

HENNGE (4475 JP)

Okta との比較においても HENNGE は割安

2025 年 7 月 14 日

エグゼクティブサマリー

前回のイニシエーションレポート（2025 年 2 月 18 日）には、多くの反響や投資家からの様々なご意見を頂いた。その中で、米国中心のグローバル企業で業態が比較的類似している Okta（Nasdaq 上場、Ticker Code：OKTA）との比較をして欲しいというリクエストを数多く頂いた。今レポートでは、フォローアップとして、以下の 3 点について解説している：① Okta と HENNGE 社の Valuation を比較し、改めて HENNGE の割安度を確認；② Okta と HENNGE の今後の成長率の差異の背景にある 2 社の戦略や市場、サービスの違いを説明；③ HENNGE の米国進出についての CGS の見解。

本レポートの結論は以下の通り：

◦ **両社の EV/EBITDA（Next 12mo）は 20 倍程度と概ね同水準だが、今後の EBITDA 成長率と ROIC に明確な違いがある。** Okta の市場コンセンサスにおける今後 3 年間の EBITDA 成長率は 12%。HENNGE の同成長率（CGS 予想）は 27%。また ROIC でも HENNGE の 30% に対し Okta は 7% と、2 社の差は大きい（Okta は過去の大型買収によるのれんが大きいため）。**同水準の Valuation において CF 成長力と創出力がこれほど違うことから、現在の HENNGE の Valuation が割安だという CGS の分析結果は、Okta を比較対象にしても変わらない。**

◦ **HENNGE の成長率が Okta より高い理由は、①Okta は外部環境の悪化や収益重視路線への変更で成長率が鈍化していること、②Okta はクラウド普及率が高い米国でかつ大企業が顧客の中心であること。一方で HENNGE はクラウド普及率が未だ低い日本でかつ中小企業がターゲットのため、成長余地が大きいこと。**

◦ HENNGE は、25 年 4 月に米国市場に進出すると発表した。TAM が非常に大きいことに加え、ID 管理だけでなくメール管理やサイバーセキュリティまでトータルなワンストップサービスを提供する企業は米国にない。不透明感はあるが、優秀な CEO を米国合弁会社に迎えたことで、成功する可能性はあろう。

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 7 月 10 日）1,680 円

時価総額 536 億円

年度(9月決算)	F25E	F26E	F27E	F28E
EPS	41	55	69	86
P/E	41x	30x	24x	20x
EV/EBITDA	23x	16x	11x	8x
P/B	11.7x	7.3x	5.1x	3.7x
配当利回り	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
ROE	33%	27%	24%	21%
ROIC	30%	26%	23%	21%
FCF 転換率*	326%	252%	236%	228%
Incremental ROI**	172%	6%	25%	28%

*FCF 転換率 = FCF ÷ 当期純利益

**Incremental ROI = FCF 増加額 ÷ 投下資本増加額

① HENNGE の EBITDA 成長 1%当りの EV/EBITDA マルチプルは Okta の約半分

Oktaは、HENNGEと同様にクラウド型のIDaaS（Identity as a Service）を提供する米国企業である。企業や団体向けにシングルサインオン（SSO）や多要素認証などのセキュリティ機能を提供する他、後述する開発者向けのSaaSサービスも手掛けている。米国でのシェアはトップクラス。売上高の98%がサブスク（月額や年額などの定額料金で商品やサービスを継続的に利用できるサービス）であり、粗利益率は76%（25年1月期）と高いなど、HENNGEと類似するビジネスモデルを持つ。

ただし、HENNGEのイニシャルレポートでは、利益成長1%あたりのValuation（FCF創出力）比較の対象企業から、Oktaは外した。OktaがEBITで黒字転換したばかりで、比較対象として必ずしもふさわしいとは思えないと判断したため。今回多くの投資家の要望を踏まえ、HENNGEとOktaのValuationの比較を行ったのが図表1である。結論から言えば、**Oktaと比較しても「HENNGEの中長期的なFCF創出力や今後の期待成長率を踏まえればHENNGEのEV/EBITDA倍率には大きなアップサイドが存在し得る」というCGSの考えに変更はない。**

○25年度予想ベースで、HENNGEのEV/EBITDA（Next 12mo）は20倍、Oktaは19倍とほぼ同水準である。しかし、期待成長率には大きな差異がある。CGS予想では、HENNGEの今後3年間（2026年9月期～2028年9月期）の売上高成長率は20%、EBITDA成長率は27%としている。これに対し、Oktaの今後の期待売上高成長率は10%、EBITDA成長率は12%である（Bloomberg コンセンサス）。**OktaのEBITDA成長1%当りのEV/EBITDAマルチプルは1.6倍と、HENNGEの0.7倍と比べて大きな乖離がある。**なお、OktaのEBITDAやROIC、ROE、PERなど全て指標は、non-GAAPベースの数値を使用している。Oktaは、SBC（Stock-based compensation expense、株式報酬費用；企業が従業員や役員に対して支給する株式やストックオプションなどの報酬のうち、会計上の費用として計上される金額）の金額が大きく、SBC等の影響を控除したnon-GAAPベースの方が、より正確に比較しやすいと考える。なお、2025年1月期のSBCは、565百万ドルであり、EBITは74百万ドルの赤字、non-GAAPベースのEBITは587百万ドルの黒字である。

また、期待成長率1%あたりのValuationの大きなドライバーであるROIC（non-GAAPベース）で比較しても、HENNGEはOktaを大きく上回っている。キャッシュ含みのROICで比較すると、HENNGEの30%に対し、OktaのROICは7%と低位（にもかかわらず、期待成長率1%あたりのValuationでは、HENNGEが大きくディスカウントされている）。投下資本を使ってどれだけCFを上げられるかの指標であるROICで、両社の格差は歴然としている。これは、Oktaが2021年5月に買収したAuth0（オースロゼロ）の影響が大きい。約65億ドルの株式交換による買収であったが、2025年1月期末でも56億ドルの無形固定資産（のれん代、顧客資産など）が残っている。この無形固定資産は投下資本の75%を占める。大型買収に見合った利益創出や売上成長が出来ていないこと、もしくは買収価格が高すぎたことが問題であろう。

なお、EBITDAマージン（non-GAAPベース）は、HENNGEよりOktaの方が高い。ただし、Oktaは人件費の多くをSBCで支払っている。その分、OktaはSBC以外の人件費負担を軽減出来ていることになり、両社の収益性を単純比較するのはあまり意味がないと考える。

図表 1：HENNGE と Okta の Valuation 比較

	HENNGE	Okta
時価総額（百万ドル）	367	16,528
EV/EBITDA（Next 12mo）	20x	19x
EBITDA CAGR（3年予想）	27%	12%
EBITDA成長1%当りのマルチプル	0.7x	1.6x
ROIC(non-GAAP25年度E)	30%	7%
（参考）		
売上高(\$mn、25年度E)	75	2,610
売上高CAGR（3年予想）	20%	10%
EBITDAマージン(non-GAAP25年度E)	18%	27%
PER（Next 12mo）	35x	29x
ROE（25年度E）	35%	8%
FCF転換率(non-GAAP 3年予想平均)	237%	129%

（注）7月10日の株価（HENNGE1,680円、Okta94.41ドル）及び為替145円/ドルを使用して計算

HENNGEはCGS予想を、OktaはBloombergの市場コンセンサス予想を使用

（出所：CGS）

図表 2：Okta の市場コンセンサス予想（Bloomberg 調べ）

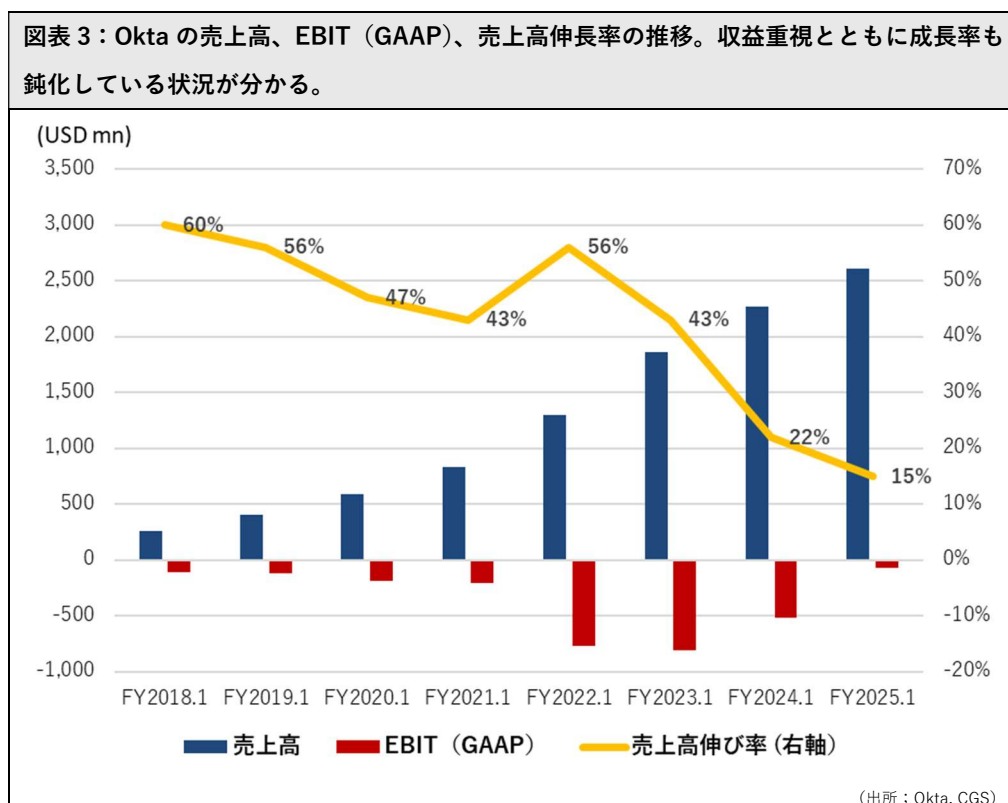
（単位 百万円ドル）	25年1月期	26年1月期E	27年1月期E	28年1月期E	今後3年CAGR
売上高	2,610	2,859	3,140	3,469	
伸び率	15%	10%	10%	10%	10%
EBITDA(Non-GAAP)	675	759	843	938	
伸び率	73%	12%	11%	11%	12%
EBITDAマージン	26%	27%	27%	27%	
EBIT(Non-GAAP)	587	718	817	946	
伸び率	89%	22%	14%	16%	17%
EBITマージン	22%	25%	26%	27%	
Net Income(Non-GAAP)	510	607	680	771	
Net Income(GAAP)	28	145	168	269	
FCF	742	775	866	1,025	

（出所：Bloomberg Consensus as of June 20, 2025）

② Okta は収益性優先の戦略に転換し、成長率は鈍化。HENNGE は、中堅・中小企業中心で成長余地は相対的に大きい

戦略面で、HENNGEとOktaの違いは大きい。Oktaは、EBIT（GAAP）が赤字であっても、売上成長を優先してきた（図表3参照）。過去8年間を見ると、2023年1月期まで、同社は40-60%の売上高成長を遂げていた。一方で、マーケティング費用や人員拡大によって、EBIT（GAAP）は赤字の状況が続いている。しかし、2025年1月期以降は、経営戦略を転換。大企業のIT投資抑制、マイクロソフトとの競争激化、金利高による株式市場の赤字企業への許容度低下など様々な要因から、売上成長より収益性優先の戦略に舵を切った。売上高の伸びは10%台前半に低下し、2026年1月期にはEBIT（GAAP）の黒字転換を果たす計画。

一方HENNGEは、上場以来営業黒字を維持し、売上高成長と収益性の改善のバランスを取りながら、事業運営を続けてきた。安定した高成長企業のイメージが定着している。また、普及率がまだ低い日本において中堅・中小企業をメインに新規開拓していくこと、市場ニーズに合ったサービスの拡張を継続していくこと、単価アップ余地が大きいことなどの要因から、中長期の成長余地も大きい。



HENNGEとOktaのサービス内容の大きな差異は、以下の3点と考える。

- HENNGEは、IDのアクセスコントロール機能だけでなくメールやファイルの誤送信対策や標的型攻撃対策などのサイバーセキュリティなど幅広いセキュリティサービスを提供している一方、OktaはID管理の「Workforce Identity Cloud」と開発者支援の「Customer Identity Cloud」（買収したAuth0のサービス；ユーザーにログインや認証機能を提供するためのID管理プラットフォーム）の両軸を持つ。尚会社側は公表していないものの、Oktaの「Customer Identity Cloud」は売上高の約3割を占める模様。

- ID管理に関しても、Oktaは大企業をメインターゲットにしているため、大企業が特に求めるオンプレミスにも幅広く対応し、ライフサイクルマネジメント、IGA、PAM（注釈参照）などのID付加管理機能も持つ。全機能を使うと料金は高く、大企業向けに強い。一方で、HENNGEはクラウドへ移行する際に企業が必要と感じる誤送信対策や標的型攻撃対策等と合わせて中堅・中小企業も導入しやすいバンドルでの比較的にリーズナブルな価格帯。
- Oktaの売上の19%は海外。

（注釈）

- ・ライフサイクルマネジメント；従業員や外部ユーザーのアカウント・アクセス権を、その入社～異動～退職にわたって自動的に管理する機能
- ・IGA（Identity Governance and Administration）；誰が何にアクセスできるか、正しく管理・監査する仕組み。アクセスが適切かどうかを定期的にチェックできる他、監査やコンプライアンスにも対応する。
- ・PAM（Privileged Access Management）；重要システムへの強力な権限を持つ人を特別に管理する仕組み。

重要なことは、Okta の場合主要対象顧客が大手のため景気の影響を受けやすくアップセルが機能しないと成長率が鈍ること、逆に HENNGE は主要対象企業が中堅・中小企業であり、クラウド化が遅れている日本市場では拡販余地が大きいこと、であろう。クラウド普及率は米国では 7 割、日本では 3 割と言われている。

図表 4：HENNGE と Okta のサービス内容、対象顧客層、価格帯の比較

	HENNGE One（日本）	Okta（米国）
対象顧客層	メインターゲットは300-5000名規模の企業 業種業界は様々 日本企業が中心	メインターゲットは中堅～大企業 米国企業やグローバル展開している企業が中心
価格帯	HENNGE One IDP（単機能）300円/月 HENNGE One Basic（スイートプラン）800円/月 HENNGE One Pro（スイートプラン）1,000円/月 他の単機能プランもあり	スタータープラン6ドル/月 エッセンシャルプラン17ドル/月 その他、プロフェッショナルプラン、エンタープライズプラン、Customer Identityについては、個別見積対応
Identity機能	Workforce Identity（SSO、MFA、API連携、 アクセスログ監視、 専用ブラウザによるアクセス制限、 オンプレミスへのセキュアゲート）	Workforce Identity （SSO、MFA、API連携、ID・アクセス情報管理機能、レポート/監査機能、 ライフサイクルマネジメント、ノーコードによる自動化設定、IGA、PAM ） Customer Identity（買収したAuth0のサービス）
DLP機能	メール誤送信対策、脱PPAPのファイル送信、 メール監査対策、クラウドファイル共有ミス対策、 大容量ファイル転送	なし
Cybersecurity機能	メール脅威対策、標的型攻撃メール訓練	なし
強み	Identity機能にとどまらず、メールやファイルの情報漏洩対策のDLP機能や、標的型攻撃対策等のサイバーセキュリティ機能など、主にクラウドを利用する企業向けが必要となるセキュリティと利便性の向上に資するサービス群をワンストップで提供。 日本国内では業種業態を問わず、多くの顧客に長年ご利用いただいている実績と、クラウド移行に伴う日本企業の不安や課題を解決してきた知見に基づき、カスタマーサクセス体制も充実。クラウド利用を進める企業が直面しやすい障壁を取り除き、安心してサービスを活用できる環境を整える。	グローバル大企業が求める高度な統合性と拡張性に対応。単なるID管理にとどまらず、Customer Identity/Auth0やアクセス権限管理（IGA、PAM）、ライフサイクル管理、ノーコードによる自動化設定機能、レポート/監査機能などを含む広範な機能を提供。企業全体のID・アクセス統制を一元的に担う包括的プラットフォームを構築している。

（出所：CGS）

③ HENNGE の米国市場新規参入に関する見解

HENNGEは、25年4月に米国市場に進出すると発表した。HENNGE（51%）とSunBridge Corp.（49%）による合併会社方式。米国市場への進出方法を探ってきたが、SunBridge の紹介により、事業の立ち上げ経験が豊富なRobert Sharp氏がCEOとして招聘できることが決まったことから、米国進出を決断した。

米国には、ID管理、メール管理で各々競合が多数いるが、ID管理だけでなくメール管理やサイバーセキュリティまでトータルなワンストップサービスを提供する企業は米国にない。日本と異なり、スイッチングについても狙う予定。ターゲットは中小企業。直販はせず、IT運用業者であるMSP（Managed Service Provider、多くは中小企業）を代理店として商談を進めている。如何にHENNGE Oneを取り扱ってくれるMSPを増やしていくかが鍵となる。CGSとHENNGE経営陣との議論によると、既に何社か興味を示し、商談は始まっている模様。

MSP に提供する値段はまだ確定していないものの、日本とほぼ同程度が想定され、エンドユーザーに対してはMSP が他のサービスとバンドルで自由に価格を上乗せして決定できる。米国には4万程度のMSPが存在すると言われており、上位20%の8,000社がほとんどのシェアを占めると言われている。MSPの市場規模は2019年でUSD 200 Billion程度と推計されており、HENNGEにとって米国市場参入のTAMは非常に大きい。CGSでは、米国市場が、長期的にHENNGEのさらなる成長加速機会となることを期待している。

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
損益計算書:												
売上高		5,646	6,776	8,365	10,879	13,150	15,671	18,593	21,837	21,837	25,865	17,078
売上原価		874	1,098	1,329	1,709	2,043	2,407	2,822	3,275	3,275	3,362	2,903
総利益		4,772	5,677	7,035	9,169	11,107	13,265	15,771	18,561	18,561	22,502	14,175
販売管理費		4,309	4,970	6,020	7,332	8,627	10,136	11,923	13,967	13,967	16,297	11,269
営業利益		462	708	1,015	1,837	2,480	3,129	3,848	4,594	4,594	6,205	2,906
税前利益		452	713	1,181	1,837	2,480	3,129	3,848	4,594	4,594	6,205	2,906
税金		131	204	354	514	719	939	1,154	1,378	1,378	1,861	872
少数株主持ち分		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
当期利益		321	509	827	1,323	1,761	2,190	2,694	3,216	3,216	4,343	2,034
EBIT		462	708	1,015	1,837	2,480	3,129	3,848	4,594	4,594	6,205	2,906
減価償却費・のれん代償却		39	36	40	67	71	78	88	100	100	96	112
EBITDA		501	744	1,055	1,904	2,552	3,207	3,936	4,694	4,694	6,301	3,019
希薄化後期末株式数		32	32	32	32	32	32	31	31	76.2	76.2	76.2
GAAP EPS		10	16	26	41	55	69	86	103	145	282	28
配当金		0	0	3	5	8	11	15	21	21	28	13
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%	67.4%	65.6%	64.7%	64.1%	64.0%	16.2%	13.9%	19.3%
売上高営業利益率		8.2%	10.4%	12.1%	16.9%	18.9%	20.0%	20.7%	21.0%	8.8%	13.1%	3.7%
売上高EBITDA比率		8.9%	11.0%	12.6%	17.5%	19.4%	20.5%	21.2%	21.5%	17.9%	20.8%	14.2%
キャッシュフロー表:												
当期利益		321	509	827	1,323	1,761	2,190	2,694	3,216	3,216	4,343	2,034
減価償却費・のれん代償却		39	36	40	67	71	78	88	100	100	96	112
運転資金増減		353	575	944	1,479	1,333	1,479	1,714	1,888	1,888	2,984	1,217
営業CF		777	1,228	1,930	4,388	4,537	5,271	6,260	7,163	7,163	10,483	4,661
設備投資		-29	-89	-61	-76	-92	-110	-130	-153	-153	-155	-171
FCF(営業CF-設備投資)		748	1,139	1,868	4,312	4,445	5,162	6,130	7,010	7,010	10,328	4,490
買収資金		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
配当金支払い		0	0	0	-159	-247	-350	-485	-643	-643	-869	-407
FCF(営業CF-投資CF-配当金)		657	802	1,895	3,473	4,199	4,811	5,645	6,367	6,367	9,459	4,083
自社株買い		-0	-270	-151	-480	-268	-267	-266	-264	-264	-365	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	2,993	3,931	4,544	5,380	6,103	6,103	9,095	4,083
CF転換率												
営業CF/EBITDA		154.9%	165.1%	182.9%	230.5%	177.8%	164.4%	159.1%	152.6%	152.6%	166.4%	154.4%
FCF/当期利益		233.0%	223.8%	225.8%	325.9%	252.4%	235.6%	227.6%	218.0%	218.0%	237.8%	220.7%
貸借対照表:												
現預金		4,054	4,585	6,328	9,321	13,252	17,796	23,175	29,278	29,278	35,617	22,001
売掛債権		115	170	187	232	281	334	397	479	479	567	374
在庫		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
流動資産		4,537	5,115	6,920	9,958	13,937	18,535	23,977	30,162	30,162	36,589	22,780
有形固定資産		161	168	290	300	320	352	394	448	448	432	506
長期投資		259	556	460	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140
無形固定資産		0	45	43	43	43	43	43	43	0	43	43
固定資産		669	1,179	1,366	2,012	2,033	2,064	2,107	2,160	2,160	2,145	2,219
総資産		5,206	6,295	8,285	11,970	15,970	20,599	26,084	32,322	32,322	38,733	24,998
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	43	52	61	72	81	81	120	40
その他流動負債		2,982	3,764	5,055	6,574	7,946	9,470	11,235	13,195	13,195	15,630	10,320
流動負債		3,009	3,793	5,093	6,617	7,998	9,531	11,307	13,276	13,276	15,749	10,360
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	6,823	8,204	9,737	11,513	13,482	13,482	15,955	10,566
純資産		2,092	2,415	2,987	5,147	7,766	10,863	14,571	18,840	18,840	22,778	14,433
負債純資産合計		5,206	6,295	8,285	11,970	15,970	20,599	26,084	32,322	32,322	38,733	24,998
CCC												
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%	31%	33%	27%	24%	21%	19%	19%	22%	16%
ROIC (incl. Cash)		16%	21%	25%	30%	26%	23%	21%	19%	19%	22%	15%
1株当たりネットキャッシュ		125	142	196	292	417	563	737	936	936	1,161	689

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もありません。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。