

画像処理、組込系システム開発に強み

投資判断 (10/5)

ソーバル (2186・東証スタンダード)

Overweight 継続

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
1,013円 (10/5)	100株	82.7億円 (10/5)	1,477円 (22/1/19)	945円 (22/3/9)	11.9倍 (10/5)

高利益案件に特化、M&A加速で成長堅持

■社内リソース活用で想定以上に利益率が向上

23年2月期第2四半期累計(22年3-8月)の連結業績は、売上高4,200百万円(前年同期比4.3%増)、営業利益454百万円(同56.3%増)の増収・大幅営業増益となり、営業利益は従来計画の290百万円を大きく上回った。主要顧客である大手製造業各社による研究開発投資が旺盛で、WEB/アプリケーションおよび業務系システム開発分野における顧客ニーズも引き続き底堅く推移。期初に想定していた一括受託案件の受注には至らなかったが、代わりに受注した案件について、社内リソースを活用したことから想定以上にコストが抑えられ、稼働率の向上につながった。顧客別の売上構成比は、ソニーグループ(6758)が31.1%(前期は31.0%)と高い水準をキープする一方、富士通(6702)が13.5%(同11.7%)、キヤノン(7751)グループが8.7%(同7.7%)などと続き、その他が33.5%(同31.6%)と高まるなど新規、既存取引先ともに順調に増え、特定の取引先に依存しないように分散が進んでいる。また、エンジニアを派遣する「派遣」よりも、エンジニアを社内に擁したうえで受託開発案件を持ち込むことで案件の高額化や追加受注の発生により1人当たり売上高や収益性が高まりやすい「請負」の売上比率は、74.9%(前期は74.2%)となった。

■AIを成長の柱としていく構想も変わらず

22年6月、開発中の試作品の評価・検証や生産前の製品の品質評価をする「品質評価」サービス事業に属する権利義務をデジタルハーツホールディングス(3676)の子会社であるAGESTへ会社分割により承継させると発表した。この影響で、第2四半期累計の決算発表と同時に通期の連結業績予想を修正。売上高を8,420百万円から8,000百万円(前期比2.0%減)に引き下げたが、営業利益は630百万円(同4.4%増)を据え置き、事業分離における移転利益を特別利益として計上したことで、純利益を420百万円から670百万円(同49.8%増)に引き上げた。



下期は研修制度の充実、在宅勤務手当の新設など人材への投資を強化するが、上期の利益率が想定以上となったこともあり、売上高を下方修正したうえで投資を強化しても、利益は従来計画を達成できる見通しとなっている。また、最近の業界全体の傾向としてはIT人材不足が深刻であり、ある程度は高利益率の案件を優先することができるのも強みとなる。

一方、品質評価サービス事業の売上高は22年2月期実績で926百万円とソーバルにとって決して小さくなく、今回の業績予想の修正に伴い、21年12月に開示した27年2月期を最終年度とした中期経営計画については見直しを検討中だが、今後、M&A(企業の合併・買収)を加速させるなどして同事業の承継により減収となる分を早期のうちに回復させる予定で、AI(人工知能)プロジェクト売上を成長の柱としていく構想に変わりはない。今回の承継は「選択と集中」により中期経営計画の実現にまい進するという基本路線が強化されたといえ、ウエルスアドバイザー(WA)でも中計に向けた取り組みが着実に進んでいるとの見方を継続する。想定株価レンジは1,200-1,400円を据え置く。WA予想24年2月期EPS69.5円に業界平均予想PER19倍程度を乗じた水準とも重なる。投資判断は「Overweight」継続とする。(宮川 子平)

業績動向 (10/5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)
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	実績	8,163	8.4	603	2.4倍	637	14.4	447	18.1	56.8
23年2月期	会社予想	8,000	▲2.0	630	4.4	640	0.3	670	49.8	85.2
	WA予想	8,000	▲2.0	710	17.7	715	12.2	670	49.8	85.2
24年2月期	WA予想	8,700	8.7	750	5.6	780	9.1	547	▲18.4	69.5

■ 会社概要

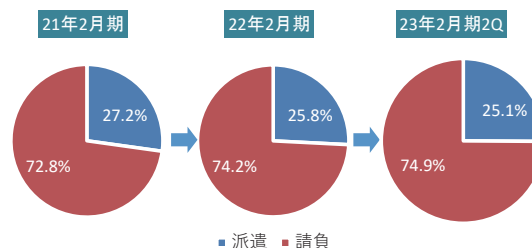
組込み開発（ソフトウェア、ハードウェアの設計開発）、アプリケーション開発、スマートデバイスアプリケーション開発、WEB・クラウド開発、マニュアル制作、品質評価などを手掛けるエンジニアリング事業を展開する。1983年に会社設立。黎明期からキャノン（7751）との開発受託取引が始まり、次第にキャノングループに取引が広がった。キャノン側のニーズで同社は技術者派遣を主体に業容を拡大。画像処理技術や周辺技術に競争優位性が高まるにつれ、ソニー（6758）グループも顧客に加わった。2011年に富士通（6702）グループのシステムエンジニアリング業務などを担うコアードを、15年には車載システム開発や各種制御シ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

	21年2月期	22年2月期	23年2月期2Q
連結売上高(百万円)	7,531	8,163	4,200
ソニーグループ	28.5%	31.0%	31.1%
富士通グループ	12.4%	11.7%	13.5%
キャノングループ	13.4%	7.7%	8.7%
リクルートグループ	4.4%	4.4%	4.7%
日立グループ	4.1%	3.5%	3.7%
トヨタグループ	3.5%	3.2%	2.7%
首都圏高速道路技術センター	0.2%	0.2%	2.1%
その他	26.2%	31.6%	33.5%



出所: 会社資料を基にウエルスアドバイザー作成

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、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75%程度がテレワークにシフト。先進的な感染症リスク対策を行った。

株主還元 (10/5時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
21年2月期	実績	16円	16円	32円
22年2月期	実績	16円	17円	33円
23年2月期	会社予想	16.5円	16.5円	33円

※ 22年2月期期末配当および年間配当は会社設立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) (10/5時点)

		ソーバル (2186・東証スタンダード)	システム情報 (3677・東証プライム)	アドソル日進 (3837・東証プライム)
基本事項	株価	1,013円	935円	1,485円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	101,300円	93,500円	148,500円
	決算月	2月	9月	3月
株価指標	PER(予)	11.9倍	19.5倍	17.5倍
	PBR(実)	2.3倍	4.5倍	2.4倍
	配当利回り(予)	3.3%	1.8%	2.5%
成長性	売上高成長率(予)	▲2.0%	3.0%	4.5%
	営業利益成長率(予)	4.4%	0.6%	2.9%
	EPS成長率(予)	49.8%	2.2%	0.1%
収益性	売上高営業利益率(予)	7.9%	12.1%	8.8%
	自己資本当期純利益率(実)	13.5%	24.7%	14.2%
	総資産経常利益率(実)	14.3%	25.1%	14.0%
財務安定性	自己資本比率(実)	73.5%	68.4%	72.4%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.0%	9.1%	0.0%
	流動比率(実)	361.8%	312.1%	381.5%

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

23年2月期連結業績予想は、品質評価サービス事業をAGESTへ分割・承継したことで売上高が従来の前期比3.1%増から2.0%減に見直されたが、営業利益は同4.4%増が据え置かれ、競合との優位性を維持している。また、同事業の分割・承継に伴い特別利益を計上したため、純利益予想を引き上げており、EPS成長率も従来予想の前期比6.1%減から49.8%増に上方修正された。競合では、アドソル日進がエネルギー関連やDX関連、ICTシステム開発の本格化により、増収増益を見込んでいる。

■収益性

23年2月期の売上高予想が引き下げられた一方、営業利益予想は据え置かれたため、営業利益率は従来予想の7.5%から7.9%（前期は7.4%）に上昇する見通し。上期において社内リソースを使う案件が伸びたため、品質評価サービス事業をAGESTに分割・承継しても利益が落ち込まず、想定以上に利益率が向上。下期以降は社員教育などの投資に力を注ぐが、計画を達成できるとみている。第2四半期累計の営業利益率は10.8%と高いが、ビジネスパートナーと協力していく方針は変わらない。長期的には10%を目指す、当面は7-8%の利益率を維持する。

■財務安定性

3社とも財務面で問題はなく、特に実質無借金経営のソーバルとアドソル日進の財務安定性が際立つ。ソーバルは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。

ウエルスアドバイザー株式会社
株式分析部 アナリスト
03-6229-0078

宮川 子平

ウェルスアドバイザー・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

ウェルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートは、ウェルスアドバイザ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。ウェルスアドバイザ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、ウェルスアドバイザ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

ウェルスアドバイザ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、およびウェルスアドバイザ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。