

ホリスティック企業レポート バルテス・ホールディングス 4442 東証グロース

アップデート・レポート
2024年7月5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 20240702

バルテス・ホールディングス(4442 東証グロース) 発行日: 2024/7/5

**品質向上のトータルサポートを標榜するソフトウェアテストサービス大手
25年3月期は前期に露呈したボトルネック克服を確認する期と位置づけられる**

> 要旨

◆ 会社概要

・バルテス・ホールディングス(以下、同社)は、「品質向上のトータルサポート企業」として、ソフトウェアテストを中心としたサービスを提供する企業である。

◆ 24年3月期決算

・24/3期決算は、売上高 10,362 百万円(前期比 14.4%増)、営業利益 840 百万円(同 13.3%減)となった。期初会社計画に対する達成率は売上高 92.7%、営業利益 68.5%に留まった。業容拡大にプロジェクトマネージャーや営業の拡充が追いつかず、ソフトウェアテストサービス事業を中心に伸び悩んだことや、その対応策に費用をかけたため、減益となった。

◆ 25年3月期業績予想

・25/3期業績について、同社は、売上高 11,500 百万円(前期比 11.0%増)、営業利益 980 百万円(同 16.6%増)を計画している。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、25/3期の業績予想を、売上高 11,619 百万円(前期比 12.1%増)、営業利益 987 百万円(同 17.5%増)と予想した。前期に露呈したボトルネックの克服に向けた取り組みが奏功することを前提に、主力のソフトウェアテストサービス事業でのエンジニアの増加とエンジニア単価の上昇が、業績を牽引する展開に回帰すると予想した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、26/3期は前期比 16.5%増収、27/3期は同 12.8%増収、売上高営業利益率は27/3期に9.9%まで上昇すると予想した。
・同社は最終年度の27/3期に売上高 15,739 百万円、営業利益 1,679 百万円を目標とする中期経営計画を公表している。同社の競争優位性が損なわれているわけではないため、まずは、業容拡大に運営面での対応が追いついていなかった状況をいかに克服していくかに注目したい。

【4442 バルテス・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)
2023/3	9,059	35.1	970	70.1	982	69.4	651	57.4	31.9	117.5	0.0
2024/3	10,362	14.4	840	-13.3	850	-13.5	518	-20.5	25.3	139.3	4.0
2025/3 CE	11,500	11.0	980	16.6	981	15.4	633	22.2	31.5	-	4.0
2025/3 E	11,619	12.1	987	17.5	954	12.2	615	18.8	30.4	165.9	4.0
2026/3 E	13,531	16.5	1,291	30.8	1,255	31.6	809	31.6	39.9	201.9	4.0
2027/3 E	15,264	12.8	1,505	16.6	1,473	17.4	950	17.4	46.9	244.8	4.0

(注) 1. CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想
2. 2023年10月1日付で1：3の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正
3. 2022/3期より「収益認識に関する会計基準」適用。2022/3期の前期比は「収益認識に関する会計基準」適用前の2021/3期実績値との比較
4. 2024/3期の配当は創業20周年記念配当4.0円

アップデート・レポート

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。

アナリスト: 藤野敬太
+81 (0) 3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

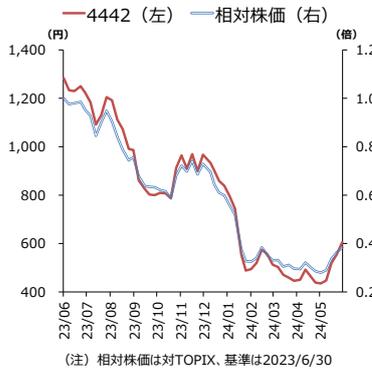
	2024/6/28
株価 (円)	605
発行済株式数 (株)	21,450,000
時価総額 (百万円)	12,977

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	23.9	19.9	15.2
PBR (倍)	4.3	3.6	3.0
配当利回り (%)	0.7	0.7	0.7

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	39.1	17.9	-52.9
対TOPIX (%)	37.2	16.2	-61.6

【株価チャート】



> 事業内容

◆ 専業としてソフトウェアテストサービスを提供

バルテス・ホールディングス（以下、同社）は、ソフトウェア開発の業界において、ソフトウェアテストサービスを提供している。

ソフトウェア開発には大きく、要件定義工程、設計工程、開発工程、テスト工程の4つの工程がある。従来は、これらの工程をすべてシステムインテグレーターが行ってきた。しかし、以下の理由から、外部のテスト専門会社にテスト工程をアウトソーシングする傾向が続いている。

- (1) 全工程の30%以上を占めるテスト工程を自社で行うのはシステムインテグレーターにとって負担が大きい
- (2) ソフトウェア開発とソフトウェアテストに求められるスキルがそもそも異なり、開発者には、テストを行うモチベーションが乏しい
- (3) 開発者がテストを行ってもテスト結果の客観性に欠ける

同社は創業当初からソフトウェアテスト専業として事業を行ってきた大手であり、ソフトウェア開発のテスト工程のアウトソーシング化の潮流を受けて成長を続けている。

◆ エンターテインメント系以外のソフトウェア全般が対象

同社のサービスは、ゲーム等のエンターテインメント系以外のソフトウェア全般を対象としており、幅広い。また、最近では企業の業務システムに関係するエンタープライズ系ソフトウェア領域への展開を加速している。

◆ 売上高の9割以上を占めるソフトウェアテストサービス事業

同社は、上述したソフトウェアテストサービス事業に加えて、Web／モバイルアプリ開発サービス事業、オフショアサービス事業を行っている。

Web／モバイルアプリ開発サービス事業は、テスト工程の前段階から関与することでソフトウェアの品質を向上させることを目的として、オフショアサービス事業は、テスト工程にかかる費用の抑制を目的としてそれぞれ始まった。ソフトウェアテストサービス事業は同社が担当しているが、Web／モバイルアプリ開発サービス事業とオフショアサービス事業は、連結子会社が担当している。

これらの3事業のうち、ソフトウェアテストサービス事業が売上高の9割弱を占める主力事業となっている（図表1）。

【 図表 1 】セグメント別売上高・営業利益

(単位:百万円)

	売上高 (外部顧客への売上高)											
	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	前期比				売上構成比			
					21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
ソフトウェアテストサービス	4,795	5,998	8,205	9,074	8.3%	25.1%	36.8%	10.6%	91.1%	89.4%	90.6%	87.6%
Web/モバイルアプリ開発サービス	448	683	813	1,256	7.6%	52.5%	19.0%	54.4%	8.5%	10.2%	9.0%	12.1%
オフショアサービス	18	24	40	31	-39.1%	34.4%	62.9%	-23.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
合計	5,262	6,707	9,059	10,362	7.9%	27.5%	35.1%	14.4%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益											
	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	前期比				売上高営業利益率 / セグメント利益率			
					21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
ソフトウェアテストサービス	362	568	977	851	8.7%	56.8%	72.0%	-12.9%	7.5%	9.4%	11.9%	9.4%
Web/モバイルアプリ開発サービス	49	70	71	30	-21.6%	42.3%	1.6%	-56.9%	9.1%	8.4%	6.8%	2.0%
オフショアサービス	11	10	0	-24	-	-7.5%	-99.2%	-	18.6%	14.5%	0.1%	-46.3%
調整額 (全社費用)	-78	-78	-78	-16	-	-	-	-	-	-	-	-
合計	344	570	970	840	7.2%	65.4%	70.1%	-13.3%	6.6%	8.5%	10.7%	8.1%

(注) 1. セグメント別売上高は外部顧客への売上高。セグメント利益率は内部取引調整前のセグメント売上高を使用して算出
 2. 22/3 期より「収益認識に関する会計基準」適用。22/3 期の前期比は「収益認識に関する会計基準」適用前の 21/3 期の金額との比較

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

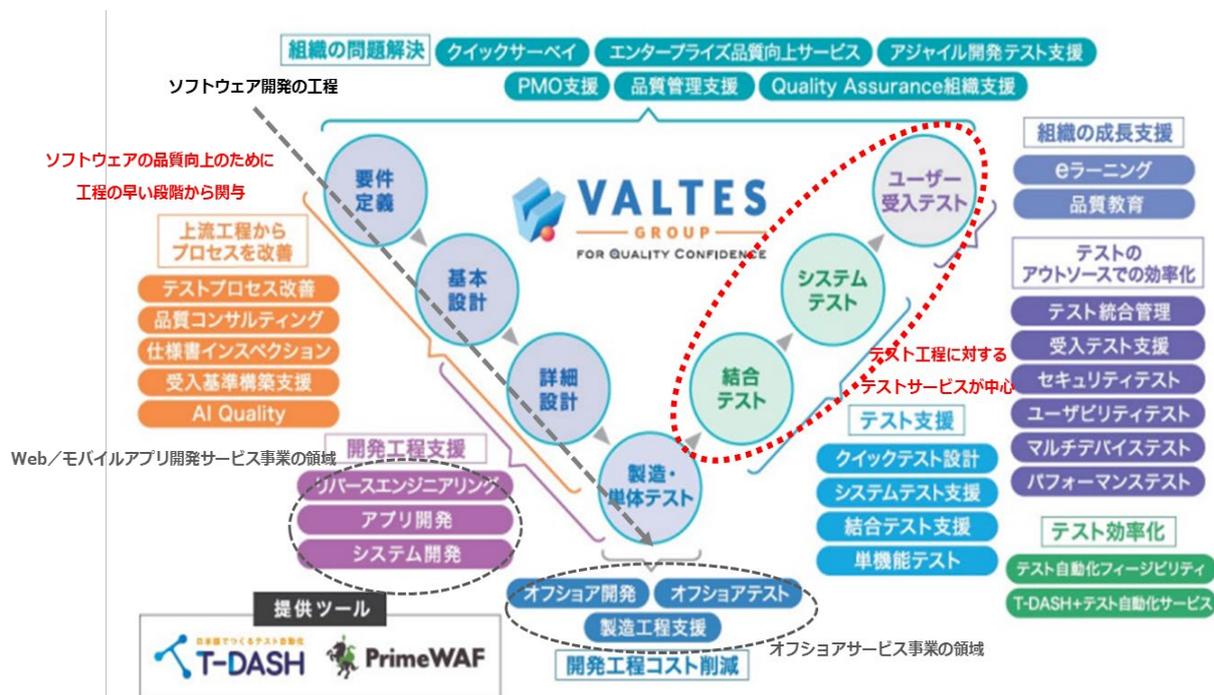
> ビジネスモデル

◆ バルテス・ホールディングスのソフトウェアテストサービス

同社は、開発後のソフトウェアの不具合を発見するソフトウェアテストを中心に各種サービスを提供している。単にテストを行うだけに留まらず、品質管理を行う人を対象とした教育サービスも提供している。これらは、ソフトウェアテストサービス事業が担当している。

また、同社は、テストの実施目的をソフトウェアの品質向上と位置づけ、テスト工程より前の工程から関与した方が品質向上に資すると考えている。そのため、テストプロセス改善や品質コンサルティング等、要件定義工程や設計工程の初期の段階から提供するサービスも取り揃えている (図表 2)。

【 図表 2 】 バルテス・ホールディングスが提供するサービス



(出所) 事業計画及び成長可能性に関する説明資料に証券リサーチセンター加筆

◆ バルテス・ホールディングスが対象とするソフトウェアの分野

ソフトウェアは幅広い分野に搭載されて活用されており、一概にソフトウェアと言っても、分野ごとにそれぞれの特徴がある。同社は組込み系からスタートし、現在は、エンターテインメント系以外のソフトウェアテストを取り扱っている(図表 3)。対象分野の幅広さは同社の特徴のひとつとなっている。

【 図表 3 】 対象とするソフトウェアの分野

	エンタープライズ系	組込み系	Web・スマホ系	エンターテインメント系
具体的な対象	業務系システム等	AV機器 家電 産業機器	PCアプリ スマホアプリ	ゲーム
テスト市場の潜在市場規模	巨大	大	中	小
テスト市場の成長ステージ	黎明期	黎明期	成長期	成熟期
参入障壁	高	高	中	低
バルテスの事業領域	○	○	○	×

(出所) 事業計画及び成長可能性に関する説明資料に証券リサーチセンター加筆

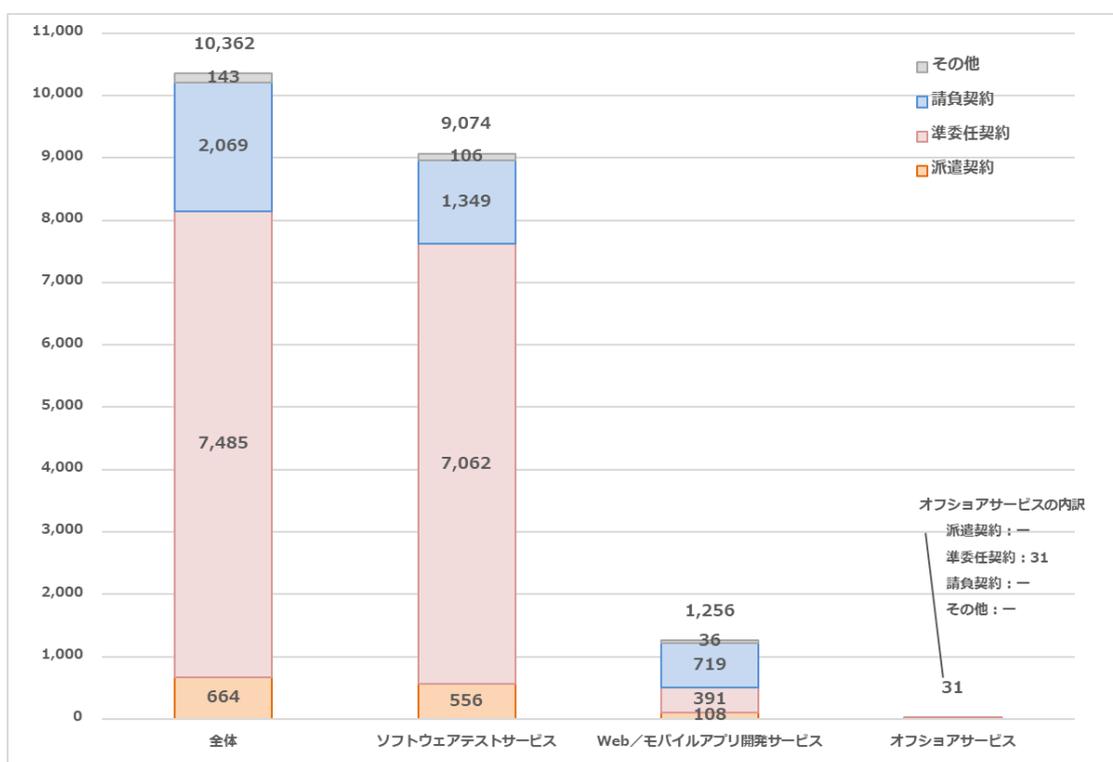
◆ ソフトウェアテストサービスの提供形態 (1)

同社のサービスには、次の3つの契約形態がある。

- (1) エンジニアを顧客側に派遣する派遣契約 (指揮命令は顧客)
- (2) 同社の指揮命令のもとで役務提供を行う準委任契約
- (3) 同社がテストを行いその成果物を納品する請負契約

このうち、最も多いのが準委任契約である (図表 4)。次に多いのが請負契約で、派遣契約は減少傾向にある。

【 図表 4 】 契約形態別売上高 (24 年 3 月期)



(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ ソフトウェアテストサービスの提供形態 (2)

別の切り口として、テストサービスを提供する場所で分類すると、以下の2つに分類される。

- (1) オンサイトテストサービス
- (2) テストセンターテストサービス

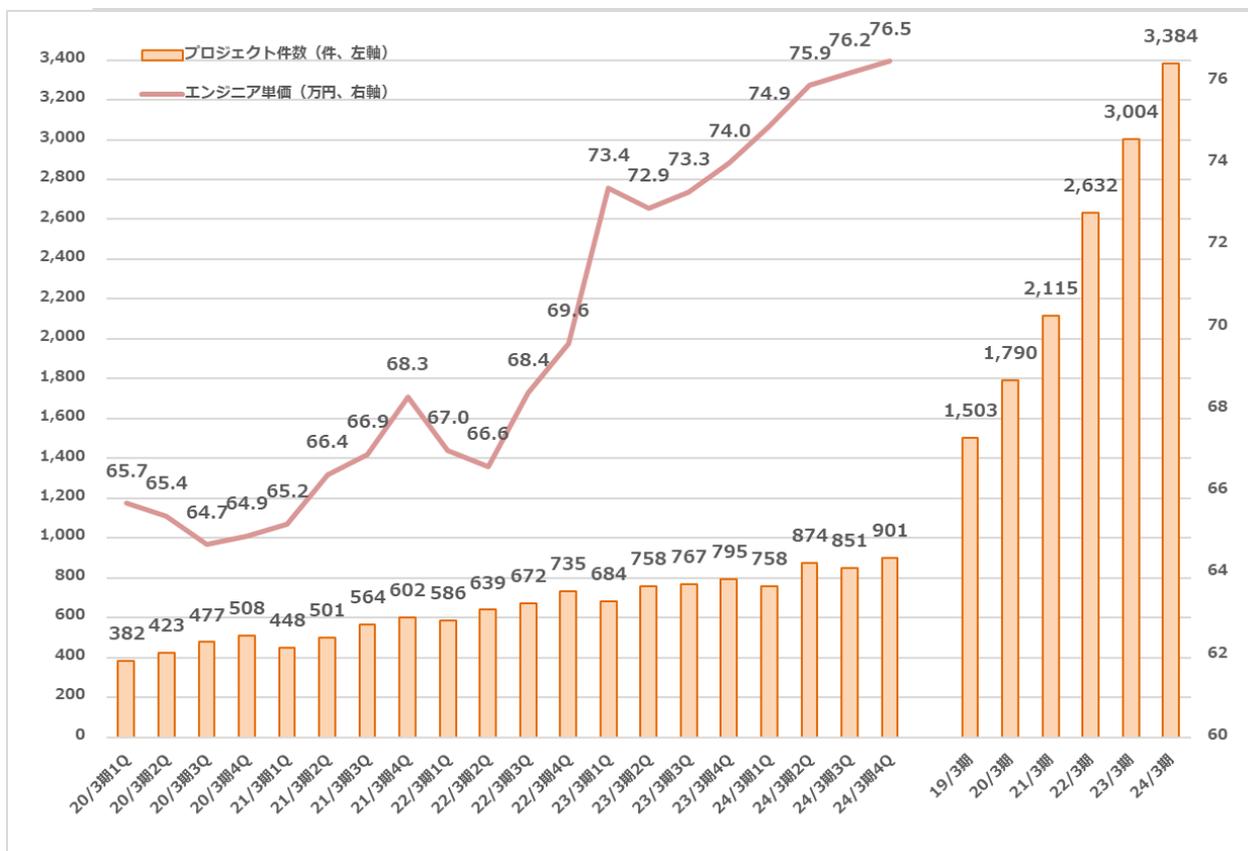
オンサイトテストサービスは、顧客の施設 (オフィス等) に同社のテストエンジニアが常駐して行うテストサービスである。

一方、テストセンターテストサービスは、同社の施設で行われるものである。テストを実施する拠点はテストセンターと呼ばれ、大阪本社、東京本社、東京第2、第3テストセンター、名古屋オフィス、福岡オフィスの6カ所がある。

◆ ソフトウェアテストサービスの顧客

創業来、累計で1,000社以上での導入実績を有している。また、年間顧客数の開示はないが、23/3期は3,004件、24/3期は3,384件のプロジェクトを実施している(図表5)。

【図表5】ソフトウェアテストサービスのプロジェクト件数とエンジニア単価の推移



(出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ テストの標準化プロセスの確立とメソッドの体系化

豊富なプロジェクトの経験をもとにテストのノウハウが蓄積され、テストの標準化プロセスが確立されている。また、ソフトウェアテストを主軸にして、ソフトウェア開発の品質向上や生産性向上の知見を、テストメソッド「QUINTEE」として体系化しており、このメソッドに基づいた管理により、テスト品質の信頼性とテストエンジニアの労

働生産性の向上につなげている。

◆ テストエンジニアの早期育成の仕組みが競争力の最大の源泉

ソフトウェアテストサービスは労働集約的な性格が強く、高い品質を保ちながらプロジェクト数を増やすためには、高スキルのテストエンジニアをどれだけ確保できるかが鍵を握る。

業界全体として、テストエンジニアのみならず開発エンジニアの人材不足は恒常化している。同社は、18/3 期に人材の採用と育成の分野での構造改革を実施し、人材不足への対応の仕組みを整えた。

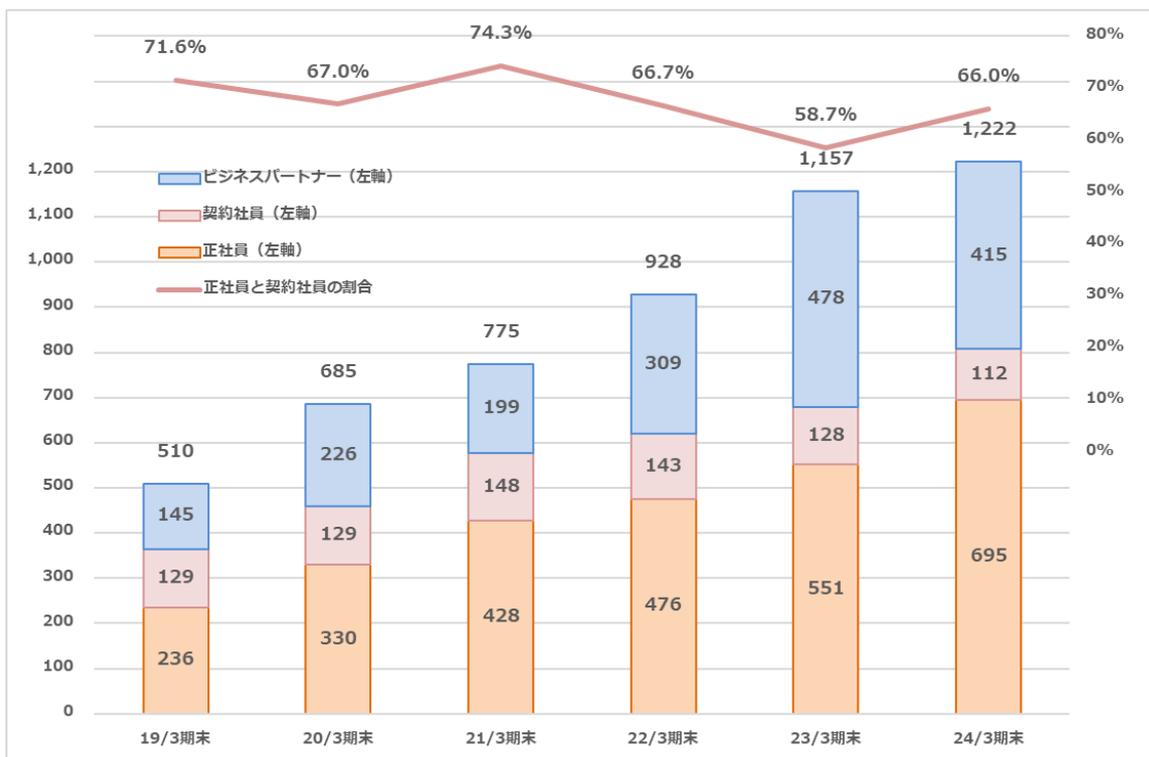
構造改革のいくつかの施策の中でも重要なのが、他業種からのキャリアチェンジの促進である。同社は 15 年から未経験者育成プロジェクト「ポテンシャル採用」を開始し、未経験者であっても、早期にテストエンジニアになることができるような社内教育体制を整えてきた。それがベースとなり、構造改革を経て、キャリア採用なら 160 時間、新卒または未経験者なら 320 時間の入社時研修や、年間を通して自由に学べる 70 講座以上の「バルゼミ」等の教育メソッドが体系化されていった。

採用及び育成の体制が強化された結果、稼働エンジニアの増員が加速し、19/3 期以降の高い売上成長を支えるひとつの要因となっている。

なお、同社は現在、正社員の増員を主眼に置くとともに、需要の増加に応じて協力会社からビジネスパートナーを確保している。ソフトウェアテストサービス事業以外も含めたグループ全体でのものとなるが、稼働エンジニアの人数は 22/3 期末 928 人、23/3 期末 1,157 人、24/3 期末 1,222 人と推移している。なお、エンタープライズ向けの案件が多いとビジネスパートナーの稼働が増える傾向にあり、稼働エンジニアに占める正社員と契約社員の割合は 60%台で推移することが増えてきた(図表 6)。

【 図表 6 】 グループ全体のエンジニアの人数の推移

(単位:人)



(出所) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

注1) JSTQB

Japan Software Testing Qualifications Boardの略。

国内のソフトウェアテスト技術者認定組織のこと。

注2) ISTQB

International Software Testing Qualifications Boardの略。

世界各国に存在するソフトウェアテスト技術者認定組織を統括する上位組織のこと。

エンジニアはただ人数を増やせば良いわけではなく、質の維持・向上も重要である。ソフトウェアテスト業界での標準的な資格に「JSTQB^{注1} 認定テスト技術者資格」というものがあり、入社2年目以降の同社の正社員のうち92%以上が同資格を保有している。また、JSTQBの上位組織にあたるISTQB^{注2}において、同社は全世界で10社しか認定されていないGlobal Partner(うち日本企業は同社を含め2社)に日本企業として初めて認定されており、質の面においても同社は高い評価を受けている。

◆ ソフトウェアテストのツール提供

同社の戦略のひとつに、ソフトウェアの品質に関する知見を知財サービスとして展開するというものがある。その一環として、同社はソフトウェアツールの開発を積極的に行っている。その代表例として、22年2月に公開された「T-DASH」が挙げられる。

「T-DASH」は、エンジニアでなくても簡単にWebアプリケーションの動作確認や検証を可能にするテスト自動化ツールである。月額利用

料 3,630 円 (税込) という一般的なテスト自動化ツールの 10 分の 1 以下の低価格で利用できるのが特徴である。

他にも、テスト管理ツール「QualityTracker (クオリティトラッカー)」や、クラウド型モバイルテストサービス「AnyTest (エニーテスト)」を提供している。

こうしたツールの利用を促進することは、エンジニアの作業効率の向上にもつながり、業界全般の慢性的なエンジニア不足に対するひとつのソリューションにもなっている。

◆ Web/モバイルアプリ開発サービス事業

バルテス・モバイルテクノロジーと 20 年 8 月に全株式を買い取ったアール・エス・アールの連結子会社 2 社が担当してきた事業である。24/3 期に新たに 2 社が加わった。Web アプリやモバイルアプリの開発のほか、Web アプリやモバイルアプリのセキュリティ診断 (脆弱性診断) サービスを提供しているが、中でも品質向上セキュリティサービスに注力している。

また、Web/モバイルアプリ開発サービス事業でもツールビジネスの展開が始まっている。中でも 22 年 3 月に開始したクラウド型 WAF (Web Application Firewall) サービス「PrimeWAF」である。「PrimeWAF」はウェブアプリケーションの脆弱性を突く攻撃に対するセキュリティ対策サービスで、クラウド型であるために他の類似サービスに対して価格競争力があると考えられる。

◆ オフショアサービス事業

フィリピンにある連結子会社の VALTES Advanced Technology, Inc.が担当する事業だが、全売上高の 1%も満たない。現地のエンジニアが主に在フィリピンの日系企業向けにサービスを提供している。

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表7のようにまとめられる。

「脅威」にある「新型コロナウイルス等の感染症が再拡大する可能性」と、それに関する項目を削除した。

【 図表 7 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> ・ソフトウェアテスト専門としての豊富な実績 ・エンターテインメント系以外のソフトウェアを取り扱うカバー領域の広さ ・豊富な実績に基づくノウハウの蓄積とソフトウェアテスト工程の標準化プロセスの確立 <ul style="list-style-type: none"> - IEEE829準拠のテンプレート / バルテスメソッド / 標準化されたテスト設計手法 ・テストエンジニアを早く育成する仕組みの確立 <ul style="list-style-type: none"> - エンジニア適性試験や独自の研修カリキュラム ・高スキルエンジニアの在籍数の多さ <ul style="list-style-type: none"> - JSTQB保有率の高さ ・業界内での高い評価 <ul style="list-style-type: none"> - ISTQB Global Partner (日本企業で初) ・創業社長のコミットメントの継続
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> ・ソフトウェアテストサービス事業とそれ以外の事業とのシナジー追求に改善余地があること ・創業社長への依存度の高さ
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内のソフトウェアテスト市場の規模の大きさと成長 <ul style="list-style-type: none"> - ソフトウェア開発市場の拡大 - DX (デジタルトランスフォーメーション) に関連する需要拡大 - ソフトウェア開発におけるテスト工程のアウトソース化の進展 ・エンタープライズ領域のソフトウェアテストへの注力による事業拡大 ・テストエンジニアの増員による需要増加への対応 <ul style="list-style-type: none"> - 正社員の増員 - 協力会社からのビジネスパートナーの動員 ・新規技術の開発による収益性向上及び競争力強化の可能性 ・Web/モバイルアプリ開発サービス事業やオフショアサービス事業の成長 ・M&Aによる事業拡大 ・上場による知名度向上と採用力強化及び従業員のモチベーション向上
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> ・競争の激化 <ul style="list-style-type: none"> - 特に注力先であるエンタープライズ領域での競争 - 価格競争に陥る可能性 ・顧客側の事情によるソフトウェア開発の中断の可能性 ・不採算案件が発生する可能性 ・大規模な自然災害や事故によって影響が生じる可能性 <ul style="list-style-type: none"> - テストセンターがある大阪、東京、名古屋、福岡 ・人材の確保が思うように進まない可能性 ・実施したM&Aで期待した効果が得られない可能性 ・進出先のフィリピンでの地政学的リスクや自然災害等のリスク ・新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響の先行きの不透明さ (削除)

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、顧客の増加とノウハウ蓄積の好循環にある
同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表8に示した。

同社の知的資本の源泉は、関係資本の顧客に属する「ソフトウェアテストサービス事業の顧客」と、組織資本の知的財産またはノウハウに属する「ソフトウェアテストのノウハウ」にあると考えられる。同社は創業来1,000社以上の顧客に対して実施したプロジェクトを通じてソフトウェアテストのノウハウを蓄積してきた。それらのノウハウをもとにテストの標準化が進められ、テストエンジニア個人のスキルに依存せずに、均質なサービスを提供できるようになった。

テストの標準化と併せて進められたのが、組織資本のプロセスに属する「ソフトウェアテストサービスの人材育成」における社内教育体制の構築であり、未経験者でも早期に戦力化できるようになり、テストエンジニアを着実に増やしている。

テストの標準化とテストエンジニアの育成の結果、実施できるプロジェクトの数が増え、顧客数の増加とともにノウハウの更なる蓄積が進むという好循環を描くことができるようになっている。

【 図表 8 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	・ソフトウェアテストサービス事業の顧客	・実績のある顧客数 創業来1,000社以上	-----	
			・プロジェクトの実績 2,632件 (22/3期) 1,442件 (23/3期2Q累計)	3,004件 (23/3期) 3,384件 (24/3期)	
		・Web/モバイルアプリ開発サービス事業の顧客	・顧客数 開示なし	-----	
			・プロジェクトの実績 648件 (22/3期) 367件 (23/3期2Q累計)	766件 (23/3期) 1,077件 (24/3期)	
	・オフショアサービス事業の顧客	・顧客数 開示なし	-----		
		・プロジェクトの実績 85件 (22/3期) 50件 (23/3期2Q累計)	98件 (23/3期) 68件 (24/3期)		
ブランド	・ソフトウェアテストサービスに対する高い評価	・ISTQBでの評価	日本初のGlobal Partner	-----	
組織資本	ネットワーク	・ソフトウェアテストサービスの人材面の協力体制	・テストエンジニアの体制に対する協力	ビジネスパートナーを提供する会社数は開示なし 23/3期末時点のビジネスパートナー数は459人 (テストエンジニア以外を含む)	ビジネスパートナーを提供する会社数は開示なし ビジネスパートナー数: 23/3期末時点478人 24/3期末時点415人 (テストエンジニア以外を含む)
			・稼働エンジニア数	1,112人 正社員526人 契約社員137人 ビジネスパートナー-459人	1,157人 (23/3期) 1,222人 (24/3期) 正社員695人 契約社員112人 ビジネスパートナー-415人
	プロセス	・ソフトウェアテストサービスを提供する体制	・テストセンターの数	6カ所	-----
			・確立されたテストの標準化プロセス	IEEE829準拠テンプレート バルテスメソッド 標準化されたテスト設計手法等	ISO/IEC/IEEE29119準拠テンプレート 「QUINTEE」(バルテスメソッド) 標準化されたテスト設計手法等
		・ソフトウェアテストサービスの人材育成	・社内教育体制	8コースの独自品質教育プログラム 15年から未経験者育成プロジェクトを開始	70講座以上を自由に学べる「バルゼミ」
			・JSTQB保有率	92%以上	数字の開示はないが高い保有率
	・ソフトウェアテストの集客	・セミナーや講座の開催	開催回数の開示なし	-----	
	・業界大手としてのソフトウェアテストの啓蒙	・品質知識向上のためのプラットフォーム	「Qbook」の運営	-----	
		・デファクトスタンダードとなった書籍	「ソフトウェアテストの教科書」が累計2.2万部超	-----	
	知的財産 ノウハウ	・ソフトウェアテストサービスのノウハウ	・確立されたテストの標準化プロセス	IEEE829準拠テンプレート バルテスメソッド 標準化されたテスト設計手法等	ISO/IEC/IEEE29119準拠テンプレート 「QUINTEE」(バルテスメソッド) 標準化されたテスト設計手法等
・資産計上されているソフトウェア			133百万円 (22/3期末) 89百万円 (22/3期)	72百万円 他にソフトウェア仮勘定70百万円	
人的資本	経営陣	・創業社長の存在	・創業からの年数 04年4月の設立から18年経過	04年4月の設立から20年経過	
			・一貫した戦略 創業当初からソフトウェアの品質向上を目的に展開	-----	
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	3,190千株 (46.93%)	9,571千株 (47.27%)
			・代表取締役社長以外の 取締役の持株数 (監査等委員は除く)	304,816株 (4.26%)	134,651株 (0.16%)
	・役員報酬総額 (取締役) *監査役、社外取締役は除く	74百万円 (5名) (22/3期)	55百万円 (5名)		
		従業員	・従業員数	連結546人 単体450人 (22/3期末)	連結801人 単体96人 (24/3期末)
	・企業風土		・平均年齢	33.6歳 (単体) (22/3期末)	37.4歳 (単体) (24/3期末)
			・平均勤続年数	3.6年 (単体) (22/3期末)	4.9年 (単体) (24/3期末)
	・インセンティブ		・従業員持株会	460千株 (6.77%)	1,347千株 (6.65%)
		・ストックオプション	35,000株 (0.49%) *取締役保有分を含む	222,300株 (0.26%) *取締役保有分を含む	

(注) 1. KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は23/3期上期または23/3期上期末、今回は24/3期または24/3期末のもの

2. 前回と変更ないものは-----と表示

(出所) 有価証券報告書、決算説明資料、ウェブサイト、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> 決算概要**◆ 24年3月期は業容拡大に陣容が整わずに、期初計画を下回って営業減益**

24/3 期業績は、売上高 10,362 百万円（前期比 14.4%増）、営業利益 840 百万円（同 13.3%減）、経常利益 850 百万円（同 13.5%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 518 百万円（同 20.5%減）となった。期初計画に対する達成率は、売上高 92.7%、営業利益 68.5%に留まった。

同社は、第3 四半期決算開示時に計画を下方修正し、売上高を 11,178 百万円から 10,360 百万円へ、営業利益を 1,228 百万円から 820 百万円へ、それぞれ引き下げた。要因は以下の2点であった。

- (1) ソフトウェアテストサービス事業におけるプロジェクトマネジメント（以下、PM）や営業の人材が不足し、24/3 期下期に売上計上される大型案件の受注が停滞した。
- (2) Web／モバイルアプリ開発サービス事業において、上期に、直接売上に結びつかない業務の工数が増加したために、売上に計上される分の稼働が減少した。

ソフトウェアテストサービス事業の売上高は前期比 10.6%増、セグメント利益は同 12.9%減となった。案件の大型化等、同社が想定した方向に進んでいったものの、PM や営業の人材がそろわず、業容拡大に陣容が追いつかない状況に陥った。同社は、こうしたボトルネックを解消するための施策を講じたが、その施策のために、人件費や採用費、M&A 等の費用が増加し、セグメント利益は減益となった。

Web／モバイルアプリ開発サービス事業の売上高は前期比 54.4%増、セグメント利益は同 56.9%減となった。案件の増加と、シンフォー及びフェアネスコンサルティングの新規連結により大幅増収となったが、開発案件大型化に対応するための工数が増加し、収益に直結する稼働が少なくなったことで、利益率が低下し大幅減益となった。

オフショアサービス事業の売上高は前期比 23.1%減、セグメント損失は 24 百万円（前期は 0.083 百万円の利益）となった。教育のための先行費用が発生し、セグメント損失となった。

これらより、売上高営業利益率は前期比 2.6%ポイント低下の 8.1%となった。

> 今後の業績見通し

◆ 25年3月期会社計画

25/3期について、同社は、売上高 11,500 百万円（前期比 11.0%増）、営業利益 980 百万円（同 16.6%増）、経常利益 981 百万円（同 15.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 633 百万円（同 22.2%増）と計画している。（図表 9）。

同社は、前期に露呈した陣容の不備というボトルネックの解消に向けて 24/3 期下期から実施している施策が、25/3 期下期から効果を発現すると見ている。セグメント別売上高の開示はないが、ソフトウェアテストサービス事業はこのボトルネック解消が増収につながっていくと想定している模様である。また、Web/モバイルアプリ開発サービス事業では、案件の増加に加えて、24/3 期に連結子会社となった 2 社が通年寄与していくことも増収要因となる。

売上総利益や販売費及び一般管理費（以下、販管費）の計画の開示もないが、増収による売上総利益額の増加と、売上高販管費率の低下が進むことを見込んでいると推察される。その結果、25/3 期の売上高営業利益率は前期比 0.4%ポイント上昇の 8.5%と同社は予想している。

なお、24/3 期に初めて配当を実施した同社は、25/3 期の 1 株当たり配当金を前期と同額の 4.0 円と計画している。配当性向は 24/3 期の 15.8%に対し、25/3 期は 12.7%を予定している。

【図表 9】バルテス・ホールディングスの 25 年 3 月期の連結業績計画（単位：百万円）

	「収益認識に関する会計基準」適用後					27/3期 中計
	22/3期 実績	23/3期 実績	24/3期 実績	25/3期 会社計画 (前期比)		
売上高	6,707	9,059	10,362	11,500	11.0%	15,739
ソフトウェアテストサービス	5,988	8,205	9,074	-	-	-
Web/モバイルアプリ開発サービス	683	813	1,256	-	-	-
オフショアサービス	24	40	31	-	-	-
売上総利益	1,865	2,703	2,993	-	-	-
売上総利益率	27.8%	29.8%	28.9%	-	-	-
販売費及び一般管理費	1,295	1,733	2,152	-	-	-
売上高販管費率	19.3%	19.1%	20.8%	-	-	-
営業利益	570	970	840	980	16.6%	1,679
売上高営業利益率	8.5%	10.7%	8.1%	8.5%	-	10.6%
ソフトウェアテストサービス	568	977	851	-	-	-
Web/モバイルアプリ開発サービス	70	71	30	-	-	-
オフショアサービス	10	0	-24	-	-	-
調整額	-78	-78	-16	-	-	-
経常利益	580	982	850	981	15.4%	1,679
売上高経常利益率	8.6%	10.9%	8.2%	8.5%	-	10.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	413	651	518	633	22.2%	1,081
売上高当期純利益率	6.2%	7.2%	5.0%	5.5%	-	6.9%

(注) 22/3 期より「収益認識に関する会計基準」適用

(出所) 有価証券報告書、決算短信、事業計画及び成長可能性に関する事項より証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：25年3月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、24/3期までの業績を踏まえ、25/3期以降の業績予想を見直すとともに、26/3期及び27/3期の業績予想を新たに策定した。

25/3期業績について、売上高 11,619 百万円（前期比 12.1%増）、営業利益 987 百万円（同 17.5%増）、経常利益 954 百万円（同 12.2%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 615 百万円（同 18.8%増）と予想した（図表 10）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) ソフトウェアテストサービス事業の売上高は、前期比 11.1%増とした。売上高は案件数と 1 案件当たり売上高を掛け合わせて算出した。案件数は 24/3 期の 3,384 件に対して 3,600 件、1 案件当たり売上高は 24/3 期の 268.2 万円に対して 280.0 万円とした。ボトルネックの解消が進み、エンジニア単価の高いエンタープライズ領域の案件をより多く取り組めるようになると想定した。
- (2) Web/モバイルアプリ開発サービス事業は前期比 19.4%増収とした。売上高は案件数と 1 案件当たり売上高を掛け合わせて算出した。案件数は 24/3 期の 1,077 件に対して 1,250 件、1 案件当たり売上高は 24/3 期の 116.7 万円に対して 120.0 万円とした。
- (3) 規模は小さいが、オフショアサービス事業は前期比 26.1%増収と予想した。
- (4) 同社の売上高に関係する稼働エンジニアは、24/3 期末の 1,222 人に対して 1,340 人まで増加し、1 稼働エンジニア当たり売上高は 24/3 期の 871.1 万円に対して 907.0 万円まで上昇するものとした。
- (5) 売上総利益率は、前期比 0.6%ポイント上昇の 29.5%とした。ソフトウェアテストサービス事業を中心に正社員やビジネスパートナーのエンジニアが増えることを見込み、労務費や外注費の増加を織り込んだが、エンジニアの稼働率上昇でカバーできると想定した。また、人件費や採用費の増加を想定して販管費は同 13.3%増の 2,439 百万円、売上高販管費率は同 0.2%ポイント上昇の 21.0%とした。これらの結果、25/3 期の売上高営業利益率は、会社計画と同じ同 0.4%ポイ

ント上昇の 8.5%と予想した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：26年3月期以降

26/3 期以降の売上高について、26/3 期は前期比 16.5%増、27/3 期は同 12.8%増と予想した。主力のソフトウェアテストサービス事業の案件数は毎年 300~400 件ずつ増加し、1 案件当たり売上高も年 10.0 万円ずつ上昇していくものとした。25/3 期と同様、エンジニア単価が高いと考えられるエンタープライズ領域の案件の増加が続くことを想定した。

エンジニアの稼働が維持されることを前提に、売上総利益率は 26/3 期は前期比 0.3%ポイント上昇の 29.8%と予想し、27/3 期は同水準を維持すると予想した。一方、販管費は増加するものの、増収効果により売上高販管費率は徐々に低下していくものとし、売上高営業利益率は 26/3 期 9.5%、27/3 期 9.9%と予想した。

【 図表 10 】証券リサーチセンターの連結業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」 適用前		「収益認識に関する会計基準」 適用後							
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期CE	25/3期E (今回)	25/3期E (前回)	26/3期E	27/3期E
損益計算書										
売上高	4,875	5,262	6,707	9,059	10,362	11,500	11,619	11,852	13,531	15,264
前期比	48.7%	7.9%	27.5%	35.1%	14.4%	11.0%	12.1%	14.5%	16.5%	12.8%
セグメント別										
ソフトウェアテストサービス	4,428	4,795	5,998	8,205	9,074	-	10,080	10,730	11,600	12,900
前期比	50.2%	8.3%	25.1%	36.8%	10.6%	-	11.1%	14.4%	15.1%	11.2%
売上構成比	90.8%	91.1%	89.4%	90.6%	87.6%	-	86.8%	90.5%	85.7%	84.5%
案件数(件)	1,790	2,115	2,632	3,004	3,384	-	3,600	3,700	4,000	4,300
1案件当たり売上高(万円)	247.4	226.7	227.9	273.1	268.2	-	280.0	290.0	290.0	300.0
Web/モバイルアプリ開発サービス	416	448	683	813	1,256	-	1,500	1,083	1,885	2,310
前期比	48.1%	7.6%	52.5%	19.0%	54.4%	-	19.4%	15.8%	25.7%	22.5%
売上構成比	8.5%	8.5%	10.2%	9.0%	12.1%	-	12.9%	9.1%	13.9%	15.1%
案件数(件)	492	466	648	766	1,077	-	1,250	950	1,450	1,650
1案件当たり売上高(万円)	84.7	96.2	105.5	106.2	116.7	-	120.0	114.0	130.0	140.0
オフショアサービス	30	18	24	40	31	-	39	39	46	54
前期比	-39.1%	-39.1%	34.4%	62.9%	-23.1%	-	26.1%	16.7%	18.9%	16.2%
売上構成比	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	-	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
KPI										
稼働エンジニア数(期末)(人)	685	775	928	1,157	1,222	-	1,340	1,401	1,455	1,060
正社員	330	428	476	551	695	-	780	641	865	950
契約社員	129	148	143	128	112	-	110	130	110	110
ビジネスパートナー	226	199	309	478	415	-	450	630	480	0
1稼働エンジニア当たり売上高(万円) (期中平均ベース)	816.0	720.8	787.7	868.9	871.1	-	907.0	891.5	968.2	1,213.8
売上総利益	1,342	1,432	1,865	2,703	2,993	-	3,427	3,472	4,032	4,548
前期比	34.3%	6.7%	30.2%	44.9%	10.7%	-	14.5%	15.3%	17.6%	12.8%
売上総利益率	27.5%	27.2%	27.8%	29.8%	28.9%	-	29.5%	29.3%	29.8%	29.8%
販売費及び一般管理費	1,020	1,087	1,295	1,733	2,152	-	2,439	2,013	2,740	3,043
前期比	25.8%	6.6%	19.1%	33.8%	24.2%	-	13.3%	13.3%	12.3%	11.0%
売上高販管費率	20.9%	20.7%	19.3%	19.1%	20.8%	-	21.0%	17.0%	20.3%	19.9%
営業利益	321	344	570	970	840	980	987	1,459	1,291	1,505
前期比	70.6%	7.2%	65.4%	70.1%	-13.3%	16.6%	17.5%	18.3%	30.8%	16.6%
売上高営業利益率	6.6%	6.6%	8.5%	10.7%	8.1%	8.5%	8.5%	12.3%	9.5%	9.9%
セグメント別										
ソフトウェアテストサービス	333	362	568	977	851	-	1,038	1,416	1,276	1,457
前期比	52.4%	8.7%	56.8%	72.0%	-12.9%	-	21.9%	16.2%	22.9%	14.2%
セグメント利益率	7.5%	7.5%	9.4%	11.9%	9.4%	-	10.3%	13.2%	11.0%	11.3%
Web/モバイルアプリ開発サービス	63	49	70	71	30	-	78	128	150	196
前期比	82.1%	-21.6%	42.3%	1.6%	-56.9%	-	152.9%	17.8%	93.3%	30.2%
セグメント利益率	13.6%	9.1%	8.4%	6.8%	2.0%	-	5.2%	11.9%	8.0%	8.5%
オフショアサービス	-9	11	10	0	-24	-	0	20	1	3
前期比	-	-	-7.5%	-99.2%	-	-	-	618.9%	156.9%	103.1%
セグメント利益率	-17.4%	61.0%	42.0%	0.2%	-79.6%	-	1.8%	52.5%	4.0%	6.9%
調整額	-65	-78	-78	-78	-16	-	-129	-106	-137	-152
経常利益	323	347	580	982	850	981	954	1,464	1,255	1,473
前期比	72.6%	7.6%	66.9%	69.4%	-13.5%	15.4%	12.2%	18.2%	31.6%	17.4%
売上高経常利益率	6.6%	6.6%	8.6%	10.9%	8.2%	8.5%	8.2%	12.4%	9.3%	9.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	224	246	413	651	518	633	615	975	809	950
前期比	51.5%	10.0%	67.8%	57.4%	-20.5%	22.2%	18.8%	18.2%	31.6%	17.4%
売上高当期純利益率	4.6%	4.7%	6.2%	7.2%	5.0%	5.5%	5.3%	8.2%	6.0%	6.2%

(注) 1. CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

2. 22/3期より「収益認識に関する会計基準」適用。22/3期の前期比は「収益認識に関する会計基準」適用前の21/3期の金額との比較

(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 11 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」 適用前		「収益認識に関する会計基準」 適用後							
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期CE (今回)	25/3期E (前回)	25/3期E	26/3期E	27/3期E
貸借対照表										
現金及び預金	996	1,190	1,356	1,535	1,760	-	2,138	3,278	2,780	3,566
受取手形及び売掛金・電子記録債権 (22/3期から売掛金・契約資産・電子記録債権)	700	742	919	1,215	1,344	-	1,510	1,659	1,759	1,984
仕掛品	6	28	-	-	-	-	0	0	0	0
その他	43	58	69	143	421	-	421	108	421	421
流動資産	1,746	2,019	2,345	2,894	3,526	-	4,069	5,046	4,960	5,972
有形固定資産	119	101	89	185	197	-	222	94	227	232
無形固定資産	28	202	197	451	996	-	964	493	902	840
投資その他の資産	196	218	298	558	675	-	675	398	675	675
固定資産	343	522	585	1,194	1,869	-	1,862	985	1,805	1,748
資産合計	2,089	2,541	2,930	4,089	5,396	-	5,932	6,031	6,765	7,721
買掛金	125	115	175	310	261	-	290	308	338	381
未払金	263	339	387	556	542	-	604	687	703	793
未払法人税等	69	67	126	255	164	-	184	371	242	285
短期借入金	94	125	120	115	115	-	120	120	120	120
1年内返済予定の長期借入金	19	21	21	21	113	-	100	10	89	577
その他	258	288	328	389	601	-	601	328	601	601
流動負債	831	958	1,159	1,648	1,799	-	1,901	1,826	2,096	2,759
長期借入金	-	76	54	32	768	-	667	0	577	0
その他	11	7	3	0	2	-	2	3	2	2
固定負債	11	84	58	33	770	-	669	3	579	2
純資産合計 (自己資本)	1,246	1,498	1,712	2,406	2,826	-	3,360	4,201	4,089	4,959
	1,246	1,494	1,712	2,406	2,820	-	3,355	4,201	4,084	4,953
キャッシュ・フロー計算書										
税金等調整前当期純利益	317	347	580	981	820	-	954	1,464	1,255	1,473
減価償却費	29	42	52	72	101	-	65	39	65	65
のれん償却費	-	2	4	35	91	-	91	36	91	91
売上債権及び契約資産の増減額 (-は増加)	-170	-19	-176	-279	-59	-	-166	-210	-248	-225
仕掛品の増減額 (-は増加)	8	-22	28	-	-	-	0	0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	52	-13	59	135	-55	-	29	39	47	43
未払金の増減額 (-は減少)	4	56	51	123	-13	-	61	87	99	90
法人税等の支払額・還付額 (純額)	-87	-119	-125	-218	-448	-	-318	-431	-387	-480
その他	92	16	31	-4	21	-	0	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	246	291	505	846	457	-	717	1,024	923	1,057
有形固定資産の取得による支出	-56	-8	-10	-98	-77	-	-70	-23	-50	-50
無形固定資産の取得による支出	-22	-118	-32	-19	-86	-	-50	-50	-50	-50
敷金及び保証金の差入・回収による収支	-2	-4	1	-95	48	-	0	0	0	0
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	-	39	-	-296	-622	-	0	0	0	0
その他	-	0	-62	-126	-126	-	-29	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-81	-93	-104	-636	-859	-	-149	-73	-100	-100
短期借入金の増減額 (-は減少)	7	31	-5	-5	-	-	5	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-71	-30	-21	-21	827	-	-113	-21	-100	-89
株式の発行による収支	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
自己株式の処分・取得による収支 (自己株式取得のための預託金の増減額を含む)	603	-	-200	0	-199	-	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-81	0	-81	-81
その他	-1	-5	-7	-2	-2	-	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	538	-4	-235	-29	625	-	-189	-21	-181	-171
換算差額	0	0	0	1	2	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	703	193	166	178	225	-	377	929	642	786
現金及び現金同等物の期首残高	272	976	1,170	1,336	1,515	-	1,740	2,329	2,118	2,760
現金及び現金同等物の期末残高	976	1,170	1,336	1,515	1,740	-	2,118	3,258	2,760	3,546

(注) 1. CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

2. 22/3 期より「収益認識に関する会計基準」適用

(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 業績の下期偏重の傾向

ソフトウェアテストの顧客の開発スケジュールの影響を受け、同社の業績はどうしても下期に偏重する傾向が強い。

◆ 不採算プロジェクトが発生する可能性

同社の契約形態のひとつである請負契約では、納期遵守を含めた成果物責任を同社が負うことになるが、仕様変更や作業追加、スケジュール変更等によって、見積もりとのずれが生じ、プロジェクトの採算性が悪化する可能性がどうしてもつきまとう。それが大きなプロジェクトであった場合は、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

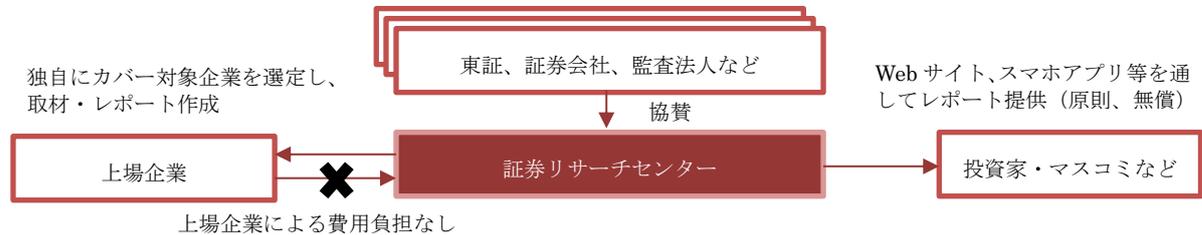
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 19 年 6 月 4 日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してい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、今回をもって終了とさせていただきます。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

株式会社東京証券取引所	S M B C 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人 トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人
監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス	日本証券業協会
公益社団法人日本証券アナリスト協会			

■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会
一般社団法人スチュワードシップ研究会	

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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。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。