

ホリスティック企業レポート

GRCS

9250 東証グロース

アップデート・レポート

2024年2月22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 20240220

GRCS(9250 東証グロース)

発行日: 2024/2/22

**GRC ソリューション・プロダクトとフィナンシャルテクノロジーを提供するサービス会社
両事業売上高の拡大と売上総利益率の改善により、今期黒字化、来期増益を予想**

> 要旨

◆ GRC、セキュリティ領域とフィナンシャル領域で事業を展開

- 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、21/11 期より、金融機関のトレーディングシステム等の開発、運用、保守等を対象とするフィナンシャルテクノロジー事業に注力している。23/11 期の事業別売上高は、GRC ソリューション・プロダクト 2,163 百万円、フィナンシャルテクノロジー620 百万円であった。

◆ 23 年 11 月期は大幅増収ながら営業損失の縮小は小幅

- 23/11 期決算は、前期比 16.0%(384 百万円)増収ながら、営業損失は同 41 百万円の縮小にとどまった。売上総利益率は改善したものの、販売費及び一般管理費(以下、販管費)が同 313 百万円増加した。

◆ 24 年 11 月期について同社は 18%増収、営業黒字への転換を計画

- 24/11 期業績について同社は、両事業売上高の拡大や、フィナンシャルテクノロジー事業の売上総利益率の改善等により、売上高 3,315 百万円(前期比 19.1%増)、営業利益 53 百万円を見込んでいる。
- 証券リサーチセンター(以下、当センター)は、23/11 期実績と同社の施策を踏まえて、24/11 期の売上高を 3,810 百万円→3,320 百万円(前期比 19.3%増)、営業利益を 198 百万円→58 百万円に下方修正した。

◆ 来期予想も下方修正したが、低水準ながら増益を予想

- 当センターでは、25/11 期についても両事業の売上高を減額したほか、販管費を増額したため、業績予想を下方修正した。
- 一方、両事業売上高の拡大と売上総利益率の改善により、25/11 期は 13.3%増収、39.7%営業増益、26/11 期は 11.0%増収、22.2%営業増益と、利益水準は低いものの、増益を予想している。

【 9250 GRCS 業種：サービス業 】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2022/11	2,398	-	-187	-	-187	-	-209	-	-160.6	347.2	0.0
2023/11	2,783	16.0	-145	-	-173	-	-280	-	-218.5	134.6	0.0
2024/11 CE	3,315	19.1	53	-	34	-	17	-	13.3	-	0.0
2024/11 E	3,320	19.3	58	-	39	-	20	-	15.7	150.3	0.0
2025/11 E	3,760	13.3	81	39.7	64	63.7	34	69.5	26.5	176.8	0.0
2026/11 E	4,172	11.0	99	22.2	84	31.1	51	49.8	39.8	216.6	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/19

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。

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

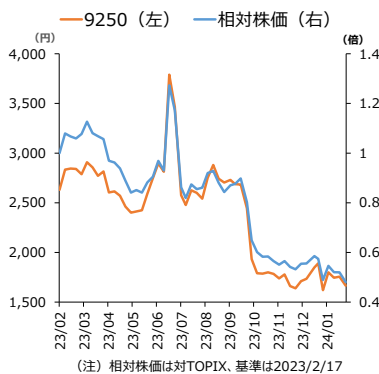
【主要指標】

	2024/2/16		
株価 (円)	1,666		
発行済株式数 (株)	1,314,130		
時価総額 (百万円)	2,189		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	-	106.4	62.8
PBR (倍)	12.4	11.1	9.4
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	2.4	-3.1	-34.7
対TOPIX (%)	-5.0	-14.4	-49.4

【株価チャート】



> 事業内容

◆ GRC、セキュリティ領域に加えフィナンシャル領域で事業を展開

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、サービスの提供形態により、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。

なお、同社は 21/11 期より、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を強化している。GRC とセキュリティ領域が企業活動の「守り」分野を対象としたものであるのに対し、フィナンシャルテクノロジー領域は企業活動の「攻め」分野を対象としており、事業の性格が全く異なるものである。結果、従来のサービス形態別の事業区分による売上高の開示と併設して、事業領域別の売上高の公表が開始された。23/11 期連結売上高の事業領域別内訳は、フィナンシャルテクノロジー事業が 620 百万円、GRC ソリューション・プロダクト事業が 2,163 百万円であった。

(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、自社開発した全社の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) に対応するため、現地で展開するグローバル企業に対して、Cookie ^{※1} 同意管理への対応を可能にする米国 OneTrust 社製のプライバシー管理ツール「OneTrust」の導入を支援した。

(注1) Cookie とは、Web サイトにアクセスしたパソコンやスマホ等のデバイスの情報を保存する仕組みである。

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。

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、子会社化したのは、バリュレイトの18名の人材をリスキングし、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ためである。

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たためである。株式の取得額は79,100千円、アドバイザー費用等は8,300千円であった。

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した。22/11期連結決算のソリューション部門には、バリュレイトの6月から11月までの業績が含まれている。のれんは8,587千円であったが、22/11期第3四半期に一括で償却された。

(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。

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グループの金融子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

(注 6) PCI DSS (Payment Card Industry Data Security Standard) とは、クレジットカード業界のセキュリティ基準である。

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。

23 年 11 月、同社は、ユナイトアンドグロウ (4486 東証グロース) の連結子会社である f j コンサルティングより、PCI DSS ^{注 6} 準拠運用コンサルティングサービス事業及び関連する教育研修事業を譲り受けた。事業譲受に伴い、同社は、クレジットカードを中心としたキャッシュレスセキュリティ分野の専門人材 5 名を獲得した。

f j コンサルティングから譲受した事業の業績推移は開示されていないが、f j コンサルティングだけで構成されていたユナイトアンドグロウのセキュリティ事業の 22/12 期業績は、売上高 166,721 千円、セグメント利益 18,649 千円であった。株式の取得額とのれんの金額はいずれも 29,000 千円、アドバイザー費用等は 5,250 千円であった。のれんの償却期間は 10 年としている。

GRC 及びセキュリティ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、プロダクトの導入を支援している。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 21/11 期に掛けてはソリューション部門の売上高構成比が上昇していたが、新規顧客の獲得により、その後はプロダクト部門の構成比が上昇している。23/11 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 91.8%、プロダクト部門 8.2%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	22/11期	23/11期	
	金額	金額	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	2,287	2,556	91.8%
プロダクト	5	20	38	63	70	80	111	227	8.2%
合計	630	694	770	1,101	1,431	1,758	2,398	2,783	100.0%

(注) 18/11 期までは未監査、22/11 期以降は連結決算。端数処理の関係で、事業部門別の数値の和は必ずしも合計と一致しない
(出所) GRCS 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ **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 4,000 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。主要顧客業種をより細分化してみると、証券、銀行、生命保険、通信、自動車、家電、素材等の企業との取引が多く、いずれも大手企業である。

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。

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ズが挙げられる。

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)、セガサミーホールディングス (6460 東証プライム)、エルテス (3967 東証グロース) 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		22/11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 (%)
みずほ証券	-	-	310	21.7	512	29.2	617	25.7
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。

23/11 期においては、フェーズ B 以上の顧客は前期比 5 社増となったほか、f j コンサルティングの事業譲受とプロダクトの拡販により、フェーズ A 以下の顧客は同 36 社増となった (図表 4)。

【 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		22/11期		23/11期	
				前期比 増減数	前期比 増減数	前期比 増減数	前期比 増減数	前期比 増減数	前期比 増減数		
Z	1億円超	2	2	-	3	1	4	1	4	-	
C	5千万円超1億円以下	4	7	3	5	-2	5	-	8	3	
B	3千万円超5千万円以下	3	1	-2	6	5	6	-	8	2	
A	1千万円超3千万円以下	14	13	-1	14	1	22	8	34	12	
A未満	1千万円以下	67	82	15	74	-8	129	55	153	24	
合計		90	105	15	102	-3	166	64	207	41	

(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

23/11 期におけるフェーズ毎の顧客業種別の内訳については、フェーズ Z は、金融、通信、グローバル、その他が各 1 社 (前期各 1 社) であった。フェーズ C は、金融 1 社 (同 1 社)、通信 0 社 (同 1 社) であったが、グローバル 3 社 (同 1 社)、その他 4 社 (2 社) と増加している。フェーズ B は、通信 0 社 (同 0 社)、グローバル 2 社 (同 2 社) であったが、金融 2 社 (同 1 社)、その他 4 社 (同 3 社) と増加した。フェーズ A は、金融 6 社 (同 1 社)、通信 2 社 (同 0 社)、グローバル 10 社 (同 7 社)、その他 16 社 (同 14 社) と増加した。なお、金融の年間売上高 1,000 万円以下の顧客数は 18 社であったが、このうち 11 社が f j コンサルティングの取引先となっている。

フェーズ B 以上の顧客による売上高は、19/11 期の 672 百万円 (売上高比率 61.0%) から、22/11 期には 1,644 百万円 (同 68.6%) に拡大した。23/11 期においては、売上高は 1,834 百万円に増加したものの、売上高比率は 65.9%に低下している (図表 5)。

【 図表 5 】 フェーズ別売上高の推移 (単位: 百万円)

フェーズ	年間取引金額	19/11期	20/11期	21/11期	22/11期	23/11期
Z	1億円超	301	442	755	999	969
C	5千万円超1億円以下	261	497	298	372	549
B	3千万円超5千万円以下	110	36	225	272	315
A	1千万円超3千万円以下	224	222	258	441	609
A未満	1千万円以下	202	233	221	312	339
合計		1,101	1,431	1,758	2,398	2,783
フェーズB以上の顧客の売上高比率		61.0%	68.2%	72.7%	68.6%	65.9%

(注) 22/11 期以降は連結決算、端数処理の関係で、フェーズ別の数値の和は必ずしも合計と一致しない
(出所) GRCS 決算説明資料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、既存顧客向け売上高は、毎期、着実に増加している

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中に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、別の案件がスタートしたり、複数案件を同時に手掛けたりするケースも多いようである。また、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 6)。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 6】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		22/11期		23/11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 (%)	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	2,022	84.3	2,529	90.9
新規顧客	202	26.3	194	17.6	208	14.5	95	5.4	376	15.7	253	9.1
合計	770	100.0	1,101	100.0	1,431	100.0	1,758	100.0	2,398	100.0	2,783	100.0

(注) 18/11 期は未監査、22/11 期以降は連結決算。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。端数処理の関係で、顧客別数値の和は必ずしも合計と一致しない

(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

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。

◆ 先行的な費用の増加により、22 年 11 月期以降は営業損失が継続

同社の 23/11 期の原価率は 71.6%であった。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。売上原価(1,999 百万円)の主な内訳としては、労務費が 1,025 百万円、外注費が 959 百万円であった。

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。21/11 期（単体）と 22/11 期（連結）を比較すると、売上高が 1,758 百万円から 2,398 百万円に 36.4%増加したものの、売上総利益は 476 百万円から 436 百万円へと 8.5%減少した。フィナンシャルテクノロジー事業における人員増に伴う労務費の増加等により、売上総利益率は 27.1%から 18.2%に低下した。

23/11 期（連結）においては、売上高が前期比 16.0%増の 2,783 百万円に、売上総利益が同 81.4%増の 791 百万円に増加した。23 年 1 月に実施された EOS の事業譲受に伴い、対象者に係る給与が、本来、支払うべき水準に低下し、売上高労務費比率が大幅に改善した結果、売上総利益率は同 10.2%ポイント改善の 28.4%に上昇した。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）については、人件費、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（単体）と 22/11 期（連結）を比較すると、販管費は 353 百万円から 623 百万円へと 76.4%増加した。広告宣伝費や採用教育費、M&A 関連費用、人件費等が大幅に増えた結果、販管費率は 20.1%から 26.0%に上昇した。

23/11 期においては、販管費が前期比 50.2%増の 937 百万円に増加した。バックオフィス等の経営基盤強化等に伴い、人件費や採用教育費、M&A 関連費用等が大幅に増加した結果、販管費率は同 7.7%ポイント悪化の 33.7%に上昇した。

21/11 期（単体）は、販管費率が抑えられていたため、7.0%の営業利益率を確保していたが、22/11 期（連結）には、技術部門と管理部門の大幅増員等に伴い、売上総利益率と販管費率が大幅に悪化したため、営業損失となった。23/11 期についても、売上総利益率は改善したものの、管理部門の強化に伴い、販管費率が大幅に悪化したため、営業損失が継続した。

> 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 7 のようにまとめられる。

【 図表 7 】 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主な要因とは言え、2期連続の営業損失を計上していること
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

> 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 8)。

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 からも受注しているほか、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型事業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 8.2%に過ぎないが、過去 5 期の既存顧客の売上比率は 8 割を超えている。

23/11 期末時点で、同社には GRCS 領域 (フィナンシャルテクノロジーの 39 名を含む) の専門人材が 178 名在籍しているが、この人数は GRC 専門会社としては国内トップクラスのようである。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証券リサーチセンター (以下、当センター) は考えている。

【 図表 8 】 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 ・金融業、通信業、グローバルに展開する企業を中心に取引を広げ、年間取引額3,000万円超の顧客社数の拡大を目指している。最大手客であるみずほ証券の売上高構成比は2割を上回っている。	・取引顧客社数	166社	207社	
		・年間取引額3,000万円超の顧客社数	15社	20社	
		・みずほ証券の売上高構成比	25.7%	23/11期有報で開示予定	
	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	18.5年 (23年9月時点)	19年 (24年2月時点)	
		・現社名への変更からの経過年数	5.5年 (23年9月時点)	6年 (24年2月時点)	
		・上場からの経過年数	2年 (23年9月時点)	2.5年 (24年2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	・売上高外注費率	31.4%	34.4%	
	・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				
組織資本	・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	84.3%	90.9%	
		・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	4社	4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	・フェーズC (同5千万円超1億円以下) の顧客数	5社	8社	
		・フェーズB (同3千万円超5千万円以下) の顧客数	6社	8社	
		・フェーズA (同1千万円超3千万円以下) の顧客数	22社	34社	
		・売上高	2,398百万円	2,783百万円	
	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、豊富なデータノウハウを有している	・売上総利益	436百万円	791百万円	
		・売上総利益率	18.2%	28.4%	
	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	・GRCソリューション事業の開始からの経過年数	14年 (23年9月時点)	14.5年 (24年2月時点)
			・代表取締役社長の在任年数	18.5年 (23年9月時点)	19年 (24年2月時点)
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		・取締役会における社外取締役比率	50.0%	50.0%	
		・GRCソリューション部門	114名	124名	
		・フィナンシャルテクノロジー部門	37名	39名	
		・GRCプロダクト部門	11名	15名	
・管理部門	13名	24名			
・ストックオプション	100,790株 (7.7%)	32,290株 (2.5%)			

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は22/11期または22/11期末、今回は23/11期または23/11期末のもの。ストックオプションのカッコ内は発行済株式数に対する比率、株数は取締役の保有分を含む

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

> 決算概要

◆ 23年11月期は大幅増収ながら、営業損失の縮小は小幅

23/11期決算は、売上高2,783百万円(前期比16.0%増)、営業損失145百万円(前期は187百万円の損失)、経常損失173百万円(同187百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純損失280百万円(同209百万円の損失)と、大幅増収ながら営業損失の縮小は41百万円にとどまった(図表9)。

部門別売上高については、ソリューションが前期比11.7%増の2,556百万円、Supplier Risk MTやOneTrustが好調であったプロダクトが同104.6%増の227百万円であった。一方、顧客属性別売上高については、新規顧客向けが、fjコンサルティングの1カ月分が貢献し253百万円(前期は376百万円、バリュレイトの半期分が寄与)、既存顧客向けが2,529百万円(同2,022百万円)であった。

【 図表 9 】 23 年 11 月期業績

(単位: 百万円)

内訳	22/11期	23/11期									
	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高	2,398	675	691	1,366	22.7%	681	736	1,417	10.3%	2,783	16.0%
ソリューション	2,287	636	641	1,278	20.1%	610	666	1,277	4.5%	2,556	11.7%
プロダクト	111	38	49	87	78.2%	70	69	139	125.5%	227	104.6%
GRCソリューション・プロダクト	1,866	538	534	1,072	-	525	565	1,090	-	2,163	15.9%
フィナンシャルテクノロジー	531	136	156	293	-	155	171	326	-	620	16.6%
売上原価	1,962	535	485	1,021	16.6%	486	484	970	-10.7%	1,991	1.5%
労務費	1,199	291	245	537	-	250	238	488	-	1,025	-
外注費	754	246	238	485	-	236	237	474	-	959	-
売上総利益	436	139	205	345	44.8%	194	252	446	125.6%	791	81.4%
売上総利益率	18.2%	20.6%	29.8%	25.3%	-	28.6%	34.2%	31.5%	-	28.4%	-
販売費及び一般管理費	623	236	234	470	89.7%	230	236	466	24.2%	937	50.2%
販管費率	26.0%	35.0%	34.0%	34.5%	-	33.8%	32.1%	32.9%	-	33.7%	-
人件費	275	104	126	231	-	123	128	251	-	482	-
採用教育費	57	19	24	44	-	21	14	35	-	79	-
営業利益	-187	-96	-28	-125	-	-35	15	-19	-	-145	-
営業利益率	-	-	-	-	-	-	2.1%	-	-	-	-
経常利益	-187	-93	-37	-131	-	-44	2	-42	-	-173	-
経常利益率	-	-	-	-	-	-	0.3%	-	-	-	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	-209	-106	-54	-160	-	-51	-68	-119	-	-280	-
顧客属性別売上高											
既存顧客	2,022	654	627	1,282	-	602	645	1,247	-	2,529	-
新規顧客	376	20	63	84	-	79	90	169	-	253	-

(注) 売上原価と販管費の内訳の半期数値は証券リサーチセンターによる推定値。上期の増減率は前年同期単体数値比

(出所) GRCS 有価証券報告書、四半期報告書、決算説明資料、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

(注7) セキュリティトークンとは、ブロックチェーンと呼ばれる分散型台帳技術を応用し、有価証券の発行・移転・管理をトークンにより行う新世代の有価証券である。

事業別売上高については、GRC ソリューション・プロダクトが 2,163 百万円(前期は 1,866 百万円)、フィナンシャルテクノロジーが 620 百万円(同 531 百万円)であった。GRC ソリューション・プロダクトの第 4 四半期売上高には f j コンサルティングの 1 カ月分が寄与している。フィナンシャルテクノロジーの第 4 四半期売上高には、大阪デジタルエクステンヂ(東京都港区、以下、ODX)のセキュリティトークン^{注7}市場売買取引システムに係る売上高の一部が計上されている。

売上総利益率は前期の 18.2%から 28.4%に上昇した。売上高の拡大に対応して協力会社の活用を増やしたため、売上高外注費率は前期に比べ上昇したものの、23 年 1 月に実施された EOS の事業譲受に伴う社外への費用流出の抑制により、売上高労務費率が大幅に低下した。四半期毎の労務費については、22/11 期第 4 四半期には 338 百万円に達していたが、23/11 期第 1 四半期は 291 百万円に、同第 2 四半期は 245 百万円に減少し、その後はほぼ横ばいで推移した。

23/11 期末における部門別の技術者数は、GRC ソリューションが前期末比 10 名増の 124 名（うち、f j コンサルティング 5 名）、GRC プロダクトが同 4 名増の 15 名、フィナンシャルテクノロジーが同 2 名増の 39 名であった。

販管費については、前期比 313 百万円増加した。EOS の事業譲受に伴い、取得関連費用が 23,836 千円、のれん償却額が 32,738 千円（11 カ月分）計上されたほか、f j コンサルティングの事業譲受に伴い、取得関連費用が 5,250 千円、のれん償却額が 241 千円（1 カ月分）計上された。その他、人件費（前期比 207 百万円増、22 年 7 月のバリュエイトの買収及び単体管理部門人員増）や採用教育費（同 22 百万円増）等が増加した。23/11 期末における管理部門の従業員数は、前期末比 11 名増の 24 名であった。

営業外収益は、前期に計上した保険解約返戻金 14 百万円が剥落したため、前期の 16 百万円から 2 百万円に減少した。営業外費用は、前期の 16 百万円から 29 百万円に増加した。前期に計上された株式公開費用 1 百万円が剥落した一方、借入金の増加に伴い、支払利息が同 3 百万円から 7 百万円に増加したほか、為替差損が同 9 百万円から 21 百万円に増加した。

なお、バリュエイトに係る非支配株主に帰属する当期純利益は前期の 6,763 千円から 8,229 千円に増加した。前期は 6 カ月分の貢献であったが、保険解約返戻金 14 百万円の計上があったため、23/11 期の水準が年間の実力値と推測される。

◆ 四半期営業損益は 22 年 11 月期第 4 半期を底に回復基調

同社の四半期営業損失の推移を見ると、22/11 期第 4 四半期の 131 百万円を底に、23/11 期は第 1 四半期 96 百万円、第 2 四半期 28 百万円、第 3 四半期 35 百万円と推移し、第 4 四半期には 15 百万円の黒字に転換した。売上高の増加に加え、売上高労務費率の改善に伴う売上総利益率の上昇(22/11 期第 4 四半期 12.3%→23/11 期第 4 四半期 34.2%)がその要因である。

◆ 売上高と営業利益は共に修正計画を下回った

同社は、第 2 四半期累計期間の決算発表時に通期計画を下方修正したが（売上高 3,277 百万円→3,005 百万円、営業利益 192 百万円→36 百万円）、修正計画に対して、売上高は 221 百万円、営業損益は 181 百万円下回った。売上高については、受注の期ずれ等によってフィナンシャルテクノロジーが 37 百万円の計画未達となったほか、23/11 期に採用した未経験者の教育に想定以上の時間が掛かり、稼働率が低下し

たことや、営業面でも既存顧客からの受注高が想定を下回ったことから、GRC ソリューション・プロダクトも計画を 184 百万円下回った。

外注費や労務費等が想定を下回ったものの、売上高の計画未達の影響が上回ったため、売上総利益が計画を 155 百万円下回ったほか、人件費等の増加や f j コンサルティングの事業譲受関連費用の計上により、販管費が計画を 26 百万円上回った。このため営業損益は 36 百万円の黒字計画に対して、145 百万円の損失となった。

2 期連続の経常損失を踏まえた、繰延税金資産の取崩しに伴う法人税調整額の計上等も加わり、親会社株主に帰属する当期純損益は計画を 285 百万円下回った。

◆ 損失の計上や事業譲受の影響等により自己資本比率は低下

23/11 期末の総資産は、前期末比 66 百万円減の 1,434 百万円となった。主な科目としては、EOS 及び f j コンサルティングの事業譲受に伴い、のれんが 246 百万円計上された一方、現金及び預金が同 235 百万円減となったほか、繰延税金資産 84 百万円が取り崩された。なお、プロダクトのライセンス仕入の増加に伴い、前渡金は同 33 百万円増となっている。

調達サイドでは、契約負債が同 51 百万円増（プロダクトのサブスクリプション収入関連）となったことや、社債（1 年内償還予定の社債を含む）90 百万円や長期未払金 100 百万円（事業譲受対価のうち、譲受完了時点で将来的な支払が確定している債務）を計上したこと等から、負債合計は同 197 百万円増加した。一方、自己資本は、当期純損失の計上に伴い、同 271 百万円減少した。結果、自己資本比率は 22/11 期末の 29.6%から 12.1%に低下した。

> 業績見通し

◆ GRCS の 24 年 11 月期計画

24/11 期の会社計画は、売上高 3,315 百万円（前期比 19.1%増）、営業利益 53 百万円（前期は 145 百万円の損失）、経常利益 34 百万円（同 173 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益 17 百万円（同 280 百万円の損失）である（図表 10）。営業損益に減価償却費とのれん償却額を加算した EBITDA は 161 百万円（前期は 98 百万円の損失）を見込んでいる。

事業別の計画については、GRC ソリューション・プロダクトは、前期採用人員の稼働率上昇や、f j コンサルティングの通期での貢献（前期は 1 カ月）等により、売上高 2,480 百万円（前期比 14.7%増）、売上総利益 750 百万円（前期は 641 百万円）、売上総利益率 30.3%（同 29.6%）を見込んでいる。

【 図表 10 】 GRCS の過去の業績と 24 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	23/11期	24/11期	
		実績	実績	実績	実績	実績	期初計画	増減率
売上高		1,101	1,431	1,758	2,398	2,783	3,315	19.1%
	フィナンシャルテクノロジー	-	-	-	531	620	835	34.6%
	GRCソリューション・プロダクト	-	-	-	1,866	2,163	2,480	14.7%
売上原価		873	1,091	1,281	1,962	1,991	2,205	10.7%
売上総利益		227	340	476	436	791	1,110	40.2%
	売上総利益率	20.7%	23.8%	27.1%	18.2%	28.4%	33.5%	-
	フィナンシャルテクノロジー	-	-	-	-137	150	359	139.0%
	GRCソリューション・プロダクト	-	-	-	-25.9%	24.3%	43.1%	-
		-	-	-	574	641	750	17.0%
		-	-	-	30.8%	29.6%	30.3%	-
販売費及び一般管理費		296	313	353	623	937	1,056	12.7%
	販管費率	26.9%	21.9%	20.1%	26.0%	33.7%	31.9%	-
営業利益		-68	26	123	-187	-145	53	-
	営業利益率	-	1.9%	7.0%	-	-	1.6%	-
経常利益		-70	22	100	-187	-173	34	-
	経常利益率	-	1.6%	5.7%	-	-	1.1%	-
親会社株主に帰属する当期純利益		-70	46	143	-209	-280	17	-
減価償却費及びのれん償却額		6	6	6	17	46	107	128.6%
EBITDA		-62	33	130	-170	-98	161	-

(注) 22/11 期以降は連結決算。24/11 期計画については、売上原価、売上総利益(率)、販管費(率)及びそれらの増減率 サービス別売上総利益の増減率は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、有価証券報告書、決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

フィナンシャルテクノロジーは、前期から 24/11 期に期ずれした案件や大阪デジタルエクステンション関連受注の貢献、人員採用の抑制等により、売上高 835 百万円(同 34.6%増)、売上総利益 359 百万円(同 150 百万円)、売上総利益率 43.1%(同 24.3%)を見込んでいる。

売上原価は、主として、GRC ソリューション・プロダクトにおいて、労務費や外注費の増加を見込んでいる。24/11 期末の事業別人員計画は不明であるが、フィナンシャルテクノロジーではほぼ横ばいを想定している一方、GRC ソリューション・プロダクトでは、新卒採用を含めて増員を計画している模様である。但し、23/11 期の反省を踏まえ、新卒を除いて未経験者は採用せず、経験者採用に限定する方針を示している。

販管費は、採用教育費(主に教育費)やのれん償却額等の増加を見込んでいるが詳細は開示されていない。但し、EBITDA の予想が前期比 259 百万円増と見込んでいることから、減価償却費とのれん償却額の合計は 60 百万円増の計画と推測される。

営業外収支では為替差損の縮小が見込まれている一方、特別損益は見込まれていない。また、23 年 12 月に、バリュレイト株式の 30.0%を追加取得したため、非支配株主に帰属する当期純利益は、ほぼ計上されなくなると見込まれる。

◆ 証券リサーチセンターの 24 年 11 月期予想

当センターは、23/11 期実績や同社の施策等を踏まえて 24/11 期予想を見直した結果、売上高を 3,810 百万円→3,320 百万円 (前期比 19.3% 増)、営業利益を 198 百万円→58 百万円、経常利益を 191 百万円→39 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 143 百万円→20 百万円に下方修正した (図表 11)。

【 図表 11 】 中期業績予想

(単位: 百万円)

	23/11期	24/11期CE	旧24/11期E	24/11期E	旧25/11期E	25/11期E	26/11期E
売上高	2,783	3,315	3,810	3,320	4,500	3,760	4,172
前期比	16.0%	19.1%	26.6%	19.3%	18.1%	13.3%	11.0%
事業別	-	-	-	-	-	-	-
GRCソリューション・プロダクト	2,163	2,480	2,950	2,490	3,420	2,750	3,012
フィナンシャルテクノロジー	620	835	860	830	1,080	1,010	1,160
売上総利益	791	1,110	1,217	1,114	1,456	1,273	1,424
売上総利益率	28.4%	33.5%	31.9%	33.6%	32.4%	33.9%	34.1%
販売費及び一般管理費	937	1,056	1,019	1,056	1,130	1,192	1,325
販管費率	33.7%	31.9%	26.7%	31.8%	25.1%	31.7%	31.8%
営業利益	-145	53	198	58	326	81	99
前期比	-	-	5.2X	-	64.6%	39.7%	22.2%
営業利益率	-5.2%	1.6%	5.2%	1.7%	7.2%	2.2%	2.4%
経常利益	-173	34	191	39	321	64	84
前期比	-	-	6.8X	-	68.0%	63.7%	31.1%
経常利益率	-6.2%	1.0%	5.0%	1.2%	7.1%	1.7%	2.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	-280	17	143	20	253	34	51
前期比	-	-	15.8X	-	76.9%	69.5%	49.8%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想、24/11 期の売上総利益と販管費の会社計画は証券リサーチセンターの推定値 (出所) GRCS 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

事業別売上高については、GRC ソリューション・プロダクトは、23/11 期実績が想定を上回ったプロダクトを増額した一方、想定を下回ったソリューションを大幅に減額したため、全体では 460 百万円減額した。なお、f j コンサルティングの事業譲受に伴う売上高については、GRC ソリューション・プロダクトに 120 百万円を織り込んでいる。一方、フィナンシャルテクノロジーについても、23/11 期実績が想定をやや下回ったことを踏まえ、30 百万円減額した。

売上総利益率は、23/11 期第 4 四半期に 34.2%に急上昇したことや、フィナンシャルテクノロジーにおいて、従来の想定よりも人員が増えず、増収に伴う利益率の大幅改善計画が同社から示されたことを踏まえ、前回予想の 31.9%から 33.6%に引き上げた。前期比では 5.2%ポイントの上昇を見込んだ。

販管費は、23/11 期実績が想定を上回ったことや、のれん償却額と減価償却費の合計額が大幅に増加する計画が同社から示されたことを踏まえ、のれん償却額を中心に 37 百万円増額した。

事業譲受した EOS については、条件付取得対価を含めた譲受価格の総額が 650 百万円であると公表されたものの、23 年 1 月時点での取得原価とのれんが 250 百万円にとどまっていた。24/11 期上期に追加の支払が実施され、のれんが追加で計上されると想定したことがのれん償却額の予想を増額した主な要因である。また、f j コンサルティングについては、のれん償却額 2,900 千円を新たに織り込んでいる。

> 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、23/11 期実績や同社の施策を踏まえ、25/11 期予想を見直すと共に、26/11 期予想を新たに策定した。

25/11 期予想については、売上高を 740 百万円、営業利益を 245 百万円減額した。前期比では、フィナンシャルテクノロジーと GRC ソリューション・プロダクトの売上高の拡大や、売上総利益率の改善等により、13.3%増収、39.7%営業増益と予想した。

事業別売上高については、24/11 期予想の見直しと同じ理由により、GRC のソリューションを 670 百万円、フィナンシャルテクノロジーを 70 百万円、各々減額した。

売上総利益率は、24/11 期予想の見直しと同じ理由により、前回予想の 32.4%から 33.9%に引き上げた。前期比では、24/11 期に利益率が GRC ソリューション・プロダクトを大幅に上回ると想定した、フィナンシャルテクノロジーの売上高構成比の上昇を見込んだことから、0.3%ポイントの改善を予想した。

販管費は、のれん償却額を中心に 62 百万円増額した。前期比では、人件費等の増加により、12.9%増と予想した。

26/11 期予想については、売上高 4,172 百万円（前期比 11.0%増）、営業利益 99 百万円（同 22.2%増）と予想した。

事業別売上高については、GRC ソリューション・プロダクトは、ソリューション（既存顧客との取引拡大）、プロダクト（新規顧客の増加、製品ラインナップの拡充）双方の拡大を見込み、3,012 百万円（前期比 9.5%増）と予想した。一方、フィナンシャルテクノロジーは、顧客数の拡大等により、1,160 百万円（同 14.9%増）と予想した。

売上総利益率は、フィナンシャルテクノロジーの売上高構成比の上昇を見込んだことから、前期比 0.2%ポイントの改善の 34.1%と予想し

た。一方、販管費は、人件費等の増加を見込み、1,325 百万円 (同 11.2% 増) と予想した。

同社は、現在、成長過程にあるとの認識の下、内部留保の充実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は現時点で未定としており、当センターでは、引き続き 26/11 期まで配当は実施されないと予想している。

> 投資に際しての留意点

◆ 継続企業の前提に関する重要事象等の存在を追加

当センターでは、これまでのレポートで、1) 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、2) 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、3) 税務上の繰越欠損金の存在、4) 当面は無配が続く可能性、5) 元請先パートナー経由の売上高が計画を下回る可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

2 期連続で当期純損失を計上したことに加え、営業キャッシュ・フローも 2 期連続の資金流出となったことを受け、23/11 期決算短信に「継続企業の前提に関する重要事項等」が付記され、同社は、継続企業の前提に関する疑義を生じさせるような事象又は状況の存在を認識していると表明した。一方、24/11 期は営業利益の計上を計画しているほか、当面の資金繰りにも懸念がないと表明している。

当センターでは、フィナンシャルテクノロジーの採算改善や、未経験者の採用抑制等により、24/11 期の黒字転換や 25/11 期以降の利益拡大を予想している。しかしながら、予期せぬ事態の発生等により損失が継続した場合は、継続企業の前提に関する記載が、「重要事象等」から、より深刻な「注記」に変更される可能性を否定できない。以上のことから、継続企業の前提に関する重要事象等の存在を投資に際しての留意点に追加すると共に、今後の業績推移に十分注意する必要があると考えた。

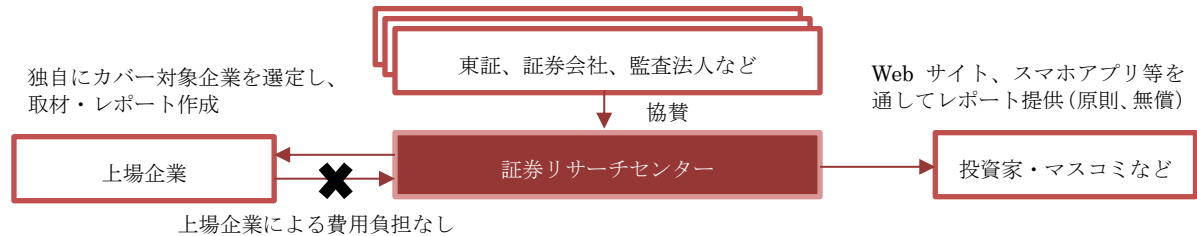
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 21 年 11 月 19 日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、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	S M B C 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人	監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社
株式会社プロネクサス	日本証券業協会	公益社団法人日本証券アナリスト協会	

■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会

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、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。