

ホリスティック企業レポート エクスマーシオン 4394 東証マザーズ

ベーシック・レポート
2019年8月23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 20190820

「組み込みソフトウェア」の設計技術に特化したコンサルティング・ファーム エンジニアファーストの経営スタイルにより、ハイスペックな人材確保を目指す

1. 会社概要

- ・エクスマーシオン(以下、同社)は、「組み込みソフトウェア」の設計技術に特化したコンサルティング事業をメインとし、そこで得られた知見を教育・人材育成事業やツール事業に展開している。

アナリスト:前田吉弘
+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

2. 財務面の分析

- ・開示のある13/11期以降、売上高は14/11期から5期連続増収、経常利益は17/11期から2期連続増益となっている。
- ・ITコンサルティング企業との比較では、規模を除く、安全性、成長性、収益性の大部分で良好ないし問題ない水準にあり、資本効率等に課題を抱えつつも稼ぐ力と財務体質は業界内で優れた部類にある。

【主要指標】

	2019/8/16
株価(円)	1,995
発行済株式数(株)	2,640,600
時価総額(百万円)	5,268

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	43.8	36.3	29.0
PBR(倍)	4.2	3.9	3.5
配当利回り(%)	0.7	0.5	0.5

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、「エンジニア出身のトップマネジメントによるエンジニアファーストの経営スタイルの追求」である。その結果、経営方針に共感したエンジニアが集結し、企業文化や待遇面に高い満足度を覚える従業員によって、価値創造の基盤となる「人的資本」が形成され、「専門性の高い人材による実践型のワンストップ支援」というコアコンピタンス確立につながっている。

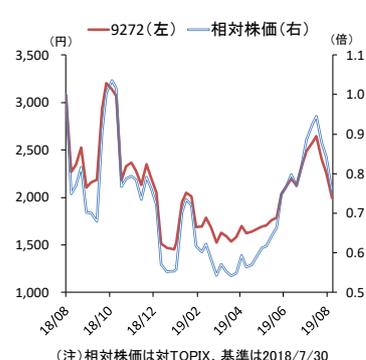
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-25.2	11.6	-21.0
対TOPIX(%)	-21.2	13.6	-7.7

4. 経営戦略の分析

- ・対処すべき課題として、「優秀な人材の確保・育成」、「収益基盤の拡充」、「技術革新への対応」、「自動車業界のパラダイムシフトへの対応」が列挙できる。
- ・今後の成長戦略としては、「市場拡大、高利益率、組織拡大」によるオーガニック成長の追求に加え、自動車業界以外での新規顧客の開拓、教育・人材教育やツール事業の強化が推進される見通しである。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、事業領域の選定とコアコンピタンスの確立を上手くリンクさせた経営戦略を高く評価している。
- ・一方、ビジネスモデル的に「人的資本」の「組織資本」への転換が難しい点には留意すべきだと考えている。

【4394 エクスマーシオン 業種:情報・通信業】

決算期	営業収益 (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)
2017/11	694	11.6	125	1.2	125	1.4	85	5.4	45.8	197.7	14.0
2018/11	834	20.2	145	16.4	146	16.3	99	16.4	45.6	478.6	14.0
2019/11 CE	993	19.1	177	21.6	179	22.7	121	22.7	46.1	-	10.0
2019/11 E	982	17.7	212	45.5	214	46.7	144	46.0	54.9	517.3	10.0
2020/11 E	1,135	15.6	266	25.5	268	25.2	181	25.2	68.7	574.8	10.0
2021/11 E	1,290	13.6	319	19.9	321	19.8	217	19.8	82.3	646.0	10.0

(注) 1. CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

2. 2018年3月16日付けで1:50の株式分割、2019年6月1日付けで1:2の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

3. 18年7月の上場時に200,000株の公募増資、18年8月に54,600株のオーバーアロットメントに伴う有償第三者割当増資を実施

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・企業理念・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

◆ 主力事業は「組み込みソフトウェア」向けコンサルティング

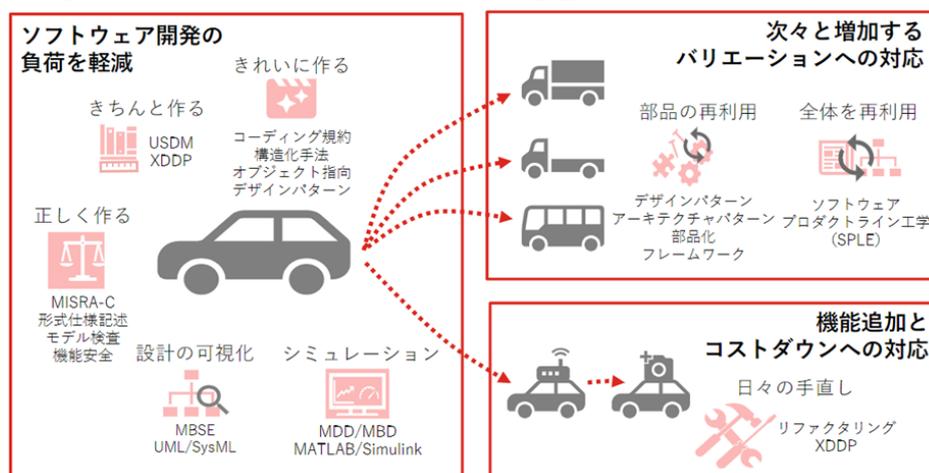
エクスマーシオン(以下、同社)は、08年9月の設立来、「組み込みソフトウェア」の設計技術に特化したコンサルティング事業をメインとし、そこで得られた知見を教育・人材育成事業やツール事業に展開している(図表1、図表2)。なお、事業別売上高の詳細な開示はない。

【図表1】事業系統図



(注) Slerとは、システム構築業務の企画・構築及びサポート等を請け負う人・会社のこと(出所)エクスマーシオン有価証券報告書

【図表2】エクスマーシオンが有する「組み込みソフトウェアの設計技術」



(出所) エクスマーシオン成長可能性に関する説明資料

◆ 「現場支援」を標榜する同社のコンサルティング・スタイル

コンサルティング事業は、自動車やロボット、医療機器等の製品に組み込まれる「組み込みソフトウェア」の品質改善に特化したサービスを提供している。自動車業界向けで大きな実績を持ち、車載システムの多くの分野に対し、主に上流工程を中心とした開発技術の導入を支援している。

(注1) モデリング技術

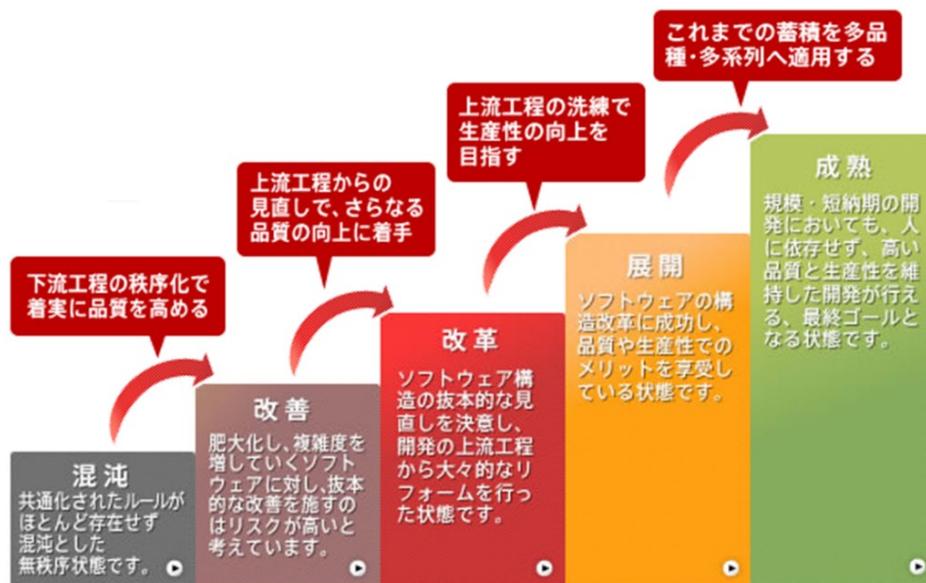
多様化するユーザーニーズに対応するために問題の仕組みや検討過程を可視化し、組織のナレッジとして共有や他者に伝えやすい形式で資産化すること。

具体的には、「顧客が開発した自動運転技術等のアルゴリズムをソフトウェアとして効率的に構築し作り込む」を課題とした場合、モデリング技術^{注1}を中心としたソフトウェアの設計技術や、コード品質を

(注2) リファクタリング
プログラムの外部からみた動作
を変えずにソースコードの内部
構造を整理すること。

改善するリファクタリング^{注2}、さらには複数の製品を効率的に開発する
ための部品開発や派生開発等の領域で顧客の開発力に応じたコン
サルティングを行っている(図表3)。

【図表3】顧客の開発力に応じた「現場支援」の内容



「混沌フェーズ→改善フェーズ→改革フェーズ→展開フェーズ→成熟フェーズ」へとステップアップするための支援内容

混沌フェーズでの支援内容	改善フェーズでの支援内容	改革フェーズでの支援内容	展開フェーズでの支援内容
<ul style="list-style-type: none"> ✓ ソースコードレベルでの整理・整頓 ✓ 変革への動機づけと成功体験 ✓ ソフトウェア開発リテラシーの習得 ✓ 変革リーダーの育成 ✓ 改善に向けたインフラ作り 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 設計レベルでの整理・整頓 ✓ 上流工程を見渡せる人材の育成 ✓ 上流工程に関与する人材の育成 ✓ 変革リーダーの育成 ✓ 上流工程の可視化とレビューによる品質保証 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 設計内容の洗練・進化 ✓ プロジェクト全体での上流化に向けての組織作り ✓ 自律的な改善 ✓ 上流工程の品質保証 ✓ プロセスの洗練化 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ソフトウェアのコア資産化 ✓ コア資産による商品開発に向けての組織作り ✓ 継続的な人材育成 ✓ SPLE^注プロセスの定義と推進 ✓ 人材育成のプロセス化

(注) SPLE は Software Product Line Engineering の略

(出所) エクスマーシオン ホームページを基に証券リサーチセンター作成

同社のコンサルティングは、従来型の提案主体のコンサルティングではなく、同社のコンサルタントが顧客の現場に深く入り込み、顧客と机を並べて一緒に手を動かしながら課題を解決し、技術を伝える実践型のワンストップ支援を特徴としている。

実践型とは、①教科書的な内容にとどまらない同社の知見に基づく具体的なソリューションを提案、②提案内容を自らが実践することで課題が解決できることを実証、③実証を通じた理解・信頼のもとで顧客の設計技術向上を支援、といった流れのコンサルティング活動のこと

であり、同社はこうしたコンサルティング活動を「現場支援」と呼んでいる。

同社は、この「現場支援」に顧客の現状(開発成熟度)を把握する「診断」と顧客の開発力の土台・体力を養う「人材育成」と合わせた3つの活動からなるワンストップ支援をトータルコンサルティング(総合的な顧客支援サービス)として提供している。

◆ 「実践力をつける」がテーマの教育・人材育成事業

教育・人材育成事業は、独自開発した社内向けエンジニアリング手法習得用トレーニング教材を、顧客向けの人材育成用トレーニングサービスとして提供するものである。同社は、技術を習得するためには、初心者が本格的な登山にチャレンジする場合と同じ様な段階を踏むことが重要だと考えており、「実践力をつける」をトレーニングの中心テーマに据えている(図表4)。

同社は「実践力をつける」ため、①教わるのではなく、受講者が手を動かすことで主体的にスキルを獲得する、②受講者の多様な意見を全員で共有し、少ない時間で多くの経験を得る、③小さい問題を繰り返すことで着実にスキルを向上する、④実践の後に振り返ることでスキルアップを実感する等を重視したトレーニングコースを提供している。なお、教育・人材育成事業の利益率は全社平均を大きく上回っている。

【図表4】エクスマーシオンのトレーニング・イメージ



(出所) エクスマーシオン ホームページ

◆ ソリューションの一部を低価格で提供するツール事業

ツール提供事業は、コンサルティングで実績のあるソリューションの一部を低価格で利用可能なツールとして顧客に提供するものであり、現在はソースコードの品質を診断する「eXquto」、モデルの品質を診断する「MODEL EVALUATOR」、異なるモデル同士の変換ツール「mtrip」の3つをリリースしている(図表5)。

【図表5】エクスマーシオンが提供するツールの詳細

ツール名	機能	特徴
eXquto	ソフトウェアの設計・実装品質を診断するC言語用品質診断ツール	<ul style="list-style-type: none"> ◆ ソースコード静的解析ツールQACと連携して動作、「品質の定量化」・「アーキテクチャ構造解析」・「コードクローン解析」を行うことで、ソフトウェアの品質を総合的に診断する。 ◆ "定量的"・"視覚的"・"理解容易"な診断レポートを生成する。
MODEL EVALUATOR	MATLAB/Simulinkモデルの品質を診断(定量化・可視化)するツール	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 診断には、モデルを静的解析した様々なメトリクスを使用し、独自の技術により品質を得点化する。 ◆ 診断結果に基づくリファクタリング(モデル品質の改善)や定期的な診断による品質の変化の把握、客観的・定量的な診断結果をモデル品質のベンチマークとしての利用など、様々な活用方法を提供する。 ◆ 本ツールを導入して MATLAB/Simulink モデルの品質を定期的に診断することで、モデル品質の向上や維持が可能となる。
mtrip	アーキテクチャ設計モデルと MATLAB/Simulinkモデルを相互に変換するツール	<ul style="list-style-type: none"> ◆ SysML・UML・DFD(データフローダイアグラム図)等の汎用モデリング言語で記述されたアーキテクチャ設計モデルと、詳細設計モデルのMATLAB/Simulinkを相互に変換する。 ◆ 詳細設計モデルの変更をアーキテクチャ設計モデルへ同期しないと、次第に構造面でモデルを検討する事が困難となる。『mtrip』はアーキテクチャ設計モデルと詳細設計モデルを同期させ、異なる視点からモデルを見ることで、高い保守性の維持を可能とする。

(出所) エクスマーシオン ホームページを基に証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 明快な強みを武器に継続性の高いビジネスモデルを構築

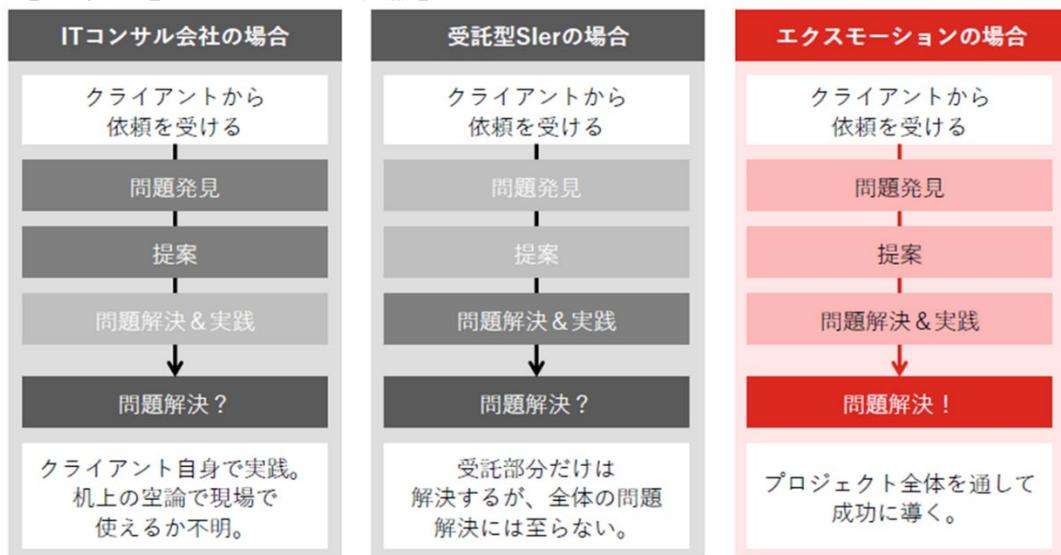
同社のビジネスモデルはいわゆる「IT コンサルティング」に分類されるものである。同社は自身の強みを、「専門性の高い人材」、「組み込みソフトウェアに専門特化した事業」、「ワンストップ支援」としている。「専門性の高い人材」は同社最大のコアコンピタンスであり、そのコアコンピタンスに最適な事業領域として「組み込みソフトウェアの設計技術」を選択し、「実践型のワンストップ支援」という差別化したコンサルティング・スタイルによって競合が少なく継続性が高いビジネスモデルを構築している点は高く評価できよう。

第4次産業革命が進展するもと、製品のスマート化に不可欠となる「組み込みソフトウェア」の開発ニーズは急増し、プログラムは一段と大規模・複雑化している。自動車メーカー等の製造業各社は、ハードウェアの性能を引き出す「制御技術」のプロ集団ではあっても、「組み込みソフトウェア」開発における「設計技術」の面で課題を抱えることも多い。

これに対し、同社は、①全体最適設計、②モデルによるシミュレーション

ョン、③将来の追加・変更への配慮といった「組み込みソフトウェア」開発における「設計技術」を得意とするプロ集団である。こうした専門性の高い人材が「技術参謀」として顧客の現場に深く入り込み、問題発見から提案にとどまらず技術を実践する形で課題解決を実証し、顧客にその技術を伝えるスタイルが「ワンストップ支援」である。同社が提供する「ワンストップ支援」は、顧客が抱える課題を全体解決することを目指しており、提案中心の IT コンサルティング会社や部分解決までの受託型 SIer とは一線を画している (図表 6)。

【図表 6】「ワンストップ支援」のイメージ



(出所) エクスマーシオン決算説明会資料

「ワンストップ支援」を提供するためには、多くのスキルと豊富な実績が必要であり、一朝一夕での参入は困難といえる。また、顧客やプロジェクト毎に課題解決方法が異なり、大規模チームによるサービス提供モデルが必ずしも顧客ニーズを満たす訳ではないことも、大手企業による参入脅威を小さくしている。

こうしたことから、同社は高採算案件の選別受注が可能となり、SUBARU (7270 東証一部) や本田技研工業 (7267 東証一部) の研究開発機関である本田技術研究所、トヨタ自動車 (7203 東証一部) 向け案件の窓口役であるネクスティエレクトロニクス、日本精工 (6471 東証一部) といったコスト意識が極めて高い完成車メーカーやその関連会社、自動車業界へのサプライヤーが主要顧客でありながらも、売上総利益率は 40%台半ば、営業利益率は 10%台後半と高い水準を確保している (図表 7)。

【 図表 7 】 売上高上位顧客

(単位:百万円)

	2016年11月期		2017年11月期			2018年11月期		
	金額	構成比	金額	構成比	増減率	金額	構成比	増減率
S U B A R U	298	48.0%	261	37.7%	-12.5%	303	36.4%	16.3%
本田技術研究所	37	6.0%	82	11.9%	119.1%	136	16.4%	65.7%
ネクスティエレクトロニクス	116	18.7%	106	15.4%	-7.9%	131	15.7%	22.6%
日本精工	55	8.9%	81	11.7%	47.0%	74	9.0%	-7.6%
その他	114	18.4%	162	23.4%	41.7%	187	22.5%	15.8%
合計	622	100.0%	694	100.0%	11.6%	834	100.0%	20.2%

(注) ネクスティエレクトロニクスはトヨタ自動車向け案件の窓口役である

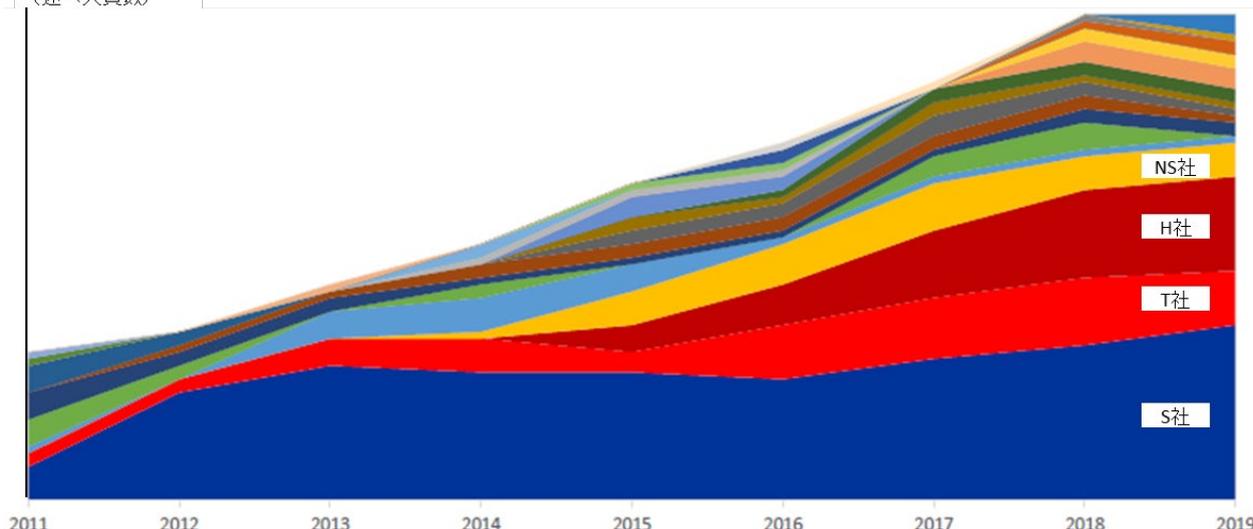
(出所) エクスマーシオン有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 高い継続率・リピート率を実現し、優れた顧客基盤を形成

IT コンサルティング事業は、一般的に顧客のプロジェクト動向に左右されやすく属人性が高い労働集約型のビジネスモデルに分類されることが多い。しかしながら、同社の直近3年間に於ける受注プロジェクトの「継続率+リピート率」は90%程度と高く、その一方で、毎年10%増のペースで新規案件・新規顧客を獲得している。「顧客別にアサインしているコンサル要員の延べ人員数の推移」をみても、多くの顧客において稼働しているコンサル要員数が増加ないし維持されていることが確認でき、同社が提供するコンサルティング・サービスはストック型ビジネスモデルに近い安定性を実現していると考えられる(図表8)。

【 図表 8 】 顧客別にアサインしているコンサル要員の延べ人員数の推移

(延べ人員数)



(注) 各色が顧客別にアサインされたコンサル要員の延べ人員数数を示す

(出所) エクスマーシオン決算説明会資料

同社は、前述した売上高上位顧客に加え、自動車関連として、デンソー(6902 東証一部)、日産自動車(7201 東証一部)、日信工業(7230 東証一部)、ケーヒン(7251 東証一部)、ヤマハ発動機(7272 東証一部)等を主要顧客として抱えており、複数の企業グループに対して自動運転、先進安全支援、ハイブリッド、電気自動車、燃料電池、インフォテインメント等の分野でサービスを提供している。

また、建機大手の小松製作所(6301 東証一部)、農機大手のヤンマー、産業機械を手掛けるパナソニックスマートファクトリーソリューションズ、鉄道関連として三菱電機コントロールソフトウェア、精密・医療関連としてセイコーエプソン(6724 東証一部)、富士ゼロックス、等が主要顧客となっており、自動車関連業界以外でも優れた顧客基盤を築いている。

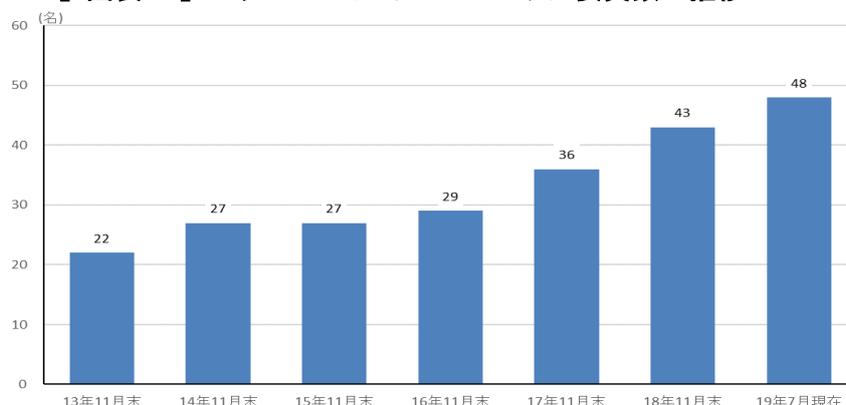
◆ エンジニアファーストの経営スタイル

同社はエンジニアファーストの経営スタイルを追求し、技術参謀集団としての成長を目指している。具体的には、①仕事へのモチベーションアップ(いつでも可能な昇進試験、優秀な同僚とのコラボレーション、ハイクラスなスキルに見合った高報酬等)、②絶え間ないスキルアップ(成長を促す高難易度のプロジェクト、一人当たり年間10万円のスキルアップ予算、稼働時間の10%を自己研鑽に充当等)といった仕組みを導入している。

同社が求めるのは「設計技術」が得意なエンジニアであるが、そうした人材は一般的に埋もれた存在になっているケースが散見される。こうしたなかで、同社は「自社が、エンジニアのエンジニアによるエンジニアのための会社であり、ただひたすら技術と向き合うことができる会社であること、エンジニアが尊敬され、エンジニアとしてキャリアアップできる会社であること、ハイクラスエンジニアの聖地であること」等を積極的に発信し続けており、エンジニアファーストの経営スタイルは企業風土として確立されつつある。

同社は従前から高い人材定着率(退職者数は年間2名程度)や順調な人材獲得(17/11期は9名採用、18/11期は9名採用、19/11期は7月末現在で7名採用)を実現してきたが、上場効果による知名度向上で大手メーカー出身者の採用がこれまで以上に進んでおり、労働集約型である同社ビジネスモデルの継続性を高めている(図表9)。

【 図表 9 】 エクスマーシオンのコンサル要員数の推移



(出所) エクスマーシオン決算説明会資料

> 業界環境と競合

◆ 拡大が続く「組み込みソフトウェア」市場

NEDO（新エネルギー・産業技術総合開発機構）によると、「組み込みソフトウェア」に関する製品（OS、ミドルウェア、開発環境、ツール）の市場規模は、14年時点で国内は800億円程度、世界では1兆1,400億円程度となっており、30年の世界市場はおよそ2兆円規模に拡大すると予想されている。国内での分野別の市場内訳をみると、車載向けが全体の4割強を占め、家電向けが3割強、産業機械向けが2割強と続いている（図表10）。

外部への発注に加えて、「組み込みソフトウェア」は組み込みシステムを製造するメーカーにおいて内製されていることも少なくない。前述した製品市場規模800億円程度とは別の試算として、IPA（独立行政法人情報処理推進機構）は、内製を含む「組み込みソフトウェア」開発費の国内規模を年間3兆円程度と試算している。

【 図表 10 】 「組み込みソフトウェア」関連製品の市場規模

(百万円)

	国内市場		世界市場	
	2014年	構成比	2014年	2030年
車載	32,370	41%	461,289	808,754
産業機械	18,705	23%	266,556	467,338
家電	26,467	33%	377,168	661,269
医療・福祉	2,118	3%	30,183	52,918
計	79,660	100%	1,135,196	1,990,278

(出所) NEDO「TSC Foresight Vol.18」を基に証券リサーチセンター作成

◆ 製品のスマート化で大規模・複雑化する「組み込みソフトウェア」

「組み込みソフトウェア」市場の成長の背景にあるのが、製品のスマート化である。掃除機を例にとると、ただゴミを吸引していた製品が、ゴミを検知し吸引力を制御するようになり、今では全自動の掃除ロボットが当たり前になりつつある。こうした製品のスマート化を裏で支えているのが「組み込みソフトウェア」の大規模・複雑化なのである。

こうしたなかで、車載向け「組み込みソフトウェア」市場で追い風になっているのが、いわゆる CASE（接続性 Connectivity、自動運転 Autonomous、共有 Shared、電動化 Electric）である。トヨタ自動車の高級車である LEXUS LS シリーズに採用されている車載用「組み込みソフトウェア」の行数（規模）は、00 年 100 万行→08 年 1,000 万行→16 年 1 億行→24 年 10 億行とされており、8 年ごとに 10 倍の大規模・複雑化が進んでいるが、その原動力となっているのが、CASE というトレンドである。車載向けビジネスをメインとする同社は、CASE のうち、実績をあげてきた A と E の分野に加え、C でも新規案件を受注しており、今後は S の分野でも案件獲得が期待できよう。

◆ 開発における最大の課題は「設計品質の向上」

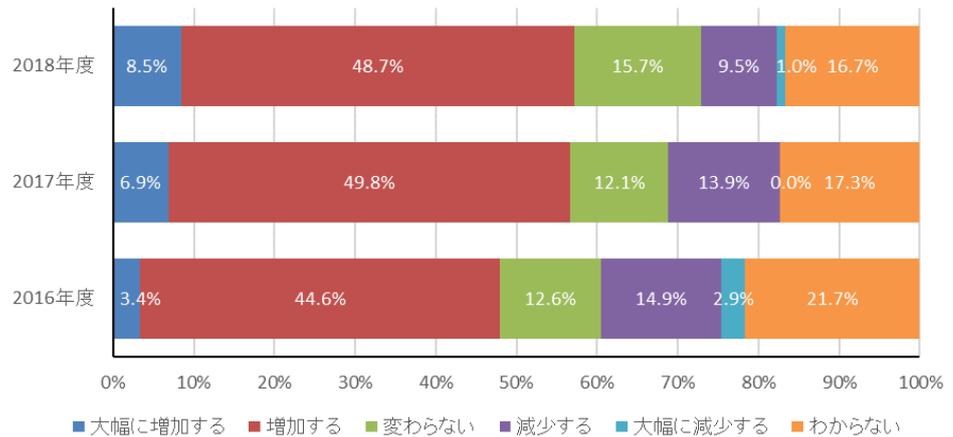
政府は 18 年 6 月に閣議決定した「未来投資戦略 2018」において、「自動化：次世代モビリティ・システムの構築」、「次世代ヘルスケアの構築」、「行政・インフラ関連」等を重点分野とし、「自動化：次世代モビリティ・システムの構築」では自動運転及び公共交通全体のスマート化を含む「次世代モビリティ・システム」の実現、「次世代ヘルスケアの構築」では介護現場のニーズを踏まえたロボット・センサー、AI 等の開発・導入の推進、「行政・インフラ関連」では徹底したデータ活用とロボット・センサーなどの新技術の開発・導入によるインフラメンテナンスの生産性向上とコスト効率化等を目指すとしている。

政府が目指す「データ駆動型社会」では、様々なデジタル機器に内蔵される「組み込みソフトウェア」の重要性が一段と高まることは明らかであり、「組み込みソフトウェア」の品質確保やセキュリティ対策もこれまで以上に求められることになる。

こうした環境下で、IPA が組み込みソフトウェア関連団体の会員企業へ行ったアンケート調査（実施期間：18 年 11 月～19 年 2 月）では、①「データ駆動型社会」への移行といった事業環境の変化が売上増加につながるとした企業数の割合は、16 年度 48.0%→17 年度 56.7%→18 年度 57.2%と上昇傾向にある（図表 11）、②設計品質の向上が「組み込みソフトウェア」の開発における最大の課題となっている（図表 12）、③「技術者のスキル向上」等が「設計品質の向上」という課題の解決策として重要視されている（図表 13）、といった点が指摘されている。

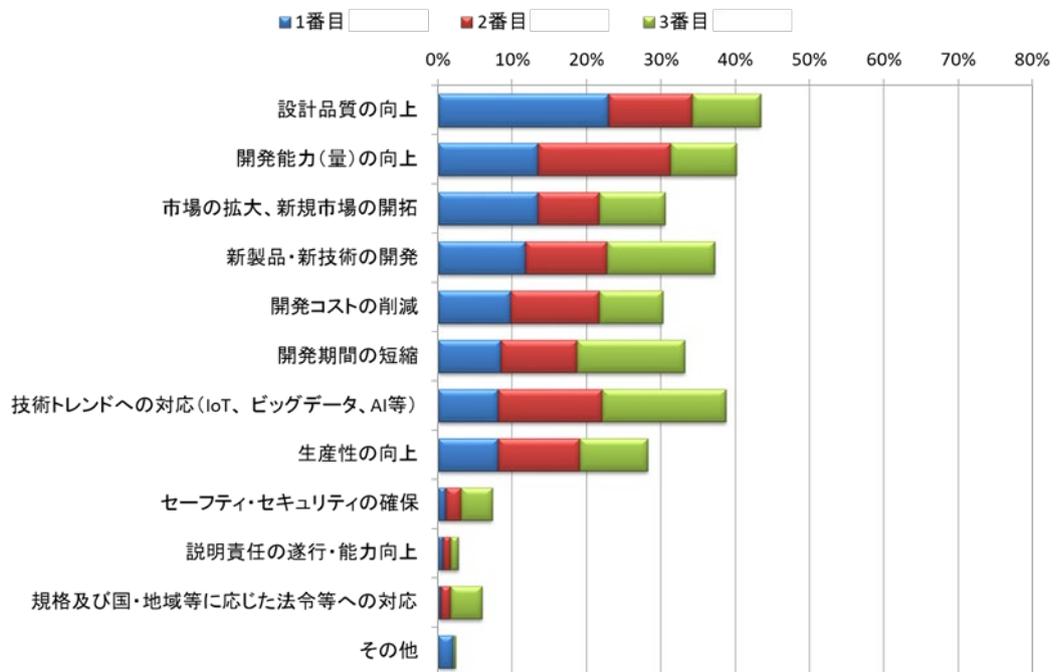
いずれも、「組み込みソフトウェア」の設計技術に特化したコンサルティングや教育・人材育成、ツール提供を事業とする同社にとって強い追い風が吹いていることを示唆するものであろう。なお、同社は「直接的な競合企業はない」としている。

【 図表 11 】 事業環境の変化(データ駆動型社会への移行等)が売上に及ぼす影響



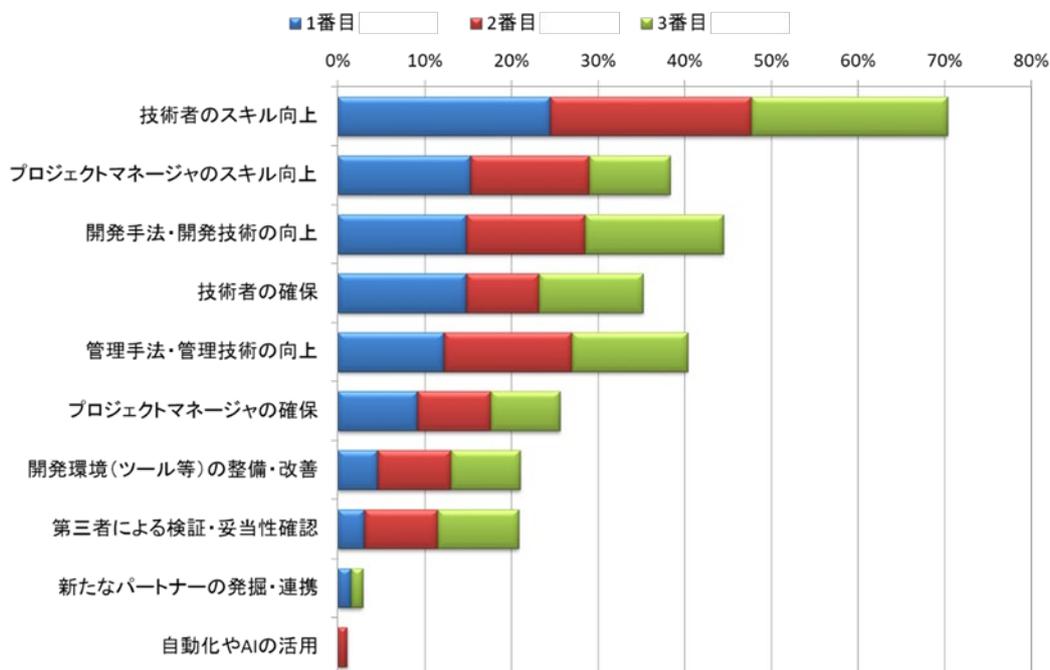
(出所) IPA 「2018 年度組み込み/IoT に関する動向調査」を基に証券リサーチセンター作成

【 図表 12 】 開発の課題



(出所) IPA 「2018 年度組み込み/IoT に関する動向調査」

【 図表 13 】 「設計品質の向上」の解決策



(出所) IPA 「2018 年度組込み/IoT に関する動向調査」

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 ～ ソルクシーズの 100%子会社として設立

08 年 9 月、同社はソフトウェア開発のコンサルティングを目的に、ソフトウェア開発を主力事業とするソルクシーズ(4284 東証一部)の 100%子会社(19 年 5 月末時点 60.39%)として設立された(図表 14)。

全 11 社から成るソルクシーズグループは、システムインテグレーションビジネスを追求する企業集団とストック型ビジネスを追求する企業集団で構成されており、同社はシステムインテグレーションビジネスを強化・推進する上で重要な役割を担う中核企業に位置づけられている。なお、同社の取締役会長である長尾章氏はソルクシーズの代表取締役社長との兼任である。

【 図表 14 】 エクスマーシオンの沿革

2008年9月	東京都港区芝において株式会社エクスマーシオン（資本金9百万円）設立
2009年3月	開発ツール「eXquto」販売開始
2010年9月	開発ツール「MODEL EVALUATOR」販売開始
2010年10月	開発ツール「mtrip」販売開始
2013年11月	ISMS（情報セキュリティマネジメントシステム）及びEMS（環境マネジメントシステム）の認証を取得（株式会社ソルクシーズの子会社としてグループ認証を取得）
2016年3月	第三者割当増資を実施、資本金を13.5百万円にする
2017年5月	東京都品川区大崎に本社を移転
2018年7月	ISMS（情報セキュリティマネジメントシステム）の認証を取得 東京証券取引所マザーズに株式を上場

(出所) エクスマーシオン有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 企業理念

同社の企業理念は、「見えないものを見るように！、複雑なものを簡単に！、理論だけでなく実践を通じて！」というポリシーのもと、「高品質なソフトウェアを通して新しい社会の実現に貢献する」というものである。また、ミッション（何のために存在しているのか）として「お客様の変革を支援し、成功に導く」、価値観（何を信じ、どう振る舞うか）として「実践による成功体験と、そこから生まれる感動こそが変革を可能にする」、ビジョン（どうありたいか）として「お客様の変革と成功をともに分かち合える」、「メンバー（社員）どうしが成長しあえる」を掲げている。

◆ 株主

19年5月末時点の筆頭株主は、親会社のソルクシーズであり、所有割合は60.39%となっている（図表15）。

大株主上位10名の所有割合は73.45%と高い。その内訳をみると、親会社のほか、同社取締役が3名、金融機関が4名、個人投資家が2名となっている。

なお、SBI証券は同社主幹事証券であり、その親会社であるSBIホールディングス（8473 東証一部）は、ソルクシーズの筆頭株主（19年6月末の所有割合は17.69%）となっている。

【 図表 15 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	18年11月末時点			19年5月末時点			備考
	株数 (千株)	割合	順位	株数 (千株)	割合	順位	
株式会社ソルクシーズ	800	60.59%	1	800	60.39%	1	親会社
芳村 美紀	32	2.42%	4	32	2.42%	2	常務取締役
井山 幸次	29	2.20%	5	29	2.19%	3	取締役
渡辺 博之	25	1.89%	6	25	1.89%	4	代表取締役社長
株式会社SBI証券	46	3.55%	2	18	1.36%	5	
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	44	3.37%	3	16	1.24%	6	
中山 隆蔵	14	1.07%	7	14	1.06%	7	
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	-	-	-	13	1.01%	8	
日本証券金融株式会社	12	0.91%	8	12	0.97%	9	
服部 勢	-	-	-	12	0.92%	9	
(大株主上位10名)	1,020	77.26%	-	973	73.45%	-	
発行済株式総数	1,320	100.00%	-	1,324	100.00%	-	

(出所) エクスマーシオン有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

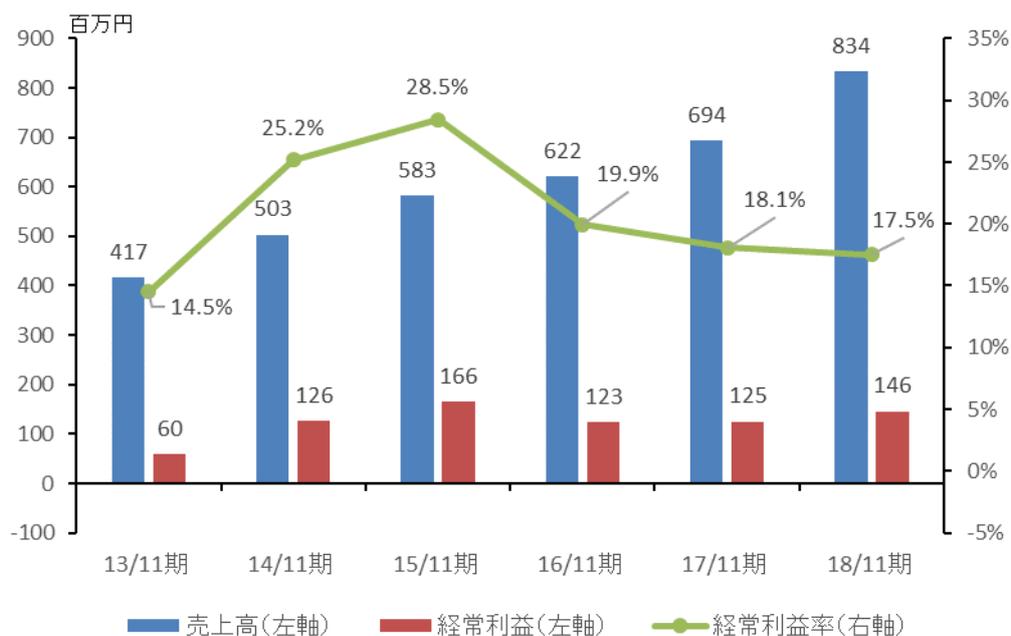
> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、13/11期以降の数値が開示されている。売上高は14/11期から18/11期まで5期連続増収、経常利益は間接部門の要員増等に伴うコスト増の影響で16/11期、17/11期と足踏み状態にあったが、18/11期は二桁増益となった(図表16)。

経常利益率は、15/11期の28.5%をピークに低下傾向にあるものの、10%台後半を維持している。これをコスト面からみると、原価率が16/11期57.9%→17/11期56.2%→18/11期55.2%と着実に低下する一方で、売上高に対する販売費及び一般管理費(以下、販管費)の比率は前述した要因や上場関連コストの影響で16/11期22.2%→17/11期25.8%→18/11期27.3%と上昇しており、経常利益率低下の主因となっている。

【図表16】売上高、経常利益、経常利益率の推移



(出所) エクスマーシオン有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 18年11月期は二桁増収増益で会社計画を若干上回る

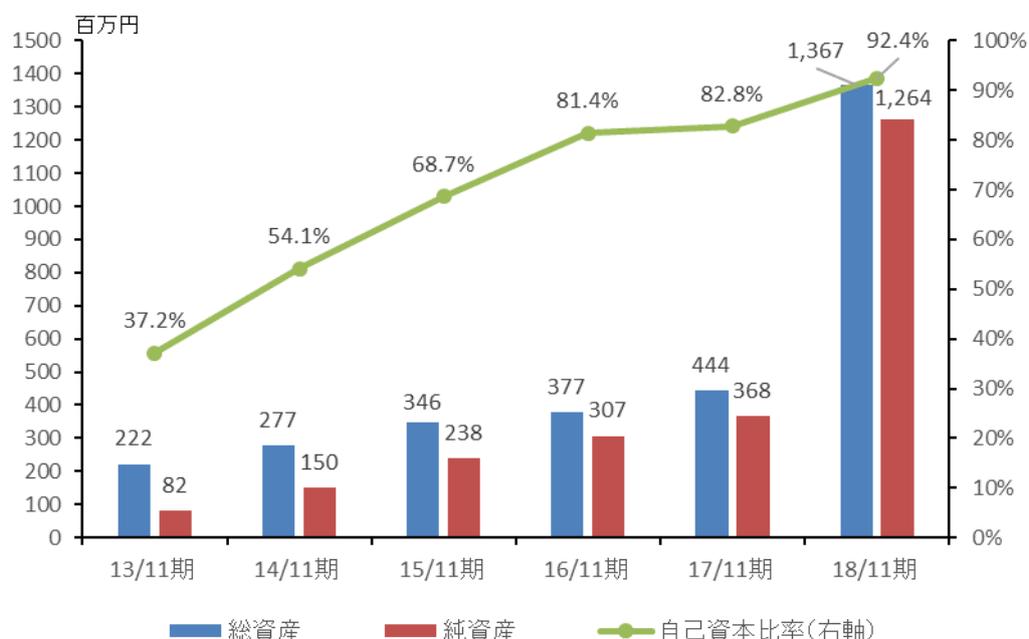
18/11期は、売上高が834百万円(前期比20.2%増)、営業利益が145百万円(同16.4%増)、経常利益が146百万円(同16.3%増)、当期純利益が99百万円(同16.4%増)と、増収増益となった。18年7月の上場時会社計画(売上高:834百万円、営業利益143百万円、経常利益:145百万円、当期純利益:96百万円)に対して、利益は若干上回った。

売上原価は460百万円(前期比18.2%増)となったが、外注費の削減や労務費の適切なコントロールにより、原価率は55.2%と前期比1.0%ポイント低下した。株式発行や内部体制の構築等に伴うコスト増を受けて、販管費は227百万円(同27.2%増)、販管費率は27.3%と同1.5%ポイント上昇した。これらの結果、19/3期の営業利益率は17.5%と同0.6%ポイント低下したが、上場時計画の17.2%を僅かに上回った。

◆上場時の公募増資により財務体質は大幅に良化

18年7月上場時の公募増資等を受けて、同社の自己資本比率は17/11期末の82.8%から18/11期末は92.4%へと上昇、財務体質は一段と改善している(図表17)。

【図表17】総資産、純資産、自己資本比率の推移



(出所) エクスマーシオン有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 他社との比較

◆ ITコンサルティングの上場企業との財務指標比較

同社が展開する事業と類似性を持つ事業内容の上場企業と財務指標を比較した。具体的には、モデリング技術をコアとした組込みサービス支援や技術者教育・人材育成を手掛ける豆蔵ホールディングス(3756 東証一部)、ITシステムのコンサルや設計・構築を担うULSグループ(3798 東証JQS)、ITコンサルティング&サービス事業が主力のフューチャー(4722 東証一部)を比較対象企業とした(図表18)。

同社の数値は、規模において大きく見劣りするものの、収益性、成長性、安全性の各項目については総じて良好ないし問題ない水準にある。

まず、収益性については、営業利益率は2番手、自己資本利益率(ROE)と総資産経常利益率(ROA)は4番手ながら増資後の期末ベースでも、ROE7.9%、ROA10.7%と絶対水準としては問題ないレベルにある。次に、成長性においては、売上高と総資産(但し増資の影響あり)が1番手、経常利益はマイナス成長ながら一過性のコスト増要因によるものであり、実力値は各社と比べても遜色がないようにみえる。最後に、安全性については、全ての項目で1番手を占め、絶対水準自体も極めて良好といえようが、今後は資本効率を重視した財務戦略が求められよう。

以上のことから、事業規模や資本効率といった点に課題を抱えながらも、同社の稼ぐ力や財務体質は、ITコンサルティング業界のなかで優れた部類に属すると考えられる。

【 図表 18 】 財務指標比較 : IT コンサルティング関連の上場企業

項目	銘柄	コード	エクスマーシオン	豆蔵ホールディングス	ULSグループ	フューチャー
			4394	3756	3798	4722
		直近決算期	18/11期	19/3期	19/3期	18/12期
規模	売上高	百万円	834	24,441	5,830	40,218
	経常利益	百万円	146	2,410	1,162	6,052
	総資産	百万円	1,367	14,623	6,579	37,435
収益性	自己資本利益率	%	12.2	19.6	14.5	15.7
	総資産経常利益率	%	16.1	17.1	18.9	17.3
	売上高営業利益率	%	17.5	9.9	19.8	14.5
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	12.6	2.5	6.2	4.5
	経常利益(同上)	%	-4.2	9.8	12.7	7.8
	総資産(同上)	%	58.0	4.0	10.9	17.9
安全性	自己資本比率	%	92.4	59.5	77.7	74.8
	流動比率	%	1,250.6	199.2	423.0	372.6
	固定長期適合率	%	0.0	35.6	18.8	46.6

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)
 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) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ **知的資本の源泉は、「経営陣の多様性」と「情報と信頼の蓄積」**
 同社の知的資本を、顧客や取引先等の社外との関係で形成される「関係資本」、価値創出能力の基盤となる「組織資本」と「人的資本」に落とし込んで整理・分析した(図表 19)。

【図表 19】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・自動車産業を主力に、幅広い分野で優れた顧客基盤を有する。また、1つの業種で複数の企業が顧客となっていることにも注目したい。	・顧客別売上高	SUBARU(前期比16.3%増)、本田技術研究所(同65.7%増)
		・プロジェクトの継続率・リピート率	90%程度で推移(19/11期2Q:88%)
	・顧客別コンサル要員のアサイン数	説明会資料(グラフ)から、継続しないし積増しが多いことが確認できる	
関係資本	ブランド ・「実践型のフンストップ支援」という差別化したコンサルティング・スタイルは顧客から支持され、同社の高い利益率につながっている。	・コンサルティング単価	開示はないが、選別受注が可能な状況にある。
		・売上総利益率	44.8%(前期比1.0%ポイント上昇)
		・売上高営業利益率	17.5%(前期比0.6%ポイント低下)
関係資本	ネットワーク ・「組込みソフトウェア」の設計技術向上に有用な他社製ツールに関して、パートナー企業との良好な関係を築いている。	・マスメディア、検索結果等での露出度	新聞記事等に掲載された場合はHPで開示
		・パートナー企業との契約等	HPで開示されている企業数は3社 [スパークシステムジャパン株式会社、東陽テクニカ(8151東証一部)、MathWorks Japan]
		・コンサル要員数	43名(前期比7名増)
組織資本	プロセス ・関係資本の充実を図るための人員増と育成は順調に進んでいる。 ・コンサルティング事業は顧客に対する守秘義務を負うため、属人性が高い事業プロセスになりがちだが、同社は全コンサル要員の知見を反映するプロセスを導入している。	・コンサル要員一人当たり売上高(売上高/期初期末平均コンサル要員数)	21百万円(前期比1.1%減)
		・全コンサル要員による週次ミーティング等	開示なし
	・研究・開発本部はツール開発をメインとしており、労働集約型ではない事業の拡張性を持つ。セールス・マーケティング本部はコンサル要員が社内業務を最小限に抑えるプロセスとして機能している。いずれも兼任が多いが、ボトルネックは生じていない模様である。	・本部別の人員構成	コンサルティング本部:43名、研究・開発本部:2名(うち兼任1名)、セールス・マーケティング本部:3名(全員兼任)、管理本部:8名(うち兼任2名)
組織資本	知的財産ノウハウ ・教育・人材育成事業やツール事業の展開は、コンサルティング事業で蓄積された「知的財産ノウハウ」を暗黙知から形式知に転換する事業プロセスとしても機能している。 ・自動車産業にとどまらず、幅広い分野で「知見と実績」の蓄積が進んでいる	・サービスとして提供しているトレーニングコース数とツール数	トレーニングコース数:12コース(HP開示の大項目) ツール数:3つ
		・上述した顧客の項目と同じ。	同左
人的資本	経営陣 ・17年2月に代表取締役社長に就任した渡辺博之氏は会社設立以来、専務取締役、取締役社長として経営の指揮を執り、同じく会社設立以来の取締役である芳村美紀氏と共に「エンジニアファースト」の経営スタイルを追求している。 ・特別なインセンティブ制度はない。	・代表取締役社長の在任期間	2年6か月 (19年8月時点、取締役在勤期間は10年11か月)
		・代表取締役社長による保有	25,000株(1.89%)
		・代表取締役社長以外の取締役による保有(監査役は除く)	61,000株(4.61%)
人的資本	従業員 ・低い離職率と順調な採用を実現。“技術参謀”としての在り方に共感したエンジニアが集結し、ハイクラスエンジニアの聖地を目指す経営方針が企業文化として根付きつつある。 ・新卒およびバックオフィス要員以外は年俸制を導入。顧客のエンジニアに劣らない待遇を提供している模様。	・役員報酬総額(取締役) *社外取締役、監査役は除く	50百万円(3名)
		・従業員数(契約社員含む)	52名
		・平均年齢	39.8歳
人的資本	従業員 ・平均勤続年数	・平均年間給与	7,261千円
		・臨時従業員数	0名
		・離職率(年間退職者/期初従業員数)	6.8%(前期:2.8%)
人的資本	従業員 ・従業員持株会	・ストックオプション制度	あり
		・ストックオプション制度	あり

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は18/11期、または18/11期末のものとする

(出所) エクスマーシオン有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

まず、知的資本の最も深層にある「人的資本」をみると、会社設立以来、経営の指揮を執るエンジニア出身のトップマネジメントがエンジニアファーストの経営スタイルを追求し続けていることが特筆される。その結果、同社の在り方に共感したエンジニアが集結し、低い離職率と順調な採用を実現、ハイクラスエンジニアの聖地を目指す経営方針が企業文化として醸成され、待遇面と合わせて高い従業員満足度につながっている。

コンサルティング・ファームは、一般的に属人性が高い労働集約型のビジネスモデルであり、「人的資本」≒「組織資本」という関係が成り立ちやすい。同社についても、全従業員(18/11 期末 52 名)の8割強をコンサル要員(同 43 名)が占めており、「人的資本」における特長が「組織資本」にも反映されている。

「関係資本」は順調に形成されている。各項目における KPI をみると、顧客基盤が一段と厚みを増し、顧客満足度の高さがプロジェクトの継続率・リピート率、そして利益率の高さに反映されていることが読み取れる。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

19 年 2 月、同社は CSR 活動の一環として、「環境への取り組み」を制定した。具体的には、「当社は組込みソフトウェアの実践的なコンサルティング・スタイルでクライアントの問題解決を支援するとともに、企業の社会的責任として環境保全を深く認識し、環境と調和した事業活動を積極的に推進します。」という宣言のもと、①環境マネジメントシステムを構築・運用し、継続的な改善を図り、環境パフォーマンスの向上を目指します、②環境目標を設定し、達成する様活動します。環境目標は適時見直しを行います、③事業活動に関連する法的及び利害関係者等からの環境関連の規制・規則・協定など順守します、④汚染の予防及び積極的な環境保護に努めます、⑤従業員に対し、環境意識の向上のため、啓蒙活動を継続的に行いますとしている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、各種コミュニティ活動を通じて、業界・産業界・学会等へ貢献している。具体的には、「ET ロボコン実行委員会」、「AFFORDD 派生開発推進協議会」、「SERA システムズエンジニアリング研究会」、「JASA 組込み IoT モデリング WG」での活動を通じ、業界発展への貢献を目指している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は 8 名で構成され、うち監査等委員である取締役 2 名を含む 3 名が社外取締役である。

社外取締役の鷺崎弘宜氏は、早稲田大学助手等を経て、早稲田大学グローバルソフトウェアエンジニアリング研究所所長、システム情報(3677 東証一部)社外取締役(監査等委員)、早稲田大学理工学術院基幹理工学部情報理工学科教授、国立情報学研究所客員教授を務めており、18 年 2 月から同社社外取締役を務めている。また、鷺崎氏は独立役員に指定されている。

同社の監査等委員会は 3 名で構成されており、うち 2 名は社外取締役である。

監査等委員会委員長で社外取締役の水谷幸二氏は、第一勧業銀行(現みずほ銀行)に入行後、ソフトバンク・インベストメント(現 SBI ホールディングス)等を経て、佃パートナーズ代表取締役(設立)、三田アドバイザリー取締役、歌の手帖社取締役を兼任しつつ、19 年 2 月に同社社外取締役に就任している。もう一人の社外取締役である中村渡氏は、公認会計士及び税理士で、アーサーアンダーセン会計事務所(現有限責任あずさ監査法人)に入所後、日本合同ファイナンス(現ジャフコ<8595 東証一部>)等を経て、中村公認会計士事務所所長、中村渡税理士事務所所長、J-S T A R 監査役、百戦錬磨監査役、E ストアー(4304 東証 JQS)の社外取締役(監査等委員)を兼任しており、17 年 2 月から同社社外取締役(監査等委員)を務めている。また、水谷氏と中村氏の両名も、独立役員に指定されている。

残る監査等委員取締役である甲斐素子氏は、同社の親会社であるソルクシーズに入社、現在はソルクシーズの経理部長としてソルクシーズグループ企業 3 社の監査役を兼任、同社取締役は 18 年 2 月から務めている。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 優秀な人材の確保・育成

前述した通り、現時点では、専門性の高い人材を抱えていることは同社の強みとなり、順調に進む人材の確保・育成は人員不足による機会損失を回避し、業容拡大に伴う待遇向上等が人材の確保・育成につながるという好循環が生じているように見える。とはいえ、人手不足が深刻化するなかで、優秀な人材、とりわけ専門性の高いエンジニアの確保は簡単なものではなく、コンサルティング・ファームである同社にとって、最大の課題は優秀な人材を確保・育成し続けることである。

◆ 収益基盤の拡充

同社の顧客基盤は、自動車分野で培ったソリューションを展開し易い医療、建設機械といった分野へと広がりつつあるが、依然として自動車業界に対する依存度は高く、その他の分野における案件・顧客開拓が収益基盤の強化にとって重要な課題となる。

◆ 技術革新への対応

AI や IoT 等による第 4 次産業革命、社会全体がコンピュータで変革される「データ駆動型社会」への移行は、同社にとってビジネスチャンスと考えられるが、技術革新への対応を間違えれば大きなリスクにもなる。組込みソフトウェアの品質確保や生産性向上への対応はもとより、大きな技術トレンドを見極め続けることは重要な課題といえる。

◆ 自動車業界におけるパラダイムシフトへの対応

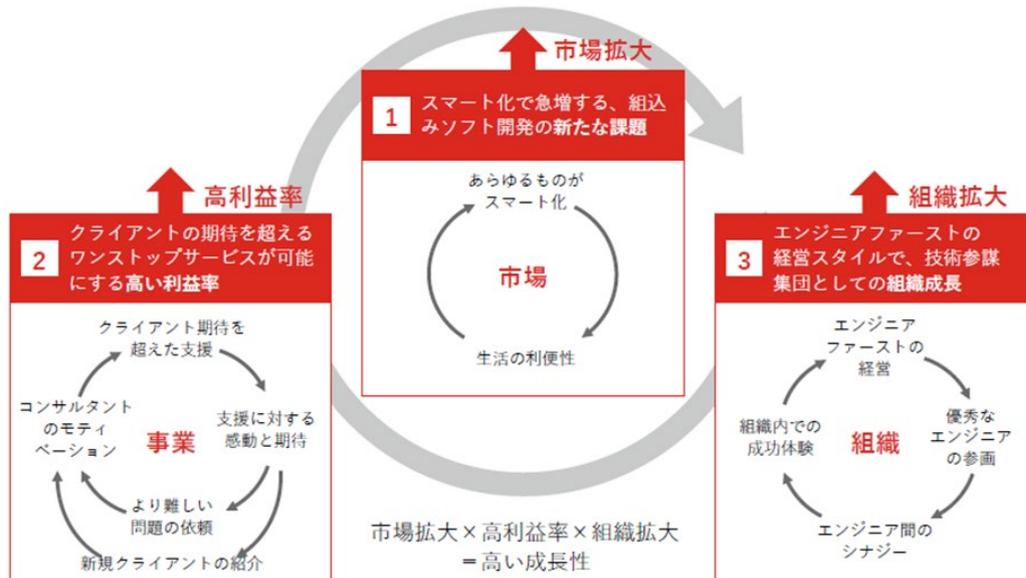
自動車業界は、今に至るまで完成車メーカーをピラミッドの頂点とする産業構造が続いている。しかしながら、CASE 分野の重要性が高まるなかで、メガサプライヤーやメガ IT 企業の存在感が着実に高まっているように見える。自動車業界への依存度が高い同社にとって、同業界の秩序が劇的に変化するパラダイムシフトへの対応は重要な課題と考えられる。

> 今後の事業戦略

◆ 「市場拡大、高利益率、組織拡大」が成長の原動力

同社は自社の成長エンジンを、①スマート化の進展による組込みソフトウェア市場の拡大、②顧客からの強い支持を映した高い利益率、③エンジニアファーストの経営スタイルによる組織成長の 3 つが生み出す正のスパイラルとしている(図表 20)。この①～③については、同社の優位性であるとみてよく、当面は正のスパイラルが維持される可能性が高いと考える。

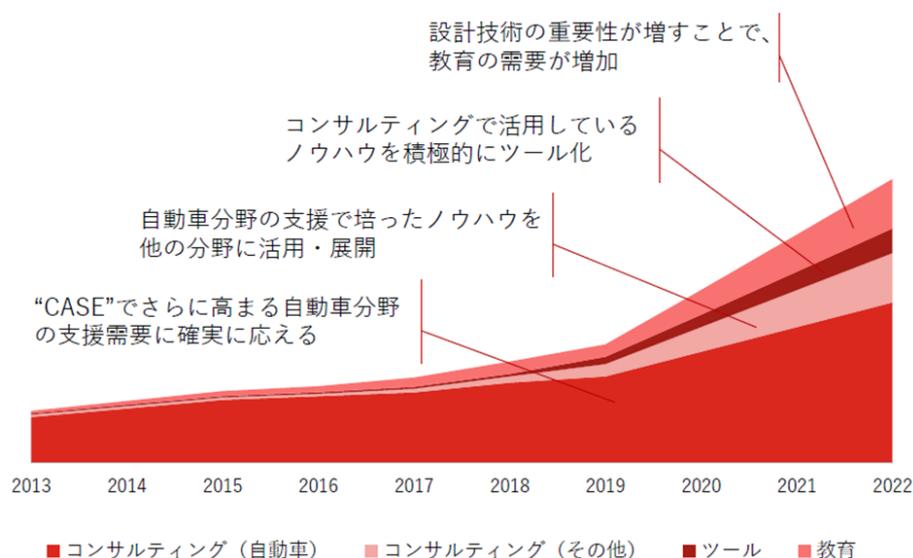
【 図表 20 】 エクスマーシオンの成長エンジン (正のスパイラル)



(出所) エクスマーシオン決算説明会資料

また、同社が示すイメージ図(図表 21)から、中期的には自動車業界向けコンサルティング事業以外の成長に大きな期待を寄せていることが読み取れる。中期的には、前節で述べた課題を直視した事業戦略が推進されることになる。

【 図表 21 】 エクスマーシオンの今後のビジネス展開



(出所) エクスマーシオン成長可能性に関する説明資料

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 22 のようにまとめられる。

【 図表 22 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 専門性の高い人材 <ul style="list-style-type: none"> - エンジニアファーストの経営スタイルの追求 →“技術参謀”としての在り方を情報発信→企業文化に共感したエンジニアが集結→情報発信→低い離職率と順調な人材獲得の実現 ・ 成長分野に属しながら直接的な競争が少ない事業領域 <ul style="list-style-type: none"> - 「組み込みソフトウェア」の開発技術に特化したコンサルティング事業 ・ 差別化されたコンサルティングスタイル <ul style="list-style-type: none"> - 「実践型のワンストップ支援」が顧客からの支持を獲得 ・ 優れた顧客基盤 <ul style="list-style-type: none"> - 国際競争力に優れる自動車業界で複数のメイン顧客を有する - 製品のスマート化に伴い幅広い分野で新規顧客を獲得 - トップ企業へのコンサルティングを通じた知的財産ノウハウの蓄積
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 大きくない事業規模 ・ 自動車業界への依存度が高いこと ・ コンサルティング事業が属人性が高い労働集約型であること
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 自動車分野におけるCASE関連の組み込みソフトウェアの成長 ・ ビッグデータ、IoT、AI等の普及に伴う組み込みソフトウェアの成長 ・ 上場による知名度の向上(ブランド認知、人材採用) ・ 教育・人材育成事業やツール事業のスケールアップ ・ スタートアップ企業向け支援事業の立ち上がり
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 新規参入や内製化等による競争の激化 <ul style="list-style-type: none"> - 強みに述べた優位性の変調 - コンサル単価の低下や継続率・リピート率の低下 ・ コンサル要員の不足 ・ 技術革新への対応が遅れること ・ 自動車業界において完成車メーカーからメガサプライヤーやメガIT企業へと技術のリード役が移行してしまうこと

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ コアコンピタンスを確立した経営戦略は高く評価できる

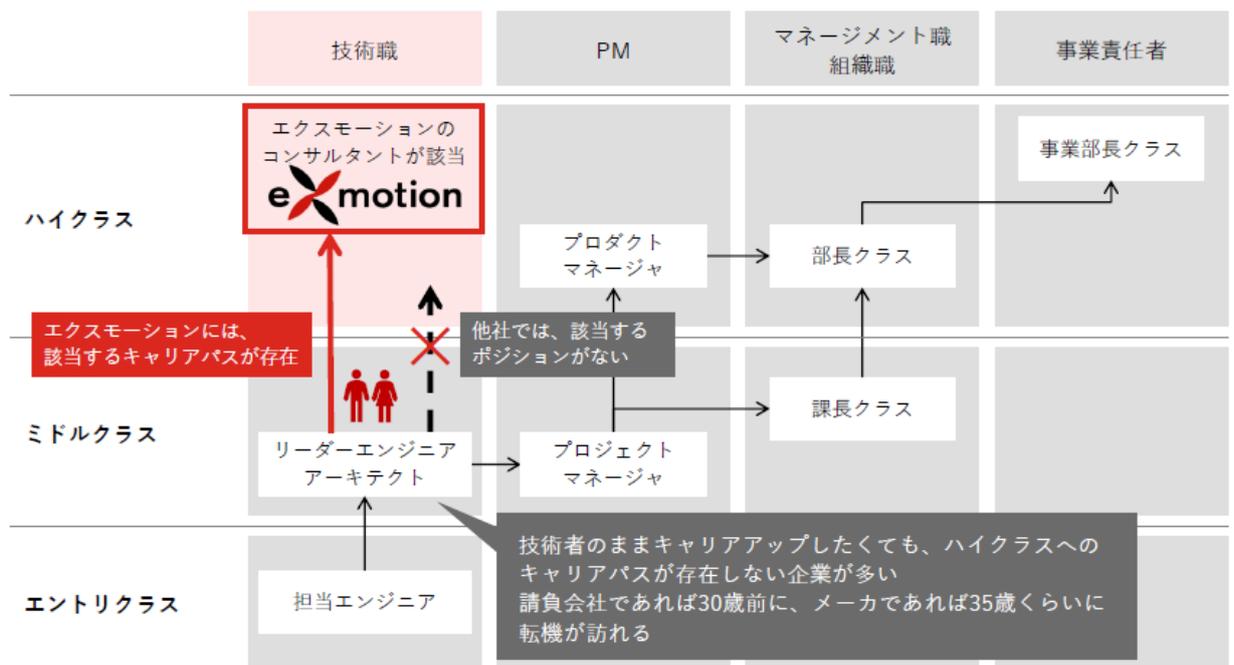
同社の経営戦略は、事業領域の選定と競争を勝ち抜くコアコンピタンスの確立を上手くリンクさせた点で高く評価できる。

組み込みシステム分野を有望マーケットと見据えた上で、開発技術のコ

ンサルティングに事業領域を特化したことは、内製や請負会社との競合を避けるばかりでなく、他社エンジニアのキャリアアップ先となる同社の位置取りを可能とした(図表 23)。この位置取りによって優秀なエンジニアの確保を比較的スムーズに行えたことが、「専門性の高い人材による実践型のワンストップ支援」という同社最大のコアコンピタンス確立につながったと考える。

また、ツール開発を行う研究・開発本部要員や人材育成・教育事業の講師役にはトップクラスの人材が求められているが、コンサルタントを抜擢すると売上減に直結するため、現在は専任職を確保出来ない状態にある。今後、コンサル要員が一定数を上回れば、ハイクラスエンジニアの新たなキャリアパスとして研究・開発コースや講師コースが用意されることになり、業界内における同社の位置取りが一段と魅力的になる可能性に注目したい。

【 図表 23 】 エクスマーシオンの業界内での位置取り



(出所) エクスマーシオン成長可能性に関する説明資料

◆ 高い成長を可能とする「知的資本」の形成に注目

コンサルティング事業は、大手コンサルティング・ファームに属さない個人コンサルタントの活躍ぶりからも明らかな通り、小規模であってもニッチな領域で高収益を維持することが可能である。しかしながら、同社は東証マザーズ上場企業として、高い成長を目指している。現在のところ直接的な競合は少ない模様だが、一般論としては、如何

にニッチではあっても成長市場がブルーオーシャンであり続けるとは考えづらく、構造的な人手不足が想定されるなかで優秀なエンジニアを獲得・育成し続けことも難易度が低いわけではない。

証券リサーチセンター(以下、当センター)としては、同社の経営戦略により形成された「人的資本」と顧客基盤を優れたものと評価している。とはいえ、①一般的に、コンサルティング・ファームは「人的資本」を安定性の高い「組織資本」へと転化していくことが難しい点、②同社の場合、「関係資本」におけるネットワーク力で特筆できることがない点には留意すべきだと考えている。今後の事業戦略の節で述べた「正のスパイラル」が続いている間に、「組織資本」とネットワーク力の強化が進められることに期待したい。

> 今後の業績見通し

◆ 19年11月期会社計画

19/11期の会社計画は、売上高993百万円(前期比19.1%増)、営業利益177百万円(同21.6%増)、経常利益179百万円(同22.7%増)、当期純利益121百万円(同22.7%増)である(図表24)。会社計画の各種前提条件は開示されていない。

19/11期第2四半期累計期間の実績は、売上高467百万円(前年同期比18.9%増)、営業利益97百万円(同11.2%増)、経常利益98百万円(同10.1%増)、四半期純利益67百万円(同15.9%増)となった。期初計画に対する達成率は、売上高が105.4%、営業利益が164.4%、経常利益が163.3%、四半期純利益が163.4%となり、業績推移は上振れ基調にある。

大手顧客向けの売上動向をみても、SUBARUが前年同期比15.9%増、本田技術研究所が同60.5%増と要員増や案件増が確認できる。ネクスティエレクトロニクス向けは同25.1%減であったが、直接取引分と合算したトヨタ自動車向けは横ばいとなった。なお、売上高の達成率に比べ営業利益以下の達成率が高いのは、収益性の高い教育・人材育成事業が想定以上に伸長したためである。

また、同社は、株主への利益還元を経営の重要課題の一つと認識しており、安定配当に配慮しつつも、業績に連動した形で、配当を行うことを目指している。こうした方針のもと、19/11期については一株当たり10円の配当を予定している。

【 図表 24 】 エクスマーシオンの 19 年 11 月期の業績計画

(百万円)

	16/11期 単体実績	17/11期 単体実績	18/11期 単体実績	19/11期単体	
				会社計画	前期比
売上高	622	694	834	993	19.1%
SUBARU	298	261	303	-	-
本田技術研究所	37	82	136	-	-
ネクスティエレクトロニクス	116	106	131	-	-
日本精工	55	81	74	-	-
その他	114	162	187	-	-
販売費及び一般管理費	137	178	227	-	-
人件費	63	90	94	-	-
その他	74	88	132	-	-
営業利益	123	125	145	177	21.6%
営業利益率	19.9%	18.1%	17.5%	17.8%	0.3%P
経常利益	123	125	146	179	22.7%
経常利益率	19.9%	18.1%	17.5%	18.0%	0.5%P
当期純利益	80	85	99	121	22.7%
当期純利益率	13.0%	12.3%	11.9%	12.2%	0.3%P
売上高/期初期末平均コンサル数 (千円)	22,217	21,358	21,123	-	-
従業員数 (名)	36	44	52	-	-
コンサル要員数	29	36	43	-	-
間接要員数	7	8	9	-	-

(出所) エクスマーシオン有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 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 19/11 期業績について、売上高 982 百万円(前期比 17.7%増)、営業利益 212 百万円(同 45.5%増)、経常利益 214 百万円(同 46.7%増)、当期純利益 144 百万円(同 46.0%増)と予想する。売上高を除き、会社計画を上回ると予想する(図表 25)。

売上高については、①採用状況や教育・人材育成事業の拡大等を勘案し予想した「コンサル一人当たり売上高(売上高/期首期末平均コンサル数)」に、②過去の採用実績等に基づき予想した「コンサル要員数」を乗じて予想している。

コンサル要員数の増加は基本的に「コンサル一人当たり売上高」の低下要因と考えるが、①同社の場合、教育・人材育成事業の講師役をコンサル要員数にカウントされない取締役が務めるケースがあること、②上場による知名度向上で大手メーカー出身の即戦力人材の採用が

進んでいることを考慮した。結果、18/11 期にかけて低下傾向にあった「コンサル一人当たり売上高」について、19/11 期は横ばい、20/11 期以降は微増に転じると想定している。

19/11 期の売上原価は 518 百万円（前期比 12.6%増）と予想した。売上原価は、労務費と外注費、経費等に分解して予想している。まず、労務費については、同社がエンジニアファーストの経営スタイルを追求し、年俸制を導入していることから、対売上高比率でみて 40%超の分配が継続されることを前提とした。外注費と経費等については、過去 3 期における実績をベースに予想している。

販管費は 251 百万円（前期比 10.3%増）と予想した。上場関連コストにより 18/11 期に悪化していた販管費率は、19/11 期には 25.6%（同 1.7%ポイント低下）と 17/11 期並みの水準にまで改善する見通しである。販管費の予想にあたっては、人件費、減価償却費、支払手数料、その他に細分化し、各項目の予想を積上げる手法を用いている。なお、減価償却費を除く各項目で増加を想定しているが、販管費増加額の 42%程度を人件費が占める見込みである。

以上の結果、19/11 期の営業利益率は 21.6%（前期比 4.1%ポイント上昇）と会社計画の 17.8%を上回り、開示がある 16/11 期以降の最高水準にまで上昇することを予想している。

20/11 期は、売上高 1,135 百万円（前期比 15.6%増）、営業利益 266 百万円（同 25.5%増）、経常利益 268 百万円（同 25.2%増）、当期純利益 181 百万円（同 25.2%増）と予想した。

売上高の予想手順は 19/11 期と同様であり、前提となる「コンサル一人当たり売上高」については微増、「コンサル要員数」については 7 名増とした。

売上原価は前期比 14.3%増の 592 百万円と予想した。大幅増ではあるが伸び率は増収率を下回り、売上総利益率は 47.8%と同 0.6%ポイント上昇する見通しである。販管費は同 10.1%増となる 276 百万円と予想した。減価償却費を除く人件費、支払手数料、その他は業容拡大に応じて増加するも、販管費率は 24.3%と同 1.3%ポイント低下すると予想した。結果、20/11 期の営業利益率は 23.5%と同 1.9%ポイントの上昇を予想している。

21/11 期は、売上高 1,290 百万円（前期比 13.6%増）、営業利益 319 百万円（同 19.9%増）、経常利益 321 百万円（同 19.8%増）、当期純利益 217 百万円（同 19.8%増）と予想した。

売上高予想の前提となる「コンサル一人当たり売上高」については微増、「コンサル要員数」については7名増とした。

売上原価は669百万円(前期比12.9%増)、販管費は302百万円(同9.3%増)と予想した。結果、売上総利益率は48.2%(同0.4%ポイント上昇)、販管費率は23.4%(同0.9%ポイント低下)、営業利益率は24.8%(同1.3%ポイント上昇)と、いずれも改善傾向が続くと予想している。

【 図表 25 】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)

	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期(CE)	19/11期(E)	20/11期(E)	21/11期(E)
損益計算書							
売上高	622	694	834	993	982	1,135	1,290
前期比	6.5%	11.6%	20.2%	19.1%	17.7%	15.6%	13.6%
S U B A R U	298	261	303	-	-	-	-
本田技術研究所	37	82	136	-	-	-	-
ネクスティエレクトロニクス	116	106	131	-	-	-	-
日本精工	55	81	74	-	-	-	-
その他	114	162	187	-	-	-	-
売上高/期初期末平均コンサル数(千円)	22,217	21,358	21,123	-	21,123	21,229	21,335
コンサル要員数(期末、名)	29	36	43	-	50	57	64
売上総利益	261	304	373	-	463	542	621
前期比	8.4%	16.3%	22.8%	-	24.1%	17.2%	14.5%
総利益率	42.1%	43.8%	44.8%	-	47.2%	47.8%	48.2%
販売費及び一般管理費	137	178	227	-	251	276	302
販管費率	22.2%	25.8%	27.3%	-	25.6%	24.3%	23.4%
営業利益	123	125	145	177	212	266	319
前期比	-	1.2%	16.4%	21.6%	45.5%	25.5%	19.9%
営業利益率	19.9%	18.1%	17.5%	17.8%	21.6%	23.5%	24.8%
経常利益	123	125	146	179	214	268	321
前期比	-	1.4%	16.3%	22.7%	46.7%	25.2%	19.8%
経常利益率	19.9%	18.1%	17.5%	18.0%	21.8%	23.6%	24.9%
当期純利益	80	85	99	121	144	181	217
前期比	-	5.4%	16.4%	22.7%	46.0%	25.2%	19.8%
当期純利益率	13.0%	12.3%	11.9%	12.2%	14.8%	16.0%	16.8%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) エクスマーシオン有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 26 】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)

	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期(CE)	19/11期(E)	20/11期(E)	21/11期(E)
貸借対照表							
現金及び預金	262	255	1,162	-	1,265	1,418	1,606
売掛金	65	72	85	-	100	115	131
棚卸資産	26	37	31	-	37	43	49
その他	7	11	11	-	9	10	11
流動資産	360	375	1,289	-	1,411	1,586	1,797
有形固定資産	3	24	22	-	20	18	16
無形固定資産	9	17	30	-	34	37	40
投資その他の資産	1,369	26	24	-	24	24	24
固定資産	16	68	78	-	79	80	80
資産合計	377	444	1,367	-	1,490	1,666	1,878
買掛金	5	1	-	-	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	0	0	0	-	0	0	0
未払金	15	10	16	-	19	22	25
未払法人税等	10	20	37	-	45	57	68
その他	39	44	50	-	60	69	78
流動負債	69	75	103	-	124	148	171
純資産合計	307	368	1,264	-	1,366	1,518	1,706
(自己資本)	306	367	1,263	-	1,365	1,517	1,705
(少数株主持分及び新株予約権)	0	0	0	-	0	0	0
キャッシュ・フロー計算書							
税金等調整前当期純利益	123	125	146	-	214	268	321
減価償却費	6	8	11	-	8	8	9
売上債権の増減額 (-は増加)	-35	-6	-12	-	-15	-15	-15
仕入債務の増減額 (-は減少)	0	-3	-1	-	0	0	0
棚卸資産の増減額 (-は増加)	1	-10	5	-	-5	-5	-5
前払費用の増減額 (-は増加)	0	-3	0	-	0	0	0
未払金の増減額 (-は減少)	4	-4	6	-	3	3	3
未払費用の増減額 (-は減少)	1	2	0	-	2	2	2
法人税等の支払額	-67	-31	-41	-	-61	-75	-92
その他	-19	0	22	-	6	5	4
営業活動によるキャッシュ・フロー	14	78	136	-	152	191	227
有形固定資産の取得による支出	-2	-25	-3	-	-3	-3	-3
無形固定資産の取得による支出	-1	-12	-20	-	-10	-10	-10
その他	0	-24	0	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-3	-61	-23	-	-13	-13	-13
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	0	0	0	-	0	0	0
株式の発行による収入	9	-	820	-	0	0	0
新株予約権の行使による収入	0	-	-	-	0	0	0
配当金の支払額	-20	-24	-26	-	-36	-26	-26
その他	0	0	0	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-11	-24	794	-	-36	-26	-26
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	0	-7	907	-	103	152	188
現金及び現金同等物の期首残高	263	262	255	-	1,162	1,265	1,418
現金及び現金同等物の期末残高	262	255	1,162	-	1,265	1,418	1,606

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) エクスマーシオン有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 特定業界・特定顧客への依存について

同社売上高の約 90%は自動車業界向けで占められている。また、自動車業界に属する取引先上位 2 社に対する売上割合も 53%に達している。自動車業界や特定顧客において、技術開発が一段落した場合や現場支援のニーズが減少した場合には同社への依頼が減少し、業績に大きな影響を与える可能性がある。特定業界・特定顧客への売上集中の解消には時間を要する可能性が高い点には留意が必要である。

◆ 要員の確保・定着について

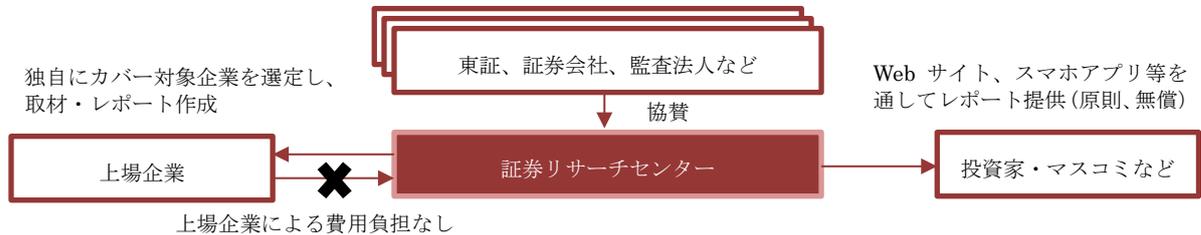
同社が展開するコンサルティング事業は、ソフトウェアエンジニアリングの理論と実践スキルを有する人材が不可欠であるが、新卒者人口が減少するなかで、大手メーカー等との人材獲得競争激化などにより、優秀な人材の確保が困難になる可能性がある。さらに同社は少数精鋭で運営されており、トップクラスのコンサルタントによる年間売上高は一人当たり 3,000 万円を超えている模様である。

顧客からの評価・信頼が、担当コンサルタントのスキルに寄せられている部分も大きいいため、重要な社員の退職は顧客へのサービス提供に影響を与える可能性がある。要因の確保・定着に問題が生じた場合、同社業績に大きな影響を与える可能性がある。

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。