

WEB/アプリ、組み込み系システム開発に強み

投資判断 (4/21)

# 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)
910円 (4/21)	100株	73.4億円 (4/21)	923円 (26/2/12)	893円 (26/3/24)	17.0倍 (4/21)

## 27年2月期の売上高予想100億円の達成確度は高い

### ■主力のWEB/アプリは堅調維持

26年2月期の連結業績は、売上高8,976百万円（前期比3.4%増）、営業利益662百万円（同8.1%増）となり、期初計画の売上高8,900百万円（同2.5%増）、営業利益650百万円（同6.2%増）を上回った。売上面では、主力のWEB/アプリケーション分野で、期初に不採算案件が発生した影響が残ったものの、全体としては堅調を維持。業務系システム開発分野、組み込み分野は生産性の向上などで利益が増加し、WEB/アプリの減益をカバーした。成長分野として期待されるAI分野は爆発的な伸びとならなかったが、黒字に転じた。なお、AIはほかの分野に横断的に関わっており、部署としての売上は低いものの、AI関連のビジネスを合算すれば10億円以上になるとしている。

通期の顧客別の売上構成比は、ソニーグループ（6758）が28.3%（前期は31.0%）、富士通（6702）グループが11.3%（同14.3%）、キヤノン（7751）グループが10.8%（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2.1%（同1.6%）と伸びている。また、「請負」の売上比率は79.4%（前期は78.5%）、派遣は20.6%（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。

### ■子会社取得関連費用やのれん償却なければ増益

27年2月期の連結業績予想は、売上高10,000百万円（前期比11.4%増）、営業利益650百万円（同1.8%減）としている。売上高は発表済みの中期経営計画の目標と同水準。事業環境としては引き続きIT投資が活況で、WEB/アプリでは前期と同程度の伸びが見込まれる。前期の不採算案件などイレギュラーなことが発生しなければ、利益面でも堅

業績動向 (4/21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)
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	実績	8,976	3.4	662	8.1	680	5.5	460	6.5	58.5
27年2月期	会社予想	10,000	11.4	650	▲1.8	670	▲1.6	420	▲8.7	53.4
	WA予想	10,000	11.4	650	▲1.8	670	▲1.6	420	▲8.7	53.4
28年2月期	WA予想	10,600	6.0	735	13.1	735	9.7	520	23.8	66.1



調推移が期待される。業務系における前期の減益は大型案件の反動によるもの。事業としては堅実な動きとなりそうであることから収益性が改善しそうだ。開発支援は大きな成長こそ見込まないものの、安定した収益計上が予想される。また、新たにグループ入りしたシステム開発の理創（渋谷区）とプリサイズ（大阪市）は前期の売上高が3億円前後であり、単純計算でも6億～7億円程度、売上を押し上げる見通しで、全体で売上高10,000百万円は達成確度が高いとみる。

今期の利益面では子会社取得関連費用やのれん償却の影響で減益となる見通し。ただ、これらがなければ増益となる。特にのれん償却費は来期以降も一定期間発生するが、今回の取得関連費用は3月のプリサイズ買収によるものであり、利益圧迫の要因も軽減される。利益の踊り場は一時的となりそうだ。

ウエルスアドバイザーでは、28年2月期以降の売上高成長を6%、営業利益率を直近の実績を参考に7%程度として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、想定株価レンジの1,100円～1,300円を据え置く。足元の株価との乖離も大きいことから、投資判断も「Overweight」を継続する。（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。

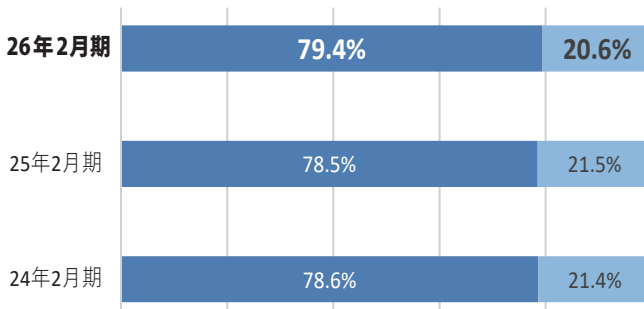
### ■ 事業環境と展望

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、30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。

	24年2月期	25年2月期	26年2月期
連結売上高(百万円)	8,169	8,682	8,976
ソニーグループ	31.4%	31.0%	28.3%
富士通グループ	13.6%	14.3%	11.3%
キヤノングループ	9.5%	9.4%	10.8%
リクルートグループ	6.1%	6.9%	6.7%
日立グループ	3.9%	4.4%	5.4%
トヨタグループ	3.2%	2.8%	2.4%
トヨタカネツグループ	1.6%	1.6%	2.1%
その他	28.1%	27.1%	26.4%



■ 業務請負 ■ 派遣

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 (4/21時点)

#### ■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
25年2月期	実績	16.5円	16.5円	33円
26年2月期	実績	16.5円	16.5円	33円
27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株以上1,000株未満……………500円相当のQUOカード
- ・1,000株以上……………継続保有年数3年未満は2,000円相当のQUOカード  
継続保有年数3年以上は4,000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) (4/21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	910円	2,245円	1,540円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	91,000円	224,500円	154,000円
	決算月	2月	3月	3月
株価指標	PER(予)	17.0倍	<b>12.9倍</b>	19.2倍
	PBR(実)	<b>1.6倍</b>	1.7倍	3.9倍
	配当利回り(予)	<b>3.6%</b>	2.7%	3.0%
成長性	売上高成長率(予)	<b>11.4%</b>	9.8%	10.6%
	営業利益成長率(予)	<b>▲1.8%</b>	10.2%	<b>22.7%</b>
	EPS成長率(予)	<b>▲8.7%</b>	11.5%	<b>21.8%</b>
収益性	売上高営業利益率(予)	6.5%	<b>13.0%</b>	12.3%
	自己資本当期純利益率(実)	10.4%	12.6%	<b>17.2%</b>
	総資産経常利益率(実)	11.8%	13.3%	<b>17.6%</b>
財務安定性	自己資本比率(実)	<b>76.8%</b>	73.6%	69.8%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	<b>0.0%</b>	8.5%	<b>0.0%</b>
	流動比率(実)	<b>437.5%</b>	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27年2月期連結業績予想で、2ケタ増収ながら営業減益を予想。売上面では、新たにグループ入りしたシステム開発の理創とプリサイズが貢献する見通し。利益面では子会社取得関連費用およびのれん償却が影響するが、このうち子会社取得関連費用はプリサイズ買収によるもので、来期以降は発生しないことから、利益率も改善が期待される。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

27年2月期の営業利益率は6.5%と、前期(7.4%)からやや低下する見通し。前述の通り、子会社取得関連費用やのれん償却などが利益を圧迫する。26年2月期のROE(自己資本当期純利益率)は10.4%(25年2月期は10.2%)、ROA(総資産経常利益率)は11.8%(同12.0%)だった。純利益の増加がROEの上昇につながった一方、理創の子会社化でのれんが計上されたため、経常利益以上に総資産が増えてROAはやや低下している。比較企業では、アドソルの26年3月期のROEが17.2%(25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。ソーバルは、自己資本比率が76.8%(前期は76.1%)、流動比率が437.5%(同420.2%)と、いずれも向上している。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。