

# ホリスティック企業レポート イーソル 4420 東証一部

ベーシック・レポート  
2019年11月8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 20191105

**自動車向けを中心とする組込みソフトウェア製品と関連サービス等を提供  
組込みソフトの中でも高度な技術を要するリアルタイム OS(RTOS)に強みを持つ**

アナリスト:大間知淳

+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

**1. 会社概要**

- ・イーソル(以下、同社)は、自動車向けを中心とする組込みソフトウェア事業と、車載プリンタやハンディターミナル POS システム等を主力とするセンシングソリューション事業を展開している。
- ・組込みソフトウェアの中でも高度な技術を要するリアルタイム・オペレーティング・システム(RTOS)を自社開発しており、各種の国際標準規格の認証を取得しているほか、自動車業界のグローバル開発パートナーシップである AUTOSAR のプレミアム・パートナーとして活動している。顧客の要望に応じたアプリケーションソフトウェアの開発等を行うエンジニアリングサービス等も提供しており、長期で取引している顧客が中心である。

**2. 財務面の分析**

- ・13/12期~18/12期の期間では、組込みソフトウェア事業が牽引役となり、単体売上高は年平均 13.1%、単体経常利益は同 25.2%増加した。
- ・成長性と収益性の観点で類似企業に比べ魅力的な水準にある。

**3. 非財務面の分析**

- ・知的資本の源泉は、最先端技術に挑戦する経営姿勢にある。

**4. 経営戦略の分析**

- ・同社は、組込みソフトウェアのエンジニアの確保・育成、生産性の向上を図りつつ、自動車向けソフトウェアを中軸とした成長を目指している。

**5. アナリストの評価**

- ・証券リサーチセンターでは、19/12期の業績は、順調な業績の進捗状況を踏まえ、会社計画をやや上回ると予想した。
- ・自動車向けを中心とした組込みソフトウェア事業の拡大により、20/12期は前期比 13%増収、19%経常増益、21/12期は同 13%増収 14%経常増益を見込んでいる。

**【主要指標】**

	2019/11/1
株価 (円)	1,458
発行済株式数 (株)	21,460,800
時価総額 (百万円)	31,290
	前期実績 今期予想 来期予想
PER (倍)	47.8 50.1 42.1
PBR (倍)	6.8 6.0 5.2
配当利回り (%)	- - -

**【株価パフォーマンス】**

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	7.9	-9.5	10.2
対TOPIX (%)	2.8	-15.0	8.8

(注: 10/31株価を基にしたパフォーマンス)

**【株価チャート】**



**【4420 イーソル 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)
2017/12	7,546	14.2	432	5.0	445	19.2	348	31.3	21.4	146.3	0.0
2018/12	8,752	16.0	698	61.4	687	54.3	524	50.3	30.5	215.4	0.0
2019/12 CE	9,780	11.8	690	-1.2	800	16.5	574	9.6	28.2	-	0.0
2019/12 E	9,800	12.0	711	1.8	818	19.1	592	13.0	29.1	244.5	0.0
2020/12 E	11,083	13.1	768	8.0	971	18.7	704	18.9	34.6	279.1	0.0
2021/12 E	12,512	12.9	919	19.7	1,106	13.9	855	21.4	42.0	321.2	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、2019年4月1日付で1:4の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ 自動車向け等の組込みソフト製品と関連サービス等を提供

イーソル（以下、同社）は、組込みソフトウェア事業とセンシングソリューション事業を展開している。

セグメント別売上高が開示されている16/12期以降を見ると、自動車向けを中心とする組込みソフトウェア事業とセンシングソリューション事業の売上高構成比は、概ね9:1で推移しており、75年の設立時からの事業である組込みソフトウェア事業を事業基盤としている（図表1）。

【図表1】セグメント別業績の推移

(単位：百万円)

	セグメント	16/12期		17/12期		18/12期		
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	増減率
売上高		6,610	100.0%	7,546	100.0%	8,752	100.0%	16.0%
	組込みソフトウェア	5,817	87.8%	6,667	87.3%	7,906	90.6%	18.6%
	センシングソリューション	806	12.2%	969	12.7%	818	9.4%	-15.6%
	連結調整	-14	-	-90	-	27	-	-
営業利益（セグメント利益）		412	100.0%	432	100.0%	698	100.0%	61.4%
営業利益率		6.2%	-	5.7%	-	8.0%	-	-
	組込みソフトウェア	433	103.5%	510	99.2%	717	107.4%	40.5%
		7.4%	-	7.7%	-	9.1%	-	-
	センシングソリューション	-14	-3.5%	3	0.8%	-49	-7.4%	-
		-	-	0.4%	-	-	-	-
	連結調整	-6	-	-81	-	30	-	-

(注) セグメント売上高はセグメント間の売上高を含む、連結調整はセグメント間取引消去と未実現利益の調整額の合計、売上高と営業利益の構成比は、連結調整控除前

(出所) イーソル有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ 組込みソフトウェア事業

組込みソフトウェア事業において、同社グループは、国内外の自動車関連メーカー、デジタル家電メーカー、産業機器メーカー、医療機器メーカー等に対して、(1) 組込み機器向け「RTOS（リアルタイム・オペレーティング・システム）」の開発・販売や、組込みソフトウェア開発のためのツールの販売（以上、ソフトウェア製品<sup>注1</sup>）、(2) 組込みソフトウェアの受託開発としての組込みソフトエンジニアリングサービス、組込みソフトウェア開発にかかわるコンサルティング、組込みソフトウェア開発エンジニアの教育（以上、エンジニアリングサービス等）を行っている。

(注1) 同社の開示資料によっては、「ソフトウェア製商品」という表現も見られるが、当該分野の売上高の大部分は製品であるため、「ソフトウェア製品」という表現に統一した。

同社とフランスの連結子会社の eSOL Europe S.A.S.が、RTOS 及び開発支援ツールの開発・販売とエンジニアリングサービスを担当しており、連結子会社のイーソルトリニティが他社製の開発支援ツールの販

売や、開発支援コンサルティング、エンジニア教育を担当している。

同社の RTOS は個別の応用市場に特化しない産業横断的な技術要素によって開発されており、基本的には同社が直接、エンドユーザーに販売している。一方、特に高い成長が期待される自動車市場に対しては、同社がデンソー (6902 東証一部) 等の一部の顧客に直販するほか、デンソー、日本電気 (6701 東証一部) の連結子会社の日本電気通信システムと設立した持分法適用関連会社オーバス (出資比率は、デンソー51%、同社 35%、日本電気通信システム 14%) が、自動車向けに特化したソフトウェア製品、サービスをエンドユーザーに提供している。

RTOS は、組込み機器向けに特化したオペレーティング・システムであり、ネットワーク等の通信機能、ハードディスクや SD カード等のストレージデバイスにデータを書き込むためのファイル機能や各種デバイスドライバ等を備えている。RTOS は、コンピュータの中核部である CPU (中央演算処理装置) が新しくなれば変更する必要があるため、技術的に大きく進化した CPU が組込み機器に採用される毎に、同社では新たな RTOS を開発している。

高機能な組込み機器では、マルチコアプロセッサと呼ばれる、複数のプロセッサコアを一つの CPU パッケージに搭載したものが現在の主流となっている。同社の主力 RTOS である「eT-Kernel (イーティーカーネル)」は、このマルチコアまでをサポートしており、自動車や医療機器等の安全性が重視される組込み機器の開発において必要となる「機能安全規格」の認証を海外の認証機関から取得している。

将来の高機能組込み機器では、プロセッサコアの数を更に増やしたメニーコアと呼ばれる技術の利用が進むと考えられている。同社の最新 RTOS である「eMCOS (エムコス)」は、シングルコアからメニーコアまでをサポートしており、機能安全規格の認証も受けている。

車載ソフト向けソリューションでは、欧州発の車載ソフトウェアの国際規格である AUTOSAR (オートザー: AUTomotive Open System ARchitecture) に準拠した製品・サービスを中心に展開している。同分野での現在の主力 RTOS は「eMCOS AUTOSAR」となっている。

自動車関連企業は、AUTOSAR への準拠を通じて研究開発費を抑制しつつ、複雑化する開発業務を効率化し、国内外の AUTOSAR 会員企業との取引を容易にする効果が期待されるため、同市場は急拡大が見込まれている。同パートナーシップには、自動車・自動車部品メーカー、ソフトウェア企業等、世界で 200 社を超える企業が参加している。

会員は、最上位のコア・パートナー、2番目のストラテジック・パートナー、3番目のプレミアム・パートナー、4番目のアソシエイト・パートナーに大別されている。コア・パートナーは、世界で9社、日本企業ではトヨタ自動車(7203 東証一部)1社、ストラテジック・パートナーは、世界で2社、日本企業ではデンソー1社と数少ない。プレミアム・パートナーにおいても、日本企業は、日産自動車(7201 東証一部)、ホンダ(7267 東証一部)、同社等、約10社に過ぎない。プレミアム・パートナー以上がAUTOSARの仕様策定に参画できる権限を有しており、同社はAUTOSARの有カメンバーと言える。

組込みソフトウェア事業におけるソフトウェア製品とエンジニアリングサービス等の売上高構成比は、数値が開示されている17/12期以降では、概ね20~25%:75~80%で推移している(図表2)。

組込みソフトウェア事業の営業利益率は8%前後で推移しているが、研究開発費と後述するリビジョンアップ費用が利益率の変動要因の一つとなっている。

【図表2】組込みソフトウェア事業の業績 (単位:百万円)

	品目別	16/12期		17/12期		18/12期	
		金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高		5,817		6,667	14.6%	7,906	18.6%
	ソフトウェア製品	—		1,320	—	1,699	28.7%
	エンジニアリングサービス等	—		5,347	—	6,207	16.1%
営業利益		433		510	17.9%	717	40.5%
営業利益率		7.4%		7.7%	—	9.1%	—
研究開発費		—		352	—	383	8.7%
減価償却費		34		43	—	68	58.6%

(注) セグメント間取引及び未実現利益の調整前

(出所) イーソル有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ センシングソリューション事業

センシングソリューション事業は、(1) ルートセールスマンが納品伝票を出力する際に使う車載プリンタやハンディターミナル POS システム等を販売する物流関連ビジネスと、(2) センサーネットワークシステム関連ビジネスによって構成されている。

センシングソリューション事業は、かつては、ソフトウェア事業と並ぶ収益の柱であったが、最近では営業利益を確保するのに苦労している状況となっている(図表3)。

【 図表 3 】 センシングソリューション事業の業績 (単位:百万円)

	16/12期		17/12期		18/12期	
	金額		金額	増減率	金額	増減率
売上高	806		969	20.3%	818	-15.6%
営業利益	-14		3	-	-49	-
営業利益率	-		0.4%	-	-	-
研究開発費	-		11	-	0	-
減価償却費	7		7	-	6	-11.5%

(注) セグメント間取引及び未実現利益の調整前

(出所) イーソル有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ 大手自動車・電機のグループ企業が上位を占める取引先

主要分野の取引先としては、自動車関連では、オーバス、トヨタ自動車、日産自動車、マツダ (7261 東証一部)、ダイハツ工業、デンソー、アイシン精機 (7259 東証一部) グループ、独 Continental グループ、米 Delphi Automotive 等が名を連ね、デジタルカメラ関連では、ソニー (6758 東証一部) の連結子会社であるソニーイメージングプロダクツ&ソリューションズ、オリンパス (7733 東証一部) グループ、リコー (7752 東証一部) グループ等が挙げられる。

中でも、オーバスを含めたデンソーグループと、ソニーイメージングプロダクツ&ソリューションズを含めたソニーグループへの依存度が高く、両グループへの売上高は、全体の売上高の3~5割程度を占めている (図表4)。

【 図表 4 】 相手先別の売上高の推移

相手先	2016/12期		2017/12期		2018/12期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
オーバス	629	9.5%	1,292	17.1%	1,777	20.3%
ソニーイメージングプロダクツ &ソリューションズ	-	-	796	10.6%	1,131	12.9%
デンソー	543	8.2%	618	8.2%	912	10.4%
ソニー	881	13.3%	285	3.8%	-	-

(注) ソニーイメージングプロダクツ&ソリューションズへの販売実績は、ソニーへの販売対象事業が吸収分割されたことによる

(出所) イーソル有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

顧客業種別売上比率では、組み込みソフトウェア事業の主要顧客が分類されている自動車と AV 機器を合計すると6~7割を占めており、両業種の動向には注意が必要である (図表5)。

【 図表 5 】顧客業種別売上比率の推移

業種	17/12期	18/12期
自動車	39.9%	44.4%
AV機器	21.9%	19.6%
工業制御/FA/産業機器	5.6%	7.7%
コンピュータ周辺/OA機器	7.1%	5.7%
医療/福祉関係	2.2%	3.2%
非冷凍倉庫/物流系	1.8%	2.3%
研究開発	—	2.0%
教育/娯楽機器	3.7%	2.0%
その他特機	4.3%	1.6%
業務用通信端末系	0.0%	1.6%
ハム/ソーセージ/食肉	2.1%	—
アイス/乳製品	1.8%	—
その他	9.6%	9.9%
合計	100.0%	100.0%

(出所) イーソル決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

## > ビジネスモデル

### ◆ ソフト製品とエンジニアリングサービスの収益モデルは異なる

組込みソフトウェア事業は、ソフトウェア製品とエンジニアリングサービス等で構成されている。同事業の2〜3割程度を占めているソフトウェア製品の内訳は、RTOSが6〜7割、開発支援ツールが3〜4割となっている模様である。

RTOSの収益モデルとしては、顧客に対して開発する使用許諾を与える開発ライセンスと、組込み機器上での使用許諾を与えるロイヤリティ、保守活動のための保守ライセンスが存在し、エンジニア数に直接には依存しない高収益ビジネスである。

同社は、組込みソフトウェアを設計・開発するエンジニアが利用する開発支援ツールを自社製、他社製を問わず販売しており、その収益モデルとしては、開発ライセンスと保守ライセンスが存在する。

ソフトウェア製品を開発、維持するためには、新製品開発のための研究開発投資とリビジョンアップと呼ばれる既存製品の機能維持のための投資が必要であり、同社は総売上高の10%程度をその投資額として振り向けている。会計上はどちらも全額、期間費用として計上されており、リビジョンアップ費用は売上原価の労務費の一部を構成している一方、研究開発費は一旦、売上原価の労務費に計上した後、販売費及び一般管理費（以下、販管費）に振り替えられている。

一方、プロジェクトベースで顧客に役務を提供するエンジニアリングサービス等の内訳は、エンジニアリングサービスが9割以上を占め、組込みソフト開発支援コンサルティング、エンジニア向けの教育/ト



レーニングは、それぞれ数%に過ぎない模様である。同サービスは売上高の拡大がエンジニア数の増加に依存する低収益ビジネスである。

#### ◆ ソフト販売とエンジニアリングサービスのシナジー効果を追求

組込みソフトウェア製品のユーザーの多くは、同社に個別の機能追加等の要望を寄せてくるため、同社ではエンジニアリングサービスとして、そうしたアプリケーション開発の案件を受注することで、顧客との取引の継続や、新たなソフトウェア製品の開発に繋げている。実際、同社には10年以上の取引歴を持つ顧客が多数存在しており、ソフトウェア販売とエンジニアリングサービスのシナジー効果が事業規模の拡大の基盤となっている。

同社のソフトウェア製品は、顧客製品のモデルチェンジの際、新機能が追加されることに応じて買い替えられるという特性がある。一旦、同社のソフトウェア製品が採用されると、顧客が当該製品の製造販売を止めない限り、取引関係が中断されにくいという点において、ストックビジネスとして位置付けられるが、その事業基盤を強固にしているのがエンジニアリングサービスであると言える。

#### ◆ 自動車向けには持分法適用関連会社を中心に事業を展開

ソフトウェア製品とエンジニアリングサービス等は、産業横断的に利用される技術基盤であり、同社が直接、エンドユーザーに製品やサービスを供給している。一方、エレクトロニクス化が急速に進展している自動車関連に対しては、事業戦略上、持分法適用関連会社オーバスを中心に置いて、自動車・自動車部品メーカーにサービスを提供する体制を敷いている。

同社がオーバスに対して計上した受託開発等の売上高のうち、決算期末時点においてオーバスで仕掛品等となっている(エンドユーザーに納品出来ていない)金額に対する、出資比率に応じた同社の利益相当分は、未実現利益として同社の売上高及び営業利益から控除されている。オーバスにおいて当該仕掛品が売上高に計上されると、控除されていた未実現利益が同社の売上高及び営業利益に加算される構造となっている。つまり、同社がオーバスに対して販売した製品・サービスは、エンドユーザーに提供されるまで同社では利益を認識できない会計処理となっている。

#### ◆ 組込みソフトウェア製品の利益率は高い

足元の組込みソフトウェア事業の売上総利益率は30%前後である。同事業売上高の約2割を占める組込みソフトウェア製品の売上総利益率は60%前後である一方、約8割を占めるエンジニアリングサービス等は20~30%程度にとどまっている模様である。売上総利益の

金額で見ると、売上高の大きいエンジニアリングサービス等が組み込みソフトウェア製品を上回っていると推測される。売上原価は労務費と外注費が大きな比重を占めている模様であり、販管費は、人件費と研究開発費が中心となっていると見られる。なお、18/12 期末の同事業の従業員数は 335 名、臨時雇用者（期中平均人数）は 50 名である。

#### ◆ センシングソリューション事業は販管費の負担が重い

センシングソリューション事業の売上高の内訳は、ハンディターミナル関連と車載プリンタ関連を主体とする物流関連ビジネスが約 9 割、センサネットワーク関連ビジネスが約 1 割となっている模様である。同事業の中心はハードウェアの販売である。同社は製品の企画設計と販売に特化しており、製造を全て外部に委託しているため、同事業の売上原価の中心は商品仕入高と推測される。

物流関連ビジネスで取り扱っている常温ハンディターミナルについては、他社開発品であり、同社の開発品に比べて売上総利益率が低くなっていたが、18/12 期においてはその取り扱いを縮小した。

足元のセンシングソリューション事業の売上総利益率は、組み込みソフトウェア事業と同等以上の 30~40%を確保している。足元の営業損益が低迷しているのは、ピーク時に比べて落ち込んでいる売上高が、同事業の従業員（18/12 期末 33 名）の人件費や営業経費等によって構成される販管費の負担を十分に賄えていないためと推測される。

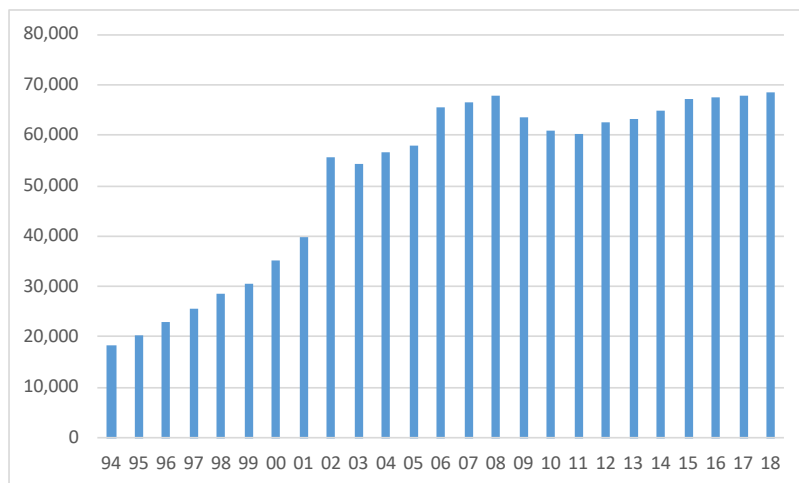
## > 業界環境と競合

#### ◆ 国内情報サービス産業は 11 兆円市場

同社が属する国内情報サービス業の市場規模は、経済産業省の特定サービス産業動態統計調査によれば、18 年で 11 兆 5,838 億円（前年比 1.5%増）に達している。その中でも、同社の事業の柱の一つであるエンジニアリングサービスが該当すると見られる受注ソフトウェア（システムインテグレーションを含む）市場は 6 兆 8,558 億円と情報サービス市場の中核を占めている。もう一つの柱である組み込みソフトウェア製品が該当すると推測されるソフトウェアプロダクツ（ゲームソフトを含む）市場は 1 兆 4,850 億円であり、このうち、ゲームソフトを除くと 6,925 億円であった。

受注ソフトウェア市場は、調査が開始された 94 年当時は 1 兆 8,189 億円に過ぎなかったが、情報化投資の急速な拡大を背景に、前回ピークを記録した 08 年には 6 兆 7,814 億円に達した。リーマンショック後の国内企業の IT 投資の削減を受けて、同市場は、11 年には 6 兆 253 億円にまで落ち込んだが、企業収益の回復に伴ってその後は増加基調にあり、17 年、18 年と過去最高を更新している（図表 6）。

【 図表 6 】 受注ソフトウェア市場規模の推移 (単位: 億円)



(出所) 経済産業省特定サービス産業動態統計調査を基に証券リサーチセンター作成

◆ 国内組み込みシステム産業は約 1 兆円市場と推測される

組み込みソフトウェア産業については業界統計が整備されていないが、民間のリサーチ会社が公表している市場調査がある。富士経済が 14 年 5 月に発表した「エンベデッドシステムマーケット 2014」によれば、13 年の国内エンベデッドシステム市場は、要素市場（プロセッサ、OS、ミドルウェア、開発ツール、モジュール）が 6,478 億円（16 年予測は 7,945 億円）、SI 市場が 3,462 億円（同 4,552 億円）であるとしており、合計で約 1 兆円と推測される。

◆ 車載ソフトウェア市場は急成長が予想されている

組み込みソフトウェアの中でも成長分野として特に注目されているのが車載ソフトウェアである。矢野経済研究所が 17 年 6 月に公表した「VOL.2 分析編 2017 年度版 車載ソフトウェア市場分析」によれば、16 年に 5,250 億円と推測された車載ソフトウェアの市場規模は、20 年には 7,475 億円、30 年には 9,950 億円に拡大すると予測されている。中でも、16 年に 115 億円と推測された AUTOSAR 市場は、20 年には 415 億円、30 年には 2,050 億円へと急成長すると見込まれている。

◆ 組み込みソフトはアプリとプラットフォームに大別される

組み込みソフトウェアは、大まかには、RTOS 層というプラットフォームの上に、各種の機能を有する複数のアプリケーションソフトウェア（アプリケーション層）が搭載され、機器を制御する構造となっている。同社によると、組み込みソフトウェアを手掛けている企業の多くは、アプリケーション層を事業領域としており、プラットフォームを開発できる企業は世界でも数少ない。

組込みソフトウェアのプラットフォームには、開発コストの低減を目的に、オープンソース OS である Linux が使用されていることも多いが、ミッションクリティカルと言われる高信頼性が要求される分野や、独自性が重視される分野では、商用の RTOS が採用されている。

#### ◆ 車載ソフトウェア領域を中心とした競合先は海外企業

プラットフォームの中でも、AUTOSAR を始めとする車載ソフトウェア領域は高い成長が期待されている。同領域で、同社が世界市場において競合先と認識している企業としては、Green Hills Software (米国)、BlackBerry QNX (カナダ)、Vector (ドイツ) が挙げられる。

Green Hills Software は AUTOSAR のプレミアム・パートナーであり、日本ではアドバンスド・データ・コントロールズ (東京都千代田区) が代理店となっている。BlackBerry QNX は、AUTOSAR には参加していないが車載ソフトウェアの有力企業であり、日本では東京エレクトロン デバイス (2760 東証一部) や、豊田通商 (8015 東証一部) の連結子会社であるネクスティエレクトロニクスが代理店になっている。Vector は AUTOSAR のプレミアム・パートナーであり、日本では現地法人が営業活動を行っている。

同社によれば、各社とも地盤とする地域ではサポート力が強く、競争優位にあるが、日本では同社が強固な地位を築いている模様である。

### > 沿革・経営理念・株主

#### ◆ 制御系ソフトウェアの受託開発を目的として 75 年に設立

同社は、制御系ソフトウェア開発の受託事業を目的として、東京都台東区にエルグ株式会社として 75 年に設立された。

創業当初は、大手総合電機会社から受注した組込みアプリケーション開発等を派遣形態で手掛けていたが、84 年に米 Intel のマイクロプロセッサである「Intel 8086」に対応した独自仕様の RTOS 「MKP86」の開発に成功した。MKP86 は主として日本企業のマルチファンクションプリンタ (MFP) に採用され、同社は組込みソフトウェアの自社製品を販売する元請け会社としての事業展開に舵を切った。

#### ◆ センシングソリューション事業の基盤は 90 年代に確立した

同社は、事業譲受により流通・物流向けの特機事業 (現センシングソリューション事業) を 79 年から開始していたが、販売していたプリンタは他社開発品であった。同社は、87 年に自社で開発した車載用指定伝票発行機 (プリンタ) の販売を開始した。

自社開発プリンタが94年に販売を開始したハンディターミナル関連と共に事業の柱に成長した結果、全社売上高が20~30億円で推移した90年代後半においては、特機事業が売上高の半分程度を占めていた。

同社は、農場監視システム「eSOL AGRInk シリーズ」を14年に開発し、IoT事業(センサネットワーク関連ビジネス)を開始した。

#### ◆ 90年代後半から組み込みソフトウェア事業の事業が発展した

(注2) μITRON(マイクロアイトロン)とは、日本発の組み込み向けRTOSの仕様策定プロジェクトであるTRONプロジェクトによって89年に公開された小規模組み込みシステムのためのRTOSの仕様である。

(注3) T-Kernel(ティーカーネル)とは、TRONプロジェクトによって02年に公開された組み込みシステムのためのRTOSの仕様である。ITRONに比べ標準化の程度が強く、ソフトの再利用が容易になった。

同社は97年に、μITRON<sup>注2</sup>仕様に準拠したRTOS「PrKERNEL」を発売した。01年にはエンベデッドプロダクツ事業部を設立し、組み込み向けソリューションを強化すると共に、社名をイーソルに変更した。

05年には現在の主力製品となっているμITRON仕様に準拠し、T-Kernel<sup>注3</sup>を拡張したRTOS「eT-Kernel」を発売した。

同社は、自動車関連については、従来はカーナビゲーション向け等を中心としていたが、AUTOSARツール/基盤ソフト「eSOL ECUSAR」を11年に発売し、車載向けソリューションの本格展開を開始した。

12年には、世界初の商用メーコア向けRTOS「eMCOS」の開発に成功した。16年には、車載ソフトウェア向けに、AUTOSAR仕様に準拠したスケーラブルRTOS「eMCOS AUTOSAR」を開発した。

#### ◆ 10年代後半からグループ展開を強化した

13年には、長谷川勝敏専務取締役(当時)が代表取締役社長に就任した。長谷川社長は、同社の働き方改革を主導して、エンジニアのモチベーションを向上させると共に、グループ展開を強化した。

具体的には、15年に100%出資子会社のイーソルトリニティを設立したほか、16年には、重点分野である自動車向けの強化を目的に、デンソー、日本電気通信システムと共に、オーバルを設立した。18年には、海外での車載ソフトウェアの開発、販売を推進するため、100%出資子会社のeSOL Europeをフランスに設立した。

18年10月、同社は東京証券取引所マザーズ市場に上場した。同社株式会社は、19年10月に東証マザーズから東証一部に市場変更された。

◆ 経営理念

同社は、経営理念として、以下の「eSOLSpirit」を制定している。

Core Spirit 「楽しいチャレンジ」を生きる  
 Mission 私たちは、革新的なコンピュータテクノロジーによって市場を創造し、社会を豊かにすることを使命とします  
 Vision 私たちは、世界中で活躍する世界トップクラスのテクノロジーカンパニーを目指します  
 Value excellence 卓越性の追求  
Speed スピード重視  
Ownership 当事者意識  
Link 絆

◆ 株主

19/12 期第 2 四半期報告書に記載されている株主の状況は図表 7 の通りである。19 年 6 月末時点において、従業員持株会が筆頭株主となっている。同社の創業者の株式は、既に同社の役職員や従業員持株会に譲渡されている。長谷川勝敏社長の持株比率(自己株式控除ベース)は 2.9%に過ぎないが、資産管理会社の保有分を含めると 9.8%となる。長谷川社長の実質保有分に、大株主リストで確認が出来るその他の社内取締役の保有分(資産管理会社での保有分を含む)を合計すると、19.2%に達している。その他の株主には、機関投資家、従業員、取引先等が名を連ね、大株主上位 10 名で 64.3%の株式を保有している。

【 図表 7 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	19年6月末時点			備考
	株数 (千株)	割合	順位	
イーソル従業員持株会	4,307	21.2%	1	
株式会社KAM	1,410	6.9%	2	代表取締役社長の資産管理会社
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	1,313	6.5%	3	
笠谷貴代年	1,200	5.9%	4	従業員
株式会社ビーオービー	1,200	5.9%	4	常務取締役の資産管理会社
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	916	4.5%	6	
株式会社アパールデータ	800	3.9%	7	
山田光信	720	3.5%	8	取締役
資産管理サービス信託銀行株式会社 (証券投資信託口)	624	3.1%	9	
長谷川勝敏	580	2.9%	10	代表取締役社長
(大株主上位10位)	13,072	64.3%	-	
発行済株式総数	21,460	100.0%	-	

(注) 割合は自己株式を控除して算出

(出所) イーソル 19/12 期第 2 四半期報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は13/12期以降の数値が開示されている。過去5期の単体決算を見ると、自動車関連やコンシューマ機器関連の需要の拡大や、生産性の向上等を背景に、売上高は年平均13.1%、経常利益は同25.2%増加した(図表8)。

【図表8】イーソルの単体業績推移

(単位:百万円)

	13/12期単	14/12期単	15/12期単	16/12期単	17/12期単	18/12期単
売上高	4,479	4,890	5,441	6,402	7,362	8,287
売上総利益	—	—	—	1,834	2,081	2,453
売上総利益率	—	—	—	28.7%	28.3%	29.6%
販売費及び一般管理費	—	—	—	1,444	1,606	1,852
販管費率	—	—	—	22.6%	21.8%	22.3%
営業利益	—	—	—	390	475	601
営業利益率	—	—	—	6.1%	6.5%	7.3%
経常利益	194	274	228	455	496	598
	4.3%	5.6%	4.2%	7.1%	6.7%	7.2%
当期純利益	104	181	166	329	384	465
従業員数(人)	367	373	366	365	388	409

(注) 13/12期から15/12期までは未監査

(出所) イーソル有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

増収効果に加え、営業外収益に計上した助成金収入が増加した14/12期の経常利益率は、13/12期よりも上昇したものの、助成金収入が減少した15/12期の経常利益率は、14/12期に対して低下している。

16/12期には、営業外収益に助成金収入22百万円、貸倒引当金戻入額30百万円が計上されており、経常利益率が上昇した一因となっている(17/12期の助成金収入は5百万円、貸倒引当金戻入額は計上されていない)。

なお、単体従業員数は16/12期末までは概ね横ばいで推移していたが、業容拡大に伴い、17/12期からは年間約20名の純増となっている。また、16/12期までは雇用していなかった臨時雇用者(期中平均人数)が17/12期に52名、18/12期に54名となっており、組織体制は近年強化されている。

18/12期までの2期の連結決算については、センシングソリューション事業は伸び悩んだものの、組込みソフトウェア事業が急拡大したことから、売上高は年平均15.1%、営業利益は同30.2%増加した(図表9)。

【 図表 9 】 イーソルの連結業績推移 (単位: 百万円)

	16/12期連	17/12期連	18/12期連
売上高	6,610	7,546	8,752
売上総利益	1,898	2,086	2,604
売上総利益率	28.7%	27.6%	29.8%
販売費及び一般管理費	1,486	1,653	1,905
販管費率	22.5%	21.9%	21.8%
営業利益	412	432	698
営業利益率	6.2%	5.7%	8.0%
経常利益	373	445	687
	5.7%	5.9%	7.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	265	348	524
研究開発費	296	363	383
リビジョンアップ費用	—	324	398
開発投資額合計	—	687	781
売上高開発投資額比率	—	9.1%	8.9%
従業員数 (人)	378	401	419

(出所) イーソル有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料より  
証券リサーチセンター作成

◆ 18年12月期決算は前期比16.0%増収、61.4%営業増益

18/12期決算は、売上高が前期比16.0%増の8,752百万円、営業利益が同61.4%増の698百万円、経常利益が同54.3%増の687百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同50.3%増の524百万円となった(図表10)。

【 図表 10 】 18年12月期の業績

(単位: 百万円)

	17/12期	18/12期							増減率
	通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高	7,546	2,439	1,917	4,357	2,140	2,254	4,394	8,752	16.0%
売上総利益	2,086	830	501	1,332	589	682	1,271	2,604	24.8%
売上総利益率	27.6%	34.0%	26.2%	30.6%	27.5%	30.2%	28.9%	29.8%	—
販売費及び一般管理費	1,653	389	464	853	468	583	1,051	1,905	15.2%
販管費率	21.9%	16.0%	24.2%	19.6%	21.9%	25.9%	23.9%	21.8%	—
営業利益	432	441	37	478	121	98	220	698	61.4%
営業利益率	5.7%	18.1%	1.9%	11.0%	5.7%	4.4%	5.0%	8.0%	—
経常利益	445	447	42	490	120	76	196	687	54.3%
	5.9%	14.5%	14.5%	14.5%	5.6%	3.4%	4.5%	7.9%	—
当期(四半期)純利益	348	310	34	344	89	89	179	524	50.3%
研究開発費	363	63	84	148	85	149	234	383	5.4%
リビジョンアップ費用	324	109	104	213	97	87	184	398	22.8%
開発投資額合計	687	173	189	362	182	236	419	781	13.6%
売上高開発投資額比率	9.1%	7.1%	9.9%	8.3%	8.5%	10.5%	9.5%	8.9%	—

(注) 第1四半期、第2四半期の数値は未監査

(出所) イーソル有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成



上場日である18年10月12日に公表された通期計画に対する達成率は、売上高が104.3%、営業利益は141.1%、経常利益は144.1%、親会社株主に帰属する当期純利益は154.1%であった。

売上高については、センシングソリューション事業の計画未達幅を、組込みソフトウェア事業の計画超過幅が上回った。営業利益については、売上高が計画を上回り売上総利益が想定以上になったことが計画超過の主因となった。

前期との比較においては、売上総利益率が前期の27.6%から29.8%に上昇した。組込みソフトウェア事業において、利益率の高いソフトウェア製品の売上高比率が上昇したこと等がプラスに働いた。

一方、給与が前期比53百万円、研究開発費が同19百万円増加した等、販管費が同252百万円増加した。販管費の伸びは増収率をやや下回ったため、販管費率は前期の21.9%から21.8%に若干低下した。結果、営業利益率は前期の5.7%から8.0%に上昇した。

セグメント別では、組込みソフトウェア事業は、売上高(セグメント間の売上高を含む)7,906百万円(前期比18.6%増)、セグメント利益717百万円(同40.5%増)であった(図表11)。

売上高の内訳は、ソフトウェア製品が1,699百万円(前期比28.7%増)、エンジニアリングサービスが6,207百万円(同16.1%増)であった。顧客業種別では、主力の自動車、AV機器、FA向けが好調であった。

セグメント利益については、増収効果に加え、利益率の高いソフトウェア製品の売上比率が上昇したことや、研究開発費の伸びが増収率を下回ったこと等もあり、大幅増益となった。

センシングソリューション事業は、売上高818百万円(前期比15.6%減)、セグメント損失49百万円(前期は3百万円の利益)であった。売上高については、他社製のハンディターミナルの取扱いを縮小したことがマイナスに働いた。セグメント利益については、減収の影響や、不採算案件の発生が減益の主因となった。

【 図表 11 】18 年 12 月期のセグメント別業績 (単位:百万円)

	セグメント	17/12期	18/12期							増減率
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高		7,546	2,439	1,917	4,357	2,140	2,254	4,394	8,752	16.0%
	組込みソフトウェア事業	6,667	2,200	1,702	3,902	1,982	2,020	4,003	7,906	18.6%
	組込みソフトウェア製品	1,320	607	384	991	331	376	707	1,699	28.7%
	エンジニアリングサービス	5,347	1,593	1,317	2,910	1,651	1,644	3,296	6,207	16.1%
	センシングソリューション事業	969	207	233	441	162	215	377	818	-15.6%
	連結調整	-90	32	-18	13	-4	18	13	27	-
売上総利益		2,086	830	501	1,332	589	682	1,271	2,604	24.8%
	売上総利益率	27.6%	34.0%	26.2%	30.6%	27.5%	30.2%	28.9%	29.8%	-
	組込みソフトウェア事業	-	733	439	1,172	-	-	-	-	-
		-	33.3%	25.8%	30.0%	-	-	-	-	-
	センシングソリューション事業	-	65	80	145	-	-	-	-	-
		-	31.3%	34.2%	32.9%	-	-	-	-	-
	連結調整	-81	32	-17	14	-4	19	15	30	-
販売費及び一般管理費		1,653	389	464	853	468	583	1,051	1,905	15.2%
	販管費率	21.9%	16.0%	24.2%	19.6%	21.9%	25.9%	23.9%	21.8%	-
	組込みソフトウェア事業	-	325	398	723	-	-	-	-	-
	センシングソリューション事業	-	63	66	130	-	-	-	-	-
営業利益 (セグメント利益)		432	441	37	478	121	98	220	698	61.4%
	営業利益率	5.7%	18.1%	1.9%	11.0%	5.7%	4.4%	5.0%	8.0%	-
	組込みソフトウェア事業	510	407	40	448	170	98	268	717	40.5%
		7.7%	18.5%	2.4%	11.5%	8.6%	4.9%	6.7%	9.1%	-
	センシングソリューション事業	3	1	13	15	-44	-19	-64	-49	-
		0.4%	0.7%	5.8%	3.4%	-	-	-	-	-
	連結調整	-81	32	-17	14	-4	19	15	30	-

(注) 1Q、2Q の数値は監査法人のレビューを受けていない、セグメントの売上高はセグメント間の売上高を含む、連結調整はセグメント間取引の消去と未実現利益の調整額の合計、セグメントの販管費の数値は証券リサーチセンターの推測(出所)イーソル決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 19 年 12 月期上期決算は前年同期比 10%増収、6%経常増益

19/12 期第 2 四半期累計期間 (以下、上期) の業績は、売上高 4,811 百万円 (前年同期比 10.4%増)、営業利益 415 百万円 (同 13.3%減)、経常利益 519 百万円 (同 6.0%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益 362 百万円 (同 5.0%増) であった (図表 12)。

期初計画に対する達成率は、売上高が 100.8%、営業利益は 152.6%、経常利益は 140.6%、親会社株主に帰属する四半期純利益は 140.9% であった。売上高はほぼ計画通りであった一方、上期に予定していたシステム更新費用の下期への期ずれや、中途採用の苦戦による採用費の未消化等があり、利益は計画を上回った。

前年同期比では、売上総利益率が 18/12 期上期の 30.6%から 31.1%に上昇した。一方、販管費は、研究開発費が前年同期比 107 百万円、給料が同 35 百万円増加したこと等から、同 228 百万円増加した。販管費の伸びが増収率を上回ったことから、販管費率は前年同期の 19.6%から 22.5%に悪化した。

【 図表 12 】 19 年 12 月期上期の業績

(単位:百万円)

	18/12期				19/12期			
	上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	4,357	4,394	8,752	16.0%	2,411	2,399	4,811	10.4%
売上総利益	1,332	1,271	2,604	24.8%	783	713	1,497	12.4%
売上総利益率	30.6%	28.9%	29.8%	—	32.5%	29.7%	31.1%	—
販売費及び一般管理費	853	1,051	1,905	15.2%	492	590	1,082	26.8%
販管費率	19.6%	23.9%	21.8%	—	20.4%	24.6%	22.5%	—
営業利益	478	220	698	61.4%	291	123	415	-13.3%
営業利益率	11.0%	5.0%	8.0%	—	12.1%	5.1%	8.6%	—
経常利益	490	196	687	54.3%	296	222	519	6.0%
	11.3%	4.5%	7.9%	—	12.3%	9.3%	10.8%	—
当期(四半期)純利益	344	179	524	50.3%	209	153	362	5.0%
研究開発費	148	234	383	5.4%	122	133	255	72.5%
リビジョンアップ費用	213	184	398	22.8%	79	102	182	-14.7%
開発投資額合計	362	419	781	13.6%	202	236	438	21.0%
売上高開発投資額比率	8.3%	9.5%	8.9%	—	8.4%	9.8%	9.1%	—

(出所) イーソル決算短信、四半期報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

営業外収益では、助成金収入が前年同期の5百万円から96百万円に増加し、経常増益の主因となった。同社は、国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構(以下、NEDO)に「高効率・高速処理を可能とするAIチップ・次世代コンピューティングの技術開発」に係る3年間の研究開発プロジェクトが採択され、19/12期から当案件の助成金収入を営業外収益に計上すると公表している。

経常利益率は、18/12期上期の11.3%から10.8%に低下しているが、営業利益率に比べ、悪化幅は小幅にとどまっている。研究開発費の増加は助成金収入の増加に対応しているため、同社の業績を見る上では営業利益(率)よりも経常利益(率)を重視したい。

セグメント別では、組込みソフトウェア事業は、売上高(セグメント間の売上高を含む)4,526百万円(前年同期比16.0%増)、セグメント利益458百万円(同2.1%増)であった(図表13)。

組込みソフトウェア事業のサービス別売上高の内訳としては、ロイヤリティ収入が減少した組込みソフトウェア製品が918百万円(前年同期比7.4%減)となった一方、エンジニアリングサービスが3,607百万円(同23.9%増)であった。

組込みソフトウェア事業の売上総利益率は、18/12期上期の30.0%から31.1%に上昇した。利益率の高い組込みソフトウェア製品の売上高比率の低下がマイナスに働いたものの、売上原価に計上されるリビジョンアップ費用が前年同期の213百万円から182百万円に減少したこ

と等がプラスに働いた。同事業の販管費は、研究開発費や人件費の増加等により前年同期比 226 百万円増加し、販管費率は 18/12 期上期の 18.5%から 21.0%に上昇した。結果、同事業の営業利益率は前年同期の 11.5%から 10.1%に低下した。

センシングソリューション事業は、売上高 310 百万円（前年同期比 29.6%減）、セグメント損失 20 百万円（前年同期は 15 百万円の利益）であった。車載プリンタ及びハンディターミナルの販売不振が響いた。

【 図表 13 】 19 年 12 月期上期のセグメント別業績

(単位：百万円)

	セグメント	18/12期				19/12期			
		上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		4,357	4,394	8,752	16.0%	2,411	2,399	4,811	10.4%
	組込みソフトウェア事業	3,902	4,003	7,906	18.6%	2,281	2,244	4,526	16.0%
	組込みソフトウェア製品	991	707	1,699	28.7%	445	472	918	-7.4%
	エンジニアリングサービス	2,910	3,296	6,207	16.1%	1,835	1,772	3,607	23.9%
	センシングソリューション事業	441	377	818	-15.6%	133	176	310	-29.6%
	連結調整	13	13	27	-	-3	-21	-25	-
売上総利益		1,332	1,271	2,604	24.8%	783	713	1,497	12.4%
	売上総利益率	30.6%	28.9%	29.8%	-	32.5%	29.7%	31.1%	-
	組込みソフトウェア事業	1,172	-	-	-	737	669	1,407	20.1%
		30.0%	-	-	-	32.3%	29.8%	31.1%	-
	センシングソリューション事業	145	-	-	-	48	63	112	-22.4%
		32.9%	-	-	-	36.4%	36.1%	36.2%	-
	連結調整	14	15	30	-	-2	-19	-22	-
販売費及び一般管理費		853	1,051	1,905	15.2%	492	590	1,082	26.8%
	販管費率	19.6%	23.9%	21.8%	-	20.4%	24.6%	22.5%	-
	組込みソフトウェア事業	723	-	-	-	428	521	949	31.2%
	センシングソリューション事業	130	-	-	-	63	69	133	2.4%
営業利益 (セグメント利益)		478	220	698	61.4%	291	123	415	-13.3%
	営業利益率	11.0%	5.0%	8.0%	-	12.1%	5.1%	8.6%	-
	組込みソフトウェア事業	448	268	717	40.5%	309	148	458	2.1%
		11.5%	6.7%	9.1%	-	13.6%	6.6%	10.1%	-
	センシングソリューション事業	15	-64	-49	-	-14	-5	-20	-
		3.4%	-	-	-	-	-	-	-
	連結調整	14	15	30	-	-2	-19	-22	-

(注) セグメントの売上高はセグメント間の売上高を含む、連結調整はセグメント間取引の消去と未実現利益の調整額の合計、セグメントの販管費の数値は証券リサーチセンターの推測

(出所) イーソル決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

顧客業種別売上比率では、自動車は 18/12 期上期の 45.4%から 47.7%に、工業制御/FA/産業機器が前年同期の 6.6%から 7.7%に、AV 機器が前年同期の 19.0%から 20.0%に上昇し、組込みソフトウェア事業の増収を牽引した。

## > 他社との比較

### ◆ 車載関連組込みソフトウェアを展開する会社と比較

同社は、海外のソフトウェア会社や国内の大手ソフトウェア会社と競合しているが、展開地域や事業範囲の違いはあまりにも大きい。そこ

で、直接的な競合は小さいと見られるが、車載関連組込みソフトウェアを主力事業として展開している企業とリアルタイムソフトウェアに強みを持つ企業をビジネスモデルが同社と類似している企業として選定した。

具体的には、車載関連を中心とした組込みソフトウェアとビジネスソフトウェアを中核事業とするP C I ホールディングス (3918 東証一部) と東海ソフト (4430 東証二部)、自動車向けを中心に組込みソフトウェアや関連サービスを展開するヴィッツ (4440 東証マザーズ)、リアルタイムソフトウェアに強みを持ち、幅広い業界にサービスを提供するセック (3741 東証一部) である (図表 14)。

【 図表 14 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	イーソル	P C I ホールディングス	東海ソフト	セック	ヴィッツ
	コード 直近決算期	4420 18/12期	3918 18/9期	4430 19/5期	3741 19/3期	4440 19/8期
売上高	百万円	8,752	14,493	6,306	5,981	2,300
規模 経常利益	百万円	687	771	416	889	304
総資産	百万円	6,125	9,253	4,768	7,041	2,233
自己資本利益率	%	15.5	11.0	12.6	11.0	21.8
収益性 総資産経常利益率	%	13.4	9.8	10.4	13.1	18.3
売上高営業利益率	%	8.0	5.0	7.2	13.8	11.0
売上高 (2年平均成長率)	%	15.1	30.5	7.6	16.3	3.1
成長性 経常利益 (同上)	%	35.6	14.1	37.8	39.6	20.9
総資産 (同上)	%	37.0	45.4	28.0	8.1	61.7
自己資本比率	%	71.5	54.8	58.5	82.3	74.6
安全性 流動比率	%	368.1	204.6	288.4	471.1	574.5
固定長期適合率	%	12.2	52.6	26.9	29.4	14.0

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) イーソル及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

東海ソフト、ヴィッツ、及びP C I ホールディングスの中核子会社であるP C I ソリューションズは、AUTOSAR のアソシエイト・パートナーとなっている。

各社を比較すると、規模では、M&A に積極的なP C I ホールディングスが、売上高と総資産で首位に立つ (経常利益は2位)。上場時期が他社より早く、売上高営業利益率が高いセックが、経常利益で首位、総資産で2位に位置する。一方、同社の規模は、売上高で2位、経常利益と総資産で3位となっている。

安全性に関しては、有形・無形固定資産をほとんど持たず、高水準の

現預金を保有するセックとヴィッツが極めて良好な数値となっている。同社は、固定長期適合率では首位であり、全体でも良好な数値であるが、自己資本比率と流動比率では3位に位置している。

収益性では、高い売上高営業利益率と資産効率を両立しているヴィッツが自己資本利益率と総資産経常利益率で首位に立つ。セックも売上高営業利益率で首位、総資産経常利益率で3位とやや優位にある。同社は研究開発投資の負担が重く、売上高営業利益率では3位ながら、自己資本比率と総資産経常利益率では2位に位置しており、収益性ではやや優位にあると評価できる。

成長性については、上場時の公募増資の影響(同社、東海ソフト、ヴィッツの総資産)や、M&A(PCIホールディングスの売上高と総資産)によって伸びが高くなっている点を考慮し、経常利益の伸びを中心に置いて評価した。

経常利益の成長率が最も高いセックは、起点となる17/3期の経常利益(456百万円)が16/3期(660百万円)に比べ落ち込んでいた。経常利益の成長率が2番目に高い東海ソフトも、起点となる17/5期の経常利益(219百万円)が16/5期(308百万円)に対し大幅減益となっていた。同社は、特殊な要因が少ない中、経常利益の成長率が高くなっていることや、売上高の成長率も実質的には2番手であることから、成長性では相対的に優位であると評価できる。

全体的には、比較対象会社に比べ、収益性や成長性では魅力的な水準にあると言える。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は最先端技術に挑戦する経営姿勢にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、同社の技術力や、積極的な経営姿勢に関係している(図表15)。

【図表15】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・大手顧客に対する依存度が比較的高い	・売上高上位10顧客の売上高構成比	約6割
		・最大手顧客であるオーバスは持分法適用関連会社である	・オーバス向けの売上高構成比	20.3%
		・業種別では構成比が最大の自動車関連への依存度が上昇傾向にある	・自動車関連向けの売上高構成比	44.4%
	ブランド	・日本の自動車メーカーやエレクトロニクスメーカーにはイーソルの社名や「eT-Kernel」の製品名は知られているものの、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・会社設立からの経過年数	44.5年(19年11月時点)
			・「eT-Kernel」販売開始からの経過年数	13年
			・上場からの経過年数	1年(19年11月時点)
	事業パートナー	・重点分野の自動車向けではデンソー及び日本電気通信システムとオーバスを設立している ・車載ソフトウェアのグローバル開発パートナーシップであるAUTOSARにおいてプレミアム・パートナーの地位にある ・数多くの国内外の半導体メーカーやモデルウェア開発会社とパートナー関係にある		
組織資本	プロセス	・組込みソフトウェア製品とエンジニアリングサービスを提供することでシナジー効果を追求すると共に、顧客との長期的な取引関係を構築している		
		・高い技術力を背景として、国際標準規格の認証を複数の分野で積極的に取得している	・自動車向け機能安全規格(eT-Kernel Compact)	ISO 26262 ASIL D
			・産業機器向け機能安全規格(eT-Kernel Compact)	IEC 61508 SIL 4
			・自動車向け機能安全規格(eMCOS AUTOSAR)	ISO 26262 ASIL D
			・医療機器向け安全規格(RTOS製品の開発プロセス)	IEC 62304
・AUTOSARやIEEE等の業界の標準化活動に積極的に関与することで業界動向の把握に努め、新製品の研究開発や既存製品のリビジョンアップに活かしている	・売上高開発投資額比率	8.9%		
知的財産ノウハウ	・組込みソフトウェアのプラットフォームでの長年の実績を持っている ・OS分野等で複数の特許を取得している			
人的資本	経営陣	・社長はソフトウェア業界で長年の経験がある	・社長の業界経験年数	37.5年(19年11月時点)
		・社長を中心とした経営陣による高い経営へのコミットメント	・社長及びその他の社内取締役の保有株数(経営陣の資産管理会社による保有分を含む)	1,319,240株(24.6%)
	従業員	・働き方改革への取り組みにより、従業員満足度が上昇し、平均勤続年数が上昇している	・平均勤続年数(12/12期9.1年)	10.9年
		・従業員持株会が筆頭株主となっている	・従業員持株会の保有株数	1,195,070株(23.5%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、18/12期または18/12期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率(出所)イーソル有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は創業時、大手IT企業の下請けとして、組込みソフトウェアの開発を行っていたが、自社が元請けとして、ソフトウェアを開発、販売できる組込みソフトウェアのOS分野に事業の方向性をシフトした。責任が重いOSを自社で手掛ける中で、同社は、最先端の技術を積極的に吸収すると共に、開発した製品に対する国際標準規格の認証を取得した結果、AUTOSARのプレミアム・パートナーの地位を確保した。

最先端技術に挑戦する経営姿勢は、同社の高い技術力や、強固な業界内地位の構築に繋がった。従って、最先端技術に挑戦する経営姿勢こそが同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、ISO14000 に準拠した環境改善活動を実施している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、社会的責任に対する取り組みにおいて、以下の認証等を取得している。

(厚生労働省)

- ・ 次世代育成支援対策推進法に基づく「プラチナくるみん」
- ・ 女性活躍推進法に基づく「えるぼし」の2段階目
- ・ 仕事と介護を両立できる職場環境の整備促進のためのシンボルマーク「トモニン」

(一般財団法人日本次世代企業普及機構)

- ・ ホワイト企業アワード 16~18 年受賞

◆ 企業統治 (Governance)

同社は、18 年 3 月に監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行した。取締役会は監査等委員ではない取締役 7 名 (うち社外取締役 1 名) と、監査等委員である取締役 3 名 (うち社外取締役 2 名) で構成されている。

監査等委員ではない社外取締役の中井戸信英氏は、住友商事 (8053 東証一部) や、SCSK (9719 東証一部) の代表取締役を務めた経験がある。現在はいちご (2337 東証一部) の社外取締役も兼務しており、19 年 3 月に同社の社外取締役に就任した。

監査等委員である社外取締役の奥谷弘和氏は税理士である。91 年 6 月から 98 年 6 月まで同社の監査役を務めた後、09 年 3 月に再度、同社の監査役に就き、18 年 3 月に監査等委員に就任した。同じく監査等委員である社外取締役の高橋廣司は、パルコ (8251 東証一部) 等の 3 社の社外取締役と、株式会社プロネット (東京都品川区) の代表取締役を兼務する公認会計士であり、17 年 3 月に同社の社外取締役に就き、18 年 3 月に監査等委員に就任した。

奥谷氏は、18/12 期に開催された取締役会 18 回、監査役会 3 回、監査等委員会 10 回の全てに出席した。高橋氏は、18/12 期に開催された取締役会 18 回のうち 17 回、監査等委員への就任以降に開催された監査等委員会 10 回の全てに出席した。こうしたことから、経営の監督体制は機能しているものと思われる。



## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ エンジニアの確保・育成と生産性の向上

基幹事業である組込みソフトウェア事業の拡大を実現するため、同社はエンジニアの確保・育成と生産性の向上を重要な経営課題として認識している。

#### ◆ センシングソリューション事業における事業の再構築

同社はセンシングソリューション事業における中核製品である車載プリンタの市場は衰退期にあると認識しており、新規投資を回避しながら、残存者利益を確保する方針を採っている。センシングソリューション事業の成長に向けて、同社は新規市場の開拓を目指している。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 自動車向けの拡販と画像処理関連の強化による成長を目指す

同社は、自動車や画像処理関連等への取り組みの強化によって、組込みソフトウェア事業の拡大による成長を目指している。

同社は、自動車の電子化による車載ソフトウェアの拡大が続くと考えており、自動運転のフィールドテストに参画する等、車載向けソフトウェアプラットフォームの開発に引き続き注力しているほか、自動車向け AI の応用技術の研究にも取り組んでいる。

一方、同社は、自動車関連市場への偏重の回避と、成長源の多様化も必要と考えている。具体的には、同社の強みである省電力と高速処理を同時に実現できるマルチコア/メニーコア/並列処理技術に向いているロボットや医療機器等の画像処理分野の拡大を志向している。

#### ◆ 人材の育成強化や働き方改革の推進

同社は、近年、年次に依存しない透明性をもった給与体系への変更や、勤務体系の多様化等の働き方改革、人材の育成強化に取り組んでいる。

#### ◆ 物流関連ビジネスの規模縮小の実施

ピーク時は年間 1,000 台以上販売し、現在、4,600 台程度稼働していると見られる同社製車載プリンタの市場に対しては、今後は年間 200 台程度のリプレース販売や、保守/修理、サプライ品の販売で黒字が確保できる体制に規模を縮小している。

#### ◆ センサネットワーク関連の新市場の開拓による収益の拡大

同社は、自動販売機等、コンピュータによるスマート化が遅れている市場や、農林水産業等、ICT の採用が進んでいない市場に、各種のセンサと同社の耐環境技術を応用した IoT ソリューションを提供することで市場を開拓し、センシングソリューション事業の収益の拡大を目指す方針である。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 16 のようにまとめられる。

【 図表 16 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国際認証機関から、国内企業では唯一、プロダクトとプロセスの両面で最高レベルの機能安全規格の認証を取得</li> <li>・組込みソフトウェアの中でも最も高度な技術力を必要とし、付加価値の高いRTOSを開発していること</li> <li>・エンジニアリングサービスによって、OSだけではなく、アプリケーションの開発まで顧客に提供できること</li> <li>・成長市場である自動車分野において、豊富なノウハウを持ち、トップクラスの地位を確立していること</li> <li>・RTOSは顧客の製品がモデルチェンジする度に買い替え需要が発生するストックビジネスの性格を持つこと</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・センシングソリューション事業の収益基盤が確立できていないこと</li> <li>・事業規模の小ささ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・車載ソフトウェア市場の急速な拡大</li> <li>・海外自動車関連メーカーへの拡販</li> <li>・センサネットワーク関連ビジネスの収益化</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・重要なパートナーであるデンソーの競争力が低下すること</li> <li>・急激な世界景気の悪化</li> <li>・人手不足の深刻化による採用難、SEの退職増加</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 自動車分野への注力方針は評価できる

当センターでは、組込みソフトウェア市場において、車載ソフトウェア分野が高い成長を続けると見ていることや、同社の車載ソフトウェア製品の競争力を評価していることから、同社の自動車分野への注力方針は妥当な戦略であると判断している。

自動車は、組込みソフトウェアの対象市場の中でも、急速な技術革新が見込まれる分野であるため、現在の地位に安住することなく、研究開発体制を更に拡充し、同社の事業基盤を更に強化することが将来の成長に繋がると当センターは考えている。

#### ◆ センサネットワーク関連の新市場の開拓には提携戦略が鍵に

同社は、センサネットワーク関連の新市場を開拓し、センシングソリューション事業の再構築を目指しているが、事業拡大に苦戦している模様であり、現時点では成長の兆しは見えていない。

当センターでは、新市場へのアプローチにおいては、顧客や対象市場を熟知する有力パートナーをいかに選ぶかという提携戦略が鍵になるのではないかと考えている。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 19年12月期会社計画は12%増収、1%営業減益、17%経常増益

19/12期の会社計画は、売上高9,780百万円（前期比11.8%増）、営業利益690百万円（同1.2%減）、経常利益800百万円（同16.5%増）、

親会社株主に帰属する当期純利益 574 百万円 (同 9.6%増) である (図表 17)。

【 図表 17 】 イーソルの過去の業績と 19 年 12 月期の計画

(単位:百万円)

	セグメント別	16/12期	17/12期	18/12期	19/12期	
		実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		6,610	7,546	8,752	9,780	11.8%
	組込みソフトウェア事業	5,817	6,667	7,906	—	—
	センシングソリューション事業	806	969	818	—	—
	連結調整	-14	-90	27	—	—
売上総利益		1,898	2,086	2,604	—	—
	売上総利益率	28.7%	27.6%	29.8%	—	—
販売費及び一般管理費		1,486	1,653	1,905	—	—
	販管費率	22.5%	21.9%	21.8%	—	—
営業利益		412	432	698	690	-1.2%
	営業利益率	6.2%	5.7%	8.0%	7.1%	—
	組込みソフトウェア事業	433	510	717	—	—
		7.4%	7.7%	9.1%	—	—
	センシングソリューション事業	-14	3	-49	—	—
		—	0.4%	—	—	—
	連結調整	-6	-81	30	—	—
経常利益		373	445	687	800	16.5%
	経常利益率	5.7%	5.9%	7.9%	8.2%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		265	348	524	574	9.6%

(注) セグメントの売上高はセグメント間の売上高を含む、連結調整はセグメント間取引の消去と未実現利益の調整額の合計

(出所) イーソル有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

セグメント別の業績予想は公表されていない。営業外収支が拡大する要因としては、NEDO の研究開発プロジェクトに係る助成金収入を営業外収益に計上することが挙げられている。

19/12 期上期実績は、売上高がほぼ期初予想通りであった一方、利益は予想を上回った。しかしながら、上期に計上する予定であった費用の一部が下期に期ずれしたこと等を理由に、同社は 19/12 期の期初計画を据え置いた。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 19/12 期業績を、売上高 9,800 百万円 (前期比 12.0%増)、営業利益 711 百万円 (同 1.8%増)、経常利益 818 百万円 (同 19.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 592 百万円 (同 13.0%増) と予想する (図表 18)。

会社計画に対しては、売上高は 21 百万円、営業利益は 21 百万円、経常利益は 18 百万円上回ると予想した。当センターでは、人員採用が予定よりも苦戦していることから、人件費等が計画を下回ると考えた。

【 図表 18 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	17/12期	18/12期	19/12期CE	19/12期E	20/12期E	21/12期E
<b>損益計算書</b>						
売上高	7,546	8,752	9,780	9,800	11,083	12,512
前期比	14.2%	16.0%	11.8%	12.0%	13.1%	12.9%
セグメント別						
組込みソフトウェア事業	6,667	7,906	-	9,116	10,380	11,800
センシングソリューション事業	969	818	-	690	710	720
連結調整	-90	27	-	-6	-7	-8
営業利益	432	698	690	711	768	919
前期比	5.0%	61.4%	-1.2%	1.8%	8.0%	19.7%
営業利益率	5.7%	8.0%	7.1%	7.3%	6.9%	7.3%
セグメント別						
組込みソフトウェア事業	511	717	-	731	768	919
センシングソリューション事業	3	-49	-	-20	0	0
連結調整	-81	30	-	0	0	0
経常利益	445	687	800	818	971	1,106
前期比	19.2%	54.3%	16.5%	19.1%	18.7%	13.9%
経常利益率	5.9%	7.8%	8.2%	8.4%	8.8%	8.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	348	524	574	592	704	855
前期比	31.3%	50.3%	9.6%	13.0%	18.9%	21.4%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) イーソル決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

セグメント別では、組込みソフトウェア事業は、売上高 9,116 百万円 (前期比 15.3%増)、セグメント利益 731 百万円 (同 1.9%増) と予想した。売上高は順調に増加すると見込んだが、上期同様、通期でも研究開発費や人件費等の増加により、営業利益率が低下すると考えた。

センシングソリューション事業は、売上高 690 百万円 (前期比 15.7%減)、セグメント損失 20 百万円 (前期は 49 百万円の損失) と予想した。機器の更新需要等により、下期は収支均衡水準までは売上高が回復すると想定したが、上期の営業損失が通期でも残ると考えた。

連結調整については、セグメント売上高の合計額から控除されるセグメント間取引の消去のみを見込んだ。未実現利益の調整額については、外部から予想するのは困難であることと、短期的には利益に対してプラスになったり、マイナスになったりするが、長期的には、大きなプラスにもマイナスにもならないと考えたことから、19/12 期以降の数値は見込んでいない。

20/12 期は、売上高 11,083 百万円 (前期比 13.1%増)、営業利益 768 百万円 (同 8.0%増)、経常利益 971 百万円 (同 18.7%増) と見込んだ。

セグメント別では、組込みソフトウェア事業は、売上高 10,380 百万

円(前期比13.9%増)、セグメント利益768百万円(同5.1%増)と予想した。18/12期と同様、自動車向けを中心として増収を見込む一方、研究開発費や人件費の上昇が利益率の低下要因になると考えた。

センシングソリューション事業は、売上高710百万円(前期比2.9%増)、セグメント利益0百万円(前期は20百万円の損失)と予想した。売上高は、センサネットワーク関連を中心に小幅ながら回復すると見込んでいる。セグメント利益は、増収効果とコスト削減により、収支が均衡すると想定した。

営業外収益については、NEDOからの助成金収入が増加すると見込んでいる。

21/12期は、売上高12,512百万円(前期比12.9%増)、営業利益919百万円(同19.7%増)、経常利益1,106百万円(同13.9%増)、親会社株主に帰属する当期純利益855百万円(同21.4%増)と見込んだ。

セグメント別では、組込みソフトウェア事業は、売上高11,800百万円(前期比13.7%増)、セグメント利益919百万円(同19.7%増)と予想した。自動車向けを中心とした売上高の拡大を見込む一方、NEDO案件が峠を越えることに伴い、研究開発費の伸びが鈍化し、営業利益率が改善すると考えた。

センシングソリューション事業は、売上高720百万円(前期比1.4%増)、セグメント利益0百万円(同横ばい)と予想した。売上高は、センサネットワーク関連を中心に小幅な増加を見込んだものの、先行投資負担等を織り込み、損益は改善しないと考えた。

営業外収益については、助成金収入がやや減少すると想定した。

親会社株主に帰属する当期純利益の伸び率が経常利益よりも高くなると予想したのは、19/12期から法人税の税額控除の対象となる研究開発費が減少し、過去に比べて上昇していた法人税等の負担率が、21/12期には通常のレベルにまで低下すると想定したためである。

同社は、今後の成長のために内部留保を厚くすることを優先し、当面は無配とする方針を示している。当センターでは、同社の配当方針を前提に、21/12期まで無配が続くと予想している。

【 図表 19 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	17/12期	18/12期	19/12期CE	19/12期E	20/12期E	21/12期E
<b>貸借対照表</b>						
現金及び預金	1,638	3,547		3,840	4,423	5,127
受取手形及び売掛金	1,319	1,428		1,599	1,808	2,042
棚卸資産	270	309		305	315	325
その他	235	278		191	191	191
流動資産	3,463	5,563		5,936	6,738	7,686
有形固定資産	105	118		149	148	131
無形固定資産	70	56		36	54	55
投資その他の資産	457	387		546	546	546
固定資産	634	562		732	749	733
資産合計	4,097	6,125		6,669	7,488	8,420
支払手形及び買掛金	470	495		543	610	684
短期借入金	120	—		0	0	0
未払法人税等	120	149		90	106	100
その他	733	865		798	819	818
流動負債	1,443	1,511		1,431	1,536	1,604
役員退職慰労引当金	88	98		107	117	127
その他	178	133		155	155	155
固定負債	267	232		263	273	283
純資産合計	2,387	4,382		4,974	5,678	6,533
(自己資本)	2,387	4,382		4,974	5,678	6,533
(非支配株主持分+新株予約権)	—	—		0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	445	686		817	971	1,106
減価償却費	50	75		74	73	60
のれん償却額	5	5		5	0	0
売上債権の増減額 (—は増加)	1	-109		-171	-209	-233
棚卸資産の増減額 (—は増加)	14	-38		3	-9	-9
仕入債務の増減額 (—は減少)	90	25		47	66	74
その他	232	128		-83	30	7
法人税等の支払額	-146	-172		-285	-250	-257
営業活動によるキャッシュ・フロー	694	602		408	673	747
有形固定資産の取得による支出	-39	-48		-68	-42	-20
無形固定資産の取得による支出	-23	-17		-23	-48	-23
その他	-26	-30		-25	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-88	-95		-116	-90	-43
短期借入金の純増減額 (—は減少)	—	-120		0	0	0
株式発行による収入	—	1,529		0	0	0
配当金の支払額	—	—		0	0	0
その他	—	-6		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	—	1,402		0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (—は減少)	606	1,908		292	583	704
現金及び現金同等物の期首残高	919	1,525		3,434	3,727	4,310
現金及び現金同等物の期末残高	1,525	3,434		3,727	4,310	5,014

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想  
(出所) イーソル決算短信を基に証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 当面は配当が見送られる公算が大きい

同社は、将来の事業展開と経営体質の強化のために必要な内部留保を確保しつつ、株主還元とのバランスに留意しながら配当を実施することを基本方針としているものの、足元では内部留保の確保を優先しており、開示されている13/12期以降の期間において、配当は実施されていない。内部留保の用途については、一層の事業拡大を目指すため

の研究開発投資、M&A 投資及び人材育成等の有効な投資資金として活用し、企業価値の向上に努めるとしている。

将来的には、業績と資金需要等の内部留保の必要性を勘案した上で、業績に応じて安定した配当性向に基づいて配当したいとしている。しかしながら、配当を実施する条件となる内部留保の水準や財務指標は公表しておらず、配当というかたちでの株主への還元は、しばらくは見送られる公算が大きい。

#### ◆ デンソーの競争力の低下が同社の業績に影響する可能性

同社が注力する自動車向けの売上高の多くは、デンソーとオーバスに依存している。デンソーはトヨタ自動車グループであると共に、トヨタ自動車グループ以外の自動車メーカーとも幅広く取引しており、同社にとって魅力的なパートナーであることは明らかである。

しかしながら、自動車業界を取り巻く競争環境は、従来とは違った方向に変化してきており、デンソーといえども、従来の競争力が維持できる保証はないと考えられる。デンソーの競争力が低下した際は、同社の業績にも影響を与える可能性があり、今後の自動車・同部品業界の動向には注意が必要であろう。

なお、オーバスは創業時からの巨額な開発投資が継続しており、18/12期の業績は、売上高 7,087 百万円、当期純損失 468 百万円と赤字が継続している。18/12 期末の債務超過額は 2,809 百万円にのぼるが、デンソーの子会社であることや、同社の出資額は 16/12 期の持分法投資損失として全額損失として計上していることから、同社の財政状態に影響を与える懸念は小さいと当センターでは考えている。

#### ◆ 世界景気の悪化等により顧客の新製品開発が遅延する可能性

同社の売上高は、顧客企業の製品の販売量に依存しているわけではないので、通常の不況による影響は小さいと考えられる。しかしながら、リーマンショック級の世界景気の悪化の際は、顧客企業の新製品の開発投資が削減されたり、開発サイクルが延期、長期化されたりする懸念がある。その場合は同社の業績に影響が及ぶ可能性がある。

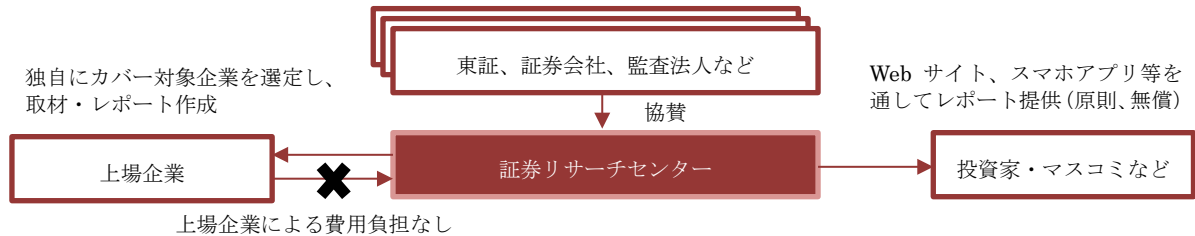
#### ◆ 人手不足の深刻化に伴うリスク

同社は、人材の確保と人件費、外注費の高騰をリスク要因として挙げている。同社は近年、従業員の拡充を進めており、現時点では、採用難や人材流失に悩む情報通信業界において、相対的には採用競争を優位に戦っていると当センターでは判断している。しなしながら、人手不足が一段と深刻化した際、リスクが顕在化する可能性は否定できない。

## 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ため、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。