

ホリスティック企業レポート サイバーセキュリティクラウド 4493 東証グロース

アップデート・レポート
2022年10月14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 20221011

サイバーセキュリティクラウド(4493 東証グロース)

発行日:2022/10/14

**Web アプリケーション層への攻撃から外部公開サーバを守る Web セキュリティ会社
各サービスのユーザー数の増加等により、成長継続を予想**

> 要旨

◆ Web アプリケーション層への攻撃に備えるセキュリティ会社

- サイバーセキュリティクラウド(以下、同社)は、Web アプリケーション層へのサイバー攻撃から外部公開サーバを守るクラウド型 WAF(Web Application Firewall)「攻撃遮断くん」や「WafCharm」を中心にサービスを提供する Web セキュリティ会社である。
- 同社サービスの多くは、月額課金方式で提供されている。既存顧客から毎月継続的に得られる収益を年換算した数値である ARR とユーザー数の持続的な拡大を目指している。

◆ 22 年 12 月期上期数値にはソフトェックの第 1 四半期業績が未反映

- 22/12 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の決算は、売上高 1,021 百万円、営業利益 141 百万円であった。同社は、22 年 4 月の連結子会社ソフトェックの吸収合併に伴い、単体決算に移行したが、上記数値にはソフトェックの第 1 四半期の業績が反映されていない。

◆ 22 年 12 月期の計画は売上高 2,233 百万円、営業利益 362 百万円

- 22/12 期決算について同社は、連結予想(売上高 2,300 百万円、営業利益 390 百万円)を取下げ、売上高 2,233 百万円、営業利益 362 百万円を見込む単体予想を発表した。
- 証券リサーチセンター(以下、当センター)は、22/12 期上期実績や、単体決算への移行等を踏まえて、22/12 期予想を見直した。売上高を 2,297 百万円→2,268 百万円、営業利益を 402 百万円→382 百万円に減額したが、単体決算への移行の影響を除くと実質的には上方修正となる。

◆ 各サービスのユーザー数の増加等により、成長継続を予想

- 当センターでは、22/12 期第 2 四半期末の ARR が想定を上回っていたため、23/12 期以降の予想を上方修正した。
- 各サービスにおけるユーザー数の増加等により、23/12 期は 26.1%増収、51.8%営業増益(22/12 期はソフトェックの第 1 四半期の業績が除外されているため、参考数値)、24/12 期は 18.3%増収、26.2%営業増益と予想した。

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】

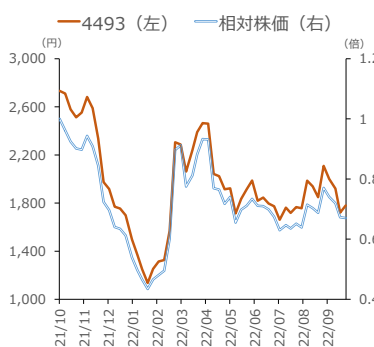
	2022/10/7
株価 (円)	1,780
発行済株式数 (株)	9,403,044
時価総額 (百万円)	16,737

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	98.0	58.7	44.0
PBR (倍)	17.7	13.2	10.1
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	-11.1	-6.3	-36.7
対TOPIX (%)	-4.9	-4.5	-30.0

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2021/10/8

【4493 サイバーセキュリティクラウド 業種: 情報・通信業】

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)
2020/12	1,194	-	188	-	172	-	134	-	14.6	71.4	0.0
2021/12	1,817	52.2	297	57.8	297	72.5	169	26.4	18.2	100.7	0.0
2022/12 CE	2,233	-	362	-	362	-	271	-	28.9	-	0.0
2022/12 E	2,268	-	382	-	393	-	285	-	30.3	135.2	0.0
2023/12 E	2,859	26.1	580	51.8	579	47.3	380	33.3	40.4	175.7	0.0
2024/12 E	3,382	18.3	732	26.2	731	26.2	484	27.4	51.5	227.1	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。2022/12期以降は単体決算

アップデート・レポート

2/20

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 事業内容

(注1) クラウド型 WAF (Web Application Firewall) とは、Web サイトを構成する Web アプリケーションをサイバー攻撃から守るセキュリティ対策である WAF について、機器やソフトウェアを購入せずに、月額・年額の利用料を支払うことでサービスの提供を受ける形態である。

(注2) DMZ (DeMilitarized Zone) とは、非武装地帯という軍事用語から転用された ICT 用語であり、組織の内部ネットワーク環境と外部のインターネット環境を接続するための中間地帯を意味している。

(注3) IDS (Intrusion Detection System、不正侵入検知システム) とは、不正アクセスがないかをチェックし、疑わしい内容があれば管理者に通知するシステムである。

(注4) IPS (Intrusion Prevention System、不正侵入防止システム) とは、不正アクセスの侵入を遮断するシステムである。

◆ Web セキュリティを中心にサブスクリプションサービスを提供

サイバーセキュリティクラウド (以下、同社) は、自社開発プロダクトによってサイバー攻撃から組織のシステムを防御するサイバーセキュリティサービス企業である。サイバーセキュリティの中でも、Web セキュリティを中心にサービスを提供している。主力製品であるクラウド型 WAF ^{注1}「攻撃遮断くん」は、日本マーケティングリサーチ機構が 21 年 10 月に実施したクラウド型 WAF サービスに関する市場調査において、累計導入社数・累計導入サイト数が国内第 1 位となっている。

同社が展開するサービスの多くは、使用した期間に応じて対価を受領するサブスクリプション (月額課金) 型モデルであり、継続したサービス提供を前提としている。

◆ サイバーセキュリティにおける Web セキュリティ

サイバーセキュリティは、ネットワークの形態により、会社や公的機関等の組織内部のネットワーク環境 (イントラネット) のセキュリティ (以下、社内セキュリティ) と、インターネット上に公開されている Web サイト等のセキュリティ (以下、Web セキュリティ) に大別されている。多くの場合、公開 Web サーバは、メールサーバ等と共に、ファイアウォールによってイントラネットから隔離された DMZ ^{注2} に設置されている。インターネットを利用する組織は、DMZ を設置することにより、内部ネットワーク環境が外部からの攻撃を受けにくくなる効果を期待している。

Web セキュリティ対策としては、まずはファイアウォールが挙げられる。ファイアウォールは、外部から送られてくるパケット (データのかたまり) の情報から接続を認めるか判断し、不正なアクセスであると看做した場合は、接続を拒否する機能を有している。そのため、Web サイトのインフラ・ネットワーク層への攻撃に対する対策として多くの組織で導入されている。但し、ファイアウォールは、通信の送信先と宛先の情報しかチェックしていないため、受信した時点で送信先に問題があると認識していない場合、通信の中身に問題があっても、接続を許可してしまうという欠点がある。

Web セキュリティ対策の 2 番目に挙げられるのは、IDS ^{注3}/IPS ^{注4} である。ファイアウォールが送信先と宛先をチェックして接続を許可した通信の中身 (パケット) を確認し、不正なアクセスであればそれを検知し、侵入を防止する機能を備えている。しかしながら、IDS/IPS が対応できるのは、Web サイトを構成するサーバ・ネットワークのソフトウェア/OS への攻撃だけであり、Web アプリケーションを狙った攻撃には十分な備えとはなっていない。

Web アプリケーションの脆弱性を狙った攻撃に対する対策として、近年、市場が拡大してきたのが WAF である。エンドユーザーと Web サーバ間の通信を監視し、シグネチャ（不正な値・通信パターンを定義するルール）に一致した通信を攻撃と判断して遮断することで、情報漏洩や Web サイトの改ざんを防止する機能を有している。

WAF には、ベンダーが提供する WAF 専用サーバを Web サーバの直前に設置する方法等によって利用するアプライアンス型や、Web サーバにソフトウェアをインストールして利用するソフトウェア型もあるが、導入コストや運用コスト、システム環境の変化への対応のしやすさ等の面で、クラウド型のニーズが高まっていると見られる。

◆ ソフトテックに由来するものを含め 5 つのサービス提供している

同社は、サイバーセキュリティ事業の単一セグメントであるが、ソフトテック（20 年 12 月子会社化、22 年 4 月吸収合併）が開始した 2 つのサービスを含め、5 つのサービスを提供している。

(1) クラウド型 WAF 「攻撃遮断くん」

「攻撃遮断くん」は、Web アプリケーションに対するサイバー攻撃を検知・遮断・可視化するクラウド型のセキュリティサービスである。製品の開発・運用・販売・サポートまで、同社が一貫して対応しているため、Web サイトへの多種、大量のサイバー攻撃のデータと運用ノウハウを自社で保持している。

「攻撃遮断くん」では、ディープラーニングを用いて 19 年 8 月に自社開発した攻撃検知 AI エンジン「Cyneural（サイニューラル）」の活用により、従来のシグネチャでは発見できなかった攻撃を見つける一方、顧客サービスに悪影響がある誤検知の防止に努めており、シグネチャの精度向上に取り組んでいる。

同社によって迅速に更新されるシグネチャに基づいて運用される「攻撃遮断くん」を導入することで、顧客は自ら複雑な設定作業等の運用管理を行うことなく、Web サイトをセキュアな環境に保つことが可能となっている。また、「攻撃遮断くん」は、リアルタイムでサイバー攻撃を可視化し、攻撃元 IP ^{注5}や攻撃種別等を管理画面で把握する機能も備えている。

「攻撃遮断くん」では、サーバセキュリティタイプ（エージェント連動型）と Web/DDoS ^{注6}セキュリティタイプ（DNS 切り替え型）の 2 種類を提供しており、顧客は、様々な Web アプリケーションの環境に応じて利用することが可能となっている。

(注5) IP (Internet Protocol) とは、インターネットにおける主要な通信プロトコルである。プロトコルとは、複数の主体が滞りなく信号やデータ、情報を相互に伝送できるよう、予め決められた約束事や手順を意味する。

(注6) DDoS (Distributed Denial of Service) とは、インターネット上の多数の機器から標的のウェブサイトやサーバに過剰な負荷をかけるサイバー攻撃である。

サーバセキュリティタイプとは、Web サーバにエージェントをインストールすることで、「攻撃遮断くん監視センター」のシステムが Web サーバのアクセスログを監視し、異常を検知した場合は遮断命令を出すものである。クラウドを含め、多様なサーバに対応できるほか、障害ポイントの切り分けが容易であるという特徴がある。トラフィック容量が大きな Web サービスを運営している組織に適している。

一方、DNS 切り替え型とは、異常通信を検知して遮断する Web 通信監視システムである「攻撃遮断くん WAF センター」を Web サーバの前段に配備し、インターネット上でドメイン名を管理・運用するためのシステムである DNS (Domain Name System) を切り替えることで、Web アプリケーションを狙ったサイバー攻撃に対応するものである。顧客の Web サイトへはリソース負担がかからない点が特徴である。

DNS 切り替え型には、DDoS 攻撃には対応していない Web セキュリティタイプと、DDoS 攻撃対策機能が付いている DDoS セキュリティタイプを用意している。なお、サーバセキュリティタイプについても DDoS 攻撃対策機能は付加されていない。

両タイプ共に、1) 顧客には専任のセキュリティエンジニアが不要、2) シグネチャは自動で更新される、3) 最新の攻撃に対応可能、4) システムによって監視業務は自動化されているという特徴がある。

(2) パブリッククラウドが提供する WAF のルール自動運用サービス「WafCharm (ワフチャーム)」

「WafCharm」は、3 大パブリッククラウドプラットフォームである AWS (Amazon Web Services)、Microsoft Azure、Google Cloud が提供する WAF を利用する組織のために、同社の WAF 運用技術を活用することで顧客に最適なルールの作成・設定を行い、ルールの運用を自動化するサービスである。パブリッククラウドが提供する WAF においては、顧客がルールを設定する必要があるが、顧客がそのサービスに合わせてルールを設定するには多くの知識と時間が必要である。

「WafCharm」を利用することにより、パブリッククラウドが持つ複数のルールから、顧客のサイトに最適なルールを同社が開発した WAF ルール自動運用 AI エンジン「WRAO (ラオ)」が設定し、ルール運用の自動化が可能となっている。

(3) AWS WAF Managed Rules

AWS WAF Managed Rules (以下、Managed Rules) とは、セキュリティ専門のベンダーが独自に作成する厳選された AWS WAF のセキュリティルールセットである。同社は、19 年 2 月に世界で 7 社目とな

る AWS WAF マネージドルールセラーに認定された非連結米国子会社 Cyber Security Cloud Inc.を通じて、Amazon Marketplace での Managed Rules の提供を開始した。

同社の Managed Rules は、「攻撃遮断くん」と「WafCharm」の開発、運用で培った AWS WAF におけるルール設定ノウハウを基にパッケージ化されている。Amazon Marketplace での販売状況については、積極的な営業活動をすることなく、国内外の顧客開拓に成功している。22/12 期第 2 四半期末の地域別ユーザー数は、国内 1,327、国外 1,505 (北米 615、欧州 364、日本を除くアジア 212、南米 195、オセアニア 105、アフリカ 14) となっている。

(4) 脆弱性管理ソリューション「SIDfm」

ソフトェックが開始した脆弱性管理ソリューション「SIDfm」は、セキュリティ脆弱性情報の提供と、脆弱性の特定、評価、解消を行う継続的なプロセスである脆弱性管理サービスによって構成されている。「SIDfm」は、サービスを開始した 99 年以降、多数の顧客のセキュリティ脆弱性管理基盤の情報ベースとして、多くの組織に活用されており、脆弱性専門アナリストが絶えず出現する脆弱性情報を調査した上でコンテンツを作成し、様々な手段を用いて情報を提供するサービスである。

(5) 脆弱性診断サービス

ソフトェックが開始した脆弱性診断サービスでは、Web アプリケーション脆弱性診断、プラットフォーム診断、サーバ構成診断を提供している。プラットフォーム診断とは、顧客の DMZ 全体、または、DMZ 内の診断対象サーバのセキュリティ強度を確認するサービスである。サーバ構成診断とは、顧客の DMZ 内の診断対象サーバにおける設定内容や稼働状況を確認し、サーバ内部に潜在する脆弱性を検出するサービスである。

21/12 期のサービス別売上高を見ると、「攻撃遮断くん」(売上高構成比 59.6%) と「WafCharm」(同 21.7%) が主力サービスに位置付けられる。Managed Rules については、売上高構成比は低いものの、販売は急拡大しており、今後の成長が期待されている(図表 1)。

【 図表 1 】 サービス別売上高の推移

サービス別	17/12期		18/12期		19/12期		20/12期		21/12期	
	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)
攻撃遮断くん	246	100.0	477	97.7	728	89.3	919	77.0	1,083	59.6
WafCharm	-	-	11	2.3	71	8.8	216	18.1	394	21.7
その他	-	-	-	-	16	2.0	58	4.9	339	18.7
うちManaged Rules	-	-	-	-	16	2.0	58	4.9	114	6.3
うちSIDfm、脆弱性診断	-	-	-	-	-	-	-	-	224	12.4
合計	246	100.0	488	100.0	816	100.0	1,194	100.0	1,817	100.0

(注) 構成比の合計は四捨五入の関係で必ずしも 100%にならない。21/12 期のその他の内訳は証券リサーチセンターの推定値 (出所) サイバーセキュリティクラウド有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 特定の大手顧客への依存度は低い

(注 7) 「攻撃遮断くん」のエンドユーザー数は社数となっているのに対し、「WafCharm」等がユーザー数となっているのは、「WafCharm」等は、1 社で複数契約が可能な料金体系を採用しているためである。

同社の 22/12 期第 2 四半期末のエンドユーザー数は、「攻撃遮断くん」1,138 社、「WafCharm」833 ユーザー^{注 7}、Managed Rules 2,832 ユーザー、「SIDfm」148 ユーザーである。「攻撃遮断くん」や「WafCharm」を取扱う販売代理店を含めても、最大顧客の売上高構成比は 10%を超えておらず、特定の大手顧客への依存度は低い。

エンドユーザーは、様々な企業規模、業種に広がっている。主要顧客としては、ANAホールディングス (9202 東証プライム)、清水建設 (1803 東証プライム)、アイスタイル (3660 東証プライム)、ほぼ日 (3560 東証スタンダード)、極洋 (1301 東証プライム)、ファンコミュニケーションズ (2461 東証プライム)、オークファン (3674 東証グロース)、ユナイテッド (2497 東証グロース)、ココナラ (4176 東証グロース)、インターファクトリー (4057 東証グロース)、フリー (4478 東証グロース)、SBIホールディングス (8473 東証プライム) 傘下の SBI 証券、マイナビ (東京都千代田区) が挙げられる。

主な販売代理店 (AWS プレミアティアサービスパートナー) としては、SCSK (9719 東証プライム)、伊藤忠テクノソリューションズ (4739 東証プライム)、TIS (3626 東証プライム)、サーバーワークス (4434 東証プライム)、アイレット (東京都港区)、クラスメソッド (東京都千代田区)、NHN テコラス (東京都港区) が挙げられる。

その他の販売代理店としては、富士通 (6702 東証プライム) の連結子会社である富士通 Japan、GMO グローバルサイン・ホールディングス (3788 東証プライム)、JIG-SAW (3914 東証グロース)、ダイワボウホールディングス (3107 東証プライム) の連結子会社であるダイワボウ情報システム、TOKAIホールディングス (3167 東証プライム) の連結子会社である TOKAI コミュニケーションズ、インターネットイニシアティブ (3774 東証プライム)、SHIFT (3697

東証プライム)、グローバルセキュリティエキスパート (4417 東証グロース)、フリービット (3843 東証プライム) が挙げられる。

◆ **ソフテックののれんは 10 年、顧客関連資産は 9 年で償却される**
 同社は、20 年 12 月、ソフテックの全株式を取得し、連結子会社化した。ソフテックの買収前の業績推移は図表 2 の通りである。

【 図表 2 】ソフテックの業績推移 (百万円)

	17/12期	18/12期	19/12期
売上高	291	278	289
営業利益	93	90	86
経常利益	93	90	86
当期純利益	65	59	56
純資産	269	310	347
総資産	348	388	428

(出所) サイバーセキュリティクラウドリリースを基に証券リサーチセンター作成

株式の取得費用は、取得価額 420,000 千円、取得関連費用 14,823 千円の合計 434,823 千円であった。買収によって発生したのれんの金額は 253,251 千円 (償却期間 10 年)、顧客関連資産は 74,580 千円 (同 9 年) である。なお、顧客関連資産を無形固定資産に計上したことに伴い、繰延税金負債が 20,113 千円計上された (図表 3)。

【 図表 3 】買収による貸借対照表への影響 (百万円)

流動資産	218	流動負債	109
固定資産	3		
顧客関連資産	74	繰延税金負債	20
のれん	253	株式取得価額	420
合計	549	合計	549

(出所) サイバーセキュリティクラウド有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ ストック収益ベースの SaaS 型ビジネスモデル

同社のサービスの多くは SaaS 形態で提供されており、利用料は基本的には月額課金 (サブスクリプション) 方式で受領しており、売上高の大部分はストック収益である。フロー収益としては、「攻撃遮断くん」の初期導入費用や、脆弱性診断等のスポット契約による売上高等が挙げられる。

「攻撃遮断くん」の料金 (直販) は、タイプ別にサーバ台数やピーク時のトラフィック量 (データ量) に応じて設定されており、顧客は自

社の Web サイトや Web サーバの状況を踏まえてタイプを選択できる。サーバセキュリティタイプと DNS 切り替え型の Web セキュリティタイプの料金体系は、図表 4、図表 5 の通りである。

【 図表 4 】サーバセキュリティタイプの料金体系

プラン名	サーバ数	初期費用 (税抜)	月額費用 (税抜)
ベーシックプラン	1~3サーバ	200,000円	40,000円/サーバ
	4サーバ以上	200,000円	120,000円(3サーバ分) + 4サーバ目以降 10,000円/サーバ
使い放題プラン	無制限	2,000,000円	800,000円

(出所) サイバーセキュリティクラウド HP、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

【 図表 5 】Web セキュリティタイプの料金体系

プラン名	ピーク時トラフィックの目安	初期費用 (税抜)	月額費用 (税抜)
1サイトプラン	~500kbps	200,000円/サイト	10,000円
	~2Mbps		30,000円
	~5Mbps		50,000円
	~10Mbps		100,000円
Webサイト 入れ放題プラン	~100Mbps	340,000円	180,000円
	~200Mbps	月額費用と同額	340,000円
	~300Mbps		450,000円
	~400Mbps		550,000円
	~500Mbps		600,000円
	~1Gbps		700,000円

(出所) サイバーセキュリティクラウド HP、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

DNS 切り替え型の DDoS セキュリティタイプの料金体系は図表 6 の通りである。同社によれば、WAF を提供する会社には、低価格ながらシステムの柔軟性に乏しいクラウドサービス会社や、システムの柔軟性は高いものの、価格が高いアプライアンスの販売会社が多いが、同社はシステムの柔軟性と料金のバランスに優れているようである。

【 図表 6 】DDoS セキュリティタイプの料金体系

プラン名	ピーク時トラフィックの目安	初期費用 (税抜)	月額費用 (税抜)
1サイトプラン	~500kbps	200,000円/サイト	15,000円
	~2Mbps		40,000円
	~5Mbps		60,000円
	~10Mbps		120,000円
Webサイト 入れ放題プラン	~100Mbps	450,000円	250,000円
	~200Mbps	月額費用と同額	450,000円
	~300Mbps		600,000円
	~400Mbps		700,000円
	~500Mbps		800,000円
	~1Gbps		1,000,000円

(出所) サイバーセキュリティクラウド HP、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、KPI として、各サービスのユーザー（利用企業）数、ARR（Annual Recurring Revenue）、解約率等を挙げており、ユーザー数、ARR の持続的な拡大と解約率の低位安定を目指している。ARR とは、既存顧客から毎月継続的に得られる収益である MRR（Monthly Recurring Revenue）を 12 倍して年換算したものである。各サービスにおいては、利用企業（ユーザー）数の増加により、ARR が拡大基調で推移している。解約率については、「攻撃遮断くん」、「WafCharm」共に低水準を維持している（図表 7）。

【 図表 7 】 各サービスの KPI の推移

サービス	KPI	20/12期				21/12期				22/12期	
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
攻撃遮断くん	ARR(百万円)	841	874	915	966	1,004	1,029	1,103	1,113	1,147	1,213
	利用企業数(社)	845	851	875	926	956	995	1,055	1,065	1,104	1,138
	解約率(%)	1.07	1.15	1.15	1.24	1.35	1.16	1.07	1.21	1.07	1.12
WafCharm	ARR(百万円)	166	201	249	306	347	385	430	474	551	602
	ユーザー数(ユーザー)	226	272	320	392	471	527	586	657	743	833
	解約率(%)	1.59	1.20	1.12	1.00	0.92	0.84	0.76	0.77	0.83	0.92
Managed Rules	ARR(百万円)	34	45	76	81	105	103	128	141	160	210
	ユーザー数(ユーザー)	857	1,102	1,373	1,558	1,771	1,960	2,167	2,372	2,588	2,832
SIDfm	ARR(百万円)	-	-	-	-	144	148	149	154	163	167
	ユーザー数(ユーザー)	-	-	-	-	127	129	129	135	139	148
全社合計	ARR(百万円)	1,042	1,122	1,240	1,354	1,602	1,667	1,812	1,883	2,022	2,192
	ユーザー数(ユーザー)	1,928	2,225	2,568	2,876	3,325	3,611	3,937	4,229	4,574	4,951

(注) 利用企業数とユーザー数は対象四半期末時点。ARR は対象四半期の最終月の月末時点における MRR（既存顧客から毎月継続的に得られる収益）を 12 倍したもの。「攻撃遮断くん」の解約率は、MRR チャーンレート（当月失った MRR を先月末時点の MRR で除すことで計算される実質解約率）の対象四半期の最終月を起点とした直近 12 カ月平均。「WafCharm」の解約率は、N 期における直近 1 年の解約ユーザー数 ÷ N-1 期末のユーザー数で算出。

(出所) サイバーセキュリティクラウド決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

22 年 6 月末において、同社グループの直近 1 年の売上高の中で MRR が占める比率（ストック収益比率）は 94.4%となっている。

なお、Managed Rules に関しては、22 年 9 月末の販売国・地域数が 90 以上となり、ユーザー数は 3,000 を突破したと公表された。

◆ 限界利益率が高いビジネスモデル

同社は、連結売上原価の内訳については明らかにしていないが、21/12 期の単体売上高は連結売上高の 87.6%を占めており、単体の売上原価明細書によって、連結ベースのコスト構造が概ねイメージ出来る。

単体の売上原価明細書を見ると、最も大きい原価項目は、データセンター事業者を支払われる通信費（変動費及び一部固定費）であり、21/12 期の売上高通信費率は 15.3%であった。次に大きい原価項目は、

技術者に支払われる労務費であり、21/12期の売上高労務費率は9.8%であった。地代家賃等のその他の売上原価は売上高比で2.6%であり、各項目を合計した原価率は27.6%と低い(なお、外注費は個別開示されておらず、存在しているとしてもごく僅かと推測される)。

単体ベースの販売費及び一般管理費(以下、販管費)は911百万円であった。主要項目別では、給料及び手当199百万円、広告宣伝費130百万円、研究開発費116百万円、業務委託費84百万円、役員報酬78百万円であり、固定費が主体となっている。

同社は、売上原価と販管費に計上されている人件費(連結)の合計を四半期毎に開示している。単純合計した21/12期の数値は、591百万円(売上高比32.5%)であり、外注費を含めた労働関連コストの負担はシステムインテグレータ等と比べて大幅に低くなっている。同社のコストのうち、変動費に当たるのは通信費の一部にとどまるため、証券リサーチセンター(以下、当センター)では同社の限界利益率を80~90%と推測している。

> SWOT分析

◆ 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8のようにまとめられる。

【 図表 8 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 主力4商材が自社開発、自社運用のプロダクトであること ・ 膨大な量のビッグデータを保有していること ・ 導入サイト数・導入社数国内No.1の攻撃遮断くん、導入ユーザー数国内No.1のWafCharmを提供していること ・ 独自開発によって特許を保有する等、高い技術力を誇る点 ・ 継続課金による安定的な収益基盤を確立していること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 事業規模の小ささ ・ 市場の大きい海外ではまだ事業基盤を確立できていないこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 情報セキュリティ市場の高い成長 ・ 利用企業数の増加とARPUの拡大による攻撃遮断くんの売上高の成長 ・ クロスセルによる攻撃遮断くんの以外のプロダクトの拡販 ・ Magaged RulesやWafCharmの海外での拡販
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ サイバー攻撃やシステム障害、自然災害等によるサービス提供の停止 ・ 国内景気の急速な悪化や、競争力の低下等に伴う解約率の急激な上昇 ・ 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

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は膨大な保有データと顧客ニーズへの対応力にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、同社が保有する膨大なデータと顧客ニーズへの対応力に関係している(図表9)。

【 図表 9 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等			
		項目	数値(前回)	数値(今回)	
関係資本	顧客	・攻撃遮断くんの利用企業数は着実に増加している	・攻撃遮断くんの利用企業数	1,065社	1,138社
		・WafCharmの課金ユーザー数は高い伸びを続けている	・WafCharmの課金ユーザー数	657ユーザー	833ユーザー
		・Managed Rulesユーザー数は国内外で急成長している	・Managed Rulesユーザー数	2,372ユーザー	2,832ユーザー
		・Managed Rulesの国外ユーザー数も増加が続いている	・Managed Rules国外ユーザー数	1,239ユーザー	1,505ユーザー
		・規模、業種業態を問わず、幅広い企業や官公庁、団体と取引している			
フロント	・WAF業界には社名や「攻撃遮断くん」のサービス名が知られているもの、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	12年(22年4月時点)	12年(22年10月時点)	
		・「攻撃遮断くん」提供開始からの経過年数	8.5年(22年4月時点)	9年(22年10月時点)	
		・上場からの経過年数	2年(22年4月時点)	2.5年(22年10月時点)	
事業パートナー	・アマゾンやマイクロソフトのクラウドサービスと連携した独自サービスを提供している ・攻撃遮断くんやWafCharmについては多数の販売パートナーを活用している				
組織資本	プロセス	・ソフトウェアの買取りより、従来からのWAF領域に加え、Web脆弱性診断と脆弱性管理に事業領域を拡大した			
		・既存顧客から毎月継続的に得られる収益であるMRRを年額に換算したARRの拡大を重視している	・直近四半期ARR	1,883百万円(21/12期4Q) 2,192百万円(22/12期2Q)	
		・売上高の大層はストック収益であるMRRによって占められている	・売上高における直近1年のMRRが占める割合	94.2%(21年12月末時点) 94.4%(22年6月末時点)	
	知的財産ノウハウ	・既存満足度を重視したサービス提供により、解約率は低水準を維持している	・攻撃遮断くんの直近四半期解約率	1.21%(21/12期4Q) 1.12%(22/12期2Q)	
		・利用者のWebアクセスデータや悪意のある攻撃データ等の膨大な量の保有データを基にコア技術の開発を推進している	・直近四半期末の保有データ		
人的資本	経営陣	・16年から17年に掛けて入社した渡辺代表取締役CTO、倉田取締役CFO、大野元代表取締役社長が同社の経営改革を実行した			
		・渡辺代表取締役はIT業界で長年の経験がある	・渡辺代表取締役の業界経験年数	24年(22年4月時点) 24.5年(22年10月時点)	
		・小池代表取締役社長は16年7月から経営者としての経験を積んでいる	・小池社長の経営者としての経験年数	6年(22年4月時点) 6.5年(22年10月時点)	
	従業員	・積極的な中途採用により、従業員が増加している	・期末連結従業員数(派遣社員を含む)	83名 89名	
		・インセンティブ制度	・ストックオプション	261,200株(2.8%)	

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 21/12 期または 21/12 期末、今回は 22/12 期上期または 22/12 期上期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役の保有分を含む

(出所) サイバーセキュリティクラウド有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、これまでの事業展開を通じて、21/12 期第 2 四半期末時点で累計 2.3 兆件を超える利用者の Web アクセスデータや悪意のある攻撃データを蓄積している。これらの膨大な保有データは同社の AI を用いて解析され、同社のコア技術の開発に活かされており、「攻撃遮断くん」から「WafCharm」、Managed Rules に至るサービスラインナップの拡充につながっている。今後は、IoT/5G 等の機器監視や、医療・社会領域における異常行動の発見等の新分野への応用展開を目指しているが、膨大な保有データが研究開発の基盤となっている。

また、同社には、顧客の要望を重視する経営姿勢があり、クラウドサービスではあるものの、サービス導入時のカスタマイズや、導入後の機能追加にも柔軟に対応している。こうした対応が、顧客数の継続的な増加や、低い解約率に見られるような顧客満足度の向上に繋がったと

考えられる。以上のことから、膨大な保有データと顧客ニーズへの対応力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。

> 決算概要

◆ 22年12月期は第2四半期から単体決算に移行した

同社は、唯一の連結子会社であったソフテックを4月1日に吸収合併したため、第2四半期から単体決算に移行した。22/12期第2四半期累計期間(以下、上期)決算は、売上高1,021百万円、営業利益141百万円、経常利益154百万円、四半期純利益131百万円となった(図表10)。

連結決算を継続した場合(ソフテックの第1四半期業績を反映した場合)の業績は、売上高1,087百万円(前期比27.5%増)、営業利益169百万円(同12.2%減)、経常利益178百万円(同7.4%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益129百万円(同1.4%増)と試算される。

22/12期上期単体決算には、合併前の第1四半期のソフテックの業績(及び、のれん償却額等の連結上の費用計上)が反映されていない一方、ソフテックの合併に伴う抱合せ株式消滅差益21百万円が計上されている。

【図表10】22年12月期上期の業績

(単位: 百万円)

	会社別	21/12期					22/12期			22/12期連結継続の場合		
		上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	1Q	上期	増減率
売上高		853	466	498	964	1,817	457	563	1,021	523	1,087	27.5%
	旧単体	742	414	435	849	1,592	457	-	-	457	-	-
	ソフテック	110	52	62	114	224	-	-	-	66	-	-
売上総利益		602	326	352	678	1,281	326	401	728	369	771	28.0%
売上総利益率		70.6%	70.0%	70.8%	70.4%	70.5%	71.3%	71.3%	71.3%	70.6%	70.9%	-
販売費及び一般管理費		409	233	340	574	984	257	330	587	272	602	46.9%
販管費率		48.0%	50.1%	68.4%	59.6%	54.2%	56.1%	58.6%	57.5%	52.0%	55.4%	-
営業利益		192	92	11	104	297	69	71	141	97	169	-12.2%
営業利益率		22.6%	19.9%	2.3%	10.8%	16.4%	15.2%	12.7%	13.8%	18.6%	15.6%	-
経常利益		193	92	12	104	297	76	77	154	100	178	-7.4%
経常利益率		22.6%	19.9%	2.4%	10.9%	16.4%	16.7%	13.8%	15.1%	19.2%	16.4%	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益		127	61	-19	41	169	52	78	131	72	129	1.4%

(注) 22/12期より単体決算、22/12期売上高については、1Qはソフテックを含まず、2Qは合併によりソフテックの事業を含む(出所)サイバーセキュリティクラウド決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

抱合せ株式消滅差(損)益とは、合併法人である親会社が、被合併法人である子会社から受入れた資産と負債の差額と、合併直前に保有し

ていた子会社株式(抱合せ株式)の適正な帳簿価額を相殺し、その差額を特別損益として計上するものである。但し、子会社の資産と負債の帳簿価額を連結財務諸表上で修正している場合は、修正後の帳簿価額で資産と負債を受け入れる必要がある。ソフテックより受入れた資産から、負債とソフテック株式の帳簿価額を控除した金額(買収後に計上した当期純利益の累計額)は74百万円であった。ここから、連結修正額(子会社であった5四半期に連結決算で計上されたのれん償却額及び顧客関連資産償却費の累計額と株式取得関連費用)である53百万円が控除された21百万円が抱合せ株式消滅差益となった。

ソフテックの第1四半期の業績は、売上高66百万円、営業利益32百万円、経常利益32百万円、四半期純利益21百万円であった。営業利益については、連結決算を継続した場合と単体決算の差額(27百万円)と乖離が生じている。同差額は、ソフテックの営業利益から、のれん償却額(6百万円)、顧客関連資産償却費(2百万円)が控除された一方、旧単体に支払った経営指導料(3百万円、単体決算では営業外収益に計上)が加算されたためと推測される。

第1四半期の売上高が21/12期(連結)第4四半期の498百万円から457百万円に減少したのは、単体決算への移行によりソフテックの売上高が除外されたためである。ソフテックの売上高66百万円を加えた数値は523百万円であり、実態としては増加基調を継続していた。

22/12期第2四半期末のサービス別ARRについては、「攻撃遮断くん」は、利用企業数が前年同期末比14.4%増加したほか、平均顧客単価も上昇したため、前年同期比17.9%増加した。「WafCharm」は、クラウド化の追い風もあり、ユーザー数が前年同期末比58.1%増加したため、前年同期比56.3%増加した。「WafCharm」については、Google Cloudへの適用及び、AWS版の米国での有料サービスの提供を21年11月に開始したが、第2四半期末のARRへの貢献は軽微であった。

Managed Rulesは、ユーザー数が前年同期末比44.5%増加したほか、円安ドル高の影響と、移転価格税制への対応に伴う米国非連結子会社向け価格の値上げにより、平均顧客単価も上昇したため、前年同期比102.4%増加した。「SIDfm」は、ユーザー数が前年同期末比14.7%増加したため、前年同期比12.5%増加した。

売上総利益率は、前上期(連結)の70.6%から71.3%に上昇した。旧単体(ソフテック合併前の単体)よりも売上総利益率が低いソフテックの第1四半期の数値が除外されている影響が大きい模様である。連結決算を継続した場合の数値でも70.9%に上昇しているのは、エンジニアの増員ペースが増収率を下回ったためと見られる。

販管費は、前上期(連結)の409百万円から587百万円に増加した。管理部門を中心とした人員の増加やベースアップ等により、給料及び手当が前期(連結)の98百万円から130百万円に増加したほか、株式報酬費用が前期の3百万円から17百万円に増加した。また、本社移転に伴い、約20百万円の一時費用を計上したほか、広告宣伝費や業務委託費等が大幅に増加した。

同社が開示している四半期毎の勘定科目別営業費用(売上原価と販管費の合計)によると、人件費は、ベースアップと中途採用人員の増加により、21/12期第4四半期の159百万円から22/12期第2四半期には181百万円に増加した(図表11)。22/12期上期末の従業員数(派遣社員を含む)は、21/12期末(連結)の83名から89名に増加した。

【図表11】勘定科目別営業費用の推移

(単位: 百万円)

	19/12期				20/12期				21/12期				22/12期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
通信費	20	25	28	36	50	49	49	52	55	57	62	68	71	73
人件費	57	54	59	60	70	81	89	99	137	143	152	159	174	181
採用教育費	1	5	8	23	10	8	12	7	9	3	8	28	1	15
研究開発費	11	12	11	14	13	17	22	24	26	27	29	32	22	19
広告宣伝費	6	8	7	13	13	9	8	42	19	25	32	56	43	52
業務委託費	13	16	23	24	29	25	31	32	32	24	36	74	43	46
その他	26	28	26	44	30	30	36	41	48	48	51	65	68	102
合計	138	151	166	216	217	222	249	302	329	331	373	486	426	491

(注) 21/12期1Qから22/12期1Qまでは連結数値、業務委託費については、有価証券報告書と定義が異なる

(出所) サイバーセキュリティクラウド決算説明資料より証券リサーチセンター作成

広告宣伝費と業務委託費は、セミナー開催等のマーケティング活動を強化した21/12期第4四半期に対して、22/12期第2四半期は減少した。一方、その他の費用は、本社移転に伴う一時費用の計上や地代家賃の増加、株式報酬費用の増加等により、22/12期第2四半期は大幅な増加となった。

営業外収益では、円安ドル高と米国非連結子会社に対する売掛金の増加に伴い、為替差益が前上期(連結)の3百万円から9百万円に増加したほか、第1四半期分の子会社からの経営指導料が3百万円計上された。なお、21/12期の単体決算で計上された経営指導料は11百万円であった(連結では消去されている)。特別利益では、前述した抱合せ株式消滅差益に加え、資産除去債務戻入益11百万円が計上された。

なお、同社は、非公表であった上期計画(連結決算を継続した場合)に対して、売上高、利益共にほぼ想定通りであったと説明している。

22/12 期通期の期初計画(連結)の前期比増収率が26.5%であった一方、連結決算を継続した場合の上期の増収率は27.5%であった。旧単体、ソフテック共に、概ね計画に沿って進捗した模様である。

◆ 自己資本の増加により自己資本比率は上昇

22/12 期上期末の単体総資産は、前期末連結数値の1,710百万円から1,984百万円に増加した。現金及び預金が前期末連結数値比93百万円増加したことや、その他の流動資産が同71百万円増加したこと、有形固定資産が同50百万円増加したこと、敷金の差入等により、投資その他の資産が同41百万円増加したことが要因である。

なお、のれんの残高は前期末連結数値の227百万円から12百万円減少し215百万円となった。キャッシュ・フロー計算書で表示されているのれん償却額は6百万円であるが、これは、単体決算への移行に伴い、第1四半期の数値が除外されているためであり、のれんの残高には第1四半期の償却による減少も反映されている。

調達サイドでは、負債合計は前期末連結数値比101百万円増加した。未払法人税等が同18百万円減となったほか、単体決算への移行に伴い、繰延税金負債17百万円が計上されなくなった一方、契約負債(前期末までは前受金)が同44百万円増となったことや、長期借入金(1年内返済予定を含む)が同60百万円増となったこと等が負債増加の要因である。一方、自己資本は、利益蓄積や譲渡制限付株式の発行等に伴い、同167百万円増加した。結果、自己資本比率は21/12期末連結数値の55.2%から56.0%に上昇した。

> 業績見通し

◆ サイバーセキュリティクラウドの22年12月期計画

同社が期初に公表した22/12期計画(連結)は、売上高2,300百万円(前期比26.5%増)、営業利益390百万円(同31.2%増)、経常利益387百万円(同30.2%増)、親会社株主に帰属する当期純利益259百万円(同52.6%増)であったが、単体決算への移行に伴い、連結業績予想を取り下げた。新たに公表した22/12期計画(単体)は、売上高2,233百万円、営業利益362百万円、経常利益362百万円、当期純利益271百万円である(図表12)。

連結の期初計画と単体計画の差額は、ソフテックの第1四半期の業績とのれん償却額等の除外や、特別利益等の計上によるものであり、実質的な計画は据え置かれている。また、同社は、良好な事業環境に変化はなく、引き続き高い成長率を見込む一方、下期の営業費用について、新規採用による人件費の増加や地代家賃の増加を見込んでいる。

【 図表 12 】サイバーセキュリティクラウドの過去の業績と 22 年 12 月期計画 (単位: 百万円)

	17/12期	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	
	実績	実績	実績	実績	実績	期初計画	単体計画
売上高	246	488	816	1,194	1,817	2,300	2,233
旧単体	246	488	816	1,194	1,592	—	—
ソフテック	—	—	—	—	224	—	—
売上総利益	174	341	583	816	1,281	—	—
売上総利益率	70.5%	69.8%	71.5%	68.4%	70.5%	—	—
販売費及び一般管理費	216	370	439	628	984	—	—
販管費率	87.6%	75.8%	53.9%	52.6%	54.2%	—	—
営業利益	-42	-29	143	188	297	390	362
営業利益率	—	—	17.6%	15.8%	16.4%	17.0%	16.2%
経常利益	-46	-27	141	172	297	387	362
経常利益率	—	—	17.4%	14.5%	16.4%	16.9%	16.2%
当期純利益	-52	-27	153	134	169	259	271

(注) 20/12 期、21/12 期、22/12 期期初計画は連結決算、それ以外は単体決算

(出所) サイバーセキュリティクラウド有価証券届出書、有価証券報告書、IR ニュースより証券リサーチセンター作成

なお、21 年 11 月に公表された中期経営計画で示された 25/12 期の業績予想（売上高 50 億円、営業利益 10 億円）に変更はない。

◆ 証券リサーチセンターの 22 年 12 月期予想

当センターは、22/12 期上期実績や、連結決算から単体決算への移行、同社の施策等を踏まえて 22/12 期予想（前回は連結予想、今回は単体予想）を見直した結果、売上高を 2,297 百万円→2,268 百万円、営業利益を 402 百万円→382 百万円、経常利益を 400 百万円→393 百万円、当期純利益を 260 百万円→285 百万円に修正した(図表 14)。売上高、営業利益、経常利益を減額したものの、第 1 四半期のソフテックの業績が除外された影響を除くと、実質的には上方修正となる。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

サービス別売上高については、22/12 期第 2 四半期末の ARR が想定を上回ったため、ユーザー数の前提を引上げ、「攻撃遮断くん」は 12 百万円、「WafCharm」は 8 百万円、各々増額した。Managed Rules についても、22/12 期第 2 四半期末の ARR が想定を上回ったことや、為替の変動や値上げの影響を考慮したことから、33 百万円増額した。

一方、「SIDfm」及び脆弱性診断については、ソフテックの第 1 四半期の数値が除外されたことや、22/12 期第 2 四半期末の ARR が想定を下回ったことから 82 百万円減額した。

売上総利益率については、前回予想の 70.9%から 71.3%に引上げた。旧単体に比べて売上総利益率が低かったソフテックの第 1 四半期の

数値が除外されたことや、技術者の採用が想定を下回ったと見られることを考慮した。販管費については、本社移転に伴う一時費用等が想定を上回っていたこと等を踏まえ、10百万円増額した。

【 図表 14 】 中期業績予想

(単位: 百万円)

	21/12期	22/12期CE	旧22/12期E	22/12期E	旧23/12期E	23/12期E	旧24/12期E	24/12期E
売上高	1,817	2,233	2,297	2,268	2,790	2,859	3,254	3,382
前期比	52.2%	-	26.4%	-	21.5%	26.1%	16.6%	18.3%
サービス別	-	-	-	-	-	-	-	-
攻撃遮断くん	1,083	-	1,250	1,262	1,412	1,440	1,562	1,626
WafCharm	394	-	602	610	826	840	1,062	1,080
Managed Rules	114	-	173	206	228	255	270	316
SIDfm及び脆弱性診断	224	-	272	190	324	324	360	360
売上総利益	1,281	-	1,628	1,617	1,934	1,997	2,214	2,327
売上総利益率	70.5%	-	70.9%	71.3%	69.3%	69.9%	68.0%	68.8%
販売費及び一般管理費	984	-	1,225	1,235	1,395	1,417	1,566	1,595
販管費率	54.2%	-	53.4%	54.5%	50.0%	49.6%	48.1%	47.2%
営業利益	297	362	402	382	539	580	648	732
前期比	57.8%	-	35.4%	-	34.0%	51.8%	20.2%	26.2%
営業利益率	16.4%	16.2%	17.5%	16.8%	19.3%	20.3%	19.9%	21.6%
経常利益	297	362	400	393	538	579	647	731
前期比	72.5%	-	34.5%	-	34.4%	47.3%	20.3%	26.2%
経常利益率	16.4%	16.2%	17.4%	17.3%	19.3%	20.3%	19.9%	21.6%
当期純利益	169	271	260	285	356	380	432	484
前期比	26.4%	-	53.2%	-	36.9%	33.3%	21.4%	27.4%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想、22/12期以降は単体決算

(出所) サイバーセキュリティクラウド有価証券報告書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、22/12期上期実績や同社の施策等を踏まえ、23/12期以降についても業績予想を見直した。

23/12期予想については、売上高を69百万円、営業利益を41百万円増額した。前期比では、22/12期第1四半期のソフテックの数値が含まれていないため、参考数値となるが、各サービスのユーザー数の増加等により、26.1%増収、51.8%営業増益と予想した。

サービス別売上高については、22/12期予想の見直しと同じ理由により、「攻撃遮断くん」を28百万円、「WafCharm」を14百万円、Managed Rulesを27百万円増額した。

一方、「SIDfm」及び脆弱性診断については、前回予想を据え置いた。

22/12 期予想においては、前回予想を減額したものの、22/12 期第 2 四半期の受注件数が第 1 四半期に比べ大幅増となったことや、受注から売上計上までの期間が比較的長いことを考慮した。

売上総利益率については、売上高予想の増額に伴い、前回予想の 69.3%から 69.9%に上げた。22/12 期予想比では、販売パートナー経由の売上高構成比の上昇や、技術者の採用増加等を見込み、1.4%ポイントの低下を予想した。販管費については、広告宣伝費等を中心に、22 百万円増額した。

24/12 期予想については、売上高を 128 百万円、営業利益を 84 百万円増額した。前期比では、各サービスのユーザー数の増加等により、18.3%増収、26.2%営業増益と予想した。

サービス別売上高については、「攻撃遮断くん」を 64 百万円、「WafCharm」を 18 百万円、Managed Rules を 46 百万円増額した。一方、「SIDfm」及び脆弱性診断については据え置いた。

売上総利益率については、売上高予想の増額に伴い、前回予想の 68.0%から 68.8%に上げた。23/12 期予想比では、22/12 期予想の見直しと同じ理由により、1.1%ポイント低下を予想した。販管費については、広告宣伝費等を中心に 29 百万円増額した。

同社は、将来の事業展開と経営体質強化に向けた内部留保の確保を優先し、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、22/12 期以降の無配予想を据え置いた。

> 投資に際しての留意点

◆ 海外売上高が急拡大する可能性を追加する

当センターでは、過去に発行したレポートで、1) 同社サービスがシステム障害や情報漏洩を防げない可能性、2) 解約が急増する可能性、3) 当面は無配が続く可能性、4) Managed Rules の大口顧客による利用の変動、5) サイバー攻撃の報道等に伴う株価変動を投資に際しての留意点として指摘した。

同社は現在、Managed Rules と「WafCharm」の海外展開を進めているが、海外売上高比率は 10%未満にとどまっており、22/12 期上期においても海外売上高に大きな変化は出ていない模様である。

「WafCharm」の海外売上高について、同社は中期経営計画の最終年度である 25/12 期において 5 億円（海外売上高比率 10%）を目標とし

ている。一方、足元の状況を踏まえ、当センターでは24/12期において2億円弱と予想しており、年度に1期の違いはあるものの、予想数値には乖離がある。

しかしながら、AWS WAFのサイト上のパートナーページでは、世界で2社紹介されている成功事例の1社に同社の「WafCharm」が掲載される等、注目される動きも出てきている。また、同社は各国の販売パートナーとの提携を強化する方針を示しており、有力なパートナーとの関係が構築できれば、海外販売が一気に拡大する可能性もあろう。

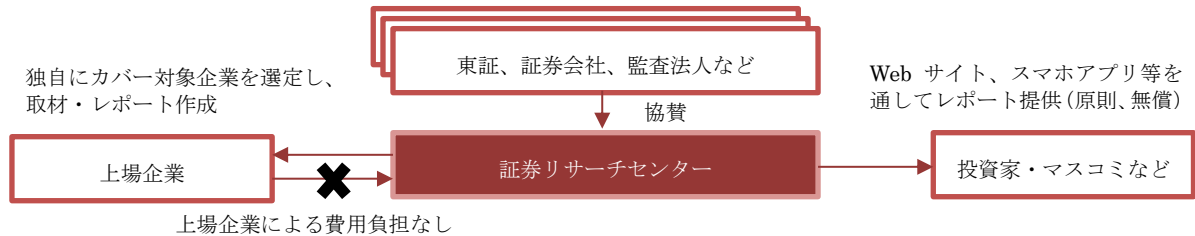
サイバーセキュリティのツール市場においては、インターネット技術で先行する海外メーカーが多く分野で優勢となっており、日本企業である同社が海外で成功を収めた場合、業績への貢献が期待できるだけでなく、株価への影響も大きくなる可能性がある。こうした観点から、当センターでは、海外売上高が急拡大する可能性を投資に際しての留意点に追加し、今後の動向について注意することを勧めたい。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を20年3月27日より開始いたしました。同社の紹介を開始してから一定期間が経過したことから、同社についてのレポート発信は、今回をもって終了とさせていただきます。

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

SMB 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
いちよし証券株式会社
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SBI証券
Jトラストグローバル証券株式会社
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ICMG
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。