



## 網屋（新規購入）

### 株価推移



網屋 (<https://www.amiya.co.jp/>) という釣り具メーカーを連想させる社名ですが、1996年創業のIT企業。社歴はそこそこ長いですが、2021年12月に上場したばかりです。当初はよくあるソフトウェアエンジニアを派遣するシステム開発会社だったようですが、ITバブル後に業績悪化して債務超過に陥ります。そこで事業の取捨選択を行い、請負ビジネスをやめ、自社ソフト開発に集中します。日本では2003年に個人情報保護法が施行されます。その頃、日本企業、特に大企業は社員名簿などの機密情報がUSBメモリなどにコピーされて社外流出する事件に悩んでいたそうです。これを防ぐために、誰が、どのファイルに、いつアクセスしたかという記録を残すログ記録製品の需要が高まります。ITシステムの監視カメラというと、イメージが湧きやすいと思います。ニコニコ動画がサービス停止したように、サイバー攻撃が一般ニュースでも取り上げられるようになり、対策の基本であるログ記録は不可欠になっています。最近では、中小企業への導入も進んでいます。例えば自動車のサプライチェーンの場合、トヨタなど完成車メーカーはサイバー攻撃対策ができていられるかもしれませんが、より守備が脆弱かつトヨタとシステム連携している中小部品メーカーを通じて侵入されるリスクがあるそうです。

網屋のAlogというログ記録商品 (<https://www.amiya.co.jp/alog/>) は現在、国内トップシェアです。パソコン機器から出てくるログをひたすら記録するだけであれば簡単そうですが、実はその後の活用にポイントがあるようです。例えば広く普及しているWindowsのサーバーでファイルを開くだけで20行ものログが表示されるそうです。しかも、Windowsのバージョンが変わると同じ動作をしてもログの表示内容が変わってしまうそうです。Alogには、それを一貫性のある形で1行にまとめる翻訳機能が付いているようで、ログを記録するだけでなく、不正がないかチェックしやすくするという本来の目的までカバーしている点が人気理由のようです。

競合は限定的です。Splunkというアメリカのソフトが世界シェアトップですが、高機能かつ高価格ということで、使いこなすことが難しい製品になっているようです。サイバーセキュリティ専門家を雇える大企業には適しているかもしれませんが、IT部門が兼務している多くの日本企業にとっては、Alogの使い勝手の良さや価格がお手頃であり、採用が進んでいるようです。今回、網屋の経営企画部長の宮田さん、セキュリティ事業を率いる佐久間取締役との2回の取材に続き、競合環境を理解するためにビザスクという専門家が登録するサイトを経由してNTTセキュリティ・ジャパンで実務に携わる方にも取材できました。その方によると、Alogの競合製品で同じく国内で開発されているログストレージ (<https://logstorage.com/>) というソフトがあり、NTTグループが代理店として販売を手伝

っている立場だから言いにくいですが、**Alog** が翻訳機能を提供して非専門家にも優しい操作性・利便性を高めたような際立った特徴がないため苦戦しているようです。ログ記録を一度始めたから、監視カメラと同じく、それを止めるという選択肢はない。しかもログ保存形式の互換性の問題から、切替コストも高いということで、会社の根幹システムに関わる魅力的な立ち位置であると理解しています。

企業運営に必要な不可欠なソフトウェア分野で高いシェアを持っているとなると、価格決定力があり、解約率が低いため広告宣伝費も抑えられることから、高い利益率を獲得することが可能です。例えば **ERP** システムのオービックは60%を超える全上場企業トップクラスの営業利益率を誇り、中堅企業に強い会計システム「勘定奉行」を提供するオービックビジネスコンサルタントも40%を超える営業利益率を達成しています。しかし、網屋の過去の営業利益率は10%足らずと見劣りしている点が不思議でした。会社の説明によると、これまで **Alog** を信じられないような安値で販売してきたそうです。IT バブル期に会社が債務超過でつぶれかけたと書きましたが、このとき、**Alog** を拡販するために、大幅な値引き販売をしてしまったそうです。ソフトウェアにはライセンス+保守とサブスクという大きく2つの売り方があります。ライセンスの場合、10年に1度くらい、バージョンアップという形で大きなソフトウェア変更が行われ、その他のマイナーアップデートは保守料金となります。**Alog** の場合、ライセンスは300万円+年間保守料30万円というイメージです。しかし、**Alog** は一度ライセンスを購入すれば、それ以降のメジャーアップデートについてもライセンス料を取らないという契約をしてしまったそうです。10年サイクルで考えると、 $300万 + 30万 \times 10年 = 600万$ になるはずが、 $30万 \times 10年$ の300万しかもらえないわけで、これでは利益率が上がりません。会社側は、ようやく2024年4月からサブスク契約への移行とともに、大幅な値上げを発表しました。サブスクの価格は年150-200万ですから、年30万で使い放題だと思っていた顧客にとっては実質6-7倍の値上げです。サブスク移行で2倍の実質値上げという話は聞きますが、6倍というのは聞いたことがありません。そんな無茶なと思うかもしれませんが、海外競合製品は年700万円と3倍以上するし、国内競合製品とは同等の価格ということで、切替コストを考えると **Alog** を使い続けるしかないようです。これまで安すぎたよね、と既存ユーザーも理解してくれるケースが多いという説明で、私は競争環境に変化は起きないと思っていますが、値上げは始まったばかりなので、凸凹はあるかもしれません。ここがリスクです。

これまで年30万  $\times$  2300社=約7億円の売上が、3-5年をかけて6-7倍の年50億円規模になり、しかも値上げでの増収ですからコストサイドはあまり増えないということで、営業利益率はソフトウェア販売部分で少なくとも30%、全社レベルでも20%にはなると思っています。直近の決算で年間売上37億円（保守売上7億+他事業30億）。これが、今後5年で年間売上100億（保守売上50億+他事業50億）、営業利益20億、当期利益14億になるとすると、シェアの高いコア業務システムの **PER** は20~30倍で取引されているので、時価総額300~400億円と現在の3倍以上の値上がり余地があると見ています。ログ管理という不可欠な機能を提供している企業が時価総額100億円というのはどう考えても安いと思います。

### 質問コーナー&オンライン説明会

毎月一方的にレポートをお送りしていますが、何か質問があればメールしてください。次の月次レポートまでには回答します。また、半期に1度、6・12月末にオンライン説明会を開催しようと思っています。投資関連のことで何でも意見交換できれば嬉しいです。ご都合よければご参加ください。

長友 2024年8月2日@トロント

月次リターン(税引前)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年次
2014(概算)													23%
2015(概算)													19%
2016	0.0%	0.0%	1.0%	-0.4%	1.5%	4.1%	1.1%	-2.7%	1.3%	4.9%	6.7%	6.3%	26%
2017	-2.8%	2.9%	13.5%	-9.6%	-1.6%	5.6%	1.7%	9.5%	11.0%	2.2%	11.5%	-2.9%	46%
2018	16.0%	-10.7%	3.5%	0.8%	-1.3%	-0.3%	1.5%	7.0%	5.5%	-6.3%	3.7%	-10.0%	6%
2019	5.9%	6.7%	-1.9%	1.7%	1.2%	0.6%	5.8%	0.6%	0.8%	7.7%	3.4%	5.9%	45%
2020	0.0%	-5.8%	-10.6%	7.9%	3.3%	4.5%	-3.0%	5.8%	2.9%	3.2%	2.9%	0.5%	11%
2021	4.2%	5.5%	9.5%	6.2%	-0.7%	0.6%	2.1%	-0.4%	-1.9%	10.9%	-11.6%	2.5%	28%
2022	-11.9%	-2.5%	7.7%	-0.9%	-5.2%	-3.2%	1.7%	1.7%	-5.0%	9.9%	-3.6%	-0.7%	-13%
2023	5.5%	3.2%	-1.3%	3.8%	3.5%	14.5%	6.4%	-3.2%	-2.0%	-8.4%	4.3%	3.2%	32%
2024	-0.6%	5.6%	3.8%	0.9%	8.2%	8.1%	-11.0%						14%

年次リターン(税引前)

	ポートフォリオ JPY	配当込TOPIX JPY	TOPIX JPY	配当込SP500 USD	SP500 USD
2014(概算)	23%	10%	8%	14%	11%
2015(概算)	19%	12%	10%	1%	-1%
2016	26%	0%	-2%	12%	10%
2017	46%	22%	20%	22%	19%
2018	6%	-16%	-18%	-4%	-6%
2019	45%	18%	15%	32%	29%
2020	11%	7%	5%	18%	16%
2021	28%	13%	10%	29%	27%
2022	-13%	-2%	-4%	-18%	-19%
2023	32%	28%	25%	26%	24%
2024	14%		13%		14%
累計	672%	128%	107%	212%	195%
年率換算	21%	9%	7%	12%	11%
過去3年(年率)	14%	12%	10%	10%	8%
過去5年(年率)	19%	12%	10%	16%	14%
過去10年(年率)	21%	9%	6%	12%	10%

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

