

画像処理、組込系システム開発に強み

投資判断(10/4)

# 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)
970円	100株	<b>79.2</b> 億円	1,148円	968⊟	17.3倍
(10/4)		(10/4)	(23/3/27)	(23/10/4)	(10/4)

# 通期では利益面でも計画上ブレ期待

#### ■ 2Q は減収も会社計画上回る

24年2月期第2四半期累計(23年3-8月)の連結業績は、売上高4,037百万円(前年同期比3.9%減)、営業利益330百万円(同27.3%減)となった。前期(22年8月)に品質評価事業をデジタルハーツホールディングス(3676)の子会社に譲渡した影響があったほか、第1四半期(3-5月)には一部のプロジェクトで瑕疵対応が発生したが、第2四半期(6-8月)に巻き返したことで、期初計画(売上高3,870百万円、営業利益340百万円)に対し、売上高は上回った。一方、営業利益の下ブレは、先の瑕疵対応に加え、物価上昇を受けて、手当の見直しや例年以上のベースアップを実施したことで人件費が膨らんだ影響が大きい。

顧客別の売上構成比は、ソニーグループ(6758)がほ かの顧客よりも品質評価事業の割合が高かったこともあ って31.7%(前期は32.2%)にやや減少した一方、富士 通(6702) グループが13.8%(同13.7%)、キヤノン (7751) グループが9.8%(同9.2%)となったほか、そ のほかの上位各社も微増となり、三菱電機(6503)グル ープは2.0%(同1.4%)、オムロン(6645)グループも 2.0% (同1.6%) と増加。2%を超える顧客が前年同期 の7社から8社に増えており、特定顧客への偏りも順調 に改善されたといえる。通期でもこの状態を維持できる か見守りたい。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78.6%(前期は77.1%)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。

#### ■ AI 分野が次の成長ドライバーに

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)と従来計画を据え置 **業績動向**(10/4時点)



いているが、強みを持つWebアプリ開発をはじめ、事業環境は良好。第1四半期には瑕疵対応が発生したが、下期以降はこうした特殊要因もない。また、第2四半期までの従業員の待遇改善などについても、足元の物価動向を踏まえ、さらなるベースアップが必要になる状況にはならないとみている。業界全体として人手不足という課題を抱えているものの、ビジネスパートナーも積極的に活用することで、旺盛な需要を取り込んでいくと考えられ、通期では売上面だけでなく、利益面でも計画上ブレの期待が高まる。

また、AI関連の開発案件にも注目だ。前期末時点で事業全体1%と決して大きくなく、助走段階ではあるが、案件は徐々に増えており、来期、再来期の本格的な業績貢献に向け、技術者の育成やChatGPTの活用などを積極的に進めていく方針だ。

ウエルスアドバイザーでは、売上高の計画上ブレの公算は大きいとみており、引き続き会社計画を上回る8,100百万円を予想。利益率は会社計画通りを見込むなど、業績予想に変更はない。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)

		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	<b>▲</b> 6.0	650	1.0	660	0.5	440	▲35.6	55.9
	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

アプリケーション開発、組込み開発(ソフトウエア、ハー ドウエアの設計開発)、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(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) (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、組込みソフトウエ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。ソフトウエ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6(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

	22年2月期通期	23年2月期通期	24年2月期2Q
ソニーグループ	31.0%	32.2%	31.7%
富士通グループ	11.7%	13.7%	13.8%
キヤノングループ	7.7%	9.2%	9.8%
リクルートグループ	4.4%	5.2%	6.1%
日立グループ	3.5%	3.5%	3.8%
トヨタグル一プ	3.2%	3.0%	3.4%
三菱電機グループ	1.1%	1.4%	2.0%
オムロングループ	1.7%	1.6%	2.0%
その他	35.7%	30.2%	27.4%



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 (10/4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) (10/4時点)

		ソーバル (2186•東証スタンダード)	コア (2359・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	970円	1,644円	1,605円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	97,000円	164,400円	160,500円
	決算月	2月	3月	3月
	PER(予)	17.3倍	11.2倍	16.7倍
株価指標	PBR(実)	2.0倍	1.6倍	2.3倍
	配当利回り(予)	3.4%	3.0%	2.4%
	売上高成長率(予)	▲6.0%	5.0%	5.9%
成長性	営業利益成長率(予)	1.0%	9.4%	7.4%
	EPS成長率(予)	▲35.6%	<b>6.7</b> %	6.6%
	売上高営業利益率(予)	8.5%	<b>12.5</b> %	9.6%
収益性	自己資本当期純利益率(実)	18.5%	13.7%	13.6%
	総資産経常利益率(実)	13.3%	13.5%	14.3%
財務安定性	自己資本比率(実)	<b>75.2</b> %	69.7%	70.2%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.0%	13.5%	0.0%
	流動比率(実)	390.2%	227.3%	321.0%

比較企業は、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しいコア (2359)、アドソル日進 (3837) を選定した。

### ■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、品質評価事業は 売上高が10億円規模だったことから、 23年2月期第2四半期累計(22年3-8月)の売上高4,200百万円から単純に 500百万円を引いたものと比較すると 9%程度の増収となる。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。 比較企業のコアは、旺盛なIT投資を背 景に24年3月期で増収増益を予想。ア ドソル日進も、24年3月期で過去最高 収益の更新を目指す。

## ■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、コ アが売上高営業利益率12.5%(前期は 12.0%) と高い水準を維持する。

## ■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。なお、ソーバルは第2四半期の時 点で営業キャッシュフローがマイナス となっているが、これは前期に事業譲 渡に伴う特別利益を計上したことで法 人税等の支払いが増えたことが一因で、 一時的なもの。

ウエルスアドバイザー株式会社

株式分析部 アナリスト

宮川 子平 03-6229-0078 smiyagawa@wealthadvisor.co.jp



# 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%以上下回ると 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。