

トビラシステムズ | 4441

東証スタンダード

トビラフォンCloudにより“自走型”成長モデルへ

- **会社概要** | トビラシステムズ（以下、同社）は、個人向けに迷惑電話フィルタを提供するセキュリティ事業と、法人向けにビジネスフォン「トビラフォン Biz/Cloud」を提供するソリューション事業を展開している。セキュリティ事業は大手3キャリア向けにOEM提供の体制を確立し、約1,500万人規模の利用者基盤とストック性の高い収益基盤を構築。25/10期末時点では売上高の7割弱を占める中核事業である。ソリューション事業は、オンプレPBXの老朽化に伴う更新（クラウド移行）や音声DX（営業効率化、カスタマー対応など）を背景にトビラフォン Cloudの契約ID数が急拡大しており、第2の成長ドライバーとしての役割を担う。
- **強み・優位性** | 同社の最大の競争優位性は、利用者フィードバック・自社調査・警察提供番号を統合した独自データベースにある。年間50億件超の判定データを蓄積し続ける仕組みは模倣が困難であり、迷惑情報フィルタ領域における高い参入障壁を形成している。また、キャリアOEMモデルにより顧客獲得コストを大幅に抑制できており、営業利益率は32.0%と収益性の高いサブスクリプションモデルを有する他社平均（19.2%）を大きく上回る水準を実現。セキュリティ事業の強固なキャッシュ創出力を背景に、トビラフォン Cloud・Bizの拡販、代理店網の拡大、マーケティング投資などの成長投資を継続できる点も大きな特徴である。
- **業績動向・注目点** | 18/10期～25/10期にかけて売上高はCAGR18.8%、営業利益はCAGR21.6%と安定的に成長してきた。これまでの成長を牽引したのはセキュリティ事業であったが、同事業はキャリアの販売施策に依存するB2B2Cモデルのため、同社自身が成長カーブを描きにくい構造的な制約があった。一方、ソリューション事業、特にトビラフォン Cloudは営業人員の採用やマーケティング投資といった同社の意思決定が成果に直結する“自走型”成長モデルであり、積極投資を背景に財務貢献が急速に高まっている。中期経営計画では、28/10期にソリューション事業の売上構成比が中計公表時の23%から47%まで拡大する見通しで、トビラフォン Cloudを軸とした自走型成長モデルへの転換が、今後の注目点になるとSIRは見る。
- **株価インサイト** | 26/10期EPS前提のPERは25.2倍と他社平均（21.8倍）をやや上回っている。同社の株価は、セキュリティ事業のディフェンシブな特性が評価される一方、これまで成長ドライバーが明確でなかったことからマルチプルはディスカウントされる傾向にあった。しかし足元では、減益計画下においても株価が上昇するなど、トビラフォン Cloudを軸とした自走型成長モデルへの転換が意識され始めており、現時点の評価は従来の評価レンジからの変化局面にあるとSIRは見ている。今後、ソリューション事業の成長を通じて自走型成長の持続性が確認できれば、更なるバリュエーションの拡大余地があるとSIRは考える。

決算期	売上高 (百万円)	YoY (%)	営業利益 (百万円)	YoY (%)	当期純利益 (百万円)	YoY (%)	EPS (円)	DPS (円)
2022/10期	1,682	18.0	541	-6.7	322	-16.6	30.68	10.60
2023/10期	2,061	22.6	683	26.3	518	60.8	49.09	17.00
2024/10期	2,406	16.7	832	21.8	602	16.2	57.77	20.00
2025/10期	2,805	16.6	899	8.1	626	4.0	61.59	21.30
2026/10期(会予)	3,366	20.0	785	-12.7	531	-15.1	52.58	20.00

出所：同社IR資料より SIR作成

SIRでの財務データ処理は短信規定と異なるため記載数字は会社資料と相違することがある。

Initiation



注目点：

高収益性を誇るセキュリティ事業に、トビラフォンCloudの成長が加わることで、B2B2Cモデルから“自走型”成長モデルへ移行する過渡期にある。同社が主体的に成長を設計できるフェーズ入りが注目点。

主要指標

株価 (26/1/8)	1,306
52週高値 (26/1/6)	1,355
52週安値 (25/3/11)	785
10年間高値 (19/6/6)	3,746
10年間安値 (24/8/5)	599
発行済株式数(百万株)	10.64
時価総額(十億円)	13.90
企業価値(十億円)	9.60
株主資本比率(9/30)	48.2%
26/10 PER (会予)	24.8X
25/10 PBR (実績)	5.08X
25/10 ROE (実績)	24.9%
26/10 DY (会予)	1.5%

株価チャート（1年）



出所: TradingView

チームカバレッジ

research@sessapartners.co.jp

会社概要

迷惑電話フィルタサービスを祖業とするセキュリティ企業

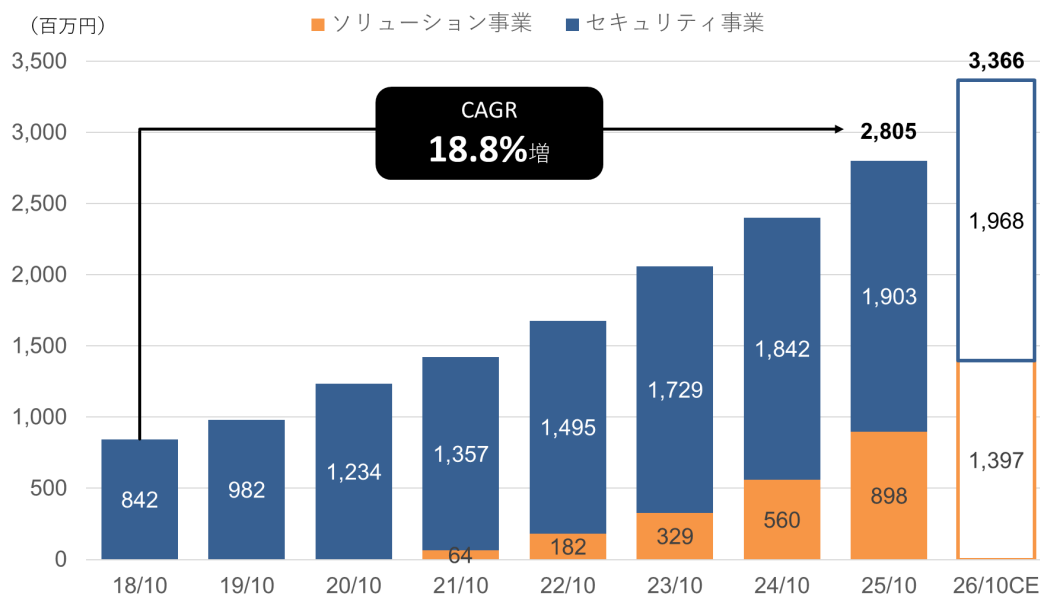
同社は、個人向けに迷惑電話フィルタを提供するセキュリティ事業と、法人向けにオンプレ・クラウド型ビジネスフォン「トビラフォン Biz・Cloud」を中心に提供するソリューション事業を展開するセキュリティ企業である。

同社は2006年12月に岐阜県大垣市で創業され、2010年に「トビラシステムズ株式会社」へ商号変更した。2011年に迷惑電話フィルタ「トビラフォン」の販売を開始して以降、特殊詐欺対策をテーマに警察庁・都道府県警察との覚書締結を進め、犯行利用電話番号の情報提供を受ける協力体制を全国規模で構築してきた。

2015～2016年には、NTTドコモ・KDDI・ソフトバンクの大手3キャリアに迷惑電話フィルタアプリをOEM提供する体制が整い、通信キャリアの大規模販売網を通じて、迷惑電話対策のデファクトスタンダードとしての地位を確立した。2017年以降は、光電話・ビジネスフォン向けにも領域を拡大し、2020年にはクラウドPBX（企業内の電話交換機をクラウド化したサービス）領域に参入するなど、法人向けサービスの強化を進めている。近年では、とりわけクラウド型ビジネスフォン「トビラフォン Cloud」の契約数が伸長しており、セキュリティ事業に次ぐ第2の成長ドライバーとして存在感を高めつつある。2021年には広告ブロックアプリ「280blocker」を展開する合同会社280blockerを買収、ageetとの資本業務提携を開始するなど、事業領域の拡張も進めている。

上場後は、セキュリティ事業を中心とした安定成長に加え、ソリューション事業の立ち上げによって高成長と高収益性を両立してきた。18/10期から25/10期にかけては、売上高がCAGR18.8%、営業利益がCAGR21.6%と安定かつ高成長で推移。26/10期の会社計画では、売上高3,366百万円（前期比+20.0%）、営業利益785百万円（同-12.7%）を見込むが、これはソリューション事業の拡大に向けた先行投資によるものである。同社は、セキュリティ事業を軸とした成長から、ソリューション事業を中核とする第2の成長フェーズへ移行する過渡期にあり、今期は中長期的な成長加速に向けた投資局面と位置づけられる。

事業別の売上高推移



出所: 同社IR資料よりSIR作成

トビラシシステムズの主な沿革

年	月	内容
2006	12	岐阜県大垣市において、株式会社A&A tecnologiaを設立
2010	5	「トビラシシステムズ株式会社」に社名を変更
2011	6	迷惑電話の社会問題解決を目的とした迷惑電話フィルタ「トビラフォン」を開発、販売開始
2012	1	愛知県警察と特殊詐欺電話の実証実験に関する覚書締結 ※以降、各都道府県警察の覚書締結を進め、特殊詐欺対策に関する情報提供を受ける体制を構築
2012	2	株式会社ウィルコム（現ソフトバンク株式会社）と迷惑電話データベース提供契約締結
2014	6	マカフィー社と電話番号データベース提供に関する覚書締結 （「あんしんナンバーチェック」向けDB提供の基盤）
2015	3	警察庁と特殊詐欺電話に関する覚書を締結し、特殊詐欺対策に関する情報提供を受ける体制を構築
2015	7	NTTドコモ向け「あんしんナンバーチェック」提供開始
2015	11	ソフトバンク向けフィーチャーフォン用「迷惑電話ブロック」提供開始
2016	2	au向け「トビラフォンモバイル for au」提供開始
2016	11	ソフトバンク向けスマホ用「迷惑電話ブロック」提供開始 ※携帯キャリア3社でのOEM採用が揃い、普及が加速
2017	4	光電話向け迷惑電話フィルタを提供開始（中部テレコミュニケーション）
2017	6	ビジネスフォン向け「トビラフォンBiz 光回線用」販売開始 ※法人向け領域へ拡大
2018	3	KDDI向け光電話フィルタ「迷惑電話 発着信ブロック」提供開始
2019	4	東京証券取引所マザーズ市場へ新規上場
2019	6	KDDIより、同社電話番号データベースを使用したアプリ「迷惑メッセージ・電話ブロック」提供開始
2020	3	クラウド型ビジネスフォンサービス「トビラフォン Cloud」販売開始（法人向け事業拡大）
2020	4	東京証券取引所市場第一部へ市場変更
2021	8	合同会社280blocker（広告ブロックアプリ）を完全子会社化
2021	9	株式会社ageetとの資本業務提携開始
2021	10	合同会社280blockerを吸収合併
2022	4	東京証券取引所プライム市場に移行
2022	9	株式会社ageetを関連会社化
2022	10	NTTドコモ「あんしんセキュリティ（迷惑SNS対策）」が提供開始
2023	3	JUSA（日本ユニファイド通信事業者協会）に加入
2023	6	ソフトバンク「セキュリティOne」へ迷惑電話フィルタを含め提供
2023	8	JUSA・総務省・警察庁が連携して運用する、特殊詐欺番号の利用停止する取り組み「番号スキーム」に参加
2023	10	東京証券取引所スタンダード市場に移行

出所：同社有価証券報告書よりSIR作成

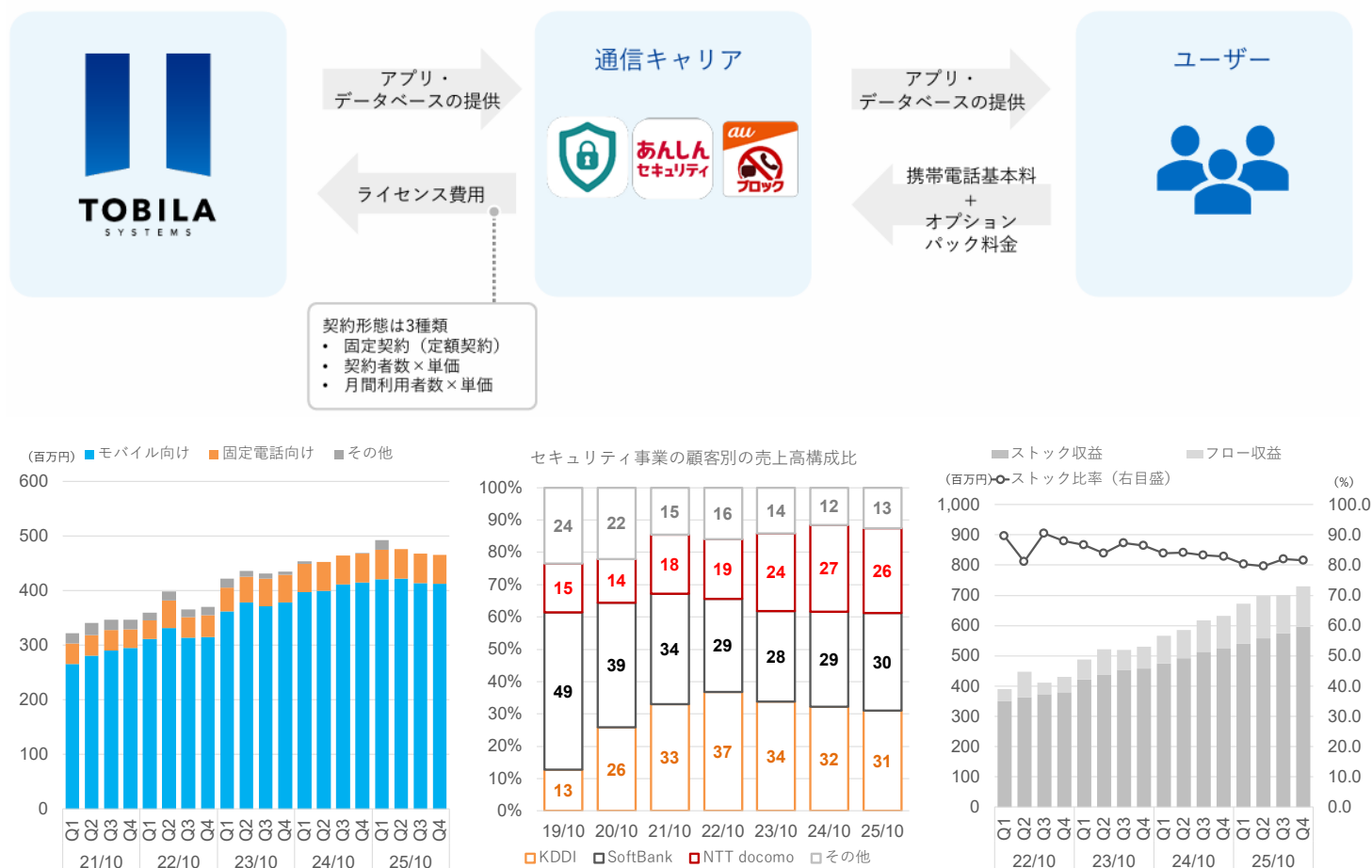
セキュリティ事業

事業内容 | 約1,500万人規模の利用者基盤を有するOEMモデル

セキュリティ事業は、個人向けに迷惑電話・特殊詐欺を防止する「迷惑情報フィルタ」を提供している。同社はキャリアの大規模販売網を活用して獲得した約1,500万人のユーザーから得られる膨大なログに加え、警察庁および都道府県警察との協力体制により犯行利用電話番号の提供を受けるなど、独自のデータ収集体制を構築している。これらに同社独自の調査活動を統合することで、高精度な電話番号データベースを形成している。利用者増加に伴いデータが蓄積され、精度も向上するという、ネットワーク効果に類似した好循環モデルを確立している。

売上区分はモバイル向けと固定電話向けに区分されるが、セキュリティ事業の約9割弱はモバイル向けが占める。モバイル向けはNTTドコモ、KDDI、ソフトバンクの大手3キャリアが提供する各種オプションパックにOEM形式で組み込まれており、同社はアプリおよびデータベースを提供し、キャリアがエンドユーザーに対してサービス提供・課金を行う仕組みである。キャリアの大規模販売網に紐づくB2B2Cモデルであるため、顧客獲得コストが極めて低く、契約がキャリアの利用契約に連動する構造上、解約率が低い点が特徴である。キャリアとの契約形態（課金体系）は「固定契約（定額契約）」「契約者数×単価」「月間利用者数×単価」に基づくストック性の高い形態である。同社連結売上高に占めるストック収益比率は約80%前後と極めて高く、その中核を担うのがセキュリティ事業におけるモバイル向けであり、同社の安定的な収益基盤を形成している。

セキュリティ事業（モバイル向け）の事業系統図、業績動向



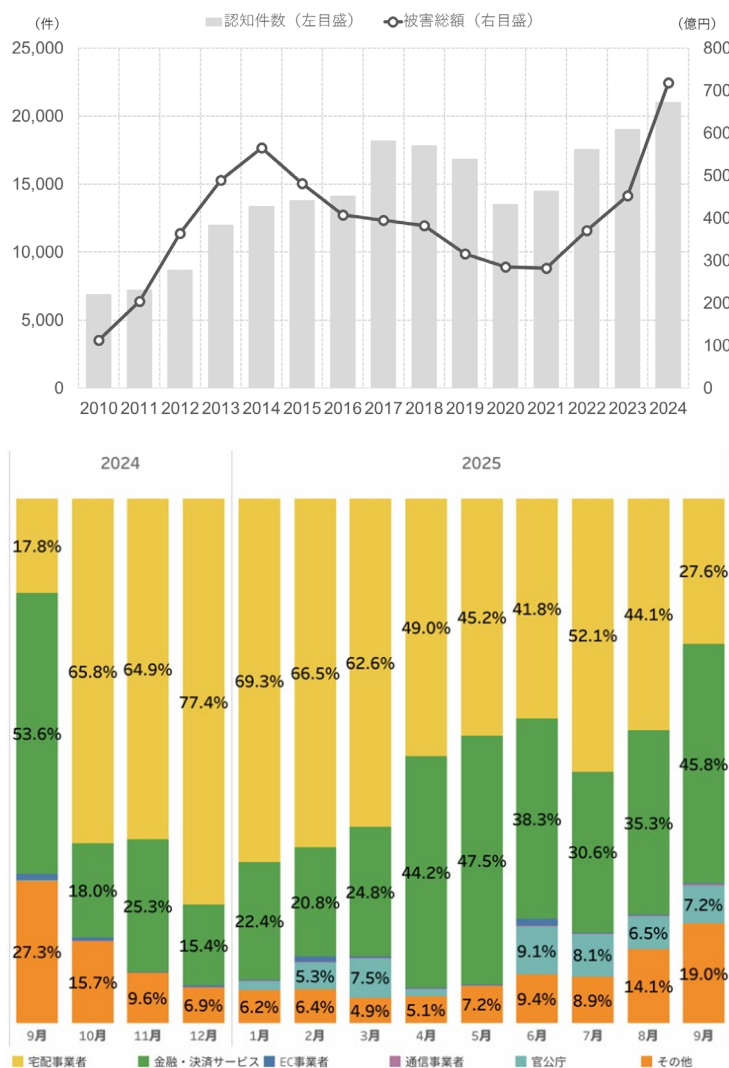
特殊詐欺とは

電話やSMSを初期接触として金銭を搾取する犯罪の総称。オレオレ詐欺、還付金詐欺、なりすましなどを含み、犯行の多くは電話番号を起点とする。

市場動向 | 特殊詐欺の対策市場は拡大傾向と見られる

警察庁統計によれば、特殊詐欺は2010年代前半にかけて少子高齢化と犯行手口の組織化を背景に増加した後、2017～2020年にかけては金融機関・警察・キャリアの対策強化を受けて一時的に減少した。しかし、2020年以降は再び増加傾向に転じている。コロナ禍を契機としたEC利用の急増を背景に、宅配業者を装った不審SMS（スミッシング）や金融機関・行政機関を名乗るフィッシング詐欺が拡大し、電話番号・SMSを入り口とする手口の多様化が主因である。

近年の特徴は、件数以上に被害総額の増加が顕著な点にある。フィッシング詐欺ではネットバンキング・証券口座情報の搾取を狙うケースが増え、1件当たりの被害額は従来型（オレオレ詐欺等）を大きく上回る。この質の変化が市場全体のリスクを押し上げており、実際に2023～2024年は被害総額が急増している。被害の入り口は依然として電話番号・SMSであり、被害が顕在化して初めて対策が進むという日本の利用者リテラシーの特性を踏まえると、迷惑情報フィルタの利用動機は構造的に高まりやすい。特殊詐欺の再増加は望ましい社会状況と言えないものの、結果として迷惑電話フィルタを提供する同社にとっては追い風となっている。

特殊詐欺の動向（上図）・フィッシング詐欺SMS種別割合（下図）

出所：特殊詐欺の動向は警察庁「特殊詐欺及びSNS型投資・ロマンス詐欺の認知検挙状況等について」よりSIR作成、フィッシング詐欺SMS種別割合は同社資料より抜粋

ソリューション事業

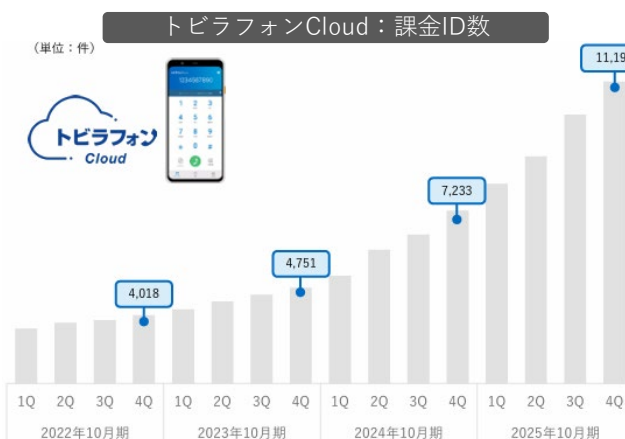
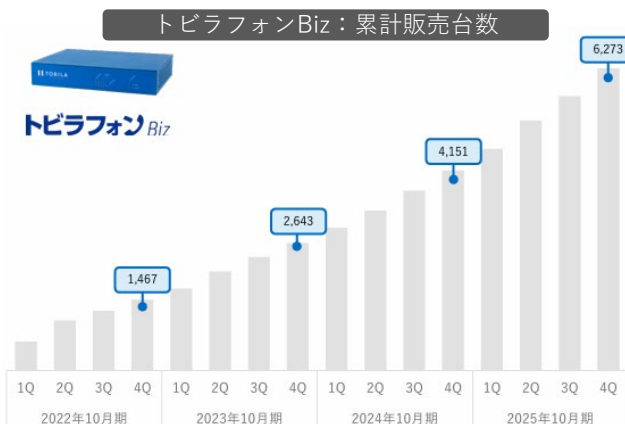
事業内容 | 第2の成長ドライバーとして成長基盤が整う

ソリューション事業は、法人向けビジネスフォンサービスである「トビラフォン Biz」と「トビラフォン Cloud」の2サービスを提供している。両サービスは課金形態や販売チャネルこそ異なるものの、累計販売台数（Biz）および課金ID数（Cloud）は四半期ベースで着実に積み上がっており、ソリューション事業の売上高は急速に拡大している。同社にとって、個人向けセキュリティ事業に次ぐ第2の成長ドライバーとして事業基盤が確立されつつある。

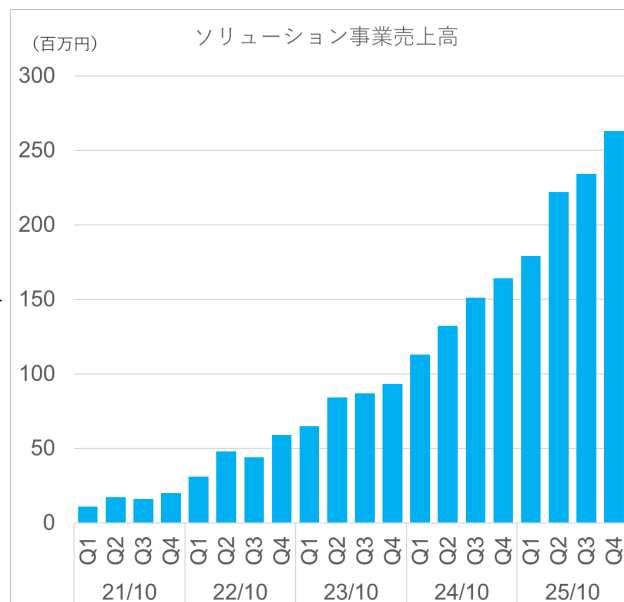
トビラフォン Bizは、オンプレミス型PBXに付帯する端末型プロダクトであり、既存の電話インフラを変更せずに導入できる点が特徴である。通話録音、IVR（自動音声応答システム）、着信履歴管理、音声テキスト化など、企業の電話対応業務に求められる幅広い機能を一体的に提供し、固定席を中心とした電話運用を行う企業での浸透が進んでいる。販売は代理店経由が中心で、端末代金に加えて5～7年のライセンスおよび保守契約（継続課金）を組み合わせたバンドルモデルで提供する。

一方、トビラフォン Cloudは、スマートフォンに専用アプリをインストールするだけで会社番号を発着信できるクラウドPBXサービスである。従来PBXが提供していた主要機能をクラウド上で完結できるため、物理的なPBX機器を必要としない点が特徴。販売は直販が中心で、初期費用に加えて「課金ID数×単価」で課金するサブスクリプションモデルを採用。解約率は1%未満と極めて低い。働き方改革、副業・在宅勤務の拡大、拠点分散化、カスタハラ対策など、企業課題の変化を背景に導入が加速しており、契約ID数は足元で急速に積み上がっている。

ソリューション事業の業績動向



Biz：ライセンス料の積み上げ
Cloud：サブスクリプションの積み上げ
安定性の高いストック収益基盤を構築



出所：トビラフォンBizとトビラフォンCloudの図表はIR資料より抜粋、ソリューション事業の売上高はIR資料よりSIR作成

市場動向 | 老朽化リプレイスと音声DXでクラウドが主流に

同社のソリューション事業が属するPBX・ビジネスフォン・クラウドPBX市場では、オンプレPBXの老朽化や保守終了に伴う更新需要に加え、電話を業務オペレーションの効率化を支える戦略的ツールとして活用する動きが加速している。

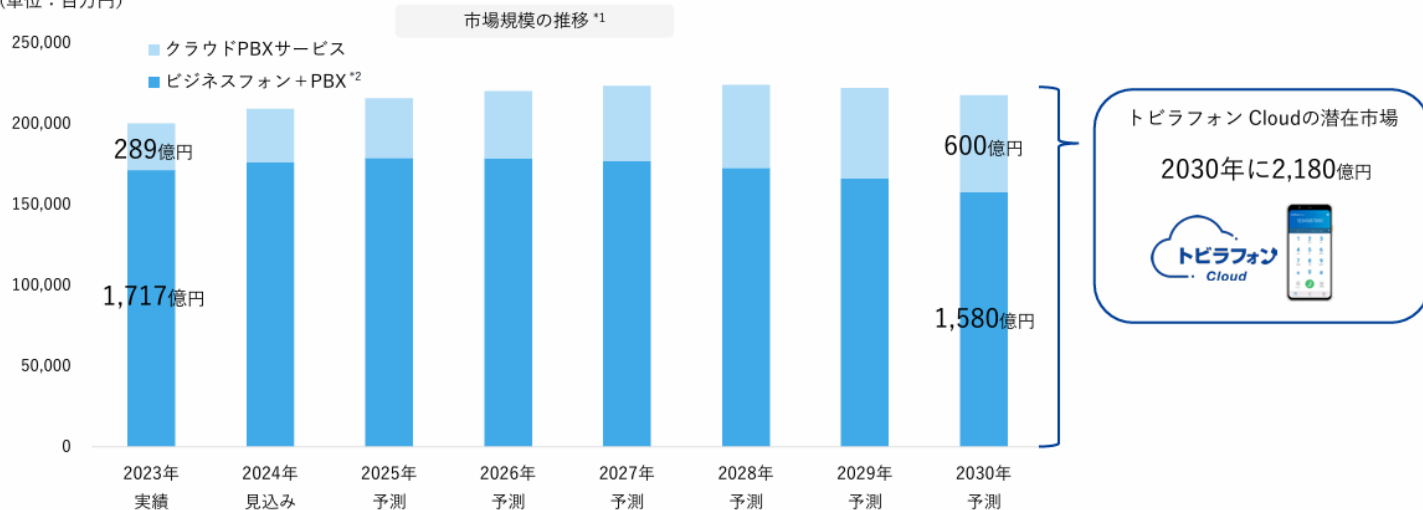
オンプレPBXは法定耐用年数が6年と短く、保守期限切れに伴う故障リスクの上昇や修理コスト増が企業側の負担となっている。そのため、更新時にはオンプレPBXの入れ替えに加え、クラウドPBXへのリプレイスが一般化してきている。クラウドPBXは物理的な機器の設置・保守が不要で、拠点増減やレイアウト変更にも柔軟に対応できることから、固定費削減・運用負荷軽減・業務効率化に直結する。こうしたクラウド側のメリットに加えて、近年は固定電話網のIP網への移行が進んでいる点も、クラウドPBX普及の追い風となっている。

また、従来は「電話=ユーティリティ（雑務）」として扱われてきたが、近年は営業効率化、顧客体験向上、業務オペレーション向上の観点から、音声データを戦略的資産として活用する潮流が強まっている点も注目できる。トビラフォン Cloudを例にとると、1) 代表電話での着信設定や自動音声ガイダンスによる適切な担当者への振り分け、2) CRMツールとの連携による営業電話の可視化、3) 録音告知や全通話録音によるカスタマーハラスメント抑制およびAIによる早期検知、4) 災害・緊急時などを想定したBCP対策など、電話機能が単なる通信手段ではなく、業務プロセスに統合された音声DX基盤として活用されている。

こうした、老朽化リプレイス×IP化×音声DXといった構造要因が、PBX市場におけるクラウド移行を継続的に押し上げている。同社資料によれば、PBX・ビジネスフォン・クラウドPBXを合わせた国内市場規模は2023年実績で約2,006億円と推定される。このうち、クラウドPBX市場は289億円規模に留まるものの、オンプレPBXからの更新需要の取り込みや音声DXニーズの高まりを背景に、2030年に向けて600億円規模まで拡大する見込みである。現状ではオンプレPBXの構成比が依然として高く、PBX市場全体では横ばい傾向が続くと見られるが、クラウドPBX市場は市場内でシェアを拡大する形で成長が続く構造的な成長領域とSIRは見ている。

PBX・ビジネスフォン・クラウドPBXの市場規模

(単位：百万円)



出所：同社IR資料より抜粋

強み・優位性

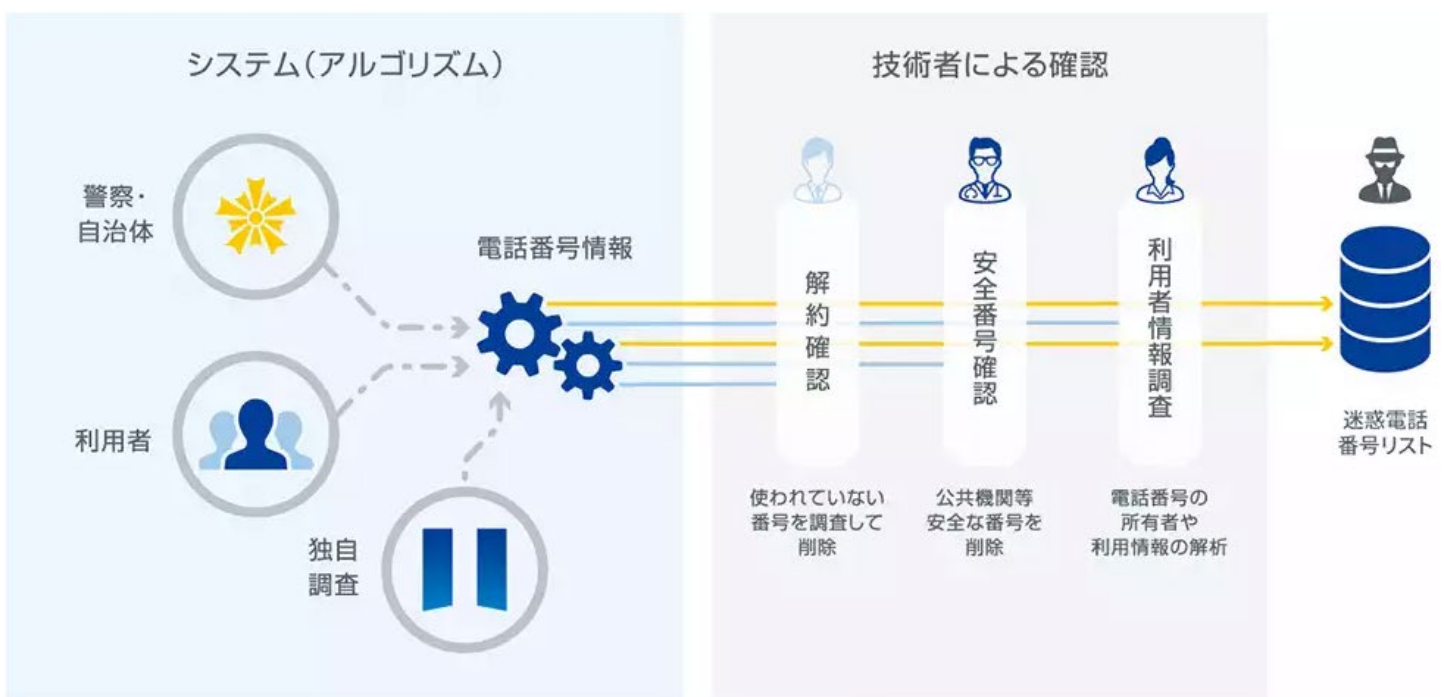
強み① | 情報取得体制×自社DBによる模倣困難な参入障壁を築く

同社の最大の競争優位性は、通信キャリア・警察・自社調査チームの三位一体で構築された独自データベースにある。携帯キャリアを通じて提供される迷惑情報フィルタサービスはモバイル向けを中心に月間約1,500万人程度のアクティブユーザー基盤を有し、利用者の増加とともに迷惑電話・SMSに関する大量のフィードバックが日々蓄積される構造となっている。これに、警察から提供される犯行利用番号や不正URL情報、さらに同社独自の調査による最新の詐欺手口が随時反映され、年間約50億超の電話・メール・SMSを判定する高精度なデータベースが形成されている。

この「利用者フィードバック×警察データ×自社調査」が循環的に精度を高める仕組みは模倣が極めて難しく、同社は年間約50億超の膨大なデータを長年にわたり蓄積・アップデートしてきた。結果として、約3万件の迷惑電話番号データベースによるブロック力、500万件以上の事業者電話番号データベースによる未知番号の把握など、競合他社との間に大きな参入障壁が形成されている。単なるアルゴリズム提供ではなく、継続的なデータ収集・解析・反映を前提とした事業モデルこそが、同社が事実上のオンリーワン企業となっている要因であるとSIRは考える。

また、同社のデータベースは電話番号に留まらず、URL・SMS・音声データなど多様な形式へ拡張されており、迷惑電話対策に加えてフィッシング検知、取引リスク管理、BCP領域など法人向けサービスへの横展開も進んでいる。ユーザー基盤の拡大とデータ形式の多様化が相まって、個人・法人双方で高い検知精度を維持できる体制が整っており、今後もデータを核とした強い競争優位が継続するとSIRは見ている。

トビラシステムズの情報取得スキーム



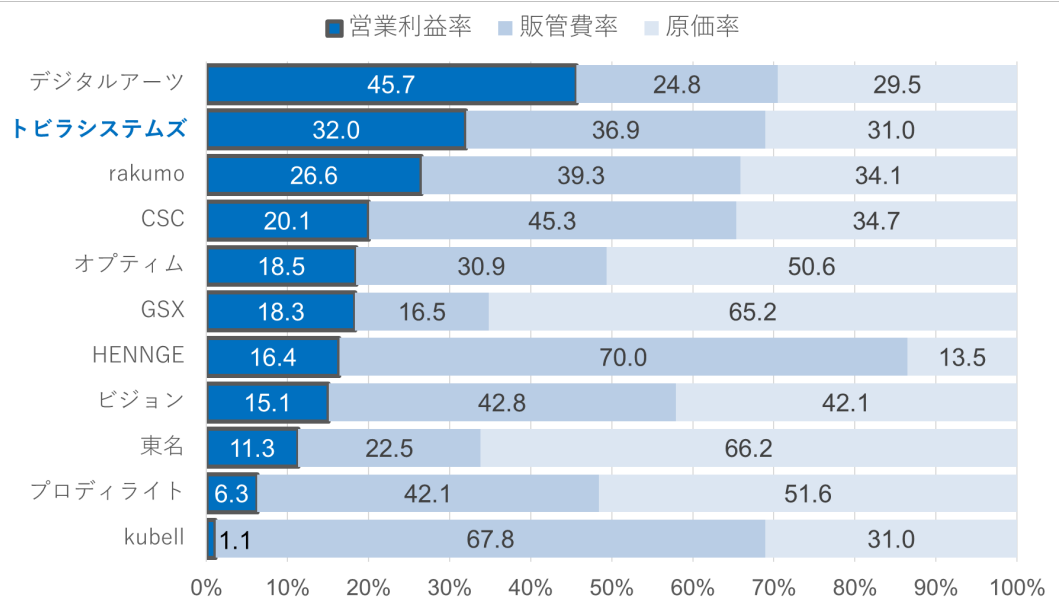
出所：同社HPより抜粋

強み② | セキュリティ事業が生む高収益性と投資余力

同社の強みは、セキュリティ事業によって創出される安定性×高利益率×キャッシュ創出力にあるとSIRは考える。セキュリティ事業は、キャリア販売網を活用した極めて効率的な顧客獲得構造により、一般的なSaaS企業などと比較して顧客獲得コスト（営業人件費+広告宣伝費）を抑制できる点が特徴である。このレバレッジが効くOEMモデルにより、同社の原価率・販管費率はビジネスモデルが類似する他社と比較しても低水準に留まっている。その結果、同社の営業利益率は32.0%と、顧客獲得コストの低さ×ストック型収益の積み上がりを背景に高水準を実現している。

こうした高収益性は強いキャッシュ創出力に直結し、有利子負債に依存しない健全な財務基盤を維持できている点も同社の特徴である。キャッシュリッチな状態が継続していることから、売上高ネットキャッシュ比率は潤沢であり、短期的な利益変動に左右されることなく、トビラフォン Cloud・Bizといった法人向けサービスへの投資を継続できる資金余力を有している。この安定収益×成長投資の組み合わせこそ、セキュリティ事業の安定性を土台としつつ、法人領域での成長機会を着実に取り込み、中長期的な成長確度を高める同社の強みである。

収益構造（上図）とROE・財務健全性の比較（下図）



コード	企業名	営業利益率(%)	ROE(%)	総資産ネット キャッシュ比率(%)	自己資本比率(%)
4441	トビラシステムズ	32.0	24.8	66.7	48.2
	平均値	19.2	24.5	45.5	53.8
2326	デジタルアーツ	45.7	19.1	79.3	76.6
3694	オプティム	18.5	15.0	15.6	76.0
4060	rakumo	26.6	16.9	75.3	53.6
4417	GSX	18.3	32.8	-1.8	37.8
4439	東名	11.3	27.9	40.2	58.9
4448	kubell	1.1	-	28.6	26.1
4475	HENNGE	16.4	40.6	68.1	35.0
4493	CSC	20.1	34.5	42.6	55.3
5580	プロディライト	6.3	12.5	40.6	55.7
9416	ビジョン	15.1	21.2	44.7	69.1

出所：各社IR資料よりSIR作成

注：2025年12月12日時点でIR開示されている直近通期決算を基準に算出した

中期経営計画

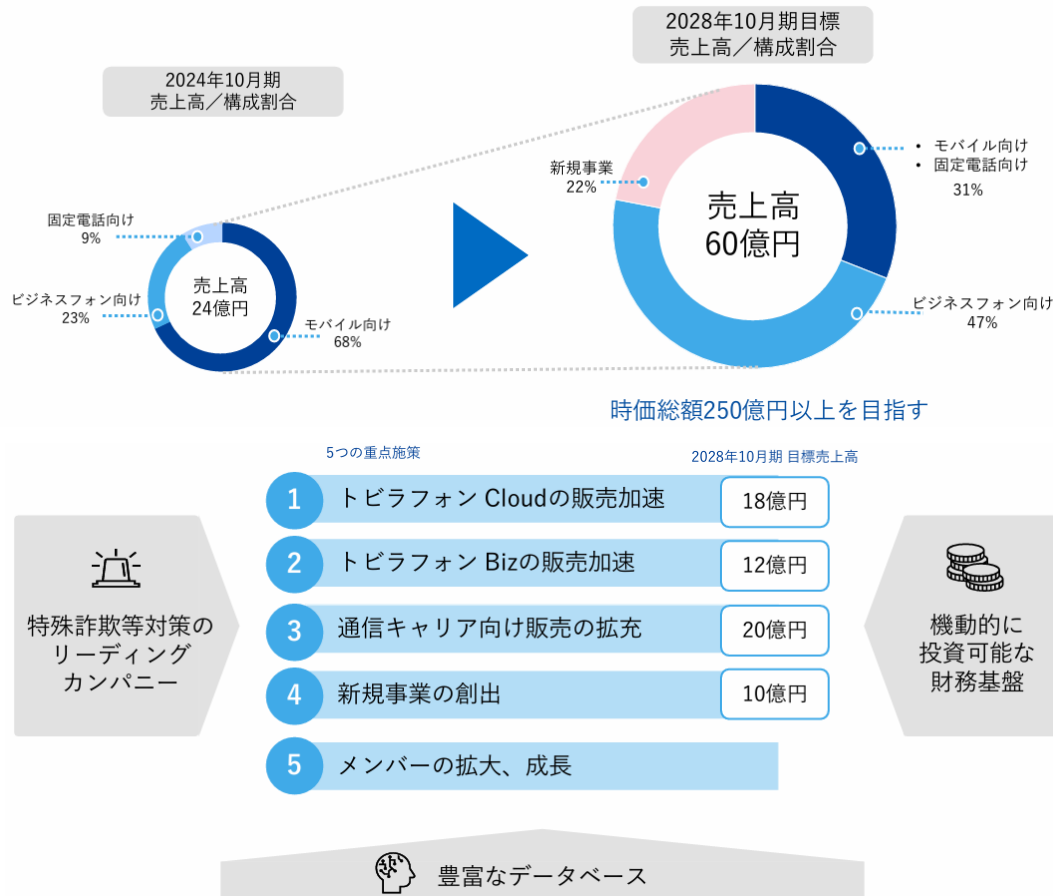
ソリューション事業を軸に売上高60億円・時価総額250億円を目指す

同社は中期経営計画において、28/10期に売上高60億円、営業利益17億円を目標として掲げ、事業構造の転換と成長領域への投資を加速させる方針である。中計公表時点（24/10期）では売上高の77%をセキュリティ事業が占めているが、28/10期にはソリューション事業が23%から47%まで拡大する見通しであり、モバイル向け中心の収益構造からビジネスフォン領域へ軸足を移す計画である。事業ポートフォリオの高度化と事業規模拡大の両輪により時価総額250億円以上を目指す。

同社は中計の重点施策として、下図の5項目を掲げる。なかでも成長の中心となるトビラフォン Cloudについては、直販に加えて代理店販売および総合セキュリティアプリを組み合わせた三層の販売チャネルを構築し、拡大を図る方針である。代理店については、トビラフォン Bizで既に取り引のある販売先と連携し、既存PBXからクラウドPBXへの大型リプレース案件を取り込む計画である。また、280blocker等の自社プロダクトとの連携により、総合セキュリティアプリとしてOEM提供・法人端末搭載の機会拡大も狙う。こうした外部環境（クラウドPBX市場の追い風）と内部施策の両面から、トビラフォン Cloudの成長を加速させる計画である。また、これらを支える人的基盤として、技術部・営業企画部を中心とした積極採用と育成を進め、28/10期に140名体制を目指す。

SIRでは、中計の成否においては、特にビジネスフォン向け（トビラフォン Cloud・Biz）の販売加速と、それを支える人員の拡大が、最も重要な要素になると考えており、中計の進捗を見るうえで重視している。

中計における売上高目標（上図）と重点施策（下図）



出所：同社IR資料より抜粋

今後の注目点

トビラフォンCloudを軸とした“自走型”成長モデルへのシフト

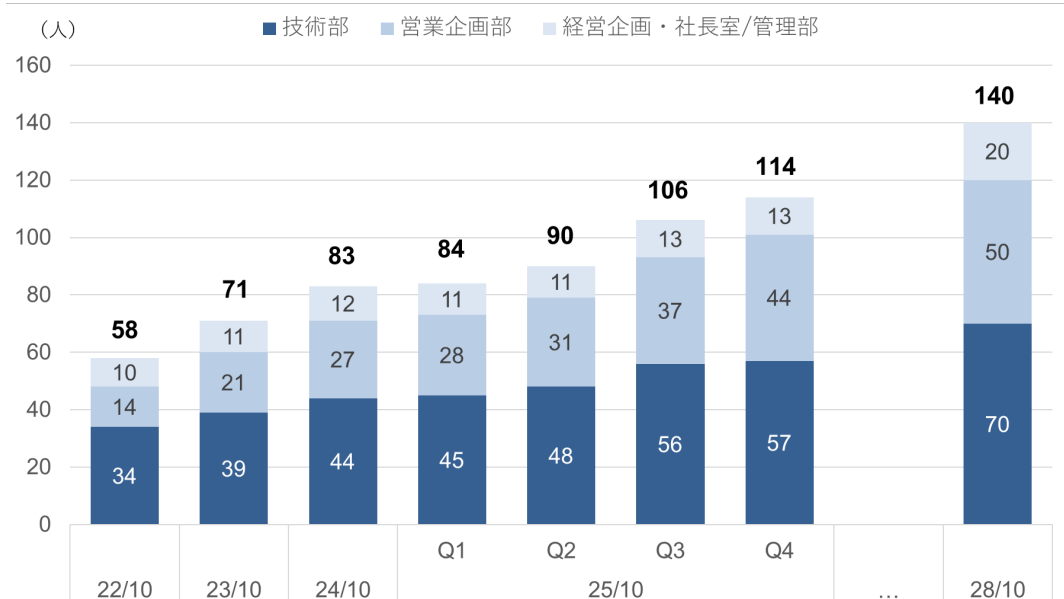
SIRでは、同社の中長期的な企業価値向上における最大のポイントは、トビラフォン Cloudを軸とした「自走型の成長モデル」への本格転換にあると考える。従来、同社の成長を支えてきたセキュリティ事業はキャリア経由のOEMモデルであり、高収益かつ安定的に拡大してきた一方、販売導線や販売量はキャリア施策に依存する構造であった。これに対して、トビラフォン Cloudは、市場環境の変化と同社の投資判断（採用・マーケティング投資など）が直接成果に結びつく“自走型”の事業であり、同社自身が成長カーブを描ける戦略的重要度の高い領域である。

市場環境を見ると、オンプレPBXのリプレース需要や業務効率化ニーズ、音声DXの普及などによりクラウドPBX市場は構造的な拡大局面にある。こうした外部環境の追い風と、同社内部で進む営業人員の増強、代理店網の拡大、積極的なマーケティング投資が合わさることで、トビラフォン Cloudは同社の成長ドライバーとしての位置づけを一段と強めるとSIRは見ている。特に、営業リソースやマーケティング投資が売上拡大に直結しやすいトビラフォン Cloudの事業特性は、キャリア依存型の従来モデルとは大きく異なり、「外部要因に左右される成長」から「同社自身がコントロール可能な成長」への構造転換という意味で、企業価値評価上のインパクトが大きいとSIRは見ている。

また、こうした先行投資を可能にしているのが、セキュリティ事業の高収益性である。同事業はOEMモデルの営業効率の高さを背景に高いキャッシュ創出力を維持しており、安定した収益基盤がCloud領域における採用・代理店開拓・マーケティング投資といったシェア拡大投資を下支えしている。同社は現在、クラウドPBX市場の拡大フェーズに合わせて、他社に先行する形で先行投資を打ち込む局面にあり、これらの投資がどの程度事業成長スピードを高められるかが今後の焦点となる。

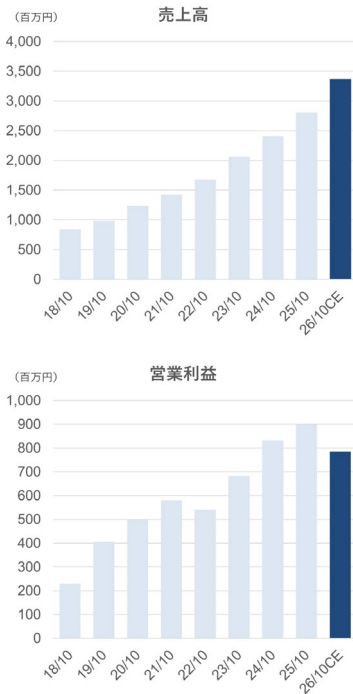
総じて、SIRではトビラフォン Cloudの成長が同社のエクイティストーリーの中心になると見ており、1) セキュリティ事業を源泉とした積極投資→2) ソリューション事業の成長加速→3) “自走型”成長モデルへのシフト、といったトレンドを形成できるかが今後の主要注目点として捉えている。

職種別従業員数の推移と中計目標



出所：同社IR資料よりSIR作成

業績動向



2025/10期通期業績・2026/10期会社計画

25/10期通期業績は、売上高が前期比+16.6%の2,805百万円、営業利益が同+8.1%の898百万円と会社計画（売上高2,650百万円、営業利益832百万円）を上回った。セグメント別の売上高は、セキュリティ事業が同+3.3%、ソリューション事業が同+60.1%となった。セキュリティ事業は売上高が概ね横ばいで推移したものの、各サービスの利用者数の増加と安定的なストック収益を背景に堅調な推移が継続した。ソリューション事業は、営業体制の拡充により案件対応数が増加し、トビラフォン Biz・Cloudともに販売が好調に推移した。

26/10期会社計画は、売上高が前期比+20.0%の3,366百万円、営業利益が同-12.7%の785百万円と増収減益を見込む。売上高は、トビラフォン Biz・Cloudの拡販施策強化により、ソリューション事業を中心とした増収を見込む。一方、営業利益については、1) ソリューション事業の先行投資に伴う採用費や労務費・人件費の増加、2) 東京・名古屋オフィスの移転および280blocker買収に伴うのれん償却費（26/10期まで）など一過性コスト（125百万円）の計上、により減益となる見通し。なお、採用計画では、26/10期末の従業員数目標を前期比+41名の155名とし、28/10期の中計目標（140名）を前倒しするペースでの採用を計画している。

以上を踏まえると、26/10期の営業減益はファンダメンタルズの悪化によるものではなく、ソリューション事業の成長基盤構築に向けた先行投資および一過性コストの影響によるものと考えられる。SIRでは、同社は現在、ソリューション事業へ軸足を移す投資フェーズにあると捉えており、同事業の将来の成長性や事業規模拡大を見据えれば、今期の減益を過度にネガティブ視する必要はないと見ている。

トビラシステムズの通期・四半期業績表（単位：百万円、%）

項目	24/10	25/10	26/10CE	24/10				25/10			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
売上高	2,406	2,805	3,366	568	586	618	634	673	699	703	731
前期比	16.7	16.6	20.0	16.4	12.3	18.8	19.3	18.5	19.3	13.7	15.2
セキュリティ事業	1,844	1,905	1,968	454	453	466	469	493	476	468	466
前期比	6.5	3.3	3.3	7.6	3.7	7.6	7.3	8.6	5.1	0.4	-0.6
ソリューション事業	562	900	1,397	113	132	151	164	179	222	234	263
前期比	70.3	60.1	55.2	73.8	57.1	73.6	76.3	58.4	68.2	55.0	60.4
構成比	23.4	32.1	41.5	19.9	22.5	24.4	25.9	26.6	31.8	33.3	36.0
売上原価	700	870	1,122	164	154	178	204	197	202	222	249
売上総利益	1,706	1,935	2,244	404	432	440	430	476	497	481	481
前期比	19.1	13.4	16.0	15.7	18.8	25.5	16.4	17.8	15.0	9.2	12.0
売上比	70.9	69.0	66.7	71.2	73.7	71.3	67.8	70.7	71.1	68.5	65.9
販管費	874	1,036	1,458	202	196	209	268	217	230	248	342
営業利益	832	899	785	202	236	231	162	259	267	233	139
前期比	21.8	8.1	-12.7	11.2	34.4	41.0	0.7	28.0	13.4	0.8	-14.3
売上比	34.6	32.0	23.3	35.6	40.2	37.4	25.6	38.5	38.2	33.2	19.1
営業外収益	1	13		0	0	0	1	1	3	4	6
営業外費用	3	5		1	0	2	0	2	1	0	2
経常利益	830	907	796	202	235	230	163	258	269	237	143
前期比	22.1	9.4	-12.3	11.0	34.6	40.6	2.3	27.7	14.5	3.0	-11.9
売上比	34.5	32.3	23.6	35.6	40.1	37.2	25.7	38.3	38.5	33.7	19.6
特別利益	31	5		30	0	1	0	0	0	5	0
特別損失	0	41		0	0	0	0	0	0	0	41
税引前利益	860	871		232	235	230	163	258	269	242	102
法人税等	258	246		77	78	77	27	85	88	80	-7
実効税率	30.0	28.2		33.1	33.1	33.5	16.4	33.1	32.7	32.9	-7.2
当期純利益	602	626	531	155	157	153	136	173	181	162	110
前期比	16.2	4.0	-15.1	28.7	36.5	43.5	-22.3	11.2	15.2	5.9	-19.5
売上比	25.0	22.3	15.8	27.3	26.8	24.8	21.5	25.7	25.9	23.1	15.0

出所：同社IR資料よりSIR作成

株価インサイト

自走型成長モデルへの転換が株価評価の変化を促すカタリストとなろう

< 株価動向 >

同社の株価は、2023年以降から2024年にかけて下落基調が続いたものの、その後は上昇基調に転じ一時1,300円台まで上昇した。その後、調整局面を経て、足元では再び上昇基調にある。ソリューション事業の高成長や積極的な投資姿勢を背景とした事業構造の変化が、株価に反映されつつあるとSIRは見ている。

< バリュエーション >

26/10期のEPSを前提としたPERは25.2倍（1/7終値）と、SIRが事業領域とビジネスモデルの観点から選定した他社平均（21.8倍）を上回っている。過去の評価を見ると、同社のPERはディスカウント傾向で推移してきたが、足元では減益計画下においても株価が上昇するなど、一時的なプレミアムが付与されている。こうした足元の評価水準の変化は、同社の事業構造に対する見方が変わり始めていることを反映したものと考えられる。

これまでは、セキュリティ事業がキャリアの販売網に依存していたことや、ソリューション事業の売上高構成比が小さかったことから、事業成長スピードが市場期待に追いついていなかった可能性がある。しかし、今後はトビラフォン Cloudを中心とした自走型成長モデルへの転換が進み、トビラフォン Cloudを軸とした事業成長の確認が進めば、更なるバリュエーションの拡大余地があるとSIRは考える。

さらに、同社は成長フェーズにありながら、中計にて配当性向35%を目安とし、機動的な自己株式の取得を基本方針としている点も特徴である。同社の事業基盤はストック性が非常に高く、過去の上場直後期を除けば株価のボラティリティが低く推移してきた。このため、キャピタルロスリスクが限定的である一方、安定したインカムゲインを享受できる点は、中長期的な投資先として魅力を高める要素になっているとSIRは考える。

トビラシステムズの株価チャート（月次）



出所：SPEEDAよりSIR作成

セキュリティ・サブスクリプション関連銘柄のバリュエーション

コード	企業名	決算月	株価 (1/7) 円	発行済 株式数 百万株	時価総額 (1/7) 百万円	PER			EPS成長率			営業利益率		
						FY24 倍	FY25 倍	FY26E 倍	FY24 %	FY25 %	FY26E %	FY24 %	FY25 %	FY26E %
4441	トビラシシステムズ	10月	1,326	10.6	14,114	12.8	15.1	25.2	17.7	6.6	-14.6	34.6	32.0	23.3
	各社平均					31.2	24.3	21.8	40.9	18.7	19.0	16.6	19.2	18.7
2326	デジタルアーツ	3月	6,030	14.1	85,222	13.9	28.7	19.5	44.6	-26.2	32.6	38.5	45.7	49.0
3694	オプティム	3月	538	55.2	29,697	48.7	30.4	-	21.7	0.5	-	18.9	18.5	13.5
4060	rakumo	12月	1,008	5.8	5,856	39.2	19.1	22.6	5.4	28.3	2.0	23.4	26.5	24.8
4417	GSX	3月	3,370	7.6	25,762	53.3	36.7	35.7	45.2	28.3	40.4	15.9	18.4	20.0
4439	東名	8月	1,075	30.0	32,235	16.6	11.6	12.5	33.8	56.0	6.0	9.7	11.3	10.5
4448	kubell	12月	394	41.8	16,454	-	-	220.1	-	-	-	-10.4	1.1	4.5
4475	HENNGE	9月	1,284	32.5	41,731	45.3	38.0	25.6	63.0	65.2	18.1	12.1	16.4	16.0
4493	CSC	12月	1,837	9.5	17,361	48.3	31.4	24.4	38.9	37.7	20.9	17.9	20.0	20.0
5580	プロディライト	8月	1,637	1.7	2,755	14.2	13.5	16.9	44.9	-21.4	35.8	8.7	6.3	7.6
9416	ビジョン	12月	1,266	50.4	63,834	19.9	18.4	14.1	93.6	12.5	29.4	13.5	15.1	16.1

コード	企業名	決算月	PBR			ROE			自己資本比率			ネットキャッシュ比率		
			FY23 倍	FY24 倍	FY25 倍	FY23 %	FY24 %	FY25 %	FY23 %	FY24 %	FY25 %	FY23 %	FY24 %	FY25 %
4441	トビラシシステムズ	10月	4.06	3.15	3.62	26.9	26.3	24.8	58.6	56.0	48.2	59.2	69.3	66.7
	各社平均		7.60	6.60	6.42	21.9	24.7	24.5	57.6	56.1	53.8	46.7	46.2	45.5
2326	デジタルアーツ	3月	5.06	3.77	5.24	23.3	29.1	19.1	66.9	71.0	76.6	80.5	81.4	79.3
3694	オプティム	3月	8.37	7.87	4.25	17.1	17.6	15.0	74.2	75.8	76.0	13.7	16.6	15.6
4060	rakumo	12月	4.73	5.68	2.98	17.6	15.6	16.9	64.9	50.9	53.6	78.0	70.4	75.3
4417	GSX	3月	11.28	8.65	5.24	29.7	37.7	32.8	41.7	37.2	37.8	20.8	-7.9	-1.8
4439	東名	8月	2.90	3.38	2.90	20.5	22.5	27.9	53.5	53.9	58.9	20.9	36.1	40.2
4448	kubell	12月	8.87	9.10	16.70	-	-	-	52.4	38.6	26.1	36.8	11.6	28.6
4475	HENNGE	9月	14.93	12.74	13.64	22.7	31.1	40.6	38.0	35.4	35.0	72.8	76.4	68.1
4493	CSC	12月	12.44	11.49	10.80	27.5	23.8	34.5	60.1	64.6	55.3	49.3	56.5	42.6
5580	プロディライト	8月	5.23	2.62	1.70	19.7	20.4	12.5	56.2	66.4	55.7	42.1	53.4	40.6
9416	ビジョン	12月	5.71	4.13	3.58	14.0	22.9	21.2	67.0	67.3	69.1	40.0	44.5	44.7

コード	企業名	決算月	配当性向			配当利回り			総還元性向			DOE		
			FY24 %	FY25 %	FY26E %	FY24 %	FY25 %	FY26E %	FY23 %	FY24 %	FY25 %	FY23 %	FY24 %	FY25 %
4441	トビラシシステムズ	10月	34.6	34.6	38.0	2.71	2.29	1.51	34.6	65.8	81.1	8.38	8.53	8.29
	各社平均		10.0	16.6	17.0	0.59	0.87	0.93	24.1	19.9	45.4	2.12	2.69	3.96
2326	デジタルアーツ	3月	25.4	36.5	30.8	1.82	1.27	1.58	34.4	57.9	59.8	7.44	6.91	6.68
3694	オプティム	3月	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
4060	rakumo	12月	0.0	13.9	20.2	0.00	0.72	0.89	0.0	0.0	13.4	0.00	0.00	2.09
4417	GSX	3月	25.0	31.0	-	0.94	1.69	-	110.8	25.4	59.1	5.93	8.18	10.24
4439	東名	8月	13.4	11.7	12.8	0.81	1.00	1.02	8.3	13.4	11.7	1.56	2.72	2.91
4448	kubell	12月	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00	-	0.0	-	0.00	0.00	0.00
4475	HENNGE	9月	11.7	11.8	12.0	0.26	0.31	0.47	53.1	29.9	46.3	0.00	3.27	4.23
4493	CSC	12月	0.0	4.8	6.6	0.00	0.15	0.27	0.0	0.0	143.8	0.00	0.00	1.62
5580	プロディライト	8月	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
9416	ビジョン	12月	0.0	38.8	50.0	0.00	2.11	3.55	0.0	25.9	39.0	0.00	0.00	7.53

出所：各社IR資料よりSIR作成

注1：FY26の数値は会社計画ベースの数値、セクター平均P/Eの算出はP/Eゼロ未満および100倍以上のデータを除外して算出。

注2：総還元性向の自社株買いは財務CFの数値を使用、ネットキャッシュ比率は総資産に対するネットキャッシュの割合を示す。

損益計算書・貸借対照表・キャッシュフロー計算表

決算期	項目	20/10 実績	21/10 実績	22/10 実績	23/10 実績	24/10 実績	25/10 実績	26/10 会社計画
売上高	百万円	1,234	1,425	1,682	2,061	2,406	2,805	3,366
前期比	%	25.7	15.4	18.0	22.6	16.7	16.6	20.0
売上原価	百万円	322	373	506	628	700	870	1,122
売上総利益	百万円	913	1,052	1,176	1,433	1,706	1,935	2,244
売上比	%	73.9	73.8	69.9	69.5	70.9	69.0	66.7
販売管理費	百万円	414	472	635	750	874	1,036	1,458
営業利益		499	580	541	683	832	899	785
前期比	%	22.8	16.3	-6.7	26.3	21.8	8.1	-12.7
売上比	%	40.4	40.7	32.2	33.1	34.6	32.0	23.3
経常利益		471	578	532	679	830	907	796
税前利益		464	547	492	749	860	871	-
法人税等	百万円	142	161	170	232	258	246	-
実効税率	%	30.6	29.4	34.5	30.9	30.0	28.2	-
親会社株主利益		322	386	322	518	602	626	531
前期比	%	29.6	19.8	-16.6	60.8	16.2	4.0	-15.1
売上比	%	26.1	27.1	19.1	25.1	25.0	22.3	15.8
EPS	円	31.3	37.3	30.7	49.1	57.8	61.6	33.8
BPS	円	129.7	143.3	162.5	202.4	234.3	256.9	-
DPS	円	10.8	12.9	10.6	17.0	20.0	21.3	11.7
発行済株式数	百万株	10.4	10.5	10.6	10.6	10.6	10.6	-
配当性向	%	34.5	34.6	34.6	34.6	34.6	34.6	34.6
ROE	%	27.4	27.2	20.1	26.9	26.3	24.9	19.1
自己資本比率	%	81.7	68.6	64.2	58.6	56.0	48.2	47.1
従業員数	人	53	59	58	71	83	114	155
資産合計	百万円	1,648	2,170	2,667	3,647	4,356	5,381	-
現金・預金	百万円	1,218	1,146	1,436	2,405	3,216	3,939	-
売上債権	百万円	150	181	248	248	276	330	-
その他	百万円	26	34	61	64	81	118	-
負債合計	百万円	301	681	956	1,510	1,914	2,786	-
仕入負債	百万円	0	7	19	15	15	9	-
有利子負債	百万円	25	358	296	246	196	146	-
その他	百万円	237	264	222	344	336	415	-
純資産合計	百万円	1,347	1,489	1,711	2,137	2,441	2,595	-
株主資本	百万円	1,347	1,489	1,711	2,137	2,427	2,582	-
その他の包括利益累計額	百万円	0	0	0	0	14	13	-
営業CF	百万円	359	492	642	1,221	1,306	1,752	-
投資CF	百万円	-124	-652	-189	-91	-78	-1,384	-
FCF	百万円	235	-160	453	1,130	1,228	368	-
財務CF	百万円	-15	46	-163	-161	-416	-549	-
現金同等物の増減額	百万円	220	-114	290	969	812	-181	-
現金同等物の期初残高	百万円	998	1,218	1,146	1,436	2,405	3,216	-
現金同等物の期末残高	百万円	1,218	1,146	1,436	2,405	3,216	3,035	-

出所：SPEEDAよりSIR作成

ディスクレーマー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sessapartners.co.jp