

WEB・アプリ、組込系システム開発に強み

投資判断 (4/14)

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)
890円 (4/14)	100株	72.7億円 (4/14)	933円 (25/2/4)	795円 (25/4/7)	15.9倍 (4/14)

M&Aなど加速し27年2月期に売上高100億円へ

■引き合い多く、売上高・営業利益は計画上ブレ

25年2月期の連結業績は、売上高8,682百万円（前期比6.3%増）、営業利益612百万円（同8.8%減）となった。引き合いは多く、売上は堅調に推移。第4四半期（24年12月－25年2月）に従業員への賞与などで労務費が膨らんだが、売上高、営業利益ともに計画（売上高8,500百万円、営業利益600百万円）を上回った。一方、純利益は減損損失を計上したため、計画の580百万円を下回る432百万円（同15.8%減）となった。この減損損失は当期限りのもの。

顧客別の売上構成比は、ソニーグループ（6758）が31.0%（前期は31.4%）、富士通（6702）グループが14.3%（同13.6%）、キヤノン（7751）グループが9.4%（同9.5%）など。上位ではないが、連結子会社が受託するトーヨーカネツ（6369）、椿本チエイン（6371）も伸長。物流業務を効率化・自動化するための「マテリアルハンドリング」システムの開発案件が増えた。「請負」の売上比率は78.5%（前期は78.6%）を占めた。「請負」は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、同社では主要顧客との関係を強化するため「派遣」も継続していく方針を示しており、請負の比率を70－80%で維持することを目指している。

■優位性を維持しつつ価格転嫁を進める

26年2月期の連結業績は、売上高8,900百万円（前期比2.5%増）、営業利益650百万円（同6.2%増）と、増収増益を予想している。IT業界における投資は増加傾向にあり、前期も需要に完全に対応しきれなかったほど。積極的な採用で案件の取りこぼしのないように努めており、売上の達成確度は高そうだ。一方で、退職者を減らすために報酬アップや福利厚生の実装化を図っていく予定でもあり、今期も労務費の増加が見込まれる。ただ、業界全体で人手不足の状況にあることからある程度の値上げは受け入れてもらいやすく、他社との優位性を維持しつつ、価格転嫁を進めることで利益率の向上に努めていく計画だ。

業績動向 (4/14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)
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 実績	8,682	6.3	612	▲8.8	645	▲6.6	432	▲15.8	54.9
26年2月期 会社予想	8,900	2.5	650	6.2	660	2.3	440	1.8	55.9
26年2月期 WA予想	8,900	2.5	650	6.2	660	2.3	440	1.8	55.9
27年2月期 WA予想	9,450	6.2	800	23.1	800	21.2	500	13.6	63.6



21年12月に公表した中期経営計画で、27年2月期に売上高10,000百万円を目標に掲げている。26年2月期の売上高予想8,900百万円から2ケタ成長が求められる水準だ。22年に売上高で10億円超の規模を持っていた品質評価事業をデジタルハーツホールディングス（3676）へ譲渡し、計画を見直したものの、M&A（企業の合併・買収）による事業拡大を加速させるとして売上高目標は変更していない。また、修正後の計画ではAI（人工知能）関連の案件拡大も含まれている。同社が開示するセグメント別情報のうち、AI関連の売上は主力のWEB/アプリの3,828百万円や組込みの2,864百万円などと比べると128百万円と規模は小さいものの成長率は2ケタ増と堅調。同セグメントには生成AIなど純粋にAIと呼べるものだけを計上しているため、AIを活用した案件では2億円程度の売上があるという。AIは高単価が見込まれるため利益率の向上も期待される。

ウエルスアドバイザーでは、直近までソーバルの想定株価レンジの算出に業界平均PERなどを用いてきたが、世界的な景気悪化懸念により全体相場が荒れ模様となっていることから、今回は中期経営計画をベースにDCF（ディスカウント・キャッシュ・フロー）法で算出した1,200円を軸に、1,100円－1,300円（従来は1,200－1,400円）とする。足元の株価との乖離が大きいことから、投資判断は「Overweight」継続とする。（宮川 子平）

■ 会社概要

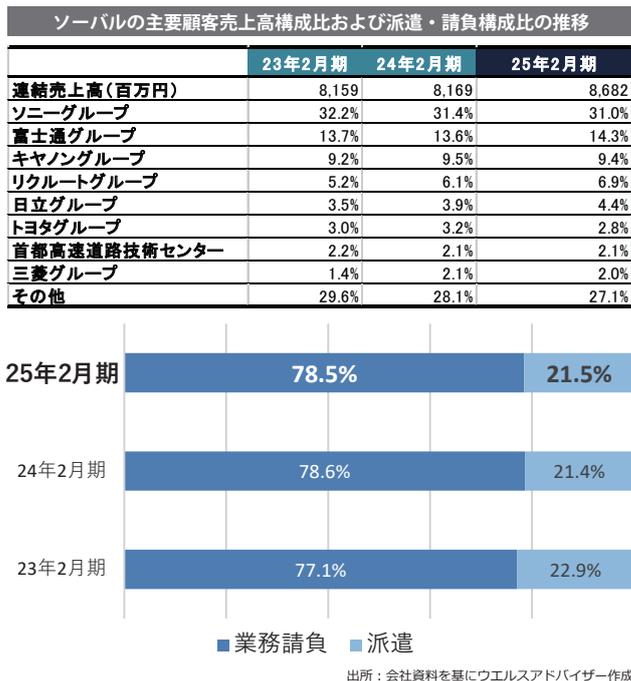
アプリケーション開発、組込み開発（ソフトウェア、ハードウェアの設計開発）、スマートデバイスアプリケーション開発、WEB・クラウド開発、マニュアル制作などを手掛けるエンジニアリング事業を展開する。1983年に会社設立。黎明期からキャノン（7751）との開発受託取引が始まり、次第にキャノングループに取引が広がった。キャノン側のニーズで同社は技術者派遣を主体に業容を拡大。画像処理技術や周辺技術に競争優位性が高まるにつれ、ソニーグループ（6758）も顧客に加わった。2011年にソフト開発のコーアードを、15年にはハードウェアの設計・開発・製造などを手掛けるアンドールシステムサポートをそれぞれ子会社化し、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。

■ 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 (4/14時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
24年2月期	実績	16.5円	16.5円	33円
25年2月期	実績	16.5円	16.5円	33円
26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) (4/14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	890円	1,696円	978円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	89,000円	169,600円	97,800円
	決算月	2月	3月	3月
株価指標	PER(予)	15.9倍	10.1倍	8.0倍
	PBR(実)	1.6倍	1.4倍	1.3倍
	配当利回り(予)	3.7%	3.2%	6.1%
成長性	売上高成長率(予)	2.5%	8.3%	8.7%
	営業利益成長率(予)	6.2%	5.1%	18.3%
	EPS成長率(予)	1.8%	5.7%	16.1%
収益性	売上高営業利益率(予)	7.3%	12.7%	11.1%
	自己資本当期純利益率(実)	10.2%	14.1%	14.3%
	総資産経常利益率(実)	12.0%	14.1%	15.2%
財務安定性	自己資本比率(実)	76.1%	71.1%	70.1%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.0%	11.4%	0.0%
	流動比率(実)	420.2%	239.9%	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

26年2月期連結業績予想は、増収増益を予想している。前期も完全に対応できないほど需要が多かったが、人材確保やパートナー企業の協力により、取りこぼしの抑制に努める。人材流出を防ぐために報酬アップや福利厚生の拡充などを検討しているが、単価上昇などで利益率の維持を目指す。比較企業のコアは、旺盛なIT投資を背景に25年3月期で増収増益を予想。アドソル日進も、25年3月期で過去最高収益の更新を目指す。

■収益性

26年2月期の営業利益率は7.3%と、前期（7.1%）からやや上昇する見通し。前期は第4四半期（24年12月－25年2月）に報酬引き上げなどで労務費が膨らんでいるが、第3四半期累計（24年3－11月）では8.9%と高かった。同社は24年2月期まで8%台となっており、今期の営業利益率もさらなる改善を期待したい。25年2月期は営業利益以下が減益となったため、ROE（自己資本当期純利益率）は10.2%（24年2月期は12.8%）、ROA（総資産経常利益率）は12.0%（同13.4%）にそれぞれ低下した。比較企業では、コアが売上高営業利益率12.7%（前期は13.1%）と高い。

■財務安定性

3社とも財務面で問題はなく、ソーバルとアドソル日進は実質無借金経営となっている。ソーバルは連結子会社であるアンドールSS社の本社売却益に対する納付予定税額を未払法人税額として計上したことで流動負債が増え、25年2月期は流動比率が420.2%と前期の547.4%から低下しているが、一時的なもので特に懸念するようなことではなさそうだ。なお、ソーバルでは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
データ分析部 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。