

画像処理、組込系システム開発に強み

投資判断 (10/4)

## ソーバル (2186・JASDAQ)

Overweight → Neutral

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
1,102円 (10/4)	100株	90.0億円 (10/4)	1,475円 (19/7/22)	791円 (19/3/25)	19.6倍 (10/4)

## 請負比率上昇で早期年商100億円達成を射程に

## ■請負比率上昇により、2Q累計大幅営業増益

20年2月期2Q累計(19年3-8月)の連結業績は、売上高4,157百万円(前年同期比2.8%増)、営業利益363百万円(同28.3%増)の大幅営業増益。計画を上布れて着地した。請負売上比率が58.5%(前期末比4.6ポイント増)にまで引き上がり事業構造転換が一段と加速したことが大幅増益の主因。同社の案件は派遣と請負から成るが、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。このため、同社は近年、請負比率の上昇を目指し事業構造の転換に力を入れている。

顧客別では、筆頭顧客の「キャノングループ」への売上構成比が前期末比5.2ポイント減少した半面、「富士通グループ」は子会社の請負案件が伸び同3.1ポイント増加した(2P図参照)。

## ■マニュアル作成など複合請負案件増加

20年2月期連結業績について、会社側は前期比0.1%増収、同1.4%営業増益の期初計画を据え置いている。今期はグループ全体で53名の新卒者を採用。このほか、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固めを行っている。こうした経営方針から、計画は販管費を厚めに見積もったものになっているとみられるが、請負比率が伸びた第2四半期累計の営業利益率は8.7%に上り、通期計画の7.7%を上回って推移するなど、高採算化が進んでいる。また、請負案件においては、デジタル製品に付属するユーザーマニュアル制作などで培ったマニュアル制作ノウハウにも引き合いが増え、既存顧客を中心にアプリ開発などとともマニュアル制作を受注する複合案件も出てきている。

現状、請負案件は内製で対応しているが、案件が増えればパートナーを活用する。外注費はかさむが増収効果を伴い、



利益率は上昇する見込み。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。

さらにカギを握るのが、請負の内製プロジェクトやパートナー管理を担う人材の育成。複数の請負案件を推進するプロジェクトリーダー(PL)、請負事業全般を管理するプロジェクトマネージャー(PM)への登用が増えれば業績成長が加速する。

モーニングスター(MS)では、20年2月期については利益面で上布れ余地があるものの、事業構造転換の過渡期にあることから売上成長率は会社計画に近い水準で着地するとみている。ただ、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、会社側が中期目標として掲げている、売上高10,000百万円、営業利益1,000百万円、請負売上比率60%の業績水準に到達するとの従来の見方は維持する。

前回のMS想定株価レンジ1,100-1,300円を達成したことから投資判断は「Overweight」から「Neutral」に変更し、想定株価レンジを据え置きとするが、請負の複合案件の取り込みなどによる増収率拡大、一段の高採算化により中期目標達成ペースが加速すれば、株価は新たな水準を試すとみられる。(有村 孝浩)

## 業績動向 (10/4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	8,200	0.1	655	5.4	665	5.4	475	13.9	58.2
21年2月期 MS 予想	9,000	9.8	770	17.6	780	17.3	540	13.7	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。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

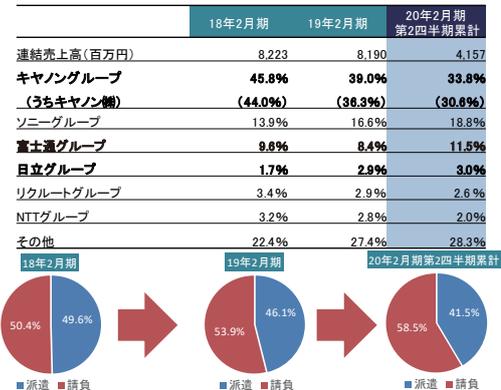
組込み開発（ソフトウェア、ハードウェアの設計開発）、アプリケーション開発、スマートデバイスアプリケーション開発、WEB・クラウド開発、マニュアル制作、品質評価などを手掛けるエンジニアリング事業を展開する。1983年に会社設立。黎明期からキヤノン<7751>との開発受託取引が始まり、次第にキヤノングループに取引が広がった。キヤノン側のニーズで同社は技術者派遣を主体に業容を拡大。画像処理技術や周辺技術に競争優位性が高まるにつれ、ソニー<6758>グループも顧客に加わった。2011年に富士通<6702>グループのシステムエンジニアリング業務などを担うコアードを、15年には車載システム開発や各種制御シ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イヤーは数多あるが、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イ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>グループやトヨタ自動車<7203>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



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 (10/4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

## 競争他社比較 (赤太字は競争他社に比べ優位な数値) (10/4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	1,102円	600円	2,275円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	110,200円	60,000円	227,500円
	決算月	2月	9月	3月
株価指標	PER(予)	19.6倍	<b>15.4倍</b>	29.5倍
	PBR(実)	<b>2.8倍</b>	4.7倍	5.3倍
	配当利回り(予)	<b>2.7%</b>	—	1.2%
成長性	売上高成長率(予)	0.1%	<b>10.7%</b>	3.3%
	営業利益成長率(予)	1.4%	<b>35.5%</b>	8.7%
	EPS成長率(予)	10.1%	<b>30.7%</b>	1.6%
収益性	売上高営業利益率(予)	7.7%	<b>12.0%</b>	8.7%
	自己資本当期純利益率(実)	13.4%	<b>26.5%</b>	18.9%
	総資産経常利益率(実)	15.4%	<b>23.4%</b>	15.8%
財務安定性	自己資本比率(実)	<b>77.5%</b>	63.5%	58.7%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	<b>0.0%</b>	9.9%	4.4%
	流動比率(実)	<b>462.4%</b>	228.3%	254.8%

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。競争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、生損保・メガバンク・小売関連大手によるシステム構築・更改案件の増加や、AI関連の複数案件獲得を主因に19年9月期業績予想を上方修正したシステム情報の成長性が高い。

## ■ 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。また、20年2月期2Q累計では8.7%の営業利益率を上げており、期初計画を上回る公算が大きい。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、実質無借金経営である同社の財務安定性が際立つ。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では、自己資本の厚いバランスシートはプラスに働く。

# 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-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。