

ホリスティック企業レポート バルテス 4442 東証マザーズ

ベーシック・レポート
2020年10月2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 20200929

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 未経験者でも早期に戦力化する仕組みを評価し、エンジニアの獲得ペースに注目

1. 会社概要

- ・バルテス(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。

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

2. 財務面の分析

- ・16/3 期まで増収増益基調にあったが、17/3 期の増収減益を機に採用力強化と人材定着を経営課題と認識し、18/3 期は構造改革を実施したことから大幅減益となった。しかし、構造改革の効果は短期間で発現し、19/3 期及び 20/3 期は大幅な売上増と利益率回復を見せた。
- ・ソフトウェアテスト事業を中心に展開する上場企業との財務指標の比較では、事業規模は他社に比べてはるかに小さいが、収益性を示す自己資本利益率は他社を上回っている。また、成長性については、同社が手掛けていないエンターテインメント系を中心に展開する企業を大きく上回っている。

【主要指標】

	2020/9/25
株価 (円)	2,593
発行済株式数 (株)	7,150,000
時価総額 (百万円)	18,539

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	77.9	60.7	43.9
PBR (倍)	14.4	11.6	9.2
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、顧客の増加とノウハウの蓄積の好循環にある。創業来経験してきたプロジェクトを通じて蓄積したノウハウに基づいてテストの標準化を進めるとともに、社内教育体制の整備で均質なサービスを提供できるテストエンジニアが増加している。その結果、プロジェクト数が増えて更なるノウハウの蓄積が進み、競争優位性が増している。

【株価パフォーマンス】

	1ヵ月	3ヵ月	12ヵ月
リターン (%)	17.9	46.5	62.3
対TOPIX (%)	16.7	39.7	57.7

4. 経営戦略の分析

- ・対処すべき課題として、ソフトウェアテスト市場の拡大への対応、テストエンジニアの確保、新規技術の開発が挙げられる。
- ・同社は 24/3 期に売上高 100 億円達成を数値目標としている。優秀な人材確保と研修を通じた早期戦力化、新規技術の開発を継続していくとともに中長期的にはグループシナジーの強化を図っていく方針である。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、当面はテストエンジニアの増員ペースが事業拡大ペースを決める状況が続くため、未経験者でも早期に戦力化できる仕組みを整備している点を評価している。今後、エンタープライズ系のテストに注力していく方針を踏まえると、中期的には上流工程に関係する Web/モバイルアプリ開発サービス事業との連携の強化が必要であり、その連携がどのように進んでいくかに注目していきたい。

【株価チャート】



【4442 バルテス 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)
2019/3	3,279	33.4	188	355.5	187	450.9	147	-	25.1	70.3	0.0
2020/3	4,875	48.7	321	70.6	323	72.6	224	51.5	33.3	180.3	0.0
2021/3 CE	5,632	15.5	428	33.3	432	33.8	287	28.3	41.6	-	0.0
2021/3 E	5,702	17.0	441	37.1	444	37.6	295	31.8	42.7	223.0	0.0
2022/3 E	6,937	21.7	612	38.9	615	38.6	409	38.6	59.1	282.2	0.0
2023/3 E	8,389	20.9	826	35.0	829	34.8	551	34.8	79.7	362.0	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 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（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、(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といった理由から、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強まっている。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きた。

◆ 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いて幅広い。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

同社の事業は、ソフトウェアテストサービス事業、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の3事業に分類されている。

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割以上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・営業利益の推移

(単位: 百万円)

	売上高 (外部顧客への売上高)										
	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	前期比 / 前年同期比			売上構成比			
	連結	連結	連結	1Q連結	19/3期	20/3期	21/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期
					連結	連結	1Q連結	連結	連結	連結	1Q連結
ソフトウェアテストサービス	2,132	2,948	4,428	1,099	38.2%	50.2%	14.4%	86.8%	89.9%	90.8%	93.1%
Web/モバイルアプリ開発サービス	277	281	416	81	1.2%	48.1%	1.7%	11.3%	8.6%	8.6%	6.9%
オフショアサービス	46	49	30	0	6.3%	-39.1%	-100.0%	1.9%	1.5%	0.6%	0.0%
合計	2,457	3,279	4,875	1,180	33.4%	48.7%	12.4%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益										
	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	前期比 / 前年同期比			売上高営業利益率 / セグメント利益率			
	連結	連結	連結	1Q連結	19/3期	20/3期	21/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期
					連結	連結	1Q連結	連結	連結	連結	1Q連結
ソフトウェアテストサービス	62	218	333	71	250.7%	52.4%	124.1%	2.9%	7.4%	7.5%	6.5%
Web/モバイルアプリ開発サービス	36	34	63	6	-5.0%	82.1%	—	10.8%	10.4%	13.6%	6.3%
オフショアサービス	2	-1	-9	-6	—	—	—	3.7%	-2.3%	-17.4%	—
調整額 (全社費用)	-59	-63	-65	-17	—	—	—	—	—	—	—
合計	41	188	321	53	355.5%	70.6%	860.1%	1.7%	5.7%	6.6%	4.6%

(注) セグメント別売上高は外部顧客への売上高であり、内部取引調整前の数値

セグメント利益率は内部取引調整後のセグメント売上高を使用して算出

(出所) バルテス有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

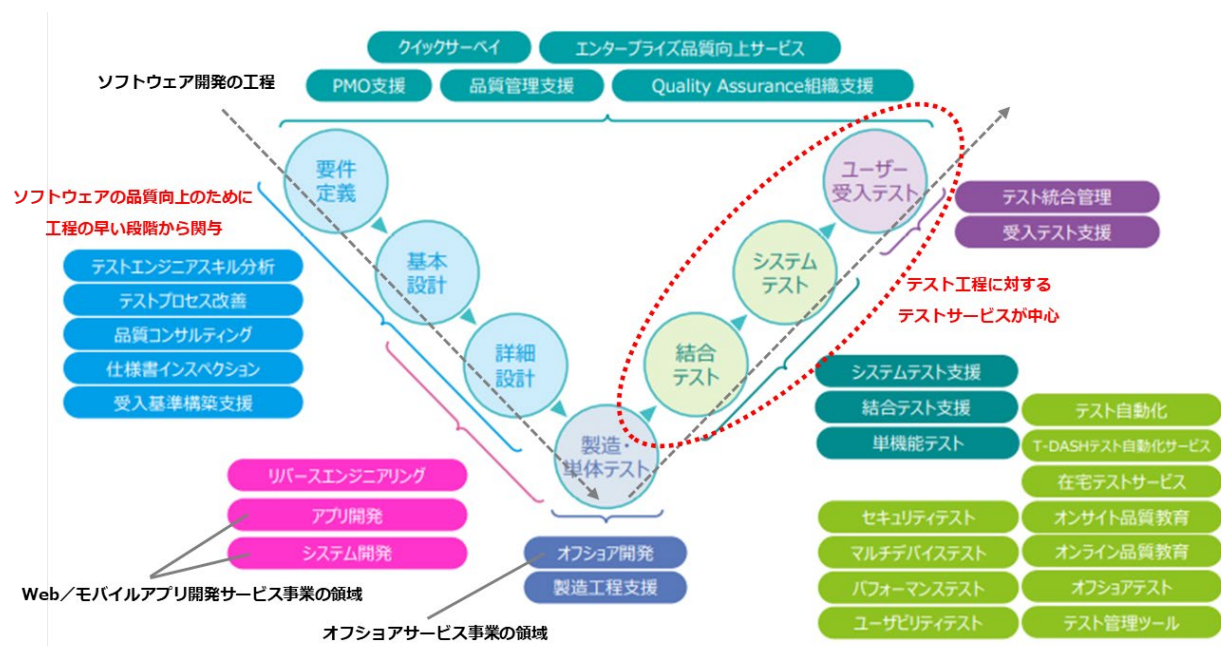
> ビジネスモデル

◆ バルテスが提供するソフトウェアテストサービス

同社は、ソフトウェアの不具合によって生じる悪影響を回避する目的で、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】バルテスが提供するサービス



(出所) バルテス決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ バルテ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。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)。

【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) バルテス決算説明会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)

同社のテストサービスには、以下の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。次に多いのが請負契約と推察され、派遣契約は減少傾向にある。契約内容や契約形態による違いはあるものの、契約期間は1～3カ月程度のものが中心となる。

◆ 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。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。

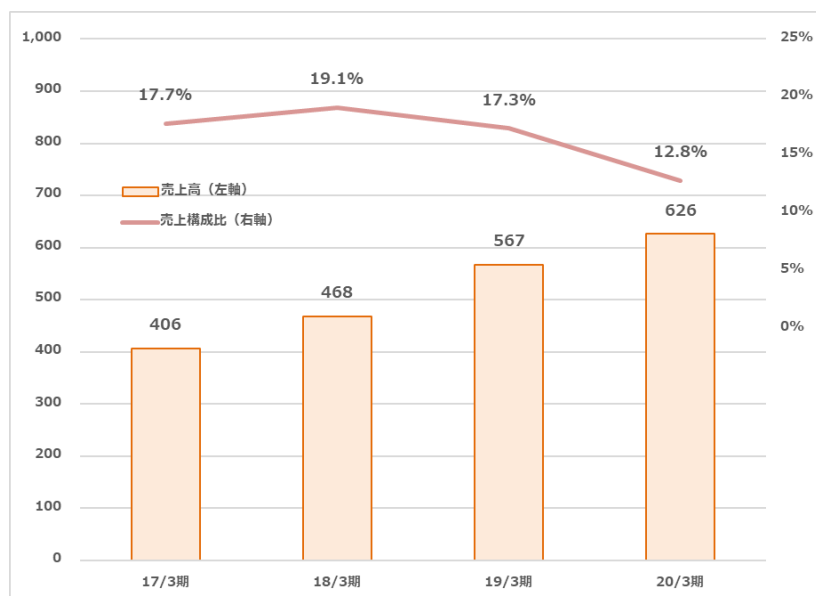
売上高に占める割合としては、注力しているエンタープライズ系の案件の増加に伴い、オンサイトテストサービスの割合が上昇している模様である。

◆ ソフトウェアテストサービスの顧客

創業来の累計で600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、年間で約1,800プロジェクトを実施している。なお、主要売上先に楽天(4755 東証一部)があるが、楽天以外向けの売上高の増加ペースの方が高く、楽天向けの売上構成比は低下傾向にあり、顧客分散が進んでいると言えよう(図表4)。

【図表4】楽天向け売上高の推移

(単位:百万円)



(出所) バルテス有価証券報告書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

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。テスト設計手法の標準化による抜け漏れや誤認識の排除や、テストの進行基準として確立した「バルテスメソッド」での管理により、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。

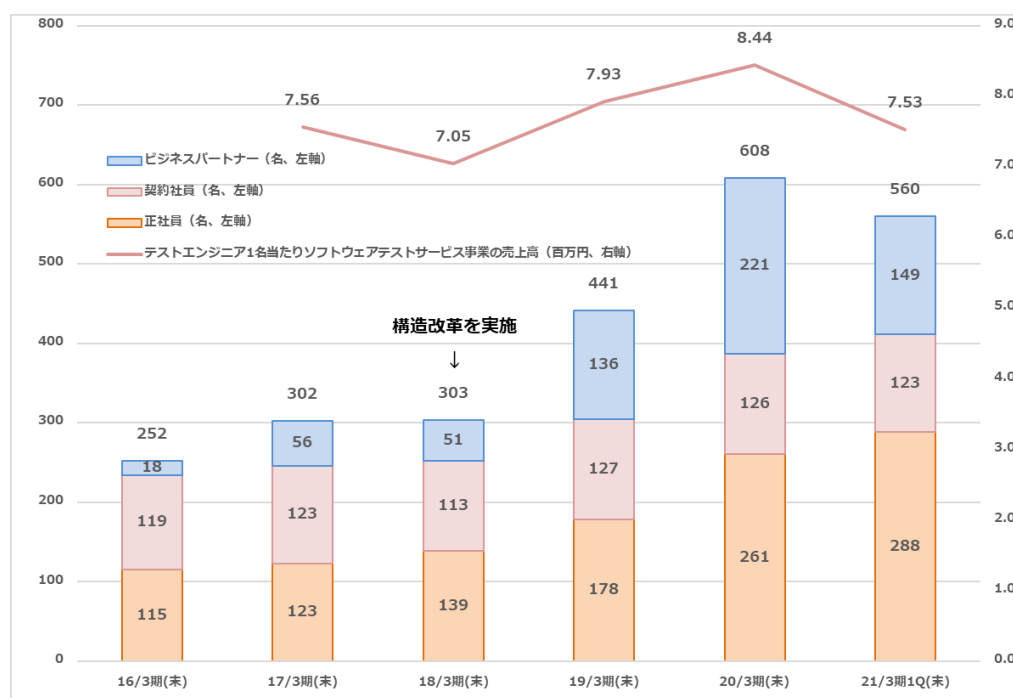
業界全体として、テストエンジニアのみならず開発エンジニアの人材不足は慢性化しており、同社もその対応のため、18/3期に人材の採用と育成の分野での構造改革を実施した。構造改革の具体的な内容は以下の3つである。

- (1) 人材開発チームの強化を通じた協力会社の増加及び協力会社の人材の育成
- (2) 契約社員の採用のための自社採用媒体「ソフトウェアジョブズ」の運営開始 (1人当たり採用費の低減)
- (3) 適性試験の開発・展開による、30歳以下の人材を対象とした他業種からソフトウェアテスト業界へのキャリアチェンジの促進

特に重要なのが、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、構造改革を経て未経験者を採用する体制が強化され、採用の裾野が広がった。

採用及び育成の体制が強化された結果、正社員、契約社員、ビジネスパートナーから構成される同社のテストエンジニアの増員が進み、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(図表5)。なお、同社は現在、正社員の増員を主眼に置くとともに、需要の増加に合わせて協力会社からビジネスパートナーを確保している。

【図表5】テストエンジニアの人数の推移



(注) テストエンジニア1名当たりの売上高は、テストエンジニアの期中平均の人数を使って算出
(出所) バルテス有価証券報告書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130カ国のソフトウェアテスト技術者認定組織のこと。

当然、テストエンジニアの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、18年10月時点で入社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8社のみ(日本企業は同社のみ)のGlobal Partnerに認定されており、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啓蒙

業界の認知を高めるためには、ソフトウェアテストを知る、学ぶ機会が必要という考えのもと、同社は「Qbook」というソフトウェアに関する品質知識の向上のためのプラットフォームを運営している。ここではテスト業務における様々なノウハウを無償で提供している。

書籍による啓蒙も行っている。同社の社員により 12 年に発行された「ソフトウェアテストの教科書」は、20 年 2 月時点で累計 2.2 万部超のロングセラーとして、ソフトウェアテストを学ぶ際の代表的な教材となっている。

これらは、ソフトウェアテストの啓蒙につながるだけでなく、同社の認知度の向上を通じ、潜在顧客へのアプローチやテストエンジニアの採用にも資する重要なツールとなっている。

◆ Web／モバイルアプリ開発サービス事業

連結子会社のバルテス・モバイルテクノロジーが担当する事業で、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)のサービスを提供する。20/3 期の全売上高の 8.6%を占める。このうち、セキュリティ診断の拡大が続いている。

◆ 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.が担当する事業で、20/3 期の全売上高の 0.6%を占める。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。

> 業界環境と競合

◆ ソフトウェア業全体及びソフトウェアテストの市場規模

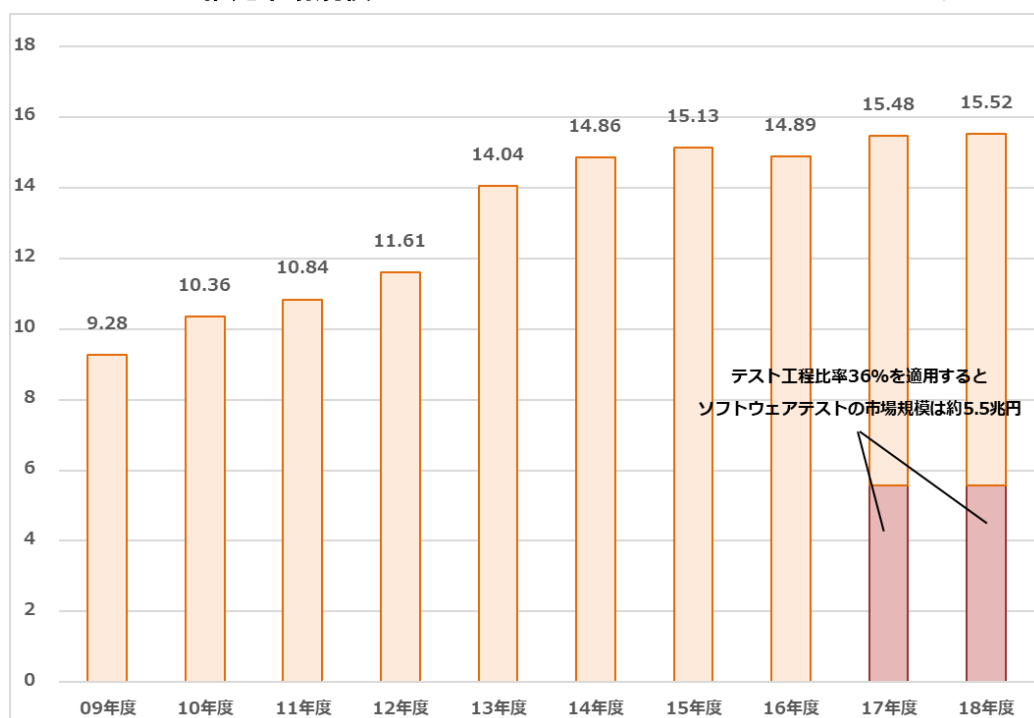
総務省と経済産業省が実施した「情報通信業基本調査」によると、18 年度の国内のソフトウェア業の売上高は約 15.5 兆円であり、14 年度以降は 14 兆円台後半から 15 兆円台で推移してきた。また、独立行政法人情報処理機構 (IPA) の「ソフトウェア開発データ白書」によると、ソフトウェア開発の全工程に占めるテスト工程の比率は約 36% とのことから、ソフトウェアテストの市場規模は約 5.5 兆円と同社は推定している (図表 6)。

この約 5.5 兆円のソフトウェアテスト市場は、開発会社自らがテスト工程を行うケースと、開発会社とは別の第三者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ケースで構成される。従来はアウトソーシングするケースは少なかったとされる。それは、国内では従来、大手 SI 会社がソフトウェア開発案件を一括受注し、工程ごとに下請

け会社、孫請け会社に発注していく方式が採られ、開発エンジニアがテスト工程までを担当するという構造が背景にあったというのが同社の見立てである。しかし、品質向上の観点でアウトソーシングの有効性が注目され、また、テストの方法論の確立、進化により、テスト工程については外部のテスト専門会社に出注するという傾向が強まり、アウトソーシング比率は今後も上昇していくものと予測されている。

【 図表 6 】 ソフトウェア業の市場規模推移とソフトウェアテストの
推定市場規模

(単位: 兆円)



(注) ソフトウェアテストの市場規模はバルテスによる推定値

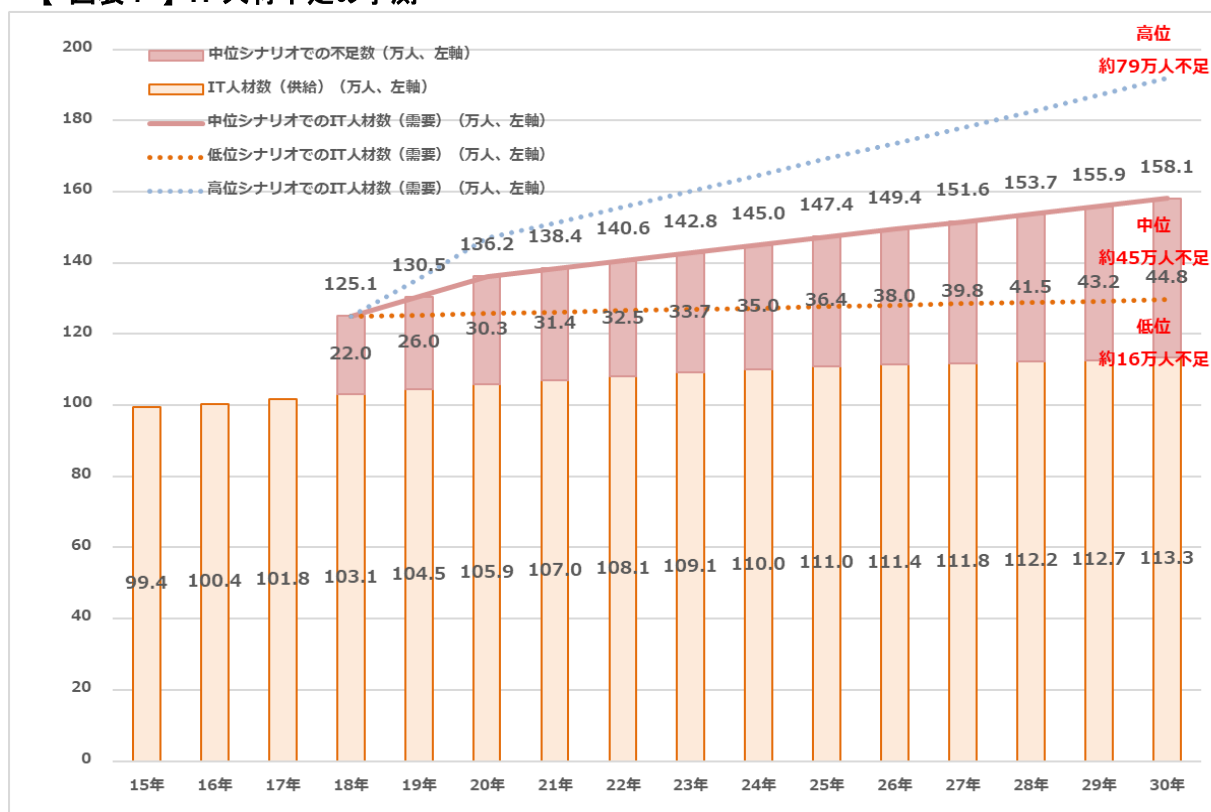
(出所) 総務省・通商産業省「情報通信業基本調査」、
独立行政法人情報処理機構 (IPA)「ソフトウェア開発データ白書」、バルテス決算説明会資料より
証券リサーチセンター作成

◆ 業界全体での IT 人材の不足

ソフトウェアテストへの需要に対して供給が追いつくのかという視点で考えると、人材の過不足について言及する必要がある。経済産業省の「IT 人材の最新動向と将来推計に関する調査結果 (2019 年版)」によると、18 年時点で国内の IT 人材は約 22 万人不足しているとされている。今後、若年層の労働人口の減少が続くことにより、30 年時点で、低位シナリオ (需要の伸びが 1%の人材不足の影響が緩やかなシナリオ) でも約 16 万人、中位シナリオでは約 45 万人 (需要の伸びが約 2~5%のシナリオ)、高位シナリオ (需要の伸びが約 3~9%の人材不足の影響が深刻なシナリオ) だと約 79 万人の IT 人材の不足が

予測されており、IT 人材不足の状況が解消されない、または一層深刻化する公算が大きい。同社の成長にはテストエンジニアの増員が欠かせないが、IT 人材不足の影響が及ぶ可能性も考えられる。

【図表7】IT 人材不足の予測



(出所) 経済産業省「IT 人材の最新動向と将来推計に関する調査結果 (2019 年版)」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

ソフトウェアテストを中心に展開し、同社が事業領域とする分野との重なりが大きい企業としては、SHIFT (3697 東証一部) やSCSK (9719 東証一部) の100%子会社のベリサーブ(東京都千代田区)が挙げられる。

SHIFTの売上高はエンタープライズ市場向けが約9割、エンターテインメント市場向けが約1割であり、今後同社が注力していくエンタープライズ系の分野で競合が本格化していくことが考えられる。

ベリサーブは自動車分野が全売上高の過半を占めるほか、デジタル家電分野や産業機械その他分野の売上高が多く、組込み系ソフトウェアを対象とした案件が多いと考えられ、組込み系ソフトウェアの分野での競合先になることもあろう。なお、ベリサーブのエンタープライズアプリ向けは全売上高の約2割である。

他にも、ウェブレッジ（福島県郡山市）、コウエル（東京都品川区）といった未上場の競合先が多く存在している。

ゲームソフトのデバッグ（不具合検出）を中心に展開している企業としては、デジタルハーツホールディングス（3676 東証一部）やポールトゥウィン・ピットクルーホールディングス（3657 東証一部）が挙げられる。ゲームソフト等のエンターテインメント系は、同社は事業対象としていないため、これらの企業は競合先にはなっておらず、デジタルハーツホールディングスについては同社の業務提携先となっている。ただし、デジタルハーツホールディングスもエンタープライズ系ソフトウェアへの展開を志向しており、同社との競合が発生することも考えられよう。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ～ ソフトウェアテスト専門の会社として創業

現代表取締役社長の田中真史氏は、80 年よりソフトウェア開発に携わり、90 年以降は自ら設立したソフトウェア会社の経営にあたっていた。

ソフトウェア業界に長く身を置いてきた田中氏は、業界全体としてソフトウェアの品質を高める必要があるという認識を強めていった。品質を確保するために必要不可欠なテスト工程には、開発エンジニアが強い興味を示さないことと、テスト工程を専門的に学ぶ場が存在していないことに気づいた田中氏は、ソフトウェア会社の外に、第三者の視点で品質を検証するテスト専門の会社が存在すべきだと考え、04 年 4 月に大阪で同社を設立した。

同社の社名のバルテス (VALTES) は、”VALue created through TESTing”から取られており、「テストを通じて価値を創造する会社」という意味が込められている。

◆ 沿革 2 ～ 組込み系ソフトウェアのテストから業務拡大

創業した当時、テスト専門の会社はいくつか存在する程度であり、テスト市場は立ち上がったばかりの段階にあった。その中で、同社は組込み系ソフトウェアのテストから開始し、業績を拡大していった。また、テストを実施する拠点であるテストセンターも、06 年 3 月の大阪テストセンター開設を皮切りに、06 年 8 月の横浜、07 年 5 月の名古屋と増えていき、展開地域も徐々に広がっていった。

◆ 沿革 3 ～ リーマンショック時の業務対象のシフト

転機を迎えたのは 08 年であり、リーマンショックにより、組込み系

ソフトウェアのテストに対する需要が激減した。一方、そうした社会的混乱の中にあって一時的に需要は減退したものの、ウェブサービスに関係する分野の成長は持続していた。同社はリーマンショックに対応する形で、ウェブサービス関連のテスト分野に一気にシフトし、この難局を乗り切ることになった。

◆ 沿革 4 ～ 2 社の連結子会社の設立

先述の通り、同社はソフトウェアの品質を高めることを目的としている。品質確保のためにはテスト工程は必要不可欠だが、開発工程の段階から品質を意識した業務を行えば、品質の確保・向上のためのコストが抑制できると同社は考えるようになった。そこで、開発工程も含めてソフトウェアの品質向上を図ることを目的に、12 年 10 月にバルテス・モバイルテクノロジーを設立した。

また、コスト抑制という観点では、オフショアの活用にも目を向け、14 年 2 月に、オフショアテスト・開発を目的とした VALTES Advanced Technology, Inc.を設立した。

この 2 社の連結子会社の設立をもって、現在の事業体制が整った。

◆ 沿革 5 ～ 事業基盤の強化を経て上場

その後、同社は増収を続けてきたが、慢性的な人材不足という環境下での採用コストの増加に対応するため、18/3 期に人材の採用と育成の分野を中心とした構造改革を実施するなど、事業基盤を強化してきた。そして、19 年 5 月には東京証券取引所マザーズへの上場を果たし、現在に至っている。

◆ 企業理念

同社は、企業理念として、「私たちは品質にコミットし、安心・安全な ICT 社会の実現に貢献します」、「私たちは ICT 社会に貢献する人材を育成します」、「私たちは多くの価値を創り、お客様と共に喜びを分かち合います」を掲げ、提供サービスを通じて、豊かで安全な ICT 社会の実現へ貢献していくことを目指している。

◆ 株主

有価証券届出書と 20/3 期有価証券報告書報告書に記載されている株主の状況は図表 8 の通りである。

20 年 3 月末時点で、筆頭株主は代表取締役の田中氏で 53.36%を保有している(保有割合は自己株式を除いた発行済株式数を用いて算出)。第 2 位に 9.37%を保有しているバルテス社員持株会が続いている。同

社の取締役の保有としては、第5位の大藁雅嗣氏の1.57%、第7位の西村祐一氏の1.37%が確認できるが、それ以外の大株主は金融機関である。

なお、上場前は、ベンチャーキャピタルが大株主に名を連ねていたが、上場後にほぼ売却したものと推察される。

【図表8】大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			20年3月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (千株)	割合	順位	
田中 真史	4,050,000	68.64%	1	3,690	53.36%	1	代表取締役社長 上場時に202,500株売り出し 19年11月27日に156,900株を立会外分売で売却
バルテス社員持株会	689,500	11.69%	2	648	9.37%	2	
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN (CASHPB)	0	0.00%	-	240	3.48%	3	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	0	0.00%	-	218	3.16%	4	
大藁 雅嗣	100,000	1.69%	6	109	1.57%	5	取締役 上場時に1,000株売り出し
MSIP CLIENT SECURITIES	0	0.00%	-	100	1.44%	6	
西村 祐一	100,000	1.69%	6	95	1.37%	7	取締役
株式会社SBI証券	0	0.00%	-	74	1.07%	8	
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENT ACCOUNTS M LSCB RD	0	0.00%	-	60	0.88%	9	
CREDIT SUISSE AG, SINGAPORE BRANCH-FIRM EQUITY(POETS)	0	0.00%	-	50	0.72%	10	
HC8号投資事業有限責任組合	250,000	4.24%	3	-	-	-	
野村證券株式会社	150,000	2.54%	4	-	-	-	
SBIベンチャー企業成長支援3号 投資事業有限責任組合	115,200	1.95%	5	-	-	-	
SBIベンチャー企業成長支援4号 投資事業有限責任組合	83,400	1.41%	8	-	-	-	
SBIベンチャー企業成長支援2号 投資事業有限責任組合	59,700	1.01%	9	-	-	-	
株式会社三菱UFJ銀行	50,000	0.85%	10	-	-	-	
紀陽リース・キャピタル株式会社	50,000	0.85%	10	-	-	-	
ハクバ写真産業株式会社	50,000	0.85%	10	-	-	-	
(大株主上位10名)	5,747,800	97.42%	-	5,288	76.46%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	65,800	1.12%	-	49	0.70%	-	
発行済株式総数(自己株式含まず)	5,900,000	100.00%	-	6,916	100.00%	-	
参考:自己株式数	1,250,000	-	-	234	-	-	19年5月30日の上場時に843,000株を処分 別途、オーバーアロットメントによる売り出しに関連する 156,900株の処分 20/3期中に新株予約権の権利行使による15,900株の処分

(出所) バルテス有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、14/3 期以降の単体の数値が開示されており、17/3 期からは連結業績も開示されている。16/3 期までは増収増益を続け、利益率も上昇傾向にあった。しかし、人材不足の環境下で採用コストが増加したため、17/3 期には増収減益となった。

採用力強化と人材定着が将来的な売上成長に欠かせないと判断した同社は、18/3 期に人材の採用と育成の分野を中心とした構造改革を実施した。18/3 期はそのための費用増により大幅減益となり、加えてソフトウェアの除却損を特別損失として計上したため、親会社株主に帰属する当期純利益は赤字となった。しかし、構造改革の効果は短期間で発現し、19/3 期及び 20/3 期は大幅な増収と利益率の回復となった。

◆ 20 年 3 月期は上方修正後の会社計画を上回る増収増益

20/3 期は、売上高 4,875 百万円（前期比 48.7%増）、営業利益 321 百万円（同 70.6%増）、経常利益 323 百万円（同 72.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 224 百万円（同 51.5%増）となった。

期初の会社計画に対する達成率は、売上高が 125.5%、営業利益が 148.2%となった。なお、20/3 期第 1 四半期決算公表時に会社計画は上方修正されたが、上方修正後の会社計画に対する達成率は売上高が 108.4%、営業利益が 116.1%となり、修正計画値も上回った。

セグメント別の売上高は、ソフトウェアテストサービスが前期比 50.2%増、Web／モバイルアプリ開発サービスが同 48.1%増、オフショアサービスが同 39.1%減であった。売上高全体の約 9 割を占めるソフトウェアテストサービスの大幅増収の貢献度が高い。これは、18/3 期に実施した構造改革の効果が続いてテストエンジニアを確保できたことと、注力しているエンタープライズ領域の拡販が進んだことが要因である。Web／モバイルアプリ開発サービスは、案件数の増加が高い増収率につながった。一方、オフショアサービスは、長期契約案件の獲得に苦戦したことに加え、新型コロナウイルス感染症への対策のためにフィリピン政府が発令したマニラ首都圏でのロックダウンにより事業活動が制限されたことから、減収となった。

売上総利益率は前期比 3.0%ポイント低下の 27.5%となった。低下の要因はソフトウェアテストサービス事業に関するものが大半である。具体的には、増収に対応するために外注比率が上昇したこと、テストエンジニアの増員に伴い研修コストが増加したこと、テスト自動化等の新技術対応への投資に係る費用が増加したことの 3 点である。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、人件費や採用費、研究開発費の増加により前期比 25.8%増となったが、増収効果により売上高販管費率は同 3.8%ポイント低下の 20.9%となった。売上総利益率低下の影響を売上高販管費率低下の影響が上回り、売上高営業利益率は同 0.9%ポイント改善の 6.6%となった。

◆ 上場時の自己株式処分と 20/3 期の利益増で自己資本は大幅増強

19 年 5 月の上場時に自己株式処分を行い資本剰余金が増加したことと、20/3 期の利益増で利益剰余金が増加したことにより、19/3 期末に 35.5%であった同社の自己資本比率は、20/3 期末には 59.6%まで大きく上昇した。

> 他社との比較

◆ ソフトウェアテストを事業の中核としている企業と比較

ソフトウェアテストを事業の中核としている上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、競合する機会が多いと考えられる SH I F T（3697 東証一部）のほか、ゲームソフトのデバッグなどのエンターテインメント系のテストを中心に展開しているポールトゥウィン・ピットクルーホールディングスとデジタルハーツホールディングスとした（図表 9）。

事業規模は他社に比べてはるかに小さいが、収益性を示す自己資本利益率は他社を上回っている。成長性については、エンターテインメント系を中心に展開する 2 社を大きく上回っているものの、SH I F T には及ばない水準に留まっている。これは、SH I F T が積極的に M&A をしているためであると考えられる。なお、安全性については他社に比べて特段の優位性はない。

【 図表 9 】 財務指標比較：ソフトウェアのテストを事業の中核としている企業

項目	銘柄	コード	バルテス		SHIFT	ポルトウウィン ・ビットクルー ホールディングス	デジタルハーツ ホールディングス
			4442		3697	3657	3676
			直近決算期	20/3期 (参考)	19/8期	20/1期	20/3期
規模	売上高	百万円	4,875	-	19,531	26,120	21,138
	経常利益	百万円	323	-	1,544	3,473	1,372
	総資産	百万円	2,089	-	14,975	17,763	10,637
収益性	自己資本利益率	%	27.0	18.0	17.7	13.3	16.3
	総資産経常利益率	%	19.8	15.5	14.5	20.9	13.4
	売上高営業利益率	%	6.6	-	7.9	13.5	6.6
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	28.6	-	52.5	10.0	11.0
	経常利益 (同上)	%	46.5	-	39.5	14.5	-11.8
	総資産 (同上)	%	32.2	-	64.5	14.5	11.6
安全性	自己資本比率	%	59.6	-	57.7	80.1	46.3
	流動比率	%	209.9	-	318.5	467.3	145.2
	固定長期適合率	%	27.3	-	27.1	21.1	63.9

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)
 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)
 バルテスは20/3期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標については、参考情報として、期初と期末の平均値ではなく、期末の数値を用いて算出した数値も併記している
 (出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 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 10 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 600 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 10 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
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600社以上
		・Web/モバイルアプリ開発サービス事業の顧客	・プロジェクトの実績	年間1,800プロジェクト
		・オフショアサービス事業の顧客	・顧客数	開示なし
	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	・顧客数	開示なし
		・Web/モバイルアプリ開発サービスに対する高い評価	・ISTQBでの評価	日本で唯一のグローバルパートナー
	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	・日本マーケティングリサーチ機構の調査	「IT関係者が支持するソフトウェアテスト・検証会社」No.1獲得(20年6月調査で3年連続)
組織資本	プロセス	・ソフトウェアテストサービスを提供する体制	・日本マーケティングリサーチ機構の調査	「セキュリティ担当者が選ぶりレポートしたいセキュリティ診断会社」No.1獲得(20年6月調査で3年連続)
		・ソフトウェアテストサービスの人材育成	・テストエンジニアの体制に対する協力	協力会社数は開示なし 20/3期末時点で149名のテストエンジニア
		・ソフトウェアテストサービスの集客	・人材育成等に関する業務提携先	デジタルハーツホールディングス
		・業界大手としてのソフトウェアテストの啓蒙	・ソフトウェアテストサービスに携わるテストエンジニア数	608名 正社員261名 契約社員126名 ビジネスパートナー221名
		・ソフトウェアテストサービスのノウハウ	・テストセンターの数	6カ所
		・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
	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	・テストエンジニアの採用数	テストエンジニアの正社員が20/3期比で 27名増加(21/3期1Q末)
		・ソフトウェアテストサービスのノウハウ	・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
		・ソフトウェアテストサービスのノウハウ	・JSTQB保有率	92%以上
		・ソフトウェアテストサービスのノウハウ	・セミナーや講座の開催	開催回数の開示なし
		・ソフトウェアテストサービスのノウハウ	・品質知識向上のためのプラットフォーム	「Qbook」の運営
		・ソフトウェアテストサービスのノウハウ	・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
人的資本	経営陣	・創業社長の存在	・創業からの年数	04年4月の設立から約16年経過
		・創業社長の存在	・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	3,690千株(53.36%)
		・インセンティブ	・代表取締役社長以外の取締役の持株数(監査役は除く)	204,100株(2.85%)
	従業員	・企業風土	・役員報酬総額(取締役) * 監査役、社外取締役は除く	68百万円(4名)
		・企業風土	・従業員数	連結383名 単体313名
		・企業風土	・平均年齢	32.8歳(単体)
		・企業風土	・平均勤続年数	3.3年(単体)
		・インセンティブ	・従業員持株会	648千株(9.37%)
		・インセンティブ	・ストックオプション	49,100株(0.69%)(21/3期1Q末) * 取締役保有分を含む

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合は 20/3 期または 20/3 期末のものとする

(出所) バルテス 有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の IR 資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「私たちは品質にコミットし、安心・安全な ICT 社会の実現に貢献します」、「私たちは ICT 社会に貢献する人材を育成します」、「私たちは多くの価値を創り、お客様と共に歓びを分かち合います」を掲げ、ソフトウェアの品質向上を通じて、豊かで安全な ICT 社会の実現に貢献していく方針を採っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は 5 名の取締役で構成され、うち 1 名が社外取締役である。

社外取締役の森勇作氏はクボタ (6326 東証一部)、神戸教育研究所を経て同社の取締役に就任した。現在は自ら設立したエバーグリーンエジュケーションの代表取締役社長である。

同社の監査役会は常勤監査役 1 名を含む 3 名の監査役で構成されており、うち 2 名が社外監査役である。

常勤監査役の小塚武典氏は、マルヨ無線、稲光誠一税理士事務所、ジェイエムテクノロジー、MAC オフィスを経て、同社に入社した。同社では経理部長等を務めた。

社外監査役の新川大祐氏は公認会計士、税理士であり、北斗税理士法人の代表社員である。現在は倉敷紡績 (3106 東証一部) の社外取締役 (監査等委員)、島精機製作所 (6222 東証一部) の社外取締役 (監査等委員) を兼任している。

社外監査役の山岸正和氏は、協和総合法律事務所のパートナーを務める大阪弁護士会に所属する弁護士である。現在は池田市教育委員会の教育長職務代理者を兼任している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ ソフトウェアテスト市場の拡大への対応

市場環境の項で述べた通り、ソフトウェアテスト市場は今後も成長が続くことが見込まれている。特に、同社が注力するエンタープライズ領域は、プロジェクトの規模も大きくなる傾向にあると考えられる。こうしたソフトウェアテスト市場の拡大という需要の増加に対し、テスト品質を維持、向上させながら、案件数の増加やプロジェクト規模の拡大に対応していくことが、同社にとっての最重要課題と言えよう。

◆ テストエンジニアの確保

同社のソフトウェアテストサービスの量的拡大のペースは、テストエンジニアの増員のペースに大きく左右される。これまで、同社は、テストエンジニアの正社員を増やすとともに、テストエンジニアを抱える協力会社との関係を強化してきたが、量的成長を中心となって支えるのは正社員のテストエンジニアであり、その確保及び戦力化を効率的に行うことが求められる。

◆ 新規技術の開発

テストエンジニアの人数を増やすのと同時に、テスト品質の維持、向上と、収益性の向上も必要不可欠であり、そのための新規技術の開発の必要性が増している。

> 今後の事業戦略

◆ 高成長のソフトウェアテスト市場での3つの成長戦略

今後も高い成長が見込まれるソフトウェアテスト市場の状況を受け、同社は、24/3 期に売上高 100 億円を達成することを数値目標に定めている。その目標に向けて、以下の3点を今後の成長戦略として掲げている。

- (1) 優秀な人材確保と研修を通じた早期戦力化
- (2) 新規技術の開発
- (3) グループシナジーの強化

◆ 戦略(1)～優秀な人材確保と研修を通じた早期戦力化

同社は、18/3 期に行った構造改革により、未経験者であっても、テストエンジニアを短期間で戦力化する研修の仕組みを整備した。それが奏功して、19/3 期と 20/3 期は、テストエンジニアの増員をベースとした増収を実現したが、その仕組みを更に強化していくことで、今後の需要増に対応していく方針である。

未経験者の戦力化が可能になったことは、採用の間口が広がったことを意味している。同社はエンタープライズ系のプロジェクトの獲得に

注力しているところだが、顧客の業界の業務知識等を持つ人材の確保も加速していき、今後の成長につなげていく方針である。

◆ 戦略(2) ～ 新規技術の開発

ソフトウェアテストの品質と効率性を上げるために、新技術を積極的に開発していく方針である。具体的には、テストの効率化と工数削減のためのソフトウェアテストの自動化やテスト管理ツールの開発を行っていくとしている。なお、テスト管理ツールの開発は、テスト品質に対する顧客満足度の向上にも資するとしている。また、中期的には、AI や IoT 等の新技術への対応も進めていく。

◆ 戦略(3) ～ グループシナジーの強化

中長期的には、グループ内での連携を進め、グループシナジーを強化する。特にフィリピンの子会社の活用を進めることで、「Japan Quality を世界に」のもと、世界のソフトウェアテスト市場でのシェア拡大を目指していく方針である。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 11 のようにまとめられる。

【 図表 11 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・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 - 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 - 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 - JSTQB保有率の高さ ・業界内での高い評価 - ISTQB Global Partner（全世界8社のうち唯一の日本企業） ・創業社長のコミットメントの継続
弱み (Weakness)	・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 (Opportunity)	・国内のソフトウェアテスト市場の規模の大きさと成長 - 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 - 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 (Threat)	・競争の激化 - 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 - 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

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 未経験者でも短期間で戦力化できる仕組みを評価

ソフトウェア開発の工程のうち、主にシステムエンジニア（SE）が行う設計プロセスや主にプログラマーが行う開発プロセスと、テストエンジニアが行うテストプロセスとの間には大きな違いがある。それは、設計や開発を行うために学ぶ機会が世の中に多く存在しているのに対し、テストを行うために学ぶ機会が限られているという点である。

新規技術開発によるテスト自動化で対応できる部分もあろうが、当面はテストエンジニアを増やすことが事業拡大には不可欠である。同社は 18/3 期に行った構造改革を通じて、未経験者でも短期間でテストエンジニアとして戦力化できる仕組みを強化した。

上述の通り、業界内でテスト工程について学ぶ機会が少ない状況においては、この仕組みを整備できたことが同社の競争優位性を高めていると評価する。また、同社は研修内容を外部にも提供しているほか、「Qbook」の運営や書籍の出版等の業界の啓蒙につながることも行っており、同社の研修内容が業界でテストエンジニアになるためのスタンダードになる可能性もある。そのため、この競争優位性はすぐには崩れないと考えられる。

◆ 事業間連携がどのように進むかに注目

同社はソフトウェア品質向上のためには、テスト工程だけでなく、その前のプロセスから関与する必要性を認識している。そのために、Web／モバイルアプリ開発サービス事業を行っているが、ソフトウェアテストサービス事業との連携はまだ限定的と考えられる。

当面は、ソフトウェアテストサービス事業のテストエンジニアの増加ペースで同社全体の増収ペースがほぼ決まる展開が続くものと考えられる。しかし、エンタープライズ系のソフトウェアテストに注力していくと、テスト工程より前から関与する機会が増えていくと考えられるため、連携の重要性が増す可能性が高い。同社は 20 年 8 月にアール・エス・アールを完全子会社化し、Web／モバイルアプリ開発サービス事業の強化に動いているが、今後、両事業の連携の強化がどのように進むかに注目していきたい。

> 今後の業績見通し

◆ 21 年 3 月期会社計画

21/3 期の会社計画は、売上高 5,632 百万円（前期比 15.5%増）、営業利益 428 百万円（同 33.3%増）、経常利益 432 百万円（同 33.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 287 百万円（同 28.3%増）である（図表 12）。新型コロナウイルス感染症の感染拡大による影響が読めず、期初時点では計画は未定とされたが、顧客の動向が判明してきたことで、第 1 四半期決算発表時に会社計画が公表された。

第2四半期までは新型コロナウイルス感染症の感染拡大に伴う影響を受けるが、第3四半期以降は徐々に回復して増収増益を確保するというのが同社の見立てである。セグメント別の売上高の開示はないが、主力のソフトウェアテストサービスの増収が全体を牽引する展開を想定している模様である。そのためにも、第2四半期までの積極採用によって確保したテストエンジニアを戦力化することが必要条件と言えよう。

売上総利益や販管費の計画の開示はないが、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。同社は21/3期の売上高営業利益率は前期比1.0%ポイント上昇の7.6%になると予想している。

【図表12】バルテスの21年3月期の業績計画

(単位:百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	2,457	3,279	4,875	5,632	15.5%
ソフトウェアテストサービス	2,132	2,948	4,428	-	-
Web/モバイルアプリ開発サービス	277	281	416	-	-
オフショアサービス	46	49	30	-	-
売上総利益	732	999	1,342	-	-
売上総利益率	29.8%	30.5%	27.5%	-	-
営業利益	41	188	321	428	33.3%
売上高営業利益率	1.7%	5.7%	6.6%	7.6%	-
ソフトウェアテストサービス	62	218	333	-	-
Web/モバイルアプリ開発サービス	36	34	63	-	-
オフショアサービス	2	-1	-9	-	-
調整額	-59	-63	-65	-	-
経常利益	33	187	323	432	33.8%
売上高経常利益率	1.4%	5.7%	6.6%	7.7%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-2	147	224	287	28.3%
売上高当期純利益率	-0.1%	4.5%	4.6%	5.1%	-

(出所) バルテス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 21年3月期第1四半期決算

21/3期第1四半期は、売上高1,180百万円(前年同期比12.4%増)、営業利益53百万円(同9.6倍)、経常利益54百万円(同14.5倍)、親会社株主に帰属する四半期純利益33百万円(前年同期は4百万円の損失)であった。第2四半期累計期間の計画に対する進捗率は、売上高が49.7%、営業利益が125.4%である。

セグメント別の売上高は、ソフトウェアテストサービスが前年同期比

14.4%増、Web／モバイルアプリ開発サービスが同 1.7%増となったが、マニラ首都圏でのロックダウンの影響により、オフショアサービスは売上高が計上できなかった。

ソフトウェアテストサービスでは、前期からの受注や既存顧客との取引拡大により、案件開始の先送りなどの新型コロナウイルス感染症の感染拡大による悪影響をカバーした。Web／モバイルアプリ開発サービスは、セキュリティ・脆弱性診断に関する案件が堅調だった。

売上総利益率は前年同期比 1.9%ポイント低下の 23.4%となった。社員数の増加により労務費が増加したことが要因である。一方、販管費は同 14.8%減となった。その要因として、(1) 採用活動の一部が第 2 四半期に後ずれしたこと、(2) 新型コロナウイルス感染症の感染拡大による影響で各種移動が制限されたため旅費交通費が減少したこと、(3) 前年同期に計上されていた上場関連費用がなくなったことが挙げられる。売上高販管費率は、同 6.0%ポイント低下の 18.8%となった。

これらの結果、売上総利益率の低下の影響を、売上高販管費率の低下の影響でカバーし、21/3 期第 1 四半期の売上高営業利益率は前年同期比 4.1%ポイント上昇の 4.6%となった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の 21/3 期業績について、売上高 5,702 百万円（前期比 17.0%増）、営業利益 441 百万円（同 37.1%増）、経常利益 444 百万円（同 37.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 295 百万円（同 31.8%増）とした。売上高、利益とも会社計画をやや下回る水準を予想した（図表 13）。

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、期末と期中平均のテストエンジニア数を予想し、期中平均の 1 テストエンジニア当たり売上高予想と掛け合わせて算出した。21/3 期末のテストエンジニア数は前期末比 40 人増の 648 人（正社員 288 人、契約社員 120 人、ビジネスパートナー 240 人）、期中平均テストエンジニア数は 628 人、1 テストエンジニア当たり売上高は 830 万円（20/3 期は 844 万円）と予想した。1 テストエンジニア当たり売上高を前期より低く想定したのは、21/3 期の前半に新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響が生じたことを考慮したためである。

(2) Web／モバイルアプリ開発サービス事業は前期比 15.2%増収、オフショアサービス事業は同 66.9%減収と予想した。オフショアサービス事業の減収は、新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響でフィリピン拠点の稼働が落ち込んでいることを考慮したものである。

(3) 売上総利益率は、前期比 0.5%ポイント低下の 27.0%とした。ソフトウェアテストサービス事業において、テストエンジニアの正社員の増加による労務費の増加を織り込んだことが主な要因である。また、人件費や採用費の増加を想定して販管費は同 7.7%増の 1,098 百万円とした。これらの結果、21/3 期の売上高営業利益率は同 1.1%ポイント悪化の 7.7%と予想した（会社計画は 7.6%）。

22/3 期以降について、22/3 期は前期比 21.7%、23/3 期は同 20.9%の増収を予想した。ソフトウェアテストサービス事業のテストエンジニアが毎年 67 人増加し、テストエンジニア 1 人当たり売上高も年 100 万円ずつ上昇していくものとした。単価が高いと考えられるエンタープライズ系の売上構成比の上昇を想定した。

一方、エンタープライズ系の案件の増加で、より高単価のテストエンジニアが必要とされることを考慮し、外注費の増加を織り込む形で 22/3 期以降、売上総利益率は 0.7%ポイントずつ低下するものと予想した。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每期 1.8%ポイントずつ改善するものとした。これらの結果、売上高営業利益率は 23/3 期の 9.9%まで徐々に改善していくものと予想した。

【 図表 13 】証券リサーチセンターの業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期CE	21/3期E	22/3期E	23/3期E
損益計算書								
売上高	2,293	2,457	3,279	4,875	5,632	5,702	6,937	8,389
前期比	22.1%	7.1%	33.4%	48.7%	15.5%	17.0%	21.7%	20.9%
セグメント別								
ソフトウェアテストサービス	2,094	2,132	2,948	4,428	-	5,212	6,337	7,709
前期比	-	1.8%	38.2%	50.2%	-	17.7%	21.6%	21.6%
売上構成比	91.3%	86.8%	89.9%	90.8%	-	91.4%	91.4%	91.9%
Web/モバイルアプリ開発サービス	185	277	281	416	-	480	570	640
前期比	-	49.6%	1.2%	48.1%	-	15.2%	18.8%	12.3%
売上構成比	8.1%	11.3%	8.6%	8.5%	-	8.4%	8.2%	7.6%
オフショアサービス	13	46	49	30	-	10	30	40
前期比	-	236.2%	6.3%	-39.1%	-	-66.9%	200.0%	33.3%
売上構成比	0.6%	1.9%	1.5%	0.6%	-	0.2%	0.4%	0.5%
売上総利益	692	732	999	1,342	-	1,539	1,824	2,147
前期比	-	5.8%	36.6%	34.3%	-	14.7%	18.5%	17.7%
売上総利益率	30.2%	29.8%	30.5%	27.5%	-	27.0%	26.3%	25.6%
販売費及び一般管理費	600	690	811	1,020	-	1,098	1,212	1,320
売上高販管費率	26.2%	28.1%	24.7%	20.9%	-	19.3%	17.5%	15.7%
営業利益	91	41	188	321	428	441	612	826
前期比	-	-54.8%	355.5%	70.6%	33.3%	37.1%	38.9%	35.0%
売上高営業利益率	4.0%	1.7%	5.7%	6.6%	7.6%	7.7%	8.8%	9.9%
セグメント別								
ソフトウェアテストサービス	149	62	218	333	-	448	602	801
前期比	-	-58.2%	250.7%	52.4%	-	34.4%	34.3%	33.2%
セグメント利益率	-	2.9%	7.4%	7.5%	-	8.6%	9.5%	10.4%
Web/モバイルアプリ開発サービス	-1	36	34	63	-	62	76	89
前期比	-	-	-5.0%	82.1%	-	-1.3%	23.3%	16.4%
セグメント利益率	-	10.8%	10.4%	13.6%	-	13.0%	13.5%	14.0%
オフショアサービス	-10	2	-1	-9	-	-1	4	10
前期比	-	-	-	-	-	-	-	113.4%
セグメント利益率	-	3.7%	-2.3%	-17.4%	-	-15.3%	16.7%	26.7%
調整額	-45	-59	-63	-65	-	-68	-71	-75
経常利益	102	33	187	323	432	444	615	829
前期比	-12.8%	-66.9%	450.9%	72.6%	33.8%	37.6%	38.6%	34.8%
売上高経常利益率	4.5%	1.4%	5.7%	6.6%	7.7%	7.8%	8.9%	9.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	38	-2	147	224	287	295	409	551
前期比	-	-	-	51.5%	28.3%	31.8%	38.6%	34.8%
売上高当期純利益率	1.7%	-0.1%	4.5%	4.6%	5.1%	5.2%	5.9%	6.6%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) バルテス有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 14 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表／キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期CE	21/3期E	22/3期E	23/3期E
貸借対照表								
現金及び預金	248	189	292	996	-	1,195	1,517	1,978
受取手形及び売掛金・電子記録債権	364	389	528	700	-	826	1,006	1,216
仕掛品	6	7	14	6	-	8	10	12
その他	56	62	46	43	-	57	57	57
流動資産	676	650	882	1,746	-	2,087	2,591	3,264
有形固定資産	20	41	84	119	-	162	204	247
無形固定資産	94	14	7	28	-	33	38	43
投資その他の資産	112	183	193	196	-	196	196	196
固定資産	227	240	285	343	-	391	439	487
資産合計	903	890	1,167	2,089	-	2,479	3,030	3,751
買掛金	34	35	73	125	-	148	180	218
未払金	162	200	258	263	-	307	374	453
未払法人税等	41	1	58	69	-	110	153	207
短期借入金	40	112	86	94	-	100	100	100
1年内返済予定の長期借入金	86	64	49	19	-	0	0	0
その他	112	113	180	258	-	258	258	258
流動負債	477	528	705	831	-	925	1,067	1,236
長期借入金	156	91	42	-	-	0	0	0
その他	1	2	4	11	-	11	11	11
固定負債	157	94	47	11	-	11	11	11
純資産合計	268	267	414	1,246	-	1,542	1,951	2,503
(自己資本)	268	267	414	1,246	-	1,542	1,951	2,503
キャッシュ・フロー計算書								
税金等調整前当期純利益	42	-31	187	317	-	444	615	829
減価償却費	38	24	21	29	-	22	22	22
売上債権の増減額 (－は増加)	-43	-26	-138	-170	-	-126	-179	-210
仕掛品の増減額 (－は増加)	-2	0	-6	8	-	-2	-1	-2
仕入債務の増減額 (－は減少)	26	1	37	52	-	22	32	37
未払金の増減額 (－は減少)	13	31	65	4	-	44	66	78
法人税等の支払額・還付額 (純額)	-34	-63	19	-87	-	-107	-163	-224
その他	55	62	63	92	-	-13	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	95	-2	248	246	-	282	392	531
有形固定資産の取得による支出	-4	-21	-58	-56	-	-55	-55	-55
無形固定資産の取得による支出	-67	0	-2	-22	-	-15	-15	-15
敷金及び保証金の差入・回収による収支	-22	-11	7	-2	-	0	0	0
その他	137	-7	-1	-	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	42	-41	-54	-81	-	-70	-70	-70
短期借入金の増減額 (－は減少)	10	72	-26	7	-	6	0	0
長期借入金の増減額 (－は減少)	-111	-86	-64	-71	-	-19	0	0
株式の発行による収支	-	-	-	-	-	0	0	0
自己株式の処分・取得による収支	-	-	-	603	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	0	0	0
その他	-1	2	0	-1	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-102	-11	-91	538	-	-13	0	0
換算差額	0	0	0	0	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (－は減少)	34	-56	103	703	-	198	322	461
現金及び現金同等物の期首残高	191	225	169	272	-	976	1,175	1,497
現金及び現金同等物の期末残高	225	169	272	976	-	1,175	1,497	1,958

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) パルテス有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会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

◆ 新型コロナウイルス感染症の感染拡大による影響の可能性

20 年 3 月以降の新型コロナウイルス感染症の感染拡大による影響について、同社では、4～5 月にかけての商談数の減少、IT 展示会の中止による新規受注の減少、顧客企業のテレワーク移行による受発注や開発の一部遅延といった影響が生じた。一方、移動の制限による交通費の減少等、費用抑制の効果もあった。21/3 期会社計画は、第 3 四半期以降の業績回復を前提としているが、今後の感染拡大の状況次第では、再度の移動制限等により、業績に影響を及ぼす状況になる可能性も生じうる。

◆ 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く、特に第 1 四半期は営業赤字になる可能性が高い。

◆ 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。

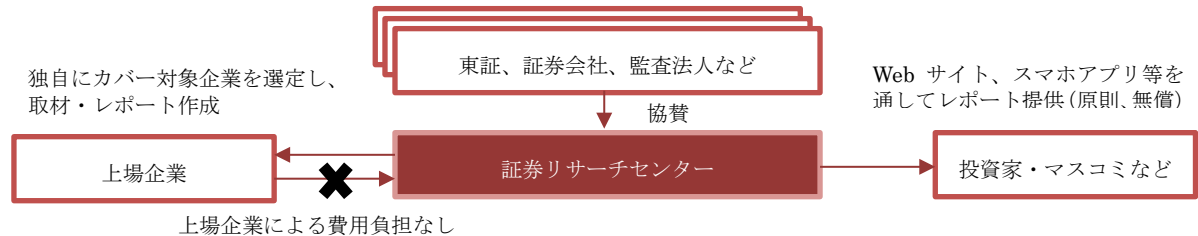
◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、経営基盤の強化や将来の事業展開のための内部留保の充実を優先し、配当を実施していない。配当の実施可能性およびその時期については現時点では未定としている。

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

(協賛)

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

(賛助)

日本証券業協会
宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人

三優監査法人

日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

大和証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人

太陽有限責任監査法人

監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社
株式会社 ICMG

株式会社 SBI 証券

いちよし証券株式会社

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。