

|| 企業調査レポート ||

## バルテス・ホールディングス

4442 東証グロース市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2024年6月28日(金)

執筆：客員アナリスト

寺島 昇

FISCO Ltd. Analyst **Noboru Terashima**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2024年3月期の業績概要	01
2. 2025年3月期の業績見通し	01
3. 新中期経営計画を発表	02
■ 会社概要	03
■ 事業概要	04
1. 事業内容及びセグメント別概要	04
2. 特色、強み、競合	10
■ 業績動向	11
1. 2024年3月期の業績概要	11
2. 2024年3月期のセグメント別状況	15
3. 2024年3月期のトピックス	16
■ 今後の見通し	17
● 2025年3月期の業績見通し	17
■ 中長期の成長戦略	18
1. 事業環境	18
2. 新中期経営計画の概要	20
3. 基本戦略（コンセプトと目指す姿）	21
■ 株主還元策	22

## ■ 要約

### ソフトウェアテストの専門企業。独自の教育メソッドに特色。 足元減益だが、市場は拡大中で成長余力は大きい

バルテス・ホールディングス<4442>は、現代表取締役会長兼社長である田中真史（たなかしんじ）氏によって2004年に設立された。同氏は、それまでは一般的なソフトウェアハウスを経営していたが、日本ではソフトウェアを第三者的に評価するテスト市場が未熟であるため、ソフトの品質が低くコスト高にもなっていることに懸念・疑念を持ち、「世に出るソフトウェアの品質をより向上させていきたい」という想いから同社を設立した。その後、多くのソフトウェアテスト案件に携わると同時に、社内のエンジニア教育にも力を入れ、独自の教育メソッドを確立している。現在でもソフトウェアテストの多くはソフトウェアベンダーの内部で行われる場合が多く、外部企業によるソフトウェアテスト市場は発展途上であることから、今後の同社の成長余力は大きいと言える。

#### 1. 2024年3月期の業績概要

2024年3月期の連結業績は、売上高が10,362百万円(前期比14.4%増)、営業利益が840百万円(同13.3%減)、経常利益が850百万円(同13.5%減)、親会社株主に帰属する当期純利益が518百万円(同20.5%減)となった。2024年3月期第2四半期時点では営業増益を予想していたが、内部体制の不備(ボトルネック)により計画した案件の失注が下半期に発生して通期も減益となった。ただし、市場環境自体は変わっておらず、中長期では後述するように成長が期待できる。主な重要指標(以下、KPI)では、「月間単価(ソフトウェアテスト)」は765千円(同25千円増)、期中の案件数(全セグメント)は4,529件(同661件増)、期末の稼働エンジニア数は1,222名(社員、ビジネスパートナー合計で65名増、正社員は144名増)と順調に増加している。売上総利益率は28.9%(前期は29.8%)と前期比で低下したが、期初に大量の新規採用を行ったことが主要因である。一方で、販管費は採用の増加や業容の拡大に伴い前期比24.2%増となり、営業利益は減益となった。

#### 2. 2025年3月期の業績見通し

2025年3月期の連結業績は、引き続き各KPIの上昇を目指し、売上高で11,500百万円(前期比11.0%増)、営業利益で980百万円(同16.6%増)、経常利益で981百万円(同15.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益で633百万円(同22.2%増)を見込んでいる。上記のように2024年3月期は内部体制のボトルネックが露呈して営業減益となったが、その要因は明白であり同社では既にその対策を取っている。そのため、2025年3月期の上半期はまだ赤字が残る見込みだが、通年では増益を目指している。主力のソフトウェアテストサービス事業ではエンタープライズ案件の拡大・深化を進め、さらなる案件大型化・単価上昇を目指す。Web/モバイルアプリ開発サービス事業では、セキュリティ事業の拡大、新規技術を積極導入し高品質な開発を進める。オフショアサービス事業では、エンジニアの教育を継続しさらなる品質向上を目指す。また2023年4月に子会社化した(株)シンフォーや2023年11月に子会社化したフェアネスコンサルティング(株)も通年で業績に寄与するものと思われる。

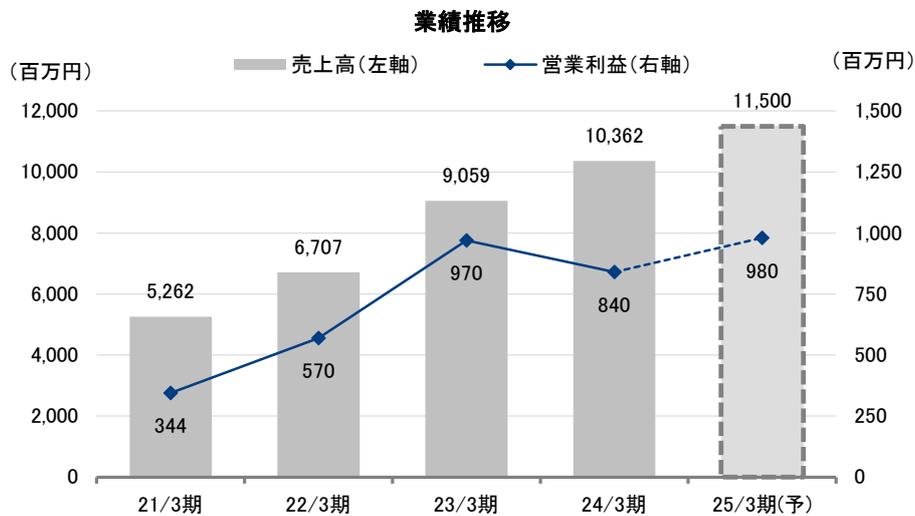
要約

3. 新中期経営計画を発表

同社では2024年5月、新中期経営計画において中期経営計画ビジョン（10年後）を発表したが、「ソフトウェアテスト市場の社会的価値を高めるバリューアッププラットフォーム」を目指すことを目標に掲げている。その中で、当面（3年後）の定量的目標として、2027年3月期に売上高157.3億円、営業利益16.8億円、「人に依存しないビジネス（詳細後述）」の売上高比率3%超、戦略投資32.3億円（累計）、配当政策2.4億円（同）を掲げている。またこの間の基本戦略として、「ソフトウェアテスト戦略」「ツール戦略」「バルカレ（教育）戦略」「セキュリティ戦略」「開発事業戦略」を推進する。同社が置かれている「ソフトウェアテスト市場」は、今後も成長が期待される市場のため、これらの戦略・施策を実行していくことで同社がどのように変わっていくか楽しみであるが、まずは3年後の「定量的目標」の達成を期待したい。

Key Points

- ・主力はソフトウェアテストサービス事業、市場の拡大に合わせて成長を図る
- ・2024年3月期は内部体制の不備で減益となったが、問題点を改善して2025年3月期は前期比16.6%の営業増益を予想
- ・新中期経営計画で2027年3月期に売上高157.3億円、営業利益16.8億円を目指す



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### ソフトウェアテストの専門企業。独自の社員教育に強み

同社は、現 代表取締役会長兼社長である田中真史氏によって 2004 年に設立された。同氏は、それまでは一般的なソフトウェアハウスを経営していたが、当時は多くのソフトウェアハウスや IT ベンダーがソフトウェアテストを内部で行っていた。そのため、どうしてもテストの評価が甘くなりがちで、その結果として成果物であるソフトウェアの品質が低く、コスト高にもなっていた。同氏はこのような点に懸念・疑念を持ち、「世に出るソフトウェアの品質をより向上させていきたい」という思いから、ソフトウェアテストを専門に行うことを目的に同社を設立した。社名である「バルテス (VALTES)」は、「Value Created through Testing (テストによる価値創造)」の造語に由来する。

その後も同社はソフトウェアテストの専門ハウスとしての道を歩み、多くのソフトウェアテスト案件に携わると同時に、社内のエンジニア教育にも力を入れ、独自の教育メソッドを確立している。現在はソフトウェアテスト専門会社として多様なユーザーや IT ベンダーから数多くのテスト依頼を受けている。ソフトウェアテストの多くは未だにソフトウェアベンダー等の内部で行われる場合が多いが、近年では外部企業によるソフトウェアテストへの認識が高まりつつある。このため、ソフトウェアテスト市場は発展途上にあり、同社の成長余力も大きいと言える。

株式については、2019 年 5 月に東京証券取引所（以下、東証）マザーズ市場へ上場し、2022 年 4 月に東証の市場区分再編に伴いグロース市場へ移行した。現在はプライム市場への移行を目指している。

#### 沿革

年月	主な項目
2004年 4月	バルテス株式会社設立
2008年12月	情報セキュリティマネジメントシステム「ISO27001」の認証取得
2012年10月	グループ会社のバルテス・モバイルテクノロジー（株）を設立
2014年 2月	グループ会社の VALTES Advanced Technology, inc. (Philippines) を設立
2015年12月	ISTQB パートナープログラム「Platinum Partner」に認定
2017年12月	ISTQB パートナープログラム「Global Partner」に認定
2019年 5月	東京証券取引所マザーズ市場へ上場
2020年 8月	(株)アール・エス・アールを子会社化
2021年11月	テスト自動化ツール「T-DASH」OPEN β版を提供開始
2022年 2月	テスト自動化ツール「T-DASH」正式版を提供開始
2022年 3月	クラウド型 WAF「PrimeWAF」を提供開始
2022年 4月	東京証券取引所市場区分再編に伴いグロース市場へ移行 (株)ミントを子会社化
2022年 8月	クラウド上で実機スマートフォンを遠隔操作できる「AnyTest」を提供開始
2023年 4月	(株)シンフォーを子会社化
2023年 7月	品質が見えるテスト管理ツール「Quality Tracker」正式版をリリース
2023年 10月	バルテス株式会社からバルテス・ホールディングス株式会社へ商号を変更
2023年 11月	フェアネスコンサルティング（株）の株式を取得し子会社化

出所：同社ホームページよりフィスコ作成

## 事業概要

### 主力はソフトウェアテストだが、Web/ モバイルアプリ開発も行う

#### 1. 事業内容及びセグメント別概要

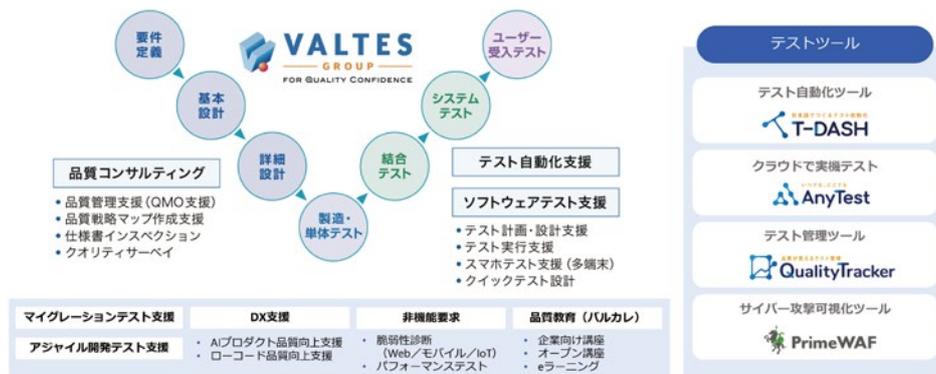
同社の事業セグメントは、「ソフトウェアテストサービス」「Web/ モバイルアプリ開発サービス」「オフショアサービス」の3つである。

##### (1) ソフトウェアテストサービス事業 (2024年3月期売上高比率 87.6%)

###### a) 対象領域と業務フロー

ソフトウェアテストサービス事業では、ユーザー企業、メーカー、ソフトウェアベンダーに対して、ソフトウェアの不具合により顕在化するリスクを回避するため、開発工程における品質計画の立案、開発プロセスの改善、ソフトウェアの不具合の発見、または重大な不具合が発生していないことを確認するためのテスト計画、テスト設計、テストケースの作成、テスト実施及びテストサマリレポートの作成まで、幅広いソフトウェアテストサービスを第三者の中立的立場で提供している。ソフトウェア開発における川上から川下までの幅広い領域をカバーしているのが特色だ。連結子会社のバルテス(株)と(株)ミントがサービスを提供している。

同社グループのサービスマップ



出所：決算説明資料より掲載

同社が対象とするサービス提供領域は、エンタープライズ系（業務システムや基幹システム等）、組込系（AV機器や家電、産業機器等）、Web・スマートフォン系（Webサイトやモバイルアプリケーション等）、その他、と幅広い。このうちエンタープライズ系（略称：エンプラ系）に関しては案件規模が大きく高単価であるうえに、参入障壁が高く価格競争の回避につながるなどメリットが多いため、積極的にこの分野の拡大を目指す計画だ。

事業概要

周辺市場のテスト工程における比較表

	当社の事業領域	潜在市場規模	市場ステージ	参入障壁
テスト 工程 市場	エンタープライズ	巨大	黎明期	高
	組込み	大	黎明期	高
	Web・スマホ	中	成長期	中
	エンターテインメント	小	成熟期	低

出所：中期経営計画「事業計画及び成長可能性に関する説明資料」より掲載

テスト対象においても、予定した動作が正確に作動するか否かの機能性に限定せず、例えば実運用を想定したユーザー数からのアクセスや、営業活動継続によるデータ量の蓄積、継続性、耐久性、またソフトウェアの不具合による個人情報流出の可能性や脆弱性発見など、様々なニーズに対応している。

b) 主な提供サービスと提供形態、契約形態

同社が提供する主なサービスは、ソフトウェアテストサービス、ツールサービス、教育（バルカレ）サービス、セキュリティサービス、開発サービスなど多岐にわたる。

主な提供サービス

ソフトウェアテストサービス	単機能テストから、システムテスト支援、マルチデバイステスト、テスト自動化、受入テスト支援など、様々なソフトウェアのテストを顧客に代わり、同社の専門知識を持つエンジニアが目的に応じて最適なテストパターンを抽出し、アプリケーションやシステムの品質を支えるテストサービスを多種多様な業界に提供している。 また品質の PMO・QMO としてソフトウェア開発工程の上流工程を含む全体における品質確保のプロセス確立・標準化など、品質マネジメントを支援する品質コンサルティングサービスも近年拡大している。
ツールサービス	ソフトウェアテストの効率化、システムの高品質化とリリースのスピードアップを実現させるテスト自動化ツール「T-DASH」、テスト管理ツール「QualityTracker」、クラウド型モバイルテストサービス「AnyTest」等のソフトウェアテストに関するツールサービスや、SaaS 型 WAF サービス「PrimeWAF」を開発提供している。
教育（バルカレ）サービス	同社グループのエンジニアにも実施しているソフトウェア品質教育を顧客の開発者、品質担当者、プロジェクトリーダー、プロジェクトマネージャーなどを対象にセミナーとして提供している。当社グループの教育コンテンツは現在 21 コースあり、集合研修形式やオープン講座形式、e ラーニングと様々な形式で提供している。 またソフトウェアテストに関する情報発信サイト「Qbook」の運営や、ソフトウェアテストに関する書籍の出版等の技術向上に向けた啓蒙活動も積極的に実施している。
セキュリティサービス	Web システムやモバイルアプリケーション、また IoT 機器に対しての外部からの侵入（ハッキング）などが行える隙が無いかを確認する診断サービスを提供している。
開発サービス	グループに属する開発子会社と連携することにより、当社の得意とする品質保全の観点を織り込みつつ、様々なソフトウェアの開発に関しても、企画から、要件定義、開発、デザイン、リリース、運用までワンストップで提供している。

出所：同社提供資料よりフィスコ作成

事業概要

提供形態としては、同社グループにテストセンターを設置して顧客のニーズに合わせたテスト環境を構築し、ソフトウェアテストサービスを提供する「テストセンターテストサービス」と、顧客のニーズに合わせた人材を提供（派遣）※する「オンサイトテストサービス」がある。

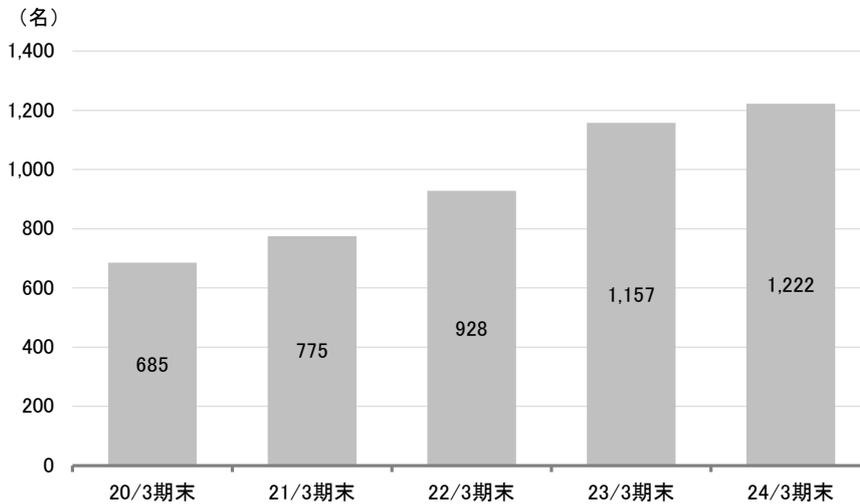
※ 同社は、労働者派遣事業の免許を保持している。

契約形態としては、労働者派遣契約に基づき同社のエンジニアを顧客先に派遣し、顧客の指揮命令下でサービスの提供を行う「派遣契約」、同社の指揮命令下において顧客との契約内容に応じた役務提供を行う「準委任契約」、主に同社のテストセンターでテストを行い、テストレポート等の成果物を顧客に納品する「請負契約」の3つがあるが、現在では大部分が「準委任契約」となっている。

c) KPI

同社の受注案件に対応していくためにはエンジニアが必要であり、「エンジニア数」は同社の事業にとって重要な要素となる。同社のエンジニア数はメーカーにおける生産能力に等しく、一定の知識・知見を持ったエンジニアを増やしていくことが同社の生産能力を増やすことであり、結果として売上高を増やすことにつながる。なおエンジニアには、正社員と契約社員に加え、ビジネスパートナーと呼ばれる企業のエンジニアも含まれる。2024年3月期末の稼働エンジニア数は1,222名で、内訳は正社員695名(構成比56.9%)、契約社員112名(同9.2%)、ビジネスパートナー415名(同34.0%)であり、全エンジニア数も直近5年間で順調に増加している。

エンジニア数の推移

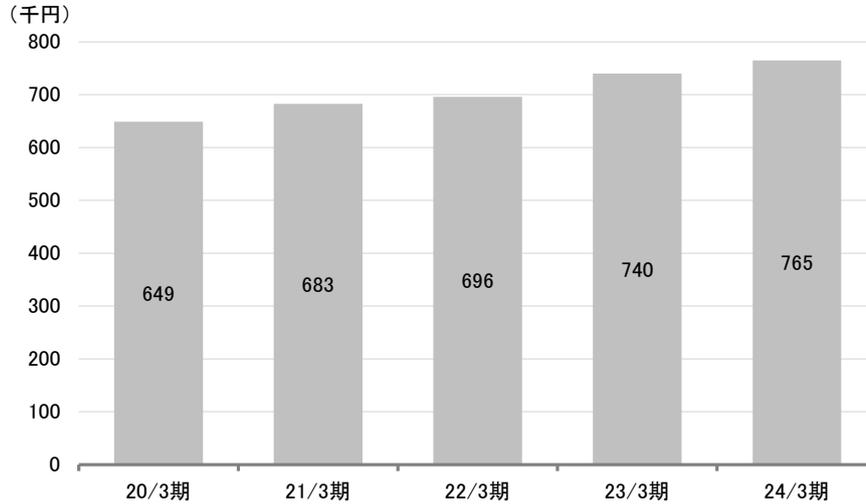


注：エンジニア数は正社員、契約社員、ビジネスパートナーの総数  
出所：決算説明資料よりフィスコ作成

2つめの重要な要素は、「エンジニア1人当たりの売上高」である。同社ではこの数値を「単価(月間)」と定義し、「ソフトウェアテストサービス事業の売上高÷エンジニア数」としている。2020年3月期は新型コロナウイルス感染症拡大(以下、コロナ禍)の影響もあり低下したものの、その後は順調に上昇しており、2024年3月期の単価は、765千円となった。

事業概要

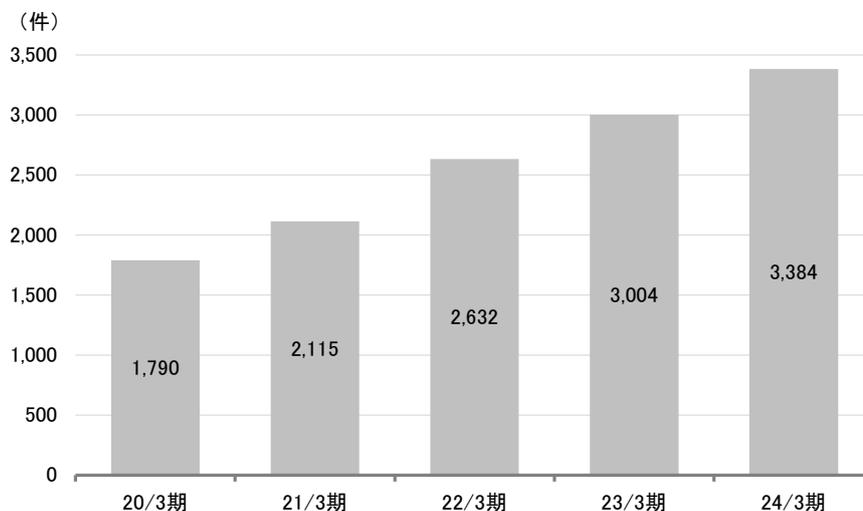
単価の推移



注: 単価 = ソフトウェアテストサービス事業の売上高 ÷ エンジニア数 (正社員 + 契約社員 + ビジネスパートナー)  
 出所: 決算説明資料よりフィスコ作成

3つめの要素は「案件数」である。同社の業務は「準委任契約」が大部分であり、不採算プロジェクト化するリスクのある「請負契約」は少ない。基本は案件ごとの契約となるが、次々と開発プロジェクトや開発課題が出てくることや、一度受注したシステムの更新時などに顧客からの要望で継続契約につながることも多く、これが相当の参入障壁になっているとも言える。受注金額は案件によって様々で、数百万円～数千万円と幅広いが、プロジェクトが継続した場合には、結果として当該顧客への売上高は数億円単位になる場合もある。これら各案件の売上高を累積したものがセグメント売上高の大部分を占めるので、「案件数」が同社の業績におけるKPIの1つであると言える。2024年3月期の案件数(ソフトウェアテスト)は3,384件となっており、直近5年間は順調に拡大している。

案件数の推移



出所: 決算説明資料よりフィスコ作成

## 事業概要

**d) テスト工程をアウトソーシングする理由**

顧客が同社のような外部企業にソフトウェアテストを依頼（発注）する理由の1つめは、一般的なシステムエンジニアはテストに関する体系的な教育を受けておらず、テストのプロではないため、効率が悪いからである。特に下請け小規模SIerは、開発を行ったエンジニアがテストを実行しがちである。しかしながら、一般的に自分で作ったプログラムに関しては客観的なテストの実行が難しいと言われている。これは、雑誌記者やレポーター等が、自分の書いた記事を自身で校正・校閲すると見落としが多くなることと類似する。さらに、体系的・網羅的なテスト手法を知っている開発者は少数であり、かつ開発者はテスト作業自体を好まないことから、開発者がテスト工程を行うことは結果的にテスト工程の長期化と品質の低下（バグが未発見のままリリース）につながる事が多い。これらの問題点解消のために、外部企業への発注が近年進んでいる。

2つめの理由は、現状の国内IT産業でのエンジニア不足である。DX施策等により、国内のIT市場は今後も拡大が続くと見込まれているが、一方でエンジニアが不足しているのも事実で、多くのSIerでは引き合いはあるが人員不足によって受注が難しい状況が多々発生している。そのような状況下で、開発全行程の約40%を超えるテスト工程を外注できれば、空いたリソースで新しい開発案件を受注できる。また、工程の短期化や品質担保に加え、人的リソースの最適化によっても生産性が向上することから、テスト工程を外注する大手SIerやユーザーが増えているのも事実だ。

3つめの理由として、DXの推進によるユーザー企業の負担増が挙げられる。ユーザーは自社システムの再開発や新パッケージシステムの導入を、SIerやパッケージベンダーへ委託した際、「受入テスト」に関してユーザーサイドで実施する必要がある。この「受入テスト」に対しては、ユーザーは自社が保有する少ないIT人材で適切に実施する必要があるが、近年DX投資が活発化する中、ユーザーにとって非常に大きな負担となっている。この負担低減のため、ユーザー企業が「受入テスト」工程や、遡って総合的なテスト支援及び品質管理を、第三者機関としてテスト専門事業者へ外注するケースが増えている。

このような現状から、ソフトウェアテストのアウトソーシング化は、今後さらに増加する可能性が高いと言える。

**(2) Web/ モバイルアプリ開発サービス事業 (同 12.1%)**

連結子会社のバルテス・モバイルテクノロジー（株）が、Webアプリ/モバイルアプリ開発、セキュリティ診断（脆弱性診断）サービスを提供する。Webアプリ/モバイルアプリ開発では、企画から、要件定義、開発、デザイン、リリース、運用までワンストップで提供可能だ。また、ソフトウェアの品質向上をグループ経営方針としており、同社によるソフトウェアテスト、セキュリティサービスチームの教育によるセキュアコーディングを施したソフトウェア開発サービスを提供している。セキュリティ診断サービスでは、安全性の調査を提供している。熟練したエンジニアの診断ノウハウを手順化しており、潜在的な脆弱性が発見できる。

このほか、連結子会社の（株）アール・エス・アールが、コンピュータソフトウェアの開発、システムの開発請負及び開発要員派遣等を行っている。さらに2024年3月期からは、ソフトウェア開発、システム保守、パッケージ開発を行うシンフォート、主にSAPソリューションを提供するフェアネスコンサルティングがこのセグメントに加わった。

## 事業概要

**(3) オフショアサービス事業 (同 0.3%)**

主にフィリピンで事業展開している連結子会社の VALTES Advanced Technology, Inc. が、グループ会社とのノウハウ共有により、製造業やソフトウェアベンダーを営む顧客に対して、ソフトウェアテストサービスとソフトウェア開発サービスを提供している。現地の安価で豊富な労働力を背景に、同社の教育コンテンツを受講した現地のエンジニアが、同社を窓口とした日本企業や在比日系企業に向けてサービスを提供している。

**(4) M&A と持株会社への移行**

同社は M&A も積極的に行っており、2022 年 4 月にはミントを、2023 年 4 月にはシンフォーを、同年 11 月にはフェアネスコンサルティングを子会社化している。このように子会社が増加してきたことから、同社は 2023 年 10 月から「持株会社体制」に移行し、現在は 7 社が事業展開を行っている。移行した目的としては、1) ソフトウェア品質向上の価値提供を行う事業の強化、2) グループガバナンスの強化、3) 経営者人材の育成を挙げている。

**(5) 主な知財投資**

同社は案件ごとのサービスに加えて、サブスクリプション型のサービスも提供している。売上規模がまだ小さいことから売上金額は開示されていないが、成長が期待でき、今後の状況が注目される。

**a) テスト情報プラットフォーム「Qbook」**

ソフトウェア品質向上のためのプラットフォーム。同社が培ってきたテスト・品質向上ノウハウを無料で提供し、同社の認知度向上や ICT 社会に貢献する人材の育成を図る。

**b) テスト自動化ツール「T-DASH」**

非エンジニアでも「簡単」に Web アプリケーションの動作確認・検証を可能にするテスト自動化ツール。

**c) サイバー攻撃可視化ツール「PrimeWAF」**

簡単、低価格で導入可能なクラウド型の WAF (Web Application Firewall) サービス。様々なサイバー攻撃から Web サイトを防御する。

**d) いつでもどこでも実機テスト「AnyTest」**

クラウド上で実機を遠隔操作することでテストが可能。豊富な機種・OS のラインナップを揃えており、リモートでもラグのない操作感が特長である。

**e) 品質が見えるテスト管理ツール「Quality Tracker」**

テスト実行時の進捗管理とテストケースの管理が、このツール 1 つで見える化することができる。

## 事業概要

## 2. 特色、強み、競合

同社の主力事業はソフトウェアテストサービス事業だが、以下のような特色や強みを持っている。

### (1) 専門企業としての豊富な経験・知識・知見

既述のとおり、同社はソフトウェアテストの提供を目的として2004年に設立されて以来、専門企業としてソフトウェアテストサービス事業を続けている。そのため、この間に蓄積された経験と専門的な知識・知見が豊富である。専門性に関しては、同社は国際規格であるISTQB®※のGlobal Partner 認証を国内で初めて受けるなど、国内でも有数の技術力を有している。このような高い専門性と経験・知識が顧客との強い信頼関係を生んでおり、この点は同社の強みと言える。

※ International Software Testing Qualifications Board の略で、世界130ヶ国以上のテスト技術者認定組織のこと。  
Global Partner は世界で10社のみで、日本ではバルテスが初めてである。

### (2) ソフトウェア開発の全工程でテストサービスを提供

同社は、ソフトウェア開発の川上である要件定義から、基本設計、詳細設計、製造・単体テスト、結合テスト、システムテスト、さらに川下であるユーザー受入テストまで全工程でのテストサービスを提供している。このため、顧客にとってはワンストップソリューションが可能となっており、この点も同社の強みと言えるだろう。

### (3) 独自の教育メソッド

同社の事業にとって、エンジニアの数と質が重要な要素であるのは言うまでもない。同社では、質の高いエンジニアを確保するために、設立以来の経験・知見を生かした独自の体系的な教育メソッド（研修カリキュラム）を確立している。新卒・未経験者に対しては2ヶ月間320時間、キャリア（経験者）には1ヶ月間160時間の入社時研修を行っており、入社後2ヶ月は研修のみに集中し、通常業務は一切行わない。このような独自の教育メソッドによりエンジニアの早期戦力化を図ると同時に、高スキルを維持している。その結果として、入社2年目以降のエンジニアの92%以上がJSTQB®※の資格を保有している。このような教育メソッドの確立は短期間でできるものではなく、これが同社の強みであると同時に参入障壁にもなっている。

※ Japan Software Testing Qualifications Board の略で、国内のソフトウェアテスト技術者の認定組織のこと。

### (4) 競合

ソフトウェアテスト市場での競合企業としては、SHIFT<3697>、(株)ベリサーブ (SCSK<9719>の子会社)などが挙げられる。正確な統計がないためそれぞれのシェアは不明であるが、市場そのものが拡大しているため、各社同士によるバッティングは少ないようだ。むしろ最大の競合は、内製市場（SIer やユーザーの社内で行われているテスト）だろう。ソフトウェアテスト市場でのアウトソーシング比率はまだ低いので、これら各社がお互いに競合する以上に市場そのものが拡大すると言えそうだ。

## 業績動向

### 2024年3月期は内部体制不備により前期比13.3%の営業減益。 主要 KPI は順調に増加、改善策は実行済み

#### 1. 2024年3月期の業績概要

##### (1) 損益状況

2024年3月期の連結業績は、売上高が10,362百万円(前期比14.4%増)、営業利益が840百万円(同13.3%減)、経常利益が850百万円(同13.5%減)、親会社株主に帰属する当期純利益が518百万円(同20.5%減)となった。2024年3月期第2四半期時点では営業増益を予想していたが、会社の成長に対して内部体制の整備が追いつかず、期待した案件の一部が下半期に失注し、通年では減益となった。

主な KPI では、「月間単価(ソフトウェアテスト)」は765千円(前期比25千円増)、期中の案件数は4,529件(前期比661件増)、期末の稼働エンジニア数は1,222名(社員、ビジネスパートナー合計で65名増、正社員は144名増※)となり、いずれも過去最高となった。

※ 案件が進捗すると契約社員数やビジネスパートナー数は減る場合があるため。

売上総利益率は28.9%(前期は29.8%)と前期比で低下したが、これは期初に多くの技術者を採用したことから一時的に収益性が低下したことによるもので、同社によれば「個別案件での利益率は低下していない」とのことである。一方で、販管費は採用の増加や業容の拡大に伴い前期比24.2%増となった。販管費の増加の内訳は、人件費が158百万円増(採用チーム、営業等の管理部門強化に伴う人数増加)、採用費が86百万円増(採用数増加に伴う手数料、採用サービス利用料、採用広告の増加)、研究開発費が54百万円増(自社ツール開発投資、メタパス研究開発投資の増加)、その他が120百万円増(M&A費用、のれん償却費の増加、投資費用の増加、自社開発ツール広告増加)であった。

営業利益の増減要因を分析すると、増収効果による増益が388百万円(うちソフトウェアテストサービス事業259百万円増、Web/モバイルアプリ開発サービス事業132百万円増、オフショアサービス事業2百万円減)、売上総利益率の低下(主に事業所拡張移転に伴う固定費増加、開発案件の大型化に伴う工数増など)による減益が98百万円(うちソフトウェアテストサービス事業78百万円増、Web/モバイルアプリ開発サービス事業145百万円減、オフショアサービス事業31百万円減)、販管費の増加による減益が419百万円(内訳は人件費158百万円増、採用費86百万円増、研究開発費54百万円増、その他120百万円増)であった。

## 業績動向

## 2024年3月期連結業績

(単位：百万円)

	23/3期		24/3期		前期比
	金額	構成比	金額	構成比	
売上高	9,059	100.0%	10,362	100.0%	14.4%
売上総利益	2,703	29.8%	2,993	28.9%	10.7%
販管費	1,733	19.1%	2,152	20.8%	24.2%
営業利益	970	10.7%	840	8.1%	-13.3%
経常利益	982	10.9%	850	8.2%	-13.5%
親会社株主に帰属する 当期純利益	651	7.2%	518	5.0%	-20.5%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

## 主な問題点（ボトルネック）と改善策

### (2) 3つのボトルネックと解消策

既述のように2024年3月期の連結業績は、期中までは増益予想であったが、下半期に入ってから社内の体制不備（ボトルネック）が露呈し、目標は未達となった。同社の分析では、このボトルネックは主に3つあり、既にその対応策（解消策）も実行されている。

#### 1) PM層 / ハイレイヤー等のプロジェクト推進人材不足

プロジェクトを管理・推進する技術者が不足していたことで、いくつかの案件を失注した。これを解決すべく、以下のような施策を実行している。(PM = プロジェクト・マネージャー)

##### (組織新設・採用強化)

PM層 / ハイレイヤー採用に適した独立組織をホールディングス内に新設。旧来の給与テーブルに縛られず、PM層 / ハイレイヤーに対して納得感のある条件提示が可能となった。

##### (ハイスキル教育制度構築)

PM層 / ハイレイヤー拡大のための教育制度を構築した。OJTを含む教育プログラムを構築し、既存エンジニアのPM層 / ハイレイヤー化を進める。

##### (グループ内教育・ローテーション)

自社グループ内のPM層 / ハイレイヤーをグループ内ローテーションにより活用する。自社グループ内の開発企業におけるPM層 / ハイレイヤーにテスト教育を実施し、ソフトウェアテストサービス事業の引受や、同事業へのローテーションを目指す。

上記のような施策を実行していることで、PM層 / ハイレイヤー技術者は6名増加（2024年5月14日現在、2023年12月対比）した。

## 業績動向

**2) 営業人員の離脱・不足による営業キーマンの負担増**

売上高が急速に伸びた割に営業人員が強化されておらず、営業キーマンの負担が増加し一部案件を失注した。今後は、営業人員の増強による営業効率の適正化を図っていく。新規営業人員のサポートによって、営業キーマンの負担を抑え、顧客とのコミュニケーションと提案数の増加を図る。現在までに営業人員は4名増加(同)した。

**3) 事業急拡大スピードと組織体制との乖離**

直近4年間の成長と組織を振り返ると、

- ・売上高は2倍に増加したが、営業組織は役員1名体制かつキーマンは変わらず
- ・エンジニア数は2倍に増加したが、事業部組織は役員1名体制かつ部門長数は変わらず
- ・子会社は4社増加したが、グループ横断の営業組織は小規模だった
- ・4種のツールが増加したが、他サービス営業部隊による兼任だった

以上のような問題点を解決すべく、下記のような施策を実行した。

**(営業組織の拡大・複数化)**

事業規模の拡大スピードに合わせて営業組織を拡大。外部人材の招聘によって営業施策の向上を図る。外部より営業部門の責任者を招聘し、営業組織を2部門化し拡大する。自社の文化を重視しつつも、外部人材による新たな視点・施策を導入することで、適度な競争と新陳代謝を促し組織の硬直化を回避する。

既に外部人材の招聘を終え、現状の営業管掌役員は2名体制となった。

**(テスト事業部の拡大・複数化)**

事業規模の拡大スピードに合わせてテスト事業部を複数化。役員2名体制でマネジメントの充実を目指す。内部昇格により役員を増員し、テスト事業部を2部門化する。事業拡大により4年で倍増したエンジニアのマネジメント充実で受注拡大を目指す。

既にテスト事業部管掌役員は2名体制となった。

**(専門組織の拡充)**

ツール営業組織の新設強化、グループ営業部門の強化拡大を目指す。それぞれに外部マネジメント人材を招聘し施策・規模の向上を図る。外部より営業部門の責任者を招聘し、それぞれに適切な施策の拡大と、適した営業人員の教育・育成を図る。

既に2事業部とも外部マネジメント人材を招聘し、運営を開始している。

## 自己資本比率は52.3%、手元現預金は18億円

**(3) 財務状況**

2024年3月期末の財務状況は、流動資産は3,526百万円(前期末比632百万円増)となったが、主に現金及び預金の増加225百万円、売掛金及び契約資産の増加136百万円などによる。固定資産は1,869百万円(同674百万円増)となったが、主に有形固定資産の増加12百万円、のれんの計上などによる無形固定資産の増加544百万円、投資その他の資産の増加117百万円などによる。この結果、資産合計は5,396百万円(同1,306百万円増)となった。

## 業績動向

負債合計は2,569百万円（前期末比887百万円増）となったが、これは主に買掛金の減少48百万円、長短借入金の増加735百万円などによる。純資産合計は2,826百万円（同419百万円増）となったが、主に親会社株主に帰属する当期純利益の計上による利益剰余金の増加518百万円などによる。この結果、2024年3月期末の自己資本比率は52.3%（前期末は58.9%）となった。

## 連結貸借対照表

(単位：百万円)

	23/3 期末	24/3 期末	増減額
現金及び預金	1,535	1,760	225
売掛金及び契約資産 (電子記録債権含む)	1,215	1,344	129
流動資産計	2,894	3,526	632
有形固定資産	185	197	12
無形固定資産	451	996	544
のれん	350	842	491
投資その他の資産	558	675	117
固定資産計	1,194	1,869	674
資産合計	4,089	5,396	1,306
買掛金	310	261	-48
短期借入金等	136	228	91
未払金	556	542	-14
流動負債計	1,648	1,799	150
長期借入金	32	768	735
固定負債計	33	770	737
負債合計	1,682	2,569	887
利益剰余金	1,719	2,237	518
純資産合計	2,406	2,826	419

出所：決算短信よりフィスコ作成

## (4) キャッシュ・フローの状況

2024年3月期の営業活動によるキャッシュ・フローは457百万円の収入となった。主な収入は税金等調整前当期純利益820百万円及び減価償却費101百万円の計上などで、主な支出は売上債権及び契約資産の増加59百万円、仕入債務の減少55百万円、法人税等の支払額448百万円などであった。投資活動によるキャッシュ・フローは859百万円の支出となったが、主な支出は有形固定資産の取得による支出77百万円、投資有価証券の取得による支出50百万円、連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出622百万円などであった。財務活動によるキャッシュ・フローは625百万円の収入となったが、主に長期借入金の増加による収入827百万円などであった。この結果、現金及び現金同等物は225百万円の増加となり、2024年3月期末の残高は1,740百万円となった。

バルテス・ホールディングス

4442 東証グロース市場

2024年6月28日(金)

<https://www.valtes-hd.co.jp/ir/>

業績動向

## 連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	23/3期	24/3期
営業活動によるキャッシュ・フロー	846	457
税金等調整前当期純利益	981	820
減価償却費	72	101
売上債権及び契約資産の増減額 (-増加)	-279	-59
仕入債務の増減額 (-は減少)	135	-55
法人税等の支払額	-218	-448
投資活動によるキャッシュ・フロー	-639	-859
有形固定資産の取得による支出	-98	-77
投資有価証券の取得による支出	-130	-50
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	-296	-622
財務活動によるキャッシュ・フロー	-29	625
長短借入金の増加 (ネット)	-26	827
現金及び現金同等物の増減額	178	225
現金及び現金同等物の期末残高	1,515	1,740

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 2. 2024年3月期のセグメント別状況

## 2024年3月期のセグメント別業績

(単位：百万円)

	23/3期		24/3期		増減率
	金額	構成比	金額	構成比	
売上高	9,059	100.0%	10,362	100.0%	14.4%
ソフトウェアテストサービス	8,205	90.6%	9,074	87.6%	10.6%
Web/ モバイルアプリ開発サービス	813	9.0%	1,256	12.1%	54.4%
オフショアサービス	40	0.4%	31	0.3%	-23.1%
(調整額)	-288	-	-365	-	-
セグメント利益	970	10.7%	840	8.1%	-13.3%
ソフトウェアテストサービス	977	11.9%	851	9.4%	-12.9%
Web/ モバイルアプリ開発サービス	71	8.8%	30	2.5%	-56.9%
オフショアサービス	0	-	-24	-	-
(調整額)	-78	-	-16	-	-

注：売上高には内部売上高または振替高を含まない

セグメント営業利益の構成比は営業利益率

出所：決算短信よりフィスコ作成

## (1) ソフトウェアテストサービス事業

売上高は9,074百万円(前期比10.6%増)、セグメント利益は851百万円(同12.9%減)、営業利益率9.4%(同2.5pt減)となった。

バルテス・ホールディングス | 2024年6月28日(金)  
4442 東証グロース市場 | <https://www.valtes-hd.co.jp/ir/>

業績動向

案件数は3,384件(前期比13.3%増)と順調に拡大したが、当初計画に対しては下回った。案件増となった主な要因は、新規大型再構築案件の上流工程にPMO※1、QMO※2として多数参画したこと、マイグレーション※3案件の獲得が増加したこと、ターゲット業界(金融等)へのアプローチが好調であったことによる。

- ※1 Project Management Officeの略で、組織内における個々のプロジェクトマネジメントの支援を横断的に行う部門や構造システムのこと。
- ※2 Quality Management Officeの略で、組織内における個々の品質管理の支援を横断的に行う部門や構造システムのこと。
- ※3 マイグレーションとは、ソフトウェアやシステム、データなどを別の環境に移動したり、新しい環境に切り替えること。

「単価」は765千円(同25千円増)となった。主な要因としては、エンタープライズ領域の売上割合増、既存顧客の継続好調、テスト自動化導入支援の積極提案などが挙げられる。稼働人員数は972名(同26名減)となったが、前期はテスト事業のビジネスパートナー活用がピークであったのに対して、今期は正社員の採用・教育に注力したことによる。また、案件の大型化も進んでおり、1億円以上の案件の売上高は5,123百万円(前期比24.4%増、前々期比106.7%増)となり、順調に増加している。

(2) Web/ モバイルアプリ開発サービス事業

売上高は1,256百万円(前期比54.4%増)、セグメント利益は30百万円(同56.9%減)、営業利益率2.5%(同6.3pt減)となった。シンフォーが加わったことで案件数は1,077件(同40.6%増)と増加し、売上高も大幅増となったが以前からのバルテス分は減少した。このため、全体の利益率が低下しセグメント利益は減益となった。

(3) オフショアサービス事業

売上高は31百万円(前期比23.1%減)、セグメント損失24百万円(前期は利益0百万円)となった。フィリピンでの現地日系企業からの引き合いは増加傾向にあったものの、コロナ禍の影響が残り取引規模が縮小し、案件数が68件(同30.6%減)となったことから損益は赤字となった。

3. 2024年3月期のトピックス

(1) 持株会社体制への移行

持続的な成長を実現し、経営資源の最適化を推進するために2023年10月から持株会社体制へ移行した。

同社のグループ体制



出所：決算説明資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレーマー)をお読みください。  
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## 業績動向

移行の目的として同社は、(1) ソフトウェア品質向上の価値提供を行う事業の強化、(2) グループガバナンスの強化、(3) 経営者人材の育成の3つを挙げている。

**(2) ホワイト企業認定のプラチナランクを取得**

一般財団法人 日本次世代企業普及機構（ホワイト財団）が展開する「ホワイト企業認定制度」において、最高ランクとなるプラチナランクを取得した。

満点取得：人材育成・働きがい、リスクマネジメント、健康経営  
 90% 得点獲得：ワーク・ライフバランス、ビジネスモデル / 生産性  
 57%UP 得点獲得：ダイバーシティ & インクルージョン

**(3) Forbes Asia が発表した「Asia's 200 Best Under A Billion」に初選出**

Asia's 200 Best Under A Billion とは、アジア太平洋地域にあり、売上高が1,000万ドル超、10億ドル未満の上場企業2万社超のうち、長期的に堅実な成長が見込める企業200社をForbes Asiaが選出するもので、日本企業では同社を含む26社が選出された。

主に、「直近1年、3年の売上高」「ガバナンス」「一株当たり当期純利益（EPS）」「経営品質」「自己資本利益率（ROE）」の指標が評価されて選出された。

## ■ 今後の見通し

### 2025年3月期は前期比16.6%の営業増益を予想。 ボトルネックを解消し、過去最高益を目指す

**● 2025年3月期の業績見通し**

2025年3月期の連結業績は、引き続き各KPIの上昇を目指し、売上高で11,500百万円（前期比11.0%増）、営業利益で980百万円（同16.6%増）、経常利益で981百万円（同15.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益で633百万円（同22.2%増）を見込んでいる。ただし、既述のようなボトルネック解消施策の効果が出てくるのは下半期からと見ていることから、上半期は前年同期比で減益を見込んでいる。

また後述する「新中期経営計画」の初年度であることから、この計画の中の重要施策（主に5つ）を粛々と進めていく予定だ。

今後の見通し

## 2025年3月期の連結業績予想

(単位：百万円)

	24/3期		25/3期		
	金額	構成比	予想	構成比	前期比
売上高	10,362	100.0%	11,500	100.0%	11.0%
営業利益	840	8.1%	980	8.5%	16.6%
経常利益	850	8.2%	981	8.5%	15.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	518	5.0%	633	5.5%	22.2%

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

## ■ 中長期の成長戦略

新中期経営計画を発表、5つの重要戦略を推進する。  
 当面の定量的目標は、2027年3月期に売上高157.3億円、  
 営業利益16.8億円

### 1. 事業環境

同社を取り巻く今後数年間の事業環境（市場の拡大等）は、以下のような点から追い風であると言える。

#### (1) ターゲット業界の成長性

今後、同社が狙っていく市場は当然ながら各種のソフトウェアやIT業界となるが、世界のソフトウェアテスト市場の年平均成長率（CAGR（Compound Annual Growth Rate））は9.2%と予想されており、業界そのものが高い成長を遂げる可能性が高い。

#### ソフトウェアテスト市場の可能性

	市場規模		CAGR	出所	
エンタープライズIT	国内	2024年	12.8兆円	3.4%	IDC Japan 国内エンタープライズIT市場予測
AI	世界	2029年	583億米ドル	52.5%	Blueweave Consulting & Research Private Limited Industrial Artificial Intelligence Market - Global Size, Share, Trend Analysis, Opportunity and Forecast Report, 2019-2029, Segmented By Offering ; By Technology ; By Application ; By Industry ; By Region
メタバース	国内	2026年	1兆円	13.1%	矢野経済研究所 メタバースの国内市場規模予測
Web/Eコマース	世界	2027年	6.8兆米ドル	9.0%	IMARC Services Private Limited B2C E-commerce Market: Global Industry Trends, Share, Size, Growth, Opportunity and Forecast 2022-2027
IoT	国内	2026年	9.1兆円	9.1%	IDC Japan 国内IoT市場 支出額予測
車載ソフトウェア	国内	2025年	1.1兆円	4.5%	矢野経済研究所 車載ソフトウェア市場に関する調査

その他、国内外のソフトウェアテストが関係する業界の市場規模を合わせ、世界全体での可能性

ソフトウェアテスト	世界	2027年	159.4億米ドル*	9.2%	Technavio Software Testing Services Market by Service, End-user, and Geography - Forecast and Analysis 2023-2027
-----------	----	-------	------------	------	---

\*2022年から2027年にかけての増加額を表示しております。

出所：決算説明資料より掲載

中長期の成長戦略

(2) テスト工程のアウトソース化が加速 (ソフトウェア開発会社)

以下のような現状から、今後ソフトウェアテストは、開発企業からテスト専門企業へアウトソーシングされる可能性が高い。

(ソフトウェア開発企業の悩み)

- ・コスト高な開発エンジニアの労働時間の約4割がテスト・検証に割かれる
- ・テスト工程は開発者のモチベーションが上がらず、非効率
- ・開発者自身がテスト・検証を行うのは客観性がなく信頼性に欠ける

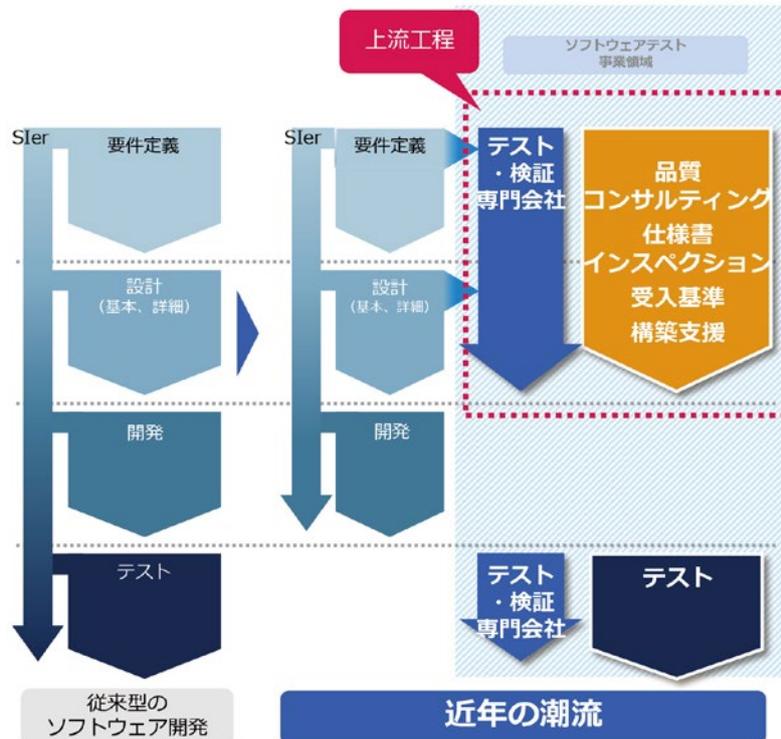
(テスト工程がアウトソースされなかった理由)

大手SIerが案件を一括受注し、傘下の下請け・孫請けに発注。その開発エンジニアがテスト工程まで行う構造であった。

(今後はテスト工程のアウトソース化が加速)

- ・開発エンジニアによるテスト時間の短縮により、開発コストが減少 (同社の調べでは、開発エンジニアがテストを実施する場合の6~7割程度で対応可能)
- ・再現性・共有性の高いテストの方法 (各社独自のメソッド) が確立することで網羅的で高効率なテストが実現可能に
- ・第三者のテスト専門会社によるテスト・検証の有効性が注目される
- ・上流工程からの参画により、ソフトウェア自体の品質が向上
- ・ユーザー企業など上流工程からの依頼も増加

ソフトウェア開発の業務フローの変遷



出所：決算説明資料より掲載

## 2. 新中期経営計画の概要

既述のような事業環境の中で、同社は今後10年を見据えた「新中期経営計画」を発表した。

### (1) 新中期経営計画のビジョンとコンセプト

ビジョンとしては、ソフトウェアテスト業界の全体的な品質を向上させ、ソフトウェアテスト市場の社会的価値を高めることで、さらなる市場拡大を目指す。最終的には同社自身が「バリューアッププラットフォーマー」を目指す。

コンセプトとしては、「バルテス品質」を業界へ波及させるビジネスモデルを構築する。さらに、「人に依存しないビジネスモデル」を強化し拡大させる。

### (2) 定量的目標

同社では、当面（3年後、2027年3月期）の定量的目標として、

連結売上高 157.3 億円（2024年3月期実績 103.6 億円）

営業利益 16.8 億円（同 8.4 億円）

人に依存しないビジネスモデルの売上高構成比 3% 超（同微小）

営業利益率 10.6%（同 8.1%）

総資産 80.9 億円（同 53.9 億円）

自己資本 50.7 億円（同 28.2 億円）

有利子負債 13.0 億円（同 9.9 億円）

ROE 23.6%（同 19.8%）

を掲げている。

### (3) コンセプトに基づく5つの基本戦略

上記のコンセプトに基づいて、今後は以下の5つの基本戦略を推進していく。

基本戦略1：ソフトウェアテスト戦略

基本戦略2：ツール戦略

基本戦略3：バルカレ（教育）戦略（注：バルカレ＝バルテス・カレッジの略）

基本戦略4：セキュリティ戦略

基本戦略5：開発事業戦略

### 3. 基本戦略（コンセプトと目指す姿）

既述した「5つの基本戦略」の詳細と今後の施策は以下のようになっている。

#### (1) ソフトウェアテスト戦略

コンセプトとしては、上流～下流までバルテス品質を届けるトータルテストサービスを提供する。

目指す姿は、a) 上流工程（要件定義や基本設計）からのコンサルティング、テストを見据えた無駄のないソフトウェア開発の支援、b) エンタープライズ領域を重点ターゲットとし、ドメインノウハウと実績を蓄積し競争優位性を図る。

重点戦略としては、a) エンタープライズ領域の顧客開拓に向けたマーケティング・営業施策の強化、b) エンジニア採用、c) ビジネスパートナー（ビジネスパートナー・外部人材）の開拓、d) PM層 / ハイレイヤーの確保、新部署の設置・教育の強化、e) エンジニアの生産性向上、f) 組織の複数化によるマネジメントの向上、などを推進する。

#### (2) ツール戦略

コンセプトとしては、ソフトウェア品質向上のトータルサポート企業として、ツールを通じてすべての工程の品質向上に寄与する。

目指す姿は、a) ソフトウェアテストの上流から下流までツール連携によるホールプロダクトで価値提供をする、b) ロータッチモデルで人を介さず数を獲得する。

重点戦略としては、a) ホールプロダクトの具現化、b) 具現化計画の立案、c) 開発計画のスピード・バージョンアップ、d) マーケティング施策、e) 専門販売部隊の設置、などを推進する。

#### (3) バルカレ（教育）戦略

コンセプトとしては、唯一無二の教育プラットフォームでソフトウェアテスト分野の品質向上に貢献する。

目指す姿は、a) 開発エンジニアのスキル・知識向上に向けた、ソフトウェアテストに関する各種教育コンテンツの提供（講座、e-ラーニング等）、b) 履修者に対する認定制度、c) バルテスのコーポレートブランディング、教育サービスのブランディングにより「認定＝バルテス品質」として波及させる。

重点戦略としては、a) 受講者（開発エンジニア）獲得・マーケティングの強化、b) エンドユーザー（二次ターゲット）へのブランディング、c) コンテンツ数の充実化、などを推進する。

#### (4) セキュリティ戦略

コンセプトとしては、セキュリティ対策におけるバリューチェーン強化によるワンストップサービスの提供。

目指す姿は、a) 開発段階から公開後まで一貫通貫のセキュリティサービスの提供、b) サービス単体（点）ではなく、複合的サービス（線）としてのブランド価値を提供、c) 自社の診断員の増強のみならず、診断員の教育を外部への提供価値へ。

重点戦略としては、a) 診断員の教育による人員増強、b) 診断員育成の教育コンテンツの提供、c) セキュリティサービスの拡充、などを推進する。

#### (5) 開発事業戦略

コンセプトとしては、ホールディングス体制の深化によるグループ間連携の拡充。

目指す姿は、a) グループ内教育・ローテーションでボトルネックを解消し、顧客課題への早期対応を目指す、b) グループを横断する組織体制で顧客課題解決に向けた総合的ソリューションを提供。

重点戦略としては、a) グループエンジニア教育、事業間ローテーション(テスト含む)を進める、b) グループターゲット顧客の潜在的課題・ニーズを分析し、総合的ソリューションを開発する、c) グループ横断的営業部門の強化・拡大、d) M&Aによる顧客課題解決、新技術及び新サービス獲得、エンジニアの補強、e) テスト事業で培った採用スキームで、グループエンジニアの採用強化、などを推進する。

## ■ 株主還元策

### 年間 4.0 円配当を実施。当面は同額の配当の可能性大

同社は、2023年3月期までは将来の成長に向けての内部留保を優先し配当を行っていなかったが、2024年3月期は年間 4.0 円の配当を実施した。2025年3月期も年間 4.0 円の配当を行う予定だ。その後の配当政策については、当面は既述のような「基本戦略」を推進するため、年間 4.0 円配当を基本施策とする。

#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp