

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  
2013年10月11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20131008

# ポルトウウィン・ピットクルーホールディングス (3657 東証一部)

発行日: 2013/10/11

**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を手掛ける専門家  
14年1月期は戦略的経費増で営業増益率が鈍化するが、増益基調を維持しよう**

## > 要旨

### ◆ 事業内容

- ポルトウウィン・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ウウィン、ネットの看視やユーザーサポート等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。
- グループ企業は、ゲームのテストプレイ、インターネットサイトの看視やコンタクトセンター運営等、労働集約的な業務プロセスのアウトソーシングを請け負う専門企業である。

### ◆ 14年1月期第2四半期実績

- 14/1期第2四半期累計期間の実績は、前年同期比37.2%増収、31.3%営業増益であった。主力2事業はいずれも高い増収率となった。
- デバッグ・検証事業はソーシャルゲームやパチンコ機等の業務受注が拡大した。海外売上比率は、13/1期の海外事業の買収により、13%に上昇した。他方、固定費も増加し、売上高営業利益率は低下した。
- ネット看視事業はユーザーサポート業務が伸長し、利益率も改善した。

### ◆ 14年1月期予想

- 14/1期について同社は、19.9%増収、0.4%営業増益という期初予想を据え置いた。先行投資の継続や、パチンコ機のデバッグ業務が第3四半期会計期間に減少すると見込んでいること等が要因である。
- 証券リサーチセンター(以下、当センター)では同社の予想を上回る24.2%増収、9.0%営業増益を見込む。ただ業績が低迷する国内外のソーシャルゲーム大手の存在等を考慮し、前回レポートでの当センター予想を据え置いた。
- 当センターでは、16/1期までの同社の年平均成長率は売上高17.2%、営業利益16.5%とみている。

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

### 【主要指標】

	2013/10/4
株価(円)	2,854
発行済株式数(千株)	9,485
時価総額(百万円)	27,070

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	26.7	24.6	19.3
PBR(倍)	4.39	2.88	2.58
配当利回り(%)	1.1	1.1	1.3

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	11.0	9.2	119.1
対TOPIX(%)	2.8	-3.3	35.3

### 【株価パフォーマンス】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/10/12

### 【3657 ポルトウウィン・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)
2011/1	6,865	6.4	770	59.8	769	46.7	381	75.6	52.8	342.8	14.3
2012/1	8,364	21.8	1,275	65.5	1,280	66.5	651	70.8	86.0	511.4	19.0
2013/1	10,866	29.9	1,835	43.9	1,885	47.2	932	43.0	106.7	649.7	30.0
2014/1 CE	13,028	19.9	1,842	0.4	1,840	-2.4	1,041	11.8	110.0	N.A.	27.0
2014/1 E	13,500	24.2	2,000	9.0	2,000	6.1	1,100	18.0	116.0	990.5	30.0
2015/1 E	15,500	14.8	2,500	25.0	2,500	25.0	1,400	27.3	147.6	1,108.1	37.0
2016/1 E	17,500	12.9	2,900	16.0	2,900	16.0	1,600	14.3	168.7	1,239.8	42.0

- (注) 1. 11年7月13日付けで1株→20株へ、13年1月9日付けで1株→2株への株式分割を実施、1株当たり指標は株数調整後  
2. 13年1月期の配当金には東証一部への市場変更に伴う記念配3円を含む  
3. CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

### アップデート・レポート

2/12

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。

> 事業内容

ゲームソフト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。

聴覚障害者向け字幕制作なども孫会社で手掛けている。

人材確保が事業運営上の基本的な課題である。

◆ ゲームのバグ取りや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、発売前の家庭用コンピュータゲーム機(以下、コンソール)用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、コンソールゲームソフトメーカー、パチンコやスロット等のアミューズメント機器メーカー、スマートフォン(以下、スマホ)用ゲームアプリ等のモバイルコンテンツプロバイダ、情報家電機器メーカー等である(図表 1)。ポルトゥウィンが国内にデバッグ業務を行うスタジオを 9 カ所展開する他、孫会社が国内 2 拠点、欧米アジアの 8 拠点で業務を営んでいる。

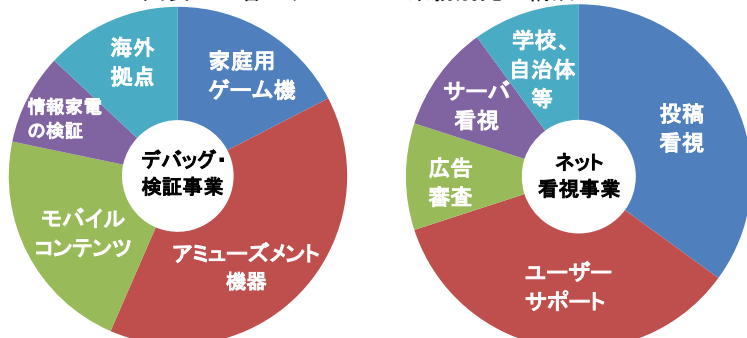
ネット看視事業では、イ) インターネットサイトへの不正侵入や有害情報の書き込み等の検出、削除及びサイト運営企業への通報(投稿看視)、ロ) ネット通販、電子書籍販売等をはじめとする個人向けの電子商取引(以下、EC)や、スマホゲームに関わるユーザーからの問い合わせ等にリアルタイムに対応するサポート業務、ハ) オンラインショップやネット上の保険代理店等の広告内容の審査、ニ) 365 日 24 時間稼働のサーバの監視、学校裏サイトの調査その他の業務を営んでいる。ピットクルーが国内 5 カ所のサポートセンターを運営する他、孫会社 2 社が当該業務に当たっている。

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 4 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を行い難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(図表 2)。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及びマネージャーを用意することが同社に求められている。

図表 1 各セグメントの業務別売上構成



(出所) ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

図表 2 主要事業の人員構成 (人)

	従業員	臨時雇用者	登録スタッフ
デバッグ・検証事業	353	804	約3,000
ネット看視事業	203	471	—

(注) 14/1 期上期末。デバッグ事業では、登録スタッフが個人事業主として業務を請け負い、テストプレイを行う(出所) ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

> 業績の推移

14/1 期上期は 37.2%増収、  
31.3%営業増益に。

デバッグ事業はスマホ用ゲームソフトや、パチンコ及びスロット機向けが好調。

(注) ネイティブゲーム：従来のゲームは、操作の都度サーバにアクセスし、データをブラウザにより画面表示するものであった。ネイティブゲームはブラウザに依存せず、ある程度の演算処理をスマホ側で行うことにより、リアルタイムのダイナミックなアクション等を演出できる。

14/1 期 2Q はコンソールに回復の気配がある一方、モバイルは足踏みした。

◆ 14 年 1 月期第 2 四半期実績

14/1 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）の業績は、前期比 37.2%増収、31.3%営業増益となり、第 1 四半期決算公表後に上方修正された業績予想をも上回る好決算となった（図表 3）。

売上高は、デバッグ事業、ネット看視事業共に前年同期に比べ二桁の高い伸び率となった（図表 4）。

デバッグ事業の上期の売上高は前年同期比 41.6%増収となった。コンソール用ソフトのデバッグ業務が微増にとどまったが、アミューズメント機器向けは約 3 割、モバイルコンテンツ向けは約 5 割と高い伸びを見せた。

アミューズメント機器については、メーカーがパチンコホールの集客力を高めるエンターテインメント性の高い機器開発に注力し、1 機種当たりのデバッグ工数が増加していることが要因である。

モバイルコンテンツについては、スマホの普及とともに人気化してきたネイティブゲームが成長を支えている。繊細な画像、リアルなアクション、タッチ操作等が魅力のダウンロード型ネイティブゲームは、フィーチャーフォン時代のカードバトルゲーム等のブラウザゲームに比べ、デバッグ工数が大幅に増加するためである。

なお、14/1 期第 2 四半期会計期間における主なデバッグ業務売上高の前四半期比伸び率は、コンソールが 2 割強、アミューズメント機器が約 3 割に対し、モバイルコンテンツはほぼ横ばいであった。ネイティブゲームが伸長する一方で、ブラウザゲームを主体としてきた大手ゲームプロバイダの苦戦する現状が反映されたものと推察される。

また、12 年 10 月に子会社化した e4e Inc.グループの IE (Interactive Entertainment：ゲームのデバッグ及び多国籍ローカライズ) 事業の上乗せも高伸長を支えた。

ネット看視事業の上期売上高は前年同期比 20.5%増収となった。ネット通販、電子書籍（コンテンツ購入や閲覧端末の操作）等に関わる顧客サポート業務や EC 関連の広告審査業務の受注が増加し、当該事業を牽引した。

図表 3 14/1 期第 2 四半期実績

(単位:百万円)

項目/決算期	13/1期		14/1期上期		前年同期	同	期初	修正	
	上期実績	下期実績	期初予想	修正予想					実績
売上高	5,028	5,838	6,169	6,610	6,898	1,870	37.2%	11.8%	4.4%
営業利益	857	978	767	1,012	1,125	268	31.3%	46.7%	11.1%
対売上高比	17.0%	16.8%	12.4%	15.3%	16.3%	-0.7%	—	—	—
経常利益	863	1,022	766	1,078	1,229	366	42.4%	60.4%	14.1%
純利益	450	482	387	607	693	242	54.0%	79.1%	14.2%

図表 4 14/1 期第 2 四半期のセグメント別動向

(単位:百万円)

セグメント/項目/決算期	13/1期	14/1期	前年同期	13/1期	14/1期	14/1期	前年同期	前期比	
	上期	上期	比増減率	2Q	1Q	2Q	比増減率	増減率	
デバッグ	売上高	3,824	5,416	41.6%	2,086	2,507	2,909	39.5%	16.0%
・検証	営業利益	865	1,021	18.1%	472	464	557	18.0%	18.1%
	対売上高比	22.6%	18.9%	—	22.6%	18.5%	19.1%	—	—
ネット	売上高	1,203	1,449	20.5%	602	729	720	19.6%	20.5%
看視	営業利益	15	91	506.7%	4	49	42	950.0%	-14.3%
	対売上高比	1.2%	6.3%	—	0.7%	6.7%	5.8%	—	—

(注) 上期は第 2 四半期累計期間、1Q は第 1 四半期会計期間、2Q は第 2 四半期会計期間

(出所) 図表 3、4 とともにポルトゥウィン・ピットクルー・ホールディングス（以下、PPHD 社）決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

アップデート・レポート

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。

売上高営業利益率は、先行投資を進めた結果、低下した。

臨時雇用者を含む従業員数が急増している。

デバッグ事業では買収に伴う経費増やプロジェクト管理者増員が重荷に。

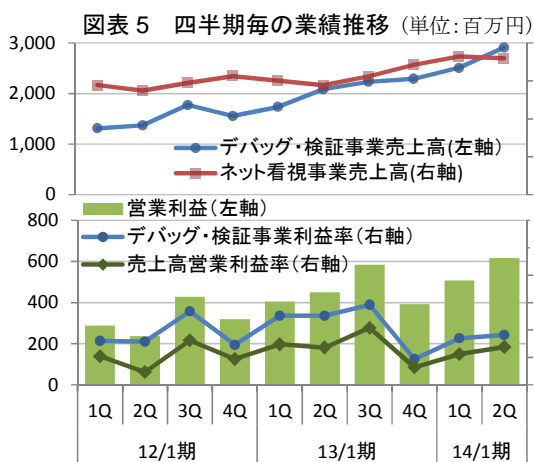
売上高営業利益率は13/1期4Qをボトムに回復に向かっている。

14/1 期上期の営業増益率は増収率を下回り、売上高営業利益率は13/1 期上期 17.0%→同下期 16.8%→16.3%と低下した(図表 3)。その要因は、海外を含めた人材の拡充や業務施設の新設及び増床等に戦略的に経費を投下し、持続的な成長が可能な体制構築を進めていることにある。

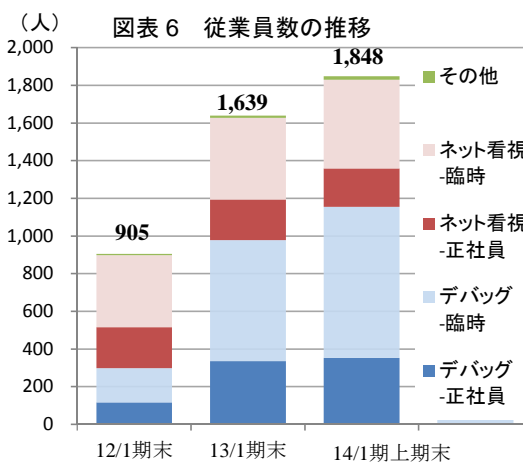
13/1 期は、10 月に e4e Inc.グループの IE 事業部門(以下、旧 e4e 部門)の子会社化により、米、英、印の 3 カ国の事業所が加わったこと等のため、臨時雇用者を含めた従業員数は 700 名余り増加した。ただし国内事業所においては、高水準の受注に人材育成が追い付かず、プロジェクト管理者の増員は 14/1 期の課題として残された。14/1 期上期末のデバッグ事業の従業員数(臨時雇用者を含む)は、国内リーダー層を中心に 13/1 期末に比べさらに約 180 名増加した(図表 6)。

国内業務施設については、13/1 期中に 2 カ所のデバッグ用スタジオを増床したのに続き、14/1 期上期は新宿スタジオの新設(国内 9 カ所目)、2 カ所のネット看視用サポートセンター増床を行った。14/1 期下期も 3 カ所程度のデバッグ用スタジオ新設ないし増床を予定している。セグメント別の営業利益及び対売上高比率をみると、14/1 期上期はデバッグ事業の利益率が大きく低下し、ネット看視事業の利益率は改善した(図表 4)。デバッグ事業は、旧 e4e 部門の連結による人件費の増加や買収時に伴うのれんの償却費負担が営業利益の伸びを抑制した。ネット看視事業も同様に労働集約的であるが、正社員と臨時雇用者の入れ替えにより小幅な増員に止まり、労務費の増加を上回る増収効果があったとみられる。

デバッグ事業では、買収した海外事業の売上高が、当該事業の大口顧客(ソーシャルゲーム大手)の業績低迷及び開発予算縮小により、経費増に見合った伸びにならず、一時的に足枷になったと考えられる。しかし、当該事業の営業利益を四半期別にみると、13/1 期第 4 四半期会計期間をボトムに回復しつつある(図表 5)。海外拠点の拡充により、各国拠点が連携し、各種サポートを分担することでワンストップ



(出所) 図表 PPHD 社決算説明資料に基づき証券リサーチセンター作成



(出所) PPHD 社有価証券報告書及びヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

の顧客サービスを提供するという狙いは、順調に成果を出しつつあると同社は認識している。なお、14/1 期上期における当該事業の海外売上比率は約 13%で、前年同期比 10%ポイント上昇した。

> 2014年1月期予想

14/1 期上期は事前予想を大幅に上回ったが、通期予想は据え置かれた。

先行投資の継続、パチンコ関連業務の受注減少懸念等が予想据え置き要因。

証券リサーチセンターでは 24.2%増収、9.0%営業増益を予想。

◆ 会社予想は 19.9%増収、0.4%営業増益

14/1 期について同社は、売上高 13,028 百万円 (前期比 19.9%増)、営業利益 1,842 百万円 (同 0.4%増)、経常利益 1,840 百万円 (同 2.4%減)、純利益 1,041 百万円 (同 11.8%増) を見込んでいる (図表 7)。上期実績が事前予想を大幅に上回ったが、通期予想は据え置かれた。

期初予想は二桁増収を見込みながら、

- イ) プロジェクト管理者の増員などによる人件費負担増、
- ロ) スタジオ新設や新型ゲーム機向け開発機材購入等による経費増、
- ハ) 旧 e4e 部門買収に伴うのれん償却費 (1 億円強) や運営経費の増加、等の先行投資のため、営業利益は横ばいに止まるとしていた。

14/1 期上期実績が期初予想に比べ売上高で 7 億円強、営業利益で 3.6 億円上回ったので、下期業績は期初予想から下方修正された格好になっている。これについて同社は、

- イ) 上期のアミューズメント機器向けデバッグ業務には特需の感があり、第 3 四半期会計期間に反動で減少すると見込んでいる、
- ロ) スタジオ等の新設ないし増床を前倒しで進める可能性がある、
- ハ) 下期業績予想を修正するに足る確度の高い受注情報がない、等を予想据え置き理由としている。

なお、12 年 9 月に同社が公表した 3 カ年計画の 2 年目に当たる 14/1 期の数値目標は、売上高 13,124 百万円、営業利益 2,083 百万円であった。3 カ年計画と会社予想との乖離について同社は、やはり戦略的な経費使用により、14/1 期は利益率が悪化するが、中期成長に必要な投資であると説明している。

◆ 証券リサーチセンター予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、14/1 期売上高 135 億円 (前期比 24.2%増)、営業利益 20 億円 (同 9.0%増)、経常利益 20 億円 (同 6.1%増)、純利益 11 億円 (同 18.0%増) という前回予想を据え置くことにした。セグメントの内訳では、上期実績に基づき、デ

図表 7 半期毎の業績推移及び通期業績見通し

(単位:百万円)

項目/決算期	13/1期		14/1期		前年同期比増減率			13/1期	14/1期	前期比増減率	
	上期	下期	上期	下期予想	同 期初予想	上期	下期予想	同 期初予想	通期実績		通期予想
売上高	5,028	5,838	6,898	<b>6,130</b>	6,859	37.2%	<b>5.0%</b>	17.5%	10,866	13,028	19.9%
営業利益	857	978	1,125	<b>717</b>	1,075	31.3%	<b>-26.7%</b>	9.9%	1,835	1,842	0.4%
対売上高比	17.0%	16.8%	16.3%	<b>11.7%</b>	15.7%	-0.7%	<b>-5.1%</b>	-1.1%	16.9%	14.1%	-2.8%
経常利益	863	1,022	1,229	<b>611</b>	1,074	42.4%	<b>-40.2%</b>	5.1%	1,885	1,840	-2.4%
純利益	450	482	693	<b>348</b>	654	54.0%	<b>-27.8%</b>	35.7%	932	1,041	11.8%

(注) 予想は PPHD 社公表値、下期予想は減算で算出、増減率の項の利益率については差を表示  
(出所) PPHD 社決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

バッグ事業の利益貢献度を下げ、ネット看視事業のそれを高めたが、概ね前回予想の通りである(図表8)。好調な14/1期上期実績を受けて通期予想の上方修正を検討したが、以下の要因を考慮して据え置くことにした。すなわち、

- イ) 日米のソーシャルゲーム大手の一部の業績低迷により、一時的にモバイルコンテンツ向け業務の伸びが鈍化する可能性がある。
- ロ) 高い成長が続くアミューズメント機器のデバッグ受注が、短期的に踊り場を迎える可能性がある。
- ハ) 円安により海外事業経費の円換算額が増加すると見込まれる。

> 中期業績見通し

16/1期までの年平均成長率は売上高 17.2%、営業利益 16.5%と予想。

新型ゲーム機の発売で海外部門の受注機会が拡大へ。

◆ 二桁増収の成長トレンドを予想

同社の中期計画における15/1期の目標数値は、売上高14,451百万円、営業利益2,577百万円である。

当センターでは、15/1期、16/1期の業績見通しについても、セグメント間の利益貢献度合いを若干変更する程度にとどめ、前回予想を据え置いた。当センターでは、14/1期に先行投資により低下した売上高営業利益率が15/1期には改善すると見込み、16/1期までの年平均成長率は売上高17.2%、営業利益16.5%と予想する。

事業環境については、以下のように想定している。

- 1) 旧 e4e 部門買収に匹敵する大型投資は見込まない。受注拡大に合わせ、スタジオの新設や増床、新型ゲーム機発売に伴う機材導入等の経費増はあっても、増収効果で吸収できる。
- 2) Xbox One (北米で13年11月、日本で14年発売予定) やプレイステーション4 (14年2月発売予定) 等の新型ゲーム機の登場により、コンソールゲーム向けデバッグ受注が伸長する可能性が

図表8 業績予想モデル

決算期	2012/1期	2013/1期	2014/1期	2014/1期	2014/1期	2015/1期	2015/1期	2016/1期	2016/1期
単位:百万円	実績	実績	会社予想	旧予想	予想	旧予想	予想	旧予想	予想
売上高	8,364	10,866	13,028	13,500	13,500	15,500	15,500	17,500	17,500
(前期比)	21.8%	29.9%	19.9%	24.2%	24.2%	14.8%	14.8%	12.9%	12.9%
うちデバッグ・検証事業	6,015	8,348	N.A.	10,400	10,400	11,900	11,900	13,400	13,400
(前期比)	27.9%	38.8%	—	24.6%	24.6%	14.4%	14.4%	12.6%	12.6%
うちネット看視事業	2,342	2,512	N.A.	3,090	3,050	3,590	3,550	4,090	4,050
(前期比)	9.2%	7.3%	—	23.0%	21.4%	16.2%	16.4%	13.9%	14.1%
その他	7	4	N.A.	10	50	10	50	10	50
営業利益	1,275	1,835	1,842	2,000	2,000	2,500	2,500	2,900	2,900
(前期比)	65.5%	43.9%	0.4%	9.0%	9.0%	25.0%	25.0%	16.0%	16.0%
(対売上高比)	15.3%	16.9%	14.1%	14.8%	14.8%	16.1%	16.1%	16.6%	16.6%
うちデバッグ・検証事業	1,166	1,751	N.A.	1,900	1,850	2,300	2,250	2,600	2,600
(前期比)	70.9%	50.2%	—	8.5%	5.7%	21.1%	21.6%	13.0%	15.6%
(売上高営業利益率)	19.4%	21.0%	—	18.3%	17.8%	19.3%	18.9%	19.4%	19.4%
うちネット看視事業	58	63	N.A.	100	180	200	250	300	300
(前期比)	-29.6%	9.2%	—	58.7%	185.7%	100.0%	38.9%	50.0%	20.0%
(売上高営業利益率)	2.5%	2.5%	—	3.2%	5.9%	5.6%	7.0%	7.3%	7.4%
その他	-14	-27	N.A.	-30	-60	-30	-30	-30	-30
セグメント間調整等	65	47	N.A.	30	30	30	30	30	30
経常利益	1,280	1,885	1,840	2,000	2,000	2,500	2,500	2,900	2,900
(前期比)	66.5%	47.2%	-2.4%	6.1%	6.1%	25.0%	25.0%	16.0%	16.0%
当期純利益	651	932	1,041	1,100	1,100	1,400	1,400	1,600	1,600
(前期比)	70.8%	43.0%	11.8%	18.0%	18.0%	27.3%	27.3%	14.3%	14.3%

(出所) 証券リサーチセンター作成

アップデート・レポート

ソーシャルゲームならばストック型ビジネスになり得る。

ネット看視事業は E コマースの浸透と共にユーザーサポート業務等が成長しよう。

外注スタッフや臨時雇用者の確保が引き続き課題に。

## > 株主還元

利益成長力が高く、増配の継続が期待できるため、25%の配当性向は妥当と考える。

ある。海外では依然コンソールがゲーム市場の主流であり、旧 e4e 部門の収益寄与度は高まる。

- 3) ソーシャルゲームでは、リリース後にも難易度調整やイベント企画、新章追加等、作品の長寿化に向けた運用努力が重要で、これは売り切りのコンソールゲームとの大きな相違点である。同社にとって、1つの受注案件はタイトルのリリース時点で終了せず、リリース後も継続的にデバッグ業務が発生することになる。ソーシャルゲームの市場拡大は、収益基盤の安定化につながる。
- 4) スマホ向けネイティブゲームの登場により、コンソールゲームメーカーのスマホ向け新作ゲーム開発が活発化し、コンソールゲームとモバイルコンテンツの垣根が低下してくると想定している。コンソールゲームメーカーは開発規模が大きいいため、新興ソーシャルゲームメーカーに比べデバッグ業務をアウトソーシングする企業が多く、同社に好影響をもたらすと考えられる。
- 5) 当センターでは、メインプレイヤーの交代はあっても、ゲーム市場はハードウェアないしプラットフォームの垣根を越えて、着実に成長すると想定している。
- 6) ネット看視事業については、ネット通販、ネットスーパーなどの EC の生活への浸透に伴い、ユーザーサポート業務が高伸長すると想定している。当該業務には競合事業者も多いが、同社は大手ネットショッピングモール等を顧客に抱え、広告審査やサイト看視等と合わせた高品質のサービスにより、市場の拡大とともに成長すると予想する。

### ◆ リスク要因は人材の確保

同社の事業運営上の基本的な課題は、受託案件の増減や受託業務内容の変化に合わせて、適時に適切な数のスタッフを確保し、教育訓練すること、及び作業環境の整備やプロジェクト管理者の確保及び育成を行うことである。

今後、景気の回復や労働需給の改善が進めば、契約社員やアルバイトの労務費や登録スタッフへの外注委託費の単価上昇につながり、同社の業績を圧迫する要因になる可能性がある。なお、当センターの中期予想では、5%未満の単価上昇を想定している。

### ◆ 配当性向の目安は 25%

同社の配当政策では、連結ベースの当期純利益に対し 25%の配当性向を目途に、年 1 回の期末配当を実施することとしている。

13/1 期実績は、EPS106.7 円の 25%に当たるに 27 円を普通配当とし、東証一部への市場変更に対する記念配当 3 円を加えた 30 円であった。同社の事業においては、設備投資資金はさして必要ないが、成長力が高く、毎期配当金が増加する傾向にあるため、一概に同社の配当性向目標が低いとは言えない。



➤ 株価の推移

◆ 類似会社とのバリュエーション比較

類似会社として、デバッグ事業のハーツユナイテッドグループ (デジタルハーツが新設した持株会社、以下ハーツ UG 社、3676 東証一部)、ネット看視事業のイー・ガーディアン (6050 東証マザーズ)、フィルタリングソフト開発のデジタルアーツ (2326 東証一部) の 3 社と、バリュエーションを比較した (図表 9)。

収益源のデバッグ事業で競合し、企業規模も近いハーツ UG 社と比べると、予想基準 PER、実績基準 PBR とともに低位にあり、予想配当利回りは同社が高位にある。

会社予想業績における前期比伸び率や前期実績 ROE の高さを考慮すれば、同社の株価に割安感があると主張する程の差異ではなく、現在の株価はフェアバリューであると考えられる。

◆ 株価バリュエーションの時系列比較

同社の上場以来の株価 (月足) と、同社の公表する当期予想 EPS に基づく PER (終値ベース) の推移を図表 10 に示した。上場後暫く、同社の株価は会社予想基準 PER15 倍前後で推移していた。

12 年 3 月公表の決算短信で、12/1 期実績の営業利益は前期比 65.5% 増、13/1 期予想は同 5.9% と伝えられると、株価は反落し、PER は 10 倍を割り込む水準まで低下し続けた。

13 年 4 月に同社の株価は急騰し、予想基準 PER も 20 倍以上に上昇したが、インターネットを活用した選挙運動が解禁される公職選挙法改正の成立と同時期である。

図表 9 類似会社との業績及び株価バリュエーション比較

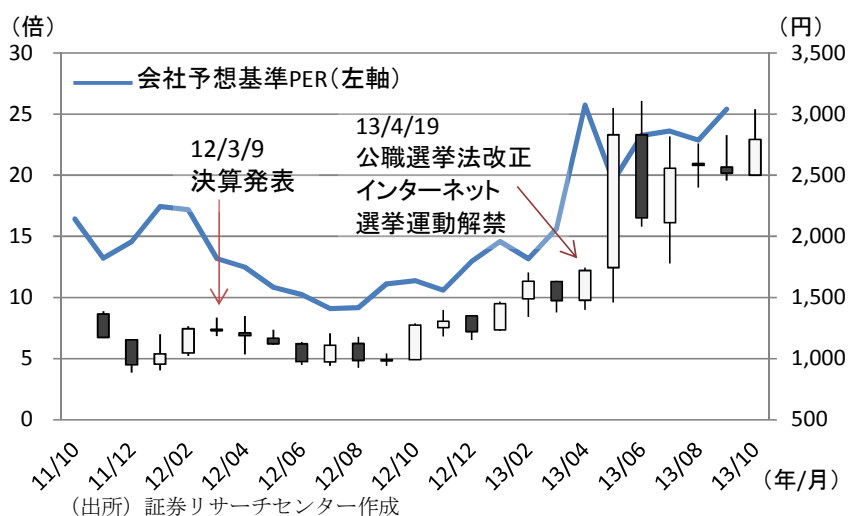
証券コード 決算月	単位	ポルトウイン・ ピットクルー・ ホールディングス	ハーツ ユナイテッド グループ	イー・ ガーディアン	デジタルアーツ
		東証一部 3657 1月	東証一部 3676 3月	東証マザーズ 6050 9月	東証一部 2326 3月
売上高 CE	百万円	13,028	9,109	2,515	3,200
(前期比増減率)	%	19.9	32.3	12.6	10.1
営業利益 CE	百万円	1,842	1,451	165	800
(前期比増減率)	%	0.4	46.0	97.3	8.6
(対売上高比率)	%	14.1	15.9	6.6	25.0
当期純利益 CE	百万円	1,041	852	116	480
(前期比増減率)	%	11.8	47.1	125.3	8.0
純資産(実績)	百万円	6,154	2,786	901	3,568
自己資本比率	%	78.2	56.7	77.0	75.6
ROE(実績)	%	17.7	23.2	5.7	13.6
過去3年成長率	%	19.0	26.3	37.5	9.9
同 EPS	%	52.5	23.5	-33.6	6.3
予想基準PER	倍	26.0	27.9	33.2	28.0
実績基準PBR	倍	4.39	8.55	4.28	3.90
予想配当性向	%	24.6	17.9	—	23.0
予想配当利回り	%	0.9	0.6	—	0.8
株価(2013/10/4)	円	2,854	2,028	2,381	973
時価総額	百万円	27,070	23,813	4,043	13,751

(注) CE は会社予想、3 年成長率は前期実績の過去 3 年間の年平均成長率  
ハーツユナイテッドグループの業績はデジタルハーツの公表値を代用  
イー・ガーディアンの配当予想は未定で、前期実績は無配

(出所) 各社決算短信及び適時開示資料等に基づき証券リサーチセンター作成

政党や候補者のウェブサイトへの不正なアクセス、改ざん等の脅威に対して、同社の貢献が期待されたものと推察される。ただし実際には、デジタルハーツやイー・ガーディアンからはインターネット選挙関連の取り組みについてプレスリリースが流されたが、同社からはこれといった発表がなかった。ネット選挙関連の話題が尽きたところで同社の株価は反落したが、予想基準 PER は依然 25 倍前後の水準にある。なお、当センター予想基準で算定した PER は 14/1 期予想基準で 24.6 倍、15/1 期予想基準で 19.3 倍となる。

図表 10 ポルトウウィン・ピットクルー・ホールディングスの株価推移



## 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

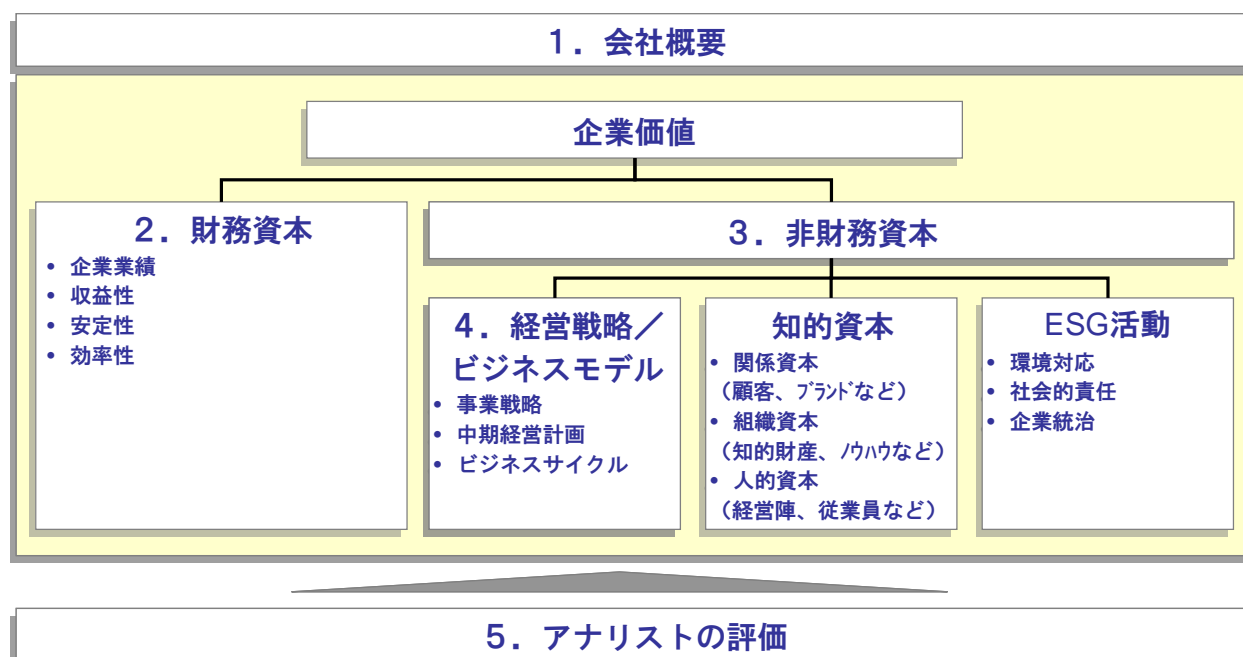
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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

12/12

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。