

画像処理、組込系システム開発に強み

投資判断 (4/16)

ソーバル (2186・JASDAQ)

Neutral → Overweight

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
920円 (4/16)	100株	75.1億円 (4/16)	1,414円 (20/1/22)	708円 (20/3/13)	16.3倍 (4/16)

請負比率8割に引き上げ年商100億円目指す

■事業構造転換進み、20年2月期増収営業増益を確保

20年2月期の連結業績は、売上高8,344百万円（前年同期比1.9%増）、営業利益633百万円（同2.0%増）となり、増収増益を確保した。請負売上比率が59.5%（前期末比5.6ポイント増）にまで上昇し事業構造転換が加速したことが増収につながった。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7.4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2.3ポイント増加した(2P図参照)。利益面では、不採算案件が抑制された一方、従業員賞与を増額した影響から前期営業利益率は前期比横ばいの7.6%で着地した。

■請負比率80%目標に引き上げ、高収益化を加速

会社側の21年2月期連結業績予想は、前期比0.1%増収、同1.0%営業増益としている。既存顧客を中心とした自動運転分野など新技術領域における取引件数の拡大のほか、顧客開拓ではマニュアル制作分野、臨床試験（治験）における統計解析分野や品質評価分野の新規案件獲得を目指す構え。計画はこれまでの案件実績の延長上で期待される継続契約、アップセル・クロスセルなど案件単価増などを主体に設計しているものとみられる。また、キャノンなど元々電子機器メーカーとの取引が多かったが、近年は官公庁向けの業務システム開発を手掛け公共インフラ系にも強い富士通との取引が伸びている。事業ポートフォリオの分散が進んだことで、業績が下ブレしにくい経営体質になりつつある。新型コロナウイルスの感染が一段と深刻化すれば、計画下ブレも想定されるが、モーニングスター（MS）では現時点で同社の経営体質などを鑑み、21年2月期予想については会社計画を踏襲する。

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。同社は前期を事業構造の転換期と位置付け、当面の目標だった請負比率60%をほぼ達成。このため、次目標として請負比率を80%に引き上げた。一方、3月に中期目標として掲げていた売上高10,000百万円、営業利益1,000百万円を権利行使条件とする株式報酬型ストック・オプション（新株予約権）を発行した。請負比率80%は中期目標達成のテコとして機能するとみられる。同社は例年、新卒者らを50～70名採用しているが、エンジニア業界の人材流動化の影響を受け、ここ数年の従業員数は減少傾向。半面、取引社数は増加傾向にある。請負案件を推進するプロジェクトリーダー（PL）の多くが複数案件を受け持ち、大型案件を担うPLが増え、取引社数の拡大につながった。PL層が底上げされ、請負事業全般を管理するプロジェクトマネージャー（PM）への登用者も増えそうだ。

MS想定株価レンジは1,000～1,400円（前回レンジは1,100～1,300円）。フシ目の下限は年初来高安の半値戻し水準近辺。また上限は年初来高値1,414円だが、同社中期目標が最速22年2月期で達成となる強気シナリオを前提にMSがDCF（ディスカウント・キャッシュフロー）法で算定した想定株価とも同水準だ。現値とレンジ中央値は30%近い上値余地がある。投資判断は「Neutral」から「Overweight」に引き上げる。

(有村 孝浩)

業績動向 (4/16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)
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	実績	8,344	1.9	633	2.0	645	2.2	436	4.4	55.0
21年2月期	会社予想	8,354	0.1	640	1.0	649	0.5	443	1.6	56.3
	MS予想	8,354	0.1	640	1.0	649	0.5	443	1.6	56.3
22年2月期	MS予想	8,800	5.3	705	10.2	715	10.2	475	7.2	58.2

■ 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。黎明期からキャノン<7751>との開発受託取引が始まり、次第にキャノングループに取引が広がった。キャ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。

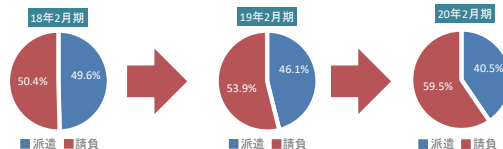
■ 事業環境と展望

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」セミナー（第1回）資料によると、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。

同社はキャ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、キャ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、キャ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

	18年2月期	19年2月期	20年2月期
連結売上高(百万円)	8,223	8,190	8,344
キャノングループ	45.8%	39.0%	31.6%
（うちキャノン側）	(44.0%)	(38.3%)	(28.2%)
ソニーグループ	13.9%	16.6%	20.0%
富士通グループ	9.6%	8.4%	10.7%
日立グループ	1.7%	2.9%	3.0%
リクルートグループ	3.4%	2.9%	2.6%
NTTグループ	3.2%	2.8%	2.3%
その他	22.4%	27.4%	29.8%



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、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。

このほか、足元では新型コロナウイルス感染拡大を受けた緊急事態宣言に即応し、グループ全従業員の7割強およそ700名強をリモートワークにシフト。先進的な感染症リスク対策を行った。

株主還元 (4/16時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
19年2月期	実績	13円	14円	27円
20年2月期	実績	15円	15円	30円
21年2月期	会社予想	16円	16円	32円

■ 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

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (4/16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	920円	2,462円
	投資単位	100株	100株
	最低投資金額	92,000円	246,200円
	決算月	2月	3月
株価指標	PER(予)	16.3倍	28.7倍
	PBR(実)	2.3倍	5.7倍
	配当利回り(予)	3.5%	1.3%
成長性	売上高成長率(予)	0.1%	8.7%
	営業利益成長率(予)	1.1%	18.6%
	EPS成長率(予)	2.4%	13.0%
収益性	売上高営業利益率(予)	7.7%	9.1%
	自己資本当期純利益率(実)	13.8%	18.9%
	総資産経常利益率(実)	15.2%	15.8%
財務安定性	自己資本比率(実)	71.4%	58.7%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.0%	4.4%
	流動比率(実)	339.7%	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

21年2月期連結業績成長見通しは、売上高が前期比0.1%増、営業利益が同1.0%増、EPSが同1.6%増となっている。継続的な経営テーマである高収益の請負売上比率は20年2月期で59.5%（前期末比5.6ポイント増）にまで引き上がり、収益成長力は高まっているが、例年売上高を堅く見積る傾向があり、保守的な見通しになっているとみられる。競合他社に比べ小幅な伸びにとどまるが、システム情報は20年9月期の期初予想据え置き、またアドソル日進は増収効果と不採算プロジェクトの抑制が奏功し3月に20年3月期見通しを上方修正したが、いずれも新型コロナの影響を含んでいない点については留意する必要がある。

■ 収益性

21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ったが、20年2月期は従業員賞与の増額を行った影響から営業利益率は横ばいにとどまった。当該期は中期目標の達成に向けて人材投資をより積極的に展開するため保守的な見通しだとみられる。中期目標としては売上高10,000百万円、営業利益1,000百万円（営業利益率10%）を掲げ、これをストック・オプションの権利行使条件としていることから、高収益の請負売上比率の向上とともに営業利益率は期初計画を上ブレる公算が大きい。

一方、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ケタ台と高水準にある。

■ 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。

モーニングスター株式会社
株式分析部 アナリスト 有村 孝浩
03-6229-0078 tarimura@morningstar.co.jp

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%以下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。