

WEB・アプリ、組込み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)
929円 (10/4)	100株	75.9億円 (10/4)	1,020円 (24/7/8)	845円 (24/8/5)	12.6倍 (10/4)

人件費増による利益率の低下は一時的の見通し

■新規案件・新規顧客の獲得が順調

25年2月期第2四半期累計（3－8月）の連結業績は、売上高4,235百万円（前年同期比4.9%増）、営業利益334百万円（同1.3%増）となった。主力であるWEB／アプリケーション及び業務系システム開発分野は、期初に継続を見込んでいた業務委託案件の一部が終了し稼働が低下したが、その他の引き合いも多く、新規案件の獲得、新規顧客の開拓を進めたことで挽回し、売上高、利益とも伸長した。組込み分野は売上高が前年同期比約4%増となり、前期の品質対応から回復傾向にある。開発支援分野はマニュアル制作業務の需要が増加し、売上高は前年同期比約16%増となった。25年2月期の連結業績は売上高8,500百万円（前期比4.0%増）、営業利益600百万円（同10.6%減）と、増収ながら減益を見込む。9月に純利益予想を従来の420百万円から580百万円（同12.9%増）に上方修正したが、これは子会社の本社ビルと土地の売却益を計上し特別利益が発生するためで、一時的な要因によるもの。

■人材増強でより多くの案件獲得へ

前期は急増する需要に対して人材がうまく回らず、断る案件も発生していた。本来であれば、増益を見込んだ範囲内で人材投資を強化すべきだが、今期はまず案件を取りこぼさないための体制を構築するため、ベースアップや採用増などで優秀な人材をつなぎ留めながら人材増強に取り組む。同時に価格転嫁も進める方針で、来期以降は利益を確保しながら恒久的なベースアップを実現していく意向。

事業環境を見ると、IT業界における投資は増加傾向にあり、DX（デジタルトランスフォーメーション）の進展によるデジタル人材の需要は引き続き高水準で推移し、良好な事業環境は今後も続くと思われる。その中で、第2四半期累計の売上比率は「請負」77.7%、「派遣」22.3%だった。「請負」はエンジニアを社内に擁しながら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が期待され、エンジニアを派遣する「派遣」よりも1人当たり売上高や収益性が高まりやすい。ただ、同社ではパートナー企業との関係を強化するため「派遣」も継続していく方針

業績動向 (10/4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)
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	実績	8,169	0.1	670	4.3	691	5.2	513	▲24.8	65.3
25年2月期	会社予想	8,500	4.0	600	▲10.6	610	▲11.8	580	12.9	73.7
	WA予想	8,500	4.0	600	▲10.6	610	▲11.8	580	12.9	73.7
26年2月期	WA予想	8,900	4.7	750	25.0	750	23.0	550	▲5.2	69.9



を示しており、「請負」の比率を70－80%で維持することを目指している。

一方、3月に資本業務提携契約を締結したパロニム社との取り組みにも注目だ。パロニム社は次世代型インタラクティブ動画ソリューション「Tig（ティグ）」を提供しており、AI技術を組み合わせることで、新しい購買体験を可能にする動画サービスを目指す。収益化は来期以降になる見通し。同社へエンジニアを提供することで、既存売上の減少が見込まれ、利益率低下の一因になる。今後については、チャンスがあればM&A（企業の合併・買収）を積極的に実施し、より一層の成長につなげたいとしている。

配当は年間33円（第2四半期末・期末ともに16.50円）を据え置いた。しばらくはこの配当水準を継続し、改めて安定成長できるようになれば、増配も考慮するもよう。クオカードを贈呈する株主優待制度も続ける。

25年2月期の減益予想は一見ネガティブだが、ウエルスアドバイザー（WA）では売上高の成長が見込まれる点を評価。価格転嫁の進展、パロニム社との提携による成果などで26年2月期以降には営業利益率も前期までのような8%以上へ回帰し、V字回復からその後の成長継続が期待できそう。想定株価レンジは、WA予想26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。（梅村哲哉）

■ 会社概要

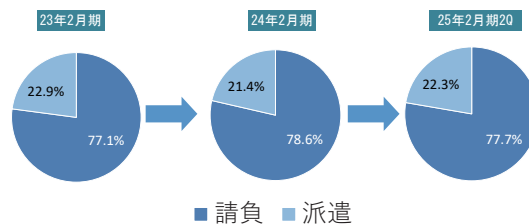
アプリケーション開発、組込み開発（ソフトウェア、ハードウェアの設計開発）、スマートデバイスアプリケーション開発、WEB・クラウド開発、マニュアル制作などを手掛けるエンジニアリング事業を展開する。1983年に会社設立。黎明期からキャノン（7751）との開発受託取引が始まり、次第にキャノングループに取引が広がった。キャノン側のニーズで同社は技術者派遣を主体に業容を拡大。画像処理技術や周辺技術に競争優位性が高まるにつれ、ソニーグループ（6758）も顧客に加わった。2011年に富士通（6702）グループのシステムエンジニアリング業務などを担うコアードを、15年には車載システム開発や各種制御システム開発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、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製作所（6501）グループやトヨタ自動車（7203）グループの売上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

	23年2月期通期	24年2月期通期	25年2月期2Q
連結売上高(百万円)	8,159	8,169	4,235
ソニーグループ	32.2%	31.4%	31.3%
富士通グループ	13.7%	13.6%	14.7%
キャノングループ	9.2%	9.5%	9.3%
リクルートグループ	5.2%	6.1%	6.9%
日立グループ	3.5%	3.9%	4.3%
トヨタグループ	3.0%	3.2%	3.0%
首都圏高速道路技術センター	2.2%	2.1%	2.2%
三菱電機グループ	1.4%	2.1%	2.2%
その他	28.0%	26.1%	26.1%



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。また、顧客と締結する契約金額は地域及び顧客企業の業種、景気動向や同業他社との競争、技術革新のスピードへの対応度合い等に左右され、事業環境に変化が起こった場合や、競争力のあるサービスを維持できず、顧客ニーズに適切に対応できない場合には契約金額が下落することもある。

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
23年2月期	実績	16.5円	16.5円	33円
24年2月期	実績	16.5円	16.5円	33円
25年2月期	会社予想	16.5円	16.5円	33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) (10/4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	929円	1,942円	1,772円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	92,900円	194,200円	177,200円
	決算月	2月	3月	3月
株価指標	PER(予)	12.6倍	11.6倍	15.1倍
	PBR(実)	1.8倍	1.6倍	2.3倍
	配当利回り(予)	3.6%	2.8%	2.8%
成長性	売上高成長率(予)	4.0%	8.3%	6.5%
	営業利益成長率(予)	▲10.6%	5.1%	13.4%
	EPS成長率(予)	12.9%	5.7%	11.5%
収益性	売上高営業利益率(予)	7.1%	12.7%	10.9%
	自己資本当期純利益率(実)	12.8%	14.1%	14.3%
	総資産経常利益率(実)	13.4%	14.1%	15.2%
財務安定性	自己資本比率(実)	81.4%	71.1%	70.1%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.0%	11.0%	0.0%
	流動比率(実)	547.1%	239.8%	315.0%

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いコア（2359）、アドソル日進（3837）を選定した。

■成長性

25年2月期連結業績予想は、増収ながら減益を予想している。人件費を中心に費用が先行するため、減益となる見通しだが、IT企業による投資は引き続き堅調とみられ、売上高も成長を見込む。人材拡充により、前期のような案件の取りこぼしの発生しにくい体制を構築できるか注目したい。比較企業のコアは、旺盛なIT投資を背景に25年3月期の増収増益を予想。アドソル日進も25年3月期に過去最高収益の更新を目指す。

■収益性

25年2月期は増収・営業減益の見通しで、営業利益率も7.1%（24年2月期実績は8.2%）に低下するが、今期はベースアップや採用増の影響が先行するため、価格転嫁が進めば利益率も改善が見込まれる。24年2月期のROE（自己資本当期純利益率）は12.8%（23年2月期は18.5%）と、純利益が2ケタ減となった影響で低下したが、ROA（総資産経常利益率）は13.4%（23年2月期は13.3%）と前年水準を維持した。比較企業では、コアが25年3月期の売上高営業利益率12.7%（前期は13.1%）と高い水準を維持する見通し。

■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つと位置付けており、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%以下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。