

ホリスティック企業レポート

GRCS

9250 東証グロース

ベーシック・レポート

2022年9月30日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20220927

GRC とセキュリティ領域で各種ソリューションと製商品を提供するサービス会社 22年11月期は金融業向け新サービス提供に伴い、一時的な営業損失を予想

1. 会社概要

- GRCS(以下、同社)は、企業の経営課題となっている G:ガバナンス、R:リスク、C:コンプライアンス(以下、GRC)及び S:セキュリティの視点に着目し、各領域に精通したコンサルタントやエンジニア等の専門人材による各種ソリューション(ソリューション部門)や、GRC とセキュリティ領域の専門業務ツール(プロダクト部門)を提供している。
- 同社は、主要顧客業界である金融業に対し、トレーディングシステム等の新サービスを提供するフィナンシャルテクノロジー領域への投資を強化しており、22/11 期は営業損失が予想されている。

アナリスト:大間知淳
+81 (0)3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2022/9/22
株価 (円)	3,150
発行済株式数 (株)	1,309,800
時価総額 (百万円)	4,126

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	25.6	-25.7	71.9
PBR (倍)	5.5	7.1	6.5
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

2. 財務面の分析

- 16/11 期~21/11 期では、顧客数の拡大や平均顧客単価の上昇、提供サービスの拡大等を背景に、売上高は年平均 22.8%、営業利益は同 37.5%増加した。
- 財務の安全性と成長性の観点で類似企業に比べ魅力的である。

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	6か月
リターン (%)	-13.3	12.2	-47.8
対TOPIX (%)	-11.2	9.5	-46.9

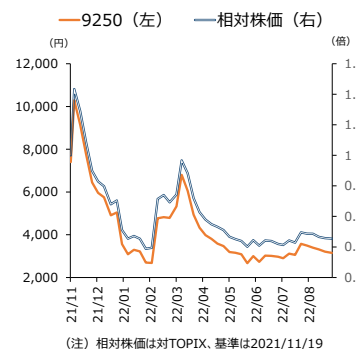
3. 非財務面の分析

- 知的資本の源泉は、GRC 領域の専門人材、実績、ノウハウにある。

4. 経営戦略の分析

- 同社は、提供サービスの拡大、プロダクトの拡充、フィナンシャルテクノロジーへの投資を成長戦略としている。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

- 証券リサーチセンター(以下、当センター)では、22/11 期の業績について、GRCS 領域を中心としたソリューション部門とプロダクト部門の需要の拡大を見込む一方、フィナンシャルテクノロジー領域の技術者の増員等により、大幅増収ながら、営業損失を予想した。
- 当センターでは、フィナンシャルテクノロジー領域の売上貢献や、売上高労務費率の改善等を想定し、23/11 期は前期比 30.0%増収、営業黒字転換、24/11 期は同 25.4%増収、166.9%営業増益を予想している。

【9250 GRCS 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2020/11	1,431	30.0	26	-	22	-	46	-	40.0	95.7	0.0
2021/11	1,758	22.8	123	360.3	100	345.7	143	210.1	122.8	574.1	0.0
2022/11 CE	2,384	35.6	-227	-	-241	-	-179	-	-136.9	-	0.0
2022/11 E	2,412	37.2	-211	-	-228	-	-160	-	-122.6	441.4	0.0
2023/11 E	3,135	30.0	88	-	79	-	57	-	43.8	485.2	0.0
2024/11 E	3,930	25.4	235	166.9	227	187.3	182	218.6	139.5	624.8	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。2022/11期以降は連結決算、2022/11期の前期比は単体数値との比較

ベーシック・レポート

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ GRC とセキュリティ領域でソリューションと製商品を提供

GRCS (以下、同社) は、企業の経営課題となっている G : ガバナンス、R : リスク、C : コンプライアンス (以下、GRC) 及び S : セキュリティの視点に着目し、各領域に精通したコンサルタントやエンジニア等の専門人材による各種ソリューションや、GRC とセキュリティ領域の専門業務ツール (プロダクト) を提供している。

同社は 05 年 3 月に新ビジネスの創出を目的として設立された。創業者で、現代表取締役社長でもある佐々木慈和氏が、欧米では認知されていた「GRC」という領域に着目し、09 年 11 月に GRC ソリューション事業に事業転換したことで、国内有数の GRC 専門企業として事業を拡大してきている。同社は GRC ソリューション事業の単一セグメントであるが、サービス内容により、ソリューション部門とプロダクト部門に事業部門を区分している。

(1) ソリューション部門

①GRC ソリューション

GRC 領域においては、自社開発プロダクトを含めた GRC 関連ツールの設計や構築等の導入支援を行い、全社的なリスク、外部委託先、プライバシー保護、セキュリティインシデント等に係る情報管理の効率化を図り、全社横断的な情報の把握・管理を可能とするソリューションを提供している。

具体的には、グローバルに展開する大手素材メーカーに対して、自社開発した全社的なリスクマネジメントツール「Enterprise Risk MT」の導入を支援したほか、欧州で施行された GDPR (各人が自身で自己の個人データをコントロールする権利を保障するという基本的人権の保護を目的とする法律) への対応を目的として、現地で展開するグローバル企業に対して、米国 OneTrust 社製のプライバシー管理ツール「OneTrust」の導入を支援し、Cookie^{註1} 同意管理への対応を可能にした。

また、外部委託先や取引先に関連するセキュリティリスクを一元管理、可視化する自社開発クラウドアプリケーション「Supplier Risk MT」の導入支援も行っている。

②セキュリティソリューション

サイバーセキュリティ領域においては、多様化するサイバー攻撃、情報漏洩、セキュリティ事故等のリスクから企業を守るため、IT セキュリティの設計、規程・ポリシーの構築、分析・管理・監査・診断等の各種コンサルティングを行っている。また、セキュリティプロダク

(注1) Cookie とは、Web サイトにアクセスした人の情報を保存する仕組みである。

(注2) ISMS 認証とは、財団法人日本情報処理開発協会が定めた評価制度であり、指定の審査機関が企業の情報セキュリティマネジメントシステムを審査し、国際標準と同等の「ISMS 認証基準」に準拠していれば、認証を与えるというものである。

(注3) EDR とは、PC やスマホ等のネットワークに接続されたエンドポイントの操作や監視を行い、サイバー攻撃を受けたことを発見し次第、対処するソフトウェアの総称である。

(注4) SIEM とは、様々な機器やソフトウェアの動作状況の記録(ログ)を一元的に蓄積・管理し、保安上の脅威となる事象を検知・分析し、異常を自動検知して管理者に通知するソフトウェアである。

(注5) CASB とは、企業が利用するクラウドアプリケーションについて可視化、データ・プロテクション、ガバナンスを実現するサービスや製品の総称である。

トの設計・構築等の導入や ISMS 認証^{注2}等の規格認証の取得も支援している。

セキュリティプロダクトについては、同社は主に Endpoint Detection and Response (EDR^{注3})、Security Information and Event Management (SIEM^{注4})、Cloud Access Security Broker (CASB^{注5})等の新たな技術を有した海外製品(HP、Netskope、Imperva等)を主に取扱っており、プロダクトの選定、導入を支援している。

具体的には、新型コロナウイルス問題に伴い、テレワークの導入に迫られた大手小売業の金融グループ会社の事例が挙げられる。生産性の低下や、コミュニケーション不足による業務への影響、情報漏洩等のセキュリティ上のリスク等への顧客の懸念に対応し、同社がテレワークに対応した規程及びガイドラインの策定、対象業務の特定、コミュニケーションツール等 ICT の整備等を支援した。

2つのソリューションにおいては、まず、コンサルタントが、顧客業務の分析を行い、課題を可視化した後、取組み課題の明確化と解決のためのソリューション提供を行っている。その後、エンジニアが、必要に応じて、プロダクトの導入支援を実施している。更には、運用担当者が、改善維持のため、日々のオペレーションをモニタリングしている。

国内上場企業においては、近年、決済サービスへの不正アクセス、GDPR 施行、新型コロナウイルス感染症、テレワークに伴うセキュリティ強化、コーポレート・ガバナンスコードの改訂、ESG 投資等への対策や対応に代表される、GRC 領域とセキュリティ領域に係る経営課題が山積、かつ、多様化しているものの、専門知識を持つ内部人材は不足している。同社は、上場企業の経営課題への取組みを支援する各種サービスをワンストップで提供しているため、ソリューション部門の売上高は近年、急拡大している。

(2) プロダクト部門

同社は、GRC 領域において、リスク管理、規制/ポリシー管理、内部監査、インシデント管理、個人情報の管理等の業務に対して、自社開発及び他社製の専用ツールを提供している。

サイバーセキュリティ領域においては、セキュリティ事故の防止等を目的としたリスク対応分野で自社開発の専用ツールを提供している。GRC 領域と、サイバーセキュリティ領域におけるリスク対応分野において、提供している主なプロダクトは図表1の通りである。

【 図表 1 】 主な提供プロダクト

名称	内容	領域	開発主体	開始時期	説明
Enterprise Risk MT	全社的リスクマネジメントツール	GRC	自社	19年1月	多角的な利用を踏まえた全社的リスクマネジメントの提供を目的とし、リスクマネジメントの国際的ガイドラインISO31000に準拠したERMツール
Supplier Risk MT	外部委託先リスクマネジメントツール	GRC	自社	17年2月	外部委託先や取引先に関連するセキュリティリスクを一元的に管理、可視化することで、外部委託先や取引先の管理を効率化するクラウドアプリケーション
OneTrust	プライバシー管理ツール	GRC	他社	-	GDPR等の個人情報保護規則への準拠を支援するクラウドアプリケーション
CSIRT MT	CSIRT向けインシデントチケット管理ツール	サイバーセキュリティ	自社	17年7月	企業や組織内におけるCSIRTのインシデント対応、脆弱性対応及びその評価と改善を実現するためのクラウドアプリケーション
脆弱性TODAY	脆弱性情報日次配信サービス	サイバーセキュリティ	自社	17年3月	セキュリティに精通した外部の専門家が国内外の脆弱性情報を日々収集して日本語に翻訳した上で提供するメール配信サービス

(出所) GRCS 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

Enterprise Risk MT の説明にある ERM (Enterprise Risk Management) とは、組織全体を対象にリスクを認識・評価すると共に、残余リスクを最小化し、重要リスクに優先的に対応することで継続的にリスク管理体制を強化していく仕組みである。また、CSIRT (Computer Security Incident Response Team) とは、コンピュータやネットワーク上で何らかのセキュリティ上の問題が起きていないか監視し、万が一問題が発生した場合に、その原因解析や影響範囲の調査を行う組織である。

同社は、17 年以降、矢継ぎ早に自社開発プロダクトを投入しているが、同社が導入支援をした場合の初期設定収入はソリューション部門に計上され、プロダクト部門に計上されるのは、月額課金方式で受領する比較的低額なプロダクト利用料やライセンス料に限られる。加えて、顧客の多くはプロダクトを導入する際に、内部の専門人材の不足により、同社に導入支援を求めているようである。結果として、20/11 期からはソリューション部門の売上高構成比が上昇している。21/11 期における事業部門別売上高構成比は、ソリューション部門 95.4%、プロダクト部門 4.6%と、ソリューション部門が中核事業となっている (図表 2)。

【 図表 2 】 事業部門別売上高の推移

(単位: 百万円)

事業部門別	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期	20/11期	21/11期	
	金額	金額	金額	金額	金額	金額	構成比
ソリューション	625	673	732	1,037	1,360	1,677	95.4%
プロダクト	5	20	38	63	70	80	4.6%
合計	630	694	770	1,101	1,431	1,758	100.0%

(出所) GRCS 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

22年7月、同社は人材採用強化支援やプロジェクト支援等のソリューション提供とフリーランス人材のマッチングプラットフォームを運営しているバリュレイト(東京都中央区)の株式の70.0%を取得した。バリュレイトは同社の外注先パートナーであったが、同社は、バリュレイトの18名の人材をリスクリングし、GRC領域やセキュリティ領域の専門人材に育成することで、同社グループの成長に繋がると判断した。

バリュレイトの22/3期の業績は、売上高285百万円、営業利益37百万円、経常利益62百万円、当期純利益51百万円であった。なお、営業外収支が大幅なプラスとなっているのは有価証券売却益等が計上されているためである。また、22/3期末の総資産は197百万円、純資産は87百万円であった。株式の取得額は79,100千円、アドバイザー費用等(概算額)は8,000千円と開示されている。のれんの金額は未確定としているが、若干の金額が計上される模様である。

同社は、バリュレイトの子会社化に伴い、22/11期第3四半期より連結決算に移行するため、22/11期の連結業績予想を新たに公表すると共に、22/11期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算等を踏まえ、22/11期の単体業績予想を修正した(詳しくは後述)。

同社は従来、ソリューション部門とプロダクト部門に分けて売上高を開示してきたが、金融機関のコア業務であるトレーディングを支援するため、システム等の開発から運用、保守までを提供するフィナンシャルテクノロジー領域への投資を強化しており、同領域を分離して開示する方向で検討している。

22/11期単体業績の修正後の売上高の計画は、フィナンシャルテクノロジー事業が501百万円、フィナンシャルテクノロジーを除くGRCソリューション事業が1,730百万円、合計2,232百万円(期初計画は2,092百万円)となっている。

◆ みずほ証券等、主要顧客に対する依存度が高い

同社は、GRCへの対応を求められる国内上場企業(約3,800社)をメイン・ターゲットとしているが、特に、国内外の規制、監督官庁のレギュレーションが厳しく、高い水準のリスク管理体制が求められている金融及び通信業界の企業やグローバルに展開している企業との取引拡大を目指している。現時点で、顧客の約8割がこの3業態に該当している模様である。より細分化した主要顧客業種は証券、銀行、生命保険、通信、自動車、家電、素材等で、いずれの業種の顧客も大手企業である。

また、商流別顧客は、監査法人やコンサルティング会社、システムインテグレーター（以下、SIer）等の元請先パートナー、エンドユーザー、プロダクトの販売代理店に分類されている。

有価証券届出目論見書や有価証券報告書で開示されている主な相手先に関しては、監査法人では、あずさ監査法人が挙げられる。SIerでは、野村総合研究所（4307 東証プライム）の連結子会社であり、情報セキュリティ専門会社の NRI セキュアテクノロジーが挙げられる。

主なエンドユーザーでは、みずほフィナンシャルグループ（8411 東証プライム）の連結子会社であるみずほ証券、ソニーグループ（6758 東証プライム）、ぴあ（4337 東証プライム）、NTT ドコモの情報システム子会社であるドコモ・システムズ（現エヌ・ティ・ティ・コムウェア）、住友重機械工業（6302 東証プライム）の情報システム子会社であるライトウェルが挙げられる。

20/11 期以降は、特に、複数の大型プロジェクトが継続しているみずほ証券に対する依存度が高くなっている（図表 3）。

【 図表 3 】 相手先別売上高の推移

相手先	19/11期		20/11期		21/11期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
みずほ証券	-	-	310	21.7	512	29.2
ぴあ	195	17.8	-	-	-	-

(注) 総売上高に占める割合が 1 割未満の場合は記載が省略されている

(出所) GRCS 有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

同社は、年間取引金額に応じて顧客をフェーズ Z（1 億円超）、フェーズ C（5 千万円超 1 億円以下）、フェーズ B（3 千万円超 5 千万円以下）、フェーズ A（1 千万円超 3 千万円以下）、フェーズ A 未満（1 千万円以下）に分類している。同社は特に、フェーズ B 以上の顧客を増やすことと、将来的にフェーズ B 以上に取引金額が拡大すると見込まれるフェーズ A 以下の顧客を開拓することを目指している。

20/11 期においては、フェーズ B 以上の顧客は前期比 1 社増にとどまったが、フェーズ A 以下の顧客は同 14 社増となった。21/11 期においては、フェーズ A 以下の顧客は同 7 社減となったものの、フェーズ B 以上の顧客は同 4 社増となった（図表 4）。フェーズ B 以上の顧客 14 社の売上高合計は約 13 億円であり、売上高の約 73%を占めている。

【 図表 4 】 フェーズ別顧客数の推移

(単位:社)

フェーズ	年間取引金額	19/11期	20/11期		21/11期	
				前期比 増減数		前期比 増減数
Z	1億円超	2	2	-	3	1
C	5千万円超1億円以下	4	7	3	5	-2
B	3千万円超5千万円以下	3	1	-2	6	5
A	1千万円超3千万円以下	14	13	-1	14	1
A未満	1千万円以下	67	82	15	74	-8
合計		90	105	15	102	-3

(出所) GRCS 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ フロー型ビジネスではあるが、既存顧客の売上高は、毎期、着実な増加を続けている

売上高の大半を占めるソリューション部門については、継続的な取引となるプロダクト部門とは異なり、プロジェクト単位で売上計上するフロー型ビジネスであるため、既存顧客であっても、毎月安定した取引が継続するわけではない。しかし、GRC 及びセキュリティの領域における課題の可視化から解決までのプロセスは、定期的な見直しが求められていることや、同社の顧客は、国内外で新たに施行される規制や、上場企業に共通した経営課題に継続的に取り組む必要があることから、結果として、顧客との取引関係は長期間に及ぶ傾向にある。

同社によれば、ソリューション部門がサービスを提供する期間において、顧客の新たなニーズを捉え、解決策を提案する機会も多くあり、プロジェクト終了後、別のプロジェクトがスタートしたり、複数のプロジェクトを同時に手掛けたりするケースも多いようである。取引開始時点の取引額が小さくても、提供サービスの増加により、取引規模が大幅に拡大することもあると説明している。結果、近年、ソリューション部門を中心とする既存顧客の売上高が着実に増加している(図表 5)。そうした観点から見ると、継続課金方式であるプロダクト部門だけではなく、ソリューション部門もストック型ビジネスの性格を帯びていると言えよう。

【 図表 5 】 既存顧客と新規顧客の売上高の推移

	18/11期		19/11期		20/11期		21/11期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
既存顧客	568	73.7	907	82.4	1,223	85.5	1,662	94.6
新規顧客	202	26.3	194	17.6	208	14.5	95	5.4
合計	770	100.0	1,101	100.0	1,431	100.0	1,758	100.0

(注) 18/11 期は未監査。既存顧客は過年度より取引関係を有している企業とし、新規顧客との取引は翌期以降の既存顧客に含めている。

(出所) GRCS 有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

同社は、売上高の成長性と既存顧客との取引の安定性を兼ね備えた事業構造を既に確立しているが、既存顧客との取引拡大と、将来的な主要顧客となり得る新規顧客の獲得を目指すという同社の成長戦略を推進することにより、顧客基盤の強化と更なる成長が期待される。

◆ **改善傾向にあった利益率は、先行的な費用の増加により悪化した**
同社の 21/11 期の原価率は 72.9%と高い。売上原価の大半は、コンサルタントやエンジニア等の給与等である労務費（固定費）と、外注先のパートナー企業やプロダクトの仕入先に支払う外注費（変動費）で構成されており、労働集約型の事業構造となっている。内訳としては、売上高労務費率が 45.0%、売上高外注費率が 27.4%であった。

同社は、重視する経営指標として、売上高、売上総利益、売上総利益率を挙げている。19/11 期と 21/11 期を比較すると、売上高が 1,101 百万円から 1,758 百万円に 59.7%増加し、売上総利益は 227 百万円から 476 百万円へと 109.1%増加した。結果、売上総利益率は 20.7%から 27.1%に上昇した。

なお、同社は部門別の売上総利益率を明らかにしていないが、プロダクト部門は全社平均よりも高く、ソリューション部門はやや低くなっている模様である。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）については、給料及び手当、役員報酬、支払手数料（システム利用料や営業関連費用等）、採用教育費等の固定費が中心を占めている。21/11 期の販管費率は 20.1%、営業利益率は 7.0%であった。

なお、22/11 期上期については、フィナンシャルテクノロジーへの投資等の先行的な費用を増やしたことから、売上総利益率が 21.4%、販管費率が 22.3%に各々悪化したため、営業損失となった。

主要項目別には、フィナンシャルテクノロジー部門を中心としたエンジニアの増員に伴い、売上高労務費率が 48.9%に上昇したと証券リサーチセンター（以下、当センター）では推定した。また、GRC ソリューション部門の売上高の増加に対応するため外注先のパートナー企業に対する支払いが増えたことから、売上高外注費率も 30.3%に上昇したと見られる。

> 業界環境と競合

◆ 国内の GRC 市場とセキュリティ市場の環境は良好である

近年、様々な社会情勢の変化により、企業を取り巻く環境が多様化し、事件や事故が起こることで規則の制定や強化等が行われてきている。環境の変化や規則強化の例としては、個人情報規制強化、電子決済の普及、サイバー攻撃の高度化、テレワークの普及、従来型ガバナンス体制の見直し等が挙げられる。

これらの変化により、企業は、重要なシステムの停止や、多額の復旧費用、信用失墜、取引縮小等、大きな経営問題に直結するリスクに晒されているものの、日本企業は、欧米企業に比べて、GRC やセキュリティへの対応が遅れている。この様な背景により、国内 GRC 市場や国内サイバーセキュリティ市場は良好な環境にあると言える。

国内の GRC 市場については公開された調査がないが、同社によれば、世界の GRC 市場は 21 年から 30 年に掛けて年平均 14.0%の成長が予想されており、日本市場においても同様な成長が見込まれている模様である。

国内情報セキュリティ産業の市場規模は、NPO 日本ネットワークセキュリティ協会 (JNSA) によれば、21 年度で 1 兆 3,663 億円 (前年度比 8.0%増) に達したと推測されている。内訳としては、ツール製品市場が 7,855 億円 (同 7.1%増)、サービス市場が 5,807 億円 (同 9.1%増) となっている。22 年度については、全体が 1 兆 4,489 億円 (同 6.0%増)、ツール製品市場が 8,327 億円 (同 6.0%増)、サービス市場が 6,161 億円 (同 6.1%増) と予想されている (図表 6)。

【 図表 6 】 国内情報セキュリティ市場の推移 (百万円)

	19年度	20年度	21年度	22年度	増減率
	金額	金額	金額	金額	
サービス	460,881	532,195	580,763	616,163	6.1%
ツール製品	659,245	733,509	785,584	832,741	6.0%
合計	1,120,126	1,265,704	1,366,347	1,448,904	6.0%

(注) 19 年度と 20 年度は実績推定値、21 年度は見込推定値、22 年度は予測値
 (出所) NPO 日本ネットワークセキュリティ協会「国内情報セキュリティ市場 2021 年度調査報告」を参考に証券リサーチセンター作成

◆ 国内上場企業には有力な競合先は見当たらない

同社の事業のうち、GRC 領域については、国内上場企業に有力な競合先は見当たらない。世界の GRC 市場においては、世界 4 大監査法人グループであるデロイト トウシュ トーマツ、EY、PwC、KPMG が幅広いソリューションを提供しているが、同社と比べ料金が安いほか、GRC 領域以外のサービスが事業の中心となっている。

また、Oracle、IBM、SAP等のITソフトウェア大手は、GRC領域でもプロダクトを提供しているが、こちらも同社に比べて価格が高く、GRC領域以外が主力分野となっている。

GRC領域に特化した海外企業としては、米国のProtivitiが挙げられる。日本法人の会社案内には、設立が03年1月、社員数が150名と記載されており、同社とは事業規模が近いと推測されるが、激しく競合している状況でない模様である。

一方、セキュリティ領域においては、多くの上場企業が様々な製品やサービスを提供している。セキュリティコンサルティングや各種セキュリティ商品の導入支援等を主力サービスとしている上場企業の中で、同社と事業規模が近い会社としては、ブロードバンドセキュリティ(4398 東証スタンダード)とグローバルセキュリティエキスパート(4417 東証グロース)が挙げられる。

ブロードバンドセキュリティ(00年設立、18年上場、22/6期売上高5,216百万円)は、セキュリティ監査・コンサル(売上高構成比22.5%、主なサービス～情報セキュリティコンサルティング、金融関連セキュリティ標準準拠支援)、脆弱性診断(同29.5%、Web・ネットワーク脆弱性診断、クラウド設定診断、ランサムウェア対策総点検)、情報漏えいIT対策(同48.0%、マネージドセキュリティサービス、ランサムウェア対策)を展開している。

グローバルセキュリティエキスパート(84年設立、21年上場、22/3期売上高4,391百万円)は、教育事業(売上高構成比18.5%、主な提供サービス～セキュリティ訓練サービス、セキュリティ教育講座)、コンサルティング事業(同27.4%、マネジメントコンサルティング、脆弱性診断)、セキュリティソリューション事業(同27.1%、セキュリティ製品導入、運用サービス)、ITソリューション事業(同27.0%、ITインフラ構築、システム開発等)を展開している。

22年3月に、ブロードバンドセキュリティとグローバルセキュリティエキスパートは資本業務提携契約を締結した。両社は、お互いのサービスの付加価値向上や営業連携、リソースの相互補完の推進等を図る方針である。

同社は、ブロードバンドセキュリティやグローバルセキュリティエキスパートを始めとした国内上場セキュリティ企業とはあまり競合しないとしており、上場企業に有力な競合先は見当たらない。また、同社は、大手監査法人グループからも個別の案件を受注しているため、監査法人グループは競合先というよりも協業先となっている。

> 沿革・経営理念・株主**◆ 09年からGRCソリューション事業を開始した**

同社の創業者である佐々木慈和氏(現代表取締役社長)は、日本ヒューレット・パカードでの勤務を経て、教育系や地域系の新ビジネスの創出を目的として、05年3月にFrontier X Frontier(現同社)を設立した。設立当初に行っていた複数の事業は軌道に乗らなかったものの、佐々木社長は当時、欧米で始まった「GRC」という事業領域に出会い、その可能性に魅力を感じた。そこで同社は、09年11月に国内専門企業のパイオニアとしてGRCソリューション事業を開始し、他の事業から撤退した。同年12月には、商号をNANAROQに変更した。

◆ 13年にはセキュリティ領域に進出した

11年頃から売上高は拡大していったが、更なる成長を目指し、13年には、GRC領域と親和性があるセキュリティ領域に進出した。

また、NECソフト(現NECソリューションイノベータ)の出身である塚本拓也氏が13年12月に、ウイルプラスホールディングス(3538 東証プライム)の連結子会社であるチェッカーモータース等での勤務経験を持つ田中郁恵氏が14年5月に、各々取締役に就任し、経営体制が強化された。

◆ 16年から外部資本を導入し、積極的な人材採用と自社プロダクトの開発・提供に乗り出した

同社は、16年11月、岩手新事業創造ファンド1号投資事業有限責任組合からの出資受け入れを皮切りに、19年に掛けて多くのベンチャーキャピタルから資金を調達し、人材と自社プロダクトの開発等の投資に振り向けた。16/11期末に21名だった従業員は、20/11期末には105名に増加した。また、17年2月、同社初の自社開発プロダクトである「Supplier Risk MT」の提供を開始したほか、同年3月に「脆弱性 TODAY」、同年7月に「CSIRT MT」の提供を開始した。

◆ 18年の商号変更を経て、21年にマザーズ市場に上場した

18年3月には再び、商号をGRCSに変更した。21年11月、同社は東京証券取引所マザーズ市場に上場し、22年4月に市場区分の見直しにより、グロース市場に移行した。

◆ 経営理念

同社は、ミッションとして「進化に、加速を。」、ビジョンとして「世の中を、テクノロジーでシンプルに。」を掲げている。今後の更なる進化によって、複雑なGRC領域とセキュリティ領域における課題を、テクノロジーの活用によってシンプルに解決し、顧客企業における「守り」を強固なものとする中で、積極的な「攻め」を促す土台となることを目指している。

◆ 株主

22/11 期第 2 四半期報告書に記載されている株主の状況は図表 7 の通りである。22 年 5 月末時点において、佐々木社長は、資産管理会社である合同会社Trojansでの所有分を含めて、発行済株式総数の 39.7%を保有している。塚本取締役と田中取締役を含め、社内取締役(資産管理会社を含む)の所有分を合計すると 48.9%に達している。その他の大株主には、機関投資家、ベンチャーキャピタル、金融機関、創業メンバー、個人投資家等が名を連ね、大株主上位 10 名の保有比率は 59.4%となっている。

【 図表 7 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	22年5月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
合同会社Trojans	450,000	34.4%	1	代表取締役社長の資産管理会社
塚本拓也	80,000	6.1%	2	取締役
佐々木慈和	70,100	5.4%	3	代表取締役社長
板倉聡	60,000	4.6%	4	
田中郁恵	40,000	3.1%	5	取締役
ML INTL EQUITY DERIVATIVES (常任代理人 BofA証券株式会社)	20,200	1.5%	6	
稲津暢	20,000	1.5%	7	
三菱UFJキャピタル7号投資事業有限責任組合	15,000	1.1%	8	
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC) (常任代理人 株式会社三菱UFJ銀行)	13,300	1.0%	9	
楽天証券株式会社	9,600	0.7%	10	
(大株主上位10位)	778,200	59.4%	-	
発行済株式総数	1,309,800	100.0%	-	

(出所) GRCS22/11 期第 2 四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は設立 12 期目となる 16/11 期以降の数値が開示されている。売上高については、顧客数の増加や平均顧客単価の上昇、提供サービスの拡大等を背景に、21/11 期に掛けての 5 期間で年平均 22.8% 増加した (図表 8)。

【 図表 8 】 GRCS の業績推移

(単位: 百万円)

	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期	20/11期	21/11期
売上高	630	694	770	1,101	1,431	1,758
売上総利益	—	—	—	227	340	476
売上総利益率	—	—	—	20.7%	23.8%	27.1%
販売費及び一般管理費	—	—	—	296	313	353
販管費率	—	—	—	26.9%	21.9%	20.1%
営業利益	—	—	—	-68	26	123
営業利益率	—	—	—	—	1.9%	7.0%
経常利益	20	-96	-161	-70	22	100
経常利益率	3.2%	—	—	—	1.6%	5.7%
当期純利益	11	-97	-161	-70	46	143
従業員数 (期末、名)	21	30	67	73	105	130

(注) 18/11 期までは未監査

(出所) GRCS 有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

同社は、ソリューション部門を中心とした人員増強や自社プロダクトの開発に伴う先行的な費用の増加に伴い、17/11 期から 19/11 期までは、前期比増収を継続しながらも経常損失を余儀なくされた。しかしながら、16/11 期以降の 5 期間で見ると、平均顧客単価の上昇に伴い、利益率が改善したため、経常利益は年平均 37.5% 増加した。

◆ 21 年 11 月期決算は前期比 23%増収、360%営業増益

21/11 期決算は、売上高が前期比 22.8% 増の 1,758 百万円、営業利益が同 360.3% 増の 123 百万円、経常利益が同 345.7% 増の 100 百万円、当期純利益が同 210.1% 増の 143 百万円となった (図表 9)。

取引顧客数は、前期の 105 社から 102 社に減少したものの、フェーズ B (取引額 3,000 万円超) 以上の顧客数が前期の 10 社から 14 社に増加する等、平均顧客単価が上昇したため、売上高は前期比 326 百万円増加した。

部門別売上高については、ソリューション部門が前期比 23.3% 増の 1,677 百万円、プロダクト部門が同 13.4% 増の 80 百万円であった。一方、顧客属性別売上高については、新型コロナウイルス感染症の影響を受け、商談や受注の停滞が見られた新規顧客向けは同 54.0% 減の 95 百万円に落ち込んだものの、継続案件に加え、多くの追加案件を受注した既存顧客向けが同 35.9% 増の 1,662 百万円と好調であった。

【 図表 9 】 21 年 11 月期業績

(単位:百万円)

	内訳	20/11期 通期	21/11期				増減率	
			1Q	2Q	3Q	4Q		
売上高		1,431	378	457	441	480	1,758	22.8%
	ソリューション部門	1,360	359	437	420	460	1,677	23.3%
	プロダクト部門	70	18	19	20	20	80	13.4%
売上原価		1,091	289	331	319	341	1,281	17.4%
	労務費	621	189	193	196	212	791	27.4%
	外注費	467	98	132	121	128	481	3.1%
売上総利益		340	88	126	122	139	476	40.0%
	売上総利益率	23.8%	23.5%	27.6%	27.8%	29.0%	27.1%	-
販売費及び一般管理費		313	-	-	-	113	353	12.7%
	販管費率	21.9%	-	-	-	23.5%	20.1%	-
営業利益		26	-	-	-	26	123	4.6X
	営業利益率	1.9%	-	-	-	5.5%	7.0%	-
経常利益		22	-	-	-	8	100	4.5X
	経常利益率	1.6%	-	-	-	1.8%	5.7%	-
当期(四半期)純利益		46	-	-	-	42	143	3.1X
顧客属性別売上高								
	既存顧客	1,223	-	-	-	-	1,662	35.9%
	新規顧客	208	-	-	-	-	95	-54.0%

(注) 1Q、2Q、3Q は、監査法人によるレビューを受けていないため、参考数値。

(出所) GRCS 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率は前期の 23.8%から 27.1%に上昇した。コンサルタントやエンジニア等の専門人材の人員増加に伴い、労務費は前期比 27.4%増加したものの、社内人材の稼働率の上昇により、外注費の増加率が同 3.1%と小幅にとどまった。

一方、営業関連費用、システム関連費用等によって構成される支払手数料(前期比 12 百万円増)や採用教育費等の増加により、販管費は前期比 39 百万円増加した。販管費の伸びが増収率を下回ったため、販管費率は前期の 21.9%から 20.1%に低下した。結果、営業利益率は前期の 1.9%から 7.0%に上昇した。

また、株式公開費用 14 百万円、為替差損 3 百万円が営業外費用として計上された。特別利益の計上はなかったものの、税務上の繰越欠損金に係る評価性引当額の減少に伴い、法人税等調整額が 63 百万円のマイナスとなったため、当期純利益は経常利益を上回る 143 百万円となった。

◆ 売上高は計画をやや上回ったものの、営業利益はやや下回った

上場日である 21 年 11 月 18 日に公表された 21/11 期計画に対する達成率は、売上高が 100.9%、営業利益は 95.8%であった。

部門別売上高については、ソリューション部門、プロダクト部門共に計画を小幅ながら上回った。営業利益については、売上総利益は計画をやや超過したものの、販管費が計画を上回った。

◆ 22年11月期上期決算

22/11 期上期の業績は、売上高 1,113 百万円、営業損失 9 百万円、経常損失 16 百万円、四半期純損失 12 百万円であった(図表 10)。なお、前年同期は監査法人によるレビューを受けていないため参考数値となるが、売上高 835 百万円、営業利益 61 百万円、経常利益 57 百万円、四半期純利益 66 百万円であった。

【図表 10】22年11月期上期の業績

(単位:百万円)

	内訳	21/11期			22/11期			増減率
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	
売上高		835	922	1,758	522	591	1,113	33.3%
	ソリューション	796	881	1,677	499	565	1,064	-
	プロダクト	38	41	80	22	26	49	-
売上原価		620	660	1,281	411	463	875	41.0%
	労務費	382	408	791	258	287	545	-
	外注費	231	250	481	168	169	337	-
売上総利益		214	261	476	110	127	238	10.9%
	売上総利益率	25.7%	28.4%	27.1%	21.2%	21.6%	21.4%	-
販売費及び一般管理費		153	200	353	117	130	248	61.7%
	販管費率	18.4%	21.7%	20.1%	22.5%	22.1%	22.3%	-
営業利益		61	61	123	-6	-3	-9	-
	営業利益率	7.3%	6.7%	7.0%	-	-	-	-
経常利益		57	42	100	-9	-6	-16	-
	経常利益率	6.9%	4.6%	5.7%	-	-	-	-
当期(四半期)純利益		66	77	143	-6	-5	-12	-
顧客属性別売上高								
	既存顧客	816	846	1,662	-	-	1,060	-
	新規顧客	19	76	95	-	-	53	-

(注) 21/11 期上期は、監査法人によるレビューを受けていないため、21/11 期の上期と下期は参考数値。21/11 期の上期と下期の部門別売上高と売上原価、22/11 期上期の売上原価の内訳は、証券リサーチセンターによる推定値。

(出所) GRCS 決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

部門別売上高については、ソリューション部門が 1,064 百万円(前年同期の推定値は 796 百万円)、プロダクト部門が 49 百万円(同 38 百万円)であった。一方、顧客属性別売上高については、リスクマネジメントへの意識が向上した新規顧客向けが 53 百万円(前年同期は 19 百万円)、平均顧客単価が上昇した既存顧客向けが 1,060 百万円(同 816 百万円)であった。

売上総利益率は、前年同期の 25.7%から 21.4%に低下した。フィナンシャルテクノロジー領域のエンジニアの大幅な増員等に伴い、労務費が大幅に増加したほか、好調な受注に対応するため、外注費も急増したためである。また、販管費率も前年同期の 18.4%から 22.3%に悪化した。

同社が開示した営業利益の増減分析によると、最大の減益要因としては、フィナンシャルテクノロジー領域への先行的な費用増加 134 百万

円(同領域のエンジニア増員に伴う労務費の増加115百万円、同領域の営業関連費の増加19百万円)が挙げられている。その他の減益要因としては、管理部門の強化による人件費の増加22百万円、採用教育費の増加15百万円、外形標準課税適用に伴う租税公課の増加7百万円、その他の販管費の増加29百万円(以上、販管費)が挙げられている。

一方、売上高の増加に伴う売上総利益の増加139百万円(実際の増加額24百万円に、将来への投資としているフィナンシャルテクノロジー領域のエンジニア増員に伴う労務費増加額115百万円を加算して算出)が増益要因として挙げられている。

つまり、新規分野であるフィナンシャルテクノロジー領域の先行的な費用増の影響(合計134百万円の減益要因)を除いた既存領域では、営業利益は、21/11期上期の61百万円から125百万円に増加していたこととなり、順調な拡大が継続していると言えよう。なお、22/11期上期末の従業員数は、21/11期末の130名から143名に増加した。部門別では、GRCソリューション部門86名、GRCプロダクト部門11名、フィナンシャルテクノロジー部門35名、管理部門11名であった。

> 他社との比較

◆ セキュリティ領域でコンサルティング等を提供する企業と比較

GRC領域を中心としたコンサルティングや製商品を提供する上場企業は同社以外には見当たらない。そこで、当センターでは、セキュリティ領域でコンサルティングや各種ソリューションを提供する上場企業の中で、事業規模が同社と比較的近い企業を比較対象として選定した。具体的には、ブロードバンドセキュリティとグローバルセキュリティエキスパートである(図表11)。

規模については、同社よりも設立が古く、セキュリティ領域で幅広いサービスを提供しているブロードバンドセキュリティとグローバルセキュリティエキスパートの数値が全ての項目で同社を上回っている。同社の数値は全ての項目で3位である。

収益性では、自己資本利益率で2位、総資産経常利益率で1位、営業利益率で2位のブロードバンドセキュリティが最も良好である。自己資本利益率で3位、総資産経常利益率で2位、営業利益率で1位のグローバルセキュリティエキスパートが2番目に位置している。同社は、自己資本利益率では1位であるが、税務上の繰越欠損金に係る評価性引当額の減少に伴い、マイナスの法人税等調整額を計上という特殊要因があり、総資産経常利益率と営業利益率の順位である3位が収益性での同社の総合的な地位と言えよう。

【 図表 11 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄 コード 直近決算期	GRCS	ブロードバンド セキュリティ	グローバルセキュリティ エキスパート
		9250 21/11期	4398 22/6期	4417 22/3期
規模	売上高 百万円	1,758	5,216	4,391
	経常利益 百万円	100	497	414
	総資産 百万円	1,273	3,148	3,482
収益性	自己資本利益率	33.4	31.5	20.8
	総資産経常利益率	10.7	16.8	14.1
	売上高営業利益率	7.0	9.8	10.0
成長性	売上高(3年平均成長率)	31.6	12.4	49.9
	経常利益(同上)	-	89.5	123.5
	総資産(同上)	57.7	7.2	53.8
安全性	自己資本比率	59.0	39.3	45.0
	流動比率	297.7	146.0	166.5
	固定長期適合率	13.8	57.4	36.9

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)、GRCSとグローバルセキュリティエキスパートの3期前は未監査
(出所) GRCS及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

一方、財務の安全性に関しては、現金及び預金が総資産の約7割を占めている同社が全ての項目で最も良好である。グローバルセキュリティエキスパートは全ての項目で2位、ブロードバンドセキュリティは全ての項目で3位となっている。しかし、ブロードバンドセキュリティとグローバルセキュリティエキスパートは共に、負債の中でも契約負債(以前の前受収益)の比率が高いという特徴があり、両社についても財務体質は健全であると言える。

成長性では、ブロードバンドセキュリティについては、起点となる19/6期の経常利益が18/6期の154百万円から73百万円に減少していることから、売上高の成長率を重視すべきであるが、その数値は3位であり、ブロードバンドセキュリティに対しては相対的には低い評価をせざるを得ない。グローバルセキュリティエキスパートについては、売上高と経常利益で1位、総資産でも2位であるが、20年4月に同じ親会社を持つ兄弟会社から事業譲受した影響が含まれているため、この成長率の数値は割り引いて見る必要がある。

同社は、起点となる18/11期が経常損失であったため、経常利益の成長率は算出不能となっている。しかし、特殊要因がない売上高の年平均成長率は31.6%と高く、同社の成長性は高く評価できる。

全体的には、同社は比較対象会社に比べ、規模と収益性では劣るものの、財務の安全性と成長性で魅力的な水準にあると言える。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は GRC 領域の専門人材、実績、ノウハウにある
 同社の知的資本を構成する多くの項目は、GRC 領域の専門人材、実績、ノウハウに関係している (図表 12)。

【 図表 12 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・取引顧客社数 ・年間取引額3,000万円超の顧客社数 ・みずほ証券の売上高構成比は2割を上回っている。	102社 14社 29.2%	
	ブランド	・会社の設立は05年であるが、現社名への変更や上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・会社設立からの経過年数 17.5年 (22年9月時点) ・現社名への変更からの経過年数 4.5年 (22年9月時点) ・上場からの経過年数 1年 (22年9月時点)	
	事業パートナー	・大手会計コンサル会社や大手SIer等からも案件を受注している ・ソリューション部門を中心に業務の一部を外注先パートナーに委託している ・プロダクト部門では他社商品によるサービスも提供している ・プロダクト部門では、クラウド業者や販売代理店とも契約して、サービスを提供している	・売上高外注費率 27.4%	
組織資本	プロセス	・様々なソリューションとプロダクトをワンストップで提供しているため、多くの顧客との取引が継続しており、既存顧客の売上高構成比が9割を超えている。	・既存顧客の売上高構成比 94.6%	
		・取引金額フェーズ別顧客数を重視し、顧客基盤の強化に取り組んでいる。具体的には、フェーズA以下の顧客のフェーズB以上への移行に取組んでいるほか、将来、フェーズB以上となることが期待されるフェーズA以下の顧客の開拓に努めている。	・フェーズZ (取引額1億円超) の顧客数 3社 ・フェーズC (同5千万円超1億円以下) の顧客数 5社 ・フェーズB (同3千万円超5千万円以下) の顧客数 6社 ・フェーズA (同1千万円超3千万円以下) の顧客数 14社	
		・売上高、売上総利益、売上総利益率を重視した経営を行っている	・売上高 1,758百万円 ・売上総利益 476百万円 ・売上総利益率 27.1%	
	知的財産 ノウハウ	・自社開発したプロダクトを多くの顧客に提供している ・日本において市場の勃興期にあたる09年にGRCソリューション事業を開始し、豊富なデータとノウハウを有している	・GRCソリューション事業の開始からの経過年数 13年 (22年9月時点)	
	人的資本	経営陣	・佐々木社長は05年の設立以来、同社を経営している ・社外取締役と社内取締役のバランスに配慮したガバナンス体制	・代表取締役社長の在任年数 17.5年 (22年9月時点) ・取締役会における社外取締役比率 40.0%
		従業員	・専門領域に精通したコンサルタントや技術者等の専門人材の人数において、同社は国内有数の専門企業の地位を既に確立しているが、売上高の継続的な拡大に向けて専門人材の更なる増員を進めている ・インセンティブ制度	・GRCソリューション部門 (22/11期上期末) 86名 ・フィナンシャルテクノロジー部門 (同上) 35名 ・GRCプロダクト部門 (同上) 11名 ・管理部門 (同上) 11名 ・ストックオプション 108,630株 (8.3%)

(注) KPI 等の数値は、特に記載がない限り、21/11 期または 21/11 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率。

(出所) GRCS 有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

同社が取引を広げている金融業、通信業、グローバルに展開する企業にとって、国内外の法規制が相次いで強化される中、事業展開上、GRC への対応強化は継続的な経営課題となっている。日本においては GRC 市場の形成が欧米よりも遅れていたため、09 年に GRC ソリューション事業を開始した同社は、フロントランナーとして市場の創生に貢献しており、現在では国内有数の GRC 専門企業の地位を確立している。

結果として、同社は、競合企業にもなりうる大手会計コンサル会社や

大手 SIer から受注を受けているほか、年間取引額 3,000 万円超の顧客数の増加に見られるように、顧客基盤の強化が進んでいる。

また、同社は、顧客の運用支援（課題解決）の継続を収益のベースとしている。これまでの課題解決の実績とノウハウの蓄積を活かし、ある案件への取り組みの中から生じる新たな案件を受注するという独自のストックモデルを構築しており、継続課金であるプロダクト部門の売上高比率は約 5%に過ぎないが、過去 3 期の既存顧客の売上比率は 8 割を超えている。

22/11 期上期末時点で、同社には GRCS 領域の専門人材が 132 名在籍しているが、この人数は GRC 専業会社としては国内トップクラスのようなものである。以上のことから、GRC 領域における専門人材と実績、ノウハウが同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

現時点では、同社の開示資料には、環境対応への取り組みについて、特筆すべき事項は見当たらない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、GRCS 等の領域において、人材の育成や研修プログラムを開発し、「GRCS Academy」として顧客にサービスを提供している。

また、同社は、起業家支援拠点「岩手イノベーションベース」による地方創世への取り組みを支援しているほか、岩手県釜石市で活動するラグビーのクラブチームである「釜石シーウェイブス RFC」をスポンサーの一社として協賛している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役 5 名（うち社外取締役 2 名）で構成されている。社外取締役の久保恵一氏は公認会計士であり、18 年 3 月に同社の取締役に就任した。久保氏は、東亜石油（5008 東証スタンダード）や Success Holders（4833 東証グロース）の社外取締役等を兼務している。もう一人の社外取締役の山野修氏は、アカマイ・テクノロジーズ合同会社の元社長等、セキュリティ企業数社で経営に携わった後、22 年 2 月に同社の取締役に就任した。

監査役会は、常勤監査役 1 名と非常勤監査役 2 名の 3 名で構成されており、全員社外監査役である。常勤監査役である大泉浩志氏は、りそな銀行の前身会社である埼玉銀行で長年勤務した後、シンバイオ製薬

(4582 東証グロース) の監査役等を経て、18 年 4 月に同社の監査役に就任した。

非常勤監査役である島田容男氏は、公認会計士及び税理士であり、14 年 7 月に同社の監査役に就任した。島田氏は、ヒューマンクリエーションホールディングス (7361 東証グロース) の社外取締役、東京インフラ・エネルギー投資法人 (9285 東証インフラファンド) の監督委員を兼務している。もう 1 人の非常勤監査役である伊賀志乃氏は、弁護士であり、18 年 4 月に同社の監査役に就任した。

21/11 期に 21 回開催された取締役会には、久保氏、大泉氏、島田氏及び伊賀氏は全てに出席した。15 回開催された監査役会には、大泉氏、島田氏及び伊賀氏が全てに出席している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 優秀な人材の確保及び育成

同社は、事業の規模や領域の拡大には人材が最も重要な経営資源であると考えており、優秀な人材の確保と育成を経営課題としている。積極的な採用活動や人事評価制度の整備、研修を通じて課題に対処する方針である。

◆ 経営の「攻め領域」であるフロント分野の強化

同社はこれまで、経営の「守り領域」である GRC やセキュリティ等、企業にとってはバックオフィス業務の費用に繋がるサービスや製商品を中心に事業を展開してきた。しかし、不況期において、「守り領域」はコスト削減の対象になりやすいため、同社は、経営の「攻め領域」であるフロント分野のサービスや製商品の提供を強化（顧客の収益獲得への貢献）することを課題として認識している。

◆ プロダクト部門の売上高比率の向上

プロダクト部門の売上高は毎期継続的に増加しているものの、18/11 期以降、プロダクト部門の売上高比率は 5%前後で推移しており、収益の柱とはなっていない。プロダクト部門の売上総利益率はソリューション部門を上回っていると推測され、利益率の改善のためにも、プロダクト部門の売上高比率の向上が求められる。

> 今後の事業戦略

◆ 3つの戦略軸で成長を目指している

同社は、21/11 期～23/11 期において、ソリューションとプロダクトの連携を強化・促進することで、顧客 1 社当たりの収益を拡大させていく方針を掲げている。

具体的には、「フェーズ A 以下の顧客をフェーズ B 以上へ移行」、「将来的にフェーズ B 以上となる見込みがあるフェーズ A 以下の顧客層の開拓」に取り組んでおり、そのための戦略として、提供サービスの拡大やプロダクトの拡充、フィナンシャルテクノロジーへの投資という 3 つの戦略軸を掲げている。

◆ 提供サービスの拡大

同社は、「フェーズ A 以下の顧客をフェーズ B 以上へ移行」のための戦略として、提供サービスの拡大を挙げている。同社は、既に GRC 領域とセキュリティ領域で様々なサービスをワンストップで顧客に提供する体制を構築しているが、顧客によってはクロスセルが十分に行えていない状況もあると見られる。同社は現在、ESG 対応やアンチマネーロンダリング (AML)、ゼロトラスト等の新サービスの提供に向けた取り組みを行っている。

◆ プロダクトの拡充

同社は、「将来的にフェーズ B 以上となる見込みがあるフェーズ A 以下の顧客層の開拓」のための戦略として、プロダクトの拡充を挙げている。プロダクトについては、現状では大企業を中心に展開しているが、リーズナブルな価格でノウハウをパッケージ化した製品を開発し、中堅・中小企業へと顧客層を広げる方針を示している。また、他社商品である ESG 管理ツールや反社チェッククラウドサービスの提供開始を準備する等、プロダクトの拡充に取り組んでいる。

◆ フィナンシャルテクノロジーへの投資

同社は、経営の「攻め領域」であるフロント分野の強化のため、重点業界である金融業に対して、新たに 3 つのサービスを提供し、金融業への売上高を大幅に増やす方針である。第一弾として、同社は、横浜グローバルセンターを開設し、日英バイリンガル要員が 24 時間 365 日体制で金融機関の基幹システムをモニタリングする「グローバルオペレーション・ビジネス」を 22 年 1 月に開始した。

今後は、トレーディングシステム等を自社で提供する「キャピタルマーケット・ソリューション」と、提携先が持つグローバルの最先端技術を日本の金融資本市場に導入する「パートナーシップ・ビジネス」を本格的に展開することを目指しており、そのための準備をフィナンシャルテクノロジーへの投資として位置付けている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・GRC領域において、相対的に低価格で、各種のソリューションとプロダクトをワンストップで提供していること ・上場企業グループを中心とした有力企業群が顧客基盤となっていること ・09年の事業開始から、GRC領域において、豊富なデータとノウハウを蓄積していること ・GRC領域とセキュリティ領域を中心とした専門人材が多数在籍していること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・事業規模の小ささ ・将来の成長を目指した人材投資が要因とは言え、営業利益率の変動幅が大きいこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内GRC市場とセキュリティ市場の成長 ・提供サービスの拡大による1社当たりの売上高の拡大 ・プロダクトの拡充による中堅・中小企業市場への展開 ・証券トレーディング等のフィナンシャルテクノロジー部門の収益貢献
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内外の経済・金融環境の悪化に伴う契約規模の縮小 ・人手不足の深刻化による採用競争の激化と技術者の退職増加

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ フィナンシャルテクノロジー領域への進出による顧客基盤の強化に期待したい

同社は、22/11 期から新規分野であるフィナンシャルテクノロジー領域への投資を大幅に増やしたため、22/11 期上期においては営業損失を計上したほか、通期においても、営業損益の計画が大幅に下方修正され、営業損失が予想されている。一方、既存分野の GRCS 領域においては、増収増益基調が維持されているため、当センターでは、同社の屋台骨は揺らいでいないと考えている。

同社は、フィナンシャルテクノロジー領域における自社の強みとして、グローバルの金融業界で経験を積んだ専門人材を獲得したことや、当該人材が過去に開発に携わった海外の証券・外国為替取引所システムの開発実績等を挙げている。当センターでは、国内金融機関の国内証券トレーディングシステムにおいては、野村総合研究所等が高い市場シェアを有していると推測しているものの、外国証券や外国為替向けでは、同社が食い込む余地があると考えている。

また、同社は現在、みずほ証券とは密接な関係にあるが、みずほフィナンシャルグループの他社や、みずほグループ以外の金融グループとの取引額はさほど大きなものではない。当センターでは、フィナンシャルテクノロジー領域に事業対象を広げることで、みずほグループ内での深耕開拓と金融業界での横展開を通じて、金融業界における顧客基盤が一気に強化される可能性があると考えており、同社の取組みに期待している。

> 今後の業績見通し

◆ 22年11月期の会社計画は営業損失に変更された

22/11 期期初の会社計画(単体)は、売上高 2,092 百万円(前期比 19.0%増)、営業利益 190 百万円(同 54.5%増)、経常利益 185 百万円(同 85.5%増)、当期純利益 130 百万円(同 9.3%減)であったが、8月18日に公表された修正計画(連結)において、売上高 2,384 百万円、営業損失 227 百万円、経常損失 241 百万円、親会社株主に帰属する当期純損失 179 百万円に変更された(図表 14)。

【図表 14】 GRCS の過去の業績と 22 年 11 月期の計画

(単位:百万円)

	内訳	19/11期	20/11期	21/11期	22/11期		増減率
		実績	実績	実績	期初計画	修正計画	
売上高		1,101	1,431	1,758	2,092	2,384	-
	フィナンシャルテクノロジー (FT)	-	-	-	443	501	-
	FTを除くGRCソリューション	-	-	-	1,648	1,730	-
	単体合計	1,101	1,431	1,758	2,092	2,232	27.0%
	連単差額	-	-	-	-	152	-
売上原価		873	1,091	1,281	1,466	-	-
	労務費	391	621	791	1,009	1,177	48.6%
	その他	481	469	489	457	711	45.2%
	単体合計	873	1,091	1,281	1,466	1,888	47.3%
売上総利益		227	340	476	625	-	-
	売上総利益率	20.7%	23.8%	27.1%	29.9%	-	-
	単体	227	340	476	625	344	-27.8%
販売費及び一般管理費		296	313	353	434	-	-
	販管費率	26.9%	21.9%	20.1%	20.8%	-	-
	人件費	-	-	-	200	255	-
	支払手数料	36	29	42	59	85	100.9%
	採用教育費	-	-	-	46	49	-
	広告宣伝費	-	-	-	19	34	-
	単体合計	296	313	353	434	564	59.5%
営業利益		-68	26	123	190	-227	-
	営業利益率	-	1.9%	7.0%	9.1%	-	-
	単体	-68	26	123	190	-220	-
	連単差額	-	-	-	-	-6	-
経常利益		-70	22	100	185	-241	-
	経常利益率	-	1.6%	5.7%	8.9%	-	-
	単体	-70	22	100	185	-235	-
	連単差額	-	-	-	-	-6	-
親会社株主に帰属する当期純利益		-70	46	143	130	-179	-
	単体	-70	46	143	130	-171	-
	連単差額	-	-	-	-	-7	-

(注) 22/11 期期初計画は単体、修正計画は連結。22/11 期期初計画の内訳は、GRCS のニュースリリースに基づく証券リサーチセンターによる推定値

(出所) GRCS 有価証券届出書、決算短信、ニュースリリース、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、22 年 1 月に公表した期初時点では、大手既存顧客との取引拡大等により、売上高、営業利益が順調に積み上がると計画していたが、フィナンシャルテクノロジー領域における技術者の人件費(労務費)を中心とした先行的な費用の増加等を要因として、単体の営業利益の予想を大幅に下方修正(190 百万円の利益→220 百万円の損失)

した。また、7月15日にバリュレイトを買収したため、新たに連結業績予想を公表した。

単体決算に関しては、売上高については、フィナンシャルテクノロジーを除くGRCソリューション事業は、既存顧客への拡販と新規顧客案件の増加等を見込み、前回予想比5.0%増の1,730百万円を見込んでいる。注力分野であるフィナンシャルテクノロジーは、同13.1%増の501百万円を見込んでいる。

売上原価については、フィナンシャルテクノロジーの専門人材の採用増加等により、労務費は前回予想比16.6%増の1,177百万円を見込んでいるほか、外注費を中心としたその他の売上原価も前回予想を大幅に上回る見通しとなったため、合計では同28.7%増の1,888百万円を見込んでいる。

販管費は前回予想比29.7%増の564百万円を見込んでいる。前回予想に対する主な増加科目としては、人件費(前回予想比27.3%増の255百万円、管理部門の人員増)、支払手数料(同43.6%増の85百万円、フィナンシャルテクノロジーの営業経費増)、採用教育費(同105.3%増の49百万円、専門性の高い人材の獲得費用の増加)、広告宣伝費(同75.7%増の34百万円、会社の認知度向上やGRC及びセキュリティ領域への対策意識向上に向けた活動の強化)を挙げている。

営業外収益は見込まれていないものの、営業外費用では、支払利息3百万円(前回予想比4.2%増)と為替差損10百万円(前回予想0百万円)を見込んでいる。また、23/11期に予定する本社移転に係る設備の除却費用として特別損失5百万円を見込んだほか、控除可能な繰越欠損金に係る繰延税金資産(法人税調整額)の計上を見込んでいる。

連結決算については、バリュレイトの業績予想(22年6月から11月の6カ月間)が新たに織り込まれている。バリュレイト(正確には連単差額)の売上高は152百万円を見込んでいる。営業損益の連単差額の予想は6百万円の損失と推測されるが、株式取得に伴うアドバイザー費用8百万円(概算)と、のれん償却額0百万円(0千円以上1,000千円未満)が含まれているため、バリュレイト自体の営業損益予想は若干の黒字と見られる。

同社は、7月14日に、自己株式(上限40,000株、発行済株式総数の3.05%、上限金額100百万円)を、7月15日から9月30日までにおいて、市場買付で取得すると公表した。8月末時点での取得株数は5,100株、取得金額は17百万円であった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の22/11期業績を、売上高2,412百万円(前期単体数値比37.2%増)、営業損失211百万円(前期単体数値は123百万円の利益)、経常損失228百万円(同100百万円の利益)、親会社株主に帰属する当期純損失160百万円(同143百万円の利益)と予想する(図表15)。

【図表15】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	20/11期	21/11期	22/11期CE	22/11期E	23/11期E	24/11期E
売上高	1,431	1,758	2,384	2,412	3,135	3,930
前期比	30.0%	22.8%	35.6%	37.2%	30.0%	25.4%
部門別	-	-	-	-	-	-
ソリューション	1,360	1,677	-	2,154	2,692	3,450
プロダクト	70	80	-	106	139	176
売上総利益	340	476	-	414	742	977
売上総利益率	23.8%	27.1%	-	17.2%	23.7%	24.9%
販売費及び一般管理費	313	353	-	625	654	742
販管費率	21.9%	20.1%	-	25.9%	20.9%	18.9%
営業利益	26	123	-227	-211	88	235
前期比	-	360.3%	-	-	-	166.9%
営業利益率	1.9%	7.0%	-9.5%	-8.8%	2.8%	6.0%
経常利益	22	100	-241	-228	79	227
前期比	-	345.7%	-	-	-	187.3%
経常利益率	1.6%	5.7%	-10.1%	-9.5%	2.5%	5.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	46	143	-179	-160	57	182
前期比	-	210.1%	-	-	-	218.6%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想、22/11期以降は連結決算、22/11期の前期比は単体数値との比較(出所)GRCS有価証券報告書、決算短信、会社リリースを基に証券リサーチセンター作成

同社の部門別売上高については、今後、フィナンシャルテクノロジー部門と、GRCソリューション部門に分類される可能性があるが、過去の数値との比較を考慮して、当センターでは従来の区分で業績予想を策定した。

ソリューション部門は、上期の伸びが好調であったことや、人材採用効果が期待できること、子会社化したバリュレイトの売上高(半期分)が貢献することから、前期単体数値比28.4%増の2,154百万円と予想した。バリュレイトについては、同社の連単差額の予想と同額の152百万円を見込んでいる。

プロダクト部門は、第2四半期の売上高が第1四半期比4百万円増の26百万円であったこと等を考慮し、前期単体数値比31.6%増の106百万円と予想した。

売上総利益率は、前期単体数値の27.1%から17.2%への悪化を予想した。上期実績の悪化に加え、下期についてもコンサルタントやエンジ

ニアの増員が見込まれるため、売上高労務費率が大幅に上昇すると予想した。

一方、販管費は、管理体制強化に伴う人件費の増加やフィナンシャルテクノロジーの営業関連費用等の支払手数料の増加、広告宣伝費の増加の増加、採用教育費の増加、バリュレイトの買収による影響等を見込み、625百万円（前期単体数値比 76.8%増）と予想した。

23/11 期は、売上高 3,135 百万円（前期比 30.0%増）、営業利益 88 百万円、経常利益 79 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 57 百万円と予想した。

部門別売上高については、ソリューション部門は、フィナンシャルテクノロジー領域を中心に人材採用効果が期待できることや、バリュレイトの売上高が通期貢献することから、前期比 25.0%増の 2,692 百万円と予想した。バリュレイトについては、前期予想の 2 倍となる 304 百万円を見込んでいる。プロダクト部門は、フィナンシャルテクノロジー領域でのプロダクト販売が徐々に貢献すると考え、同 31.1%増の 139 百万円と予想した。

売上総利益率は、前期の 17.2%から 23.7%への改善を予想した。人件費の伸びが鈍化することで、売上高労務費率が改善に向かうと考えたほか、売上高外注費率についても、社内人員の増加に伴い、改善を想定した。一方、販管費は、人件費の増加は継続するものの、他の経費については、増加率の鈍化や減少を見込んだため、654 百万円（前期比 4.6%増）と予想した。

24/11 期は、売上高 3,930 百万円（前期比 25.4%増）、営業利益 235 百万円（同 166.9%増）と予想した。

部門別売上高については、ソリューション部門は、フィナンシャルテクノロジー領域の売上貢献に加え、金融業の新規顧客に対する GRCS 領域の販売拡大を想定し、前期比 28.2%増の 3,450 百万円と予想した。プロダクト部門は、フィナンシャルテクノロジー領域でのプロダクト販売が本格的に貢献すると考え、同 26.6%増の 176 百万円と予想した。

売上総利益率は、前期の 23.7%から 24.9%への改善を予想した。人件費の伸びが鈍化することで、売上高労務費率の改善が継続すると考えた。一方、販管費は、人件費の増加に加え、他の経費についても、一般的に増加すると考え、742 百万円（前期比 13.5%増）と予想した。

同社は、財務体質の強化と事業拡大のための投資を優先し、創業以来、

無配を続けている。配当実施の可能性や実施時期等については現時点で未定としている。こうしたことから、当センターでは、22/11 期から 24/11 期においても配当は実施されないと予想している。

【 図表 16 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	20/11期	21/11期	22/11期CE	22/11期E	23/11期E	24/11期E
貸借対照表						
現金及び預金	254	875		649	563	685
売掛金	250	224		429	533	650
その他	35	51		132	184	268
流動資産	540	1,150		1,211	1,280	1,603
有形固定資産	5	10		27	25	22
無形固定資産	12	6		38	49	59
投資その他の資産	40	105		201	176	106
固定資産	58	122		268	251	187
資産合計	599	1,273		1,479	1,532	1,791
買掛金	61	64		103	109	150
短期借入金	-	37		300	300	300
1年内返済予定長期借入金	70	45		87	54	28
未払法人税等	0	32		7	7	7
その他	196	206		265	309	357
流動負債	328	386		763	780	843
長期借入金	156	129		108	54	26
その他	3	6		6	6	6
固定負債	160	135		114	60	32
純資産合計	110	751		600	690	915
(自己資本)	110	751		575	633	815
(非支配株主持分+新株予約権)	-	0		24	57	100
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	22	100		-233	79	227
減価償却費	6	6		7	11	13
売上債権の増減額 (-は増加)	-113	26		-204	-104	-117
その他	47	29		73	36	74
法人税等の支払額	0	0		-20	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	-37	162		-376	22	197
有形固定資産の取得による支出	0	-4		-20	-2	-2
差入保証金の差入による支出	-	-3		-24	0	0
その他	-	-1		-70	-20	-20
投資活動によるキャッシュ・フロー	0	-8		-115	-22	-22
短期借入金の純増減額 (-は減少)	-	37		262	0	0
長期借入れによる収入	85	150		100	0	0
長期借入金の返済による支出	-70	-202		-78	-87	-54
株式発行による収入	-	482		0	0	0
配当金の支払額	-	-		0	0	0
その他	-	0		-17	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	14	467		266	-87	-54
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-23	621		-225	-86	121
現金及び現金同等物の期首残高	277	254		875	649	563
現金及び現金同等物の期末残高	254	875		649	563	685

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想、22/11 期以降は連結決算
(出所) GRCS 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ GRC 及びセキュリティ領域という企業活動の「守り」分野への依存度の高さ

同社事業の中心である GRC 及びセキュリティ領域は、企業にとって収益を生み出す「攻め」の活動ではなく、損失を被るリスクや信用を落とすリスクを軽減する「守り」の活動である。そのため、経済環境やその他の要因により、GRC やセキュリティ領域に対する企業の需要が低減した場合、同社の財政状態や経営成績に影響を与える可能性がある。

◆ フィナンシャルテクノロジーへの投資が期待通りの成果を生まない可能性

同社は経営の「攻め」分野の強化を目指し、フィナンシャルテクノロジー領域への投資を急拡大させている。当センターでは、同分野の投資が一定の成果を上げると想定して業績予想に織り込んでいるが、新分野であるため、業績予想の精度が相対的に低くなることは否めない。同領域の業績貢献が想定を下回った場合、同社の業績が当センターの予想を大幅に下回る可能性があることには注意が必要である。

◆ 税務上の繰延税金資産の存在

同社には 21/11 期末時点で税務上の繰越欠損金が存在するが、22/11 期末においては、更にその金額が増加すると見込まれている。当センターでは、23/11 期、24/11 期において、繰越欠損金の繰越控除の適用を受け、法人税等合計が同社の法定実効税率から想定される水準に比べ、大幅に軽減される前提で業績予想を策定している。しかし、繰越欠損金が解消した場合や繰越期間が満了した場合、繰越欠損金に関わる繰延税金資産が取り崩された場合は、当センターの予想に比べ、法人税等の負担が増加する可能性があることには注意が必要である。

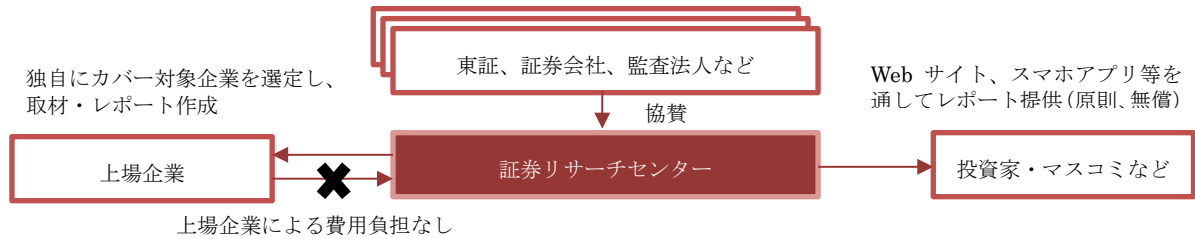
◆ 当面は無配が続く可能性

同社は、現時点において自社が成長過程にあるという認識の下、財務体質の強化と事業拡大のための投資を優先しているため、設立以来、配当を実施していない。将来的には株主への利益還元を検討する方針としているものの、無配が当面続く可能性には注意が必要である。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
太陽有限責任監査法人
PwC 京都監査法人
監査法人 A&A パートナーズ
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
有限責任監査法人トーマツ
エイチ・エス証券株式会社
仰星監査法人
日本証券業協会

大和証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社 S B I 証券
いちよし証券株式会社
監査法人アヴァンティア
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社
株式会社 I C M G
三優監査法人
宝印刷株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。