

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
2015年4月24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 20150421

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: 2015/4/24

**ゲームソフトのデバッグやネットビジネス周辺業務を得意と BPO 受託事業者
今後 3 年間の年平均売上高成長率 20%程度を目標に、事業領域の拡大を推進**

> 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。
- ・12年10月に買収した海外デバッグ事業が、当面の成長ドライバーである。15年1月にゲーム関連書籍等の制作会社を買収したように、既存事業の周辺領域を拡張する成長戦略を推進している。

◆ 15年1月期実績

- ・15/1期決算は、前期比6.3%増収ながら営業利益は同13.2%減であった。期初予想に対する達成率は、売上高こそ98.6%とほぼ計画通りであったが、営業利益は85.3%にとどまった。
- ・デバッグ・検証事業は国内微減収を海外の伸長で補い前期比4.7%増収、ネット看視事業は電子商取引関連を中心に同9.1%増収であった。国内事業が想定線に達せず、人材拡充による人件費増を吸収できなかった。

◆ 16年1月期予想

- ・同社の16/1期業績予想は、前期比21.2%増収、23.2%営業増益である。モバイルゲームや海外事業の好調持続、パチスロデバッグの回復、ネットビジネスの成長への対応、買収会社の貢献等が主な増収要因である。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は海外大手ゲームソフトメーカーの好業績や国内ECの活況から、同社の業績予想は妥当と判断する。

◆ 中期業績見通し

- ・同社は既存顧客からの新規業務の受託、類似業務が生じる異業種への展開で、18/1期までの3年間に年率20%売上高を成長させる方針である。当センターの予想成長率は売上高19.2%、営業利益25.5%である。

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

【主要指標】

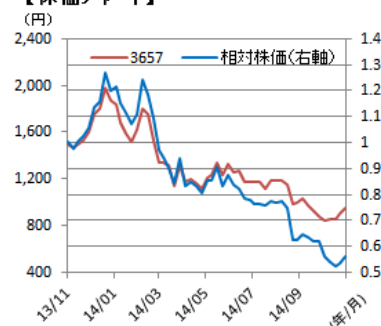
	2014/11/21
株価(円)	944
発行済株式数(千株)	19,039
時価総額(百万円)	17,973

	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	14,753	6.3	1,861	-13.2	1,879	-17.9	1,000	-17.0	52.5	442.3	16.0	
2016/1	CE	17,881	21.2	2,293	23.2	2,304	22.6	1,387	38.6	72.9	—	18.0
2016/1	E	18,000	22.0	2,300	23.6	2,320	23.5	1,390	39.0	73.0	499.3	18.0
2017/1	E	21,000	16.7	2,930	27.4	2,950	27.2	1,750	25.9	91.9	573.2	23.0
2018/1	E	25,000	19.0	3,680	25.6	3,700	25.4	2,200	25.7	115.5	665.7	29.0

(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

2/14

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

ゲームやパチンコ機等の不具合検出、海外展開のための翻訳業務等を受託する。

SNS の見張りや出品物検査、利用者サポート、広告審査など各種業務を受託。

◆ゲームの不具合検出、ネットビジネスの各種業務を受託する人材事業

ポールトゥウィン・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ールトゥウィン、ネット看視事業の中核子会社ピットクルーをはじめ 19 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、家庭用ゲーム機向けのソフトメーカー、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)。ポールトゥウィンはじめ 12 社が担当している。

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の検出及び削除、ショッピングやオークションのサイト出品物の検査等(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)。ピットクルーはじめ 3 社が担っている。

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 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。

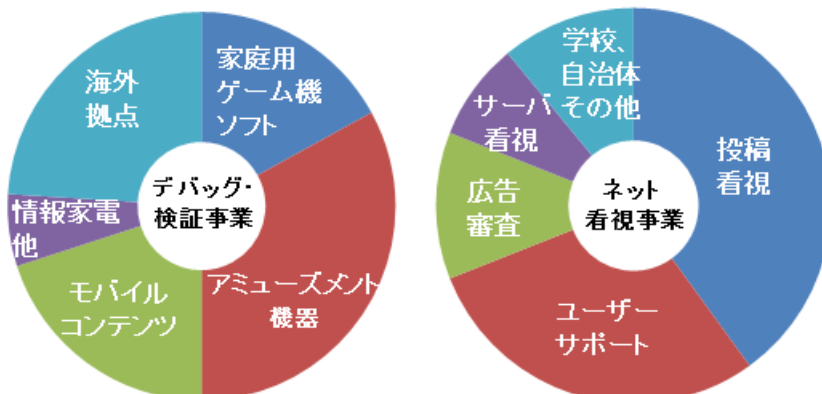
> 知的資本の分析

優れた人材の確保が事業運営上の基本的な課題である。

◆ 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)



(出所) ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

理者の用意が求められる。証券リサーチセンター(以下、当センター)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**：国内初のデバッグ受託事業者、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。

業界のパイオニアであり、実績とノウハウを積み重ね顧客から信頼を獲得。

デバッグ受託では、同社の業務経験者が起業したハーツユナイテッドグループ (3676 東証一部) と同社の2社の寡占市場である。

ネット看視事業では、大手 EC 事業者のアウトソーシングニーズに次々と応えてサービスメニューを拡張してきただけでなく、EC 事業者のパートナーとして、業務受託を前提に新規プロジェクトに参画することもある。

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。

(2) **組織資本**：ゲーム業界ではデバッグだけでなく、国内外のゲームメーカーの様々なアウトソーシングニーズにワンストップで対応できる体制を同社は整えている。具体的には以下の通りである。

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) 欧米アジアに作業用スタジオ 8 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。

ウ) 15 年 1 月にキュービスト (非上場、東京都文京区) を買収したことで、ゲーム攻略本や取扱説明書、公式サイトなどの制作業務も受託できることになった。

スキルを備えたプロジェクト管理者に加え、全国の拠点に必要なスタッフを確保。

(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。

少子化高齢化の進展に伴い様々な業界で人手不足が懸念される昨今だが、同社の事業の場合、顧客指定の事業所で行わなければならない業務もあるが、インターネットを通じて地方のスタジオで処理できる業務も多いので、人材難により業務が滞る懸念は少ないであろう。

15/1 期は首都圏及び近畿圏以外での事業所新増設が進められている。

また財務面をみても、無借金経営、15/1 期の自己資本比率 80.1%、利益率は前期比二桁減益により低下したものの自己資本利益率 12.6%、総資産経常利益率 19.0%と安全性、収益性に優れている。

> 業績動向

前期比増収ながら営業減益、人件費増や拠点新增設が重荷になった。

デバッグ事業は海外好調も国内はパチスロ向けが失速、家庭用ゲームも低迷。

(注1) 同社は12年10月にe4eグループのInteractive Entertainment事業を買収した。米(2カ所)、英(2カ所)、印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整備された。現在は主に北米家庭用ゲームソフトメーカーを顧客として、グローバル展開される作品の機能テストやコンプライアンステスト、ローカライズ、多言語ユーザーサポートを行っており、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作業にも参加している。

◆ 15年1月期決算

15/1期決算は、前期比6.3%増収ながら、13.2%営業減益であった(図表2)。海外ゲームメーカーからの好調な受注や、EC関連の受託業務内容の拡大などがあったが、それに応えるべく人材投資や国内外の事業拠点の新設及び移転、増床などを進めたために売上原価、販売費及び一般管理費(以下、販管費)ともに増収率を上回る増加率を示した。

この結果、売上高営業利益率は14/1期を2.9%ポイント下回る12.6%となった。為替差益の減少により、経常利益は営業利益の減益率を上回る前期比17.9%減となり、当期純利益も17.0%減となった。

期初計画に対する達成率は、後述するアミューズメント機器関連の開発の遅れ、ブラウザ型ソーシャルゲームの看視業務の受注減少により売上高が98.6%となった。その中でも人材投資等を計画通り進めた結果、利益面でも大幅な計画未達となった。なお、当センターの事前予想は10頁図表8に記載の通りである。

【図表2】15年1月期決算概要

(単位:百万円)

項目	14/1期 実績	15/1期 実績	前年 同期比	期初予想	達成率
売上高	13,879	14,753	6.3%	14,961	98.6%
売上原価	9,112	9,864	8.3%	—	—
販売費及び一般管理費	2,622	3,027	15.4%	—	—
営業利益	2,144	1,861	-13.2%	2,183	85.3%
為替差益	120	1	-99.2%	—	—
経常利益	2,290	1,879	-17.9%	2,186	86.0%
純利益	1,205	1,000	-17.0%	1,211	82.6%

(出所)ポルトゥウィン・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

報告セグメント別にみると、デバッグ事業の売上高は前期比4.7%(約5億円)増加した(図表3)。12年にM&Aで獲得した旧e4e社IE事業^{注1}の貢献により、当事業の海外売上は前期比約40%増収となったが(約8億円、うち4億円は円安による押し上げ効果)、国内事業が減収となった。

国内事業を主要業務別にみると、ア) 家庭用ゲーム機向けソフトのデバッグについては、次世代ゲーム機の普及の遅れやソフト開発期間の長期化に加え、競争の激化により受注が想定を下回り前期比約6%減収となった、イ) アミューズメント機器については、14年9月のパチスロ型式試験方法の変更(射幸性に係る規制強化)により、メーカーの新機種開発プロジェクトが軒並み後ろ倒しになった影響が大きく、同約7%減収となった、ウ) モバイルコンテンツについては、旧来のブラウザ型ソーシャルゲームの退潮の一方で、スマートフォン用ネイティブゲームのデバッグ受注拡大が進み、約3%増収となった。

【 図表 3 】 報告セグメントの状況

		14/1期	15/1期	前期比	増減率
デバッグ ・検証	売上高 (百万円)	10,772	11,278	506	4.7%
	営業利益 (百万円)	1,973	1,775	-198	-10.0%
	(利益率)	18.3%	15.7%	-2.6%	—
	従業員数 (人)	346	555	209	60.4%
	臨時雇用者数 (人)	768	952	184	24.0%
ネット 看視	売上高 (百万円)	3,046	3,325	278	9.1%
	営業利益 (百万円)	182	121	-61	-33.6%
	(利益率)	6.0%	3.6%	-2.4%	—
	従業員数 (人)	200	204	4	2.0%
	臨時雇用者数 (人)	588	655	67	11.4%

(注) 臨時雇用者は期末人数、なおデバッグ事業の従業員増加数の内訳は国内既存部門 37 名、キュービスト 78 名、海外 94 名
(出所) PPHD 決算説明会資料及びヒアリング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なった。

(注2) 買収した海外事業部門については、売上総利益率こそ国内と遜色ないが、のれん償却費を含む販管費が売上規模に比べ大きく、営業利益率が国内より低いと推定される。

従業員、臨時雇用者が大幅に増加、海外増収効果で吸収しきれなかった。

(注3) 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。

セグメント利益は、相対的に採算の良い国内売上^{注2}の減少、その環境下でも 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等の増員を図ったこと、東アジア地域の事業立ち上げコストが発生したこと等のため前期比 198 百万円、10.0%減益となった。

なお、15/1 期は国内外で二つの新規投資を行っている。1) 国内では 15 年 1 月にゲームメーカーの派生業務の受託領域拡大を目的に、キュービストを買収した。同社決算期末の買収のため、15/1 期の業績への影響は軽微である。2) 東アジアのゲーム市場拡大を見越して 13 年 12 月に設立した韓国子会社が、数十名単位のテスターのトレーニングやスタジオ開設等の先行投資を行ったが、想定通り受注ができず赤字となり、前期比 127 百万円の営業減益要因となった。

これらの影響を除けば、主に国内部門の人員増強による固定費負担増を欧米圏の受注拡大で吸収しきれず、セグメント利益が同 71 百万円減少したことになる。

ネット看視事業の売上高は、EC (電子商取引) 関連の受託業務拡大により前期比 278 百万円、9.1%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 (投稿看視)、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、サーバ看視業務等が軒並み増収となったが、ユーザーサポート業務は、EC 関連やスマートフォンゲーム向けの伸長を上回るブラウザ型ゲーム向けの受注減^{注3}により減収となったため、増収率は一桁台にとどまった。

ネット看視事業の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て人材を拡充しており、採用費や教育費等が高んだこと、札幌、沖縄拠点の移転及び増床や仙台拠点の新設などの経費が発生したことが要因である。

【 図表 4 】 要約貸借対照表及び財務諸比率

(単位:百万円)

項目	14/1期	15/1期	増減額	項目	14/1期	15/1期	増減額
流動資産	7,036	7,960	924	流動負債	1,680	2,036	356
現金及び預金	4,959	5,343	383	未払金	865	1,115	250
売上債権	1,698	2,128	430	未払法人税等	527	363	-163
固定資産	2,191	2,557	365	固定負債	53	60	6
有形固定資産	295	424	128	負債合計	1,734	2,097	362
建物及び構築物	156	241	84	純資産合計	7,494	8,421	927
工具器具備品等	138	183	44	負債純資産合計	9,228	10,518	1,290
無形固定資産	1,456	1,554	98	自己資本	7,494	8,421	927
のれん	1,425	1,506	80	自己資本比率	81.2%	80.1%	-1.1%
投資その他の資産	440	579	138	ROE	17.7%	12.6%	-5.1%
資産合計	9,228	10,518	1,290	総資産経常利益率	26.8%	19.0%	-7.8%

(出所) PPHD 決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

◆ 財政状況及び主な財務指標

要約した貸借対照表及び主な財務比率を図表4に示した。前期末に比べ売上高の拡大に伴い売上債権、未払金が増加しており、利益計上により現預金、純資産が増加している。借入金はない。

のれんは、キュービストの買収により僅かに増加した。なお15/1期ののれん償却額は178百万円である。

当期純利益が前期比減益となる一方、自己資本が増加したため、ROEは同5.1ポイント低下したが、なお二桁の水準を維持している。自己資本比率は80.1%と高水準である。

◆ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングスの16年1月期予想

16/1期業績について同社は、売上高17,881百万円(前期比21.2%増)、営業利益2,293百万円(同23.2%増)、経常利益2,304百万円(同22.6%増)、当期純利益1,387百万円(同38.6%増)と予想している(図表5)。

ゲーム業界やEC関連を中心とする各種ネットビジネスに対するBPOサービスを拡充する戦略で、キュービストの通期貢献もあり、大幅増収を見込んでいる。しかし、人件費の上昇や新規事業に係る先行投資により、売上高営業利益率は0.2ポイントの僅かな上昇にとどまると予想している。

【 図表 5 】 16年1月期会社計画 (単位:百万円)

項目	15/1期実績	16/1期CE	前期比	増減率
売上高	14,753	17,881	3,128	21.2%
営業利益	1,861	2,293	431	23.2%
(利益率)	12.6%	12.8%	0.2%	—
経常利益	1,879	2,304	424	22.6%
当期純利益	1,000	1,387	386	38.6%

(出所) PPHD 決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

【 図表 6 】 PPHD によるセグメント別予想 (単位:百万円)

		15/1期	16/1期CE	前期比	増減率
デバッグ ・検証	売上高	11,278	13,803	2,525	22.4%
	営業利益	1,775	2,038	263	14.8%
	(利益率)	15.7%	14.8%	-1.0%	—
ネット 看視	売上高	3,325	3,750	425	12.8%
	営業利益	121	193	72	59.5%
	(利益率)	3.6%	5.1%	1.5%	—
その他・ 連結調整	売上高	148	326	178	120.3%
	営業利益	-34	63	97	—

(注) CE は同社予想、16/1 期予想数値は 15/1 期実績に増減益要因分析の数値を単純に加減したもの

(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

(注 4) キュービストの買収前の業績は 12/8 期売上高 1,364 百万円、営業利益 83 百万円、以下同順で、13/8 期は 1,324 百万円、47 百万円、14/8 期は 929 百万円、31 百万円の赤字であった。14/8 期に業績が悪化したのは、ゲームソフトの大型作品発売のタイミングが合わず、攻略本販売が振るわなかったため、15/8 期は回復が見込まれている。

パチスロメーカーからの受注回復、モバイル、海外の好調持続を想定。

海外事業やキュービストが増収額の過半を占めるため、利益率は低下へ。

ネット看視事業は EC の拡大を背景に連続増収、利益率も回復を見込んでいる。

セグメント別の計画をみると (図表 6)、デバッグ事業について同社は前期比 22.4%増収、14.8%増益で利益率は 1.0%ポイント低下すると見込んでいる。約 25 億円の増収額の内訳は、海外事業約 10 億円、キュービスト約 12 億円^{注 4}、既存国内事業約 3 億円である。

同社は海外ゲームメーカーとの取引拡大を、同社グループの成長ドライバーとする方針である。6 カ国 9 拠点体制を背景とする多言語対応力及び時差の活用により、既存顧客の深耕、新規顧客の開拓を行う意向である。国内では家庭用ゲーム機の次世代ハードの浸透が遅れているが、海外では Xbox 360 や PlayStation4 の普及が進んでいることが追い風になるとみている。

大手家庭用ゲームソフトメーカーとの取引はスマートフォン向けネイティブゲームの活発化により増加すると見込んでいる。パチスロデバッグについては受注回復を見込んでいる。各メーカーの新たな仕様策定に向けての取り組みはまだ試行錯誤の段階にあるとみられるが、徐々に前進している模様であり、早晩新機種申請に踏み切り合格基準を見極めて開発方針を固めることができると想定している。

利益率の低下要因は、売上高の伸びが相対的に利益率の低い海外部門やキュービストに牽引されること、国内都市部における人件費高騰などである。国内事業については、地方スタジオの積極活用により、今後増加する業務に対応する方針である。

ネット看視事業については、前期比 12.8%増収、59.5%増益を見込んでいる。EC の拡大に伴い、出品物チェックや広告審査、ユーザーサポート等の業務拡大が続くと見込んでいる。オークションと異なり固定価格で個人間の商取引を行うフリマアプリ (フリーマーケット用アプリケーションソフトウェア)、越境 EC (海外のオンラインマーケットプレイスへの日本からの出品する商取引) など新型 EC に対するサポートサービスも既に始めている。

(注5) twitter 上で自社の製品やサービスに関してつぶやいているユーザー等を探し、企業側からアプローチしてサポートを申し出ること指す。

海外の看護師を国内の病院等に紹介するビジネスが拡大している。

海外家庭用ゲーム市場や国内 EC 市場の活況を背景に成長路線に復帰しよう。

コールセンター業務については、ゲームユーザー対応などインバウンドのサービスだけでなく、キャンペーン代行、Facebook や twitter 等の SNS によるアクティブサポート^{注5}等のアウトバウンドサービスの取り組みも拡大させていく方針である。

報告セグメント外の「その他」については、海外の医療関係の人材(現在は主に看護師)を国内の病院等に紹介する事業を営む IMAid が順調に育っており、16/1 期は損益が均衡すると同社は予想している。多言語のバリアフリー字幕や音声ガイドの制作を行っている Palabra については東京オリンピック・パラリンピックに向けて事業拡大に期待している。

◆ 証券リサーチセンターの 16 年 1 月期予想

16/1 期の同社業績について当センターは、同社とほぼ同水準の売上高 18,000 百万円(前期比 21.2%増)、営業利益 2,300 百万円(同 23.6%増)、経常利益 2,320 百万円(同 23.5%増)、当期純利益 1,390 百万円(同 39.0%増)と予想する(図表 7)。

海外における家庭用ゲーム機の新型機の販売や北米家庭用ゲームメーカーの業績が好調なこと、スマートフォンの普及を背景に国内 EC 市場の活況が続き、新サービスのリリースが相次いでいること等に鑑み、同社の 16/1 期業績予想は概ね妥当と考える。

キュービストは出版関係を主力に、Web 制作等も手掛けていたとこのことで、成長力に欠ける印象だが、同社グループ入りで事業機会の拡大が見込まれる。ポルトゥウィンの営業部門にとっても顧客に提供できるサービスの幅が広がることはメリットになると考えられる。

なお、当センターの前回予想との主な相違点は、デバッグ事業については相対的に利益率の低い海外事業売上高の増額やキュービストの

【図表 7】証券リサーチセンターの 16 年 1 月期予想

(単位:百万円)		15/1期	16/1期 E	前期比	16/1期CE
デバッグ ・検証	売上高	11,278	13,900	23.2%	13,803
	営業利益	1,775	2,050	15.5%	2,038
	(利益率)	15.7%	14.7%	-1.0%	14.8%
ネット 看視	売上高	3,325	3,800	14.3%	3,750
	営業利益	121	200	65.3%	193
	(利益率)	3.6%	5.3%	1.6%	5.1%
その他・ 連結調整	売上高	148	300	102.7%	326
	営業利益	-34	50	—	63
全社合計	売上高	14,753	18,000	22.0%	17,881
	営業利益	1,861	2,300	23.6%	2,293
	(利益率)	12.6%	12.8%	0.2%	12.8%
	経常利益	1,879	2,320	23.5%	2,304
	当期純利益	1,000	1,390	39.0%	1,387

(注) E は証券リサーチセンター予想、CE は会社予想
(出所) 証券リサーチセンター作成

グループ入りを考慮して利益率を引き下げたこと、ネット看視事業については新規業務の受託に教育研修体制が十分に追いついていないとの判断から売上高、利益ともに減額したことである(図表8)。

◆ 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8の通りで、17/1期は16.7%増収、27.4%営業増益を、18/1期については19.0%増収、25.6%営業増益と予想する(18/1期までの3年平均成長率は売上高19.2%、営業利益25.5%)。17/1期の増収率が鈍化するのには、キュービストの買収効果が一巡するため、実質的には再度成長トレンドに回帰し、利益率も改善に向かうと考えている。セグメント別の成長シナリオは以下の通りである。

デバッグ事業については、ア) ワンストップサービスのメニュー拡大による既存客との取引深耕と新規顧客の開拓余地がある、イ) モバイ

17/1 期、18/1 期ともに二桁増収、増収率を上回る営業増益を予想する。

【図表8】 証券リサーチセンターによる PPHD の中期業績予想

決算期	14/1期	15/1期	15/1期	16/1期	16/1期	17/1期	17/1期	18/1期
単位:百万円	実績	旧予想	実績	旧予想	予想	旧予想	新予想	予想
売上高	13,879	15,000	14,753	17,000	18,000	19,500	21,000	25,000
(前期比)	27.7%	8.1%	6.3%	13.3%	22.0%	14.7%	16.7%	19.0%
うちデバッグ・検証事業	10,772	11,500	11,278	12,900	13,900	14,800	16,100	18,900
(前期比)	29.0%	6.8%	4.7%	12.2%	23.2%	14.7%	15.8%	17.4%
そのうち国内事業	8,850	9,000	8,571	9,600	10,200	10,300	11,200	12,400
(前期比)	—	1.7%	-3.1%	6.7%	19.0%	7.3%	9.8%	10.7%
そのうち海外事業	1,922	2,500	2,707	3,300	3,700	4,500	4,900	6,500
(前期比)	—	30.1%	40.8%	32.0%	36.7%	36.4%	32.4%	32.7%
うちネット看視事業	3,046	3,450	3,325	4,050	3,800	4,650	4,400	5,300
(前期比)	21.3%	13.3%	9.1%	17.4%	14.3%	14.8%	15.8%	20.5%
その他	60	50	148	50	300	50	500	800
営業利益	2,144	2,200	1,861	2,500	2,300	3,000	2,930	3,680
(前期比)	16.8%	2.6%	-13.2%	13.6%	23.6%	20.0%	27.4%	25.6%
(売上高営業利益率)	15.5%	14.7%	12.6%	14.7%	12.8%	15.4%	14.0%	14.7%
うちデバッグ・検証事業	1,973	2,000	1,775	2,250	2,050	2,700	2,500	3,080
(前期比)	12.7%	1.4%	-10.0%	12.5%	15.5%	20.0%	22.0%	23.2%
(売上高営業利益率)	18.3%	17.4%	15.7%	17.4%	14.7%	18.2%	15.5%	16.3%
うちネット看視事業	182	200	121	250	200	300	350	500
(前期比)	187.5%	9.9%	-33.6%	25.0%	65.3%	20.0%	75.0%	42.9%
(売上高営業利益率)	6.0%	5.8%	3.6%	6.2%	5.3%	6.5%	8.0%	9.4%
その他	-104	-50	-23	-30	0	-30	30	50
セグメント間調整等	93	50	-11	30	50	30	50	50
営業外収支	145	0	17	0	20	0	20	20
経常利益	2,290	2,200	1,879	2,500	2,320	3,000	2,950	3,700
(前期比)	21.5%	-3.9%	-17.9%	13.6%	23.5%	20.0%	27.2%	25.4%
税金等調整前利益	2,190	2,100	1,843	2,500	2,320	3,000	2,950	3,700
法人税等	984	900	842	1,150	930	1,300	1,200	1,500
当期純利益	1,205	1,200	1,000	1,350	1,390	1,700	1,750	2,200
(前期比)	29.4%	-0.4%	-17.0%	12.5%	39.0%	25.9%	25.9%	25.7%

(注) 14/1期及び15/1期の海外デバッグ事業の売上高はヒアリングで得た売上構成比から試算

(出所) 証券リサーチセンター作成

ルコンテンツについてはネイティブゲームの浸透とデバイスの多様化により、デバッグ業務が一層煩雑化する、ウ) 電子書籍、電子カタログ、デジタル教材など他業種への事業展開が見込まれる、エ) 海外事業が好調を持続すると考えている。

ネット看視事業については、大手 EC 事業者のパートナーとして顧客の新サービスへの対応を続けることで広げてきた業務に徐々に習熟することで、利益率が改善するものとみている。

> 投資に際しての留意点

◆ 公約配当性向は 25%、16 年 1 月期は期初計画通り年 16 円配

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。

15/1 期は期初計画通りの利益を確保することができなかったが、1 株当たり配当金は計画通り年 16 円とした。17/1 期は業績の回復を予想しているため、年 18 円への増配を予定している。

当センターも 16/1 期の 1 株当たり配当金は年 18 円配と予想する。当センターの利益予想に基づけば 17/1 期、18/1 期も連続増配が見込まれる。

◆ 今後の事業戦略と M&A

同社は、既存顧客からの新規業務の受託や現在の受託業務のノウハウの異業種への転用などを進めることにより、今後 3 年間の年平均売上高成長率は 20%程度に高める方針である。

ゲームに特化したデバッグ受託会社(現状の利益構成からいえばこういうイメージであろう) から、新市場、新サービスへの取り組みを続けることで、複数の他社に負けない専門領域を持つ、特色ある BPO 事業者へのステップアップを目論んでいると認識している。

同社が成長戦略を進めるうえで、ターゲットとする業種に関し同社が保有していない業務ノウハウや人脈を持つ企業の M&A が実現すれば、成長が加速する可能性がある。15 年 1 月のキュービスト買収は e4e 社の IE 事業買収以来久しぶりの M&A であった。潤沢な資金を持つ同社は、今後も同様の行動を起こす可能性があることを指摘しておきたい。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を12年7月12日より開始いたしました。

初回レポート発信時には、同社は東京証券取引所マザーズ市場に上場しておりましたが、12年11月に東証一部に市場変更となりました。

初回レポートの発行から約3年経過したことや、新興市場に上場している企業を中心に紹介して行くという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

「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

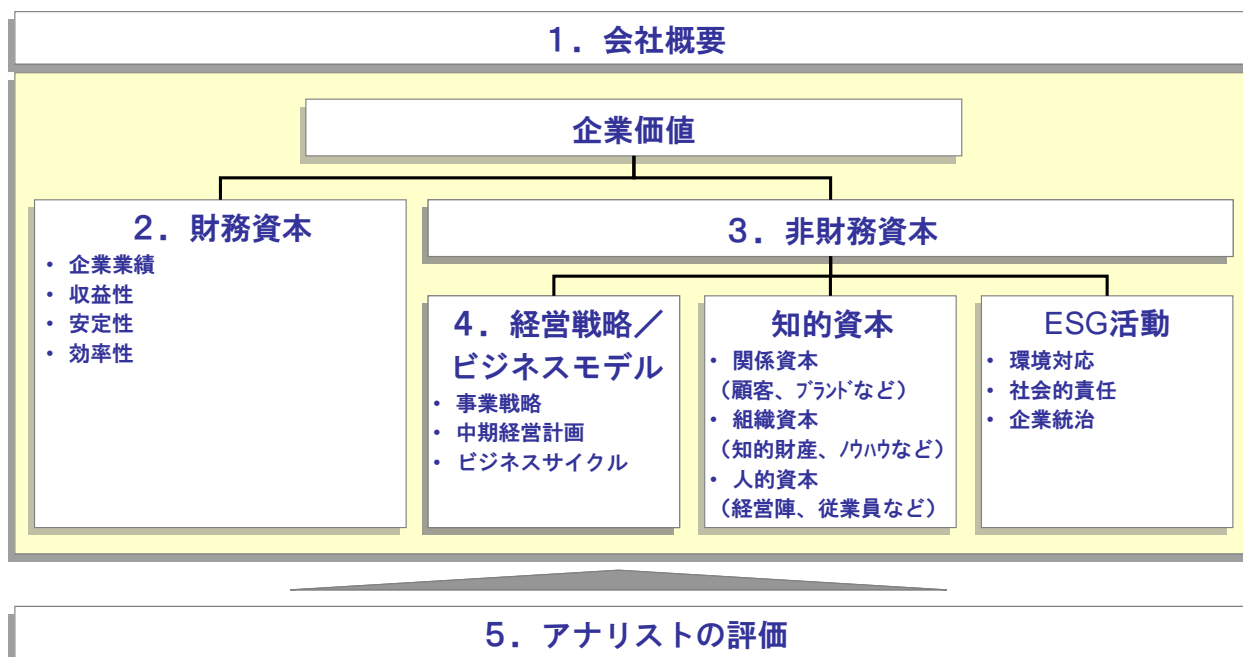
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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ないため、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。