

デジタルハーツホールディングス (TYO: 3676)

(株) AGESTのスピノフ上場で、次なる成長の実現を目指す

◇サマリー

▶デジタルハーツホールディングス（以下、同社）は、2023/3期通期決算の開示に併せて、(株)AGESTのスピノフ上場準備を開始することを発表した。同社では、2017年より第二創業としてエンタープライズ事業に本格参入。2022年4月、グループ再編を実施し、同事業を(株)AGESTを中心とする体制に移行。2023/3期4Qには同事業の売上高は全社売上高のほぼ半分にまで成長し、営業利益の黒字化も定着してきた。今回の(株)AGESTのスピノフ上場により、同事業の今後の更なる成長の加速を実現する考えだ。

▶一方で、祖業であるエンターテインメント事業は、寡占化された国内デバッグ市場で、引続きキャッシュカウとして安定成長を続けている。また、同事業においても、グローバル化への対応や非ゲーム分野の拡大といった新たなビジネスチャンスが生じている。同社ではエンタープライズ事業とエンターテインメント事業を明確に切り分けることで、エンターテインメント事業における成長投資を可能とし、安定成長フェーズから、次なる成長軌道への転換を図る計画である。

▶今回の発表に際して、同社はスピノフ上場準備の開始とアナウンスしている。現状、(株)AGESTは本社機能を同社に依存しており、東証へのスピノフ上場を実現するには、独立した上場企業としての経営体制、ガバナンス、本社機能の構築等が必要であり、そのための人員の再配置も生ずることからも、一定の期間を要すると考えられるためである。加えて、現在の同社のBSをどう切り分けるかといった課題への対処も必要。それらを考慮すると、実際のスピノフ上場が実現するのは2~3年後と想定される。

▶今回のスピノフ上場は、2017年に導入されたスピノフ税制を活用するものだが、実際にスピノフ上場として実施された他社事例としては、2020年3月にコシダカホールディングス（2157）が、カーブスホールディングス（7085）を分離上場した一件のみ。この事例は、事業形態が異なること、また上場直後に新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けたこと等により、必ずしも参考にはなりづらいが、分離上場後の2社の時価総額の合計のパフォーマンスは、TOPIXと同等あるいは上回って推移している。

▶エンタープライズ事業（ソフトウェアテスト）の他社のヴァリュエーションを見てみると、SHIFT（3697）はPER（今期会社予想ベース）89.9倍、PBR（前期実績ベース）20.6倍。バルテス（4442）は、それぞれ29.9倍、10.3倍と、現状の同社の指標（右上表参照）より高く評価されている。今回のスピノフ上場により新生(株)AGESTが上場した際には、両社と同様ハイグロース株として高いヴァリュエーションでの評価が期待されよう。一方で、新生DHグループは再成長軌道への転換を計画しており、その結果、新生AGESTグループ、新生DHグループは、それぞれ投資家の投資スタンスに合った投資機会を提供することとなるだろう。

分析レポート

情報テクノロジー

2023年8月9日

株価(8/8)	1,328円
52週高値/安値	2,053/1,227円
1日出来高(3ヶ月)	99.5千株
時価総額	317億円
企業価値	289億円
PER(24/3予)	14.08倍
PBR(23/3実)	3.36倍
予想配当利回り(24/3)	1.58%
ROE(23/3)	10.1%
営業利益率(23/3)	8.22%
ベータ(5年間)	0.89
発行済株式数	23.890百万株
上場市場	東証プライム

株価パフォーマンス



%	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
株価	4.2%	-10.9%	-30.5%
相対株価	2.0%	-18.5%	-41.2%

注目点

ゲームデバッグから、エンタープライズ向けソフトウェアテストに展開。DXを追い風にエンタープライズ向け事業が急成長中。エンターテインメントはグローバル展開にも注力。エンタープライズ事業の中核会社AGESTの上場準備開始を発表。

当レポート(分析レポート)は、デジタルハーツホールディングスの依頼を受けて作成しております。詳しくは、最終ページのディスクレームを参照ください。

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)
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	29,178	28.7	2,696	41.3	2,774	40.4	1,778	82.5	82.25	15.00
2023/3	36,517	25.2	3,000	11.3	3,152	13.6	799	-55.0	36.50	21.00
2024/3 (会予)	40,750	11.6	3,120	4.0	3,160	0.2	2,100	162.6	95.86	21.00

(株)AGESTのスピノフ上場のイメージ



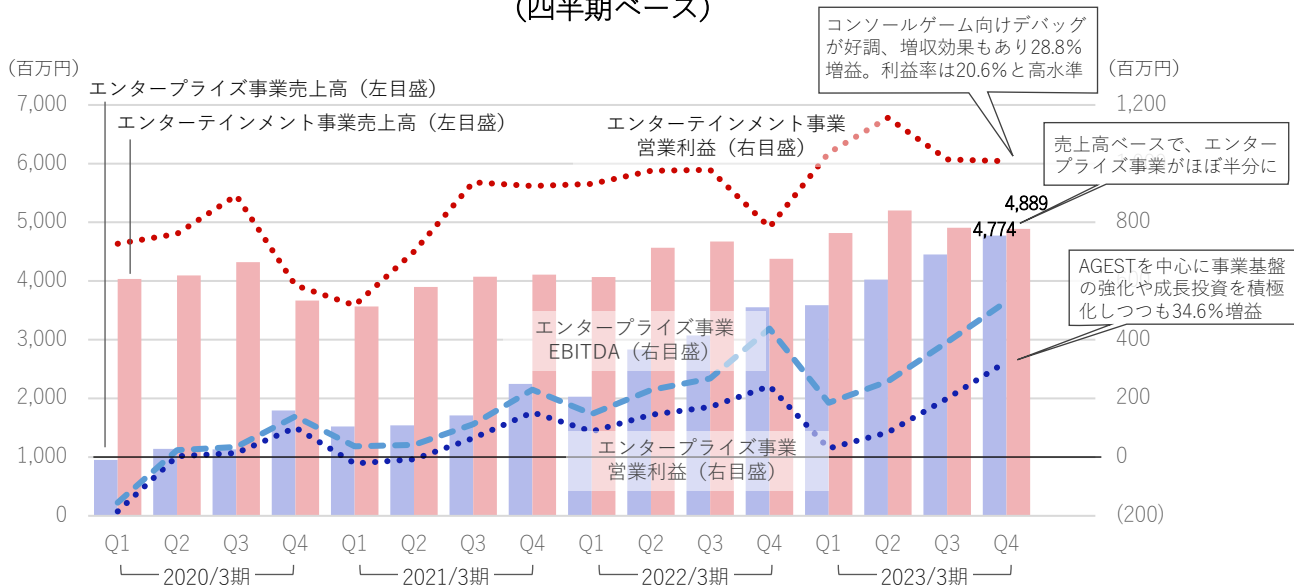
出所：同社 2023年3月期 通期決算説明資料（2023/5/11）

◇(株)AGESTのスピノフの背景

同社は、2023/3期通期決算の開示に併せて、(株)AGESTのスピノフ上場準備を開始することを発表した。当初はサプライズなアナウンスメントと感じられたが、同社の今後の成長戦略を描くにあたり、ある意味必然の方向性といえるだろう。同社では、2017年より第二創業期としてエンタープライズ事業に本格参入。2022年4月には、グループ再編を実施し、同事業を(株)AGESTを中心とする体制に移行した。エンタープライズ事業への先行投資が高んだことにより、一時期は全社決算でも減益が続いたが、積極的なM&Aによるトップラインの積み増しもあり、同事業は2020/3期2Qより、EBITDAベースで黒字化を実現。2021/3期からは営業利益ベースでも黒字化を果たしている。2023/3期4Qには同事業の売上高は全社売上高のほぼ半分にまで成長し、エンタープライズ事業は同社の大きな収益の柱として育ってきた。同社では、今回の(株)AGESTのスピノフ上場により、同事業の今後の更なる成長の加速を実現する考えである。

一方で、祖業であるエンターテインメント事業は、寡占化された国内デバッグ市場において、引続きキャッシュカウとして安定成長を続けている。同事業の2023/3期売上高は、

セグメント別売上高/利益の推移 (四半期ベース)



出所：同社資料より Omega Investment 作成

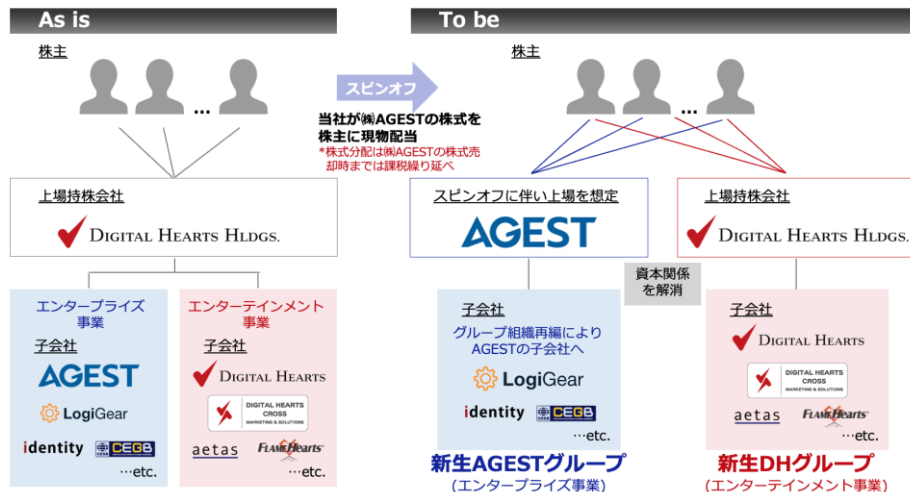
国内コンソールゲーム市場やコンテンツの海外展開加速により、前期比 12.0%増と好調だったものの、過去 5 年間のCAGRで見ると 4.9%と安定成長といえる（同期間のエンタープライズ事業のCAGRは54.7%）。同社では、エンターテインメント事業についても安定成長に甘んじることなく、国内の非ゲーム分野や新技術関連、海外を含めた新たな市場への拡大を図ることにより、次なる成長軌道への転換を図る計画である。

エンタープライズ、エンターテインメント両事業が2本柱に育ってきた同社の事業セグメントであるが、両事業の性格は大きく異なり、それぞれ個別の高い専門性が求められる。例えば、エンタープライズ事業では、DXの加速等を背景にソフトウェアの複雑化が進む一方、開発期間は短期化しており、テスト自動化といった先端技術の活用や、開発の初期段階からテストを意識した開発スタイル等、ソフトウェアテスト専門企業としての知見・ノウハウが求められている。一方、エンターテインメント事業は、ゲーム好きをはじめとする約8,000名の登録テスターや創業以来培ってきた強固な顧客基盤等を活かし、今後海外事業の拡大や、非ゲーム分野・メタバースといった最先端技術分野へ参入するにあたり、エンタープライズ事業とは異なる専門性が求められる。今後、それぞれの特徴を活かし更なる成長を考えた時に、現状の持株会社としての同社の傘下に両事業がぶら下がる体制よりは、経営、資本、人材を分離・独立させることで両事業の成長ポテンシャルを最大化する、というのが、今回の(株)AGESTのスピノフ上場の要といえる。

◇スピノフ上場のスキーム

同社では、スピノフ上場のスキームとして下図の通り説明している。まず、LOGIGEAR CORPORATION等、エンタープライズ事業を営むデジタルハーツホールディングスの子会社を(株)AGESTの子会社とするグループ組織再編を実施し、新生“(株)AGESTグループ”として東京証券取引所から上場承認を得たうえで、デジタルハーツホールディングスが有する(株)AGESTの株式を株主に現物配当する予定だ。その結果、AGESTとデジタルハーツホールディングス間では資本関係が解消され、親子上場の形は避けられることとなる。そして、同社株主はスピノフ上場後、AGEST株、デジタルハーツホールディングス株、両社の株式を所有することになる。具体的なBS上の資産、負債・資本を、新生2社でどう切り分けるか等については、今後の検討課題であり詳らかにはなっていないが、株主にとっては、両社の株式を所有することになり、本スキーム実施前後で理論上は等価となる。

スピノフ上場のスキーム



出所：同社 2023年3月期 決算説明資料（2023/5/11）

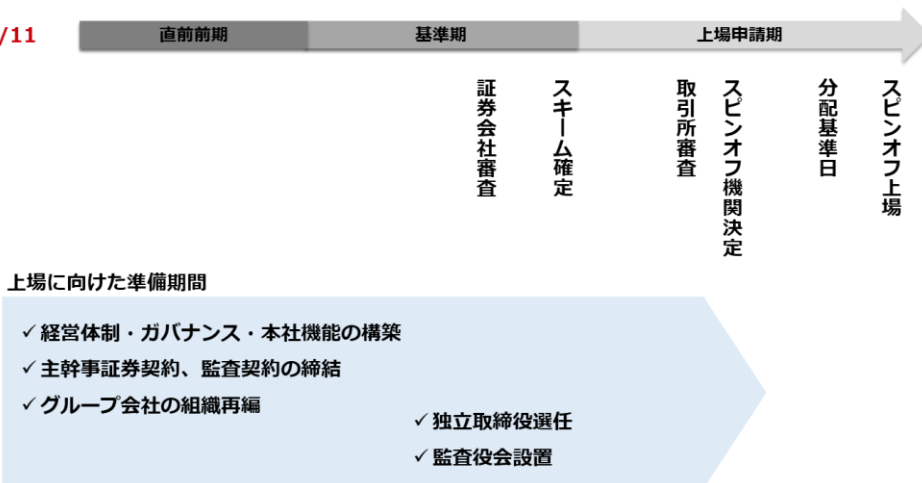
◇スピノフ上場スケジュール

今回の発表はスピノフ上場準備の開始であり、同社ではスピノフ上場の実行時期等詳細は未定としている。後述する他社事例（コシダカホールディングス）では、スピノフの公表（2019年10月10日）後、約半年でスピノフ上場を実現している（2020年3月2日、カーブスホールディングス上場）。カーブスホールディングスは、元々、コシダカホールディングスがM&Aにより取得した企業であり、スピノフも容易であったと考えられる。一方同社の場合、AGESTの本社機能の強化（現在はホールディングスに依存）が必要なことに加え、AGEST単体の上場ではなく、エンタープライズ事業を営む子会社も含めたグルー

スピノフスケジュールイメージ

2023/5/11

スピノフ上場準備のお知らせ



*一般的に想定しうるスケジュールを記載。
実際のスケジュールは、スピノフ上場準備の過程において今後修正が入る可能性有。

出所：同社 2023年3月期 通期決算説明資料（2023/5/11）

プとしての上場になること等から、スピノフ上場の実行には一定の時間を要することが見込まれる（上図）。

新生(株)AGESTの上場会社として必要な体制構築には、社内の人的資本の移動等も伴うこととなるため、早目の公表により今回のプロジェクトをより潤滑に進めるという意向もあるようだ。上記のスケジュール表を参考にすると、スピノフ上場の実行には2～3年程度かかるもようである。

◇ スピノフ上場後の成長戦略

同社では、(株)AGESTスピノフ上場後、新生AGESTグループ及び新生DHグループがそれぞれ目指すもの、そのための具体的な施策を以下の通り挙げている。

1. 新生AGESTグループ

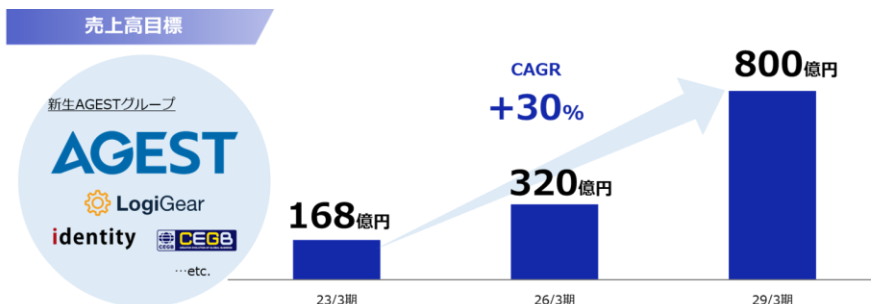
デジタルハーツのブランドは、エンターテインメント業界において確固たるものを築いているが、エンタープライズ向けのソフトウェアテスト等にはそぐわないと考え、AGESTのブランド構築を進めてきた。スピノフ上場が実現すれば、独立したIT上場企業として

スピノフ上場で目指すもの

新生AGESTグループ	新生DHグループ
先端品質技術を追求した グローバルNo.1のQAカンパニーへ - 事業拡大と成長投資の加速 -	エンターテインメント業界の グローバル・クオリティ・パートナーへ - 既存事業の再成長と新事業の創出 -
<p>➤ 人材×技術×プロセスの強化を通じた、先端品質技術の追求や事業のグローバル展開</p>	<p>➤ 既存事業の徹底したてこ入れと進化、アジアのみならず欧米も視野に入れたグローバル事業の拡大、新たなビジネスチャンスへの挑戦</p>
<p>重点施策</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 先端品質技術の追求とグローバル展開 2. 成長投資(人材・技術・M&A)の加速 3. 上場企業の知名度を活かした採用や独自のインセンティブ制度による人材強化 4. 上場企業としての経営/ガバナンス体制の強化 5. 機動的な資金調達及び迅速な投資判断 	<p>重点施策</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. コアコンピタンスを活かした既存事業の高付加価値化と生産性の向上 2. グローバル事業の拡大と新規事業領域への挑戦 3. “ゲーム”企業文化を活かした人材獲得・育成 4. 潤沢な営業キャッシュフローを活用したM&Aや戦略投資 5. 株主還元の拡大と成長投資

出所：同社 2023年3月期 通期決算説明資料（2023/5/11）

新生AGESTグループ数値目標



QAソリューション KPI

	23/3期	26/3期	29/3期
エンジニア数	1,009名	1,600名	3,000名
受注顧客数	808社	1,500社	3,100社
平均顧客単価	13百万円	16百万円	19百万円

出所：同社 2023年3月期 通期決算説明資料 (2023/5/11)

グローバルレベルの先端品質技術を提供するQAカンパニーへと、更に一步前進することとなる。基本的には、今までも進めてきたシフトレフト対応（一般的な開発の最終工程でのテスト実施だけではなく、開発・ビルド工程から品質向上を支援）を強化するとともに、そのために必要な人材、プロセス、技術に積極投資。次世代QAエンジニアの育成、M&Aも駆使して、グローバルレベルでの“Smart Software Testing Factory”の構築を目指す、としている。

その結果、新生AGESTグループの数値目標として、上図の各数値を掲げている。トップラインについては、直近3年間でも5割程度のCAGR成長を示しており、ベースが高くなっているという条件はあるものの、1) 直近のDX進展に伴うIT投資の拡大、2) IT人材不足やより高度な専門的なテストが必要なことによるアウトソーシングニーズの増大もあり、+30%程度の成長は期待できるだろう。

2. 新生DHグループ

今回の(株)AGESTのスピノフ上場において、新生AGESTが注目されるのはその通りだが、一方で、新生DHグループの成長戦略にも着目したい。今までの同社（DHHグループ全体）では、成長戦略＝エンタープライズ事業と捉えられがちで、エンターテインメント事業は安定成長のキャッシュカウとしての位置付けと見なされることが多かった。今回、AGESTをスピノフすることにより、エンターテインメント事業として新たな成長戦略を新生DHグループ

**“国内ゲームデバッグ企業”から
“エンターテインメント業界のグローバル・クオリティ・パートナー企業”へ**

国内デバッグ事業	グローバル事業	新規事業
ゲームデバッグ事業で培った経営資産		
<p>ソフトパワー</p> <p>圧倒的なシェア *1 確かな品質</p> <p>84%</p> <ul style="list-style-type: none"> 独自の品質管理メソッド“DHQ” 管理・分析ツール etc... 	<p>ハードパワー</p> <p>豊富なテスト機材 20か所を超える事業拠点</p> <p>スマートデバイス 7,169台</p> <p>ゲームコンソール 3,019台</p> <p>*2023年3月31日現在</p>	
<p>ヒューマンパワー</p> <p>世界中から集まる多様なゲーム・エンターテインメント愛あふれるプロフェッショナル</p> <p>圧倒的なテスタープール 多様な人材</p> <p>登録テスター数 約8,000名 国籍 30か国以上 外国籍テスター 350名以上</p>		
エンターテインメント業界の発展とすべての人々に笑顔を提供		

*1 コンソールゲームにおける国内売上Top100のテスト関与率(2022年度当社調べ)

出所：同社 2023年3月期 通期決算説明資料 (2023/5/11)



目指すことも、今回のスピノフ上場の大きなポイントと考えられる。

同社は国内デバッグ市場において、高いシェアを占め圧倒的に優位なポジションにある（前頁下図）。ハードパワー、ピープルパワーといったインフラ面でも、群を抜いているといえよう。しかしながら、中長期的に見た国内デバッグ市場の成長性が格段高くないのも事実。従って、新生DHグループでは、“国内ゲームデバッグ企業”から、“エンターテインメント業界のグローバル・クオリティ・パートナー企業”を目指すとしている。AGESTを分離独立することにより、新生DHグループとして独自の事業戦略に集中し、国内の非ゲーム分野や新技術関連（メタバース、Web3、生成AI対応、等）、さらに東南アジアに加えて、北米、欧州等の海外を含めた新たな市場への拡大を図る。

◇ 他社事例：コシダカホールディングス（2157）

今回のスピノフは、企業の事業再編を促すために2017年に導入されたスピノフ税制を活用したものであるが、現状、同様な他社の実施事例としては、2020年3月にカラオケ店「まねきねこ」などを運営するコシダカホールディングス（2157）が、フィットネス子会社のカーブスホールディングス（7085）を分離上場した一件のみ。（他に、同様なスピノフ上場の計画を、東芝（6502）、メルコホールディングス（6676）、ソニーグループ（6758）が発表しており、事業再編による企業価値を高める手段として注目を浴び出している）

コシダカホールディングスによるカーブスホールディングスのスピノフ上場は、事業形態が異なること、上場直後に新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けたこと等により、必ずしも参考にはなりづらいが、分離上場後の2社の時価総額の合計のパフォーマンスを見てみると、TOPIXと同等あるいは上回って推移している。

コシダカホールディングス、カーブスホールディングス、TOPIXの 相対時価総額の推移



コシダカホールディングスとカーブスホールディングスの場合は、コシダカホールディングスがM&Aによりカーブスホールディングスを取得しており元々が別の会社であったこと、事業自体の関連性が低くシナジー効果も薄いこと、従って、それぞれ独自の経営戦略をとった方が効率的との判断が、スピノフ上場の理由である。

上場前後のコシダカホールディングス、カーブスホールディングスの財務諸表は次頁上表を参照。分離に伴い、コシダカホールディングスが有していたカーブス事業の商標権（190億円）がカーブスホールディングスに移行。また、長期借入金も一部カーブスホールディングスに移っている。

（株）AGESTのスピノフ上場之际には、今後、バランスシートの各項目の新生AGEST及び新生デジタルハーツホールディングスへの分離等を社内で検討し、監査法人にも確認した上で、新生2社のバランスシートを確定することとなるだろう。



コシダカホールディングス、カーブスホールディングスの分離前後の財務諸表

コード	2157		7085		2157
会社名	コシダカホールディングス		カーブスホールディングス		+7085
決算期	2019年8月	2020年8月	2019年8月	2020年8月	2020年8月
P/L					
売上高	65,804	43,303	28,036	25,082	68,385
営業利益	9,507	1,147	5,436	1,167	2,314
親会社株主に帰属する 当期純利益	6,226	-231	3,706	764	533
EPS	76.57	-2.84	60.89	8.73	5.89
BS					
資産合計	72,087	44,555	34,224	36,837	81,392
流動資産	20,762	13,753	11,281	15,275	29,028
現金及び預金	12,582	9,890	5,350	9,533	19,423
固定資産	51,324	30,802	22,943	21,562	52,364
無形固定資産	22,536	351	22,083	20,789	21,140
負債合計	40,272	21,644	26,482	28,695	50,339
流動負債	15,023	10,468	8,018	7,262	17,730
固定負債	25,249	11,175	18,464	21,432	32,607
純資産合計	31,815	22,911	7,742	8,142	31,053
株主資本合計	31,518	22,741	7,599	8,005	30,746
負債純資産合計	72,087	44,555	34,224	36,837	81,392
一株当たり純資産	391.24	281.01	94.07	86.76	367.77
自己資本比率 (%)	44.1	51.4	22.6	22.1	-

注) カーブスホールディングスの2019年8月の数字はスピノフ以前のコシダカホールディングス内のデータ
カーブスホールディングスはスピノフ上場時、公募増資による約22億円の資金調達を行っており、同金額を含む

出所：両社の決算資料より Omega Investment 作成

◇ ヴァリュエーションの考察

今回のスピノフのポイントの一つは、AGESTをエンタープライズ專業のソフトウェアテスト事業会社として切り出すことにより、新生AGESTが同事業に相応しいヴァリュエーションで評価される、ということにあるだろう。今までは、エンターテインメント事業とのタンデムで評価されており、コングロマリットディスカウントという程では無いにしても、エンタープライズ事業のヴァリュエーションが見えづらかったのも事実である。

ソフトウェアテスト4社のパフォーマンス比較

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	ポルトゥウィン ホールディングス	SHIFT	バルテス
決算期	2023年3月	2023年1月	2022年8月	2023年3月
株価 (8/8)	1,328	655	32,130	3,645
時価総額 (百万円)	31,727	24,992	572,641	26,062
PER (予想、倍)	14.08	12.48	89.90	29.86
PBR (実績、倍)	3.36	1.42	20.57	10.34
PSR (実績、倍)	0.87	0.60	7.12	2.77
β (5年間)	0.89	0.79	1.27	0.75
財務指標				
ROE	10.12%	4.50%	17.66%	31.61%
ROA	4.31%	3.20%	11.00%	18.55%
ROIC	13.63%	7.69%	18.68%	28.49%
DPS (予、円)	21.00	15.00	0.00	0.00
決算データ (TTMベース)				
売上高	36,517	41,267	75,358	9,059
3年間成長率	20.0%	16.1%	37.9%	22.9%
営業利益	3,000	2,309	8,169	2,703
3年間成長率	29.1%	-11.9%	51.4%	44.4%
営業利益率	8.2%	5.6%	10.8%	10.7%
売上高構成比				
エンタープライズ	45.9%	-	92.9%	100.0%
エンターテインメント	54.1%	-	7.1%	0.0%

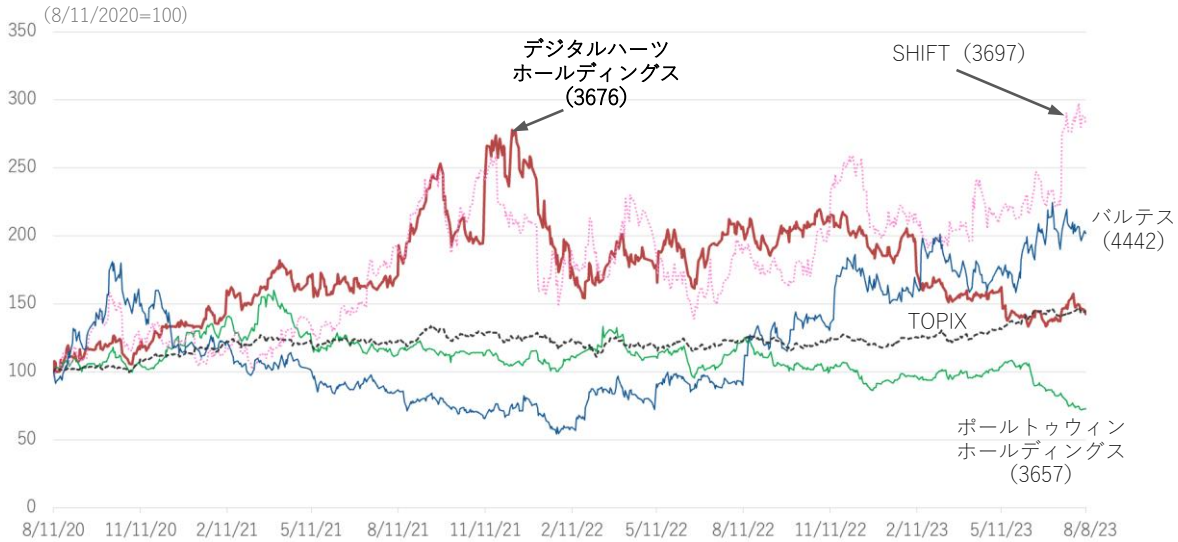
出所：各社資料等より Omega Investment 作成



ソフトウェアテスト4社の比較をしてみると（前頁下表）、エンタープライズ専門、あるいは専門に近い2社が成長性、収益性、株価パフォーマンスでも優っており、市場での評価も高いといえる。SHIFT（3697）は創業者のリーダーシップの下、積極的なM&Aと人員の拡充により大きく成長してきた。また、バルテス（4442）も上場後の歴史は比較的浅いとはいえ、直近3年間で22.9%の売上高成長を実現すると共に、ROE、ROAでも高い数値を示している。

ソフトウェアテスト事業は、人員 x 単価という面は成長に際して重要なポイントの一つであるが、同社もM&Aによる企業規模拡大に加えて、前述の通り、最先端品質技術を追求したQAの品質で差別化を図ろうとしている。今後、これらの戦略が着実に進み、今までのトップラインの成長に加えて、ボトムラインにおいても結果を出していけば、同業他社並みのヴァリュエーションは十分期待されよう。

相対時価総額の推移（ソフトウェアテスト4社、TOPIX、直近3カ年）



一方で、新生DHグループのベンチマークとして、Keywords Studios (KWS.L) を挙げたい。Keywords Studios は、1998年設立。アイルランド、ダブリンに本社を置き、世界21カ国・地域に50以上のスタジオと7,000名以上のスタッフを有し、世界中のビデオゲーム業界にクリエイティブ、テクニカルサービスを提供。ゲームの開発からデバッグ、翻訳、カスタマーサポートに至るまで、ゲームビジネスにおけるあらゆる課題に対して、ソリューションとリソースを提供し、顧客から高い評価を受けている。2022/12期の売上高は690百万ユーロ、営業利益 71百万ユーロ、当期純利益は 47百万ユーロ。ロンドン証券取引所に上場しており、8月7日の時価総額は 11.9億ポンド（約 2,150億円）となっている。Keywords Studiosのバリュエーション比較は、次頁上表を参照。

Keywords Studios (KWS.L) の時価総額推移（直近5カ年）





DHH、新生DHグループ、Keywords Studios 比較

(百万円、百万GBP、百万ユーロ)

コード	3676		KWS.L
会社名	デジタルハーツ ホールディングス	新生DHグループ	Keywords Studios
決算期	2023年3月	2029年3月	2022年12月
株価 (8/8, 円、8/7, GBP)	1,328	-	1,498
時価総額	31,727	-	1,187
PER (予想、倍)	14.08	-	13.97
PBR (実績、倍)	3.36	-	2.47
PSR (実績、倍)	0.87	-	2.02
財務指標			
ROE	10.12%	-	9.21%
ROA	4.31%	-	6.67%
ROIC	13.63%	-	-
DPS (予、円)	21.00	-	0.02
決算データ (TTMベース)			
売上高	36,517	35,000	690.72
3年間成長率	20.0%	+12%	28.4%
営業利益	3,000	4,500	718
3年間成長率	29.1%	-	49.4%
営業利益率	8.2%	12.9%	10.4%

出所：両社決算資料等より Omega Investment 作成

今後、新生DHグループが国内のみならず、世界市場をターゲットにエンターテインメント業界のグローバル・クオリティ・パートナーを目指すにあたり、Keywords Studios の事業モデルは大きな参考になるだろう。

◇ 投資家にとってのスピノフ上場の意義

(株)AGESTのスピノフ上場によって、新生AGESTグループと新生DHグループが誕生し、今後の両社のそれぞれの成長戦略に合わせた事業運営が可能になる。それぞれのヴァリュエーションの見方を以下に記すが、ポートフォリオのエクスポージャーをより精緻に調整できる銘柄が現れ、両社事業の性格がより明確となるため、投資家の関心も高まることが期待される。その結果、それぞれの銘柄に相応しい株主リストが出来あがるだろう。

両社の事業がフォーカスされる結果、事業価値の精査が進み、スピノフ後の株価は精緻にリバリュエーションされることとなる。新生AGESTグループの株価は、リスクに高いマルチプルを払い、株価ボラティリティを厭わない短中期タイムスパンの高い成長期待の投資家の売買によって決まる。一方、新生DHグループの株価は、従来からのエンターテインメント事業の特徴である高い株主資本利益率やビジネスの予測可能性に加えて、次なる成長も期待する投資家が価格を決定すると予想される。

現時点では、両社のバランスシートの構成等も未定のため、具体的な計算は難しいが、今後、それらを含めた様々な情報が明らかになっていく過程で、より正確なヴァリュエーションが可能となってくるだろう。

a) 新生AGESTグループのヴァリュエーションの見方

これまでエンターテインメント事業と一体であったために、評価につながりにくかったエンタープライズ事業の高い成長性・収益性が投資対象としてより顕在化することになり、新生AGESTグループのヴァリュエーション上のインパクトは大きいと考えられる。同事業の利益成長に際しては、M&Aによるのれんの償却負担が足枷となることが懸念されるが、成長期待の投資家にとっては、大きな問題ではないだろう。

キャッシュフロー面をみると、現状のようなエンターテインメント事業が生み出すCFの活用ができなくなるものの、これまでとは異なる資本政策のもと、エンタープライズ事業の成長加速のための投資拡大が期待されるなど、新生AGESTグループは成長戦略にフォーカスしたグロース銘柄としての特徴がよりわかりやすいものとなるだろう。

b) 新生DHグループのヴァリュエーション

(株)AGESTスピノフ後の、新生DHグループにおいては、1) CF創出能力の明確化、2) 高い資本利益率、3) 投資対象としての事業の明確化、がヴァリュエーションのプレミアム要因となると考えられる。反面、1) ゲームデバッグ市場の飽和もしくは縮小予想、2) 海外事業拡大による事業リスクの増大、3) インフレ経済下でのコスト上昇、がディスカウント要因。エンタープライズ事業に関わる償却負担が無くなることにより、EPSの堅



実な成長が顕在化し、時価総額は拡大することが予想される。

更に、エンタープライズ事業へCFを供給する必要が無くなれば、潤沢なCFをベースに成長分野への一層の投資が可能になり、エンターテインメント事業の再成長を担保しよう。加えて、投資家からは従来と同等かそれ以上の株主還元への期待も生じることになり、新生DHグループ株式の大きな魅力となるだろう。

以上、今回のエンタープライズ事業のスピンオフ上場は総じて、投資家にとってもプラスと考えられる。新生AGESTグループ、新生DHグループが別会社となることにより、それぞれの事業戦略が明確化、フォーカスされた結果、今後の成長路線がクリアとなり、その実現性が高まるだろう。結果として、投資家はそれぞれのスタンスに適した2社の投資対象への検討が可能となる。強いて当面の課題を挙げるとすると、スピンオフ上場が実現するのは2~3年先と考えられ、それまで不確定要素があるため、投資家として投資判断を下すタイミングを見極めるのが難しいことだろう。今後、同社ではスピンオフプロジェクトの進捗に伴い、より具体的な情報を提供する計画であり、徐々にこの不安も払拭されるだろう。

デジタルハーツホールディングス (3676) 株価動向 (直近3カ年)





General disclaimer and copyright

本レポートは当該企業への取材や決算資料等を元に作成・表示したのですが、その内容及びデータの正確性、完全性、信憑性を保証するものではありません。本レポートは、情報提供のみを目的としており、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。オメガインベストメントは、本レポートの使用により発生した結果について一切の責任を負うものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への取材を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はオメガインベストメントの Recherche によるものです。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はオメガインベストメントに帰属します。配布、譲渡、複製、及び転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。