

# ホリスティック企業レポート

ゼンムテック  
ZenmuTech

338A 東証グロース

新規上場会社紹介レポート  
2025年3月28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 20250327

**秘密分散技術を活用した PC データの保護等のデータセキュリティサービスを提供  
秘密分散技術の用途開発と秘密計算ビジネスの立ち上げで成長目指す**アナリスト:鎌田 良彦 +81(0)3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

## 【338A ZenmuTech 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)
2023/12	440	89.7	46	-	56	-	72	-	74.1	-563.2	0.0
2024/12	648	47.3	76	65.2	84	50.0	78	8.3	93.0	216.8	0.0
2025/12 予	850	31.2	112	47.4	145	72.6	159	2.0x	126.7	-	0.0

- (注) 1. 単体ベース  
2. 2024年11月1日付で1:200の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正  
3. 2025/12期は会社予想、2025/12期予想EPSは公募株式数(240千株)を含めた予定期中平均株式数で算出

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 商い出来ず(2025年3月27日)	本店所在地 東京都中央区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 1,312,800株	設立年月日 2014年3月4日	岡三証券
時価総額 商い出来ず	代表者 田口 善一	【監査人】
上場初値 商い出来ず(2025年3月27日)	従業員数 35人(2025年1月)	史彩監査法人
公募・売出価格 1,580円	事業年度 1月1日~12月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 事業年度終了後3カ月以内	

**> 事業内容****◆ 秘密分散技術を活用したデータセキュリティサービスを提供**

ZenmuTech(以下、同社)は、安心・安全なデータセキュリティを提供するため、自社開発した秘密分散技術「ZENMU-AONT」を活用した秘密分散ソリューションの展開及びZENMU-AONT開発のノウハウを生かして開発した秘密計算ソリューション「QueryAhead」を利用し、受託研究等を通じたサービスの事業化に向けた開発を進めている。

同社の秘密分散技術ZENMU-AONTのAONTはAll or Nothing Transformの略で、データを分散片に分割して暗号化し、意味のない情報として異なる場所に分散保存し、全ての分散片が揃わないと元のデータが復元されないという技術である。データを暗号化や秘密鍵によって保護するのではなく、データを分割して無意味化することでデータセキュリティを達成する技術である。

秘密計算とは、秘密分散をしてデータを秘匿した状態で計算や分析を行う技術である。データを秘匿しながら、それらのデータに基づく計算結果や分析結果を得られるというメリットがある。

同社は情報セキュリティ事業の単一セグメントであるが、売上高を秘密分散ビジネス、秘密計算ビジネス、その他の3つに分けて開示している。

24/12期の売上高構成比は、秘密分散ビジネスが78.9%、秘密計算ビジネス

(注 1)PC 等のクライアント端末の機能を最小限に抑え、サーバー側で処理を行うシステム

スが 18.5%、その他が 2.6%であった(図表 1)。その他は、同社の創業時から行っている、シンククライアント<sup>註1</sup>向けの Windows Embedded OS のカスタマイズ、シンククライアントの既存顧客向けの更新時や追加導入時のコンサルティング等の売上高である。

【図表 1】売上内訳

	23/12期		24/12期	
	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)
秘密分散ビジネス	376	85.5	511	78.9
秘密計算ビジネス	50	11.4	120	18.5
その他	13	3.0	17	2.6
合計	440	100.0	648	100.0

(注) 端数処理の関係で合計と一致しない  
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ 秘密分散ビジネス

秘密分散ビジネスの主要サービスは、PC の情報漏洩対策ソリューション「ZENMU Virtual Drive」と、秘密分散ソフトウェア開発キット「ZENMU Engine」の 2 つである。秘密分散ビジネスの売上高の 9 割以上を ZENMU Virtual Drive 関連が占めている。

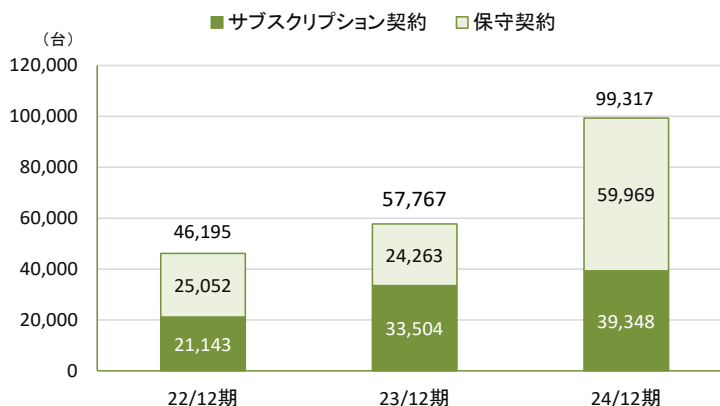
#### 1) ZENMU Virtual Drive

ZENMU Virtual Drive は、秘密分散技術を利用して PC 上のデータ保護を行うソフトウェアである。データを PC の内蔵ドライブと USB、スマートフォン等に分散保存する ZENMU for PC(以下、ZPC)と、PC の内蔵ドライブとクラウド上に分散保存する ZENMU Virtual Drive Enterprise Edition(以下、ZEE)等からなる。ZEE は ZPC の後継サービスで 21 年 11 月に提供が開始されたが、現在は ZEE が売上高の中心となっている。シンクタンク、コンサルティング会社、金融機関、IT ベンダー等での利用が多い。

販売方法は、ライセンスのみの一括販売、ライセンス利用に伴う保守契約、ライセンス契約と保守契約、アップデート対応が一体となったサブスクリプション契約の 3 つがある。24/12 期末の、保守契約とサブスクリプション契約合計の PC の台数は、99,317 台となっている(図表 2)。ライセンスの一括販売を行った後に、その後の保守契約を結ぶことも多い。主力の ZEE のサブスクリプション契約の料金は、ユーザー価格ベースで PC1 台当たり月額 1,800 円(税別)となっている。

販売チャンネルは一部で直接販売もあるが、大半はシステム開発会社等の販売代理店を通じた販売となっている。

【図表2】サブスクリプション契約と保守契約のライセンス数



(出所)「東京証券取引所グロース市場への上場に伴う当社決算情報等のお知らせ」を基に証券リサーチセンター作成

## 2) ZENMU Engine

ZENMU Engine は、ZENMU-AONT の秘密分散技術を顧客の製品やサービスに組み込むための製品(ライブラリ)であり、ソフトウェア開発キットとして提供している。収益は、ソフトウェア開発キットのライセンス収入と保守契約に基づく保守料のほか、ZENMU Engine を組み込んだ OEM 商品の開発に関するコンサルティング料や OEM 商品の収益に応じたロイヤリティである。

(注 2) Non-Fungible Token の略。非代替性トークン。ブロックチェーン技術を使って所有者情報を保証するデジタル資産

ZENMU Engine の提供事例としては、NFT<sup>注2</sup>や暗号資産等を購入、保存できるデジタルウォレットの保護のための秘密鍵の分散保管向けや、防犯・監視カメラに組み込んで、個人情報を含む映像データの分散保管による、漏洩や盗聴、窃取の防止等での利用がある。防犯・監視カメラ向けのサービスは、日立システムズエンジニアリングサービス(横浜市西区)から「秘密分散フォービデオ」として提供されている。

### ◆ 秘密計算ビジネス

同社は、秘密分散技術を応用し、産業技術総合研究所(東京都千代田区)との共同研究を基に秘密計算ソリューション QueryAhead を開発した。現在は、秘密計算を適用できる分野やアプリケーションを検証している段階で、適用領域として、金融、製造・物流等のサプライチェーン、材料開発、ヘルスケア分野を主なターゲットに、サービスの事業化を目指すパートナーの開拓を進めている。

現状では売上高は、産業技術総合研究所による秘密計算の社会実装を行うための公募プロジェクトの受託によるものが殆どを占めている。

◆ 主要販売先

同社が開示している主要販売先の内、デロイトトーマツコーポレートソリューション(東京都千代田区)はZENMU Virtual Driveの直接販売先であり、産業技術総合研究所は、秘密計算ソリューションの社会実装プロジェクトの受託先である(図表3)。

日立製作所(6501 東証プライム)、日立システムズエンジニアリングサービス、野村総合研究所(4307 東証プライム)はZENMU Virtual Driveの販売代理店、及びZENMU Engineの提供先である。

【図表3】主要販売先

	22/12期		23/12期		24/12期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
日立製作所	53	23.2	-	-	177	27.4
日立システムズエンジニアリングサービス	35	15.1	45	10.4	76	11.8
産業技術総合研究所	29	12.6	45	10.3	113	17.5
デロイトトーマツコーポレートソリューション	-	-	80	18.4	115	17.8
野村総合研究所	-	-	168	38.2	-	-

(注)1. 割合は売上高に対する比率  
 2. 「-」は売上高が10%未満のため記載を省略  
 (出所)届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

> 特色・強み

(注3)Business Continuity Planの略。企業が緊急事態に備えて事業を継続するための計画

◆ 分割後のデータサイズが小さく、高速処理が可能な AONT 技術

秘密分散の技術には、閾値方式と同社が採用する AONT 等がある。閾値方式とは、元のデータをいくつかに分割し、分割したデータのうち閾値で定めた数のデータ分散片が揃えば元のデータが復元できるという技術である。閾値方式では分割後の分散片のデータサイズが元データとほぼ同じになり、データ保存領域が大きくなるため、BCP<sup>注3</sup>対策の一環としてデータを複数の拠点に分散保管する場合等に利用されている。

同社が採用する AONT では元のデータの分割個数やサイズを任意に設定でき、分割後のデータサイズの合計が、元のデータサイズと同じになる。このため、元データの一部の小さなサイズのデータを分割保存でき、高速処理も可能なことから、PCのデータ保護等での利用に適している。

> 事業環境

(注4)Desktop as a Serviceの略。仮想デスクトップ環境をクラウド上で提供するサービス

◆ VDI、DaaSの課題に対応するPCのデータ保護対策需要が増加

新型コロナウイルス感染拡大によるリモートワーク等の拡大に伴い、社外でのPC利用によるデータ漏洩防止対策として、仮想デスクトップ基盤(Virtual Desktop Infrastructure、以下、VDI)やDaaS<sup>注4</sup>が普及してきた。

VDIやDaaSは、OSやアプリケーション等のデスクトップ環境をサーバーやクラウド上に集約し、利用者はクライアントPCからネットワークを通じてサー

バーやクラウド上のデスクトップ画面を呼び出して操作するものである。ネットワークを通じての利用であるため、利用が集中した際に動作が遅くなることや、導入コストが高いこと等が課題となっていた。

(注 5)OS やアプリケーション、データ等が備わっているクライアント端末。シンクライアント(Thin Client)の対義語

VDI や DaaS の課題の解決策として、通常の PC (FAT 端末<sup>注5</sup>)にセキュリティ対策を施し、動作の遅延等をなくす一方で情報漏洩を防ぐセキュア FAT の利用がある。同社の ZENMU Virtual Drive はセキュア FAT 対策として提供されている。

VDI や DaaS ではクライアント PC に内蔵ドライブのないシンクライアントではなく、内蔵ドライブのある通常の PC を使うことも多く、PC に保存された場合のデータの漏洩対策が必要になっていた。これに対し、同社では VDI、DaaS ユーザー向けのオプションサービスとして、クライアント PC に保存されたデータを保護する ZENMU Virtual Drive Limited Edition (以下、ZLE)をユーザー価格ベースで PC1 台当たり月額 500 円(税別)で 25 年 2 月から提供を始めた。

#### ◆ 競合

秘密分散技術を用いた PC の情報漏洩対策ソリューションの提供企業はないと同社では見ている。ZENMU Engine については、同社は様々なユーザーにオープンに提供する方針であるため、ZENMU Engine と同様の技術を新たに開発するよりも、ZENMU Engine を組み込んだ商品やサービスの開発に取り組む方がコスト面で安くなると同社では想定している。

秘密計算ソリューションの提供を行っている企業としては、大手企業では閩値方式の秘密分散技術を用いた日本電信電話(9432 東証プライム)や日本電気(6701 東証プライム)がある。スタートアップ企業では暗号方式による秘密計算ソリューションを提供する EAGLYS(イーグリズ、東京都渋谷区)がある。

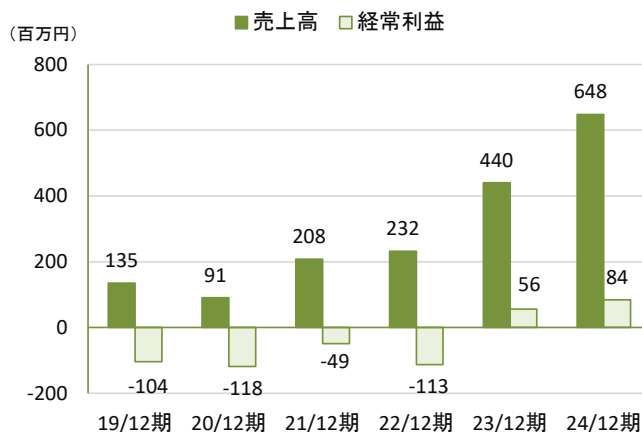
## > 業績

#### ◆ 過去の業績推移

同社は過去 5 期間の業績を開示している(図表 4)。19/12 期から 22/12 期までは、研究開発費、人件費、広告宣伝費等の負担が重く、経常損失を計上した。

23/12 期は、ZENMU Virtual Drive の売上増加により、売上高が 440 百万円(前期比 89.7%増)となり、経常利益は 56 百万円と前期の 113 百万円の経常損失から黒字転換を果たした。

【図表 4】業績推移



(出所)届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 25年12月期会社計画

同社の25/12期計画は、売上高850百万円(前期比31.2%増)、営業利益112百万円(同47.4%増)、経常利益145百万円(同72.6%増)、当期純利益159百万円(同2.0倍)である(図表5)。

【図表 5】25年12月期会社計画

	24/12期		25/12期会社計画		
	金額 (百万円)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)	前期比 (%)
売上高	648	100.0	850	100.0	31.2
売上原価	60	9.3	132	15.5	2.2x
売上総利益	588	90.7	717	84.4	21.9
販売費及び一般管理費	512	79.0	605	71.2	18.2
営業利益	76	11.7	112	13.2	47.4
営業外収支	8	-	33	-	-
経常利益	84	13.0	145	17.1	72.6
当期純利益	78	12.0	159	18.7	2.0x

(注)端数処理の関係で合計と一致しない

(出所)「東京証券取引所グロース市場への上場に伴う当社決算情報等のお知らせ」を基に証券リサーチセンター作成

売上高の内訳は開示されていないが、ZENMU Virtual Driveの伸びによる売上高増加を見込んでいる。25年10月のWindows 10の公式サポート終了に伴いPCの買い替えとセキュリティの見直しが発生すると想定し、ZENMU Virtual Drive関連の売上高が前期比で30%を超える増収となり、売上高全体の78.9%を占めると計画している。

ZENMU Virtual Drive の 25/12 期末のライセンス数は、ZLE を含めサブスクリプション契約が 86,615 台(前期末比 2.2 倍)、保守契約が 77,551 台(同 29.3%増)、合計で 164,166 台(同 65.3%増)を見込んでいる。

売上原価の主要項目は、ZENMU Virtual Drive に関するソフトウェアの減価償却費、ZENMU Virtual Drive のデータ保存のためのクラウドの利用に伴う通信費、秘密分散ビジネスのサポート対応人員や秘密計算ビジネスの受託案件等に従事する人員の労務費である。売上原価は、ZENMU Virtual Drive の売上拡大に伴うクラウド利用の通信費や、サポート人員の労務費の増加により 132 百万円(前期比 2.2 倍)、売上総利益は 717 百万円(同 21.9%増)を見込んでいる。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)の主要項目は、営業部門及び間接部門の人件費、研究開発費、広告宣伝費であり、人件費が 4 割弱を占めている。人件費では秘密分散ビジネスでの営業人員の増加を見込んでいる。研究開発費では秘密計算ビジネス事業化に向けた機能追加や高速化、秘密分散ビジネスでは厚生労働省の中小企業イノベーション創出推進事業(SBIR)として電子カルテの保護等の秘密分散技術の医療分野向けの実証研究等を見込んでいる。広告宣伝費では、ZENMU Virtual Drive の新規顧客開拓のための費用を想定している。以上から、販管費は 605 百万円(前期比 18.2%増)、営業利益は 112 百万円(同 47.4%増)の計画である。

営業外収益は、SBIR 事業に関する補助金収入等により 45 百万円を見込んでいる。営業外費用では、支払利息 2 百万円と上場関連費用 10 百万円を見込んでいる。以上から、経常利益は 145 百万円(前期比 72.6%増)の計画である。特別損益は見込んでおらず、法人税等については、税務上の繰越欠損金に対する繰延税金資産計上を見込み、当期純利益は 159 百万円(同 2.0 倍)の計画である。

#### ◆ 成長戦略

同社は今後の成長戦略として、短期的には、①ZLE も含めた ZENMU Virtual Drive の売上高拡大、②ZENMU Engine を利用した製品やサービス開発と投入を挙げている。特に②についてドローンで撮影した画像の保護等の用途開発を進める考えである。24 年 1 月に ZENMU イノベーションラボを立ち上げ、顧客、スタートアップ企業、大学、研究機関といった外部パートナーと協業し、試作・検証・評価を加速し、早期の市場投入を目指している。また、ZENMU Engine のライセンス提供に留まらず、ZENMU Engine を組み込んだモジュールとしての提供を目指している。

中長期的には、産業技術総合研究所との共同研究を含め、様々な業界での秘密計算ビジネスでの用途開発を進める考えである。



> 経営課題/リスク

◆ ZENMU Engine と秘密計算ビジネスでの用途開発について

同社の当面の成長は、ZENMU Virtual Drive の販売が支えると見られるが、その後の成長を支えるのは、ZENMU Engine を活用した製品・サービスの開発、秘密計算ビジネスでの用途開発になると見られる。これらの製品・サービスの開発と用途開発が想定通りに進まない場合、同社の業績に影響を与える可能性がある。

◆ 情報セキュリティ分野での事業環境や技術の変化について

同社が事業を行う情報セキュリティの分野では、新型コロナウイルスの感染拡大によりリモートワークが普及し、それに対応する情報セキュリティサービスや技術への需要が拡大する等、事業環境と必要とされる技術の変化が大きい。同社がこうした事業環境や技術の変化に対応できない場合、同社の業績に影響を与える可能性がある。

◆ 配当政策について

同社は株主に対する利益還元を経営上の重要な課題と位置付けているが、現状は成長過程にあるとの認識から、当面は内部留保の充実を図り、将来の事業展開及び経営体質強化のための投資等に充当することが、株主に対する利益還元につながると考えている。将来的には財政状態及び経営成績を勘案しながら株主に対して配当による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及び実施時期等については未定としている。

【図表6】財務諸表

損益計算書	2022/12		2023/12		2024/12	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	232	100.0	440	100.0	648	100.0
売上原価	23	9.9	30	6.8	60	9.3
売上総利益	208	89.7	410	93.2	588	90.7
販売費及び一般管理費	332	143.1	363	82.5	512	79.0
営業利益	-124	-	46	10.5	76	11.7
営業外収益	11	-	10	-	10	-
営業外費用	0	-	0	-	2	-
経常利益	-113	-	56	12.7	84	13.0
税引前当期純利益	-115	-	56	12.7	84	13.0
当期純利益	-115	-	72	16.4	78	12.0

貸借対照表	2022/12		2023/12		2024/12	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	120	93.8	536	92.9	603	91.9
現金及び預金	83	64.8	308	53.4	507	77.3
売上債権	28	21.9	214	37.1	74	11.3
棚卸資産	-	-	-	-	2	0.3
固定資産	8	6.3	41	7.1	53	8.1
有形固定資産	1	0.8	2	0.3	2	0.3
無形固定資産	5	3.9	13	2.3	20	3.0
投資その他の資産	1	0.8	25	4.3	30	4.6
総資産	128	100.0	577	100.0	656	100.0
流動負債	259	202.3	402	69.7	407	62.0
買入債務	-	-	-	-	-	-
1年内返済予定の長期借入金	137	107.0	137	23.7	119	18.1
固定負債	25	19.5	18	3.1	11	1.7
長期借入金	25	19.5	18	3.1	11	1.7
純資産	-155	-	156	27.0	237	36.1
自己資本	-155	-	151	26.2	232	35.4

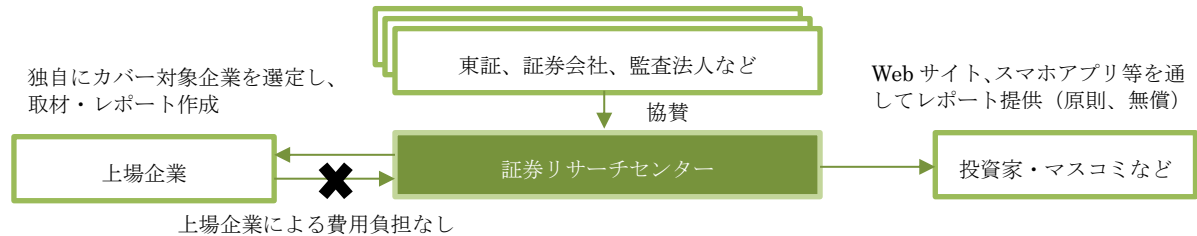
キャッシュ・フロー計算書	2022/12		2023/12		2024/12	
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	51	9	242	15	-21	-22
減価償却費	2	8	-	-	-	-
投資キャッシュ・フロー	-2	-17	-	-	-	-
財務キャッシュ・フロー	-7	232	-	-	-	-
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	41	224	199	507	-	-
現金及び現金同等物の期末残高	83	308	507	-	-	-

(出所)届出目論見書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。