画像処理、組込系システム開発に強み

ソーバル（2186・JASDAQ）

投資判断（4/17）

新規 Overweight

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER（予）
1,050円 （4/17）	100株	85.8億円 （4/17）	1,076円 （19/2/7）	791円 （19/3/25）	18.6倍 （4/17）

請負注力で早期年商100億円目指す

■請負比率上昇奏功し、19年2月期営業増益を確保

19年2月期の連結業績は、売上高8,190百万円（前期比0.4％減）、営業利益621百万円（同6.0％増）の減収・営業増益。ただ、法人税等調整額の計上により最終減益で着地した。人材流動化や働き方改革による残業抑制の影響で微減収となったものの、**請負売上比率の上昇による事業構造転換、ならびに請負案件の採算性を左右するプロジェクトマネージャー（PM）、プロジェクトリーダー（PL）が育ってきたことが営業増益につながった。**顧客別では、筆頭顧客の「キヤノングループ」への売上構成比が6.8ポイント減少した半面、新規取引先の寄与が大きい「その他」は同5.0ポイントの増加となった（2P図参照）。

■20年2月期は人材育成・強化を優先

20年2月期連結業績の会社計画は、前期比0.1％増収、同1.4％営業増益と小幅な伸びを見込む。今期は41名の新卒者を採用した他、エンジニアの能力に応じて高収益案件への機動的な配置転換を行うなど人材育成・強化を優先し、中長期成長に向けた基盤を固める。請負案件を任せられるエンジニアの育成を重点課題とし、精鋭の新卒者も中長期の戦力化を想定している。請負への注力は同社の成長戦略そのものだ。派遣は、派遣先にエンジニア（労働者派遣法に基づく特定労働者）を派遣しサービス提供によって対価を得るため、売上成長には単価増か案件増を伴う人員増しか道がない。一方、請負は、エンジニアを自社グループ内に擁した上で受託開発案件を持ち込み、成果物を納品する事業形態で、案件の高額化や追加受注などの発生により1人当たり売上高が高まりやすい。現状、請負案件は内製で対応しているが、案件が増えれば外注を活用する。外注費はかさむが増収効果を伴い、利益率は上昇する計画。すでに実績のある自動運転関連、治験などの医療関連、人工衛星受信データ処理などの航空・宇宙関連の他、引き合いのある金融サービス関連、ロボット関連など多様な分野での案件増加が見込まれる。さらに、複数の請負案件を推進できるPL、請負事業全般を管理するPMへの登用者が増えれば業績成長が加速する。

同社は19年2月期から**中期目標として、売上高10,000百万円、営業利益1,000百万円、請負売上比率60%を掲げている。請負への注力によって新事業領域の案件数拡大を図る他、外注などパートナー企業とのアライアンス、M&A（企業の合併・買収）を視野に目標達成につなげていく構えだ。M&Aは未知数だが、過去には11年と15年に買収した子会社2社がその後収益貢献し、19年2月期にいずれも過去最高益を達成した実績を有するだけに、成功体験に基づくノウハウが蓄積されているのは好材料**といえる。会社側はできる限り早期に中期目標を達成したいとし、期間については明らかにしていないが、モーニングスター（MS）では前期の利益成長を支えたPM・PLがより多くのキャリアを積む21年2月期には中期目標達成が視野に入る収益水準に達するとみている。

4月10日に19年2月期決算、20年2月期増配見通しや上限450百万円（同30万株）の自己株式取得を発表したこともあり、直後の株価はストップ高。その後も堅調に推移している。DCF（ディスカウント・キャッシュフロー）法を用いたMS予想株価レンジは1,100－1,300円。現値からは評価余地があるとみられる。投資判断は新規「Overweight」とする。

（有村　孝浩）

業績動向（4/17時点）

		売上高（百万円）	前年比（%）	営業利益（百万円）	前年比（%）	経常利益（百万円）	前年比（%）	純利益（百万円）	前年比（%）	EPS（円）
18年2月期	実績	8,223	3.9	586	18.7	588	17.6	425	22.3	52.1
19年2月期	実績	8,190	▲0.4	621	6.0	631	7.4	417	▲1.7	51.2
20年2月期	会社予想	8,196	0.1	630	1.4	642	1.6	460	10.1	56.3
	MS予想	8,196	0.1	630	1.4	642	1.6	460	10.1	56.3
21年2月期	MS予想	9,000	9.8	770	22.2	780	21.5	540	17.4	66.1

※17年9月1日付けで普通株式1株につき2株の割合での株式分割を実施、EPSは遡及修正

本資料は投資判断の参考としての情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。銘柄の選択、投資判断の最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本資料に掲載された意見は作成日における判断であり、予告なしに変更される場合があります。本資料に掲載された意見・データは、当社が信頼できると判断したデータ等により作成いたしましたが、その正確性、安全性等について保障するものではありません。著作権、知的所有権等一切の権利はモーニングスター株式会社並びにMorningstar,Incに帰属しますので、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

■ 会社概要

組込み開発（ソフトウエア、ハードウエアの設計開発）、アプリケーション開発、スマートデバイスアプリケーション開発、WEB・クラウド開発、マニュアル制作、品質評価などを手掛けるエンジニアリング事業を展開する。1983年に会社設立。黎明期からキヤノン＜7751＞との開発受託取引が始まり、次第にキヤノングループに取引が広がった。キヤノン側のニーズで同社は技術者派遣を主体に業容を拡大。画像処理技術や周辺技術に競争優位性が高まるにつれ、ソニー＜6758＞グループも顧客に加わった。2011年に富士通＜6702＞グループのシステムエンジニアリング業務などを担うコアードを、15年には車載システム開発や各種制御システム開発などに強みを持つアンドールシステムサポートをそれぞれ子会社化し、請負部門を強化。17年、ユビキタス（現・ユビキタスAIコーポレーション）＜3858＞からIoTプラットフォーム関連事業を譲受。自動運転、AI（ディープラーニング系人工知能）、IoT分野に強い受託開発型企業に変貌を遂げつつある。

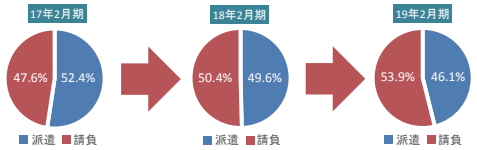
■ 事業環境と展望

NEDO（新エネルギー・産業技術総合開発機構）が17年7月に発表した「TSC Foresight」Vol.18によると、組込みソフトウェア関連製品の世界市場規模は、2014年が1兆1,352億円（うち車載向けが4,613億円）だったが、2030年には1兆9,903億円（同8,088億円）に達する見込み。

同社はキヤノングループとの長年の派遣・請負契約関係の中で画像処理技術とノウハウを積み上げてきた。ソフトウェア開発を行うプレーヤーは数多あるが、キヤノン機器製品で実装を伴う組込み開発を行うなど、こうした経験値を有するプレーヤーは限られてくる。事実、キヤノングループとの取引は同社の技術的信用を高めており、近年、車載・自動運転関連では日立＜6501＞グループの売上高が急速に伸びている。市場は長期にわたって成長するとみられ、同社の自動運転向け開発案件はますます高付加価値化していきそうだ。

ソーバルの主要顧客売上高構成比および派遣・請負構成比の推移

	17年2月期	18年2月期	19年2月期
連結売上高（百万円）	7,914	8,223	8,190
キヤノングループ	**52.2％**	**45.8％**	**39.0％**
（うちキヤノン機）	**(50.5％)**	**(44.0％)**	**(36.3％)**
ソニーグループ	12.7％	13.9％	16.6％
富士通グループ	8.5％	9.6％	8.4％
リクルートグループ	3.3％	3.4％	2.9％
日立グループ	**0.5％**	**1.7％**	**2.9％**
NTTグループ	2.8％	3.2％	2.8％
その他	20.0％	22.4％	27.4％



出所：会社資料を基にモーニングスター作成

ソーバルの技術力を核とする製品開発領域

出所：会社資料より

リスク要因

IT業界におけるエンジニア人材は慢性的な不足傾向にある中、同社は新卒採用を主軸とした人材確保・育成に注力しているが、必要な人材を適切に確保・育成できない場合は、業績・財務に影響を与える可能性がある。

同社では採用難を踏まえ、今後は外国人エンジニアの採用など多様な人材を雇用する方針。IT業界の離職率が一般に10－15％とされる中、同社の離職率は8％程度。チームワークで開発案件を推進する業務形態も離職率の低さにつながっているとみられる。請負を主体とする子会社ではほぼ離職者が発生しておらず、請負への構造転換は人材活用の面でもプラスに働きそうだ。

株主還元（4/17時点）

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
18年2月期	実績	12円	12.5円	24.5円
19年2月期	実績	13円	14円	27円
20年2月期	会社予想	15円	15円	30円

※17年9月1日付けで普通株式1株につき2株の割合での株式分割を実施、配当額は遡及修正

■ 株主優待

毎年8月31日現在の株主名簿に記載された100株以上保有する株主が対象

・100～999株……500円相当のQUOカード
・1,000株以上……2,000円相当のQUOカード

本資料は投資判断の参考としての情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。銘柄の選択、投資判断の最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本資料に掲載された意見は作成日における判断であり、予告なしに変更される場合があります。本資料に掲載された意見・データは、当社が信頼できると判断したデータ等により作成いたしましたが、その正確性、安全性等について保障するものではありません。著作権、知的所有権等一切の権利はモーニングスター株式会社並びにMorningstar,Incに帰属しますので、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

競合他社比較（赤太字は競合他社に比べ優位な数値）（4/17時点）

		ソーバル（2186・JASDAQ）	システム情報（3677・東1）	アドソル日進（3837・東1）
基本事項	株価	1,050円	1,749円	1,686円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	105,000円	174,900円	168,600円
	決算月	2月	9月	3月
株価指標	PER（予）	**18.6倍**	28.4倍	23.6倍
	PBR（実）	**2.7倍**	6.9倍	4.5倍
	配当利回り（予）	**2.9%**	—	1.5%
成長性	売上高成長率（予）	0.1%	5.8%	**10.5%**
	営業利益成長率（予）	1.4%	6.2%	**20.2%**
	EPS成長率（予）	10.1%	3.7%	**16.6%**
収益性	売上高営業利益率（予）	7.7%	**9.8%**	8.2%
	自己資本当期純利益率（実）	13.4%	**26.5%**	17.2%
	総資産経常利益率（実）	15.4%	**23.4%**	14.5%
財務安定性	自己資本比率（実）	**77.5%**	63.5%	55.0%
	デット・エクイティ・レシオ（実）	**0.0%**	9.9%	7.4%
	流動比率（実）	**462.4%**	228.3%	261.1%

車載系のシステム開発や受託システム開発などで事業領域の近しいシステム情報（3677）、アドソル日進（3837）を比較対象とした。

■ 成長性

20年2月期連結業績成長見通しは、売上高0.1％増、営業利益1.4％増、EPS10.1％増となっている。競合他社に比べ小幅な伸びにとどまるが、これは現状、派遣主体から請負主体へと事業構造を転換させる経営戦略の過渡期を迎えているため。中期的には1人当たり売上が高まりやすい請負売上比率が引き上がることで、売上・利益の伸びが拡大していくとみられる。

比較対象企業では、社会インフラ事業、先進インダストリー事業が当初の想定を上回ったことから19年3月期業績予想を上方修正したアドソル日進の成長性が高い。

■ 収益性

20年2月期営業利益率は前期比0.1ポイント増の7.7％となる見通し。17年2月期以降、請負売上比率が引き上がるにつれ営業利益率が高まる傾向にある。ROE（自己資本当期純利益率）、ROA（総資産経常利益率）は、いずれも2ケタ台と高水準。

■ 財務安定性

3社とも財務面で問題はないが、同社の財務安定性が際立つ。デット・エクイティ・レシオ（D/Eレシオ）はゼロで実質無借金経営。同社はM&Aを経営の重要課題の1つと位置づけており、借入の活用も否定しないが、先端技術を持ちながらも財務内容に問題を抱えるようなエンジニアリング企業を買収するケースも視野に入れており、自己資本の厚いバランスシートはより強みとなる。

モーニングスター株式会社
株式分析部 アナリスト　有村　孝浩
03-6229-0810　tarimura@morningstar.co.jp

本資料は投資判断の参考としての情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。銘柄の選択、投資判断の最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本資料に掲載された意見は作成日における判断であり、予告なしに変更される場合があります。本資料に掲載された意見・データは、当社が信頼できると判断したデータ等により作成いたしましたが、その正確性、安全性等について保障するものではありません。著作権、知的所有権等一切の権利はモーニングスター株式会社並びに Morningstar,Inc に帰属しますので、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートの読み方

特　徴

(1) 第三者機関として中立的な立場を重視

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートは、モーニングスターが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。モーニングスターがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

(2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50 億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

(3) 3 段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、モーニングスターの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に 3 段階（最上位から「Overweight 」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

Overweight（オーバーウエート）
今後、半年間の株価推移が現値水準を 15%以上上回ると予測される場合

Neutral（ニュートラル）
今後、半年間の株価推移が現値水準のー 15%～＋ 15%にとどまると予測される場合

Underweight（アンダーウエート）
今後、半年間の株価推移が現値水準を 15%以上下回ると予測される場合

モーニングスターでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

(4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

項目説明

■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに 2 ～ 4 つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

■ 業績動向

通期決算の実績 2 期分と会社予想、およびモーニングスターの独自予想を今期、来期の 2 期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS 成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債 / 自己資本× 100）、流動比率（＝流動資産 / 流動負債× 100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。

本資料は投資判断の参考としての情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。銘柄の選択、投資判断の最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本資料に掲載された意見は作成日における判断であり、予告なしに変更される場合があります。本資料に掲載された意見・データは、当社が信頼できると判断したデータ等により作成いたしましたが、その正確性、安全性等について保障するものではありません。著作権、知的所有権等一切の権利はモーニングスター株式会社並びに Morningstar.Inc に帰属しますので、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。