

画像処理、組込系システム開発に強み

投資判断(10/21)

## 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)
960円 (10/21)	100株	78.4億円 (10/21)	1,414円 (20/1/22)	708円 (20/3/13)	31.5倍 (10/21)

## 派遣からの配置転換加速で請負比率8割へ

## ■21年2月期2Q累計営業利益は計画上ブレ

21年2月期2Q累計(20年3-8月)の連結業績は、売上高3,645百万円(前年同期比12.3%減)、営業利益142百万円(同60.7%減)となった。主要顧客である「キヤノングループ」において休業が発生し、複数の派遣契約が終了した影響で、派遣売上比率は31.8%(前期末比9.7ポイント減)にまで低下したことが響いた。売上高がほぼ計画通りだった一方、営業利益は大幅に上ブレ着地。テレワークが想定以上に高稼働となったほか、不要不急の経費選別などが奏功した。なお、会社側は新型コロナ感染拡大の影響により、6月に期初段階での業績予想をいったん取り下げ、7月に実質的な下方修正を行っている。

## ■派遣エンジニアを配置転換、請負比率向上図る

会社側の21年2月期連結業績予想は、別表の通りとなっている。キヤノングループの方針変更で下期継続予定だった派遣契約が終了することなどを織り込み、7.7%減収となるほか、人件費などが重しとなり営業利益は7割弱の減益。ただ、雇用調整助成金を受給することで経常利益、純利益は4割前後の減益にとどまる見通しだ。

元々同社はキヤノングループ売上が中長期で減少していくことを経営課題として捉えていた。エンジニアを派遣し、そのサービス対価を得る「派遣」は、単価増、もしくは案件増に伴う人員増が売上成長の道となる。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、近年は請負売上比率の向上を目指す経営戦略をとっている。キヤノングループの派遣契約終了の反作用で2Q累計の請負売上比率は68.2%(前期末比9.7ポイント増)にまで引き上がったが、業績成長路線に回帰するには既存顧客との取引拡大と新規顧客による請負案件の獲得が必要。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などが有望視される。



一部派遣契約の終了で不稼働となる派遣エンジニアを配置転換し、OJT指導を交えながら、請負案件対応を強化。一方、総合的に高いスキルをもつエンジニアは新規顧客開拓など難度の高い業務に起用した。下期以降はこうした配置転換をさらに加速。請負売上比率を70-80%に高めていく構えだ。新型コロナの影響で雇用情勢に不透明感が残る中、同社は従業員の解雇を行っていない。安心して働ける環境を提供していることも請負強化につながるとみられる。

同社は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)を発行しており、モーニングスターでは中期目標達成は最速で22年2月期になると想定し、前回4月16日付レポートで適正株価レンジを1,000-1,400円とした。コロナの影響で中期目標達成が後ズレする可能性が高いことから、今回想定株価レンジを900-1,100円に修正した。投資判断は「Overweight」から「Neutral」に変更する。レンジ中央値は年初来高安の半値戻し水準で、利回り3%台も下支えしそうだ。派遣契約終了による減収インパクトは小さくないが、請負売上比率を高める好機でもあり、案件の高採算化によって22年2月期以降の営業利益率の改善ペースが加速し、中期目標達成に近づくと思われる。

(有村 孝浩)

## 業績動向 (10/21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	7,700	▲7.7	200	▲68.4	400	▲38.1	240	▲45.0	30.5
MS 予想	7,700	▲7.7	200	▲68.4	400	▲38.1	240	▲45.0	30.5
22年2月期 MS 予想	8,350	8.4	668	234.0	670	67.5	450	87.5	55.1

■ 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。

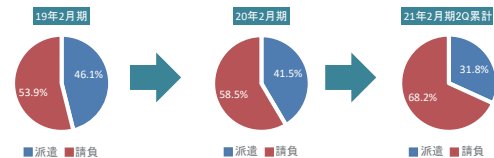
■ 事業環境と展望

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」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

	19年2月期	20年2月期	21年2月期2Q累計
連結売上高(百万円)	8,190	8,344	3,645
ソニーグループ	16.6%	20.0%	25.2%
キヤノングループ (うちキヤノン株)	39.0% (36.3%)	31.6% (28.2%)	18.3% (14.4%)
富士通グループ	8.4%	10.7%	11.9%
リクルートグループ	2.9%	2.6%	4.4%
日立グループ	2.9%	3.0%	4.0%
NTTグループ	2.8%	2.3%	3.5%
その他	27.4%	29.8%	32.7%



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。

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 (10/21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) (10/21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	960円	1,313円	2,679円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	96,000円	131,300円	267,900円
	決算月	2月	9月	3月
株価指標	PER(予)	31.5倍	30.7倍	<b>29.9倍</b>
	PBR(実)	<b>2.4倍</b>	9.4倍	5.6倍
	配当利回り(予)	<b>3.3%</b>	1.1%	1.2%
成長性	売上高成長率(予)	▲7.7%	<b>8.0%</b>	1.4%
	営業利益成長率(予)	▲68.4%	<b>8.6%</b>	0.6%
	EPS成長率(予)	▲44.5%	<b>10.3%</b>	▲0.3%
収益性	売上高営業利益率(予)	2.6%	<b>11.1%</b>	9.0%
	自己資本当期純利益率(実)	13.8%	<b>29.3%</b>	19.8%
	総資産経常利益率(実)	15.2%	<b>27.8%</b>	17.3%
財務安定性	自己資本比率(実)	<b>71.4%</b>	64.0%	58.3%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	<b>0.0%</b>	9.1%	3.8%
	流動比率(実)	<b>339.7%</b>	229.2%	229.1%

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月期連結業績予想は、売上高が前期比7.7%減、営業利益が同68.4%減、EPSが同44.5%減となっている。継続的な経営テーマである高収益の請負売上比率は21年2月期2Q累計で68.2%(前期末比9.7ポイント増)にまで上昇したが、新型コロナ感染拡大の影響の影響で派遣契約が一部終了し、派遣売上比率が大きく減少した反動増の面がある。下期は請負案件獲得に注力する体制で、計画上ブレが期待される。

競合他社では、テレワークの普及などニューノーマルを見据えた開発環境の強化・整備を行うとするアドソル日進が当初の想定通り21年3月期は小幅な増収・営業増益にとどまる見通しとなっている。

## ■ 収益性

21年2月期営業利益率は前期比5.0ポイント低下の2.6%となる見通し。17年2月期以降、請負売上比率が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。21年2月期は新型コロナの影響を受けた主要顧客からの派遣契約終了が発生し、通期業績予想を引き下げたことから、人件費負担などが利益率下押し要因となる。ただ、従業員は解雇せず、高採算の請負契約拡大のための配置転換で対応。期を追うごとに中期目標である売上高10,000百万円、営業利益1,000百万円(営業利益率10%)に近づき、収益性改善が進みそうだ。

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。