

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

ソーバル

2186 東証 JASDAQ

[企業情報はこちら >>>](#)

2017年4月19日(水)

執筆：フィスコアナリスト

清水さくら

FISCO Ltd. Analyst **Sakura Shimizu**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 2017年2月期連結決算：連結営業利益は前期比19.2%減も新規開拓が奏功し 2.6%の増収	01
2. 2018年2月期会社予想：前期減益要因の解消から利益回復の見通し	01
3. 株主還元策：2017年2月期の配当性向は50.2%、2018年2月期も増配	01
■ 会社・事業概要	02
1. 会社概要	02
2. 事業内容と開発実績	02
3. 主要顧客の売上高構成比	03
4. 課題と取り組み	04
■ 業績動向	05
1. 2017年2月期連結決算	05
2. 2018年2月期会社予想	08
■ 将来の目標	08
■ 株式需給	09
■ 株主還元策	10

■ 要約

中長期の戦略的な取り組みの成果と課題が明確に反映された決算、株主還元は手厚く 2017年2月期の配当性向は 50.2%

ソーバル<2186>は、ファームウェア、ハードウェア、ソフトウェア開発を手掛ける国内有数の独立系組み込みシステム開発企業。顧客であるキャノン<7751>グループが連結売上高の52.2%を占めており、従来より売上比率は低下したとは言え売上総額は依然高水準にある。ソフトウェア・ハードウェア開発から第三者検証までワンストップで提供できるのが強み。

1. 2017年2月期決算：連結営業利益は前期比 19.2%減も新規開拓が奏功し 2.6%の増収

2017年2月期連結業績は、売上高が前期比 2.6%増の 7,914 百万円、営業利益が同 19.2%減の 493 百万円、経常利益が同 19.5%減の 500 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 11.2%減の 347 百万円となった。主要な減益要因は、一部において発生した不採算案件の影響、新卒社員の売上寄与の遅れ、投資段階にある自動運転への人員配置を戦略的かつ積極的に行ったことによる。ただし、不採算案件は既に解消に向かっており同社は説明している。営業利益率は第3四半期を底に第4四半期には回復を示しており、利益の落ち込みは一時的に過ぎないと見られる。

2. 2018年2月期会社予想：前期減益要因の解消から利益回復の見通し

2018年2月期の連結業績予想は、売上高 8,120 百万円(前期比 2.6%増)、営業利益 570 百万円(同 15.5%増)で、営業利益率は前期から 0.8 ポイント改善の 7.0%を見込む。既存顧客からの受注の伸びのほか、4月1日付で譲受けた IoT 事業が売上高に貢献する見通し。利益面では、売上高増による効果や、前期において減益要因となった不採算案件がなくなる効果などにより営業利益段階で前期比 15.5%増益を計画している。

3. 株主還元策：2017年2月期の配当性向は 50.2%、2018年2月期も増配

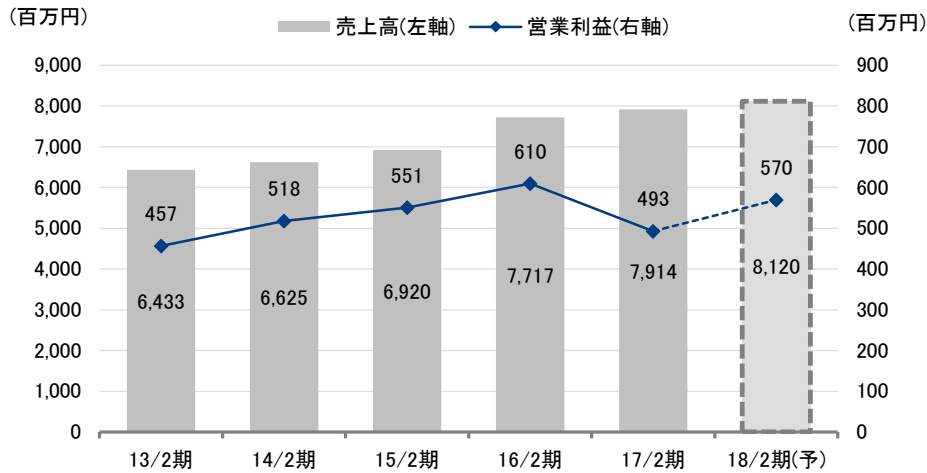
2017年2月期の1株当たり配当額は前期比 3 円の増配となる 42 円。期中においては自社株買も実施しており、総還元性向（(配当支払総額 + 自社株買総額) ÷ 親会社株主に帰属する当期純利益）は 95.1%と著しく高水準となった。2018年2月期も 3 円の増配となる 45 円を予想。配当性向 35%を公約しているが、直近数年の配当性向は 40%超であることから今後もこの水準で推移する見通し。

Key Points

- ・ 2017年2月期は連結売上高が前期比 2.6%増、営業利益は同 19.2%減。不採算案件の発生や、新卒社員の売上寄与の遅れ、投資段階の自動運転への人員の振り分けが主要な減益要因。
- ・ 2018年2月期は前期の不採算案件の解消などで売上高 2.6%増、営業利益 15.5%増の見通し。
- ・ 2017年2月期の配当性向は 50.2%、2018年2月期の1株当たり配当予想は前期から 3 円増配となる 45 円で配当性向は 48.2%の見通し。

要約

業績推移



出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

■ 会社・事業概要

身近なデジタル製品に欠かすことのできない技術で事業展開

1. 会社概要

同社は「技術で社会に貢献する」を企業理念に掲げ、1983年に創業した国内有数の独立系組み込みシステム開発企業。エンジニアリング事業の単一セグメントで、主にデジタル製品メーカーに対し、ファームウェア、ソフトウェア、ハードウェアの開発を支援するサービスを提供している。なかでも、ファームウェアの開発は得意。近年では、業務システムやウェブシステム開発にも注力しており、マルチレイヤーのシステム開発をワンストップ受注できる体制を確立した。ソーバル株式会社のほかに、連結子会社の(株)コアード、アンドールシステムサポート(株)もエンジニアリング事業を営む。

2. 事業内容と開発実績

同社が得意としているファームウェアとは、組込みソフトウェアとも呼ばれ、デジタルカメラのICチップなどに書き込まれており、露出補正や顔認識などの高度な制御を行う。具体的には、プリンタにおける両面印刷や1面に2ページを印刷するなどの機能を、モータの回転方向や用紙の送り方等を制御することで可能にする。デジタルカメラでは、部屋の明るさを判定し自動でストロボを発光することや、手ぶれを補正して正しい画像の保存をするなどの機能を付加しており、誰もが手にするデジタル製品の中に搭載されている機能のための技術を提供している。

会社・事業概要

ソフトウェアでは、デジタル製品のアプリケーションツールやドライバの開発のみならず、業務系及び Web 系のアプリケーション開発にも携わる。ハードウェアにおいては、LSI や DSP の設計・開発、周辺回路設計、さらに、構造設計や機構設計の研究・試作・量産設計を開発範囲としている。

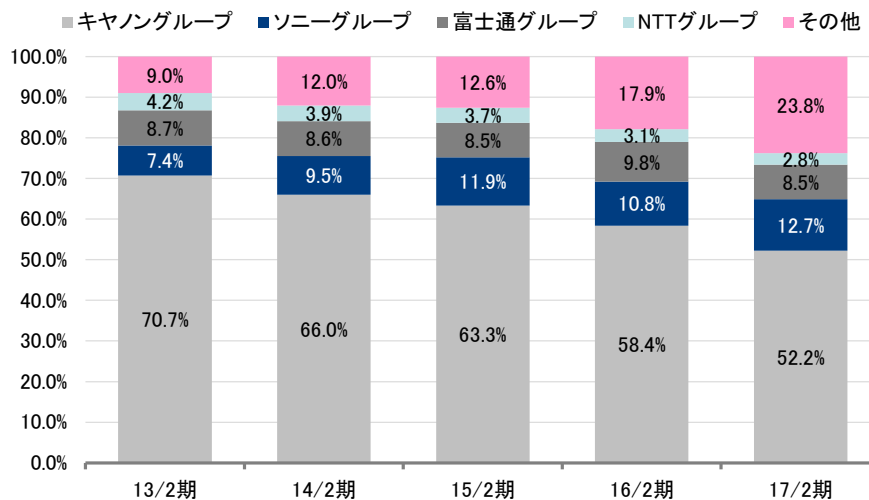
ソフトウェア開発、ハードウェア開発のみならず、第三者検証までワンストップで提供できることが同社の強みだ。各メーカーによりやり方が異なっており明確な技術優位性の比較は難しいが、参入障壁があると言える。

開発実績には、デジタルカメラ・ビデオ、デジタルテレビ、デジタルサイネージ、各種レコーダー、スキャナ、プリンタ・複合機、携帯電話・Android 端末、スマートフォンアプリ、液晶プロジェクタ、ハンディターミナル、通信・サービスシステム、官公庁向けシステム、流通・製造システム、医療系システム、各種社内システム、コンシューマ向け EC サイト、各種シミュレータなど幅広く、身近な商品に同社の技術が使われていることが分かる。

3. 主要顧客の売上高構成比

2017年2月期における顧客別連結売上高の割合は、キヤノングループ 52.2%、ソニー<6758>グループ 12.7%、富士通<6702>グループ 8.5%、NTT<9432>グループ 2.8%、その他 23.8%。2011年2月期にはキヤノングループが 79.1%と大部分を占めていたが、近年は事業リスク分散の観点からその構成比を戦略的に低下させてきた。

顧客別売上高構成比



出所：説明会資料、決算短信及び会社取材よりフィスコ作成

4. 課題と取り組み

同社は、人材採用、エンジニア育成、販路拡大、多角的な収益構造を課題として認識している。

人材採用では、労働力不足を背景とした労働市況のひっ迫で中途採用によるエンジニアの確保は難しいことから、同社は新卒採用及びその人材育成に重点を置く方針である。1年で60名弱を採用するが、採用数への拘り以上に採用条件を守ることで質を落とさずに増員を図っている。また、社内教育ももちろんだがOJTも行い、個々のスキルにもよるが早ければ入社3ヶ月後から、一般的な新卒社員であれば1年弱で売上に貢献するエンジニアに成長する。

エンジニア育成も欠かすことのできない課題で、新規案件の仕様策定や交渉能力を備えた人材の育成、プロジェクトの管理能力を備えた人材の育成を図っている。中長期観点からのスキルの向上も必要で、そのために、同社は受託開発（請負業務）へのシフトを重点施策に置いている。技術提供業務の場合、スキルはその業務に携わったエンジニアのみに蓄積される傾向にあるが、受託開発業務になるとスキルが会社に蓄積されることになり中長期的にはエンジニア育成に資するため。2018年2月期中に技術提供業務と受託開発業務の比率を5:5まで引き上げる目標を掲げている。従来は受託開発業務の比率は4割程度であったが、2017年2月期には52%程度まで上昇しているもよう。前述の顧客別売上高構成比においてキャノングループの売上高比率が減少している一方で、ソニーグループが拡大している理由は、前者では技術提供業務が多いが、後者ではアプリケーション関連の業務が多く機密性の観点からハードルが低く受託開発業務を受注しやすいという背景事情がある。なお、キャノングループとの契約を技術提供業務から業務請負に切り替えることはキャノングループから受注している業務性質に係る機密上、難しいようだが検討を進め、様々な角度からアプローチをしているようだ。

特定顧客依存からの脱却を図る一方で、販路拡大にも取り組んでいる。販路拡大には、既存顧客にアプローチして新規案件を受注する方法が最も多いようだ。近年の新しい取り組みであるSlerとの連携も強化しており、足元でも最も受注が伸びているもよう。大手Slerとの連携で、単独では獲得しにくい案件への参画が可能となった。顧客側にとってもメリットが多いことはもちろんのこと、同社が狙っている受託開発案件が多いのも拡大の背景となっている。また、M&Aなどで販路も拡大しているようで、後述するがIoT事業の売上高貢献も見込めるようだ。

多角的収益構造では、新事業である自動運転に戦略的に人員を配置しているほか、その他の分野についても拡大に注力している。自動車、医療、航空・宇宙、金融サービス、介護・災害向けのロボットで開拓分野と位置付けている。これらの開拓分野では新規の顧客開拓のみならず、業務提携やM&Aなども積極的に検討している。実際に、2011年3月に業務範囲の拡大を目的としてコアードを、2012年9月に株式会社MCTEC（2016年5月に同社に吸収合併）、2015年5月にアンドールシステムサポートを連結子会社化した。アンドールシステムサポートは車載システムや生産ライン・物流搬送設備の制御システムなどの開発に優位性があり技術の補完による事業の拡大に貢献したほか、コアードの連結子会社化により富士通グループの受注が急拡大、新規顧客の獲得などの効果もある。また、エンジニア配置の調整など連携が多くできており副次的な効果も得られたようだ。直近では、4月1日付でユビキタス<3858>からIoT事業を譲受しており、IoTプラットフォームに関連するソフトウェア、サービス及び技術を譲り受けた。ユビキタス傘下では、アプリケーション開発ができずにIoT事業が保有する技術が発揮しきれなかったけれども、同社では様々な案件ができるようで、また同社にとっても補完する技術の獲得や販路の拡大というメリットも見込める。

業績動向

減益決算だが、第4四半期より営業利益率は回復

1. 2017年2月期連結決算

2017年2月期連結業績（2016年3月～2017年2月期累計）は、売上高が前期比2.6%増の7,914百万円、営業利益が同19.2%減の493百万円、経常利益が同19.5%減の500百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同11.2%減の347百万円となった。計画比では、売上高で1.1%、営業利益で20.4%の未達となったほか、営業利益率も計画では7.8%を予想していたが、6.2%での着地となった。

(1) 主な増減要因と四半期営業利益率の推移

増収要因は、既存顧客の受注増や新規顧客からの受注、前期に連結子会社化したアンドールシステムサポートの収益化をはじめとする再編成に成功したことが大きかった。また、重点的に取り組むとしていた日立<6501>グループとの取引も自動運転関連を中心に本格的に進展したようだ。一方で、主な減益要因は新卒社員の売上寄与のタイミングが例年より遅れたこと、自動運転関連で人員配置を積極的に行ったこと、一部に不採算案件の発生があったことの3つ。不採算案件は、要件の不一致や見積りより工数が増加したことにより発生したが、既に2017年2月期に大部分が完了しており、一過性要因と言える。新卒社員の売上寄与のタイミングの遅れについては、前述の通り同社が新卒採用に軸を置いているため入社から戦力化まで1年弱かかっていることによる。最後の自動運転については、同社が最も注力している将来の成長分野の位置付けであり、戦略的に人員を同分野に配置した。つまり、利益率の高い既存事業から、投資段階にあるAI・自動運転の分野へ人員を振り分けたことにより利益率が低下したというのが背景である。

2017年2月期連結営業利益率を四半期別に見ていくと、第1四半期には6.7%であったが、第2四半期に5.9%、第3四半期に5.8%と低下した。しかしながら、不採算案件は解消に向かっており利益圧迫は一時的との会社側の説明を裏付けるように第4四半期には6.5%まで回復しており、今後の推移を見守らなければならないが、不採算案件の解消などでもう一段の回復は見込めるだろう。

業績動向

簡易連結損益計算書

(単位：百万円)

	13/2期	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期
売上高	6,433	6,625	6,920	7,717	7,914
前期比	5.0%	3.0%	4.5%	11.5%	2.6%
売上原価	5,219	5,276	5,475	6,102	6,419
前期比	5.6%	1.1%	3.8%	11.4%	5.2%
売上総利益	1,214	1,348	1,444	1,614	1,494
前期比	2.7%	11.1%	7.1%	11.8%	-7.4%
販管費	756	830	892	1,003	1,000
前期比	-8.7%	9.7%	7.5%	12.4%	-0.3%
営業利益	457	518	551	610	493
前期比	29.5%	13.3%	6.4%	10.7%	-19.2%
経常利益	464	516	560	621	500
前期比	31.9%	11.4%	8.5%	10.8%	-19.5%
当期純利益	246	302	333	391	347
前期比	35.6%	22.4%	10.3%	17.5%	-11.2%
<収益性>					
売上総利益率	18.9%	20.3%	20.9%	20.9%	18.9%
売上高営業利益率	7.1%	7.8%	8.0%	7.9%	6.2%
売上高経常利益率	7.2%	7.8%	8.1%	8.0%	6.3%
売上高当期純利益率	3.8%	4.6%	4.8%	5.1%	4.4%
ROE	11.7%	13.0%	13.5%	14.9%	12.6%
ROA(総資産経常利益率)	16.8%	17.0%	16.7%	16.9%	13.6%

出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

自己資本比率は 77.8%、営業キャッシュ・フローは前期を上回る水準

(2) 財務状態及びキャッシュ・フローの状況

2017年2月期末時点における総資産は2016年2月末比で230百万円減少し3,567百万円となった。内訳を見ると、流動資産は同170百万円、固定資産が同60百万円減少した。流動資産が減少した主因は、現預金の減少による。負債は同250百万円減の792百万円。有利子負債はなく無借金経営を貫いている。一方、純資産は最終利益の計上に伴う利益剰余金の増加や期中に実施した自己株買による自己株式の増加（純資産に対しては減算科目）などにより同19百万円増に留まり2,775百万円となった。期末の自己資本比率は77.8%と極めて厚く、前期末から5.3ポイント上昇した。

業績動向

簡易連結貸借対照表

(単位：百万円)

	13/2 期	14/2 期	15/2 期	16/2 期	17/2 期
流動資産	2,610	2,704	2,984	2,933	2,762
現預金	1,469	1,477	1,783	1,503	1,390
受取手形及び売掛金	814	877	874	1,012	976
棚卸資産	181	187	153	249	256
固定資産	297	462	572	865	805
有形固定資産	145	134	168	578	564
無形固定資産	65	53	37	131	91
のれん	57	44	31	125	88
投資その他の資産	86	275	366	156	148
資産合計	2,908	3,167	3,557	3,798	3,567
流動負債	555	571	860	848	597
買掛金	0	2	2	22	23
短期性借入金等	-	-	-	-	-
固定負債	147	162	178	194	194
長期性借入金等	-	-	-	-	-
負債合計	703	733	1,038	1,043	792
(有利子負債)	-	-	-	-	-
純資産合計	2,204	2,433	2,518	2,755	2,775
自己資本比率	75.8%	76.8%	70.8%	72.5%	77.8%

出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

各キャッシュ・フローの状況について見ると、2017年2月期の営業キャッシュ・フローは219百万円の収入となった。法人税等の支払額242百万円、未払い金の減少額45百万円、未払消費税等の減少額35百万円などの減少要因もあったが、税金等調整前当期純利益が500百万円のほか、のれん償却額37百万円、売上債権の減少額35百万円、減価償却費21百万円などが上回り、減益であったものの前期の営業キャッシュ・フロー145百万円を上回る収入となった。投資キャッシュ・フローは、有形固定資産の取得による支出6百万円もあったが、定期預金の払戻による収入100百万円で、94百万円の収入で着地。財務キャッシュ・フローでは、配当金の支払額170百万円、自己株式の取得による支出157百万円などがあり、327百万円の支出。フリー・キャッシュ・フローは314百万円の収入。期末の現金及び現金同等物の残高は1,390百万円となった。

簡易連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	13/2 期	14/2 期	15/2 期	16/2 期	17/2 期
営業活動によるキャッシュ・フロー (a)	343	284	700	145	219
投資活動によるキャッシュ・フロー (b)	-123	-204	-246	152	94
財務活動によるキャッシュ・フロー	-68	-73	-248	-577	-327
フリー・キャッシュ・フロー (a) + (b)	220	80	454	298	314
現金及び現金同等物の期末残高	1,469	1,477	1,683	1,403	1,390

出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

不採算案件の解消などで業績の回復を見込む

2. 2018年2月期会社業績予想

2018年2月期の連結業績予想は、売上高 8,120 百万円（前期比 2.6% 増）、営業利益 570 百万円（同 15.5% 増）、経常利益は 569 百万円（同 13.8% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益は 381 百万円（同 9.6% 増）。営業利益率は、前期から 0.8 ポイント改善の 7.0% を見込む。同社は、既存客からの受注の伸びのほか、4 月に譲受けた IoT 事業が売上高に貢献すると見込んでいる。利益面では、投資段階にある IoT 事業で若干の減益要因を織り込んだようだが、受注の伸びや、前期において減益要因となった不採算案件が解消する効果などにより営業利益段階で前期比 15.5% 増益を計画している。

連結会社業績予想

（単位：百万円）

	17/2 期		18/2 期（予）		
	実績	売上比	予想	売上比	前期比
売上高	7,914	-	8,120	-	2.6%
営業利益	493	6.2%	570	7.0%	15.5%
経常利益	500	6.3%	569	7.0%	13.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	347	4.4%	381	4.7%	9.6%
<収益性>					
売上高営業利益率	6.2%		7.2%		
売上高経常利益率	6.3%		7.2%		
売上高当期純利益率	4.4%		4.8%		

出所：決算短信よりフィスコ作成

将来の目標

早いうちに売上高 100 億円、営業利益 10 億円を達成へ

同社は中期経営計画等を発表していないものの、これまで説明した施策から、早いうちに売上高 100 億円、営業利益 10 億円を達成したいとしている。売上高 100 億円は数年以内に達成可能と思われるが、売上高目標及び営業利益 10 億円で想定される営業利益率 10% の達成には売上高目標より時間を要するとみられる。また、これらの目標値達成後の姿を何らかの形で発表されることを期待したい。

株式需給

創業家推定持分 51.29%、2位株主は従業員持株会

2017年2月期末時点の所有者別株式数の割合は、金融機関 0.09%、金融商品取引業者 1.71%、その他の法人 41.70%、自己名義株式 2.91%、外国法人等 0.13%、個人その他 53.46%と、個人と国内法人の保有比率が高い。また、創業家の資産管理会社と思われるエバーコア(株)が発行済株式総数の 41.39%を保有、2017年2月期末時点の筆頭株主であり、他の創業家と思われる持分を合計すると、全体の 51.29%を占める。なお、第2位株主は、同社の従業員持株会の 12.99%となっている。

所有者別株式数の割合(2017年2月末時点)

(単位:%)

	政府及び 地方公共団体	金融機関	金融商品 取引業者	その他の法人	自己名義 株式	外国法人等	個人その他	計
所有株式数の割合	-	0.09	1.71	41.70	2.91	0.13	53.46	100.00

出所:会社取材よりフィスコ作成

大株主の状況(2017年2月末時点)

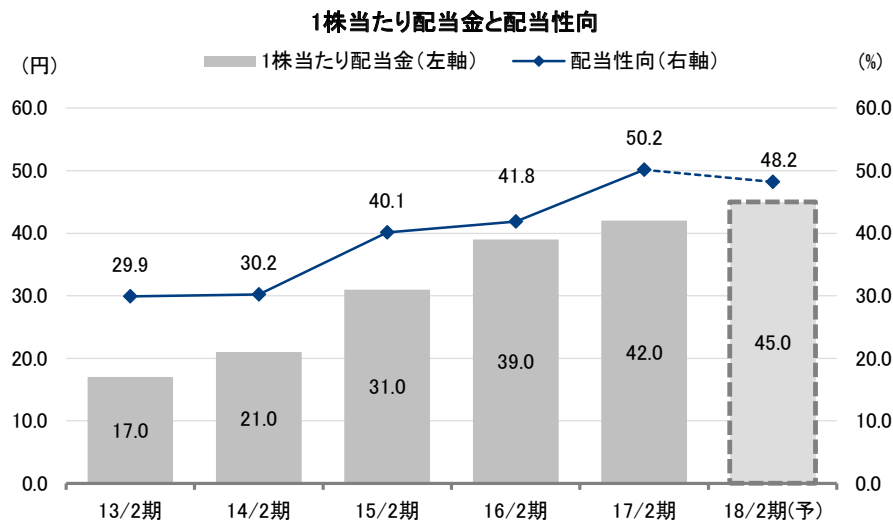
順位	氏名または名称	持株数(株)	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合(%)
1	エバーコア株式会社	1,740,000	41.39
2	ソーバル従業員持株会	546,400	12.99
3	川下 奈々	188,720	4.48
3	推津 敦	188,720	4.48
5	和田 昌彦	30,000	0.71
6	三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社	27,400	0.65
7	町田 泰則	21,500	0.51
8	推津 順一	20,040	0.47
9	推津 幸子	20,020	0.47
10	蔵方 肇	20,000	0.47
合計		2,802,800	66.66

出所:会社取材よりフィスコ作成

■ 株主還元策

2017年2月期は配当性向 50.2%

2017年2月期の1株当たり配当額は期初予想通りの42円に変更しなかった。前期比3円増配となり、減益決算でもあったため連結配当性向は50.2%と高い。さらに、同社は2016年7月～12月において自社株買を実施しており、総還元性向（(配当支払総額173百万円+自社株買157百万円)÷親会社株主に帰属する当期純利益347百万円）は95.1%と極めて高い水準となった。分母を構成する利益が一時的に低下している影響もあるが、高い自己資本比率など強固な財務体質や安定的に売上を稼げるとの自信が背景にありこのように高い総還元性向を可能にしたと思われる。積極的に株主に還元する姿勢は評価できよう。2018年2月期は、3円増配となる45円を予想しており、配当性向は48.2%の見通し。公式な配当公約は35%にとどまるものの、直近の配当性向から今後も4割超の水準が期待できそうだ。



出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレーマー）

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・加工することは堅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・譲渡することは堅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