

2013年10月7日（月）

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

■環境面も追い風に2ケタ成長を持続する可能性

ソーバル<2186>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おり、同分野で唯一の上場企業である。また、近年は、業務系やウェブ系のソフト開発にも力を入れ、事業領域を着々と拡大している。

2013年9月30日に発表した2014年2月期の第2四半期（3-8月）連結決算は、売上高はほぼ会社計画どおりとなったが、利益は上振れし、通期で4期連続の増収・増益達成に向けて弾みがつく着地となった。収益拡大のための最も重要な要素となる人材確保に関しても、順調な採用ができています。

さらに、優秀な人材の確保と長年のソフト開発への信頼から、最近は特に付加価値の高い開発案件が顧客から持ち込まれるケースが増加している。利益の拡大に「正のスパイラル」が働いているといえ、通期では売上高営業利益率も10%台に乗る可能性があると予想される。

一方、中長期的な成長戦略に関しては、エンジニアリング事業の業容拡大を目指したM&Aも、同社が掲げる「1年に1件」の目標のもと、積極的に取り組んでいる様子が見えてきた。

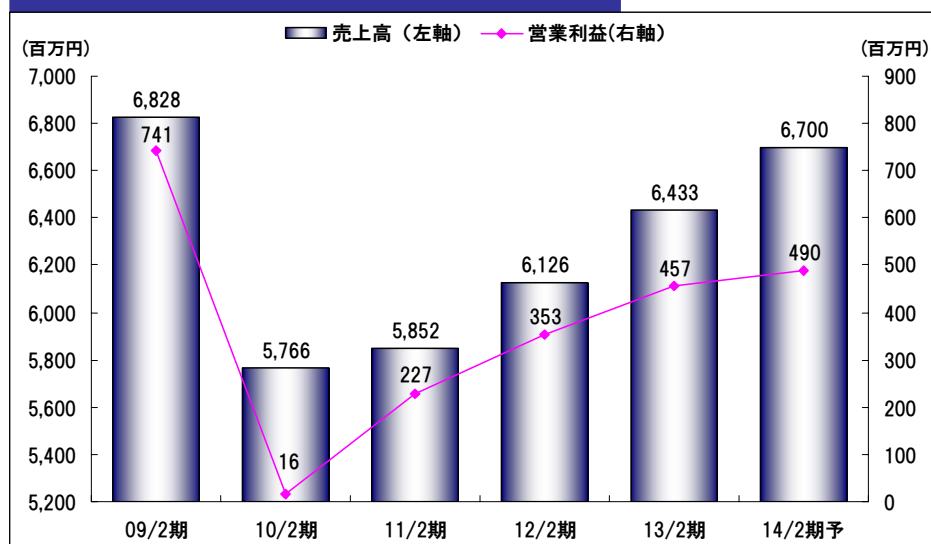
人材確保に関しては、2014年末には連結で技術者数1,000～1,200人体制を目指し、1件当たり十数億円の大型案件の本格受注にも乗り出せるようになる見通し。さらに、3年後には100人の新卒採用目標も達成できそうである。

さらに、派遣法の改正、オリンピックのためのソフト開発需要の拡大、といった環境面からの追い風も期待できる。このようなことから、2014年2月期を含めて少なくとも今後数年間は2ケタ成長を持続する可能性が高いと予想される。新機軸のM&Aの進展次第では、飛躍的な成長も期待できよう。

■Check Point

- ・新規案件受注、新規顧客獲得で特定顧客依存の脱却が進展
- ・通期業績は売上高が予算どおりでも利益は上振れる可能性
- ・新卒採用は順調、新機軸のM&Aは今後5ヶ月間の動きに注目

通 期 業 績 の 推 移



※12/2期より連結決算

■2014年2月期の第2四半期決算

2Qは高付加価値案件の増加で利益が予想を上振れ

(1) 概要

2014年2月期の第2四半期（3-8月）連結決算は、売上高が3,331百万円（前年同期比3.2%増）、営業利益が288百万円（同5.2%増）、経常利益が292百万円（同4.6%増）、四半期純利益が168百万円（同8.9%増）と増収増益を達成した。第2四半期の期初予算に対する達成率は、売上高が100.7%とほぼ予算どおり。しかし、利益は、営業利益が115.4%、経常利益が117.0%、四半期純利益が129.9%と、それぞれ上振れての着地となった。

売上高がほぼ期初予算での着地となったのは、想定どおりの人員確保ができたことと、人員がフル稼働したことが要因となっている。人員確保に関しては、このほど来年春の新卒採用が前期比6人増の42人で確定。今後も採用活動を継続し、最終的には50人の採用を目論んでいる。

2014年2月期の第2四半期業績

(単位：百万円)

	13/2期 2Q 実績	14/2期 2Q		
		期初予算	実績	前期比
売上高	3,227	3,307	3,331	3.2%
営業利益	274	250	288	5.2%
経常利益	279	250	292	4.6%
四半期純利益	155	130	168	8.9%

■2014年2月期の
第2四半期決算

稼働率に関しては、ソーバル単体での稼働率はおよそ97%、また、後ほど主要顧客別の収益でも説明するが、子会社のコアードに至っては、100%を超える稼働率となった。

ファームウェアは電気製品の性能を決める重要なソフトであるうえ、特殊なソフトでもあることから他社が事業化することは難しい。このため、もともと案件には事欠かない。しかも、現状は景気の回復が加わり、今まで以上に案件が増加しているようである。

ただ、売上高に関しては、むしろ、案件が増加したことによってブレーキがかかっている面がある。同社の外注先であるパートナー企業の確保が困難になっているためだが、細かくは「業績の分析」で説明する。

一方、利益の上振れは、利益率の高い高付加価値の案件が増加したため。たとえば、同社の最大の顧客であるキャノン<7751>からは、製品の大幅な機能向上を実現するファームウェア開発といった、簡単には外注できない高付加価値ソフトの開発案件が増加傾向にある。

第2四半期累計の売上高営業利益率は8.7%と、前年同期比で0.2ポイント上昇している。ただ、第2四半期（6-8月）だけを切り出してみると、同1.3ポイント減の7.5%に減少した。

しかし、これには理由がある。エンジニアの能力を最大限に活かした「戦略的アサイン」に乗り出したことである。戦略的アサインとは、足元ですぐに大きな利益を生みださない開発案件であっても、1～3年以内には確実に大きな収益を上げられると見込める案件に人材を含めた資本を投下する考え方。同社はいくつかのこのような案件を持っており、これらへの先行投資を進めた。

つまり、第2四半期（6-8月）の利益率の低下は、近い将来にほぼ確実に大きな収益になって返ってくる“先行投資”の意味合いが強いといえよう。

財務状態は相変わらず、極めて良好。無借金経営を堅持し、連結の自己資本比率も73.4%と非常に高い水準を維持している。さらに、現金及び預金の期末残高も1,830百万円と、前期に比べて24.6%の増加となっている。

貸借対照表

(単位：百万円)

	13/2期	14/2期 2Q
流動資産	2,610	2,896
(現金)	1,469	1,830
有形固定資産	145	141
無形固定資産	65	59
投資その他の資産	86	85
総資産	2,908	3,183
流動負債	555	693
固定負債	147	154
(有利子負債)	-	-
負債合計	703	848
株主資本	2,204	2,334
純資産合計	2,204	2,334
負債純資産合計	2,908	3,183

■2014年2月期の
第2四半期決算

新規案件受注、新規顧客獲得で特定顧客依存の脱却が進展

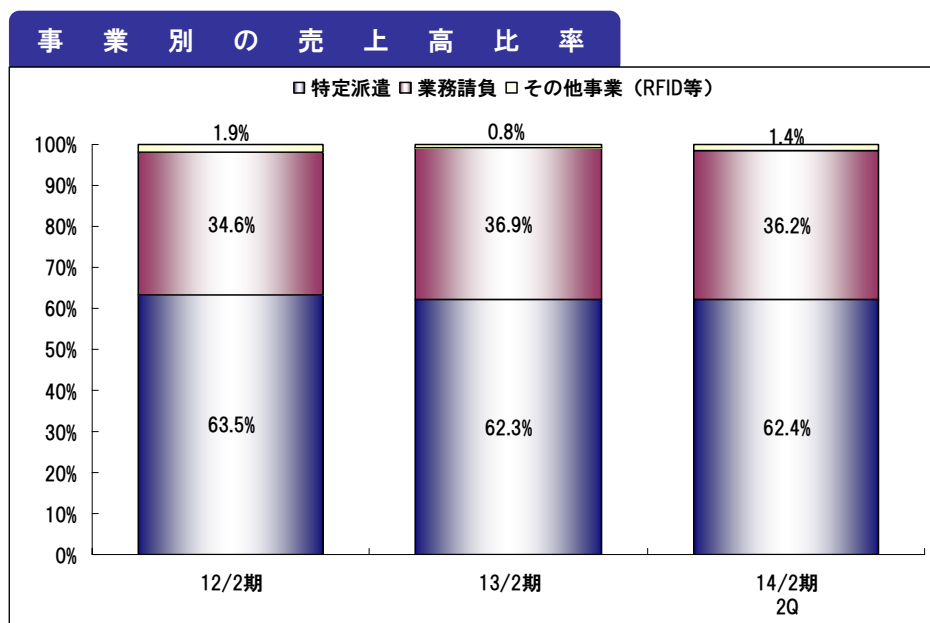
(2) 業績の分析

(a) 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気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である。エンジニアリング事業が業務請負や開発技術者の派遣というかたち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。

2014年2月期の第2四半期の売上高の事業別の内訳は、エンジニアリング事業が3,285百万円（前年同期比2.6%増）で、全体の98.6%（前期比0.6ポイント減）を占め、その他事業が45百万円（同69.1%増）で、全体の1.4%（同0.6ポイント増）を占める結果となった。

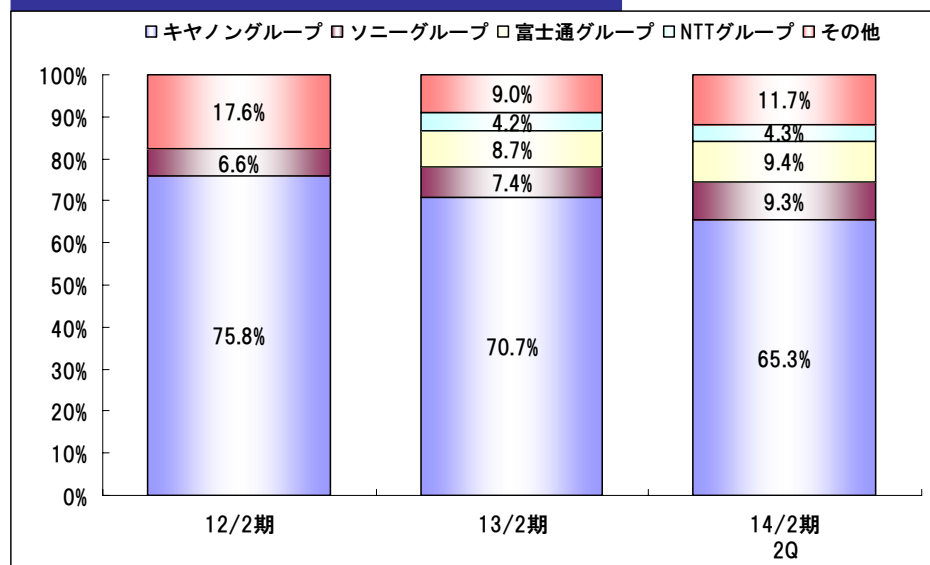


RFID事業は、電波法の改正に伴って生じた置き換え需要がようやく動き出したことが増収の要因。比率としてはごくわずかではあるが、収益に貢献したといえよう。ただ、エンジニアリング事業が全体の増収をけん引する基本構造に変化はない。

■2014年2月期の
第2四半期決算

エンジニアリング事業の増収で特筆すべきは、顧客別売上高の比率の変化である。キャノン<7751>及びキャノングループが65.3%（前期比5.4ポイント減）、ソニー<6758>及びソニーグループが9.3%（同1.9ポイント増）、富士通<6702>グループ9.4%（同0.7ポイント増）、NTT<9437>グループ4.3%（同0.1ポイント増）、その他11.7%（同2.7ポイント増）となった。

主要顧客別の売上構成比率



総括すると、キャノン及び同社グループ企業以外の顧客からの受注が拡大した。特に2番目に取引金額が多いソニーのグループ会社からの発注が拡大した。3位の富士通グループとの取引も順調に拡大している。

さらに、「その他」の伸びが大きい点も特筆すべきであろう。「その他」は、新規の顧客が中心であり、新規の顧客獲得が進んでいることを裏付けているからだ。

キャノン以外の比率が拡大している理由は、景気回復に伴って、顧客企業の開発案件が多くなってきていることに対応し、ファームウェアはもちろんそれ以外のウェブや業務系でも新規案件を確実に受注しているためである。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増減しやすいが、ウェブや業務系の開発へと事業のすそ野が広がることで、売上高の標準化にも期待できる。

新規案件の受注拡大は、同社が長年積み上げてきた信頼と営業努力によるものだが、顧客企業の開発姿勢の変化もある。富士通グループからの案件拡大は、子会社であるコアードが大きく貢献しているが、ソーバルグループとして富士通の発注条件をクリアできている点も大きい。

一方、最大の顧客であるキャノングループとの取引金額はほぼ横ばいで推移。ソーバルは、特定顧客依存の経営体質からの脱却を経営課題の1つに掲げており、これは、計画どおりの進捗といえる。

■2014年2月期の
第2四半期決算

むしろ、注視すべきなのはキャノングループに割かれる人員で、比率の低下に伴ってキャノングループに割かれる人員は減少しているようだ。それでも売上高が下がらないのは、前述したように高付加価値ソフトの開発案件が増加し、単価が上昇したためと考えられる。キャノンとは理想的な関係ともいえよう。

また、エンジニアリング事業の売上高を契約形態別にみると、特定派遣（顧客に派遣して開発）が売上高全体の62.4%（前期比0.1ポイント増）、業務請負（請負で行う開発）が36.2%（同0.7ポイント減）となった。

キャノングループからは、高付加価値ソフトの案件が増えており、そのため、共同開発が必要な特定派遣が増加している。

また現在、特にウェブ開発関連では、1つの案件を多数の機能に分解して、その機能ごとに開発を進める「アジャイル開発」が増加している。この手法を用いると、ソーバルにとっては設計段階から顧客と共同作業をする必要が出てくる。こういった開発体制のトレンドの変化も特定派遣が増加した要因の1つといえる。

ちなみに、特定派遣は業務請負よりも利益率が高く、足元では利益増加にも貢献している。しかし、今後は大型案件の受注に本格的に乗り出すことから、業務請負の割合も増加するとみられる。将来的には、特定派遣と業務請負を1対1の割合にしていく計画のようだ。

以上のように売上高に関しては、単に数字ばかりでなく、顧客の構成比や開発案件の種類、受注形態といった、その中身に関しても、計画どおりに順調に推移しているとみることができる。

しかし、足元では課題も発生している。社内の人員確保は順調に進んでいるものの、パートナー不足という問題が新たに持ち上がっている。案件は十分にあるものの、同社が業務を外注するパートナー企業が十分に確保できない状況になっている。

同社は、事業バランスを考えて、売上高の5%を上限に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も案件が増え、ソーバルからの発注に十分に応えられなくなっているようだ。

対策としては、コアードとMCTECの2子会社にも仕事を割り振って案件処理をしているが、下期以降は、ソーバル社員の稼働率をさらに上げて対処するとともに、パートナーの確保が課題になると予想される。

新卒社員の教育を集中的に実施し一時的に利益が圧縮

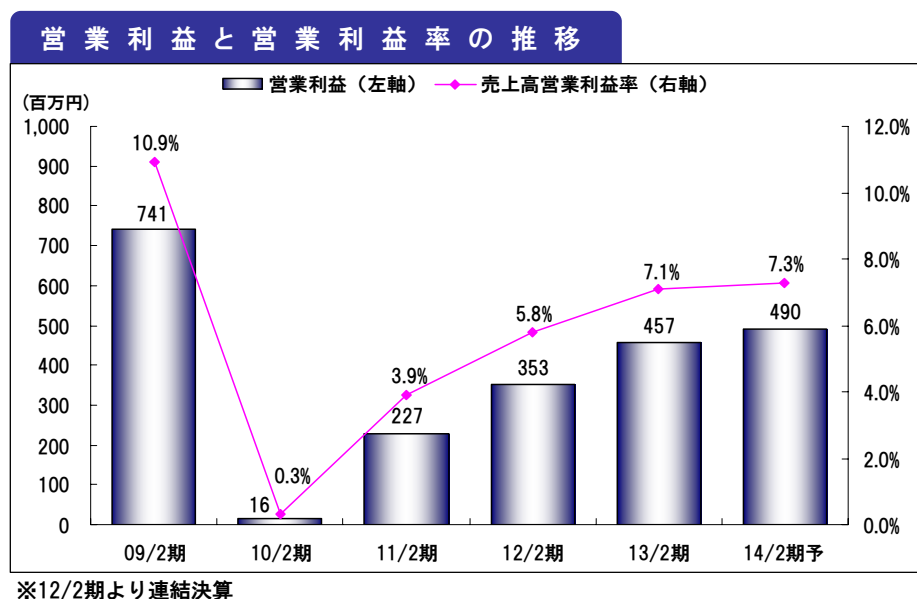
(b) 利益

売上高営業利益率は8.7%と、2013年2月期に比べ1.6ポイント上昇している。

これは、過去のレポートでも説明したように間接コストの削減が完了し、「筋肉質な経営体質」への転換が実現したこと、受注案件のうち、利益率の高い高付加価値ソフトの開発が増加したことが挙げられる。

■2014年2月期の
第2四半期決算

第2四半期（6-8月）は、新卒社員の教育を集中的に行っており、これが利益の圧縮要因になった。しかし、これはあくまでも一時的なものであり、通期では売上高営業利益率が10%を超える可能性もあると考えられる。



■2014年2月期通期予想

通期業績は売上高が予算どおりでも利益は上振れの可能性

2014年2月期の業績予想は、連結で売上高6,700百万円（前期比4.1%増）、営業利益490百万円（同7.2%増）、経常利益490百万円（同5.6%増）、当期純利益265百万円（同7.3%増）と、変更していない。配当も1円増配の年間18円と従来予想を据え置いている。しかし、業績が順調に推移していることから、今後上方修正する可能性は高いと考えられる。

同社の予算計画では、通期の予算を100とすると、上半期45%、下半期55%の達成を見込んでいる。第2四半期が、売上高はほぼ計画どおり、利益は上振れしたことを考慮すると、通期業績は売上高が予算どおりの着地となっても利益面では上振れる可能性が高い。また、売上高に関しては、案件が十分にあり状況をみれば、予算割れする可能性は低いと考えられる。

パートナー企業の確保ができず、代わりにソーバル社員の稼働率を上げて対応するというシナリオの場合でも、ほぼ同社の計画どおりになると考えられよう。一方、パートナー企業が確保できれば、それに比例して売上は増加するとみられる。

■2014年2月期通期予想

営業利益に関しては、売上高営業利益率が10%台となるようであれば、600～700百万円の範囲内に着地すると予想される。また、配当性向30%を表明していることから、利益の上振れに伴い更なる増配も期待できよう。

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	当期 純利益	前期比	EPS (円)	配当 (円)
09/2期	6,828	6.9%	741	17.0%	728	14.6%	422	19.0%	109.98	27.00
10/2期	5,766	-15.6%	16	-97.8%	19	-97.3%	-19	-	-4.44	5.00
11/2期	5,852	1.5%	227	-	239	-	124	-	28.71	8.50
12/2期	6,126	-	353	-	357	-	182	-	41.94	13.00
13/2期	6,433	5.0%	457	29.5%	464	31.9%	246	35.6%	56.83	17.00
14/2期予	6,700	4.1%	490	7.2%	490	5.6%	265	7.3%	60.96	18.00

※12/2期より連結決算

2011年11月1日付けで1→2株の株式分割を実施、過去の業績については遡上して修正

■株主優待

100株以上を保有する株主全員に株主優待ギフトを贈呈

株主優待について変更はない。8月31日を基準日として、最低投資単位の100株以上を保有する株主全員に、東日本大震災の復興支援という意味も込めて、1) 名産品（岩手県のしょう油・ポン酢・ごまだれのセット）、2) お米（宮城県の新米1.5キロ）、3) おまかせ（青森県のりんごジュース3本）、4) 義援金（1口2,000円の義援金を寄付）のなかから好きなものを贈呈する。

2014年2月期株主優待ギフト

1.名産品



醤油+ポン酢+ごまだれ（各1本・計3本）

2.お米



新米 1.5kg（750g×2袋）

3.おまかせ



りんごジュース（3本）

4.義援金

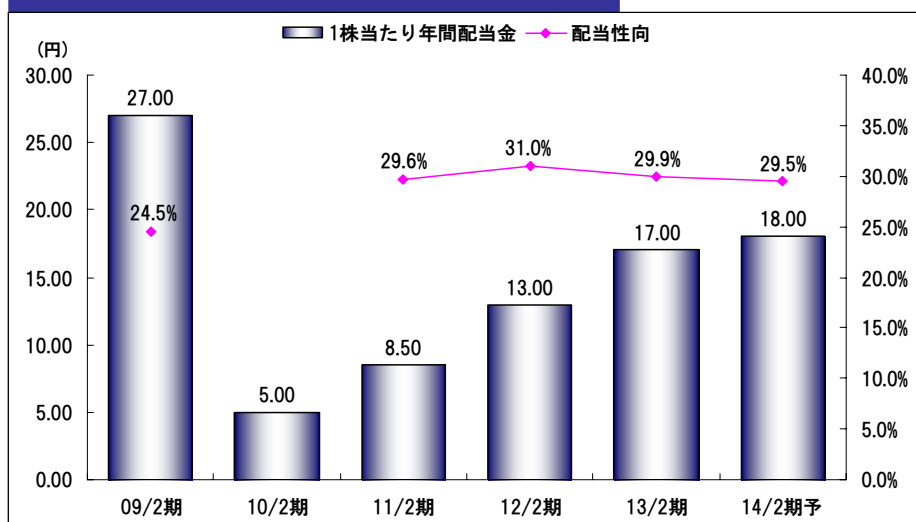


日本赤十字社へ寄付

※会社HPより引用

■株主優待

1株当たり配当金と配当性向の推移



※2011年11月1日付けで1→2株の株式分割を実施、過去の数値については遡上して修正

■進展する中長期戦略

新卒採用は順調、新機軸のM&Aは今後5ヶ月間の動きに注目

同社は、2013年2月期決算の発表に伴い、中長期の成長戦略を明確に打ち出した（4月17日レポート参照）。具体的には、「100人の新卒採用の恒常的な実現」「エンジニアリング事業の充実のために従来の分野から離れた新機軸のM&A」の2点だ。

第2四半期をみた場合、まず、新卒採用に関しては、採用ノウハウを社内で確立できたことにより順調に進んでいる。3年後には、100人採用の恒常化が実現しそうである。

また、新機軸のM&Aに関しては、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、4) 買収金額は1～3億円程度を基本とし、医療分野、自動車分野での案件が多数提案されているという。同社は、「1年に1件の割合での買収」を堅持する姿勢で、今後5ヶ月間の動きに注目される。

また、中長期的な成長戦略で、第2四半期の新たなトピックスとして4つが挙げられる。

第1に、2020年夏に開催される東京オリンピックである。ソフト開発案件の増大が期待できる。ファームウェアでは、競技の撮影用カメラ向けなどの開発が期待できるほか、ウェブや業務系の開発案件も多数期待でき、収益拡大に大きく貢献する可能性が高い。

■進展する中長期戦略

第2に、人材の順調な確保とM&Aの進展に伴い、早ければ2014年末にはグループ全体で1,000～1,200人の開発要員の確保が実現できる筋道が見えた点が挙げられる。同社では、この要員規模を確保するにはあと2件程度のM&Aを必要としているが、「1年に1件」のペースを実現できれば達成できることになる。

これだけの規模になれば、1件当たり十数億円規模の大型案件も人員のやりくりに苦勞することなく受注できるようになる。同社はNTTグループが4番目の大口顧客となっており、人員が整いさえすれば、同グループからの大型案件を受注できる状況にもなっている。

大型案件の受注に本格的に乗り出せるようになれば、売上、利益ともに飛躍的に拡大することが期待できる。

第3は、早ければ2014年3月にも改正される派遣法である。現行法では同じ派遣先で働き続けられるのは、最長3年間と決められている。派遣法が改正されれば、派遣会社と無期の雇用契約を結ぶことで、仕事内容に関係なく同じ派遣先で働けるようになる。派遣社員の身分の安定を目的とした改正だが、ソフト開発のような派遣社員個人のスキルに依存する仕事では、長期にわたって同じ職場で働いたほうが効率がよい。そこで、ソフト開発に関しては、派遣会社は派遣社員と無期雇用契約を結ぶ必要性が高くなることが予想される。

しかし、一部の派遣会社はコストに耐えられなくなり、対応できないケースが出てくることも考えられる。一方、ソーバルの場合、開発要員ははじめから同社の社員であり、改正に改めて対応する必要がない。そこで、法改正は対応が難しい派遣会社から顧客を得るチャンスになる可能性がある。

第4は、10月1日付で実施された機構改革だ。7つの部・室を4つの部に統廃合し、より効率的な事業運営を行う体制を整えた。間接コストの削減が完了し筋肉質になった同社にとっては、さらに攻めの経営を行うための機構改革で中期的な収益拡大効果が期待できる。

■その他のトピックス

「ソフトウェア品質シンポジウム2013」で2つの賞を同時受賞

その他のトピックスとして、一般財団法人 日本科学技術連盟の下に設置されている「SQiP (Software Quality Profession:スキップ)」の「ソフトウェア品質シンポジウム2013」において、同社の高橋功氏(品質評価部課長)が、優れた研究やプレゼンテーションに贈られる3つの賞のうち、2つを同時受賞した。

■その他のトピックス

スキップは、実践的で実証的なソフトウェア品質技術・施策の研究・普及を目的とした組織。ソフトウェア品質シンポジウムは、同組織にとって最も大きな催しで、毎年ソフト開発関係者の多くが来場し、研究発表や講演などを行っている。

受賞したのは、「HDR法：仮説駆動型レビュー手法の提案」という論文及びプレゼンテーションで、ソフト開発を効率よく行うための手法を研究したもの。同社のR&D（研究・開発）分野の長年の蓄積が具体的な成果としてあらわれた功績といえよう。

ディスクレマー（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