

画像処理、組込系システム開発に強み

投資判断 (4/13)

ソニー (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)
980円 (4/13)	100株	80.0億円 (4/13)	991円 (21/4/13)	900円 (21/1/5)	20.5倍 (4/13)

主要顧客に変化、請負シフト一段と加速

■21年2月期は利益計画上ブレで着地

21年2月期の連結業績は、売上高7,531百万円（前期比9.7%減）、営業利益251百万円（同60.3%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、派遣契約が大幅に減少した影響で、派遣売上比率は27.2%（前期末比13.3ポイント減）にまで低下したことが響いた。修正計画に対する達成率は、売上高が2.2%の未達となった一方、営業利益は25.9%の超過で着地した。キヤノングループの売上が大幅に落ち込んだものの、ソニーグループをはじめとした主要顧客の売上が堅調に推移したことで、1ヶタ減収にとどめた。損益面では、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面もあったが、減収の影響のほか、感染防止対策への投資が営業利益を圧迫した。経常利益、純利益は雇用調整助成金を受給した影響で減益幅は営業利益に比べ小さかった。

■主要顧客別売上構成比でソニーが首位に

21年2月期における主要顧客別売上構成比は、長らく首位だったキヤノングループが2位に後退、代わってソニーグループが首位となった。元々同社はキヤノングループ売上が派遣契約を中心に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り、主要顧客の分散化、顧客基盤の強化を図ってきた。前期はコロナ禍の経済環境の悪化もあり、キヤノングループの落ち込みが顕著となったが、注力してきた新規開拓が開花し、キヤノングループを除く主要顧客がすべて増収となり構成比も上昇。その他も含め、顧客基盤の底上げが進んだ（右図参照）。

会社側の22年2月期連結業績予想は、売上高8,100百万



円（前期比7.5%増）、営業利益580百万円（同23倍）と増収・大幅営業増益となっている。キヤノングループとの長年の関係によって培われた画像処理、組込みシステム開発などの技術が評価され、ディープラーニング系AI（人工知能）、自動運転領域などで案件実績を積んだ結果、近年はソニーグループやトヨタグループなどの売上が急速に伸びている。

加えて、08年のリーマンショック後で採用者数を絞っていた時期に採った精鋭のエンジニアが複数の請負案件を推進する中核的なプロジェクトリーダー（PL）に育ち、請負売上増に貢献している。モーニングスター（MS）では、22年2月期はキヤノングループの売上が減少する半面で、他の主要顧客の売上が伸び、会社予想と同程度の増収を確保するとみているが、営業利益についてはやや保守的な印象で、キヤノングループの派遣（人員）の多くが他の請負案件にシフトすると想定されることから、会社計画を若干上ブレると考えている。

年明けからの株価はジャスダック市場の軟調にツれて下げる局面もあったが、足元は持ち直しつつある。MS想定株価レンジは1,000－1,250円（前回は900－1,100円）。レンジ上限はMS予想22年2月期EPSに業界予想PER24倍台を乗じた水準。投資判断は「Neutral」から「Overweight」に引き上げる。

（有村 孝浩）

業績動向 (4/13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)
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 実績	7,531	▲9.7	251	▲60.3	557	▲13.7	378	▲13.2	48.1
22年2月期 会社予想	8,100	7.5	580	2.3倍	600	7.6	376	▲0.7	47.8
MS 予想	8,100	7.5	615	2.5倍	625	12.2	400	5.8	50.8
23年2月期 MS 予想	8,350	3.1	668	8.6	670	7.2	450	12.5	57.2

■ 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、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。

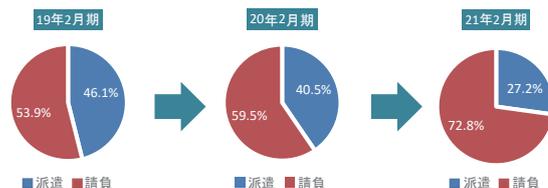
同社はキヤノングループとの長年の派遣・請負契約関係の中で画像処理技術とノウハウを積み上げてきた。ソフトウェア開発を行うプレイヤーは数多くいるが、キヤノン機器製品で実装を伴う組込み開発を行うなど、こうした経験値を有するプレイヤーは限られてくる。事実、キヤノングループとの取引は同社の技術的信用を高めており、近年、車載・自動運転関連では日立<6501>グループやトヨタ自動車<7203>グループの売上高が急速に伸びている。市場は長期にわたって成長するとみられ、同社の自動運転向け開発案件はますます高付加価値化していきそうだ。

なお、同社は初の試みとして、4月14日に21年2月期決算説明会をYouTubeライブで行う。会社設立40周年を機に、新規株主獲得に取り組む。

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
連結売上高(百万円)	8,190	8,344	7,531
ソニーグループ	16.6%	20.0%	28.5%
キヤノングループ	39.0%	31.6%	13.4%
富士通グループ	8.4%	10.7%	12.4%
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%	4.1%
トヨタグループ	0.6%	1.7%	3.5%
NTTグループ	2.8%	2.3%	3.5%
その他	26.8%	28.1%	30.8%

	19年2月期	20年2月期	21年2月期
派遣	46.1%	40.5%	27.2%
請負	53.9%	59.5%	72.8%



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



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、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、全従業員の7割強が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 (4/13時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
20年2月期	実績	15円	15円	30円
21年2月期	実績	16円	16円	32円
22年2月期	会社予想	16円	17円	33円

* 22年2月期期末配当および年間配当予想は会社設立40周年記念配当1円を含む

■ 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) (4/13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	980円	2,948円
	投資単位	100株	100株
	最低投資金額	98,000円	105,300円
	決算月	2月	9月
株価指標	PER(予)	20.5倍	23.7倍
	PBR(実)	2.4倍	6.1倍
	配当利回り(予)	3.4%	—
成長性	売上高成長率(予)	7.6%	1.8%
	営業利益成長率(予)	131.1%	4.1%
	EPS成長率(予)	▲0.7%	2.5%
収益性	売上高営業利益率(予)	7.2%	11.9%
	自己資本当期純利益率(実)	12.0%	27.8%
	総資産経常利益率(実)	12.9%	27.3%
財務安定性	自己資本比率(実)	75.2%	67.7%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.0%	5.8%
	流動比率(実)	392.6%	269.5%

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

22年2月期連結業績予想は、売上高が前期比7.5%増、営業利益が同2.3倍とともに競合と比べ優位な数値となっている。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月期で72.8%（前期末比13.3ポイント増）にまで上昇したが、新型コロナウイルス感染拡大の影響で派遣契約が大幅に減少し、派遣売上比率が大きく下がった反動増の面がある。22年2月期は増収を伴う形で70%台を維持するものとみられる。一方、営業利益は前期の投じた感染防止対策の費用負担が減少することなどにより大幅増益に転じる模様だ。

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

22年2月期営業利益率は前期比3.8ポイント上昇の7.2%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。21年2月期は減収に加え、テレワーク体制整備など感染防止対策投資などを行ったことから、利益率を大きく押し下げた。22年2月期は感染防止対策のコスト減少が見込まれ、利益改善する見通し。コロナ禍においても、従業員を解雇せず、高採算の請負契約拡大のための配置転換で対応してきた。期を追うごとに中期目標でありストック・オプション権利行使条件でもある売上高10,000百万円、営業利益1,000百万円（営業利益率10%）に近づき、収益性改善が進んでいきそうだ。

■ 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。