

ホリスティック企業レポート

S & J

5599 東証グロース

ベーシック・レポート
2025年2月7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 20250204

**SOC サービスやコンサルティングサービス等のサイバーセキュリティ事業を展開
ストック売上の増加や売上総利益率の上昇等により、高い利益成長を予想**

1. 会社概要

- ・S&J(以下、同社)は、ネットワーク監視を通じてサイバー攻撃の検出と分析、対応を行う SOC サービスと、各種コンサルティングサービス等を提供するサイバーセキュリティ事業を展開している。
- ・24/3 期のサービス別売上高構成比は、SOC サービスが 73.6%、コンサルティングサービスが 26.4%であった。年間契約を基本とするストック売比率は 24/3 期において 83.0%であった。

2. 財務面の分析

- ・19/3 期から 24/3 期に掛けて、ストック売上の増加等により、売上高は年平均 16.4%増加した。経常損益については、新規開発サービスの不具合への対応により、18/3 期から 20/3 期までは損失を計上したものの、問題が解決した 21/3 期には黒字転換した。売上高の成長に伴い、22/3 期及び 23/3 期は大幅増益となったが、上場関連費用の計上により 24/3 期は微減益であった。
- ・財務の安全性、収益性、成長性の面で類似企業に比べ魅力的である。

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、サービスの開発運用力と豊富な経験等にある。

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、27/3 期に売上高 3,168 百万円、営業利益 751 百万円の達成を目指す中期経営計画を公表している。成長戦略として、クラウド関連への注力、コミュニケーション型 SOC サービス「MXDR」の拡販、グローバル対応(多言語対応)の推進等を掲げている。

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、25/3 期の業績について、大幅増益となった 25/3 期中間期実績や同社の施策等を踏まえ、前期比 24.5%増収、24.7%営業増益と予想した。
- ・当センターでは、ストック売上の増加や売上総利益率の上昇等を想定し、26/3 期は前期比 22.3%増収、34.2%営業増益、27/3 期は同 17.8%増収、23.5%営業増益と、高い利益成長が続くと予想した。

【5599 S & J 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)
2023/3	1,281	18.9	331	31.9	321	28.8	210	-5.8	42.3	151.3	0.0
2024/3	1,610	25.7	348	5.1	319	-0.7	218	3.9	42.4	312.4	0.0
2025/3 CE	2,013	25.0	403	15.6	403	26.3	271	24.4	48.3	-	0.0
2025/3 E	2,005	24.5	435	24.7	438	37.2	301	37.7	53.5	364.2	0.0
2026/3 E	2,452	22.3	584	34.2	588	34.2	405	34.5	72.0	436.2	0.0
2027/3 E	2,889	17.8	721	23.5	726	23.5	501	23.7	89.0	525.2	0.0

(注) CE : 会社予想, E : 証券リサーチセンター予想、2023年6月26日付で1 : 100の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

ベーシック・レポート

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】

	2025/1/31
株価 (円)	950
発行済株式数 (株)	5,627,200
時価総額 (百万円)	5,346

	前期末績	今期予想	来期予想
PER (倍)	22.4	17.8	13.2
PBR (倍)	3.0	2.6	2.2
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 (%)	1.2	4.3	-18.1
対TOPIX (%)	1.0	0.8	-25.1

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2024/2/2

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

(注 1) SOC (Security Operation Center) とは、ネットワークの監視を行い、サイバー攻撃の検出や分析、対応を図る組織または役割を意味する。

◆ SOC サービス等のサイバーセキュリティ事業を展開

S & J (以下、同社) は、サイバー攻撃の検出や分析、対応を行う SOC^{注 1} サービス及び各種コンサルティングサービス等から成るサイバーセキュリティ事業を展開している。

24/3 期におけるサービス別売上高構成比は、SOC サービス 73.6%、コンサルティングサービス 26.4%であった(図表 1)。また、後述するように SOC サービス、コンサルティングサービスともにストック売上とスポット売上で構成されているが、24/3 期のストック売上比率は 83.0%であった。

【 図表 1 】 サービス別売上高の推移

(単位: 百万円)

	22/3期		23/3期		24/3期	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
SOC	720	66.8%	928	72.5%	1,185	73.6%
コンサルティング	357	33.2%	352	27.5%	425	26.4%
合計	1,077	100.0%	1,281	100.0%	1,610	100.0%

(注) 各サービスの和は端数処理の関係で合計と一致しない

(出所) 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

1. コンサルティングサービス

(1) セキュリティアドバイザー

顧客のセキュリティ対策実施状況を把握した上で、サイバーセキュリティ事故発生時に備えた課題を抽出し、優先度の高い課題への対応支援や中期的な改善提案を定例会議やメールで継続的に行うアドバイザーサービスである。年間契約を基本としており、売上高は毎月計上されている。

(2) インシデント対応

顧客にインシデント(サイバーセキュリティ事故)が発生した際、対応を支援するサービスである。顧客の事業継続や事業復旧を考慮し、被害にあった特定の機器だけでなく、IT ネットワークを総合的に調査することで、全ての事業が停止してしまうことを防ぎ、原因調査、暫定対応を進めた上で、事業再開の判断を助言し、再発防止策までの一連の対応をトータルでサポートするサービスを提供している。

(3) セキュリティ評価

顧客の既存のセキュリティ対策の有効性を評価するサービスである。今後のセキュリティ対策についての中期計画策定を支援するほか、セキュリティ対策投資の最適化を助言している。インシデント対応と一体で受注する場合と、セキュリティ評価単独で受注する場合がある。

(4) メールセキュリティ

顧客に届いた不審なメールの添付ファイルやリンク先等を調査、分析し、結果を報告するサービスである。また、当サービスで得られた知見を活用し、疑似的な不審メールを用いて行う訓練サービスも提供している。

(5) 脆弱性診断

Web アプリケーション、スマートフォンアプリ、クラウド環境を含めたサーバーやネットワーク等のプラットフォーム等を対象として、最新の脅威動向に知見のある専門家、セキュリティ事故の発生につながる脆弱性を診断し、推奨する対策を記載した診断報告書を提供するサービスである。

(6) セキュリティプロダクト

海外の高度なセキュリティ製品を販売代理店としてライセンス提供するサービスである。提供サービスとしては、米 Flashpoint の「Flashpoint インテリジェンス・プラットフォーム」や、スイス Joe Security の「Joe Sandbox」、英 Darktrace の「DARKTRACE Enterprise Immune System」が挙げられる。

コンサルティングサービスにおいては、セキュリティアドバイザー及びセキュリティプロダクトは年間契約を基本とするストック売上に該当するが、その他のサービスはスポット売上に該当する。コンサルティングサービスの 24/3 期の収益モデル別売上高構成比は、ストック売上が 51.1%、スポット売上が 48.9%であった。

2. SOC サービス

(1) SOC アウトソーシング

① SOC Engine 運用

同社が開発した SIEM^{註2}である「SOC Engine」を用いて、顧客の情報システム全体（パソコン、重要サーバー、セキュリティ機器、クラウド環境等）を監視・運用するサービスである。当サービスは、顧客の SOC 支援として、同社のセキュリティアナリストが、24 時間 365 日体制でセキュリティアドバイスからのアラートや関連する情報システムのログを脅威分析し、脅威があると判定されたアラートに対して影響度や対応策を顧客に報告することも含まれている。

② 他社製品運用

同社は、SOC Engine の開発、監視・運用で培った知見や経験を活かし、他社の SIEM 製品を用いた監視・運用サービスも提供している。

(注2) SIEM (Security Information and Event Management) とは、様々なログを一元的に管理し、当該ログを自動的に相関分析して、セキュリティリスクを把握し、システム管理者の負担を軽減する「セキュリティ情報及びイベント管理製品」を指している。

(注3) ディレクトリサービス機能とは、ネットワーク上のユーザー情報やコンピューター情報等の様々な情報を一元管理する機能を指している。

(注4) EDR (Endpoint Detection and Response) とは、各ユーザーが利用するパソコンやサーバー等のエンドポイントにおいて、脅威を検知して、インシデント対応等を支援する手法を意味している。

③ AD (アクティブディレクトリ) 監視

ディレクトリサービス機能^{注3}に特化した検知ロジックを搭載した独自開発の監視用エージェント「S&JAD Agent」により、SIEM 等では検知が困難な脅威を検出し、影響度や対応策を顧客に報告するサービスである。

(2) EDR^{注4}監視サービス

① KeepEye 運用

独自開発のクラウド型 EDR である「KeepEye」を用いて、顧客のパソコンにおける既知及び未知のウイルスを検知して防御する監視サービスである。当サービスでも同社のセキュリティアナリストが、24 時間 365 日体制で監視しており、不審な挙動や操作が発生した際には原因や影響の分析を報告している。

② 他社 EDR 製品運用

同社は、他社の EDR 製品を利用した監視・運用サービスも提供している。他社 EDR 製品からのアラート通知に対して、同社のセキュリティアナリストが、24 時間 365 日体制で監視し、必要に応じて対処すると共に、顧客のセキュリティ担当者に報告している。対応製品としては、米 CrowdStrike の「CrowdStrike」、米 Microsoft の「Microsoft Defender for Endpoint」等が挙げられる。

なお、同社は、顧客が利用する Microsoft 365 E5 を全て監視する場合、他社 EDR 製品監視から切り離して Microsoft 製品監視として売上高を開示している。Microsoft 製品監視の 24/3 期売上高は 51 百万円と金額はまだ少ないが、前期の 22 百万円から急増した。同社は、Microsoft 製品を統合的に監視する SIEM 製品と、他の既存機器やサービスを柔軟に組み合わせて監視できることを強みとしている。また、KeepEye 運用と AD 監視を合計した売上高は自社製品監視として開示されている。自社製品監視の 24/3 期売上高は前期の 217 百万円から 309 百万円に増加している。

セキュリティ製品の多くは海外製品であるため高価であるが、同社は自社製品を用いた監視・運用サービスをリーズナブルな価格帯で幅広い顧客に提供している。

SOC サービスにおいては、ほぼ全てのサービスが年間契約を基本とするストック売上となっているが、各サービスに係る初期構築売上だけはスポット売上となっている。24/3 期における SOC サービスのストック売上比率は 94.4%であった。

◆ マクニカ等の特定の販売代理店への依存度が高い

同社は大企業と中堅企業を対象に、直販と販売代理店経由でサービスを提供している。販売代理店としては、マクニカホールディングス(3132 東証プライム)の中核子会社であるマクニカやソフトクリエイト(3371 東証プライム)、日本ビジネスシステムズ(5036 東証スタンダード)が挙げられる。直販先としては、SMB C日興証券のグループ会社である日興システムソリューションズ、日本製鉄(5401 東証プライム)、一般社団法人東北電気保安協会、セガサミーホールディングス(6460 東証プライム)等が挙げられる。

中でも、売上高に占めるマクニカ、日興システムソリューションズ及びソフトクリエイト向けの比率は各々、23/3期が36.4%、13.3%、13.3%、24/3期が30.8%、14.4%、14.0%であり、当該3社に対する依存度が高い状態にある(図表2)。特に、販売代理店上位2社であるマクニカ及びソフトクリエイト向けが売上高の4~5割を占めている点には注意が必要である。

【図表2】相手先別売上高の推移

相手先	22/3期		23/3期		24/3期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
マクニカ	384	35.7	466	36.4	495	30.8
日興システムソリューションズ	141	13.1	170	13.3	231	14.4
ソフトクリエイト	-	-	170	13.3	225	14.0

(出所) 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

> ビジネスモデル

(注5) ARR (Annual Recurring Revenue) とは、年度末時点における継続的な契約によって得られる年間経常収益を意味している。同社は、期末月のストック売上を12倍して算出している。

◆ ARR と営業利益率を重視している

同社は、継続的なサービスの提供によるストック売上の積上げであるARR^{注5}を、成長性を計る重要な経営指標としている。セキュリティアドバイザーやSOCサービスの新規案件の獲得が好調であったことや、既存顧客においても高い継続率を維持できたことから、24/3期末時点のARRは1,504百万円と、前期末比22.2%増加した(図表3)。24/3期のストック売上は1,336百万円となり、ストック売上比率は前期比2.5%ポイント上昇の83.0%となった。

一方、収益性の経営指標としては、営業利益率を重視している。増収効果により、営業利益率は、23/3期の13.2%から24/3期には25.9%に上昇した。24/3期については、上場準備に伴う従業員の増加等により、人件費等が増加したため前期比4.2%ポイント低下したが、21.7%と高水準を維持している。

【 図表 3 】 業績と KPI の推移

(単位: 百万円)

	内訳	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
売上高		830	1,077	1,281	1,610
	ストック売上	631	807	1,031	1,336
	スポット売上	199	270	249	273
営業利益		109	251	331	348
営業利益率		13.2%	23.4%	25.9%	21.7%
ARR		756	870	1,231	1,504
ストック売上比率		76.0%	74.9%	80.5%	83.0%

(注) スtock売上は月額固定の継続的契約に基づく各サービスの売上高の合計、

ARR は各期末月のストック売上を 12 倍して算出

(出所) 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

◆ 高い売上総利益率や高水準の受注残高に特徴がある

同社は、他社製品の仕入販売や自社製品の販売を行っておらず、サービス提供に特化しているため、売上総利益率が高い(24/3 期は 48.5%)。売上高に対する主要原価の比率は、正社員技術者に支払う労務費が 20.0%、派遣社員を派遣する人材会社に支払う派遣料が 15.5%、外注先の協力会社に支払う外注費が 5.0%であった。また、クラウドサービスに係る通信費等が含まれる、その他の経費の売上高に対する比率は 10.8%であった。

24/3 期の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は 432 百万円であり、販管費率は 26.9%に抑えられている。内訳としては、給料及び手当が 167 百万円、役員報酬が 75 百万円、減価償却費が 4 百万円であり、固定費が中心と推測される。

同社の 24/3 期末における自己資本比率は 71.4%であり、高水準となっている。有利子負債はなく、負債の中心は契約負債(主に監視サービスを提供する顧客からの年払いの前受金)であり、負債・純資産合計の 22.3%にあたる 548 百万円に達している。過去の利益蓄積に伴う利益剰余金(736 百万円)や、上場時の公募増資等による資本金及び資本剰余金(1,022 百万円)、契約負債等が原資となり、現金及び預金は総資産の 86.1%にあたる 2,119 百万円に積み上がっている。こうしたことから、財務体質は強固と言える。

なお、24/3 期末の受注残高は、売上高の 70.0%に相当する 1,127 百万円に達しているが、これは、サービスの中心が年間契約であることや、1 年を超える長期契約の顧客も存在していることによる。24/3 期末の受注残高に占める、1 年超の契約の割合は 11.6%であった(図表 4)。

【 図表 4 】 受注残高の期間別内訳の推移 (単位: 千円)

期間別	23/3期末		24/3期末	
	金額	構成比	金額	構成比
1年以内	772,826	79.8%	997,263	88.4%
1年超2年以内	73,166	7.6%	54,927	4.9%
2年超3年以内	46,797	4.8%	45,147	4.0%
3年超	75,189	7.8%	30,240	2.7%
合計	967,978	100.0%	1,127,577	100.0%

(注) 各期間の和は端数処理の関係で合計と一致しない
(出所) 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

> 業界環境と競合

◆ サイバーセキュリティ産業は 1.5 兆円市場

国内サイバー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によれば、23 年度で 1 兆 5,851 億円（前年度比 8.4%増）に達したと推測されている（図表 5）。同市場は、ツール製品市場（9,276 億円）とサービス市場（6,574 億円）に大別されるが、同社はツールを販売しておらず、サービス市場を対象として事業を展開している。

【 図表 5 】 国内サイバーセキュリティ市場の推移 (単位: 百万円)

	内訳	2021年度		2022年度		2023年度		2024年度(予)	
		金額	伸び率	金額	伸び率	金額	伸び率	金額	伸び率
ツール市場		768,576	7.1%	861,464	11.1%	927,698	7.7%	993,236	7.1%
サービス市場		563,564	9.4%	601,420	10.6%	657,498	9.3%	719,110	9.4%
	コンサルティング/診断サービス	227,966	9.5%	242,627	10.6%	265,551	9.4%	290,830	9.5%
	うちコンサルティング	108,525	12.0%	115,489	12.9%	129,348	12.0%	144,869	12.0%
	うち診断	51,804	7.0%	53,970	10.4%	57,747	7.0%	61,790	7.0%
	マネージド・運用サービス	241,726	10.0%	260,190	10.7%	286,209	10.0%	314,830	10.0%
	うちSOC	176,364	10.0%	190,463	10.8%	209,510	10.0%	230,461	10.0%
	うちインシデント対応・フォレンジック	35,161	10.0%	37,556	10.7%	41,311	10.0%	45,442	10.0%
	周辺サービス	93,872	7.3%	98,603	10.5%	105,738	7.2%	113,450	7.3%
合計		1,332,140	8.4%	1,462,884	11.0%	1,585,196	8.4%	1,712,346	8.0%

(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 2023 年度調査報告」を基に証券リサーチセンター作成

サービス市場は、コンサルティング/診断サービス（コンサルティング、監査・評価、診断、規格認証）、マネージド・運用サービス（SOC、インシデント対応・フォレンジック、インテリジェンス情報提供）、周辺サービス（電子証明書発行・PK 型認証、リテラシー教育、資格取得支援、保険）に分類されている。

同社の中心サービス領域となっている SOC、コンサルティング、診断、インシデント対応・フォレンジックの各分野における 23 年度の市場規模は、SOC が 2,095 億円（前年度比 10.0%増）、コンサルティングが 1,293 億円（同 12.0%増）、診断が 577 億円（同 7.0%増）、イン

シデント対応・フォレンジックが 413 億円 (同 10.0%増) であった。サイバー攻撃の増加や、企業のサイバーセキュリティガイドラインへの対応強化、テレワークやクラウドサービスの普及等に伴い、上記 4 分野は 24 年度においても拡大が見込まれている。

◆ 競合

サイバーセキュリティ業界では、大手の SIer や通信会社から小規模な会社に至るまで、多数の上場企業やそのグループ企業が激しい競争を繰り広げる群雄割拠の環境にある。同社が属するサイバーセキュリティ領域であるサービス分野の売上高構成比が高く、コンサルティング/診断サービス、マネージド・運用サービス等を提供している上場企業としては、ラック (3857 東証スタンダード)、グローバルセキュリティエキスパート (4417 東証グロース)、ブロードバンドセキュリティ (4398 東証スタンダード) 等が挙げられる。

ラックは、エー・アンド・アイ システムとの統合前の旧ラックが、90 年代からサイバーセキュリティ市場に進出しており、セキュリティソリューションサービス事業 (24/3 期売上高 221 億円、構成比 44.8%) と、システムインテグレーションサービス事業 (同 273 億円、55.2%) を展開している。

セキュリティソリューションサービス事業は、セキュリティコンサルティングサービス (24/3 期売上高構成比 7.9%)、セキュリティ診断サービス (同 6.1%)、セキュリティ運用監視サービス (同 13.3%)、セキュリティ製品販売 (同 15.7%)、セキュリティ保守サービス (同 1.8%) によって構成されている。一方、システムインテグレーションサービス事業は、開発サービス (同 36.8%)、HW/SW (ハードウェア/ソフトウェア) 販売 (同 7.1%)、IT 保守サービス (同 6.3%)、ソリューションサービス (同 5.0%) によって構成されている。

同社は開発サービスやハードウェア販売等を行っていないため、その面ではラックとは競合していない。セキュリティ運用監視サービス等では競合するものの、ボリュームゾーンの顧客を主要ターゲットとするラックと、セキュリティ感度の高い顧客にハイエンドなサービスを提供する自社では、顧客層には違いがあると同社は主張している。なお、ラックは、KDDI (9433 東証プライム) による TOB に伴い、2 月 25 日に上場廃止となる予定である。

グローバルセキュリティエキスパートは、84 年に設立され、97 年の脆弱性診断サービスの開始を皮切りとして、様々なサイバーセキュリティ領域にサービスを拡充している。24/3 期の事業別売上高と同構成比は、セキュリティソリューション事業が 2,298 百万円、32.8%、IT

ソリューション事業が 1,881 百万円、26.9%、コンサルティング事業が 1,614 百万円 (うち、コンサルティングサービス 837 百万円、脆弱性診断サービス 777 百万円)、23.1%、教育事業が 1,208 百万円 (うち、セキュリティ訓練サービス 505 百万円、教育講座 703 百万円)、17.3% である。

教育事業や、IT インフラの構築、システム開発等を行う IT ソリューション事業は同社の事業領域にはない。一方、セキュリティソリューションやコンサルティング領域で最も競合するのがグローバルセキュリティエキスパートであると同社は説明している。但し、グローバルセキュリティエキスパートのメインターゲットは、従業員 5,000 人未満の中堅企業や 100 人未満の中小企業であり、上場企業や大企業を主要な顧客基盤とする同社とは顧客層が完全に重なるわけではない。

ブロードバンドセキュリティは、99 年に設立されたインターネットシーアンドオーを前身会社としており、05 年からセキュアメールサービスを開始している。24/3 期のサービス別売上高と同構成比は、セキュリティ監査・コンサルティングサービスが 1,701 百万円、26.4%、脆弱性診断サービスが 1,766 百万円、27.4%、情報漏えい IT 対策サービスが 2,989 百万円、46.3% である。ブロードバンドセキュリティのストック売上比率は約 40% であり、同社とは収益構造も異なっている。

ブロードバンドセキュリティの主力サービスである情報漏えい IT 対策サービスは、セキュリティ機器マネージド (SOC 運用・監視サービス)、セキュアメールサービス、EDR-MSS (マネージドサービス)、標的型メール攻撃訓練サービス、SIEM 構築及び運用支援サービス、デジタルフォレンジックサービスによって構成されている。

ブロードバンドセキュリティは大手・準大手企業を主要顧客としているものの、同社は、セキュリティ監査を行っていないほか、脆弱性診断サービスやセキュアメールサービス、標的型メール攻撃訓練サービス等の売上高構成比も低いため、ブロードバンドセキュリティと競合することは少ないと同社は説明している。

ブロードバンドセキュリティは顧客層が重複しないグローバルセキュリティエキスパートと、23 年 11 月に資本業務提携契約を締結したため、24/6 期末時点で、グローバルセキュリティエキスパートはブロードバンドセキュリティ株式の 22.4% を保有する筆頭株主となっている。

> 沿革・経営理念・株主

◆ **08年に業界の草分け的存在である三輪社長によって設立された**
同社は、旧ラックで代表取締役社長を務めた三輪信雄氏によって、08年11月にS&Jコンサルティングとして設立された(14年12月に現社名に商号が変更された)。三輪社長は、95年から旧ラックでセキュリティ事業の立上げを主導しており、日本のサイバーセキュリティ業界における草分け的存在である。同社は、09年1月にセキュリティ・コンサルティングサービス(現コンサルティングサービス)、同年6月にフォレンジックサービス(現インシデント対応)の提供を開始して、徐々に顧客を開拓した後、15年3月には、自社開発したSOC Engineを用いて、ネットワーク機器やセキュリティデバイスから出力されたアラートやログ等を監視するSOCサービスの提供を始めた。

◆ **20年にマクニカの子会社となった**

同社は、17年7月に、同社の技術に関心を持ったマクニカネットワークス(21年10月にマクニカが吸収合併)と販売代理店契約を締結した。同年10月にはマクニカが組成したベンチャーキャピタルから出資を受けた。SOC Engineに不具合が発生し、その対応に時間と労力を費やしたため、同社は18/3期から20/3期に掛けて3期連続の経常損失に陥った。また、18年6月にはKeepEyeの提供を開始した。

財務基盤の強化のため、20年2月にマクニカからの出資を受け入れた結果、同社はマクニカの非連結子会社となり、マクニカの親会社であるマクニカ・富士エレホールディングス(現マクニカホールディングス、3132 東証プライム)も同社の親会社となった。なお、20年6月に同社の取締役に就任した星野喬氏は、マクニカのネットワークスカンパニーのバイスプレジデントである。

SOC Engineの不具合の解決に伴い、売上高が増加したため、同社は21/3期に経常黒字に転換した。23年10月には、日本ビジネスシステムズ(JBS)と、Microsoft 365に加え、業界初となるMicrosoft Azureまでの統合監視を可能にしたセキュリティ監視サービス「JBS SOC」を共同開発すると共にサービス提供を開始した。

◆ **23年12月にグロース市場に上場した**

23年12月、同社は東京証券取引所グロース市場に上場した。上場時の公募増資と売出しに伴う保有比率の低下により、マクニカホールディングスとマクニカは同社のその他関係会社となっている。24年10月には、同社と日本ビジネスシステムズは、「ランサムウェア対応支援サービス」の提供を開始した。

◆ 経営理念

同社は、「私たちは、最適なセキュリティサービスをより多くのお客様へ提供し、事業の成長を支える環境づくりに貢献いたします。」をミッションとして掲げている。また、「お客様の期待を常に考え『ありがとう』と言われるセキュリティサービスを提供する。」を経営理念としている。

社名であるS&Jは、千里眼(せんりがん)の「S」と順風耳(じゅんぷうじ)の「J」に由来している。千里眼(緑鬼)と順風耳(赤鬼)は、中国が発祥の海の女神である媽祖(まそ)を守護している。千里眼は媽祖の周囲を監視し、あらゆる災害から媽祖を守る役目を、順風耳はあらゆる悪の兆候や悪巧みを聞き分けて、いち早く媽祖に知らせる役目を担っている。同社の社名には「平時からインシデントの兆候を探り、事前に手を打ち、事故が起こった際に迅速に対応して、被害を最小限に食い止めるサービスを提供したい」という思いが込められている。

◆ 株主

25/3 期半期報告書に記載されている株主の状況は図表 6 の通りである。24 年 9 月末時点において、マクニカが発行済株式総数の 37.3%を保有する筆頭株主となっている。次いで、三輪社長が自身の資産管理会社での保有分を含めて 27.9%を、石川取締役が 3.6%を各々所有している。その他の大株主には、金融機関や個人投資家等が名を連ねているが、それらを合計した保有比率は 7.2%に過ぎない。

【 図表 6 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	24年9月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
株式会社マクニカ	2,100,000	37.3%	1	業務提携先
三輪信雄	970,000	17.2%	2	代表取締役社長
株式会社BNP	600,000	10.7%	3	社長の資産管理会社
石川剛	200,000	3.6%	4	取締役
株式会社SBI証券	175,600	3.1%	5	
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN(CASHPB) (常任代理人 野村證券株式会社)	66,300	1.2%	6	
神田隆生	47,200	0.8%	7	
MSIP CLIENT SECURITIES (常任代理人 モルガン・スタンレーMUF証券株式会社)	44,400	0.8%	8	
NORTHERN TRUST CO.(AVFC) RE IEDU UCITS CLIENTS NON LENDING 15 PCT TREATY ACCOUNT (常任代理人 香港上海銀行東京支店)	37,000	0.7%	9	
楽天証券株式会社	36,200	0.6%	10	
(大株主上位10位)	4,276,700	76.0%	-	
発行済株式総数	5,627,200	100.0%	-	

(出所) 25/3 期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

同社の業績については、19/3 期以降の業績が開示されている。売上高については、20/3 期は、大手顧客の契約終了に伴い、減収となったものの、21/3 期以降は、SOC サービスの大部分とコンサルティングサービスのセキュリティアドバイザー等からなるストック売上の増加や、ランサムウェア等によるインシデント対応での大口案件の貢献等により、毎期、着実に増加している。結果、19/3 期から 24/3 期に掛けて、売上高は年平均 16.4%増加した(図表 7)。

【図表 7】業績推移

(単位: 百万円)

	内訳	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
売上高		755	647	830	1,077	1,281	1,610
	ストック売上	—	—	631	807	1,031	1,336
	スポット売上	—	—	199	270	249	273
売上総利益		—	—	—	483	627	781
売上総利益率		—	—	—	44.9%	49.0%	48.5%
販売費及び一般管理費		—	—	—	231	295	432
販管費率		—	—	—	21.5%	23.1%	26.9%
営業利益		—	—	109	251	331	348
営業利益率		—	—	13.2%	23.4%	25.9%	21.7%
経常利益		-106	-102	110	249	321	319
経常利益率		—	—	13.4%	23.2%	25.1%	19.8%
当期純利益		-96	-136	127	223	210	218
期末従業員数(名)		33	24	29	39	47	60

(注) 19/3 期から 21/3 期までは未監査

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

一方、経常損益については、SOC Engine に係る不具合への対応に伴い、人件費や外注費が増加したことから、19/3 期及び 20/3 期は損失計上を余儀なくされた(18/3 期も経常損失であった)。不具合が解決した 21/3 期には、営業活動の正常化による顧客の増加や外注費の減少等により、黒字に転換した。22/3 期と 23/3 期は従業員の増員に伴う人件費の増加を売上成長で吸収し、大幅増益となった。24/3 期については、営業利益は増加したものの、上場関連費用等の計上に伴い、経常利益は若干減少した。従業員数は 19/3 期末の 33 名から 24/3 期末には 60 名に増加した。

◆ 24 年 3 月期決算は前期比 26%増収 5%営業増益

24/3 期決算は、売上高が前期比 25.7%増の 1,610 百万円、営業利益が同 5.1%増の 348 百万円、経常利益が同 0.7%減の 319 百万円、当期純利益が同 3.9%増の 218 百万円であった(図表 8)。

サービス別売上高については、SOC は、既存顧客向け売上高の維持に加え、新規顧客に対する KeepEye 等の拡販により、前期比 27.6% (256 百万円) 増加した。内訳としては、KeepEye と AD 監視による自社製品監視が前期の 217 百万円から 309 百万円に、Microsoft 製品監視が前期の 22 百万円から 51 百万円に各々増加している。また、SOC 監視 (自社/他社製品) も大幅に増加したが、EDR 監視 (他社製品) はほぼ横這いであった模様である。一方、コンサルティングは、セキュリティ評価やセキュリティインシデント対応支援等の拡大により、同 20.7%増加した。

【 図表 8 】 24 年 3 月期の業績

(単位: 百万円)

	内訳	23/3期 通期	24/3期							増減率
			1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高		1,281	357	355	713	402	495	897	1,610	25.7%
	SOCサービス	928	263	277	540	284	360	644	1,185	27.6%
	コンサルティングサービス	352	94	78	172	118	135	253	425	20.7%
	ストック売上	1,031	315	320	636	331	369	700	1,336	29.6%
	スポット売上	249	42	34	77	70	126	196	273	9.6%
売上原価		653	197	195	393	195	240	435	829	26.9%
	労務費	287	-	-	-	-	-	-	322	12.0%
	経費	368	-	-	-	-	-	-	504	37.0%
	うち派遣料	166	-	-	-	-	-	-	249	49.5%
	うち外注費	95	-	-	-	-	-	-	81	-15.1%
売上総利益		627	160	159	320	206	254	461	781	24.5%
売上総利益率		49.0%	44.9%	44.9%	44.9%	51.4%	51.5%	51.4%	48.5%	-
販売費及び一般管理費		295	97	99	197	120	115	235	432	46.2%
販管費率		23.1%	27.4%	27.9%	27.6%	29.9%	23.3%	26.3%	26.9%	-
	給料及び手当	73	-	-	85	-	-	81	167	127.5%
	役員報酬	71	-	-	36	-	-	39	75	6.2%
営業利益		331	62	60	122	86	139	226	348	5.1%
営業利益率		25.9%	17.5%	17.0%	17.2%	21.5%	28.2%	25.2%	21.7%	-
経常利益		321	60	55	115	65	138	203	319	-0.7%
経常利益率		25.1%	17.0%	15.5%	16.3%	16.2%	27.9%	22.7%	19.8%	-
当期 (四半期) 純利益		210	39	36	76	46	96	142	218	3.9%

(注) 24/3 期下期のストック売上及びスポット売上は証券リサーチセンターの推定値

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

収益モデル別売上高については、ストック売上は、監視・運用サービスや、セキュリティアドバイザーの拡大等により、前期比 29.6%増加した。スポット売上は、セキュリティ評価やセキュリティインシデント対応支援等の増加により、同 9.6%増加した。

売上総利益率は、前期の 49.0%から 48.5%に低下した。売上高外注費率や売上高労務費率は低下したものの、売上高派遣料率 (SOC サービスの監視業務にあたる派遣社員への支払報酬) 等が大幅に上昇した。

労務費の対象となる正社員技術者数は、22/3 期末の 28 名から、23/3 期末の 32 名、24/3 期末の 39 名へと増加した。

SOC のサービス別売上総利益率については、損益分岐点を超えて売上高が拡大しているため、自社製品監視は前期の 23.0%から 44.6%に上昇したほか、Microsoft 製品監視は前期とほぼ横這いの 78.5%と高水準を維持した。SOC 監視は前期並みの 40~45%、EDR 監視は前期並みの 55~60%程度と見られる。

販管費は前期比 136 百万円増の 432 百万円となった。人員増加等により、給料及び手当が同 93 百万円、役員報酬が同 4 百万円、各々増加した。給料及び手当の対象となる管理部門等の従業員数は、上場準備に伴う管理体制の強化により、22/3 期末の 11 名から、23/3 期末の 15 名、24/3 期末の 21 名へと増加した。

販管費の増加率が増収率を上回ったため、販管費率は前期の 23.1%から 26.9%に上昇した。売上総利益率と販管費率が共に悪化したため、営業利益率は前期比 4.2%ポイント悪化の 21.7%となった。

営業外収益は前期比横這いの 1 百万円であった一方、営業外費用は、上場関連費用の増加と株式交付費の計上により、前期の 11 百万円から 30 百万円に増加した。

KPI 等の経営指標については、24/3 期末時点の ARR は 1,504 百万円（前期末比 22.2%増）、24/3 期末時点の解約率（過去 12 カ月の月次解約率の平均値）は 1.2%、24/3 期のストック売上比率は 83.0%（前期は 80.5%）であった。

上場日である 23 年 12 月 15 日に公表した通期計画に対する達成率は、売上高 100.4%、営業利益 97.9%であった。サービス別売上高は、SOC が計画を 4 百万円下回ったものの、コンサルティングが計画を 10 百万円超過した。売上高が計画を超過したものの、売上総利益は計画比 7 百万円の未達となった。一方、販管費はほぼ計画通りであった。

◆ 25 年 3 月期上期は前年同期比 27%増収、53%営業増益

25/3 期中間期（以下、上期）決算は、売上高が前年同期比 27.4%増の 908 百万円、営業利益が同 53.3%増の 188 百万円、経常利益が同 63.2%増の 189 百万円、中間純利益が同 70.8%増の 129 百万円であった（図表 9）。

サービス別売上高については、SOC は、既存顧客向けの売上高の維持に加え、新規顧客に対する KeepEye 等の拡販により、前期比 29.1%増

加した。コンサルティングは、セキュリティ評価やセキュリティインシデント対応支援セキュリティアドバイザー等の拡大により、同 22.1%増加した。一方、コンサルティングは、セキュリティ評価やセキュリティインシデント対応支援等の拡大により、同 22.1%増加した。

SOC サービスの売上高 (698 百万円) の内訳としては、自社製品監視が 180 百万円、Microsoft 製品監視が 56 百万円と、前年同期比で大幅に増加した模様である。また、SOC 監視は 300~350 百万円、EDR 監視は 100~150 百万円と見られる。

【 図表 9 】 25 年 3 月期上期の業績

(単位: 百万円)

	内訳	24/3期					25/3期			
		上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		713	402	495	897	1,610	452	456	908	27.4%
	SOCサービス	540	284	360	644	1,185	345	352	698	29.1%
	コンサルティングサービス	172	118	135	253	425	106	104	210	22.1%
	ストック売上	636	331	369	700	1,336	396	408	805	26.6%
	スポット売上	77	70	126	196	273	55	47	103	34.1%
売上原価		393	195	240	435	829	239	233	473	20.3%
売上総利益		320	206	254	461	781	212	222	435	36.1%
売上総利益率		44.9%	51.4%	51.5%	51.4%	48.5%	47.1%	48.8%	47.9%	-
販売費及び一般管理費		197	120	115	235	432	121	125	247	25.4%
販管費率		27.6%	29.9%	23.3%	26.3%	26.9%	26.9%	27.5%	27.2%	-
	給料及び手当	85	-	-	81	167	-	-	72	-14.4%
	役員報酬	36	-	-	39	75	-	-	42	18.6%
営業利益		122	86	139	226	348	91	97	188	53.3%
営業利益率		17.2%	21.5%	28.2%	25.2%	21.7%	20.2%	21.3%	20.7%	-
経常利益		115	65	138	203	319	91	97	189	63.2%
経常利益率		16.3%	16.2%	27.9%	22.7%	19.8%	20.3%	21.4%	20.8%	-
当期 (四半期) 純利益		76	46	96	142	218	62	66	129	70.8%

(注) 24/3 期下期のストック売上及びスポット売上は証券リサーチセンターの推定値

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

収益モデル別売上高については、ストック売上は、監視・運用サービスの増加等により、前年同期比 26.6%増加した。スポット売上は、ランサムウェア攻撃の増加に伴うセキュリティ評価やセキュリティインシデント対応支援等の増加により、同 34.1%増加した。

売上総利益率は、前年同期の 44.9%から 47.9%に上昇した。増収効果等により、売上高労務費率等が低下した模様である。労務費の対象となる正社員技術者数は、24/3 期末の 39 名から 25/3 期上期末には 43 名に増加している。

SOC のサービス別売上総利益率については、サイバー攻撃の変化に伴う開発人員の増強により、自社製品監視は前通期の 44.6%から

36.0%に低下した。Microsoft 製品監視は、増収効果により、前通期の78.5%から85.5%に上昇した。SOC 監視は前通期の40~45%から45~50%に上昇したと見られるが、EDR 監視は前通期並の55~60%程度と見られる。

販管費は前年同期比50百万円増の247百万円となった。組織変更に伴い、一部人員の人件費を売上原価に振替えたため、給料及び手当が同12百万円減少した。一方、役員報酬が同6百万円増加したほか、株主総会費用の増加や上場維持費用の計上が販管費の増加要因となった。25/3期上期末の管理部門等の従業員数は、前期末比1名減の20名であった。

販管費の増加率が増収率を下回ったため、販管費率は前期の27.6%から27.2%に低下した。売上総利益率と販管費率が共に改善したため、営業利益率は前年同期比3.5%ポイント改善の20.7%となった。

KPI等の経営指標については、25/3期上期末時点のARRは1,616百万円、25/3期上期末時点の解約率は0.6%、25/3期上期のストック売上比率は88.6%(前年同期は89.2%)であった。

> 他社との比較

◆ サイバーセキュリティ事業を展開する企業と比較

サイバーセキュリティ領域におけるサービス分野の売上高構成比が高く、マネージド・運用サービスやコンサルティング/診断サービス等を提供する上場企業であるラック、グローバルセキュリティエキスパート及びブロードバンドセキュリティを比較対象企業として選定した(図表10)。

各社を比較すると、規模では、黎明期であった90年代からセキュリティソリューションサービス事業を開始し、システムインテグレーションサービス事業も展開するラックが全ての項目で1位である。設立、上場が他社よりも遅く、提供するサービスの範囲が狭い同社は、全ての項目で4位であり、小規模である。

一方、財務の安全性に関しては、同社が全ての項目で1位であり、最も良好である。特に、自己資本比率が71.4%、固定長期適合率が6.6%となっており、財務の健全性では他社を圧倒している。

収益性では、グローバルセキュリティエキスパートが自己資本利益率と総資産経常利益率で1位、営業利益率で2位と、総合的に優位である。同社は、営業利益率では1位ながら、自己資本比率の高さや多額の現金及び預金が災いして自己資本利益率と総資産経常利益率で3

位に位置しており、総合的にはブロードバンドセキュリティと中位集団を形成している。但し、絶対値で見れば、自己資本利益率が 17.4%、総資産経常利益率が 15.9%と良好な水準である。

【 図表 10 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄 コード 直近決算期	S & J	ラック	グローバルセキュリティ エキスパート	ブロードバンドセキュリティ
		5599 24/3期	3857 24/3期	4417 24/3期	4398 24/6期
売上高	百万円	1,610	49,477	7,002	6,457
規模 経常利益	百万円	319	2,153	1,104	694
総資産	百万円	2,461	23,770	6,536	4,127
自己資本利益率	%	17.4	9.1	37.7	24.7
収益性 総資産経常利益率	%	15.9	9.3	20.7	18.0
売上高営業利益率	%	21.7	4.4	15.9	10.7
成長性 売上高 (3年平均成長率)	%	24.7	4.2	33.4	14.1
経常利益 (同上)	%	42.2	-1.3	66.5	52.1
総資産 (同上)	%	59.9	-1.2	40.0	14.0
安全性 自己資本比率	%	71.4	64.8	37.2	50.1
流動比率	%	333.6	221.1	149.2	180.3
固定長期適合率	%	6.6	39.7	69.8	44.7

(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)

(出所) 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

成長性については、グローバルセキュリティエキスパートが売上高の増加率と経常利益の増加率で1位、総資産の増加率で2位と、総合的に優位である。同社は、上場時の公募増資の影響もあり、総資産の増加率では1位ながら、売上高の増加率で2位、経常利益の増加率で3位である。同社は、総合的にはグローバルセキュリティエキスパートとブロードバンドセキュリティの間に位置するが、売上高の増加率が24.7%、経常利益の増加率が42.2%と、絶対値では高水準である。

全体的には、同社は比較対象会社に比べ、小規模ではあるものの、財務の安全性、収益性及び成長性で魅力的と言えよう。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉はサービスの開発運用力と経験等にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、サービスの開発運用力と豊富な経験・ノウハウに関係している(図表11)。

【図表11】 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 ・セキュリティ感が高い大企業から中小企業までにサービスを提供している ・直販と代理店販売を行っているが、販売代理店のマクニカ及びソフトクリエイト、エンドユーザーである日興システムソリューションズ(NKSOL)との取引の割合が高くなっている	顧客数	非開示	
		マクニカの売上高構成比	30.8%	
		NKSOLの売上高構成比	14.4%	
		ソフトクリエイトの売上高構成比	14.0%	
	ブランド	・SOCサービス提供開始から約10年が経過し、業界では一定の評価を受けているほか、三輪社長の各種メディアでの知名度は高いものの、上場から日が浅く、会社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	16.5年(25年2月時点)
			SOCサービスの提供開始からの経過年数	10年(25年2月時点)
			上場からの経過年数	1年(25年2月時点)
	事業パートナー	・日本ビジネスシステムズとMicrosoft Azureの統合監視やランサムウェア対応支援サービスの共同開発、提供で提携している MicrosoftやCrowdStrike等の製品を使った監視・運用サービスの提供に加え、FlashpointやJoe Sandbox, Darktrace等のライセンス販売を行っている		
	組織資本	・同社は、経営指標として、成長性ではARR、収益性では営業利益率を重視している。ARRは増加基調が継続しており、営業利益率は20%以上を確保している。その他のKPIとしては、ストック売上比率や解約率を挙げている	ARR	1,616百万円(25/3期2Q末)
営業利益率			20.7%(25/3期上期)	
ストック売上比率			88.6%(25/3期上期)	
解約率			0.6%(25/3期2Q末)	
プロセス		・SOCサービスで顧客を開拓すると、コンサルタントサービス契約にも繋がる相乗効果がある	SOCサービス売上高	1,185百万円
			コンサルティングサービス売上高	425百万円
			契約負債	548百万円
知的財産 ノウハウ		・自社開発のSIEM(SOC Engine)、監視用エージェント(S&J AD Agent、AD監視)及びクラウド型EDR(KeepEye)を用いた監視、運用を行っている ・Microsoft製品を統合的に監視するSIEM製品と、他の既存機器やサービスを柔軟に組み合わせで監視できることを強みとしており、Microsoft製品監視の売上高は拡大が見込まれている	自社製品監視(EeepEyeとAD監視)の売上高	309百万円
			同売上総利益率	44.6%
			Microsoft製品監視の売上高	51百万円
人的資本	・三輪社長は、90年代の黎明期からサイバーセキュリティ業界で経営に携わり、08年11月の同社設立時から代表取締役社長を務めている ・三輪社長による高い経営へのコミットメント ・監査等委員ではない常勤取締役5名のうち、4名が同社入社前にラックで勤務している	三輪社長の在任年数	16.5年(25年2月時点)	
		三輪社長(資産管理会社を含む)の保有株数	1,570,000株(27.9%)	
		従業員数	60名	
従業員	・技術部門及び管理部門等の人員採用を進めており、従業員と臨時雇用者が増加傾向にある ・インセンティブ制度	臨時雇用者数	19名	
		平均年齢(従業員)	41.0歳	
		ストックオプション	452,300株(8.0%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、24/3期または24/3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も含まれている

(出所) 有価証券報告書、半期報告書、決算説明資料、会社リリース、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、システムインテグレーションや外国製セキュリティツール販売を行っておらず、サービス提供に特化しているため、サイバーセキュリティ関連企業の中でも小規模である。また、自社開発したSOC

Engine に不具合が発生し、その対応に時間と労力を費やしたことから、18/3 期から 20/3 期に掛けて 3 期連続の経常損失に陥り、上場も遅れたため、知名度も低い。

しかしながら、不具合の解決に伴い、顧客企業や販売代理店の間で同社の高品質なサービスに対する評価が高まり、21/3 期以降はストック売上を中心に売上高が安定的に増加している。結果、ARR や受注残高も成長を続けているほか、解約率は低い水準を維持している。

一方、売上高は依然として小規模であるものの、セキュリティ感度が高い顧客をメインターゲットとし、利益率の低い事業を行っていないため、営業利益率は高水準を確保している。

また、三輪社長は業界の黎明期であった 90 年代からサイバーセキュリティ業界に身を置いており、旧ラックでも社長を務める等、業界において豊富な経験を持っている。また、三輪社長以外にも、監査等委員を除く常勤取締役 4 名中 3 名が同社に入社する前にラックで勤務する等、長期の業界経験を積んでいる。以上のことから、高品質なサービスを提供できる開発運用力と、豊富な経験・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、同社の環境対応について特筆すべきものはない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、エンジニアを中心とした人材の採用を積極的に進める方針であるほか、資格取得等にかかる費用を負担する資格取得・維持費支援制度やオンライン学習環境の導入により自己研鑽を促進し、継続的な人材育成に努めている。人材の維持に関する目標としては離職率の低減を掲げており、業界平均である 10%程度からゼロに近づけることを目指している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は、18 年 6 月に監査役設置会社から監査等委員会設置会社に移行したものの、19 年 12 月に監査役設置会社へ戻った。その後、22 年 6 月に再び監査等委員会設置会社へ移行した。同社の取締役会は、9 名で構成されており、うち 3 名が監査等委員である取締役（全員が社外取締役）である。

監査等委員会は、常勤監査等委員 1 名と非常勤監査等委員 2 名で構成されている。非常勤監査等委員の大桃健一氏は、コニカミノルタ

(4902 東証プライム) のグループ会社であったコニカミノルタビズコム監査役等を歴任した後、17年6月に同社の監査役に就任し、22年6月に同社の取締役(常勤監査等委員)に転じた。大桃氏は、NOVARCA(東京都千代田区)の非常勤監査役を兼務している。

非常勤監査等委員の谷井亮平氏は、税理士事務所での勤務経験を経て、17年3月に同社の非常勤監査役に就任し、22年6月から取締役を務めている。谷井氏は23年9月から非上場会社の従業員を兼務している。もう一人の非常勤監査等委員の林孝重氏は、シーイーシー(9692 東証プライム)の取締役や常勤監査役等を歴任し、22年6月に同社の取締役に就任した。林氏は日本モーゲージサービス(7192 東証スタンダード)の社外取締役・監査等委員を兼務している。

24/3 期に 20 回開催された取締役会には、社外取締役全員が全てに出席した。13 回開催された監査等委員会には監査等委員全員が全てに出席した。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 人材の確保

同社は、事業拡大のためには、高度なサイバーセキュリティ技術を有する優秀な人材の確保が重要な課題と認識している。そのため、採用活動の強化や教育制度の充実等を通じて、課題の解決に取り組む方針である。

◆ 知名度の向上

同社は、知名度の向上、ブランドの確立を課題として挙げている。そのため、セミナー・講演会の開催等を通じて、課題の解決に努めたいとしている。

> 今後の事業戦略

◆ 27年3月期中期計画は売上高 31 億円、営業利益 7 億円

同社は、27/3 期に売上高 3,168 百万円、営業利益 751 百万円の達成を目指す中期経営計画を公表している（図表 12）。

【 図表 12 】 S & J の中期経営計画

(単位: 百万円)

	内訳	24/3期	25/3期	26/3期	27/3期	
		実績	計画	計画	計画	24/3期比 年平均増減率
売上高		1,610	2,013	2,519	3,168	25.3%
	SOC	1,185	1,533	1,968	2,487	28.0%
	コンサルティング	425	480	550	680	16.9%
	ストック売上	1,336	1,780	2,261	2,834	28.5%
	スポット売上	273	233	257	333	6.8%
営業利益		348	403	562	751	29.1%
	営業利益率	21.7%	20.0%	22.3%	23.7%	—
経常利益		319	403	562	751	33.0%
	経常利益率	19.8%	20.0%	22.3%	23.7%	—
当期純利益		218	271	382	511	32.7%
自社製品監視売上高		309	368	445	531	19.8%
同売上総利益率		44.6%	45.0%	48.0%	45.0%	—
Microsoft製品監視売上高		51	231	464	774	147.6%
同売上総利益率		78.5%	75.0%	74.0%	70.0%	—
ARR		1,504	2,092	2,627	3,316	30.2%
ストック売上比率		83.0%	88.4%	89.8%	89.5%	—
従業員数		60	72	91	110	22.4%
	技術系	39	49	62	78	26.0%
	その他	21	23	29	32	15.1%

(出所) 決算説明資料により証券リサーチセンター作成

同社は、この中期経営計画を達成するための戦略として、1) クラウド関連への注力、2) コミュニケーション型 SOC サービス「MXDR」

の拡販、3) グローバル対応 (多言語対応) の推進等を掲げている。

◆ クラウド関連への注力

同社は、成長市場であるクラウド関連サービスに注力する方針である。中でも、クラウド関連サービスに該当する Microsoft 製品監視の売上高について同社は、24/3 期の 51 百万円から 27/3 期には 774 百万円への増加を計画している。詳細は不明であるが、日本ビジネスシステムズとの提携サービスである JBS SOC やランサムウェア対応支援サービスの売上高の一部も Microsoft 製品監視に含まれている模様である。

◆ コミュニケーション型 SOC サービス MXDR の拡販

従来のセキュリティ監視サービスは、監視機器からのアラートのうち、重要度、影響度等をフィルタリングして顧客に通知するだけであり、顧客側で対処方法を検討し、対処する必要があった。海外企業では、セキュリティ専門人材を採用して自社で調査や対処が行えるため、こうしたアラートお知らせ型 SOC サービスが主流となっている。一方、国内においても、同業他社の多くは、収益性を重視してアラートお知らせ型 SOC サービスを顧客に提供している。

しかし、国内ではセキュリティ専門人材を社内で抱えている企業はほとんどなく、アラートお知らせ型 SOC サービスでは安全が確保できないという問題点が存在していた。そこで、同社は、日本企業のニーズに合わせ、影響分析やコンサルタントのコミュニケーション、インシデント対応までを包含した SOC サービスを同社の MXDR (Managed Extended Detection and Response) と定義した上で、MXDR のサービス開発を推進し、拡販する方針である。

なお、MXDR の本来の定義は、SOC サービス提供会社が顧客企業の拠点内に潜むマルウェアを検知・対処するマネージドサービス「MDR」のうち、エンドポイントとネットワークの両方で脅威の検出や対処を行うものである。

◆ グローバル対応 (多言語対応) の推進

同社は現在、日本語のみの国内向けサービスを提供しているが、海外支店や現地法人等に対するサービス提供ニーズが強まっている。同社では英語でのサービス提供に向けた検討を開始しており、26/3 期からのグローバル対応サービスの拡販を目指している。

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"> ・セキュリティ感度が高い企業に対して、リーズナブルな価格帯で高品質のサービスを提供していること ・年間契約を基本とするサービス提供が事業の中心であり、ストック売上比率が8割以上となっていること ・自社開発製品を使用した監視サービスを提供していること ・Microsoft製品を統合的に監視するSIEM製品と、他の既存機器やサービスを柔軟に組み合わせて監視できること ・インシデント対応までを包含したコミュニケーション型SOCサービスの提供に取り組んでいること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・事業規模が小さいこと ・一般的な知名度が低いこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内サイバーセキュリティ市場、特にMicrosoft製品関連市場の拡大 ・国内サイバーセキュリティ市場における市場シェアの拡大 ・グローバル対応の推進による海外売上高の拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・技術革新や新たなサイバー攻撃への対応が遅れること ・同社製品の導入顧客において重大なセキュリティ事故が発生すること ・主要販売代理店との関係が同社にとって望ましくない方向に変化すること

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ Microsoft 製品を中心としたクラウド関連への注力に期待したい

同社は Microsoft 製品を統合的に監視する SIEM 製品と、他の既存機器やサービスを柔軟に組み合わせて監視できることを強みとしている。大企業を中心に Microsoft のクラウド製品を提供する日本ビジネスシステムズとの業務提携は、知名度に課題を抱える同社にとってメリットが大きいと当センターでは考えている。

Microsoft 製品監視は、SOC サービスの中でも売上総利益率が最も高いサービスであるため、その売上高の拡大は売上総利益の増加に大きく貢献すると期待される。また、クラウド市場とサイバーセキュリティ市場は共に高成長が見込まれており、クラウド分野での成功が同社の成長性を決定する鍵と言えよう。また、日本ビジネスシステムズとの連携による顧客基盤の拡大も、主要販売代理店 2 社に対する依存度の低下に繋がると期待される。よって、当センターでは、同社の戦略の中でも、クラウド関連への注力に期待している。

> 今後の業績見通し

◆ 25 年 3 月期会社計画は 25%増収、16%営業増益

25/3 期の会社計画は、売上高 2,013 百万円（前期比 25.0%増）、営業利益 403 百万円（同 15.6%増）、経常利益 403 百万円（同 26.3%増）、当期純利益 271 百万円（同 24.4%増）である（図表 14）。

サービス別売上高については、SOC は 1,533 百万円（前期比 29.4%増）、コンサルティングは 480 百万円（同 13.0%増）と計画している。

売上原価や販管費についての計画の詳細は不明である。営業利益率の

低下を見込むのは、従業員の採用に伴う人件費の増加や、24年10月の本社移転に伴う移転費用の計上及び旧本社オフィスの造作等に係る減価償却費の増加（早期償却）等が要因と見られる。

【 図表 14 】 S & J の業績と 25 年 3 月期の会社計画

(単位: 百万円)

	サービス別	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	
		実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		1,077	1,281	1,610	2,013	25.0%
	SOC	720	928	1,185	1,533	29.4%
	コンサルティング	357	352	425	480	13.0%
売上総利益		483	627	781	—	—
売上総利益率		44.9%	49.0%	48.5%	—	—
販売費及び一般管理費		231	295	432	—	—
販管費率		21.5%	23.1%	26.9%	—	—
営業利益		251	331	348	403	15.6%
営業利益率		23.4%	25.9%	21.7%	20.0%	—
経常利益		249	321	319	403	26.3%
経常利益率		23.2%	25.1%	19.8%	20.0%	—
当期純利益		223	210	218	271	24.4%

(出所) 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

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、25/3 期上期実績と同社の施策等を考慮し、同社の25/3 期業績について、売上高 2,005 百万円（前期比 24.5%増）、営業利益 435 百万円（同 24.7%増）、経常利益 438 百万円（同 37.2%増）、当期純利益 301 百万円（同 37.7%増）と予想した（図表 15）。

サービス別売上高については、SOC は 1,493 百万円（前期比 26.0%増）、コンサルティングは 512 百万円（同 20.3%増）と予想した。SOC の内訳では、自社製品監視は 384 百万円（同 24.3%増）、Microsoft 製品監視は 139 百万円（同 2.7 倍）と予想している。収益モデル別売上高については、SOC とセキュリティアドバイザーの増加により、ストック売上は 1,697 百万円（同 27.0%増）、スポット売上は 308 百万円（同 12.3%増）と予想した。

売上総利益率は、25/3 期上期に大きく改善したことを踏まえ、前期比 1.9%ポイント上昇の 50.4%と予想した。販管費は、上場維持費用の計上に加え、本社移転に伴う一時費用の発生や減価償却費や地代家賃等の増加を見込み、576 百万円（前期比 33.1%増）と予想した。

26/3 期は、売上高 2,452 百万円（前期比 22.3%増）、営業利益 584 百万円（同 34.2%増）と予想した。

【 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)

	23/3期	24/3期	25/3期CE	25/3期E	26/3期E	27/3期E
損益計算書						
売上高	1,281	1,610	2,013	2,005	2,452	2,889
前期比	18.9%	25.7%	25.0%	24.5%	22.3%	17.8%
サービス別	-	-	-	-	-	-
SOC	928	1,185	1,533	1,493	1,864	2,227
コンサルティング	352	425	480	512	588	662
売上総利益	627	781	-	1,011	1,240	1,467
売上総利益率	49.0%	48.5%	-	50.4%	50.6%	50.8%
販売費及び一般管理費	295	432	-	576	656	746
販管費率	23.1%	26.9%	-	28.7%	26.8%	25.8%
営業利益	331	348	403	435	584	721
前期比	31.9%	5.1%	15.6%	24.7%	34.2%	23.5%
営業利益率	25.8%	21.6%	20.0%	21.7%	23.8%	25.0%
経常利益	321	319	403	438	588	726
前期比	28.8%	-0.7%	26.3%	37.2%	34.2%	23.5%
経常利益率	25.1%	19.8%	20.0%	21.9%	24.0%	25.1%
当期純利益	210	218	271	301	405	501
前期比	-5.8%	3.9%	24.4%	37.7%	34.5%	23.7%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 決算短信、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

サービス別売上高については、SOC は 1,864 百万円 (前期比 24.8% 増)、コンサルティングは 588 百万円 (同 14.8%増) と予想した。SOC の内訳では、自社製品監視は 472 百万円 (同 22.9%増)、Microsoft 製品監視は 280 百万円 (同 2.0 倍) と予想している。収益モデル別売上高については、SOC とセキュリティアドバイザーの増加により、ストック売上は 2,098 百万円 (同 23.6%増)、スポット売上は 354 百万円 (同 14.9%増) と予想した。

売上総利益率は、好採算の Microsoft 製品監視の売上高構成比の上昇を見込み、前期比 0.2%ポイント上昇の 50.6%と予想した。販管費は、本社移転費用が剥落するものの、減価償却費や地代家賃、人件費等の増加を見込み、656 百万円 (前期比 13.9%増) と予想した。

27/3 期は、売上高 2,889 百万円 (前期比 17.8%増)、営業利益 721 百万円 (同 23.5%増) と予想した。

サービス別売上高については、SOC は 2,227 百万円 (前期比 19.5% 増)、コンサルティングは 662 百万円 (同 12.6%増) と予想した。SOC の内訳では、自社製品監視は 572 百万円 (同 21.2%増)、Microsoft 製品監視は 390 百万円 (同 39.3%増) と予想している。収益モデル別売上高については、SOC とセキュリティアドバイザーの増加により、ストック売上は 2,488 百万円 (同 18.6%増)、スポット売上は 401 百万円

(同 13.3%増) と予想した。

売上総利益率は、好採算の Microsoft 製品監視の売上高構成比の上昇を見込み、前期比 0.2%ポイント上昇の 50.8%と予想した。販管費は、人件費等の増加を見込み、746 百万円 (前期比 13.7%増) と予想した。

同社は、財務基盤の充実を図る観点から、創業以来、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であるが、現時点において配当実施の可能性や実施時期等については未定としている。こうしたことから、当センターでは、25/3 期から 27/3 期においても無配が続くと予想している。

【 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)

	23/3期	24/3期	25/3期CE	25/3期E	26/3期E	27/3期E
貸借対照表						
現金及び預金	1,353	2,119		2,146	2,705	3,350
売掛金	93	154		162	186	210
その他	40	70		70	74	77
流動資産	1,487	2,345		2,379	2,965	3,638
有形固定資産	21	23		304	278	254
無形固定資産	0	0		0	0	0
投資その他の資産	35	92		82	82	82
固定資産	57	115		387	361	337
資産合計	1,545	2,461		2,767	3,327	3,975
買掛金	14	5		15	18	20
未払法人税等	115	49		82	109	135
契約負債	565	548		509	629	746
その他	96	99		112	116	119
流動負債	791	703		718	873	1,020
純資産合計	753	1,758		2,049	2,454	2,955
(自己資本)	753	1,758		2,049	2,454	2,955
(非支配株主持分+新株予約権)	0	0		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	321	319		438	588	726
減価償却費	7	10		27	34	33
売上債権の増減額 (-は増加)	-18	-61		-7	-24	-24
仕入債務の増減額 (-は減少)	8	-8		9	3	2
その他	39	0		2	0	0
法人税等の純支払額 (+は純還付額)	-14	-175		-103	-155	-199
営業活動によるキャッシュ・フロー	645	66		326	567	653
有形固定資産の取得による支出	-8	-11		-309	-9	-9
その他	-13	-64		9	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-22	-76		-299	-9	-9
短期借入金の純増減額 (-は減少)	-50	-		0	0	0
長期借入金の返済による支出	-59	-		0	0	0
株式の発行による収入	-	775		0	0	0
配当金の支払額	-	-		0	0	0
その他	-	0		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-109	775		0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	513	766		27	558	644
現金及び現金同等物の期首残高	839	1,353		2,119	2,146	2,705
現金及び現金同等物の期末残高	1,353	2,119		2,146	2,705	3,350

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 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**◆ 技術革新に伴うリスク**

同社が属するサイバーセキュリティ業界は、日々発生する新たな脅威や技術革新等による環境変化に伴い、顧客ニーズが変化しやすいという特徴がある。同社は、サービスの競争力の維持・向上に努めているものの、技術革新への対応が遅れ、自社の技術やサービスの陳腐化や競争力の低下を招いた場合、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 新規契約の獲得と既存契約の更新に伴うリスク

同社においては、原則として年間契約に基づいて提供しているストック売上が売上高全体の 83.0% (24/3 期) を占めており、業績の安定度が高い状況にある。しかし、売上高の拡大には、新規契約の継続的な獲得と既存契約の更新が不可欠であるため、新規契約の獲得が低迷したり、既存契約の大口解約が発生したりした場合、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 特定の販売代理店に対する依存

同社は、主力販売代理店であるマクニカとソフトクリエイトに売上高の 4~5 割を依存している。現時点で両社との関係は良好であるものの、将来、契約の見直しや、相手方の経営方針に変更が生じた場合、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 流通株式比率の低さについて

同社の流通株式比率は、24/3 期末時点で 30.3% であり、東京証券取引所グロス市場の上場維持基準である 25% 以上を満たしている。しかし、将来、流通株式比率が 25% 未満となった場合は、1 年以内に基準に適合しないと上場廃止基準に該当するため、注意が必要である。

◆ 大株主の株式売却リスク

マクニカホールディングスは、25/3 期上期末時点において、マクニカを通じて同社株式の 37.3% を保有している。マクニカホールディングス等は、安定株主として同社株式の保有を継続すると見られるが、将来、同社株式の全部、または、一部を売却する場合、同社の株価に影響を及ぼす可能性がある。

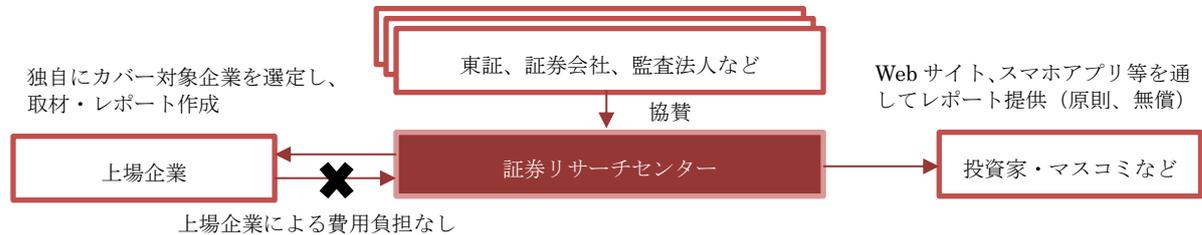
◆ 当面は無配が続く可能性

同社は、財務基盤の充実を図る観点から、創業以来、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であるが、現時点において配当実施の可能性や実施時期等については未定としており、しばらくは無配が続く可能性がある。

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	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	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
一般社団法人スチュワードシップ研究会	一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム

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。