

# ホリスティック企業レポート

S & J

5599 東証グロース

アップデート・レポート

2025年12月26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 20251223

## S&amp;J(5599 東証グロース)

発行日: 2025/12/26

## 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 両サービス売上高の拡大や売上総利益率の上昇により、長期的な増益継続を予想

## &gt; 要旨

**◆ 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、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。
- ・26/3 期中間期(以下、上期)のサービス別売上高構成比は、SOCサービスが76.4%、コンサルティングサービスが23.6%となり、年間契約を基本とするストック売上は売上高の85.8%を占めた。

**◆ 26年3月期上期決算は22%増収、48%営業増益**

- ・26/3 期上期決算は、21.5%増収、47.8%営業増益であった。SOCサービスとコンサルティングサービスの拡大に伴う増収効果により、売上総利益率が前年同期比5.1%ポイント改善した。

**◆ 26年3月期会社計画は従来計画を据え置き**

- ・採用が想定よりも遅れたことから採用費や人件費の支出が計画を下回り、26/3 期上期の営業利益は会社計画を超過したものの、下期には採用関連費用の増加が見込まれるとして、29.7%増収、23.4%営業増益を見込む従来計画を同社は据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、26/3 期上期実績や同社の施策等を踏まえて26/3 期予想を見直し、売上高を2,446百万円→2,386百万円(前期比22.8%増)に下方修正した一方、営業利益を554百万円→570百万円(同35.6%増)に上方修正した。

**◆ 両サービスの拡大等により、27年3月期以降も増益を予想**

- ・当センターでは、SOCサービスの売上高を減額した一方、売上総利益率の想定を引上げたこと等により、27/3 期以降の業績予想も修正した。
- ・SOCサービスとコンサルティングサービスの売上高の拡大や、売上総利益率の上昇等により、27/3 期は前期比19.2%増収、26.3%営業増益、28/3 期は同17.8%増収、23.6%営業増益と予想している。

**【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)
2024/3	1,610	25.7	348	5.1	319	-0.7	218	3.9	42.4	312.4	0.0
2025/3	1,942	20.6	420	20.5	423	32.6	309	41.4	55.0	359.6	0.0
2026/3 CE	2,519	29.7	519	23.4	521	23.1	352	13.9	63.2	-	15.0
2026/3 E	2,386	22.8	570	35.6	575	35.8	395	27.8	70.3	426.8	15.0
2027/3 E	2,844	19.2	720	26.3	728	26.6	495	25.3	88.1	500.0	18.0
2028/3 E	3,350	17.8	890	23.6	898	23.3	612	23.6	108.9	591.1	22.0

(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**

2/17

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) 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 <sup>注 1</sup> 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。

26/3 期中間期 (以下、上期) におけるサービス別売上高構成比は、SOC サービス 76.4%、コンサルティングサービス 23.6% 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、26/3 期上期のストック売上比率は 85.8% 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		25/3期		26/3期上期	
	金額	構成比	金額	構成比	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%	1,441	74.2%	843	76.4%
コンサルティング	357	33.2%	352	27.5%	425	26.4%	500	25.8%	261	23.6%
合計	1,077	100.0%	1,281	100.0%	1,610	100.0%	1,942	100.0%	1,104	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、決算短信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リーサービスである。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。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、顧客の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。

## アップデート・レポート

3/17

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。

#### (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が、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

販売代理店として、海外の高度なセキュリティ製品を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。

## 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<sup>注2</sup>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 日体制で各種セキュリティデ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場合は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。

##### 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<sup>注3</sup>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&J AD 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。

## アップデート・レポート

4/17

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。

(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。

## (2) EDR 監視サービス

### ① KeepEye®運用

独自開発のクラウド型 EDR<sup>注4</sup>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。

Microsoft 製品はサイバーセキュリティ市場の中でも高い成長が見込まれているため、注力分野に位置付けられている。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。25/3 期の Microsoft 製品監視の売上高は、前期の 51 百万円から 117 百万円に増加した。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。25/3 期の自社製品監視の売上高は、前期の 309 百万円から 390 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。

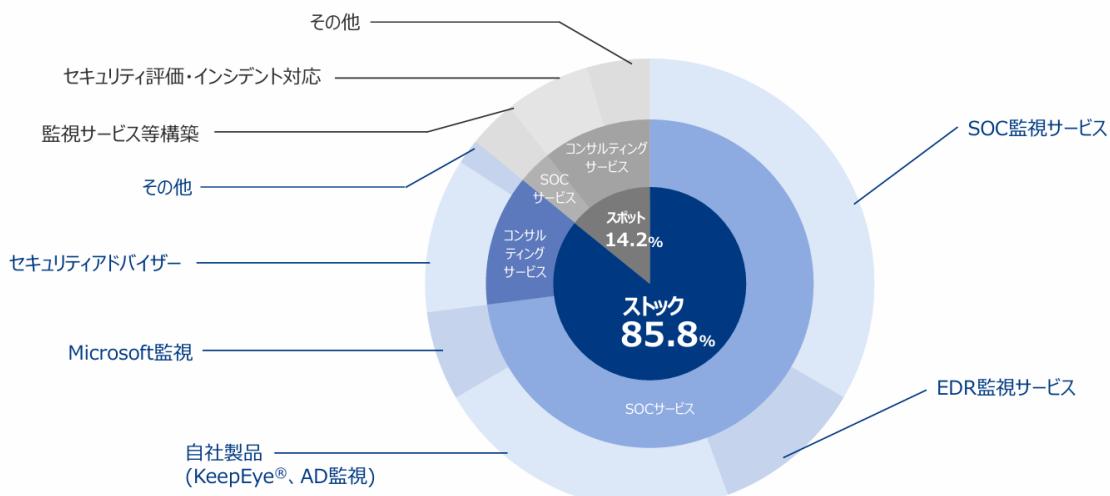
## ◆ SOC サービスはストック売上が中心

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。

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、監視サービスの構築といった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。

売上高構成比では、SOC サービスは大部分がストック売上となっている一方、コンサルティングサービスはストック売上とスポット売上が同程度となっている（図表 2）。

【 図表 2 】26年3月期上期のサービス別売上高構成



(注) ストック売上のその他はセキュリティプロダクト。スポット売上のその他は脆弱性診断やメールセキュリティ  
(出所) 決算説明資料

### ◆ 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）グループの中核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 東証プライム）が挙げられる。直販先としては、SMB C 日興証券傘下の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）、一般財團法人東北電気保安協会（仙台市太白区）、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、24/3期が 30.8%、14.4%、14.0%、25/3期が 27.5%、14.7%、13.6%であり、当該 3 社に対する依存度が高い状態にある（図表 3）。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、両社と同社の間での契約変更リスクと、両社とエンドユーザーとの関係悪化リスクの観点から注意が必要である。

【 図表 3 】相手先別売上高の推移

相手先	22/3期		23/3期		24/3期		25/3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 (%)
マクニカ	384	35.7	466	36.4	495	30.8	534	27.5
日興システムソリューションズ	141	13.1	170	13.3	231	14.4	285	14.7
ソフトクリエイト	—	—	170	13.3	225	14.0	263	13.6

(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

## > ビジネスマodel

(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<sup>注5</sup>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、25/3 期末時点の ARR は 1,802 百万円と、前期末時点に比べて 19.9%増加した(図表 4)。25/3 期のストック売上は 1,664 百万円となり、ストック売上比率は前期比 2.7%ポイント上昇の 85.7%となった。

【 図表 4 】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	25/3期
売上高		830	1,077	1,281	1,610	1,942
	ストック売上	631	807	1,031	1,336	1,664
	スポット売上	199	270	249	273	278
営業利益		109	251	331	348	420
営業利益率		13.2%	23.4%	25.9%	21.7%	21.6%
ARR		756	870	1,231	1,504	1,802
ストック売上比率		76.0%	74.9%	80.5%	83.0%	85.7%

(注) ストック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

一方、収益性の経営指標として、営業利益率を重視している。增收効果により、営業利益率は、21/3 期の 13.2%から 23/3 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。

### ◆ 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(25/3 期は 48.7%)。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 19.7%、派遣社員を派遣する人材会社に支払う派遣料が 11.3%、外注先の協力会社に支払う外注費が 7.4%であった。また、クラウドサービスに係る通信費や減価償却費等が含まれる、その他の経費の売上高に対する比率は 12.7%であった。

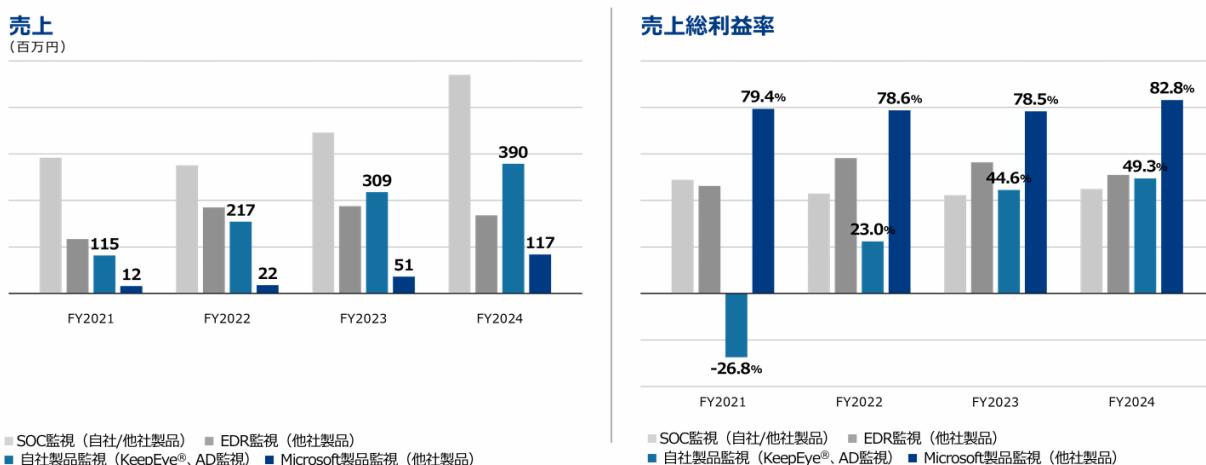
同社は、注力サービスである自社製品監視と Microsoft 製品監視については、売上高と売上総利益率の推移を開示している。自社製品監視については、開発コストが嵩んだ 22/3 期は赤字であったが、売上高の拡大により、25/3 期の売上総利益率は 49.3%に上昇した(図表 5)。Microsoft 製品監視の売上総利益率については、開発コストが掛からないことから、22/3 期以降、80%前後と高水準で推移している。

## アップデート・レポート

7/17

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。

## 【図表5】自社製品監視とMicrosoft製品監視の売上高と売上総利益率の推移



(出所) 決算説明資料

25/3期の販売費及び一般管理費（以下、販管費）は525百万円であり、販管費率は27.0%に抑えられている。内訳としては、給料及び手当が164百万円、役員報酬が88百万円、減価償却費が27百万円であり、固定費が中心と推測される。

良好な売上総利益率を背景に、25/3期の営業利益率は21.6%と高い水準を確保している。

なお、25/3期末の受注残高は、売上高の59.3%に相当する1,151百万円に達しているが、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。25/3期末の受注残高に占める、1年超の契約の割合は14.7%であった（図表6）。

## 【図表6】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		25/3期末	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
1年以内	772,826	79.8%	997,263	88.4%	982,464	85.3%
1年超2年以内	73,166	7.6%	54,927	4.9%	94,082	8.2%
2年超3年以内	46,797	4.8%	45,147	4.0%	70,584	6.1%
3年超	75,189	7.8%	30,240	2.7%	4,200	0.4%
合計	967,978	100.0%	1,127,577	100.0%	1,151,331	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

25/3期末における自己資本比率は74.1%と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20.6%にあたる556百万円に達している。過去の利益蓄積に伴う利益剰余金（1,041百万円）や、上場時の公募増資等による資本金及び資本剰余

## アップデート・レポート

8/17

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。

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73.8%にあたる1,997百万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。

#### ◆ 高い営業利益率を背景に資産利益率は良好な水準を確保

25/3期において、同社の総資産回転率は0.8回であり、資産効率が高いとは言えないが、営業利益率の高さを背景に、自己資本利益率（16.4%）や総資産経常利益率（16.4%）は良好な水準を確保している。

### > 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"> <li>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</li> <li>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</li> <li>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</li> <li>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</li> <li>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</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業規模が小さいこと</li> <li>一般的な知名度が低いこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> <li>グローバル対応の推進による海外売上高の拡大</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>技術革新や新たなサイバー攻撃への対応が遅れること</li> <li>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</li> <li>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</li> </ul>

（出所）証券リサーチセンター

### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は開発運用力と豊富な経験・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、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8）。

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や受注残高も拡大を続けているほか、解約率は低い水準を維持している。

## 【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	・セキュリティ感度が高い大企業から中小企業までサービスを提供している	・顧客数	非開示
		・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、エンジニア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	・マクニカの売上高構成比	27.5%
			・NKSOLの売上高構成比	14.7%
	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	・ソフトクリエイトの売上高構成比	13.6%
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 Enterprise Immune System等のライセンス販売を行っている	・会社設立からの経年数	17年（25年7月時点）	17.5年（25年12月時点）
		・SOCサービスの提供開始からの経年数	10.5年（25年7月時点）	11年（25年12月時点）
		・上場からの経年数	1.5年（25年7月時点）	2年（25年12月時点）
組織資本	プロセス	・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	1,802百万円
			・営業利益率	21.6%
			・ストック売上比率	85.7%
			・解約率（期末時点の過去12か月の月次平均）	0.6%
		・SOCサービス売上高	1,441百万円	843百万円
	・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 ・契約の多くが1年分前払いの年間契約であるため、契約負債が高水準となっているほか、受注残高には1年を超える契約分も含まれている	・コンサルティングサービス売上高	500百万円	261百万円
		・契約負債	556百万円	639百万円
		・契約負債の負債純資産構成比	20.6%	21.1%
		・受注残高	1,151百万円	
		・うち1年超	168百万円	
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て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（KeepEye®とAD監視）の売上	390百万円	
		・同売上総利益率	49.3%	
		・Microsoft製品監視の売上高	117百万円	
		・同売上総利益率	82.8%	
人的資本	経営陣	・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	17年（25年7月時点）
				17.5年（25年12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%）	1,570,000株（27.9%）
	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	・従業員数	63名
		・インセンティブ制度	・臨時雇用者数	19名
			・平均年齢（従業員）	40.7歳
			・ストックオプション	445,200株（7.9%）

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 25/3 期または 25/3 期末、今回は 26/3 期上期または 26/3 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) 有価証券報告書、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

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。

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います。KDDI（9433 東証プライム）によって25年1月に買収された、サイバーセキュリティの老舗企業であるラック（東京都千代田区）の前身企業に当たる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、業

## アップデート・レポート

10/17

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。

務執行に携わる取締役 4 名中 3 名が同社に入社する前にラックで勤務する等、業界において長年の経験を積んでいる。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証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えている。

## > 決算概要

### ◆ 26年3月期上期決算は22%増収、48%営業増益

26/3期上期決算は、売上高 1,104 百万円(前年同期比 21.5%増)、営業利益 278 百万円(同 47.8%増)、経常利益 280 百万円(同 48.2%増)、中間純利益 193 百万円(同 48.9%増)となった(図表 9)。

【図表9】26年3月期上期の業績

(単位:百万円)

	内訳	25/3期					26/3期			増減率
		上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	
売上高		908	471	563	1,034	1,942	537	566	1,104	21.5%
	SOCサービス	698	357	385	743	1,441	413	430	843	20.8%
	コンサルティングサービス	210	113	177	290	500	124	136	261	24.0%
	ストック売上	805	417	441	859	1,664	463	483	947	17.7%
	スポット売上	103	53	121	174	278	73	83	156	51.5%
売上原価		473	251	272	523	996	248	270	519	9.7%
売上総利益		435	219	290	510	946	288	296	584	34.3%
売上総利益率		47.9%	46.6%	51.6%	49.4%	48.7%	53.8%	52.2%	53.0%	-
販売費及び一般管理費		247	138	139	278	525	161	144	306	24.0%
販管費率		27.2%	29.4%	24.9%	26.9%	27.0%	30.1%	25.5%	27.8%	-
営業利益	給料及び手当	72	-	-	91	164	-	-	101	39.8%
	役員報酬	42	-	-	45	88	-	-	49	14.6%
営業利益		188	81	150	232	420	127	151	278	47.8%
	営業利益率	20.7%	17.3%	26.8%	22.4%	21.6%	23.6%	26.7%	25.2%	-
経常利益		189	80	153	234	423	127	153	280	48.2%
経常利益率		20.8%	17.1%	27.2%	22.6%	21.8%	23.6%	27.1%	25.4%	-
当期(四半期) 純利益		129	56	122	179	309	87	105	193	48.9%

(注) 25/3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、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

サービス別売上高については、SOC は、KeepEye®等の自社製品監視や Microsoft 製品監視等の新規顧客への拡販により、前年同期比 20.8% 増加した。一部顧客で解約が発生した SOC 監視や EDR 監視の増収率は相対的に低かった模様である。

一方、コンサルティングは、セキュリティインシデント対応支援やセキュリティ評価支援等の拡大により、前年同期比 24.0% 増加した。

## アップデート・レポート

11/17

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。

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、前年同期の 805 百万円から 947 百万円へと増加した。一方、スポット売上は、セキュリティインシデント対応支援の拡大等により、前年同期の 103 百万円から 156 百万円へと、大幅に増加した。結果、ストック売上比率は、前年同期の 88.6%から 85.8%に低下した。

売上総利益率は、SOC サービスとコンサルティングサービスの増収効果により、前年同期比 5.1%ポイント改善の 53.0%となった。24 年 8 月の本社移転に伴い、売上原価に計上された減価償却費や地代家賃が大幅に増加したものの、増収率が正社員技術者数の増加率を上回ったため、売上高労務費率が低下したと見られる。ちなみに、労務費の対象となる正社員技術者数は、前年同期末の 43 名から 26/3 期上期末には 49 名に增加了。

販管費は前年同期比 59 百万円増の 306 百万円となった。26/3 期上期末の営業及び管理部門の従業員数が前年同期末の 20 名から 24 名に增加了ことや、従来、売上原価の労務費に計上されていた管理職の人事費が販管費に計上されたこと等から、給料及び手当が同 28 百万円增加了。また、本社移転に伴い、販管費においても減価償却費や地代家賃等が增加了。

受取利息の増加や、受取手数料の計上により、営業外収益は前期の 848 千円から 2,640 千円に增加了。

KPI 等の経営指標については、26/3 期上期末時点の ARR は 1,967 百万円、前年同期末時点に比べて 21.7%增加了。また、解約率は 0.8%であった。

◆ 売上高は計画並みだった一方、営業利益は計画を大きく超過した  
期初計画に対する 26/3 期上期実績の達成率は、売上高 100.9%、営業利益 260.2%であった。サービス別売上高では、SOC サービスが計画を下回ったものの、インシデント対応支援や脆弱性診断等が想定を上回ったコンサルティングが計画を超過した。一方、費用については、採用が想定よりも遅れたため、採用費や人件費が計画を下回った。

なお、同社は、26/3 期末において、正社員技術者数を前期末比 17 名増の 57 名、営業及び管理部門の従業員数を同 4 名増の 27 名と計画している。

#### ◆ 契約負債等の増加により自己資本比率は低下

26/3 期上期末の総資産は、有形固定資産（前期末比 39 百万円減）が

減少したものの、現金及び預金（同 389 百万円増）が増加したため、前期末の 2,705 百万円から 3,028 百万円に増加した。

調達サイドでは、ストック収益の拡大に伴い、契約負債（前期末比 83 百万円増）が大幅に増加したほか、未払消費税等（同 43 百万円増）や未払法人税等（同 21 百万円増）なども増加したため、負債合計は前期末比 161 百万円増加した。一方、利益蓄積に伴い、自己資本は同 161 百万円増加した。負債の増加率が自己資本の増加率を上回ったため、自己資本比率は 25/3 期末の 74.1% から 71.5% に低下した。

## > 業績見通し

### ◆ S & J の 26 年 3 月期計画

26/3 期上期の営業利益は、想定よりも採用が遅れた結果、採用費や人件費の支出が抑えられ会社計画を超過したものの、下期には採用関連費用の増加が見込まれるとして、29.7% 増収、23.4% 営業増益を見込む従来計画を同社は据え置いた。

26/3 期の会社計画は、売上高 2,519 百万円（前期比 29.7% 増）、営業利益 519 百万円（同 23.4% 増）、経常利益 521 百万円（同 23.1% 増）、当期純利益 352 百万円（同 13.9% 増）である（図表 10）。サービス別売上高については、SOC は 1,927 百万円（同 33.7% 増）、コンサルティングは 591 百万円（同 18.1% 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公表されていない。

【図表 10】S & J の過去の業績と 26 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	26/3期	
		通期	通期	通期	通期	通期	増減率
売上高		1,077	1,281	1,610	1,942	2,519	29.7%
	SOC	720	928	1,185	1,441	1,927	33.7%
	コンサルティング	357	352	425	500	591	18.1%
売上総利益		483	627	781	946	—	—
売上総利益率		44.9%	49.0%	48.5%	48.7%	—	—
販売費及び一般管理費		231	295	432	525	—	—
販管費率		21.5%	23.1%	26.9%	27.0%	—	—
営業利益		251	331	348	420	519	23.4%
営業利益率		23.4%	25.9%	21.7%	21.6%	20.6%	—
経常利益		249	321	319	423	521	23.1%
経常利益率		23.2%	25.1%	19.8%	21.8%	20.7%	—
当期純利益		223	210	218	309	352	13.9%

(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

24 年 5 月に公表された中期経営計画においては、売上高 2,519 百万円（うち、SOC 1,968 百万円、コンサルティング 550 百万円）、営業利益 562 百万円であった。売上高については、25/3 期実績を踏まえ、

SOC の売上高は下方修正されたものの、教育支援ビジネスの強化等に伴い、コンサルティングの売上高が上方修正されたため、全体では据え置かれた。営業利益については、将来を見据えて、AI 研究費用を新たに計上するため、43 百万円の下方修正となった。

### ◆ 28 年 3 月期に売上高 40.1 億円、営業利益 9.6 億円を目指す

同社は、28/3 期を最終年度とする 3 カ年の中期経営計画を 25 年 5 月に公表しているが、今回、27/3 期及び 28/3 期についても計画を据え置いた。28/3 期計画は、売上高 4,012 百万円、営業利益 962 百万円である (図表 11)。

【 図表 11 】 S &amp; J の中期経営計画

(単位 : 百万円)

	内訳	25/3期		26/3期		27/3期		28/3期	
		計画	実績	旧計画	新計画	旧計画	新計画	計画	25/3期比 年平均増減率
売上高		2,013	1,942	2,519	2,519	3,168	3,178	4,012	27.3%
SOC		1,533	1,441	1,968	1,927	2,487	2,439	3,132	29.5%
コンサルティング		480	500	550	591	680	739	880	20.7%
ストック売上		1,780	1,664	2,261	2,143	2,834	2,748	3,505	28.2%
スポット売上		233	278	257	375	333	430	506	22.1%
営業利益		403	420	562	519	751	754	962	31.8%
営業利益率		20.0%	21.6%	22.3%	20.6%	23.7%	23.7%	24.0%	—
経常利益		403	423	562	521	751	754	962	31.5%
経常利益率		20.0%	21.8%	22.3%	20.7%	23.7%	23.7%	24.0%	—
当期純利益		271	309	382	352	511	510	652	28.2%
自社製品監視売上高		368	390	445	563	531	734	961	35.1%
同売上総利益率		45.0%	49.3%	48.0%	—	45.0%	—	—	—
Microsoft製品監視売上高		231	117	464	288	774	558	823	91.6%
同売上総利益率		75.0%	82.8%	74.0%	—	70.0%	—	—	—
ARR		2,092	1,802	2,627	2,562	3,316	3,092	3,951	29.9%
ストック売上比率		88.4%	85.7%	89.8%	85.1%	89.5%	86.5%	87.4%	—
従業員数		72	63	91	84	110	104	132	28.0%
技術系		49	40	62	57	78	71	91	31.5%
その他		23	23	29	27	32	33	41	21.3%

(注) 25/3 期計画、26/3 期及び 27/3 期の旧計画は 24 年 5 月に、新計画と 28/3 期計画は 25 年 5 月に公表

(出所) 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 26 年 3 月期予想

当センターは、26/3 期上期実績や同社の施策等を踏まえて 26/3 期予想を見直した結果、売上高を 2,446 百万円→2,386 百万円、営業利益を 554 百万円→570 百万円、経常利益を 558 百万円→575 百万円、当期純利益を 378 百万円→395 百万円に修正した (図表 12)。前期比では、SOC 及びコンサルティングの両サービスの売上拡大と、增收効果等による売上総利益率の改善により、22.8%増収、35.6%営業増益と予想した。

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、SOC は、26/3 期上期実績が想定を下回ったことや、SOC の大部分が含まれる ARR の 26/3 期上期末実績も想定を下回ったことから、80 百万円減額した。コンサルティングは、26/3 期上期実績が想定をやや上回ったため、インシデント対応支援を中心に 20 百万円増額した。

SOC の内訳では、好調が継続している KeepEye® 等の自社製品監視をやや増額した一方、会社計画ほどには伸びていないと見られる Microsoft 製品監視を減額した。

【 図表 12 】中期業績予想

(単位：百万円)

	25/3期	26/3期CE	旧26/3期E	26/3期E	旧27/3期E	27/3期E	旧28/3期E	28/3期E
売上高	1,942	2,519	2,446	2,386	2,884	2,844	3,370	3,350
前期比	20.6%	29.7%	25.9%	22.8%	17.9%	19.2%	16.9%	17.8%
サービス別	-	-	-	-	-	-	-	-
SOC	1,441	1,927	1,851	1,771	2,204	2,124	2,610	2,530
コンサルティング	500	591	595	615	680	720	760	820
売上総利益	946	-	1,204	1,238	1,429	1,502	1,686	1,812
売上総利益率	48.7%	-	49.2%	51.9%	49.6%	52.8%	50.0%	54.1%
販売費及び一般管理費	525	-	650	668	740	782	844	922
販管費率	27.0%	-	26.6%	28.0%	25.7%	27.5%	25.0%	27.5%
営業利益	420	519	554	570	689	720	842	890
前期比	20.5%	23.4%	31.8%	35.6%	24.4%	26.3%	22.2%	23.6%
営業利益率	21.6%	20.6%	22.7%	23.9%	23.9%	25.3%	25.0%	26.6%
経常利益	423	521	558	575	693	728	846	898
前期比	32.6%	23.1%	31.8%	35.8%	24.2%	26.6%	22.1%	23.3%
経常利益率	21.8%	20.7%	22.8%	24.1%	24.0%	25.6%	25.1%	26.8%
当期純利益	309	352	378	395	470	495	575	612
前期比	41.4%	13.9%	22.3%	27.8%	24.3%	25.3%	22.3%	23.6%

(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、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率は、26/3 期上期実績が想定を大きく上回ったため、前回予想の 49.2% から 51.9% に引上げた。前期比では、增收効果による自社製品監視の利益率の上昇等を見込み、前期比 3.2% ポイントの上昇を予想した。販管費については、26/3 期上期実績が想定をやや上回ったことや、下期における採用費等の費用の想定を引き上げたことから、18 百万円増額した。

## > 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、26/3 期上期実績や同社の施策等を踏まえて、27/3 期以降の業績予想も修正した。

27/3期は、売上高を40百万円減額した一方、営業利益を31百万円増額した。SOC及びコンサルティングの両サービスの売上拡大と、增收効果等による売上総利益率の改善により、19.2%增收、26.3%営業増益と予想した。

サービス別売上高については、26/3期の見直しと同じ理由により、SOCを80百万円減額した一方、コンサルティングを40百万円増額した。

SOCの内訳では、26/3期の見直しと同じ理由により、Microsoft製品監視を減額した。但し、前期比ではMicrosoft製品監視の大幅増加を予想している。

売上総利益率予想については、前回予想の49.6%から52.8%に引上げた。前期比では、高利益率を誇るMicrosoft製品監視の売上高構成比の上昇や、增收効果による自社製品監視の利益率の上昇等を見込み、前期比0.9%ポイントの上昇を予想した。販管費については、採用費や人件費等の想定を引き上げたため、42百万円増額した。

28/3期は、売上高を20百万円減額した一方、営業利益を48百万円増額した。SOC及びコンサルティングの両サービスの売上拡大と、增收効果等による利益率の改善により、17.8%增收、23.6%営業増益と予想した。

サービス別売上高については、SOCを80百万円減額した一方、コンサルティングを60百万円増額した。

SOCの内訳では、Microsoft製品監視を減額した。但し、前期比ではMicrosoft製品監視の大幅増加を予想している。

売上総利益率予想については、前回予想の50.0%から54.1%に引上げた。前期比では、高利益率を誇るMicrosoft製品監視の売上高構成比の上昇や、增收効果による自社製品監視の利益率の上昇等を見込み、前期比1.3%ポイントの上昇を予想した。販管費については、採用費や人件費等の想定を引き上げたため、78百万円増額した。

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なかつたが、株主への安定的かつ継続的な利益還元を実施する基盤が整ったと判断し、26/3期については1株当たり15.0円の配当を実施すると公表した。配当性向の目安は20%以上に設定されている。

こうした同社の方針等を踏まえ、当センターでは配当金については、

#### アップデート・レポート

16/17

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。

26/3 期は 15.0 円（配当性向 21.1%）、27/3 期は 18.0 円（同 20.2%）、  
28/3 期は 22.0 円（同 20.0%）と予想した。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 当面は無配が続く可能性を留意点から削除する

当センターでは、前回のレポートで、1) 技術革新に伴うリスク、2) 新規契約の獲得と既存契約の更新に伴うリスク、3) 特定の販売代理店への依存、4) 25/3 期末時点で 27.71%という流通株式比率の低さ、5) 大株主の株式売却リスク、6) 当面は無配が続く可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

同社は、26/3 期については初めての配当を計画し、27/3 期以降についても 20%以上の配当性向を目安に配当する方針を示したため、当面は無配が続く可能性を留意点から削除する。

同社は、ストック売上比率が高い一方、解約率が低いため、売上高の安定度は高い。しかし、新規契約の獲得が計画通りに進まなければ、売上高が会社計画に達しない可能性はあり、実際、25/3 期の売上高は計画を下回った。当センターでは、今回、26/3 期上期のストック売上の拡大ペースと 26/3 期上期末の ARR の水準を踏まえ、26/3 期の売上高については会社計画を 133 百万円下回る 2,386 百万円と予想した。

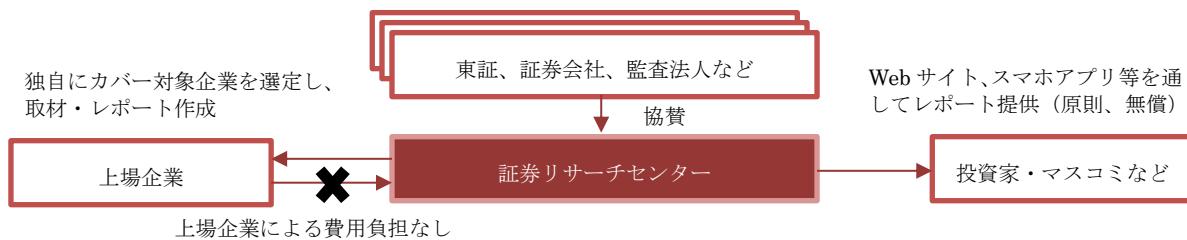
一方、同社のコスト計画は保守的と考えられるため、26/3 期の営業利益率は同社の計画（20.6%）を上回る 23.9%と予想しており、営業利益については、会社計画を 51 百万円上回る 570 百万円と予想した。

結果として、新規契約の獲得が会社想定ほど進まないと想定しているものの、当センターでは営業利益の高い成長を見込んでいる。しかし、新規契約の獲得は同社の成長力を左右する重要な要因であるため、ARR に反映される新規契約の獲得状況に引き続き注視すべきと考えている。

## 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・対話ガイド」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	有限責任あづさ監査法人	株式会社 I CMG
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ます。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。
- ・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。