197百万円増えて表示される結果となります。

これまでどおりの会計処理を継続していた場合に比べて粗利益が増えて見えるけれども、その実態は(これまでに比べて)大きく変わっているわけではありません。

### 多い投資キャッシュ・フロー(支出)の話

インテリW社の平成17年度6月期におけるROE(自己資本利益率)は5.9%です。

平成14年6月期までは20%台を保持していたことから比べれば、やや見劣りしてしまう…かな?

(もちろん売上計上タイミング変更の影響もありますが)

しかし純利益を一貫して計上しているのは評価されてしかるべきことかなと。

そして、純利益と同時に見逃せないのがキャッシュ・フロー。

これまで何度もお話ししてきたことではありますが、利益はひとつの「意見」であるのに対してキャッシュ・フローは厳然たる「事実」です。

H17/6期において営業活動から稼ぎ出されたキャッシュ・フロー(営業活動によるキャッシュ・フロー 以下、「営業CF」)は458百万円。

純利益も営業CFも同時にプラスなのは良い感触。

ただし気になるのは…なかなか多額の「投資活動によるキャッシュ・フロー」534百万円。

### ばへっとの 決算書投資術 実践セミナー

決算書(有価証券報告書)をフル活用！株式投資で儲ける技法(略称:有報セミナー)

有価証券報告書(有報)から企業の真実の姿に迫る！ここだけのノウハウを限られた人々にのみ公開！

【謝恩】3月末まで特別割引価格が適用されます。

<http://www.1toushi.com/yuho/> クリック

#### 気になるのは多額の投資支出

キャッシュ・フロー計算書を眺めてみれば、投資関連の支出がどんな内容のものなのかを把握することができます。

その中で目立つ支出項目はといえば・・・「関係会社株式の取得による支出 230 百万円」そして「投資有価証券の取得による支出 96 百万円」。

貸借対照表を見れば分かるんだけど、「投資有価証券 1,203 百万円」や「関係会社株式 280 百万円」といった投資勘定が意外に多いことに気づきます。

関係会社で目立つのは、アメリカにおける内部情報漏洩対策システム『CWAT』の販売会社であるところの Intelligent Wave USA, Inc.(資本金1百万 US ドル)と、韓国における『CWAT』販売会社 Intelligent Wave KOREA, Inc.(資本金 400 百万ウォン)。

いずれも H17/6 期中にインテリ W 社が出資して設立した会社のようにですね・・・。

グループ全体で見ても、セキュリティシステム販促のための先行投資といえるのではないかと。

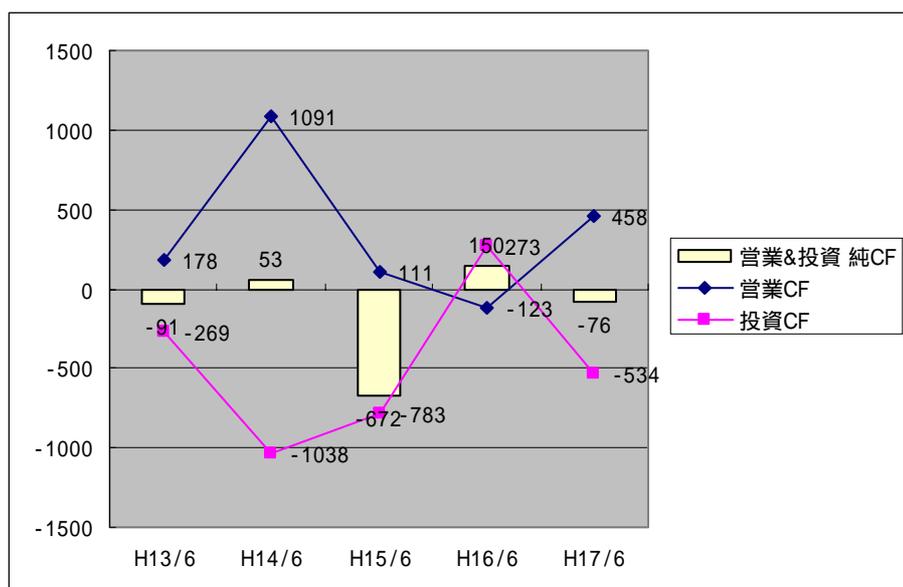
あくまで個人的な考えではありますが、投資する側として気をつけておきたいのは、ビジネスを継続していく中で、いったいどれだけのキャッシュを手元に残すことができるかということです。

営業 CF がプラスなのはもちろん好ましいことなのだけれども、会社が行うビジネスの競争力・優位性を保つていくために、毎年多額の投資が必要となるようであれば注意を要するといえるでしょう。

つまり、どんなに本業で稼ぐことができたとしても、結局会社の手元に自由になるキャッシュが残らなければ、いわゆる自転車操業状態に陥ってしまう危険性があるからです。

「事業の価値は将来稼ぎ出すキャッシュ・フローの割引現在価値」と考えるならば、どんなに一生懸命に事業を進め、本業で稼いでも、事業を継続するために、右から左へ投資支出を必要とするようなビジネスは、その魅力も割り引いて考えなければならぬように思えます。

そして次のグラフは直近5期の営業CFと投資CFそして両者を合算した「営業&投資 純 CF」を表したもので、単位は百万円ですよ。



投資活動にもいろんな種類があることから一概にはいえませんが、どうやらインテリ W 社が行うビジネス、現段階では事業の拡大を推し進めていくために相応の投資を必要とする構造となっているように見えますね…

たしかに成熟産業とは決していえない分野ですしね。むしろ新興ビジネスをリードする企業であるわけですから、多額の投資が必要となるのはたしかに珍しいことではありません。

良くいえば、事業基盤を強化していった、市場におけるその地歩を確立し、継続的な投資支出を抑えていても利益稼働力を維持できるようなビジネスの構造を築いていければ、さらに魅力が増すということなのかなと。

### メガバンクの戦略に左右されてしまう？リスク情報の話

経営者が認識するリスクは投資家として当然理解しておくべき事柄

さて、投資家に注意を促すことを目的として有報には「リスク情報」といったものが記されています。

これらをざっくり表現すれば、こんな感じでしょうか。

#### 1. 業界の動向について

昨今のクレジット業界はメガバンクの諸戦略に左右される傾向にあること。また、クレジットカードシステム関連ビジネスは、中長期的に統廃合が進み、マーケットそのものが縮小していくことが予想されること。

#### 2. 『CWAT』について

内部情報漏洩対策システム『CWAT』は平成 16 年 2 月から販売を始めたが、受注動向は順調に推移していること。しかも自社開発ソフトであることから、利益率が高いこと。ただし将来的に競合が激しくなる可能性があること。

#### 3. 受託開発について

システム構築サービスの受注に関して一括請負契約をすることが多く、諸事情により結果として赤字受注となる可能性もあること。

#### 4. 投資有価証券等に起因する評価損の計上

事業戦略に沿って積極的な投資を行っているが、投資先の業績悪化などを理由として評価損が発生する可能性があること。

これらの「リスク要因」は投資する側としてあらかじめ理解し、頭に入れておきたいもの。

## 経営トップは筆頭株主！の話

次いで「大株主の状況」を見てみましょう。

ここには通常、上位 10 人(10 社)程度の大株主が記載されることになっています。

大株主の筆頭は、安達一彦氏(12.27%)。

取締役会長です。

つまり経営トップが大株主(しかも最大の持分を有する)であるということです。

インテリ W 社においては、所有と経営の一致度から見るに、経営者による「株主の立場に立った経営」が期待できるといいのではないかと。

ただし、経営者の誠実性が鍵となるのは当然のこと。

(スペースの関係上、ここで詳述することはできませんが)投資を考えるのなら、複数の視点からその誠実度を見極めたいものです。

## 投資の知性を高めるメールマガジン

「投資家さん、会計の勉強しませんか？」(購読料 無料)

<http://www.mag2.com/m/0000151650.htm> クリック

## 訴訟案件の有無も頭に入れておこう

一応頭に入れておきたい重要訴訟案件も取り上げましょう。

インテリ W 社はソフトウェア開発受託先であるところのプライムファイナンス(株)から損害賠償請求訴訟を受けています。

有報上に開示されている情報によれば、平成 14 年に受託した金融システム開発契約の債務不履行によるものだとか。その訴訟額は 3 億円。

インテリ W 社としては、「損害賠償義務は存在していないと確信」しているとのこと、ですよ。

## インベスターリレーションズの話

IR には力を入れているもよう。決算説明資料が丁寧です。

インテリ W 社は IR 活動にも力を入れているのですね。

HP の「IR 資料室」もかなり充実しています(好感)。

また、通常の決算説明会に加えて、個人投資家向けの会社説明会も実施しているもようです。

これらの説明会に用いられた説明資料が HP からダウンロードできるようになっています。

インテリ W 社が行うビジネスの理解のためには重宝する資料といえます。

## CWAT(セキュリティシステム業務)がこれからのキー・ビジネス

前述の個人投資家向け説明会用資料を見たところ、これまでに何度も出てきた内部情報漏洩対策システム『CWAT』にかかる意気込みが伝わってきます。

セミナー活動などを通じて見込みクライアントへの接触を図り、トライアルを通じて受注に結び付けるといった営業活動の成果が記されたりしています。

受注社数実績は一貫して右肩上がりのもよう。

トライアル社数の過半数から受注しているところを見ると、有望なシステムといえるのかもしれませんが。

ただ私自身、実際にこのシステムに触れたことはないため、突っ込んだコメントはできないのが残念なところ。

## Yahoo!掲示板にだって積極的に書き込む経営トップ

ところで会社分析予告を楽しい投資研究所 HP にアップしたところ、その直後に「楽しい投資友の会」会員の方からこんなメールをいただきました。

\* \* \*

インテリ W 社は私も注目してる会社です！

評価の良し悪しは別として、ばへっとさんの分析楽しみにしてます。あと情報として、ヤフーのインテリ掲示板には安達会長本人の投稿がありますよ。ID:eitaibashiwi さん(IRに確認済み)(大阪府・Dさん)

\* \* \*

へえそうなんだ、ということで、さっそくヤフー掲示板を検索してみました。ほんとにある。

経営トップ自らネットの掲示板を通じて語りかけるという

のも、私自身初めてみるケースです。

インテリ W 社・会長さんの投資家に対するこの姿勢には好感を覚えますよ。ほほえましい限り。

### インテリ W 株はお買い得か？PER(株価収益率)の話

さて、気になるインテリ W 社の株価は 363,000 円(平成 18 年 3 月 3 日終値)です。

ちなみにインテリ W 社の中間決算短信(平成 18 年 2 月公表)に記載された H18/6 期の一株当たり予想当期純利益は 7,048.12 円

これをもとに現時点での予想 PER を求めれば、51.5 倍になります(ちなみにこの時点での日経金融新聞の予想 PER は 53.1 倍)。

正直、決して安いとはいえない水準かな～。あくまで個人的な感想ですが、

まあ、それだけ市場の期待が高いということなのでしょうね！

これらの事実をベースに、会社の将来性を量るのは個々の投資家の役割です。

健全にリスクをとって、健全な投資の意思決定を行いたいものですね。

ご注意 このレポートは、著者が誠心誠意、真心を込めて作成しておりますが、必ずしも未来を予見するものではありません。楽しい投資研究所がお送りする会社分析レポートは、限られた情報の中でベストを尽くし、真実の姿に一步でも近づくこと・その思考プロセスを広くシェアすることを目的として作られています。よって、このレポートに記載された内容をもとに投資を行い、仮に損失を被ってしまったとしても、著者および楽しい投資研究所は、何ら責任を負うものではありません。投資の意思決定は、あくまでも自己責任で行ってください。そんなこと改めて

いうまでもないことですがね！

会社分析リクエストはこちらから

<http://www.1toushi.com/votec.cgi>

(お願い)投票の際は着眼点(投票理由)をコメント欄に記入してくださいね

#### 楽しい投資研究所のミッション

決算書を、投資家にとって身近なものとする。ひいては日本の株取引の場を健全な資本市場とし、市場を通じたコーポレート・ガバナンスを通じて、優れた、尊敬できる会社をバック・アップし、さらには豊かで幸せな国づくりに資する。 <http://www.1toushi.com/>

今回も、最後まで読んでくれてどうもありがとう。

次回もどうぞお楽しみに！(ばへっと)

平成 18 年 3 月 5 日