

# ホリスティック企業レポート 東海ソフト

4430 東証二部・名証二部

新規上場会社紹介レポート  
2019年3月5日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20190304

## 名古屋を本拠地とする独立系ソフトウェア受託開発企業 得意とする車載関連の組み込みソフトウェアと製造業向け開発での拡大に期待

アナリスト:藤野 敬太 +81(0)3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

### 【4430 東海ソフト 業種:情報・通信業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2017/5	5,450	-	218	-	219	-	156	-	97.2	825.4	16.0
2018/5	5,790	6.2	309	42.1	312	42.6	221	41.4	137.4	948.0	16.0
2019/5 予	6,000	3.6	383	23.6	350	12.1	231	4.1	127.7	-	20.0

(注) 1. 単体ベース。2019/5期の予想は会社予想。

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	2,448円(2019年3月1日)	本店所在地 愛知県名古屋市
発行済株式総数	2,246,800株	設立年月日 1970年5月30日
時価総額	5,500百万円	代表者 伊藤 秀和
上場初値	2,872円(2019年2月27日)	従業員数 446人(2018年12月末)
公募・売出価格	1,500円	事業年度 毎年6月1日～翌年5月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎事業年度末日の翌日から3か月以内
		【主幹事証券会社】 野村證券
		【監査人】 有限責任監査法人トーマツ

## > 事業内容

### ◆ 業界では珍しい事業構成を持つ独立系ソフトウェア受託開発企業

東海ソフト(以下、同社)は、愛知県名古屋市を本拠地とする、独立系のソフトウェア受託開発企業である。

同社は日立製作所(6501 東証一部)グループ向けの製造・流通業関連のシステム開発からスタートし、01年にトヨタ自動車(7203 東証一部)グループ向けの車載関連開発に参入し、実績を積んできた。ソフトウェアの受託開発を行う企業は多いが、同社のように組み込み関連、製造・流通業向け、金融・公共向けの3分野を併せ持つ企業は多くなく、珍しい事業ポートフォリオを構築していると言えよう。その分、好景気・不景気の波への耐性は強い。また、人命やライフラインに係る案件の実績が多いため、リピート案件が多く、価格競争に陥りにくいという特徴を持つ。

同社の事業は、ソフトウェア開発事業の単一セグメントだが、事業戦略上の事業区分により、3つの事業に分類される。大まかには、組み込み関連が約40%、製造・流通向けが約40%、金融・公共向けが約20%という構成となっている(図表1)。

【図表1】事業区分別売上高

事業区分	2018/5期			2019/5期第2四半期累計期間		
	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)	売上高 (百万円)	前年同期比 (%)	売上構成比 (%)
組み込み関連事業	2,221	-8.3	38.4	1,199	—	41.3
製造・流通及び業務システム関連事業	2,493	21.1	43.1	1,202	—	41.4
金融・公共関連事業	1,075	11.1	18.5	500	—	17.3
合計	5,790	6.2	100.0	2,902	—	100.0

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

## ◆ 組込み関連事業

18/5 期の売上高の 38.4%を占める組込み関連事業では、自動車や産業機器等に内蔵され、特定の機能を実現するためのコンピューターシステム(組込みシステム)に関係するソフトウェアを開発している。同事業はさらに、(1)主に自動車向けの車載関連開発、(2)民生・産業機器関連開発に分類される。

車載関連開発は、動力系や車体関連機器を制御する ECU<sup>注</sup>のソフトウェア開発を行う。組込み関連事業の約 57%を占め、このうちの過半がトヨタ自動車グループ向けである。

注) ECU

Electronic Control Unitの略

電子回路を用いてシステムを制御する装置(ユニット)の総称。主に自動車に搭載されるものを指し、現在は大半にマイクロコントローラーが搭載されている。

なお、車載関連開発は技術の進歩が速い分野であり、技術動向へのキャッチアップが欠かせない。15 年 11 月から、欧州発車載 ECU 開発の標準プラットフォームの「AUTOSAR(オートザー)」をベースとした開発を推進している。そのため、同プラットフォームの開発を担う APTJ(愛知県名古屋市)に資本参加している。また、18 年 6 月には、車載ソフトウェアでトップシェアのネクスティエレクトロニクス(東京都港区)と資本業務提携を行い、プラットフォーム、ミドルウェア、組込みソフトまでを一手にカバーできる体制の構築を目指している。

民生・産業機器関連開発では、デジタル家電等の民生機器や、自動販売機や ATM(現金自動預け払い機)等の産業機器に組み込まれる制御ソフトウェア開発を行っている。組込み関連事業の約 43%を占め、富士電機(6504 東証一部)や日立製作所の産業機器に用いられている。

## ◆ 製造・流通及び業務システム関連事業

18/5 期の売上高の 43.1%を占める製造・流通及び業務システム関連事業は、ファクトリーオートメーション(FA)やロジスティクスオートメーション(LA)を取り扱う製造・流通システム関連開発と、企業の業務支援システムを取り扱う業務システム関連開発に分類される。

従来はオーダーメイド型で開発を受託してきたが、案件完了までの時間がかかり過ぎていた。そのため、数年前より、東洋ビジネスエンジニアリング(4828 東証一部)との協業で、パッケージ化を進めてきた。

製造・流通システム関連開発では、フランスのダッソー・システムズ社のパッケージで製造現場の状況をリアルタイムで見える化する「DELMIA Apriso」(東洋ビジネスエンジニアリングが代理店)を、業務システム関連開発では東洋ビジネスエンジニアリングの製造業向け生産管理パッケージ「mcframe」を使用している。

また、この分野は IoT との親和性が高く、同社も IoT を活用したソリューション

ン提供を得意としている。その代表例として、設備稼働管理システム「Flex Signal(フレックスシグナル)」といった自社パッケージが挙げられる。

#### ◆ 金融・公共関連事業

18/5期の売上高の18.5%を占める金融・公共関連事業は、大手SIerの協会社として、金融機関向け及び自治体等の公共機関向けのソフトウェア開発を受託している。金融関連開発と公共関連開発に分類されるが、日立製作所グループを通じた案件がほとんどである。

#### ◆ 全体として日立製作所グループ向けが多い

元々日立製作所グループ向けのシステム開発からスタートしたこともあり、日立製作所グループ向けの売上が多い。18/5期の全売上高の25.1%が日立製作所グループ向けとなっている(図表2)。

【 図表 2 】 主要顧客の売上高

	2017/5		2018/5	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
日立製作所グループ	1,167	21.4	1,452	25.1
うち日立社会情報サービス	523	9.6	607	10.5
その他	643	11.8	844	14.6
富士電機	557	10.2	605	10.5
全社売上高	5,450	100.0	5,790	100.0

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 東海ソフトの強み

同社の特色及び強みとして、(1)プロジェクト遂行能力(品質、納期、赤字案件比率の低さ等)及びソフトウェア開発能力、(2)人命やライフライン関連分野のシステムの案件に集中することによるリピート案件比率の高さ、(3)分散された事業ポートフォリオによる多様な技術の集積の3点が挙げられよう。

## > 事業環境

#### ◆ 市場環境

経済産業省の「特定サービス産業動態統計調査」によると、18年の情報サービス業全体の売上高は11.5兆円、そのうち、受注ソフトウェアは6.8兆円あり、全体の約60%を占める。受注ソフトウェアは12年以降7年連続で増加しており、当該期間の年平均成長率は1.8%である。

また、IT分野の調査会社であるITRの「国内IT投資動向調査2019」によると、企業のIT予算額は、18年度は34%の企業が増加、60%の企業が横ばいとしているのに対し、19年度は36%の企業が増加、58%の企業が横ばいとしている。企業のIT投資予算も堅調に増加している傾向がうかがえよう。

同社に関係する分野の一つに、車載関連の組み込みソフトウェアがあるが、これは外部通信ネットワークと常時接続を可能とするコネクテッドカーの普及と関係する。富士経済の「コネクテッドカー関連市場の現状とテレマティクス戦略 2018」によると、コネクテッドカーの世界市場規模は、17年に2,375万台(コネクテッドカー比率34.1%)が見込まれるが、35年には1億1,010万台(同96.3%)になると予測している。

#### ◆ 競合

ソフトウェアの受託開発を行う企業は多く存在するが、同社のように組み込み関連事業、製造・流通向け、金融・公共向けを一社で展開している企業はなかなか見当たらないと考えられる。また、同社の場合、リピート案件が多いため、実際の営業の現場で他社と競合することが少なく、特定の競合先は見られない模様である。

### > 業績

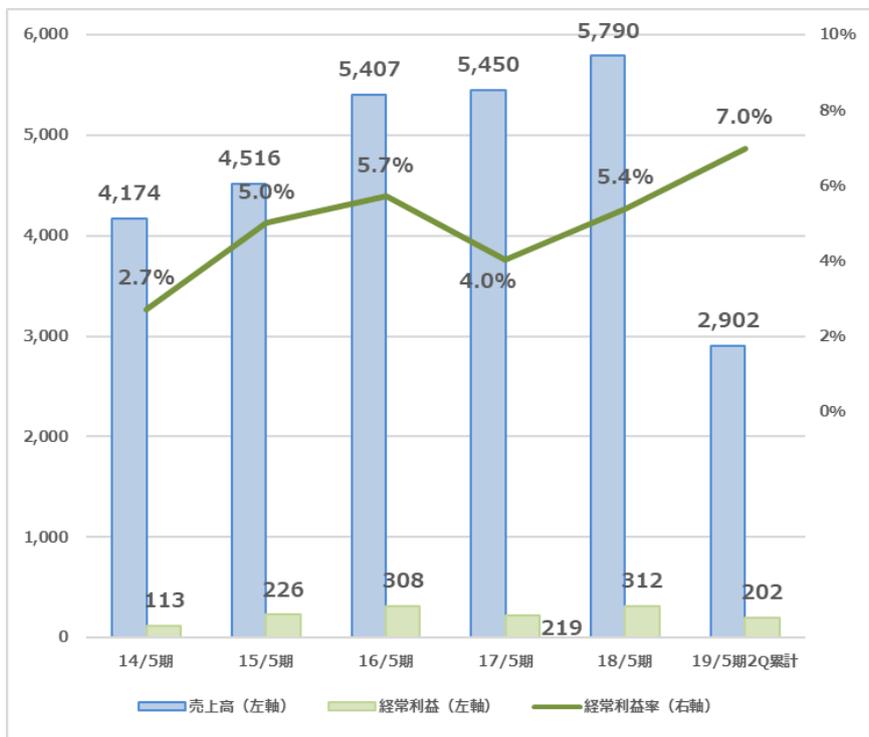
#### ◆ 過去の業績推移

届出目論見書には14/5期からの業績が記載されている(図表3)。

16/5期までは増収増益を続けてきたが、17/5期は売上高がほぼ横ばいの中で経常減益となった。売上計上が16/5期に寄った案件があったことも影響したが、最大の要因は上場準備のための費用の増加であり、売上高経常利益率も一時的に4.0%まで低下した。その後、後述する通り、18/5期には製造・流通及び業務システム関連事業の増収が牽引し、経常利益は16/5期の水準まで回復した。

【 図表 3 】 業績推移

(単位:百万円)



(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 18年5月期決算

18/5期業績は、売上高 5,790 百万円(前期比 6.2%増)、営業利益 309 百万円(同 42.1%増)、経常利益 312 百万円(同 42.6%増)、当期純利益 221 百万円(同 41.4%増)となった。

事業区分別売上高は、組込み関連事業が前期比 8.3%減、製造・流通及び業務システム関連事業が同 21.1%増、金融・公共関連事業が同 11.1%増となった。

組込み関連事業は、車載関連開発での人員の稼働の低下によって受注、売上ともに伸び悩んだ。同社は、車載関連において、業界全体の技術動向の変化を受け、将来の事業展開を見据えた顧客及び事業対象技術領域を見直す政策を実行している。人員の稼働の低下は、そのための人員の再配置や再教育等を行ったことによるものである。

製造・流通及び業務システム関連事業は、国内企業の旺盛な設備投資需要に牽引されたことで、人員の稼働率が高水準で推移したほか、受注単価も上がり、増収となった。

金融・公共関連事業は、金融関連開発がメガバンクの大規模開発が終了に向かう中で減収傾向となった一方、公共関連開発において安定的な受注が継続して、トータルでは増収となった。

売上総利益率は前期比 1.7%ポイント改善の 20.0%となった。高利益率の製造・流通及び業務システム関連事業の売上構成比上昇が寄与した。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前期比 8.9%増となった。業務拡大に伴う人員増による人件費の増加が主な増加項目であった。それでも、増収及び売上総利益率の改善による売上総利益増益の効果が上回り、売上高営業利益率は 5.4%と同 1.4%ポイントの改善となった。

#### ◆ 19年5月期第2四半期累計期間決算

19/5期第2四半期累計期間の業績は、売上高 2,902 百万円、営業利益 207 百万円、経常利益 202 百万円、四半期純利益 132 百万円となった。19/5 通期の会社計画に対する進捗率は、売上高で 48.4%、営業利益で 54.2%となっている。

#### ◆ 19年5月期会社計画

19/5期の会社計画は、売上高 6,000 百万円(前期比 3.6%増)、営業利益 383 百万円(同 23.6%増)、経常利益 350 百万円(同 12.1%増)、当期純利益 231 百万円(同 4.1%増)である。

事業区分別売上高の具体的な数値の開示はなく、3事業とも増収を目指すものと考えられるが、18/5期に引き続き、製造・流通及び業務システム関連事業が全体を牽引する展開が想定されている模様である。

組込み関連事業は、自動運転技術やコネクテッドカーに代表される革新的技術の開発にメーカーが大規模な投資を継続しており、特に車載関連開発において受注環境は好調の模様である。製造・流通及び業務システム関連事業は、特に製造業において、自動化需要を背景とした設備更新の活況が続いている。金融・公共関連事業は、大規模開発が終了に向かうために金融関連開発の減収傾向が続く一方、公共関連開発での安定的な受注の継続でカバーする状況が続くと見られている。

売上総利益率は前期比 1.5%ポイント改善の 21.5%を見込んでいる。18/5期に引き続き、高利益率の製造・流通及び業務システム関連事業の売上構成比上昇が寄与する想定である。

販管費は、主に人件費の増加により、前期比 6.7%増を計画している。そのため、売上高販管費率は同 0.4%ポイント上昇を見込むが、売上総利益率改善

の効果が上回り、19/5期の売上高営業利益率は同1.0%ポイント改善の6.4%になると同社は予想している。

なお、19/5期の1株当たり配当は、前期比4円増配の20円の予定となっている。

#### ◆ 成長戦略

同社は今後の成長戦略として、以下の4つを念頭に置いて事業展開をしていくとしている。

- (1) 既存事業の強化・拡大。特に組込み関連事業の車載関連開発では、顧客及び事業対象技術領域の見直しと、それに伴う人員の再配置・再教育を実施しており、変わりゆく技術動向に対応している。
- (2) 新たな事業基盤の確立。特に製造業向けにおけるパッケージメーカーとの協業やIoT分野での新たな収益モデルの確立を目指すとしている。
- (3) 中長期的に新技術・新事業の開拓と創出。車載ソフトウェアプラットフォームを活用したモデルベース開発を浸透することや、公共・金融向けにおいて公共ヘルスケア関連の開発に挑戦することが挙げられる。
- (4) 生産体制の強化(品質と効率性の追求)。

### > 経営課題/リスク

#### ◆ 人員の確保

上場を機に同社は採用を増やす予定としているが、業界全体として人員の確保は難しくなる傾向にあり、予定している人員を確保できない可能性がある。外注先の確保も同様である。

#### ◆ 赤字・不採算案件の発生の可能性について

ソフトウェアの受託開発においては、どうしても赤字・不採算案件の発生の可能性はゼロにはできない。大型案件において赤字・不採算案件が発生した場合には、同社の業績に影響が及ぶ可能性がある。

【 図表 4 】 財務諸表

損益計算書	2017/5		2018/5		2019/5 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	5,450	100.0	5,790	100.0	2,902	100.0
売上原価	4,452	81.7	4,631	80.0	2,255	77.7
売上総利益	998	18.3	1,159	20.0	646	22.3
販売費及び一般管理費	780	14.3	850	14.7	439	15.1
営業利益	218	4.0	309	5.4	207	7.1
営業外収益	14	-	8	-	2	-
営業外費用	13	-	6	-	6	-
経常利益	219	4.0	312	5.4	202	7.0
税引前当期(四半期)純利益	245	4.5	313	5.4	202	7.0
当期(四半期)純利益	156	2.9	221	3.8	132	4.6

貸借対照表	2017/5		2018/5		2019/5 2Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	2,050	70.5	2,529	77.3	2,843	76.6
現金及び預金	682	23.5	1,162	35.6	1,286	34.7
売上債権	936	32.2	794	24.3	916	24.7
棚卸資産	253	8.7	378	11.6	560	15.1
固定資産	857	29.5	740	22.7	867	23.4
有形固定資産	418	14.4	378	11.6	378	10.2
無形固定資産	30	1.1	34	1.1	30	0.8
投資その他の資産	408	14.0	327	10.0	458	12.4
総資産	2,908	100.0	3,270	100.0	3,710	100.0
流動負債	992	34.1	1,071	32.8	1,304	35.1
買入債務	257	8.9	253	7.8	319	8.6
固定負債	582	20.0	667	20.4	688	18.5
純資産	1,333	45.8	1,531	46.8	1,718	46.3
自己資本	1,333	45.8	1,531	46.8	1,718	46.3

キャッシュ・フロー計算書	2017/5		2018/5		2019/5 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
営業キャッシュ・フロー	-139		392		-24	
減価償却費	44		44		22	
投資キャッシュ・フロー	-45		62		-26	
財務キャッシュ・フロー	-164		24		173	
配当金の支払額	-25		-25		-25	
現金及び現金同等物の増減額	-349		480		123	
現金及び現金同等物の期末残高	564		1,044		1,167	

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接的損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。