

ソーバル

2186 東証ジャスダック

2014年10月7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

■コストアップ要因をこなし 2Q 業績は当初計画を上振れ

ソーバル<2186>は、2014年9月30日に2015年2月期の第2四半期(2014年3月~8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かかわらず、売上高・利益ともに当初計画を上回る着地となった。主力のファームウェアの開発受託が想定以上に伸びたことが主な要因となった。もともと案件が豊富にあったことに加え、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、より多くの受注をこなせるようになった。子会社の(株)MCTECも構造改革によって黒字化し、収益貢献できるようになった点も大きい。また、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、新卒社員がコスト増の要因になりにくくなっている点も見逃せない。

同社は経営の基本方針として「安定成長の継続」を掲げているが、今後もこの基本方針を持続できる可能性が高い。上記のような増収・増益要因が継続すると考えられるほか、長年のソフト開発の成果によって顧客から高い信用を得ており、最近の高い利益率も見込める付加価値の高い開発案件が持ち込まれるケースが増加しているためである。従来の主要顧客であるキャノン<7751>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。

あえて課題を挙げるとすれば、足元では、優秀な人材の確保であろう。景気の回復に伴い、優秀な新卒者の確保が難しい状況になりつつある。同社では、これに対応すべくインターンシップを開始した。2015年春の新卒者採用数は、前年比31名増の80名を目標としており、できる限り目標に近い採用を目指している。

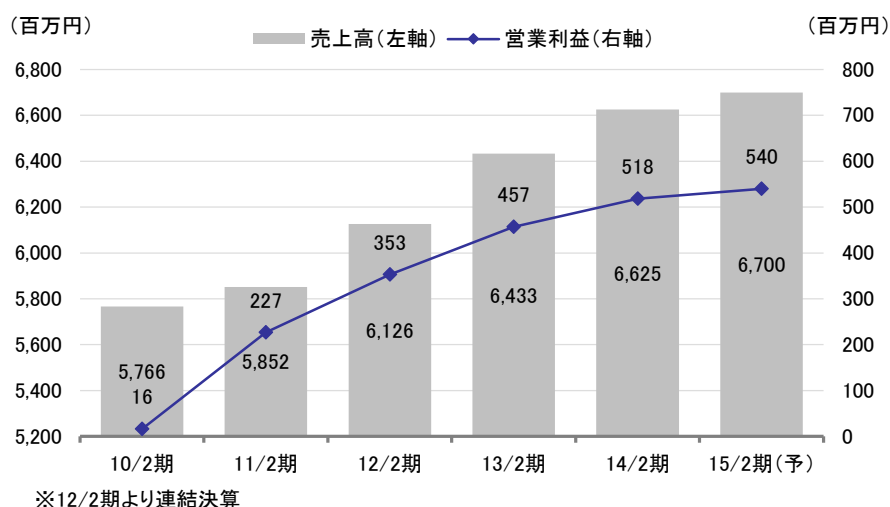
中長期的な課題としては、新規事業の育成である。これは、成長速度を加速させるための要となる。同社はM&Aによる新規事業への進出を基本戦略としており、分野としては、医療、自動車、航空・宇宙の3分野を掲げている。特に現在は医療分野でのM&Aに注力している。有利子負債ゼロに加え、18億円近い潤沢なキャッシュを持つことから、売上高で3~20億円程度の企業の買収を年に1件のペースで進めていく方針を継続する。

なお、2015年2月期通期の業績予想は据え置いたが、本社移転による業務の効率化はまだまだ進む状況にあり、想定外のリスクや、M&Aによる固定費増などのコストアップ要因が発生しない限り、業績が予想を上振れる可能性が極めて高いと言えよう。配当性向も従来の30%から35%に上げ、利益成長に伴う増配の期待も高まるだろう。

■ Check Point

- ・ 高付加価値案件の増加で営業利益率は7%台の水準を維持
- ・ 特定顧客の比率は低下傾向、顧客層の拡大は着実に進展
- ・ 通期業績予想は据え置き、本社移転効果はさらに進む余地も

通期業績の推移



■ 2015年2月期第2四半期連結決算

2Q業績は予想を上振れ、本社移転により作業効率が向上

(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月期の第2四半期(2014年3月-8月期)決算においてもこの方針どおりの結果となった。

2015年2月期の第2四半期連結決算は、売上高が前年同期比3.9%増の3,460百万円、営業利益が同6.0%減の271百万円、経常利益が同5.7%減の275百万円、当期純利益が同5.5%減の159百万円となった。本社移転のための一時的な経費48百万円を計上したため、第2四半期ベースではリーマンショック時の2010年2月期以来の減益となったが、同社の業績予想との比較では、売上高・利益ともに上振れした。

2015年2月期第2四半期累計の連結業績

(単位：百万円)

	14/2期	15/2期					
	2Q累計	2Q累計				通期	
	実績	実績	前年同期比	期初計画	達成率	期初計画	達成率
売上高	3,331	3,460	103.9%	3,340	103.6%	6,700	51.6%
営業利益	288	271	94.0%	265	102.3%	540	50.2%
経常利益	292	275	94.3%	269	102.6%	547	50.4%
当期純利益	168	159	94.5%	156	102.3%	320	49.9%



ソーバル

2186 東証ジャスダック

2014年10月7日（火）

売上高に関しては、同社予想比で3.6%の上振れとなった。最大の要因は、本社の移転である。同社は、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名が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という。同社で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。

また、2012年9月に子会社化した「組込み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。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、大きなトピックスと言える。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社の協業によって、さらに収益拡大に結び付くことも期待される。

一方、利益面では、営業利益が当初予想比2.3%、経常利益が同2.6%、当期純利益が同2.3%それぞれ上振れした。売上高の増加とともに高付加価値の案件が増加したことが主な要因である。

また、当初はコスト増の要因となる新卒者に関しても、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いる点も見逃せない。このシステムによって、2014年春は、49名の新卒採用を行ったが、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と期待できるという。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、利益の足を引っ張るのが普通のはずだが、新卒者が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が構築されている。

大口顧客以外からの受注も拡大傾向

(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み込みソフトの開発・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となっている。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月期第2四半期（2014年3月～8月期）では、その他事業は2.9%、エンジニアリング事業が97.1%の売上高構成比率になっている。

2014年10月7日（火）

以上を踏まえただうえで、事業別の売上高を見てみると、エンジニアリング事業は、前年同期比 2.3% 増の 3,360 百万円となった。繰り返しになるが、増収の最大の要因は本社移転に伴う人員配置の集約化によって作業効率が改善したためである。

一方、その他事業は、同 118.4% 増の 99 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比率は、2014年2月期比で3.4ポイント減の62.6%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<6758>グループからの受注で、2014年2月期比2.9ポイント増の12.4%になった。第3位の大顧客である富士通<6702>グループは同0.2ポイント減の8.4%、第4位のNTT<9432>グループは同0.7ポイント減の3.2%となっている。

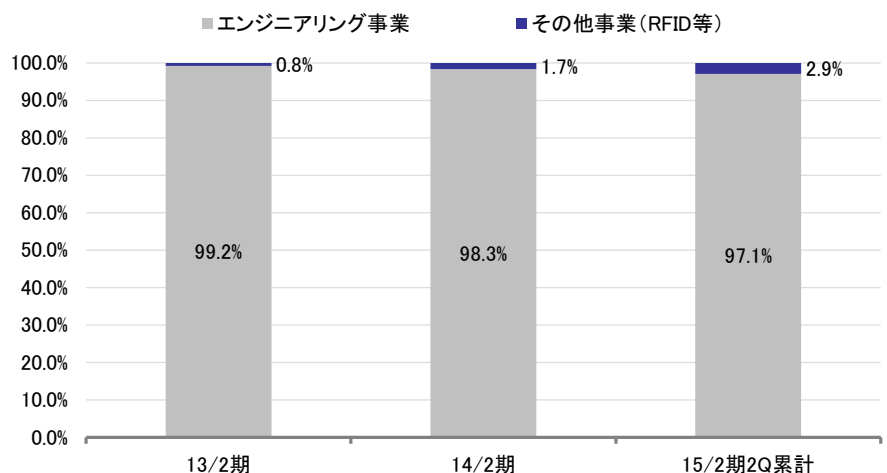
また、金額から見ると、ソニーグループが伸び、キヤノングループ、富士通グループ、NTTグループは横ばいとなっている。

つまり、足元では、ソニーグループからの受注が増収に大きく貢献したと言える。これは、放送機器関連の受注が急拡大しているためである。放送機器関連の受注は、2020年の東京オリンピックに向けてさらに拡大が期待され、収益拡大のけん引役の1つとして当面は期待できそうである。

また、上記4つの大口顧客のほかからも、受注拡大が続いている。4グループ以外の顧客に関しては、同社は「その他の顧客」として、一括で売上高比率を公表しているが、売上高構成比率は同1.4ポイント増の13.4%となった。東芝<6502>グループ、リクルート<6098>グループなどからの受注が拡大しているという。

その他の顧客の売上高構成比率の増加は、ファームウェアはもちろん、それ以外のWebや業務系でも新規案件を確実に受注していることが要因である。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、売上高の平準化も期待できる。

事業別の売上高比率



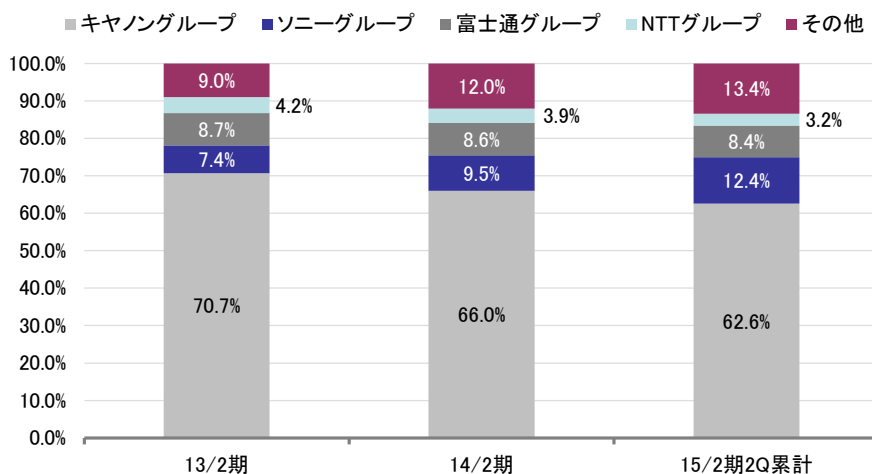


ソーバル

2186 東証ジャスダック

2014年10月7日（火）

主要顧客別の売上構成比率



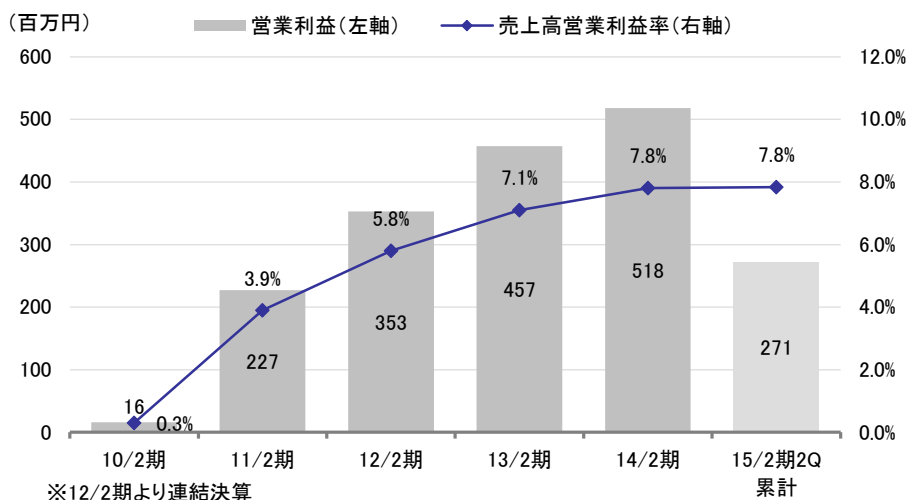
高付加価値案件の増加で営業利益率は7%台の水準を維持

(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、連結ベースでの売上高営業利益率は7.8%と、同社が安定成長に欠かせないとしている7%台をキープしているうえに、2ケタ成長を達成した2014年2月期通期とまったく同じ水準を維持している。

これは、業績の概要でも触れたが、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点が大きいです。高付加価値案件が増加している理由は、顧客である電機メーカー間の競争激化により、製品性能の大幅な向上を図ることのできるファームウェア開発の必要性が増大しているためです。

営業利益と営業利益率の推移



2014年10月7日（火）

(c) 財務状況

一方、財務状態は相変わらず、極めて良好。有利子負債はゼロを堅持し、連結の自己資本比率も73.0%と極めて高い水準を維持している。

さらに、現金及び預金の2015年2月期第2四半期（2014年3月-8月期）末残高も1,796百万円と、2014年2月期末に比べて21.6%も増加している。

貸借対照表

(単位：百万円)

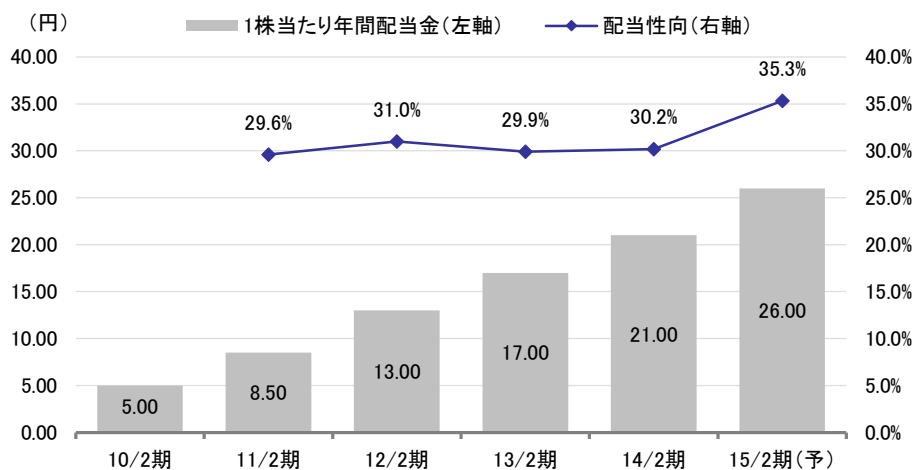
	13/2 末	14/2 末	14/8 末
流動資産	2,610	2,704	2,905
(現預金)	1,469	1,477	1,796
有形固定資産	145	134	172
無形固定資産	65	53	45
投資その他の資産	86	275	352
総資産	2,908	3,167	3,475
流動負債	555	571	767
固定負債	147	162	170
(有利子負債)	-	-	-
負債合計	703	733	938
株主資本	2,204	2,433	2,537
純資産合計	2,204	2,433	2,537
負債純資産合計	2,908	3,167	3,475
(自己資本比率)	75.8%	76.8%	73.0%

配当性向を35%の水準に引き上げ、QUOカードの優待制度も導入

(d) 配当・株主優待

2015年2月期第2四半期（2014年3月-8月期）に1株当たり13円（前年同期比5円増）、期末に同13円（前年同期と同じ）を予定している。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。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している。

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、配当額は遡及して調整

なお、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贈呈する。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円分を贈る。長期で保有する株主を増やすことが目的である。

2014年10月7日（火）

■ 更なる成長のための課題

優秀な人材確保のためインターンシップ制度を開始

このように現在のビジネスは盤石と言える同社であるが、更なる成長の加速のために課題はある。以下に説明する。

(1) 人材確保

同社の足元における最大の課題は優秀な人材の確保である。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。

また、同社は、2016年2月期から新卒を毎期100名ずつ恒常的に採用する計画を打ち出している。これに加え、社員数が数十名程度の企業のM&Aも含めて、連結ベースでの社員数を1,000名（2014年9月現在では約900名）以上にする方針も打ち出している。1,000名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。大型案件は利益率も高い。社員数1,000名突破を実現するためにも、人員確保は解決すべき大きな課題となっている。

同社にとって人材確保は長年の課題であった。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、課題は解決したかに見えた。

ただ、今度は、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。2015年2月期には、80名の採用を目指しているが、現在内定を出しているのは、64名にとどまる。このままでは、目標数の採用はかなり厳しい状況となっている。

そこで、同社では、新たにインターンシップ制度を開始した。Androidアプリ開発を体験する3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。Androidアプリのコースは、2015年秋から2016年春に卒業予定の大学生を対象に文系理系を問わず、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9月に実施した。そのコースのほかに、Web系サイト開発を体験する1日コースを追加し、今後も継続実施する予定となっている。

また、新本社は、JR山手線の大崎駅から徒歩10分程度の交通の便が良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。

インターンシップと、本社移転の効果は少しずつ現れているようで、学生の就職希望が増加しているという。特に組み込み系ソフトの開発に関しては、電機機器の中核部分であることから、多くの学生が高い興味を示しているという。

しかし、そのなかに同社が求める能力を持つ学生がいるかどうかは別である。目標の80名を確保でき、2016年2月期からは100名の新卒を恒常的に採用できるようになるかは、まだ、見通せない。

とはいえ、仮に80名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、2014年4月入社の新卒社員の早期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ことを基本としている。ところが、景気回復によりパートナー企業も案件が増え、同社からの発注に十分に応えられない状況となってしまっている。

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、幾分かは、パートナー不足を緩和できる可能性がある。

M&Aは買収予定金額を引き上げて候補企業探しを進める

(2) M&A

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。買収条件として(a)事業継承者がいない、(b)営業力が不足している、(c)年商3～20億円規模程度を基本とし、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る。

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、2014年2月期は、M&Aが成約しなかった。そして、2015年2月期第2四半期末(2014年3月-8月期)現在も、成果は出ていない。景気の回復に伴い、買収に競合が生じ、買収価格が上昇しているという。ここ2、3年、特に医療分野をターゲットとしてきたということもあり、検討対象となる案件そのものは増えてきているというが、成功するかはまだ予断を許さない。

ただ、M&Aの成否も、同社の収益にすぐに影響するわけではない。同社にとってのM&Aはあくまで長期的な成長戦略の柱だからである。また、M&Aがうまく進まなかった場合のことも考慮して2014年2月期に新設した「新規事業部」への期待もある。社内から新しいビジネスを生み出すという新規事業部は、今までの発想にまったく捕らわれることなく、新しいビジネスのタネを発見・育成していくことを基本とし、日々、研究・調査を進めているという。

特定顧客の比率は低下傾向、顧客層の拡大は着実に進展

(3) 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75.8%をキヤノングループへ依存していた。2015年2月期第2四半期(2014年3月-8月期)決算の説明でも触れたとおり、現在は、62.6%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られる。

また、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る。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みるのが妥当であろう。

将来の高齢化対策として新卒採用の確保は重要な課題

(4) 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、同社の離職率は5%程度と、競合他社の半分程度の水準である。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ことによる。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のため、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、社員の若返りが考えられる。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、高齢の社員への対応としては、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。

■ 2015年2月期通期予想

通期業績予想は据え置き、本社移転効果はさらに進む余地も

2015年2月期第2四半期決算(2014年3月-8月期)では、通期の業績予想に変更はなかった。連結で売上高6,700百万円(前期比1.1%増)、営業利益540百万円(同4.2%増)、経常利益547百万円(同5.9%増)、当期純利益320百万円(同5.9%増)としている。

しかし、第2四半期発表後の現在、売上高、利益とも上方修正される可能性が高いと考えられる。

売上高が微増にとどまるのは、エンジニアリング事業において、新卒の戦力化にかかる時間に保守的な予想をしていることと、パートナー企業の増加が難しいという前提に基づいている。しかし、実際は、すでに新卒社員の一部は入社から2ヶ月程度で収益貢献するまでに成長している。パートナー企業の確保はどうなるか分からないものの、本社移転による業務効率の向上は予想を超える成果を実現している。すでに触れているが、業務効率の向上はまだまだ進む余地があるという。業務効率の向上によりパートナー企業の不足をある程度補える可能性は十分ある。子会社2社がパートナー不足をある程度補うことも期待できる。

利益も、業務の効率化や付加価値の高いファームウェアの受注などによって拡大の期待が持てる。新卒社員の戦力化もこのまま想定以上の速さで進めば、利益の大きな圧迫要因にはならない可能性が高い。

2014年10月7日（火）

一方、その他事業に関しては、ソフトバンク向けのRFIDの特需は、2015年2月期第2四半期以降、一服するものの、4月に発売したiPhone5向けのジャケットタイプ及び今後注力するライトニングコネクタタイプのUHF帯リーダー・ライタなど新製品がある程度収益に貢献しそうである。特需がなくなっても、事業全体としては2014年2月期並みの業績を収めることが期待できそうであり、同社全体の業績に大きなマイナスの影響を与える可能性は低いとみられる。

iPhone5向けジャケットタイプのUHF帯リーダー・ライタ



iPhone5 / iPhone5s専用 ジャケット型 UHF帯RFIDリーダー・ライタ【i+UJ1】

- 最大通信距離
1.5m
※1
- 特定
小電力
- SDK
の提供
※2
- 非接触
充電
※3

出所：会社資料

同社は、業績予想を慎重に設定する傾向が強い。そのような面からも、通期業績の上方修正の可能性は高いと考えられる。ちなみに業績が上方修正されれば利益成長に伴った増配も期待できる。

一方、業績が下振れするケースとして、M&Aが実現した場合、一時的な費用の計上や固定費の予想外の増加ということが起こると考えられる。しかし、想定している買収先の規模はそれほど大きくはないため、仮に減益要因が発生しても、収益全体に大きな影響を及ぼす恐れは低いとみられる。

なお、為替の影響に関しては、円での取引の拡大や、為替予約によって、円安による影響は過去も現在もほとんど同社の業績に影響していない。急激な為替変動による収益減少の可能性はゼロではないものの、大きな影響を与える可能性はあまり高くないと考えてよいだろう。

2015年2月期の業績予想

(単位：百万円)

	14/2期 (実績)	15/2期 (予想)	増減率
売上高	6,625	6,700	1.1%
営業利益	518	540	4.2%
経常利益	516	547	5.9%
当期純利益	302	320	5.9%
EPS (円)	69.53	73.57	-
年間配当 (円)	21	26	-

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