

WEB・アプリ、組込系システム開発に強み

投資判断(10/21)

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)
909円 (10/21)	100株	74.2億円 (10/21)	981円 (25/8/27)	795円 (25/4/7)	16.3倍 (10/21)

オーガニック成長とM&Aで27年2月期に売上高100億円

■ 2Q は子会社貢献で不採算案件の影響カバー

26年2月期第2四半期累計(25年3-8月)の連結業績は、売上高4,357百万円(前年同期比2.9%増)、営業利益308百万円(同7.7%減)となった。期初計画の売上高4,400百万円、営業利益300百万円に対し、**売上高はやや下回ったが、営業利益はほぼ計画通りの着地となった**。顧客の計画変更などで売上は若干予算に届かなかったが、**連結子会社で利益率の高い物流システム案件を受注できたことなどにより、不採算案件の影響をカバーできた**。

第2四半期累計の顧客別の売上構成比は、ソニーグループ(6758)が29.3%(前期は31.0%)、富士通(6702)グループが11.8%(同14.3%)、キヤノン(7751)グループが11.1%(同9.4%)など。上位ではないが、物流システム関連の受注増により、トーヨーカネツ(6369)が上位となった。また、「請負」の売上比率は78.8%(前期は78.5%)、派遣は21.2%(同21.5%)となった。「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。

■ IT業界の投資旺盛、AI活用による利益率向上も

第2四半期累計の売上高は計画未達となったうえ、第2四半期(6-8月)に予想外の不採算案件が発生したが、営業利益は期初計画をやや上回り、営業利益率も7%台をキープした。売上面では、顧客の計画変更などがあったものの、それ以外はほぼ計画通り。**IT業界における投資は引き続き旺盛で、下期も順調な推移が見込まれる**。需要に対応するための人材の囲い込みを目的とした報酬アップや福利厚生の実質化も継続していく方針だが、他社との優位性



を維持しつつ価格転嫁を進めており、上期のようなイレギュラーな不採算案件でも発生しない限りは今の利益率を維持できるとみられる。

21年12月に公表した中期経営計画では、27年2月期に売上高10,000百万円を目標に掲げている。ソーバルは26年2月期で売上高8,900百万円(前期比2.5%増)、営業利益650百万円(同6.2%増)を計画しているが、この水準から2ケタ成長を目指すことになる。オーガニック成長だけでなく、M&A(企業の合併・買収)による事業拡大も計画している。特に同社の手が届きにくいメーカー向けの企業を中心に考えているといい、こうした動きには注目しておきたい。また、直近で注力しているAI(人工知能)関連は引き合いも多いという。まだ新しい分野ということもあって開発に時間を要しているが、実績を積むことで規模の拡大が進むとみられる。**AIについては利益率向上のために社内でも活用することで採算性の改善を進めている**。

ウエルスアドバイザーでは、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、想定株価1,100円-1,300円を据え置き、足元の株価との乖離も大きいことから、投資判断は「Overweight」を継続する。(宮川 子平)

業績動向(10/21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
	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

■ 会社概要

アプリケーション開発、組込開発（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年にソフト開発のコアードを、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

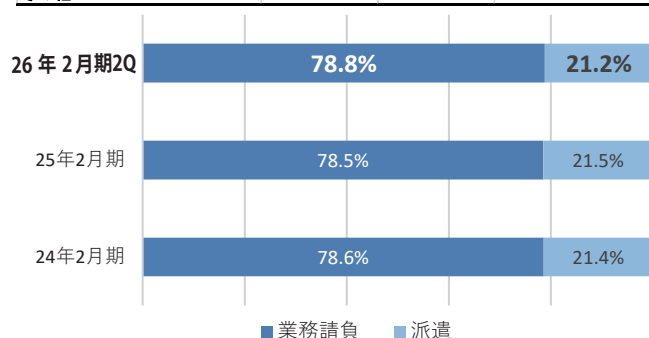
NEDO（新エネルギー・産業技術総合開発機構）が17年7月に発表した「TSC Foresight」セミナー（第1回）資料によると、組込ソフトウェア関連製品の世界市場規模は、2014年が1兆1,352億円（うち車載向けが4,613億円）だったが、2030年には1兆9,903億円（同8,088億円）に達する見込み。同社はキヤノングループとの長年の派遣・請負契約関係の中で画像処理技術とノウハウを積み上げてきた。ソフトウェア開発を行うプレーヤーは数多くいるが、キヤノン機器製品で実装を伴う組込み開発を行うなど、こうした経験値を有するプレーヤーは限られてくる。事実、キヤノングループとの取引は同社の技術的信用を高めており、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。

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。

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

	24年2月期	25年2月期	26年2月期2Q
連結売上高(百万円)	8,169	8,682	4,357
ソニーグループ	31.4%	31.0%	29.3%
富士通グループ	13.6%	14.3%	11.8%
キヤノングループ	9.5%	9.4%	11.1%
リクルートグループ	6.1%	6.9%	6.9%
日立グループ	3.9%	4.4%	5.4%
トヨタグループ	3.2%	2.8%	2.6%
トヨーカネツグループ	1.6%	1.6%	2.4%
首都高速道路技術センター	2.1%	2.1%	2.1%
三菱グループ	2.1%	2.0%	2.0%
その他	28.1%	27.1%	26.4%



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

株主還元 (10/21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) (10/21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	909円	2,083円	1,303円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	90,900円	208,300円	130,300円
	決算月	2月	3月	3月
株価指標	PER(予)	16.3倍	12.0倍	18.1倍
	PBR(実)	1.7倍	1.6倍	3.3倍
	配当利回り(予)	3.6%	2.9%	2.8%
成長性	売上高成長率(予)	2.5%	9.8%	6.1%
	営業利益成長率(予)	6.2%	10.2%	11.1%
	EPS成長率(予)	1.8%	11.5%	9.6%
収益性	売上高営業利益率(予)	7.3%	13.0%	11.6%
	自己資本当期純利益率(実)	10.2%	12.6%	17.2%
	総資産経常利益率(実)	12.0%	13.3%	17.6%
財務安定性	自己資本比率(実)	76.1%	73.6%	69.8%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.0%	8.5%	0.0%
	流動比率(実)	420.2%	273.3%	301.5%

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

ソーバルは26年2月期連結業績予想で、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、26年3月期も増収増益を予想。高い利益率と案件の大型化を目指す。アドソル日進も、26年3月期で3期連続の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。今期は第1四半期で7.5%、第2四半期累計では7.1%となっており、現在の水準を維持できるか見守りたい。25年2月期のROE（自己資本当期純利益率）が10.2%（24年2月期は12.8%）、ROA（総資産経常利益率）が12.0%（同13.4%）にそれぞれ低下したのは、前期の営業利益以下が減益となったため。比較企業では、アドソル日進の25年3月期のROEが17.2%（24年3月期は14.3%）、ROAが17.6%（同15.2%）とそれぞれ上昇し、3社の中ではトップとなっている。

■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。