

2012年4月18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

■ 利益率が向上し今後の安定した成長に期待

2012年4月11日、大証ジャスダックに上場しているソーバル<2186>より、2012年2月期の連結決算が発表された。メインクライアントであるキヤノン<7751>などが、夏の電力不足によるサマータイム制実施や厳しい残業規制を導入したことなどによりプロジェクトの進行が遅れたため、売上高こそ期初計画に比べて若干の未達となったが、拠点の統合や人員の効率的な配置などによる業務の合理化・効率化によって、利益率は上昇、営業利益は当初計画に比べ30%、最終利益は11.8%それぞれ上振れての着地となった。

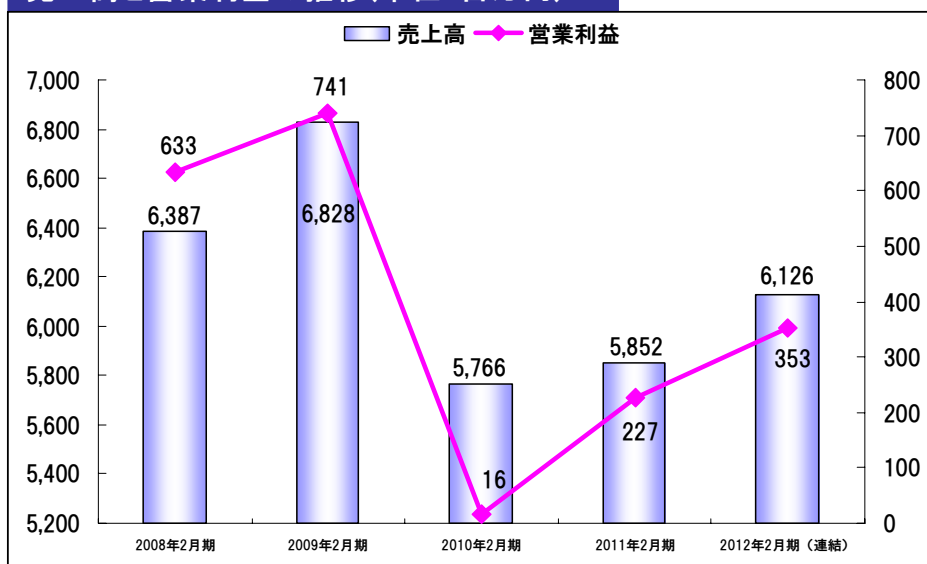
業務の合理化・効率化は一応、その目的を達成、さらにこれからも同社の主力事業であるファームウェア開発の案件は潤沢にある。そのためエンジニアの確保さうまくいけば、それと比例するかたちで売上も増加していく見込み。また、売上の増加によって、利益も安定した伸びが期待できそうである。

一方、今回のレポートの目玉として、今後5年間程度をターゲットとした中期的な経営方針、が挙げられる。①技術者の確保により、每期、増収増益を確実に達成②M&Aの取組みを強化し、企業規模を拡大③新規事業の育成④株式の流動性向上への積極的な取組み一が大きな柱となる。特に株式の流動性向上は2012年2月期から積極的に行い、着実に成果が出ている。ファンダメンタルにおいては、将来に向けて安定した業績が確保できると予想される同社が株式の流動性も確保できれば、長期保有のできる投資先として魅力が増していくことであろう。

■ Check Point

- ・ 拠点の統合、業務の効率化により利益率が大幅に向上
- ・ 豊富な案件に対応するため積極的な人材採用を展開
- ・ 株式の流動化促進策で投資先としての魅力が増す

売上高と営業利益の推移(単位:百万円)



■2012年2月期連結決算

コアードを加えた初の連結決算は大幅に上振れての着地

(1) 概要

2012年2月期の連結決算は、売上高が6,126百万円、営業利益が353百万円、当期純利益が182百万円となった。子会社化により当期から通年で収益に貢献するコアードを加え、同社としては初の連結決算となるため前期との比較はない。期初計画に比べ、売上高はわずかに2.1%の未達となったものの、営業利益は30.8%、当期純利益は11.8%の大幅な上振れを達成した。

また、単体と比較すると、同社の飛躍が良く理解できる。単体の売上高は5,850百万円（前期比0.0%減）、営業利益345百万円（同52.1%増）、当期純利益180百万円（同44.3%増）となっている。

コアードは規模が小さいとはいえ、想定どおりに収益に貢献している。連結の売上が未達となったのは、ソーバル単体の売上が期初計画を下回ったためである。そしてその理由は、「仕事があってもできなかったから」に他ならない。

東日本大震災による影響は軽微だったものの、夏場の電力供給への不安に伴い、クライアントであるキヤノンなど電機メーカーがフレックスタイム制による勤務や厳しい残業規制を導入。これにより、プロジェクトの進行が遅れ、主力のファームウェア(※)開発事業の売上が減速したのである。実際、同社の開発事業の2つのビジネスモデルである特定派遣と業務請負のうち、在庫を持つ業務請負の在庫は205百万円と、2011年2月期末よりも9.6%増となっている。仕事は潤沢にあったが、こなせる時間がなかったという証拠である。

ただ、ファームウェアは、電機製品の性能向上の中核になるソフトウェアであるうえ、常にカスタマイズする必要がある。そのため、今後もモデルチェンジをするごとに新しい開発案件が絶えず生まれる。受注案件そのものがなくなってしまう心配はないわけである。したがって、2013年2月期以降も電力供給不安といった外部からの深刻な要因がない限り、2012年2月の売上計画の未達は同社の事業への大きな問題にはならないと考えてよいだろう。

むしろ、注目すべきなのは、利益率の大幅な向上である。売上高営業利益率が5.8%と2011年2月期に比べ1.9ポイント向上した。その理由は、同社内における事業の効率化がうまくいったことによる。

これは、具体的には、各地に分散していた拠点の統合、各部門間の情報共有の促進、間接部門の人員の営業・開発など直接部門への配置転換、ソフトウェアなど資産の効率的な運用管理、地道な合理化・効率化策をいくつも重ねて実施していった結果である。これらの合理化・効率化策だけで、概算で66.4百万円の営業利益の向上に寄与している。同社によれば、「経営の合理化を推し進め、業務効率は大幅に改善した」と胸を張っている。

なお、当期純利益の上振れ幅が営業利益に比べて小さいのは、経営の合理化・効率化に伴う固定資産の除却損（5百万円）、減損損失（13百万円）といった特別損失を計上したためである。

※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

■2012年2月期連結決算

なお、財務状況は引き続き健全を保っている。連結の自己資本比率は77.2%と良好、単体では79.5%と2011年2月期に比べ2.1ポイント向上している。キャッシュフローの期末残高も1,318百万円で、前期（単体）と比べると8.3%増となっている。

期末の配当は1株当たり8円。第2四半期の配当10円とあわせ、年間で18円（前期は17円）とした。同社は2012年10月に1株を2株にする普通株の株式分割を実施していることから、株式分割前の保有者ならば期末配当は16円となり、大幅な増配となる。配当性向は31.0%となる。詳細は後の「株式の流動性向上への積極的な取組み」で触れる。

電力供給不安の影響もコアードの収益が寄与

(2) 業績の分析

(a) 売上高

同社の事業は、同社の売上の約98%を占めるエンジニアリング事業と、約2%を占めるその他事業の2つのセグメントで構成されている。エンジニアリング事業はソフトウェア、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。これら受注のうち、電機メーカーをクライアントとするファームウェアの開発が約80%を占めている。2011年3月に買収を完了した同社初の子会社であるコアードは、Web系のシステム開発および技術者派遣を手掛けており、ソーバルグループとしては、エンジニアリング事業に位置付けられる。

その他事業は、非受注事業である。エンジニアリング事業で培った技術を活用して自社ブランド製品として販売している商品で、代表的なのが、非接触無線通信技術のRFID(※)である。

エンジニアリング事業の2012年2月期の売上高は、6,010百万円（前年度の単独決算比4.0%増）となった。ただこれは、今期からコアードの収益が新しく加算されたことが大きい。単体では微減となっている。理由はすでに説明したとおり、電力供給不安に伴うプロジェクトの進行の遅れである。

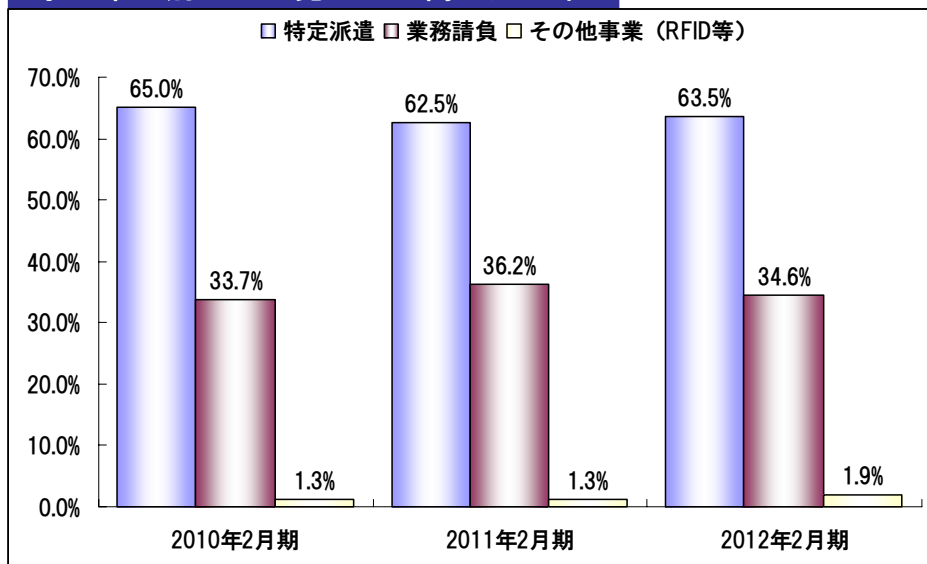
一方、その他事業の売上は115百万円（同55.4%増）。主力のRFIDは、携帯電話事業者への新たな周波数割り当て先の選別がなかなか進まなかった影響で振るわなかったが、新たに開発したスマートフォン向けのアプリ「S4 APPs」が好評となり、間接的にはあるが、売上増に貢献した。このアプリは、スマホやタブレットの画面上に音楽チューナーの画面が出て、画面へのタッチ操作で自由に作曲ができる。今までは海外で展開しており、iTunesのレーティングが平均星4～4.5と高い水準で推移していたことから、国内でもサービスをスタートさせたところ、同社の技術力の高さを証明する広告塔にもなっているという。

※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

■2012年2月期連結決算

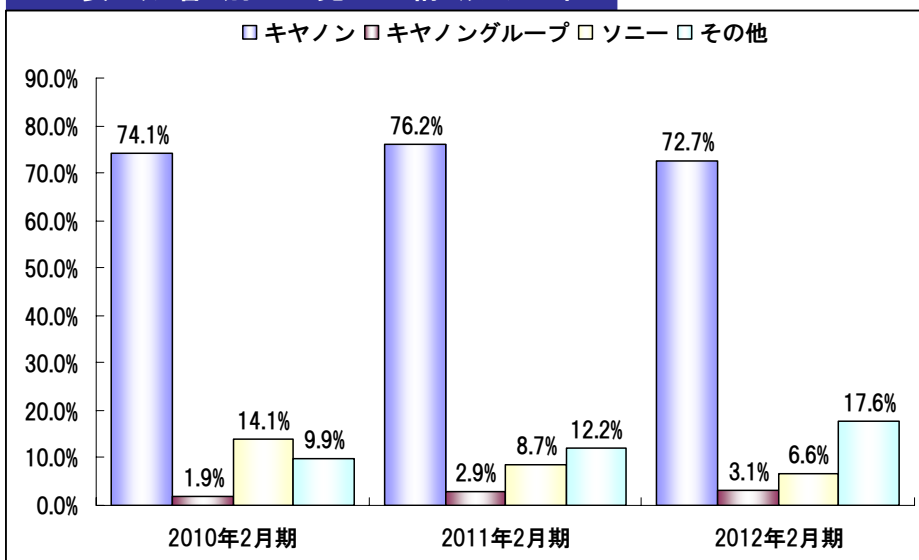
同社の売上をビジネスモデル別にさらに分解すると、エンジニアリング事業の特定派遣が全体の63.5%（同1.0ポイント増）を占める。同事業の業務請負は34.6%（同1.6ポイント減）、その他事業は1.9%（同0.6ポイント増）となった。特定派遣が増加したのは、東日本大震災の影響で売上が減少する可能性を見越し、在庫を持たず、売上も毎月の派遣費用として確実に確保できる特定派遣を意識的に増やしたためである。

事業別の売上高比率



さらに、クライアントごとの売上構成を見ると、キャノンが72.7%（前年度の単独決算比3.5ポイント減）、キャノングループが3.1%（同0.2ポイント増）、ソニー<6758>が6.6%（同2.1ポイント減）、その他（リクルート、富士通グループなど）が17.6%（同5.4ポイント増）となっている。キャノンやソニーが減少したのは、電力供給への不安からプロジェクトが進まなかったことと、その他のクライアントの割合が増加したため。その他のクライアントの増加はコアードの子会社化によって、コアードのクライアントが新たに加入したためである。したがって、キャノンの売上額の絶対額に、大きな変化はない。

主要顧客別の売上構成比率



その他に含まれるリクルート、富士通グループなどの売上比率が上昇している。

■2012年2月期連結決算

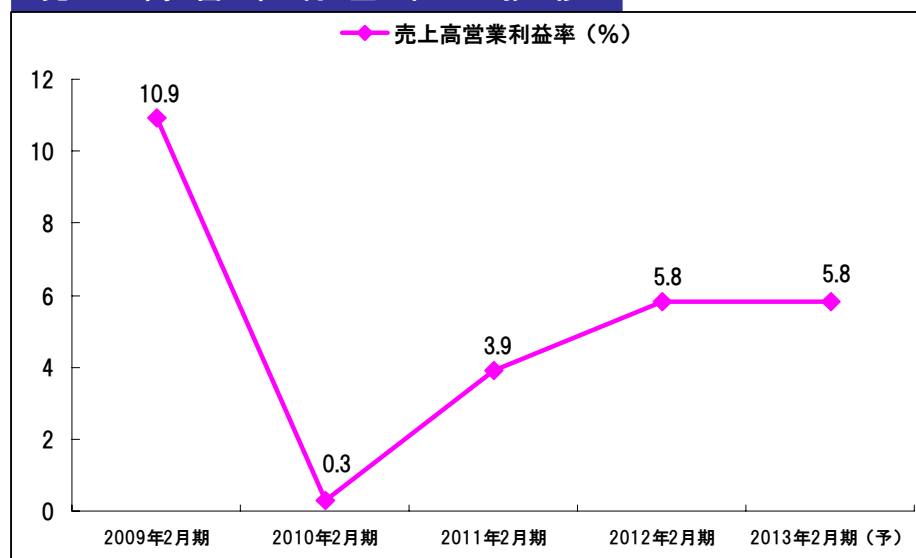
合理化・効率化により高い営業利益率を維持

(b) 利益

2012年2月期の営業利益率は5.8%となり、2011年2月期（単体）の3.9%に比べ、1.9ポイント上昇した。理由はすでに説明したとおり、合理化・効率化によるところが最も大きい。その他の要因としては、M&A費用の減少（15.9百万円）、プロジェクトの遅れによる研究開発費の延期（14.6百万円）、技術者の採用が目標を下回ったことによる募集費用の減少（15.9百万円）などが挙げられる。

合理化・効率化の効果により、同社の計画としては、2013年2月期以降も2012年2月並みの営業利益率をキープできる模様である。

売上高営業利益率の推移



■今後5年間で視野に入れた中期経営方針

ソーバルへの取材により、今後5年間程度をターゲットとした中期経営方針が明らかになった。以下、その要点を説明する。

豊富な案件に対応するため積極的な人材採用を展開

①技術者の確保により、每期、増収増益を確実に達成

2013年2月期および2014年2月期に每期、新卒採用50人、中途採用10～20人を目標に人材を増やす。

同社はさらなる合理化・効率化も検討しているようだが、その上、売上増を達成すれば、相応の利益が上がることは想像に難くない。同社の主力であるファームウェアの開発は電機メーカーのモデルチェンジがあるごとに必ず必要となるため、案件不足に悩む心配はない。しかし、同時にファームウェアの開発には、一般のエンジニアと違う特殊な技術が必要で、常に人材不足の状況にある。同社の売上は、案件がないのではなく、豊富な案件を受注できるだけの人材が不足していることが原因となっている。外注という手もあるが、同社は技術が流出する恐れのある外注を極力行わない方針を取っている。

そこで同社では、ここ数年にわたり人材採用を積極的に行ってきたが、「条件に合致する人材が見つからない」という状況が続いている。2012年2月期に採用できたのは、新卒採用は40人の目標のところ18人、中途採用は10人程度だった。そこで、2013年2月期からはさらに目標を高めて採用を増やす。採用費用も今までの5倍ほどを見込んでいる。

新卒社員の教育には数年がかかるが、計画どおりの採用がかなえば、2014年2月期以降はその社員が戦力となり、エンジニアの数の増加に比例するかたちで同社の売上も営業利益も増加していくビジネスモデルが完成することになる。

M&Aは今後も積極的に取り組む姿勢

②M&Aの取組みを強化し、企業規模を拡大

これは、すでに打ち出している経営方針でもある。潤沢なキャッシュフローを活かし、条件が合えば1年に1件の割合で、1件当たり数億円程度を投じてM&Aを行う可能性もある。

■今後5年間で視野に入れた
中期経営方針

売上増を目指す同社は、社内のエンジニア拡大とともに、M&Aによる事業規模の拡大も大きな方針としている。M&Aによって、買収先のクライアントをグループ内に取り込めるメリットも狙える。したがって、M&Aの対象は、同社の手掛けている事業と同じ事業を展開している技術者集団の企業となる可能性が高い。

第1弾となったコアードはそういう意味でM&Aの成功例となっている。2012年2月期は適当な案件がなかったが、2013年2月期では、4月時点ですでに2～3件の候補が上がっており、同社のM&Aへの積極的な取り組みがうかがえる。

ビジネスの受注につなげる役割として期待

③新規事業の育成

新規事業とは、エンジニアリング事業とその他事業の両方にまたがる新しいビジネスを指す。2013年2月期～2014年2月期にかけて採用した新卒社員を教育する間に新規事業の育成を同時並行で進め、収益の柱にしていく方針である。

また、新規事業に関しては、先に説明した「S4 APPs」のように同社の技術力の高さを広く宣伝し、既存事業におけるクライアントやビジネスの受注につなげる役割としても期待している。

「S4 APPs」



※上記2つのアプリ「S4 Rhythm Composer」「S4 Industrial Composer」はiPad向けに提供

■今後5年間で視野に入れた
中期経営方針

流動性向上への積極的な取組みは今後も継続

④株式の流動性向上への積極的な取組み

ファンダメンタルズが安定している同社にとって、株式の流動性が大きな悩みとなっている。そこで、2012年2月期から株式の流動化対策を積極的に展開しているが、その結果はすでに現れている。2012年2月期のはじめには400人程度だった株主が2012年1月には1,200人、年度末には1,500人に増加した。市場でも毎日取引が成立するようになっている。流動化対策の成功を受けて、今後も株式の流動化対策に注力し、株主へのサービス向上を図る。

同社が2012年2月期に行った、あるいは実施を決定した施策は、6月の株主優待制度の導入、10月に実施した株式分割とオーナー一族が保有する株式の一部売却、そして、2013年2月期の増配である。

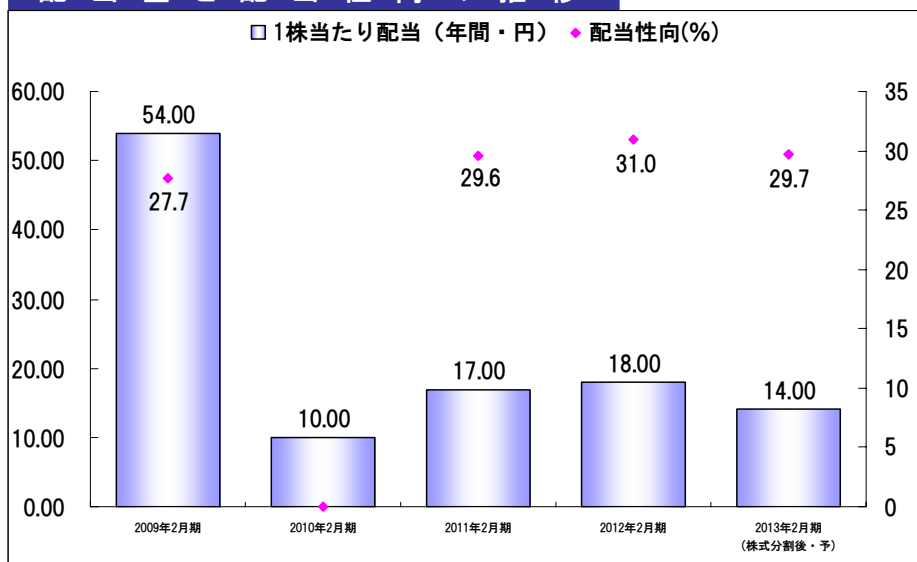
まず、株主優待は、東日本大震災の被災者支援を兼ねている。100株以上の株主ならば、しょう油やポン酢といった東北の名産品セット、コシヒカリ、リンゴジュース、義援金のなかから、好きなものを選べる。

オーナー一族の株式の一部売却は、発行済み株式の4.6%に当たる10万株を市場に放出した。

増配は、2013年2月期の第2四半期に1株当たり7円、同年度末に7円の計14円を実施する。配当性向は29.7%と、2012年2月の31.0%よりも若干低くなる予定ではあるが、株式分割前からの株主ならば、実質28円の配当を受け取れることになる。

同社によれば、これらの取組みは、今後も継続していくという。また、「あくまで目標レベルであるが、上場企業として、当然、2部、1部への移籍は考えていかなければならないと思っている」とコメント。さらに株主数の拡大が期待できそうである。

配 当 金 と 配 当 性 向 の 推 移



※2011年11月1日付で1:2の株式分割

■ ソーバル株の割安感

流動性を向上させ安定した投資先へ

ここで、ソーバル株の株価について少し言及しておきたい。割安なのではないか、ということである。

同社は、ファームウェアという必要不可欠だが非常に特殊な領域、でビジネスを展開しており、同社の株式の水準を比較可能な上場企業がない。そこで、少々荒っぽいかもしれないが、ソーバルの市場での分類をもとに株式水準を比較してみることにする。

ソーバルのPER（株価収益率）は2012年4月時点でおおよそ10倍程度である。一方、上場する大証ジャスダック市場での分類である「サービス業」の平均PERは26.26倍、ソフトウェア開発という事業内容から同じ事業内容の企業が多い「情報・通信業」は22.36倍である。どちらの分類と比較しても、ソーバルのPERは半分以下の低さである。

また、同社の株価の推移はおおよそ350円を中心にプラスマイナス50円の範囲を安定的に推移しており、ファンダメンタルズを分析すれば、今後も安定した集計が期待できる。そこで、株価の水準を配当利回りの面で比較することもできよう。

その場合、1株平均350円としても、2013年2月期の年間の配当利回りは4%となる。ジャスダックのなかでも上位20%のなかに位置されるほどの高い利回りである。

以上のことから、流動性が高まれば、今後、安定した投資先として同社の株は注目されてもおかしくないのではないだろうか。

■2013年2月期の予想

営業利益率5.8%の維持で更なる増益に期待

2013年2月期の同社の連結業績予想は、売上高が6,324百万円（前期比3.2%増）、営業利益が370百万円（同4.8%増）、当期純利益が205百万円（同12.6%増）となっている。

この予想は非常に保守的と見られても仕方なかろう。まず、売上だが、今年の夏の電力供給や円の為替相場が円高に振れるかどうか不透明要因ではあるが、経済産業省も夏の電力需給には数々の手を打っており、需給のひっ迫は昨年よりも緩和される可能性が高い。円相場に関しては、昨年のように円が高騰しても結果的に同社には大きな影響はなかった。特に電力需給のひっ迫が昨年夏よりも少しでも緩和される可能性を加味すると、同社にとっては特に営業を強化しなくとも予想値以上の売上を達成できる可能性が非常に高いと考えてよいだろう。

さらに、その他事業のRFID事業にも期待が持てそうである。RFIDのUHF帯周波数をソフトバンク<9984>が携帯電話の周波数帯を変更するのに伴い、特需が発生すると予想されるためである。

また、営業利益率は2012年2月期と同じ5.8%を維持できると見れば、営業利益も売上とともに増加すると考えられる。

このようなことから、2013年2月の営業利益は400百万円をベースにどの程度、上振れるか、ということになる可能性が高いと考えられる。2013年2月期も今年と同様、業績の上方修正が発表される可能性もあるだろう。

通期業績の推移

	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	配当 (円)
2008年2月期	6,387	23.6	633	33.5	355	38.9	196.89	10
2009年2月期	6,828	6.9	741	17	422	19	219.97	54
2010年2月期	5,766	-15.6	16	-97.8	-19		-8.89	10
2011年2月期	5,852	1.5	227		124		57.42	17
2012年2月期（連結）	6,126		353		182		41.94	18
2013年2月期（予）	6,324	3.2	370	4.8	205	12.6	47.21	14

※2012年2月期より連結決算
2011年11月1日付で1:2の株式分割

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