

コア

(CORE CORPORATION)

2017年3月13日

| | |
|---------------|--------|
| 投資評価 | 買い |
| 目標株価(円) | 2,200 |
| 株価(3月10日終値、円) | 1,310 |
| 東証コード | 2359 |
| 時価総額(百万円) | 18,355 |
| PBR(実績、倍) | 2.3 |
| 予想配当利回り(%) | 1.5 |

◆ 高精度測位技術で先行する、システム開発メーカー

コアは、組み込みソフトに強みを有するシステム開発企業である。車載機器や通信機器等にそれを幅広く提供している。また、その技術力を生かして高精度測位システムの開発で先行しており、自動運転システムの開発においても優位に立てる可能性が高まっている。

◆ 高付加価値シフトが奏功し、収益性が回復中

2017年3月期の業績は、低採算案件を絞り、高付加価値のソリューションビジネスを伸ばしていることなどから、売上高 19,700 百万円(前期比+2.6%)、営業利益 1,310 百万円(同+73.7%)と、特に収益面で回復するとキャピタル・パートナーズ証券(以下、当社)では見込んでいる。また、2018年3月期は、車載用を中心にソリューションビジネスが続伸することなどから、売上高 20,600 百万円(前期比+4.6%)、営業利益 1,500 百万円(同+14.5%)に達すると、当社では予想している。

◆ 自動運転を導く、センチメートル級の高精度位置情報

準天頂衛星の活用などにより、位置精度が格段に向上する測位システムが実用化される予定である。コアは、早くからその開発に注力し、関連特許を取得するなど先行している。自動運転には精度の高い位置情報が必須であることから、自動運転関連のシステム開発においてもコアは優位なポジションを獲得しやすくなると見込まれる。

◆ 目標株価と投資評価

自動運転の普及期に価値が高まる地理情報システム関連銘柄の来期予想 PER を参考に、コアの妥当 PER については 30 倍が適当であると判断し、来期予想 EPS75.7 円をベースに目標株価は 2,200 円に設定する。現値との乖離率は約 68% であることから、投資評価は「買い」とする。

キャピタル・パートナーズ証券
調査部
土屋 直樹
n.tsuchiya@capital.co.jp

【連結業績】

(単位:百万円)

| | 売上高 | 営業利益 | 経常利益 | 当期利益 | EPS(円) | PER(倍) |
|-------------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 2015/3期 | 18,925 | 644 | 668 | 370 | 27.0 | 48.5 |
| 2016/3期 | 19,195 | 754 | 810 | 515 | 37.1 | 35.3 |
| 2017/3期当社予想 | 19,700 | 1,310 | 1,360 | 940 | 67.1 | 19.5 |
| 2018/3期当社予想 | 20,600 | 1,500 | 1,550 | 1,060 | 75.7 | 17.3 |
| 2017/3期会社計画 | 20,000 | 900 | 900 | 600 | 42.8 | 30.6 |

このアナリスト・レポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますよう、お願い致します。また、ご利用に際しては、巻末の開示事項の記載も必ずご覧下さい。

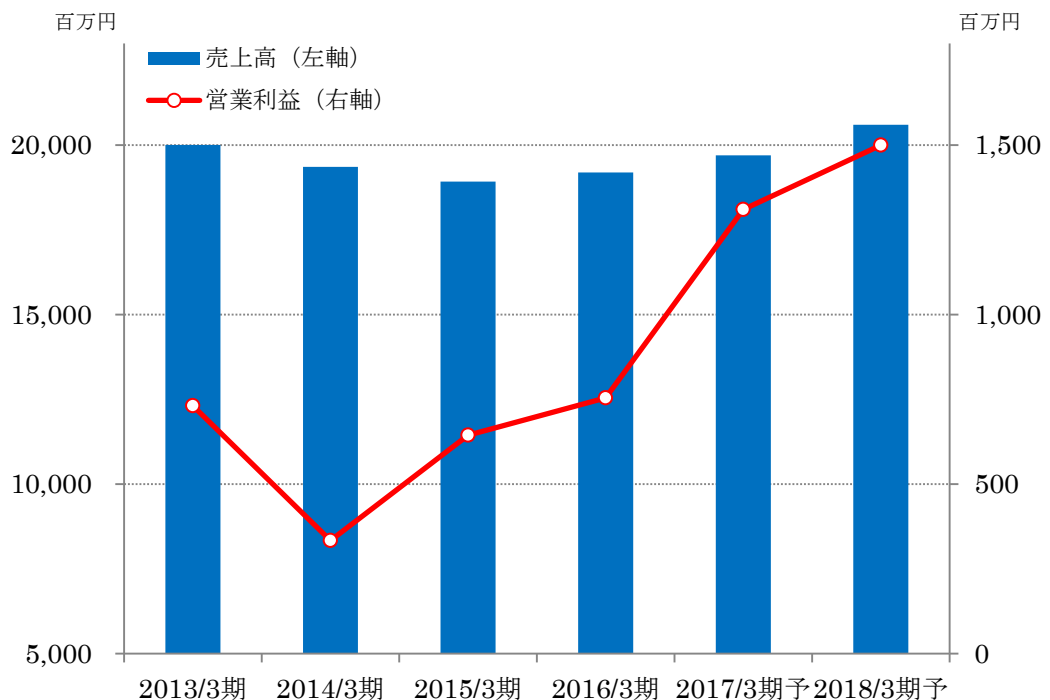
I. 業績推移

高付加価値シフトが奏功し、収益性が回復中

コアは、組込みソフトに強みを有するシステム開発メーカーである。企業向けのシステム構築も手掛けているが、各種の電子機器に組み込まれ、それらを制御する組込みソフトに強いことが特徴である。車載機器や通信機器、産業機械向けなどに、幅広く組込みソフトを提供している。

今期(2017年3月期)の業績は、収益性を重視して低採算のSI(System Integration)案件を絞る一方、付加価値の高いソリューションビジネスを伸ばしていることなどから、売上高19,700百万円(前期比+2.6%)、営業利益1,310百万円(同+73.7%)、当期利益940百万円(同+82.5%)となり、特に収益面での回復が鮮明になると当社では見込んでいる。また、来期(2018年3月期)は、車載用組込みソフトを中心にソリューションビジネスが続伸することなどから、売上高20,600百万円(前期比+4.6%)、営業利益1,500百万円(同+14.5%)、当期利益1,060百万円(同+12.8%)に達すると、当社では予想している。

【売上高と営業利益の推移】



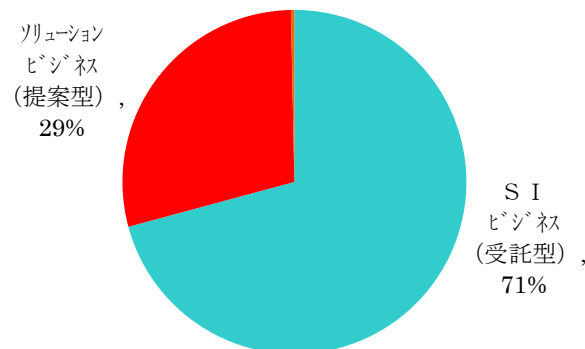
(出所) 有価証券報告書、予想はキャピタル・パートナーズ証券

II. 売上高の構成

SI とソリューションの 2 通り

コアは、多くのソフトウェアやシステムの開発を手掛けているが、①顧客からの要請に基づいて開発する SI ビジネスと、②コアからの提案に基づいて進めるソリューションビジネスの 2 通りの手法で顧客のニーズに応えている。

【全社売上高の構成比(2016 年度第 3 四半期累計ベース)】

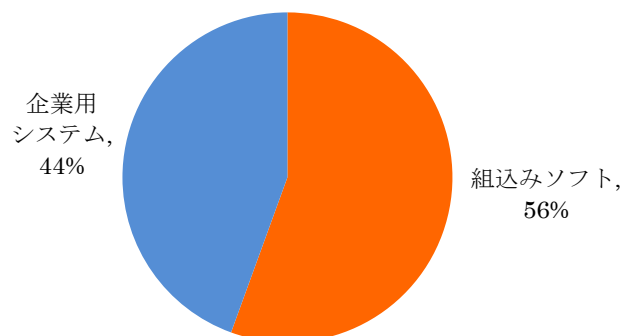


(出所) 有価証券報告書

SI ビジネスは、収益性重視

SI ビジネスでは、企業向けのシステム構築と電子制御用の組み込みソフトの開発を顧客から請け負っている。企業用システムの構築では、金融機関向けの基幹システムやメーカー向けの生産管理システム等に多くの実績を有しており、組み込みソフトでは、車載機器や通信機器、産業機械等が特に得意な領域である。但し、この SI ビジネスは、コアの独自性を発揮し難いことも多いことから、採算性を軸に案件を絞り込む方向にある。この結果、SI ビジネスの今期(2017 年 3 月期)の売上高は 14,050 百万円(前期比▲6.4%)、来期(2018 年 3 月期)の売上高は 13,700 百万円(同▲2.5%)に留まると、当社では見込んでいる。

【SI ビジネスの売上高構成比(2016 年度第 3 四半期累計ベース)】

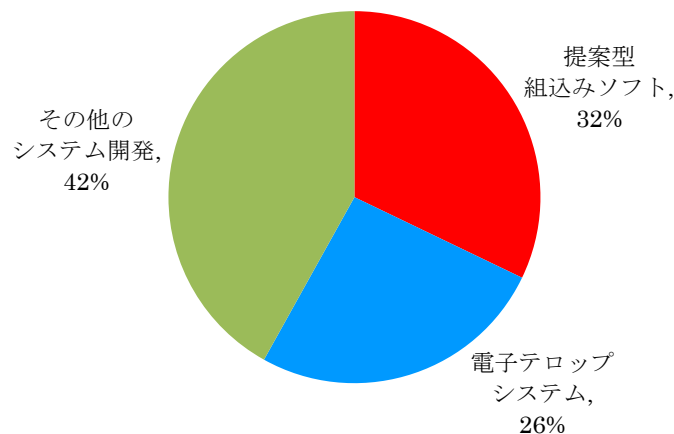


(出所) ヒヤリングに基づき、キャピタル・パートナーズ証券が作成

ソリューションビジネスは、順調に拡大

SI ビジネスに代わってコアが注力しているのが、ソリューションビジネスである。顧客のニーズを先取りして汲み取り、コアから顧客にシステム提案して開発を進めるビジネスである。営業努力も実り、ソリューションビジネスは全般に順調であるが、今期、特に好調なのが提案型の組込みソフトである。その売上高の約半分を占める車載用の組込みソフトが、大きく伸長している。コアは、長年に亘って車のエンジン制御やカーナビ等、多くの車載システムの開発を請け負ってきており、その蓄積されたノウハウを生かした提案が多数採用されるようになってきている。また今後についても、先進運転支援システム(Advanced Driving Assistant System)やGPS(Global Positioning System)機能など、車載システムの高度化はますます進行することから、コアの車載用組込みソフトのビジネスチャンスは更に広がると期待できる。これらを背景に、ソリューションビジネスの今期(2017年3月期)の売上高は5,600百万円(前期比+35.3%)、来期(2018年3月期)の売上高は6,850百万円(同+22.3%)に達すると、当社では予想している。

【ソリューションビジネスの売上高構成比(2016年度第3四半期累計ベース)】

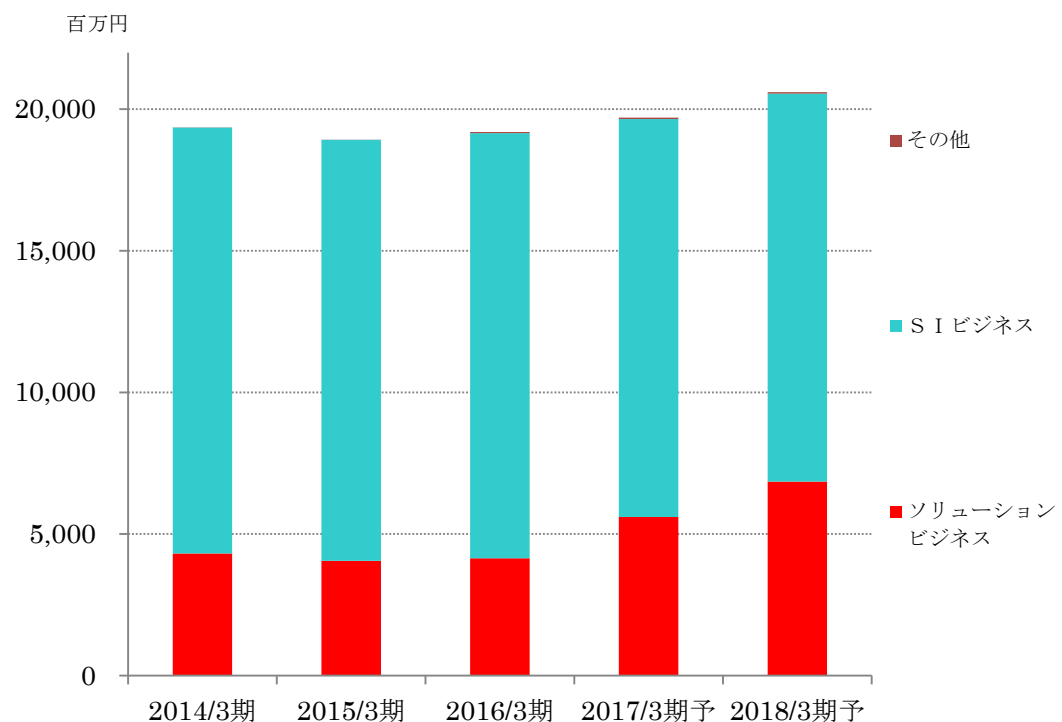


(出所) ヒヤリングに基づき、キャピタル・パートナーズ証券が作成

全社では、増収トレンド継続

収益性を重視して SI ビジネスは減収となるものの、代わりに付加価値の高いソリューションビジネスが伸びることから、全社トータルの売上高は、今期(2017年3月期)19,700百万円(前期比+2.6%)、来期(2018年3月期)20,600百万円(同+4.6%)に達すると、当社では見込んでいる。2019年3月期以降は、高精度測位システムが新たな成長ドライバーとして注目できる。準天頂衛星の打ち上げタイミングなどを見極めつつ、今後、売上高を詳細に検討していく予定である。

【売上高の推移】



(出所) 有価証券報告書、予想はキャピタル・パートナーズ証券

Ⅲ. 高精度測位 (cm 級の高い位置精度)

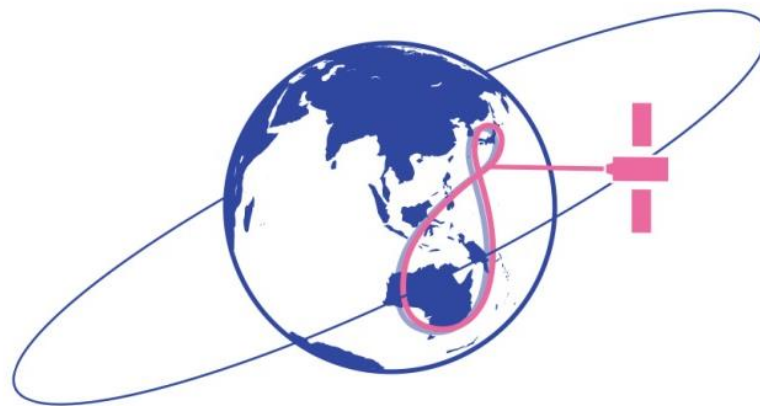
自動運転で必要とされる、正確な位置情報

自動車等の自動運転を睨んで、GPS 機能の高度化が計画されている。現在の GPS 機能は約 10m 前後の計測誤差を有しているが、自動運転に利用できるようにそれを約 10cm 以下に改善する計画が進んでいる。日本政府が準天頂衛星 (Quasi-Zenith Satellite System、以下では QZSS) を整備し、民間企業等が高精度測位システム (受信機) を実用化することにより、センチメートル級の精度で位置 (緯度と経度) を特定できる高精度な測位が実現できる予定である。

QZSS は、日本独自の人工衛星

QZSS は、日本上空の天頂付近に長く留まるように周回軌道が工夫された、日本独自の人工衛星である。具体的には、日本付近において仰角 (水平線からの角度) が 70 度以上の高さで約 8 時間航行するように巧く楕円軌道が組まれている。その間、QZSS は、日本のほぼ真上 (天頂) 方向から、信号を地上に送信し続けることができる仕組みとなっている。

【QZSS の周回軌道のイメージ図】

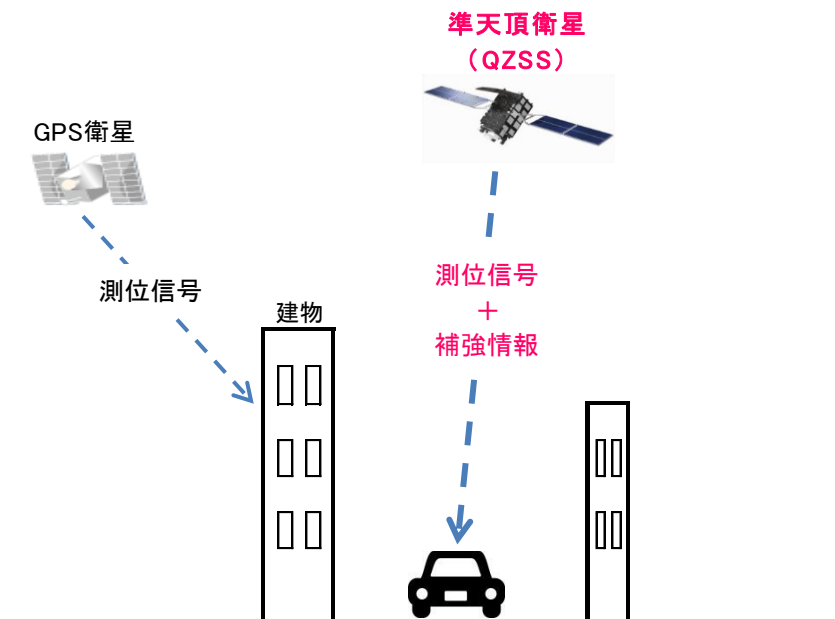


(出所) 内閣府ホームページ

QZSS には、2つの大きなメリット

まず第1のメリットは、QZSSの日本付近における軌道が高い(高仰角である)ことから、ビルや山などに電波が遮られる可能性が低下することである。現在のGPS衛星(米国が運用)は軌道が低いことも多く、電波障害も受けやすいが、QZSSは逆に高い角度から安定的に信号を送り続けることが可能となる。次に第2のメリットは、日本独自の信号を送信できることである。地上での測位誤差は衛星の軌道誤差やクロック誤差等から発生するが、それらを精緻に修正する情報(補強情報と呼ばれる)を日本独自のQZSSから地上に送信することができるようになる。QZSS等からの測位信号にこの精緻な補強情報を付加して処理することにより、地上における測位精度はセンチメートル級(約10cm以下)にまで大きく改善できる見込みである。

【QZSSからの送信イメージ図】



(出所) 各種資料に基づき、キャピタル・パートナーズ証券が作成

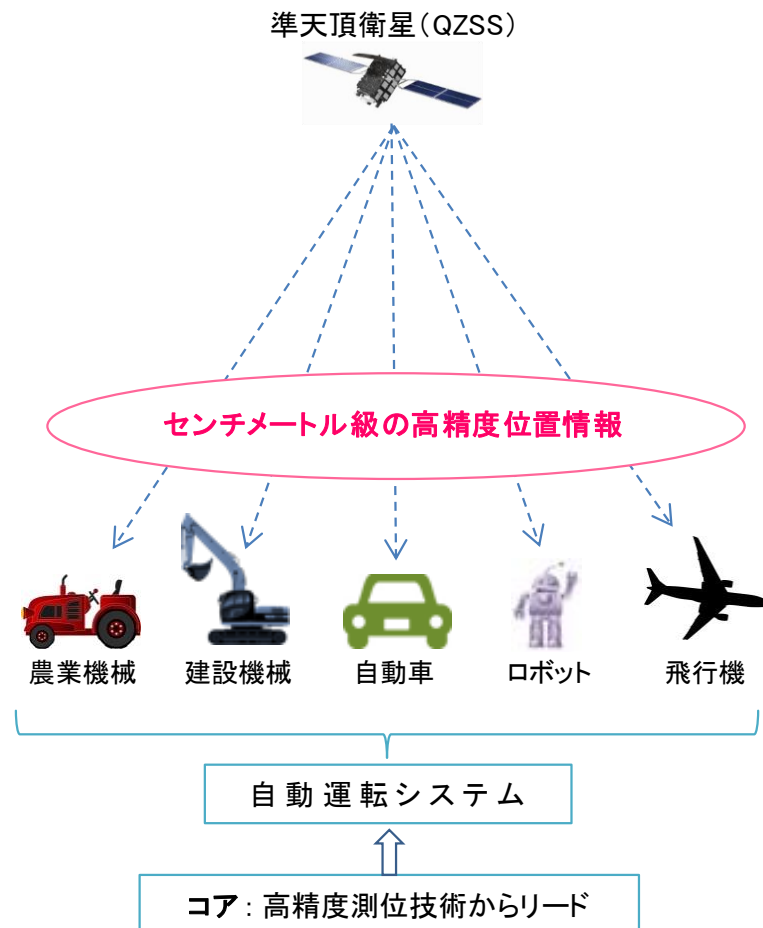
QZSS は、2018年度より本格運用

QZSSの1号機は、2010年に打ち上げられて、現在、それを活用して実証実験が進められている。すでに測位誤差が約10cm以下に収まるなど良好な結果が得られており、基本計画に沿って2017年度にQZSSの2号機と3号機が打ち上げられ、計3機体制となる予定である。QZSSは1機で約8時間日本上空を好位置からカバーできることから、3機で24時間のフルカバーとなり、2018年度よりQZSSを活用した高精度測位システムが本格的にスタートできる見通しである。

高精度測位システムの用途は、幅広い

この精度の高い位置計測システムは、幅広く活用できる見通しである。自動車の自動運転は勿論のこと、建設機械や農業機械の自動運転においても非常に有用であることが実証実験により明らかになりつつある。また、飛行機や自走型ロボットへの適用なども、当然、期待されている。さらに、これまでの常識では考えも及ばない、全く新しい領域での活用方法もアイデアとして出てきている。例えば、小型受信機をフットボールの選手達に装着し、ゲーム中のフォーメーションや選手の動きをセンチメートル級の細かさでリアルタイムにチェックし、試合全体を有利に組み立てることなども考案されている。センチメートル級(約10cm以下)の正確さで位置(緯度と経度)を特定できることは画期的であり、その応用範囲は幅広いと見込まれる。

【高精度測位システムの活用例】



(出所) 各種資料に基づき、キャピタル・パートナーズ証券が作成

コアは、高精度測位技術の先行企業

コアは、ソフト開発力が生かせる衛星測位システムを注力分野のひとつと位置付けており、QZSS を活用した測位システムに対しても早くから技術開発を進めてきている。その成果のひとつとして、2015年にはQZSS用の受信機を宇宙航空研究開発機構(JAXA)と共同開発し、現在、実証実験用に各所に幅広く提供している。また、同年にはGPSとQZSSの混在信号からノイズを効果的に除去する手法に関して特許を取得するなど、高精度測位システムに関する知的財産権の確保も進みつつある。これらを梃子に、コアは今後も高精度測位システムの先行メーカーとして開発を有利に進められると見込まれる。

【JAXA と共同開発した QZSS からの信号受信機】



(出所) 株式会社コアのホームページ

【高精度測位技術に関するコアの特許】

| 特許番号 | 登録日 | 発明の名称 (内容) |
|-----------|------------|--|
| 第5702766号 | 平成27年2月27日 | 衛星信号トラッキングフィルタ装置 (GPS衛星とQZSSからの信号が混在する状況下で、効果的に雑音を除去し、測位精度を上げる手法ならびに装置) |

(出所) 特許庁

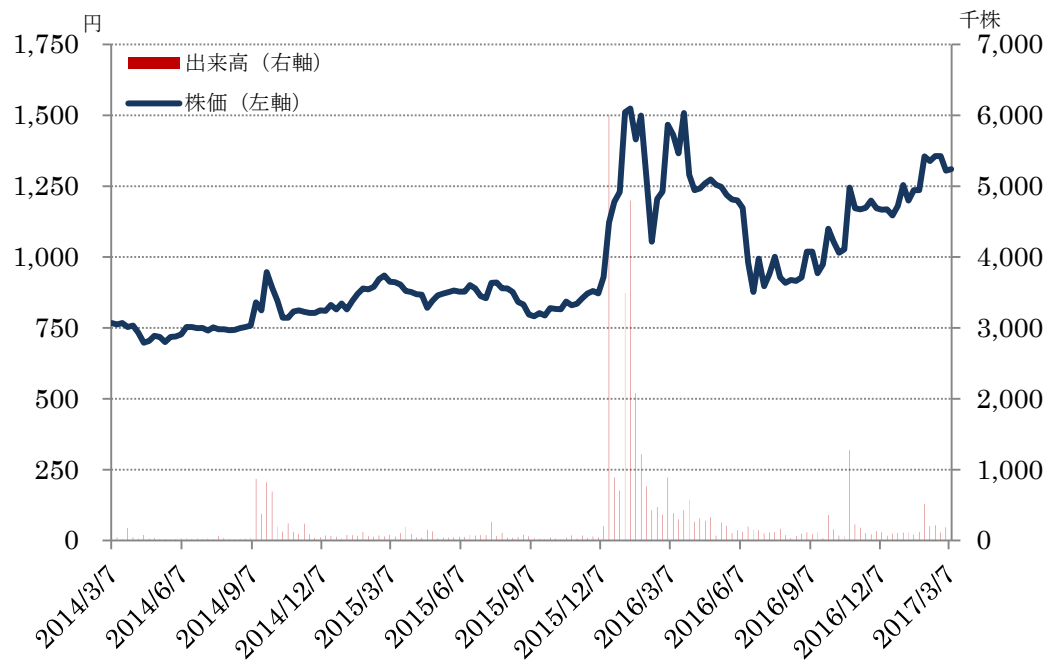
コアの高精度測位技術は、自動運転システムで強みを発揮する

QZSS が本格運用に入る 2018 年度以降に、コアも高精度測位システムの本格的な販売に入ると見込まれる。その場合、測位システム単体での拡販も進むと期待されるが、より重要なのは他のシステムと合わせたトータルソリューションとしての拡大であると思われる。特に自動車等の自動運転においては、まずは自己の正確な位置を把握することが何よりも肝要であることから、それをもたらす高精度測位システムは自動運転システム全体の中でも重要な位置を占めると見込まれる。よって、この高精度測位技術に優れるコアは、それを梃子に様々な自動運転システム(車や建機、ロボット等の自動運転システム)の開発において優位なポジションに立ちやすくなると見込まれる。自動運転システムの普及期には、コアのビジネスチャンスが広がる可能性が高いと思われる。

V. 目標株価と投資評価

自動運転システムの普及期に価値がより高まる地理情報やそのシステムを手掛けるゼンリン(東証コード:9474)やドーン(同:2303)の来期予想 PER は、概ね 32 倍から 42 倍となっている(Bloomberg のデータに基づく)。これらを参考にコアの妥当 PER については 30 倍が適当であると判断し、来期予想 EPS75.7 円をベースに目標株価は 2,200 円に設定する。現値との乖離率は約 68%であることから、投資評価は「買い」とする。

VI. 株価チャート(週次)



(出所) Bloomberg

【連結損益計算書】

(単位:百万円)

| | 2014/3期 | 2015/3期 | 2016/3期 | 2017/3期 予想 | 2018/3期 予想 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 売上高 | 19,358 | 18,925 | 19,195 | 19,700 | 20,600 |
| 前年比 | -3.2% | -2.2% | 1.4% | 2.6% | 4.6% |
| 売上原価 | 15,454 | 14,825 | 15,215 | 15,150 | 15,690 |
| 売上総利益 | 3,904 | 4,101 | 3,981 | 4,550 | 4,910 |
| 売上総利益率 | 20.2% | 21.7% | 20.7% | 23.1% | 23.8% |
| 販売管理費 | 3,571 | 3,457 | 3,226 | 3,240 | 3,410 |
| 営業利益 | 334 | 644 | 754 | 1,310 | 1,500 |
| 営業利益率 | 1.7% | 3.4% | 3.9% | 6.6% | 7.3% |
| 営業外収益 | 91 | 101 | 122 | 115 | 110 |
| 営業外費用 | 83 | 78 | 66 | 65 | 60 |
| 経常利益 | 341 | 668 | 810 | 1,360 | 1,550 |
| 特別利益 | 6 | 38 | 0 | 30 | 0 |
| 特別損失 | 36 | 84 | 3 | 0 | 0 |
| 税引前利益 | 310 | 622 | 807 | 1,390 | 1,550 |
| 法人税等 | 94 | 252 | 296 | 454 | 490 |
| 非支配株主利益 | -5 | 0 | -3 | -4 | 0 |
| 当期利益 | 221 | 370 | 515 | 940 | 1,060 |
| EPS(円) | 16.0 | 27.0 | 37.1 | 67.1 | 75.7 |
| BPS(円) | 539.8 | 557.0 | 568.7 | 612.7 | 669.1 |
| 発行済株数(千株) | 13,836 | 13,731 | 13,865 | 14,012 | 14,012 |

【連結貸借対照表】

| | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流動資産 | 6,506 | 7,133 | 6,708 | 7,065 | 7,520 |
| 現預金 | 1,034 | 1,452 | 1,528 | 1,755 | 1,983 |
| 売上債権 | 4,129 | 4,527 | 4,076 | 4,183 | 4,374 |
| 棚卸資産 | 709 | 533 | 534 | 548 | 573 |
| その他 | 634 | 622 | 571 | 580 | 590 |
| 固定資産 | 8,247 | 8,123 | 8,462 | 8,435 | 8,450 |
| 有形固定資産 | 6,093 | 5,959 | 6,124 | 6,095 | 6,080 |
| 無形固定資産 | 371 | 327 | 459 | 450 | 460 |
| 投資その他 | 1,784 | 1,837 | 1,878 | 1,890 | 1,910 |
| 資産合計 | 14,754 | 15,256 | 15,170 | 15,500 | 15,970 |
| 流動負債 | 5,039 | 6,624 | 5,406 | 5,215 | 4,914 |
| 買入債務 | 1,512 | 1,438 | 1,496 | 1,535 | 1,605 |
| 短期借入金 | 2,306 | 3,444 | 2,284 | 2,040 | 1,649 |
| その他 | 1,220 | 1,741 | 1,626 | 1,640 | 1,660 |
| 固定負債 | 2,342 | 945 | 1,848 | 1,700 | 1,680 |
| 長期借入金 | 1,936 | 495 | 1,149 | 1,010 | 980 |
| その他 | 407 | 450 | 699 | 690 | 700 |
| 純資産 | 7,373 | 7,687 | 7,915 | 8,585 | 9,375 |
| 資本金 | 440 | 440 | 440 | 440 | 440 |
| その他 | 6,932 | 7,247 | 7,475 | 8,145 | 8,935 |
| 負債純資産合計 | 14,754 | 15,256 | 15,170 | 15,500 | 15,970 |
| 設備投資額 | 549 | 164 | 344 | 320 | 330 |
| 減価償却費 | 353 | 338 | 364 | 370 | 360 |
| 研究開発費 | 212 | 189 | 208 | 200 | 210 |

(出所) 有価証券報告書、予想はキャピタル・パートナーズ証券

開示事項

投資評価の基準について

買い: 目標株価が現在の株価を 20%以上上回ると判断される場合
中立: 目標株価と現在の株価の差が±20%未満と判断される場合
売り: 目標株価が現在の株価を 20%以上下回ると判断される場合

目標株価の定義と未達リスクについて

目標株価は、アナリストが当該企業の事業内容や業績予想等をベースに今後 6 ヶ月の間に達すると予想している株価水準です。目標株価の達成を阻むリスク要因として、下記の事柄等があります。当該企業の事業環境や競合状態の変化、国内外の経済情勢や金融市場の変化、株式市場や為替相場の変動、当局による各種規制の変更、大規模な災害や事故の発生などです。また、これらの要因以外にも、現時点では予想できない事象が発生し、その結果として目標株価が達成できない可能性があります。

その他の留意事項について

このアナリスト・レポートは、キャピタル・パートナーズ証券が信頼できると判断した情報に基づいて作成したものです。その内容の正確性や完全性を保証するものではありません。また、このレポートに記載された内容等は作成時点のものであり、今後、予告なく変更されることがあります。このレポートを使用した結果について、キャピタル・パートナーズ証券は如何なる責任も負いません。目的の如何を問わず、ご自身の判断と責任においてこのレポートをご使用下さいますよう、お願い致します。

商号等: キャピタル・パートナーズ証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第62号
加入協会: 日本証券業協会

<http://www.capital.co.jp/>

[事業所]

◆本社・本店

〒101-0047 東京都千代田区内神田 1-13-7 四国ビルディング
電話番号:03-3518-9300(代表)

◆大阪支店

〒530-0057 大阪府大阪市北区曽根崎 2-5-10 梅田パシフィックビルディング
電話番号:06-6232-8370(代表)

◆名古屋支店

〒460-0003 愛知県名古屋市中区綿 2-19-19 広小路センタープレイス
電話番号:052-220-3690(代表)

◆福岡支店

〒810-0801 福岡県福岡市博多区中洲 5-5-13 KDC 福岡ビル
電話番号:092-272-0873(代表)