

2011年10月4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

■ 震災の影響を見据えたシフトで利益は上振れ

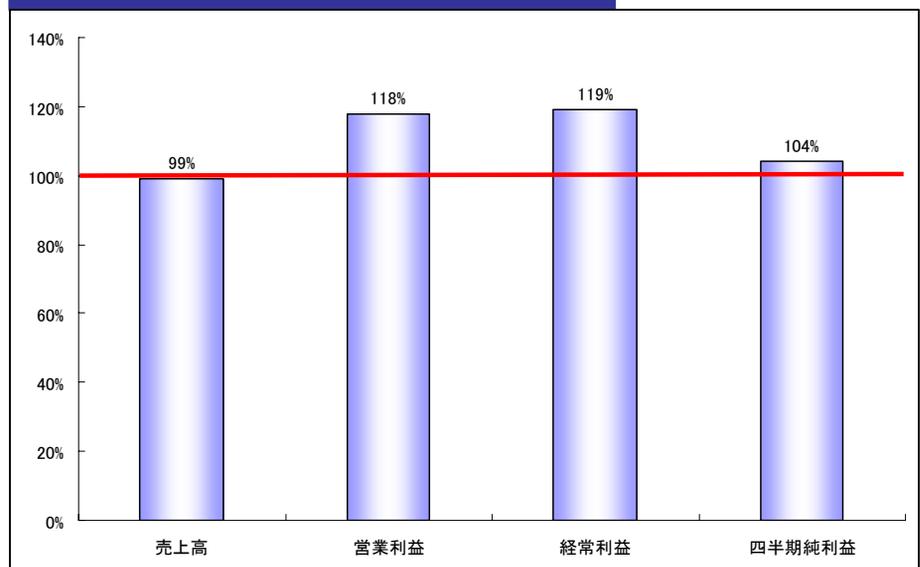
2011年9月30日、大証ジャスダックに上場するソーバル<2186>より、2012年2月期の第2四半期（3-8月期）決算が発表された。ソフトウェア開発会社のコアードを3月1日に完全子会社化したことに伴い、第2四半期決算としては、初めての連結決算となる。期初計画と比べると、売上高は東日本大震災の影響があったものの、ほぼ計画どおりの着地となった。一方、利益は期初計画よりも上振れする結果となった。

東日本大震災の影響で売上が減少することを見越して、間接部門人員の直接部門への配置転換、研究開発費の減少による費用減などの手を打っていたことが奏功した。また、基盤事業を中心に主要クライアントからの受注が比較的強い状況にあるということ、新規クライアントの獲得が着実に進んでおり、企業買収による新規顧客獲得も効果を挙げていることを確認できた。

■ Check Point

- ・ 東日本大震災の影響を見越した体制で利益は上振れ
- ・ 円高による先行き不透明感から12年2月期の通期予想は据え置き
- ・ 株主優待制度や株式分割で株主・投資家へのPRIに注力

第2四半期（3-8月期）の予算達成率



■2012年2月期の第2四半期決算

夏の電力不足の影響を直接部門への配置転換等で吸収

(1) 概観

2012年2月期の第2四半期（3-8月期）決算は、売上高が2,971百万円（期初計画と比較した場合の達成率99%）、営業利益が149百万円（同118%）、経常利益が151百万円（同119%）、四半期純利益が81百万円（同104%）となった。

売上高は、ほぼ期初計画どおりの着地。東日本大震災後の夏の電力不足に伴い、キヤノン<7751>など主要なクライアントがフレックスタイム制による勤務や残業規制を実施した結果、受注プロジェクトの進行が遅れた。このため、足元ではむしろ、更に伸びるはずの売上高が抑制されたというのが実状である。

一方、営業利益は期初計画を2割近くも上回った。上振れの最大の要因は間接部門の人員の直接部門への配置転換および研究開発費の減少による費用減（18.5百万円の営業利益押し上げ効果）、その他販管費の削減（9.8百万円の押し上げ要因）、などである。

仕掛減が8.9百万円の利益逡減要因となっているが、これは受注案件が減少したのではなく、在庫を持たないビジネスモデルである特定派遣による受注が増加し、在庫を持つビジネスモデルである業務請負による受注が減少したため。特定派遣による案件は毎月一定の派遣料を受け取れるうえ、長期にわたる大型のプロジェクトが多い。このため、同社の売上増加にもキャッシュフロー改善にも貢献する。東日本大震災の影響で売上が減少するのではないかと判断し、意識的に特定派遣による案件受注を増やした結果であるようだ。

一般にソフトウェア開発の請負では、仕掛が減少することは将来の売上減少につながると見られがちであるが、同社の場合は、特定派遣と業務請負の2本柱による受注であるため、むしろ今回のようなかたちでの仕掛の減少は近い将来の事業環境が不透明な場合には、好ましいともいえる。

四半期純利益に関しては、固定資産除却損（5百万円）、資産除去債務による影響額（6百万円）を特別損失として計上したため、上振れ幅が縮小した。

なお、財務状況は引き続き健全性を保っている。自己資本比率は77.5%（2011年2月期末比1.1ポイント増）となっている。また、キャッシュフローの期末残高も1,169百万円（前年同期末比6.2%増）となっている。

四半期ごとの売上高と経常利益の推移(単位:百万円)

	売上高					経常利益				
	10.2月期	11.2月期	伸び率	12.2月期	伸び率	10.2月期	11.2月期	伸び率	12.2月期	伸び率
1Q	1,438	1,394	-3.1%	1,504	7.90%	58	30	-48.30%	54	-
2Q	1,574	1,503	-4.5%	1,467	-2.40%	27	71	163.00%	97	-
3Q	1,349	1,356	0.5%	-	-	-48	68	-	-	-
4Q	1,405	1,599	13.8%	-	-	-18	70	-	-	-

※2012年2月期より連結決算

■2012年2月期の
第2四半期決算

※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

※ファームウェア：デジタル製品のハードウェアを動かすためにハードのなかに組み込まれるソフトウェア

確実に売上計上のできる特定派遣へ意識的にシフト

(2) 業績の分析

(a) 売上構成

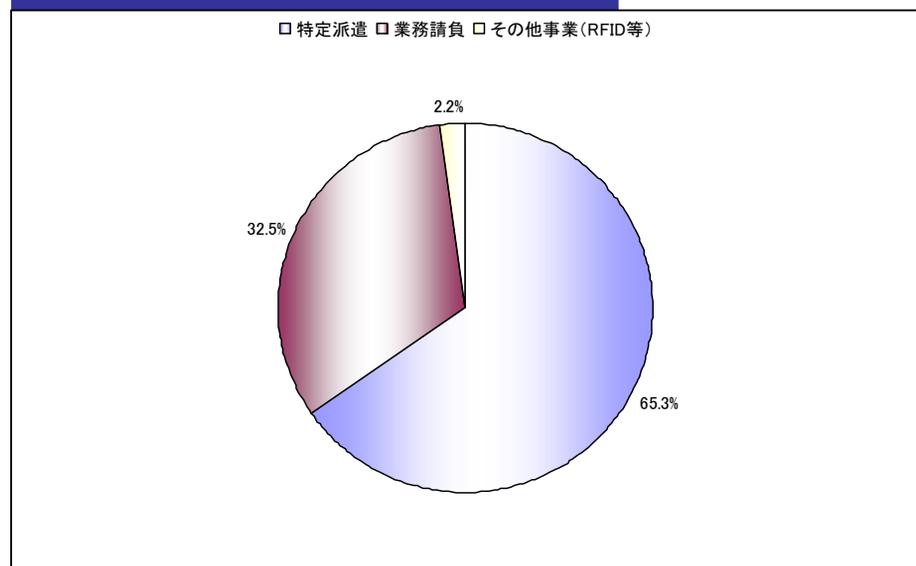
同社の事業セグメントは、エンジニアリング事業と、その他事業（RFID※など）の2つで構成される。2011年2月期末におけるエンジニアリング事業は同社の売上高の約98%を占め、ソフトウェア、ハードウェア、コンテンツ作成、システム管理などを特定派遣もしくは業務請負のかたちで受注している。エンジニアリング事業のうち、ファームウェア（※）が約80%を占めており、創業以来の中核事業となっている。一方、その他事業はエンジニアリング事業で培った技術を応用して自社ブランドで開発した製品群によるビジネスを指す。

エンジニアリング事業の2012年2月期の第2四半期（3-8月期）売上高は2,906百万円（前年同期の単独決算比1.2%増）。コアードの売上が若干、加算されるため、それを差し引いた場合、前年同期比ではほぼ横ばいと見られる。

売上構成比では、特定派遣が連結売上高全体の65.3%（2011年2月期末比2.8ポイント増）、業務請負が32.5%（同3.7ポイント減）となっている。特長的な点は、特定派遣が増え、業務請負が減少したということ。ただ、これは、既述の通り、東日本大震災の影響による受注案件減少を懸念し、事前の対策として意識的に特定派遣による受注案件を拡大するという営業活動を行ったためである。

2012年2月期の第2四半期（3-8月期）その他事業の売上高は64百万円（前年同期の単独決算比3.4倍）。コアードの売上が増加したことが売上急増の最大の要因だが、既存のRFID事業も大口案件が入るなど、着実な伸びを示している。

第2四半期（3-8月期）の事業別売上比率



■2012年2月期の
第2四半期決算

一方、クライアント別の売上構成比では、キヤノン本体が72.7%（2011年2月期比3.5ポイント減）、キヤノングループが3.1%（同0.2ポイント増）、ソニー<6758>が6.3%（2.4ポイント減）、その他クライアントが17.9%（同5.7ポイント増）となった。

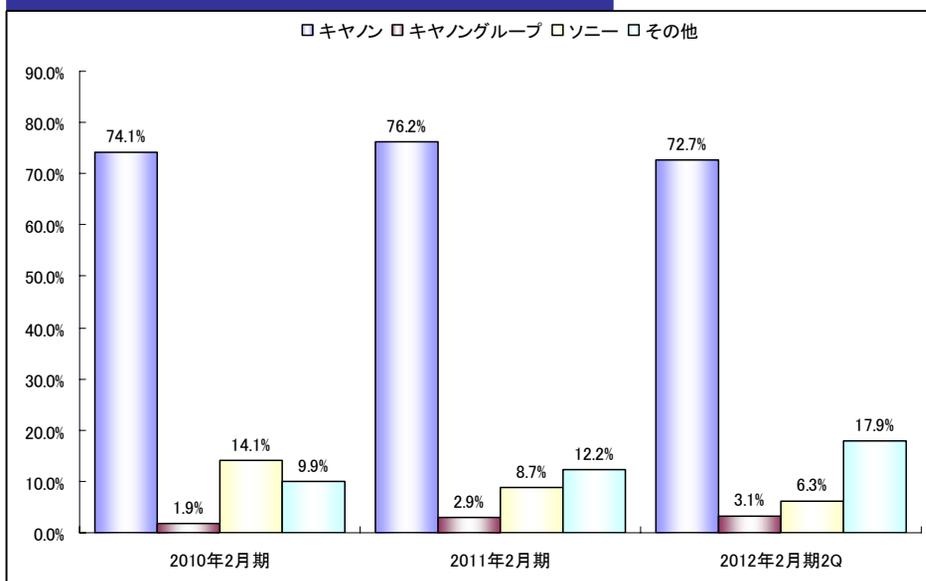
クライアント別の売上構成比での注目点は2点。まず、キヤノンの構成比。構成比が減少したのは、売上総額のなかにコアードの売上が加わったため、この影響を除くと構成比は76.5%となり、絶対額では横ばいとなっている。既に説明したとおり、キヤノンをはじめ、同社の主要クライアントは、東日本大震災に伴う夏の電力不足への対応としてフレックスタイム制による勤務や残業規制を実施した。そのような状況下で、従来と同じ売上を達成したということは、キヤノンからの受注が比較的強いことの裏返しであると言える。受注案件としては、デジタルカメラ関連のファームウェア開発が好調に推移している。実際、派遣および受託のエンジニアの稼働率は、2011年2月期からほぼ100%を維持し続けており、2012年2月期からはさらにタイトになっているようだ。

ちなみに、ソニーに関しては、コアードの売上が加わったことによる影響額を除くと構成比は7%弱（2011年2月期は8.7%）となり、絶対額でも減少傾向にある。ただ、これは、事前想定範囲内であり、新規の案件は順調に獲得できているもようだ。

注目点の2つ目は、その他クライアントの構成比が拡大したことであろう。具体的には、NTT<9432>グループ企業より引き続き順調にWEB関連の案件を受注していることに加え、富士通<6702>グループ企業からは、ソバルが従来から受注していたファームウェア開発に加え、コアードが受注する業務システム関連も順調に新規案件を獲得できているようだ。

以上のことを総括すると、売上高に関しては、基盤事業を中心に主要クライアントからの受注が比較的強い状況にあるということ、新規クライアントの獲得も着実に進んでおり、企業買収による新規顧客獲得も効果を挙げているということが言える。その他事業も、売上全体から占める割合はまだ少ないものの、RFIDが計画通りの拡大を見せている。

主要顧客別の売上構成比率



連結された子会社コアードの影響を考慮すれば、キヤノン向け比率は横ばい圏、ソニーは想定内の減少

注目すべきはその他に含まれるNTTグループや富士通など新たな顧客向けの売上比率が向上している点となる



■2012年2月期の
第2四半期決算

ファームウェアは利益率が下がりにくい

(b) 営業利益

2012年2月期の第2四半期（3-8月期）の売上高営業利益率は5.0%となり、2011年2月期に比べて1.1ポイント増となった。これは2011年2月期から進めている間接部門の人員を営業や開発など、直接部門に配置転換することを柱とした組織改革の成果が大きい。汎用性が低く、独特の技術が要求されるファームウェアが大部分を占める同社の開発案件の特殊性を鑑みれば、受注価格の急激な低下は考えにくく、営業利益率は当面、5%台を下回る心配はなさそうである。

新規事業でWEB技術やクラウド技術を蓄積

(c) 新規事業

2012年2月期の第2四半期（3-8月期）業績では、新規事業の立ち上げにも進捗があった。新規事業とは、エンジニアリング事業の一部とその他事業を合わせた事業領域で、具体的には自社ブランドによる開発製品の販売や、自社開発商品のライセンスを指す。

新規事業の立ち上げの具体例では、クラウドを活用した無料のWebサービス『読書ログ』と、アンドロイドをOSに使用したスマートフォン向けのブルートゥースプロトコルが挙げられる。同社は、このプロトコルを使って『ワットチェッカー』という商品の試作機を完成させた。

『読書ログ』は、9月からサービスをスタート。Web上の本棚といったサービス。無料の登録をすると、登録者個人の仮想の本棚が作成され、本棚に登録者個人が自由にお気に入りの本を並べられる。本棚は公開することができ、閲覧者が読みたいと思った本をクリックすると、レビューが見られるほか、アマゾンの購入サイトにもすぐにアクセスできる仕組みになっている。

読書ログは、無料登録なので、収入としてはアフィリエイト広告や、アマゾンを通じて本が購入された場合の手数料程度しかない。ただ、このサービスはクラウド対応になっており、同社にとっては、WEB技術、特にクラウド技術の蓄積が大きな目的になっている。将来的には、蓄積した技術から新たなサービスが誕生することが期待される。

ブルートゥースプロトコルは、7月にリリースされた。通信プロトコルの軽量化を実現しているのが特徴。スマートフォンや家電品に組み込まれたマイコンの空き容量を使って簡単にブルートゥースで通信ができる。『ワットチェッカー』は、この技術を使った製品の第1号で、家庭内の消費電力のモニタリングと、電源コントロールがスマートフォンを通じて行える。同社が新規事業として注目しているスマートグリッド（ICT技術を使った次世代送電網）関連システム展開に向けての第一歩といえる製品でもある。



■2012年2月期の
第2四半期決算

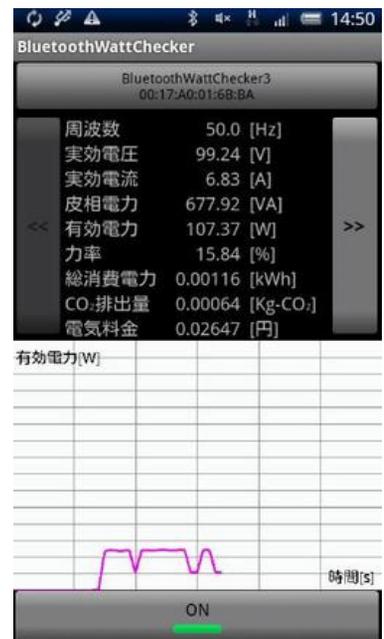
これらの他に7月には、スマートフォン用のアプリケーション『S4 Apps』もスタートさせている。

これら新サービス、新技術はすぐに収益に貢献するというものではない。しかし、エンジニアリング事業における稼働率が高い状況において3か月程度の間にも新事業関連のニュースがリリースされる状況は、注目すべき事象である。

『読書ログ』



『ワットチェッカー』



左の写真は試作機、右の写真はスマートフォンアプリ画面



■2012年2月期の
第2四半期決算

株式分割や株主優待制度の導入で株主数が増加

(d) 株主・投資家へのアピール強化

2012年2月期から注力していることのひとつに株主や投資家へのアピール強化がある。2012年2月期の第2四半期（3-8月期）においては、6月に東日本大震災の被災者支援を兼ねた株主優待制度を導入、さらに9月には株式分割を決めた。

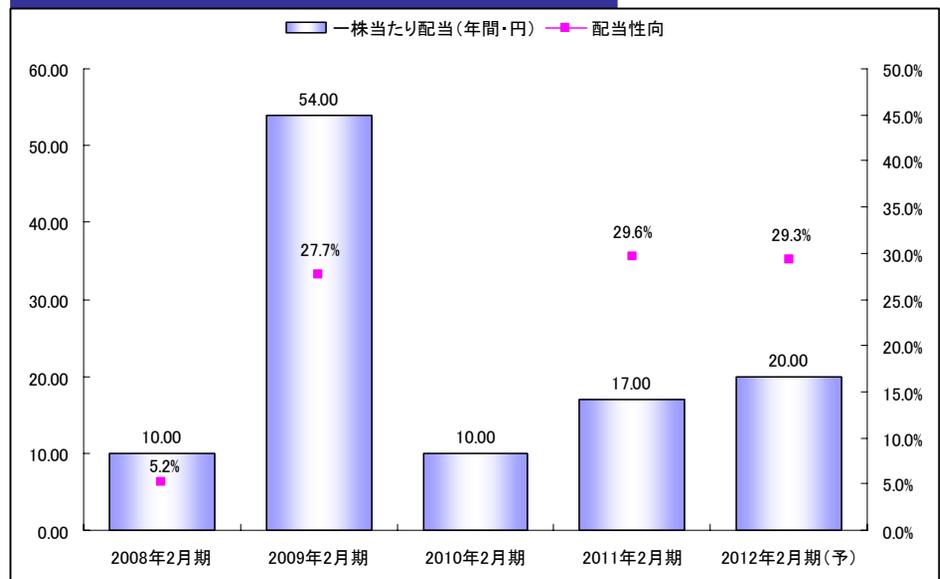
株主優待制度は、基準日となる8月31日現在の株主を対象に1単元（100株）以上を保有する株主に対して東北の名産品や米を優待ギフトとして贈呈する。また、希望する株主にはギフトに代えて1口1,000円を義援金として日本赤十字に寄付することもできる。

株式分割は10月31日の株主名簿および実質株主名簿に記載された株主に対し、普通株式1株を2株に分割する。これに伴い、株式分割後の配当も変更する。期初においては、2012年2月期の第2四半期（3-8月期）末に1株当たり10円、2012年2月期末に同10円の年間合計20円を予定していたが、2012年2月期の第2四半期（3-8月期）末は1株当たり10円のまま、2012年2月期末は5円とする。株式分割により1株当たりの配当も2分されるわけで、配当金の総額に変更はない。

同社の主力事業がファームウエアという一般になじみの薄いものであるため、これら政策によって、企業PRに本腰を入れる。実際、これらの活動が奏功し、株主数が増加傾向にあるという。

さらに、同社は2013年2月期に創業30周年を迎える。それに合わせて、記念となるイベントを検討しているようだ。

配当金と配当性向の推移



※11月1日付で1:2の株式分割
年間配当20.00円は分割考慮前

リーマン・ショック後には業績は回復しつつあり、それに応じて配当も順調に回復している

■2012年2月通期の予想

円高である程度受注が失速しても計画を達成できる数値

期初に提示した業績予想に変更はない。売上高6,255百万円、営業利益270百万円、経常利益270百万円、当期純利益163百万円である。

2012年2月期の第2四半期（3-8月期）の業績分析において述べたように、着地は売上高がほぼ期初計画どおり、利益は上振れとなったうえに、今後も受注獲得が期待でき、売上高営業利益率も組織改革によって上昇したにも関わらず、期初の業績予想を据え置きという判断には疑問も沸く。しかし、期初の業績予想の据え置きの裏には同社の慎重な判断がある。

期初の業績予想を据え置いた1番の理由は、円高によって将来、特に2012年2月期の第4四半期（2011年12月-2012年2月期）における受注への影響を既に織り込んでいるという点がある。過去に経験したことのない円高が当分続くと見られるなか、クライアントとなるキヤノンをはじめとした国内の大手電機メーカーの技術開発の動きが鈍るのではないかと懸念がある。特にキヤノンは欧州での事業比率が高く、プリンタを中心としたビジネスにブレーキがかかる恐れは否定できない。同社は東日本大震災の影響以上に円高による受注の鈍化を懸念しており、2012年2月期は通期計画の達成のためにスタートから営業も技術も相当アクセルを踏み込んで仕事をこなしてきた。利益面を中心に現時点で業績が上振れているのも、実はこのような背景がある。

足元の状況では、この勢いは2012年2月期の第3四半期（9-11月期）も続くと思われるが、足元における2012年2月期の業績予想は2012年2月期の第4四半期（2011年12月-2012年2月期）である程度受注が失速しても計画を達成できる数値となっている。

実際、2012年2月期に関しては、基盤事業に注力し、新規事業はこれ以上の注力を見合わせる方針を打ち出している。もちろん、円高による影響が杞憂となる可能性もある。しかし、その場合は、通期計画の達成が見通せた時点で、余力を新規事業への投資に振り向ける方針だ。

通期業績の推移(単位:百万円)

決算期	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)
09.2期	6,828	-	741	-	728	-	422	-	219.97	54.00
10.2期	5,766	-15.6%	16	-97.8%	19	-97.3%	-19	-	-8.89	10.00
11.2期	5,852	1.5%	227	-	239	-	124	-	57.42	17.00
12.2期(予)	6,255	-	270	-	270	-	163	-	37.67	20.00

※2012年2月期より連結決算
11月1日付で1:2の株式分割、年間配当20.00円は分割考慮前

■ 今後の戦略および課題

M&Aで顧客と難航している優秀な人材を確保

2013年2月期の事業計画は増収増益を目指し、特に営業利益に関しては、2012年2月期計画よりも10%以上の拡大を計画し、300百万円を目安とする可能性もある。円高による影響がどうなるか見通しがつかないなか、事業計画を作成するのが極めて困難なのは事実だが、戦略的に面白い材料も少なくない。

材料の第1は、今後の事業方針として2012年2月期から打ち出しているM&A。事業環境に関わらず、潤沢なキャッシュフローを活用し、「1年に1件」をメドとして企業買収を継続する方針。買収対象は、有力なクライアントを持っているが、後継者不足から事業継承ができないなどの理由で事業の継続が難しい企業。こういった企業を発掘し、買収することで、新規クライアントを拡大する。

第2の材料は、既存のクライアントから新たな受注を期待できる可能性があるという点である。キヤノンを例に取れば、業績も好調なデジタルカメラ関連に関しては、まだ展開の伸びしろが期待できる。また、ソニーを例に取れば、受注金額こそ縮小しているものの、新規案件の受注は計画どおりに継続している。ソニーに関しては、2009年2月期に大型の新規受注を獲得し、同期の売上高営業利益率が10.9%にまで達した実績もある。

一方、円高以外の課題としては、技術者の確保が挙げられよう。受注案件があり、社員の定着率が高い同社であっても、技術者は定年などで技術者は期中に少しずつ減少する。しかも、ファームウェアの技術者は特殊なスキルを必要とされるため、人材の流動性が低く、中途採用が難しい。実際、中途採用の募集費用が減少するなど、中途採用は困難を極めている。これをカバーする手段としては、上記のM&Aの他、新卒採用を積極的に行う方針。内定式こそ通過したが、依然として2012年4月入社の新入社員は募集を継続している。

ディスクレーム(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せん。
- “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。
- 掲載される情報はフィスコが信頼できると判断した情報源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、適時性について、フィスコは保証を行なっており、また、いかなる責任を持つものでもありません。
- 本資料に記載された内容は、資料作成時点において作成されたものであり、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。
- フィスコが提供する投資情報は、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。
- 本資料に掲載される株式、投資信託、債券、為替および商品等金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。
- 本資料は、本資料により投資された資金がその価値を維持または増大することを保証するものではなく、本資料に基づいて投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、責任を負いません。
- フィスコおよび関連会社とその取締役、役員、従業員は、本資料に掲載されている金融商品について保有している場合があります。
- 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