

# ポルトゥウィン・ピット クルーホールディングス | 3657

東証1部

1994年に日本初のゲームデバッグサービス企業として創業。現在は、国内12都市、世界10カ国18拠点に事業を展開。ゲーム（家庭用コンソール、アミューズメント等）市場の拡大に加え、他社に先行して海外展開も積極化し、高成長、高収益率を達成してきた。しかしながら、近年は成長が鈍化傾向で、ヴァリュエーション的には2018年をピークにPER、PBR共低下し数年来の低位にある。今後、コロナ後のゲーム市場の活況、5G本格化によるモバイルゲーム市場の拡大に加え、ネットサポート事業での収益性の改善の可能性も期待される。それらを追い風に、以前の高成長軌道に戻れるか、探してみたい。

(百万円)	売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS	配当
FY2018/1	22,266	2,250	2,351	1,099	30.5	9.5
FY2019/1	23,763	3,162	3,082	1,839	50.0	11.0
FY2020/1	26,120	3,531	3,473	1,787	47.2	12.0
FY2021/1 CE	28,744	3,587	3,576	2,341	61.4	13.0

## ビジネスモデルと特徴

▷ゲームデバッグが主力：同社の売上構成はデバッグ・検証事業が76%、ネットサポート事業23%、その他1%。デバッグ・検証事業は、子会社のポルトゥウィンとその関連会社が提供し、国内及び海外の顧客向けに主にデバッグを始めとしたゲームに関連する様々なサービスを提供。ネットサポート事業は、ピットクルーが運営し、インターネット上の有害情報や不正利用を監視、検出して、ネット利用の際の安全品質を保つサービスを提供している。過去3年間の平均成長率は、デバッグ・検証事業7.4%、ネットサポート事業22.8%と、近年ネットサポート事業が高い成長率を示している。

▷高い営業利益率：同社は同業他社と比較して、高い営業利益率を誇っているが、これは特にデバッグ・検証事業の高い営業利益率に拠る（営業利益における同業の貢献率は90%以上）。

## 経営指標等同業他社比較

(%)	営業利益率	ROE	株主資本比率	時価総額(百万円)	海外売上高比率
ポルトゥウィン・ピット クルーホールディングス	13.5	13.3	80.1	33,282	23
デジタルハーツホールディングス	6.6	16.3	46.3	22,314	<10
SHIFT	7.9	17.7	57.7	179,141	<10
バルテス	6.6	27.0	59.7	12,870	<10

出所：SPEEDAデータよりSESSAパートナーズ作成、各社とも前年度（時価総額は、2020年7月7日終値ベース）

## 売上高構成比



同社有価証券報告書より

## Key Indicators

Share price (7/10)	823
YH (20/6/5)	1,113
YL (20/3/19)	579
10YH (18/9/27)	1,585.0
10YL (11/11/29)	221.3
Mkt cap (¥ bn)	31.3
Shares out. (mn)	38.12
Equity ratio (FY4/20)	74.4%
Treas. shrs (FY4/20)	-
FY1/21 P/E (CE)	13.4X
FY1/20 P/B (act)	2.18X
FY1/20 ROE (act)	13.3%
FY1/21 DY (CE)	1.58%



## ブル

ゲームデバッグ事業の高い利益率。海外展開でも他社に先行。新型ゲーム機投入による市場の拡大にも期待。コロナ後の巣籠もり消費も、ビデオゲーム市場に追い風。

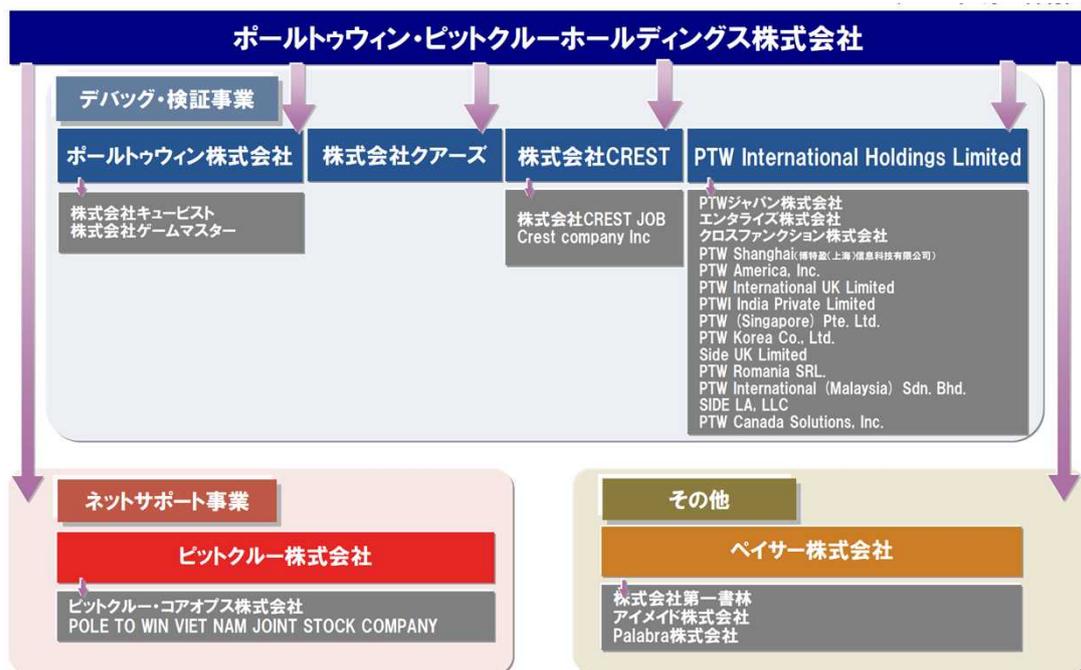
## ベア

新型コロナウイルス感染拡大による顧客での開発遅延の影響。ネットサポート事業の利益率は要改善。

SESSAリサーチチーム  
research@sessapartners.co.jp

Quick Lookはスポットでの銘柄の紹介を目的としており継続的なフォローアップは予定していません。

グループ構成 (2020年4月30日現在)



同社2021年1月期 第1四半期決算補足資料 (2020年6月5日) より

▷デバッグの海外展開で先行：デバッグ・検証事業において特筆すべきは、他社に先行する海外展開。同業他社は国内売上比率が90%以上であることと比較し、同社は既に23%の売上を海外で稼ぎ出している。これは、同社が日本初のゲームデバッグのアウトソーシング企業で、かつ2009年より海外進出を開始。2012年には、e4e Inc. グループの米国、欧州、インドにおけるゲーム関連事業を買収する等、国内市場の成熟化を見越し、早くから海外展開に力を入れてきたことによる。その後も、引続き、欧州、北米、アジアで積極的に事業を拡大している。

### 成長戦略

▷デバッグ・検証事業：

ゲームデバッグのアウトソーシング市場は、同社とデジタルハーツホールディングス (TYO: 3676) の2社でほぼ市場を寡占している。国内のゲームソフト市場は成熟化しており、そのため同社では、1) ゲーム関連の周辺サービス (BPO)、2) 海外市場の強化、3) ノンゲーム市場への展開、を図っている。

1) ゲーム関連市場では、従来のデバッグで築いてきたクライアントとの関係を活かし、デバッグ以外の各種サービス (ローカライズ、カスタマーサポート等) も積極的に拡大、関連する企業との業務提携等を進めている。

2) ほぼ成熟化している国内ゲームソフトウェア市場と比較し、北米、欧州、およびアジア等の地域では更なる成長が期待できる。また、ゲームタイトルの国際化も進んでおり、例えば2020年の年末商戦に投入予定の SONY PlayStation5 では、当初提供されるゲームタイトル28本中、25本が海外メーカー製。海外展開で先行する同社の強みが、一層発揮されることとなろう。同社は、引続き日本のゲームメーカーの海外進出のサポートや、海外ゲームメーカーに対しての、ローカライズ、音声収録、カスタマーサポート等のサービス提供に力を入れていく計画である。

3) ノンゲーム関連 (エンタープライズ分野) のデバッグサービスは、DXの進展などにより、大きな成長が期待できる。ゲームデバッグで養ったノウハウ、知見を元に、FinTach, 5G, AI, MaaS, xTech等の分野にも取り組む考え。

▷ネットサポート事業：

今後、ECの一層の拡大が見込まれ、関連するネットモニタリングも高い成長が期待できる。ネットショッピング、ネットオークション等に関連する不正監視やカスタマーサポートに加え、直近ではQRコード決済に関する不正モニタリング、動画投稿サイトでの著作権監視などが伸長中。政府ではネット不正出品監視強化のための法整備も検討中で、同社のネットサポート事業伸長にとって追い風といえよう。ネット上の不正監視や各種モニタリングは、ネット社会・経済拡大のためのクリティカルなインフラといえる。同事業は労働集約的なため従来は低い利益率となっていたが、今後はコスト構造の転換を進め、利益率の改善も図る計画。

新型コロナウイルスの影響

デバッグ作業は発売前のゲームタイトルを扱う等、機密性を保つために厳格なセキュリティの管理が必要でリモートワークに馴染みづらい。国内ではシフト分散勤務などにより対応。ただ、海外ではロックダウンもあり、顧客も柔軟な姿勢を見せテレワークで対応した模様だ。新規開発案件に関しては若干後ろ倒しの可能性が出ているとのことだが、テレワークの導入も進め今期通期見通しに関しては期初予想から変更なしとしている。

2021年1月期 第1四半期実績

2021年1月期 第1四半期決算は、前年同期比で売上高 5%増 (6,332百万円)、営業利益20%減 (606百万円)、経常利益7%減 (651百万円)、親会社株主に帰属する当期純利益7%減 (383百万円) となった。

上期の業績予想に対しての進捗率は売上で46%、営業利益39%だが、第2四半期偏重の傾向があるためキャッチアップは可能だろう。第2四半期は新型コロナウイルス感染症の影響が大きく出ると予想され、若干弱含みとなる可能性もある。

部門別売上高、営業利益、営業利益率の推移



同社資料よりSESSAパートナーズ作成

## 収益トレンドとヴァリュエーションの考察

同社の過去10年間の収益トレンドを見てみると、アミューズメント（パチンコ・パチスト）、モバイル分野が伸長した後、2012年のe4e Inc.グループ買収による海外事業拡大で成長を実現してきた。しかしながら、ここ数年は国内デバッグ市場が横ばいで成長率の鈍化が見られる（2011/1～2016/1の売上高 CAGR 21%、2016/1～2020/1は 10%）。一方、営業利益率は常に13%前後を維持しているが、株価的には2018年9月をピークに下降しており、PER、PBRとも数年来の低水準となっている。

株価見直しのポイントは、売上高、利益とも再び成長軌道に戻せるかだが、以下に注目したい。

1) デバッグ・検証事業：活況を見せるeスポーツを始めとした、コロナ後のゲーム市場の成長、加えて新型ゲームコンソール投入による市場の再拡大で、トップラインの成長を10%+に戻せるか。その際、他社に先行する海外展開のメリットを活かせるだろうか。

2) ネットサポート事業の収益性の改善：ネット監視の競合他社では、10%台後半の営業利益率を実現しているところもある。同社も同事業の利益率改善を図るとしているが、早期に実現できるだろうか。

また、グローバルプレーヤとして同社を見ると、同業として Keyword Studios plc (KWS.L)があげられる。Keywords Studios のEPSは直近5年間で4倍に拡大し、株価も13倍と急騰、PERは91倍となっている。直接の比較は難しいが、ゲームデバッグ事業に関する投資家の期待の高さを示しているといえよう。



SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成

---

## LEGAL DISCALIMER

### ディスクリーマー

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

東京都渋谷区広尾5-3-18

[research@sessapartners.co.jp](mailto:research@sessapartners.co.jp)