

ホリスティック企業レポート  
ポールトゥウィン・ピットクルー  
ホールディングス  
3657 東証一部

アップデート・レポート  
2014年11月28日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20141125

# ポルトゥウィン・ピットクルーホールディングス (3657 東証一部)

発行日:2014/11/28

**ゲームソフトのデバッグ、ネット看視やユーザーサポートの受託專業最大手  
人材投資が嵩み利益成長力が鈍化、15年1月期営業利益は微増益を予想する**

## > 要旨

### ◆ 事業内容

- ・ポルトゥウィン・ピットクルーホールディングス(以下、同社)は、ゲームソフトのデバッグを行うポルトゥウィン、ネットの看視やユーザーサポートを行うピットクルーを中心とする企業グループの統括会社である。
- ・ゲーム会社の国際化に対応し、欧米印に拠点を持つデバッグ会社を買収した結果、デバッグ・検証事業(以下、デバッグ事業)の海外売上比率は15/1期第2四半期累計(以下、上期)決算において2割強に上る。

### ◆ 15年1月期第2四半期実績

- ・15/1期上期決算は、前年同期比5.7%増収ながら営業利益は同13.2%減、経常利益は同20.7%減、純利益は28.5%減であった。期初予想との対比では、売上高、利益ともにほぼ計画通りであった。
- ・デバッグ事業は国内売上が減少したが、海外拠点の貢献で補った。ネット看視事業は電子商取引関連を中心に伸長した。しかし人員拡充に伴う費用増や為替差益の減少等を吸収しきれず、減益となった。

### ◆ 15年1月期予想

- ・15/1期について同社は、期初に策定した前期比7.8%増収、1.8%営業増益、4.5%経常減益という予想を据え置いた。
- ・証券リサーチセンターは、国内デバッグ事業における人材投資の予算消化不足等を想定し、同社予想を上回る営業増益率を見込んでいた。人員拡充の進展を踏まえ、利益予想を減額した。

### ◆ 投資に際しての留意点

- ・同社の対TOPIX 相対株価はこの1年間低迷してきた。15/1期予想利益が前期比横ばいで、海外M&Aの貢献が表れていないこと等が要因であろう。株価は決算発表時に急変する傾向がある点に留意しておきたい。

アナリスト:高坂 茂樹  
+81(0)3-6858-3216  
kousaka@stock-r.org

### 【主要指標】

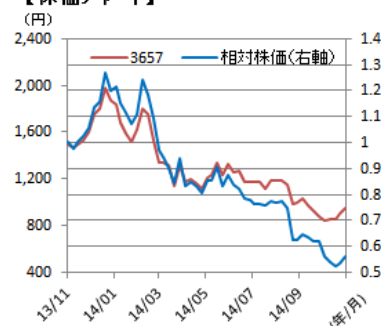
	2014/11/21
株価(円)	944
発行済株式数(千株)	19,039
時価総額(百万円)	17,973

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	15.0	14.4	13.3
PBR(倍)	2.4	2.1	1.9
配当利回り(%)	1.7	1.7	1.9

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-15.0	-27.6	-43.4
対TOPIX(%)	-15.5	-30.0	-49.3

### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2013/11/22

## 【 3657 ポルトゥウィン・ピットクルーホールディングス 業種:情報・通信業 】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2013/1	10,866	29.9	1,835	43.9	1,885	47.2	932	43.0	53.4	324.9	15.0
2014/1	13,879	27.7	2,144	16.8	2,290	21.5	1,205	29.4	63.6	394.3	16.0
2015/1 CE	14,961	7.8	2,183	1.8	2,186	-4.5	1,211	0.5	63.7	—	16.0
2015/1 E	15,000	8.1	2,200	2.6	2,200	-3.9	1,200	-0.4	63.0	440.6	16.0
2016/1 E	17,000	13.3	2,500	13.6	2,500	13.6	1,350	12.5	70.9	495.5	18.0
2017/1 E	19,500	14.7	3,000	20.0	3,000	20.0	1,700	25.9	89.3	566.8	22.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、1株当たり指標は株式分割等調整済み

## アップデート・レポート

2/13

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

ゲームやパチンコ機等のバグ取り、海外展開のための翻訳業務等を受託する。

ウェブサイトの見張りやユーザーサポート、広告審査等の業務も受託している。

優れた人材の確保が事業運営上の基本的な課題である。

◆ ゲームのバグ取り、ネットビジネスのサポートを受託する人材事業

ポルトゥウィン・ピットクルーホールディングス(以下、同社)は、デバッグ・検証事業の中核子会社ポルトゥウィン、ネット看視事業の中核子会社ピットクルーをはじめ 17 の事業子会社、孫会社を統括する持株会社である。

**デバッグ・検証事業**(以下、デバッグ事業)では、家庭用コンピュータゲーム機用の発売前のソフト等をテストプレイし、デバッグ(不具合の検出)等を行っている。同社にデバッグ作業を委託する顧客は、家庭用ゲーム機のソフトメーカー、パチンコやパチスロ等のアミューズメント機器メーカー、スマートフォン用ゲームアプリケーション等のモバイルコンテンツプロバイダー、情報家電機器メーカー等である(図表 1)。業務を行う事業所は国内に 14 カ所、海外に 9 カ所ある。

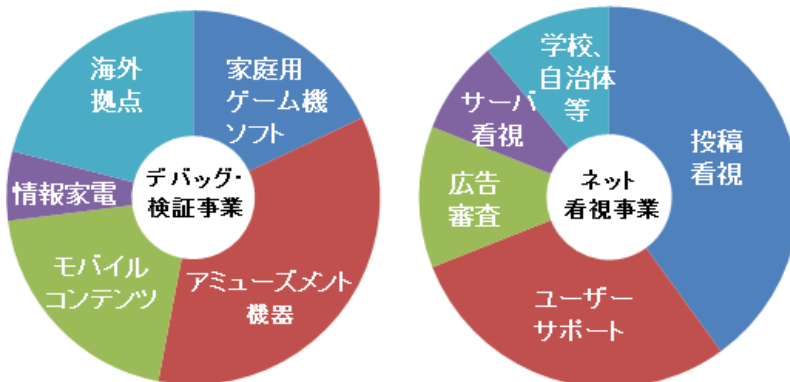
**ネット看視事業**では、イ) インターネットサイトへの不正侵入や有害情報の書き込み等の検出、削除及びサイト運営企業への通報(投稿看視)、ロ) ネット通販、電子書籍販売をはじめとする個人向けの電子商取引(以下、EC)や、スマートフォンゲームに関わるユーザーからの問い合わせに対応するサポート業務、ハ) ネット通販やネット上の保険代理店等の広告内容、出品物の審査、ニ) 365 日 24 時間稼働のサーバの監視、ホ) 学校裏サイトの調査、その他の業務を営んでいる(図表 1)。事業拠点は国内に 11 カ所ある。

また報告セグメントの他に、中間持株会社ペイサー傘下の孫会社 3 社が、市場調査、出版、バリアフリー字幕制作、医療人材紹介等の事業を営んでいる。

◆ 事業の特徴

同社の事業は、顧客企業の一連の業務プロセスのうち、労働集約的で生産性の向上や他社との差別化が難しいプロセスについて、アウトソーシングを受けるもの(Business Process Outsourcing)である。同社には適時に適切な人材を必要量確保すること及びそのための環境や管

【図表 1】 各セグメントの業務別売上構成(15/1 期第 2 四半期累計期間)



(出所) ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

業界のパイオニアであり、顧客からの信頼、豊富な人材が強み。

顧客ニーズにワンストップで応えられる人材、組織が整備されている。

理者を用意することが求められる。証券リサーチセンター（以下、当センター）では知的資本の観点から、同社の強みを以下のように捉えている。

- 1) **関係資本**：国内初のデバッグ・アウトソーシング事業者、ネット看視事業者として実績とノウハウを蓄積し、顧客から厚い信頼を得ている。
- 2) **組織資本**：同社グループは、国内外の顧客ニーズにワンストップで対応できる体制を整えている。具体的には、(ア) 開発プロジェクトの上流に属する企画書評価及び難易度調整機能や、下流工程のユーザーサポート機能を有する、(イ) 欧米アジアに9拠点を構え、プロジェクトのグローバル展開に係るローカライズ作業、海外から日本への逆輸出プロジェクトに対応することができる。
- 3) **人的資本**：業界のパイオニアゆえに、デバッグ事業における開発中のゲームをテストするスタッフ(個人事業主として業務を受託)や、デバッグチームのリーダーとして作業進捗管理から顧客との折衝、テスト計画の策定、納品までを行うプロジェクト管理者(正社員若しくは契約社員)、ネット看視事業における各専門領域のノウハウに長けたスタッフ(臨時社員)等、それぞれに高度なスキルを有する人材を確保している。

また財務面をみても、無借金経営、14/1期の自己資本比率81.2%、自己資本利益率17.7%、総資産経常利益率26.8%と安全性、収益性に優れた結果を出している。

## > 業績動向

前年同期比増収ながら営業減益、人件費増等が重荷になった。

### ◆ 15年1月期第2四半期決算

15/1期第2四半期（以下、上期）決算は、前年同期比5.7%増収ながら、13.2%営業減益であった。人員拡充に伴う人件費の増加等が売上原価や販売費及び一般管理費（以下、販管費）を押し上げ、増収効果を上回ったためである（図表2）。経常利益は為替差損益の関係で同20.7%減、四半期純利益は事業所移転に係る特別損失の発生により同28.5%減となった。実績はいずれも期初予想と同水準であった。

【図表2】15年1月期第2四半期累計決算概要（単位：百万円）

項目	14/1期 上期	15/1期 上期	前年 同期比	期初 予想	達成率
売上高	6,898	7,293	5.7%	7,162	101.8%
売上原価	4,502	4,905	—	—	—
販売費及び一般管理費	1,270	1,410	—	—	—
営業利益	1,125	977	-13.2%	974	100.3%
為替差損益	88	-5	—	—	—
経常利益	1,229	975	-20.7%	977	99.8%
純利益	693	495	-28.5%	490	101.0%

(出所)ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス(以下、PPHD)の決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

セグメント別の動向は以下の通りである。

【図表3】 報告セグメントの状況 (単位:百万円)

		14/1 上期	15/1 上期	前年同期比
デバッグ ・検証	売上高	5,416	5,613	3.6%
	営業利益	1,021	973	-4.6%
	(利益率)	18.9%	17.3%	-1.5%
ネット 看視	売上高	1,449	1,646	13.6%
	営業利益	91	43	-52.6%
	(利益率)	6.3%	2.6%	-3.7%

(注) 利益率の前年同期比は減算結果を記載

(出所) PPHD 決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

デバッグ事業、ネット看視事業ともにセグメント利益は減益に。

(注1) 同社は12年10月にe4e Inc.グループのIE (Interactive Entertainment) 事業を買収した。米、英、印の3カ国の事業所が加わり、ゲームのデバッグ、現地語化及びサポート業務を国際展開する基盤が強化された。現在は北米家庭用ゲーム機向けソフトメーカーがグローバル展開する作品の多言語ユーザーサポート、日本のスマートフォンゲームの海外展開に伴うローカライズ(翻訳等)が進められている。

(注2) 従来のソーシャルゲームは、操作の都度サーバにアクセスし、データをブラウザに表示していた。ネイティブゲームはブラウザに依存せず、一定の演算処理をスマートフォン側で行うため、リアルタイムのダイナミックなアクションを演出できる。

従業員が14/1期末に比べ約1割増加、経費増を増収効果で補いきれなかった。

デバッグ事業の売上高は前年同期比197百万円、3.6%増加した。12年に海外企業を買収<sup>注1</sup>して注力してきた海外業務が同事業の20%以上を占めるまで順調に拡大し(前年同期比約4.5億円増加)、国内業務の減少(同約2.5億円)を補った。セグメント利益は相対的に採算の良い国内売上の減少や、14/1期まで思うに任せなかったリーダークラスの従業員増員による費用増のため小幅減益となった。

国内業務が減収となった要因は14/1期に好調であったアミューズメント機器及びモバイルコンテンツ関連の受注減である。アミューズメント機器については前期上期の受注高が極めて高水準であったことに加え、一部機器メーカーの開発計画の後ずれなどと推察される。モバイルコンテンツについては、かつて隆盛を極めたソーシャルゲームのプラットフォームベンダーが不振に陥り、スマートフォン向けネイティブゲームプロバイダが台頭<sup>注2</sup>している情勢変化<sup>注2</sup>に十分対応できていないことが要因であろう。なお、これら2業務における受注減退は同社の期初予想策定時において想定された事態であったため、15/1期上期業績は期初予想から大きく乖離しなかった。

ネット看視事業の売上高は、EC関連のサポート業務が拡大により前年同期比197百万円、13.6%増加した。インターネット上のオークションやショッピングサイトの出品物のチェック、保険申込み窓口サイトや医薬品のネット販売等における法令に基づく広告審査、スマートフォンゲームのユーザーサポート業務等が増加した他、地方自治体教育委員会及び学校法人等からの学校裏サイト調査業務等も堅調に推移した。セグメント利益が減少したのは、広告審査等専門的な知識が必要な業務の拡大に対応し、人材を拡充しており、採用費や教育費等が嵩んだためである。

全社の臨時雇用職員を含む従業員数は、前期末比213人増の2,132人と約1割増加した。テスターへの外注単価や臨時職員の時給は小幅な上昇にとどまっており、人員増加が人件費増の主因であった。また、地方拠点の拡充による受注体制の強化に向けて、1カ所の事業所新設、



3 カ所の事業所移転及び増床を図ったことも販管費の増加要因であった。

◆ポルトウウィン・ピットクルーホールディングスの15年1月期予想

15/1 期業績について同社は、売上高 14,961 百万円 (前期比 7.8%増)、営業利益 2,183 百万円 (同 1.8%増)、経常利益 2,186 百万円 (同 4.5%減)、当期純利益 1,211 百万円 (同 0.5%増) とした期初予想を据え置いた (図表 4)。海外デバッグ事業の伸長、国内デバッグ事業におけるアミューズメント機器向けの停滞、リーダークラスの増員等が期初に想定した通りに推移しているためである。

15/1 期上期業績の通期予想に対する進捗率は、売上高 48.7%、営業利益 44.8%であった。15/1 期下期は前年同期比 9.8%増収、18.3%営業増益を見込み、14/1 期上期をピークに低下してきた売上高営業利益率も改善するとしている。それを可能とする背景は以下の通りである。

- 1) スマートフォンゲーム業界においてネイティブゲーム開発の取り組みが広がり、ゲーム開発工数の増加に伴うデバッグ需要が拡大している。
- 2) Xbox 360 や PlayStation4 等の新型ゲーム機の浸透により、ソフト開発の広がりも期待される家庭用ゲーム機向けソフトのデバッグ業務が第3四半期に繁忙期を迎える。
- 3) 国内企業によるスマートフォンゲームのグローバル展開の取り組み拡大に伴い、海外事業におけるローカライズ業務やユーザーサポート業務の増加が見込まれる。
- 4) ネット看視事業では、EC の拡大に伴う出品物チェックや広告審査の需要拡大が続くと見込まれる。
- 5) 人材獲得や事業所移転に係る費用が上期に集中したため、下期は販管費の増加が一巡する計画である。

ただし同社はヒアリングの際に、14 年 9 月からパチスロ機型式認定試験が変更 (射幸性に係る規制強化) され、機器メーカーの新台幣開発

家庭用ゲーム機向けソフト  
や海外事業が増収に寄与  
する見込み。

人材投資等の施策が上期  
に集中しており、下期はその  
成果が試される。

【図表 4】 PPHD による 15 年 1 月期通期及び下期業績見通し (単位:百万円)

項目	14/1期 通期	15/1期 通期CE	前期比	14/1期 上期	14/1期 下期	15/1期 上期	15/1期 下期CE	下/下 対比
売上高	13,879	14,961	7.8%	6,898	6,981	7,293	7,667	9.8%
営業利益 (利益率)	2,144 15.4%	2,183 14.6%	1.8% -0.9%	1,125 16.3%	1,019 14.6%	977 13.4%	1,205 15.7%	18.3% 1.1%
経常利益	2,290	2,186	-4.5%	1,229	1,060	975	1,210	14.1%
純利益	1,205	1,211	0.5%	693	512	495	715	39.5%

(注) CE は会社予想、利益率の比較欄には減算結果を記載  
(出所) PPHD 決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

姿勢に影響を与える可能性が高いこと、新型の家庭用ゲーム機の波及効果が 15/1 期下期においては小規模にとどまる恐れがあること等を 15/1 期会社業績予想に係るリスク要因として指摘している。

このような見通しの下、同社は中期的な市場規模の拡大に対応する施策として現在、以下の取り組みを進めている。

#### (1) 市場の好機を着実に取り込む営業体制の構築

国内外で営業幹部の増員を行い、営業力の向上を図ると共に、営業部門と業務部門の融合を進め、顧客への対応スピードを向上させる。

#### (2) 人材不足と人件費上昇への対応

同社グループの業務は基本的に作業場所を選ばないことから、地方拠点を拡大し、顧客先常駐が必須の機密性の高い業務や派遣業務以外は地方拠点で行うように業務体制を改変する。

#### (3) 持続的な利益拡大

長期的に見た労働人口の減少や短期的に見た景気回復に伴う非正規雇用者の需給逼迫により、国内におけるテスターやオペレータ等の人件費の上昇は不可避であるが、多拠点展開による人材確保、人件費の上昇抑制に努めるとともに、海外デバッグ事業やネット看視事業の売上規模拡大による収益性の向上を図る。

顧客対応やプロジェクト管理を行う正社員及び契約社員の管理者クラスの要員拡充、デバッグ実務者の増員及び労賃引き上げ等の必要性はこれまでも認識していたが、好調な受注に外注業者を利用して対応するのが精一杯であった。買収した海外子会社の掌握、国内外の業務連携に注力していたことも、後手に回った要因である。15/1 期は短期的な採算悪化を覚悟して国内人材投資に本格的に取り組んでいる。

#### ◆ 証券リサーチセンターの 15 年 1 月期予想

当センターでは、同社の 15/1 期業績について、売上高 15,000 百万円（前期比 8.1%増）、営業利益 2,200 百万円（同 2.6%増）、当期純利益 1,200 百万円（同 0.4%減）と予想し、前回予想（14 年 3 月公表、同順で 15,500 百万円、2,400 百万円、1,350 百万円）から下方修正した（9 頁図表 5）。いずれの数値も同社の予想を上回る見通しから同社予想と同じ水準への引き下げとなる。下方修正を余儀なくされた要因は、以下の通りである。

1) 売上高については、アミューズメント機器向け業務の好調持続を想定し、デバッグ事業は前期比二桁増収が続くと見込んでいたが、上期実績を踏まえ減額した。アミューズメント機器業界の競争は激しさを増しており、新台開発投資は衰えないとの見方は変わらないが、パチスロ機に対する規制強化で機器メーカーの新台開発現場が困惑する事態は想定していなかった。

**国内デバッグ事業の受注競争力強化に向けた施策を実施。**

**国内デバッグ受注動向と人件投資について見方を誤り、減額修正した。**

2) 15/1 期上期にモバイルコンテンツ向け売上が前年割れとなったのは当センターの想定外であった。同社が上期決算の説明会において営業力の向上に取り組むと強調したのは、国内デバッグ事業において同業者との競合で劣勢に立たされていたとの反省によるもので、外部からの人材登用により 15/1 期下期から新たな体制を敷くことにより、挽回を図るとしている。テスト工程の効率化等業務部門と一体となったソリューション営業の展開により受注競争力の向上が見込まれるが、デバッグ事業の前期比伸び率は前回予想よりも慎重に見直さざるを得なかった。

3) 営業利益については、同社が計上した人材拡充のための予算が消化されるか否か不透明であり、景気回復とともに人手不足が顕在化してきた昨今、予算通りの人材充足は困難と当センターでは考えていた。しかし、デバッグ事業の一部等で受注の伸び悩みが観測される中でも長期的な視点に立って人材投資が着実に推進されたことを踏まえ、人件費の増加による採算低下を織り込んだ。なお、同社によれば、12/1 期～14/1 期の国内デバッグ事業の高い利益率<sup>注3</sup>は一部の従業員にやや過大な業務負担を強いた結果達成されたものであり、利益率の低下は深刻な問題ではないとしている。経常利益についても営業利益と同額を減額した。

(注3) 14/1 期のデバッグ事業の売上高営業利益率は、海外事業買収に伴い低下している。買収した事業部門は、売上総利益こそ国内とほぼ同水準ながらのれん償却費を含む販管費が売上規模に比べ大きく、営業利益率は国内より低いと推定される。

#### ◆ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングスの中期業績見通し

同社は、15/1 期以降の中期経営計画を公表していないが、今後 3 年間の売上高成長率は年率約 10%を想定し、3 年後の売上高営業利益率は 18%を目指すとしている。各事業の成長イメージは以下の通りである。

- 1) 国内デバッグ事業の売上高は、年率 3%成長を見込んでいる。新型ゲーム機の発売による家庭用ゲーム機向けソフト市場の活性化、モバイルゲームやアミューズメント機器の市場の安定成長等を想定し、受注競争力に磨きをかけてシェア拡大を目指す意向である。
- 2) 海外デバッグ事業の売上高は、年率 30%成長を見込んでいる。やはり新型ゲーム機に期待しているほか、モバイルゲーム・プロバイダのグローバル化が加速すると想定している。そのなかで同社は、海外 6 カ国 9 拠点と国内拠点との連携を深め、フルラインのサービスでシェアを維持、拡大する意向である。
- 3) ネット看視事業の売上高は、年率 15%成長を見込んでいる。同社は EC 市場の拡大に伴い出品物チェック、広告審査、ユーザーサポートの各業務が拡大すると期待している。そのなかで同社は、人材育成及び適時適切な採用を行うとともに、必要な拠点の整備及び業務の大規模化への対応を進めるとしている。

**今後 3 年間はグローバル展開と EC 対応で高成長を見込んでいる。**



当センターは 16/1 期、  
17/1 期共に二桁営業増益  
を予想する。

◆ 証券リサーチセンターの中期業績見通し

当センターの中期業績見通しは図表5の通りで、16/1期は13.3%増収、13.6%営業増益を、17/1期については14.7%増収、20.0%営業増益と予想する。

当センターの予想に、同社の中期成長イメージと大きな齟齬を生じる点はない。16/1期見通しについての前回レポートとの比較では、15/1期上期における国内デバッグ事業の伸び悩みを勘案し、デバッグ事業の売上高を減額した。また人材育成のための投資継続による人件費負担を前回よりも慎重に考慮し、デバッグ事業、ネット看視事業ともに採算性を引き下げた。17/1期についても同様である。

> 投資に際しての留意点

◆ 配当性向は25%を公約

配当政策について同社は、成長性を維持するための事業展開に必要な内部留保を勘案しつつ、連結当期純利益に対する25%の配当性向を目途として、株主への利益還元を行うとしている。

この方針に従い、15/1期の1株当たり配当金は前期と同額の16円とする予定である。当センターの業績予想に基づけば、16/1期、17/1期は連続増配が見込まれる。

◆ 過去の株価変動について

同社の類似会社はデバッグ事業で競合するハーツユナイテッドグループ(3676 東証一部、3月決算、以下ハーツ社)、ネット看視事業で競合するイー・ガーディアン(6050 東証マザーズ、9月決算)等であ

【図表5】証券リサーチセンターによるPPHDの中期業績予想

決算期	12/1期	13/1期	14/1期	15/1期	15/1期	16/1期	16/1期	17/1期	17/1期
単位:百万円	実績	実績	実績	旧予想	予想	旧予想	予想	旧予想	予想
売上高	8,364	10,866	13,879	15,500	15,000	17,500	17,000	19,700	19,500
(前期比)	21.8%	29.9%	27.7%	11.7%	8.1%	12.9%	13.3%	12.6%	14.7%
うちデバッグ・検証事業	6,015	8,348	10,772	11,900	11,500	13,400	12,900	15,000	14,800
(前期比)	27.9%	38.8%	29.0%	10.5%	6.8%	12.6%	12.2%	11.9%	14.7%
うちネット看視事業	2,342	2,512	3,046	3,550	3,450	4,050	4,050	4,650	4,650
(前期比)	9.2%	7.3%	21.3%	16.5%	13.3%	14.1%	17.4%	14.8%	14.8%
営業利益	1,275	1,835	2,144	2,400	2,200	2,900	2,500	3,500	3,000
(前期比)	65.5%	43.9%	16.8%	11.9%	2.6%	20.8%	13.6%	20.7%	20.0%
(売上高営業利益率)	15.3%	16.9%	15.5%	15.5%	14.7%	16.6%	14.7%	17.8%	15.4%
うちデバッグ・検証事業	1,166	1,751	1,973	2,150	2,000	2,500	2,250	3,000	2,700
(前期比)	70.9%	50.2%	12.7%	9.0%	1.4%	16.3%	12.5%	20.0%	20.0%
(売上高営業利益率)	19.4%	21.0%	18.3%	18.1%	17.4%	18.7%	17.4%	20.0%	18.2%
うちネット看視事業	58	63	182	250	200	400	250	500	300
(前期比)	-29.6%	9.2%	187.5%	37.4%	9.9%	60.0%	25.0%	25.0%	20.0%
(売上高営業利益率)	2.5%	2.5%	6.0%	7.0%	5.8%	9.9%	6.2%	10.8%	6.5%
経常利益	1,280	1,885	2,290	2,400	2,200	2,900	2,500	3,500	3,000
(前期比)	66.5%	47.2%	21.5%	4.8%	-3.9%	20.8%	13.6%	20.7%	20.0%
当期純利益	651	932	1,205	1,350	1,200	1,650	1,350	2,000	1,700
(前期比)	70.8%	43.0%	29.4%	12.0%	-0.4%	22.2%	12.5%	21.2%	25.9%

(出所)証券リサーチセンター作成

るが、同社との決算期のずれが大きいいため、単純な株価バリュエーションの比較は困難である。

図表 6 に上場来の同社の株価と対 TOPIX 相対株価を、図表 7 に同様にしてハーツ社の上場来の株価に対する相対株価を示した。

上場来 14/1 期まで決算短信に記載される利益見通しが前期比ほぼ横ばいであり、株価が見通しの公表時に反落する傾向があった。14/1 期まではその後業績予想が上方修正されてきたが、15/1 期はポジティブサプライズがないものと当センターではみている。

**株価はネット選挙をテーマに13年春急騰したが、選挙後は低迷してきた。**

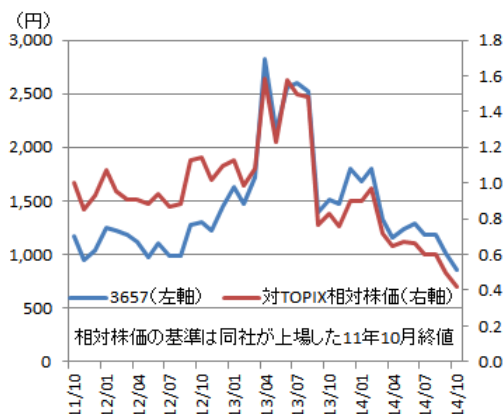
13年4月に同社の株価が急騰し、対 TOPIX 相対株価も上昇したのは、公職選挙法改正でネット選挙運動が解禁されるという報道に対する市場の反応で、13年7月の参議院議員選挙実施後に同社の株価は反落した。なお、この時デジタルハーツ(ハーツ社グループの中核事業会社)はネット選挙対策ビジネスを発表したが、同社は具体的対応を示さなかった。12月に総選挙が実施されるが、今回も同社から具体的な対応は示されておらず、株価にも顕著な動きは見られていない。

**労働集約的な事業構造、海外投資が利益貢献していないことが懸念される。**

同社の対 TOPIX 相対株価は13年夏以降も低下傾向にある。同社の事業構造が労働集約的であり、大ヒット作が生まれれば劇的に収益が増加するゲームソフトメーカーとは異なること、主要企業の業績回復が続くなかで、M&Aにより海外事業に注力するも利益面で貢献が顕在化せず、同社の15/1期業績見通しが人材投資を主因として横ばいにとどまっていること等が株価軟調の要因と考えられる。

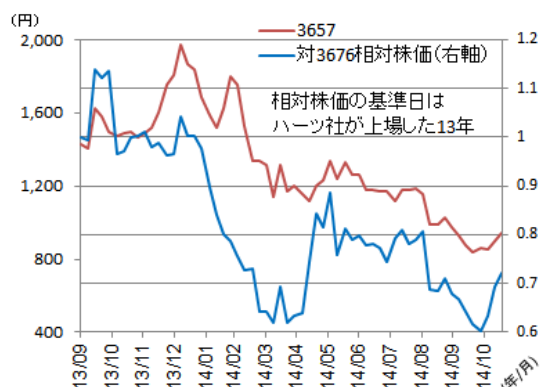
ハーツ社と比較した相対株価は、トレンドとして低下傾向にある。14年5月前後、及び14年11月前後の上昇は、ハーツ社が14/3期及び15/3期上期決算を発表し、利益確定の売り注文でハーツ社の株価が一時下落したためとみられる。ゲーム開発会社の買収など積極的な戦略をとるハーツ社と、グローバルネットワークの構築及びEC関連ビジ

【図表 6】 対 TOPIX 相対株価の推移(月次)



(出所) 図表 6、7 ともに証券リサーチセンター作成

【図表 7】 ハーツ社と比較した相対株価の推移(週次)



ネスに成長ドライバを求める同社では、成長戦略が大きく異なってきたが、株式市場は同社の成長戦略を十分に理解していない可能性がある点を指摘しておきたい。

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

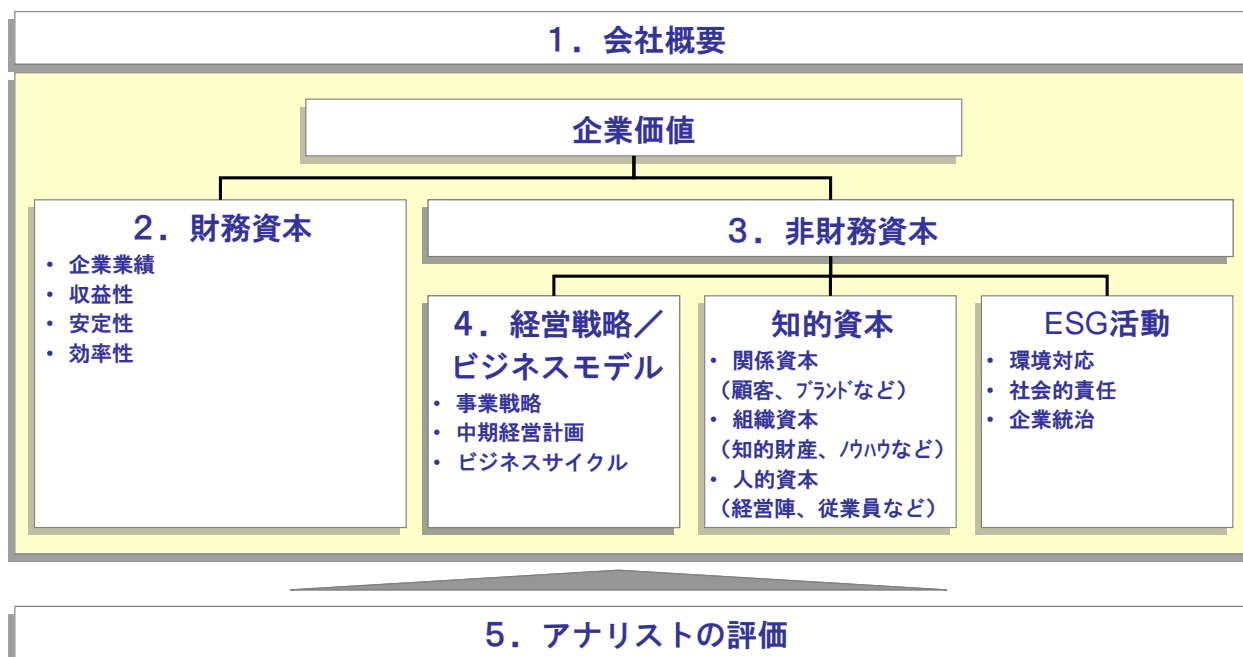
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

## アップデート・レポート

13/13

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。