2022年6月28日

各　位

会　社　名　株式会社テリロジー
代表者名　代表取締役社長　阿部　昭彦
（コード番号3356　東証スタンダード市場）
問合せ先
役職・氏名　執行役員経営管理部長 廣谷 慎吾
電　　話　０３－３２３７－３２９１

当社の企業調査レポートの発行に関するお知らせ

2022年6月28日付で株式会社フィスコより当社の企業調査レポート（日本語版）が発行されましたことをお知らせいたします。

なお、海外の投資家向けに英訳された企業調査レポートの発行は2022年7月下旬を予定しております。

当社の企業調査レポートにつきましては、添付資料をご参照ください。

以　上

別添

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

企業調査レポート

テリロジー

3356 東証スタンダード市場

企業情報はこちら >>>

2022 年 6 月 28 日（火）

執筆：客員アナリスト
前田吉弘
FISCO Ltd. Analyst **Yoshihiro Maeda**

FISCO Ltd.
https://www.fisco.co.jp

テリロジー
3356 東証スタンダード市場

2022 年 6 月 28 日（火）
https://www.terilogy.com/ir

目次

要約

1989 年創業の IT ソリューションプロバイダー、持株会社体制への移行で、企業価値向上の加速化を狙う

1. 1989 年創業の IT ソリューションプロバイダー

テリロジー <3356> は、1989 年 7 月の創業以来、IP ネットワーク関連製品やネットワークセキュリティ分野の最先端製品及びソリューションの提供を行ってきた IT 企業であり、現在は連結子会社 4 社（孫会社含む）、持分法非適用の関連会社 1 社を傘下に持つ企業グループを形成している（2022 年 11 月に持株会社体制へ移行する予定）。

企業理念は「常にお客様のニーズに対応し、お客様の満足を実現する」であり、平成時代には「In collaboration with customer」というスローガンの下で、インターネット社会の構築・発展に資するべく事業領域を拡大し、令和時代を迎えた今、「No.1 in Quality」を新たなスローガンに掲げ、生産性向上や働き方改革、インバウンド関連、ウィズコロナ下での新しい生活様式、DX（デジタルトランスフォーメーション）、SDGs といった時代のニーズに対応したソリューション提供にも取り組んでいる。

同社の企業沿革からは、企業向け IP ネットワーク、ブロードバンド、モバイル、サイバーセキュリティといった技術トレンドにいち早く気付き、事業領域を拡大してきた姿が読み取れる。

2. 4 部門体制で顧客ニーズに応える事業活動を展開

同社は「ネットワーク」「セキュリティ」「モニタリング」「ソリューションサービス」という 4 部門で事業活動を展開している。顧客ニーズを満たすために必要な数多くの製品・サービスを揃えていることや 24 時間 365 日の保守体制、直販と間接販売を組み合わせた優れたディストリビューション機能を整備していることが特徴となっている。

3. コアコンピタンスは「目利き力と市場対応力」

同社のビジネスモデルには「顧客重視」の企業理念を事業として実践するための工夫が読み取れる。すなわち、「常にお客様のニーズに対応」するためのプロセス（技術・製品の調査／発掘等）と「お客様の満足を実現」するためのプロセス（複数製品を組み合わせたソリューションの提案や保守体制の整備等）を核に据えた事業バリューチェーンの構築である。

同社は自社の強みを、1）目利き力と市場対応力、2）ソリューションラインナップ、3）サービス提供の多様性、4）実績に裏打ちされた技術力、5）グローバル対応力としている。とりわけ「目利き力と市場対応力」はバリューチェーンの各プロセスで生かされており、すべての強みのベースとなるコアコンピタンスだと考えられる。

4. 2022 年 3 月期の営業利益は従来予想から大きく上振れて着地

2022 年 3 月期の連結業績は、売上高が前期比 11.1% 増の 5,223 百万円、営業利益が同 18.3% 減の 441 百万円となり、営業利益については従来予想（期初予想 170 百万円→上期決算発表時予想 250 百万円）から大きく上振れて着地した。また、営業利益率は 8.5% と前期比 3.0 ポイント低下、期中受注高が 6,058 百万円と前期比 11.1% 増、期末受注残高は前期末比 79.1% 増の 1,890 百万円へと積み上がった。2022 年 3 月期から「収益認識に関する会計基準」及び「収益認識に関する会計基準の適用指針」（以下、収益認識会計基準等）を適用したため名目的には減益となったものの、実質的には順調な業容拡大を示す決算内容であったと考える。

財務体質についても、健全性を維持している。2022 年 3 月期末の自己資本比率は 40.2%（前期末は 46.6%）、流動比率は 148.9%（同 169.9%）と低下したものの、D/E レシオ（有利子負債／自己資本）は 0.11 倍（同 0.13 倍）、ネットキャッシュ（現金及び預金－有利子負債）は 1,901 百万円（同 2,070 百万円）と前期末水準を維持、通常の配当原資となる単体ベースの利益剰余金についても 498 百万円（同 502 百万円）と十分な余力を確保している。

また、同社は 2021 年 5 月から 6 月にかけて発行済株式総数の 2.74% にあたる自己株式を取得したのに続き、2022 年 3 月期末の年間配当金を当初計画の 5 円 / 株から 7 円 / 株（普通配当 5 円 / 株、特別配当 2 円 / 株）に引き上げている。

5. 2023 年 3 月期業績予想は必達目標

同社は 2023 年 3 月期の連結業績予想について、売上高が前期比 18.7% 増の 6,200 百万円、営業利益が同 16.2% 減の 370 百万円とする期初計画を公表した。この数値は、2021 年 5 月に公表された「3 ヵ年中期経営計画」（以下、新中計）における 2 ヵ年目の数値目標と一致している。同社はドル建て価格で仕入れ、円建て価格で販売する輸入商材を多く取り扱っているため、円安局面では粗利率低下影響が先行するわけだが、ロシアによるウクライナ侵攻により国際情勢が緊迫化するなかにあっても新中計で掲げた数値目標は最低限達成するとの同社の思いが読み取れよう。

6. 持株会社体制への移行で「グループ全体の最適化」と「強みの磨き上げ」を目指す

2022 年 4 月、同社は取締役会において持株会社体制へ移行することを決議した。6 月の定時株主総会での承認及び関係当局による認可等を経て、2022 年 11 月 1 日に設立登記される（株）テリロジーホールディングスに同社株式を移転し、同日にテリロジーホールディングスが東証スタンダード市場に新規上場（テクニカル上場、実質的に同社株式が上場維持されるかたち）する予定である。

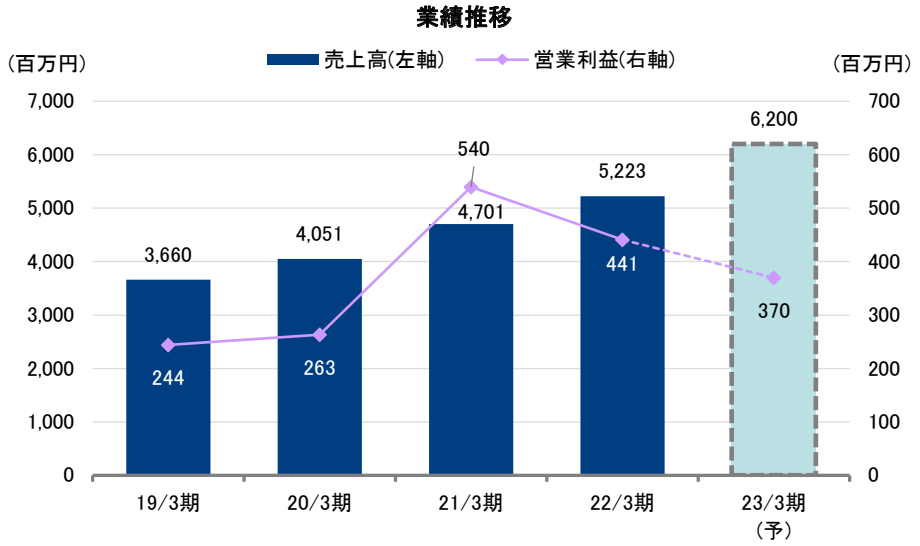
新体制では、持株会社がグループ経営機能、投資機能及び新規事業開発機能に特化する一方で、各事業会社は担当事業領域において独自に成長戦略を描き環境変化に応じて迅速かつ柔軟に意思決定・事業推進を行っていくことになる。つまり、同社の強みである「目利き力と市場対応力」のうち、前者を持株会社が、後者を各事業会社が責任と権限を持って磨き上げ、発揮することを目指した体制への移行と言え、同社グループの全体最適と企業価値向上に資するものと考えられる。

要約

持株会社体制への移行は、2022 年 3 月期を初年度とする新中計が折り返すタイミングでなされるわけだが、新中計で掲げられている「グループ会社ごとの目標達成に向けたアクションプラン」を後押しすることになると言えるだろう。今後は、各社のプラン遂行状況にも注目していきたい。

Key Points

- 同社は、創業来 30 年超にわたり実績を積み重ねる IT ソリューション企業。現在は連結子会社 4 社（孫会社含む）と持分法非適用の関連会社 1 社を傘下に持つ企業グループを形成
- 企業沿革からは、時代のトレンドを的確に捉え、事業戦略のフォーカスエリアを巧みに変遷させてきた実績が読み取れ、現在は「ネットワーク」「セキュリティ」「モニタリング」「ソリューションサービス」の 4 部門で事業活動を展開
- 「顧客重視」の企業理念に裏打ちされたビジネスモデルを構築。「目利き力と市場対応力」をコアコンピタンスとする同社の強みは企業業績面でも顕在化
- 2022 年 3 月期業績は実質的に好調な内容、増収減益を見込む 2023 年 3 月期業績予想は必達目標
- 持株会社体制への移行で「グループ全体の最適化力の強化」と「強みの磨き上げ」を目指す



注：2022 年 3 月期より収益認識会計基準等を適用
出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

会社概要

1989 年創業の IT ソリューションプロバイダー。「顧客重視」の企業理念を追求するなかで事業領域を拡大

1. 時代のニーズに応え続ける IT ソリューションプロバイダー

同社は、1989 年 7 月の創業以来、IP ネットワーク関連製品やネットワークセキュリティ分野の最先端製品及びソリューションの提供を行ってきた IT 企業である。2004 年 12 月にジャスダック証券取引所に上場し、現在は東証スタンダード市場へ移行している。

企業理念は「常にお客様のニーズに対応し、お客様の満足を実現する」であり、平成時代には「In collaboration with customer」というスローガンの下で、インターネット社会の構築・発展に資するべく事業領域を拡大し、令和時代を迎えた今、「No.1 in Quality」を新たなスローガンに掲げ、生産性向上や働き方改革、インバウンド関連、ウィズコロナ下での新しい生活様式、DX、SDGs といった時代のニーズに対応したソリューション提供にも取り組んでいる。

2. 企業向け IP ネットワーク事業を原点にブロードバンド、モバイル、セキュリティへと事業領域を拡大

同社の企業沿革からは、企業向け IP ネットワーク事業を原点に、1）電話回線や ISDN 回線を利用したインターネット通信から ADSL や FTTH 等のブロードバンド回線を利用した高速インターネット通信への急速なシフト、2）スマートフォンの普及を背景とするモバイル時代の到来、3）インターネット社会において高まるサイバーセキュリティの重要性、といった技術トレンドにいち早く気付き、事業領域を拡大してきた姿が読み取れる。

※本レポート内の表記において、上場企業は初出は企業名 +< 証券番号 >、2 回目以降は証券番号を省略、非上場企業は初出は（株）ありの企業名、2 回目以降は（株）は省略とする。
ただし、沿革表などは表内で初出の場合のみ証券番号もしくは（株）をつける。

会社沿革

1989年　7月（平成元年）	東京都千代田区神田において株式会社テリロジーを設立し、エンタープライズネットワーク事業を開始
1991年　4月	東芝エンジニアリング（株）（現 東芝 IT サービス（株））と保守委託契約を締結し、保守サービス事業を開始
1996年　5月	東京 NTT データ通信システムズ（株）(現（株）NTT データビジネスシステムズ)と業務委託契約を締結し、ソリューションビジネス事業を開始
1999年 11月	米国 Redback Networks,Inc. と代理店契約を締結し、ブロードバンドアクセスサーバーや米国 Network Telesystems,Inc.（現 Affinegy, Inc.）の Internet ソフトウェア製品の販売等をはじめとするブロードバンドネットワーク事業を開始
2003年　1月	米国 Infoblox<BLOX> と DNS/DHCP サーバーの代理店契約を締結
2004年 10月	米国 TippingPoint（現 トレンドマイクロ <4704>）と日本国内総販売代理店契約を締結
2004年 12月	ジャスダック証券取引所に株式を上場
2005年　9月	ISO27001（ISMS）の認証取得
2005年 11月	ユニアデックス（株）と資本提携を伴う業務提携の基本合意書を締結
2006年 12月	米国 NetScout と日本国内総販売代理店契約を締結
2007年　2月	ベルギー VASCO DATA SECURITY（現 OneSpan<OSPN>）と販売代理店を締結
2007年　3月	ISO14001（EMS）の認証取得
2008年 10月	シンガポール eG Innovations と販売代理店契約を締結
2010年　4月	ジャスダック証券取引所と大阪証券取引所の合併に伴い、大阪証券取引所 JASDAQ（現 大阪取引所）に上場
2010年　8月	米国 APCON と日本国内販売代理店契約を締結
2011年　2月	米国 SevOne と APAC 販売代理店契約を締結
2012年　6月	自社オリジナル製品のソフトウェア型プローブ製品「momentum」の販売を開始
2012年　9月	米国 Lastline（現 VMware<VMW>）と販売代理店契約を締結
2013年　7月	大阪証券取引所と東京証券取引所の市場統合に伴い、東京証券取引所 JASDAQ（スタンダード）に株式を上場
	（株）アクセンス・テクノロジー（現（株）144Lab）と「Fullflex ZG」の総販売代理店契約を締結
2015年　7月	自社オリジナルサービスの運用監視クラウドサービス「CloudTriage」の販売を開始
2015年 12月	米国 RedSeal と販売代理店契約を締結
2016年　4月	台湾システムインテグレーター SYSCOM と販売代理店契約を締結
2016年 10月	米国 Tempered Networks と国内独占販売契約を締結
2016年 11月	イスラエル国 KELA と販売代理店契約を締結
2017年　1月	ネクスグループ <6634> との資本提携を伴う業務提携の基本合意書を締結
	フィスコ <3807> とのセキュリティ商材の共同マーケティングにかかる業務提携の基本合意書を締結
	（株）フィスコ仮想通貨取引所との取引所セキュリティ分野における業務提携の基本合意書を締結
	（株）SJI（現 CAICA DIGITAL<2315>）とのブロックチェーン技術を応用した商品の共同開発にかかる業務提携の基本合意書を締結
2017年　3月	（株）テリロジーワークス（100% 子会社）を設立
2017年 12月	アイ・ティー・エックス（株）より法人向け ICT サービス事業にかかる会社の株式を取得し、連結子会社（株）テリロジーサービスウェア（100% 子会社）を設立
2018年　4月	米国 Nozomi Networks と販売代理店契約を締結
2018年　7月	自社オリジナル製品の究極的に簡単な RPA ツール「EzAvater」の販売を開始
2019年　1月	イスラエル国 Harel-Hertz Investment と代理店契約を締結
2019年　5月（令和元年）	ブロードバンドセキュリティ <4398> と共同で、重要インフラ、工場やビル管理の産業用制御システム向けセキュリティリスクアセスメントサービスを開始
2019年　6月	米国 Sumo Logic と業務提携
2019年　7月	連結子会社テリロジーワークスが米国 BitSight と代理店契約を締結
2019年　8月	イスラエル国 TechSee と販売代理店契約を締結
2019年6-9月	パナソニックソリューションテクノロジー（株）、（株）レゾナゲート、（株）山崎文栄堂、（株）ネクステージ、ウチダエスコ <4699> と自社開発 RPA ツール「EzAvater」の販売代理店契約を締結
2020年　2月	（株）日立システムズと自社開発 RPA ツール「EzAvater」の販売代理店契約を締結
2020年　3月	連結子会社テリロジーサービスウェアが（株）東和エンジニアリングと業務提携
	イスラエル国 Radware<RDWR> とディストリビューター契約を締結

会社概要

2020年　4月	ベトナム国通信事業者であるハノイ・テレコムの子会社 VIET NAM CYBERSPACE SECURITY TECHNOLOGY Joint Stock Company と戦略的業務提携に基づき、ベトナムでの合弁会社を設立
2020年　5月	連結子会社テリロジーサービスウェアが（株）IGLOOO の株式を取得し、子会社化
2020年　6月	シーイーシー <9692> と自社開発 RPA ツール「EzAvater」の販売代理店契約を締結
2020年 11月	同社並びに合弁会社 VNCS Global が国際セキュリティ基準 PCI DSS に関わるベトナムでの事業展開に関しブロードバンドセキュリティと覚書を締結
	連結子会社 IGLOOO が中国向けデジタルマーケティング事業の（株）unbot と中国市場における欧米豪向け観光プロモーションの独占パートナーとして業務提携
	（株）CAICA テクノロジーズが同社の自社開発 RPA ツール「EzAvater」の提供を開始
2020年 12月	連結子会社テリロジーサービスウェアの多言語映像通訳サービス「みえる通訳」をリコージャパン（株）及び東日本電信電話（株）が取り扱いを開始
2021年　3月	DX 認定事業者の認定を取得 クレシード（株）の株式を取得し子会社化
2021年　4月	連結子会社テリロジーワークスがフランス GitGuardian と代理店契約を締結
2021年　5月	ペブルコーポレーション（株）と自社開発 RPA ツール「EzAvater」の販売代理店契約を締結
2021年　6月	連結子会社 IGLOOO が全世界 17 億以上のデジタル ID を保有する米国 ADARA と訪日観光分野におけるデジタルマーケティング支援強化で業務提携 連結子会社テリロジーワークスが暗号資産 AML やサイバー攻撃などのリスク管理ソリューションを提供する シンガポール国 Uppsala Security と販売代理店契約を締結 連結子会社テリロジーワークスが取扱製品である台湾 TeamT5 の「ThreatSonar」について（株）フォーカスシステムズと 販売代理店契約を締結
2021年　7月	所属エンジニアが TREND MICRO Partner Engineer Award 2020「ネットワーク部門」最優秀賞を受賞
2021年　9月	環境 DX ベンチャーの（株）CBA と資本・業務提携契約を締結、CBA が発行する新株予約権を引き受け
2021年 10月	連結子会社テリロジーワークスが自社開発によるサイバー脅威ハンティングソリューションの提供を開始 （株）コラボスと取扱製品（サポート業務の DX を実現するビジュアルサポートツール「TechSee」）の販売代理店契約を締結
2021年 11月	連結子会社テリロジーワークスが 自社開発のサイバー脅威ハンティングを可能にする THX 製品について、（株）インフォメーション・ディベロプメントと販売パートナー契約を締結 資本・業務提携先の（株）CBA が産業廃棄物処理クラウドサービス「CBA-wellfest」の提供を開始
2021年 12月	連結子会社テリロジーサービスウェアが 多言語対応ヘルスケアサービスサイト運営の WELL ROOM（株）と業務提携し、医療機関に向けた多言語サービスの提案を開始
2022年　2月	連結子会社テリロジーワークスがクラウドソース・セキュリティテストをグローバルで提供する米国 Synack とパートナーシップ契約を締結
2022年　3月	連結子会社テリロジーワークスが日本サイバーディフェンス（株）と資本・業務提携に関する契約を締結（日本サイバーディフェンスが実施する第三者割当増資を引受け）
2022年4-5月	連結子会社テリロジーサービスウェアが（株）キャリアプランニング、（株）ラスティックシステムと自社開発 RPA ツール「EzAvater」の販売代理店契約を締結
2022年　5月	米国 SecurityGate と販売代理店契約を締結し、OT セキュリティ分野のリスクマネージメント市場に参入 （株）KDDI エボルバとビジュアルサポートツール「TechSee」の販売代理店契約を締結

出所：有価証券報告書及び会社ホームページ等よりフィスコ作成

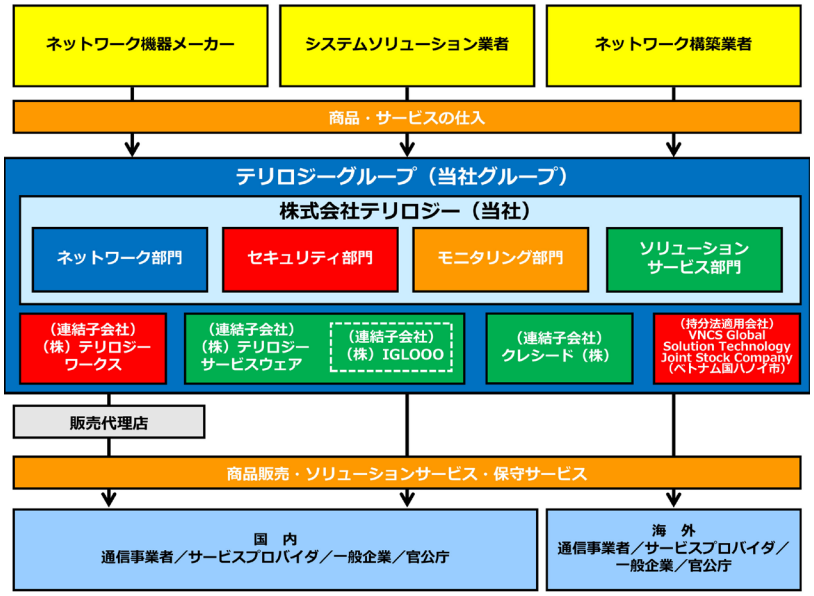
事業内容

ネットワーク、セキュリティ、モニタリング、ソリューションサービスの 4 部門で事業を展開

1. 製品・サービス別に 4 部門で事業を展開

同社は、セグメント情報を開示していないが、製品・サービス別に「ネットワーク」「セキュリティ」「モニタリング」「ソリューションサービス」の 4 部門で事業活動を展開している。

事業系統図



出所：会社資料より掲載

2. ネットワーク部門

2022 年 3 月期におけるネットワーク部門の売上高は、1,399 百万円と全社売上の 26.8% を占めている。主な取扱プロダクト・サービスは、1) ネットワーク製品（ルータ、スイッチ、無線 LAN、DNS/DHCP）、2) 企業内情報通信システムやインフラの設計・構築、3) テレビ会議システム等、広範囲なネットワーク関連製品の販売及びプロフェッショナルサービスの提供であり、創業来 30 年超に及ぶ実績の積み重ねにより、顧客のニーズに最も適したソリューションの提供が可能だと自負している。加えて、同部門が提供するネットワーク及び付帯機器の保守業務に 24 時間 365 日体制で対応している。

ネットワーク部門の主要プロダクト

ネットワーク
Alteon ADC-VX
最大28の仮想ADC（vADC）を1台の専用ADCハードウェアに搭載。複数配備しているADCを集約、統合できます。

ネットワーク
Infoblox DHCP/DNSアプライアンス
DNS/DHCP/RADIUSなどのアイデンティティ・ドリブン・ネットワークに対して、NonStop/分散配置/集中管理

ネットワーク
Extreme
完全コントローラーレス、クラウドベースで提供される次世代WiFiソリューション。

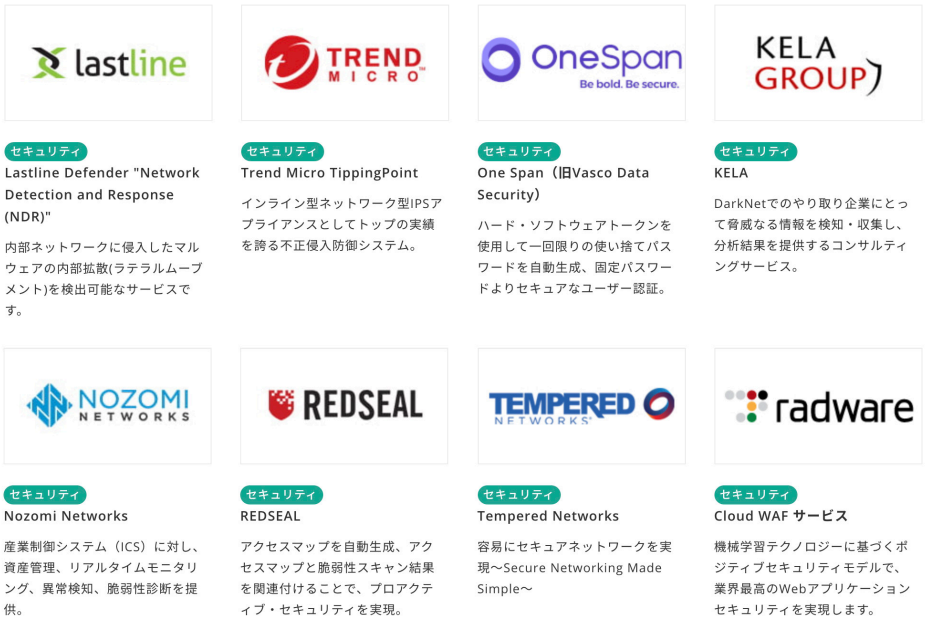
出所：会社ホームページより掲載

3. セキュリティ部門

2022 年 3 月期におけるセキュリティ部門の売上高は、1,726 百万円と全社売上の 33.1% を占める同社の大黒柱である。主な取扱プロダクト・サービスは、1）CTI（Cyber Threat Intelligence、サイバー脅威情報）サービス、2）ネットワークセキュリティ製品（ファイアウォール、侵入検知・防御、情報漏えい対策等）、3）セキュリティ認証基盤（ネットワーク上のサービス利用者を識別すること）、4）不正取引対策（ワンタイムパスワード製品）等のセキュリティシステムである。加えて、同部門が提供するセキュリティ機器及びソフトウェア製品の保守業務に 24 時間 365 日体制で対応している。

同社（単体）が総合的にセキュリティ領域の事業を展開するなかで、連結子会社（株）テリロジーワークス（以下、TWX）は CTI 領域をメインに事業展開している。同社グループは、CTI 領域において、2021 年に警察庁の大型案件を獲得した実績を持つが、防衛省向けの案件についてはパートナー経由で実績があるものの、コンサルティングサービスが中心であった。この点、2022 年 3 月に TWX が資本・業務提携を締結し第三者割当増資を引き受けた（株）日本サイバーディフェンスは元自衛隊幹部をはじめ、国家防衛分野に精通したメンバーが参画している企業であるため、両社の強みを生かした新しい付加価値の高い製品が提供できることで、案件の獲得に向けて大きな展開が期待できる。

セキュリティ部門の主要プロダクト



出所：会社ホームページより掲載

4. モニタリング部門

2022 年 3 月期におけるモニタリング部門の売上高は、387 百万円と全社売上の 7.4% にとどまるも、自社ブランド商材がメインに育っていることが特徴である。主な取扱プロダクト・サービスは、1）自社開発製品（momentum）によるパケット分析、2）クラウド性能監視サービス（CloudTriage）、3）ネットワーク運用・管理・監視機器である。加えて、同部門が提供する自社開発製品（momentum）、ネットワーク運用・管理・監視機器及びソフトウェア製品の保守業務に 24 時間 365 日体制で対応している。

自社ブランドとしては、モニタリング部門の核となる「momentum」（完全自社開発のネットワークパケットキャプチャ製品）や月額課金モデルを導入しサポート事業部門の一部を成す「CloudTriage」（自社ブランド運用の IT システム運用監視クラウドサービス）がある。「momentum」はネットワーク上でやり取りされたデータ（パケット）を記憶装置（ストレージ）に収集し、分析・可視化することで、サービス品質の検証と不具合場所の特定、対策の支援を行う、言わばネットワーク上のドライブレコーダーのようなソリューションであり、大手携帯通信事業者など重要顧客の獲得に成功してきた。現在はネットワーク監視やセキュリティ対策、トラブルシューティング対応など、新たな利用シーンの開拓に取り組んでいる。また、「CloudTriage」は IT システムの運用状況をユーザー視点で測定し、リモートアクセスの遅延といったパフォーマンス低下が発生した場合、その原因を特定するソリューションであり、月額課金のクラウドサービスとすることで安価に提供している。

モニタリング部門の主要プロダクト

出所：会社ホームページより掲載

5. ソリューションサービス部門

2022 年 3 月期におけるソリューションサービス部門の売上高は、1,710 百万円と全社売上の 32.7% を占めている。主な取扱プロダクト・サービスは、1）自社開発ソフトウェア RPA ツール（EzAvater、RPA：Robotic Process Automation）、2）多言語リアルタイム映像通訳サービス（みえる通訳）、3）クラウド管理型マネージド VNP サービス（MORA VPN Zero-Con）、4）法人向けインターネット接続サービス（MORA 光）、5）高速モバイルデータ通信サービス（MORA モバイル）、6）Web 会議ツール（MVC、Zoom）、7）人工知能（AI）と拡張現実（AR）を活用した映像による非接触型のリモートサポートサービス（TechSee）、8）孫会社 (株) IGLOOO による「旅マエ・旅ナカ・旅アト」関連事業、9）連結子会社クレシード (株) による情報システム業務支援・代行事業である。

ソリューションサービス部門の主要プロダクト

出所：会社ホームページより掲載

「EzAvater」は働き方改革や業務効率化の実現に向けて注目される RPA ツールであり、究極的にカンタン（誰にでもロボット＝定型業務自動化のシナリオが作成できる直感的な操作性）、止まりづらい（システムのスピードに合わせてロボットが作動、例外処理をテンプレート化し安定稼働を実現）、アプリを問わない（画像認識技術を採用することで Windows 上の動作であればアプリを問わず自動化可能）、スモールスタート可能（PC1 台から導入可能）、といった特長を持っている。これらの特長により「EzAvater」は、IT 専門部署でなければロボットの作成が困難で導入コストやメンテナンスの負担も大きいという多くの RPA ツールが持つ弱点を克服し、各部署において現場のニーズに沿ってロボットを作成し、日々の運営を行うといった活用方法を可能にしたソフトウェアである。実際、「EzAvater」はアイティクラウド (株) が運営する法人向け IT 製品・クラウドサービスのリアルユーザーが集まる国内最大級のレビューサイト「ITreview」で高評価を多く集め、「ITreview Grid Award 2021 Winter」において「High Performer」を受賞している。

また、「EzAvater」の販売に関しては、幅広いユーザー層に浸透させたいとのねらいからパートナリング戦略を積極活用（ゴールドパートナー制を導入）しており、2019 年中に（株）ネクス・ソリューションズ、パナソニックソリューションテクノロジー（株）、（株）レゾナゲート、（株）山崎文栄堂、（株）ネクステージ、ウチダエスコ <4699>、2020 年以降も（株）日立システムズ、シーイーシー <9692>、ペブルコーポレーション（株）、（株）キャリアプランニング、（株）ラスティックシステムと販売代理店契約を締結し、販売チャネルの拡大を図っている。同社によると、他社製 RPA ツールから「EzAvater」に取り扱い商材をスイッチする販売代理店も散見されるとのことであり、「EzAvater」の魅力度を示す証左と捉えられる。

「みえる通訳」はタブレット・スマートフォンを利用した映像通訳サービスで、いつでもどこでもワンタッチで、通話オペレーターが接客等をサポートするもので、英語、中国語、韓国語、タイ語、ロシア語、ポルトガル語、スペイン語、ベトナム語、フランス語、タガログ語、インドネシア語、ネパール語、ヒンディー語、日本手話の通訳に対応している。利用料は定額制（9 時 – 21 時対応のライトプランが 15 千円 / 月、24 時間対応のスタンダードプランが 25 千円 / 月）で医療通訳プラン（英語、中国語、韓国語、ポルトガル語、スペイン語、ベトナム語のみ、35 千円 / 月）も用意している。

元来、「みえる通訳」はインバウンド対応をターゲットとして立ち上げられたサービスだが、医療現場や災害時の避難所及び行政窓口における在留外国人向け対応や、通訳を必要とする Web 会議のほか教育現場（GIGA スクールタブレットを活用）等で活用可能なサービスへと進化している。2022 年 5 月時点における「みえる通訳」の導入先は、ワクチン接種会場：埼玉県、熊本県など 132 件、官公庁／自治体：農林水産省、宮城県、千葉県、品川区、足立区、杉並区など 34 件、医療機関：横浜市立市民病院、川崎市立多摩病院など 7 件、その他：東京動物園協会、横須賀市観光協会、Zoff、近鉄百貨店など 12 件となっている。

なお、「みえる通訳」は（株）テリロジーサービスウェア（以下、TSW）が展開するサービスである。TSW は同社が 2017 年 12 月に買収したノジマ <7419> グループのアイ・ティー・エックス（株）の法人向け ICT サービス事業を商号変更した連結子会社であり、同社はこの M&A 戦略で新たな事業ドメインと従来手薄であった中堅・中小規模のエンタープライズ顧客基盤や全国に店舗展開しているチェーン店、業務店等のリテール顧客基盤を獲得（大企業を含む TSW の現在の顧客数は 1,000 社超）している。

TSW は、2020 年 5 月にインバウンドメディア事業を運営する IGLOOO を子会社化した。IGLOOO は、欧米豪向け訪日旅行インターネットメディア「VOYAPON（ヴォやポン）」の運営を核に海外向けコンテンツ制作及びプロモーション事業という「旅マエ・旅アト」型サービスを手掛ける企業であり、これまで主に訪日外国人観光客を対象にした「旅ナカ」領域で多言語リアルタイム映像通訳サービス「みえる通訳」を提供し業界最大手のポジションを確立してきた同社との補完性・相乗性は高い。ウィズコロナ時代においても「観光立国日本」を目指した国策が何らかの形で再起動されることは間違いないと思われるだけに、厳しい局面において逆張り的に攻めの一手を打った同社の決断は評価に値する。

同社グループ入り後、IGLOOO は、1)（株）ミキ・ツーリスト／（株）ITP と共同で欧米豪を中心としたオンライン旅行博出展支援サービス「海外旅行博オンライン出展サポートパッケージプラン」の提供を開始（2020 年 8 月）、2) 欧米豪向けインバウンドメディア「VOYAPON（ヴォやポン）」のリニューアル（同年 8 月）、3)“外国人目線”に立ったストーリーテリング型越境 EC サイト「VOYAPON STORE（ヴォやポンストア）」の開設（同年 9 月）、4) 中国向けデジタルマーケティング事業の（株）unbot と中国市場における欧米豪向け観光プロモーションの独占パートナーとして業務提携（同年 11 月）、5) 沖縄県読谷村と連携し初の欧米豪向け越境 EC プロジェクトを始動（2021 年 4 月）、6) 中東向けに山梨県の PR 動画を作成、プロモーションを実施（同年 5 月）、7) 全世界 17 億以上のデジタル ID を保有する米国 ADARA と訪日観光分野におけるデジタルマーケティング支援強化で業務提携（同年 6 月）、8) 海外に向けて「音楽の街」浜松市の PR 動画を制作（2022 年 4 月）、と事業推進を加速しており、将来的にソリューションサービス部門の一翼を担う存在に育つ可能性を秘めている。

特色と強み

企業理念に裏打ちされたビジネスモデルを構築 コアコンピタンスは確かな「目利き力と市場対応力」

1.「顧客重視」の企業理念を実践するために必要な事業バリューチェーンを構築

同社のビジネスモデルには「常にお客様のニーズに対応し、お客様の満足を実現する」という企業理念を事業として実践するための工夫が読み取れる。すなわち、「常にお客様のニーズに対応」するためのプロセス（技術・製品の調査／発掘等）と「お客様の満足を実現」するためのプロセス（複数製品を組み合わせたソリューションの提案や保守体制の整備等）を核に据えた事業バリューチェーンの構築であり、バリューチェーンの各プロセスでパートナリング戦略を活用していることである。

同社のバリューチェーン

出所：会社ホームページより掲載

企業理念に裏打ちされたビジネスモデル／バリューチェーンを構築するためには、まずは企業理念をベースに自社のミッション（使命）とビジョン（将来像）を定め、次にそれらを実現するためのアクションプラン（手段・計画）に落とし込む必要がある。同社（単体）では、自社のミッションを「デジタル社会において、独自の価値あるセキュリティテクノロジーを提供し、あらゆるビジネスシーンでの安心・安全を実現」、ビジョンを「お客様の課題を価値ある技術の組み合わせにより、独自の最適解決を提案・実現するテクノロジーソリューションオーガナイザーになる」と定め、事業バリューチェーンのプロセスにフィットする形のアクションプランに落とし込んでいる。

具体的なアクションプランは、「シリコンバレーやイスラエルの先進・先端技術動向に関する継続的な調査・発掘活動」「発掘した技術と日本市場及び顧客が抱える課題との適合性の継続的な調査・照会・検証活動」「市場導入のための複数技術の組み合わせや適合化開発アレンジによるソリューションへの発展、デリバリー・サポート体制の構築、価値ある提案営業教育、新市場の創造活動」となっており、まさに「常にお客様のニーズに対応し、お客様の満足を実現する」という企業理念に沿った内容と言える。

2.「目利き力と市場対応力」がすべての強みのベース

同社は、自社の強みとして、1）目利き力と市場対応力～先進・先端技術を発掘する目利き力とそれを市場化し顧客に提供するカルチャライズ力、2）ソリューションラインナップ～ネットワーク基盤からエンドポイントまであらゆる利用シーンをカバーする多様なセキュリティ & セーフティ・ソリューションラインナップ、3）サービス提供の多様性～先進技術製品取り扱い、保守、自社開発ソフトウェア商材、サービス化までプロダクトミックス対応による柔軟な商品提供形態、4）実績に裏打ちされた技術力～創業来（30 年超）長年にわたる顧客本位をベースにした安定した実績ある技術力、5）グローバル対応力～成長著しいアジア新興市場にも展開するグローバル市場対応力を列挙している。いずれも、実績に裏打ちされたものだろうが、とりわけ「目利き力と市場対応力」がすべての強みのベースとなるコアコンピタンスだと見て良いだろう。

3.「顧客ニーズ」を満たすために磨かれてきた「目利き力」

同社の「目利き力」とは、「時代の流れを的確に捉え、事業領域を絞り込んだうえで、海外新興企業の最新技術を発掘し、代理店契約等に結び付ける力」であり、海外新興企業の最新技術を発掘してきた実績には事欠かない。ここでは、ブロードバンド領域における米国 Wellfleet と米国 Infoblox<BLOX>、セキュリティ分野における米国 TippingPoint（2010 年に米国ヒューレット・パッカード <HPQ> が買収、2015 年にはトレンドマイクロ <4704> が買収）、ベルギー OneSpan、米国 Lastline（2020 年に米国 VMware<VMW> が買収）の事例を紹介する。

同社の企業向け IP ネットワーク事業は、1990 年に米国 Wellfleet と代理店契約を締結し、IP ネットワーク構築における主力製品の 1 つであるルータ（2 つ以上の異なるネットワーク間を中継する通信機器）の提供を開始したことに始まる。Wellfleet は今でこそ存在しないものの、1984 年創業で世界最大のコンピュータネットワーク機器会社である米国 Cisco Systems<CSCO> に対抗するため、業界 2 番手の Nortel（カナダ）が 1998 年に買収に踏み切った企業であり、1990 年時点で Wellfleet を見出したことは同社の「目利き力」を示す好例と言えるだろう。なお、同社は現在、Cisco 製ルータを取り扱うことで供給者責任を果たしている。

ブロードバンド領域では、1999 年に ADSL 接続ソフトウェアの提供を開始、その後 1,000 万超のユーザーに展開するヒット製品に育ち、大手通信会社向けビジネスの橋頭堡となった。また、1999 年には米国 Redback Networks との代理店契約も締結、ブロードバンドアクセスサーバー等の導入を通じ、電力各社の FTTH 網構築にも貢献した。また、モバイル関連としては、米国 Infoblox 製の DNS/DHCP アプライアンス（必要に応じて IP アドレスを発行する機器）やネットワークをモニタリングする自社開発ソリューションがスマートフォン普及に伴って主要プロダクトに成長している。なお、1999 年創業の Infoblox と同社は 2003 年に日本初の代理店契約を締結したわけだが、現在において Infoblox 製の DNS/DHCP アプライアンスは国内で多くの IT 企業が取り扱うデファクトスタンダード（事実上の標準）の地位を占めており、これもまた、同社が持つ「先見の明」を示す一例として評価できるだろう。

セキュリティ分野への取り組みは、2004 年の当時独立系であった米国 TippingPoint との日本国内総販売代理店契約締結を皮切りに、2007 年には OneSpan<OSPN>（旧 Vasco Data Security、ベルギー）、2012 年に米国 Lastline、2015 年に米国 RedSeal、2016 年に米国 Tempered Networks とイスラエル KELA、2018 年に米国 Nozomi Networks と販売代理店契約（Tempered Networks とは国内独占販売契約）を締結し、幅広いソリューションの提供を実現している。

TippingPoint は 2015 年にトレンドマイクロが約 3 億ドルを投じて買収した IPS（不正侵入防止システム）を得意とするサイバーセキュリティ企業だが、同社は買収の 11 年前（2004 年）に TippingPoint と日本国内総販売代理店契約を結び、実績を積み上げてきたことから、トレンドマイクロからも頼りにされる存在であり続けている。また、同社が 2007 年に日本で初めて取り扱った OneSpan のワンタイムパスワード技術は、今では日本のメガバンクにそろって採用され、インターネットバンキングに不可欠な存在となっている。さらに、同社は 2012 年に米国 Lastline の標的型攻撃対策クラウドサービスの販売を開始したわけだが、警察庁が把握している標的型メール攻撃の件数推移（2014 年：1,723 件→ 2015 年：3,828 件→ 2016 年：4,046 件→ 2017 年：6,027 件→ 2018 年：6,740 件→ 2019 年：5,301 件→ 2020 年：4,119 件、その後公表なし）から明らかなとおり、マルウェア等による標的型攻撃が大きな脅威として認識されたのは近年のことである。なお、標的型メール攻撃の件数は 2018 年以降ピークアウトしているものの、同庁に公表しているサイバー犯罪の検挙件数は 2018 年：9,040 件→ 2019 年：9,519 件→ 2020 年：9,875 件→ 2021 年：12,209 件と増加傾向に拍車が掛かり、企業に対するサイバー攻撃の脅威はむしろ増大している。

こうした事例は、同社が事業領域を的確に絞り込むことで注目すべき技術トレンド・最先端技術を明確に捉え、「先見の明」を持って「目利き力」を発揮してきたことを端的に示すものだろう。

4.「事業パートナー」から評価される「市場対応力」

ではなぜ、海外の新興企業が同社を日本における事業パートナーとして選択するのか。その理由が、顧客のニーズや満足度を重視する企業理念に裏打ちされた経営戦略を実践することで創業来磨き上げてきた「市場対応力」の高さである。

同社の「市場対応力」の源泉は、1）輸入技術と独自技術を組み合わせ、顧客満足度が高いソリューションへと発展させる力、2）アライアンスや M&A 戦略を駆使することでミッシングパーツを充足させる力にある。一般的に、ベンチャー企業はせっかく良い技術や良い製品を生み出しても、バリューチェーンのうち、保守や販売の部分で大手企業に見劣りすることが多いわけだが、同社の場合、創業 2 年後の 1991 年には東芝 IT サービス（株）（旧東芝エンジニアリング（株））と保守委託契約を締結、販売においてはアライアンス等による間接販売網の整備にとどまらず、業務資本提携や M&A によるタッチポイント獲得を含む直販力強化にも取り組んできたことが特徴的である。

同社は、商材開発（輸入技術と独自技術の組み合わせ）から保守（自社による問題の切り分けと業務委託によるメンテナンス作業）や販売（直販と代理店網の併用）に至るバリューチェーン全体でパートナリング戦略を積極活用することで、有力な顧客に評価され、優れた顧客基盤（単体ベースで大手企業中心に 300 社以上、ほぼ 9 割の顧客と直接取引）を効率的に構築することを実現している。そして、こうして形成された「日本における優れたディストリビューション能力（豊富な顧客情報、24 時間 365 日の保守体制、直販と間接販売を組み合わせた充実した顧客接点）」が、海外の新興企業が日本におけるパートナーとして同社を選ぶ決め手となっているわけである。

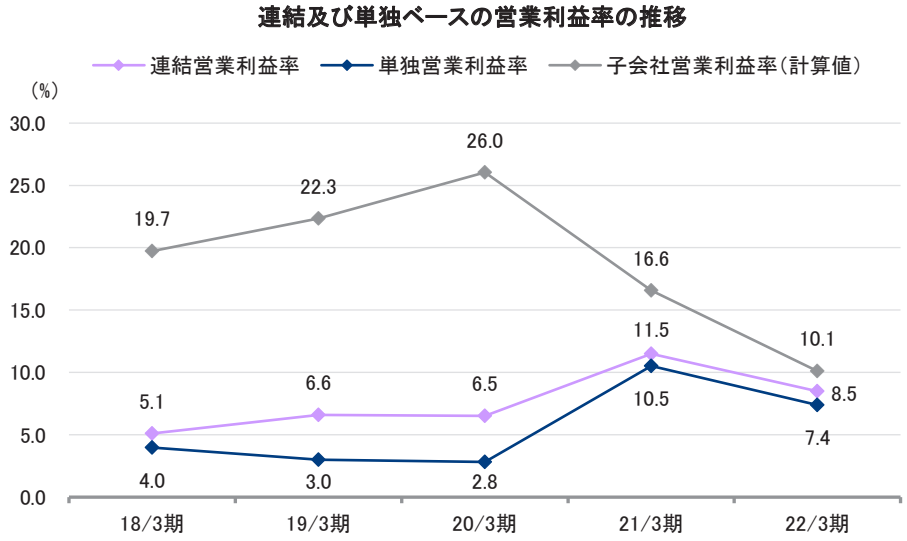
2020 年 3 月、同社はネットワーク仮想環境やサイバーセキュリティソリューション等の領域でグローバルリーダーの一角を占め米国 NASDAQ 市場において株式を公開しているイスラエル Radware<RDWR> とディストリビューター契約を締結した。日本ラドウェア（株）が発表したプレスリリースには、『テリロジーは数多くの海外の最先端技術を日本市場に提供し、日本市場を創造した実績があります。日本市場に実績がない技術、製品においても安定した稼働と運用を実現し、長年にわたり日本のお客様企業から厚い信頼を得ています。Radware は、テリロジーが提供する高いソリューション提案力及びサポート力と、Radware が業界のリーダーと評価される技術力とのシナジー効果が期待され、日本のお客様企業に主力製品である「クラウド WAF サービス」「Bot マネージャー」「クラウドワークロードプロテクション」を含む統合的なセキュリティソリューションを提供できると判断し、今回のディストリビューター契約締結を行うことといたしました。』と記されている。同社の「目利き力と市場対応力」が海外のテクノロジー企業から高く評価されている証左として受け止めたい。

5. 同社の「強み」が企業業績面でも顕在化しつつある

同社が「目利き力と市場対応力」を武器としながら、パートナリング戦略によるバリューチェーンの強化を実現し、優れた顧客基盤を獲得していることは高く評価できよう。とはいえ、同社のパートナリング戦略には、一般的に収益性が低くなりがちな商社機能をビジネスモデルに組み入れるという側面もあり、2017 年 3 月期まで同社の営業利益率（代表的な収益性指標であり、企業競争力の優劣を映す）は低迷していた。しかしながら、2018 年 3 月期以降は改善傾向に転じ、これまで見てきた同社の強みが企業業績面でも顕在化してきたように感じられる。

同社の 2018 年 3 月期から 2022 年 3 月期までの営業利益率の推移を連結と単独、計算上の子会社合計値のそれぞれで見ると、連結ベースが 5.1% → 6.6% → 6.5% → 11.5% → 8.5%、単独ベースが 4.0% → 3.0% → 2.8% → 10.5% → 7.4%、子会社合計値が 19.7% → 22.3% → 26.0% → 16.6% → 10.1% となっている。

2022 年 3 月期については、収益認識会計基準等の適用と M&A による新規連結影響（先行投資局面にある企業の子会社化は営業利益率押下げ要因となる）を受けて前期の水準を下回ったが、傾向としては、1）低迷していた単独営業利益率が一気に向上し同業他社比で見ても遜色ない水準に達している、2）M&A により子会社化した企業を含む子会社群の営業利益率は単独を上回るだけでなく絶対水準としても高い、といったことが読み取れる。



出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

業績動向

2022 年 3 月期の利益水準は従来予想から大きく上振れ。株主還元や M&A による影響を吸収し財務の健全性は維持している

1. 2022 年 3 月期業績は実質的に良好な内容

2022 年 3 月期の連結業績は、売上高が前期比 11.1% 増の 5,223 百万円、営業利益が同 18.3% 減の 441 百万円となった。また、営業利益率は 8.5% と前期比 3.0 ポイント低下、期中受注高が 6,058 百万円と前期比 11.1% 増、期末受注残高は前期末比 79.1% 増の 1,890 百万円へと積み上がった。

2022 年 3 月期から収益認識会計基準等を適用したことによる収益押し下げ影響は、売上高が 516 百万円減、営業利益が 139 百万円減であった。こうしたなかで、営業利益については従来予想（期初予想 170 百万円→上期決算発表時予想 250 百万円）から大きく上振れて着地しており、実質的には順調な業容拡大を示す決算内容であったと考える。

営業利益率の低下が目立つわけだが、2021 年 3 月期が出来過ぎの感があったところに、収益認識会計基準等の適用や IGLOOO 及びクレシードの新規連結にかかる影響が重なったためであり、オーガニックベースで見れば特に問題視する必要はない。

簡易損益計算書

（単位：百万円）

	17/3 期	18/3 期	19/3 期	20/3 期	21/3 期	22/3 期
売上高	2,434	3,221	3,660	4,051	4,701	5,223
前期比	-7.7%	-	13.6%	10.7%	16.1%	11.1%
売上原価	1,709	2,197	2,256	2,537	2,757	3,162
前期比	-9.6%	-	2.7%	12.5%	8.7%	14.7%
売上総利益	725	1,024	1,403	1,513	1,944	2,061
前期比	-3.0%	-	37.0%	7.8%	28.5%	6.0%
販管費	831	858	1,159	1,249	1,404	1,620
前期比	15.2%	-	35.0%	7.8%	12.4%	15.4%
営業利益	-105	166	244	263	540	441
前期比	-	-	47.0%	8.0%	104.7%	-18.3%
経常利益	-97	173	229	288	543	439
前期比	-	-	32.3%	25.4%	88.5%	-19.0%
当期純利益	-99	154	207	214	437	273
前期比	-	-	34.6%	3.5%	103.9%	-37.5%

注：2017 年 3 月期は単体、2018 年 3 月期以降は連結決算、2018 年 3 月期以降は親会社株主に帰属する当期純利益、2022 年 3 月期より収益認識会計基準等を適用
出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

2022 年 3 月期における事業部門別売上高は、ネットワーク部門の売上高が前期比 13.4% 減、セキュリティ部門が同 6.0% 増、モニタリング部門が同 25.6% 減、ソリューションサービス部門が同 82.7% 増であった。

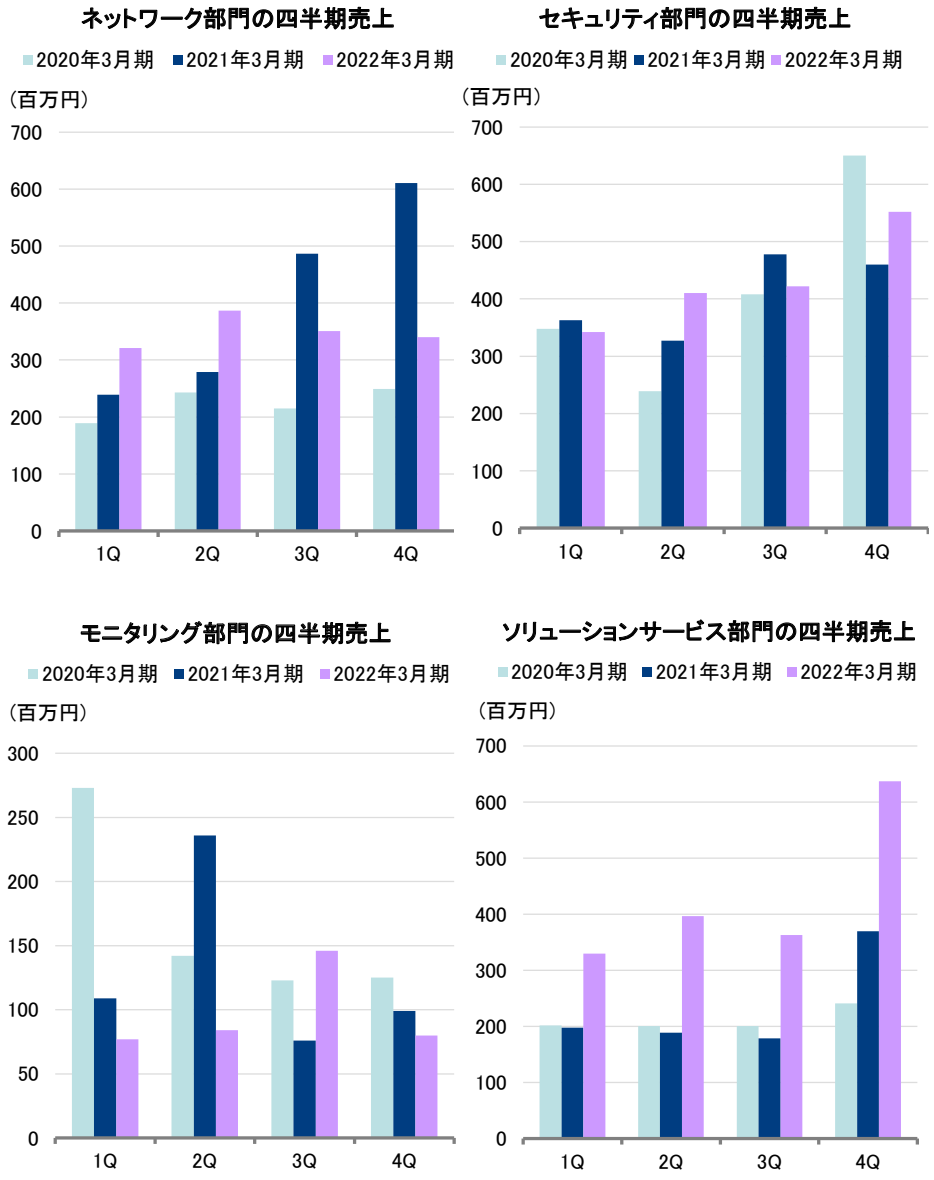
ネットワーク部門の減収は、2021 年 3 月期下期のハードルが高かったことに収益認識会計基準等の適用というテクニカルな要因が重なったことによる。買い替え期を迎えた米国 Infoblox 製の DHCP/DNS アプライアンス（IP アドレス管理サーバー「Infoblox」）製品と 2021 年 3 月期から販売を開始した「Radware」製品の受注は堅調に推移し、セキュアなクラウド型無線 LAN「Extreme Networks」製品の受注活動は概ね予定通りとなった。

セキュリティ部門については、東京オリンピック・パラリンピックの開催やコロナ禍における社会生活や経済活動でのインターネット依存度の高まりを受けてサイバー攻撃の脅威が増大するなかで順調に推移した。具体的には、1）OT/IoT の普及で喚起された電力系などの重要インフラや工場及びビル管理といった産業制御システムにおけるセキュリティ対策需要に対応する「Nozomi Networks」製品、2）日々高度化・複雑化するサイバー攻撃や不正アクセスといった脅威に対抗するネットワーク不正侵入防御セキュリティや標的型攻撃対策クラウドサービス、3）サイバー犯罪・テロ等に関する情報を収集・分析する「KELA」CTI サービスや、サプライチェーンのリスクを可視化するサイバーリスク自動評価サービス「BitSight」、などが好調であった。また、SNS を AI で分析し犯罪グループ間の隠れた関係や裏アカウントなどを特定するサービスが官公庁からの受注を獲得したほか、次の大きなテーマとして取り組んでいるソフトウェアサプライチェーンリスクのサービスも大手通信事業者への導入を実現している。

モニタリング部門は、電力系インターネットサービスプロバイダや国内金融機関からパケットキャプチャ製品「momentum」の受注を獲得したものの、「momentum」の新モデルへの切り替えに伴う販売体制の立ち上げに時間を要したことで減収となった。運用監視クラウドサービス「CloudTriage」は既存主要顧客向けを軸に据えた需要掘り起こし活動に注力しており、同部門の下期売上高は上期に比べ増加している。「momentum」と「CloudTriage」は高い採算性が期待できる自社製品 / サービスであるだけに、今後の行方に注目しておきたい。

ソリューションサービス部門の大幅増収はクレシードの新規連結によるところが大きいわけだが、オーガニックベースでも 2 桁増収を実現した模様である。コロナ禍が続くなかで、1）同部門の既存主力プロダクトである「みえる通訳」（手話を含む多言語リアルタイム映像通訳サービス）への評価が高まり、在留外国人や聴覚障害者とのコミュニケーション手段としてワクチン接種会場等での需要が拡大した、2）「Web 会議サービス」が当たり前となりつつあるなかで、従来のライセンス及びウェビナー契約に加えて映像・音響機器等の付帯商材の需要も拡大、「かんたん接続クラウドマネージド VPN サービス」がその簡便性と値頃感によりクラウド PBX や理美容サロンをはじめとする小売流通や中堅企業等からの引合いを集めたことなどがオーガニック成長に貢献した。なお、自社開発の RPA ツール「EzAvater」は販売代理店網の拡大とブランドの知名度向上のマーケティング活動に注力しており、IGLOOO とクレシードの受注活動は想定線で推移している。

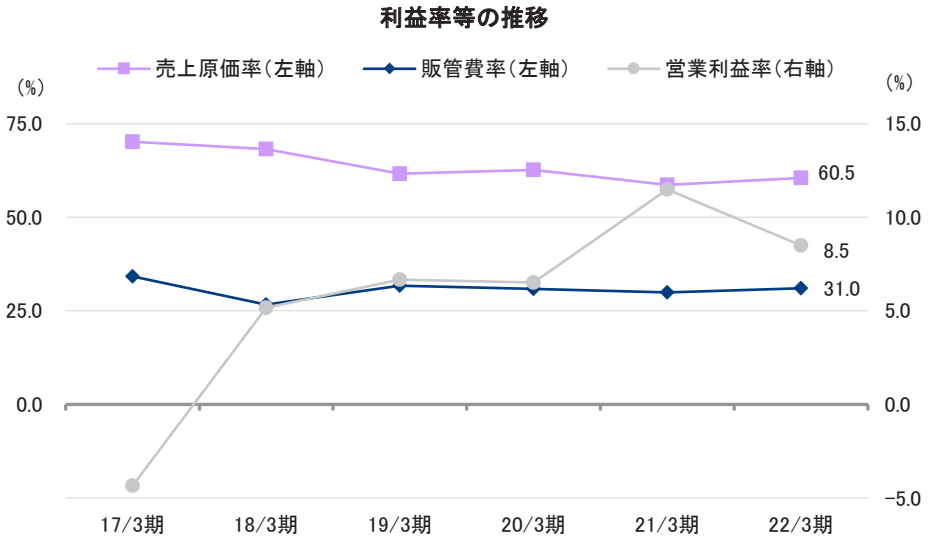
事業部門別の四半期売上高の推移



出所：有価証券報告書及び四半期報告書、決算短信よりフィスコ作成

2022 年 3 月期の売上原価率は 60.5% と前期比 1.9 ポイントの上昇、販管費率は 31.0% と同 1.1 ポイントの上昇となった。いずれも、収益認識会計基準等の適用や先行投資局面にある IGLOOO 及びクレシードの新規連結が直接的な要因として指摘できる。

結果、2022 年 3 月期の営業利益率は 8.5% と 2021 年 3 月期の 11.5% から 3.0 ポイントの低下となった。ただ弊社では、利益率が低いハードウェア販売を伴う同社のビジネスモデルを勘案すると現時点における同社の実力値を営業利益率 7% 程度と考えており、2021 年 3 月期の利益率水準は出来過ぎ、2022 年 3 月期は良好な水準との印象を持っている。



注：2017 年 3 月期は単体、2018 年 3 月期以降は連結決算
出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

2. 株主還元や M&A によるキャッシュアウトを吸収して財務体質は健全性を保っている

財務体質についても、健全性を維持している。2022 年 3 月期末の自己資本比率は 40.2%（前期末は 46.6%）、流動比率は 148.9%（同 169.9%）と低下したが、D/E レシオ（有利子負債／自己資本）は 0.11 倍（同 0.13 倍）、ネットキャッシュ（現金及び預金－有利子負債）は 1,901 百万円（同 2,070 百万円）と前期末水準を保っている。

また、通常の配当原資となる単体ベースの利益剰余金は 2022 年 3 月期末で 498 百万円（同 502 百万円）となっており、仮に 1 株当たり 7 円の配当を継続したとしても 4 年分強の配当原資を確保していることになる。

なお、同社は 2020 年 3 月期末に 14 期振りとなる復配を実施（以降、年間 5 円 / 株の普通配当を継続、加えて 2022 年 3 月期には年間 2 円 / 株の特別配当を実施）、2021 年 3 月期には M&A で 223 百万円、2022 年 3 月期には自己株式の取得で 249 百万円のキャッシュアウトを行っている。こうした株主還元や成長戦略の活発化は、自己資本比率が 2018 期 3 月期末の 24.4% から 2020 年 3 月期末には 53.9% へと大幅に上昇し、流動比率も 2018 年 3 月期末の 99.0% から 2020 年 3 月期末には 209.4% と十分な支払余力を示す 200% 超えを達成したことを受けたものと考えられ、財務面に配慮した規律ある企業価値向上戦略が推進されている。

2022 年 3 月期末における資産合計は前期末比 365 百万円増の 5,991 百万円、純資産合計は同 203 百万円減の 2,439 百万円となった。前期末比増減の内訳を見ると、資産では前渡金の 754 百万円増が目立ち、純資産の減少は自己株式の増加（234 百万円）が主因となっている。

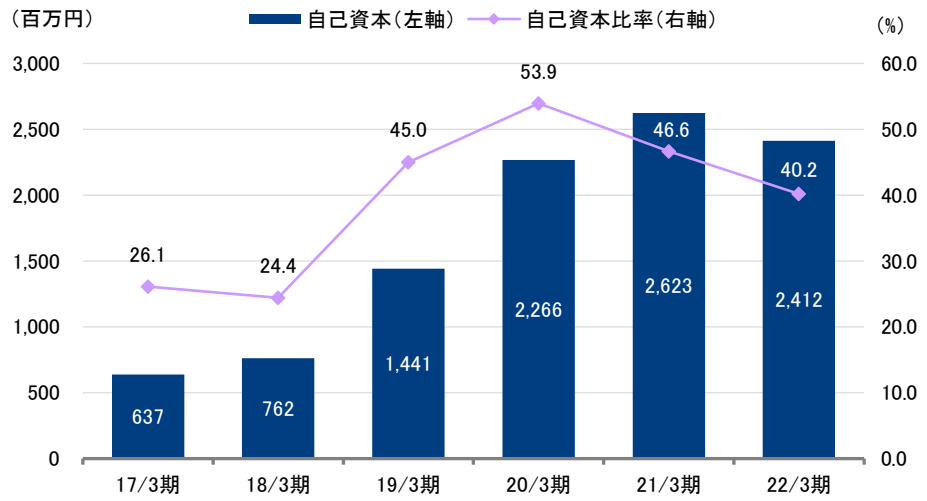
簡易連結貸借対照表

（単位：百万円）

	17/3 期末	18/3 期末	19/3 期末	20/3 期末	21/3 期末	22/3 期末	前期末比
流動資産	2,063	2,288	2,355	3,404	4,515	4,871	356
現金及び預金	1,098	972	1,064	1,895	2,418	2,159	-259
受取手形及び売掛金	494	863	742	871	965	838	-126
棚卸資産	24	35	56	102	180	72	-108
固定資産	375	834	839	798	1,109	1,119	9
有形固定資産	93	131	148	147	208	188	-20
無形固定資産	63	381	353	339	526	478	-48
投資その他の資産	218	321	337	311	374	452	78
資産合計	2,439	3,123	3,194	4,203	5,625	5,991	365
流動負債	1,752	2,312	1,314	1,626	2,657	3,271	614
買掛金	315	252	243	451	378	174	-204
短期借入金等	750	1,177	137	130	57	38	-19
固定負債	49	48	439	307	324	279	-44
長期借入金	-	-	386	256	290	220	-69
リース債務	35	9	11	7	6	1	-4
負債合計	1,802	2,361	1,753	1,934	2,981	3,551	569
（有利子負債）	750	1,177	524	386	347	258	-89
純資産合計	637	762	1,441	2,269	2,643	2,439	-203

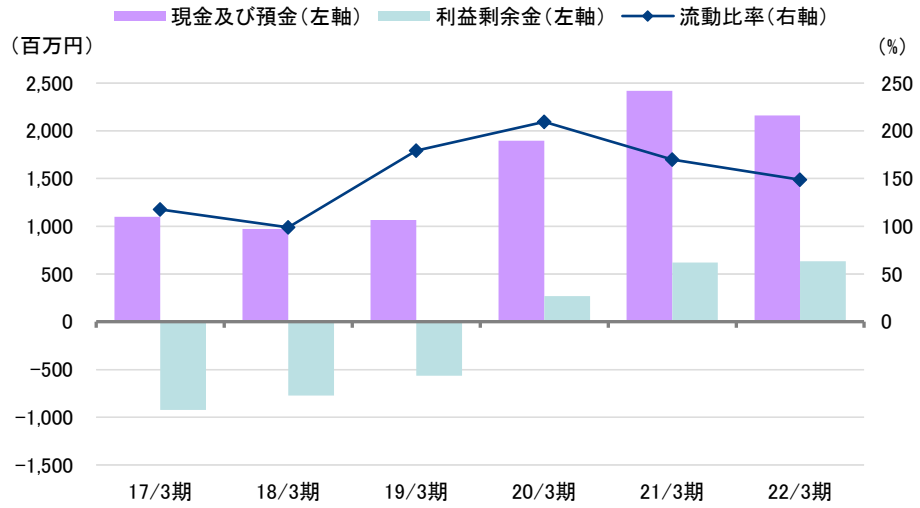
注：2017 年 3 月期は単体、2018 年 3 月期以降は連結決算
　　2022 年 3 月期の受取手形及び売掛金には契約資産を含む
出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

自己資本と自己資本比率の推移



注：2017 年 3 月期は単体、2018 年 3 月期以降は連結決算
出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

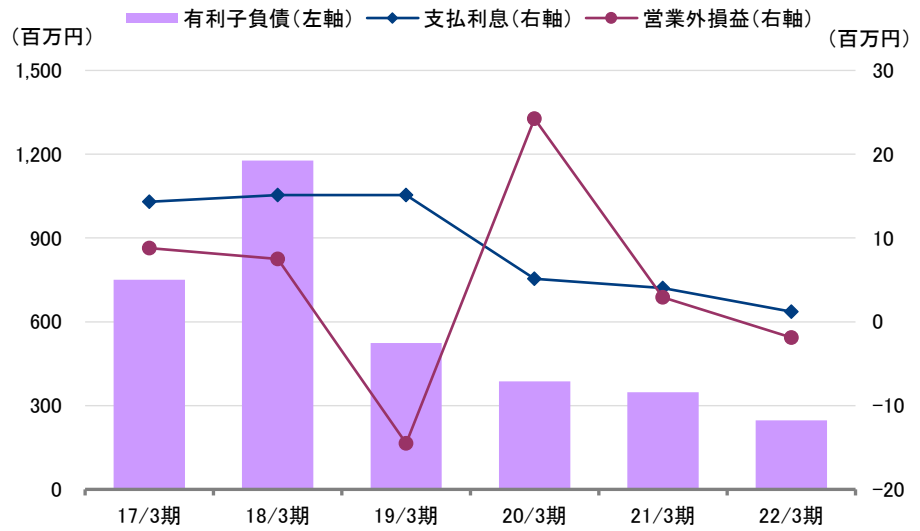
流動比率と現金及び預金、利益剰余金の推移



注：2017 年 3 月期は単体、2018 年 3 月期以降は連結決算
出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

また、財務体質の健全化は営業外損益の改善にもつながっている。輸入商材を主力プロダクトとして取り扱う同社の場合、為替差損益が営業外収益に与える影響を完全に排除することはできないものの、2022 年 3 月期の支払利息は前期比 44.0% 減となり、有利子負債の圧縮効果が継続している。

有利子負債と支払利息、営業外損益の推移



注：2017 年 3 月期は単体、2018 年 3 月期以降は連結決算
出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

2022 年 3 月期末における現金及び現金同等物の残高は 1,867 百万円となった。各キャッシュ・フローの状況を見ると、営業活動によるキャッシュ・フローは税金等調整前当期純利益が 411 百万円となったことを主因に 414 百万円の収入、投資活動によるキャッシュ・フローは有形・無形固定資産や投資有価証券の取得による支出を受けて 243 百万円の支出となった。また、財務活動によるキャッシュ・フローは、長期借入金の返済による支出 89 百万円、配当金の支払額 82 百万円、自己株式の取得による支出 249 百万円等が積み上がり、全体として 428 百万円の支出となった。

簡易キャッシュ・フロー計算書

（単位：百万円）

	17/3 期	18/3 期	19/3 期	20/3 期	21/3 期	22/3 期
営業活動によるキャッシュ・フロー (a)	291	-55	374	484	1,131	414
投資活動によるキャッシュ・フロー (b)	0	-440	-55	-24	-256	-243
財務活動によるキャッシュ・フロー	-219	391	-218	464	-237	-428
フリー・キャッシュ・フロー (a) + (b)	291	-495	318	459	874	171
現金及び現金同等物の期末残高	535	462	569	1,500	2,128	1,867

注：2017 年 3 月期は単体、2018 年 3 月期以降は連結決算
出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

今後の見通し

2023 年 3 月期業績予想は必達目標。持株会社体制のもとで「全体最適化力の強化」と「強みの磨き上げ」を目指す

1. 2023 年 3 月期業績予想における営業利益率の前提は保守的に見える

同社は、2023 年 3 月期の連結業績予想について、売上高を前期比 18.7% 増の 6,200 百万円、営業利益を同 16.2% 減の 370 百万円、経常利益を同 15.8% 減の 370 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 8.6% 減の 250 百万円とする期初計画を公表した。この数値は、2021 年 5 月に公表された新中計における 2 ヵ年目の数値目標と一致している。同社はドル建て価格で仕入れ、円建て価格で販売する輸入商材を多く取り扱っているため、円安局面では粗利率低下影響が先行するわけだが、ロシアによるウクライナ侵攻により国際情勢が緊迫化するなかにあっても新中計で掲げた数値目標は最低限達成するとの同社の思いが読み取れよう。

期初計画における増収率 18.7% 増は過去の増収率（2019 年 3 月期 13.6% 増→ 2020 年 3 月期 10.7% 増→ 2021 年 3 月期 16.1% 増→ 2022 年 3 月期 11.1% 増）に比べて高めに見える。しかしながら、1）2023 年 3 月期は収益認識会計基準等の適用による名目上のマイナス影響（2022 年 3 月期は 516 百万円減）がなくなる、2）売上高予想に際し、各事業会社は想定すべき不透明要因をすべて織り込んでいる、3）2022 年 3 月期は減収となったネットワーク部門で増収確度が高いプロダクトが存在する、4）円安を受けた輸入商材の価格改定（値上げ）が増収要因として働く可能性がある、といった点から同社による売上高予想には相当程度の妥当性があると判断している。

ネットワーク部門で増収確度が高いプロダクトは、1）IP アドレス管理サーバー「Infoblox」製品と「Radware」製品である。前者は、国内で 500 台程度納入済みの現行モデルからセキュリティ機能を備え付加価値が高められた新モデルへの更新需要が国内大手製造業中心に継続中（受注ベースで見た案件数は 2021 年 3 月期：69 件 /221 台→ 2022 年 3 月期：68 件 /89 台）であり、2023 年 3 月期においても更新需要の取り込みと付加価値向上によるアップセル効果が十分に期待できる。

後者の「Radware」製品については、2021 年 3 月期から販売を開始した前代理店からの顧客巻き取りが堅調に推移している。同社が取り扱う「Radware」の主力プロダクトは、1）「サービス停止攻撃」とも呼ばれる DoS/DDoS 攻撃を自律的に防御する DDoS 対策機器・サービス、2）日本市場で多くの実績を誇るロードバランサー（サーバーへの負荷を分散し安定的に稼働させる製品）、3）回線負荷分散のデファクトスタンダードとされるマルチホーミング機器、4）業界最高の Web アプリケーションセキュリティを実現するクラウド WAF サービス、5）自動化された脅威（Bot）から Web アプリケーション、モバイルアプリケーション、API といったすべてのチャネルを保護する Bot マネージャー、6）クラウド資産を包括的に保護する Cloud Workload Protection サービスであり、2）と 3）がネットワーク関連、残りがセキュリティ関連となる。

同社は 2020 年 3 月のディストリビューター契約締結で日本における「Radware」製品の 1 次代理店となったわけだが、従前そのポジションにあった企業からは円満な形でバトンタッチされたもようであり、順調な顧客巻き取りによって保守契約込みで年間 6 億円程度の売上を同社が近年中に獲得できる蓋然性は高い。加えて、前代理店ではネットワーク関連の取り扱いが中心であったため、セキュリティ関連において既存プロダクトとの棲み分けが可能である同社においてはクロスセルやアップセルを通じて一回り大きな事業規模への発展が期待される。実際、2022 年 3 月期における「Radware」関連の受注額は 166 百万円（2021 年 3 月期は 217 百万円）、保守売上については 278 百万円（同 55 百万円）と順調に推移している。保守売上がストック型ビジネスであることを勘案すれば、2023 年 3 月期においても増収に貢献する蓋然性は高いと判断する。

一方、期初計画における 2023 年 3 月期の営業利益率は 6.0% と 2022 年 3 月期実績の 8.5% から 2.5 ポイント低下することを見込んでいるが、以下の点から弊社では保守的な前提であると判断している。

2023 年 3 月期に想定される利益率低下要因としては、1）IGLOOO とクレシードによる先行投資、2）持株会社体制移行に伴うコスト増、3）ロシアによるウクライナ侵攻を契機に急速に進んだ円安影響（輸入商材の仕入価格上昇）等が考えられるわけだが、1）については両社とも利益率が改善する可能性があり、2）の影響は大きくないように思われる。3）について同社は 10 円 / 米ドルの変動で 1 億円の影響があるとしており、受注済・提案済の案件については一定の影響は免れない。しかしながら、4 月末時点での価格表は 130 円 / 米ドル前提に改定されており、円安影響のマイナス面のみが顕在化する可能性は限定的に見える。

なお、2023 年 3 月期の期末配当は 1 株当たり 5 円配当（普通配当のみ）を予定しており、配当性向は 32.4% となる。

2. 持株会社体制への移行で期待される「グループ全体最適化力の強化」と「強みの磨き上げ」

2022 年 4 月、同社は取締役会において持株会社体制へ移行することを決議した。この決疑は、同社グループの事業展開の加速化及びガバナンスの強化を通した企業価値向上の実現を目的としている。6 月の定時株主総会での承認及び関係当局による認可等を経て、2022 年 11 月 1 日に設立登記されるテリロジーホールディングスに同社株式を移転し、同日にテリロジーホールディングスが東証スタンダード市場に新規上場（テクニカル上場、実質的に同社株式が上場維持されるかたち）する予定である。

現体制では、親会社である同社（単体）がトータルセキュリティソリューションサービス事業を営みつつ、子会社の管理を行っているが、新体制では、持株会社がグループ経営機能、投資機能及び新規事業開発機能に特化する一方で、各事業会社は担当事業領域において独自に成長戦略を描き環境変化に応じて迅速かつ柔軟に意思決定・事業推進を行っていくことになる。つまり、同社の強みである「目利き力と市場対応力」のうち、一段高い視座に立った「目利き力」を持株会社が、より顧客に寄り添った「市場対応力」を各事業会社が権限と責任をもって磨き上げ、発揮することを目指した体制への移行と言える。また、M&A 戦略等により多角化や事業領域拡大を目指すなかでグループ全体の最適化はこれまで以上に重要性が増すことになり、今回の持株会社体制への移行は中長期的な企業価値向上に資するものと評価したい。

3. 売上高 100 億円実現に向けての道筋を示す新中期経営計画

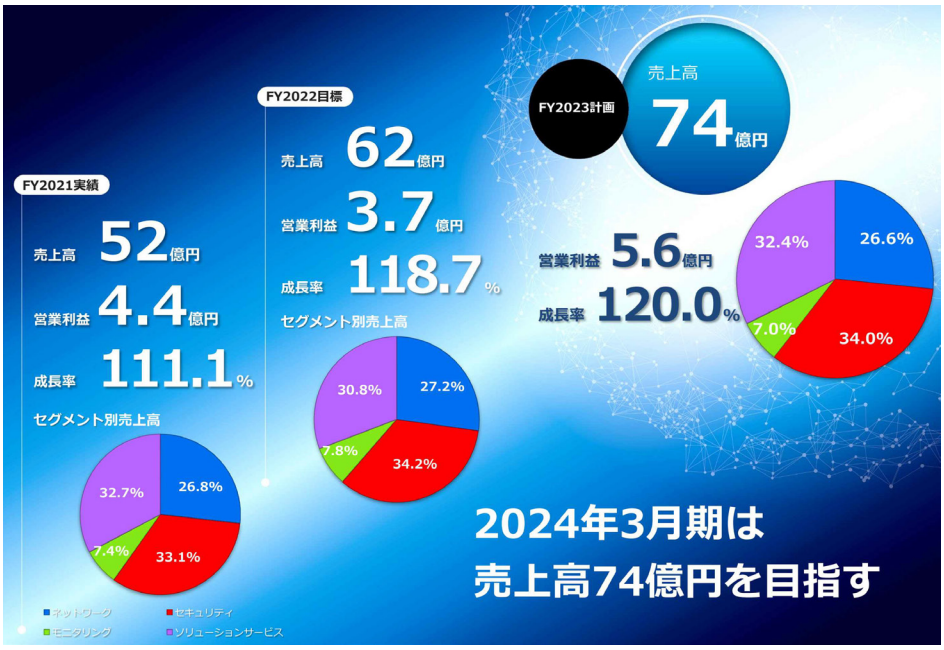
2021 年 5 月に公表された同社の新中計（2022 年 3 月期を初年度とする 3 ヵ年計画）には「オーガニック成長の数値目標」「目標達成に向けての基本戦略・重点施策」「M&A・事業アライアンス戦略実行に関する基本的な考え方」が掲げられている。

まず、最終年度（2024 年 3 月期）の数値目標（売上高 74 億円、営業利益 5.6 億円）からは、オーガニックベースで「売上高成長率 20% と営業利益率 8% の実現」を目指していることが読み取れる。加えて、M&A 戦略では約 10 ～ 20 億円規模の投資枠をイメージしつつ、1 案件の投資予算規模（3 ～ 5 億円）と獲得年商規模（5 ～ 10 億円）が明確に示されており、新中計の内容は売上高 100 億円実現に向けての道筋を示す意欲的なものと評価して良い。

また、「目標達成に向けての基本戦略・重点施策」におけるキーメッセージは、1）ストック型事業モデルの強化、2）ダイナミックなグループ事業の拡大、3）グローバルな事業展開である。いずれの項目も、M&A を含むアライアンス戦略が鍵を握るだけに、持株会社に投資及び新規事業開発機能を集中することはポジティブに受け止められる。また、各事業会社が責任と権限を持って迅速かつ柔軟に意思決定・事業推進を行っていく体制への移行は、新中計で示されている「グループ会社ごとの目標達成に向けたアクションプラン」を後押しすることになると言えるだろう。今後は、各社のプラン遂行状況にも注目していきたい。

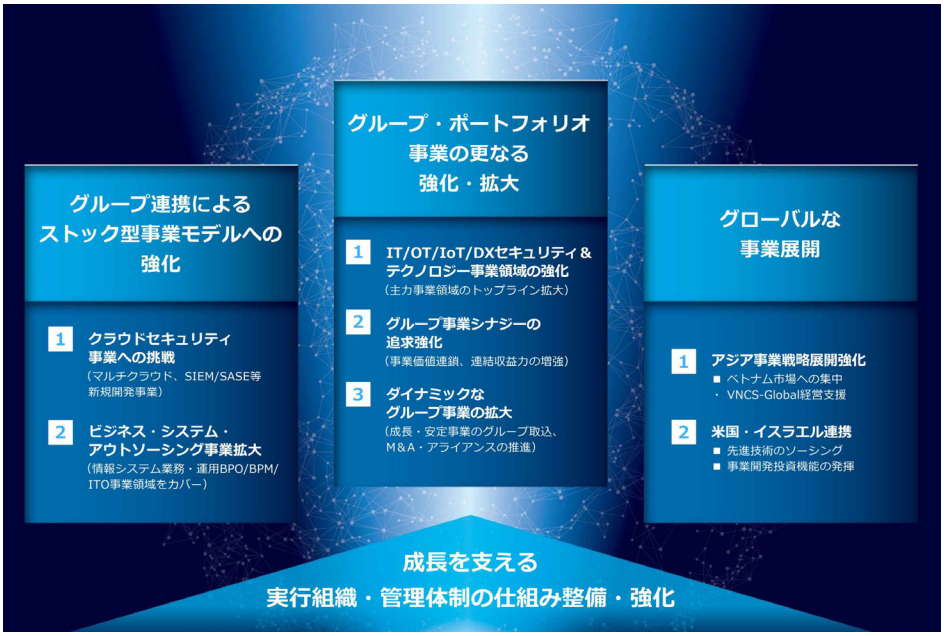
今後の見通し

2021-2023　3 ヵ年中期経営計画（数値目標）



出所：決算説明会資料より掲載

2021-2023　3 ヵ年中期経営計画（基本戦略・重要施策）



出所：決算説明会資料より掲載

FISCO

重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■
〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3
株式会社フィスコ
電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）
メールアドレス：support@fisco.co.jp