

## FULL REPORT



主要指標	
株価 (7/14)	1,542
年初来高値 (5/12)	1,709
年初来安値 (1/6)	1,215
10年間高値 (16/9/29)	2,200
10年間安値 (20/3/23)	552
発行済株式数(百万株)	23,890
時価総額 (十億円)	36,840
EV (十億円)	33,505
流動比率	123.3%
平均売買代金 (22日、百万円)	68
自己資本比率(3/31)	39.7%
22/3 PER (会予)	23.81x
21/3 PBR (実績)	5.86x
21/3 ROE (実績)	18.4%
22/3 DY (会予)	0.97%

株価チャート (直近1年)



出所: SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成

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



## ITイノベーションの安全品質を支える、DX人材プラットフォームカンパニーへ

### Executive Summary

デジタルハーツホールディング社の注目点は以下の3点。

- 高収益の国内デバッグ事業を基盤に、第二創業で拡大したエンタープライズ事業と中国・アジア向けのグローバル事業という2つの成長ドライバーが牽引：
  - エンタープライズ事業が通期黒字化し、今後も引続き高成長、利益面でも貢献が見込まれること。システムテストに加え、ITサービス/セキュリティ等、周辺分野へもサービスを展開中。また、特にアジャイル型の開発への対応を強化しており、社会的課題となっているDXへの対応を支援する。
  - エンターテインメント事業においては、国内市場は安定成長、かつ堅固たる収益基盤として安心感がある。一方で、高成長が期待できる中国・アジア市場での事業拡大にM&A等を通じて積極進出しており、同事業におけるグローバルサービスの拡大が、今後の成長ドライバーの一つとして注目される。
- 豊富で多様な人材プラットフォーム：同社の特長・強みの一つとして、人材の豊富さ、多様性があげられる。従来から抱えているデバッグのテスター約8,000人、社内のエンジニア、セキュリティ人材に加えて、2019年には、M&Aによりベトナムのオフショア人材400人を獲得。更に2021年、国内のフリーランスを含む高度ITエンジニア人材11,000人+をグループ内に取り込んだ。DX人材の不足が社会的問題となっている中、同社の多様なDX人材が今後の成長のエンジンとして期待される。
- 成長投資を可能にする財務面の強さ：財務面をしてみると、ROE、ROIC等の指標において、同業他社と比較し優位に立っている。近年、エンタープライズ事業への先行投資が続き純利益率は低下傾向にあったが、今後、同事業の収益貢献が期待できるため、財務面の一層の改善が見込まれる。同社の財務力の強さは、成長戦略の一環であるM&Aの遂行にあたっても有利に働こう。

同社は我が国ソフトウェアテスト専門企業の草分け。エンターテインメント事業に続き、近年力を入れてきたエンタープライズ事業が第二の収益の柱に成長。22/3期からは、新たな中期経営ビジョンの下、「発展期」として引続きエンタープライズ事業を中心に成長戦略を推進。加えて、既存事業であるエンターテインメント事業においては、グローバル展開での成長を計画。同社が豊富に抱える人財を積極的に活用することで「DX人材プラットフォームカンパニー」の実現へと、新たな事業モデルの構築にチャレンジする。

エンタープライズ事業は、新型コロナウイルス感染症（以下、感染症）拡大の影響でDXの進展が加速化しており、今後も高成長が期待できる。システムテストに加え、ITサービス・セキュリティ分野も引き合いが強く、今後の同社の成長を大きく

本レポートは株式会社デジタルハーツホールディングスからの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクリーマーをご覧ください。

く牽引しよう。同分野においては、短いサイクルで継続的・持続的にソフトウェアをデリバリーするアジャイル型開発への対応を図る。具体的には、短期化する開発スタイルに合わせ柔軟かつ迅速に多様なサービスを提供できるよう、同社独自の人材プールの拡大や、サービス拡充、技術力向上に注力していく。

一方、祖業であるエンターテインメント事業は、同分野の国内デバッグ市場を競合大手とほぼ二分し、高い参入障壁により安定的な成長と継続的な収益が見込まれている。2020年秋の新型コンソールゲーム機の登場で、関連する新作ゲームの開発等、引続き堅調な売上が期待されよう。しかしながら国内ゲーム市場の成長は限定的であり、今後、エンターテインメント事業においては海外展開を一層力を入れる。2021年3月に買収したMetaps Entertainment グループ（MEグループ\*）を活用、更なるM&A等も通じて事業の拡大を図る計画である。

\*MEグループ：Metaps Entertainment Limited は、2021年6月に DIGITAL HEARTS CROSS Marketing and Solutions Limited に商号変更している。併せて、グループ会社もデジタルハーツブランドに統一した。以下、Metaps Entertainment Limited、MEグループの表記が出てくるが、現在では新たな商号となっている

同社は2017年6月に経営体制を刷新、玉塚 元一氏を代表取締役社長CEOに招き、以降を「第二創業期」と位置付けエンタープライズ事業に積極的に投資してきた。その結果、21/3期においてエンタープライズ事業の基盤構築を達成したことにより第二創業期を完了とし、今後は「発展期」としてエンタープライズ事業を中心とする成長戦略を継続推進する。6月24日の株主総会をもって玉塚氏が退任し、これまで現場でエンタープライズ事業の成長を牽引してきた二宮 康真取締役が新たな代表取締役社長CEOに、M&A等を取り仕切ってきた筑紫 敏矢取締役が取締役副社長CFOに就任。両名の新体制で発展期の舵取りを担う。中期経営ビジョンでは、同社の発展期として24/3期に500億円以上の売上高を目標に掲げ、更なる成長を目指している。

21/3期決算は、エンタープライズ事業の利益貢献もあり増収増益に回復。売上高は226億円と過去最高を記録した。22/3期もエンタープライズ事業が引続き高成長を継続し、増収増益基調が続くと予想している。

同社株価は、5月11日の増収増益決算発表を受け、翌12日に年初来高値を更新。対TOPIXでも年初来大きく outperform している。エンタープライズ事業への先行投資が嵩み減益決算が続いたことにより同社株価は2018年以降下落傾向が続いていたが、感染症拡大を契機としたDX推進加速への期待もあり20年3月を底に上昇に転じてきた。今回の増益決算及び22/3期の増収増益予想で今後の収益に対する懸念が払拭されたことにより、一層の上値余地が出てくることが期待される。

目次	
Executive Summary	1
<b>① 直近の連結決算動向</b>	
2021/3期連結決算実績	4
2022/3期通期業績予想	6
<b>② 成長戦略</b>	
中期経営ビジョン（2022/3期－2024/3期）	7
<b>③ 会社概要</b>	
事業概要	11
沿革	11
グループ概要	13
サービス内容と特色	
エンターテインメント事業	15
エンタープライズ事業	19
<b>④ 市場分析</b>	
ソフトウェアテスト市場の主要プレーヤーと競合分析	21
エンタープライズシステムのテスト市場規模	23
<b>⑤ 株式情報、等</b>	
株価推移	25
財務指標の考察	26
ソフトウェアテスト上場4社株価・財務データ	28
大株主の状況	30
所有者別株式保有の状況	30
株主還元の方針	31
コーポレートガバナンスおよびトップマネジメント	31
SDGsへの対応	33
<b>⑥ 財務諸表</b>	
連結損益計算書	34
連結貸借対照表	35
補足データ	36
連結キャッシュ・フロー計算書	37

注) 本文中「同社」とあるのは、コンテキストにかかわらず、デジタルハーツホールディングスのことを指す。表・グラフ中の数字等については、原データの取扱い、四捨五入の関係等で若干の相違が生じることがある

① 直近の連結決算動向

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 (%)	当期利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
2017/3	15,444	2.9	1,906	-2.9	1,997	2.0	795	120.2	35.58	11.50
2018/3	17,353	12.4	1,735	-9.0	1,782	-10.8	1,200	50.9	55.14	11.50
2019/3	19,254	11.0	1,605	-7.5	1,651	-7.4	1,575	31.3	72.13	13.00
2020/3	21,138	9.8	1,394	-13.2	1,372	-16.9	792	-49.7	36.31	14.00
2021/3	22,669	7.2	1,908	36.9	1,975	43.9	974	23.0	45.15	14.00
2022/3 (会予)	28,420	25.4	2,100	10.0	2,100	6.3	1,400	43.7	64.77	15.00

出所：同社資料より SESSA パートナース作成

1. 2021/3期通期決算実績

1) 7%増収 (226億円)、営業37%増益 (19億円)。エンタープライズ事業の伸長が業績を牽引、一部感染症拡大の影響を受けるも、大幅増益を達成

注力中のエンタープライズ事業が引続き高成長を遂げ、業績を牽引。上期、主にエンターテインメント事業において感染症の影響を受けたが、エンタープライズ事業の通期黒字化もあり営業利益は37%増を達成した。

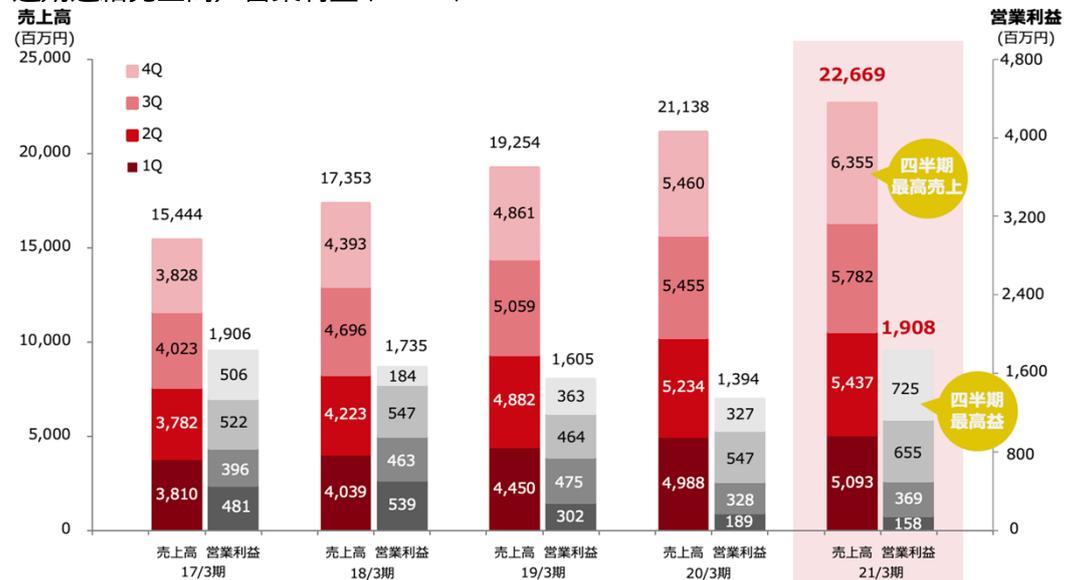
営業増益の要因は、エンタープライズ事業における増収効果に加えて、全社的なコスト抑制効果が効いたことによる。

親会社株主に帰属する当期純利益は、連結子会社 Orgosoft Co., Ltd.の株式取得時に発生したのれんの減損損失 (約90百万円) や自社利用のソフトウェア等に関わる減損損失 (約300百万円) を計上したことにより、23%増に止まった。

同社は4月23日に通期予想を修正したが、今回の数字はほぼそのガイダンスに沿ったもの。1Q決算発表時 (2020年8月) に公表した予想数値に対しては、営業利益で約20%上振れた。

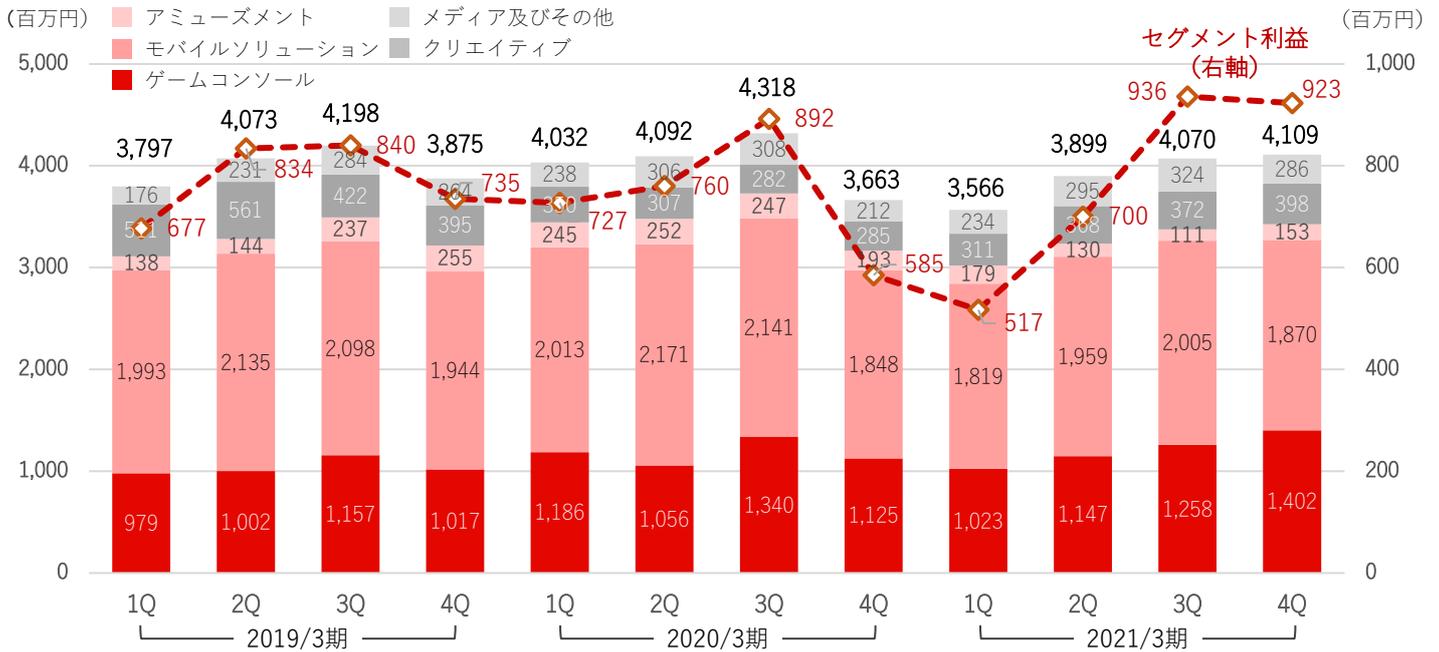
四半期ベースで見ると、1Qは感染症の影響を大きく受けたが、下期に入ってから回復傾向。3Q/4Qともに、2四半期連続で売上高、営業利益とも過去最高を更新した。

通期連結売上高/営業利益トレンド



出所：同社 2021年3月期 決算説明資料 (2021/5/11)

エンターテインメント事業四半期別売上高/セグメント利益推移



出所：同社資料より SESSA パートナーズ作成

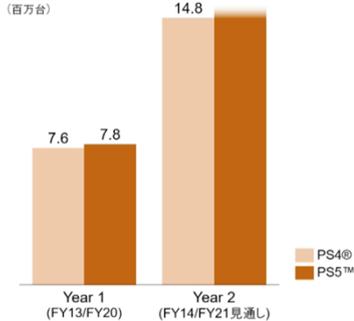
2) セグメント別動向

a) エンターテインメント事業 (売上高 15,647百万円、前期比 -2.9%)

デバッグは上期を中心に感染症拡大の影響を受けたが、下期以降は20年11月に発売されたPlayStation 5\*関連のタイトル等のデバッグ需要が回復。ゲームコンソールは、大型タイトル案件の稼働により好調だった前期を上回り過去最高の売上高を更新(2.6%増)した。モバイルソリューションは、感染症の影響に加え、引続き新規タイトル開発の低迷などが響き6.4%減少。また、アミューズメントは、厳しい市場環境が続いており39.9%の大幅減収となった。

\*順調なPS5出荷台数

PS4®/PS5™販売台数



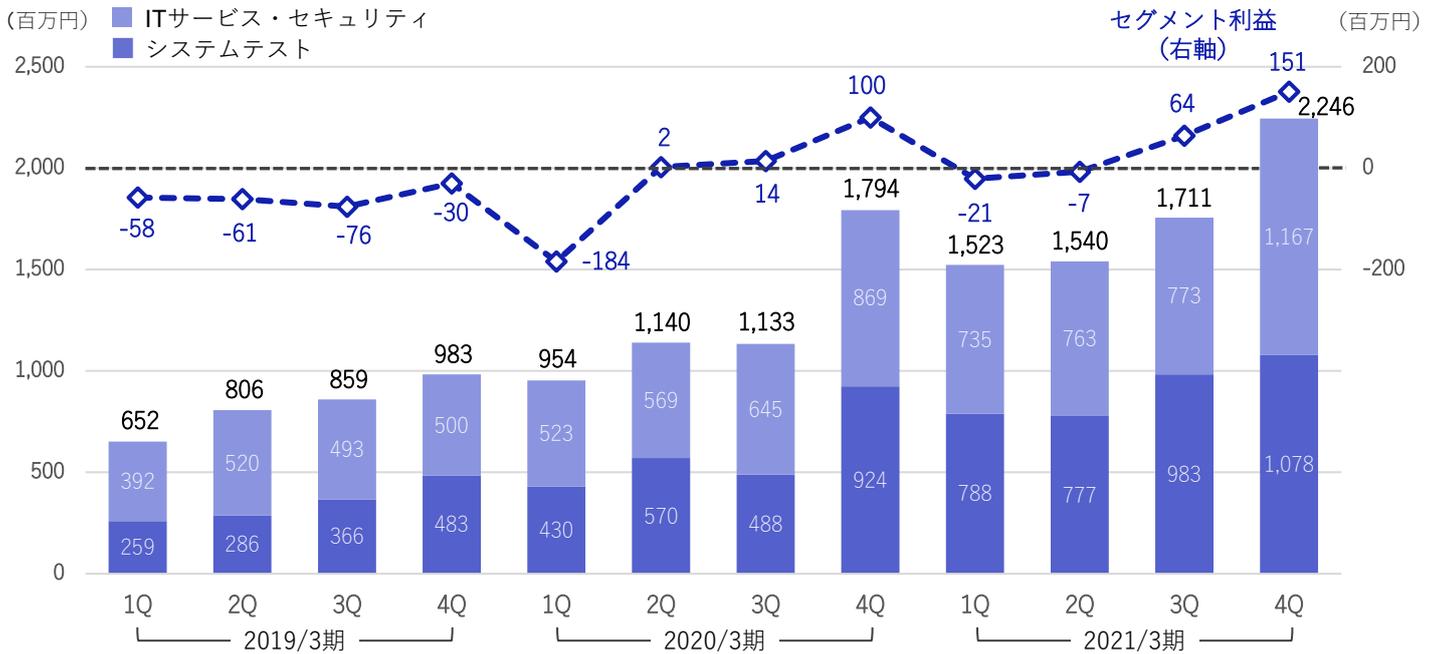
出所：ソニーグループ21/3期決算説明会

デバッグは、発売前のゲームタイトルの不具合チェックというビジネスの性格上、リモートでの実施にはセキュリティ管理上の課題があったが、今回の感染症の拡大を契機にリモート導入が進展。その結果、Lab.の効率化が可能となり、2拠点の閉鎖や一部床面積の縮小によってコスト構造の改革が進んだ。上期はLab.の稼働率が下がり粗利率が低下したが、下期は増収に伴う固定比率の低下や上記のコストコントロールの強化により粗利率が大幅に改善している(デバッグ粗利率の推移; 20/3期: 1Q 28.4% → 2Q 30.1% → 3Q 30.0% → 4Q 26.2% → 21/3期: 1Q 24.6% → 2Q 26.2% → 3Q 30.9% → 4Q 32.5%)。通期では、20/3期と同水準の粗利率を維持した。

クリエイティブは、ゲーム開発の新規大型案件を獲得したことに加え、2D/3Dグラフィックス制作等の受注などが順調に増加したことにより増収増益を達成(18.2%増収)。メディア及びその他は、上期は感染症拡大の影響を受けたが、下期には回復傾向に。カスタマーサポートサービスも順調に新規案件を獲得することにより、6.9%の増収となった。

デバッグは減収減益となったが、クリエイティブ、メディア及びその他が大幅増益となったことにより、エンターテインメント事業全体では売上高 15,647百万円、2.9%減、営業利益 3,077百万円、3.8%増となった。

エンタープライズ事業四半期別売上高/セグメント利益推移



出所：同社資料より SESSA パートナース作成

b) エンタープライズ事業（売上高 7,021百万円、前年同期比 +39.8%）

18/3期の第二創業期開始以降、エンタープライズ事業は年率平均 54.8%で成長、21/3期の売上高は70億円となった。先行投資が一巡したことに加え、増収効果により固定費のカバーが可能になり、通期黒字化を実現（セグメント利益 188百万円、20/3期は 67百万円の損失）。EBITDAベースでは、20/3期の 42百万円から、21/3期は 425百万円とほぼ10倍に拡大した。

システムテストは、2019年8月に買収した米LogiGearグループの売上が通期で寄与。既存事業も大きく伸長し、売上高 3,581百万円、48.4%増収。特に、4Qは需要がハイシーズンでもあり、過去最高の売上高 約11億円を計上した。下期は増収効果及び収益性の改善が進んだ結果、40%以上の粗利率を達成した。

ITサービス・セキュリティは、システム開発、保守・運用、セキュリティサービス全ての分野において増収。売上高 3,439百万円、48.4%増となった。

2. 2022/3期通期業績予想～25%増収、10%増益

22/3期の通期業績は、売上高 28,420百万円（前期比 25.4%増）、営業利益 2,100百万円（10.0%増）、経常利益 2,100百万円（6.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,400百万円（43.7%増）を予想している。

セグメント別の通期売上計画は、エンターテインメント事業が、17,420百万円、11.3%増。エンタープライズ事業は引続き高い成長を見込み、11,000百万円、56.7%増を計画している。エンターテインメント事業において連結子会社化したMEグループの売上高が2Q以降貢献し、通期で10～15億円程度上乗せされるとみられる。また、エンタープライズ事業においても、同様にアイデンティティの売上が2Q以降加わるため、通期で10～15億円程度押し上げることとなる。

それぞれの重点施策として、エンターテインメント事業は、1) 付加価値力や営業力強化で取引規模を維持・拡大、2) オペレーション体制の強化と独自のツール導

入による業務効率化の推進、3) 21年3月に子会社化した Metaps Entertainment Limited (現 DIGITAL HEARTS CROSS Marketing and Solutions Limited、6月に商号変更)とのシナジー追求による“総合ローカライゼーションサービス”の早期立ち上げを、エンタープライズ事業では、1) 高度ITエンジニアをはじめとする人材に対する投資拡大、2) これまで拡充してきたサービスのクロスセルによる新規顧客の開拓及び1社当たりの取引規模拡大、3) ベトナムオフショア拠点の活用本格化、を挙げている。

なお、22/3期の1株当たり年間配当金は、1円増配の15.0円を計画。配当性向は20%以上を維持するとしている。

## ② 成長戦略

### 1. 中期経営ビジョン (2022/3期-2024/3期)

ー「第二創業期」を完了し、次なる「発展期」へ

同社は決算発表に合わせて、24/3期までの中期経営ビジョンを公表した。従来は500億円の売上目標に対して、明確なタイムフレームを示していなかったが、今回は24/3期に500億円を達成することを明示した。

17年6月の玉塚前CEO就任以降、「第二創業期」としてエンタープライズ事業に注力してきたが、同事業の売上高は18億円(18/3期)→70億円(21/3期)と大きく伸長。エンジニアを始めとしたリソースの充実も進み顧客基盤も拡充、21/3期は全社売上の3割を占めるまでに成長するとともに、通期黒字化を実現。22/3期は110億円の売上を計画している。同社では、21/3期でエンタープライズ事業の基盤を構築する「第二創業期」を完了したとし、22/3期以降を「発展期」と位置付けた新たな中期経営ビジョンを策定。今後はエンタープライズ事業の一層の成長に加え、海外事業の基盤構築やDX人材の整備・拡大を図ることにより、更なる成長を目指すとしている。

新たな成長ステージへ

**今後はこれまで作り上げてきた事業基盤をより強固にし  
引き続きエンタープライズ事業を中心に高い成長の継続を目指す**

2001-2017 第一創業期	2018-2020 第二創業期	2021- 発展期
<p><b>目指す姿</b></p> <p>国内No.1の ゲームデバッグカンパニーへ</p> <p><b>主な取り組み</b></p> <p><b>デバッグの事業基盤構築</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ テスターの人材プール拡大</li> <li>▶ 流動的な開発スケジュールに合わせた人材アサインメントフローの確立</li> <li>▶ ゲームメーカーとのリレーション強化</li> <li>▶ ゲーム開発支援やプロモーション支援等、デバッグ周辺事業の拡大</li> </ul>	<p><b>目指す姿</b></p> <p>アジアNo.1の 総合テストソリューション カンパニーへ</p> <p><b>主な取り組み</b></p> <p><b>エンタープライズ事業の 基盤構築</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ エンジニアの人材プール拡大</li> <li>▶ テスターからエンジニア人材を育成するための教育フローの確立</li> <li>▶ セキュリティ等、新たなサービスの拡充</li> <li>▶ 顧客基盤の拡大</li> <li>▶ テスト自動化等最先端技術の活用</li> </ul>	<p><b>目指す姿</b></p> <p>DX人材プラットフォーム カンパニーへ</p> <p><b>主な取り組み</b></p> <p><b>エンタープライズ事業を中心 とする成長戦略の継続推進</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ テスター、エンジニア、フリーランスエンジニア、セキュリティエキスパートの人材プール拡大</li> <li>▶ DX化推進モデルの構築</li> <li>▶ 海外事業の基盤構築</li> <li>▶ IT人材不足等、社会的課題の解決</li> <li>▶ 新たな経営リーダーシップスタイルの確立</li> </ul>

出所：同社2021年3月期 決算説明資料 (2021/5/11)

中期経営ビジョン（2022年3月期 – 2024年3月期）

## 基本方針

1. 多種多様な「IT人材」や「クオリティスト」<sup>(※1)</sup>を育成し、企業理念である「SAVE the DIGITAL WORLD」を実現
2. 社会の変化に合わせて先端技術の活用や多様な事業モデルの創造を行い、デジタル社会のセーフティーネットとなるサービスを開発・提供
3. ROIC<sup>(※2)</sup>を活用した規律ある投資を通じて、成長と利益の拡大を進め、企業価値の向上を推進
4. 成熟事業（デバッグ）の深化・収益力改革と成長事業（エンタープライズ、グローバル）の迅速な規模拡大と収益化を躊躇なく推進
5. 持続的な企業価値向上を実現するための基盤として、コーポレート・ガバナンスを一層強化

※1クオリティスト…品質向上スペシャリストを指す同社独自のワード  
 ※2 同社のROICの定義  
 $ROIC = EBITDA \times (1 - \text{実行税率}) \div (\text{有利子負債} + \text{株主資本})$

出所：同社2021年3月期 決算説明資料（2021/5/11）よりSESSA パートナーズ作成

同社は「SAVE the DIGITAL WORLD」を企業理念に掲げ、そのグループパリューとして、従来は「人材」X「技術」を標榜していたが、エンタープライズ事業の成長に伴い、今回、さらにX「営業」を加え、顧客価値の向上を図ることにより、自社価値の向上も実現することを目標とする。

中期経営ビジョンの基本方針は上図を参照。その重点施策として、1) 人材プールの拡大、2) 多様な人材に合わせた労働環境の整備、3) 営業強化、4) 技術強化、5) M&Aでの成長加速と投資効率の両立、6) 経営基盤の強化、をあげている。

発展期への移行にあたり、6月24日の株主総会の決議を経て新経営体制がスタートした。第二創業期を担った玉塚氏が退任し、二宮取締役が代表取締役社長CEOに、筑紫氏取締役が取締役副社長CFOに就任。大手企業の代表を歴任し、強いリーダーシップを持つ玉塚氏は、その求心力を活かしエンタープライズ事業という新しい成長の柱を構築するためのドラスティックな改革において手腕を発揮した。第二創業期を経て、エンタープライズ事業の基盤構築が完了した今、物事を大きく動かしていくというよりはそれぞれの事業をより細かく見ながらマネジメントをしていくことが必要となることから、同社では、各事業責任者がオーナーシップを持つ”フォロワーシップ型”の組織体制へと移行し、発展期の成長を確実なものとしてゆく。

それぞれの管掌領域として、二宮新社長はグループ経営判断、エンターテインメント事業の国内デバッグ、エンタープライズ事業、筑紫新副社長はM&A、ファイナンス、エンターテインメント事業のグローバル及びその他を担い、DX人材プラットフォームの構築、新規事業の創造、最先端技術の導入・活用の分野は共通で推進する。

引続き注力分野であるエンタープライズ事業の具体的アクションプランとして、1) テックリード人材\*主導によるソリューションのテクノロジー化：具体的には、アジャイル型開発の品質支援。自社開発ツールの提供、テストの自動化、等に重点的に取り組む

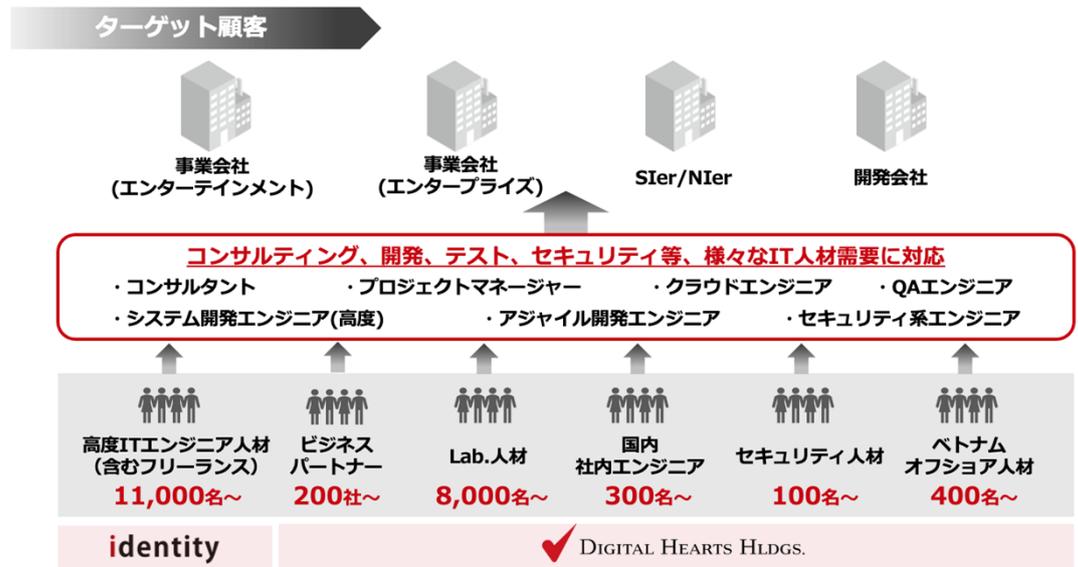
\*同社のテックリード人材：城倉CTO（元合同会社DMM.comのCTO）、高橋CTSO（元ソニー（株）のソフトウェア品質担当部長）、藤原技術顧問（（株）メルカリでアジャイルQAチームの立ち上げを主導）

2) 営業体制の抜本の見直しによる顧客数の増加及び顧客単価上昇：国内システムテストの顧客数を現在の254社から24/3期には1,000社に増やすことを目標。また、平均顧客単価も現在の8百万円→24/3期10百万円へと増大を目指す。そのために、営業人員の強化、組織再編に加えて、業務の標準化、効率化、さらにブランディング強化、マーケティングの刷新を行う。

3) DX人材プラットフォームの整備・拡大：顧客ニーズに対応するため、多種多様な人材プラットフォームの構築とスキルの可視化を推進。同社が抱える約8,000人のテスター集団は、他社に無い大きな強みであるが、その中からIT人材、セキュリティ人材の育成を進めるとともに、より高度な人材を外部から採用する。また、子会社化した株式会社アイデンティティーの約11,000人のエンジニアプールも拡大・活用することが可能であり、DXを推進してゆくためのDX人材プラットフォームカンパニーへと、新たな事業モデルの構築にチャレンジする。

同社のユニークなDX人材リソース

**(株)アイデンティティーの高度IT人材と当社グループの多様な人材を融合し、IT人材不足で悩んでいるクライアントへ幅広い人材サービスを提供**



※各エンジニア数はすべて概算で記載

出所：同社2021年3月期 決算説明資料（2021/5/11）よりSESSA パートナーズ作成

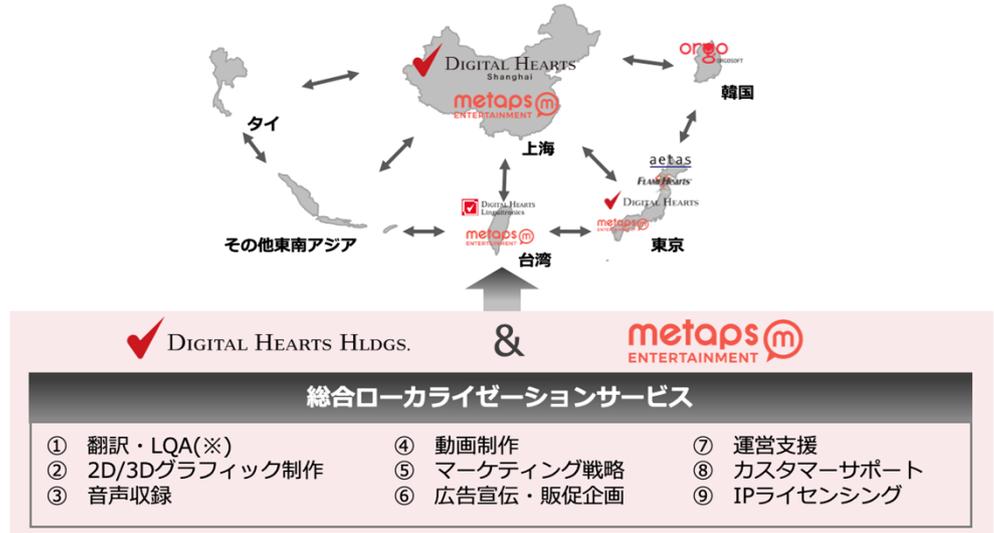
エンターテインメント事業においては、国内デバッグのアクションプランとして、ゲームクライアントの取引の維持・拡大、クロスセル強化、生産性の向上を図る。国内デバッグ市場は高成長は望めないが、シェア拡大や人材サービスの供給等により、キャッシュカウとして安定的な成長を目指す。

一方、今後、拡大を目指すエンターテインメント事業のグローバル展開に際して、21年3月に買収したMEグループを積極的に活用する。安定成長の国内ゲーム市場と異なり、中国のゲーム人口は6.6億人以上で、同ゲーム市場は引続き成長中。翻訳・LQA\*、2D/3Dグラフィック・動画製作等のカルチャライズに強みを持つ同社グループと、中国メーカーに対するアジア圏でのマーケティングに強みを持つMEグループが連携することにより、総合的なローカライゼーションをワンストップで提供することが可能となる。徹底した現地化によるローカルインサイトの強化を進めるとともに、更なるM&Aの実施も視野に入れる。アジア地域での足固めの後、将来的には欧米への展開も計画。高成長が続くエンタープライズ事業に加えて、エンターテインメント事業での海外展開の進展に注目したい。（次頁上図参照）

\*LQA：Linguistic Quality Assurance、翻訳されたテキストや構成の品質を確認すること

エンターテインメント分野におけるグローバル戦略

同社グループとMetaps Entertainmentそれぞれの強みを活かし  
 “総合ローカライゼーション”のスペシャリスト集団へ



※LQA…Linguistic Quality Assuranceの略で、翻訳されたテキストや構成の品質を確認すること

注) P2に記しているようにMEグループは、2021年6月にデジタルハーツブランドに統一している  
 出所：同社2021年3月期 決算説明資料 (2021/5/11) よりSESSA パートナーズ作成

今回の中期経営ビジョンの公表により中期目標であった500億円の売上の道筋が明確になり、そのための経営体制の刷新、及び具体的な経営施策が明らかになった。経営指標としては、新たにROIC 15%以上を提示している。同社の発展期の成長戦略が詳らかになったことは、投資家に対してポジティブなメッセージと言えよう。

また、同社は新たな事業計画に合わせて、今期よりサブセグメントを変更する予定。エンタープライズ事業については変更無いが、エンターテインメント事業を、国内デバッグとグローバル及びその他に再編する。

中期数値目標 (2022年3月期-2024年3月期)

2024年3月期 数値目標

	<21/3期 実績>		<24/3期 目標>
売上高	226億円	》	500億円
ROIC <sup>(※1)</sup>	16.8%	》	15%以上
M&A	3件	》	5件(3年合計)
国内法人顧客数	878社	》	2,000社
IT人材・クオリティスト <sup>(※2)</sup> 人材数	4,517名	》	20,000名
女性管理職比率 <sup>(※3)</sup>	10.7%	》	20%以上

※1 ROIC= EBITDA×(1-実行税率)÷(有利子負債+株主資本) で算出  
 ※2 クオリティスト…品質向上スペシャリストを指す当社独自のワード  
 ※3 日本国内のグループ会社における比率について記載

出所：同社2021年3月期 決算説明資料 (2021/5/11)

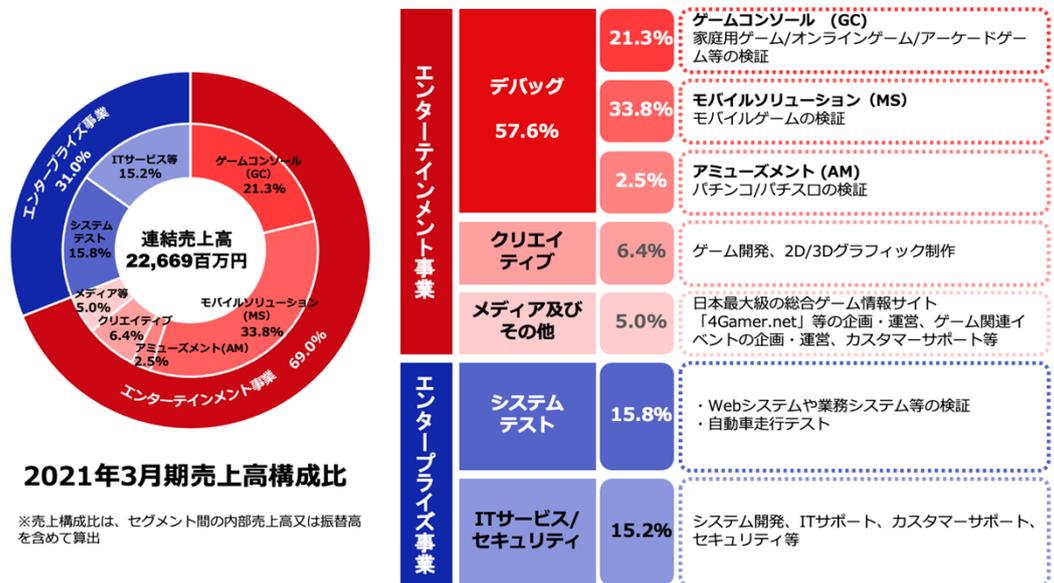
### ③ 会社概要

#### 1. 事業概要

一エンターテインメント分野のデバッグとエンタープライズ分野のシステムテストが収益の二本柱

同社はゲームソフトの不具合を検出するデバッグサービスの提供を目的に事業を開始。ソフトウェアテスト専門の草分けとして、ユニークなポジションにある。その後、エンターテインメント分野のデバッグから、エンタープライズ分野のシステムテストに事業分野を拡大。直近では、エンタープライズ事業のシステムテスト、セキュリティサービスが急成長しており、2021年3月期の売上高構成はエンターテインメント事業が69.0%、エンタープライズ事業が31.0%となっている。

#### サービス内訳



出所：同社2021年3月期 決算説明資料 (2021/5/11)

注) 2022/3期より、エンターテインメント事業のサブセグメントを変更予定

#### 2. 沿革

2001年4月、宮澤 栄一氏（現取締役会長）は、主にゲームソフトウェアの不具合を検出するデバッグサービスの提供を目的に有限会社デジタルハーツを創業した。デバッグのアウトソースビジネスの草分けの一社で、2003年10月に株式会社に改組。業績を順調に拡大し、2008年2月東証マザーズに上場。2011年2月には東証第一部への市場変更を実現した。デバッグでの実績、技術的蓄積を基に引続き事業を拡大。韓国、北米、タイに子会社を設立し、海外に展開。2013年10月、「株式会社ハーツユナイテッドグループ」を設立し、持株会社体制に移行した（2018年7月、株式会社デジタルハーツホールディングスに商号変更）。

その後、ゲームデバッグ分野以外のシステムテストやセキュリティ分野の技術蓄積を進め、エンタープライズ分野への進出を本格化。2017年6月、創業者の宮澤氏が取締役会長となり、ファーストリテイリング、ローソン等で経営者としての実績のある玉塚元一氏を社長に迎え、経営体制を刷新。「第二創業期」として、玉塚氏の下、エンタープライズ分野に集中的に経営資源を投下した。同分野に強い人材の採用、社内人材の再教育・戦力化、外部との協業等を進め、2019年8月にはソフトウェアテストの自動化に実績のある米 LOGIGEAR CORPORATION（以下、LogiGear社）を買収。同社のベトナム子会社もグループ会社とし、約400人のテス



創業者の宮澤 栄一氏  
現取締役会長

沿革表

年	月	概要
2001年	4月	有限会社デジタルハーツ 設立 主にコンソールゲームを対象とするデバッグサービスの提供を開始
2003年	10月	株式会社に組織変更
2007年	9月	Microsoft Corp. より「Xbox 360R」の推奨ゲームテスト企業認定 (AXTP) を日本企業として初めて取得
2008年	2月	東京証券取引所マザーズ市場に上場
2011年	2月	東京証券取引所市場第一部へ市場変更
	7月	韓国に連結子会社として DIGITAL Hearts Korea Co., Ltd. を設立
	10月	アメリカに連結子会社として DIGITAL Hearts USA Inc. を設立
	12月	タイに連結子会社として DIGITAL Hearts (Thailand) Co., Ltd. を設立
2012年	3月	連結子会社として株式会社 G&D を設立。ゲームソフトウェア開発のアウトソーシングサービスの提供を開始
	5月	連結子会社として株式会社デジタルハーツ・ビジュアルを設立。3Dコンテンツ制作及びそれに付帯する業務を同社より分離
	11月	Aetas株式会社の全株式を取得し子会社化。総合ゲーム情報サイト「4Gamer.nets」を運営するメディア事業を開始
2013年	10月	株式移転により純粋持株会社である「株式会社ハーツユナイテッドグループ」を設立し純粋持株会社体制へ移行
	11月	株式会社ネットワークニの株式を取得し連結子会社化
2014年	4月	株式会社プレミアムエージェンシーの株式取得及び第三者割当増資引受により連結子会社化
2015年	1月	株式会社 ZMP と合併で株式会社 ZEG 社（現持分法適用関連会社）を設立
2016年	1月	株式会社 G&D、株式会社デジタルハーツ・ビジュアル、株式会社プレミアムエージェンシーの3社を合併し株式会社フレームハーツに商号を変更
	7月	中国(上海)に連結子会社として DIGITAL Hearts (Shanghai) Co., Ltd. を設立
2017年	6月	代表取締役の異動をはじめ、経営体制を変更。エンタープライズ領域における事業拡大を加速させる「第二創業期」を開始
	10月	同社の子会社である株式会社デジタルハーツ及び株式会社ネットワークニを合併
2018年	7月	株式会社ハーツユナイテッドグループから株式会社デジタルハーツホールディングスへ商号を変更
	8月	株式会社エイネットの株式を取得し連結子会社化
	11月	ソフトウェアテスト技術者資格保有者数が国内最大規模となり、ソフトウェアテストに関する国際的な資格認定団体である International Software Testing Qualification Board (ISTQB) のパートナーシッププログラムに置いて、Platinum Partner 認定を取得
2019年	1月	韓国においてゲームデバッグ及びローカライズサービスを提供する Orgosoft Co., Ltd. の株式を取得し連結子会社化
	8月	豊富なテスト自動化ノウハウ及びテストエンジニアを有する LOGIGEAR CORPORATION の株式取得及び第三者割当増資引受により連結子会社化
	11月	ペネトレーションテストを提供する株式会社レッドチーム・テクノロジーズを設立
	12月	同社の連結子会社である株式会社デジタルハーツが LINGUITRONICS Co., Ltd. と合併で Digital Hearts Linguitronics Taiwan Co., Ltd. を台湾に設立
2021年	3月	中国ゲームメーカーに対するアジア圏でのマーケティング支援を行う Metaps Entertainment Limited の株式を取得し、子会社を含め計8社を連結子会社化
2021年	5月	ITリソースサポート事業を展開する株式会社アイデンティティの株式を取得し連結子会社化

注) 2013年10月までは、株式会社デジタルハーツ（株式移転完全子会社）の沿革  
出所：同社有価証券報告書よりSESSA パートナース作成

トエンジニア集団を傘下に収めた。

また、エンターテインメント分野において海外事業展開を加速するために、中国ゲームメーカーに対するアジア圏でのマーケティング支援を行う Metaps Entertainment Limited（以下、ME社）を株式会社メタップスより買収。ME社、及びその傘下にある子会社を加えた8社を連結子会社とした。エンターテインメント事業においては、国内市場が成熟化する中、海外展開を進めることにより同分野での一層の成長を図ることを計画している。

第二創業期の推進による事業構造改革が進捗した結果、第二創業期は2021/3期をもって完了し、既述の通り新たな成長に向けた中期経営ビジョンを策定。22/3期以降は新経営体制の下、引き続きエンタープライズ事業を中心に成長を加速し、24/3期に売上高500億円を目指す。

### 3. グループ概要

同社グループは、純粋持株会社である株式会社デジタルハーツホールディングスの下に、事業会社である株式会社デジタルハーツを始めとした連結子会社24社、非連結子会社1社、関係会社1社で構成（2021年6月末時点）。株式会社デジタルハーツが、連結売上高中、8割以上を占め中核となっている。海外子会社には、エンタープライズ分野強化のために、19年8月に買収した、LogiGear社（米）と、そのオフショア開発拠点であるベトナム子会社、また、2021年3月に子会社化したMEグループ（現 DIGITAL HEARTS CROSS Marketing and Solution Limitedと傘下の子会社）が含まれる。

同社のエンターテインメント事業のデバッグの中心となるのは約8,000名のテスターであり、その活動拠点として国内に13のLab.\*を抱えている。業容拡大に合わせてLab.の新設、増床を行ってきたが、感染症拡大防止のためのリモートデバッグ導入による在宅推進や、全国に展開するLab.の統廃合など、デバッグ業務の効率化も進めてきた。

\*Lab.：デバッグをするための作業拠点。顧客の知的財産を保護するための、高度なセキュリティを備える

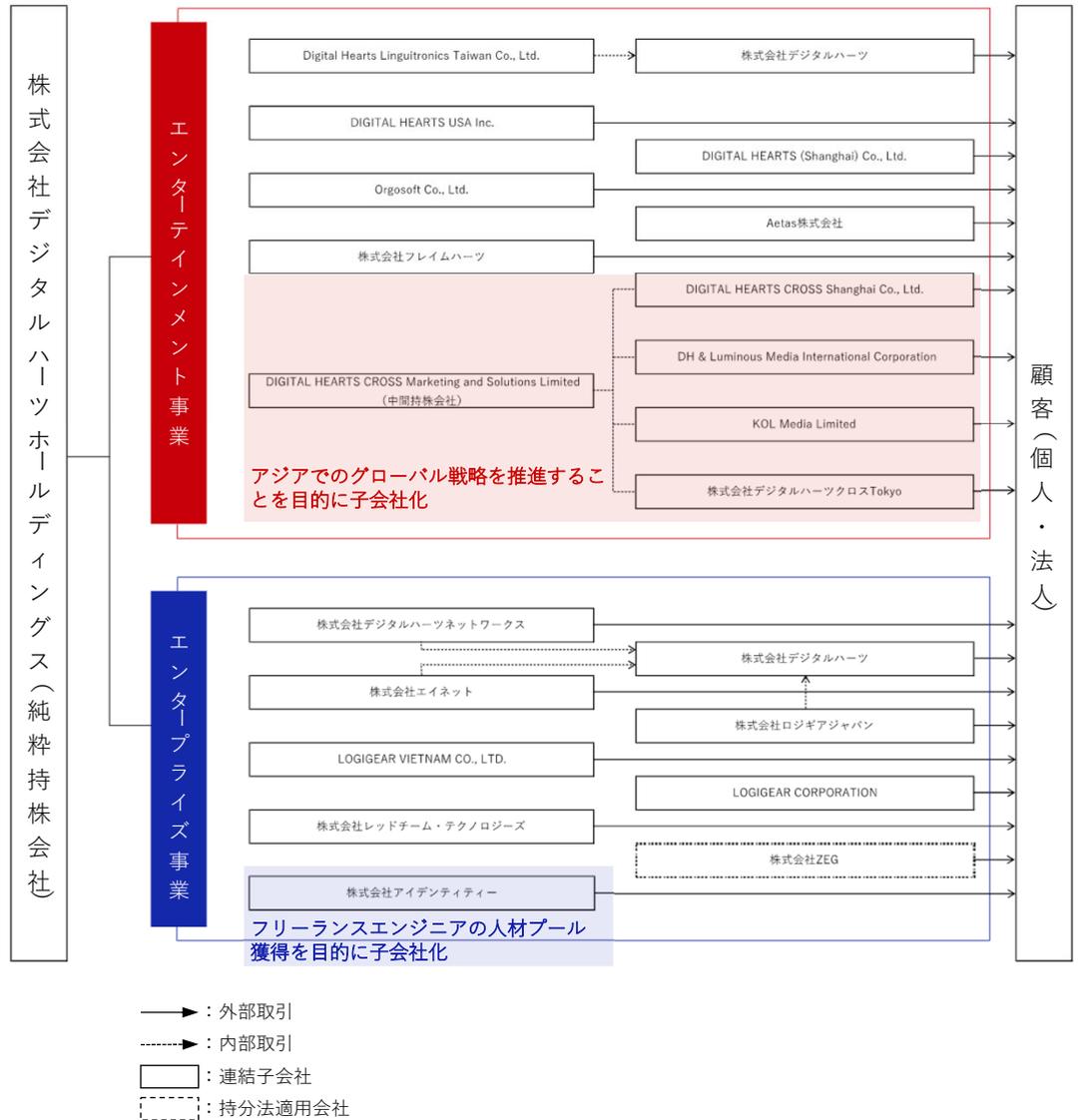
#### 国内事業拠点（Lab.）：

Lab.での作業風景



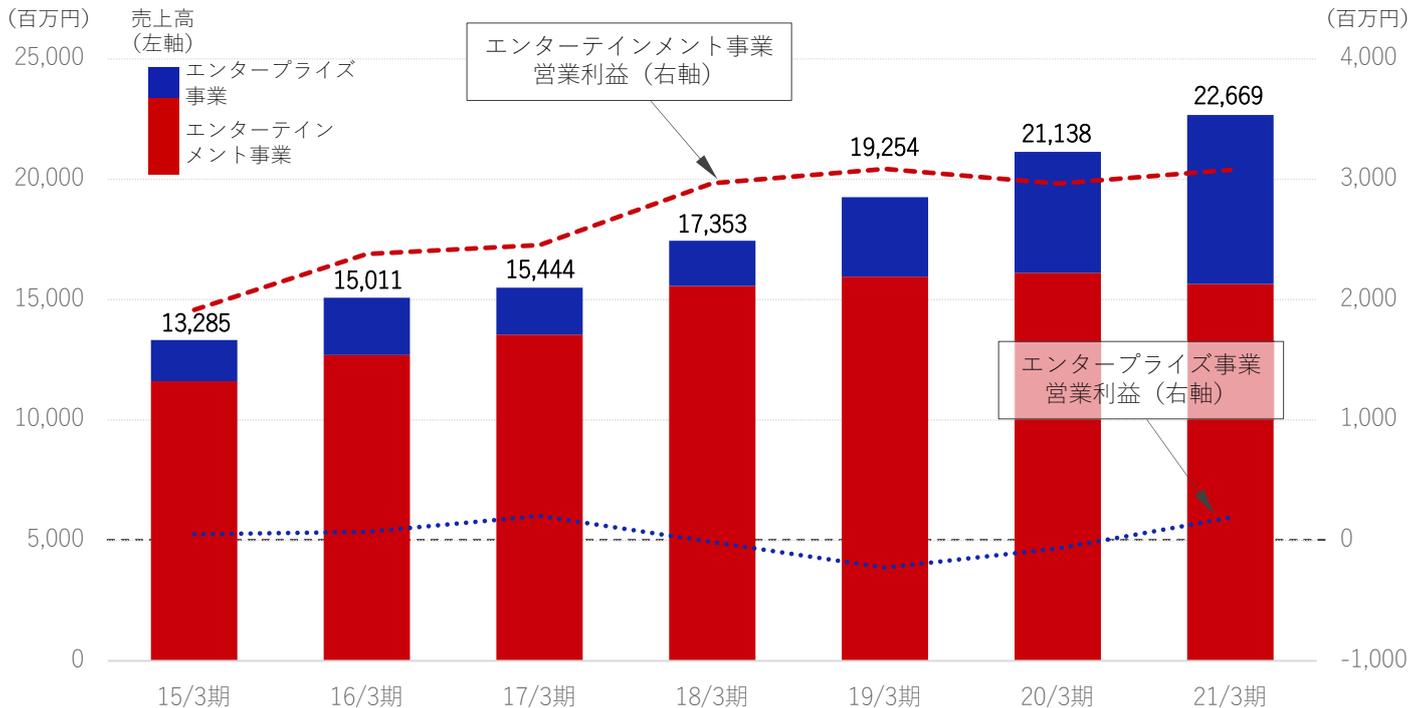
出所：同社資料より SESSA パートナーズ作成

主なグループ会社概要



出所：同社資料より SESSA パートナーズ作成

## 売上高・営業利益の推移



出所：同社資料より SESSA パートナーズ作成

### 4. サービス内容と特色

#### 1) エンターテインメント事業

エンターテインメント事業は同社の祖業で、コンソールゲーム向けのデバッグサービスから事業を開始した。当時はゲームのデバッグを外部企業に委託する慣習は無かったが、同社はデバッグに特化しノウハウを蓄積、技術を磨きあげるにより大手の顧客から高い評価を獲得。第三者によるデバッグの有用性、高い費用対効果を証明した。Nintendo、SONY PlayStation などのビデオゲームのプラットフォームの普及に伴い多くの企業がゲーム開発自体に参入したが、ゲーム開発は投下資本が大きくかつ当たり外れのリスクが高いことを考えると、他社が注目しなかった分野であるデバッグに特化したことが、ソフトウェアサービス市場において同社をユニークな存在としてきた。その後、家庭用ゲーム機器に加えて、パチンコ・パチスロ、近年急拡大したモバイルデバイス向けのゲーム／アプリのデバッグへと業務範囲を拡大した。

エンターテインメント事業は、a) デバッグ、b) クリエイティブ、c) メディア及びその他、により構成される。

#### a) デバッグ

デバッグサービスは、発売前のソフトウェア上の不具合をチェックし顧客に報告するサービス。通常の手順で操作し想定どおりに動くかどうか、あるいは想定外の操作をして不具合が出ないか等を細かくチェックする。同社はバグの修正は担当しない。開発者の目線では気づきづらいゲームソフトに潜む不具合を、ユーザー目線で見つけ出すのが同社の強みである。また、デバッグに関する数多くのノウハウを蓄積すると共に、それぞれ得意分野の異なるテスターを多く抱えることにより、クライアントのニーズ（ゲームでも、RPGやスポーツ、カーレースなど、種類によって必要とされるスキルセットが異なる）に柔軟に対応することを可能としている。

エンターテインメント事業サービス別収益動向

(単位：百万円)

決算期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	CAGR 15/3-21/3
売上高	13,285	15,011	15,444	17,353	19,254	21,138	22,669	9.3%
前年比	31.0%	13.0%	2.9%	12.4%	11.0%	9.8%	7.2%	
エンターテインメント事業	11,609	12,696	13,544	15,568	15,951	16,115	15,647	5.1%
前年比	24.0%	9.4%	6.7%	14.9%	2.5%	1.0%	-2.9%	
売上構成比	87.4%	84.6%	87.7%	89.7%	82.8%	76.2%	69.0%	
デバッグ	9,430	10,454	11,524	13,186	13,103	13,823	13,058	5.6%
前年比	11.8%	10.9%	10.2%	14.4%	-0.6%	5.5%	-5.5%	
売上構成比	71.0%	69.6%	74.6%	76.0%	68.1%	65.4%	57.6%	
ゲームコンソール	3,604	3,449	3,483	4,174	4,356	4,709	4,830	5.0%
前年比	6.3%	-4.3%	1.0%	19.8%	4.4%	8.1%	2.6%	
売上構成比	27.1%	23.0%	22.6%	24.1%	22.6%	22.3%	21.3%	
モバイルソリューション	3,554	4,994	6,262	7,399	8,172	8,173	7,653	13.6%
前年比	33.9%	40.5%	25.4%	18.2%	10.4%	0.0%	-6.4%	
売上構成比	26.8%	33.3%	40.5%	42.6%	42.4%	38.7%	33.8%	
アミューズメント	2,272	2,012	1,778	1,612	775	939	573	-20.5%
前年比	-4.9%	-11.4%	-11.6%	-9.3%	-51.9%	21.2%	-38.9%	
売上構成比	17.1%	13.4%	11.5%	9.3%	4.0%	4.4%	2.5%	
クリエイティブ	1,675	1,729	1,465	1,743	1,891	1,226	1,449	-2.4%
前年比	279.0%	3.2%	-15.3%	19.0%	8.5%	-35.2%	18.2%	
売上構成比	12.6%	11.5%	9.5%	10.0%	9.8%	5.8%	6.4%	
メディア及びその他	504	512	554	638	956	1,066	1,139	16.2%
前年比	4.3%	1.6%	8.2%	15.2%	49.8%	11.5%	6.9%	
売上構成比	3.8%	3.4%	3.6%	3.7%	5.0%	5.0%	5.0%	
営業利益	1,517	1,963	1,906	1,735	1,605	1,394	1,908	3.9%
前年比	-14.8%	29.4%	-2.9%	-9.0%	-7.5%	-13.1%	36.9%	
営業利益率	11.4%	13.1%	12.3%	10.0%	8.3%	6.6%	8.4%	
エンターテインメント事業	1,915	2,379	2,453	2,966	3,086	2,964	3,077	8.2%
前年比	--	24.2%	3.1%	20.9%	4.0%	-4.0%	3.8%	
セグメント営業利益率	16.5%	18.7%	18.1%	19.1%	19.3%	18.4%	19.7%	

出所：同社資料より SESSA パートナース作成

加えて、海外のゲームタイトルの翻訳やLQA等も提供している。

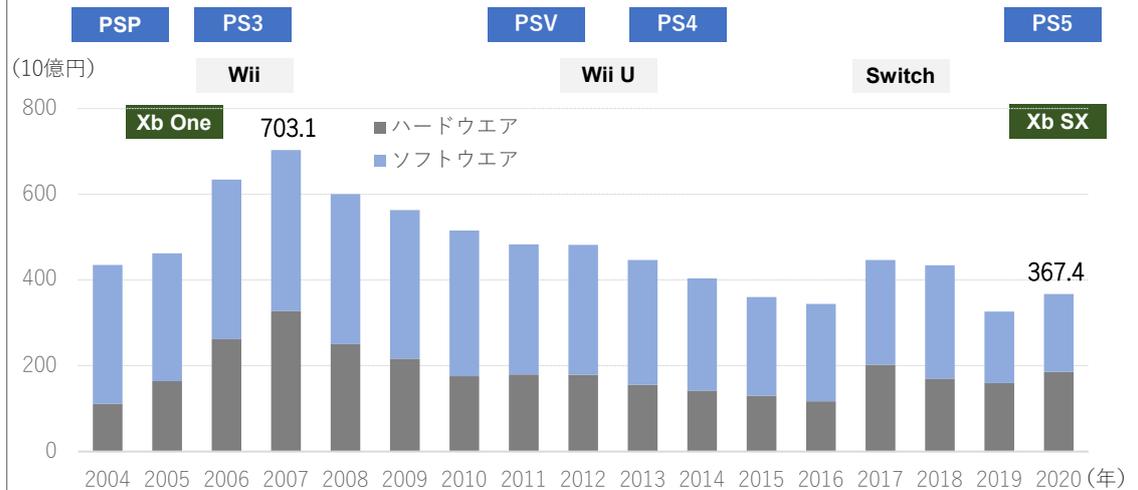
デバッグは更に、i) ゲームコンソール (GC：家庭用ゲーム／オンラインゲーム／アーケードゲーム等の検証)、ii) モバイルソリューション (MS：モバイルゲームの検証)、iii) アミューズメント (AM：パチンコ／パチスロの検証) に分けられる。

i) ゲームコンソール

主にNintendo、SONY PlayStation、Microsoft Xboxの系統の家庭用ゲーム、オンラインゲーム、アーケードゲーム等の検証。同社のデバッグ業務の源となったサービス。2020年の家庭用のゲーム機の国内市場規模は3,674億円。同市場は2007年の7,031億円をピークに減少しており、ほぼ成熟化したマーケットと言える。新型のハードウェアが投入されると、その機器に対応した新しいゲームタイトルが発売され市場が拡大する傾向にある。また感染症下、巣籠もり消費が増加しているが、エンターテインメントに費やした時間についての調査においても、家庭用ゲーム機によるゲームの時間を増やしたという回答が5割近くでトップとなっており、追い風といえるだろう。(次頁上図参照)

コンソールゲームのデバッグにあたっては、発売前のタイトルは機密性が高く、厳密なセキュリティの整備が必須で、またデバッグ専用機材を購入するにもライセンスが必要である。そのためクライアントとの信頼関係が極めて重要で、そのことが新規企業への参入障壁となっている。また近年、ハードウェアの高機能化 (GPUの高速化による高精細な3DCGやVR、等) に加え、ゲームのオンライン化

国内家庭用ゲーム市場規模推移



出所：「ファミ通」等より SESSA パートナース作成

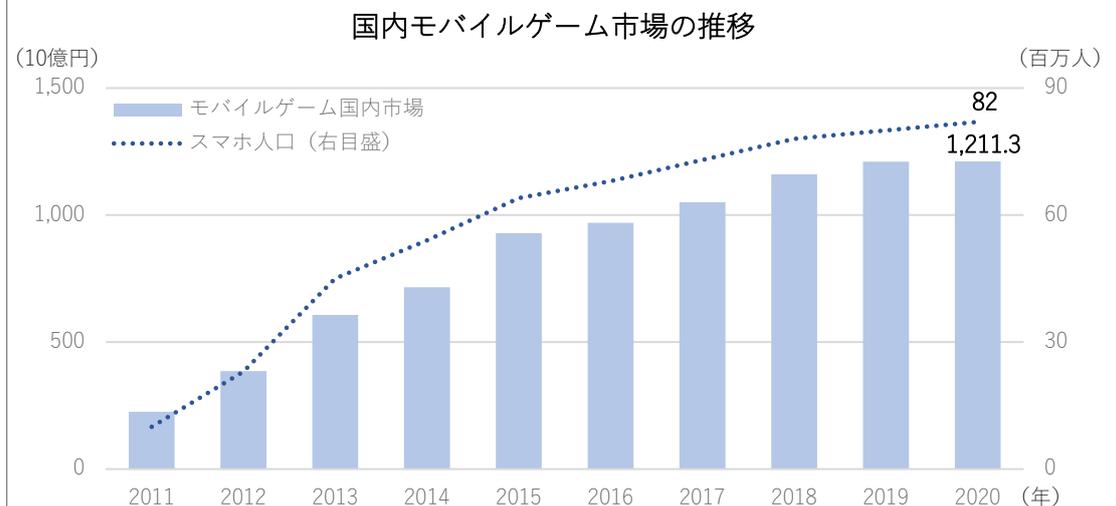
等により開発には多額の資金と多くの優秀な人材が必要となっており、開発会社はゲームの開発自体に集中し、デバッグは同社を始めとした外部のデバッグ専門に任せるのが一般的となっている。

このような高度なクライアントのニーズに応えることが出来るのは、国内では実質、同社及び競合であるポルトゥウィン株式会社（ポルトゥウィン・ビットクルーホールディングス（TSE1: 3657）の子会社）に絞られている。同社のゲームコンソールのサービスは、ゲーミングデバッグのリーディングカンパニーとして、外注ニーズを的確に取り込むことにより安定的な成長を示している。15/3期～21/3期のCAGRは5.0%。

ii) モバイルソリューション

家庭用ゲーム機が登場したのは1980年代であり、前述の通り市場自体は既に成熟化しているが、スマートフォン、タブレット等のモバイル端末での使用を前提としたモバイルゲーム、アプリの市場が誕生したのは、初代 iPhoneの発売以降（日

国内モバイルゲーム市場は1兆円を突破



出所：総務省「情報通信白書」、 「ファミ通ゲーム白書」より SESSA パートナース作成

本ではiPhone 3G発売の2008年以降)。この10年間にスマートフォンの普及率は8割に達し、スマホやタブレット端末上でのゲーム、ソーシャルゲームの市場も急成長、日本のスマホゲーム市場は2017年には1兆円を突破した。しかしながら、モバイルゲーム市場でも直近、変化の兆しがみられる。2011~17年のCAGRは約30%であったが、2017年以降の平均成長率は5%程度にとどまっている。これは、スマートフォンが登場した当時はエンターテインメントのアプリとしてはゲームが主流で急成長したが、近年ではSNSや画像・動画の共有サイト、あるいは動画配信サービスなど、様々なコンテンツが登場したことにより、相対的にゲームに費やす時間が減ったことによるものと推察される。

モバイルソリューションと従来のゲームコンソールとの違いは、オンラインによる継続的なアップデートにより機能拡張やバグの修正が容易なこと。従って、ゲームコンソールのデバッグサービスはタイトルが発売されると同時に終了するのに対し、モバイルソリューションは継続的なビジネスに繋がりがやすい。同社は従来からのデバッグサービスでのノウハウを活用し、モバイルソリューションでも有力な顧客を獲得、急拡大してきた(18/3期までの4年間のCAGR=29%)。しかしながら、上記の市場環境の変化から直近では成長が鈍化。21/3期はマイナス成長となっており、今後の動向には注意が必要だ。

iii) アミューズメント

アミューズメント部門は、パチンコ・パチスロ機器向けのデバッグサービス。娯楽としてのパチンコ・パチスロは昭和の時代と異なり様々なレジャーの選択肢が広がる中、一部の根強いファンはいるものの長期的に下降傾向にある。パチンコの参加人口はピークの3000万人から2019年には890万人まで減少。パチンコ関連の市場規模も一時30兆円と言われたが、現在では20兆円まで縮小している(出所、(財)日本生産性本部「レジャー白書2020」)。

その結果、パチンコ関連機器市場の規模も縮小傾向で、2012年の1兆3772億円をピークに2019年には6,365億円とほぼ半減している。2018年2月にはギャンブル依存症対策に対応した規制強化が導入されており、アミューズメント機器市場をめぐる環境は厳しい。アミューズメントが同社の売上高全体に占める比率は一時は2割を超えていたが、直近では3%以下にまで落ち込んでおり、近々回復を期待するのは難しいだろう。

遊技機市場も縮小傾向



出所：矢野経済研究所「2020年版 パチンコ関連メーカーの動向とマーケットシェア」

b) クリエイティブ

クリエイティブサービスは、ゲーム開発や2D/3Dグラフィック制作等、コンテンツ制作におけるクリエイティブ領域全般にわたる制作サポートを提供している。子会社のフレームハーツが、ファイナルファンタジーやポケモンといったシリーズの大手ゲームメーカーの作品の一部UI、キャラクターデザイン等を手掛ける。また、中国など一部海外向けにもサービスを提供している。同サービスを通じて、顧客とのエンゲージメントを高めることを狙いとしているが、顧客からの開発の依頼の状況により、収益は大きく左右される傾向にある。

c) メディア及びその他

メディア及びその他のサービスは、日本最大級の総合ゲーム情報サイト「4Gamer.net」等を子会社のAetasが運営、さらにカスタマーサポートサービスを子会社のデジタルハーツが提供している。ここ数年は日本での中国製ゲームの伸長に伴い、中国ゲームメーカーからの受注が伸びている。クリエイティブサービス同様、ゲーム関連のサポートを提供することによる顧客エンゲージメントを狙っている。情報の質を上げメディアとしての価値を高めるとともに、カスタマーサポートにも注力し収益の拡大を図っている。

2) エンタープライズ事業

エンタープライズシステムを対象としたシステムテスト及び受託開発サービス、保守、運用支援等のITサポート、セキュリティ等のサービスを提供する。

同社はエンターテインメント事業において、ゲームの不具合検出に関する様々な知見やノウハウを蓄積してきたが、それらを活用し、新たな成長機会を拓けるべく、エンタープライズ分野に進出、事業を拡大してきた。エンタープライズ分野のシステムテストはエンターテインメント分野と顧客層が大きく異なり、また、より高いレベルでのシステム検証の知識・技術が求められるため、同分野に大きく経営資源をシフトし様々な投資を行ってきた。

エンタープライズシステムの開発は、社会のICT化、企業の競争力の確保・強化に加え、近年では特にDXへの変革が緊急の課題として認識されつつあり、社会的

エンタープライズ事業サービス別収益動向

(単位：百万円)

決算期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	CAGR 15/3-21/3
売上高	13,285	15,011	15,444	17,353	19,254	21,138	22,669	9.3%
前年比	31.0%	13.0%	2.9%	12.4%	11.0%	9.8%	7.2%	
エンタープライズ事業	1,713	2,382	1,952	1,878	3,302	5,022	7,021	26.5%
前年比	114.7%	39.1%	-18.1%	-3.8%	75.8%	52.1%	39.8%	
売上構成比	12.9%	15.9%	12.6%	10.8%	17.1%	23.8%	31.0%	
システムテスト	380	681	778	1,084	1,395	2,414	3,581	45.3%
前年比	5.6%	79.2%	14.2%	39.3%	28.7%	73.0%	48.4%	
売上構成比	2.9%	4.5%	5.0%	6.2%	7.2%	11.4%	15.8%	
ITサービス・セキュリティ	1,333	1,701	1,193	808	1,907	2,608	3,439	17.1%
前年比	204.3%	27.6%	-29.9%	-32.3%	136.0%	36.8%	31.9%	
売上構成比	10.0%	11.3%	7.7%	4.7%	9.9%	12.3%	15.2%	
営業利益	1,517	1,963	1,906	1,735	1,605	1,394	1,908	3.9%
前年比	-14.8%	29.4%	-2.9%	-9.0%	-7.5%	-13.1%	36.9%	
営業利益率	11.4%	13.1%	12.3%	10.0%	8.3%	6.6%	8.4%	
エンタープライズ事業	50	71	203	(14)	(226)	(67)	188	--
前年比	--	42.0%	185.9%	--	--	--	--	
セグメント営業利益率	2.9%	3.0%	10.4%	-0.7%	-6.8%	-1.3%	2.7%	

出所：同社資料より SESSA パートナーズ作成

ニーズは極めて高い。一方で、わが国では特にSE、プログラマーといったIT人材不足が深刻化している。その結果、大手のコンピュータ、家電、自動車等の製造業、あるいはSIer等では自社内のエンジニアを主要な開発に充てて開発力を維持し、システムテストを外注に出す動きが加速している。システムエンジニアの多くは開発への志向が強く、テスト（検証）には興味が向かない傾向もある。また、ソフトウェアの品質保証には開発とは別のスキルが求められるため、より高い品質を確保するためにはソフトウェアテスト専門の第三者の目で検証した方が効果的ともいえる。

同社ではエンターテインメント事業でのデバッグを行うテスター約8,000名を抱えているが、そのテスターの中からエンタープライズのテストエンジニアとしてのセンスを有する人材を発掘、教育することにより、顧客に提案力のあるエンジニアに引き上げている。エンタープライズ分野へシフトするのに際し、この人材プールが同社の大きな優位点となっている。人材の質を高める一環として、JSTQB\*の検定取得等を推進しており、同社の子会社であるデジタルハーツ社はPlatinum Partnerになると共に、エンジニア343名がJSTQBの認定資格を保有している（2021年3月末）。

一方、人材の育成には時間を要するため、M&A、協業等による戦力強化も並行して進めており、LOGIGEAR CORPORATIONの子会社化もその戦略に沿ったもの。

更に、同分野に実績のある外部の高度人材の採用等も積極化。テックリード人材として、CTOに城倉 和貴氏（元合同会社 DMM.com CTO）、CTSO（Chief Testing Solution Officer）に高橋 寿一氏（ソフトウェアテストの博士号を有し、Microsoft、SAP、ソニー等で要職を歴任）、技術顧問に藤原 大氏（メルカリ、楽天でアジャイル開発の立上げ、支援等を歴任）等のスーパーエンジニアを体制に加え、エンタープライズ領域での知見、人的ネットワークを強化している。

a) システムテスト

主にエンタープライズシステムの不具合を検出するサービスを提供。具体的なサービスとしては、開発工程におけるテストコンサルティング、機能テスト・性能テスト・ユーザーテスト・セキュリティテスト等の各種テストの実行、運用管理、評価改善といった継続的なテストを提供している。

エンタープライズ分野におけるM&A、業務提携など

年月	企業	内容
2021年6月	アイデンティティー買収	IT人材のマッチングサービスを展開し、登録者数は1.1万人。同リソースの活用を図る
2021年3月	TPP SOFT, JSC 設立	LOGIGEAR VIETNUMとTP&P Technologyの合併会社。システム開発からソフトウェアテストまでを提供
2021年3月	MK Partners 子会社化	LogiGearがMK Partnersの61.2%の株式取得。Salesforce関連のサービス体制を強化
2019年11月	レッドチーム・テクノロジーズ設立	サイバーセキュリティに対応したエシカルハッカーサービスを提供
2019年8月	LogiGearグループ買収	・シリコンバレーで創業25年の実績を有するシステムテストの最先端企業 ・独自のテスト自動化ツールを保有 ・ベトナムに約400名の自動化エンジニアが在籍
2018年8月	バルテスと業務提携	エンタープライズ分野に強いバルテス社との提携を通じて、テストエンジニアの早期育成を目指す
2018年8月	エイネットを子会社化	医療機器検証に強いテスト事業を展開
2017年7月	HEROZと資本業務提携	ソフトウェア検証におけるAIを活用したサービス開発

出所：同社資料より SESSA パートナーズ作成

\*JSTQB: 日本におけるソフトウェアテスト技術者資格認定の運営組織で、各国のテスト技術者認定組織が参加しているISTQBに加盟。



写真左から、CTSO 高橋氏、技術顧問 藤原氏、CTO 城倉氏

2017年以降、同分野を強化するにあたり、新規顧客の開拓と併せて1社あたりの取引規模の拡大を推進してきた。その結果、システムテストの売上高は 2018/3期 1,084百万円 → 2021/3期 3,581百万円と、3年間にCAGR 49%で急拡大した。

b) ITサービス・セキュリティ

ITサービス・セキュリティサービスでは、システムの受託開発、ITサービスに加えて、近年一層重要性が増しているセキュリティに関連したサービスを提供。比較的新しいサービス分野であるため、外部との協業等を活用し同分野でのサービスを構築・強化している。

セキュリティ関連のサービスとしては、セキュリティ侵害を検知し解析・対応するDH-MDR、専門人材による同社独自のセキュリティ監視チームが提供するDH-SOC、システムの脆弱性診断などがあげられる。また、2019年11月、レッドチーム・テクノロジーズを設立し、米国のSynack社が提供する世界トップレベルのエシカルハッカーが擬似のサーバー攻撃を行うことで脆弱性を検出するクラウドソース・ペネトレーションテストサービスの販売体制を強化した。

ITサービス・セキュリティの売上はシステムテスト同様、高い成長を示しており、特にセキュリティ分野は今後も大きな成長が期待できよう。

\*ソフトウェアテスト：ここでは、エンターテインメント、エンタープライズ両分野におけるテスト（検証）を含んでいる。なお、同社では、前記の通り、エンターテインメント分野の検証をデバッグ、エンタープライズ分野の検証をシステムテストとして区別している

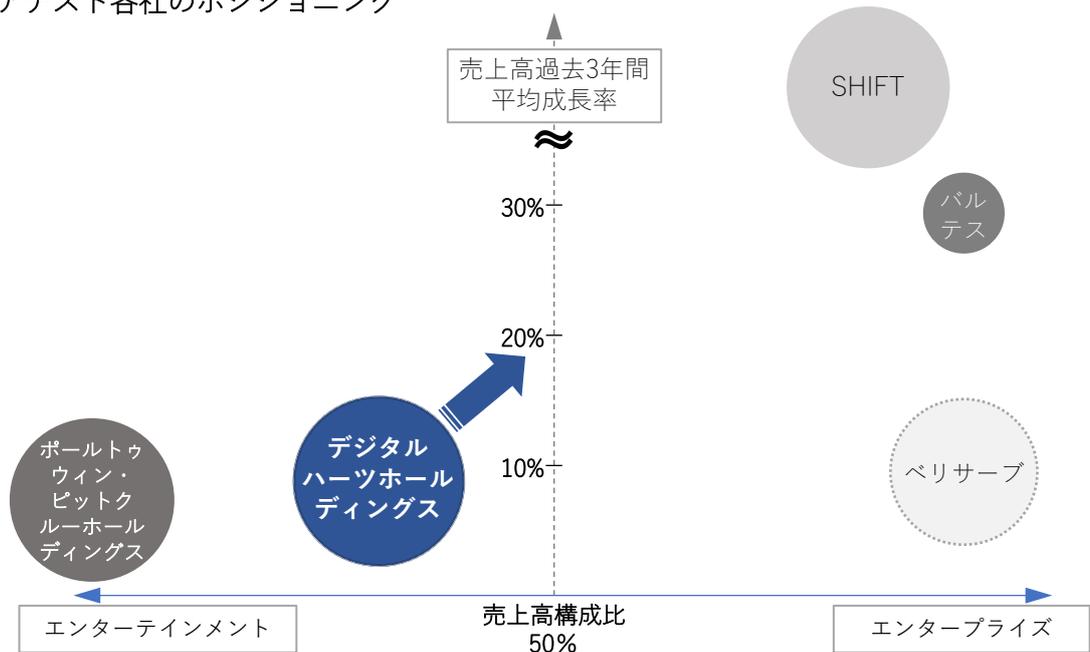
④ 市場分析

1. ソフトウェアテスト\*市場の主要プレーヤーと競合分析

ソフトウェアテスト専門大手5社は以下の通り。

- a) デジタルハーツホールディングス (TSE1: 3676)
- b) ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス (TSE1: 3657)
- c) SHIFT (TSE1: 3697)

ソフトウェアテスト各社のポジショニング



注：各社の有価証券報告書等を参考に作成。ポールトゥウィンは、ポールトゥウィン・ピットクルーホールディングスのデバッグ・検証事業のデータ。円のサイズは直近期の売上高に比例  
出所：各社有価証券報告書、資料等より SESSA パートナーズ作成

d) バルテス (TSEM: 4442)

e) ベリサーブ (非上場)

各社の基本データ・特徴は、前頁図及び下表を参照。

前頁図は、ソフトウェアテスト各社のポジショニング。エンターテインメント分野は、同社とポルトゥウインの2社でほぼ寡占。同社はゲームコンソールに強みを有するが、ポルトゥウインはアミューズメントを得意とする傾向にある。既述の通り、エンターテインメント市場は安定成長市場であるため、エンタープライズを主力とする他3社と比較すると、成長性では低い傾向にある。

一方、エンタープライズのシステムテストは、同分野のソフトウェアテストのアウトソーシングニーズの増大により、高い成長率を示している。エンタープライズ分野を主力とする大手上場企業として、SHIFT、バルテス があげられる。

SHIFTは売上の90.5%がエンタープライズで、エンターテインメントが9.5% (20/8期)。2009年よりソフトウェアテスト事業を開始し、積極的なM&Aや大量の人員採用により、事業を急速に拡大している。

バルテスは2019年5月に東証マザーズに上場。エンタープライズ分野に特化しており、近年では上流工程まで遡り付加価値の高いサービスを提供している。

ベリサーブは2019年4月、SCSK株式会社 (TSE1:9719) のTOBによりSCSKの100%子会社となり上場廃止となった。エンタープライズ中心で、特に自動車業界に強い。CSK (現SCSK) の事業部の時代から40年近い歴史があり、その技術力は高い評価を受けている。

ソフトウェアテスト各社比較

(単位：百万円)

コード	3676	3657	3697	4442	非上場
会社名	デジタルハーツホールディングス	ポルトゥウイン・ピットクルーホールディングス	SHIFT	バルテス	ベリサーブ
決算期	2021/3	2021/1	2020/8	2021/3	2021/3
売上高	22,669	26,729	28,712	5,262	15,006
3年間成長率	9.3%	6.3%	52.0%	28.9%	9.3%
営業利益	1,908	3,218	2,353	345	1,286
3年間成長率	3.2%	12.7%	81.9%	103.4%	-6.0%
営業利益率	8.4%	12.0%	8.2%	7.1%	6.7%
期末従業員数 (人)	1,431	2,276	2,958	646	1,286
3年間成長率	24.0%	15.3%	45.2%	40.7%	17.5%
従業員一人当売上高	15.842	11.743	9.706	12.728	12.230
特徴	エンターテインメント向けではゲームコンソールに強い。エンタープライズが第二の収益の柱に成長。ISTQB Platinum Partner	子会社のポルトゥウインが、エンターテインメント向けのデバッグサービスを提供。アミューズメント系に強い	エンタープライズ向けが中心。積極的なM&Aにより急速に事業を拡大中。エンターテインメント向けの売上高も約10%	エンタープライズ向けのソフトウェアテスト専門。流通、小売、組込み分野に実績。ISTQB Global Partner	'80年代より、ソフトウェアテスト提供の実績。エンタープライズ専門。特に自動車向けが売り上げの半分以上を占める。ISTQB Platinum Partner

注：各社の有価証券報告書等。ポルトゥウイン・ピットクルーホールディングスには、ソフトウェアテスト以外のセグメントも含まれるため、上図の売上高平均成長率とは異なる

出所：各社有価証券報告書、資料等より SESSA パートナース作成

ソフトウェアテスト市場における、同社のポジショニングはP20の図の通りだが、エンターテインメント事業での安定的な収益をベースに、「第二創業期」を通じてエンタープライズ事業に経営資源を投下した結果、同事業の売上構成が3割を超え、急拡大するエンタープライズ市場の成長の取り込みに成功している。

## 2. エンタープライズシステムのテスト市場規模

### 1) ソフトウェアの品質管理とアウトソーシング

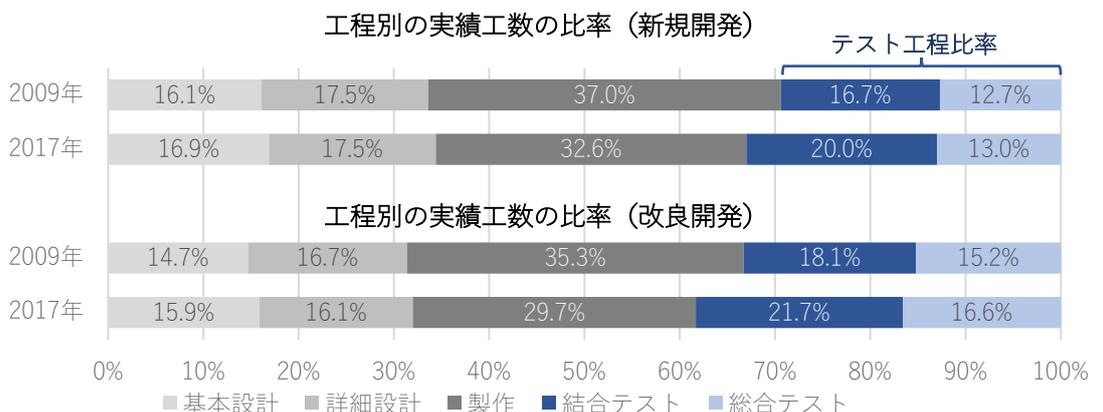
ソフトウェアのバグを完全に無くすことは、ほぼ不可能と言える。近年のようにコードのステップ数が膨大になり、かつ必然的にネットワークとも繋がるようになると、コードミスの無い完璧なシステムを構築するのは一層困難になる。社会インフラに関わるようなシステムで問題が起きた場合、その影響は計り知れない。直近でも、度重なる金融機関のシステム障害が大きな問題となり、またジェット旅客機のソフトウェアのバグにより多くの人命が失われる等、様々な問題が生じている。今後、ソフトウェアの品質を高めるために、より緻密なシステムテストのニーズが増大することは言を俟たない。

ソフトウェアの開発にあたっては、ソフトウェア開発会社が顧客の要求に沿って、要件定義→基本設計→詳細設計→コーディングを進め、それぞれのステップに応じた検証を社内で行い、顧客に納品するのが一般的である。しかしながら、ソフトウェアのコードが膨大になるとバグの発生の可能性も高くなるため、品質管理が一層重要な課題となってくる。テストのための解析ツールも開発されてきたが、最終的には人によるチェックは不可欠である。

一方、ソフトウェア技術者の不足は深刻化しており（正確にはエンジニアの有する技能と市場で必要とされる技術とのミスマッチも大きい）、ソフトウェア開発会社ではテストまで手が回らないという事態も生じてきた。そのような状況の中で、ソフトウェアテスト専門の企業がソフトウェアの不具合検証サービスをアウトソーシングで提供し事業を拡大している。

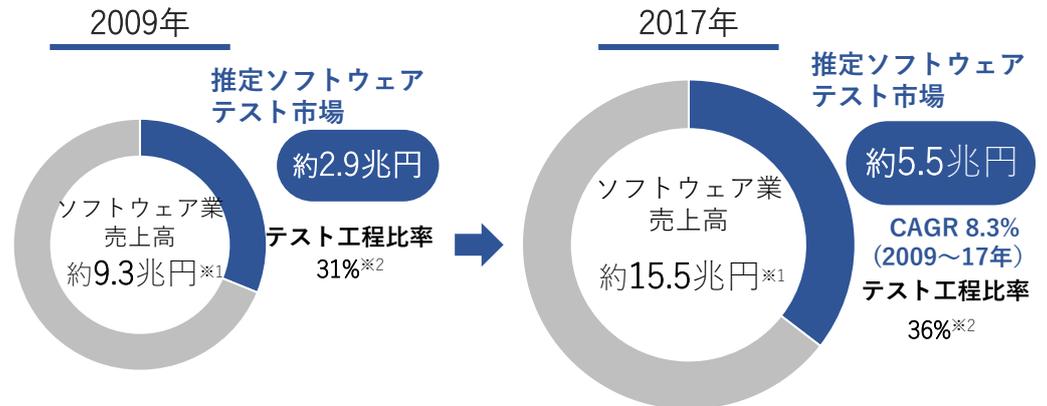
### 2) 市場規模推計～大きな成長可能性を示唆

ソフトウェア開発データ白書によれば、ソフトウェア開発に関わる工程別の比率は下図の通り。2017年の工程別の実績工数におけるテスト工程比率（結合テスト及び総合テストの合計）は新規開発、改良開発の平均で、全体の36%の工数を占め、2009年の31%から上昇している。ソフトウェア業の売上は2009年の9.3兆円から、2017年には15.5兆円に拡大しており、ソフトウェアのテスト工程比率を掛けることにより、2017年のソフトウェアテスト市場規模は約5.5兆円と推計される



出所：独立行政法人 情報処理推進機構（IPA）「ソフトウェア開発データ白書 2018-2019」及び「ソフトウェア開発データ白書 2010-2011」より、SESSA パートナーズ作成

日本のソフトウェアテスト市場推計



出所：※1 総務省・経済産業省「情報通信業基本調査」  
 ※2 独立行政法人 情報処理推進機構 (IPA) 「ソフトウェア開発データ白書 2018-2019」及び「ソフトウェア開発データ白書 2010-2011」  
 よりSESSA パートナーズ作成

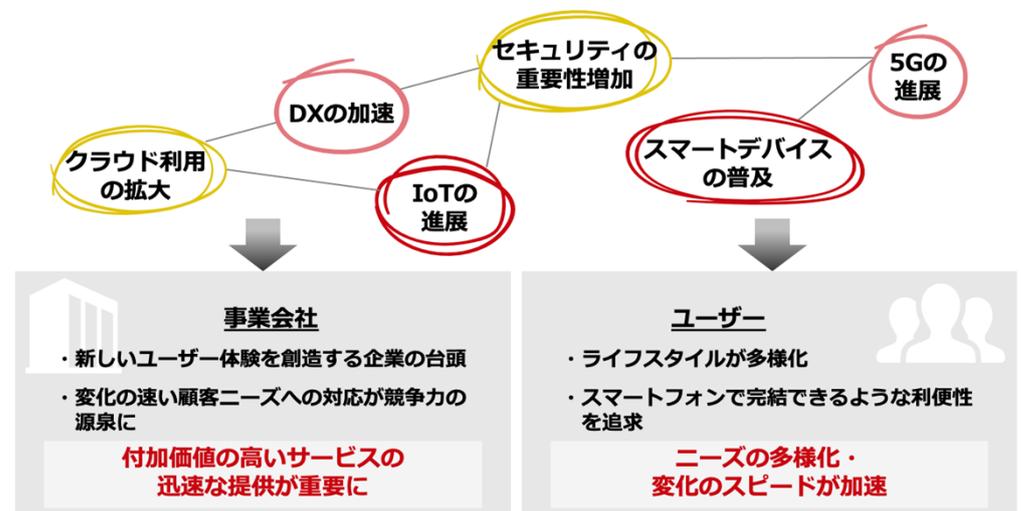
(2009~17年のCAGR 8.3%)。現状ではこのほとんどがメーカー、通信事業者、Slerなどの自社内で行われている。今回とりあげたソフトウェアテスト企業5社の売上高を単純に合計しても1,000億円に満たず、市場の1~2%程度。また、米国等の事例を参考にすると、このテスト工程が全てアウトソーシングされることはなく、多く見積もっても3~4割だといわれているが、現在の各社の売上規模と比較しても、成長余力は極めて大きいといえよう。

3) ソフトウェアテスト市場を巡る事業環境の変化

DXの進展の加速化を始めとしたソフトウェア開発市場の様々な変化により、ソフトウェアテスト市場も対応が求められている。同社では、従来のSler的なトラディショナルな開発手法から、特にアジャイル型の開発手法に注目している。従来の、要件定義→設計→実装→テスト→運用といったウォーターフォール型のソフトウェア開発は基幹システム等では継続されるだろうが、今後より一層需要が高まる

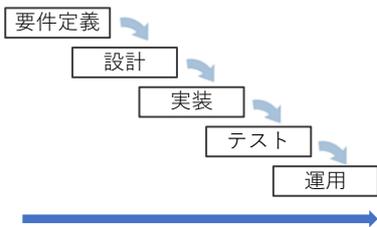
変化するソフトウェアテスト市場環境

デジタル化時代を勝ち抜くためには製品の品質・安全性はもちろん変化の速い顧客ニーズに柔軟に対応できる“アジリティ”がこれまで以上に重要に

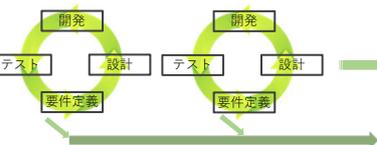


出所：同社2021年3月期3Q 決算説明資料 (2021/2/9)

従来型の開発手法  
(ウォーターフォール開発)



アジャイル型の開発手法



株価チャート



出所：SPEEDAよりSESSA パートナース作成

と予想されるWebアプリ、スマートフォンアプリの開発などには、機能毎に要件定義→設計→実装→テストを繰り返す（イテレーション）アジャイル開発が適応性が高く、多く採用されると見込まれている。

⑤ 株式情報、等

1. 株価推移

同社株価は、5月11日の増収増益決算発表を受け、翌12日に年初来高値を更新。対TOPIXでも大きく outperform している。エンタープライズ事業への先行投資が嵩み減益決算が続いたことで、同社株価は2018年以降下落傾向が続いていたが、感染症拡大の下、DX推進加速への期待もあり20年3月を底に上昇に転じてきた。

対TOPIX、ソフトウェアテスト4社相対チャート



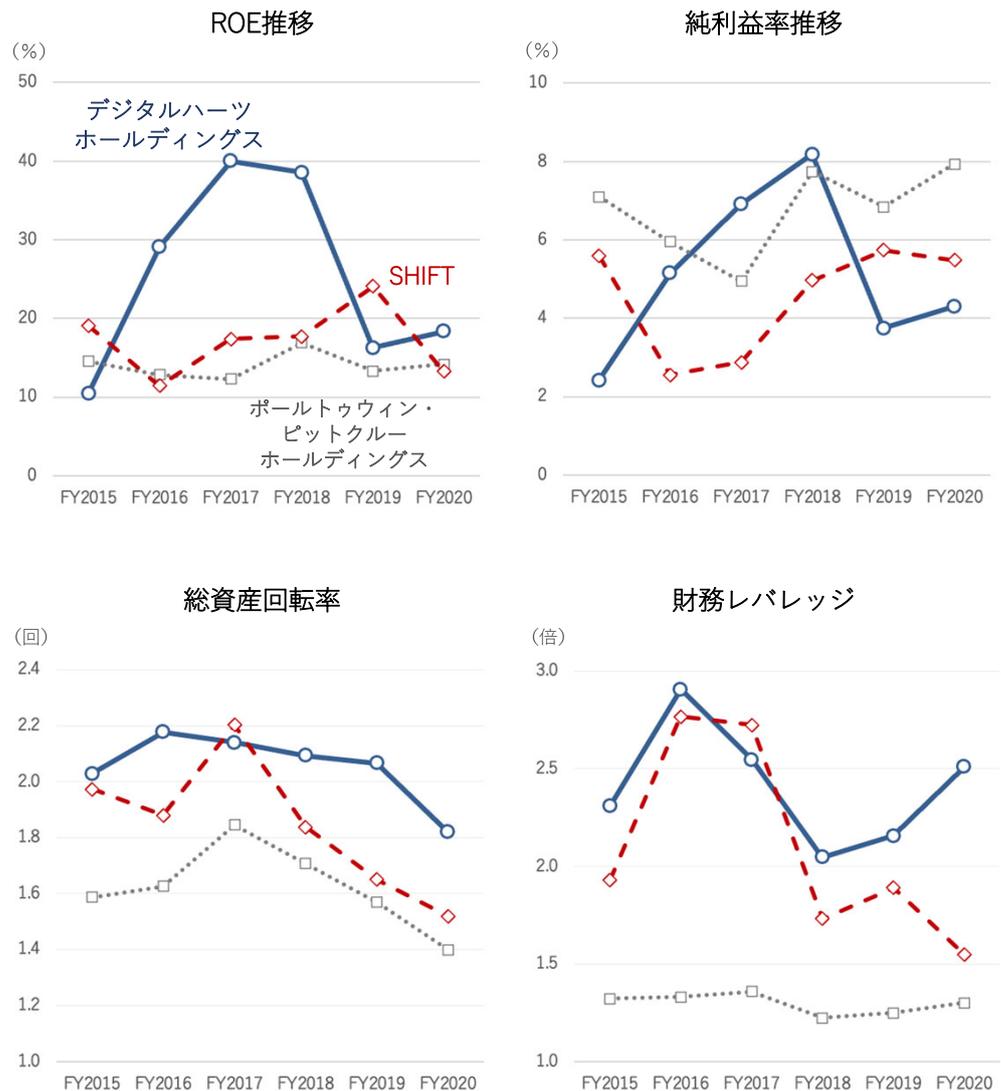
出所：SPEEDAよりSESSA パートナース作成

20年3月23日のボトムからの同社株価のパフォーマンスを見てみると、TOPIXを大きく凌ぎ、ソフトウェアテスト4社の中でも比較的高いパフォーマンスを示している（前頁グラフ）。DXの進展を背景に、エンタープライズ系の企業に対する評価が高まっており、今後、同社も中期経営ビジョンの下、エンタープライズ事業の更なる成長を実現することになれば、株価の再評価の可能性も一層高まろう。

## 2. 財務指標の考察

ここで、同社のROEについて見てみる。ソフトウェアテスト3社の財務データを比較すると、同社のROEが高い水準で推移していることが判る（4442:バルテスは上場後の期間が短く取れるデータが限られるので除外した。また、3697:SHIFTについては8月決算のためFY2020はTTMを用いた）。同社は、特別損益の影響で純利益率は上下しているが、高位の資産回転率による潜在的なROEの高さに加え、財務レバレッジ効果が加わり、比較的高いROEを実現してきたといえる。

### ROE分析



出所：SPEEDAよりSESSA パートナーズ作成

国内類似上場各社株価・財務指標比較

コード		売上高合計 百万円	株価 (7/14) 円	時価総額 (7/14) 百万円	PER 倍	PBR 倍	ROE %	ROA %	ROIC %	総資産 回転率 回	財務レバ レッジ 倍
3676	デジタルハーツホールディングス	22,670	1,542	36,840	34.2	5.84	18.31	7.80	14.44	1.82	2.51
4812	電通国際情報サービス	108,679	4,620	301,143	40.9	5.05	12.87	7.98	14.34	1.18	1.63
3636	三菱総合研究所	92,020	4,120	67,667	9.4	1.24	13.94	7.85	5.23	1.02	1.79
8096	兼松エレクトロニクス	65,542	3,700	105,946	14.3	1.88	13.52	10.05	13.39	0.89	1.33
4725	CAC Holdings	48,539	1,482	30,442	15.0	0.98	6.63	3.70	3.30	1.08	1.76
4832	JFEシステムズ	46,468	1,720	27,014	8.8	1.33	16.09	8.82	13.92	1.33	1.77
4072	電算システムホールディングス	45,752	3,005	32,409	15.8	2.07	14.52	4.51	12.49	1.08	3.07
3817	SRAホールディングス	39,386	2,737	41,712	11.0	1.50	14.45	8.43	14.64	1.08	1.69
9739	日本システムウエア	39,282	2,317	34,523	12.5	1.46	12.29	8.75	13.33	1.24	1.38
4719	アルファシステムズ	31,319	3,815	53,610	23.5	1.48	6.42	5.24	6.41	0.72	1.22
9600	アイネット	30,016	1,434	23,292	15.3	1.41	9.51	4.85	5.78	0.97	1.98
3697	SHIFT	28,712	20,720	365,646	220.2	34.54	17.21	9.48	11.61	1.65	1.89
4687	TDCソフト	27,293	1,066	26,771	15.0	1.88	13.29	9.70	11.32	1.55	1.37
3657	ポルトゥウィン・ビットクルーホールディングス	26,729	1,091	41,628	19.5	2.64	14.18	11.11	11.89	1.40	1.30
4709	IDホールディングス	25,767	959	17,326	22.4	1.79	8.28	4.67	6.44	1.61	1.79
4761	さくらケーシーエス	24,658	839	9,397	12.8	0.56	4.53	3.32	2.78	1.11	1.36
3371	ソフトクリエイティブホールディングス	24,238	2,870	39,535	21.0	3.00	16.32	9.60	16.14	1.28	1.66
4662	フォーカスシステムズ	23,486	992	16,163	14.6	1.35	10.28	6.18	7.57	1.42	1.61
4442	バルテス	5,262	1,739	12,434	48.7	8.03	17.99	10.67	15.82	2.27	1.70
	平均	39,780	-	67,552	30.3	4.11	12.66	7.51	10.57	1.30	1.73

注) 直近の決算期をベースとした数値。各指標はSPEEDAの計算式によるため、他の開示方法と異なることがある。  
 [例：同社のROICの計算式；NOPAT / ( (投下資本 + 前期投下資本) / 2 ) となり、21/3期は、(1909-530) / (((4,798+6,315)+(2,553+5,438))/2) =14.44%となっている]  
 各指標は予想ベースでなく、実績値。  
 4072: 電算システムホールディングスの財務データは、3630: 電算システムの時の数字  
 出所：SPEEDAよりSESSA パートナーズ作成

更に拡げて、SPEEDAによる分類の国内類似上場企業について各種指標を比較してみたのが上表（但し、各社とも直近期の実数ベースであるため、予想PER等とは異なる）。この比較においても、同社はROE、及び中期経営ビジョンの数値目標の一つであるROICで、トップクラスにあることが判る。

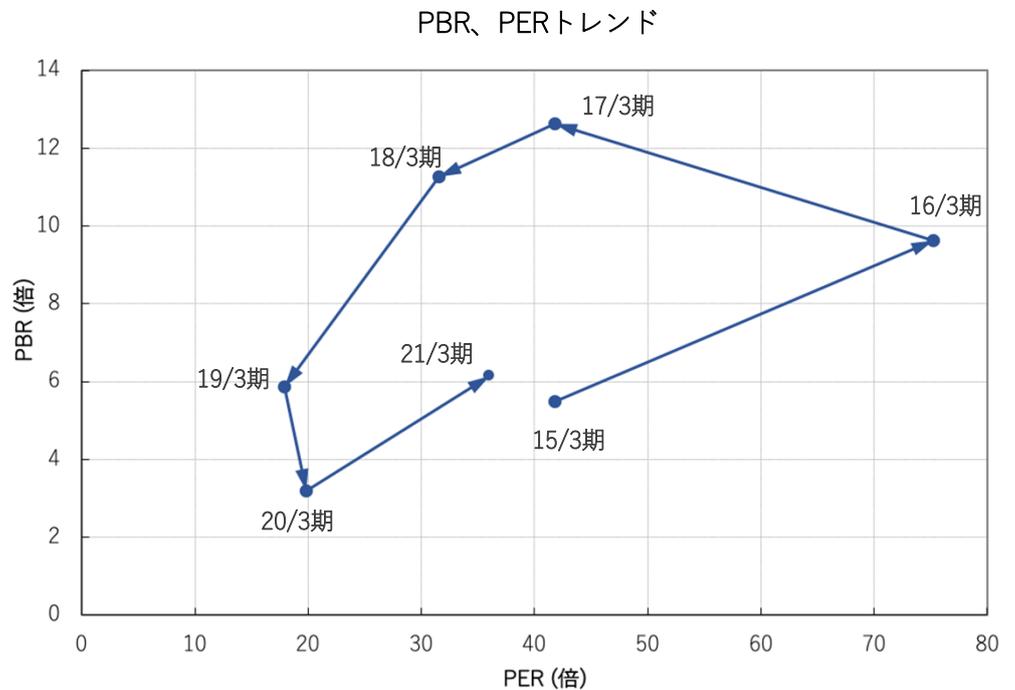
同社の財務力の強さは、中期経営ビジョンで示された今後3年間で5件のM&Aを遂行するにあたってはプラスと言えよう。また、現状、財務レバレッジが高くなっているが、より一段高い成長を目指すにあたっては、エクイティファイナンス等による資金調達も選択肢に入ってくる可能性もあるだろう。

PER、PBRのトレンドは下に二つのグラフを参照。PERは20年3月に8.12倍のボトムをつけてからは回復傾向にある。年度末ベースのそれぞれのトレンドにおいても、20/3期がボトムであった。

ヴァリュエーション (ヒストリカルトレンド)



出所：SPEEDAよりSESSA パートナーズ作成



出所：SPEEDAよりSESSA パートナーズ作成

3. ソフトウェアテスト上場4社株価・財務データ  
ソフトウェアテスト上場4社の各データは次頁の表を参照。

## ソフトウェアテスト上場4社株価・財務データ

(単位：百万円、円)

コード	3676	3657	3697	4442
会社名	デジタルハーツ ホールディングス	ポールトゥウィン・ ピットクルー ホールディングス	SHIFT	バルテス
決算期	2021年3月	2021年1月	2020年8月	2021年3月
株価 (7/14)	1,542	1,091	20,720	1,739
時価総額 (百万円)	36,840	41,628	365,646	12,434
PER (倍)	23.8	19.5	170.3	39.5
PBR (倍)	5.86	2.58	17.03	8.05
配当利回り (%)	0.97	1.28	--	--
年初来株価上昇率	23.5%	-6.6%	44.7%	-18.6%
年初来高値	1,709(5/12)	1,469(4/2)	21,430(7/14)	2,332(1/25)
年初来安値	1,215(1/6)	1,006(7/9)	11,420(3/9)	1,500(5/17)
10年間高値	2,200(16/9/29)	1,585.0(18/9/27)	21,430(21/7/14)	3,390(20/10/22)
10年間安値	552(20/3/23)	221.3(11/11/29)	640(16/2/12)	751(20/3/23)
財務指標				
ROE	18.3%	15.2%	17.2%	18.0%
ROA	7.8%	11.6%	9.5%	10.7%
ROIC	14.4%	12.7%	11.6%	15.8%
自己資本比率	39.7%	78.2%	53.0%	59.0%
一株当たり指標				
期末発行済み株式数 (千株)	23,890	38,156	17,647	7,150
EPS (円)	45.15	55.99	104.50	35.65
BPS (円)	263.32	423.64	661.65	215.95
DPS (円)	14.00	13.00	0.00	0.00
決算データ				
売上高	22,669	26,729	28,712	5,262
3年間成長率	9.3%	6.3%	52.0%	28.9%
売上総利益	6,433	8,008	8,950	1,433
売上総利益率	28.4%	30.0%	31.2%	27.2%
営業利益	1,908	3,218	2,353	345
3年間成長率	3.2%	12.7%	81.9%	103.4%
営業利益率	8.4%	12.0%	8.2%	7.1%
経常利益	1,975	3,596	2,535	347
3年間成長率	3.5%	15.2%	79.1%	116.9%
経常利益率	8.7%	13.5%	8.8%	6.6%
当期純利益	974	2,120	1,649	247
3年間成長率	-6.7%	24.4%	99.1%	-
当期純利益率	4.3%	7.9%	5.7%	4.7%
期末従業員数	1,431	2,276	2,958	646
3年間成長率	24.0%	15.3%	45.2%	40.7%
従業員一人当売上高 (千円)	15,842	11,743	9,706	12,731
EBITDA	2,323	3,854	2,946	389
EBITDAマージン	10.2%	14.4%	10.3%	7.4%
キャッシュ・フロー計算書				
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,417	2,040	2,251	291
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,814	-963	-5,926	-93
財務活動によるキャッシュ・フロー	1,730	-469	1,511	-5
フリーキャッシュ・フロー	-397	1,077	-3,675	198

注) PERは会社予想EPSベース。配当利回りは会社予想配当年間配当金ベースでの利回り  
出所：SPEEDA よりSESSA パートナーズ作成

#### 4. 大株主の状況

大株主の状況は下表の通り（2021年3月末）。創業者の宮澤栄一氏は2018年以降コンスタントに買い増しており、同氏の資産管理会社であるA-1合同会社を合わせた直近の保有比率は43.51%となっている（自己株式を除く）。

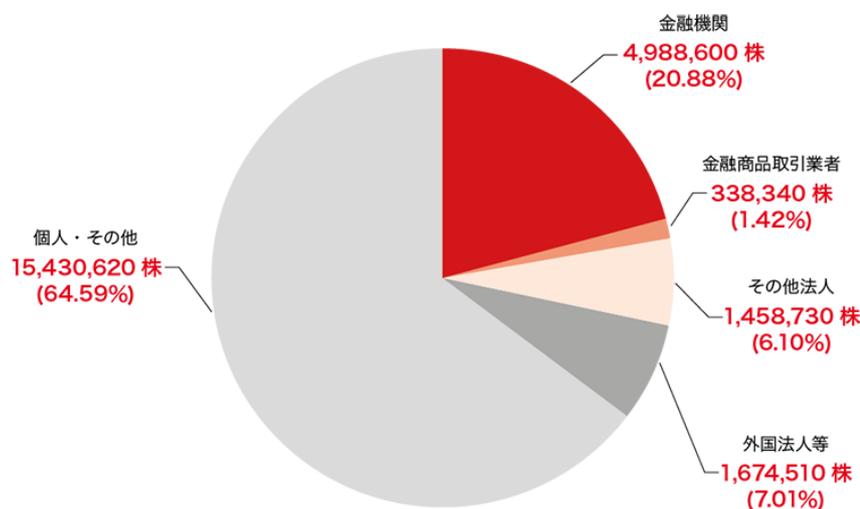
##### 大株主の状況

持株数 順位	株主名	保有株数	保有比率 (%)
1	宮澤 栄一	8,078,785	37.38
2	株式会社日本カストディ銀行（信託口）	2,730,800	12.63
3	日本マスタートラスト信託銀行（信託口）	1,390,000	6.43
4	A-1合同会社	1,324,900	6.13
5	A&G 共創投資第1号投資事業有限責任組合	1,095,983	5.07
6	NOTHERN TRUST CO. (AVFC) RE FIDELITY FUNDS	640,600	2.96
7	若狭 泰之	200,000	0.93
8	NOTHERN TRUST CO. (AVFC) SUB A/C NON TREATY	193,900	0.90
9	玉塚 元一	161,080	0.75
10	BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	151,130	0.70
	合計	15,967,178	73.88

注) 自己株式2,277,431を除く。持株比率は自己株式を公示して計算  
出所：同社資料

#### 5. 所有者別株式保有の状況

近年、その構成比において大きな変化は見られていない。



注) 自己株式（2,277,431株）は個人・その他に含めて記載  
出所：同社資料

### 6. 株主還元の方針

同社では、事業成長投資と経営体質強化のために必要な内部留保を確保しつつ、配当性向20%を下限の目途として、安定的な配当を実施することを株主還元の基本方針としている。その方針に沿って、同社はほぼ毎年増配を続けており、22/3期も増配を計画している。また、2017年2月～4月の999百万円に続き、2019年11月～2020年2月には 499百万円の自己株式の取得を行っており、合わせて経営陣の株主還元に対する意識の高さを窺い知ることができる。

### 配当推移

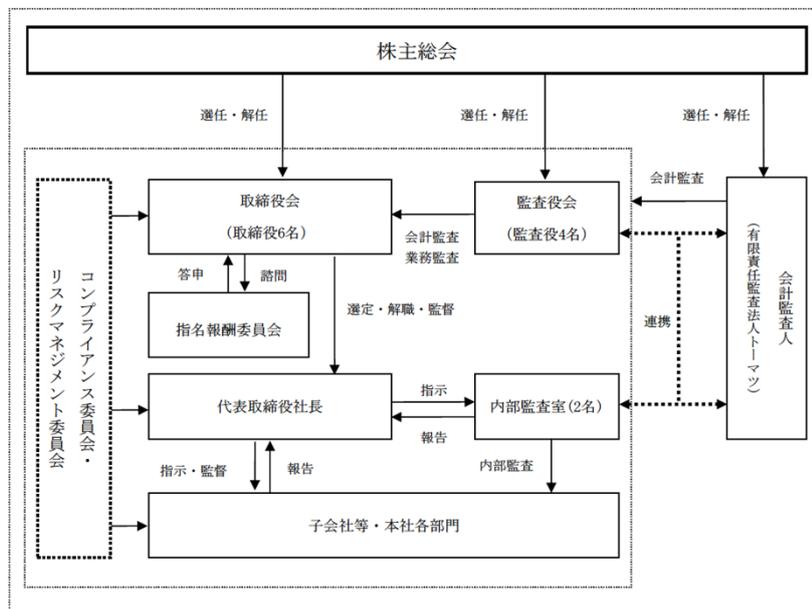


出所：同社資料よりSESSA パートナース作成

### 7. コーポレートガバナンスおよびトップマネジメント

同社は、監査役会設置会社で常勤監査役を1名置いている。取締役は5名で、うち2名が社外取締役であり比率は4割となっている。取締役、監査役は全て男性で

### 内部統制システムを含むコーポレート・ガバナンス体制



出所：同社資料

占められていたが、新たに6月24日の株主総会で岡野陽子氏が監査役に選任され1名が女性となった。なお、国籍は全て日本人である。今後、2022年4月、東証に新たな市場区分が導入されるのに際し、コーポレートガバナンスコードが改訂され（21年6月）、取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件として、ジェンダーや国際性等の多様性が要求されてくる。同社は、中期経営ビジョンの一環としてグローバル市場における成長戦略を加速化する計画であり、コーポレートガバナンスの観点からもマネージメントチームの一層の多様性が求められよう。

### 新経営体制



#### 二宮 康真 (Yasumasa NINOMIYA) 代表取締役社長CEO

(株)U-NEXT (現:(株)USEN-NEXT HOLDINGS) の取締役やグループ会社の役員を歴任。2017年7月、同社執行役員営業統括、エンタープライズ事業の責任者として、同事業を一から構築

管掌：

- グループ経営判断
- エンターテインメント事業 国内デバッグ
- エンタープライズ事業



#### 筑紫 俊矢 (Toshiya TSUKUSHI) 取締役CFO

コンサルティングファームや金融機関等を経て、(株)ニッセンホールディングスの取締役CFOとして成長戦略の策定を主導。2017年6月、同社入社後は管理本部のマネジメントや複数のM&Aを推進。

管掌：

- M&A
- ファイナンス
- エンターテインメント事業 グローバル及びその他

共同管掌：

- DX人材プラットフォームの構築
- 新規事業の創造
- 最先端技術の導入・活用

### 役員一覧

役職名	氏名	生年月日	バックグラウンド	社内・外
代表取締役社長 CEO	二宮 康真	1972/8/18	2017/7 同社 執行役員営業統括 2021/6 代表取締役社長CEO就任	内
取締役副社長 CFO	筑紫 敏矢	1965/6/23	2017/6 同社 執行役員CFO 2021/6 取締役副社長CFO就任	内
取締役会長	宮澤 栄一	1972/7/19	2001/4 同社設立、代表取締役社長 2017/6 取締役会長	内
取締役	柳谷 孝	1951/11/13	元野村證券株式会社執行役員副会長 2014/6 取締役就任	外
取締役	石綿 学	1970/11/16	森・濱田松本法律事務所 パートナー弁護士 2018/6 取締役就任	外
常勤監査役	伊達 将英	1971/10/20	2002/4 株式会社デジタルハーツ入社 2013/10 常勤監査役就任	内
監査役	風間 啓哉	1975/9/24	2010/4 株式会社デジタルハーツ入社 2018/6 監査役就任	内
監査役	二川 敏文	1948/3/4	元株式会社三菱銀行 (現 株式会社三菱UFJ銀行) 2013/10 監査役就任	外
監査役	岡野 陽子	1975/1/6	五木田・三浦法律事務所 2021/6 監査役就任	外

出所：同社資料よりSESSA パートナース作成

SDGsにおける社会課題のマッピング



出所：同社資料よりSESSA パートナース作成

8. SDGsへの対応

同社は、2021年3月にサステナビリティ委員会を設立。SDGsに関連した社会課題を洗い出し、同社にとっての重要課題を決定。「人材」、「技術」、「地域社会」という3つのテーマに基づいた様々な取り組みを本格化することとし、同委員会で進捗状況の報告とレビューを行っていくこととなった。

同社の取り組み事例とSDGsの各目標の関連は下図を参照。同社の提供するシステムテストやサイバーセキュリティのサービスは、安全・安心なデジタル社会の実現を通じて、産業と技術革新の基盤となる。また、同社が常々取り組んでいる人材育成は、IT人材不足の解消という面からも人材教育に資すると考えられる。また、同社は創業当初から様々なバックグラウンドを持った人を採用しており、ジェンダー平等やディーセントワークの推進に貢献していると言えるだろう。また、全国にLab.を展開しており、地方での雇用創出、地域活性化、及び地方におけるIT格差の解消にも役立っている。

同社グループの取り組み事例とSDGsの各目標の関連

<p><b>人材</b> <b>日本におけるIT人材不足の解消</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>全従業員を対象とするソフトウェアテスト技術者資格"JSTQB"取得支援制度の整備</li> <li>正社員向けエシカルハッカー養成講座やエンジニア育成プログラムの実施</li> <li>株式会社ワークポートと共同で無料エンジニアスクールを開校</li> <li>HASSYADAI.socialと共同で、高校生を対象とするエシカルハッカーの発掘・育成実証事業の実施</li> </ul>	
<p><b>人材</b> <b>多様な人材が活躍できる職場の実現</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>学生やフリーター、役者・ミュージシャン等の夢を追いかけている方、障がいをもつ方といった多種多様な人材が日々3,000名以上活躍できる場の提供</li> <li>言語デバッグ等に従事するアジアや欧米等20カ国以上の外国籍の人材の雇用</li> </ul>	
<p><b>技術</b> <b>安心・安全なデジタル社会の実現</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>デバッグやシステムテストサービスを通じた様々なソフトウェアの品質向上支援</li> <li>サイバーセキュリティ関連サービスの提供によるネット社会における情報資産の保全</li> <li>テスト自動化やAI活用に関する研究/開発を通じた技術革新への挑戦</li> </ul>	
<p><b>地域社会</b> <b>地域活性化及び地方におけるIT格差の解消</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>全国に展開するテストセンター (Lab.) や在宅勤務を活用した地方における雇用創出</li> <li>独立行政法人情報処理推進機構から「中小企業サイバーセキュリティお助け隊 in 東北」の受託</li> </ul>	

出所：同社2021年3月期 決算説明資料 (2021/5/11)

⑥ 財務諸表

連結損益計算書

(単位：百万円)

決算期	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期	2020/3期	2021/3期
売上高合計	10,138	13,285	15,012	15,445	17,353	19,255	21,138	22,670
売上原価合計	6,654	9,337	10,691	10,939	12,394	13,791	15,566	16,236
売上総利益	3,484	3,948	4,321	4,506	4,959	5,463	5,572	6,434
売上総利益率	34.4%	29.7%	28.8%	29.2%	28.6%	28.4%	26.4%	28.4%
販売費及び一般管理費	1,704	2,431	2,357	2,600	3,223	3,858	4,178	4,525
営業利益	1,781	1,517	1,964	1,907	1,736	1,606	1,394	1,909
営業利益率	17.6%	11.4%	13.1%	12.3%	10.0%	8.3%	6.6%	8.4%
営業外収益	23	67	44	128	58	109	23	81
受取利息配当金	14	21	19	7	6	6	3	3
営業外費用	15	58	49	38	11	64	44	14
支払利息割引料	7	26	12	4	3	3	5	6
持分法投資損益- 営業外		-27	0	-2	9	-4	-6	-1
経常利益	1,789	1,526	1,958	1,997	1,783	1,651	1,372	1,975
経常利益率	17.6%	11.5%	13.0%	12.9%	10.3%	8.6%	6.5%	8.7%
特別損益	4		-826	-556	-150	681	-76	-471
特別利益	18		10	18	2	733		56
特別損失	14		836	574	152	52	76	527
税金等調整前当期純利益	1,792	1,526	1,132	1,441	1,633	2,333	1,296	1,504
税引前利益率	17.7%	11.5%	7.5%	9.3%	9.4%	12.1%	6.1%	6.6%
法人税等	700	975	734	641	503	746	499	530
法人税等 - 当期分	737	734	689	668	562	756	548	601
法人税等調整額 - 繰延分	-36	241	46	-26	-59	-11	-48	-71
親会社株主に帰属する当期純利益	1,088	540	362	795	1,200	1,576	792	974
当期純利益	1,092	551	398	800	1,130	1,588	797	974
非支配株主に帰属する当期純利益	4	11	36	5	-71	12	5	0
親会社株主に帰属する当期純利益率	10.7%	4.1%	2.4%	5.1%	6.9%	8.2%	3.7%	4.3%
その他の包括利益合計	11	28	-15	2	-17	-1	2	10
その他有価証券評価差額金 - 包括利益計算書	1	9	-9	1	-3	-2	0	0
為替換算調整勘定 - 包括利益計算書	10	19	-7	1	-14	2	2	9
包括利益	1,103	578	383	802	1,113	1,587	799	984
親会社株主に係る包括利益	1,099	566	347	796	1,187	1,575	788	977

(補足データ)

EBIT	1,785	1,531	1,125	1,438	1,630	2,330	1,298	1,507
EBITDA	2,005	1,955	2,325	2,138	2,010	1,860	1,733	2,323
EBITDAマージン	19.8%	14.7%	15.5%	13.8%	11.6%	9.7%	8.2%	10.2%

(コスト明細)

人件費合計	701	992	1,009	1,102	1,248	1,457	1,704	
人件費	701	992	1,009	1,102	1,248	1,457	1,704	
研究開発費				3	55	3		
減価償却費	143	279	197	119	197	136	175	198

出所：SPEEDA よりSESSA パートナース作成

連結貸借対照表

(単位：百万円)

決算期	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期	2020/3期	2021/3期
<b>資産合計</b>	<b>7,161</b>	<b>8,273</b>	<b>6,534</b>	<b>7,652</b>	<b>8,575</b>	<b>9,832</b>	<b>10,637</b>	<b>14,339</b>
<b>流動資産</b>	<b>5,549</b>	<b>5,757</b>	<b>5,065</b>	<b>6,221</b>	<b>6,814</b>	<b>7,404</b>	<b>7,453</b>	<b>9,745</b>
現金同等物及び短期性有価証券	3,693	3,059	2,198	3,345	3,894	4,198	3,904	5,231
現預金及び同等物	3,693	3,059	2,198	3,345	3,894	4,198	3,739	5,076
短期性有価証券							165	155
売上債権	1,484	2,374	2,230	1,942	2,481	2,724	2,985	4,098
棚卸資産	16	12	25	8	15	21	43	44
製品・商品			10	2	1	6		
その他棚卸資産	16	12	15	6	14	15	43	44
繰延税金資産 - 流動	95	116	87	75	81			
貸倒引当金 - 流動	-3	-80	-50	-6	-14	-32	-40	-62
<b>固定資産</b>	<b>1,611</b>	<b>2,516</b>	<b>1,469</b>	<b>1,430</b>	<b>1,762</b>	<b>2,429</b>	<b>3,184</b>	<b>4,594</b>
有形固定資産	323	368	299	298	474	558	579	599
土地						18	18	18
無形固定資産	696	1,506	580	239	287	763	1,379	2,671
のれん	596	1,170	438	201	150	481	1,028	2,468
投資その他の資産	592	642	590	894	1,001	1,107	1,225	1,324
投資有価証券(関係会社含む)	129	127	129	299	268	191	193	192
投資有価証券	129	127	129	299	268	191	193	192
長期貸付金								30
繰延税金資産 - 固定	20	33	17	56	109	202	251	326
貸倒引当金 - 固定	-8	0		-3	0	-12	-10	-10
<b>負債合計</b>	<b>3,394</b>	<b>4,104</b>	<b>3,444</b>	<b>4,793</b>	<b>5,005</b>	<b>4,820</b>	<b>5,199</b>	<b>8,024</b>
<b>流動負債</b>	<b>3,373</b>	<b>3,824</b>	<b>3,374</b>	<b>3,759</b>	<b>3,929</b>	<b>4,192</b>	<b>5,135</b>	<b>7,905</b>
未払金・未払費用	524	1,178	1,144	1,051	1,561	1,387	1,411	1,999
短期調達債務	1,618	1,620	1,308	1,633	1,604	1,707	2,548	4,734
短期借入金(リース債務含む)	1,600	1,440	1,232	1,600	1,600	1,705	2,548	4,734
一年内返済の長期債務	18	181	76	33	4	2	48	
一年内返済の長期借入金	18	181	76	33	4	2	48	
<b>固定負債</b>	<b>21</b>	<b>281</b>	<b>70</b>	<b>1,034</b>	<b>1,076</b>	<b>627</b>	<b>64</b>	<b>120</b>
長期債務	20	245	59	1,030	1,024	566	5	64
長期借入金(リース債務含む)	20	245	59	13	7	58	5	64
転換社債				1,017	1,017	509		
		4						
退職給付/給与引当金						36	43	42
資産除去債務 - 固定	1	3	2	2	17	14	14	14
<b>純資産合計</b>	<b>3,767</b>	<b>4,169</b>	<b>3,090</b>	<b>2,858</b>	<b>3,570</b>	<b>5,013</b>	<b>5,438</b>	<b>6,315</b>
<b>株主資本等合計</b>	<b>3,718</b>	<b>4,107</b>	<b>2,830</b>	<b>2,632</b>	<b>3,369</b>	<b>4,806</b>	<b>4,935</b>	<b>5,705</b>
株主資本	3,688	4,037	2,774	2,591	3,341	4,764	4,898	5,643
資本金	301	301	301	301	301	301	301	301
資本剰余金	301	301	368	278	332	367	356	332
利益剰余金	3,087	3,436	3,605	4,165	5,114	6,408	6,904	7,576
自己株式	0	0	-1,500	-2,153	-2,405	-2,312	-2,663	-2,565
評価・換算差額	30	56	41	42	29	28	24	49
その他有価証券評価差額金	4	13	4	6	3	0	0	1
為替換算調整	26	43	37	37	26	28	24	48
新株予約権		15	15			13	13	13
非支配株主持分	49	62	260	226	201	207	503	610

出所：SPEEDA よりSESSA パートナーズ作成

## 補足データ

(単位：%、百万円、倍)

決算期	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期	2020/3期	2021/3期
株主資本比率	51.92	49.64	43.31	34.40	39.29	48.88	46.39	39.79
ROE		13.80	10.44	29.11	39.99	38.56	16.26	18.31
ROA		7.00	4.89	11.21	14.79	17.12	7.74	7.80
ROIC		9.48	23.44	25.37	21.04	12.76	11.72	14.44
有利子負債残高	1,638	1,866	1,368	2,664	2,628	2,273	2,553	4,798
D/Eレシオ	0.44	0.45	0.48	1.01	0.78	0.47	0.52	0.84
ネットD/Eレシオ	-0.55	-0.29	-0.29	-0.26	-0.38	-0.40	-0.24	-0.05
有利子負債／EBITDA	0.82	0.95	0.59	1.25	1.31	1.22	1.47	2.07
有形固定資産減価償却累計額	326	510	533	588	605	660	747	804
関連会社に対する投資及び貸付金等		17	15	13	31	17	21	
関連会社に対する投資		17	15	13	31	17	21	
(時価情報)								
時価評価されていない有価証券の貸借対照表計上額		17	15	176	219	159	144	

出所：SPEEDA よりSESSA パートナーズ作成

連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

決算期	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期	2020/3期	2021/3期
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>1,562</b>	<b>870</b>	<b>1,080</b>	<b>1,825</b>	<b>1,436</b>	<b>890</b>	<b>1,087</b>	<b>1,417</b>
減価償却費及び正ののれん償却費 - CF	224	438	361	231	274	254	339	414
減価償却費 - CF	143	276	197	119	197	136	175	198
正ののれん償却費 - CF	81	162	164	112	77	118	164	216
有価証券及び投資有価証券評価損益				30	97			
有価証券及び投資有価証券売却損益						-733		3
投資有価証券売却損益						-733		3
有形固定資産売却損益	0		29	1	-1			18
利息及び配当金の受取額 - 営業CF	2	1	1	1	1	0	1	0
利息の支払額 - 営業CF	-7	-26	-12	-4	-3	-3	-5	-6
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-368</b>	<b>-569</b>	<b>-17</b>	<b>-610</b>	<b>-619</b>	<b>62</b>	<b>-1,018</b>	<b>-1,814</b>
有価証券及び投資有価証券の取得	-5		-30	-212	-119	-56	-11	
投資有価証券の取得	-5		-30	-212	-119	-56	-11	
有価証券及び投資有価証券の売却	61		30			842	0	3
投資有価証券の売却	61		30			842	0	3
関係会社株式の取得	-19	-40						
有形固定資産の取得及び売却	-139	-104	-86	-94	-291	-84	-150	-99
有形固定資産の取得	-142	-104	-86	-109	-293	-84	-150	-99
有形固定資産の売却	3	0		15	2			
無形固定資産の取得及び売却	-29	-126	-94	-34	-69	-157	-107	-221
無形固定資産の取得	-29	-126	-94	-34	-69	-157	-107	-221
利息及び配当金の受取額 - 投資CF	23	51	28	18	11	14	3	
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>308</b>	<b>-950</b>	<b>-1,913</b>	<b>-70</b>	<b>-251</b>	<b>-694</b>	<b>-516</b>	<b>1,730</b>
短期借入による収入	1,600	1,788	1,880	1,700	1,000	1,205	1,800	2,027
短期借入金の返済	-1,000	-2,418	-2,088	-1,400	-1,000	-1,100	-1,000	
長期債務の増加		100	90	1,015				67
長期借入による収入		100	90					67
社債の発行				1,015				
長期債務の返済	-150	-204	-356	-13	-35	-516	-528	-49
長期借入金の返済	-150	-204	-356	-13	-35		-4	-49
社債の償還						-516	-524	
株式の発行	5	0						32
株式の償還及び消却	0		-1,515	-653	-6			-500
支払配当金	-140	-190	-211	-253	-273	-295	-317	-312
現金及び現金同等物に係る換算差額	7	14	-11	1	-2	0	-11	7
現金及び現金同等物の増加額	1,509	-634	-861	1,147	550	268	-459	1,337
<b>現金及び現金同等物期首残高</b>	<b>2,185</b>	<b>3,693</b>	<b>3,059</b>	<b>2,198</b>	<b>3,345</b>	<b>3,894</b>	<b>4,163</b>	<b>3,704</b>
<b>現金及び現金同等物期末残高</b>	<b>3,693</b>	<b>3,059</b>	<b>2,198</b>	<b>3,345</b>	<b>3,894</b>	<b>4,163</b>	<b>3,704</b>	<b>5,041</b>
フリーキャッシュ・フロー	1,194	301	1,063	1,215	817	952	69	-397

出所：SPEEDA よりSESSA パートナーズ作成

## LEGAL DISCLAIMER

### ディスクレイマー／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情報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**

東京都渋谷区広尾5-3-18

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