



デジタルハーツホールディングス (3676)

企業価値最大化に向けた戦略転換

2026 年 3 月 11 日

AGEST のスピンオフ上場方針を取り下げ

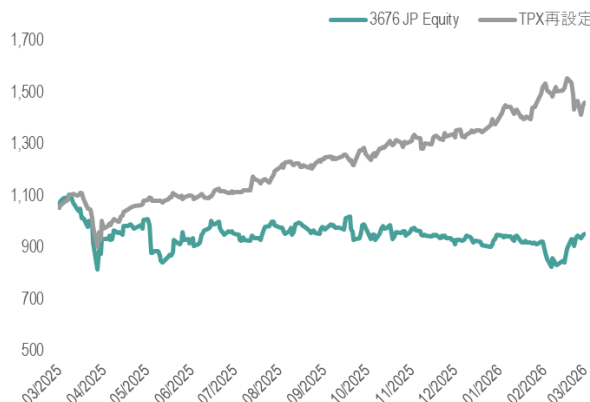
- 配当還元政策の強化 – DH グループと AGEST グループを独立させる戦略は依然として合理的であるものの、デジタルハーツホールディングスは、不透明な株式市場環境下での企業価値の毀損を避けるため、AGEST グループのスピンオフ上場方針の取り下げを正式に発表した。この戦略変更に伴い、より強化された株主還元策が決定された。同社は新たに累進配当方針を導入し、26 年 3 月期の 1 株当たり配当予想を 25.0 円に引き上げた。今回のことは AGEST の成長の妨げになることはないと弊社では判断している。今後の資本需要や戦略的 M&A については、AGEST 自体の収益性に加え、グループ全体のネットキャッシュポジションによって下支えられている体制が整っている。

収益見通しの確実性の高まり

- 安定性が高まりつつ成長余地を維持する – 今回の戦略転換により、同社の収益見通しの透明性は高まった。DH グループは、圧倒的なシェアを誇るデバッグ事業の安定的なフリーキャッシュフローと高い収益視認性、そして着実な海外展開を背景に、グループ全体の「守り」として機能している。この安定性を補強するのが、新たに導入された累進配当方針だ。一方で、AGEST グループは、堅調なテスト需要と、戦略的 M&A によるインオーガニック成長の可能性をを潜めており、魅力的な「成長オプション」を提供している。
- バリュエーション – 当社予想に基づく、26 年 3 月期の株価は PER11.5 倍 (EPS は前期比 194.4%増)、EV/EBITDA 倍率は 5.3 倍となる。中核事業の収益モメンタムが強まり、AGEST グループの業績も改善していることを考慮すると、業績回復の見通しはなお株価に十分織り込まれていないと当社では見ている。

株価: 953 円

時価総額: 227 億円



出所: ブルームバーグ

リターン

	YTD	1M	3M	12M
絶対 (%)	+4.8	+3.4	+4.4	-9.5
相対 (%)	-3.4	+7.7	-5.3	-34.6

セクター

情報技術サービス
IT サービス (GICS)

株式データ

株価 (円)	953
時価総額 (10億円)	22.7
時価総額 (100万ドル)	143.9
52 週レンジ (円)	804-1,115
発行済株式数 (100万株)	23.9
日次平均出来高 (100万ドル)	0.6
浮動株 (%)	47.4
外国人株式保有比率 (%)	14.7
コード	3676
取引所	Tokyo Prime
純有利子負債/自己資本 (倍)	0.0
FFO レバレッジ (倍)	N/A
買い ホールド 売り	0 0 0

出所: ブルームバーグ

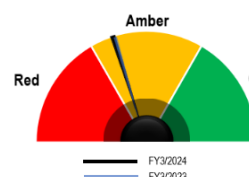
年度末	3/24	3/25	3/26E
売上高 (10億円)	38.79	39.75	40.17
営業利益 (10億円)	2.04	2.43	2.85
純利益 (10億円)	0.18	0.63	1.85
EPS (円)	7.94	28.25	83.16
1 株当たり配当 (円)	21.00	23.00	23.00
売上高伸び率 (%)	+6.2	+2.5	+1.1
営業利益成長率 (%)	-32.0	+19.1	+17.4
純利益成長率 (%)	-77.9	+255.8	+194.4
EPS 成長率 (%)	-78.2	+255.6	+194.4
PER (倍)	120.0	33.7	11.5
EV/EBITDA (倍)	6.7	6.0	5.3
EV/売上高 (倍)	0.5	0.5	0.5
PBR (倍)	2.7	2.5	2.2
ROE (%)	2.1	7.2	19.2
ROCE (%)	22.5	25.6	26.3
FCF 利回り (%)	4.2	10.5	11.0
配当利回り (%)	2.2	2.4	2.4

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザー

事業概要

デジタルハーツ HD は、エンターテインメント企業向けゲームデバッグサービス、法人向けソフトウェアテストおよび QA サービスなどを提供する。

アストリス-サステナビリティ ESG レーティング



参考レーティング

MSCI	N/A
Sustainalytics	N/A
Refinitiv	N/A
S&P Global	1.0
Bloomberg	1.28
CDP	N/A

次のイベント

2026 年 5 月: 2026 年 3 月期第 4 四半期決算発表

Tel: +81 3 6868 8797

Email: Corporateresearch@astrisadvisory.com

本レポートは同社から委託され、支払いを受けて作成されている。

企業価値最大化に向けた慎重かつ着実な 戦略転換

AGEST のスピンオフ上場の当初の狙い

デジタルハーツホールディングスは、安定的なリカーリング・キャッシュフローを創出するゲームデバッグ市場のリーダーである DH グループと、高成長を遂げるエンタープライズ領域での QA(テスト)に注力する AGEST グループという、特性の異なる 2 つのセグメントを運営している。

2023 年当時、AGEST は(M&A を含む)今後売上高 CAGR 20~30%という高い成長目標を掲げていたものの、そのバリュエーションは、SHIFT(3697 JP)やバルテス・ホールディングス(4442 JP)といった競合他社が享受していた高いプレミアムには及ばない状況にあった。

AGEST の成長ポテンシャルを最大限に引き出すため、スピンオフ上場の可能性を追求してきた。両事業戦略的分離の狙いは、経営資源の最適配分と意思決定の迅速化を推し進め、最終的な企業価値の向上を加速させることにある。

AGEST のスピンオフ上場方針の取り下げについて

2026 年 3 月 2 日、デジタルハーツホールディングスは AGEST 事業のスピンオフ上場方針の取り下げを発表した。

経営陣は、事業分離が中長期的には最適な戦略であるとの認識を維持しているが、現在の株式市場環境下でのスピンオフ上場実行は逆効果であると判断した。2025 年 12 月以降、日本の IT サービス・ソフトウェアセクターは、AI による既存ビジネスモデルの破壊への懸念と、国内の金利上昇観測という、二つの大きな逆風に直面している。

こうした弱気相場は、Anthropic 社による新たな AI ツールの発表によってさらに加速し、SaaS や IT サービス関連銘柄のさらなる売りを誘発した。セクターの主要ベンチマークである SHIFT(3697 JP)の株価が 2 月 3 日から 25 日にかけて 17.5%下落したことは、現在のバリュエーションの低下を象徴し、AGEST の本源的価値を顕在化しにくい環境にあることを示唆する。

当社としても、現時点でのスピンオフ上場実行は AGEST の価値を十分に引き出せないばかりか、グループ全体の企業価値を毀損し、株主利益を損なうリスクが高いと考える。

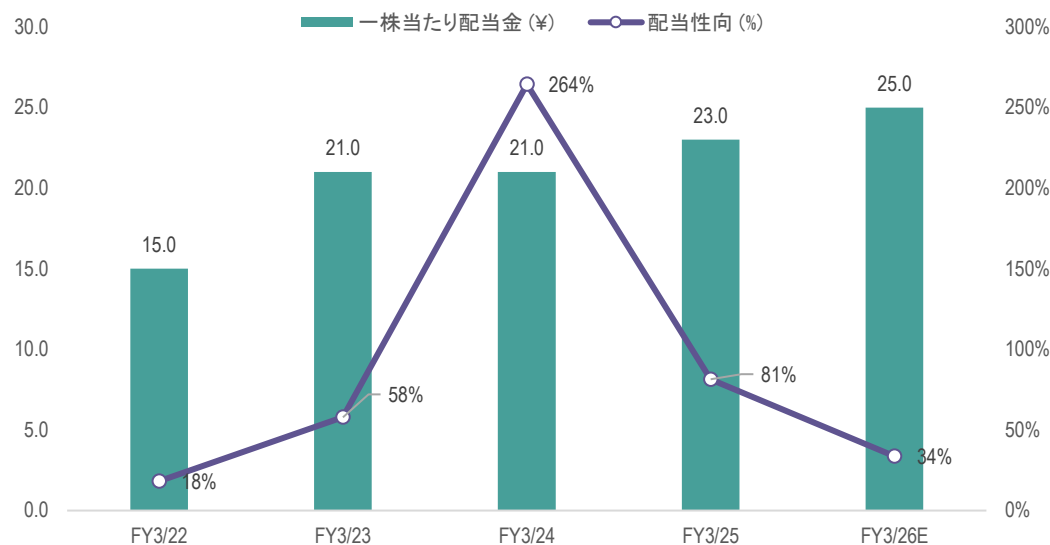
よりテクニカルな視点では、現在の時価総額水準でスピンオフ上場を強行した場合、新会社(AGEST グループ)と存続会社(DH グループ)の双方が時価総額 100 億円を下回るリスクがあり、DH グループも東京証券取引所プライム市場の上場維持基準を満たさなくなるといった現実的な懸念も存在する。

株主還元の拡充に向けたコミットメント

デジタルハーツホールディングスは、スピンオフ上場を最大規模の株主還元と考えていたこともあり、この度の戦略転換に伴い株主還元方針の見直しも行っている。具体的には、新たに累進配当方針を導入し、26年3月期の1株当たり年間配当金(DPS)予想を従来から2円増額し、25.0円へと引き上げた。

さらに、新たに株主優待制度の導入も計画されている。500株以上を保有する株主を対象に、1万円分のQUOカードを贈呈する内容となっており、これにより国内の個人投資家への訴求が一段と高まった。

配当還元



出所: 会社データ

当社の見解

当社は、今回の AGEST グループのスピンオフ上場方針の取り下げを、中長期的な株主価値の最大化を目的とした戦略的転換としてポジティブに評価する。

AGEST グループにおいては、事業構造改革等をすすめたことで、進化を続ける AI 環境に対してより機動的に対応できる体制を整えた。当面の間、同社は、主力のゲームデバッグ事業による高い収益視認性と強化された株主還元を背景に、魅力的なリスク・リワードを提供する。

それに、AGEST の根本的な成長シナリオに揺るぎはなく、26年3月期の営業利益は6.3億円を予想する。さらに、上場準備の中止によって M&A に関する規制上の制約が解消された。73億円(2025年12月31日時点)にのぼるグループの手元資金を背景に、同社は EPS 向上に寄与する買収や、オーガニックな成長投資を実行するための十分な余力を有している。

コングロマリット・ディスカウントは依然として存在する

1) AGEST グループ同業他社のマルチプル

銘柄コード	会社名	PER (x) FY26	EV/EBITDA (x) FY26
3697 JP	SHIFT	16.1	8.3
4442 JP	バルテス・ホールディングス	22.0	7.2
平均		19.1	7.8

出所: ブルームバーグデータ

注*: 2026 年 3 月 9 日時点

AGEST グループの業績(予想)

(¥bn)	FY3/26E
純利益	0.44
EBITDA	0.97
時価総額 (純利益 * 同業他社平均 PER)	8.40
現金及び現金同等物	2.53
負債	1.30
EV1 (時価総額-現金及び現金同等物+負債)	7.17
EV2 (同業他社平均 EV/EBITDA * EBITDA)	7.57
平均 EV	7.37

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザリー、ブルームバーグデータ

注*: 26 年 3 月期 AGEST グループの予想純利益はアストリス・アドバイザリーの予想。

注*: 26 年 3 月期 AGEST グループの予想 EBITDA はアストリス・アドバイザリーの予想。

注*: AGEST グループの現預金および有利子負債残高については、2025 年 11 月 6 日付開示資料「当社の連結子会社である株式会社 AGEST の会社説明資料に関するお知らせ」を参照

同業他社の PER(x)、EV/EBITDA (x)に基づくと、AGEST グループの潜在的な企業価値は 73.7 億円程度と試算される。

2) DH グループ同業他社のマルチプル

銘柄コード	会社名	EV/EBITDA (x) FY26
3657 JP	ポールトゥウィンホールディング	8.2

出所: ブルームバーグデータ

DH グループの業績(予想)

(¥bn)	FY3/26E
EBITDA	2.97
EV (EV/EBITDA * EBITDA)	24.36

出所: アストリス・アドバイザリー、ブルームバーグデータ

注*: 26 年 3 月期 DH グループの予想 EBITDA はアストリス・アドバイザリーの予想。

注*: ポールトゥウィンホールディングスの次期純利益は赤字転落の見通しであり、予想 PER によるバリュエーション算定は困難である。そのため、当該期間の分析においては、PER を評価指標から除外している。

上記に基づき、DH グループの潜在的な企業価値は 243.6 億円程度と試算する。

AGEST グループの 73.7 億円と合計すると、デジタルハーツホールディングスの企業価値は 317.3 億円、現在企業価値の 239.5 億円(時価総額 225.8 億円-現金及び現金同等物 73.0 億円+優先株 30.7 億円+負債 56.0 億円、四捨五入の関係で差異が出ている)から 32.5%程度のアップサイドがあると見ている。

注*: 時価総額は 2026 年 3 月 10 日株価終値を使用、現金及び現金同等物と負債額は 2025 年 12 月 31 日時点の数値を参照

短期的には「コングロマリット・ディスカウント」が継続すると予想されるものの、それは同時にバリュエーションの下値サポートするを提供する。一方で、現在の株価は「非対称なアップサイド」を有しており、何らかのポジティブな材料をきっかけに、株価再評価が起こる可能性を秘めている。



サマリー

細分化された市場
における大手プレーヤーの1社

デジタルハーツホールディングスは、2013年に設立され(同社の前身で現在子会社のデジタルハーツは2001年に設立)、ゲームデバッグサービスのパイオニアとして事業を開始した。その後、エンタープライズ向けの品質保証(QA)およびテストサービスへと事業領域を拡大してきた。市場は非常に細分化されているが、同社はその中でも比較的規模の大きい企業の一つであり、時価総額ベースではQA・テストサービスの上場企業として第2位の規模を誇る。

同社は今期より成長の加速を見込んでおり、各セグメントにおいて以下の中期目標を掲げている。

- **DH グループ**
 - M&Aを含め、年率10%以上の売上成長
 - 「グローバルサービス」領域で年率20%以上の成長
 - 営業利益率10%以上
 - ROIC15%以上
- **AGEST グループ**
 - エンタープライズ領域において、QA専門企業ならではの付加価値向上
 - 独自のAIテストツール“TFACT”や独自のSBOM管理ツールによる「人月モデル」から「技術活用モデル」へシフト
 - 収益性の低いビジネスの戦略的縮小等を通じた収益性改善

アストリス・アドバイザリーは、同社が以下の取り組みにより中長期的な成長率を維持すると見込んでいる。

- DHグループにおいては、ゲームソフト向けのデバッグサービスの安定成長に加え、M&Aや事業提携、ソリューション事業の拡大、さらには地域的な展開拡大により、グローバルでの成長加速が可能であると予測する。売上構成をより収益性の高い領域へとシフトさせることで、利益率の更なる改善が期待される。
- AGESTグループにおいては、企業のデジタル化(DX)の進展がコア事業の成長を下支えするほか、同社が「シフトレフト」「シフトライト」と呼ぶ周辺領域への事業拡張により、対象市場の拡大が見込まれる。

同社株価は、足元では2026年3月期のPERが11.5倍、EV/EBITDA倍率が5.3倍と、売上規模が大きい同業他社に比べて割安な水準で推移している。

会社紹介

概要

国内向けゲームデバッグ企業からデバッグとQA・テストサービスをグローバルに提供する企業に成長

デジタルハーツ HD は、エンターテインメント企業にデバッグサービスを提供し、エンタメ以外の企業向けに品質保証(QA)・テストサービスを提供している。

国内で他に先駆けてゲームデバッグサービスを提供する企業の1つとして2001年に設立された同社は、2011年に海外に事業を拡大し、2013年には事業多角化を加速するため、持株会社制に移行した。

多角化の一環として、2017年にはエンタープライズ事業に本格参入し、社内資源の再配分とM&Aを積極化。同事業の売上構成比は2018年3月期の11%から2024年3月期には51%に拡大した。

20年以上の実績を有するソフトウェアデバッグとQA サービス

主な沿革

年月	事項
2001年4月	「デバッグ」の専門企業として有限会社デジタルハーツを設立
2003年10月	株式会社に組織変更
2007年9月	日本企業として初めて「Xbox 360®」の推奨ゲームテスト企業認定(AOTP)を取得
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
2011年7~9月	韓国、米国、タイに子会社設立
2012年11月	Aetas 株式会社の全株式を取得し子会社化
2013年10月	純粋持株会社である「株式会社ハーツユニテッドグループ」を設立し純粋持株会社体制へ移行
2014年4月	株式会社プレミアムエージェンシー(現:株式会社フレームハーツ)の株式取得および第三者割当増資引受により子会社化
2016年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	第二創業期としてエンタープライズ領域における事業拡大を推進
2019年8月	LOGIGEAR CORPORATION の株式取得および第三者割当増資引受により子会社化
2021年3月	Metaps Entertainment Limited(現: DIGITAL HEARTS CROSS Marketing and Solutions Limited)の全株式を取得し子会社化
2022年4月	グループ組織再編を実施し、エンタープライズ事業は株式会社 AGESE を、エンターテインメント事業は株式会社デジタルハーツを中心とする組織体制へ移行
2023年5月	東京証券取引所の市場区分見直しにより、東京証券取引所の市場第一部からプライム市場に移行
2024年1月	エンタープライズ事業の中核子会社である株式会社 AGESE の株式分配型スピンオフ及び上場の準備を開始 エンタープライズ事業を営むグループ会社を株式会社 AGESE の直接子会社とするグループ組織再編を実施
2024年4月	Turning 株式会社に資本参加
2026年3月	AGESE のスピンオフ上場方針取り下げ

出所: 会社データ

JGAAP に基づく要約財務諸表

損益計算書 (10億円)	FY 3/24	FY 3/25	FY 3/26E
売上高	38.79	39.75	40.17
売上原価	28.70	29.61	29.60
売上総利益	10.09	10.14	10.56
売上総利益率(%)	26.0	25.5	26.3
営業利益	2.04	2.43	2.85
営業利益率(%)	5.3	6.1	7.1
営業外収益	0.07	0.06	0.07
営業外費用	-0.05	-0.21	-0.13
経常利益	2.06	2.28	2.79
特別利益	-	0.63	-
特別損失	-1.20	-1.26	-
税引前当期純利益	0.85	1.65	2.79
法人税等	-0.66	-0.98	-0.89
実効税率(%)	32.2	42.8	32.0
当期純利益	0.19	0.67	1.89
非支配株主に帰属する当期利益	0.01	0.04	0.04
親会社株主に帰属する当期利益	0.18	0.63	1.85
売上高前年比伸び率(%)	+6.2	+2.5	+1.1
営業利益前年比伸び率(%)	-32.0	+19.1	+17.4
税引前当期純利益前年比伸び率(%)	-57.2	+92.5	+69.3
当期純利益前年比伸び率(%)	-77.9	+255.8	+194.4

貸借対照表 (10億円)	FY 3/24	FY 3/25	FY 3/26E
現金・預金	6.86	7.59	8.48
棚卸資産	0.03	0.07	0.09
売掛債権	5.92	5.50	5.56
その他流動資産	0.72	0.91	0.92
流動資産	13.53	14.07	15.05
有形固定資産	1.49	1.48	1.65
のれん	2.31	1.04	0.96
無形固定資産	0.59	0.71	0.89
投資有価証券	1.79	1.34	1.34
その他固定資産	1.38	1.32	1.32
固定資産	7.58	5.88	6.15
資産合計	21.10	19.95	21.20
短期借入金	7.10	5.21	5.21
買掛債務	3.83	4.29	4.16
その他流動負債	1.09	0.97	1.00
流動負債	12.03	10.47	10.37
長期借入金	0.03	-	-
その他固定負債	0.20	0.22	0.22
固定負債	0.22	0.22	0.22
負債合計	12.25	10.69	10.59
株主資本、その他の包括利益累計額	8.42	8.95	10.31
新株予約権	-	-	-
非支配株主持分	0.44	0.31	0.31
純資産	8.85	9.26	10.62
負債・純資産合計	21.10	19.95	21.20

キャッシュフロー計算書 (10億円)	FY 3/24	FY 3/25	FY 3/26E
税引前当期純利益	0.85	1.65	2.79
減価償却費	1.04	1.03	1.04
運転資金の増減	-0.17	0.31	-0.17
その他の非現金項目	1.05	0.80	0.50
法人税等支払額	-1.01	-0.66	-0.89
営業活動によるキャッシュフロー	1.76	3.12	3.27
設備投資	-0.81	-0.74	-0.76
投資有価証券	-0.16	1.43	-
その他の投資活動によるキャッシュフロー	-1.40	-0.70	-1.05
投資活動によるキャッシュフロー	-2.37	-0.01	-1.81
配当金支払額	-0.47	-0.47	-0.51
借入金および社債発行による収入(返済・償還による支出)	1.99	-1.91	-
自己株式の取得による支出	-0.01	-	-
その他	-0.58	-0.18	-0.18
財務活動によるキャッシュフロー	0.93	-2.56	-0.69
為替影響	0.08	0.18	0.13
ネットキャッシュフロー	0.40	0.74	0.89
フリーキャッシュフロー(FCF)	0.95	2.38	2.50
EBITDA	3.08	3.46	3.90
EBITDA 利益率(%)	7.9	8.7	9.7
FCF マージン(%)	2.4	6.0	6.2
FCF コンバージョン(%)	110.8	144.8	89.9
設備投資/売上高(%)	2.1	1.9	1.9
設備投資/減価償却(%)	78.2	71.7	73.1
営業 CF マージン(%)	4.5	7.8	8.1

主要指標	FY 3/24	FY 3/25	FY 3/26E
収益性			
売上総利益率(%)	26.0	25.5	26.3
営業利益率(%)	5.3	6.1	7.1
当期純利益率(%)	0.5	1.6	4.6
ROA(%)	0.9	3.1	9.0
ROE(%)	2.1	7.2	19.2
ROCE(%)	22.5	25.6	26.3
ROIC(%)	9.4	9.4	13.1
流動性			
流動比率(倍)	1.1	1.3	1.5
当座比率(倍)	1.1	1.3	1.4
レバレッジ			
D/E レシオ(倍)	0.8	0.6	0.5
ネット D/E レシオ(倍)	0.0	net cash	net cash
自己資本比率(倍)	0.4	0.4	0.5
インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍)	N/A	N/A	N/A
ネットデット/EBITDA (倍)	0.1	N/A	N/A
バリュエーション			
EPS(公表値)(円)	7.9	28.2	83.2
PER(倍)	120.0	33.7	11.5
希薄化後 PER(倍)	120.4	33.9	11.5
DPS (円)	21.0	23.0	23.0
配当性向(%)	264.3	81.4	27.7
配当利回り(%)	2.2	2.4	2.4
FCF 利回り(%)	4.2	10.5	11.0
希薄化後 FCF 利回り(%)	4.1	10.4	11.0
PBR(倍)	2.7	2.5	2.2
EV/売上高倍率(倍)	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA 倍率(倍)	6.7	6.0	5.3
EV/EBIT 倍率(倍)	10.1	8.5	7.2
EV/FCF 倍率(倍)	21.8	8.7	8.2

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザー(予想)



免責事項

本レポートは、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が作成したものです。本レポートは、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が信頼できると考える公開情報源から入手した情報に基づいていますが、独自検証は行っていない、その正確性や完全性について保証、表明、保証をするものではありません。本レポートは、当該企業について述言及すべき全事項を記載したのではなく、また、記載を試みるものでもありません。ここに記載された意見は、本レポート作成時点におけるアストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社の判断を反映したものであり、予告なく変更される場合があります。本レポートに記載されている将来の見通しに関する情報または記述には、仮定、今後の業績予測、未確定な金額見積もりなどに基づく情報が含まれているため、既知および未知のリスク、不確実性および、このテーマに関する実際の結果、業績または成果が現在の予想とは大きく異なる可能性をもたらすその他要因が含まれています。

本レポートは概説として作成されたものであり、特定の金融商品または戦略を個人的に推奨するものではなく、また個人的な投資アドバイスを構成するものでもありません。

アナリストは、(i) 本レポートで表明する見解は、本レポートの対象である企業および証券に関する当該リサーチアナリストの個人的見解を正確に反映していること、(ii) 当該リサーチアナリストの報酬のいかなる部分も、直接的にも間接的にも当該リサーチアナリストが本レポートで述べた見解に過去、現在、未来を通して関連しないことをここに証明します。

本レポートは、日本法に基づき設立され、日本の金融庁の監督下にあるアストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社により作成されました。現地当局による規制範囲に関する詳細をご要望の場合は、弊社から入手可能です。

利益相反

本レポートは、当該企業が委託して費用を負担したものであり、MiFID II で定義される許容可能な軽微な非金銭的利益に該当すると判断されるものです。

読者は、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が、現在、もしくは今後 3 ヶ月以内およびその後、当該企業に対して IR/コーポレート・アドバイザリーなどのサービスを提供する、または提供することを求める可能性があることを前提とする必要があります。

記載金融証券への投資: アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、取締役、役員、従業員およびサービスプロバイダーの個人的な取引について制限的な方針をとっています。アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、投資業務を行っておらず、本レポート記載の金融証券は一切保有していません。

責任制限

アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、本レポートに基づき投資家が行った投資、売却、保有の決定に関して、いかなる責任も負わないものとします。アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、本レポートの情報に起因する直接的、間接的、偶発的、特別、または結果的損害（予見可能か否かを問わず）に対して、一切の責任を負わないものとします。

Copyright 2026 Astris Advisory Japan K.K. All rights reserved.
全著作権所有無断転載禁止