

2013年4月17日（水）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this
document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
柄澤 邦光

■中長期において事業領域は大幅拡大の可能性

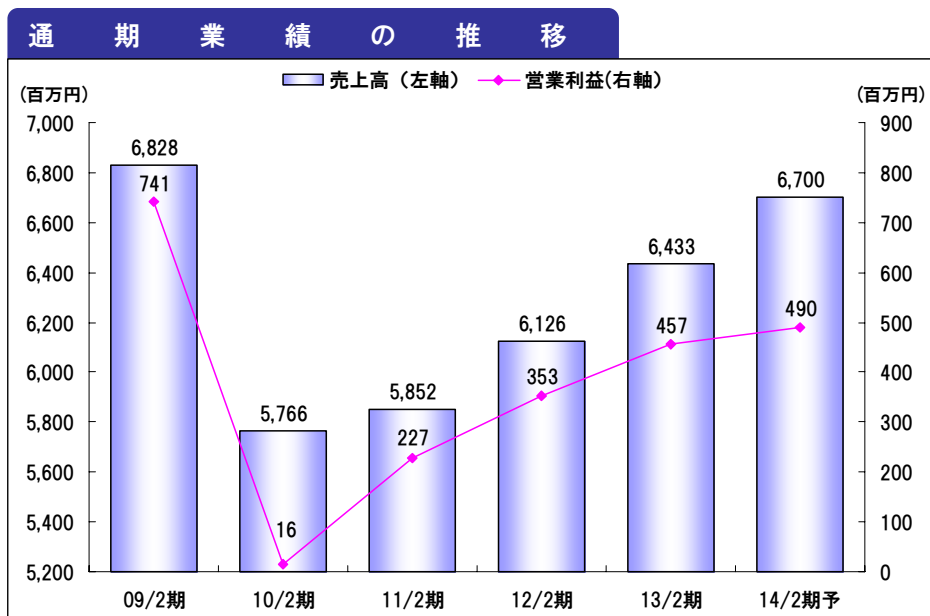
ソーバル<2186>は、ファームウェアという、カスタマイズ性の高い非常に特殊なソフトウェアを主力業務にしており、仕事量の確保、人員の高稼働率維持、安定価格での受注という点で高い優位性を持つ。

足元の業績は堅調に推移し、2013年2月期の通期業績は3期連続の増収増益を達成した。2012年9月27日に発表した業績の上方修正の数値と比べても、売上高こそ0.1ポイントのわずかな未達となったものの、利益面では営業利益で5.1ポイント、経常利益で5.0ポイント、当期純利益で7.4ポイント上回る着地となった。

また、今春は36人の新卒者を採用。人材確保という、足元の最大の課題の解決にも成功した。さらに同社は、従来の事業領域を超えた分野の企業も対象とする新しいM&Aの基本方針と、中長期的な成長戦略を打ち出した。今後も新卒採用が順調に進めば、数年内にも飛躍的な増収増益が期待できるほか、中長期においては、新機軸のM&Aによって事業領域が大幅に拡大する可能性もある。

■Check Point

- ・子会社コアードも本格的に収益に貢献し顧客層が拡大
- ・2014年2月期は4期連続の増収増益と増配を計画
- ・既存事業と新分野の市場開拓の両にらみでM&Aを展開



※12/2期より連結決算

■決算概要

2013年2月期決算は利益が上方修正値を上回って着地

(1) 2013年2月期決算

2013年4月10日に発表された2013年2月期の通期連結決算は、売上高が6,433百万円（前期比5.0%増）、営業利益が457百万円（同29.5%増）、経常利益が464百万円（同31.9%増）、当期純利益が246百万円（同35.6%増）という大幅な増益を達成した。増収増益は3期連続。2012年9月27日に発表した業績の上方修正の数値と比べても、売上高こそ0.1ポイントのわずかな未達となったものの、利益面では営業利益で5.1ポイント、経常利益で5.0ポイント、当期純利益で7.4ポイント上回る着地となった。自民党の政権復帰前までの円高・株安という逆風にも関わらず、想定以上の業績を達成することができたといえよう。

2013年2月期業績（単位：百万円）

	12/2期	13/2期			
	実績	期初予算	修正予算	実績	前期比
売上高	6,126	6,324	6,440	6,433	5.0%
営業利益	353	370	435	457	29.5%
経常利益	351	374	442	464	31.9%
当期純利益	182	205	230	246	35.6%

また、懸念された円高による受注減は、実際にはほとんどなかったようである。欧州の景気低迷は若干、受注に影響を与えたものの、中国との領土問題を発端とした不買運動に関しては、まったくといってよいほど影響はなかったようである。そういう点においても、ファームウェアという、他社が事業化することの難しい特殊なソフトを扱う同社の強さが出たといえるであろう。

2014年2月期の業績の伸張に関しては、2011年3月に買収した、コアード社の貢献も大きい。個別の業績は非公表だが、富士通グループからの新規受注を大きく拡大させたほか、人的交流を通じて相互の技術力の向上に寄与するなど、買収のシナジーが幾重にも発揮されている。

一方、2012年9月にオムロン<6645>グループから買収したMCTEC社（旧：モバイルコンピューティングテクノロジー、社名変更）は、まだ収益が安定しない状態であるが、現在、人材育成を含めて事業改革を進めており、早急に収益に貢献できる体制にする方針となっている。

ただ、第4四半期（2012年12月-2013年2月）に関しては、経常利益が前年同期比12.7%減となった。これは、主要顧客であるキヤノン<7751>の影響。政権交代前までの急激な円高で一部の製品に関して請負開発業務の発注が一時的に鈍化したことがあったという。従来ならば、開発要員を待機させ、キヤノンからの要請があればすぐに対応できるシフトを敷いていたが、これを他の顧客の開発に回したのが結果として減益要因となった。

■決算概要

しかし、通期ではキヤノンの売上高は横ばいで推移、開発要員の稼働率も97%とフル稼働といえる状況。足元では為替は円安となっており、キヤノンにとっては、輸出に追い風が吹いている。

また、キヤノンからの追加要請にすぐに対応できる従来のシフトならば、業績の数字は変わっていた可能性が高い。ただ、発注に備えるはずの待機要員を他の顧客の開発に回したのは、キヤノンへの依存度を低めるという経営方針と、要員のスキル向上という将来を見据えた戦略に基づくものである。

このようなことから、第4四半期の結果が今後に尾を引くようなことはないと考えられる。

配当は、期末配当を前期に比べて1円増配の9円とし、中間配当の8円と併せて17円とした。配当性向は29.91%と、株主に約束している「配当性向約30%の維持」を守っている。また、2011年11月に行った株式分割（1→2株）の影響を考えれば、3期連続の増配となる。

また、2014年2月期の配当予想も発表。中間配当が8円、期末配当が10円の合計18円とし、4期連続の増配方針を打ち出している。

財務状態も極めて良好。連結の自己資本比率は75.8%と高水準を維持、経営の基本方針である無借金経営も堅持している。

さらに、現金及び預金の期末残高も1,469百万円と、2012年2月期に比べて11.5%の増加となっている。

子会社コアードも本格的に収益に貢献し顧客層が拡大

(2) 業績の分析

(a) 売上高

同社の事業は、エンジニアリング事業とその他事業の2つに分けられる。エンジニアリング事業は、ソフトウェア、ハードウェアおよびコンテンツの開発・作成を行っている。その約80%がファームウェアという電気製品の組込ソフトの開発・作成となっている。

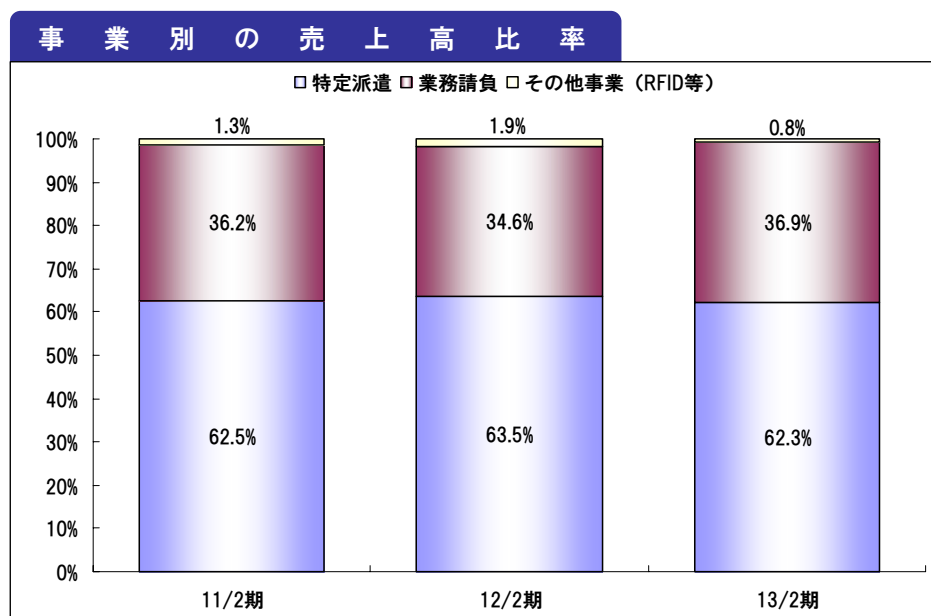
その他事業は、RFID（ICタグに代表される、電波および電磁誘導方式を用いた非接触型の自動認識技術）の製造・販売、スマートフォン向けのアプリや、ポータルサイトの運営などを行っている。エンジニアリング事業が業務請負や、開発技術者の派遣という形で運営されているのに対し、その他事業は、非受注の製品やサービスとなっている。

■決算概要

2013年2月期の売上高は、内訳でいうと、エンジニアリング事業が全体の99.2%（前期比1.1ポイント増）、その他事業が0.8%（同1.1ポイント減）となった。売上高に占める割合の高さから、増収はエンジニアリング事業がけん引したものと見える。これは、前述したように子会社のコアードが本格的に収益に貢献するようになったことなどをはじめとする、キャノン以外の顧客からの受注も拡大したことが最大の要因となっている。ソニー<6758>のグループ会社からの発注も想定外に拡大した。また、最大の顧客であるキャノンに関しても、政権交代前の円高や欧州の景気低迷、キャノン側の組織変更による発注体制の変更などから一部の製品に関して開発が一時的に鈍化したものの、デジタルカメラ分野の開発受注が順調だったことなどによって、受注金額は前年度とほぼ同じ水準を確保できた。

一方、その他事業の売上の大部分を占めるRFIDは、一部の機種が電波法改正による顧客の買い控えから伸び悩んだ。ただ、全体の売上高に占める割合は小さいため、業績全体に大きな影響は与えていない。また、足元では、受注が回復基調にあり、2014年2月期には収益に貢献できる可能性が高くなっている。

エンジニアリング事業の売上高を契約形態別に見ると、特定派遣（顧客に派遣して開発）が売上高全体の62.3%（前期比1.2ポイント減）、業務請負（請負で行う開発）が36.9%（同2.3ポイント増）となった。業務請負が増えたのは、2012年9月にモバイルコンピューティングテクノロジーをオムロンから買収したことが要因。ソーバル単体では、業務請負より利益率の高い特定派遣が増加しており、2012年2月期に実現した「筋肉質の経営体制」は着実に成果を上げていていると考えてよい。

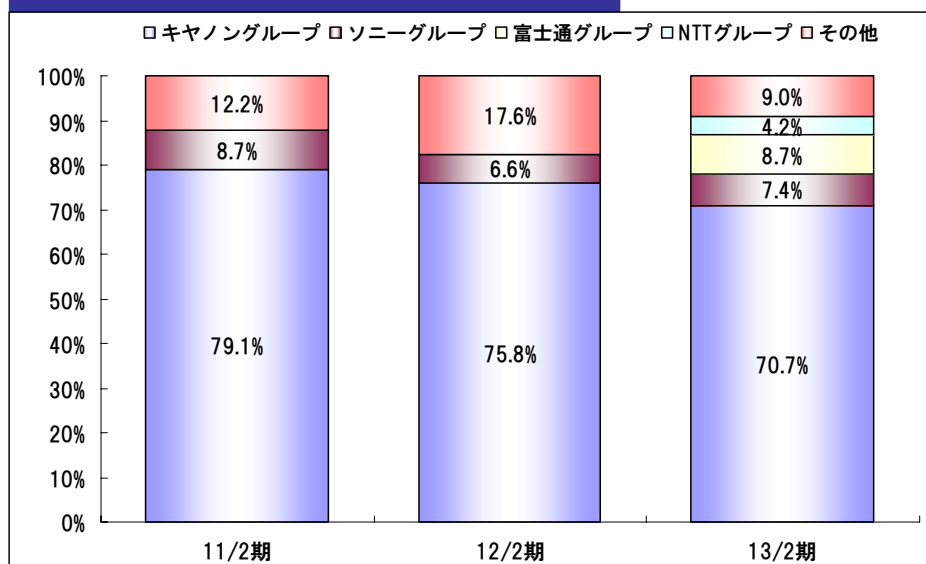


■決算概要

また、売上高を主要顧客別にみると、キャノンおよびキャノングループが70.7%（前期比5.1ポイント減）、ソニーおよびソニーグループが7.4%（同0.8ポイント増）、富士通グループ8.7%、NTTグループ4.2%、その他9.0%となった。

前述しているが、特筆すべきなのは、富士通グループやNTTグループといった、今までは売上高に占める割合が小さかった顧客からの受注が大きく拡大したことである。特に富士通グループの拡大は、子会社であるコアードの貢献が大きい。人員はフル稼働の状態で、売上高に占める富士通グループの割合は、おおよそ前期比4ポイント拡大したようだ。

主要顧客別の売上構成比率



キャノンおよびキャノングループの割合は減少したが、これは1社の大口顧客だけに売上高を依存する体質からの脱却を進めているためであり、その意味でキャノンおよびキャノングループの割合が減ったことは計画どおりと見てよい。

しかも、キャノンおよびキャノングループからの受注額は前期比で横ばいとなっているので、キャノンとの関係そのものは親密を保つ一方で、他の顧客からの受注拡大を図っていることになる。このようなことから、企業としての成長路線にしっかりと乗っていると分析できよう。

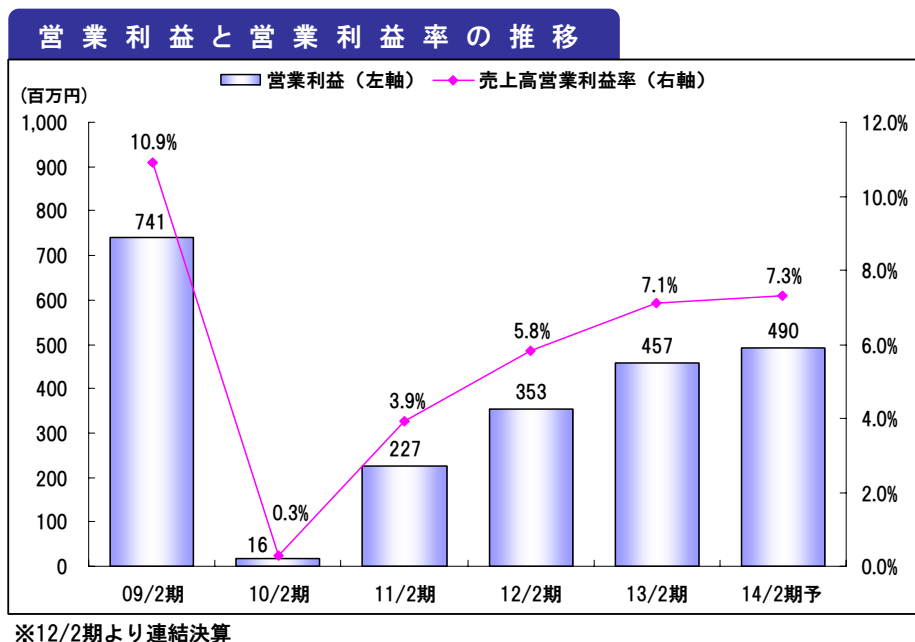
以上のことから、売上高を俯瞰して分析すると、主力のエンジニアリング事業は、極めて堅調に拡大しているといえる。また、その内容としては、既存顧客からの受注を堅持しながら、M&Aなどによって新しい顧客の獲得を確実に成功させていると総括できよう。

■決算概要

開発人員の稼働率が向上し利益率の向上に貢献

(b) 利益

売上高の増加に比べて利益の伸びが非常に大きいことが注目点である。売上高営業利益率は7.1%と前期に比べ1.3ポイントも上昇している。



これは、前回（2012年2月期の第2四半期決算）レポートでも述べたように、「筋肉質な経営体質」への転換が実現したことによる。拠点の統廃合、間接部門の人材の直接部門への配置転換、人材教育体制の再構築といった改革を過去数年にわたって行い、実現したものである。

さらに、元々ファームウェア開発・作成という非常に特殊な製品で、ライバル企業もほとんどいないビジネス領域で事業をしているため、価格競争に陥りにくいというメリットがある。事業そのものが収益を確保しやすいのである。

また、開発人員の稼働率が97%と、前期比で5ポイントも増加し、ほぼフル稼働の状況を維持できたことも利益率向上の大きな要因となっている。同社の場合、コストは派遣や請負の開発要員の人件費がほとんどとなっており、これは残業代を除いてほぼ一定である。したがって、フル稼働が続けば、その後の売上高の増加分は、そのままほぼ営業利益の増加につながるとみられる。

■決算概要

2014年2月期は4期連続の増収増益と増配を計画

(3) 2014年2月期予想

2013年2月期決算と同時に発表した2014年2月期の連結業績予想は、売上高6,700百万円（前期比4.1%増）、営業利益490百万円（同7.2%増）、経常利益490百万円（同5.6%増）、当期純利益265百万円（同7.3%増）と、4期連続の増収増益となっている。年間配当金は、配当性向30%という株主への約束どおり1円増配の18円と、増配も4期連続となる。

同社の今までの業績から見てやや低めと思えるような予想の基本になっている要因が、人材育成のための費用である。新卒の教育にかかる半年～1年程度の期間、育成のための費用が必要になるため、1ケタの増益率を想定しているのである。ただ、注目すべきなのは、増益率が低く予想されているということではない。低めの増益率を見込むほど、人材育成費用が必要だと予想される点である。このことは、裏を返せば、優秀な人材確保に成功したということがうかがえるからである。

同社にとって、足元の最大の課題は人材確保だった。ファームウェアという、競争がほとんどない製品を開発しているためライバルは少ない。したがって、開発のための人材が確保できれば、収益は確実に上がる。しかし、特殊なソフトであるがゆえに開発技術を持つ人材が少ないのも事実で、新卒を積極採用し自前で育てる方針を打ち出したが、優秀な人材がなかなか確保できないという状況が続いていた。

しかし、今春は36人の新卒採用に成功。前年実績を10人ほど上回る採用数を確保できており、優秀な人材採用のノウハウを確立できたものとみられる。また、3年後には、100人の採用を計画しているという。

優秀な新卒採用が増えることは、収益を増加させるだけにとどまらない。これら人材が計画通りに確保でき、教育に成功すれば、若く優秀な技術者が急激に増えることになる。そうなれば、開発要員ひとり当たりの生産性も飛躍的に上昇することが予想される。実際、同社は上場前に飛躍的な増収増益を果たしたことがあるが、それは、若く優秀な開発要員の増加が要因であった。したがって、今春のような人員確保が今後も順調に進めば、数年後にはこの飛躍的な増収増益が再現される可能性も高まるのである。

2014年2月期の業績予想に関しても、人材育成の費用が利益を抑える要因となっているため、育成が早く進んだ場合には、業績が上振れる可能性が高いと考えられる。

また、業績の上振れ要因は他にもある。請負案件を効率的にこなすため、パートナーと呼ばれる外注先の積極活用も進めて行く方針としている。同社は、技術流出の防止と、「優秀な人材確保が企業の生命線」という考えから、従来は外注をあまり積極的に行ってこなかった。外注の割合も売上高の3～5%以内と規制している。しかし、拡大する案件を効率的にこなすためにパートナーの拡大も行う。具体的には、現在は4社のところを20社程度に拡大する計画である。売上高の5%以内という規定は堅持するものの、パートナーが増えることによって、利益率の向上が期待できる。

■決算概要

同社は2014年2月期に関しても業績の伸びをかなり固めに見ており、利益の上振れ要因を考慮した場合、業績予想が修正される可能性は高いとみられる。

通期業績の推移（単位：百万円）

	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	当期 純利益	前期比	EPS(円)	配当(円)
09/2期	6,828	6.9%	741	17.0%	728	14.6%	422	19.0%	109.98	27.00
10/2期	5,766	-15.6%	16	-97.8%	19	-97.3%	-19	-	-4.44	5.00
11/2期	5,852	1.5%	227	-	239	-	124	-	28.71	8.50
12/2期	6,126	-	353	-	357	-	182	-	41.94	13.00
13/2期	6,433	5.0%	457	29.5%	464	31.9%	246	35.6%	56.83	17.00
14/2期予	6,700	4.1%	490	7.2%	490	5.6%	265	7.3%	60.96	18.00

※12/2期より連結決算

2011年11月1日付けで1→2株の株式分割を実施、過去の業績については遡上して修正

■成長路線

既存事業と新分野開拓の両にらみでM&Aを展開

今回、決算発表に伴って、短期から中長期までの成長戦略が明確に打ち出された。具体的には、2014年2月期の業績予想でも触れた人材確保のメドが付いたことがまず挙げられるが、この他に、M&Aの新機軸を打ち出したことが重要である。

短期的な成長に関しては、人材確保が大きく貢献する。100人の新卒採用が恒常的に実現すれば、人材拡大の効果により、収益が飛躍的に拡大する可能性が高い。早ければ、2～3年内に実現することも不可能ではない。

また、中長期的な成長に関しては、M&Aの新機軸が貢献する。これは、従来のエンジニアリング事業とは関係のない事業領域の企業も買収対象にするという方針である。

この新機軸の狙いは、3つある。

1番の狙いは、新規の市場開拓である。同社の事業領域は現在電気製品向けが中心で、競争がほとんどないため足元では確実に受注を確保できる。

しかし、中長期的には、不安要素がないわけではない。電気製品が標準化され、製品の持つ機能を高めるファームウェアの役割が少なくなっていく可能性があるのである。例えば、携帯電話やテレビでは、製品そのものの性能よりも、アプリケーションやコンテンツで優劣を競うという状況になりつつある。顧客となる日本の家電業界が苦境に立ち、事業規模を縮小する傾向にあることも不安要因のひとつである。

■成長路線

しかし一方で、ファームウェアの必要性は電気製品以外に広がりつつある。例えば、自動車で、今後ますます「エレクトロニクス技術の固まり」となっていくことが予想され、その機能を高めるファームウェアの役割は重要になることが確実視されている。その他にも、電力におけるスマートグリッド（IT技術によって送電や電力消費を最適化する技術）、交通インフラ、国防などの分野においては、自動車同様に今後、エレクトロニクス技術が貢献する領域が拡大していくと見られている。

そこで、同社はそういった新領域のビジネスを獲得するための前線基地として、従来の事業領域とは違った領域の企業へのM&Aを打ち出したのである。買収した企業を通じて、これら新領域への進出をいち早く果たそうというわけである。

2番目は、新規事業の開発で、同社が持つノウハウを事業化するという狙いである。例えば、長年の研究・開発によって企業のコスト削減のためのデジタル管理のノウハウを確立しているが、買収した企業に対してこのノウハウを活用していくことによって、管理技術に磨きをかけ、その後この技術を商品化し、新事業として展開していこうというのである。

3番目の狙いは、既存社員のポスト不足への対応である。同社は、解決すべき課題として、「定年まで活躍できる環境構築」を掲げている。ファームウェアという特殊なソフトの開発を業務とするため、技術の陳腐化しやすいWEB系などにくらべエンジニア寿命は長いものの、65歳定年制を打ち出している同社にとって、その定年まで最前線でエンジニアとして活躍できる環境は整っていないという。一方で、これら年齢を重ねた社員は、多くのスキルと経験を持っている優秀な人材であることも事実で、M&Aで取得した会社で活躍の場を提供することにより、スキルや経験を活かせるような仕事をしてもらい、定年までいてもらおうというわけである。

新機軸のM&Aでは、5～10人規模の企業を対象に1件当たり0.5～1億円程度の案件を探していく方針である。

一方、従来の基軸に沿ったM&Aも同時に積極的に進めて行く。具体的には、特定の電機メーカーを大口顧客として持つ企業を買収することにより、既存のエンジニアリング事業の領域の範囲内での顧客拡大も目指す。こちらは、30～60人くらいの規模の企業を対象に1件当たり1～3億円程度の案件を探す。場合によっては、5億円程度の案件にも対応するとしている。

同社は、このように既存の事業領域のさらなる拡大と、新分野への市場開拓を両にらみでM&Aを積極的に展開していく意向である。年1社のM&Aという基本方針も堅持する。

■株主優待

株式分割や連続増配など株式流動性の向上策を次々と展開

株主優待に関しては、実績では2012年8月31日を基準日として、最低投資単位の100株以上を保有する株主全員に、東日本大震災の復興支援という意味も込めて、東北地方の名産品（しょう油とポン酢のセット）、コシヒカリ2キロ、りんごジュース3本、日本赤十字への義援金の中から好きなものを贈呈した。

2013年2月期株主優待ギフト

1 名産品



醤油とポン酢(2本)セット

2 お米



コシヒカリ(1kg×2袋)

3 おまかせ



りんごジュース(3本)

4 義援金



日本赤十字社へ寄付

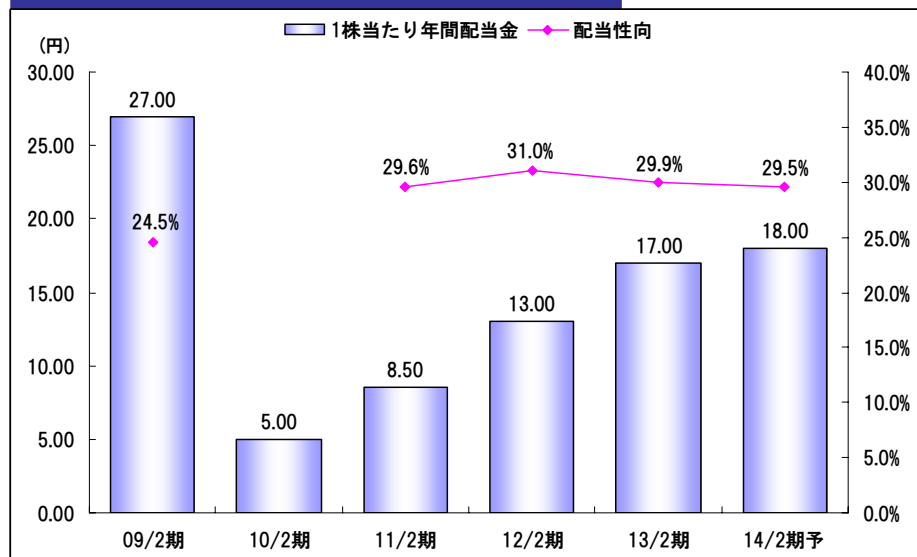
※会社HPより引用

同社は、株式の流動性向上にも注力しており、株主優待をはじめ、株式分割や連続増配といった株式流動性の向上策を次々と打ち出している。現在、個人株主数は2,700人を維持している。

無借金経営で、潤沢なキャッシュを持っているのは事実だが、今後はM&Aをさらに加速させる方針のため、資金確保策の検討も必要となろう。より多くの資金を確保するため、今後株式価値向上のための施策も期待できるのではないかと考えられる。

■株主優待

1株当たり配当金と配当性向の推移



※2011年11月1日付けで1→2株の株式分割を実施、過去の数値については遡上して修正

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社大阪証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ