

サイバーセキュリティクラウド（東証グロース-4493）

～ 2Qは23%営業増益、クラウド型WAF鈍化も一時的要因の影響大 ～

投資評価

前回 今回
1 → 1
2024/5/17 Buy

アナリスト
岩元 泰晶

要旨・投資のポイント

＜2Qは23%営業増益、クラウド型WAF鈍化も一時的要因影響大＞

- 投資評価「1 (Buy)」を継続。目標株価は3,520円を据え置く。TIW業績予想は前回に同じ。同目標株価は5期予想を用いたDCF法により算出（P.4下段表を参照）。株主資本コスト6.1%、永久成長率1%等を前提とした。5期予想では、売上高CAGR（年平均成長率）23%超並びに28/12期営業利益率の27%超水準への到達を見込む（23/12期実績は17.9%）。
- 2Q（4～6月）の連結業績は、売上高889百万円（前年同期比21%増）、営業利益174百万円（同23%増）。ARR（既存顧客から毎月継続的に得られる収益の年換算値）は3,490百万円（同21%増）だった。1Q対比では、主力のクラウド型WAF「攻撃遮断くん」及び「WafCharm」が鈍化。営業人員の離職や大口解約といった一時的要因が影響した。
- 24/12期TIW業績予想は、売上高3,941百万円（前期比29%増）、営業利益786百万円（同43%増）。従来サービスの続伸に加え、新規プロダクト「CloudFastener」の上乗せも寄与しよう。25/12期は、27%増収、42%営業増益を見込む。

＜クラウド型WAFのwebセキュリティに加え新プロダクトでも攻勢＞

- ハッカー攻撃を防ぐWebセキュリティ事業を展開。Webアプリ層へのサイバー攻撃からサーバを守るクラウド型WAFを主とするサービスを提供。サイバー攻撃に関する大量データを保有、解析ノウハウに長ける。WAFにとどまらず、新プロダクトやグローバル市場開拓で一段の成長を目指す意向。

主要指標

4493

(2024年8月15日現在)

株価	1,891 円
時価総額	179 億円
予想PER (24/12期)	32.7 倍
予想PER (25/12期)	23.1 倍
実績PBR	12.20 倍
予想配当	0.0 円
予想配当利回り	0.00 %
配当性向	0.0 %
予想ROE	26.06 %
予想DOE	0.00 %

発行済株式数	9,451 千株
売買単位	100 株

(注1) 予想はTIW.

(注2) DOEは株主資本配当率(配当性向 * ROE)

業績推移

4493

単位: 百万円、円、%

連結通期	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	DPS
2022/12	2,275	na	385	na	395	na	306	na	32.6	0.0
2023/12	3,060	na	549	na	559	na	427	na	45.3	0.0
2024/12 会社予	3,800~4,000	24.2~30.7	650~750	18.2~36.4	650~750	16.1~34.0	450~520	5.6~21.8	47.72~55.06	0.0
TIW予	3,941	29	786	43	787	41	546	28	57.8	0.0
2025/12 TIW予	4,992	27	1,114	42	1,115	42	774	42	81.9	0.0
2026/12 TIW予	6,165	23	1,495	34	1,496	34	1,038	34	109.8	0.0
2024/12 コンセンサス予想	3,941	29	786	43	787	41	546	28	57.8	0.0
2025/12 コンセンサス予想	4,992	27	1,114	42	1,115	42	774	42	81.9	0.0
2026/12 コンセンサス予想	6,165	23	1,495	34	1,496	34	1,038	34	109.8	0.0

出所: 会社データ、TIW、アイフイスジャパン 注: TIWの予想EPSは発行済株式数(自社株を含む)で計算

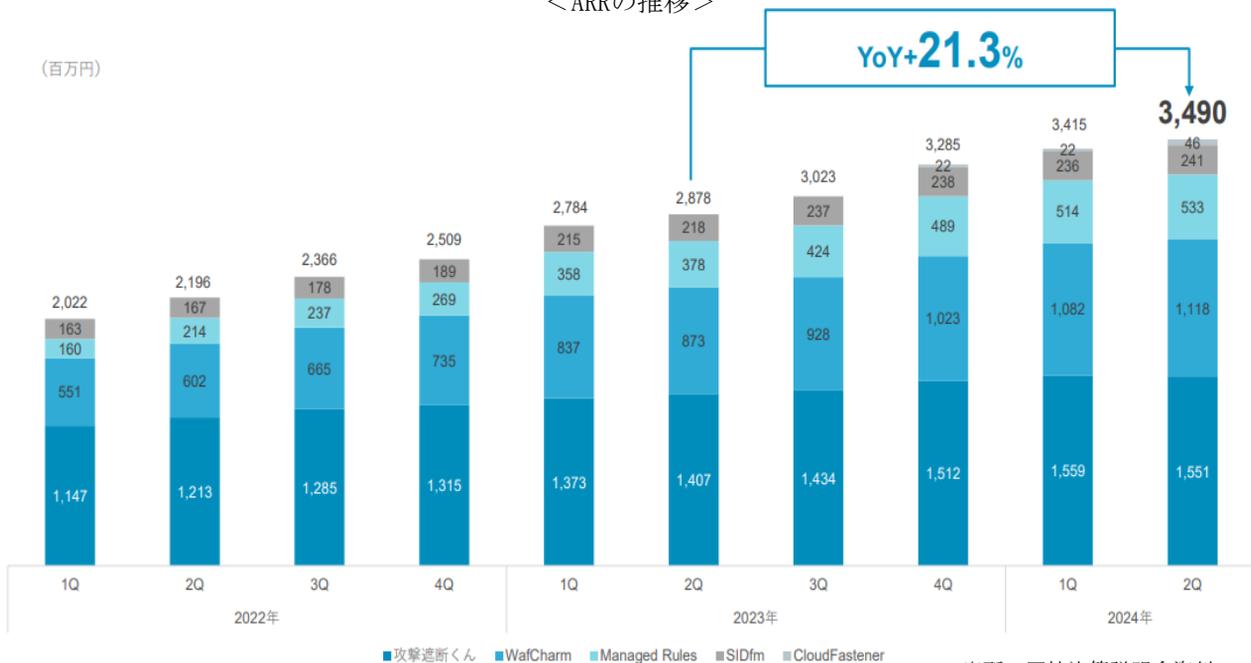
※ 2022/12期は単独決算

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

24/12期2Qは21%増収、23%
営業増益

- 24/12期上期（1～6月）の連結業績は、売上高1,843百万円（前年同期比27%増）、営業利益489百万円（同61%増）となった。「攻撃遮断くん」や「WafCharm」をはじめとする各プロダクトのユーザー数増が押し上げに寄与。組織拡大に伴う人件費増等をこなした。2Q（4～6月）では、売上高889百万円（同21%増）、営業利益174百万円（同23%増）。ARR（Annual Recurring Revenue：既存顧客から毎月継続的に得られる収益の年換算値）は3,490百万円（同21%増）だった（下図参照）。

<ARRの推移>



出所：同社決算説明会資料

主力のクラウド型WAFの鈍化は、
一時的要因による影響大

- 1Q対比では、主力のクラウド型WAF「攻撃遮断くん」及び「WafCharm」が鈍化。営業人員の離職や大口解約が影響した。これらはいずれも一時的要因。決算説明会では、会社側から「プロダクトが確り受け入れられていることから、人的リソースの配分適正化により、3Q以降は復調が可能」との見方が示された。

「CloudFastener」の富士ソフト
ブランドとして発売が始動

- 「CloudFastener」の「富士ソフト（東証プライム-9749）」ブランドとしての発売が始動。25/12期売上高目標50億円の達成のピースとして、一段の貢献が期待できる。開発・販売両面で富士ソフトと連携、富士ソフトの独自ブランド「FujiFastener」を6月にリリース。富士ソフトの広範な顧客ネットワークを活用できることから、一層の拡販が見込めよう。

24/12期通期の会社予想は据
え置き

- 24/12期通期の会社予想は、据え置かれた。同予想は、売上高3,800～4,000百万円（前期比24.2～30.7%）、営業利益650～750百万円（同18.2～36.4%）。新プロダクト「CloudFastener」やグローバル市場開拓の行方を正確に見通すことが困難であるとし、特定値ではなくレンジ予想が示されている。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

24/12期TIW予想は29%増収、43%営業増益

- TIWでは24/12期の連結業績を、売上高3,941百万円（同29%増）、営業利益786百万円（同43%増）と予想する。人件費並びに諸経費の増加があるなか、増収効果が大きく利益を押し上げよう。当期4QのARRを4,272百万円と想定。新規ユーザーの獲得に加え、クロスセルも奏功するとみられる。主要プロダクトが続伸。「パートナー（代理店）販売」の拡充をテコに「SIDfm」が伸長するほか「CloudFastener」の上乗せも寄与するとみられる。

25/12期は27%増収、42%営業増益へ

- 25/12期TIW予想は、売上高4,992百万円（同27%増）、営業利益1,114百万円（同42%増）。4QのARRは5,377百万円を見込む。利用企業数並びにユーザー数の拡大、及び各種サービス価格の遡増が収益を押し上げよう。各種プロダクトのアップデートが貢献、「CloudFastener」も一段と伸長するものとみられる。

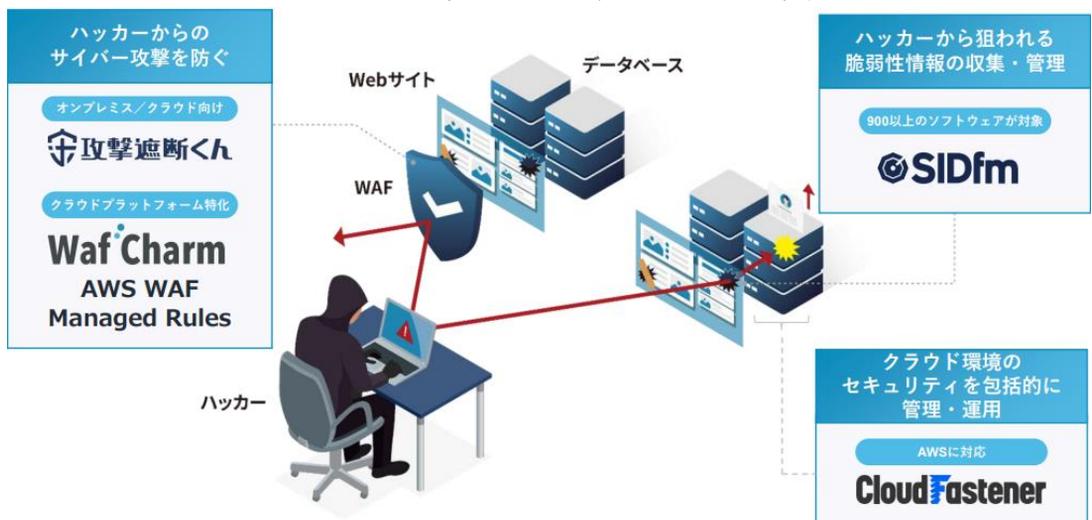
25/12期収益目標は、売上高50億円、営業利益10億円

- 2021年12月に「2025年に向けた成長戦略」を公表。“日本発のグローバルセキュリティメーカーとして世界中で信頼されるサービスを提供する”ことを謳った。その実現に向けた目標として、①「Webセキュリティ」分野における国内トップ企業へ、②売上高50億円、営業利益10億円を目指す、③海外売上高比率を10%に引き上げる、を掲げた。

パートナー支援の強化や「WafCharm」のグローバル化等の重点施策を推進

- 上述の目標を達成するための重点施策として、①パートナー（販売代理店）支援の強化、②「WafCharm」のグローバル展開、③サービスラインナップの増強、を推進。①では「攻撃遮断くん」「WafCharm」の2製品に加え、新たに「SIDfm」においてパートナー販売を開始。さらには、国内で進めてきた販売パートナーとの協業を、今後グローバルに展開して行く方針。②では「AWSのコミュニティ内での認知向上」に向け、「AWS Marketplace（AWSが提供するオンラインソフトウェアストア）」を通じた販売を強化して行くとしている。

< Webセキュリティにおける同社プロダクトの役割 >



出所：同社決算説明会資料

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

クラウド型WAFを主にWebセキュリティ事業を展開、「攻撃遮断くん」は国内シェアNo.1

WAF関連プロダクト各種に加え、脆弱性管理ツールをラインナップ、MSS分野にも参入

- 同社は、ハッカーからの攻撃を防ぐWebセキュリティ事業を展開。Webアプリケーション層へのサイバー攻撃からサーバを守るクラウド型WAF（Web Application Firewall：Webアプリケーションへの不正アクセスを防ぐセキュリティシステム）をはじめとするWebセキュリティサービスを提供している（前ページ図参照）。サイバー攻撃に関する大量なデータを保有、その解析ノウハウに長ける。主要プロダクトである「攻撃遮断くん」は国内シェアNo.1を誇る。同社プロダクトはSaaS形態で提供、サービス利用料を原則サブスクリプション（月額課金）方式により受領している。
- 2013年12月に現在主力のクラウド型WAF「攻撃遮断くん」の提供を開始。その後、同じくWAF関連プロダクトである「WafCharm」、「AWS WAF Managed Rules」を断続的にリリース。2020年12月に「(株)ソフテック」を子会社化し（2022年4月1日付で吸収合併）、脆弱性管理ツール「SIDfm」をラインナップした。2023年10月には、「日本企業におけるセキュリティ人材の不足」という社会課題に取り組むべく、AWSの各種セキュリティサービスを包括的に管理・運用する「CloudFastener」の提供を開始。新たにMSS（Managed Security Service：サイバーセキュリティ維持のための管理・運用を受託するサービス）分野への参入を果たした。

【株価バリュエーション：DCF（ディスカウントキャッシュフロー）法】
サイバーセキュリティクラウド（4493）

損益計算書、FCF		23/12	24/12予	25/12予	26/12予	27/12予	28/12予	29/12～予
売上高	百万円	3,060	3,941	4,992	6,165	7,468	8,907	-
営業利益	百万円	549	786	1,114	1,495	1,934	2,432	-
経常利益	百万円	559	787	1,115	1,496	1,935	2,433	-
税引前純利益	百万円	559	787	1,115	1,496	1,935	2,433	-
純利益	百万円	427	546	774	1,038	1,343	1,689	-
FCF（フリーキャッシュフロー）	百万円	472	540	772	1,047	1,357	1,708	36,727
FCF現在価値	百万円	-	511	691	887	1,087	1,295	27,840

DCF法による株式価値算出

FCF現在価値計	百万円	32,310
+ 現預金	百万円	1,755
- 有利子負債	百万円	-184
FCF評価による価値	百万円	33,880
目標株価（1株当たり価値）	円	3,520

DCF法の前提条件

株主資本コスト	%	6.14
有利子負債コスト	%	2.00
税引後WACC	%	5.70
永久成長率	%	1.00

注：22/12期は単独決算

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【会社概要】

2020年3月、東証マザーズ市場（現グロス市場）に上場。「世界中の人々が安心安全に使えるサイバー空間を創造する」という経営理念のもと、ハッカーからの攻撃を防ぐWebセキュリティ事業を展開している。Webアプリケーション層へのサイバー攻撃からサーバを守るクラウド型WAF（Web Application Firewall：Webアプリケーションへの不正アクセスを防ぐセキュリティシステム）を主とするクラウド型Webセキュリティサービスを提供している。

【ビジネスモデルの特徴】

クラウド型Webセキュリティサービスを、原則SaaS（Software as a Service）形態によるサブスクリプション（月額課金）方式で提供。「攻撃遮断くん」をはじめとするクラウド型WAFサービスが主力。2020年12月に「(株)ソフテック」を子会社化し（2022年4月1日付で吸収合併）、脆弱性管理ツール「SIDfm」をラインナップ。2023年10月には、AWS（Amazon Web Services）の各種セキュリティサービスを包括的に管理・運用する「CloudFastener」の提供を開始。MSS（Managed Security Service：サイバーセキュリティ維持のための管理・運用を受託するサービス）分野へと参入した。

【リスク要因】

サイバーセキュリティ市場は、新たな脅威や技術革新等による環境変化に伴い、ニーズが変化しやすい。そうした環境変化に同社製品及びサービスの開発が追い付かなかった場合、同社の事業及び業績に影響が及ぶ可能性がある。サービス利用約款や契約に免責事項及び同社責任範囲に係る条項を明記しているが、顧客情報資産におけるセキュリティインシデントが生じた場合、同社サービスに対する信頼性の喪失に加え、損害賠償責任の追及を受ける可能性が否定できない。

【四半期業績推移】

四半期決算データ										
単位：百万円										
4493										
サイバーセキュリティクラウド										
	2023年12月					2024年12月				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	累計
売上高	719	736	765	840	3,060	953	890			1,843
前年同期比	na	na	na	na	na	32.5%	20.9%			26.7%
営業利益	162	142	164	81	549	315	174			489
前年同期比	na	na	na	na	na	94.4%	22.5%			60.9%
経常利益	162	160	175	62	559	342	207			549
前年同期比	na	na	na	na	na	111.1%	29.4%			70.5%
純利益	110	110	121	86	427	235	137			372
前年同期比	na	na	na	na	na	113.6%	24.5%			69.1%
売上高営業利益率	22.5%	19.3%	21.4%	9.6%	17.9%	33.1%	19.6%			26.5%
自己資本比率	65.1%	64.0%	66.4%	64.6%	-	51.0%	53.1%			-
純資産	1,439	1,608	1,732	1,822	-	1,266	1,497			-
総資産	2,186	2,483	2,574	2,781	-	2,426	2,759			-

※22/12期が単独決算のため、23/12期前年比は記載しない。

データ出所：アイフィスジャパン

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【関連テーマ/チェックリスト】

4493

【企業戦略・ビジネスモデル】	【業積・財務】	【コーポレートアクション】	【テーマ】
✓ 高付加価値戦略 低価格戦略 多角化戦略 選択集中戦略 ✓ 知財・研究開発型 装置型・インフラ型 労働集約型 FC・ファブレス型 オーナー・同族企業 子会社・系列企業 グローバル化積極推進 ESG積極推進	上方修正期待 下方修正懸念 円高メリット 円安メリット 業績変動大(市況) 業績回復傾向 ✓ 高ROE(10%以上) ✓ 高成長率 景気連動強い ✓ 景気連動弱い 財務体質強固 財務体質脆弱	増配・復配期待 分割期待 自社株買い期待 株主優待積極的 増資・ファイナンスの可能性 減配懸念 市場変更の可能性 株式流動性良好 ✓ 株式流動性低い ✓ 外国人持株比率20%超 M&A積極姿勢 MBOの可能性有	規制緩和関連 新興国関連 資源関連 次世代エネルギー関連 公共投資関連(復興含む) 設備投資関連 個人消費関連 シルバー関連 ✓ ITテクノロジー関連 ナノテク・バイオ関連 環境関連 大型新製品期待

注: 上記チェックリストは担当アナリストの定性的判断に基づくものです。

【Fモデルによる理論株価推計】

サイバーセキュリティクラウド 4493

(2024年8月15日現在)

株価	1,891 円
----	---------

Fモデルによる理論株価	904 円
現株価との乖離	-52.2 %

当期利益(今期)	546 百万円
当期利益(来期)	774 百万円
来期EPS成長率	41.8 %
現預金	1,540 百万円
有利子負債	462 百万円
自己資本	1,465 百万円
総資産	2,759 百万円
時価総額	17,871 百万円
株数	9,451 千株
株主数	9,065 名

Fモデルによる妥当PBR	5.83 倍
収益力・成長性寄与分	5.10 倍
財務内容寄与分	0.74 倍
PER(今期)	32.73 倍
PER(来期)	23.09 倍
実績PBR	12.20 倍
今期予想ROE	26.06 %
ネットD/Eレシオ	-0.74 倍
割引率(資本コスト)	7.25 %
負債コスト	2.00 %

「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割り引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [\text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率}] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【株価チャート】



【投資評価】

1		Buy
過去の投資評価		株価(円)
2024年5月17日	1	2,551
2024年2月16日	1	2,476
2023年12月19日	1	1,916
-	-	-
-	-	-
-	-	-

【アナリスト・インプレッション®】

担当カバレッジ 内での 注力度	業績予想の 蓋然性	株価見通し				株価変動性
		短期		中期	長期	
		~3ヶ月以内	3ヶ月~12ヶ月	12ヶ月~36ヶ月	36ヶ月~	
高い	高い	非常に強気	非常に強気	非常に強気	非常に強気	大きい
普通	やや高い	強気	強気	強気	強気	普通
		普通	普通	普通	普通	普通
		弱気	弱気	弱気	弱気	普通
低い	普通	非常に弱気	非常に弱気	非常に弱気	非常に弱気	小さい

●投資評価（対象期間：3～12ヶ月）

取材・調査・分析活動を通じた業界動向や企業業績見通し、財務状況、PER、PBR、配当利回り、TIW標準モデルによる理論株価、株式流動性、マーケット環境を勘案した上で各アナリストが株価の市場平均に対する見通しについて最終判断を行っております。1: Buy（買い）、1S: Speculative Buy（投機的買い）、2+: Outperform（市場平均を上回る）、2: Neutral（中立）、2-: Underperform（市場平均を下回る）、3: Sell（売り）。
（注：過去の投資評価に付帯して表示されている株価は、レポート発行日の前営業日終値です）

●アナリスト・インプレッション®

アナリストが自ら担当する各企業に対する調査および分析の注力度を加味し、業績予想の蓋然性を勘案のうえ、短期的、中期的、そして長期的の定性的な株価見通しを示すものです。

岩元泰晶（いわもとやすあき）プロフィール

甲南大学経済学部卒。国内証券3社を経て2023年6月より現職。セクターアナリストとして自動車産業を中心に20年以上にわたり企業調査に従事。日経ヴェリタスアナリストランキングで定評を獲得、その他多くの受賞歴を誇る。的確な業績予想並びにバリュエーション分析により、市場コンセンサスをリードすることを信条とする。

（社）日本証券業協会アナリスト協会検定会員。

アナリストによる宣言

私、岩元泰晶は本調査レポートに表明された見解が、対象企業と証券に対する私個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また私は過去・現在・未来において、本レポートで特定の推奨を行うことに対して直接または間接に報酬を受けていないことを証明します。

利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。

レポート対象企業の選定はTIW社が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。担当アナリスト並びにTIWと本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>