

ソーバル

2186 東証ジャスダック

2015年4月21日（火）

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

■主力のファームウェアの受注が好調で5期連続で増収増益

ソーバル<2186>は、2015年4月10日に2015年2月期連結決算を発表した。本社移転と人員増強というコストアップ要因があったにも関わらず、売上高・利益ともに当初計画を上回る着地となった。5期連続の増収・増益で、売上高は過去最高を更新した。

主力のファームウェアを中心に受注が順調に伸びた。もともと案件が豊富にあったことに加え、新規顧客の開拓や、既存顧客でも従来とは別の部署からの受注も増えた。また、高い利益率が見込める付加価値の高い案件の受注も拡大した。さらに、本社の移転に伴い、今まで分散していた技術者が本社オフィスに集約され、より多くの受注を効率的にこなせるようになったことが、売上増だけでなく、利益押し上げの大きな要因となった。加えて、子会社の(株)MCTECも構造改革によって黒字化し、通期で黒字化を達成した。独自の教育制度によって、新卒社員のほぼ全員が入社1年以内に収益貢献できる体制が整い、新卒者がコストアップの要因になりにくくなっている点も見逃せない。

この好業績を背景に、同社は配当性向を従来の30%から35%に上げ、当初予想に比べ、さらに増配することを決めた。

また、2015年2月期は、同社にとって今後の成長のための大きな節目の年にもなった。下半期に3つの大きなトピックスが挙げられるからである。第1は、トップ交代が決まったこと、第2は、同社にとって3件目のM&Aが実現したこと、第3は、その他事業の1つであるRFIDの売却である。トップ交代の決定は、創業者である推津順一（しいづじゅんいち）社長の次の世代の経営者を時間をかけて育成するという意味を持ち、M&Aは、新市場への進出に加え、今までほとんど手つかずであった関西市場の開拓という2つの大きな意味を持つ。RFID事業の売却は、事業の集中と選択を行うことで、成長の持続性をより確かなものにしようという戦略である。いずれのトピックスも同社の深謀遠慮が働いていると言え、高く評価できよう。

さらに、15年2月期は、同社が長年抱えてきた課題も解決が進んだ。まず、足元の最大の課題である優秀な人材確保に関しては、15年春の新卒採用が72人と前年に比べ23人増えた。インターンシップを行うなど、人材確保策に努めたのが奏功した。その結果、16年2月期は、M&Aと併せて、連結の社員数が1,000人を越えることが確実にになった。1,000人を越えることによって、大型の案件受注ができる体制になる。

また、中長期的な課題である新領域への販路拡大では、M&Aの他に、独自に医療系分野に進出した。X線デジタル撮影装置の制御システムソフトなどの開発を行う。

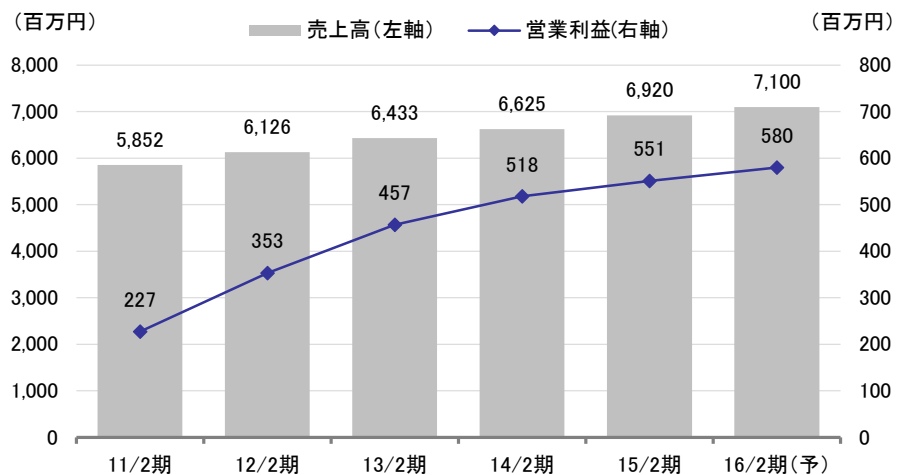
同じく、中長期的な課題としての特定顧客からの脱却も進んでいる。ソニー<6758>及び同グループからの売上増など、従来の主要顧客であるキヤノン<7751>の売上を維持しつつ、キヤノン及び同グループ以外の顧客からの受注も拡大し、特定の顧客に依存するリスクも低下傾向にある。

2016年2月期通期の業績予想も引き続き増収・増益となっている。しかし、この予想には、関西での受注を想定していないなど、かなり保守的な内容になっている。中期的な経営目標と照らし合わせても、上振れる可能性は十分にあると見られる。また、増配予想となっており、投資家への利益還元にも力を入れる姿勢が明確に打ち出されている。好業績への期待に支えられた株価上昇期待と併せて、目の離せない銘柄と言えよう。

Check Point

- ・ 事業リスク低減のために受注先を分散
- ・ 新体制の構築、事業拡大の M&A、事業の選択と集中を進める
- ・ 課題克服によって成長のスピードを加速

通期業績の推移



※12/2期より連結決算

2015年2月期連結決算

カスタマイズ性の高い特殊なソフトウェア開発受託が主力

(1) 概要

ソーバルは、ファームウェアという、電機機器の性能向上に不可欠なうえ、カスタマイズ性の高い特殊なソフトウェアの開発受託を主力業務にしている。同分野で唯一の上場企業である。また、近年は、業務系や Web 系のソフト開発にも力を入れるとともに、M & A にも積極的に取り組み、事業領域を着々と拡大している。また、経営の基本方針として「安定成長の継続」を掲げ、着実な業績向上を実現している。2015年2月期決算も、この基本方針どおりに事業が運営されていることを裏付ける結果となった。

2015年2月期の売上高は前年同期比 4.5% 増の 6,920 百万円、営業利益は同 6.4% 増の 551 百万円、経常利益は同 8.5% 増の 560 百万円、当期純利益は同 10.3% 増の 333 百万円となった。本社移転のための一時的な経費 48 百万円を計上したにも関わらず、この費用を吸収した。同社の業績予想に比べて売上高・利益ともに上振れし、5 期連続の増収・増益となった。特に売上高は過去最高を更新した。リーマンショック後の 2010 年 2 月期で減益となって以降、右肩上がりの成長を続けている。



ソーバル

2186 東証ジャスダック

2015年4月21日（火）

売上高に関しては、同社予想比で3.3ポイントの上振れとなった。要因は、3つ挙げられる。第1は、新規顧客の開拓が順調に進んだ点である。例えば、リクルートホールディングス<6098>グループや、東芝<6502>及び同グループ各社からの受注を獲得した。さらに、注目ポイントとして、既存顧客でも従来とは別の部署からの受注獲得に成功したことが挙げられる。同社が長年にわたり培ってきた顧客からの信頼が受注に結び付いたと言える。

第2は、本社の移転である。移転によって、作業効率が大きく向上し、より多くの案件に対応できるようになった。同社は、2014年6月に本社を東京都大田区から品川区北品川に移転した。同時に大田区に2ヶ所、神奈川県川崎市の川崎区と幸区に1ヶ所ずつあった事業所のうち、川崎市の2ヶ所を本社に集約した。これによって、エンジニアや営業社員など約200人が1ヶ所で業務を行う体制となり、情報・ノウハウの共有化が急速に進み、ソフトウェア開発の受託案件の作業が想定を上回って効率化された。同社はすでに人員の年間平均稼働率が97%という高い状況が続いており、今までの体制のままでは、更なる作業の効率化は困難だった。

第3は、2012年9月に子会社化した組込システムインテグレーターのMCTECが収益貢献を果たせるようになった点である。2014年2月期までは、売上高は事業計画を下回り、損益面では赤字の状況だったが、事業再構築がうまく進んだことによって、売上高が計画を上回り、黒字化も達成できた。同社にとって大きな懸念材料の1つだったMCTECが収益貢献できるようになったことは大きな意味があると言える。すでに収益に大きく貢献している子会社の(株)コアードと、ソーバル本体の3社の協業が、収益拡大を加速させることも期待できよう。

一方、利益面では、営業利益が当初予想比2.0ポイント、経常利益が同2.4ポイント、当期純利益が同4.1ポイントそれぞれ上振れした。この要因としては、以下の3点が挙げられる。

第1は、売上高の上昇に伴う利益の押し上げと、高付加価値案件の増加である。高付加価値案件の増加の背景には、デジタル機器の性能競争の激化がある。メーカー各社は生き残りのためにより高い性能を持つ機器の開発を進めており、その中核となるファームウェアも従来以上に高付加価値化が求められるようになってきている。

ただ、こういった背景による恩恵だけで増益となったわけではない。売上増加要因でも説明した本社移転による作業の効率化が増益を支えた点大きい。また、同社が長年培ってきた高い技術力と、エンジニアが顧客の要求に応えられる技術力を保有しているからこそ、高付加価値化の要求に応えられたという点も忘れてはなるまい。

第2は、新卒者が戦力になるまでの期間の短さである。同社は新卒といってもスキルを重視した採用を行い、かなりレベルの高い人材のみを採用している。そのうえ、現場での作業を通じてスキルを磨かせる同社独自の教育システムによって、無理なく早期にスキルを身に付けられるようになってきている。そのため、14年春の49人の新卒採用のうち、一部は入社2ヶ月程度で収益貢献できるようになるまでにスキルを体得したという。また、同社によれば、1年以内に全員が収益貢献できるレベルに成長することが期待できるという。新卒採用を積極的に行っている企業の場合、ベテラン技術者の定年などで本来はマンパワーが一時的に不足し、利益の圧縮要因になるのが普通のはずだが、同社は、新卒を早期に戦力化することによって、このようなことが起こりにくい体制となっている。

そして、第3は、子会社2社が利益貢献している点が挙げられる。

事業リスク低減のために受注先を分散

(2) 業績の分析

(a) 事業別の売上高

同社の事業は、大きく2つに分けられる。エンジニアリング事業とその他事業である。

エンジニアリング事業は、ソフトウェア、ハードウェア及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機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、電波及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である。エンジニアリング事業が業務請負や、開発技術者を顧客企業に送り込む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。

2事業のうち、エンジニアリング事業の規模が圧倒的に大きい。売上高でその他事業が占める割合は1～3%程度である。2015年2月期では、その他事業は1.8%、エンジニアリング事業が98.2%の比率になっている。

以上を踏まえたうえで、事業別の売上高を見てみると、エンジニアリング事業は、前期比4.4%増の6,798百万円となった。

一方、その他事業は、同7.4%増の121百万円となった。その他事業の大部分を占めるRFID事業が伸びた。これは、主にソフトバンク<9984>向けで、電波法の改正に伴って生じた置き換え需要で、2014年2月期から続いている。

売上面で特筆すべきなのは、同社が事業リスク低減のために推進しているキヤノングループ以外の顧客からの受注が着実に伸びていることであろう。同社の売上高に占めるキヤノングループ向けの売上高の比率は、2014年2月期比で2.7ポイント減の63.3%まで低下した。代わって伸びたのが、キヤノンに次ぐ大口顧客であるソニーグループからの受注である。同2.4ポイント増の11.9%になった。第3位の大口顧客である富士通<6702>及び同グループは同0.1ポイント減の8.5%、第4位のNTT<9432>及び同グループは同0.2ポイント減の3.7%となっている。また、これら顧客以外からの「その他」受注は同0.6ポイント増の12.6%となった。

ソニーグループからの受注が拡大したのは、スイッチャーなどの放送機器関連や、ホームネットワーク系の受注が急拡大しているためである。ちなみに、ホームネットワーク関連はIoT（インターネットオブシングス）の普及によって今後も益々、需要拡大が見込める。放送機器関連の受注は、2012年の東京オリンピックに向けてさらに拡大が期待され、収益源の1つとして成長しそうである。

しかし、この結果には、他に注目すべき点が2点ある。第1は、ソニーグループ向け以外の大口顧客の受注が減っているわけではないということである。金額で見ると、キヤノングループ、富士通グループ、NTTグループは横ばいで推移している。ソニーグループ以外の顧客も、非常に大切な顧客であることは変わりなく、良好な関係でバランス良く、コンスタントに受注している。



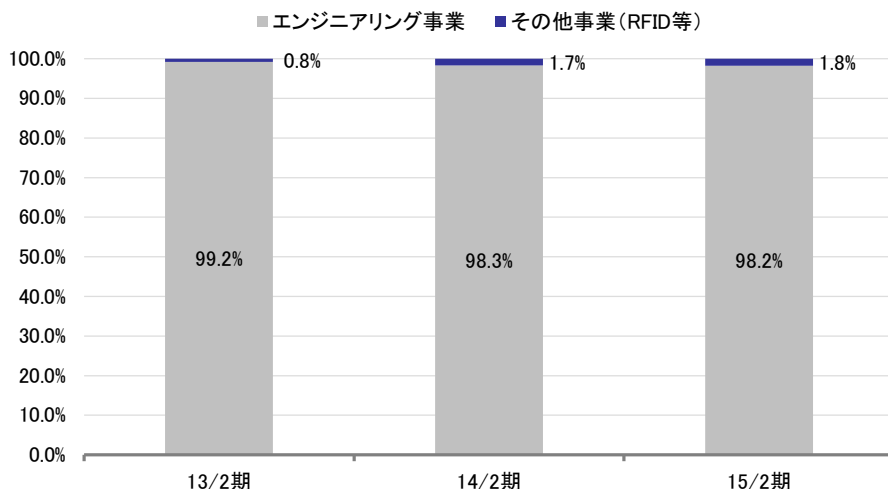
ソーバル

2186 東証ジャスダック

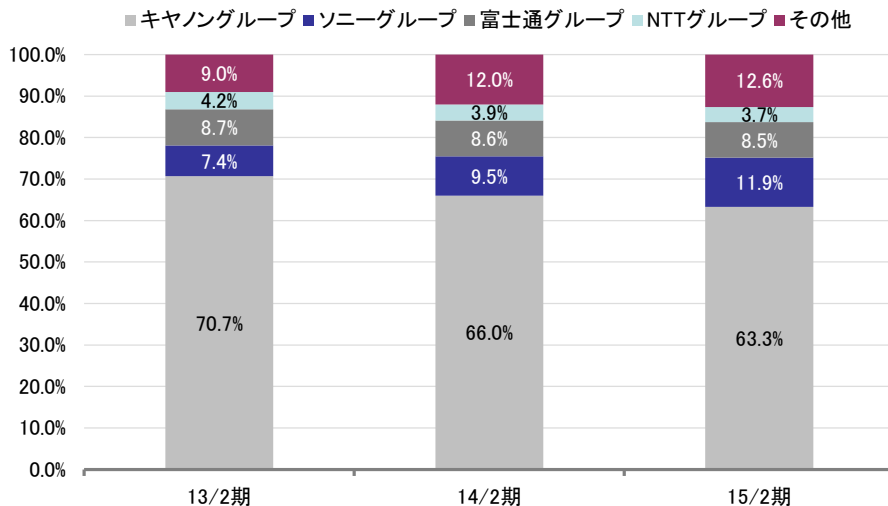
2015年4月21日（火）

第2は、売上高の上昇要因でも触れたが、「その他」からの受注の拡大である。新しい顧客が増加していることは、同社の事業リスク低減には大きな意味を持つ。これら顧客が大手の有名企業であることも併せて注目すべきであろう。また、「その他」からの受注は、ファームウェアはもちろん、それ以外のWebや業務系も少なくない。ファームウェアは顧客企業の製品の開発時期によって売上が上下しやすいが、Webや業務系の開発へと事業のすそ野が広がることで、売上高の標準化も期待できる。

事業別の売上高比率



事業別の売上高比率



(b) 利益

同社は、事業セグメント別の営業利益を公表していない。しかし、2015年2月期の連結ベースでの売上高営業利益率は8.0%と、同社が安定成長に欠かせないとしている7%台を越える寸前の水準になっている。これは2014年2月期通期の7.8%を上回っている。

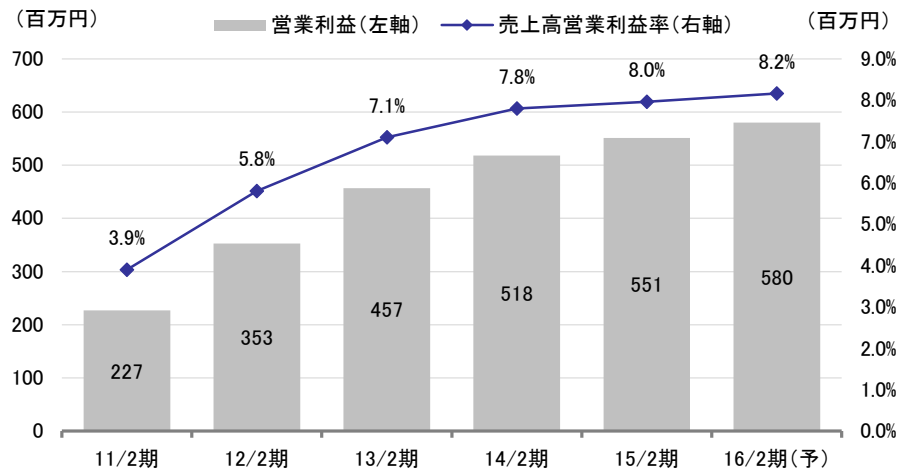
繰り返しになるが、これは、本社移転に伴う業務効率の向上による売上高の増加と、利益率の高い、高付加価値の案件が従来以上に増加しているためである。



ソーバル
2186 東証ジャスダック

2015年4月21日（火）

営業利益と営業利益率の推移



※12/3期より連結決算

(c) 財務状況

一方、財務状態は相変わらず、極めて良好で無借金経営を維持している。業容の拡大に伴い、資産が増えたものの、連結の自己資本比率は70.8%と極めて高い水準となっている。

キャッシュフローも潤沢にある。なお、投資活動によるキャッシュフローのマイナス幅の増加は定期預金の預け入れ（100百万円）と新本社ビルの保証金（126百万円）を計上したため、財務活動によるキャッシュフローのマイナス幅の増加は、次に説明する自己株式の取得による支出（136百万円）、配当金の支払い（112百万円）を計上したためである。

さらに、現金及び預金の期末残高も1,783百万円と、2014年2月期末に比べて20.7%も増加している。これは、以下に述べるM&Aの費用として準備した分も含まれる。

貸借対照表

(単位：百万円)

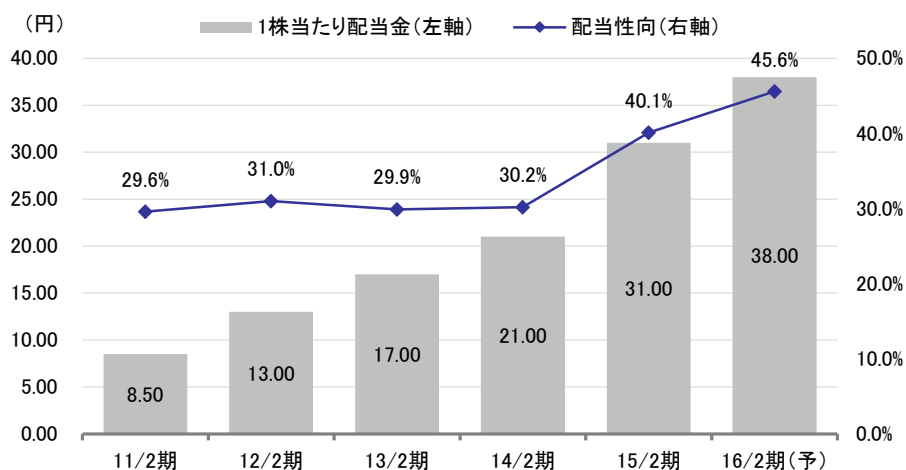
	13/2 期末	14/2 期末	15/2 期末
流動資産	2,610	2,704	2,984
(現預金)	1,469	1,477	1,783
有形固定資産	145	134	168
無形固定資産	65	53	37
投資その他の資産	86	275	366
総資産	2,908	3,167	3,557
流動負債	555	571	860
固定負債	147	162	178
(有利子負債)	-	-	-
負債合計	703	733	1,038
株主資本	2,204	2,433	2,518
純資産合計	2,204	2,433	2,518
負債純資産合計	2,908	3,167	3,557
(自己資本比率)	75.8%	76.8%	70.8%

(d) 配当

期末に1株当たり18円を配当する。期初計画から5円増配に踏み切る。同社は、2015年2月期から配当性向を今までの30%から35%に引き上げた。しかし、第2四半期の配当13円を加えると、配当性向は40.1%となる。これは、長期保有の株主への還元をより厚くするのが目的である。同社は安定成長の持続に自信を持っており、長期に株式を保有すれば、今まで以上に毎期待当が増えていくということを投資家に暗に示唆している。

2015年4月21日（火）

1株当たり配当金と配当性向の推移



※2011年11月1日付で1対2の株式分割を実施、配当額は遡及して修正

さらに、同社は、配当のほかに株主優待制度も導入している。2015年2月期からは、QUOカードを保有単元に応じて配る。8月31日時点での株主に対し、1～4単元（1単元は100株）の保有で500円、5単元以上の保有で2,000円分を送る。これも、長期に大量保有する株主を増やすことが目的である。

なお、株主還元を重視するという面からは、これらのほかに、2014年12月に自社株買いを実施した。自己株式を除く発行済み株式の3.49%に当たる15万1,900株を市場から購入し、自社株を含めた15万2,200株を一括消却した。

新体制の構築、事業拡大のM&A、事業の選択と集中を進める

(2) 2015年2月期の3大トピックス

2015年2月期は、同社にとって今後の成長のための大きな節目の年にもなった。具体的には、下半期に3つの大きなトピックスが挙げられる。いずれも、引き続き安定成長を維持していくための深謀遠慮がうかがえる決断と言えよう。以下にトピックスを説明する。

(a) トップ交代

2015年2月12日の取締役会において、創業者である推津順一代表取締役社長（68歳）が代表権のある取締役会長に就き、推津敦（しいづあつし）代表取締役副社長（36歳）が代表権のある取締役副会長兼CEOに、稲葉勝已（いなばかつみ）専務（53歳）が取締役社長に就任するトップ人事を決議した。5月27日開催の株主総会後の取締役会で正式に就任する。

就任後は、稲葉勝已社長がソーバル、推津副会長が子会社を含めたソーバルグループをそれぞれ所管し、推津会長がグループ全体を統括する「トロイカ体制」となる。

推津副社長は、2005年に入社し、経営企画や経理など経営畑で経験を積んできた。稲葉専務は、1989年に入社し、システム部門といった同社の中核部門を担当してきた。今回のトップ人事は、推津社長がまだ経営に十分に携われるうちに、能力のある若い人材を、時間をかけて一人前の経営者に育て上げる考えと捉えてよからう。

なお、年齢なども加味すると、将来的には、推津副会長がソーバルグループを率い、稲葉社長が補佐するという体制づくりを目指すと考えられよう。

(b) M&A

2015年3月31日、アンドールシステムサポート（株）（代表取締役社長：田中晃（たなかあきら）氏、本社：東京都品川区）を5月1日付で完全子会社にする旨を発表した。買収金額は、取得費用も含めて102百万円。

アンドールシステムサポート（以下、アンドール社）は、1969年に創業、従業員は60人で、車載システムや、生産ライン及び物流搬送設備の制御システムを開発している。2014年8月期の売上高は687百万円、当期純利益は5百万円で、ソーバルの業績に直接、大きな影響を与える規模ではない。しかし、完全子会社化によって、2つの大きなメリットが期待できるとしている。第1は、アンドール社が事業を行っている領域への顧客拡大である。念願の自動車分野への進出が果たせる他、生産ライン・物流搬送設備関連市場への事業拡大も期待できるとしている。第2は、関西への進出である。ソーバルの関西でのビジネス規模は現状では小さい。アンドール社は関西に支社を持っており、子会社化後は、この関西支社をソーバルの関西拠点に位置付ける。当面、ソーバルからの人材派遣は行わず、アンドール社を通じて関西で受注した案件を東京で開発するという形を取り、事業を着実に拡大していく。

(c) RFID 事業の売却

2015年4月10日、「その他」事業の中核であるRFIDを同業の（株）アートファイネックス（代表取締役社長：中村隆治（なかむらりゅうじ）氏、本社：福井県鯖江市）に事業譲渡すると発表した。RFIDは、ソーバルが長年手掛けてきた事業だが、ソフトバンク向けの大型案件が一段落したことや、主力のエンジニアリング事業が今後さらに大きく拡大していくと見られることから譲渡を決めた。会社全体としてビジネスが好調であるにも関わらず、事業の選択と集中を進め、より着実な成長を実現していくという深謀遠慮と捉えてよからう。

人材確保、販路拡大、特定顧客依存などの課題克服

(3) 進む課題の克服

このような着実な成長戦略を展開するなかで、一層の飛躍を実現するための課題克服も進んだ。以下は、これについて説明する。

(a) 人材確保

同社の得意とするファームウェアは、電機製品の性能競争が激しくなればなるほど、重要性が増す。このため、仕事はいくらでも確保できる環境にある。したがって、仕事をこなすための人員さえ確保できれば、比例して事業が拡大できる。

さらに、利益率の高い大型案件を獲得するためにも、人員は必要である。同社は、社員数が数十人程度の企業のM&Aも含めて、連結ベースでの社員数を1,000人（2015年3月末時点では約900人）以上にすることを打ち出している。1,000人以上が確保できれば、1件当たり数十億円以上の大型案件も恒常的に請け負う体制が整うためである。

しかし、人材の確保は容易ではない。ファームウェアの開発は他のソフトウェア開発と違う特殊性があり、通常のエンジニアよりも高いスキルが求められ、それだけのスキルを持つエンジニアの絶対数がそもそも少ない。自社で育成するにしても、景気の回復に伴い、新卒の優秀な学生の確保が困難になってきている。このような背景から、人材確保は足元での最も大きな課題となっている。



ソーバル

2186 東証ジャスダック

2015 年 4 月 21 日（火）

一方、同社はこの課題の克服を地道に進めている。かつては人材紹介会社などを通じて採用をしていたこともあり、採用の費用だけでも多額の支出をしていた。しかし、2014 年 2 月期までに自ら採用活動ができる体制を整えることができた。さらに、2015 年 2 月期からは、新たにインターンシップ制度を開始した。スマホアプリなど Web サイト開発を体験する 1 日コースと、組み込みソフトの開発を体験する 3 日コースの 2 つを設定。Web サイトのコースは、2016 年春に卒業予定の大学生を対象に文系理系を問わず、募集した。組み込みソフトのコースは、2015 年秋から 2016 年春に卒業予定で、C 言語プログラミングの経験を持つ大学生を対象に実施した。

新本社も新卒確保の重要な“アイテム”になっている。JR 山手線の大崎駅から徒歩 10 分程度の交通の便がよいインテリジェントビルで、これによって学生の同社への興味が増すことも期待している。

「人を何よりも大切にする」という推津社長の経営姿勢も人材確保の大きなポイントといえる。エンジニアのワークライフバランスを充実するため、残業時間を極力減らす運営を行っている。また、東洋経済新報社が調べた「有給休暇取得率」ランキングでは、サービス業では 2013 年から 3 年連続で 2 位を獲得している。同じく社員に優しい「ホワイト企業」ランキングの最新版では、2011 年卒業の新卒社員が 3 年間に 1 人も辞めなかった企業のひとつに挙げられている。

これらの克服策によって、学生の就職希望が増加したという。その結果、2015 年春の新入社員は 72 人を確保できた。目標の 80 人には 1 割程度、足りなかったものの、前年に比べると、23 人も増えた。目標に届かなかった理由は、学生に高い能力を求め、採用のハードルを下げなかったことが原因という。採用には決して妥協を許さない姿勢を堅持しながらの人材確保としては、ほぼ満足できる結果だったと言える。

同社は 2016 年 2 月期から新卒を毎期 100 人ずつ恒常的に採用する計画を打ち出している。恒常的に採用できれば、定年退職などでの減員分を除いた純増数は、毎年おおよそ 10 人程度になるという。ただ、目標をクリアできるかはまだ、見通せない。学生の採用期間が後ろ倒しになったことも人材確保をさらに難しくする要因になりそうである。同社は、対策として、会社説明会の回数を増やしたり、選考方法の見直しなど行うとしている。

とはいえ、仮に 100 人の新卒が確保できなかった場合でも、業績が悪化するわけではない。本社移転による業務の効率化はまだまだ加速できる水準であり、15 年 4 月入社の新卒社員の早期の戦力化も十分に見込める。したがって、人材確保は同社にとって最大の課題ではあるものの、質を落としてまで人数を確保するつもりはまったくないとしている。

また、人員の確保という面では、パートナー不足も 2014 年 2 月期に引き続いて課題となっている。同社は、事業バランスを考えて、売上高の 5% をパートナー企業に外注するのを基本としている。ところが、景気回復によりパートナー企業のほうも忙しくなり、ソーバルからの発注に十分にこたえられなくなってしまっている。2015 年 2 月期の売上にも占める外注の割合は 3% 程度だったという。

ただ、これに関しても、幸い、MCTEC が収益に貢献できるまでに構造改革ができたことで、幾分か、パートナー不足を緩和できる可能性がある。

2015年4月21日（火）

(b) M&A などによる販路拡大

同社は、エンジニアリング事業の拡大のために既存の事業領域とは違った新しい領域のビジネスへの進出を成長戦略の柱の1つにしている。同社はこれをM&Aによって実現しようとしており、「新機軸のM&A」と位置付け、買収先を探している。今までは、買収条件として(1)事業継承者がいない、(2)営業力が不足している、(3)従業員30～60人で年商3～20億円規模、(4)買収金額は100～300百万円程度を基本とし、医療、自動車、航空宇宙分野を具体的なターゲットとしていた。そして、2015年2月期は、前述のようにアンドールシステムサポートの買収が実現した。

本来は、「1年に1件の割合での買収」という姿勢を示していたが、2012年のMCTEC以来のM&Aとなる。景気の回復に伴い、買収に競合が生じ、買収価格が上昇、この結果、なかなか決まらなかったのだという。そういう意味で、アンドール社は徐々に条件にぴったり合った案件だったようである。ただ、今後は、さらにM&Aの競合先が増えて行く可能性が高い。そこで同社は、今後は600～700百万円程度にまで引き上げて買収候補探しを進めるとしている。

また、買収先の事業分野に関しても、自動車分野への進出がなかったため、新たに介護・災害向けロボットと、金融サービス分野を対象に加える。今後は、従来の医療、航空宇宙と併せて4分野でのM&Aを進めて行く。なお、介護・災害向けロボット分野に関しては、介護施設の職員や災害救助および復興に携わる人々が装着して作業しやすくするタイプのもののソフトウェア開発を対象にしているという。

同時に、新領域への事業拡大をM&Aだけに頼るのではなく、グループ内で新ビジネスを生み出すことによって実現しようという戦略も進めている。2015年2月期には、医療分野への進出を果たした。X線デジタル撮影装置制御システム、眼底カメラ制御アプリ、新薬の治験データ統計解析などの開発を進めている。まだ、規模は小さいものの、同分野でのM&Aも併せて今後の成長に期待がかかる。

さらに、今後は新領域への事業拡大と並行して事業の選択と集中も進める。RFIDの売却に見られるように、同社にとってより成長性の高い分野を強化する構造改革も進めて行く方針である。

(c) 特定顧客依存からの脱却

売上高の約60%以上をキヤノングループに依存している点はリスクと言えよう。しかし、顧客層の拡大は着実に進んでいる。同社が連結決算となった2012年2月期は売上高の70.7%をキヤノングループへ依存していた。既に触れたとおり、2015年2月期は63.3%まで低下している。キヤノン依存からの脱却は着実に進んでいると考えてよかろう。

ただ、キヤノングループからの受注が急激に細る恐れも極めて低い。例えば、デジタルカメラは、スマートフォンの普及で需要が減少していると言われていたが、キヤノンの主力である一眼レフに関して言えば、写真のプロや愛好家向け、新興国富裕層などに根強い人気があり、消費者の要求に対応するためにより高度なファームウェアの開発が引き続き行われており、開発費も維持されているという。

したがって、今後もキヤノングループからの受注は横ばい傾向が続き、営業社員や子会社の努力によってキヤノングループ以外の顧客からの受注拡大が少しずつ進んでいくと見るのが妥当であろう。

(d) 高齢化対策

同社の社員の平均年齢は35歳程度で、決して高齢化が進んでいるわけではない。しかし、同社は、離職率が5%程度と、競合他社の半分程度の低さである。離職率が低いのは、有給休暇の取得を推進し、残業も極力抑え、報酬体系も明確な内容になっているためである。また、ファームウェアという電機製品の中核を担うビジネスをしているため、特にエンジニアにとっては非常にやりがいのある仕事であるという面も離職率の低さの一因となっている。しかし、離職率の低さは、一方で、将来の高齢化につながる恐れもある。

高齢化対策としては、社員の若返りを進めるしかない。そのためにも、同社の最大の課題として挙げた新卒採用の確保は重要になる。また、高齢化した社員への対応としては、退職を促すのではなく、定年まで活躍できる社内体制の構築や、労働集約型のビジネスに頼らない収益の柱を確保することなどを模索している。

課題克服によって成長のスピードを加速

(3) 2016年2月期通期予想

デジタル機器の性能向上競争は今後、ますます、激化していくと考えられる。ファームウェアはデジタル機器の性能向上を実現する中核ソフトであるため、需要はさらに拡大していくと予想される。さらに、技術の特殊性からファームウェアを提供できる企業は極めて限られている。また、同社は長年のソフト開発の成果が顧客から高い信用を得ている。経営の基本方針として「安定成長の継続」を掲げているが、市場拡大、競合の少なさ、顧客からの信頼という3つの点を考慮すると、今後も、安定成長を維持できる可能性が極めて高いと考えてよからう。

2015年2月期決算と同時に発表された2016年2月期の通期の連結業績予想も、安定成長を裏付けるような内容になっている。売上高が前期比2.6%増の7,100百万円、営業利益が同5.1%増の580百万円、経常利益が同3.5%増の580百万円、当期純利益が同5.0%増の350百万円としている。

安定成長の裏付けは、人員の拡充である。15年春の新卒者とアンドール社のM&Aによって、16年2月期の社員数は連結ベースで1,000人を越える。すでに触れたように1,000人体制を確立すれば、1件当たり数十億円の大規模案件の受注も可能となる。これら課題の克服の他にも、アンドール社の買収に伴う関西への進出、自動車分野をはじめとした新領域への進出といった事業拡大が一気に進んだ点なども挙げられよう。

ただ、この目標を見ると、今までの安定成長路線から成長の加速を打ち出したようにも見える。今後は売上高が年率平均で8%程度の成長が必要になるほか、営業利益率も今までの安定成長の目安である7%台の維持から10%に上がることになるからである。しかし、同社は今までの安定成長路線を放棄したわけではない。課題の克服が進んだことによって、成長速度を早めても、右肩上がりの成長が持続できると判断したと捉えるのが妥当であろう。

話を2016年2月期の業績予想に戻せば、この経営目標と照らし合わせても、予想はかなり保守的であると考えざるを得ないといえよう。



なお、配当に関しては、第2四半期に1株当たり19円(前年同期比6円増)、期末に19円(同1円増)を予定している。業績予想をもとにすると、配当性向は45.6%になる。既に説明したように同社は株主還元を力を入れており、配当利回りからも株価の押し上げ要因となる可能性があり、株価と配当の両面で目が離せない銘柄と言えよう。

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	純利益	前期比	EPS (円)	配当 (円)
12/2期	6,126	-	353	-	351	-	182	-	41.94	18.00
13/2期	6,433	5.0%	457	29.5%	464	31.9%	246	35.6%	56.83	17.00
14/2期	6,625	3.0%	518	13.3%	516	11.4%	302	22.4%	69.53	21.00
15/2期	6,920	4.5%	551	6.4%	560	8.5%	333	10.3%	77.30	31.00
16/2期(予)	7,100	2.6%	580	5.1%	580	3.5%	350	5.0%	83.32	38.00

ソーバル

2186 東証ジャスダック

2015年4月21日(火)

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、株式会社東京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・表示したのですが、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、企業との電話取材等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