

HENNGE(4475 JP)

ARR 成長の軌跡から見える今後の成長への証

エグゼクティブサマリー

2026 年 1 月 9 日

イニシエーションレポート（2025 年 2 月）、Okta との比較レポート（2025 年 7 月）の発行後、投資家の方々から様々なご意見を頂いている。その中で、将来の HENNGE One の ARR 推移を予想するに当たって過去の ARR 推移の背景にある戦略の歴史を知りたい、というニーズがあった。実際、HENNGE の IR 活動の中で同様の質問を数多く頂いているようだ。今レポートでは、フォローアップとして：①転換期での戦略進化をメインに HENNGE SaaS 事業の軌跡を解説；②過去計画達成実績が示す ARR20% 成長計画への信頼；③ CGS の ARR 成長見通し（今後 4 年間の ARR 平均成長率 18%）について記載する。

本レポートの結論は以下の通り：

- 同社の SaaS 事業は、①信頼資産の蓄積期（19 年以前）から始まり、②上場を契機とした価格再定義期（19~21 年）、③ARPU 向上を伴う成長再加速期（21 年以降）という 2 段階の進化を経て、④24 年の値上げへと繋がり、ARR の高成長を実現してきた。外部環境の追い風を、新機能の継続的な追加施策や経営資源の拡充等で、成長に繋げてきたことは同社の力量を示すものと言える。また、一度も大きなインシデントを起こさずに機能拡張を進めてきた開発部門の貢献も大きいと考える。
- HENNGE は期初に掲げた会社計画に対し、売上高・利益ともに、概ね計画を上回る結果を継続してきた。HENNGE は、ARR 平均 CAGR20% 以上の成長と 2029 年 9 月期に ARR200 億円を目指すとしているが、過去の経緯と計画達成能力を鑑みれば、十分に達成は可能と CGS は考える。
- CGS がこれまで見込んできた 2029 年 9 月期 ARR214 億円という到達シナリオを維持する。HENNGE One の価値向上と価格戦略の持続により、2026 年 9 月期以降の ARR 成長率は 17-18% 程度を安定的に維持しながら成長軌道を描くと予想する。なお、CGS 予想には次回の値上げを織り込んでおらず、会社側の ARR20% 以上の成長目標とは若干の差異が出ている。

本文の後に、執行役員 CFO の小林様との対談議事録を記載した。今後の ARR 成長に対する同社の自信とその背景を感じ取ってもらえれば幸いである。

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（2026 年 1 月 8 日）1,325 円

時価総額 422 億円

年度(9 月決算)	F25	F26E	F27E	F28E
EPS	43	52	60	71
P/E	31x	25x	22x	19x
EV/EBITDA	19x	15x	11x	9x
P/B	10.9x	8.1x	6.4x	5.1x
配当利回り	0.4%	0.5%	0.8%	1.0%
ROE	40%	36%	32%	30%
ROIC	34%	32%	30%	29%
FCF 転換率*	196%	155%	152%	167%

*FCF 転換率 = FCF ÷ 当期純利益

1 転換期での戦略進化をメインに HENNGE SaaS 事業成長の軌跡を解説

今章では、この点にスポットを当て、同社の ARR 戦略の歴史を振り返る。参考に、過去の年度別の ARR とその構成要素の推移表を掲載する。HENNGE の SaaS 事業は高成長かつ高収益の事業へと進化しているが、その裏側には、長年にわたる信頼性投資と戦略転換の歴史が存在する。なかでも、**国内 IDaaS 市場における価格慣行を大きく転換したプライシング戦略の変革と、2021 年以降に明確化された ARR (N × n × ARPU) を中核とする経営モデルの確立こそが、現在の収益構造を根底から支えている。** HENNGE One を中心とした同社 SaaS 事業の成長過程を、①信頼資産による基盤構築期、②上場を契機とした価格再定義期、③ARPU 向上を伴う成長再加速期、という三段階に分け、解説する。

図表 1: HENNGE の SaaS 事業の ARR 及びその構成要素の推移

	ARR 前同比 (百万円) (%)	N (契約社数) (社)	n (契約企業当たりの 平均契約ユーザー数) (人)		N×n (平均契約ユーザー数) (人)		ARPU (契約ユーザー当たり の年額単価) (円)	ARPU 前同比 (%)
			前同比 (%)	前同比 (%)	前同比 (%)	前同比 (%)		
14年9月期	563	232		1,187		275,384		2,042
15年9月期	880	56.3%	399	72.0%	1,095	-7.8%	436,905	58.7%
16年9月期	1,288	46.3%	642	60.9%	1,018	-7.0%	653,556	49.6%
17年9月期	1,898	47.4%	928	44.5%	1,107	8.7%	1,027,296	57.2%
18年9月期	2,552	34.5%	1,176	26.7%	1,166	5.3%	1,371,216	33.5%
19年9月期	3,240	27.0%	1,428	21.4%	1,171	0.4%	1,672,188	21.9%
20年9月期	3,909	20.6%	1,667	16.7%	1,169	-0.2%	1,948,723	16.5%
21年9月期	4,740	21.3%	1,952	17.1%	1,095	-6.3%	2,137,440	9.7%
22年9月期	5,602	18.2%	2,213	13.4%	1,050	-4.1%	2,323,650	8.7%
23年9月期	6,929	23.7%	2,610	17.9%	912	-13.1%	2,380,320	2.4%
24年9月期	8,753	26.3%	2,951	13.1%	845	-7.3%	2,493,595	4.8%
25年9月期	11,135	27.2%	3,427	16.1%	817	-3.3%	2,799,859	12.3%
26年9月期E	13,150	18.1%	3,950	15.3%	780	-4.5%	3,081,000	10.0%
27年9月期E	15,500	17.9%	4,500	13.9%	746	-4.4%	3,357,000	9.0%
28年9月期E	18,250	17.7%	5,120	13.8%	713	-4.4%	3,650,560	8.7%
29年9月期E	21,400	17.3%	5,800	13.3%	682	-4.3%	3,955,600	8.4%

(注) 26 年 9 月以降は CGS 予想 (出所: CGS)

① 信頼構築の時代：低価格市場に縛られつつ“量と信頼”を積み上げた（～2019 年）

HENNGE One がサービスとして歩み始めた 2010 年代前半、東日本大震災を契機に一部のアーリーアダプターが BCP 対策の文脈でクラウド化に乗り出し始めたものの、日本企業のクラウド移行はまだ黎明期であった。SaaS シフトに慎重な企業が多く、IT 担当者の“選択基準”は機能差よりも、「事故を起こさない安心感」に強く依存していた。こうした中、HENNGE は重大インシデントを一切起こすことのない堅牢な基盤を構築し、セキュリティ事故発生時に「なぜその製品を選んだのか」と責められる立場にある IT 部門の心理を深く理解し、“安心を積み上げる投資”を継続した。

その一方で、外部環境は逆風であった。2014 年に日本のクラウドサービス市場へ参入した Microsoft が、これまで市場を寡占していた Google に対抗するため低価格路線をとる。その中で、IDaaS のオプション価格は年額 2,000 円/人（月 160 円程度）と極端な低価格で提供された。この影響は大きく、**多くの IDaaS 企業の価格は、年額 2,000 円/人が上限として固定化されてしまった。** 図表 1 で 19 年 9 月期以前の ARPU が 1,800-2,000 円程度で推移しているのは、その影響である（2,000 円以下の ARPU なのは、代理店への手数料を引いたネット単価であるため）。HENNGE は、価値に見合う対価を提示できない構造的制約に直面することとなる。しかし、

そのような価格環境下でも同社は、アライアンスを積極化して代理店経由による販売網を堅実に拡大していく、自社の営業体制織も整備していった。結果として、HENNGE は毎年確実に契約企業数を伸ばし、低 ARPU でも“量”を積み上げることで事業基盤を拡張していったのである。

重要なのは、この時期に積み重ねた顧客基盤と運用実績が、後年の価格再編に不可欠な「社会的証明」として機能したことだ。信頼構築と顧客数積み上げの両立が、2019 年以降の飛躍の布石となった。

② 2019 年：上場による信用力の獲得と、価格戦略の再定義

ここまで信頼資産が一気に効力を発揮したのが、2019 年 10 月の株式上場である。セキュリティ商材において、上場企業であることは、継続性・強固なコンプライアンス体制を担保する“品質保証書”として大きく作用した。顧客である IT 部門にとって「他社が採用している」「上場企業が提供している」という事実に加え、株式上場が安心材料となり、HENNGE を採用する合理性が顧客企業内で通りやすくなった。

上場前の 2019 年 6 月に、HENNGE は初めて体系的な料金プランを導入し、HENNGE One Secure Access（月額 400 円）、HENNGE One Standard（同 500 円）、HENNGE One Business（同 750 円）という三段階プランへと整理。新規顧客向けに新価格を適用し、価値と対価のバランス検証が本格化した。HENNGE One Standard の月額 500 円は、これまでの月額 160 円以下の契約から見れば、大胆な価格設定である。このときは既存顧客の値上げは難易度が高いと想定し行わなかったが、2019 年は、HENNGE が“価格を語る資格”を獲得した年であり、低価格拘束の時代が終焉へ向かって動き始めた転機でもあった。

さらにこの頃から決算資料では、「契約企業数の積み上げ」と「サービス認知拡大」を主軸とする積極的マーケティング投資（オンラインイベント・セミナー）が明言され始め、ARR 拡大への布石が揃い始めた。

図表 2：2019 年 6 月に初めて導入された体系的な料金プラン

HENNGE One 新ライセンス体系 (2019年6月)

HENNGE One Secure Access	HENNGE One Standard	HENNGE One Business
SaaSとのシングル・サインオンと端末制御機能を含めた、エンタープライズ向けのプランです。	Office 365/G Suiteやその他のSaaSとのSSOにメール誤送信対策を含めた標準プランです。	Standardプランに端末制御に必要なデバイス証明書を追加したエンタープライズプランです。
月額 400 円 (税抜) 1ユーザー/月 (年間契約)	月額 500 円 (税抜) 1ユーザー/月 (年間契約)	月額 750 円 (税抜) 1ユーザー/月 (年間契約)
プラン内容 <div style="background-color: #f0f0f0; padding: 5px;"> HENNGE Access Control HENNGE Secure Browser HENNGE Device Certificate </div> <small>※ デバイス証明書発行 (1ユーザー1枚まで) ※ 提供可能ライセンス数 200ライセンス~</small>	プラン内容 <div style="background-color: #f0f0f0; padding: 5px;"> HENNGE Access Control HENNGE Secure Browser HENNGE Email Archive HENNGE Email DLP HENNGE Secure Transfer </div> <small>※ デバイス証明書発行 (有償オプション) ※ 提供可能ライセンス数 100ライセンス~</small>	プラン内容 <div style="background-color: #f0f0f0; padding: 5px;"> HENNGE Access Control HENNGE Secure Browser HENNGE Email Archive HENNGE Email DLP HENNGE Device Certificate HENNGE Secure Transfer </div> <small>※ デバイス証明書発行 (1ユーザー3枚まで) ※ 提供可能ライセンス数 100ライセンス~</small>

(出所；会社資料)

③ 2021年：ARR 成長の変曲点を明示した経営方針転換と、付加価値創出サイクルの確立

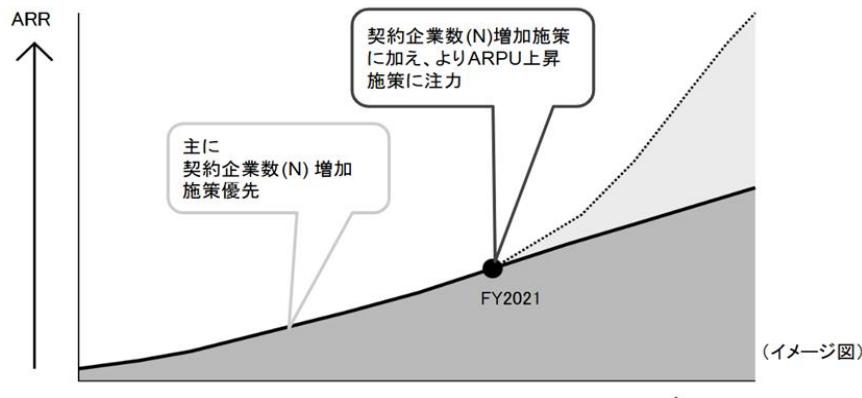
2021年、同社は ARR 成長速度を再加速させるための経営方針転換を明確に打ち出した。具体的には、**それまでの「N（契約企業数）増加による拡大」を主軸としたモデルから、「N に加え、ARPU を引き上げることで既存顧客価値を最大化するモデル」へと、成長ドライバーを二重化したのである。**

この変曲点を象徴したのが、HENNGE One の大規模アップデートと同時に実施された価格改定である。新しく投入された HENNGE Secure Download や HENNGE Cloud Protection などといった機能は、ゼロトラスト時代にユーザーから求められるものであり、値上げではなく「アップグレードの対価」として顧客に受け入れられた。価格体系は Basic (600 円/月)、Pro (1,000 円/月) へと整理され、さらに単機能プランを加えることで、ライト顧客からエンタープライズまで自然な成長経路が描ける構造に再設計された。**導入はまず新規顧客から開始し、営業現場で説明ノウハウを蓄積した上で既存顧客へ展開した結果、2023年9月期までにほぼ全顧客の移行に成功。ARPU は明確な上昇軌道を描き始めた。**このプロセス全体こそが、HENNGE が掲げる付加価値創出サイクル=①新規顧客体制を整備する→②サービスの付加価値を高めていく→③この価値をお客様に確実に届けていく、の実践であり、企業価値向上のエンジンとして定着した。

図表 3：2021年9月期決算説明会で打ち出した新たな経営戦略

2021年以降の成長戦略

2021年以降に向けて、ARR成長速度の変曲点を作るべく、Nだけでなく、ARPUを積極的にあげることのできる施策を実施していきます。



(出所：会社資料)

図表 4: 21 年 8 月発表の新価格体系

HENNGE One事業

2021年8月発表のHENNGE Oneライセンス体系 (2021年10月~)

2021年8月発表の3つの新機能の提供開始に伴い、2021年10月以降のライセンス体系を刷新
高付加価値なセットプランを訴求しつつ、ライトユーザが導入しやすいプランも用意し、幅広いアプローチを目指します

セットプラン	概要	価格
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の利用制限あり)	@600円/月
HENNGE One Pro		@1,000円/月

単機能プラン	概要	価格
HENNGE IdP Lite	SSO/IPアドレス制御/OTP/AD連携など	@150円/月
HENNGE IdP	Lite機能/デバイス証明書/Support Plus/Lock Plusなど	@300円/月
HENNGE 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 DLP	一時保管/ファイルタリングなど	@300円/月
HENNGE ARC	アーカイブなど	@300円/月
HENNGE Cloud Protection	振る舞い検知/サンドボックスなど	@200円/月

(出所: 会社資料)

外部環境の変化も、HENNGE にとって大きな追い風であった。2020 年以降、新型コロナウイルスの感染拡大によって企業の行動様式が大きく変化し、SaaS やクラウドの利用が拡大。2022 年以降にも、さらなる追い風が吹く。政府・行政機関を中心とした「脱 PPAP」の方針転換は、メール添付ファイルを起点とした漏えいリスクを企業統制の対象として再定義し、HENNGE Secure Download をはじめとする安全なファイル授受機能の重要性を強く浮き彫りにした。また 2022 年 4 月の個人情報保護法改正により、漏えい発生時の報告義務と罰則が大幅に強化されたことで、情報管理は単なる IT 部門の裁量から、経営責任の領域に格上げされた。結果として、アクセス権限管理、多要素認証、デバイス制御、ログ監査といった統制機能は、企業にとって“あれば便利”な付加価値ではなく、導入必須の基盤要件であるという位置付けがさらに確定的なものになった。

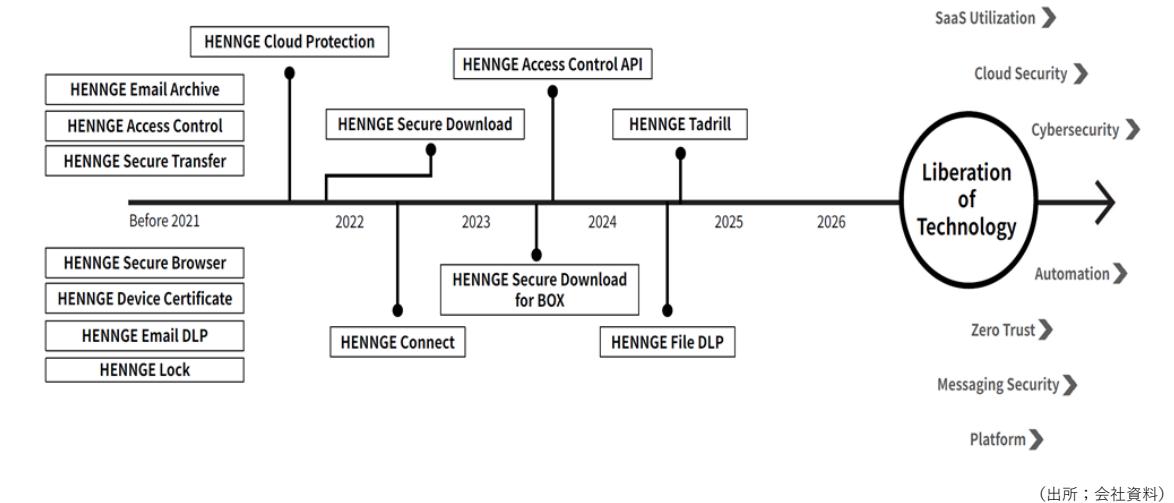
HENNGE は、テクノロジーの解放をミッションに掲げ、従来から企業の情報システム部門のペインを解決する形で製品開発を進めており、HENNGE Cloud Protection、HENNGE Secure Download、HENNGE Access Control API など機能を迅速に追加してきた。機能を継続的に投入することで、顧客企業の依存度と対価許容度を同時に高めている。

つまり、HENNGE の ARR 拡大は、外部要因のフォローの風を、内生的な技術進化による価値の高度化によって取り込む形で進んでいる。市場が求める“必須のセキュリティ水準”に HENNGE が先回りし、提供価値を価格へ適正反映できる構造を確立したことこそが、同社の持続的成長力を裏付ける最大の証左なのである。勿論、広告活動の活発化や、人的投資拡大による成長基盤拡充も貢献は大きかった。

図表 5：新機能の歴史

お客様の変革を応援するHENNGE Oneファミリー

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加速
これからもお客様のSaaS活用を応援し、テクノロジーを解放し続けます



④ 2024 年：HENNGE One Basic を中心に値上げを実施、価格改定を継続できる道筋を示す

2024 年 4 月、HENNGE One の価格体系を再び見直し、HENNGE One Basic プランを月額 600 円から 800 円へ引き上げるとともに、単機能プランについても価格改定を行った。一方で、HENNGE One Pro については月額 1,000 円の価格を据え置き、HENNGE One Pro の活用促進を促したのも特徴的である。値上げによって、一部顧客で離脱は起きたものの、大半の顧客は値上げを受け入れた。この成功は、HENNGE が提供価値に応じた価格改定を継続できるビジネス構造へ転換したことの証左であり、同社の自信を高めることになった。また、25 年 9 月期末には HENNGE One Pro が売上全体の 17% を占めるまでに急拡大し、同社のサービスの価値を顧客が認めていると言えよう。こうした確信を背景に、2024 年 11 月に 2029 年 ARR200 億円超を目指す新中期経営計画が公表されている。

図表 6: 24 年 4 月からの値上げ内容

HENNGE One価格改定について

2024年4月以降のHENNGE Oneのライセンス体系を一部改定予定

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 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 IdP	Lite機能/デバイス証明書/Support Plus/Lock Plusなど		@300円/月
HENNGE 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 DLP	一時保留/フィルタリングなど	@300円/月	@350円/月
HENNGE ARC	アーカイブなど	@300円/月	@350円/月
HENNGE Cloud Protection	振る舞い検知/サンドボックスなど	@200円/月	

(出所: 会社資料)

最後に: 大きなインシデントを起こしていない運用実績がもたらす信頼性

HENNGE が長年にわたり ARR 成長を維持できた背景には、大きなインシデントを起こさないことを徹底してきた開発・運用体制への搖るぎないこだわりがある。このことは、サイバーセキュリティ企業として当たり前のように聞こえるかもしれないが、非常に重要な要素と考える。SaaS 事業において、セキュリティ障害は単なる技術的瑕疵ではなく、採用意思決定そのものを覆すレビュー・リソースを伴う。

実際に過去には、競合他社が提供するメールセキュリティ製品で、外部から不正に操作できる脆弱性が問題化した事例がある。その中で、HENNGE は、本質的なセキュリティ強度とスケール性を両立するプロダクトアーキテクチャを追求してきた。同社は、要求機能に応えつつも、あくまでサービス全体がスケールできる構造を維持し、不安定化リスクを回避してきた。これは見落とされがちだが、高い設計思想と開発力がなければ成立しない強みである。セキュリティ領域において“信頼に投資し続けてきた企業”であることは、単なるプロダクト差ではなく、採用され続ける理由そのものとなっている。

2 過去計画達成実績が示す ARR20%成長計画への信頼

HENNGE は市場に対して ARR 目標を毎期提示していないが、売上高の計画と実績を追えば、そのまま ARR の計画達成度を正しく評価できると考える。まず前提として、HENNGE One 事業における ARR と売上高の相関は極めて高い。特に四半期ベースでは、過去 5 年間の HENNGE One ARR/HENNGE One 売上高比率の平均は 98.4%（レンジ：97.2%～100.0%）と誤差がほぼ無視できる水準にある。また年度ベースでも、この 5 年間の平均は 91.0%（レンジ：88.4%～92.6%）と安定しており、売上実績が ARR の実態を高精度に反映していることが分かる。この点は、国内 SaaS 企業の中でも予実管理の透明度が高い部類に属し、投資家視点では同社事業の予見可能性の高さと捉えることができる。

こうした背景を踏まえて過去の予実推移を確認すると、**HENNGE は期初に掲げた会社計画に対し、売上高・利益ともに、概ね計画を上回る結果を継続してきた。**特に売上高は、2020 年～2025 年 9 月期の 6 期で見れば、5 期で計画比 100%超を達成しており、直近 25 年 9 月期は計画比 105%と、強い実行力を示している。同社は、「ARR100 億円までの経験を活かし、付加価値創出サイクルを進化させ、2025 年 9 月以降の平均 CAGR20% 以上の ARR 成長と 2029 年 9 月期に ARR200 億円を目指す」としているが、過去の経緯と計画達成能力を鑑みれば、十分に達成は可能と CGS は考える。

なお、営業利益についても同様に、2020 年 9 月期は計画比 208%、2023 年 9 月期は同 126%と、利益創出力の強さを複数年にわたり証明してきた。2021 年に一時的な投資拡大による調整がみられたものの、利益実績はその後も概ね計画を上回って推移。結果として、成長投資と収益バランスの最適化を継続的に達成している。

図表 7：過去 5 年間の売上高、営業利益の計画達成度

(単位：百万円)		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	25年9月期
期初会社計画	売上高	4,110	4,841	5,782	6,725	8,316	10,441
	営業利益	259	310	434	561	945	1,574
実績	売上高	4,153	4,845	5,646	6,776	8,365	10,924
	営業利益	539	380	462	708	1,015	1,793
達成率	売上高	101%	100%	98%	101%	101%	105%
	営業利益	208%	123%	106%	126%	107%	114%

(出所：CGS)

③ CGS の ARR 成長見通し（今後 4 年間の ARR 平均成長率 18%）

CGS がこれまで見込んできた、2029 年 9 月期に ARR214 億円到達というシナリオを維持する（図表 1 に予想数字を表記）。これは現在の顧客基盤を前提としても実現可能性が高く、HENNGE One の価値向上と価格戦略の持続により、**2026 年 9 月期以降の ARR 成長率は、17-18%程度を安定的に維持しながら成長軌道を描くと予想する**。なお、CGS 予想には次回の値上げを織り込んでいない（値上げ時期が正確には予想出来ないため）。会社側は ARR20%以上の成長を中長期目標に掲げており、その差は主にこの値上げ影響と CGS では考えている。

この前提を裏付けるトレンドは、2025 年 9 月期の四半期別動向にも表れている。2025 年 9 月期 3Q 以降に価格改定の影響が一巡する中、

- 契約企業数 (N) : 3Q +15.3%、4Q +16.1% (直前 4 四半期平均 +14.0%)
- 平均契約ユーザー数 (N × n : 3Q +9.1%、4Q +12.2% (直前 4 四半期平均 +5.9%)

と、双方の数字で成長の復調が確認されている。値上げに伴う一部大口顧客解約の影響がなくなり、本来の成長率が表に出てきたとも言える。

さらに、ARPU についても上昇基調が継続する見通しである。その根拠は以下の 3 点。①新規顧客単価の優位性：既存顧客にはまだ割引部分が多く残っており、より単価の高い新規契約の構成比が上昇することで ARPU 押し上げに直結する、②HENNGE One Pro 比率の上昇：セキュリティ問題の深刻化によって、企業のニーズは高度化している。2025 年 9 月末で構成比が 17%まで高まっていることから、中期的な HENNGE One Pro への移行が期待できる。③将来的な価格適正化余地：今後も機能追加などによる付加価値提供が進む中、3~4 年後に再度の価格改定が視野に入る。ただし、これは不確実性を伴うため現時点の CGS 予想には織り込んでいない。

図表 8：四半期別の ARR とその構成要素の推移

	ARR 前同比 (百万円) (%)	N (契約社数) (社)	n (契約企業当りの 平均契約ユーザー数) (人)	N×n (平均契約ユーザー数) (人)	ARPU (契約ユーザー当り の年額単価) (円)	前同比 (%)
22年9月期Q1	4,859 18.5%	2,000 14.2%		1,085 -2.0%	2,170,165 11.9%	2,239 5.9%
22年9月期Q2	5,126 18.5%	2,056 13.4%		1,089 -1.6%	2,238,428 11.6%	2,290 6.2%
22年9月期Q3	5,371 18.0%	2,139 12.6%		1,068 -2.0%	2,283,588 10.3%	2,352 7.0%
22年9月期Q4	5,602 18.2%	2,213 13.4%		1,050 -4.1%	2,324,481 8.7%	2,410 8.7%
23年9月期Q1	5,782 19.0%	2,310 15.5%		1,013 -6.6%	2,340,891 7.9%	2,470 10.3%
23年9月期Q2	6,162 20.2%	2,406 17.0%		994 -8.7%	2,392,081 6.9%	2,576 12.5%
23年9月期Q3	6,548 21.9%	2,492 16.5%		971 -9.0%	2,420,702 6.0%	2,705 15.0%
23年9月期Q4	6,929 23.7%	2,610 17.9%		912 -13.1%	2,381,100 2.4%	2,910 20.7%
24年9月期Q1	7,109 23.0%	2,678 15.9%		896 -11.6%	2,399,258 2.5%	2,963 20.0%
24年9月期Q2	7,372 19.6%	2,792 16.0%		884 -11.1%	2,467,202 3.1%	2,988 16.0%
24年9月期Q3	8,159 24.6%	2,853 14.5%		869 -10.6%	2,478,433 2.4%	3,292 21.7%
24年9月期Q4	8,753 26.3%	2,951 13.1%		846 -7.3%	2,495,154 4.8%	3,508 20.5%
25年9月期Q1	9,606 35.1%	3,063 14.4%		854 -4.7%	2,614,589 9.0%	3,674 24.0%
25年9月期Q2	10,378 40.8%	3,182 14.0%		833 -5.8%	2,649,477 7.4%	3,917 31.1%
25年9月期Q3	10,731 31.5%	3,290 15.3%		822 -5.4%	2,703,704 9.1%	3,969 20.6%
25年9月期Q4	11,135 27.2%	3,427 16.1%		817 -3.4%	2,799,849 12.2%	3,977 13.4%

（出所：CGS）

CFO 小林様との対談（議事録）

サマリー：

- ① **ARR 高成長を支えた要因と競争優位性**：最大の成功要因は、新機能の継続的な追加によって顧客価値を高め、その裏付けとして価格改定を行ってきた点にある。また、HENNGE Secure Download は脱 PPAP 対策として新規顧客獲得に大きく寄与している。競争優位性の中核は、IDaaS・DLP・サイバーセキュリティを一体で提供するプロダクトミックスにあり、コストと運用負荷の両面で顧客メリットが大きい。国内有数のトラックレコードと重大インシデントなく安定稼働を続けてきた実績が信頼性を支えている。
- ② **生成 AI 時代への考え方**：生成 AI の普及によっても、IDaaS や DLP の競争優位性は揺らがない。信頼性が最重要であり、短期的な代替は現実的ではない。
- ③ **新規顧客開拓は順調**：新規顧客開拓は全体として順調。中小企業のパイプラインは、安定的に積み上がっている。大企業では、脱 PPAP を背景に DLP を起点とした接点は増加している。国内での大きな成長鈍化は想定していない。ARPU は中長期的に上昇可能と見ているが、足元では DLP 単体導入増加による一時的な伸び悩みが見られる点は注視していく。
- ④ **価格改定・投資方針と米国事業**：次回の値上げは、準備が整ってから実施する方針。今期は付加価値創出の仕込み期間と位置付け、人材とブランディングへの投資を優先する。米国事業は MSP との関係構築は進む一方、エンドユーザー販売は試行錯誤段階で実績の積み上げを優先。

CGS：本日は、HENNGE 株式会社執行役員 CFO の小林様をお招きし、我々のレポートの補完として経営陣の生の声を反映させるため、対談のお時間を頂いております。本日はよろしくお願い致します。



対談時の写真：右から HENNGE CFO 小林様、CGS 出村

CGS：御社は、2019 年上場を契機とした価格テーブルの定着、2021 年以降の ARPU 向上を伴う成長再加速を経て、2024 年の値上げへとつなげ、ARR の高成長を実現してきました。この戦略判断において、最も重要な要素は何だったとお考えでしょうか。

小林 CFO：最も重要なのは、新たなサービスを継続的に追加し、お客様に提供できる価値を着実に引き上げてきた点です。お客様に納得感を持って受け入れていただける形でサービスを提供し、その上で価格改定を行う——これが我々の理想です。変化がないまま値上げを行えば、お客様が疑問を抱くのは当然です。我々はそのようなことをしたくありません。値上げの理由を明確に作り込み、その価値をサービスとして提供し、営業がきちんと説明できる状態を整える。このプロセスを実行できたことが、ここ数年の最大の成功要因だと考えています。加えて、新しいサービスの投入は、新規顧客の獲得にも大きく寄与しました。特に HENNGE Secure Download は効果が大きく、脱 PPAP 対策として 2021 年に提供を開始して以降、現在でもこの機能をきっかけに HENNGE One を導入するお客様が少なくありません。新機能が新たな関心を呼び、新しい顧客層を引き寄せたことも、近年の成長が順調に進んでいる理由の一つだと捉えています。

CGS：価格改定を進める中で、お客様の反応はどのように変化しましたか。

小林 CFO：ここ 4 年間で 2 回の値上げを行いましたが、いずれも新しいソリューションを投入しています。2 回目は発表時点で新機能が揃っていませんでしたが、その後段階的に機能を追加し、値上げの理由を説明できる状況を作りました。その結果、プッシュバックは想定より少なく、「何も変わっていない」という反応はほとんど無かったと思います。納得感を担保したうえで、機能の実用性を営業がしっかり説明できたことが重要だったと思います。チャーンを大きく悪化させることなく値上げを浸透させることができました。この取り組みは今後も継続していきたいと考えており、付加価値創出サイクルを着実に回すことで、同様あるいはそれ以上の成長を目指していきます。

CGS：この過程で、他社にはない御社の競争優位性はどこにあるとお考えでしょうか。

小林 CFO：最大の優位性はプロダクトミックスです。HENNGE One は、IDaaS をつかさどる Identity Edition、情報漏洩対策をつかさどる DLP Edition、サイバーセキュリティ対策をつかさどる Cybersecurity Edition と言ったクラウド利用に必須のセキュリティ機能を一体で提供しています。他社では個別提供が多い中、当社は一社で完結できるため、コミュニケーションコストと価格の両面で優位性があります。また IDaaS に関しては、日本でも有数のトラックレコードを有し、大きなインシデントなく安定稼働を続けています。止まってはならない基幹ソリューションとしての信頼性と安定運用の実績が、現在も競争優位を支えています。

CGS：生成 AI 時代においても、その優位性は維持できるとお考えでしょうか。投資家の意見の中で、AI の中長期的影響を考慮することが増えていると感じています。5-10 年スパンで見た場合、AI の普及が御社に与えるメリットとデメリットをどうお考えでしょうか。

小林 CFO：生成 AI 時代を迎えるも、HENNGE の競争優位性は大きくは変わらないと考えています。IDaaS や DLP は、生成 AI で簡単に代替できる性質のソリューションではないからです。影響が出る可能性があるとすれ

ばサイバーセキュリティ領域で、AIで代替される余地があるかもしれません。一方で、生成AIを使ってIDaaSを自作することは理論上可能でも、作りたてで攻撃耐性が検証されていないものを、基幹のセキュリティ用途として使うことは現実的ではありません。セキュリティ領域では、信頼性が重要です。仮に将来代替される可能性があっても相当な時間を要するでしょうし、その間に我々は機能をさらに進化させ成長を続けていく想定ですから、負けることはないと思っています。

一方で、我々はAIを積極的に活用していく方針です。特にエンジニアのコーディング領域では、AIを使った効率化が進んでいます。AIが生成したコードも、正しく検証できる体制があれば十分に活用できますし、自身が書いたコードのバグ検出にも有効です。また、バックオフィスを含めた全社でAIリテラシー向上を進めており、実際の活用事例も着実に増えています。

CGS: 顧客数は、足元も順調に伸びています。受注には2-5年を要するケースも多いとお聞きします。新規顧客開拓の進捗についてはいかがでしょうか。

小林 CFO: 新規顧客の開拓は全体として順調に進んでいます。セグメント別に見ると、大企業のエンタープライズ層では引き続き商談の進捗が遅い傾向がある一方、顧客候補数自体は着実に増えてきています。クロージングまで至るかは不透明な案件も多いものの、パイプラインは拡大しています。これに対し、中小企業ではパイプラインが安定的に積み上がっており、決断の速さという点で両者の違いは明確です。いずれのレイヤーでもクラウド化が進み、それに応じたセキュリティ整備の必要性を感じる企業が増えているという認識に変わりはありません。

大企業ではオンプレミス資産を多く保有しているケースが多く、HENNGEのサービス自体は利用可能であるものの、Identity Editionの導入には、既存システムとの接続作業が必要になります。その結果、SIer提供のサービスや他社のサービスが選ばれることもあります。一方でDLP Editionは、Office 365やGoogle Workspaceと連携するだけで利用でき、他社にない機能も備えているため、大企業にも比較的フィットしやすい領域です。脱PPAPの流れの中でHENNGEに注目する大企業は増えています。また、クラウド環境が整っていてもVPNを使い続けている企業は多く、VPNからIDaaSへの移行が進めば、商談はさらに進みやすくなると考えています。現時点では構想段階にとどまりますが、オンプレ資産とIDaaSを容易につなぐ技術が登場すれば環境は変わるでしょう。現状ではDLP Editionを起点に関係を構築し、将来的なクロスセルにつなげたいと考えています。

契約社数成長が鈍化する可能性については、AIが普及してもクラウド利用が進む方向性は変わらないため、日本市場において大きな成長鈍化は想定していません。IDaaSやDLPを明確に上回る代替プロダクトが短期間で登場すれば別ですが、少なくとも今後5年以内にそのような状況が起こる兆しは見えていないというのが現時点での見立てです。

CGS: 次回の価格改定についてのお考えをお聞かせください。

小林 CFO: 次回の値上げは、十分な準備が整ってから実施するとお考えください。これまで付加価値を高め

ることの重要性をお伝えしてきましたが、現時点ではまだその段階にありません。今期は、そのための準備を進めるフェーズだと位置付けています。着実に取り組んでいますので、内容に関してはもうしばらくお待ちいただければと思います。

CGS: 新機能に対する需要はどのように検証されているのでしょうか。また、その機能が価格上昇のトリガーにならないリスクは小さいと考えてよいでしょうか。

小林 CFO: 新機能の開発にあたっては、事前に β 版を作成し、お客様に試して頂いたうえでフィードバックを得ています。その過程で精査を行い、正式にローンチする段階ではニーズに合ったものになっていると考えています。加えて、マーケット調査やエンドユーザー調査も行いながら開発を進めており、日常的にお客様とのコミュニケーションを通じて集めている要望も重要な判断材料です。HENNGE のサービスは主に IT 管理者向けであるため、IT 管理者が実際に抱えているペインを解決することを重視しています。ペインが明確でない機能を作っても意味はありません。

CGS: ARPU の見通しについてはいかがでしょうか。

小林 CFO: ARPU の上昇については、実現可能であると考えています。高単価な新規顧客の獲得や HENNGE One Pro 比率の上昇によって、ARPU を引き上げることは可能です。ただし、Q4 で ARPU の伸びが限定的だった点は注視しています。これは DLP の単体販売が想定以上に伸びた影響です。大企業だけであればボリューム効果が期待でき、当社の生産効率の向上に繋がることから問題とは捉えませんが、中小企業にも同様の傾向が見られた点は想定外でした。単機能プランの比率が継続的に高まると、ARPU が伸びにくくなる可能性があります。この動きが一時的なものか、どの程度のバランスで定着するのかはまだ判断できないため、今後も注視していきます。営業としては引き続き Suite プランの販売を基本方針としており、ARPU の上昇が実現できる状況を作り出してくれることを期待しています。DLP 単体が選ばれるケースとしては、既に他社 IDaaS を利用しているか、基幹システムがオンプレ資産で構築されており別の手段で ID 統合をしている場合に、メール関連のソリューションとして HENNGE を選ぶパターンがあります。IDaaS への切り替えも提案しますが、スイッチングコストが高いのが実情です。そのため DLP のみ導入いただいたお客様に IDaaS も利用していただくには、数年単位で継続的なコミュニケーションが必要になると考えています。

DLP についても、他社からのスイッチングよりも新規導入の方が多いと見ています。Microsoft や Google のサービスを単体で利用し情報漏洩対策ソリューションを導入していない企業も依然として多く、脱 PPAP が日本企業にとって重要課題となり、対策を検討する過程で HENNGE にたどり着くケースが増えています。DLP がフックとなって新規顧客獲得につながること自体はポジティブですが、今後はそれをどうアップセルにつなげるかが課題です。IDaaS により魅力的な機能を付加できれば、状況は変わると考えています。

こうした背景の中で、最近 Passpack との戦略的提携を発表しました。Passpack が提供するパスワードマネージャーは、IDaaS と競合する側面もありますが、実際にはエンタープライズで利用されているケースが多く、パスワードマネージャーの利便性の高さからコンペで敗れることもありました。そのような機会損失を防ぐため、選択肢として提携を進めています。具体的なアウトプットは未定ですが、IDaaS に魅力的な価値を追加さ

せる可能性があると期待しています。一方で、パスワードマネージャーは ID とパスワードを持つてしまうことにより個人情報漏洩リスクを伴うため、十分なセキュリティを確保できるかを見極めながら、慎重に提携を進めていく方針です。

CGS :今期は営業利益率がやや低下する計画ですが、ARR200 億円に向けた付加価値創出や将来成長に向けて、どのような分野に重点的な投資を行う予定でしょうか。

小林 CFO :主な投資先は、人材とプランディングです。営業人員を増やすことで、まだ売上を伸ばせる余地は十分にあると考えていますが、そのためには候補者を集めための訴求力を高める必要があります。HENNGE というブランドをどのように浸透させていくかは、プロダクトへの関心喚起や採用強化の観点からも重要な要素です。また、将来的に M&A を行う際にも、過去 M&A の実績がないため、HENNGE グループに加わる意義やメリット、安心感を伝えるプランディングは不可欠だと考えています。会社全体の価値観を共有するための取り組みは、非常に重要だと思っています。一方で、TVCM を大々的に実施する考えは現時点ではありません。認知向上だけを目的とした施策は、顧客獲得や採用、投資先探索に直結しにくく、投資家の理解も得にくくないと認識しています。とは言え、その効果について検証しておいた方が良いという議論もあり、10 月に関西地区限定で HENNGE One の TVCM を実験的に実施し、効果を数値で検証する取り組みを実施しています。結果次第では他地域への展開も検討しますが、効果が見えなければ実施しない判断も含め、試行錯誤しながら最適なプランディング手法を模索しています。

CGS :米国事業の進捗状況について教えてください。現在は、日系企業向けではなく、現地ベンダー主導で展開しているという理解でよろしいでしょうか。

小林 CFO :米国事業を開始して約 9 か月が経過しましたが、順調な点と課題が混在しています。MSP と呼ばれる代理店とのコミュニケーションは比較的取れている一方で、エンドユーザーへの販売は想定通り試行錯誤の段階です。米国では当社の知名度がまだ低く、簡単に採用される状況ではありません。そのため、まずはトラックレコードを積み上げることが重要だと考えています。日本でも同様でしたが、サービスが浸透するには一定の時間が必要だと感じています。

原則、代理店である MSP を通じて顧客にアプローチしています。MSP は州単位規模の企業もありますが、多くは中小規模で、ファミリー経営や地域密着型など多様です。ファミリーの周辺企業にしか入れていない MSP もあります。そのため、現時点での MSP のターゲティングは難しく、大規模 MSP へのアプローチは理想的ではあるものの容易ではありません。現在は比較的小規模な MSP から始め、まず話を聞いてもらい、実績作りを優先しています。MSP は当社サービス単体ではなく複数のソリューションをバンドルして販売するため、基本的には MSP がカバーする顧客層にしか展開されません。その結果、横方向への広がりには課題があります。なお、日系企業を対象とする場合は、独自の取り組みが必要になる可能性があると考えています。

CGS :本日は、HENNGE 株式会社執行役員 CFO 小林様をお招きし、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に関してディスカッションさせていただきました。本日は有難うございました。

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	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	10,924	13,003	15,253	17,904	20,784	20,784	24,927	17,780
売上原価	874	1,098	1,329	1,478	1,737	2,010	2,328	3,118	3,118	3,240	3,023
総利益	4,772	5,677	7,035	9,445	11,267	13,243	15,576	17,666	17,666	21,686	14,758
販売管理費	4,309	4,970	6,020	7,652	9,123	10,681	12,459	13,437	13,437	15,867	11,677
営業利益	462	708	1,015	1,793	2,143	2,562	3,117	4,229	4,229	5,819	3,081
税前利益	452	713	1,181	1,854	2,147	2,566	3,121	4,233	4,233	5,823	3,085
税金	131	204	354	552	644	770	936	1,270	1,270	1,747	925
少数株主持ち分	0	0	0	-57	-142	-92	-42	-2	-2	-2	-2
当期利益	321	509	827	1,358	1,645	1,888	2,227	2,965	2,965	4,079	2,161
EBIT	462	708	1,015	1,793	2,143	2,562	3,117	4,229	4,229	5,819	3,081
減価償却費・のれん代償却	39	36	40	75	69	128	125	128	128	133	131
EBITDA	501	744	1,055	1,868	2,212	2,690	3,242	4,357	4,357	5,952	3,212
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	43	52	60	71	95	145	282	28
配当金	0	0	3	5	6	10	13	19	19	27	14
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%	13.5%	13.4%	13.2%	13.0%	15.0%	75.0%	73.0%	77.0%
売上高総利益率	84.5%	83.8%	84.1%	86.5%	86.6%	86.8%	87.0%	85.0%	25.0%	27.0%	23.0%
売上高販売管理費比率	76.3%	73.3%	72.0%	70.0%	70.2%	70.0%	69.6%	64.7%	16.2%	13.9%	19.3%
売上高営業利益率	8.2%	10.4%	12.1%	16.4%	16.5%	16.8%	17.4%	20.3%	8.8%	13.1%	3.7%
売上高EBITDA比率	8.9%	11.0%	12.6%	17.1%	17.0%	17.6%	18.1%	21.0%	17.9%	20.8%	14.2%
キャッシュフロー表:											
当期利益	321	509	827	1,358	1,645	1,888	2,227	2,965	2,965	4,079	2,161
減価償却費・のれん代償却	39	36	40	75	69	128	125	128	128	133	131
運転資金増減	353	575	944	817	907	1,254	1,477	1,513	1,513	2,515	1,036
営業CF	777	1,228	1,930	2,726	2,622	3,271	3,829	4,607	4,607	6,726	3,329
設備投資	-29	-89	-61	-67	-80	-394	-110	-145	-145	-150	-178
FCF(営業CF-設備投資)	748	1,139	1,868	2,659	2,542	2,877	3,719	4,461	4,461	6,577	3,151
買収資金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
配当金支払い	0	0	0	-96	-190	-302	-401	-593	-593	-816	-432
FCF(営業CF-投資CF-配当金)	657	802	1,895	1,295	2,352	2,575	3,318	3,868	3,868	5,761	2,719
自社株買い	-0	-270	-151	-469	-268	-266	-265	-264	-264	-519	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	991	2,084	2,309	3,053	3,605	3,605	5,242	2,719
CF換算率											
営業CF/EBITDA	154.9%	165.1%	182.9%	145.9%	118.5%	121.6%	118.1%	105.7%	105.7%	113.0%	103.6%
FCF/当期利益	233.0%	223.8%	225.8%	195.7%	154.5%	152.4%	167.0%	150.5%	150.5%	161.3%	145.8%
貸借対照表:											
現預金	4,054	4,585	6,328	7,319	9,403	11,712	14,766	18,370	18,370	21,347	16,350
売掛債権	115	170	187	191	225	264	309	456	456	546	390
在庫	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
流動資産	4,537	5,115	6,920	8,105	10,224	12,572	15,671	19,422	19,422	22,490	17,335
有形固定資産	161	168	290	300	311	576	561	578	578	597	590
長期投資	259	556	460	1,357	1,357	1,357	1,357	1,357	1,357	1,357	1,357
無形固定資産	0	45	43	73	73	73	73	0	0	73	73
固定資産	669	1,179	1,366	2,637	2,575	2,841	2,826	2,843	2,843	2,862	2,855
総資産	5,206	6,295	8,285	10,742	12,799	15,412	18,497	22,264	22,264	25,351	20,190
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	47	55	63	77	77	115	41
その他流動負債	2,982	3,764	5,055	6,494	7,431	8,716	10,231	11,876	11,876	14,267	10,142
流動負債	3,009	3,793	5,093	6,536	7,478	8,771	10,294	11,953	11,953	14,383	10,184
長期有利子負債	0	0	0	148	148	148	148	148	148	148	148
固定負債	105	86	206	362	362	362	362	362	362	362	362
総負債	3,114	3,880	5,299	6,898	7,840	9,133	10,656	12,315	12,315	14,745	10,546
純資産	2,092	2,415	2,987	3,844	4,959	6,279	7,840	9,949	9,949	10,607	9,644
負債純資産合計	5,206	6,295	8,285	10,742	12,799	15,412	18,497	22,264	22,264	25,351	20,190
CCC											
売上債権回転日数	8	8	8	6	6	6	6	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	10	10	10	10	9	9	13	5
運転資金日数(CCC)	-3	-2	-1	-4	-4	-4	-4	-1	-1	-5	3
ROE	16%	23%	31%	39%	36%	32%	30%	32%	32%	43%	24%
ROIC (incl. Cash)	16%	21%	25%	34%	31%	30%	29%	32%	32%	42%	24%
1株当たりネットキャッシュ	125	142	196	225	292	367	466	584	584	693	509

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。