

# 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

アップデート・レポート  
2020年3月27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 20200325

# エクスマーシオン(4394 東証マザーズ)

発行日:2020/3/27

## 「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 一時的な減益を恐れぬ中長期視点に立った先行投資戦略に注目したい

### > 要旨

#### ◆ 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、「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。
- ・同社のコンサルティング事業は、極めて高い受注プロジェクトの「継続率+リピート率」を実現しており、自動車業界を中心に優れた顧客基盤を構築している。

#### ◆ 19年11月期決算は会社計画を概ね超過達成

- ・19/11期の決算は、17.0%増収、28.5%営業増益と2期連続の二桁増収増益となった。期初計画に対する達成率は、売上高こそ1.8%の未達であったが、営業利益は5.7%の超過達成となり、概ね順調な決算であったと考えられる。

#### ◆ 20年11月期会社計画は6.0%増収、18.9%営業減益を見込む

- ・20/11期について同社は、先行投資負担の増加を主因に6.0%増収を見込む一方で、18.9%営業減益を計画している。
- ・証券リサーチセンターは、19/11期実績や先行投資を積極化する同社の経営戦略を踏まえて20/11期の業績予想を見直し、売上高を1,035百万円(前期比6.1%増)、営業利益を163百万円(同12.8%減)と予想した。

#### ◆ さらなる成長に向けた投資活動を積極化

- ・同社は、要員増に依存する労働集約型ビジネスモデルからの脱却を図るため、先行投資の積極化に着手している。
- ・具体的には、①コンサルティング事業におけるデジタル化とストック化の推進、②新しい事業と新しい技術を融合するビジネスモデルの確立にエース級の人材を投入して取り組んでいく方針である。

アナリスト:前田 吉弘  
+81(0)3-68812-2521  
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】

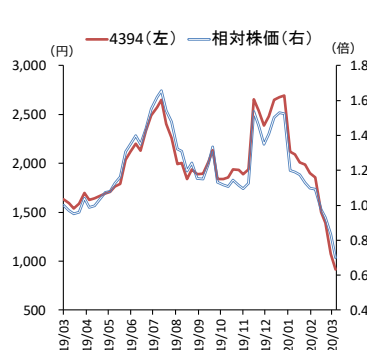
	2020/3/25
株価(円)	1,104
発行済株式数(株)	2,797,100
時価総額(百万円)	3,088

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	21.1	31.6	22.0
PBR(倍)	2.2	2.3	2.1
配当利回り(%)	1.4	1.4	1.4

#### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン(%)	-26.3	-58.7	-28.2
対TOPIX(%)	-21.8	-50.2	-19.8

#### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2019/3/11

#### 【4394 エクスマーシオン 業種:情報・通信業】

決算期	営業収益	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2018/11	834	20.2	145	16.4	146	16.3	99	16.4	45.6	478.6	14.0
2019/11	976	17.0	187	28.5	190	30.0	140	41.3	52.4	497.2	15.0
2020/11 CE	1,035	6.0	152	-18.9	153	-19.0	96	-30.9	34.7	-	15.0
2020/11 E	1,035	6.1	163	-12.8	165	-12.7	104	-25.8	34.9	482.2	15.0
2021/11 E	1,273	23.0	236	44.4	238	43.7	149	43.7	50.2	515.7	15.0
2022/11 E	1,499	17.8	310	31.6	312	31.2	196	31.2	65.9	564.9	15.0

(注)1. CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

2. 19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

### アップデート・レポート

2/20

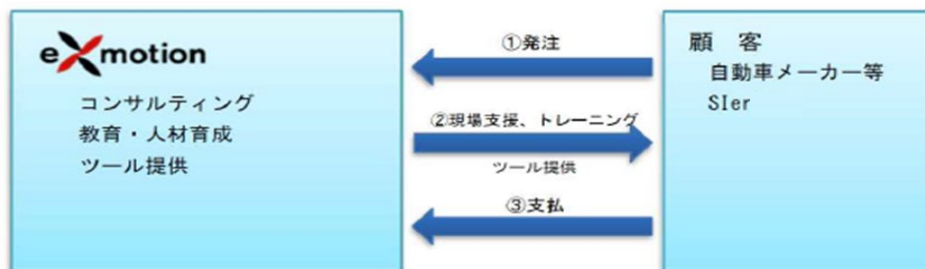
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所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。

> 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

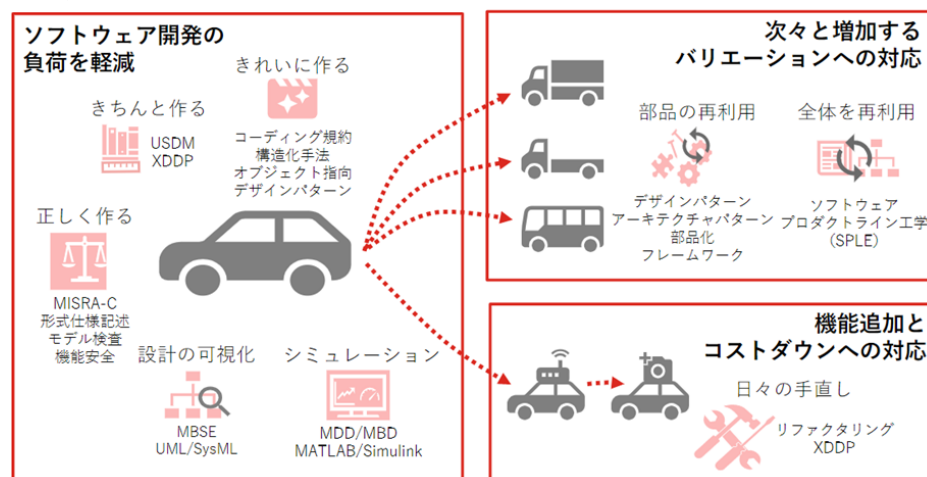
エクスマーシオン(以下、同社)は、08年9月の設立来、「組み込みソフトウェア」の設計技術に特化したコンサルティング事業をメインとし、そこで得られた知見を教育・人材育成事業やツール事業に展開している(図表1、図表2)。なお、事業別売上高の詳細な開示はない。

【図表1】事業系統図



(注) Sier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。

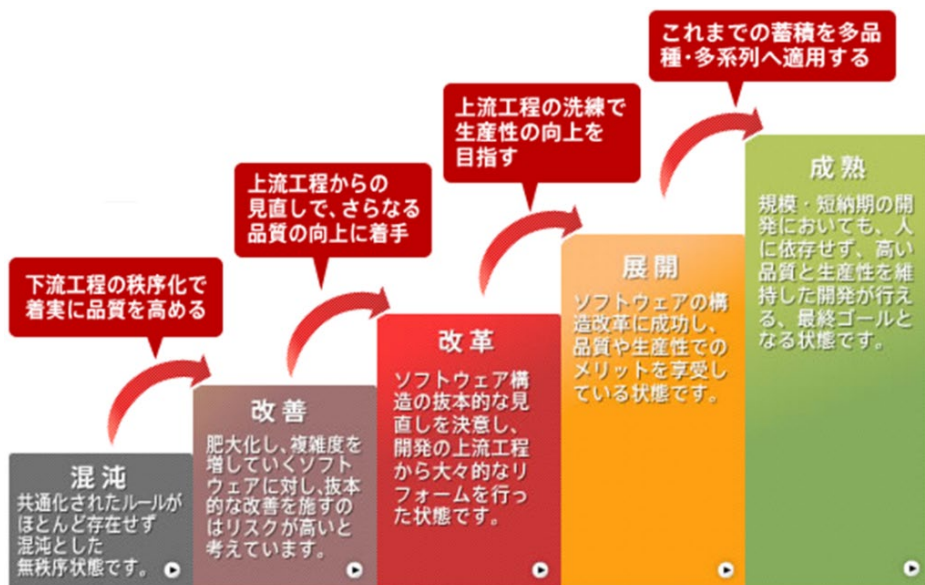
(注1) モデリング技術  
多様化するユーザーニーズに対応するために問題の仕組みや検討過程を可視化し、組織のナレッジとして共有や他者に伝えやすい形式で資産化すること。

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<sup>注1</sup>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<sup>注2</sup>、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"> <li>✓ ソースコードレベルでの整理・整頓</li> <li>✓ 変革への動機づけと成功体験</li> <li>✓ ソフトウェア開発リテラシーの習得</li> <li>✓ 変革リーダーの育成</li> <li>✓ 改善に向けたインフラ作り</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ デザインレベルでの整理・整頓</li> <li>✓ 上流工程を見渡せる人材の育成</li> <li>✓ 上流工程に関与する人材の育成</li> <li>✓ 変革リーダーの育成</li> <li>✓ 上流工程の可視化とレビューによる品質保証</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ デザイン内容の洗練・進化</li> <li>✓ プロジェクト全体での上流化に向けての組織作り</li> <li>✓ 自律的な改善</li> <li>✓ 上流工程の品質保証</li> <li>✓ プロセスの洗練化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ソフトウェアのコア資産化</li> <li>✓ コア資産による商品開発に向けての組織作り</li> <li>✓ 継続的な人材育成</li> <li>✓ SPLE<sup>注</sup>プロセスの定義と推進</li> <li>✓ 人材育成のプロセス化</li> </ul>

(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」とを合わせた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"> <li>◆ 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。</li> <li>◆ "定量的"・"視覚的"・"理解容易"な診断レポートを生成する。</li> </ul>
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"> <li>◆ 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。</li> <li>◆ 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。</li> <li>◆ 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。</li> </ul>
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"> <li>◆ 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。</li> <li>◆ 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。</li> </ul>

(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、③将来の追加・変更への配慮といった「組込みソフトウェア」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)

	2017年11月期			2018年11月期			2019年11月期		
	金額	構成比	増減率	金額	構成比	増減率	金額	構成比	増減率
S U B A R U	261	37.7%	-12.5%	303	36.4%	16.3%	353	36.2%	16.2%
本田技術研究所	82	11.9%	119.1%	136	16.4%	65.7%	197	20.2%	44.6%
ネクスティエレクトロニクス	106	15.4%	-7.9%	131	15.7%	22.6%	89	9.2%	-31.7%
その他	243	35.1%	43.4%	262	31.5%	8.0%	336	34.4%	27.9%
うち日本精工	81	11.7%	47.0%	74	9.0%	-7.6%	-	-	-
合計	694	100.0%	11.6%	834	100.0%	20.2%	976	100.0%	17.0%

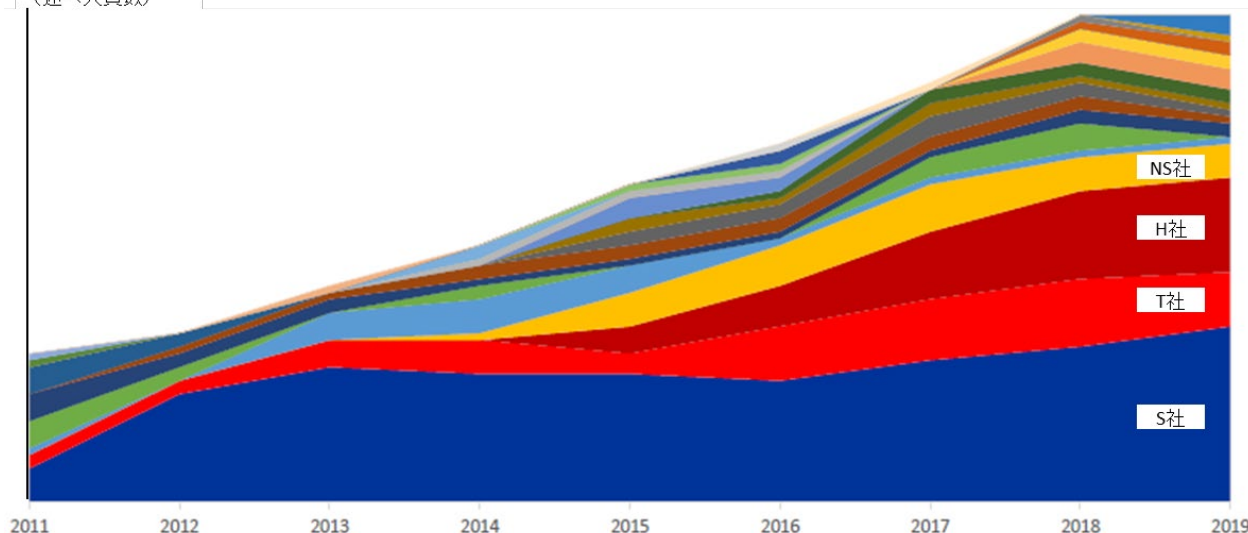
(注) ネクスティエレクトロニクスはトヨタ自動車向け案件の窓口役である  
 (出所) エクスマーシオン有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 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）等を主要顧客に持ち、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。

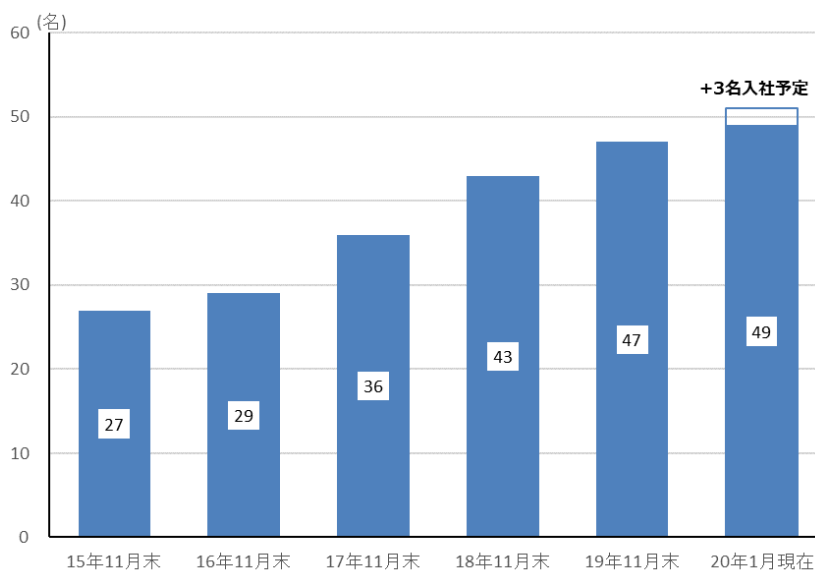
#### ◆ エンジニアファーストの経営スタイル

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2～5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10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

> 強み・弱みの分析

◆ 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10のようにまとめられる。なお、前回レポート(19年8月発行)からは、「機会」の項目で20/11期以降に行われる先行投資の効果が顕在化する見込みを加えている。

【図表10】SWOT分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 専門性の高い人材                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- エンジニアファーストの経営スタイルの追求</li> <li>→“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</li> </ul> </li> <li>・ 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"> <li>- 「組込みソフトウェア」の開発技術に特化したコンサルティング事業</li> </ul> </li> <li>・ 差別化されたコンサルティングスタイル                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 「実践型のワンストップ支援」が顧客からの支持を獲得</li> </ul> </li> <li>・ 優れた顧客基盤                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> <li>- 製品のスマート化に伴い幅広い分野で新規顧客を獲得</li> <li>- 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</li> </ul> </li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 大きくない事業規模</li> <li>・ 自動車業界への依存度が高いこと</li> <li>・ 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</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 自動車分野におけるCASE関連の組込みソフトウェアの成長</li> <li>・ ビッグデータ、IoT、AI等の普及に伴う組込みソフトウェアの成長</li> <li>・ 上場による知名度の向上(ブランド認知、人材採用)</li> <li>・ 教育・人材育成事業やツール事業のスケールアップ</li> <li>・ スタートアップ企業向け支援事業の立ち上がり</li> <li>・ コンサルティング領域におけるデジタル化・ストック化投資効果の顕在化</li> <li>・ 新しい技術と新しい事業の融合を図るビジネスモデル確立による事業領域の拡大</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 新規参入や内製化等による競争の激化                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 強みに述べた優位性の変調</li> <li>- コンサル単価の低下や継続率・リピート率の低下</li> </ul> </li> <li>・ コンサル要員の不足</li> <li>・ 技術革新への対応が遅れること</li> <li>・ 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</li> </ul>

(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、「エンジニアファーストの経営戦略」

同社の知的資本を、顧客や取引先等、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 11)。

【図表 11】 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 ・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)	SUBARU(前期比16.2%増)、本田技術研究所(同44.6%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%)	90%程度で推移	
		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、継続ないし積増しが多いことが確認できる	取材により継続ないし積増しが多いことを確認	
	ブランド	・「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。	同左
			売上総利益率	44.8%(前期比1.0%ポイント上昇)	44.1%(前期比0.7%ポイント低下)
			売上高営業利益率	17.5%(前期比0.6%ポイント低下)	19.2%(前期比1.7%ポイント上昇)
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。	・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 [ スパークス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 ]	同左	
組織資本	・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。	・コンサル要員数	43名(前期比7名増)	47名(前期比4名増)	
		・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)	22百万円(前期比2.7%増)	
	プロセス	・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。	・全コンサル要員による週次ミーティング等	開示なし	同左
		・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)	コンサルティング本部:47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)	
知的財産	・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	同左	
		・上述した顧客の項目と同じ。	同左	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ヵ月(19年8月時点、取締役在勤期間は10年11ヵ月)	2年11ヵ月(20年3月時点、取締役在勤期間は10年16ヵ月)	
		代表取締役社長による保有	25,000株(1.89%)	130,000株(4.65%)	
		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%)	172,000株(6.15%)	
		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)	48百万円(3名)	
		ストックオプション制度	あり	あり	
	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。	従業員数(契約社員含む)	52名	59名
			平均年齢	39.8歳	40.5歳
			平均勤続年数	3.4年	4.2年
			平均年間給与	7,261千円	7,732千円(前期比6.5%増)
			臨時従業員数	0名	0名
離職率(年間退職者/期初従業員数)	6.8%(前期:2.8%)	9.6%(前期:6.8%)			
従業員持株会	なし	なし			
ストックオプション制度	あり	あり			

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は18/11期または18/11期末、今回は19/11期または19/11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(19/11 期末 59 名)の 8 割弱をコンサル要員(同 47 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。なお、コンサル要員の離職率は 7.0%(19/11 期)と全社ベースの 9.6%(同)を下回っている。

「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。

## > 決算概要

### ◆ 19 年 11 月期決算は会社計画を概ね超過達成して着地

19/11 期決算は、売上高 976 百万円(前期比 17.0%増)、営業利益 187 百万円(同 28.5%増)、経常利益 190 百万円(同 30.0%増)、当期純利益 140 百万円(同 41.3%増)であった(図表 11)。売上高並びに各利益とも過去最高水準を更新している。なお、当期純利益の伸び率が高いのは、主に税制優遇措置(賃上げ・生産性向上のための税制による税額控除)の適用によるものである。

期初計画に対する達成率は、売上高こそ 1.8%の未達であったが、営業利益は 5.7%、経常利益は 6.0%、当期純利益は 15.2%の超過達成となっている。売上高が計画未達にもかかわらず、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。

#### (注 3) AUTOSAR

Automotive Open System Architecture の略。車載ソフトウェア開発にかかわる自動車業界のグローバル開発パートナーシップであり、業界トップの完成車メーカーやサプライヤーが参画している。

大手顧客向けの売上動向をみると、SUBARUが前期比 16.2%増、本田技術研究所が同 44.6%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 31.7%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一桁台の減少にとどまっている。

19/11 期の新規案件としては、自動ブレーキ義務化に伴う量産化対応や AUTOSAR<sup>注3</sup> 移行の支援プロジェクトを獲得している点に注目し

ている。CASE(接続性Connectivity、自動運転Autonomous、共有Shared、電動化 Electric) 領域技術の搭載車両量産化や車載ソフトウェア効率的に開発・運用可能な AUTOSAR への移行は、自動車業界における極めて重要なトレンドといえ、そのことが同社にとって追い風になると確認できたためである。

原価率は55.9%と18/11期の55.2%から0.7%ポイント上昇した。この中身をみると、売上高外注費率と売上高経費率は低下しており、売上高労務費率の上昇(18/11期42.1%→19/11期44.1%)が原価率悪化の主因といえる。ただ、16/11期の43.6%や17/11期の43.4%に対しては小幅上昇にとどまっており、現時点では問題視する必要はなからう。

販管費率は24.9%と18/11期の27.3%から2.4%ポイント低下、上場関連のコスト増がない17/11期の25.8%に比べても改善している。これらの結果、営業利益率は19.2%と前期比で1.7%ポイント上昇した。

また、19/11期一株当たり配当金は15円と期初計画の10円(19年6月1日の1:2の株式分割考慮後)から5円増額、18/11期(同14円、うち記念配当4円)に対しても1円増配となった。配当性向は28.6%と18/11期の30.7%から低下しているが、前述した税制優遇措置の適用で19/11期の当期純利益が一時的に押し上げられていることを受けたものであり、株主還元方針の後退を意味するものではない。

【 図表 12 】 20 年 11 月期会社計画

(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 単体実績	20/11期単体	
					会社計画	前期比
売上高	622	694	834	976	1,035	6.0%
SUBARU	298	261	303	353	-	-
本田技術研究所	37	82	136	197	-	-
ネクスティエレクトロニクス	116	106	131	89	-	-
日本精工	55	81	74	0	-	-
その他(日本精工含む)	169	243	262	336	-	-
売上総利益	261	304	373	430	436	1.5%
総利益率	42.1%	43.8%	44.8%	44.1%	42.2%	-1.9%P
販売費及び一般管理費	137	178	227	242	284	27.5%
人件費	63	90	94	99	-	-
その他	74	88	132	142	-	-
営業利益	123	125	145	187	152	-18.9%
営業利益率	19.9%	18.1%	17.5%	19.2%	14.7%	-4.5%P
経常利益	123	125	146	190	153	-19.0%
経常利益率	19.9%	18.1%	17.5%	19.5%	14.8%	-4.7%P
当期純利益	80	85	99	140	96	-30.9%
当期純利益率	13.0%	12.3%	11.9%	14.4%	9.3%	-5.1%P

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

◆ 自己資本比率は 91.9%と極めて高い水準を維持

19/11 期末の総資産は 1,513 百万円と 18/11 期末から 146 百万円増加した。主な内訳としては、流動資産である現金及び預金が 109 百万円増、同じく売掛金が 23 百万円増、固定資産であるソフトウェアが 10 百万円増となっている。

一方、19/11 期末の負債合計は 122 百万円と 18/11 期末から 19 百万円増加した。主な内訳としては預り金が 14 百万円増となった。なお、同社は固定負債を抱えていない。これらの結果、19/11 期末の自己資本比率は 91.9%と 18/11 期末の 92.4%から 0.5%ポイント低下したものの、極めて高い水準を維持している。

> 業績見通し

◆ 20 年 11 月期会社計画

20/11 期の会社計画は、売上高 1,035 百万円 (前期比 6.0%増)、営業利益 152 百万円 (同 18.9%減)、経常利益 153 百万円 (同 19.0%減)、当期純利益 96 百万円 (同 30.9%減) である (図表 12)。加えて、売上総利益率計画の 42.2%、コンサル要員充足計画の 9 名が示されているものの、その他について詳細な前提条件は開示されていない。

同社が、増収率鈍化・営業減益を予想する主因は、要員増に依存する労働集約型ビジネスモデルからの脱却を目的に先行投資を積極化するためである。具体的には、①コンサルティング事業におけるデジタル化とストック化の推進、②新しい事業と新しい技術を融合するビジネスモデルの確立に向けて、エース級の人材を投入して取り組んでいる。

前者のデジタル化・ストック化投資には、エグゼクティブコンサル 1 名、コンサル 1 名、シニアエンジニア 1 名、専門家の契約社員 1 名を投入、コンサルティング業務は兼務するものの、売上への影響は免れない。後者については、20 年 1 月に外部からベテラン人材を獲得し、半年かけてビジネスモデルを練り上げるとしており、当面はコストアップ要因となる。

なお、新型コロナウイルスのパンデミックについて、マクロ的には予断を許さない状況ながら、現時点で同社業績面への悪影響は出ていない模様である。

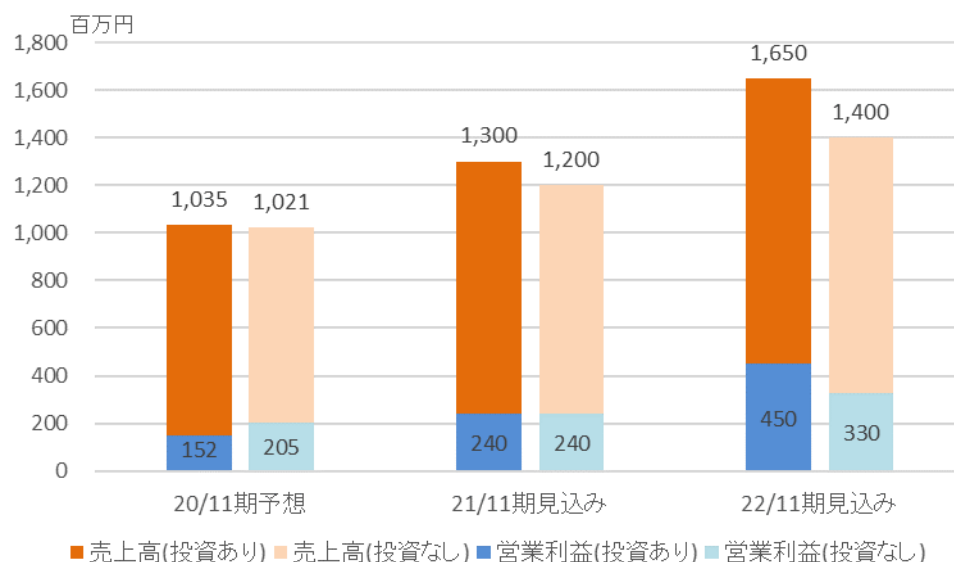
また、同社は株主への利益還元について、「将来の事業展開と経営体質の強化のために必要な内部留保を確保しつつ、安定した配当を継続して実施していくこと」を基本方針としている。20/11 期については、減益計画ながら 19/11 期と同額の一株当たり 15 円の配当を予定しており、配当性向は 43.3%まで上昇する見込みである。

◆ 投資活動による効果見通し

同社は、20/11 期の業績予想とともに、20/11 期に実施する先行投資の有無別に 22/11 期までの売上高及び営業利益の推移見込みを公表している(図表 13)。投資効果は期を追うごとに増大し、投資ありを前提とした 22/11 期業績見込みは、投資なしのケースに比べ売上高で 17.9%増、営業利益で 36.4%増、営業利益率で 3.7%ポイント上昇する見通しである。

投資効果の具体的な内容が示されていないため、現時点での評価は困難だが、トップレベルのコンサル要員が有するノウハウをデジタル化・ストック化することで、要員別コンサル単価の底上げが図られること等を見込んでいる模様である。

【 図表 13 】 投資有無別の中期業績見通し



(出所) エクスマーシオン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 20 年 11 月期業績予想

証券リサーチセンターでは、20/11 期業績予想を 19/11 期実績と労働集約型ビジネスモデルからの脱却を図る同社の投資先行型経営戦略を踏まえて見直した。売上高は 1,035 百万円(前期比 6.1%増)、営業利益は 163 百万円(同 12.8%減)、経常利益は 165 百万円(同 12.7%減)、当期純利益は 104 百万円(同 25.8%減)と予想した(図表 14)。

売上高については、①先行投資にアサインされた人材の生産高が半減することを織り込んだ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想定したコンサル要員数を乗じて予想している。



20/11 期の売上原価は 598 百万円（前期比 9.6%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 273 百万円（前期比 12.6%増）、販管費率は 26.4%と前期比 1.5%ポイント上昇すると予想した。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。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 63%程度を人件費が占める見込みである。なお、会社計画に比べ販管費の増加幅が少ないと考える理由の一つは、上場による知名度向上で直接応募者からの採用がメインとなり、人材採用費予算の未消化（人材会社への手数料支払いが減少）が生じる可能性が大きいことである。

以上の結果、20/11 期の営業利益率は 15.8%（前期比 3.4%ポイント低下）を予想している。

#### ◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

21/11 期は、売上高 1,273 百万円（前期比 23.0%増）、営業利益 236 百万円（同 44.4%増）、経常利益 238 百万円（同 43.7%増）、当期純利益 149 百万円（同 43.7%増）と予想した。

売上高予想における、コンサル一人当たり売上高については、デジタル化・ストック化に割っていた人材の現場復帰に先行投資効果の顕在化が加わり前期比 8.0%増を見込み、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 20.0%増の 718 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 43.6%と同 1.4%ポイント上昇する見通しである。販管費は同 16.6%増となる 318 百万円と予想した。人件費をはじめ、全ての項目で業容拡大に応じた増加を見込むも、販管費率は 25.0%と同 1.4%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 18.5%と同 2.7%ポイントの上昇を予想している。

22/11 期は、売上高 1,499 百万円（前期比 17.8%増）、営業利益 310 百万円（同 31.6%増）、経常利益 312 百万円（同 31.2%増）、当期純利益 196 百万円（同 31.2%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先行投資効果の継続を受けて前期比5%増、コンサル要員数については同7名増とした。

売上原価は824百万円(前期比14.8%増)、販管費は364百万円(同14.3%増)と予想した。結果、売上総利益率は45.0%(同1.4%ポイント上昇)、販管費率は24.3%(同0.7%ポイント低下)、営業利益率は20.7%(同2.2%ポイント上昇)と、いずれも改善傾向が続く。とりわけ、売上総利益率と営業利益率については、相場最高水準の更新を見込んでいる。

【図表14】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	20/11期(CE)	20/11期(E)	21/11期(E)	22/11期(E)
<b>損益計算書</b>								
売上高	622	694	834	976	1,035	1,035	1,273	1,499
前期比	6.5%	11.6%	20.2%	17.0%	6.0%	6.1%	23.0%	17.8%
SUBARU	298	261	303	353	-	-	-	-
本田技術研究所	37	82	136	197	-	-	-	-
ネクスティエレクトロニクス	116	106	131	89	-	-	-	-
日本精工	55	81	74	0	-	-	-	-
その他(日本精工含む)	169	243	262	336	-	-	-	-
売上高/期初期末平均コンサル数(千円)	22,217	21,358	21,123	21,694	-	20,501	22,141	23,248
コンサル要員数(期末、名)	29	36	43	47	-	54	61	68
売上総利益	261	304	373	430	436	436	554	674
前期比	8.4%	16.3%	22.8%	15.2%	1.5%	1.5%	27.0%	21.7%
総利益率	42.1%	43.8%	44.8%	44.1%	42.2%	42.2%	43.6%	45.0%
販売費及び一般管理費	137	178	227	242	284	273	318	364
販管費率	22.2%	25.8%	27.3%	24.9%	27.5%	26.4%	25.0%	24.3%
営業利益	123	125	145	187	152	163	236	310
前期比	-	1.2%	16.4%	28.5%	-18.9%	-12.8%	44.4%	31.6%
営業利益率	19.9%	18.1%	17.5%	19.2%	14.7%	15.8%	18.5%	20.7%
経常利益	123	125	146	190	153	165	238	312
前期比	-	1.4%	16.3%	30.0%	-19.0%	-12.7%	43.7%	31.2%
経常利益率	19.9%	18.1%	17.5%	19.5%	14.8%	16.0%	18.7%	20.9%
当期純利益	80	85	99	140	96	104	149	196
前期比	-	5.4%	16.4%	41.3%	-30.9%	-25.8%	43.7%	31.2%
当期純利益率	13.0%	12.3%	11.9%	14.4%	9.3%	10.1%	11.8%	13.1%

(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 15 】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	20/11期(CE)	20/11期(E)	21/11期(E)	22/11期(E)
<b>貸借対照表</b>								
現金及び預金	262	255	1,162	1,272	-	1,309	1,407	1,555
売掛金	65	72	85	108	-	114	141	166
棚卸資産	26	37	31	33	-	35	43	51
その他	7	11	8	8	-	9	10	11
流動資産	360	375	1,286	1,421	-	1,467	1,601	1,783
有形固定資産	3	24	22	23	-	21	19	17
無形固定資産	9	17	30	41	-	52	62	69
投資その他の資産	1,369	26	28	28	-	18	18	18
固定資産	16	68	81	92	-	92	99	105
資産合計	377	444	1,367	1,513	-	1,559	1,701	1,889
買掛金	5	1	-	1	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	0	0	0	0	-	0	0	0
未払金	15	10	16	13	-	20	25	29
未払法人税等	10	20	37	31	-	39	57	75
その他	39	44	50	77	-	63	77	91
流動負債	69	75	103	122	-	122	159	195
純資産合計	307	368	1,264	1,391	-	1,437	1,542	1,693
(自己資本)	306	367	1,263	1,390	-	1,436	1,541	1,693
(少数株主持分及び新株予約権)	0	0	0	0	-	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	123	125	146	189	-	165	238	312
減価償却費	6	8	11	14	-	10	12	14
売上債権の増減額 (-は増加)	-35	-6	-12	-23	-	-6	-26	-25
仕入債務の増減額 (-は減少)	0	-3	-1	1	-	0	0	0
棚卸資産の増減額 (-は増加)	1	-10	5	-1	-	-2	-8	-7
前払費用の増減額 (-は増加)	0	-3	0	0	-	0	-1	-1
未払金の増減額 (-は減少)	4	-4	6	-3	-	7	4	4
未払費用の増減額 (-は減少)	1	2	0	9	-	-6	3	3
法人税等の支払額	-67	-31	-41	-50	-	-52	-71	-98
その他	-19	0	22	11	-	-9	11	10
営業活動によるキャッシュ・フロー	14	78	136	147	-	107	162	212
有形固定資産の取得による支出	-2	-25	-3	-5	-	-5	-5	-5
無形固定資産の取得による支出	-1	-12	-20	-18	-	-20	-20	-20
その他	0	-24	0	-1	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-3	-61	-23	-24	-	-25	-25	-25
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	0
株式の発行による収入	9	-	820	23	-	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	-	-44	-39	-39
その他	0	0	0	0	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-11	-24	794	-13	-	-44	-39	-39
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	109	-	37	97	147
現金及び現金同等物の期首残高	263	262	255	1,162	-	1,272	1,309	1,407
現金及び現金同等物の期末残高	262	255	1,162	1,272	-	1,309	1,407	1,555

(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3社に対する売上割合も 65.6%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

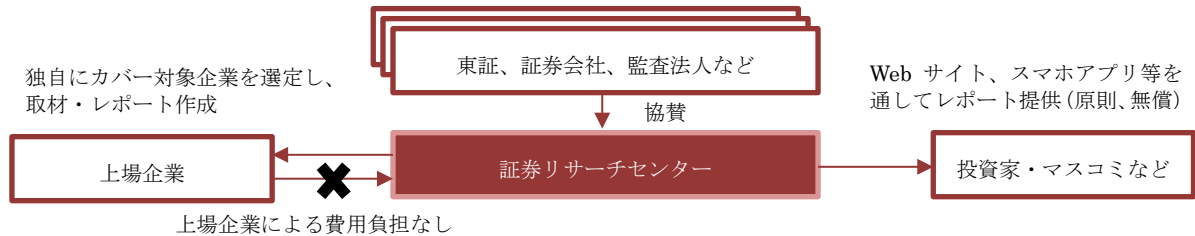
同社が展開するコンサルティング事業は、ソフトウェアエンジニアリングの理論と実践スキルを有する人材が不可欠であるが、新卒者人口が減少するなかで、大手メーカー等との人材獲得競争激化などにより、優秀な人材の確保が困難になる可能性がある。さらに同社は少数精鋭で運営されており、トップクラスのコンサルタントによる年間売上高は一人当たり 3,000 万円を超えている模様である。

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と、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。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。