

ホリスティック企業レポート イーソル 4420 東証一部

アップデート・レポート
2020年5月22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 20200519

イーソル(4420 東証一部)

発行日:2020/5/22

自動車向けを中心とする組み込みソフトウェア製品と関連サービス等を提供 開発投資の拡大と新型コロナウイルス問題により、20年12月期は減益を予想

> 要旨

◆ 自動車向け等の組み込みソフト製品と関連サービス等を提供する

- ・イーソル(以下、同社)は、自動車向けを中心とする組み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。
- ・組み込みソフトウェアの中でも高度な技術力を要するリアルタイム・オペレーティング・システムを開発しており、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・パートナーとなっている。

◆ 19年12月期決算は10%増収、7%営業増益、26%経常増益

- ・19/12 期決算は、前期比 10.2%増収、7.2%営業増益、26.2%経常増益であった。主力事業の組み込みソフトウェア事業が同 12.9%増収であったことや、センシングソリューション事業が黒字化したこと、助成金収入(営業外収益)が増加したこと等が好業績の要因となった。

◆ 20年12月期の会社計画は9%増収、20%営業減益、7%経常減益

- ・20/12 期について同社は、自動車関連市場の伸びを見込む一方、開発投資額の拡大に伴うコストの急増を織り込み、9.3%増収、20.0%営業減益、7.2%経常減益を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、開発投資の拡大に加え、新型コロナウイルス問題による需要の減少を想定したこと等により 20/12 期の業績予想を見直し、売上高を 11,083 百万円→9,734 百万円、営業利益を 768 百万円→553 百万円と、会社計画を下回る水準に修正した。

◆ 新型コロナウイルス問題の収束を前提に来期からの回復を予想

- ・当センターでは、新型コロナウイルス問題が 20/12 期末頃までにはほぼ収束するという前提において、成長分野である自動車向けソフトウェア製品を手掛ける同社の業績は、来期から回復に向かうと考えた。21/12 期は 14.8%営業増益、8.8%経常増益、助成金収入の大幅減少が見込まれる 22/12 期は 42.2%営業増益、12.1%経常増益と予想した。

【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)
2018/12	8,752	16.0	698	61.4	687	54.3	524	50.3	30.5	215.4	0.0
2019/12	9,644	10.2	748	7.2	867	26.2	659	25.8	32.4	252.1	5.5
2020/12 CE	10,539	9.3	598	-20.0	805	-7.2	591	-10.3	29.1	-	5.5
2020/12 E	9,734	0.9	553	-26.1	754	-13.1	566	-14.1	27.8	272.9	5.5
2021/12 E	10,423	7.1	635	14.8	820	8.8	617	9.0	30.3	297.8	5.5
2022/12 E	11,682	12.1	903	42.2	919	12.1	693	12.3	34.1	326.4	5.5

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。19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。

アップデート・レポート

2/21

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

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

【主要指標】

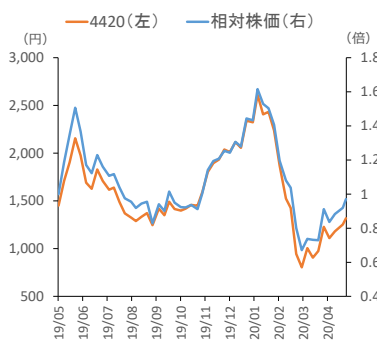
	2020/5/15
株価 (円)	1,319
発行済株式数 (株)	21,460,800
時価総額 (百万円)	28,307

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	40.7	47.4	43.5
PBR (倍)	5.2	4.8	4.4
配当利回り (%)	0.4	0.4	0.4

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	10.0	-13.5	-30.8
対TOPIX (%)	10.8	-10.1	-28.0

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2019/5/17

> 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		19/12期		
		金額	構成比	金額	構成比	金額	増減率	金額	構成比	増減率
売上高		6,610	100.0%	7,546	100.0%	8,752	16.0%	9,644	100.0%	10.2%
	組込みソフトウェア	5,817	87.8%	6,667	87.3%	7,906	18.6%	8,928	92.4%	12.9%
	センシングソリューション	806	12.2%	969	12.7%	818	-15.6%	736	7.6%	-10.0%
	連結調整	-14	-	-90	-	27	-	-20	-	-
営業利益（セグメント利益）		412	100.0%	432	100.0%	698	61.4%	748	100.0%	7.2%
営業利益率		6.2%	-	5.7%	-	8.0%	-	7.8%	-	-
	組込みソフトウェア	433	103.5%	510	99.2%	717	40.5%	737	96.7%	2.9%
		7.4%	-	7.7%	-	9.1%	-	8.3%	-	-
	センシングソリューション	-14	-3.5%	3	0.8%	-49	-	25	3.3%	-
		-	-	0.4%	-	-	-	3.4%	-	-
	連結調整	-6	-	-81	-	30	-	-14	-	-

(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^{注1}）、(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、「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		19/12期	
		金額	増減率	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%	8,928	12.9%
	ソフトウェア製品	—		1,320	—	1,699	28.7%	1,779	4.7%
	エンジニアリングサービス等	—		5,347	—	6,207	16.1%	7,149	15.2%
売上総利益		—		—		2,351	—	2,709	15.2%
	売上総利益率	—		—		29.7%		30.3%	—
販売費及び一般管理費		—		—		1,634	—	1,971	20.7%
	販管費率	—		—		20.7%		22.1%	—
営業利益		433		510	17.9%	717	40.5%	737	2.9%
	営業利益率	7.4%		7.7%	—	9.1%	—	8.3%	—
研究開発費		—		352	—	383	8.7%	551	44.0%
リビジョンアップ費用		—		324	—	398	22.8%	364	-8.5%
減価償却費		34		43	—	68	58.6%	53	-22.3%

(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、決算説明会資料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		19/12期	
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高	806		969	20.3%	818	-15.6%	736	-10.0%
売上総利益	—		—		221		300	35.3%
売上総利益率	—		—		27.1%		40.7%	
販売費及び一般管理費	—		—		271		274	1.4%
販管費率	—		—		33.1%		37.3%	
営業利益	-14		3		-49		25	
営業利益率	—		0.4%		—		3.4%	
研究開発費	—		11		—		—	
減価償却費	7		7	-2.0%	6	-11.5%	6	-9.4%

(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、決算説明会資料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		2019/12期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	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%	2,301	23.9%
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%	1,134	11.8%
デンソー	543	8.2%	618	8.2%	912	10.4%	848	8.8%
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	19/12期
自動車	39.9%	44.4%	47.0%
AV機器	21.9%	19.6%	18.3%
工業制御/FA/産業機器	5.6%	7.7%	7.8%
コンピュータ周辺/OA機器	7.1%	5.7%	4.8%
医療/福祉関係	2.2%	3.2%	3.9%
業務用通信端末系	—	1.6%	2.2%
個人向け情報通信機器	—	—	2.0%
アイス/乳製品	1.8%	—	1.8%
教育/娯楽機器	3.7%	2.0%	1.5%
ハム/ソーセージ/食肉	2.1%	—	1.5%
非冷凍倉庫/物流系	1.8%	2.3%	—
研究開発	—	2.0%	—
その他(特機)	4.3%	1.6%	—
その他	9.6%	9.9%	9.1%
合計	100.0%	100.0%	100.0%

(出所) イーソル決算説明会資料、ヒアリング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割程度を占めているソフトウェア製品の内訳は、RTOSが約7割、開発支援ツールが約3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、19/12 期末の同事業の従業員は 372 名、臨時雇用者（期中平均人数）は 59 名である。

◆ センシングソリューション事業は足元で黒字に転換した

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 8~9 割、センサネットワーク関連ビジネスが約 1~2 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ハンディターミナルについては、従来は他社開発品を販売していたが、18/12 期の途中から利益率が高い自社開発品にシフトした。結果、19/12 期のセンシングソリューション事業の売上総利益率は 40.7%と、18/12 期の 27.1%から大きく上昇し、営業損益は前期の 49 百万円の損失から 25 百万円の利益に転換した。販管費は同事業の従業員（19/12 期末 31 名）の人件費や営業経費等によって構成されている。

> SWOT分析

◆ 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 6 のようにまとめられる。

【 図表 6 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> 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 組み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 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 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 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
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> センシングソリューション事業の収益基盤が弱いこと 事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> 車載ソフトウェア市場の急速な拡大 海外自動車関連メーカーへの拡販 センサネットワーク関連ビジネスの収益化
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> 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 急激な世界景気の悪化 人手不足の深刻化による採用難、SEの退職増加

(出所) 証券リサーチセンター

> 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7)。

【図表7】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値(前回)	数値(今回)
関係資本 顧客	・大手顧客に対する依存度が比較的高い	・売上上位10顧客の売上高構成比	約6割	約7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%	23.9%
	・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%	47.0%
関係資本 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)	45年(20年5月時点)
		・「eT-Kernel」販売開始からの経過年数	14年	15年
		・上場からの経過年数	1年(19年11月時点)	1.5年(20年5月時点)
関係資本 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ミド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	ISO 26262 ASIL D
		・産業機器向け機能安全規格(eT-Kernel Compact)	IEC 61508 SIL 4	IEC 61508 SIL 4
		・自動車向け機能安全規格(eMCOS AUTOSAR)	ISO 26262 ASIL D	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	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%	9.5%	
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)	38年(20年5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%)	4,830,920株(22.5%)
人的資本 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	10.7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(22.3%)	3,679,463株(17.1%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は18/12期または18/12期末、今回は19/12期または19/12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。

> 決算概要

◆ 19年12月期は10%増収、7%営業増益、26%経常増益

19/12期決算は、売上高9,644百万円(前期比10.2%増)、営業利益748百万円(同7.2%増)、経常利益867百万円(同26.2%増)、親会社株主に帰属する当期純利益659百万円(同25.8%増)であった(図表8)。

【図表8】19年12月期の業績

(単位:百万円)

	18/12期	19/12期									
	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高	8,752	2,411	2,399	4,811	10.4%	2,572	2,260	4,833	10.0%	9,644	10.2%
売上総利益	2,604	783	713	1,497	12.4%	878	618	1,497	17.8%	2,995	15.0%
売上総利益率	29.8%	32.5%	29.7%	31.1%	-	34.2%	27.4%	31.0%	-	31.1%	-
販売費及び一般管理費	1,905	492	590	1,082	26.8%	556	607	1,163	10.7%	2,246	17.9%
販管費率	21.8%	20.4%	24.6%	22.5%	-	21.6%	26.9%	24.1%	-	23.3%	-
営業利益	698	291	123	415	-13.3%	322	11	333	51.5%	748	7.2%
営業利益率	8.0%	12.1%	5.1%	8.6%	-	12.5%	0.5%	6.9%	-	7.8%	-
経常利益	687	296	222	519	6.0%	331	16	348	76.7%	867	26.2%
	7.9%	12.3%	9.3%	10.8%	-	12.9%	0.8%	7.2%	-	9.0%	-
当期(四半期)純利益	524	209	153	362	5.0%	252	45	297	66.0%	659	25.8%
研究開発費	383	122	133	255	72.5%	140	155	296	26.0%	551	44.0%
リビジョンアップ費用	398	79	102	182	-14.7%	86	95	181	-1.3%	364	-8.5%
開発投資額合計	781	202	236	438	21.0%	226	251	478	14.0%	916	17.3%
売上高開発投資額比率	8.9%	8.4%	9.8%	9.1%	-	8.8%	11.1%	9.9%	-	9.5%	-

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

売上総利益率は前期の29.8%から31.1%に上昇した。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両方で売上総利益率が上昇した。

一方、給与が前期比47百万円、研究開発費が同168百万円増加した等、販管費は同341百万円増加した。販管費の伸びが増収率を上回ったため、販管費率は前期の21.8%から23.3%に悪化した。結果、営業利益率は前期の8.0%から7.8%に低下した。

営業外収支では、助成金収入が前期の5百万円から102百万円に増加したため、営業外収益は前期の20百万円から119百万円に拡大した。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)に採択された「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」プロジェクトに係る助成金収入を19/12期からの3期間で計上する予定である。

一方、前期に計上した株式交付費(24百万円)、株式公開費用(6百万円)が剥落したため、営業外費用は前期の31百万円から0百万円に減少した。

◆ 両事業ともセグメント損益は改善した

セグメント別では、組込みソフトウェア事業は、売上高(セグメント間の内部売上高を含む)8,928百万円(前期比12.9%増)、セグメント利益737百万円(同2.9%増)であった(図表9)。

【図表9】19年12月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								
		通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		8,752	2,411	2,399	4,811	10.4%	2,572	2,260	4,833	10.0%	9,644	10.2%
	組込みソフトウェア事業	7,906	2,281	2,244	4,526	16.0%	2,319	2,082	4,402	10.0%	8,928	12.9%
	組込みソフトウェア製品	1,699	445	472	918	-7.4%	521	339	860	21.7%	1,779	4.7%
	エンジニアリングサービス	6,207	1,835	1,772	3,607	23.9%	1,797	1,743	3,541	7.4%	7,149	15.2%
	センシングソリューション事業	818	133	176	310	-29.6%	224	201	425	12.9%	736	-10.0%
	連結調整	27	-3	-21	-25	-	28	-23	4	-	-20	-
売上総利益		2,604	783	713	1,497	12.4%	878	618	1,497	17.8%	2,995	15.0%
売上総利益率		29.8%	32.5%	29.7%	31.1%	-	34.2%	27.4%	31.0%	-	31.1%	-
	組込みソフトウェア事業	2,351	737	669	1,407	20.1%	742	559	1,301	10.4%	2,709	15.2%
	センシングソリューション事業	221	48	63	112	-22.4%	105	81	187	144.3%	300	35.3%
	連結調整	30	-2	-19	-22	-	30	-22	7	-	-14	-
販売費及び一般管理費		1,905	492	590	1,082	26.8%	556	607	1,163	10.7%	2,246	17.9%
販管費率		21.8%	20.4%	24.6%	22.5%	-	21.6%	26.9%	24.1%	-	23.3%	-
	組込みソフトウェア事業	1,634	428	521	949	31.2%	487	534	1,022	12.3%	1,971	20.7%
	センシングソリューション事業	271	63	69	133	2.4%	68	72	141	0.5%	274	1.4%
営業利益(セグメント利益)		698	291	123	415	-13.3%	322	11	333	51.5%	748	7.2%
営業利益率		8.0%	12.1%	5.1%	8.6%	-	12.5%	0.5%	6.9%	-	7.8%	-
	組込みソフトウェア事業	717	309	148	458	2.1%	255	24	279	4.1%	737	2.9%
	センシングソリューション事業	-49	-14	-5	-20	-	36	8	45	-	25	-
	連結調整	30	-2	-19	-22	-	30	-22	7	-	-14	-

(注) セグメント売上高はセグメント間の内部売上高を含む、連結調整はセグメント間取引の消去と未実現損益の調整額の合計
(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

組込みソフトウェア事業の顧客業種別売上高では、自動車向け、FA機器向け等が好調だった。品目別売上高では、医療福祉向け、業務用通信端末系向け、個人向け情報通信機器向け等が好調だったエンジニアリングサービス等は7,149百万円と前期比15.2%増加した。一方、

コンピュータ周辺/OA 機器向けのロイヤリティの減少等を受け、組込みソフトウェア製品は 1,779 百万円と同 4.7%増にとどまった。

組込みソフトウェア事業の売上総利益率は、前期の 29.7%から 30.3%に上昇した。利益率が低いエンジニアリングサービス等の売上高構成比は上昇したものの、売上原価から販管費に振り替えられる研究開発費が増加したことや、労務費の一部を構成するリビジョンアップ費用が減少したことが売上総利益率の改善に繋がったと見られる。

組込みソフトウェア事業の販管費は、研究開発費が前期比 168 百万円増加したこと等から、同 337 百万円増加し、販管費率は前期の 20.7%から 22.1%に上昇した。結果、セグメント利益率は前期の 9.1%から 8.3%に低下した。

センシングソリューション事業は、売上高 736 百万円（前期比 10.0%減）、セグメント利益 25 百万円（前期は 49 百万円の損失）であった。

センシングソリューション事業の顧客業種別売上高では、消費税の軽減税率対応等に伴う受託売上が増加したアイス/乳製品向け等は増加したものの、ハンディターミナルの販売が落ち込んだ非冷凍倉庫・物流系向けや、車載プリンタの販売が減ったその他（特機）向け等が減少した。

センシングソリューション事業の売上総利益率は、前期の 27.1%から 40.7%に大きく上昇した。主力製品であるハンディターミナルにおいて、他社開発品から利益率が高い自社開発品に 18/12 期の途中からシフトした効果が 19/12 期に大きく影響したと見られる。

センシングソリューション事業の販管費は、コスト抑制に努めたため、同 3 百万円の増加にとどまった。減収が影響し、販管費率は前期の 33.1%から 37.3%に悪化したものの、売上総利益率が大幅に上昇したため、セグメント損益は黒字に転換した。

◆ 営業減益だった上期に対し、下期の利益は急回復した

19/12 期決算を第 2 四半期累計期間（以下、上期）と下期に分けてみると、売上高の伸びに大きな違いはなかったが、売上総利益率の改善や販管費率の悪化の度合いで営業利益の伸びに大きな差がついた。上期は、売上総利益率の改善が前年同期比 0.5%ポイントにとどまった一方、研究開発費が同 107 百万円増加したこと等に伴い、販管費率が同 2.9%ポイント悪化したため、同 10.4%増収ながら、13.3%営業減益と二桁減益を余儀なくされた。

一方、下期は、売上総利益率の改善が前年同期比 2.1%ポイントに達したほか、研究開発費の増加が同 61 百万円にとどまったこと等に伴い、販管費率の悪化が同 0.2%ポイントに抑えられたため、同 10.0%増収、51.5%営業増益と急回復した。

◆ 売上高は計画をやや下回ったものの、利益は計画を超過した

期初計画に対しては、売上高 98.6%、営業利益 108.5%、経常利益 108.3%、親会社株主に帰属する当期純利益 114.8%の達成率となった。

売上高については、組込みソフトウェア事業は計画並、センシングソリューション事業が計画未達だった模様である。一方、研究開発費が想定ほど増えなかったことが、利益が計画を上回った要因と見られる。

◆ 利益蓄積によって自己資本比率は上昇した

19/12 期末の総資産は、利益蓄積による現金及び預金の増加 (18/12 期末比 343 百万円増)、株価上昇による投資有価証券の増加 (同 124 百万円増) を主因として、前期末の 6,125 百万円から 6,686 百万円へと増加した。

調達サイドでは、未払金の減少 (前期末比 193 百万円減) を主因として、負債合計は同 185 百万円減少した。一方、自己資本は利益蓄積等により、同 746 百万円増加した。結果、自己資本比率は 18/12 期末の 71.5%から 76.7%に上昇した。

◆ 20 年 12 月期第 1 四半期は 1%増収、26%営業減益

20/12 期第 1 四半期の決算は、売上高 2,433 百万円 (前年同期比 0.9%増)、営業利益 215 百万円 (同 26.0%減)、経常利益 223 百万円 (同 24.8%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益 203 百万円 (同 2.7%減) であった (図表 10)。

売上総利益率は前年同期の 32.5%から 33.4%に上昇した。組込みソフトウェア事業では悪化したものの、センシングソリューション事業では大きく上昇したことや、未実現利益の調整額が前年同期の 2 百万円の損失から 38 百万円の利益に転じたことから、全体では改善した。

一方、研究開発費 (前年同期比 61 百万円増) やシステム関連費等が増加したため、販管費は前年同期比 105 百万円増加した。販管費の伸びが増収率を上回ったため、販管費率は前年同期の 20.4%から 24.5%に悪化した。結果、営業利益率は前年同期の 12.1%から 8.9%に低下した。

助成金収入が前年同期の 3 百万円から 5 百万円に増えたため、営業外収

益は前年同期の5百万円から7百万円に拡大した。

【 図表 10 】 20 年 12 月期第 1 四半期の業績

(単位：百万円)

	19/12期						20/12期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	増減率	1Q	増減率
売上高	2,411	2,399	2,572	2,260	9,644	10.2%	2,433	0.9%
売上総利益	783	713	878	618	2,995	15.0%	813	3.7%
売上総利益率	32.5%	29.7%	34.2%	27.4%	31.1%	—	33.4%	—
販売費及び一般管理費	492	590	556	607	2,246	17.9%	597	21.4%
販管費率	20.4%	24.6%	21.6%	26.9%	23.3%	—	24.5%	—
営業利益	291	123	322	11	748	7.2%	215	-26.0%
営業利益率	12.1%	5.1%	12.5%	0.5%	7.8%	—	8.9%	—
経常利益	296	222	331	16	867	26.2%	223	-24.8%
	12.3%	9.3%	12.9%	0.8%	9.0%	—	9.2%	—
当期（四半期）純利益	209	153	252	45	659	25.8%	203	-2.7%
研究開発費	122	133	140	155	551	44.0%	183	49.7%
リビジョンアップ費用	79	103	86	95	364	-8.5%	66	-15.9%
開発投資額合計	202	236	226	251	916	17.3%	250	24.0%
売上高開発投資額比率	8.4%	9.8%	8.8%	11.1%	9.5%	—	10.3%	—

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

◆ 組込みソフトウェア事業の不振が減益に繋がった

セグメント別では、組込みソフトウェア事業が、売上高（セグメント間の内部売上高を含む）2,186百万円（前年同期比4.2%減）、セグメント利益147百万円（同52.4%減）となり、営業減益の主因となった（図表11）。

組込みソフトウェア事業の顧客業種別売上高では、コンシューマ機器（AV機器）向けや、業務用通信端末系向けは伸びたものの、主力の自動車向けが落ち込んだ。品目別売上高では、エンジニアリングサービス等は1,746百万円と前年同期比4.9%減少した。一方、組込みソフトウェア製品は440百万円と同1.3%減少した。

組込みソフトウェア事業の売上総利益率は、前年同期の32.3%から31.3%に低下した。同事業の販管費は、研究開発費が前年同期比61百万円増加したこと等から、同105百万円増加し、販管費率は前年同期の18.7%から24.6%に上昇した。結果、セグメント利益率は前年同期の13.6%から6.7%に低下した。

センシングソリューション事業は、売上高210百万円（前年同期比57.1%増）、セグメント利益30百万円（前年同期は14百万円の損失）であった。

センシングソリューション事業の顧客業種別売上高では、ハム/ソーセージ/食肉向けや、非冷凍倉庫・物流系向け等が増加した。品目別では、自社開発のハンディターミナルの販売が拡大した。

【 図表 11 】 20 年 12 月期第 1 四半期のセグメント別業績

(単位：百万円)

	セグメント	19/12期					20/12期		
		1Q	2Q	3Q	4Q	通期	増減率	1Q	増減率
売上高		2,411	2,399	2,572	2,260	9,644	10.2%	2,433	0.9%
	組込みソフトウェア事業	2,281	2,244	2,319	2,082	8,928	12.9%	2,186	-4.2%
	組込みソフトウェア製品	445	472	521	339	1,779	4.7%	440	-1.3%
	エンジニアリングサービス	1,835	1,772	1,797	1,743	7,149	15.2%	1,746	-4.9%
	センシングソリューション事業	133	176	224	201	736	-10.0%	210	57.1%
	連結調整	-3	-21	28	-23	-20	-	36	-
売上総利益		783	713	878	618	2,995	15.0%	813	3.7%
売上総利益率		32.5%	29.7%	34.2%	27.4%	31.1%	-	33.4%	-
	組込みソフトウェア事業	737	669	742	559	2,709	15.2%	684	-7.3%
		32.3%	29.8%	32.0%	26.9%	30.3%	-	31.3%	-
	センシングソリューション事業	48	63	105	81	300	35.3%	90	86.1%
		36.4%	36.1%	47.1%	40.5%	40.7%	-	43.1%	-
	連結調整	-2	-19	30	-22	-14	-	38	-
販売費及び一般管理費		492	590	556	607	2,246	17.9%	597	21.4%
販管費率		20.4%	24.6%	21.6%	26.9%	23.3%	-	24.5%	-
	組込みソフトウェア事業	428	521	487	534	1,971	20.7%	537	25.3%
	センシングソリューション事業	63	69	68	72	274	1.4%	60	-4.9%
営業利益 (セグメント利益)		291	123	322	11	748	7.2%	215	-26.0%
営業利益率		12.1%	5.1%	12.5%	0.5%	7.8%	-	8.9%	-
	組込みソフトウェア事業	309	148	255	24	737	2.9%	147	-52.4%
		13.6%	6.6%	11.0%	1.2%	8.3%	-	6.7%	-
	センシングソリューション事業	-14	-5	36	8	25	-	30	-
		-	-	16.4%	4.4%	3.4%	-	14.4%	-
	連結調整	-2	-19	30	-22	-14	-	38	-

(注) セグメント売上高はセグメント間の内部売上高を含む、連結調整はセグメント間取引の消去と未実現損益の調整額の合計
(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

センシングソリューション事業の売上総利益率は、前年同期の 36.4% から 43.1% に大きく上昇した。主力製品であるハンディターミナルにおいて、他社開発品から利益率が高い自社開発品に 18/12 期の途中からシフトした効果が継続したと見られる。

センシングソリューション事業の販管費は、コスト抑制に努めたため、前年同期比 3 百万円減少した。増収効果により、販管費率は前年同期の 47.4% から 28.7% に改善した。結果、セグメント損益は黒字に転換した。

> 業績見通し

◆ イーソルの20年12月期予想

20/12期の会社計画は、売上高10,539百万円(前期比9.3%増)、営業利益598百万円(同20.0%減)、経常利益805百万円(同7.2%減)、親会社株主に帰属する当期純利益591百万円(同10.3%減)である(図表12)。セグメント別の計画は開示されていない。

【図表12】イーソルの過去の業績と20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	20/12期	
		実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		6,610	7,546	8,752	9,644	10,539	9.3%
	組込みソフトウェア	5,817	6,667	7,906	8,928	-	-
	センシングソリューション	806	969	818	736	-	-
	連結調整	-14	-90	27	-20	-	-
売上総利益		1,898	2,086	2,604	2,995	-	-
	売上総利益率	28.7%	27.6%	29.8%	31.1%	-	-
販売費及び一般管理費		1,486	1,653	1,905	2,246	-	-
	販管費率	22.5%	21.9%	21.8%	23.3%	-	-
営業利益		412	432	698	748	598	-20.0%
	営業利益率	6.2%	5.7%	8.0%	7.8%	5.7%	-
	組込みソフトウェア	433	510	717	737	-	-
	センシングソリューション	7.4%	7.7%	9.1%	8.3%	-	-
	連結調整	-14	3	-49	25	-	-
		-	0.4%	-	3.4%	-	-
		-6	-81	30	-14	-	-
経常利益		373	445	687	867	805	-7.2%
	経常利益率	5.7%	5.9%	7.9%	9.0%	7.6%	-
親会社株主に帰属する当期純利益		265	348	524	659	591	-10.3%
開発投資額		-	688	781	916	1,292	41.1%
	売上高開発投資額比率	-	9.1%	8.9%	9.5%	12.3%	-
	研究開発費	296	363	383	551	811	47.2%
	リビジョンアップ費用	-	324	398	364	480	31.9%
営業利益と開発投資額の合計額		-	1,120	1,479	1,664	1,890	13.6%

(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、有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

売上高については、自動運転やコネクテッドカー等、次世代のモビリティ開発に向けた自動車関連市場は底堅いと考え、組込みソフトウェア事業が増収を牽引すると見込んでいる。なお、新型コロナウイルスの感染拡大による業績への影響はほとんど織り込まれていない模様である。

営業減益を見込むのは、電子化が進む自動車市場を対象とした自社製OSのための開発投資額を1,292百万円(前期比41.1%増)と予想しているためである。売上高開発投資額比率は、前期の9.5%から12.3%への上昇を見込んでおり、利益率の悪化を予想する主因となっている。

営業利益に開発投資額を加算した金額は、1,890 百万円 (同 13.6%増) と計画している。

また、NEDO の「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」研究プロジェクトに係る助成金収入 (営業外収益) が前期よりも増加すると見込んでいるため、営業外収支の改善を計画している。

◆ 証券リサーチセンターの 20 年 12 月期予想

当センターは、19/12 期及び 20/12 期第 1 四半期実績や、同社の施策、新型コロナウイルスの感染拡大を踏まえて 20/12 期予想を見直した結果、売上高を 11,083 万円→9,734 百万円、営業利益を 768 百万円→553 百万円、経常利益を 971 百万円→754 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 704 百万円→566 百万円に修正した (図表 13)。

【 図表 13 】 中期業績予想

(単位:百万円)

	19/12期	20/12期CE	旧20/12期E	20/12期E	旧21/12期E	21/12期E	22/12期E
売上高	9,644	10,539	11,083	9,734	12,512	10,423	11,682
前期比	10.2%	9.3%	13.1%	0.9%	12.9%	7.1%	12.1%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
組込みソフトウェア事業	8,928	-	10,380	8,950	11,800	9,630	10,880
センシングソリューション事業	736	-	710	790	720	800	810
連結調整	-20	-	-7	-6	-8	-7	-8
営業利益	748	598	768	553	919	635	903
前期比	7.2%	-20.0%	8.0%	-26.1%	19.7%	14.8%	42.2%
営業利益率	7.8%	5.7%	6.9%	5.7%	7.3%	6.1%	7.7%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
組込みソフトウェア事業	737	-	768	481	919	562	829
センシングソリューション事業	25	-	0	72	0	73	74
連結調整	-14	-	0	0	0	0	0
経常利益	867	805	971	754	1,106	820	919
前期比	26.2%	-7.2%	18.7%	-13.1%	13.9%	8.8%	12.1%
経常利益率	9.0%	7.6%	8.8%	7.7%	8.8%	7.9%	7.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	659	591	704	566	855	617	693
前期比	25.8%	-10.3%	18.9%	-14.1%	21.4%	9.0%	12.3%

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

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

セグメント別では、組込みソフトウェア事業については、1) 19/12 期の実績が予想を大きく下回ったことや、2) 新型コロナウイルスの

感染拡大の影響により、顧客製品の販売動向の影響を受けるソフトウェア製品のロイヤリティ収入が減少すると考えたこと、3) 顧客の一部が新製品開発の抑制に動き、エンジニアリングサービス等の売上高が伸び悩むと見込んだことから、売上高を 1,430 百万円減額した。セグメント利益については、開発投資の増加を織り込む一方、前期のコストが想定を下回っていたことを考慮し、287 百万円の減額にとどめた。

センシングソリューション事業については、19/12 期及び 20/12 期第 1 四半期における自社開発ハンディターミナルへの切替による販売拡大と利益率の改善が予想以上であったことから、売上高を 80 百万円、セグメント利益を 72 百万円増額した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、決算実績や同社の施策、経済環境の変化を踏まえ、前回の 21/12 期予想を見直すと共に、22/12 期予想を新たに策定した。

21/12 期予想においては、新型コロナウイルス問題が 20/12 期末頃までにほぼ収束するという前提において、売上高を 2,089 百万円、営業利益を 284 百万円減額した。

セグメント別では、組込みソフトウェア事業については、売上高を 2,170 百万円、セグメント利益を 357 百万円減額した。20/12 期予想の下方修正や、21/12 期の予想成長率の引下げが減額の理由である。ただし、組込みソフトウェア製品、エンジニアリングサービス等の両方で、成長分野である自動車向けを牽引役に、期の途中から徐々に回復すると考え、前期比 7.6%増収、16.8%増益と予想した。

センシングソリューション事業については、直近のハンディターミナルの販売好調、収益性の改善を考慮し、売上高を 80 百万円、セグメント利益を 73 百万円増額した。前期比では、小幅ながら増収増益と予想した。

22/12 期については、売上高 11,682 百万円 (前期比 12.1%増)、営業利益 903 百万円 (同 42.2%増)、経常利益 919 百万円 (同 12.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 693 百万円 (同 12.3%増) と予想した。

セグメント別では、組込みソフトウェア事業については、売上高 10,880 百万円 (前期比 13.0%増)、セグメント利益 829 百万円 (同 47.5%増) と見込んだ。組込みソフトウェア製品、エンジニアリングサービス等の両方で需要が本格的に回復し、売上高が大幅に伸びると予想し

た。一方、開発投資を含めたコストは売上高よりも低い伸びに抑制されると考え、セグメント利益率は、16/12 期から 17/12 期の水準程度 (7~8%) に回復すると見込んだ。

センシングソリューション事業については、売上高 810 百万円 (前期比 1.3%増)、セグメント利益 74 百万円 (同 1.4%増) と見込んだ。センサネットワーク関連を中心に小幅な増収増益と予想した。

営業外収益については、契約期間の終了に伴い、NEDO からの助成金収入がなくなると想定した。

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たが、経営環境や株主還元の充実等を勘案し、19/12 期は一株当たり 5.5 円 (普通配当 4.0 円、上場記念配当 1.5 円) の年間配当金を実施した。20/12 期については 5.5 円の普通配当 (うち、中間配当 1.5 円) を計画している。当センターでは、同社の配当方針と当センターの業績予想を前提に、20/12 期は前回予想の 0 円から会社計画と同額の 5.5 円に引き上げた。また、21/12 期も 0 円から 5.5 円に引き上げ、22/12 期も 5.5 円と予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ 開発投資の増減による利益率の変動を追加する

当センターでは、前回発行したレポートで、1) 当面は配当が見送られる可能性、2) 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、3) 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、4) 人手不足の深刻化に伴うリスクを投資に際しての留意点として指摘した。

1) の留意点に関しては、19/12 期の配当開始に伴い、今回、削除する。

当センターでは、今回、新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、2) の留意点である世界景気の悪化を背景として、顧客の新製品開発が抑制される可能性を考慮して、業績予想を引き下げた。同社の業績の先行きは、今後の景気後退の深さや期間、回復のスピードに左右されるが、20/12 期末頃までに新型コロナウイルス問題がほぼ収束するという仮定を置いて、業績予想を策定している。

当センターは、今回の業績予想の下方修正において、利益面では、同社の開発投資額の大幅拡大方針も考慮した。同社は、売上高開発投資額比率について、19/12 期の 9.5%から、目処とする 10%を大幅に上回る 12.3%へと引き上げるといった計画としたことに伴い、20/12 期の減益予想を 2 月 14 日に公表した。結果として、その後、同社の株価は

大幅な調整を余儀なくされた。

当センターでは、同社の開発投資額の拡大は継続的に求められる経営施策であり、目処とする売上高開発投資比率を大きく上回っても、競争力の向上や長期的な業績拡大のために必要な時は実施すべきであると考えている。しかしながら、開発投資の増減による売上高開発投資額比率の大幅な変動は、利益率に大きな影響を与え、株価を左右する可能性は常に存在する。よって、今回、開発投資の増減による利益率の変動を新たに留意点に追加することにした。

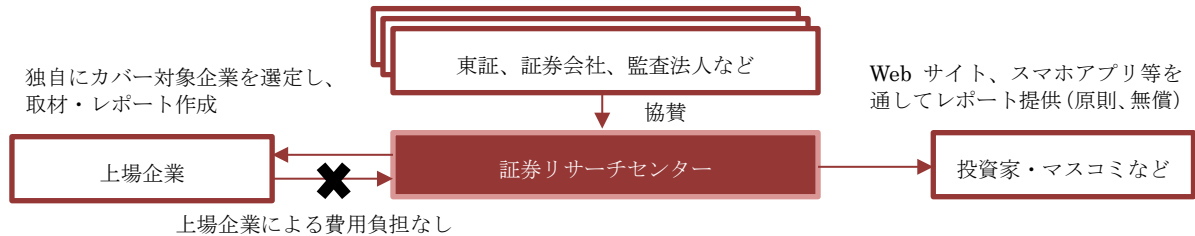
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を18年10月19日より開始いたしました。

同社は19年10月15日に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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。