

# HENNGE (4475 JP)

## 高い FCF 創出力を兼ね揃えた優良成長企業

### エグゼクティブサマリー

2025 年 2 月 4 日

HENNGE は、ビジネス向け SaaS 事業 (Software as a Service) で高い競争力を持つ優良企業である。弊社 (以下、CGS) では、同社の強みを、売上高、利益の両面で高成長を安定して実現できる経営基盤があり、強いキャッシュフロー (CF) 創出力を持っていることと考えている。特に、FCF 転換率 (FCF ÷ 当期純利益) は過去 5 年間の平均で 220% に達し、今後も中長期的に同水準が維持可能と CGS では予想している。CGS では、今後の高い成長率や CF 創出力を考えれば、同社の EV/EBITDA 倍率は客観的に見て割安感が強いと分析している。

本レポートでは、同社のエクイティストーリーを主に以下の 3 つのポイントから考察し、解説していく。また、投資家の方々により深くエクイティストーリーを理解していただくために、代表取締役社長である小椋氏との議論の記録も掲載している (後日、バフェットコードに動画掲載予定)。

同社のエクイティストーリーの 3 つのポイントは以下の通り：

#### ① HENNGE One は高成長が続く

CGS では、今後 5 年間の ARR 平均成長率を 20% 以上とする会社目標は、十分達成可能と判断している。クラウドコンピューティングの普及、セキュリティ意識の高まりなど外部環境のフォローの風に加え、営業強化や新機能投入など自社努力が効果を発揮すると考えているため。

#### ② 今後 5 年間の営業利益平均成長率を 33% と見込む

HENNGE One のユーザー数の伸びを年 8-10% 程度、単価の上昇を年 8-11% と想定。別途単価上昇策の余地はある。

#### ③ 同社の利益成長 1% あたりのマルチプルに上昇余地が残されている

CGS が重視する利益成長 1% あたりの Valuation を、4 つのドライバー (資本効率、CF 転換率、利益成長のボラティリティ、及びキャピタルアロケーションの質) で分析した。その結果、HENNGE と同様に高い FCF 創出力を持つグローバル SaaS 企業の Valuation と比較した際、客観的にみて HENNGE は割安感が強く、同社の Valuation に大きな上昇余地が残されていると考える。

今後の視点としては、M&A、株主還元を含めた資本政策であろう。24 年 9 月期の ROE は 31% と高水準。同社は、M&A をより積極化する方針。現 ROE 水準や高い CF 転換率を維持しながら、質の高い M&A と、中長期的な配当拡大の両輪によるキャピタルアロケーションを期待している。

### 株式会社 Capital Growth Strategies

チームリサーチ

research@capital-gs.co.jp

### HENNGE 株式会社 (4475 JP)

株価 (2025 年 2 月 3 日) 1,177 円

時価総額 383 億円

年度(9月決算)	F25E	F26E	F27E	F28E
EPS	35	47	60	76
P/E	33x	25x	20x	16x
EV/EBITDA	19x	14x	11x	9x
P/B	8x	5x	4x	3x
配当利回り	0.4%	0.6%	0.8%	1.2%
ROE	28%	24%	22%	20%
FCF 転換率*	321%	257%	247%	240%
Incremental ROI**	117%	14%	48%	49%

\*FCF 転換率 = FCF ÷ 当期純利益

\*\*Incremental ROI = FCF 増加額 ÷ 営業費用増加額

## 目次

---

エグゼクティブサマリー	01
エクイティストーリー① HENNGE One は、クラウド化の流れなど外部環境のフォローと自社努力で高成長続く	03
エクイティストーリー② ARR20%成長をベースに、今後5年間の営業利益 CAGR は 33%を予想*	12
エクイティストーリー③ Valuation のドライバー分析に基づけば、同社の成長 1%あたりのマルチプルに大きな拡大余地がある	16
会社概要とビジネスモデル	24
リスク要因	29
CEO との対談	30
CGS による業績予想モデル	35

---

\*CGS による業績予想

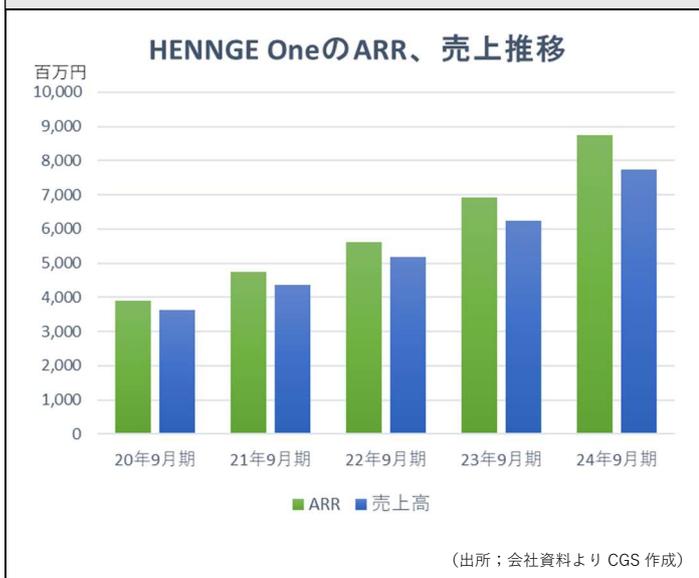
## エクイティストーリー① HENNGE One は、クラウド化の流れなど外部環境のフォローと自社努力で高成長続く

**サマリー：** HENNGE は、今後 5 年間の ARR 平均成長率を 20%以上とする中期目標を掲げたが、CGS では十分達成可能な目標と判断している。クラウド・コンピューティングの普及、メールセキュリティ意識の高まりなど外部要因の大きなフォローの風に加え、HENNGE の自己努力（営業強化、新サービス・新機能など）が効果を発揮すると考えているため。

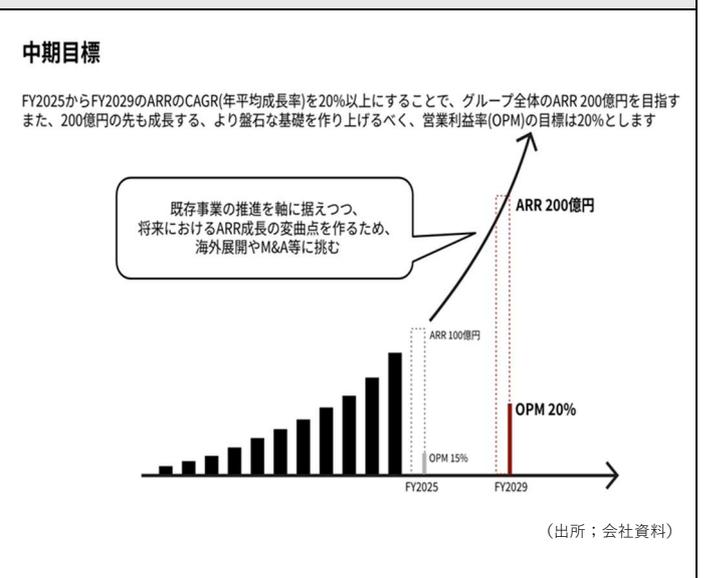
○HENNGE は、ID 統合管理とメールセキュリティの「HENNGE One」サービスを主に展開するソフトウェア企業。HENNGE One は、企業向け SaaS (Software as a Service の略、ソフトウェアを買い取らずにインターネットを通じて提供する仕組みで、サブスクリプション型の定額課金制度を採る方式が主) で、売上高の 92%を占め、営業利益の大半を稼ぐ。

○HENNGE は、中期ビジョン (11 月公表) の中で、HENNGE One 等の ARR (Annual Recurring Revenue ; 月間のサブスクリプション売上を 12 倍して年換算した数字) を、29 年 9 月期まで平均成長率 20%以上で成長させることを目標として掲げている (過去 5 年間の平均成長率は 22%)。CGS では、この目標の達成は十分に可能と考えているが、本章では、HENNGE One が今後も中長期で高成長を続けるための定性的な要因を、解説する。

図表 1：HENNGE One の過去 5 年の ARR・売上高推移



図表 2：ARR20%以上の平均成長を目指す中期目標を発表



○HENNGE One は、IDaaS (Identity as a Service ; クラウド上で提供される ID の統合・管理サービス) と、DLP (Data Loss Prevention ; 情報漏洩や不正使用を防ぐためのセキュリティ対策) に、サイバーセキュリティ機能を加えたサービス。IDaaS は、企業が使用する SaaS のセキュリティのためのアクセス管理や、複数の SaaS サービスの ID/パスワードを 1 つにまとめる SSO (シングル・サイン・オン) など。DLP は、メールの誤送信対策、ファイル転送・共有時のセキュリティ対応、データ保存の監視など。いずれも、企業がクラウド・コンピューティング (インターネットを通じてデータやアプリケーション、コンピュータの処理能力などを必要に応じて利用できるサービス) を使用することが、前提となる。なお、HENNGE One サービスの詳細は、24 ページ以降の企業概要で説明する。

○HENNGE One は、①企業向け SaaS であること、②ID 管理機能と DLP 機能、そしてサイバーセキュリティ機能をワンストップで提供できる競合は少ないこと、③既存顧客へのサポートも充実していること、などから解約

率が低い(24年9月時点での解約率は0.54%)。また、粗利益率が86%と高く、スケールメリットも大きい。そのため、新規顧客を増やし、顧客当たり単価を引き上げていくことが重要となる。一方で、競合のIDaaSやDLPサービスを使用している企業からのサービス転向は容易ではない。よって、新規顧客の獲得は、情報システムの変更を計画している企業にアプローチする方法が主体となる。なお、オンプレミス(情報システムのインフラやソフトを自社で保有する形式、システム運用にインターネットは使用しない)をメインに運用する場合、IDaaSやSaaS型のDLPの利用が進んでいない場合が多い。オンプレミスからMicrosoft 365やGoogle Workspace等のSaaS利用や活用への変更が、HENNGEにとっての好機となる。

○このようなビジネス環境の下で、HENNGE Oneが今後も高成長を続けると思われる理由は、以下の通り。

- I) クラウド・コンピューティングの普及;生成AIやIoT実装化も後押しへ
- II) クラウド・コンピューティングの中でのパブリッククラウド、ハイブリッド型への移行
- III) 企業におけるサイバーセキュリティリスクの高まり
- IV) 脱PPAP(Password Protected Attachment Policy;メールにパスワード付きZIPファイルを添付し、別途パスワードを知らせるメールを送る手法)やDLP強化の流れ
- V) 営業組織の拡充、ブランド力向上、提携等によるシェア拡大
- VI) 新機能、新サービスの追加による競争力向上と顧客単価の上昇

IからIVが外部要因、VからVIが内部要因となる。

#### I) クラウド・コンピューティングの普及

○日本では、クラウド・コンピューティングを使用しないオンプレミスが依然として多い。ガートナー・ジャパン株式会社が、23年11月のGartner IT Symposium/Xpo 2023において、「2024年に日本企業が押さえておくべきクラウド・コンピューティングのトレンド」を公表しており、その資料の中でクラウド・コンピューティングの導入状況に関する調査結果を公開している。この調査によると、SaaSの導入比率は35%、IaaS(Infrastructure as a Service;クラウド上でサーバーやストレージ、ネットワークといったITインフラを提供するサービスで、アマゾンのAWS、マイクロソフトのMicrosoft Azure、グーグルのGCPなど)の導入比率は24%にとどまる。セキュリティ重視や移行コストの問題等から、日本のオンプレミスからクラウド・コンピューティングへの移行は、発展途上と言える。

○図表5、6に、オンプレミス、3種のクラウド・コンピューティング形態(プライベートクラウド、パブリッククラウド、ハイブリッドクラウド)について、比較表をまとめた。HENNGE Oneのユーザーは、主にパブリッククラウドとハイブリッドクラウドである。オンプレミスから、パブリッククラウド、ハイブリッドクラウドに移行するとき、ネットワークのセキュリティはVPN(Virtual Private Network;安全な専用回線をインターネット上に作る仕組みで、データが暗号化され、外部からの盗聴や不正アクセスを防ぐ。管理の煩雑さや通信速度の低下などの問題がある)から変更されやすく、新規顧客獲得のチャンスが生れる。HENNGE Oneは、IDaaSにおいてトップシェア。オンプレミスからの移行が継続していけば、HENNGEの新規顧客獲得できる可能性は高まる。

○オンプレミスからクラウド・コンピューティングの移行が今後も進行すると考える背景は以下の通り。

- 1) デジタルフォーメーション(DX)の推進
- 2) 中堅・中小企業のクラウド導入(初期投資が小さいクラウドは中小企業向き、政府の補助金も後押し)
- 3) AIやIoTの普及と活用(大量のデータを処理・保存・分析するため、クラウドが有利)
- 4) 生成AIやブロックチェーンなどクラウドベースの新技术の普及
- 5) IT人材の不足(オンプレミスはITインフラの維持管理に多くの人材を要する。維持管理よりもDXの推進に人材を割いた方が成長に寄与する)

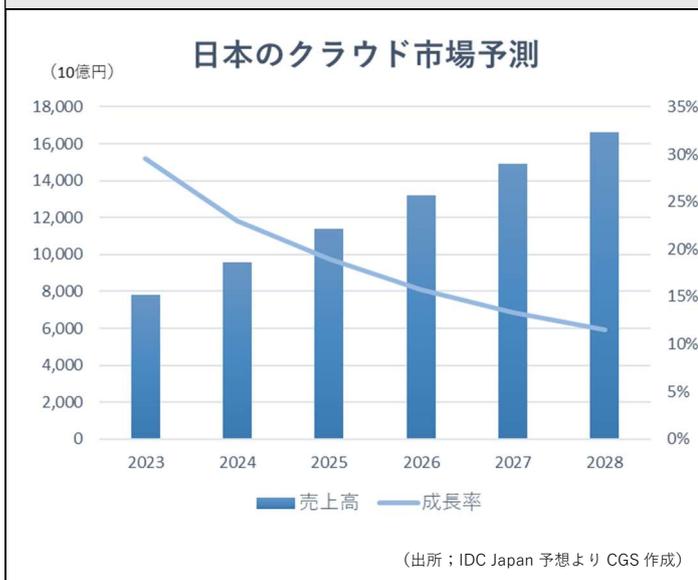
6) SaaS 系サービスの拡充によるクラウドの利便性向上

○特に、生成 AI を含め AI 普及のインパクトに注目したい。AI の学習や推論には高い計算能力が必要であり、GPU (Graphics Processing Unit) や TPU (Tensor Processing Unit) といった専門的なプロセッサを使用する。アマゾン、マイクロソフト、グーグルなど大手クラウドプロバイダーは、日本でも NVIDIA の GPU を使った大型データセンターに多額の投資を計画している。オンプレミスでこれらのリソースを構築するのは難しく、クラウドを使用するメリットが増大する。

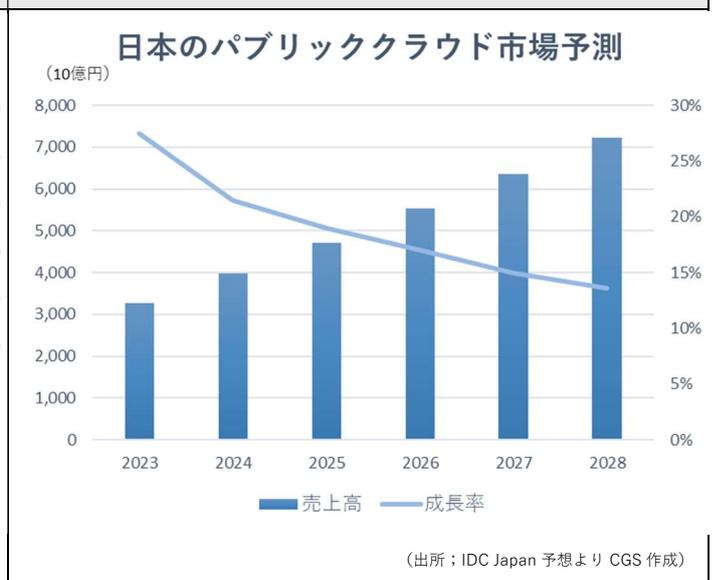
II) クラウド・コンピューティングの中でのパブリッククラウド、ハイブリッド型への移行

○図表 5、6 に示したように、クラウド・コンピューティングは、プライベートクラウド、パブリッククラウド、ハイブリッドクラウドに大別できる。パブリッククラウドでは、VPN は使用せず、クラウドプロバイダーのセキュリティーサービスや HENNGE One のような SaaS サービスを使う。プライベートクラウドやハイブリッドクラウドでは、VPN が未だ多いようだが、①利用する SaaS サービス数の増加 (サービスの数だけ ID やパスワードが必要で、利用者、管理者ともに不便性が増す)、②リモートワーク増による VPN の通信速度の遅さに対する不満 (大容量のファイルが開けなかったり、多人数がリモート会議に参加すると回線が切れやすくなる)、③セキュリティーの向上 (VPN は全体のネットワークにアクセスを許可するため、攻撃者が侵入すると社内ネットワーク全体が危険にさらされる可能性があるが、SaaS 型 ID 管理ならユーザーごとにアクセス権限を細かく設定可能)、などの理由から脱 VPN が進んできている模様。

図表 3 : 日本のクラウド市場予想 (IDC Japan 予想)



図表 4 : 日本のパブリッククラウド市場予想 (IDC Japan 予想)



図表 5 : オンプレミスとクラウド・コンピューティングの分類概要と IDaaS と DLP の使用状況

	オンプレミス		クラウドコンピューティング		
	オンプレミス	プライベートクラウド	パブリッククラウド	ハイブリッドクラウド	
インフラ(サーバー、ストレージ、ネットワークなどの所有権)	完全に自社所有	自社所有またはプロバイダー所有	プロバイダー所有	自社所有とプロバイダー所有を組み合わせた構成	
インターネット依存	必要ない	必要ない場合もある	必須	一部必須 (パブリック部分利用時)	
VPNの使用パターン	頻繁に使用 (リモートアクセスが必要)	必要に応じて使用 (リモート管理・アクセス強化)	ほとんど不要 (プロバイダーがセキュア通信を提供)	頻繁に使用 (プライベート部分のセキュリティ確保)	
IDaaSの使用パターン	使用しない (内部で管理)	選択的に使用 (柔軟なID管理が必要な場合)	頻繁に使用 (SaaSやIaaSで標準的に利用)	選択的に使用 (パブリック部分で特に有用)	
SaaSの使用パターン	使用しない	限定的に使用 (一部アプリケーションで利用)	頻繁に使用 (クラウドアプリが主流)	選択的に使用 (パブリック部分で特に有用)	
IaaSの使用パターン	使用しない	主に使用 (専有型インフラとして)	頻繁に使用 (一般的なクラウド基盤として)	主に使用 (クラウド部分で活用)	
DLPのSaaSサービス使用	使用しない (オンプレ型DLPを利用)	限定的に使用 (必要に応じて導入)	頻繁に使用 (パブリッククラウドに適合)	選択的に使用 (パブリック部分で利用が一般的)	
企業規模の適性	大企業向け (コストと専門技術が必要)	大企業・中堅企業向け (柔軟性と専有性)	中堅企業・中小企業向け (低コスト・容易な導入)	大企業・中堅企業向け (統合管理と柔軟性を活用)	

(出所 : CGS)

図表 6 : オンプレミスとクラウド・コンピューティングの用途、特性、メリット・デメリット

	オンプレミス		クラウドコンピューティング		
	オンプレミス	プライベートクラウド	パブリッククラウド	ハイブリッドクラウド	
設置場所	自社施設内	自社またはプロバイダーのデータセンター	プロバイダーのデータセンター	自社施設とプロバイダーのデータセンターを併用	
リソースの共有	他組織と共有しない	他組織と共有しない	複数の組織でリソースを共有	プライベート環境と共有環境を組み合わせる	
リソースのスケーラビリティ	固定的 (リソースの追加には新規購入が必要)	動的 (仮想化技術により柔軟に拡張可能)	非常に高い (プロバイダーがリソースを即時提供)	プライベート部分は限定的、パブリック部分は柔軟に拡張	
インフラの使用方法	物理サーバーやネットワークを自社内で直接管理	仮想化技術を用いた専有型のインフラ活用	仮想化されたインフラを共有しながら利用	オンプレミス部分は物理、クラウド部分は仮想化環境	
管理者	完全に自社管理	自社管理またはプロバイダー委託	プロバイダーが主に管理	自社とプロバイダーで管理を分担	
コスト	高い初期投資と運用コスト	初期コストあり (プロバイダー利用時は軽減可)	初期コストが少なく、従量課金制	コストは使用状況と構成次第	
セキュリティ	非常に高い (完全に内部で管理)	高い (専用環境を維持)	プロバイダーのセキュリティに依存	データの種類に応じてセキュリティレベルを調整可能	
可用性	物理障害や災害に弱い (冗長構成が必要)	冗長構成を採用可能	高い (プロバイダーが冗長性を確保)	パブリックとプライベートを併用することで高可用性が可能	
カスタマイズ性	非常に高い	高い	制限あり	プライベート部分はカスタマイズ可能	
適した用途	法規制が厳しい環境、完全な制御が必要な場合	機密性が高いデータの処理、柔軟性を求める場合	柔軟なスケーラビリティが必要な一般的な用途	両方の利点を活用する場合	

(出所 : CGS)

### III) 企業におけるサイバーセキュリティリスクの高まり

○サイバーセキュリティへの注目は年々高まっており、多くの企業が対策を強化している。背景には、ランサムウェアや情報漏洩、フィッシング攻撃などの脅威が増大していることがある。2024 年も KADOKAWA グループなど複数の企業がランサムウェア攻撃を受け、大規模な業務停止に追い込まれた。また、医療機関でも電子カルテが使用できなくなるなど攻撃事例が報告され、医療の提供に支障が出ている。リモートワークの普及によって企業ネットワークの外部からのアクセスが増え、サイバー攻撃リスクが高まっていることも課題である。さらに、2022 年に個人情報保護法が改正され、データ漏洩時の報告義務や罰則が強化された。この結果、企業がデータ保護とインシデント対応の体制を見直す動きが進んでいる。これらを受け、重要インフラを管理する企業でのセキュリティ対策が急務となっている。

○ランサムウェア攻撃の侵入方法は、脆弱性の悪用や認証情報の奪取が中心である。脆弱性に関しては、公開サーバーや VPN 機器などの外部接点に存在する脆弱性が悪用され、侵入を許すパターンが多い。昨今のランサムウェア攻撃では特に VPN 機器の脆弱性が狙われる事例が多くなっているため、VPN への安全性に対する懸念が出てきている。また、外部からのアクセスに使用されるアカウントの認証情報が何らかの方法で奪われ、正規の権限で侵入されてしまう承認情報の奪取も増加中。認証情報を奪う方法としては、フィッシングや前述の VPN の脆弱性などがある。これらの攻撃への対策としては、多段階/多要素認証や適切なアクセス制限などが有効であり、HENNGE One へのニーズが高まる背景になっている。

○また、企業内でのセキュリティ教育も強化されている。CSIRT (Computer Security Incident Response Team) と呼ぶ専門チームを設置し、サイバー攻撃、インシデント対応 (サイバー攻撃が発生した際に、原因を特定し、被害を最小限に抑えるための対応)、従業員向けセキュリティ教育、などに対応する事例も増えている。HENNGE One のサイバーセキュリティ機能は、CSIRT をサポートする役割を担う。

### IV) 脱 PPAP や DLP 強化の流れ

○PPAP とは、メールで資料を送るときに、パスワード付き ZIP ファイルを添付し、別途パスワードを知らせるメールを送るセキュリティ対策の一種である。ZIP とはファイルやフォルダを圧縮してサイズを小さくし、複数のファイルを 1 つにまとめることができる圧縮形式の一つ。パスワードを設定して、内容を暗号化することが可能だが、暗号化技術としては弱い。主に日本の企業で採用されてきた。しかし、メール自体が盗聴されると ZIP ファイルとパスワードがセットで漏洩するリスクや、ZIP ファイル自体にマルウェアが仕込まれるリスクがある。日本のデジタル庁や情報セキュリティ関連機関が、PPAP を非推奨としたことなどから、脱 PPAP が進んでいる。特に、2020 年 11 月に内閣府と内閣官房において PPAP の使用が廃止されて以降、政府機関や自治体等では PPAP を受信拒否する例が増えている。

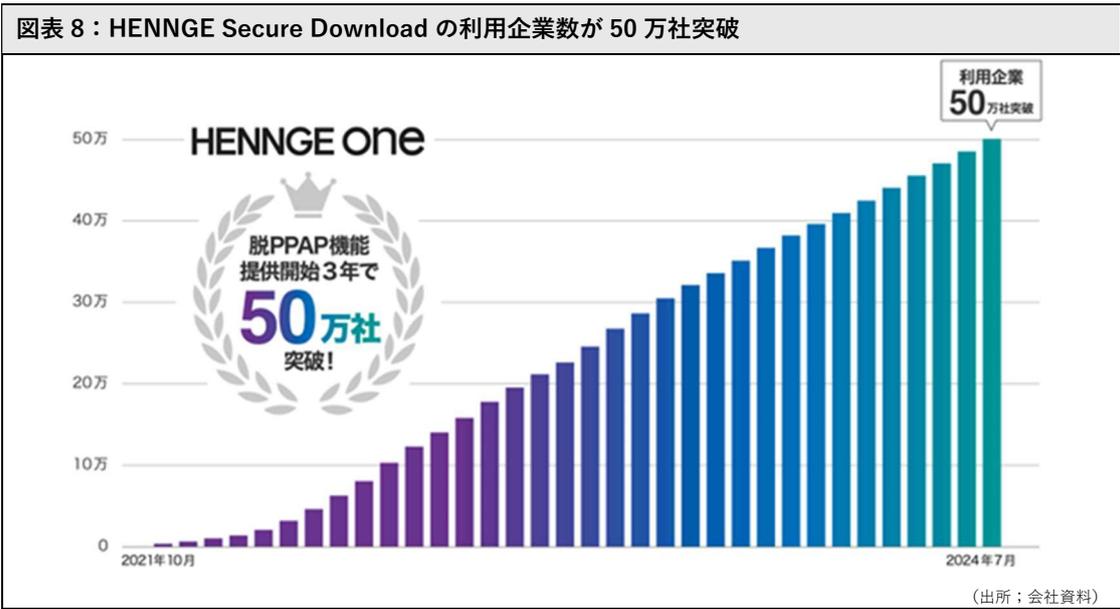
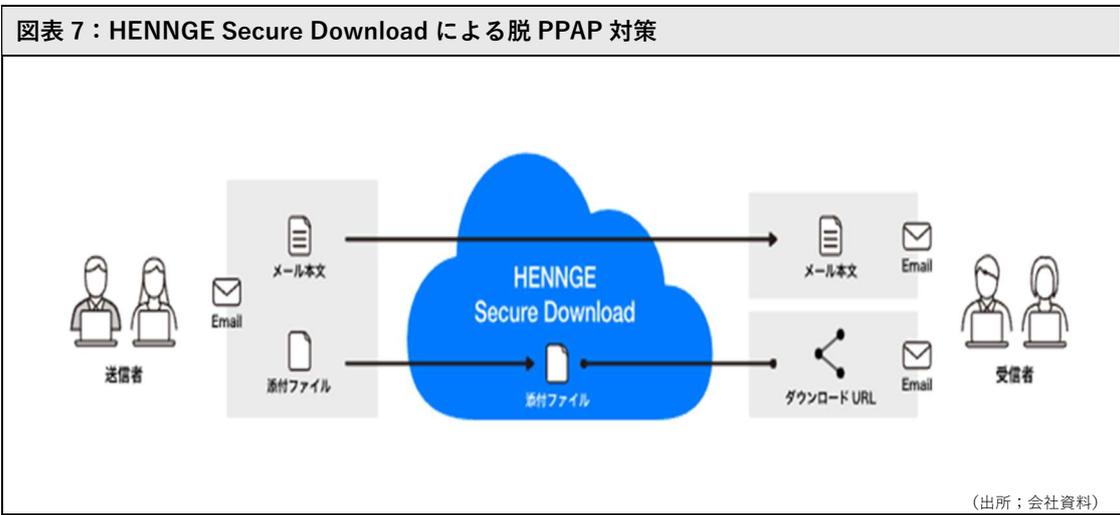
○また、PPAP の代用として使用されているファイル転送ツールの中には、PPAP 同様に暗号化とパスワードを組み合わせたものもあり、21 年以降ファイル転送ツールから情報漏洩し脅迫を受ける事例が相次ぎ問題化した。

○HENNGE は、脱 PPAP 対策として、HENNGE Secure Download というメール転送システムサービスを、2021 年 10 月より提供している。メール送信時の添付ファイルを HENNGE One のメールサーバーを通過するときに自動的に切り離してクラウド上へ置き、ファイルにアクセスする URL を発行して、それをメールに記載する方式。受信者には、元のメール本文とファイルダウンロード用 URL が記載された PDF が送られる。受信者は、PDF を開き、本人確認をし、認証コードが届いてダウンロードができる仕組み。この一連の作業を自動化しており、企業側の負担も小さい。さらに、誤送信対策も可能なため、セキュリティ強度が上昇する。加えて、PPAP では

携帯電話で専用アプリが必要な場合も多かったが、この方式ならば専用アプリなしでの利用が可能になり、利便性も向上する。

○HENNGE Secure Download のサービスは好評で、HENNGE の新規顧客獲得の有力な手段になっている。このサービスの利用企業数（HENNGE Secure Download を使ったメールを受信した企業数）は、24 年 7 月で 50 万社を突破した。HENNGE の調査によると、HENNGE Secure Download の提供開始時（2021 年 10 月）の PPAP で送られたメールの割合は 29.4%。24 年 7 月時点で 12.4%と半分以下に下がっている。ただし、未だ PPAP を使用しているユーザーはおり、同社へのフォローの風は吹き続けると考えられる。また、HENNGE Secure Download を使ったメールが幅広く使われることで、同社のブランド認知向上にも寄与している模様。

○また、セキュリティ意識の低さや予算不足から、DLP 自体を使用していない中小・中堅企業も多い、と言われる（つまり、メールにファイルを添付して、そのまま送る）。日経 NETWORK が 24 年 3 月に行った「日経セキュリティ製品利用実態調査」でも、8 つのセキュリティ製品カテゴリーのうち、最も導入されていないサービスが DLP であった。サイバー攻撃での被害が多発する中、DLP 自体の普及が HENNGE のサービス普及への追い風となると考える。



## V) 営業組織の拡充、ブランド力向上、提携等によるシェア拡大

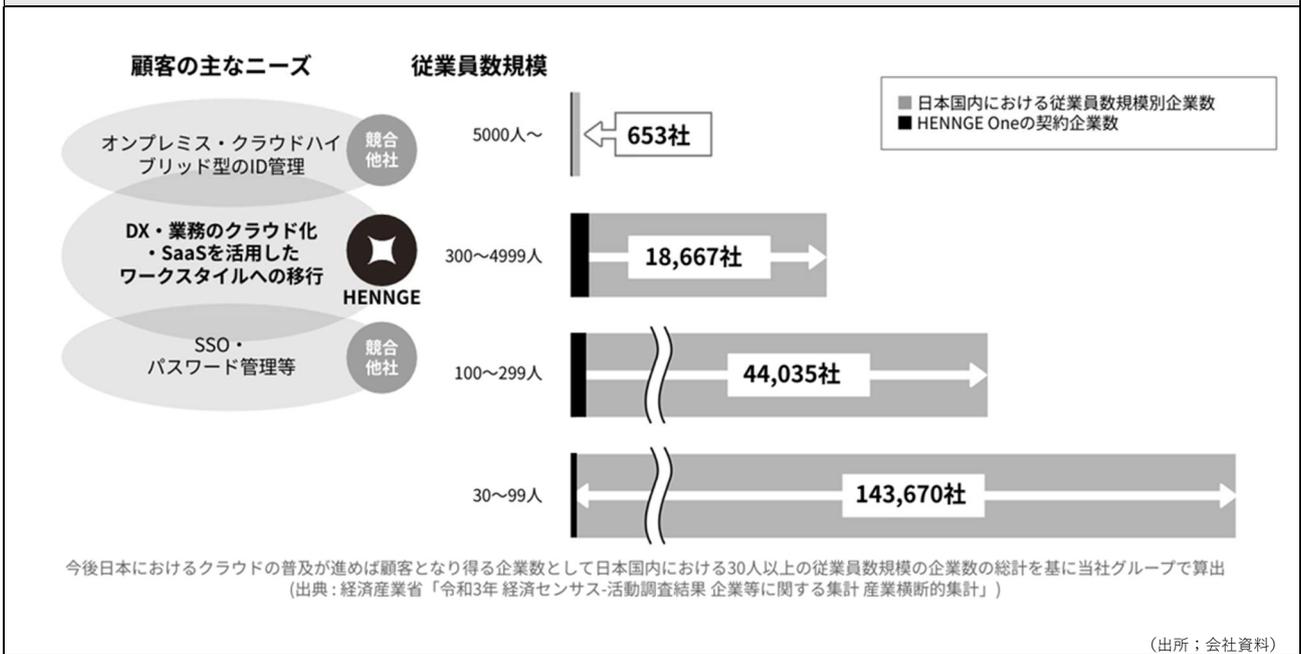
○図表 3 の IDC 予想で示されているように、クラウド市場の伸びは高水準ながら今後緩やかに低下していくことが予想されている。しかし、以下の理由から、HENNGE One は年率 20% という高い成長を維持することが可能と考える。①同社がメインターゲットとする従業員 300-4,999 人規模の企業のクラウドコンピューティング化・セキュリティ強化の余地は大企業より大きいこと、②営業組織の拡充、ブランド力向上、提携等自社努力によるシェア拡大の余地は十分にあること。

○HENNGE は、従業員 300-4,999 人規模の会社をメインターゲットに、新規顧客を進めていく予定。同規模の企業は 1.9 万社弱あり、拡大余地は大きい。従業員 5,000 人以上の大企業は、オンプレミスやハイブリッドクラウドが主体で、VPN やマイクロソフトやグーグルなどクラウドベンダーが提供する ID・メール管理サービスの機能を使うことが多い。Okta のようなグローバル企業も、ID 管理で競合する。一方で、299 名以下の従業員の企業には、機能やサポートは十分でないが安価なサービスを提供する競合が多い。従業員 300-4,999 人規模の会社の市場は、パブリッククラウドが進展しやすく、HENNGE のサービスの良さやブランド力が最も有効に機能しやすい。実際、24 年度の HENNGE One 売上高の約 2/3 は従業員 300-4,999 名の企業が占める。

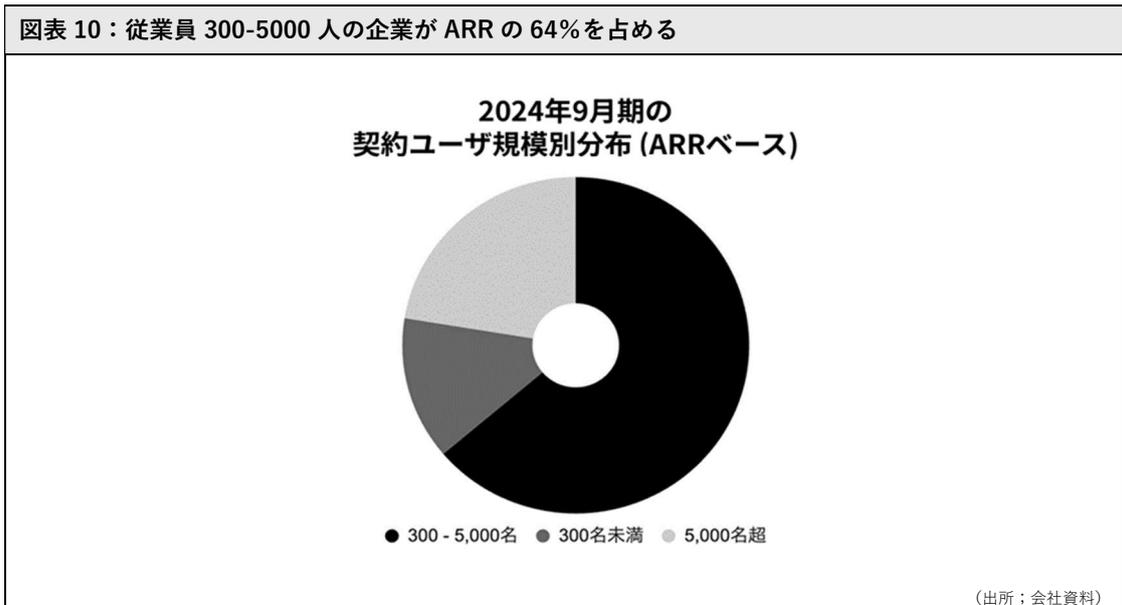
○HENNGE は、新規顧客開拓の強化のため、①営業組織の拡充、②ブランド力の向上、③提携等によるシェア拡大、④新サービスの投入 (IV で説明)、などの施策を考えている。

- ① 営業組織の拡充：前述したように、HENNGE One の導入は、企業のシステム変更の 때가主体となる。そのため、見込み顧客が実際にサービスを導入するまでには時間がかかる。新規導入の多くはソフトバンク C&S、大塚商会などパートナー経由だが、営業が寄与する部分は大きい。図表 11 にあるように、過去 5 年間、営業人員を最も増員 (5 年間平均で 21% 増) してきたが、未だ十分ではない。国内の営業所が東京、大阪、名古屋、福岡のみであることもあって、地方中心にカバー仕切れていない模様だ。中長期的に、採用力を引き上げ (もしくはブランド力を引き上げ)、営業人員の拡充に注力していく会社方針であることから、新規顧客拡大の原動力のひとつとなろう。
- ② ブランド力の向上：予定通り進んでいない新卒採用活動を強化するためにも、企業が HENNGE One を採用するハードルを下げるためにも、強いブランド力は必要。22 年、23 年に実施したウルトラマンを使った TVCM や、HENNGE Secure Download の普及によってここ 2-3 年同社の知名度は大きく向上したが、十分とは言えない。24 年度以降も積極的な広告宣伝活動を実施する他、ブランド強化策は続く。
- ③ 提携等によるシェア拡大：24 年 10 月に、リコー・ジャパンと提携し「HENNGE One for RICOH」の提供を開始したと公表した。これまで、HENNGE が手薄だった中小企業向けのサービスを強化することが目的。①HENNGE One のサービスの中には 200ID 以上でないと契約できないものがあつたが 20ID 以上で契約できるようにしたこと、②有償ながらリコー・ジャパンの構築支援・運用代行が利用できること、がポイント。リコー・ジャパンの顧客基盤に、よりアクセスしやすくなる。リコー・ジャパンとの協業を成功させることがまず優先課題だが、このような取り組みが広がる可能性も十分にある。

図表 9 : HENNGE は従業員 300-4,999 人の企業に強みを発揮する



図表 10 : 従業員 300-5000 人の企業が ARR の 64% を占める



図表 11 : 期末従業員の推移と伸び率 (主に営業、研究開発の人材を強化)

(単位；人、%)	18年9月期	19年9月期	20年9月期	21年9月期	22年9月期	23年9月期	24年9月期	5年CAGR	3年CAGR
研究開発	21	25	26	25	36	45	49	14%	25%
営業	41	41	51	66	79	98	105	21%	17%
カスタマー・サクセス	28	34	41	44	46	46	52	9%	6%
海外事業開発	3	3	4	9	8	7	8	22%	-4%
プロフェッショナル・サービス	15	17	18	22	18	19	23	6%	1%
その他	26	34	41	47	56	68	74	17%	16%
合計	134	154	181	213	243	283	311	15%	13%

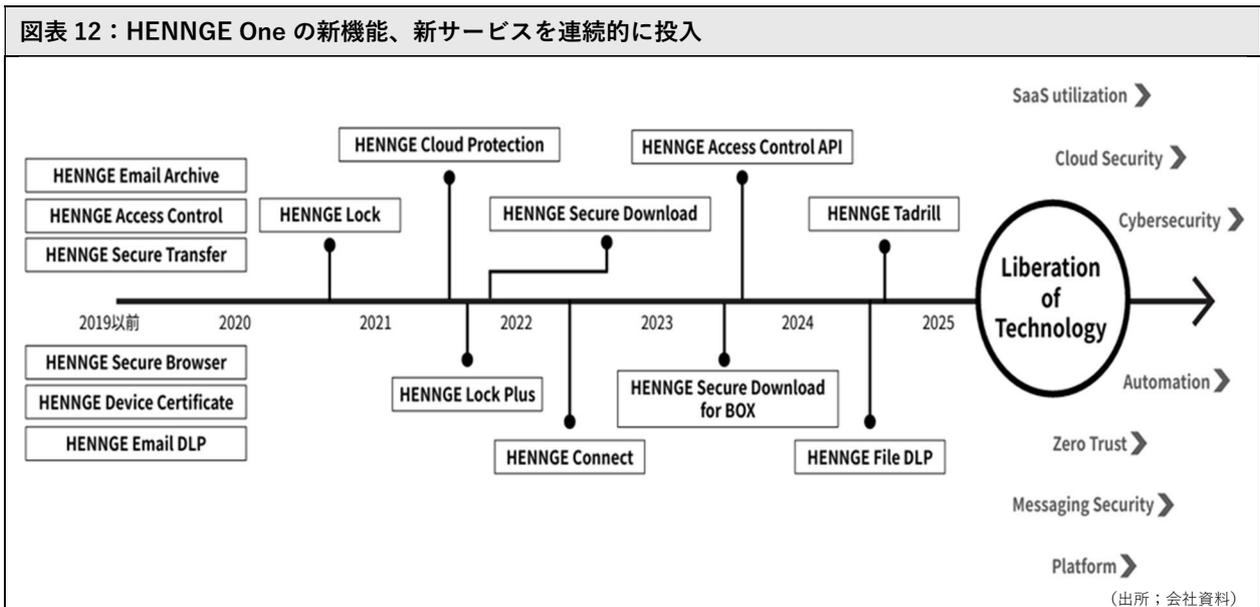
(出所：会社資料より CGS 作成)

VI) 新機能、新サービスの追加による競争力向上と顧客単価の上昇

○HENNGE の経営理念は、「テクノロジーの解放（私たちの技術や時代の先端をいく技術を広くお客様に届け、世界を変えていく）」。高い技術力を背景に、HENNGE は市場の需要に合わせた新しい機能やサービスのリリースを続けてきた。

○具体的には、前述した脱 PPAP 対策として、21 年に HENNGE Secure Download のサービスを開始。22 年には、HENNGE Connect (HENNGE One 経由でオンプレミスシステムへアクセスできるサービス) をリリース。これまで SaaS をはじめとするクラウドサービスをターゲットにしてきたが、オンプレミスのシステムに対してのアクセスも可能とすることで、クラウド、オンプレミスの双方とも HENNGE One にてアクセスできるようになった。23 年には ID 管理で API (アプリケーション・プログラミング・インターフェース、ソフトウェア同士が互いに機能やデータをやり取りするための「橋渡し」や「窓口」のような仕組み) に対応。24 年 7 月には、HENNGE File DLP (ファイルの情報漏えい対策、複数のクラウドストレージサービスに保存されているファイルの共有状況を一元的に表示し、不適切な外部共有を早期に発見できる)、HENNGE Tadrill (標的型攻撃メールに対する模擬訓練) が加わった。

○今後も、新しい機能や新しいサービスが続々と追加されると予想される。新しいサービス追加により、HENNGE One サービスの価値が上がり、新規顧客獲得に有利となり、将来の単価アップにも、貢献していくと考える。逆に言えば、継続的な単価アップには新しいサービスが不可欠であろう。



## エクイティストーリー② ARR20%成長をベースに今後5年間の営業利益のCAGRは33%を予想

サマリー： CGS では、先行投資を十分に吸収したうえで、今後5年間の営業利益CAGR（年平均成長率）は33%と予想する。予想のベースとなるHENNGE OneのARRを2029年9月期で213億円（2024年9月期比2.4倍）と想定した。ユーザー数の増加を年8-10%、単価の上昇を年8-11%と設定している。仮にユーザー数が伸び悩んでも別途単価上昇策の余地はあり、十分達成可能な数字と考える。

○HENNGEは、11月の決算発表時に中期の目標と長期ターゲットを公表した。内容は以下の通り。エクイティストーリー①で売上の定性的な成長要因については解説しているので、本章では中期目標に関して数字面から掘り下げる。

### 【中期目標】

- 25年9月期から29年9月期のARRのCAGRを20%以上にすることで、グループ全体のARR 200億円を目指す。
- 200億円の先も成長する、より盤石な基礎を作り上げるべく、営業利益率(OPM)の目標は20%とする。
- 既存事業の推進を軸に据えつつ、将来におけるARR成長の変曲点を作るため、海外展開やM&A等に挑む。

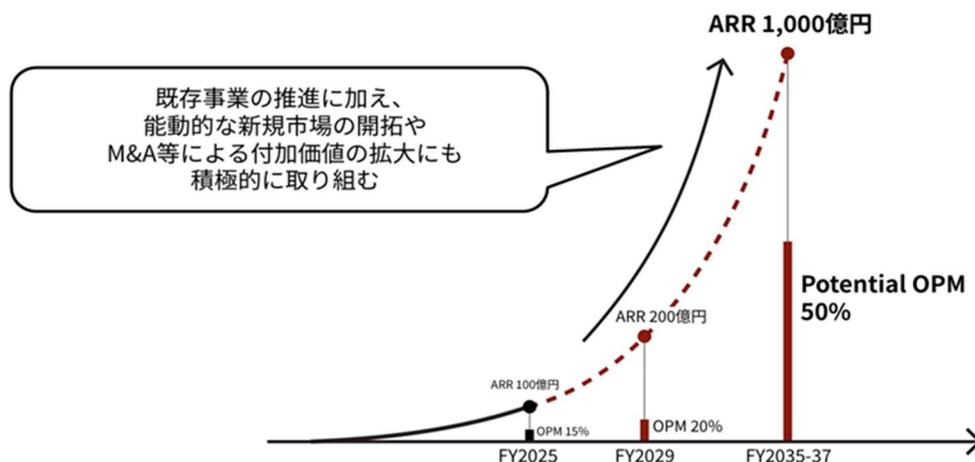
### 【長期ターゲット（イメージ）】

- FY2035からFY2037でのARR 1,000億円、潜在的な営業利益率(Potential OPM) 50%が実現可能なビジネスの確立を目指す。
- 既存事業の推進に加え、能動的な新規市場の開拓やM&A等による付加価値の拡大にも積極的に取り組む。

図表 13：ARR1,000億円、OPM50%を実現可能なビジネスの確立が長期ターゲット

#### 長期ターゲット（イメージ）

FY2035からFY2037でのARR 1,000億円、潜在的な営業利益率(Potential OPM) 50%が実現可能なビジネスの確立を目指す



(出所；会社資料)

OCGS では、今後 5 年間の売上高 CAGR を 20%、営業利益 CAGR を 33%と予想する。数字面では、会社中期計画と大きな差異はない。

図表 14 : HENNGE の中長期成長予想 (CGS 予想値)

(単位 百万円、円)	24年9月期	25年9月期E	26年9月期E	27年9月期E	28年9月期E	29年9月期E	CAGR*
売上高	8,365	10,472	12,457	14,835	17,686	20,763	20%
EBITDA	1,055	1,677	2,206	2,799	3,509	4,305	32%
営業利益	1,015	1,611	2,136	2,722	3,424	4,209	33%
(売上比)	12.1%	15.4%	17.1%	18.4%	19.4%	20.3%	
当期利益	827	1,132	1,495	1,906	2,397	2,946	29%
EPS	26	35	47	60	76	94	30%
BPS	93	157	230	322	434	565	44%
ROE	31%	28%	24%	22%	20%	19%	
期末現預金	6,328	9,654	13,110	17,340	22,486	28,271	

\*24年9月期～29年9月期までのCAGR

(出所 : CGS)

○最初に、ARR の年平均成長率 20%以上、グループ全体の ARR200 億円に関する検証を行う。図表 15 に、ARR を契約者数と ARPU (Average Revenue Per User ; ここでは 1 ユーザー当りの年額単価) に分けて、今後 5 年間の HENNGE One の ARR 予想を作成した。会社側は、各年の ARR 会社予想やその内訳を公表しておらず、今後の ARPU 施策 (新サービスや値上げなど) も予想できないため、あくまでも CGS 独自の予想シナリオである。24 年 9 月期末の ARR は 87 億 53 百万円なので、年平均成長率 20%ならば 2029 年 9 月期の ARR は 218 億円となる。HENNGE One 以外の SaaS 事業も可能性があること (M&A、事業提携、海外等) を考慮し、2029 年 9 月期で 213 億円の ARR を見込んだ。

○内容的には、ユーザー数の増加を 8-10%、ARPU の上昇を 8-11%と想定している。ユーザー数の増加は、23 年 9 月期に 2.4%増に留まったが、教育機関の一つが 8.7 万ユーザー減 (9 万ユーザー→3,000 ユーザー) となった影響を除けばユーザー数は 6.4%増だった。24 年 9 月期のユーザー数は 4.8%増。24 年 4 月からの値上げ (大半の企業が契約する HENNGE One Basic が月 600 円から 800 円に値上げ) の影響等により、大きめの企業の解約が数件発生した影響が含まれる。値上げによる解約は今後沈静化すると予想され、各種施策等の効果も加味すれば、年率 8-10%の中期的なユーザー数増は十分可能と考える。ARPU に関しても、新規顧客増によるミックス改善の影響は小さくない (24 年 9 月期の ARPU3,508 円は月換算では 292 円に過ぎない)。ユーザー数が順調に増加すれば比例して ARPU の上昇が見込めるだろう。また、24 年 9 月末時点での新価格移行はまだ 5 割に留まる。今後 5 年間の間に値上げや新規サービスの追加も十分に予想される。HENNGE が計画する ARR の年平均成長率 20%以上は、達成可能な目標と考える。

図表 15 : HENNGE One の ARR の推移と CGS 予想

	ARR		N		n		N × n		ARPU	
	(百万円)	(%)	(社)	(%)	(人)	(%)	(人)	(%)	(円)	(%)
16年9月期	1,288	46.3%	642	60.9%	1,018	-7.0%	653,556	49.6%	1970	-2.2%
17年9月期	1,898	47.4%	928	44.5%	1,107	8.7%	1,027,296	57.2%	1848	-6.2%
18年9月期	2,552	34.5%	1,176	26.7%	1,166	5.3%	1,371,216	33.5%	1861	0.7%
19年9月期	3,240	27.0%	1,428	21.4%	1,171	0.4%	1,672,188	21.9%	1938	4.1%
20年9月期	3,909	20.6%	1,667	16.7%	1,169	-0.2%	1,948,723	16.5%	2007	3.6%
21年9月期	4,740	21.3%	1,952	17.1%	1,095	-6.3%	2,137,440	9.7%	2217	10.5%
22年9月期	5,602	18.2%	2,213	13.4%	1,050	-4.1%	2,323,650	8.7%	2410	8.7%
23年9月期	6,929	23.7%	2,610	17.9%	912	-13.1%	2,380,320	2.4%	2910	20.7%
24年9月期	8,753	26.3%	2,951	13.1%	845	-7.3%	2,493,595	4.8%	3508	20.5%
25年9月期E	10,500	20.0%	3,370	14.2%	800	-5.3%	2,696,000	8.1%	3890	10.9%
26年9月期E	12,700	21.0%	3,870	14.8%	768	-4.0%	2,972,160	10.2%	4280	10.0%
27年9月期E	15,200	19.7%	4,430	14.5%	737	-4.0%	3,264,910	9.8%	4650	8.6%
28年9月期E	18,100	19.1%	5,060	14.2%	708	-3.9%	3,582,480	9.7%	5050	8.6%
29年9月期E	21,300	17.7%	5,730	13.2%	680	-4.0%	3,896,400	8.8%	5470	8.3%

(出所：実績は会社説明会資料より作成、予想は CGS)

○次に、売上高営業利益率 20%の目標に関して、分析する。29年9月期の CGS 予想は、売上高 207 億円、営業利益 42 億円、売上高営業利益率は 20%。販売管理費の伸びは、図表 16 の通りである。過去 5 年間の販売管理費の伸びは平均 18%、広告費を除けば 17%。CGS の今後 5 年間の販売管理費の伸びは平均 17%、広告費を除けば 18%。概ね過去 5 年間の伸びと変わらない。HENNGE は、今後 5 年間に海外展開や M&A を強化し、その負担も含めて売上高営業利益率 20%の目標を掲げている。あくまでも試算に過ぎないが、今後 5 年間の広告費以外の販売管理費の伸びを 17% (過去 5 年間と同じレベル) に抑えれば年間 5 億円の先行投資が、16%に抑えれば同 10 億円の先行投資が可能である。売上が順調に伸びれば、先行投資負担は十分に吸収出来よう。

図表 16 : 販売管理費の推移と CGS 予想

(単位：百万円、%)	過去5年CAGR	過去3年CAGR	24年度実績	29年度E	今後5年CAGR	
販売管理費	18%	18%	6,020	13,439	17%	
うち研究開発費	14%	21%	401	800	15%	
うち人件費	20%	20%	2,322	5,500	19%	
うち業務委託費	7%	14%	721	1,000	7%	
うち広告宣伝費	26%	3%	708	1,200	11%	
うちその他費用	19%	26%	1,869	4,939	21%	
うち広告費除く販管費	17%	21%	5,312	12,239	18%	
広告費を除く販管費の伸びが17%の場合				11,700	17%	5億円の先行投資が可能
広告費を除く販管費の伸びが16%の場合				11,200	16%	10億円の先行投資が可能

(出所：実績は会社説明会資料より作成、予想は CGS)

○最後に M&A に関しての考察。株主還元の水準にもよって変動するが、CGS の 29年9月期予想では 280 億円強の現預金を保有する。M&A を行うには十分な資金量と言えよう。

○一方で、過去の HENNGE は、M&A ではなく、SaaS 企業へのベンチャー投資 (マイナー出資) を行ってきた。出資した 7 社 (うち 1 社はベンチャーキャピタルのファンドへの出資) を図表に列挙した。HENNGE の実業に

組み込んだのは、ワークフローソフト（業務の申請、承認、進捗管理）の SaaS を手掛ける kickflow のみ。企業向け SaaS 企業への M&A に踏み込んでいくと予想され、動向を見守りたい。ただし、これまで同社が慎重にビジネスを進めてきた経緯を考えれば、企業価値を棄損するような M&A をすることは無いのでは、と考える。海外展開に関しては、現状台湾のみ。アジア中心の新規展開が考えられる。

図表 17 : 今後 5 年間の FCF は累計 245 億円、29 年 9 月末の現預金は 283 億円へ



図表 18 : HENNGE の過去の事業投資の一覧

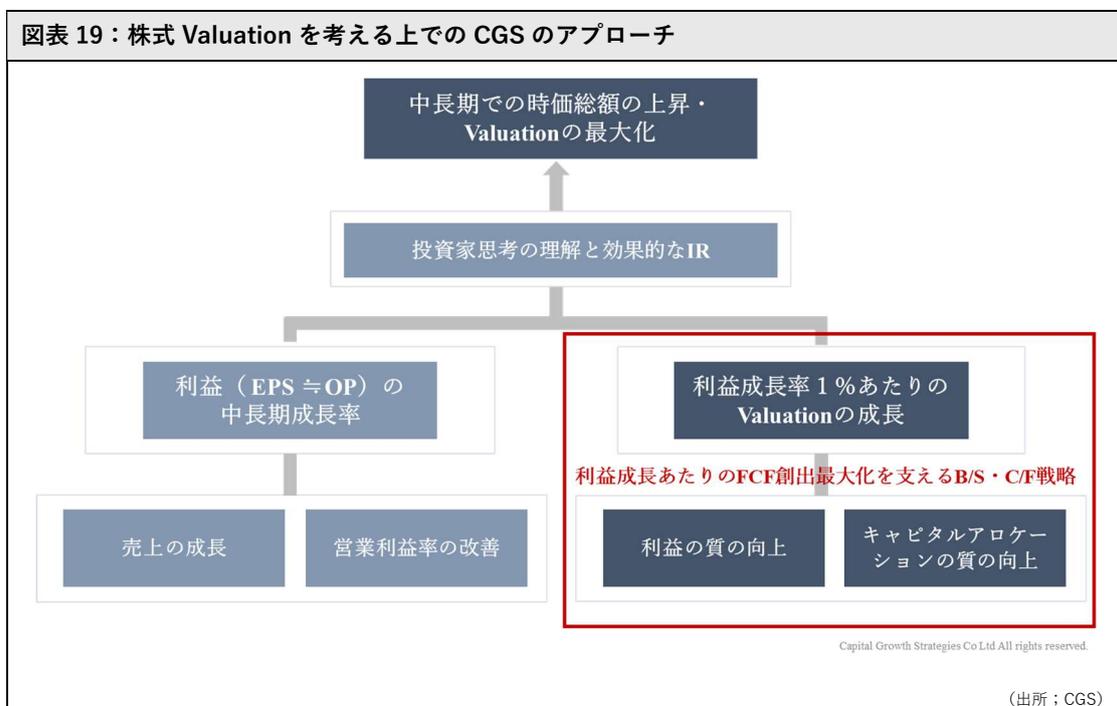
企業名	事業内容	追加情報
rakumo	Google Workspaceの拡張ツールのSaaS事業（カレンダー、社内掲示板、稟議・経費精算、勤怠管理など）	20年9月に上場。HENNGEの出資比率は3%だったが、既に売却。
シタテル	インターネットを使った衣服作りのプラットフォーム事業（SaaS）及びオリジナルアイテム作成	未上場。HENNGEは19年6月に出資。累積資金調達額は25億円。
DIGGLE	予算管理サポートシステム事業（SaaS）	未上場。累積資金調達額は13億円。Dnxのファンドを通じて出資。
any	ナレッジ共有サービス（SaaS、社内の情報を一箇所に集め、いつでも検索できるツール）	未上場。HENNGEは21年6月に出資。累積資金調達額は11億円。
dnx	BtoBスタートアップに特化したベンチャーキャピタル	シード特化型のファンドへ21年10月に投資
kickflow	ワークフロー（稟議、決裁）のSaaS	未上場。HENNGEは22年3月、23年8月に投資。同10月より、HENNGEがkickflowのサービスを販売開始。
SecureNavi	「情報セキュリティマネジメントシステム（ISMS）認証」や「プライバシーマーク（Pマーク）」の取得・運用を効率化するクラウドサービス	未上場。HENNGEは23年12月に投資。累積資金調達額は7.4億円。

(出所：CGS 作成)

## エクイティストーリー③ Valuation のドライバー分析に基づけば、同社の成長 1%あたりのマルチプルに大きな拡大余地がある

サマリー：利益成長率 1%あたりの Valuation ドライバーを 4 つの指標；資本効率、CF 転換率、利益成長のボラティリティ、キャピタルアロケーションの質で分析。30%超の高い ROE に加え、200%以上の FCF 転換率は非常に優秀で、CGS では同社の高い FCF 創出力は今後も中長期的に持続可能と予想している。また HENNGE と同様に高い FCF 創出力を持つグローバル SaaS 企業と比較した場合、同社の EBITDA 成長 1%当りのマルチプルには大きな上昇余地が残されている。

○ここからは株式市場が前述した HENNGE の期待成長率に対して、将来的にどの程度のマルチプルを許容し得るかという点について考えていく。これを考える上で、CGS 経営陣がこれまで長年に渡る投資プロフェッショナル経験上重要視しているのは、同社の利益成長率 1%あたりに株式市場が払うマルチプルである。



○中長期での期待利益成長率が年率 10%の企業群をとっても、ある企業は EV/EBITDA で 15 倍の評価が許容され、また別の企業は EV/EBITDA が 7 倍しか許容されない。これは、それぞれの利益成長率 1%に対して株式市場が許容するマルチプルが異なるため、またそれが変化するためである。営業利益の期待成長率だけ見て投資検討を行うと、過去対比や競合対比で株式 Valuation のロジックが見えづらくなるのはこの利益成長率 1%あたりの Valuation が主な要因であり、中長期投資家にとって非常に重要な分析項目となる。

○CGS では、この利益成長率 1%あたりの Valuation のドライバーを図表 20 の通りに定義している。これらは、言い換えるならば利益成長 1%あたりのフリーキャッシュフロー（FCF）創出力のドライバーであり、同じ年率 10%の利益成長でも、より FCF 創出力が高く安定的な企業が株式市場から高いマルチプルを許容される。CGS では、このアプローチを用いて、各調査対象企業の経営陣が目指す中長期成長率に対し、現金利環境下で株式市

場が許容し得るマルチプルをフェアに分析する。尚、これらは CGS 独自の投資分析に基づく中長期投資家視点の見解であり、各 Valuation ドライバーや財務モデルに対する調査対象企業の意向は一切含まれていない。

図表 20 : CGS が重要視する「利益成長 1%あたりの Valuation」のドライバー
<p><b>利益の質 :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 対バランスシートでの収益性 (資本効率)</li> <li>② キャッシュフロー (CF) 転換率</li> <li>③ 利益成長のボラティリティ</li> </ul> <p><b>キャピタルアロケーションの質 :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>④ キャッシュの使い方の変化 &amp; 投下資本増加分に対する、CF ベースの ROI の変化</li> </ul>
(出所 : CGS)

○それでは、今後 5 年間の HENNGE の利益成長 1%あたりの Valuation ドライバーについて分析していく。

① 対バランスシートでの収益性 (資本効率)

まず資本効率 (ROIC、ROE) について見ていく。特に ROIC については、企業の期待利益を創出するために、将来の営業 CF からどの程度投下資本に投資する必要があるか (= 将来 FCF をどの程度残せるか) を評価できる指標であるため、利益成長あたりの FCF 創出力の観点から CGS として非常に重要視している。

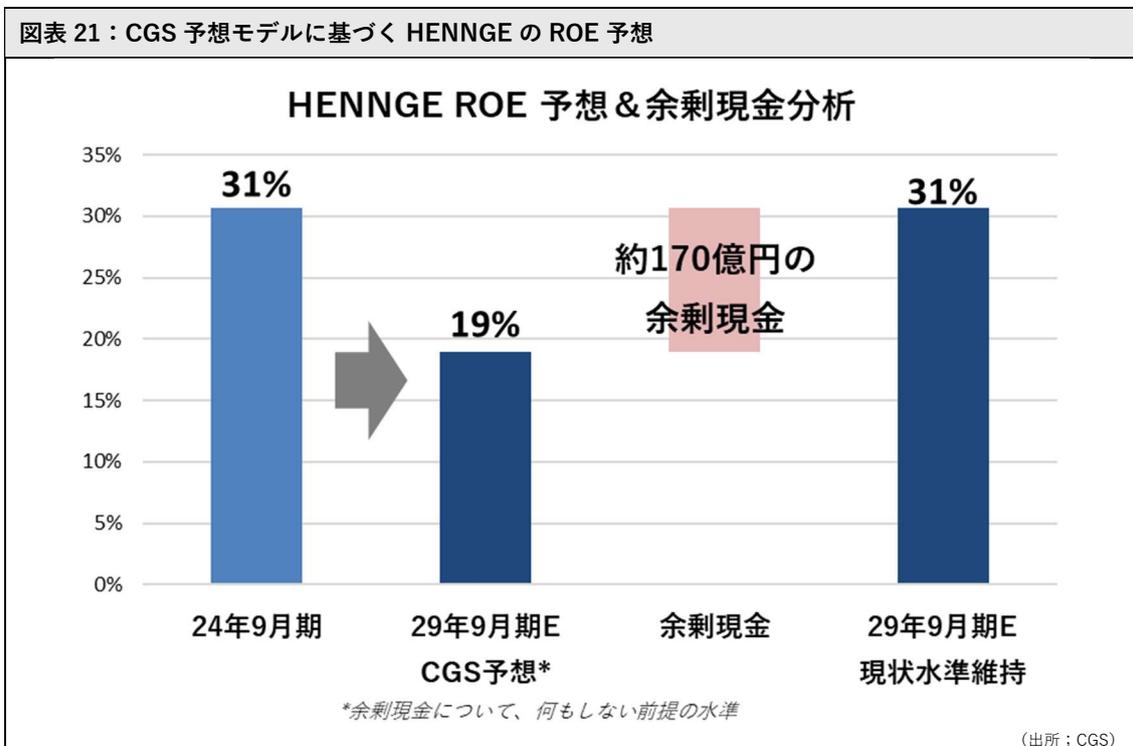
通常、ROIC は投下資本から現金を除いたものを分母に計算するが、HENNGE のように設備投資が必要ないビジネスモデルは、現金を除く投下資本が存在しない (計算上、投下資本がマイナスになる) ケースがほとんどである。特に HENNGE の場合、バランスシートに財務レバレッジがなく、現金を含む投下資本ベースの ROIC ≒ ROE となるため、今回は ROE をベースに同社の中長期的な資本効率を予想し評価していく。

CGS の予想モデルでは、前章の通り、今後 5 年間で EPS (1 株当たり当期純利益) が年率約 30% で成長し、2029 年度には約 94 円に達すると分析している。売上高当期純利益率も、前期の 9.9% から 14.2% まで拡大する予想である。一方、ROE の分母の BPS (1 株当たり純資産) については、②で後述する同社の強い CF 転換率により毎年 PL の利益水準を大幅に上回る CF が創出されるため、このまま何もしなければバランスシート上の現金が膨らみ BPS が大幅に拡大し続けることになる。CGS の予想でも、BPS の増加分が EPS の増加分を上回るため、同社がキャピタルアロケーションで特に何もしなければ、ROE は前期の約 30% から 5 年で 20% 以下まで低下すると分析している。

この点について、同社経営陣はしっかりと認識されており、CFO の小林氏も現状の ROE 水準以上を中長期的に維持していくポリシーであることが CGS との議論で確認できている。したがって、実際には余剰現金は ROI 規律のとれた M&A か株主還元へ投下され、今後も高水準の ROE が続く可能性が高いと CGS では考えている。仮に、同社が現状の ROE 30% 水準を維持していく前提の場合、今後 5 年間で約 170 億円もの余剰現金が創出される。この 170 億円全てを M&A に投下する可能性はゼロではないものの、CGS では買収規模

の観点からハードルは高いと考えており、実際には配当を中心とした株主還元の拡大と M&A の合わせ技によって、中長期的に資本効率の維持を図っていくと予想している。

尚、同社の ROE 30% という水準について、これは日本の上場企業約 4,500 社の中でも上位 3% に入っており、CGS の長年の投資経験上でも非常に優秀な資本効率と評価している。CGS では、同社の資本コストは約 10~13% と考えており、投資家にとっての経済付加価値となるエクイティスプレッド (ROE - 資本コスト) が余裕をもって取れている状況である。このように、エクイティスプレッドが現状の大幅プラス水準で維持される限り、同社の利益成長は時価総額の拡大にしっかり寄与していくと考えている。一方で、同社の資本効率にとってのリスクは、競争費用の拡大等による営業利益率の中長期的な悪化と、大型かつ割高な M&A の実施であり、これらのリスクが顕在化しエクイティスプレッドが縮小するフェーズでは、利益成長が時価総額の拡大に繋がりにくくなるだろう。CGS では、現エクイティスプレッド水準を維持しながら、中長期的な利益を成長させていく同社経営陣の舵取りに期待している。

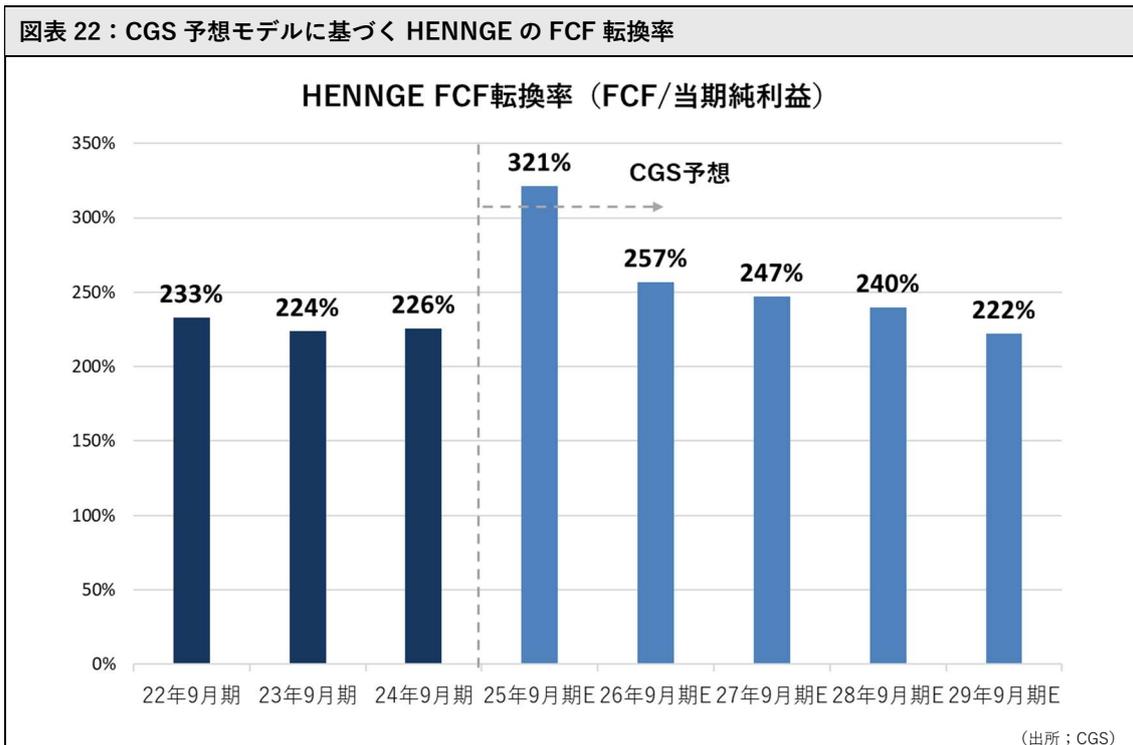


② キャッシュフロー (CF) 転換率

損益計算書の利益は、減価償却費やのれん償却費等、ノンキャッシュ項目を多く含んでいる会計上の利益であり、CF とはイコールにならない。この損益計算書上の会計利益を、いかに CF として創出できるかを評価する指標が CF 転換率であり、特に海外の中長期投資家が、利益成長あたりの FCF 創出力を計る上で重要視している。具体的には、EBITDA から営業 CF への転換率 (営業 CF/EBITDA 転換率) や当期純利益から FCF への転換率 (FCF 転換率) を評価し、これらの主なドライバーはキャッシュコンバージョンサイクル (CCC) である。尚、FCF は営業 CF - 設備投資と定義して分析している。HENNGE の場合、大きな設備投資が必要なビジネスモデルではないため、純粋に FCF 転換率で評価が可能である。

CGS では、HENNGE の FCF 創出力のドライバーの中で、この CF 転換率の高さは中長期投資家にとって大きな強みであり、同社の利益成長 1%あたりの Valuation にとって非常にポジティブに働くと考えている。具体的には、同社の契約モデル上、1年間の契約料を営業 CF として契約初月に受け取れることが関係している。これにより、同社の CCC は常にマイナスの状態となり、営業 CF 成長を PL の利益成長以上に押し上げる仕組みが成立している。これを CF 転換率の数字で見ると、同社の過去 5 年間での平均 FCF 転換率 (FCF ÷ 当期純利益) は 220%に達している。これはつまり、PL の当期利益水準の 2 倍以上の FCF を毎年創出し積み上げているということであり、利益成長あたりの Valuation の観点からみて非常にポジティブである。

今後、同社の CF 転換率を考える上で投資家として注目すべきリスクは、現在の契約モデルが中長期的に維持されるかということ、そして将来の M&A によって、同社の設備投資 (システム投資含む) の必要性や CCC のモデルを大幅に変化させる事業を連結しないかどうかである。これまでの同社経営陣との議論に基づけば、同社が M&A のターゲットとしているのは B to B の SaaS ビジネスであり、設備投資や CCC サイクルを大幅に悪化させる買収は可能性が低いとみている。CGS では、HENNGE の高い CF 転換率は、これらのリスクが顕在化しない限り、中長期的に持続すると予想している。



③ 利益成長のボラティリティ

次は利益成長のボラティリティについてである。5 年後に営業利益が 2 倍になる企業であっても、リニアに増益し 2 倍を達成する場合と、増益・減益を繰り返し、5 年目のみ営業利益が 2 倍になって達成する場合は、同期間の FCF 創出額が当然異なる (結果、業績ボラティリティの違いが資本コストに影響する)。同じ

期待成長率でも、シクリカル業界の Valuation が、非シクリカル業界のそれと比べてディスカウントされがちなのは主にこのためであり、利益成長率 1% の FCF 創出力 (Valuation) にとっての重要要素である。この点について、CGS では売上と限界利益率のボラティリティを評価する。

HENNGE の場合、これまでオーガニック成長のみで M&A がなかったため、売上成長率のボラティリティは低く、安定的に 20% 前後の年間売上成長率を保ってきた。限界利益率についても、2021 年 9 月期以降はマーケティング等の成長投資を十分に行いながら、安定的に限界利益を乗せて営業利益率を改善してきた経緯がある。これらから、同社の利益成長のボラティリティについて、株式市場が現状リスク視しているとは考えにくく、同社の利益成長あたりの Valuation にとってネガティブに働いている可能性は低いとみている。

一方で、今後同社の利益成長のボラティリティが高まるリスクとしては、主にマーケティング費用の想定以上の増加やマーケティングの費用対効果の低下で限界利益が薄まること、そしてやはり M&A によって業績ボラティリティの高い (特に売上のボラティリティがある) ビジネスを一定規模で連結することである。ただし M&A については、同社は主にクロスセルを目的とした SaaS をターゲットとしているため、B to C のように売上のボラティリティが高い事業領域で買収を行う可能性は極めて低く、大規模な買収を行うことも考えにくい。CGS では、少なくとも 2029 年 9 月期までは、安定的に 25% 前後の限界営業利益率で利益を積み上げ、営業利益率も 20% に向けて改善し続けると予想している。この場合、業績ボラティリティが過去のトレンドから大きく変わらないため、同社の今後の利益成長あたりの Valuation に与える影響はニュートラルと考えている。

#### ④ キャッシュの使い方の変化 & CF ベースの ROI の変化

最後に、今後のキャピタルアロケーションの質の変化を見ていく。CGS では、今後のキャピタルアロケーションを通じて、まずキャッシュの使い方がどう変化するか、そしてその結果、追加的に増加する投下資本に対し、CF をどれだけ増加させることができそうか (Incremental ROI) に注目している。

まずキャッシュの使い方の変化についてみていく。HENNGE の場合、大きな設備投資が必要ないため、営業 CF のほぼ全てが FCF となる。上場企業にとっての FCF の主な使い道は、M&A、自社株買い、配当、有利子負債返済の 4 つである。同社の場合、バランスシートが無借金であるため、実質的には M&A、自社株買い、配当の 3 つの選択肢となる。2024 年 9 月期以前をみると、自社株買いはストックオプション発行による希薄化をオフセットする目的で小規模に行われてはいたものの、FCF のほとんどがバランスシートに現金として積みあがっていた。一方、2024 年 9 月の通期決算時に、同社は初配当を発表している。これは、今までバランスシートに現金として積みあがっていた FCF の一部が、株主に還元されるということであり、投資家総利回り (TSR) の観点から非常にポジティブである。CGS では、今後の中長期的な FCF の使い方として、配当性向の緩やかな拡大と、M&A を予想している。M&A については、同社は社内で M&A チームを持ち、B to B 領域かつクロスセルが可能な範囲で SaaS ビジネスの買収を模索している。同社経営陣との議論から、M&A を含む事業投資にあたっては、投資家から求められている資本コストをしっかりと意識し、最低でも 15~20% の ROIC をハードルとしていることが確認できている。CGS では、現 ROE 水準や高い CF 転換率を維持しながらの質の高い M&A と、中長期的な配当拡大の両輪によるキャピタルアロケーションを期待している。

さて、キャピタルアロケーションの変化を理解した上で投資家が注目すべきは、それらの投資が FCF としてどれだけの追加リターンをもたらすかである。これを計るために、本来であれば投下資本の増加分に対する CF ベースの Incremental ROI が、過去から将来にわたってどう変化し得るかを分析していくが、同社の場合現金を除く投下資本の増加が存在せず、CF 拡大のための成長投資は基本的に PL でコスト計上される。したがって、同社のオーガニック成長に関しては、PL 上の営業費用を実質的な投下資本とし、その増加分に対する FCF 増加分のリターンをみていく。

同社の財務諸表が取れる 2017 年 9 月期から 2024 年 9 月期まで、営業費用の増加分に対する FCF の増加分のリターンは 27%であった。これだけでも非常に強い数字ではあるが、さらに直近 3~5 年を見ると、同数字は 40%以上にまで拡大し、Incremental ROI が大幅に改善している。特に、マーケティング投資を拡大し減益となった 2021 年 9 月期以降、売上増加分に対するコストコントロールが確実に効いており、直近 3 年は投下した営業費用に対し安定的に限界利益を積み上げ CF を創出している。CGS では、2025 年 9 月期以降のオーガニック成長に対する Incremental ROI についても、投下する営業費用に対して引き続き約 40%の FCF リターンを創出できると予想している。一方 M&A に関しては、前述の 15~20%の ROIC (NOPAT (税引き後営業利益) 基準) が規律となるが、FCF 基準では同社の高い CF 転換率のおかげでリターンはさらに高まる。CGS は②で述べた通り、今後 5 年間の同社の FCF/当期純利益転換率は平均 248%と予想しており、15~20%の ROIC 規律上での同社の FCF のリターンは、単純計算で 37~50% (15~20%×248%) となる。これは非常に優秀な数値であり、同社のこれまでの高い FCF 創出力が今後も継続できる可能性を十分に示している。

同社の Incremental ROI が CGS の予想数値に達しない可能性をもたらす主なリスク要因は、やはり競争費用の想定以上の増加と M&A である。特に M&A については、B to B 領域の SaaS をターゲットとしている分、割高な買収 Valuation が最も大きなリスクとなり得る。中長期投資家は、この点を含め引き続き同社の執行に注目されたい。

○以上の分析から、同社の今後の利益成長あたりの FCF 創出力 (=利益成長 1%あたりの Valuation ドライバー) について予想を行った結果、図表 23 のとおりである。CGS では、同社のベースケースとして、利益成長 1%あたりの FCF 創出力を高水準に維持しながら、中長期的に高利益成長が可能と予想している。これを具体的に CGS モデル上の数字でみると、PL 上の営業利益は今後 5 年間で約 33%の CAGR で高成長し、2029 年 9 月期には営業利益が約 42 億円、当期純利益は約 30 億円に達すると予想する中、企業価値の源泉である FCF の創出額は同年で約 66 億円にまで達する計算である。まさに、利益の高成長と、高い FCF 創出力の両輪を持ち合わせた、ハイオリティ銘柄である。

**図表 23 : HENNGE の利益成長 1%あたりの Valuation (FCF 創出力) ドライバー予想**

	HENNGE (現在)		Base Case	Bull Case	Bear Case
ROE	31%	5年後 の変化	現状水準維持	40%超	15~20%
FCF 転換率	226%		222%	240%	226%
利益成長 ボラティリティ	低		低	低	低
FCF増加額 ÷ 営業費用増加額	~40%		38%	60%	33%
			さらに改善	高水準維持	悪化・弱い

(出所 : CGS)

○最後に、同社の FCF 創出力プロファイルに対し、今の金利環境下で株式市場がどれほどのマルチプルを許容し得るかを分析していく。通常は、エクイティストーリーに共通部分が多い同業界の競合で、成長率と、利益成長あたりの FCF 創出力が同社予想値と似ている企業を抽出し、それらに対して、株式市場が許容しているマルチプルから考えるのが望ましい。しかし、HENNGE の比較対象として頻繁に名前が挙がるアメリカの IDaaS 大手 Okta 社 (OKTA US) は営業赤字の状態が続いており、両社の利益成長あたりの FCF 創出力の比較が難しくなっている。そのため今回は、SaaS 業界の中で HENNGE と同様に高い成長力と強い FCF 創出力を持ち、株式市場からの評価が高いグローバル企業を比較対象とした。具体的には、アメリカのネットワークセキュリティサービス大手である Palo Alto Networks (PANW US)、Fortinet (FTNT US)、及び Check Point Software Technologies (CHKP US) である。これら 3 社に加え、SaaS 型統合プラットフォームとして株式市場から評価の高い Service Now (NOW US) を同社の長期的な参考企業として比較した。以下に、比較対象企業の現在の利益成長 1%あたりの Valuation (FCF 創出力) ドライバーを、HENNGE の CGS 予想値と比較したものを纏めている。

図表 24 : HENNGE の利益成長 1%あたりの FCF 創出力・Valuation 比較

	HENNGE (Base Case)	Palo Alto Networks	Fortinet	Check Point Software Tech	Service Now
時価総額(\$bn)	\$246mn (2025年2月現在)	\$132bn	\$75bn	\$21bn	\$230bn
EV/EBITDA	19x (2025年2月現在)	40x	33x	15x	50x
EBITDA CAGR (3~5年予想)	約33% (CGS予想)	約15%	約15%	約10%	約20%
EBITDA成長1%あ たりのマルチプル	0.6x (2025年2月現在)	2.7x	2.2x	1.5x	2.5x
ROE	~30% (CGS 5年予想)	25~30%	~30%	~35%	25~30%
FCF 転換率	222% (CGS 5年予想)	~250%	~150%	~130%	~300%
利益成長 ボラティリティ	低	低	低	低	低
FCF増加額 ÷ 営業費用増加額	38% (CGS 5年予想)	約50%	約50%	約25%	約40%

\*比較対象企業の予想値はBloomberg上のコンセンサスを使用。

HENNGE対比優秀
概ね同程度
HENNGE対比弱い

(出所: CGS)

○今回、HENNGE 同様に高い FCF 創出力を持つ SaaS 企業として比較対象とした 3 社は、中長期の期待成長率が約 10~15%のレンジ、Service Now の期待成長率は約 20%であるが、株式市場が許容している EV/EBITDA マルチプルは Check Point Software Technologies の 15x から Service Now の 50x まで大きく異なっている。特に、Service Now と Palo Alto Networks については、利益成長あたりの FCF 創出力が高く、利益の期待成長率 1%あたりで高いマルチプルが付与されている。

○HENNGE の CGS 予想モデルに基づけば、同社の利益成長あたりの期待 FCF 創出力は、Check Point Software よりは優秀であり、ちょうど Service Now と Fortinet の間くらい (EBITDA 成長 1%あたり 2.2~2.5x のマルチプル水準) の印象である。実際に、HENNGE の利益成長あたりのマルチプルに当てはめる場合、比較対象企業と株式流動性が大きく異なるため、HENNGE には流動性ディスカウントを考慮する必要がある。しかしそれを考慮しても、現在株式市場が HENNGE に許容している EBITDA 成長 1%あたりのマルチプル (0.6x) は、同社の中長期的な FCF 創出力を客観的に見ても割安であり、今後の期待成長率を踏まえれば現在の EV/EBITDA 倍率には大きなアップサイドが存在し得ると CGS は考えている。

## 会社概要とビジネスモデル

---

○HENNGE は、企業向け SaaS サービス「HENNGE One」を展開する企業。1996 年に現社長である小椋一宏氏が有限会社ホライズン・デジタル・エンタープライズを設立。創業以来「テクノロジーの解放」という経営理念を掲げ、2000 年代に大規模メール配信やメールセキュリティを中心とした事業にシフトし、2011 年にクラウドサービス HDE One の提供を開始。シングルサインオン機能やデータ漏洩防止機能が評価され、国内外での導入企業が拡大した。2019 年に、社名を HENNGE 株式会社、サービス名を HENNGE One に変更し、同年に上場した。「HENNGE」の社名は、変化（へんげ）から来ており、変化（HENNKKA）や挑戦（CHALLENGE）の意味が込められていて、自らを変革しながら世の中を変えて行く企業像を目標とする。

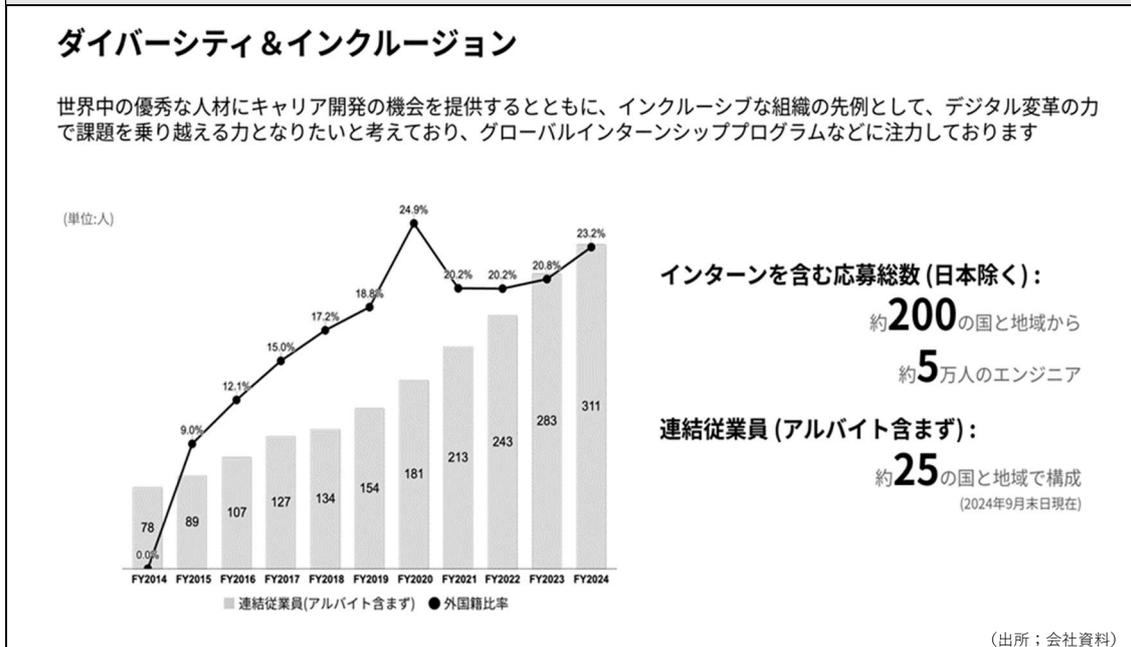
○HENNGE One の 24 年 9 月末の契約社数は 2,951 社、ユーザー数は 249 万人。東証上場企業の約 18% が利用している。IDaaS サービスで、国内トップシェア（ITR の発行する市場調査レポート「ITR Market View：アイデンティティ・アクセス管理／個人認証型セキュリティ市場 2024」）。IDaaS、DLP とともに競合するサービスは多いが、両サービスを提供する企業は少ない。直近 12 か月の平均月次解約率は、24 年 9 月で 0.54% と低水準（23 年度は 0.3% 以下）。

○同社の強みのひとつに、充実したサポート体制が挙げられる。導入時には、専任のエンジニアが 2～3 名アサインし、ニーズの把握や要件定義など 2 時間ほどミーティングを実施。導入するまでの 1.5 か月程度の間、HENNGE One の設定の部分について手厚いサポートを無料で実施している。導入後も、プランによっては設定代行も実施。導入時及び導入後のフォローを行うカスタマー・サクセスには 52 名が従事している。

○同社の原価率は 14%。原価費用の大半は、AWS（Amazon Web Services）のサービス使用料（米ドル建て）である。限界利益率が高いため、SaaS 企業の多くは売上規模の拡大を優先して、多くの販売管理費を費やしている。HENNGE は、売上拡大と利益成長のバランスを取りながら、事業拡大を進めてきた。その点は、同社への安心材料と言えよう。

○HENNGE の企業文化の特徴のひとつに、ダイバーシティ & インクルージョンへの取り組みがある。HENNGE は、グローバルインターンシッププログラムに注力しており、世界中から優秀なエンジニアを集めている。24 年 9 月期末で連結従業員の 23% が外国人である。

図表 25：積極的な海外人材の採用が特徴



HENNGE One は、①ID 管理（承認基盤やアクセス管理）、②DLP（メールやファイルの情報漏洩管理）、③サイバーセキュリティ、の3つの機能で構成されている。サービス内容は分かりにくいいため、順次説明する。

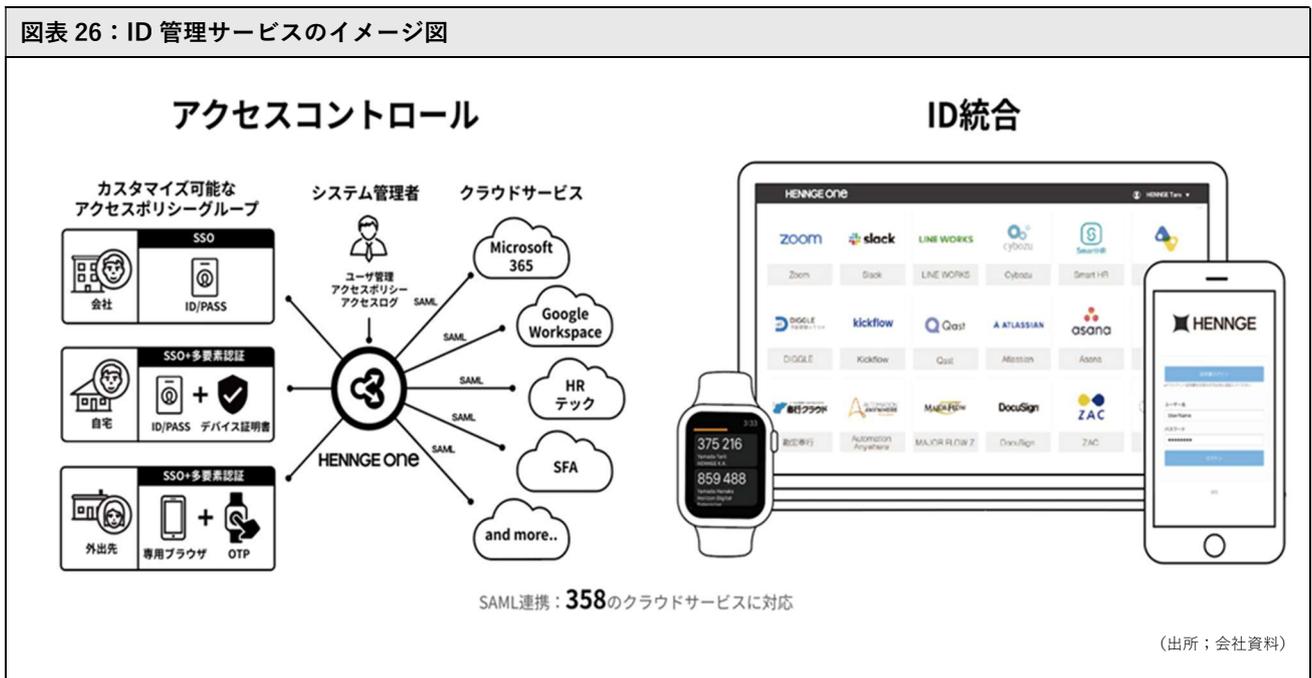
【ID 管理】

○シングルサインオンやアクセス管理が主体。シングルサインオン（Single Sign-On、略称 SSO）とは、複数のシステムやアプリケーションに 1 回のログインでアクセスできる仕組み。様々なクラウドサービスを利用する（例えば、人事管理、名刺管理、営業管理、チャット、メールなど）には、ID とパスワードが各々あり、しかもパスワードがサービスによって条件が異なるため、ユーザーが管理するのは面倒。SSO を使用すれば、朝パソコンを開いて SSO ポータルに 1 回サインオンすると、後は連携しているクラウドサービスすべてを利用できるようになる。一方で、1 つにまとめることで、外部から突破されるリスクも高まるため、セキュリティを強固にする多要素認証を採用している。多要素認証とは、ID とパスワードだけでなく、IP（インターネット上の住所）からのアクセス、端末認証（デバイス証明書）、スマホに通知が来て承認するシステムなどを組み合わせることによって、セキュリティを高める方法である。例えば、自宅からリモートワークする場合、VPN（特定の IP アドレスに限定してアクセス）を利用していなければ、社外から使用する端末にデバイス証明書を入れることで誰の端末なのかを判断する。最近では、プッシュ通知アプリを併用することも増えている。サインオン時にデバイス証明書の確認をし、その後に自分のスマートフォンに通知が来て承認すると、ID とパスワードを入れなくてもサインオンできる仕組み。

○一方、企業の情報システム部門から見ても、シングルサインオンやアクセス管理は便利で有益。社員一人ずつ、様々なクラウドサービスごとに ID とパスワードを発行・管理する作業、退職時の ID 削除作業など、情報システム部門の負荷を減らしてくれる。また、アクセス管理により、誰が、いつ、どの端末からログインできるのかを

SaaS サービスごとにコントロールできる。例えば、人事管理のデータベースは機密性の高いデータのため限られた社員に限られた場所からのみアクセスさせたい、外回りをしている営業には会社から持ち出した PC から営業の機密情報にアクセスさせたい、といったように SaaS ごとに使用してほしい社員や場所が異なっている。アクセス管理を使用することで、利用シーンに合わせた管理が容易になる。加えて、多要素認証によって、セキュリティ機能も向上する。

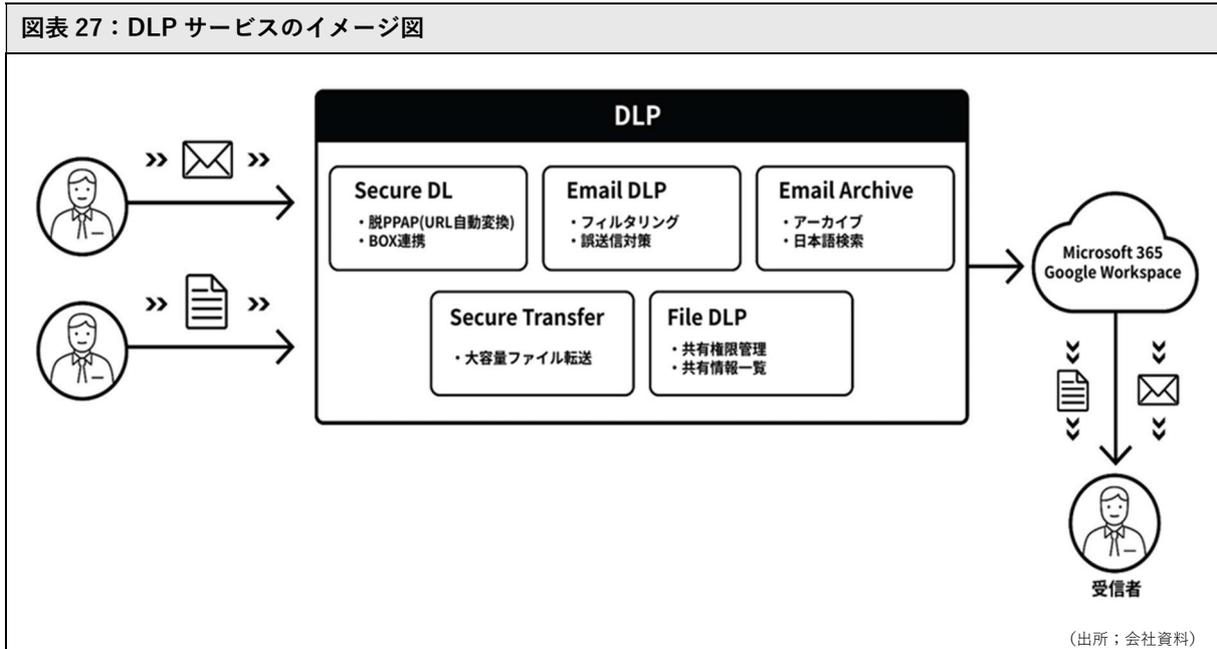
○この他、ID・パスワードやアクセス制御を情報システム部門が管理するシステム、端末へのファイルダウンロードや表示中のテキストのコピーを禁止する機能、HENNGE Connect (HENNGE One 経由でオンプレミスシステムへアクセスできるサービス) などのサービスも、提供されている。



**【DLP】**

○誤送信対策 HENNGE Email DLP や脱 PPAP の HENNGE Secure Download サービスが主体。ここでは誤送信対策について説明する。誤送信は高い頻度で発生していると言われ、取返しのつかない事案もあるため、企業ニーズは強い。HENNGE の一時保留機能を使うことで、例えば 15 分や 30 分間メールを保留しておき、CC に入っているチームには即時共有され、取り消しをしたり、間違いを見つけたり、急ぎのメールは即送信したり出来る。Gmail にも送信取り消し機能はあるが、最大 90 秒までしか設定できない。最大 2GB、5 ファイルまで送ることができる HENNGE Secure Transfer という大容量転送ファイルも利用可能。HENNGE Email Archive (最大 10 年間分のメールを保管・管理・検索できる、監査対策用) や HENNGE File DLP (ファイルの情報漏えい対策) のサービスもある。

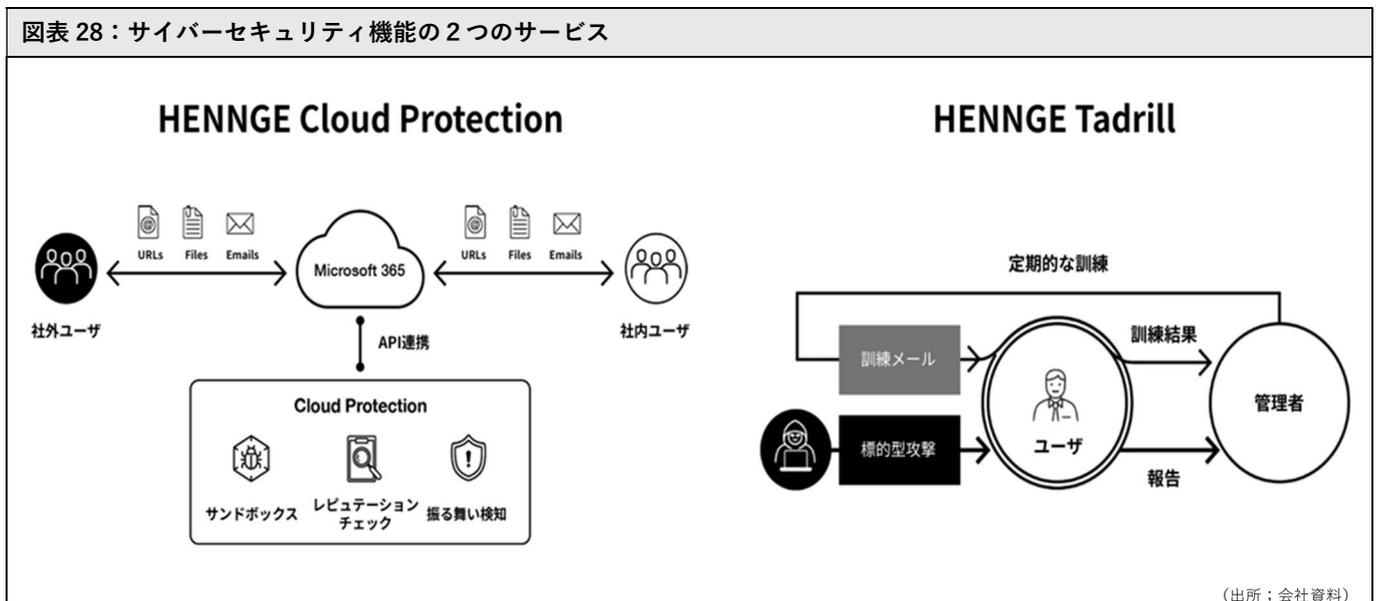
図表 27 : DLP サービスのイメージ図



【サイバーセキュリティ】

HENNGE Cloud Protection (サイバー攻撃から守るサービス) と HENNGE Tadrill(標的型攻撃メールに対する模擬訓練)。HENNGE Cloud Protection は、Microsoft 365 上のメールやファイル内の有害なコンテンツを検出・隔離し、リンク先 URL をチェックする。

図表 28 : サイバーセキュリティ機能の2つのサービス



出所; 会社資料)

図表 29 : HENNGE One の価格表 (2024 年 4 月の値上げ時価格)

### 2023年8月発表のHENNGE One価格改定 (2024年4月～)

2024年4月以降のHENNGE Oneの一部の提供プラン及び利用価格を改定予定

(2024年7月改定版)

セットプラン	概要	従来価格(税別)	新価格(税別)
HENNGE One Basic	HENNGE Oneの機能をまとめて導入する際にお得なセットプラン (証明書やLock Plus、Cloud Protectionなどの利用制限あり)	@600円/月	@800円/月
HENNGE One Pro		@1,000円/月	

単機能プラン	概要	従来価格(税別)	新価格(税別)
HENNGE One IdP Lite	SSO/IPアドレス制御/OTP/AD連携など	@150円/月	廃止 (HENNGE IdPへ移行)
HENNGE One IdP	Lite機能/デバイス証明書/Support Plus/Lock Plusなど	@300円/月	
HENNGE One IdP Pro	IdP/セキュアブラウザ/デバイス証明書追加など	@500円/月	
HENNGE One DLP	一時保留/フィルタリングなど	@300円/月	@350円/月
HENNGE One ARC	アーカイブなど	@300円/月	@350円/月
HENNGE One Cloud Protection	振る舞い検知/サンドボックスなど	@200円/月	
HENNGE One Tadrill ※2024年7月～	標的型攻撃メール訓練など		@300円/月

(出所：会社資料)

## リスク要因

---

- 景気低迷等によるシステム投資の減速、競争激化、大口顧客の解約、営業人員の増強不足等の理由から、HENNGE One のユーザー数が伸び悩むリスク。特に、大手クラウドプロバイダー（マイクロソフト、アマゾン、Google）が、ID 管理やメールセキュリティの分野を強化してきた場合は、脅威となりうる。
- 新機能や新サービスのインパクトが弱く、ARPU の伸びが限定されるリスク。
- 大型の M&A を実施した場合、株式市場から割高だと判断される、もしくは買収によって将来の同社の利益成長 1%あたりの FCF 創出力に対する不透明感が強まり、同社株の Valuation が低下するリスク。
- システムトラブルが相次ぎ、クラウド・コンピューティングへの信頼が低下。結果、クラウド・コンピューティングへのシフトの流れが停滞するリスク。

## CEO との対談（議事録）

\*後日、バフェットコードにて対談の動画を掲載予定

## サマリー：

○企業が抱える障害は多岐に渡り、今後も増え続ける。これらの障害を除くため、新技術・新サービスによって HENNGE が解決策を提示していく余地は非常に大きい。中計で掲げる ARR20%成長に関しても、企業数の拡大、ARPU の増加の 2 次元で攻めるが、様々な選択肢を持っている。

○M&A に関しては、シナジーが発揮できる BtoB の SaaS 系企業をターゲットとし、提携も含め候補リストを作成中。投資回収は 5 年間～7 年間、ROIC で言えば 15 から 20% くらいの水準をイメージしている。

○パンデミックを契機にクラウドや SaaS が普及し始めた国は多く、HENNGE One で海外展開を狙える環境になってきた。現地でサービスが進化し続ける体制を作れるかどうかが重要な課題。海外人材の多さはアドバンテージになると思う。

○キャピタルアロケーションに関しては、M&A など成長投資を優先したい。一方で、高い ROE 水準は出来るだけ維持していきたいと思っており、成長ポテンシャルによっては株主還元も選択肢。

**CGS 出村：** 本日は、HENNGE 株式会社代表取締役社長小椋様をご訪問し、中長期投資家が投資検討時に気になる可能性の高いトピックスに関して、我々のレポートに加えて経営陣の生の声を反映させるため、対談の時間を頂いております。



対談時の写真；右から HENNGE 小椋社長、CGS 出村

**CGS 出村：** 1 番目に成長戦略、2 番目に M&A、3 番目に海外戦略、4 番目にキャピタルアロケーションの順で、進めて参ります。最初に成長戦略についてお伺いします。昨年公表された中期計画の中で、5 年後に ARR200 億円を目指す目標を示されました。今後の 5 年間に向け、どのような新技術・新サービスを考えていらっしゃいますか。

**小椋社長：**日本あるいは世界の企業が我々のお客様です。企業が生産性向上のために IT や新技術を活用していくとき、どうしても障害になるものがあります。この障害に関するお悩みを取り除くため、弊社は HENNGE One のサービスを提供しています。障害は本当に沢山あり、新しい技術が出る度に増えていきます。この多岐に渡る障害を、どれだけ私たちが猛スピードで取り除けるかが勝負だと思っています。例えば、セキュリティ領域に対処するため 2024 年 9 月期に新しくサイバー・セキュリティ・エディションを発表しました。今出来ていることは、本当に我々がやりたい事、お客様の要望や困り事、の極一部でしかありません。積み上がったやりたい事・要望リストに解決策を提示していくことで、我々のサービスの幅を広げ、付加価値を高めていく意向です。

**CGS 出村：**営業やマーケティングに積極的に投資を予定されています。これらの ROI（投資効率）に関し、どのような方針をお持ちでしょうか。また、ARR20%成長という目標を掲げておられますが、仮に計画通り行かない場合に、どのような追加策を考えておられますか。

**小椋社長：**当社のビジネスの一番大きな特徴は、解約率がとても低いことです。現在の解約率ならば、平均して 10 年以上お使い頂いています。こうした観点から ROI を考えると、とても甘い基準になってしまいます。例えば、年間 100 万円の契約ならば、この先 10 年間あるいは 15 年間に入ってくる 1,000-1,500 万円の契約を頂いたという状況になります。ともすると、1,500 万円を獲得するためなら、300 万円、400 万円の投資をかけてもよいという考え方がちがちです。この方法では利益水準が守られないため、リターンからどれくらいを投資してよいのかという考え方は、しないようにしています。

結局、投資に対するリターンは、利益水準や利益率をベンチマークにして運営せざるを得ない、と思っています。上場以来の数字を見て頂くと分かるように、非常に高い効率で ARR の伸びを獲得出来ています。今後も、利益水準をモニタリングしながら ARR の高い伸びを維持し続けることに拘わっていきたくと思います。

20%成長を可能にする戦略に関しては、成長率を上げていく方法自体が、いろいろなベクトルで可能だと思っています。私たちは、ARR を①ユーザー企業数、②1 社当りユーザー数、③ユーザー 1 人当り単価 (ARPU) の、3次元に分けてご説明しています。このうち、企業数と ARPU の 2次元で攻めることで、20%成長を獲得できると計画しています。企業数の増加に関しては、地域的な拡大、ターゲット層の拡大に余地があります。例えば、今は従業員 300~5,000 人の中堅企業層をメインターゲットにしていますが、より大きい企業、もしくはもう少し規模の小さい企業を狙っていく、という形も可能です。海外に注力していく選択肢もあり、様々な打ち手がある、という状態です。ARPU に関しても、多様な対応策があります。メインの戦略は、お客様のご要望にお応えする形で製品あるいは製品機能を新たに開発し、お客様からより高い単価を得ていくこと。M&A 等によってお客様に提供できる価値を高めていくという方法もあります。

**CGS 出村：**M&A に関する質問に移りたいと思います。中長期計画の中で、今後積極的に M&A に挑戦します、と宣言されました。ただし、今まで御社の M&A のトラックレコードがあまりないため、投資家は不透明感を持っていると思います。どういう M&A の規律をお持ちなのか、例えば ROI や投資基準に関して、お話し頂けるものはありますか。

**小椋社長：**我々のビジネスモデルは、解約率が低く、先行きが読みやすいという特徴があります。そのため、ARR200 億円までのロードマップはある程度描けています。ただし、200 億円で市場が成熟するとは思っておらず、その先の 1,000 億円という長期目標を掲げました。1,000 億円を達成していくために必要な道筋を考えていくと、お客様の数の拡大、単価の引き上げに関し、別のアプローチも必要であろうと考えました。具体的には、今我々が持っていない有益な技術要素、製品、機能を取り込んでいく、または販売していくことが出来れば望ましい。全く違う事業を増やす足し算ではなく、私どもが提供できるバリューをさらに 2 倍、3 倍に高める掛け算の M&A を考えています。お客様の数の増加に比例して我々の潜在的な可能性は大きくなっています。

**CGS 出村：**しっかりした顧客基盤をお持ちなので、他社の SaaS 事業を買収して組み合わせていくストーリーは理解しやすいと思います。一方で、SaaS の企業は高粗利・高収益・低解約率のビジネスモデルを反映して、どうしても買収価格が高くなりやすい弊害があります。M&A を実施するときの投資回収期間についてどうお考えでしょうか。

**小椋社長：**基本的には、シナジー効果により双方のビジネスが加速することによって、投資回収できる状況を見込んでいます。5 年間とか 7 年間とか、そのような期間での回収イメージを考えています。ROIC で言えば、15 から 20% くらいの水準となります。ただし、私どもにはトラックレコードがない状況です。これから 1,000 億円を目指していくという絵を描いていく中で、経験を積むことによって、その先を窺えるような体制を 200 億円にリーチするまでに作り上げたいと考えています。

**CGS 出村：**買収候補のリストを幅広くどれだけ持てるかも、M&A のキーポイントになると思います。今はどのような社内体制で取り組まれているのでしょうか。

**小椋社長：**スタートアップ投資を行っている部門があり、この部門でポテンシャルのある投資先リストを作っています。リストには、必ずしも買収先候補だけでなく、双方のビジネスメリットの中で投資させて頂く、という取り組み候補も含んでいます。スタートアップの SaaS 企業だけでなく、シナジー効果が大きいと想定される中堅 SaaS 企業も、リストに入れていくでしょう。スタートアップ投資のトラックレコードは少しずつ出来ており、実際 IPO によるエグジットの事例も出てきています。我々が提供できる価値は、BtoB の SaaS としての販売先を持っていることや、これまでの成長の過程で得られた有益な情報を提供出来ることだと思えます。こうした強みを生かせる投資先企業の選定アプローチを進めています。

**CGS 出村：**具体的にシナジーを出されている出資企業として kickflow があると思います。実際に kickflow のサービスを商談に組み込んで、どのような成果があったのでしょうか。

**小椋社長：**「テクノロジーの解放」が我々の経営理念であり、HENNGE は加速を手伝ってくれる、情報を持っている、試行錯誤をしている、といったイメージをお客様に認知してもらうことが、我々にとって非常に有益なのです。kickflow のワークフローのシステムは、非常に画期的なものだと思っています。我々のお客様に、kickflow のシステムを紹介し、販売のサポートをするという形で協業しています。kickflow には、売上拡大のビジネスメリットがあります。これは、お客様にも、我々にもメリットがあります。お客様から見ると、イケてるワークフロー製品を紹介してもらえ、今まで出会えなかったソリューションを得られるチャンスがあります。本当に良い製品か疑問に思っているお客様ならば、手触り感のある形で試すことができます。我々には、様々な分野に挑戦する姿を認知してもらえ、お客様とビジネスを深めていく契機となる可能性もあります。

**CGS 出村：**ワークフローという地味な分野のサービスで、イケてるというのはなかなか凄いです。

**小椋社長：**そうなんです。kickflow の製品は、本当にイケてます。

**CGS 出村：**3 番目の海外展開について、ご質問させていただきます。どのような地域への進出をお考えでしょうか。また、海外に出て行かれるときに、御社の強みはどこにあり、一方でどのような障害があるとお考えでしょうか。

**小椋社長：**HENNGE One は、本質的に地域性があまりなく、どこでも便利に使える製品だと思っています。そのため、海外展開への挑戦は以前から構想にあり、今後はより積極的に挑戦したいと考えています。ではなぜ

今すぐに海外へ行かないのか、あるいはなぜこれから海外に出ていけると思うのかに関し、お話しします。日本でも同様ですが、クラウド、SaaSを導入する際に障害を取り除くことが、我々の主なバリューです。そもそもクラウドとSaaSがある程度育っていない地域だと、展開の余地がありません。例えば、台湾で長年ビジネスをしています、エントリーが少し早すぎた感があります。日本は、2011年の震災を契機にクラウドの使用が加速され、他国に比べて早めにクラウドの導入が進んだと思っています。しかし、多くの国でクラウドが普及する切っ掛けとなったのは、正にパンデミックでした。皆が違う場所から同時に違うデバイスを使って働くというリアリティが、パンデミックがもたらした効果なのでしょう。ここ2-3年で多くの国々でクラウドの普及が本格化したと認識しています。ただし、北米は事情が異なります。以前からクラウドが広く普及しており、多額の資金を使って高成長を目指すライバルたちと正面から戦わなくてはなりません。注意深く方策を探る必要がありますが、やりようはあると思っています。各々の国で様々な状況がある中、パンデミックを経て期が熟し始め、再度海外展開を言い始めている状況です。

課題は、サービスが進化し続ける体制を作れるかどうか、だと考えています。SaaSは、毎年お金を払うサービスです。例えば、SpotifyやApple Musicなどの音楽サブスクリプションサービスと同じです。曲が追加されないなら誰もお金を払わないし、新たな価値が継続して追加されていく将来の保証に対し、消費者はお金を払う。同じことがBtoBのSaaSにも当てはまり、今この機能があるから導入しますという訳ではなく、10年後も進化し続けているかどうか、とても大事な観点なのです。そのため、お客様の声をきちんと拾い、抱える問題と向き合う具体的な部隊がいることが、大事な要素だと思っています。これはセールスやカスタマーサクセスの機能です。本当に導入後もきちんとサポートされ、機能がアップグレードや追加され、時代を追い越してリードしてくれるのか、ということをお客様はとて見えています。

**CGS 出村：**最初に人への投資が必要ということであれば、M&Aを使って基盤のある会社に御社のサービスを載せるということもあり得ると思いますが、如何でしょうか。

**小椋社長：**日本でも、初めから多くの人材を投資して始めた訳ではありません。台湾も同じです。必要なのは、現地できちんとお客様の課題と向き合える人たちと、日本の開発部隊がしっかり課題を共有できる仕組みがある、ということ。人を投下しないと売上が上がらないというよりは、お客様の増加に伴ってしっかりセールスやカスタマーサクセス部隊を動員していくことができる体制を作ることが重要だと思っています。

M&Aの可能性を排除しませんが、既にある基盤を手に入れないと海外でスタート出来ない訳でもなく、キーマンの方が必要だと思います。日本では販売代理店とタッグを組んでお客様にアプローチをしていますが、同様な形で一緒に販売できるパートナーを探していく方法もあると思います。様々な方法でアプローチが可能ではないでしょうか。

世界各国の人材が集まってビジネスをしていることも、海外展開における我々の強みになると思います。現在も20数カ国の外国人と一緒に働いています。各々の国に合わせて機能をローカライズしていく、あるいはドキュメンテーションしていくことに関しては、他社に比べて非常にやりやすいだろうと、自覚しています。

**CGS 出村：**最後に、キャピタルアロケーションについて質問させていただきます。御社のROEは前期で31%と非常に高く、投資家から高い評価を得ています。一方で、今後5年間のCGS予想では170億円程度のキャッシュが生まれることになり、適切なキャッシュの使い方をしないとROEが低下するという問題が発生します。今後のM&Aもしくは株主還元などキャピタルアロケーションについてのお考えを聞かせてください。

**小椋社長：**LTVの成長戦略に対してどれだけ先行投資をする必要があるのか、将来どれだけ市場を開拓していけるのか、によるとと思っています。現状は市場が急拡大している事業環境であると認識していますから、継続的な高成長のため、できる限り成長投資に資金を回していきたいというのが、基本的な考え方です。一方で、

キャッシュが溜まり易いビジネスであることは事実です。実際に目指すターゲットに達してもその時点で成長余地が限られるという状況になれば、株主還元の方に倒していくことになると思います。

**CGS 出村：**30%台という高い ROE 水準をこれからも維持できるかに関し、コメント頂けますか。

**小椋社長：**もちろん高い ROE 水準を維持していきたいですし、維持できるよう積極的な投資を行っていきたくて考えています。もし維持できない事態になれば、そのままにせず、成長を加速できる方法を考える、あるいは株主還元の方針を傾ける、といったことを考えています。

**CGS 出村：**投資家も気にしている論点だと思いますので、決算説明会や株主総会など機会があるときに、御社の方から ROE についてのコメントを出して頂けると助かります。以上、中長期投資家目線で投資判断上、気になるポイントを議論させていただきました。最後に何か経営陣として、投資家に対してメッセージがございましたらよろしくお願い致します。

**小椋社長：**ありがとうございます。今後の成長の道筋を示す形で5年後の目標を発表させて頂きました。目標を達成することはもちろんですが、その先も安定的な成長ができる会社を目指しておりますので、ご指導、ご鞭撻頂けると有難いと思っております。末永く見守って頂きたいと思っております。どうぞよろしくお願い致します。

## CGSによる業績予想モデル

	(百万円)	22年度	23年度	24年度	25年度E	26年度E	27年度E	28年度E	29年度E	29年度E			
										Base Case	Bull Case	Bear Case	
<b>損益計算書:</b>													
売上高		5,646	6,776	8,365	10,472	12,457	14,835	17,686	20,763	20,763	24,622	16,189	
売上原価		874	1,098	1,329	1,645	1,935	2,278	2,684	3,114	3,114	3,201	2,752	
総利益		4,772	5,677	7,035	8,827	10,522	12,557	15,001	17,649	17,649	21,421	13,437	
販売管理費		4,309	4,970	6,020	7,216	8,386	9,835	11,577	13,439	13,439	15,707	10,809	
営業利益		462	708	1,015	1,611	2,136	2,722	3,424	4,209	4,209	5,714	2,628	
税引利益		452	713	1,181	1,611	2,136	2,722	3,424	4,209	4,209	5,714	2,628	
税金		131	204	354	478	641	817	1,027	1,263	1,263	1,714	788	
少数株持ち分		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
当期利益		321	509	827	1,132	1,495	1,906	2,397	2,946	2,946	4,000	1,839	
EBIT		462	708	1,015	1,611	2,136	2,722	3,424	4,209	4,209	5,714	2,628	
減価償却費・のれん代償却		39	36	40	66	70	76	85	96	96	93	108	
EBITDA		501	744	1,055	1,677	2,206	2,799	3,509	4,305	4,305	5,807	2,736	
希薄化後期末株式数		32	32	32	32	32	32	32	31	76.2	76.2	76.2	
GAAP EPS		10	16	26	35	47	60	76	94	145	282	28	
配当金		0	0	3	4	7	10	14	19	19	26	11	
Payout Ratio		0%	0%	12%	12%	14%	16%	18%	20%	20%	20%	20%	
売上高原価比率		15.5%	16.2%	15.9%	15.7%	15.5%	15.4%	15.2%	15.0%	75.0%	73.0%	77.0%	
売上高総利益率		84.5%	83.8%	84.1%	84.3%	84.5%	84.6%	84.8%	85.0%	25.0%	27.0%	23.0%	
売上高販売管理費比率		76.3%	73.3%	72.0%	68.9%	67.3%	66.3%	65.5%	64.7%	16.2%	13.9%	19.3%	
売上高営業利益率		8.2%	10.4%	12.1%	15.4%	17.1%	18.4%	19.4%	20.3%	8.8%	13.1%	3.7%	
売上高EBITDA比率		8.9%	11.0%	12.6%	16.0%	17.7%	18.9%	19.8%	20.7%	17.9%	20.8%	14.2%	
<b>キャッシュフロー表:</b>													
当期利益		321	509	827	1,132	1,495	1,906	2,397	2,946	2,946	4,000	1,839	
減価償却費・のれん代償却		39	36	40	66	70	76	85	96	96	93	108	
運転資金増減		353	575	944	1,241	1,164	1,395	1,672	1,791	1,791	2,838	1,151	
営業CF		777	1,228	1,930	3,713	3,929	4,814	5,876	6,693	6,693	9,839	4,325	
設備投資		-29	-89	-61	-73	-87	-104	-124	-145	-145	-148	-162	
FCF(営業CF-設備投資)		748	1,139	1,868	3,640	3,841	4,710	5,753	6,547	6,547	9,692	4,163	
買収資金		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
配当金支払い		0	0	0	-136	-209	-305	-431	-589	-589	-800	-368	
FCF(営業CF-投資CF-配当金)		657	802	1,895	3,504	3,632	4,405	5,321	5,958	5,958	8,892	3,795	
自社株買い		-0	-270	-151	-213	-212	-211	-210	-208	-208	-341	0	
有利子負債増減		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
現預金増減		661	532	1,743	3,291	3,420	4,195	5,112	5,749	5,749	8,551	3,795	
<b>CF転換率</b>													
営業CF/EBITDA		154.9%	165.1%	182.9%	221.4%	178.1%	172.0%	167.5%	155.5%	155.5%	169.5%	158.1%	
FCF/当期利益		233.0%	223.8%	225.8%	321.4%	256.9%	247.2%	240.0%	222.2%	222.2%	242.3%	226.3%	
<b>貸借対照表:</b>													
現預金		4,054	4,585	6,328	9,619	13,039	17,234	22,346	28,095	28,095	33,825	21,235	
売掛債権		115	170	187	223	266	316	377	455	455	540	355	
在庫		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
流動資産		4,537	5,115	6,920	10,247	13,710	17,955	23,128	28,955	28,955	34,770	21,994	
有形固定資産		161	168	290	297	315	342	381	431	431	417	485	
長期投資		259	556	460	460	460	460	460	460	460	460	460	
無形固定資産		0	45	43	43	43	43	43	43	0	0	0	
固定資産		669	1,179	1,366	1,330	1,347	1,375	1,414	1,464	1,464	1,449	1,518	
総資産		5,206	6,295	8,285	11,577	15,057	19,330	24,542	30,418	30,418	36,219	23,512	
短期有利子負債		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
買掛債務		27	29	38	42	49	58	68	77	77	114	38	
その他流動負債		2,982	3,764	5,055	6,328	7,528	8,965	10,687	12,547	12,547	14,879	9,783	
流動負債		3,009	3,793	5,093	6,370	7,577	9,022	10,755	12,624	12,624	14,993	9,821	
長期有利子負債		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
固定負債		105	86	206	206	206	206	206	206	206	206	206	
総負債		3,114	3,880	5,299	6,576	7,782	9,228	10,961	12,829	12,829	15,199	10,026	
純資産		2,092	2,415	2,987	5,001	7,275	10,102	13,581	17,589	17,589	21,020	13,485	
負債純資産合計		5,206	6,295	8,285	11,577	15,057	19,330	24,542	30,418	30,418	36,219	23,512	
<b>CCC</b>													
売上債権回転日数		8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	
在庫回転日数		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
買掛債務回転日数		11	9	9	9	9	9	9	9	9	13	5	
運転資金日数(CCC)		-3	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-5	3	
ROE		16%	23%	30.6%	28.4%	24.4%	21.9%	20.2%	18.9%	18.9%	22.1%	15.2%	
ROIC (incl. Cash)		16%	21%	25.0%	26.8%	23.6%	21.4%	19.9%	18.7%	18.7%	21.8%	14.9%	
1株当たりネットキャッシュ		125	142	196	300	409	543	707	894	894	1,104	659	

## Disclaimer

---

本レポートは、対象となる企業（以下「対象企業」といいます。）の依頼を受けて株式会社 Capital Growth Strategies（以下「株式会社 CGS」といいます。）が作成したものです。株式会社 CGS は、レポート作成以外の業務で対象企業から報酬を得る可能性があります（株式会社 CGS は、対象企業から、本レポートの作成に係る業務の報酬を得ています）。

本レポートは、対象企業に関して参考となる情報提供を目的として作成されており、投資の勧誘・推奨・助言を行うものではなく、またそれらを意図したものではありません。投資に関する決定は、投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。本レポートに記載されている仮説、見解、分析、業績予想等は、公表資料や取材等を通じた情報をもとに株式会社 CGS が作成したものであり、当該企業によるものではありません。株式会社 CGS は、本レポートに記載された情報の正確性、完全性を保証するものではありません。本レポート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何らかの損害が発生した場合においても、株式会社 CGS はいかなる責任も追いません。

本レポートの著作権を含む知的財産権は、株式会社 CGS に帰属しており、株式会社 CGS の事前の書面による承認なしに複製、修正・加工、販売、表示、送信、配布することは固く禁止されます。株式会社 CGS の取締役、従業員は、対象企業の証券を保有している場合があります。本レポートの内容は、今後予告なしで変更される場合があります。