

ホリスティック企業レポート バルテス 4442 東証グロース

アップデート・レポート
2023年1月13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 20230110

バルテス(4442 東証グロース)

発行日: 2023/1/13

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 23年3月期会社計画は既に2度上方修正され、好調の持続性が当面の焦点

> 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。

◆ 23年3月期第2四半期累計期間決算

・23/3期第2四半期累計期間(以下、上期)決算は、売上高4,169百万円(前期比38.7%増)、営業利益478百万円(同912.2%増)となった。期初会社計画に対する達成率は売上高111.7%、営業利益373.7%となり、計画を大きく上回った。主力のソフトウェアテストサービスでエンタープライズ領域の案件増により、単価、稼働エンジニア数、案件数が過去最高になり、全体を牽引した。

◆ 23年3月期業績予想

・23/3期業績について、同社は、売上高8,847百万円(前期比31.9%増)、営業利益962百万円(同68.8%増)を計画している。第1四半期、第2四半期の両決算公表時に、それぞれ上方修正をしている。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、23/3期の業績予想を、売上高8,923百万円(前期比33.0%増)、営業利益1,027百万円(同80.2%増)とし、会社計画を上回ると予想した。主力のソフトウェアテストサービス事業において、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した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、24/3期は前期比16.0%増収、25/3期は同14.5%増収となり、売上高営業利益率は25/3期に12.3%まで上昇すると予想した。
・足元は、エンジニアの増員、エンジニア単価の上昇、案件数の増加が相まって業績が好調だが、その持続性が当面の焦点となろう。中期的にもエンジニアをどれだけ確保できるかが、事業拡大ペースを決める状況は変わらないと考えられるため、採用や研修等のエンジニア戦力化のための諸施策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)
2021/3	5,262	7.9	344	7.2	347	7.6	246	10.0	35.7	216.0	0.0
2022/3	6,707	27.5	570	65.4	580	66.9	413	67.8	60.2	252.9	0.0
2023/3 CE	8,847	31.9	962	68.8	972	67.6	647	56.6	95.4	-	0.0
2023/3 E	8,923	33.0	1,027	80.2	1,032	78.1	687	66.2	101.1	353.1	0.0
2024/3 E	10,349	16.0	1,233	20.1	1,239	20.0	825	20.0	121.4	474.6	0.0
2025/3 E	11,852	14.5	1,459	18.3	1,464	18.2	975	18.2	143.4	618.1	0.0

(注) 1. CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

2. 2022/3期より新収益認識基準適用。2022/3期の前期比は新基準適用前の2021/3期実績値との比較

アップデート・レポート

2/20

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。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

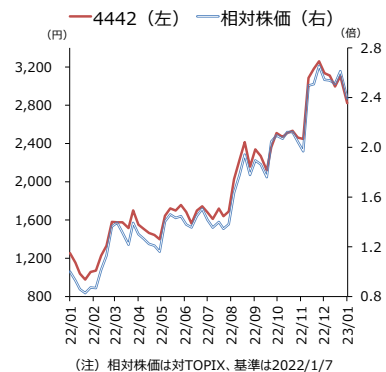
【主要指標】

	2023/1/7		
株価 (円)	2,822		
発行済株式数 (株)	7,150,000		
時価総額 (百万円)	20,177		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	46.9	27.9	23.2
PBR (倍)	11.2	8.0	5.9
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 (%)	-9.1	9.9	168.8
対TOPIX (%)	-8.3	13.1	171.7

【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(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約9割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)											
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期 2Q累計	前期比 / 前年同期比				売上構成比			
					20/3期	21/3期	22/3期	23/3期 2Q累計	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期 2Q累計
ソフトウェアテストサービス	4,428	4,795	5,998	3,784	50.2%	8.3%	25.1%	40.9%	90.8%	91.1%	89.4%	90.8%
Web/モバイルアプリ開発サービス	416	448	683	370	48.1%	7.6%	52.5%	22.1%	8.6%	8.5%	10.2%	8.9%
オフショアサービス	30	18	24	14	-39.1%	-39.1%	34.4%	-9.2%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
合計	4,875	5,262	6,707	4,169	48.7%	7.9%	27.5%	38.7%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益											
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期 2Q累計	前期比 / 前年同期比				売上高営業利益率 / セグメント利益率			
					20/3期	21/3期	22/3期	23/3期 2Q累計	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期 2Q累計
ソフトウェアテストサービス	333	362	568	462	52.4%	8.7%	56.8%	368.2%	7.5%	7.5%	9.4%	12.2%
Web/モバイルアプリ開発サービス	63	49	70	53	82.1%	-21.6%	42.3%	-	13.6%	9.1%	8.4%	11.2%
オフショアサービス	-9	11	10	0	-	-	-7.5%	-90.0%	-17.4%	18.6%	14.5%	2.4%
調整額 (全社費用)	-65	-78	-78	-38	-	-	-	-	-	-	-	-
合計	321	344	570	478	70.6%	7.2%	65.4%	912.2%	6.6%	6.6%	8.5%	11.5%

(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 期より新収益認識基準適用。22/3 期の前期比は旧収益認識基準の 21/3 期の金額との比較
 (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

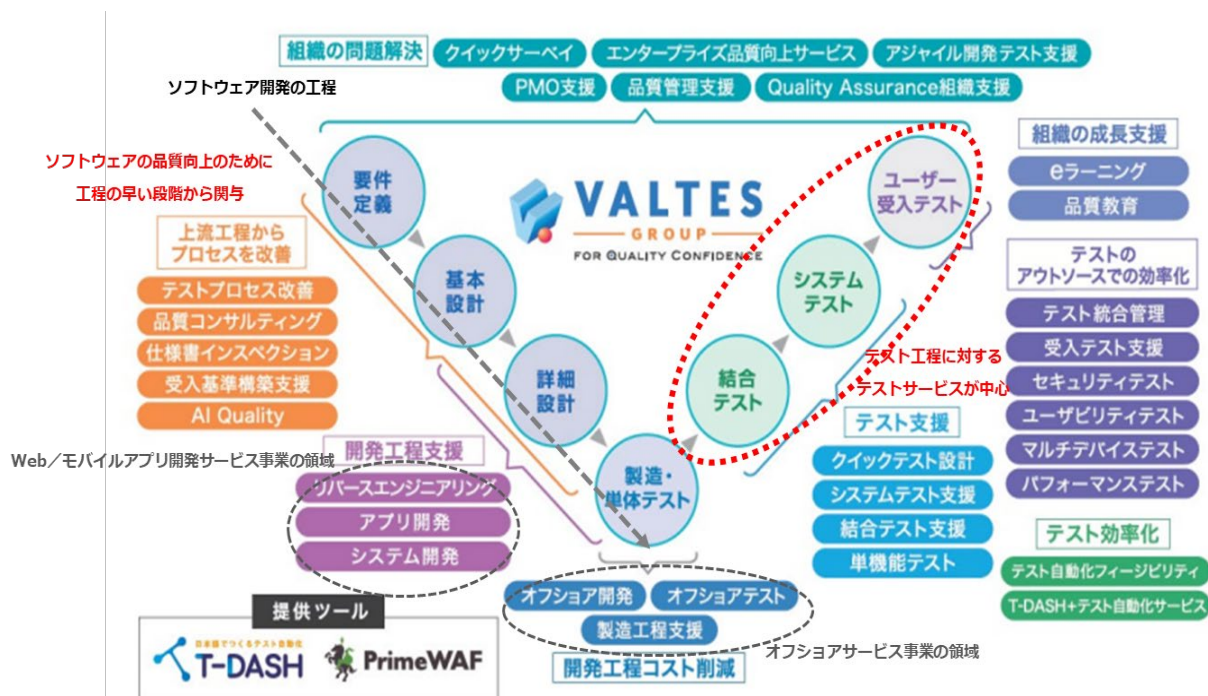
> ビジネスモデル

◆ 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、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

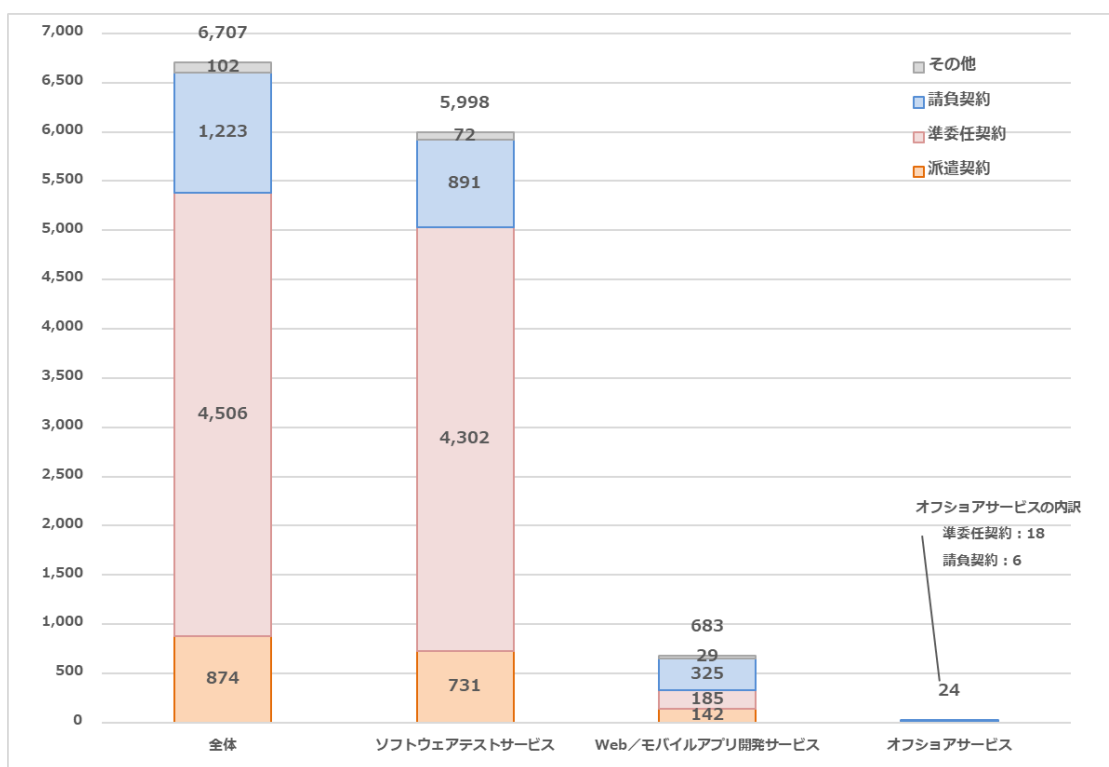
◆ ソフトウェアテストサービスの提供形態 (1)

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。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。

【 図表 4 】 契約形態別売上高 (22年3月期)



(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

◆ 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) オンラインテストサービス
- (2) テストセンターテストサービス

オンラインテストサービスは、顧客の施設 (オフィス等) に同社のテ

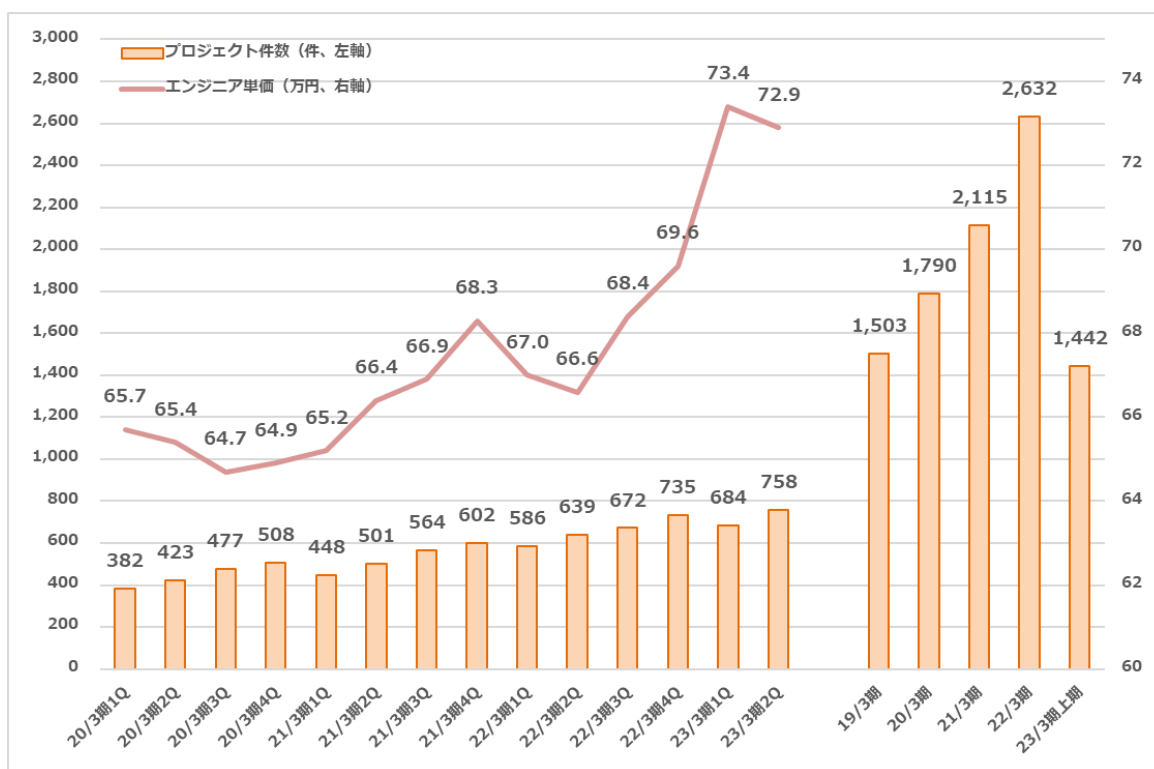
ストエンジニアが常駐して行うテストサービスで、22/3 期売上高の 83.9%を占める。

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、22/3 期売上高の 14.9%を占める。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、21/3 期は2,115件、22/3 期は2,632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) バルテス決算説明資料より証券リサーチセンター作成

なお、21/3 期まで主要売上先として楽天グループ(4755 東証プライム)向けが売上高の10%を超えていたが、楽天グループ以外への売上高の増加ペースの方が高く、顧客分散が進んでいる。

◆ 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。

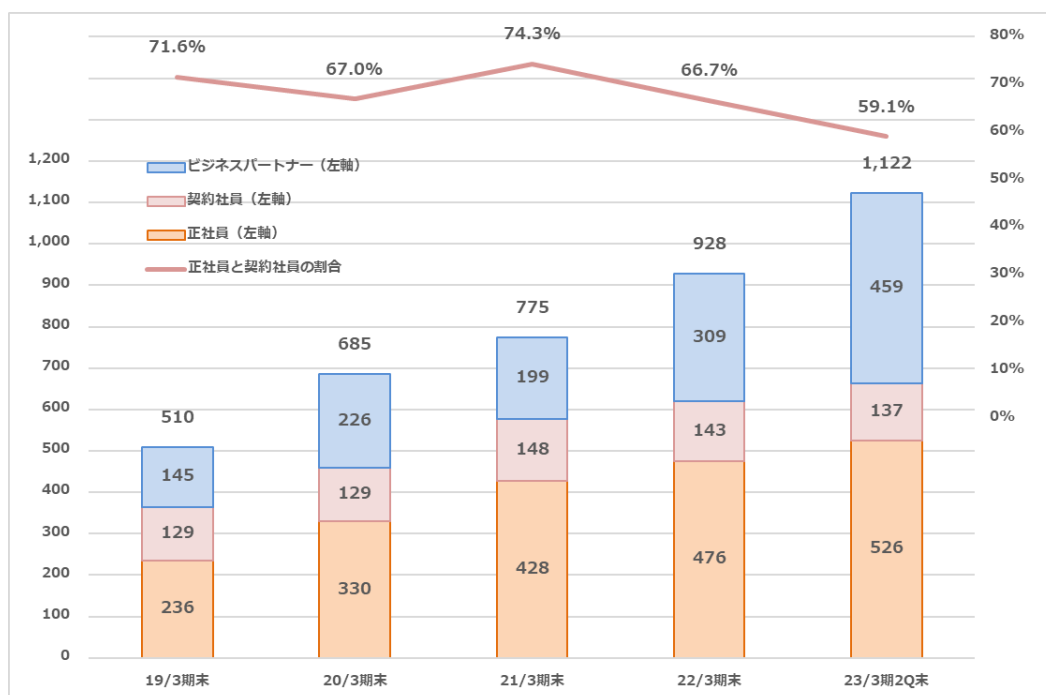
構造改革のいくつかの施策の中でも重要なのが、他業種からのキャリアチェンジの促進である。同社は 15 年から未経験者育成プロジェクト「ポテンシャル採用」を開始し、未経験者であっても、早期にテストエンジニアになることができるような社内教育体制を整えてきた。それがベースとなり、構造改革を経て、月 160~320 時間の入社時研修や、年間を通して自由に学べる 30 講座以上の「バルゼミ」等の教育メソッドが体系化されていった。

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 期第 2 四半期末で 1,122 人と増加を続けている。なお、エンタープライズ向けの案件の増加に伴い、ビジネスパートナーの稼働が増えており、全体に占める正社員と契約社員の割合は 23/3 期第 2 四半期末の 59.1%まで低下している(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) バルテス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130カ国以上のソフトウェアテスト技術者認定組織のこと。

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社しかないGlobal Partner(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。その代表が、22年2月に公開された「T-DASH」である。

「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3,600円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、既に200社以上で導入されている。

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社が担当する事業で、全売上高の約1割を占める。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)のサービスを提供している。

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。その代表が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のサービスで、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）、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

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 (全世界10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
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

(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 ・プロジェクトの実績	創業来600社以上 2,115件	創業来1,000社以上 2,632件 (22/3期) 1,442件 (23/3期2Q累計)
		・Web/モバイルアプリ開発サービス事業の顧客	・顧客数 ・プロジェクトの実績	開示なし 466件	----- 648件 (22/3期) 367件 (23/3期2Q累計)
		・オフショアサービス事業の顧客	・顧客数 ・プロジェクトの実績	開示なし 95件	----- 85件 (22/3期) 50件 (23/3期2Q累計)
	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 ・日本マーケティングリサーチ機構の調査	日本初のGlobal Partner 「IT関係者が推奨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)	----- 「IT関係者が推奨するソフトウェアテスト検証会社」No.1獲得 (21年6月調査で4年連続)
		・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関係者が推奨する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)	「IT関係者が推奨するセキュリティ診断会社」No.1獲得 (21年6月調査で4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	ビジネスパートナーを提供する会社数は開示なし 21/3期末時点のビジネスパートナー数の開示なし	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)
		・協業先	・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	-----
	組織資本	プロセス	・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	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	(開示方法変更により今回削除) (下の稼働エンジニア数に変更)
			・ソフトウェアテストサービスを提供する体制	・稼働エンジニア数	1,112人 (今回新設) 正社員526人 契約社員137人 ビジネスパートナー459人
			・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	-----	
人材育成		・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の人数の開示はなし 20/3期末比で約30%増	(開示方法変更により今回削除)
		・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	-----	
		・JSTQB保有率	92%以上	-----	
		・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	-----
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	・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	-----
人的資本	経営陣	・創業社長の存在	・創業からの年数 ・一貫した戦略	04年4月の設立から17年経過 創業当初からソフトウェアの品質向上を目的に展開	04年4月の設立から18年経過 -----
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	3,490千株 (50.44%)	3,190千株 (46.93%)
			・代表取締役社長以外の取締役の持株数 (監査役は除く)	208,190株 (2.91%)	304,816株 (4.26%)
		・インセンティブ	・役員報酬総額 (取締役)	67百万円 (4名)	74百万円 (5名) (22/3期)
	・監査役、社外取締役は除く				
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結489人 単体390人	連結546人 単体450人 (22/3期末)
			・平均年齢	32.9歳 (単体)	33.6歳 (単体) (22/3期末)
		・インセンティブ	・平均勤続年数	3.5年 (単体)	3.6年 (単体) (22/3期末)
			・従業員持株会	615千株 (8.89%)	460千株 (6.77%)
	・ストックオプション	695,200株 (9.72%) *取締役保有分を含む	35,000株 (0.49%) *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21/3期または21/3期末、今回は23/3期上期または23/3期上期末のもの

2. 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

◆ 23年3月期上期は期初計画を大幅超過して増収増益

23/3 期第2 四半期累計期間(以下、上期)業績は、売上高4,169百万円(前年同期比38.7%増)、営業利益478百万円(同912.2%増)、経常利益483百万円(同893.3%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益が310百万円(同738.0%増)となった。

期初の上期計画に対する達成率は売上高111.7%、営業利益373.7%で、利益が大幅に超過した。ソフトウェアテストサービス事業の好調と、Web/モバイルアプリ開発サービス事業の黒字回復が要因である。

ソフトウェアテストサービス事業の売上高は前期比40.9%増、セグメント利益は同368.2%増となった。22年4月にミントが新規連結されたこともあり、単価、稼働エンジニア数、案件数のすべてが第2 四半期で過去最高となるなど好調に推移した。単価上昇はエンタープライズ領域の案件の増加や、高単価のテスト自動化の利用増が貢献した。また、費用面では、これまで上期に偏重していた人材採用の通年化により採用費が平準化したことや、予定していた広告宣伝費の一部が下期にずれ込んだことも大幅増益に貢献した。

Web/モバイルアプリ開発サービス事業の売上高は前期比22.1%増、セグメント利益は53百万円(前年同期は24百万円の損失)となった。アプリ開発やリバースエンジニアリングサービスの案件の増加が増収に寄与したことに加え、前年同期に発生したような不採算案件がなかったことにより、セグメント利益は黒字を回復した。

オフショアサービス事業の売上高は前期比9.2%減、セグメント利益は同90.0%減となった。フィリピンにおける新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響が続き、セグメント利益は確保できたものの、減収減益となった。

これらより、売上高営業利益率は前年同期比9.9%ポイント上昇の11.5%となった。

> 最近の変化

◆ ミントの子会社化

22年4月に全株式を買い取って連結子会社化したミントは09年の設立来、大手金融機関のシステム開発や運用保守に携わるなど、金融系に特化したノウハウを蓄積してきた。現在エンタープライズ領域での新規案件の獲得に注力している同社としては、金融系の案件及び金融系システムに精通した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。

◆ 出資の積極化

22/3 期後半から他社への出資を積極的に行っている。21 年 12 月に 3D・VR を利用したインテリア空間のデザインサービスを提供するカラーアンドデコ（東京都港区）に、21 年 12 月に PCR 検査キット事業や健康プラットフォーム事業を提供する I C h e c k（東京都千代田区）に、22 年 4 月に株式投資型クラウド ファンディングサービスのプラットフォームを展開している FUNDINNO（東京都品川区）にそれぞれ出資し、資本業務提携を行った。

これらの出資先は、一見すると同社の事業と直接関係しないように見えるが、共通するのは何かしらの知財を保有しているということであり、知見を共有することで相互の企業価値向上につなげていくことが期待されている。

> 今後の業績見通し

◆ 23 年 3 月期会社計画

23/3 期について、同社は、売上高 8,847 百万円（前期比 31.9%増）、営業利益 962 百万円（同 68.8%増）、経常利益 972 百万円（同 67.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 647 百万円（同 56.6%増）と計画している。期初計画は、売上高 8,200 百万円（同 22.3%増）、営業利益 697 百万円（同 22.4%増）、経常利益 706 百万円（同 21.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 482 百万円（同 16.7%増）であったが、第 1 四半期決算発表時に 1 度上方修正され、さらに上期の好調を受け、現行の計画に再度上方修正された（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さらに取り込んでいくとともに、採用と教育研修等のエンジニアの戦力化の施策もさらに強化していく方針である。

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、23/3 期の売上高営業利益率は前期比 2.4%ポイント上昇の 10.9%になると同社は予想している。

【 図表 9 】バルテスの 23 年 3 月期の連結業績計画

(単位:百万円)

	旧収益認識基準				新収益認識基準			
	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期 会社計画			
	実績	実績	実績	実績	期初	第1四半期 決算時修正	第2四半期 決算時修正	(前期比)
売上高	3,279	4,875	5,262	6,707	8,200	8,506	8,847	31.9%
ソフトウェアテストサービス	2,948	4,428	4,795	5,988	-	-	-	-
Web/モバイルアプリ開発サービス	281	416	448	683	-	-	-	-
オフショアサービス	49	30	18	24	-	-	-	-
売上総利益	999	1,342	1,432	1,865	-	-	-	-
売上総利益率	30.5%	27.5%	27.2%	27.8%	-	-	-	-
営業利益	188	321	344	570	697	801	962	68.8%
売上高営業利益率	5.7%	6.6%	6.6%	8.5%	8.5%	9.4%	10.9%	-
ソフトウェアテストサービス	218	333	362	568	-	-	-	-
Web/モバイルアプリ開発サービス	34	63	49	70	-	-	-	-
オフショアサービス	-1	-9	11	10	-	-	-	-
調整額	-63	-65	-78	-78	-	-	-	-
経常利益	187	323	347	580	706	810	972	67.6%
売上高経常利益率	5.7%	6.6%	6.6%	8.6%	8.6%	9.5%	11.0%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	147	224	246	413	482	543	647	56.6%
売上高当期純利益率	4.5%	4.6%	4.7%	6.2%	5.9%	6.4%	7.3%	-

(注) 22/3 期より新収益認識基準適用

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

◆ 証券リサーチセンターの業績予想: 23 年 3 月期

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、23/3 期上期までの業績を踏まえ、23/3 期以降の業績予想を見直すとともに、25/3 期の業績予想を新たに策定した。

同社の 23/3 期業績について、売上高 8,923 百万円(前期比 33.0%増)、営業利益 1,027 百万円(同 80.2%増)、経常利益 1,032 百万円(同 78.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 687 百万円(同 66.2%増)とした。売上高、利益とも上方修正後の会社計画をやや上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 35.0%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 22/3 期の 2,632 件に対して 3,000 件、1 案件当たり売上高は 22/3 期の 227.9 万円に対して 270.0 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。
- (2) Web/モバイルアプリ開発サービス事業は前期比 16.3%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22/3期の648件に対して750件、1案件当たり売上高は22/3期の105.5万円に対して106.0万円とした。

- (3) オフショアサービス事業は前期比15.1%増収と予想した。新型コロナウイルス禍でフィリピン拠点の稼働率が落ちたが、22/3期に引き続き、売上高は緩やかながら回復に向かうものと予想した。
- (4) 同社の売上高に関する稼働エンジニアは、22/3期末の928人に対して1,162人まで増加し、1稼働エンジニア当たり売上高は22/3期の787.7万円に対して853.9万円まで上昇するものとした。
- (5) 売上総利益率は、前期比1.2%ポイント上昇の29.0%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20.4%増の1,560百万円としたが、売上高販管費率は同1.8%ポイント低下の17.5%とした。これらの結果、23/3期の売上高営業利益率は同3.0%ポイント上昇の11.5%と予想した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：24年3月期以降

24/3期以降について、24/3期は前期比16.0%、25/3期は同14.5%の増収が続くと予想した。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350件増加し、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。23/3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、売上総利益率は年0.1%~0.2%ポイントのペースで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11.9%、25/3期12.3%と上昇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連結業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	旧収益認識基準			新収益認識基準								
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期CE (2Q時)	23/3期CE (1Q時)	23/3期CE (期初)	23/3期E (今回)	23/3期E (前回)	24/3期E (今回)	24/3期E (前回)	25/3期E	
損益計算書												
売上高	4,875	5,262	6,707	8,847	8,506	8,200	8,923	7,606	10,349	8,906	11,852	
前期比	48.7%	7.9%	27.5%	31.9%	26.8%	22.3%	33.0%	19.8%	16.0%	17.1%	14.5%	
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	-	-	-	8,100	6,954	9,380	8,167	10,730	
前期比	50.2%	8.3%	25.1%	-	-	-	35.0%	20.4%	15.8%	17.4%	14.4%	
売上構成比	90.8%	91.1%	89.4%	-	-	-	90.8%	91.4%	90.6%	91.7%	90.5%	
案件数(件)	1,790	2,115	2,632	-	-	-	3,000	-	3,350	-	3,700	
1案件当たり売上高(万円)	247.4	226.7	227.9	-	-	-	270.0	-	280.0	-	290.0	
Web/モバイルアプリ開発サービス	416	448	683	-	-	-	795	614	935	682	1,083	
前期比	48.1%	7.6%	52.5%	-	-	-	16.3%	11.6%	17.6%	10.9%	15.8%	
売上構成比	8.5%	8.5%	10.2%	-	-	-	8.9%	8.1%	9.0%	7.7%	9.1%	
案件数(件)	492	466	648	-	-	-	750	580	850	620	950	
1案件当たり売上高(万円)	84.7	96.2	105.5	-	-	-	106.0	106.0	110.0	110.0	114.0	
オフショアサービス	30	18	24	-	-	-	28	37	34	57	39	
前期比	-39.1%	-39.1%	34.4%	-	-	-	15.1%	70.5%	20.0%	52.0%	16.7%	
売上構成比	0.6%	0.4%	0.4%	-	-	-	0.3%	0.5%	0.3%	0.6%	0.3%	
KPI												
稼働エンジニア数(期末)(人)	685	775	928	-	-	-	1,162	-	1,258	-	1,401	
正社員	330	428	476	-	-	-	526	-	576	-	641	
契約社員	129	148	143	-	-	-	136	-	132	-	130	
ビジネスパートナー	226	199	309	-	-	-	500	-	550	-	630	
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	-	-	-	853.9	-	855.3	-	891.5	
売上総利益	1,342	1,432	1,865	-	-	-	2,587	2,114	3,011	2,493	3,472	
前期比	34.3%	6.7%	30.2%	-	-	-	38.7%	20.7%	16.4%	17.9%	15.3%	
売上総利益率	27.5%	27.2%	27.8%	-	-	-	29.0%	27.8%	29.1%	28.0%	29.3%	
販売費及び一般管理費	1,020	1,087	1,295	-	-	-	1,560	1,457	1,777	1,656	2,013	
前期比	25.8%	6.6%	19.1%	-	-	-	20.4%	12.4%	13.9%	13.7%	13.3%	
売上高販管費率	20.9%	20.7%	19.3%	-	-	-	17.5%	19.2%	17.2%	18.6%	17.0%	
営業利益	321	344	570	962	801	697	1,027	657	1,233	837	1,459	
前期比	70.6%	7.2%	65.4%	68.8%	40.5%	22.2%	80.2%	44.3%	20.1%	27.4%	18.3%	
売上高営業利益率	6.6%	6.6%	8.5%	10.9%	9.4%	8.5%	11.5%	8.6%	11.9%	9.4%	12.3%	
セグメント別												
ソフトウェアテストサービス	333	362	568	-	-	-	1,020	639	1,219	800	1,416	
前期比	52.4%	8.7%	56.8%	-	-	-	79.6%	38.4%	19.5%	25.1%	16.2%	
セグメント利益率	7.5%	7.5%	9.4%	-	-	-	12.6%	9.2%	13.0%	9.8%	13.2%	
Web/モバイルアプリ開発サービス	63	49	70	-	-	-	91	70	109	81	128	
前期比	82.1%	-21.6%	42.3%	-	-	-	29.6%	22.2%	19.7%	15.8%	17.8%	
セグメント利益率	13.6%	9.1%	8.4%	-	-	-	11.5%	11.5%	11.7%	12.0%	11.9%	
オフショアサービス	-9	11	10	-	-	-	1	22	2	34	20	
前期比	-	-	-7.5%	-	-	-	-85.3%	70.6%	90.1%	54.0%	618.9%	
セグメント利益率	-17.4%	61.0%	42.0%	-	-	-	5.4%	59.4%	8.5%	60.2%	52.5%	
調整額	-65	-78	-78	-	-	-	-85	-75	-97	-79	-106	
経常利益	323	347	580	972	810	706	1,032	660	1,239	840	1,464	
前期比	72.6%	7.6%	66.9%	67.6%	39.6%	21.7%	78.1%	44.2%	20.0%	27.3%	18.2%	
売上高経常利益率	6.6%	6.6%	8.6%	11.0%	9.5%	8.6%	11.6%	8.7%	12.0%	9.4%	12.4%	
親会社株主に帰属する当期純利益	224	246	413	647	543	482	687	430	825	548	975	
前期比	51.5%	10.0%	67.8%	56.6%	31.2%	16.5%	66.2%	44.2%	20.0%	27.3%	18.2%	
売上高当期純利益率	4.6%	4.7%	6.2%	7.3%	6.4%	5.9%	7.7%	5.7%	8.0%	6.2%	8.2%	

(注) 1. CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

2. 22/3期より新収益認識基準適用。22/3期の前期比は旧収益認識基準の21/3期の金額との比較

3. 23/3期以降の業績予想は、今回は新基準、前は旧基準による

(出所) バルテス有価証券報告書、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)

	旧収益認識基準			新収益認識基準							
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期CE (2Q時)	23/3期CE (1Q時)	23/3期CE (期初)	23/3期E (今回)	23/3期E (今回)	24/3期E (今回)	24/3期E (前回)	25/3期E
貸借対照表											
現金及び預金	996	1,190	1,356	-	-	-	1,568	1,768	2,349	2,240	3,278
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	-	-	-	1,249	1,064	1,448	1,246	1,659
仕掛品	6	28	-	-	-	-	0	38	0	44	0
その他	43	58	69	-	-	-	108	58	108	58	108
流動資産	1,746	2,019	2,345	-	-	-	2,925	2,930	3,906	3,590	5,046
有形固定資産	119	101	89	-	-	-	89	92	90	88	94
無形固定資産	28	202	197	-	-	-	505	253	499	278	493
投資その他の資産	196	218	298	-	-	-	398	218	398	218	398
固定資産	343	522	585	-	-	-	993	564	988	585	985
資産合計	2,089	2,541	2,930	-	-	-	3,919	3,494	4,894	4,175	6,031
買掛金	125	115	175	-	-	-	232	167	269	195	308
未払金	263	339	387	-	-	-	517	494	600	578	687
未払法人税等	69	67	126	-	-	-	262	153	314	195	371
短期借入金	94	125	120	-	-	-	120	100	120	100	120
1年内返済予定の長期借入金	19	21	21	-	-	-	21	21	21	21	10
その他	258	288	328	-	-	-	328	288	328	288	328
流動負債	831	958	1,159	-	-	-	1,481	1,226	1,653	1,381	1,826
長期借入金	-	76	54	-	-	-	32	32	10	10	0
その他	11	7	3	-	-	-	3	7	3	7	3
固定負債	11	84	58	-	-	-	36	40	14	18	3
純資産合計 (自己資本)	1,246	1,498	1,712	-	-	-	2,400	2,227	3,226	2,775	4,201
	1,246	1,494	1,712	-	-	-	2,400	2,223	3,226	2,771	4,201
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	-	-	-	1,032	660	1,239	840	1,464
減価償却費	29	42	52	-	-	-	42	39	41	39	39
のれん償却費	-	2	4	-	-	-	28	4	36	4	36
売上債権の増減額 (-は増加)	-170	-19	-176	-	-	-	-329	-175	-199	-182	-210
仕掛品の増減額 (-は増加)	8	-22	28	-	-	-	0	-6	0	-6	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	52	-13	59	-	-	-	56	27	37	28	39
未払金の増減額 (-は減少)	4	56	51	-	-	-	130	81	82	84	87
法人税等の支払額・還付額 (純額)	-87	-119	-125	-	-	-	-209	-182	-361	-250	-431
その他	92	16	31	-	-	-	-38	0	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	246	291	505	-	-	-	713	448	876	558	1,024
有形固定資産の取得による支出	-56	-8	-10	-	-	-	-23	-15	-23	-15	-23
無形固定資産の取得による支出	-22	-118	-32	-	-	-	-50	-50	-50	-50	-50
敷金及び保証金の差入・回収による収支	-2	-4	1	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	-	38	-62	-	-	-	-404	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-81	-93	-104	-	-	-	-477	-65	-73	-65	-73
短期借入金の増減額 (-は減少)	7	31	-5	-	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-71	-30	-21	-	-	-	-21	-21	-21	-21	-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	-	-200	-	-	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	-1	-5	-7	-	-	-	-2	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	538	-4	-235	-	-	-	-24	-21	-21	-21	-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)	703	193	166	-	-	-	211	361	781	471	929
現金及び現金同等物の期首残高	272	976	1,170	-	-	-	1,336	1,387	1,548	1,748	2,329
現金及び現金同等物の期末残高	976	1,170	1,336	-	-	-	1,548	1,748	2,329	2,220	3,258

(注) 1. CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

2. 22/3 期より新収益認識基準適用

3. 23/3 期以降の業績予想は、今回は新基準、前は旧基準による

(出所) バルテス有価証券報告書、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。

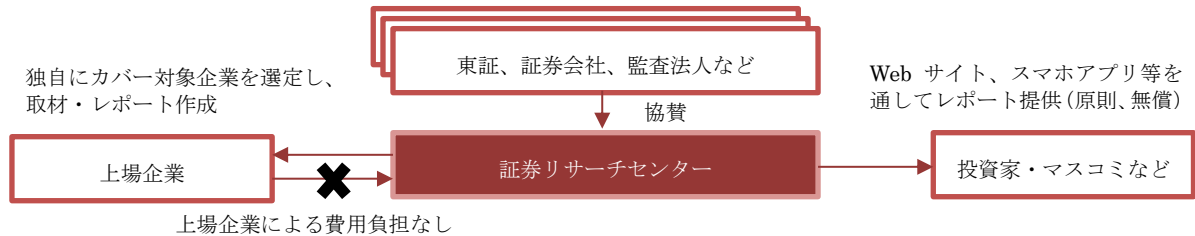
◆ 配当について

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。配当の実施可能性及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	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 京都監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
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	日本証券アナリスト協会	

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ため、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。