

ホリスティック企業レポート バルテス 4442 東証マザーズ

アップデート・レポート
2021年7月16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 20210713

バルテス(4442 東証マザーズ)

発行日: 2021/7/16

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 22年3月期は増収増益ペースの加速を見込む会社計画

> 要旨

◆ 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。

◆ 21年3月期決算

・21/3期決算は、売上高5,262百万円(前期比7.9%増)、営業利益344百万円(同7.2%増)となった。第1四半期決算とともに公表された会社計画に対する達成率が売上高93.4%、営業利益80.4%に留まったのは、新型コロナウイルス禍の影響で、IT投資を抑制した取引先が発生したことに加え、遅延した開発案件があったことが要因である。

◆ 22年3月期業績予想

・22/3期業績について、同社は、売上高6,451百万円(前期比22.5%増)、営業利益464百万円(同34.8%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、22/3期の業績予想を、売上高6,350百万円(前期比20.7%増)、営業利益455百万円(同32.1%増)とした。主力の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増加と、エンタープライズ領域での案件増加によるエンジニア単価の上昇が業績を牽引する展開を予想するとともに、それ以外の事業でも増収増益となる展開を想定した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、23/3期は前期比19.8%増収、24/3期は同17.1%増収となり、売上高営業利益率は24/3期に9.4%まで上昇すると予想した。
・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は変わらない。ソフトウェアテストサービス事業でエンタープライズ領域へ注力していく方針から、中期的には上流工程に関する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と当センターでは考えている。22/3期投入予定のセキュリティ分野の新規サービスは、その連携を具現化するものとなる可能性があり、その動向には注目していきたい。

【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)
2020/3	4,875	48.7	321	70.6	323	72.6	224	51.5	33.3	180.3	0.0
2021/3	5,262	7.9	344	7.2	347	7.6	246	10.0	35.7	216.0	0.0
2022/3 CE	6,451	22.5	464	34.8	468	34.9	305	23.6	44.1	-	0.0
2022/3 E	6,350	20.7	455	32.1	457	31.7	298	21.0	43.1	259.7	0.0
2023/3 E	7,606	19.8	657	44.3	660	44.2	430	44.2	62.1	321.9	0.0
2024/3 E	8,906	17.1	837	27.4	840	27.3	548	27.3	79.2	401.1	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

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】

	2021/7/9		
株価 (円)	1,692		
発行済株式数 (株)	7,150,000		
時価総額 (百万円)	12,097		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	47.4	39.3	27.2
PBR (倍)	7.8	6.5	5.3
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	3.8	-9.6	6.7
対TOPIX (%)	5.5	-10.2	-16.5

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/21

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。

> 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

(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			売上構成比				
					19/3期	20/3期	21/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	
ソフトウェアテストサービス	2,132	2,948	4,428	4,795	38.2%	50.2%	8.3%	86.8%	89.9%	90.8%	91.1%	
Web/モバイルアプリ開発サービス	277	281	416	448	1.2%	48.1%	7.6%	11.3%	8.6%	8.6%	8.5%	
オフショアサービス	46	49	30	18	6.3%	-39.1%	-39.1%	1.9%	1.5%	0.6%	0.4%	
合計	2,457	3,279	4,875	5,262	33.4%	48.7%	7.9%	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			売上高営業利益率 / セグメント利益率				
					19/3期	20/3期	21/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	
ソフトウェアテストサービス	62	218	333	362	250.7%	52.4%	8.7%	2.9%	7.4%	7.5%	7.5%	
Web/モバイルアプリ開発サービス	36	34	63	49	-5.0%	82.1%	-21.6%	10.8%	10.4%	13.6%	9.1%	
オフショアサービス	2	-1	-9	11	-	-	-	3.7%	-2.3%	-17.4%	18.6%	
調整額 (全社費用)	-59	-63	-65	-78	-	-	-	-	-	-	-	
合計	41	188	321	344	355.5%	70.6%	7.2%	1.7%	5.7%	6.6%	6.6%	

(注) 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

(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

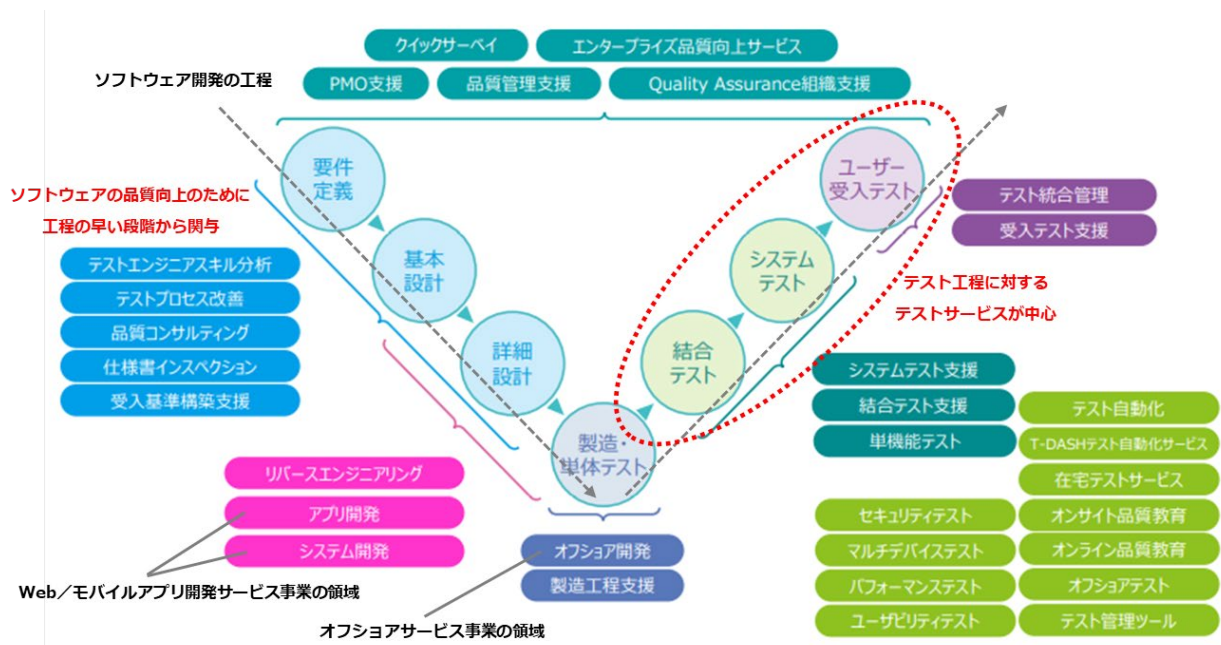
> ビジネスモデル

◆ 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、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、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。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

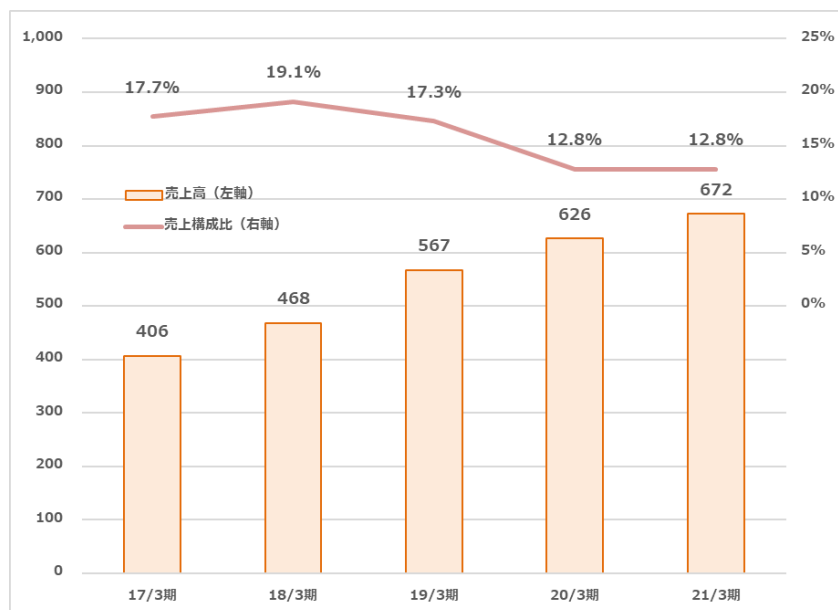
オンサイトテストサービスは、顧客の施設(オフィス等)に同社のテストエンジニアが常駐して行うテストサービスである。一方、テストセンターテストサービスは、同社の施設で行われる。テストを実施する拠点はテストセンターと呼ばれ、大阪本社、東京本社、東京第2、第3テストセンター、名古屋オフィス、福岡オフィスの6カ所がある。

◆ 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、20/3期は約1,800プロジェクト、21/3期は約2,100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、楽天以外への売上高の増加ペースの方が高く、20/3期までは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。

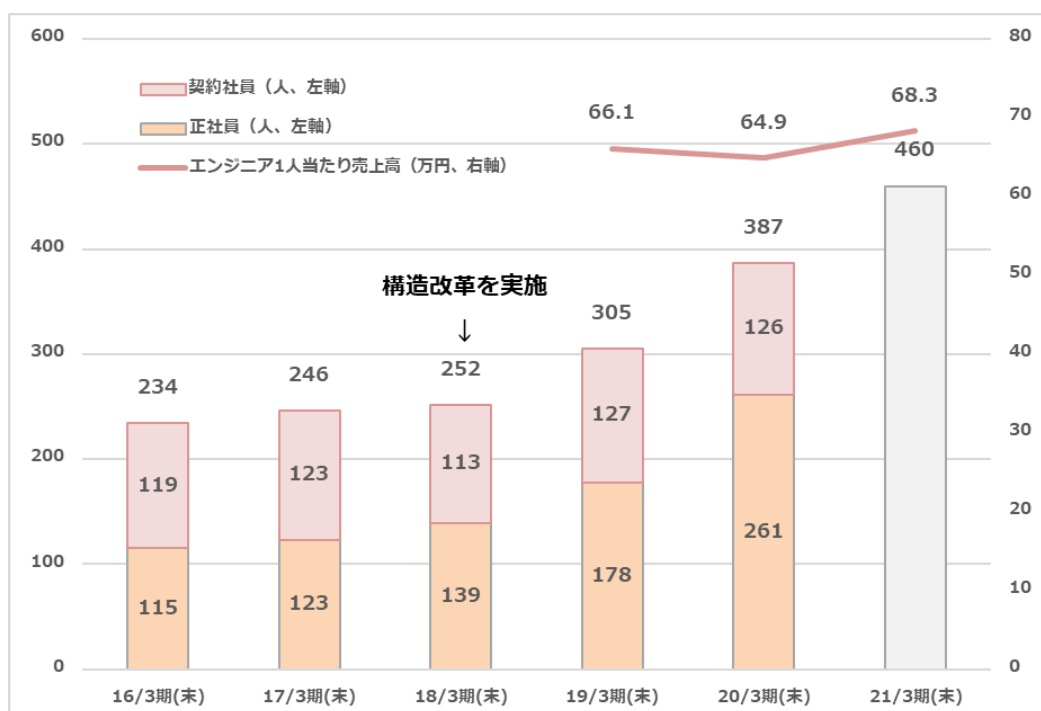
- (1) 人材開発チームの強化を通じた協力会社の増加及び協力会社の人材の育成
- (2) 契約社員の採用のための自社採用媒体「ソフトウェアジョブズ」の運営開始 (1人当たり採用費の低減)
- (3) 適性試験の開発・展開による、30歳以下の人材を対象とした

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、19/3期以降、正社員、契約社員のテスト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(図表5)。

【図表5】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人数の推移



(注) 21/3期は正社員と契約社員の内訳の開示がない
 テストエンジニア1人当たりの売上高は、ビジネスパートナーのエンジニアを含んだ人数を用いて算出している

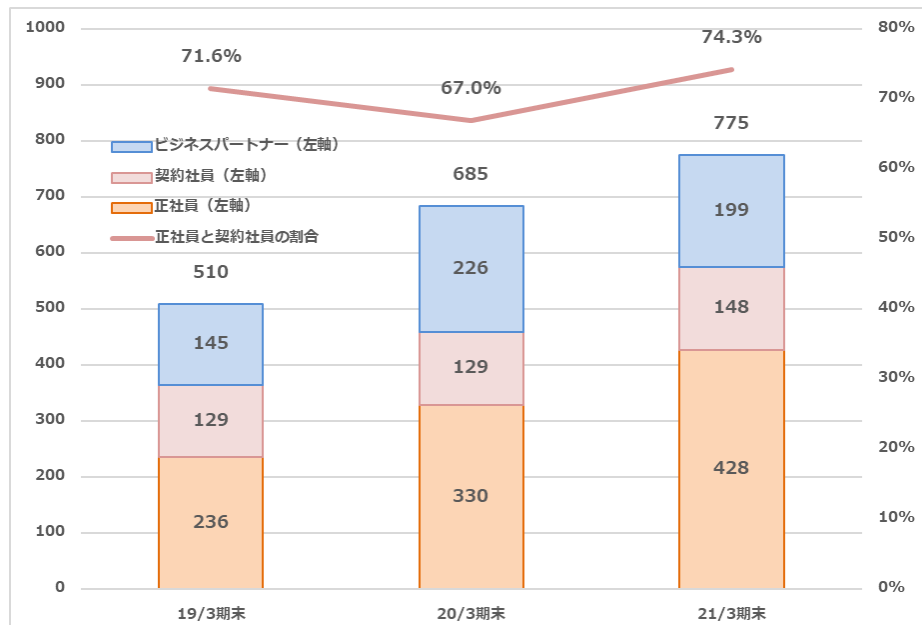
(出所) バルテス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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稼働エンジニアの人数は21/3期末で775人であり、正社員と契約社員は74.3%を占めている(図表6)。全体に占める正社員と契約社員の割合は、

ソフトウェアテストサービス事業のテストエンジニアに関しても同水準にあると推察される。

【 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) 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

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。

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月時点の入社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9社のみのGlobal Partnerの1社(日本企業としては初)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。21/3期の全売上高の 8.5%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、21/3 期の全売上高の 0.4%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。

> 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7のようにまとめられる。

【 図表 7 】 SWOT 分析

<p>強み (Strength)</p>	<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 (全世界9社のうち1社 日本企業で初) ・創業社長のコミットメントの継続
<p>弱み (Weakness)</p>	<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
<p>機会 (Opportunity)</p>	<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
<p>脅威 (Threat)</p>	<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

(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 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 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	2,115プロジェクト
			・顧客数	開示なし	-----
		・オフショアサービス事業の顧客	・プロジェクトの実績	(今回新設)	466プロジェクト
			・顧客数	開示なし	-----
	・プロジェクトの実績	(今回新設)	95プロジェクト		
		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	日本で唯一のグローバルパートナー
	・Web/モバイルアプリ開発サービスに対する高い評価		・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)	-----
			・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)	-----
	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	協力会社数は開示なし	協力会社数は開示なし
・協業先		・人材育成等に関する業務提携先	20/3期末時点で149人のテストエンジニア	21/3期末時点のテストエンジニア人数の開示なし	
組織資本	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	デジタルハーツホールディングス	-----	
		・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人 正社員261人 契約社員126人 ビジネスパートナー221人	460人 (正社員と契約社員の合計) 正社員と契約社員の内訳の開示はなし ビジネスパートナーの開示はなし	
		・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	-----	
	プロセス	・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採用数	テストエンジニアの正社員が20/3期末比で27人増加 (21/3期1Q末)	テストエンジニアの正社員の人数の開示はなし 20/3期末比で約30%増
		・社内教育体制	・JSTQB保有率	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の集客	・セミナーや講座の開催	開催回数開示なし	-----
	業界大手としてのソフトウェアテストの営業	・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	-----	
		・業界団体での活動	IT検証産業協会 (IVIA) での活動	-----	
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	-----	
		・資産計上されているソフトウェア	16百万円 他にソフトウェア仮勘定11百万円	119百万円 他にソフトウェア仮勘定14百万円	
		・研究開発費	57百万円	71百万円	
		・従業員数	連結383人 単体313人	連結489人 単体390人	
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	04年4月の設立から17年経過
		・インセンティブ	・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	-----
			・代表取締役社長による保有	3,690株 (53.36%)	3,490株 (50.44%)
	従業員	・企業風土	・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%)	208,190株 (2.91%)
			・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)	67百万円 (4名)
		・インセンティブ	・従業員持株会	648千株 (9.37%)	615千株 (8.89%)
	・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	695,200株 (9.72%) * 取締役保有分を含む		

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は20/3期または20/3期末、今回は21/3期または21/3期末のもの
前回と変更しないものは-----と表示

(出所) バルテス有価証券報告書、決算説明会資料、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**◆ 21年3月期は増収増益も会社計画には届かず**

21/3 期業績は、売上高が 5,262 百万円（前期比 7.9%増）、営業利益が 344 百万円（同 7.2%増）、経常利益が 347 百万円（同 7.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益が 246 百万円（同 10.0%増）となった。

新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響が読めないことから、21/3 期会社計画は期初時点では未定とされ、第 1 四半期決算発表時に公表された。その会社計画に対する達成率は、売上高は 93.4%、営業利益は 80.4%、経常利益は 80.4%、親会社株主に帰属する当期純利益は 85.8%に留まった。新型コロナウイルス禍により IT 投資を抑制した取引先が発生したことに加え、遅延した開発案件があったことが、売上高及び利益の未達の要因である。

ソフトウェアテストサービス事業の売上高は前期比 8.3%増、セグメント利益は同 8.7%増となった。新型コロナウイルス禍により、既存顧客からの案件の一部で先送りや規模縮小の影響が生じたが、エンタープライズ領域の新規案件の増加が増収を支えた。エンジニア 1 人当たり売上高は同 5.2%増となり、テストエンジニアの人数（正社員と契約社員の合計）は前期末比 18.9%増の 460 人となった。

Web/モバイルアプリ開発サービス事業の売上高は前期比 7.6%増、セグメント利益は同 21.6%減となった。脆弱性診断の拡大が続いたことと、20 年 8 月にアール・エス・アールを連結子会社化したことにより、増収となった。しかし、一部案件で採算が悪化したものがあったために減益となった。

オフショアサービス事業の売上高は前期比 39.1%減、セグメント利益は 11 百万円（前期は 9 百万円の損失）となった。新型コロナウイルス感染症の感染拡大によりフィリピンでロックダウンが行われるなど 20 年 7 月頃まで影響を受けたために減収となった。しかし、減収となったものの日本企業との取引は堅調に推移し、案件の採算性の改善も進んだため、セグメント利益は黒字転換した。

これらより、売上高営業利益率は 21/3 期と同じ 6.6%となった。

> 最近の変化**◆ アール・エス・アールの子会社化**

20 年 8 月に全株式を買い取り子会社化したアール・エス・アールは 01 年の設立で、ウェブアプリケーションの開発や EC サイト開発等のソフトウェア開発を手掛けてきた会社である。同社としては、従来からの Web/モバイルアプリ開発サービス事業での開発力の強化、エンジニアの獲得といった効果を期待しての M&A となった。

◆ 新規サービス開発の加速

同社は 21/3 期以降、新規サービスの開発を加速させており、順次サービスを上市している。ソフトウェアテストサービス事業では、テスト自動化サービス「T-DASH」、ローコード/ノーコード開発向け「クイックテスト設計サービス」、アジャイル開発におけるテスト支援サービス、AI・人工知能システムに特化したテスト設計・検証サービス「AI Quality (アイクオリティ)」、テストケース生成ツール「Qumias Plus」が挙げられる。また、Web/モバイルアプリ開発サービス事業では、東京海上日動火災保険との協業による「サイバーリスク保険付帯の脆弱性診断サービス」を開始したほか、「クラウド型 WAF (Web Application Firewall) サービス」を開始する予定であることを発表した。

「クラウド型 WAF サービス」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のサービスで、他の類似サービスとの違いは、データの中身をアプリケーションレベルで解析できる点にある。金融系サイトや EC サイト等幅広いサイトをカバーすることができるが、クラウド型であるために価格競争力があると考えられる。22/3 期に販売開始を予定しているため、業績貢献は 23/3 期以降となる見込みだが、ソフトウェアテストで脆弱性を発見するだけでなく、その脆弱性に対するソリューションを提供することができるようになるため、ゆくゆくは事業をまたいだサービスのクロスセルも期待されよう。

> 今後の業績見通し

◆ 22 年 3 月期会社計画

22/3 期について、同社は、売上高 6,451 百万円 (前期比 22.5%増)、営業利益 464 百万円 (同 34.8%増)、経常利益 468 百万円 (同 34.9%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 305 百万円 (同 23.6%増) と計画している (図表 9)。

セグメント別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事業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。下期以降、DX の進展により増加すると見込まれるエンタープライズ領域のソフトウェアテスト需要を取り込んでいくことを想定しており、21 年 9 月のデジタル庁発足により、客観性のある第三者によるテスト需要の拡大が追い風になることにも期待している。ただし、売上高はどうしても下期偏重となる傾向にあるため、上期は採用と教育研修といったテストエンジニアの戦力化が優先されるものと考えられる。

Web/モバイルアプリ開発サービス事業は、前期に引き続き脆弱性診断をはじめとしたセキュリティ需要の取り込みによる増収を想定し

ている。前期にあった低採算案件がなくなることで、増益率も高いと推察される。また、オフショアサービス事業は、前期と同様、日本企業との取引拡大を進めて安定的な売上高推移を目指すとしている。

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。その結果、22/3期の売上高営業利益率は前期比0.6%ポイント上昇の7.2%になると同社は予想している。

【 図表 9 】バルテスの22年3月期の連結業績計画

(単位：百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	
	実績	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	2,457	3,279	4,875	5,262	6,451	22.5%
ソフトウェアテストサービス	2,132	2,948	4,428	4,795	-	-
Web/モバイルアプリ開発サービス	277	281	416	448	-	-
オフショアサービス	46	49	30	18	-	-
売上総利益	732	999	1,342	1,432	-	-
売上総利益率	29.8%	30.5%	27.5%	27.2%	-	-
営業利益	41	188	321	344	464	34.8%
売上高営業利益率	1.7%	5.7%	6.6%	6.6%	7.2%	-
ソフトウェアテストサービス	62	218	333	362	-	-
Web/モバイルアプリ開発サービス	36	34	63	49	-	-
オフショアサービス	2	-1	-9	11	-	-
調整額	-59	-63	-65	-78	-	-
経常利益	33	187	323	347	468	34.9%
売上高経常利益率	1.4%	5.7%	6.6%	6.6%	7.3%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-2	147	224	246	305	23.6%
売上高当期純利益率	-0.1%	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	-

(出所) バルテス有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料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：22年3月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、21/3期業績を踏まえ、22/3期以降の業績予想を見直すとともに、24/3期の業績予想を新たに策定した。

同社の22/3期業績について、売上高6,350百万円（前期比20.7%増）、営業利益455百万円（同32.1%増）、経常利益457百万円（同31.7%増）、親会社株主に帰属する当期純利益298百万円（同21.0%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

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 20.5% 増とした。売上高は、テストエンジニア 1 人 1 カ月当たり売上高と推定テストエンジニア人数を掛け合わせて算出した。

テストエンジニア 1 人 1 カ月当たり売上高は 21/3 期の 68.3 万円に対し、22/3 期は 71.5 万円とした。エンジニア単価の高いエンタープライズ領域の案件が増加することを想定した。

推定稼働テストエンジニア人数は、実績においては売上高をテストエンジニア 1 人 1 カ月当たり売上高で割って算出しているが、予想に関しては、正社員と契約社員の期中平均人数をもとにビジネスパートナーの人数を調整して算出した。推定稼働テストエンジニアは 21/3 期の 585 人に対し、22/3 期の推定稼働テストエンジニアは 673 人と予想したが、21/3 期に 424 人であった正社員と契約社員の期中平均人数が 22/3 期には 505 人まで増加するという予想をベースとした。

- (2) Web/モバイルアプリ開発サービス事業は前期比 22.9%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 21/3 期の 466 件に対して 540 件、1 案件当たり売上高は 21/3 期の 96.2 万円に対して 102.0 万円とした。

- (3) オフショアサービス事業は前期比 19.4%増収と予想した。新型コロナウイルス禍によりフィリピン拠点の稼働が落ちて 21/3 期は減収となったが、回復に向かうものと予想した。

- (4) 売上総利益率は、前期比 0.4%ポイント上昇の 27.6%とした。ソフトウェアテストサービス事業において、正社員のテストエンジニアが増えることを見込んで労務費や研修費用の増加を織り込んだが、エンジニアの稼働増を想定した。また、人件費や採用費の増加を想定して販管費は同 19.3%増の 1,297 百万円としたが、売上高販管費率は同 0.3%ポイント低下の 20.4%とした。これらの結果、22/3 期の売上高営業利益率は会社計画と同じ同 0.6%ポイント上昇の 7.2%と予想した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23年3月期以降

23/3期以降について、23/3期は前期比19.8%、24/3期は同17.1%の増収が続くと予想した。ソフトウェアテストサービス事業のテストエンジニア(正社員と契約社員の合計)は期末ベースで毎年90人増加し、テストエンジニア1人1カ月当たり売上高も年3.5万円ずつ上昇していくものとした。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。

テストエンジニアの稼働が維持されることを前提に、売上総利益率は年0.2%ポイントずつ上昇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徐々に低下していくものとし、売上高営業利益率は24/3期の9.4%まで改善していくものと予想した。

【 図表 10 】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)

	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期CE	22/3期E (今回)	22/3期E (前回)	23/3期E (今回)	23/3期E (前回)	24/3期E
損益計算書									
売上高	3,279	4,875	5,262	6,451	6,350	6,937	7,606	8,389	8,906
前期比	33.4%	48.7%	7.9%	22.6%	20.7%	21.7%	19.8%	20.9%	17.1%
セグメント別									
ソフトウェアテストサービス	2,948	4,428	4,795	-	5,777	6,337	6,954	7,709	8,167
前期比	38.2%	50.2%	8.3%	-	20.5%	21.6%	20.4%	21.6%	17.4%
売上構成比	89.9%	90.8%	91.1%	-	91.0%	91.4%	91.4%	91.9%	91.7%
テストエンジニア1人1カ月当たり売上高 (万円)	66.1	64.9	68.3	-	71.5	-	75.0	-	78.5
推定稼働テストエンジニア人数(人) *ビジネスパートナーを含む人数	372	569	585	-	673	-	773	-	867
期末テストエンジニア人数(人) *正社員と契約社員の合計	305	387	460	-	550	-	640	-	730
期中平均テストエンジニア人数(人) *正社員と契約社員の合計	-	346	424	-	505	-	595	-	685
Web/モバイルアプリ開発サービス	281	416	448	-	550	570	614	640	682
前期比	1.2%	48.1%	7.6%	-	22.9%	18.8%	11.6%	12.3%	10.9%
売上構成比	8.6%	8.5%	8.5%	-	8.7%	8.2%	8.1%	7.6%	7.7%
案件数(件)	361	492	466	-	540	-	580	-	620
1案件当たり売上高(万円)	77.9	84.7	96.2	-	102.0	-	106.0	-	110.0
オフショアサービス	49	30	18	-	22	30	37	40	57
前期比	6.3%	-39.1%	-39.1%	-	19.4%	200.0%	70.5%	33.3%	52.0%
売上構成比	1.5%	0.6%	0.4%	-	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
売上総利益	999	1,342	1,432	-	1,752	1,824	2,114	2,147	2,493
前期比	36.6%	34.3%	6.7%	-	22.3%	18.5%	20.7%	17.7%	17.9%
売上総利益率	30.5%	27.5%	27.2%	-	27.6%	26.3%	27.8%	25.6%	28.0%
販売費及び一般管理費	811	1,020	1,087	-	1,297	1,212	1,457	1,320	1,656
前期比	17.4%	25.8%	6.6%	-	19.3%	10.3%	12.4%	9.0%	13.7%
売上高販管費率	24.7%	20.9%	20.7%	-	20.4%	17.5%	19.2%	15.7%	18.6%
営業利益	188	321	344	464	455	612	657	826	837
前期比	355.5%	70.6%	7.2%	33.3%	32.1%	38.9%	44.3%	35.0%	27.4%
売上高営業利益率	5.7%	6.6%	6.6%	7.2%	7.2%	8.8%	8.6%	9.9%	9.4%
セグメント別									
ソフトウェアテストサービス	218	333	362	-	462	602	639	801	800
前期比	250.7%	52.4%	8.7%	-	27.5%	34.3%	38.4%	33.2%	25.1%
セグメント利益率	7.4%	7.5%	7.5%	-	8.0%	9.5%	9.2%	10.4%	9.8%
Web/モバイルアプリ開発サービス	34	63	49	-	57	76	70	89	81
前期比	-5.0%	82.1%	-21.6%	-	16.7%	23.3%	22.2%	16.4%	15.8%
セグメント利益率	10.4%	13.6%	9.1%	-	10.5%	13.5%	11.5%	14.0%	12.0%
オフショアサービス	-1	-9	11	-	13	4	22	10	34
前期比	-	-	-	-	-	-	70.6%	113.4%	54.0%
セグメント利益率	-2.3%	-17.4%	61.0%	-	59.4%	16.7%	59.4%	26.7%	60.2%
調整額	-63	-65	-78	-	-77	-71	-75	-75	-79
経常利益	187	323	347	468	457	615	660	829	840
前期比	450.9%	72.6%	7.6%	33.8%	31.7%	38.6%	44.2%	34.8%	27.3%
売上高経常利益率	5.7%	6.6%	6.6%	7.3%	7.2%	8.9%	8.7%	9.9%	9.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	147	224	246	305	298	409	430	551	548
前期比	-	51.5%	10.0%	28.3%	21.0%	38.6%	44.2%	34.8%	27.3%
売上高当期純利益率	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	5.9%	5.7%	6.6%	6.2%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所)バルテス有価証券報告書、決算短信、決算説明会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)

	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期CE	22/3期E (今回)	22/3期E (前回)	23/3期E (今回)	23/3期E (前回)	24/3期E
貸借対照表									
現金及び預金	292	996	1,190	-	1,407	1,517	1,768	1,978	2,240
受取手形及び売掛金・電子記録債権	528	700	742	-	889	1,006	1,064	1,216	1,246
仕掛品	14	6	28	-	31	10	38	12	44
その他	46	43	58	-	58	57	58	57	58
流動資産	882	1,746	2,019	-	2,386	2,591	2,930	3,264	3,590
有形固定資産	84	119	101	-	97	204	92	247	88
無形固定資産	7	28	202	-	228	38	253	43	278
投資その他の資産	193	196	218	-	218	196	218	196	218
固定資産	285	343	522	-	543	439	564	487	585
資産合計	1,167	2,089	2,541	-	2,929	3,030	3,494	3,751	4,175
買掛金	73	125	115	-	139	180	167	218	195
未払金	258	263	339	-	412	374	494	453	578
未払法人税等	58	69	67	-	106	153	153	207	195
短期借入金	86	94	125	-	100	100	100	100	100
1年内返済予定の長期借入金	49	19	21	-	21	0	21	0	21
その他	180	258	288	-	288	258	288	258	288
流動負債	705	831	958	-	1,070	1,067	1,226	1,236	1,381
長期借入金	42	-	76	-	54	0	32	0	10
その他	4	11	7	-	7	11	7	11	7
固定負債	47	11	84	-	62	11	40	11	18
純資産合計 (自己資本)	414	1,246	1,498	-	1,797	1,951	2,227	2,503	2,775
414	1,246	1,494	-	1,793	1,951	2,223	2,503	2,771	
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	187	317	347	-	457	615	660	829	840
減価償却費	21	29	42	-	39	22	39	22	39
のれん償却費	-	-	2	-	4	-	4	-	4
売上債権の増減額 (-は増加)	-138	-170	-19	-	-146	-179	-175	-210	-182
仕掛品の増減額 (-は増加)	-6	8	-22	-	-3	-1	-6	-2	-6
仕入債務の増減額 (-は減少)	37	52	-13	-	23	32	27	37	28
未払金の増減額 (-は減少)	65	4	56	-	73	66	81	78	84
法人税等の支払額・還付額 (純額)	19	-87	-119	-	-120	-163	-182	-224	-250
その他	63	92	16	-	0	0	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	248	246	291	-	328	392	448	531	558
有形固定資産の取得による支出	-58	-56	-8	-	-15	-55	-15	-55	-15
無形固定資産の取得による支出	-2	-22	-118	-	-50	-15	-50	-15	-50
敷金及び保証金の差入/回収による収支	7	-2	-4	-	0	0	0	0	0
その他	-1	-	38	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-54	-81	-93	-	-65	-70	-65	-70	-65
短期借入金の増減額 (-は減少)	-26	7	31	-	-25	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-64	-71	-30	-	-21	0	-21	0	-21
株式の発行による収支	-	-	-	-	0	0	0	0	0
自己株式の処分・取得による収支	-	603	-	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	0	-1	-5	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-91	538	-4	-	-46	0	-21	0	-21
換算差額	0	0	0	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	103	703	193	-	216	322	361	461	471
現金及び現金同等物の期首残高	169	272	976	-	1,170	1,175	1,387	1,497	1,748
現金及び現金同等物の期末残高	272	976	1,170	-	1,387	1,497	1,748	1,958	2,220

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) バルテス有価証券報告書、決算短信、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

新型コロナウイルス禍の影響により、21/3 期第 2 四半期まで売上減となったが、第 3 四半期以降は回復傾向にあった。このため、22/3 期会社計画では、21/3 期ほどの影響がないことを想定していると考えられる。

新型コロナウイルス感染症は 21 年 7 月現在、東京を中心に感染者数が増加に転じ、より感染力の高いとされるデルタ株が蔓延する可能性も取り沙汰されるなど、予断を許さない状況が続いている。今後の感染拡大の状況次第では、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。

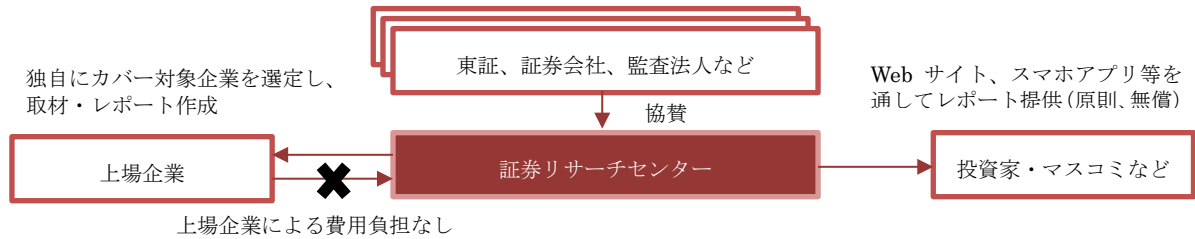
◆ 配当について

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付けている。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

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ
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・間接的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。