

画像処理、組込系システム開発に強み

投資判断 (4/17)

## ソニーグループ (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)
1,040円 (4/17)	100株	84.9億円 (4/17)	1,148円 (23/3/27)	988円 (23/1/6)	18.6倍 (4/17)

## AI分野にリソース集中で成長加速へ

## ■事業譲渡も旺盛な需要で微減収にとどまる

23年2月期の連結業績は、売上高8,159百万円（前期比0.1%減）、営業利益643百万円（同6.6%増）となり、売上高、営業利益ともに従来計画（売上高8,000百万円、営業利益630百万円）を上回って着地した。

プロジェクトマネージャーやプロジェクトリーダーの育成や、新卒社員の戦力化が進んだほか、パートナー企業の活用が奏功。売上が1,000百万円規模の品質評価事業の譲渡もあって減収となったが、DX（デジタルトランスフォーメーション）の推進や生産性向上のためのIT投資が継続するなか、旺盛な需要を背景に開発案件がカバーし、わずかな減収にとどまった。

顧客別の売上構成比は、ソニーグループ（6758）が32.2%（前期は31.0%）、富士通（6702）グループが13.7%（同11.7%）、キヤノン（7751）グループが9.2%（同7.7%）などいずれも上昇、その他は31.0%（同38.3%）となった。品質評価事業は主要顧客向けの割合が大きくなかったため、譲渡後は相対的に主要顧客の比率が上昇した。主要顧客は大手ということもあって単価が高く、蓄積したノウハウもあることから業務の効率化にもつながった。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77.1%（前期は74.2%）と順調に増加した。同社では、請負の比率を70-80%で維持することを目指している。

## ■良好な事業環境で減収予想は保守的

24年2月期は、売上高7,670百万円（前期比6.0%減）、営業利益650百万円（同1.0%増）を計画。品質評価事業を譲渡した影響を織り込むほか、成長の柱としているAI事業にリソースを割り当てる計画であり、全体としては減収となる。とはいえ、DXの推進などでWebやア



プリ、業務系システム開発分野における需要は高い。こうした事業環境のなかで減収とする計画も保守的な印象が強く、上ブレの公算は大きい。また、リソースを集中させることで、来期以降はAI事業の成長も期待される。一方、業界全体としては人材不足が懸念され、前期同様に離職者の抑制のための待遇改善などにも気を配っていく。それでも営業利益率は8.5%（前期は7.9%）に上昇する見通しだ。

また、27年2月期に売上高100億円とする中期経営計画に変更はない。譲渡した品質評価事業の分は既存事業の成長や、M&A（企業の合併・買収）によっ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だ。M&Aでは、新規事業ではなく、既存事業の拡大や補完を目指す。

ウエルスアドバイザー（WA）では、売上高の計画上ブレの公算は大きいとみており、前期と同水準の確保は視野に入ると予想。人材への投資などを考慮しつつ、利益率は会社計画通りを見込む。想定株価レンジは、WA予想25年2月期EPS69.9円に業界平均予想PER18倍程度を乗じた水準でもある1,200-1,400円を据え置く。投資判断は「Overweight」継続とする。（宮川 子平）

## 業績動向 (4/17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)
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 実績	8,159	▲0.1	643	6.6	657	3.0	683	52.8	86.8
24年2月期 会社予想	7,670	▲6.0	650	1.0	660	0.5	440	▲35.6	55.9
24年2月期 WA予想	8,100	▲0.7	690	7.3	680	3.5	450	▲34.1	57.2
25年2月期 WA予想	8,700	7.4	780	13.0	780	14.7	550	22.2	69.9

## ■ 会社概要

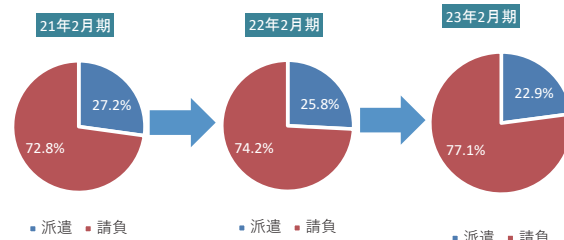
組込み開発（ソフトウェア、ハードウェアの設計開発）、アプリケーション開発、スマートデバイスアプリケーション開発、WEB・クラウド開発、マニュアル制作などを手掛けるエンジニアリング事業を展開する。1983年に会社設立。黎明期からキヤノン（7751）との開発受託取引が始まり、次第にキヤノングループに取引が広がった。キヤノン側のニーズで同社は技術者派遣を主体に業容を拡大。画像処理技術や周辺技術に競争優位性が高まるにつれ、ソニーグループ（6758）も顧客に加わった。2011年に富士通（6702）グループのシステムエンジニアリング業務などを担うコアードを、15年には車載システム開発や各種制御システム開発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する一方、22年には品質評価事業をデジタルハーツホールディングス（3676）子会社に譲渡。選択と集中により、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ー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ー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製作所（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
連結売上高(百万円)	7,531	8,163	8,159
ソニーグループ	28.4%	31.0%	32.2%
富士通グループ	12.4%	11.7%	13.7%
キヤノングループ	13.4%	7.7%	9.2%
リクルードグループ	4.4%	4.4%	5.2%
日立グループ	4.1%	3.5%	3.5%
トヨタグループ	3.5%	3.2%	3.0%
首都圏高速道路技術センター	0.2%	0.2%	2.2%
その他	33.8%	38.3%	31.0%



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 (4/17時点)

### ■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
22年2月期	実績	16円	17円	33円
23年2月期	実績	16.5円	16.5円	33円
24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) (4/17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	1,040円	803円	1,746円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	104,000円	80,300円	174,600円
	決算月	2月	9月	3月
株価指標	PER(予)	18.6倍	<b>15.8倍</b>	19.6倍
	PBR(実)	<b>2.1倍</b>	3.4倍	2.8倍
	配当利回り(予)	<b>3.2%</b>	2.4%	2.2%
成長性	売上高成長率(予)	▲6.0%	<b>5.8%</b>	4.5%
	営業利益成長率(予)	1.0%	▲5.2%	<b>11.2%</b>
	EPS成長率(予)	▲35.6%	▲4.8%	<b>5.4%</b>
収益性	売上高営業利益率(予)	8.5%	<b>11.1%</b>	9.5%
	自己資本当期純利益率(実)	18.5%	<b>24.3%</b>	14.2%
	総資産経常利益率(実)	13.3%	<b>24.6%</b>	13.9%
財務安定性	自己資本比率(実)	<b>75.2%</b>	69.3%	72.5%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	<b>0.0%</b>	6.7%	<b>0.0%</b>
	流動比率(実)	<b>390.2%</b>	292.6%	381.6%

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

24年2月期連結業績予想は、品質評価事業の譲渡を織り込み、6.0%の減収を予想しているが、営業利益は1.0%の増益を予想。EPSは前期に特別利益を計上した反動で減益となる見通し。前期の時点で事業譲渡したにも関わらず小幅な減収にとどまったことを考えれば保守的な見通しといえる。比較企業のシステム情報では、23年9月期に将来の投資育成を進める方針で、増収ながら減益の見通し。アドソル日進は収益性の向上により23年3月期の利益予想を上方修正している。

### ■収益性

24年2月期は減収を見込むが営業増益を予想しており、売上高営業利益率も23年2月期の7.9%から上昇する見通し。品質評価事業は前期と同様、利益面への影響が軽微となるもようだ。23年2月期は特別利益の計上で大幅な最終増益となったため、自己資本当期純利益率（ROE）は前期の13.5%から18.5%に上昇した。対照的に、総資産経常利益率（ROA）は同14.3%から13.3%に低下する。比較企業では、システム情報の営業利益率が増収減益見通しでも3社のなかでトップ。ROE、ROAも高い水準を維持している。

### ■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・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

ウエルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートは、ウエ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。ウエ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、ウエ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%以下下回ると予測される場合

ウエ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、およびウエ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。