

|| 企業調査レポート ||

## エクスマーシオン

4394 東証マザーズ

[企業情報はこちら >>>](#)

2019年8月19日(月)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

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

## 目次

■ 要約	01
1. 2019年11月期第2四半期累計業績	01
2. 2019年11月期業績見通し	01
3. 成長戦略と株主還元について	01
■ 事業概要	02
■ 業績動向	04
1. 2019年11月期第2四半期累計業績の概要	04
2. 2019年11月期の業績見通し	06
3. 成長戦略	07
■ 株主還元策	09

## ■ 要約

### 組込みソフトウェア開発の“技術参謀”として高成長が続く

エクスモーション <4394> は、組込みソフトウェア※開発の課題を解決するコンサルティング会社。問題の発見や解決策の提案だけでなく、実際に顧客の開発現場に入ってプロジェクトを成功に導くまでをワンストップで実践・提供するオンリーワンのビジネスモデルを強みとして成長中。主要顧客は SUBARU<7270> や本田技術研究所（ホンダ<7267>）、ネクスティエレクトロニクス（トヨタ自動車 <7203>）などの自動車業界向けで、上位3社で売上の約7割を占めている。

※ 組込みソフトウェアとは家電製品や情報通信機器、産業機器、自動車等で特定機能を動作・制御するための専用ソフトウェアを指す。

#### 1. 2019年11月期第2四半期累計業績

2019年11月期第2四半期(2018年12月－2019年5月)の業績は、売上高で前年同期比18.9%増の467百万円、営業利益で同11.2%増の97百万円と2ケタ増収増益となり、会社計画(売上高443百万円、営業利益59百万円)も上回った。大手自動車メーカー各社からの大型案件の継続受注や新規顧客の開拓が順調に進んだことが要因だ。利益率は人件費や採用費等の増加により前期比で若干低下したものの、計画比では原価率の良化や販管費の予算未消化により上振れした。なお、2019年7月末のコンサルティング要員（エンジニア含む）は前期末比5名増の48名となり、ほぼ計画どおりに採用が進んでいる。

#### 2. 2019年11月期業績見通し

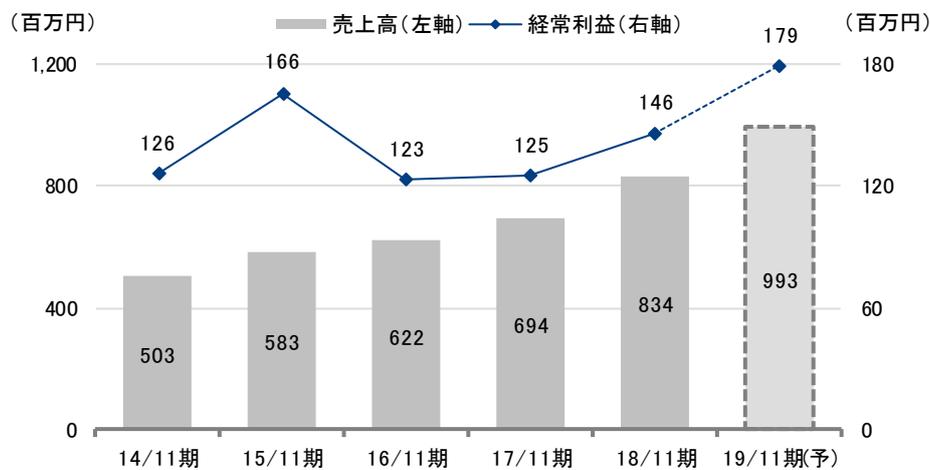
2019年11月期の業績は売上高で前期比19.1%増の993百万円、営業利益で同21.6%増の177百万円と期初計画を据え置いている。第2四半期まで計画を上回って進捗しているほか、2019年6月時点で通期売上計画の84%超の受注を獲得していること、直近の引き合いも旺盛なことから、通期業績も会社計画を上回る可能性が高いと弊社では見ている。コンサルティング要員は前期末比で10名程度の増員計画となっている。現状はコンサルティング要員以上の引き合いがあるため、2020年11月期以降は、コンサルティング要員の増員だけでなく生産性をいかに向上できるかが成長の鍵を握ることになる。現在、AIを活用した品質改善ツールを開発中であり、同ツールが実用化されれば生産性向上に寄与すると見られる。

#### 3. 成長戦略と株主還元について

今後の成長戦略としては、主力の自動車業界向けだけでなくとどまらず、組込みソフトウェアを利用するその他の業界向けにも顧客の裾野を拡げていく方針で、そのためにコンサルティング要員を年間10名程度のペースで増員し、2ケタ成長を継続していく計画となっている。利益率に関しては間接部門の人員補強等が一巡する2020年11月期以降は上昇するものと予想される。なお、株主還元策として配当金については当面10.0円の安定配当を継続し、成長に向けた投資に備えるため内部留保を充実させていくことを基本方針としているが、将来的には配当性向で3割程度の水準まで引き上げていく意向のようだ。また、株主優待については今後の検討課題としている。

**Key Points**

- ・ 組み込みソフトウェア開発の“技術参謀”として成長するコンサルティング会社
- ・ 自動車分野の好調持続と教育事業の新規受注獲得により 2019年11月期第2四半期累計業績は会社計画を上回る
- ・ コンサルティング要員の増強、生産性向上により顧客の裾野を拡大しながら年率2ケタ成長を目指す

**業績推移**


出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

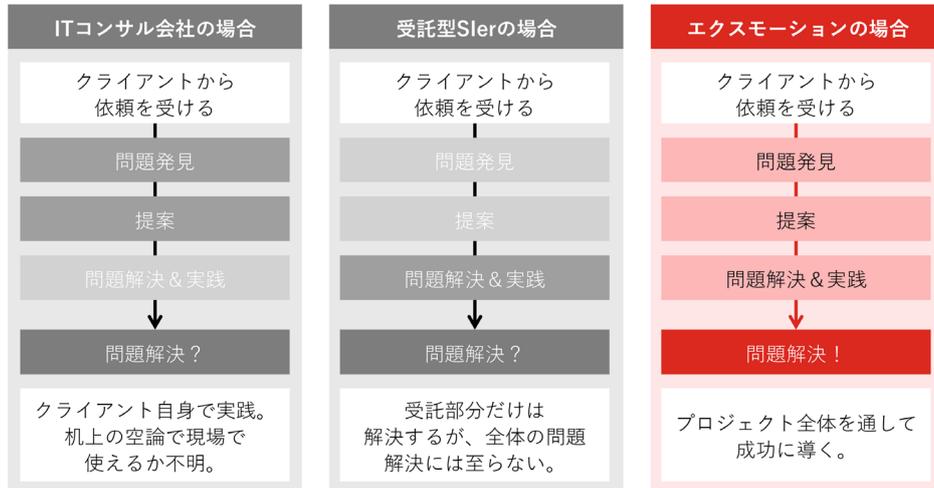
## ■ 事業概要

### 組み込みソフトウェア開発の“技術参謀”として成長するコンサルティング会社

同社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コンサルティング事業を展開している。具体的には、企業が抱える組み込みソフトウェア開発における様々な問題に対して、コンサルティング要員が当該ソフトウェアの品質診断を行い、問題点を抽出・分析して解決策を提案するだけでなく、実際に同社のコンサルティング要員が顧客の開発現場に入って技術支援を行うことで、プロジェクトを成功に導くまでのサービスを提供している。同様のサービスを提供している競合はなく、ユニークなビジネスモデルであることが特徴であり、強みとなっている。

事業概要

実践的スタイルのコンサルティング



出所：決算説明会資料より掲載

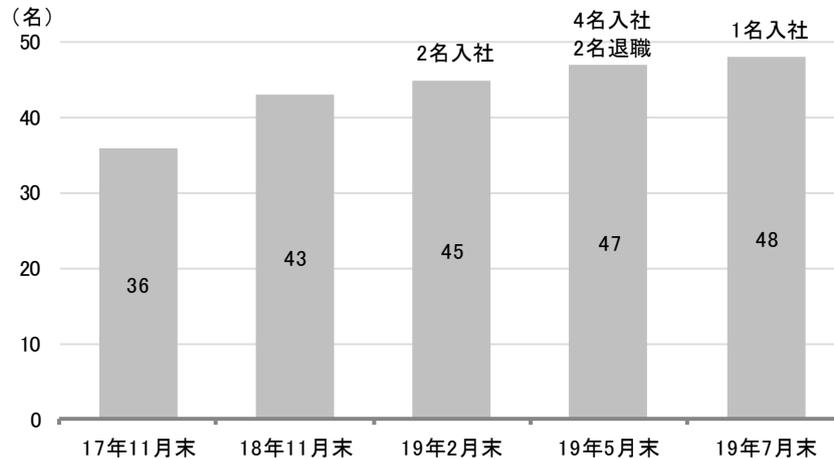
主要顧客はSUBARUやホンダ、トヨタ自動車などの自動車メーカーで、上位3社で売上高の約7割を占めている。特に、ここ数年はCASE※をテーマとした新規開発プロジェクトが活発化しており、成長の原動力となっている。自動車分野はADAS等の電装化の進展や自動運転分野の開発を進めるなかで、組み込みソフトウェアも大規模化・複雑化しており、「システムアーキテクチャ（設計構造）」を根底から見直す作業が必要になっている。また、その際には設計のしやすさだけでなく、検証試験の省力化、将来の拡張性、運用・保守までを見据えた「全体最適となるシステム設計」が重要であり、同社が“技術参謀”として課題解決を行っている。既存顧客の「継続+リピーター」受注は全体の9割近くを占めており、同社サービスに対する顧客満足度の高さがうかがえる。また、新規顧客の開拓については、顧客企業内の他部署への横展開のほか、毎年11月に開催される組み込みシステム技術の展示会に出展することで商談の機会を得ている。

※ CASEとは、Connected（コネクテッド）、Autonomous（自動運転）、Shared & Services（カーシェアリングとサービス/シェアリングのみを指す場合もある）、Electric（電動化）の頭文字を取った造語。現在の自動車業界における開発の中心テーマとなっている。

受注能力はコンサルティング要員（コンサルタント、エンジニア）の数で決まる。現状は引き合いが多いため、エンジニアを中途採用で確保できれば、一定期間（中途採用は1ヶ月、新卒採用は1年）研修を受けた後にすぐに現場に配属する格好となっている。同社では旺盛な需要に対応するため、2017年以降採用活動を強化しており、年間7名ペースで増やしてきたが、2019年11月期以降は増員ペースを10名程度に加速していく方針となっている。2019年7月末時点では前期末比5名増の48名となっており、おおむね計画どおりの採用状況となっている。2018年7月に株式上場したことで認知度が向上したこともあり、中途・新卒含めて採用状況は改善していると言う。また、受注額に関しては、プロジェクトに要する人数・期間で決めており、プロジェクト当たりの粗利率は45～50%を適正水準として設定している。

## 事業概要

## コンサルティング要員の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

コンサルティング事業以外では、組込みソフトウェアに関する教育事業（トレーニング・セミナー等の人材育成サービス）や、実際に業務で使用する品質診断ツール等の販売も行っているが、これらは同社のコンサルティングサービスを体験してもらうためのドアオープナー的な位置付けとなっており、収益への影響は軽微となっている。教育事業を行うことで顧客がスキルアップすれば、同社に対するコンサルティングニーズがなくなるとの見方もあるが、システム設計技術は年々進化しており、また顧客よりも幅広い知識と豊富な品質改善ノウハウを持つことから、マイナス影響はないと考えられる。

## 業績動向

### 自動車分野の好調持続と教育事業の新規受注により 第2四半期業績は会社計画を上回る

#### 1. 2019年11月期第2四半期累計業績の概要

2019年11月期第2四半期累計業績は、売上高で前年同期比18.9%増の467百万円、営業利益で同11.2%増の97百万円、経常利益で同10.1%増の98百万円、四半期純利益で同15.9%増の67百万円と増収増益となり、会社計画に対しても売上高、利益ともに上回って着地した。

エクスモーション | 2019年8月19日(月)  
 4394 東証マザーズ | <https://www.corporate.exmotion.co.jp/ir/>

業績動向

## 2019年11月期第2四半期累計業績

(単位：百万円)

	18/11 期 2Q 累計		会社計画	19/11 期 2Q 累計			
	実績	対売上比		実績	対売上比	前年同期比	計画比
売上高	392	-	443	467	-	18.9%	5.4%
売上総利益	180	46.0%	188	220	47.1%	21.9%	16.9%
販管費	93	23.8%	129	123	26.4%	31.9%	-4.7%
営業利益	87	22.2%	59	97	20.8%	11.2%	64.2%
経常利益	89	22.8%	60	98	21.1%	10.1%	62.7%
四半期純利益	58	14.9%	41	67	14.5%	15.9%	64.9%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

## 顧客別売上状況

(単位：百万円)

	18/11 期 2Q 累計		19/11 期 2Q 累計		前年同期比	
	実績	構成比	実績	構成比	増減額	増減率
SUBARU	141	35.9%	163	35.0%	22	15.9%
本田技術研究所 (ホンダ)	66	16.9%	106	22.8%	40	60.5%
ネクスティエレクトロニクス (トヨタ)	60	15.5%	45	9.8%	-15	-25.1%
その他	124	31.7%	151	32.4%	27	21.7%
合計	392	100.0%	467	100.0%	74	18.9%

注：ネクスティエレクトロニクス向けはトヨタ側の体制変更に伴い、2018年10月より一部が TRI-AD との直接取引に変更

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

売上高については、ホンダや SUBARU 向けが CASE 支援案件及びコンサルティング要員の増加により、それぞれ2ケタ増収と好調に推移したこと、また、自動二輪や医療用機器メーカー等から新規受注を獲得したこと、教育事業において6ヶ月を超える大型案件を受注したことなどが増収要因となった。なお、ネクスティエレクトロニクス (トヨタ) 向けについては、2018年10月より自動運転の開発会社である TRI-AD (トヨタ・リサーチ・インスティテュート・アドバンスド・デベロップメント) との直接取引に移管したため減収となっている。

売上総利益率は利益率の高い教育事業の増加により前年同期比1.1ポイント上昇の47.1%となり、売上総利益は同21.9%増となった。一方、販管費が積極的な人材採用に伴う採用費の増加や管理部門の体制強化による人件費増、株式上場に伴う監査法人への報酬支払や株主総会費用の増加などにより同31.9%増となったことにより、営業利益率は同1.4ポイント低下したが期初計画の減益予想から一転、増益を確保した。

会社計画比の増減要因を見ると、売上高は教育事業における長期案件の受注獲得で15百万円程度、その他売上計上の月ずれ等の影響で8百万円の増収要因となり、営業利益は増収効果で11百万円、原価率良化で21百万円、販管費の未消化で6百万円の増益要因となった。

## コンサルティング要員の増員により新規顧客の開拓も順調な進捗

### 2. 2019年11月期の業績見通し

2019年11月期業績は売上高で前期比19.1%増の993百万円、営業利益で同21.6%増の177百万円、経常利益で同22.7%増の179百万円、当期純利益で同22.7%増の121百万円と期初計画を据え置いているが、第2四半期までの進捗率や足元の受注環境、コンサルティング要員の採用状況などを考慮すれば計画は保守的と見られる。特に、利益ベースでは第2四半期までに通期計画に対して54%超の水準に達していること、下期も売上総利益率が上期並みの水準を維持できそうなこと、販管費も大きなコスト増要因がないことなどから、計画を上回る可能性は高いと弊社では見ている。なお、コンサルティング要員については2019年10月に1名の内定者が決まっており、合計で前期末比6名増の49名となる。中途採用については、認知度の向上により人材紹介会社を介さず会社HPから直接、高スキルな人材が応募するケースも増えてきており、今後も着実に増加していくものと予想される。なお、2020年4月の新卒採用に関しては2名の内定が決まっている。

### 2019年11月期業績見通し

(単位：百万円)

	17/11期 実績	18/11期 実績	19/11期		2Q進捗率
			会社計画	前期比	
売上高	694	834	993	19.1%	47.0%
営業利益	125	145	177	21.6%	54.6%
経常利益	125	146	179	22.7%	54.9%
当期純利益	85	99	121	22.7%	55.7%
1株当たり利益(円)	45.84	45.58	46.10		

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

2019年6月時点の7ヶ月間の受注高は通期売上計画に対して84%の水準に達しており、足元の受注状況も好調を維持している。自動車業界に加えて、自動二輪や医療用機器、半導体製造装置、音響機器、製造設備関連等の新規顧客の開拓が順調に進んでいることが主因だ。特に、自動二輪分野のプロジェクトに関しては、自動車分野で蓄積してきたノウハウがそのまま生かせるため、好採算案件として期待できる。

レガシー再生支援分野（情報家電製品や住設機器等）については、既存顧客からの要望もあって2019年5月より新たに定額制コンサルティングサービスを開始した。レガシー再生支援分野については、プロジェクトが単発で終わるケースが多いものの、プロジェクト終了後も技術的な相談・サポートのニーズがあるため、電話やメールでのサービスとなる。売上高は小さいものの、利益率の高いサービスとなる。

また、スタートアップ企業向けのサービスについても、市場ニーズを探索してきた結果、新たな市場としての可能性を確認し、営業活動を開始している。民生機器や産業機器等を製造するスタートアップ企業は、試作品を製造する際に、品質に対する保守性や拡張性を考慮しておらず、量産化にあたり、複雑性が増し、品質や開発における生産性の低下などを招くケースが多くみられる。量産化する前に、同社がコンサルティングを実施することにより、迅速かつ安全に量産用の組込みソフトウェアを開発することが可能となる。早ければ2019年11月期中の受注獲得を目指している。

## 業績動向

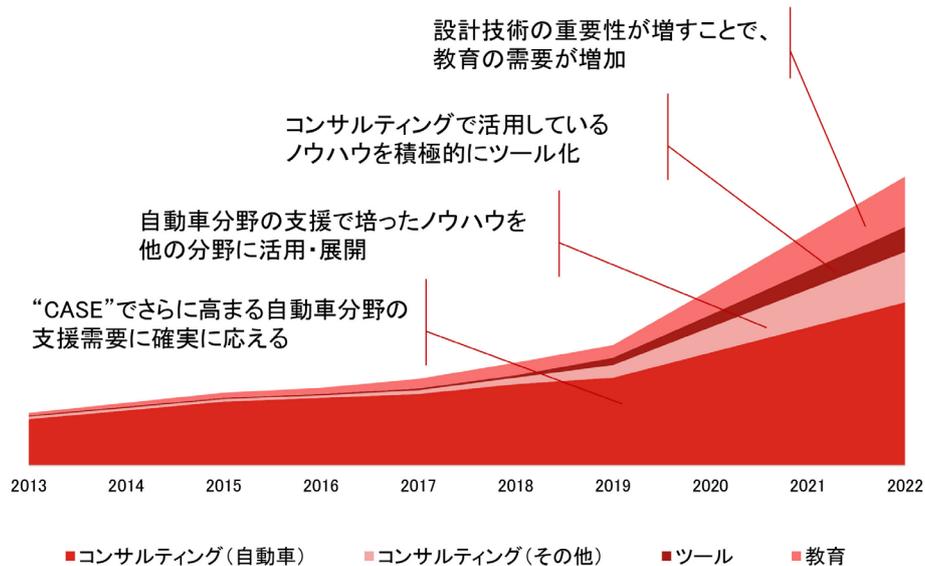
そのほか、教育事業については2018年11月期の受注高18百万円に対して、2019年11月期第2四半期末時点の受注高が42百万円（うち、長期案件30百万円）となっており、下期も短期案件の受注獲得が見込まれることから、通期売上高は42～50百万円と前期比2倍以上の増加が予想される。

## コンサルティング要員の増強、生産性向上により顧客の裾野を拡大しながら年率2ケタ成長を目指す

### 3. 成長戦略

今後の事業展開としては、主力の自動車業界向けでCASE分野を中心とした先進機能の開発支援需要を確実に取り込みながら、その他業界へと顧客の裾野を広げていくことでコンサルティング事業の高成長を実現し、また、投資余力が付いた段階で現在はコンサルティング事業のドアオープナー的な位置付けとなっている教育事業やツール事業についても強化し、収益基盤を拡充しながら高成長を目指す戦略となっている。

#### 今後のビジネス展開

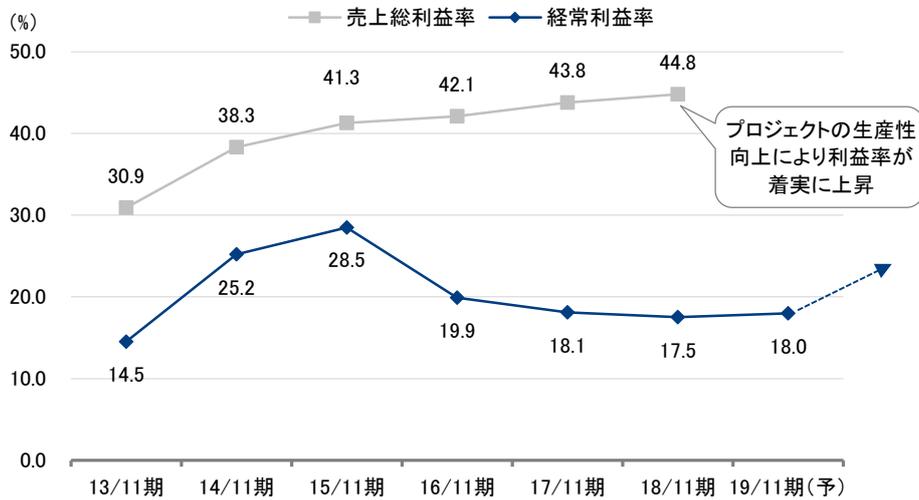


出所：会社資料より掲載

弊社では中期的に、自動車業界やその他製造業向けのコンサルティング需要を取り込むことで年率2ケタの売上成長は可能と見ている。また収益性に関しても、オンリーワンの高付加価値型ソリューションサービスであり、「継続+リピート」の受注比率が全体の約9割と安定した顧客基盤を持つことから、売上総利益率は45～50%の安定した水準が続く可能性が高い。一方、販管費率については間接部門の人員補強が2019年11月期でほぼ一巡するため、2020年11月期以降は増収効果によって低下することが見込まれるため、経常利益率については再び上昇に転じ、過去のピーク水準（2015年11月期28.5%）まで上昇する可能性があるとしている。

## 業績動向

## 売上総利益率と経常利益率の推移

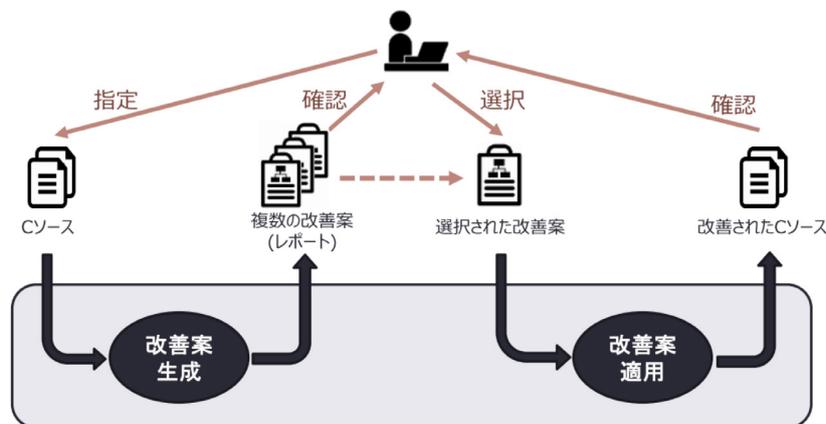


出所：決算補足資料、有価証券報告書よりフィスコ作成

今後の高い収益成長については、「市場拡大×高利益率×組織拡大」という3つの成長エンジンによって実現していくことが前提となっている。このため、リスク要因としては、コンサルティング要員の増員が計画どおりに進まず、売上げを伸ばすことが難しくなるといった点が挙げられる。ただ、前述したように株式上場したことによって認知度が高まり、国内大手メーカーや大手SIerなどからの採用も増え始めるなど、採用環境は従前より大きく改善しており、今後も増員ペースを維持して、拡大していくことが可能と見られる。

また、コンサルティングの生産性向上を図るための取組みとして、新たにAIを活用したレガシーコードの品質改善自動化ツールの開発にも着手している。2019年11月期中にβ版の評価を開始し、2020年11月期から社内での活用を進めていく予定にしている。レガシーコードを入力することで複数の改善案を自動生成し、コンサルタントがその中から最適な改善案を選択し、その改善案によってソースコードを生成するツールとなる。同ツールが実用化されれば従来、手作業で行っていた工程が自動化されることになり生産性向上につながることになる。

## AI活用で目指す設計技術のイノベーション



出所：決算説明会資料より掲載

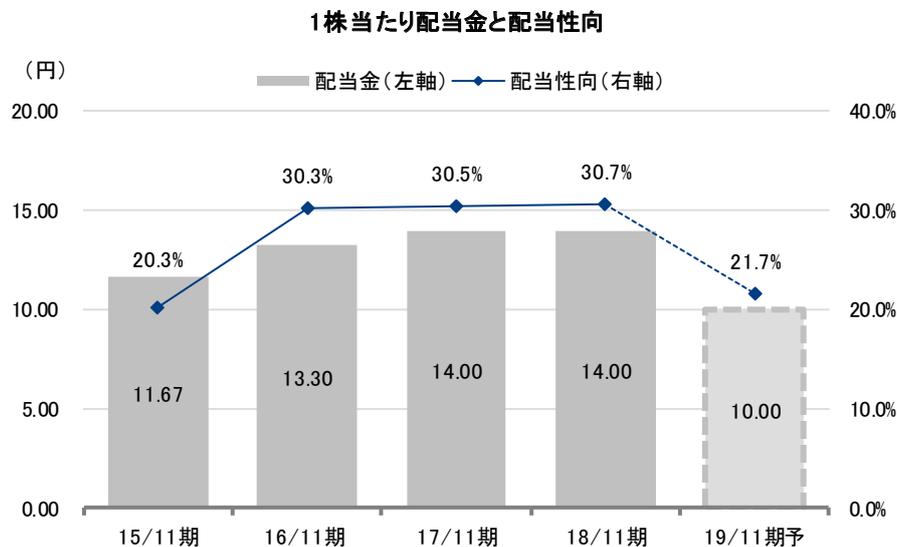
## 業績動向

なお、事業環境リスクとして顧客企業の業績が悪化し開発投資が削減された場合に、マイナスの影響を受ける可能性はあるが、不況期においても開発の生産性向上につながる分野への投資は優先順位が高く、不況抵抗力は強いと考えられる。

## 株主還元策

### 当面の間は安定配当を継続方針、株主優待については検討課題

同社は2019年6月1日を効力発生日として1:2の株式分割を実施した。最低購入金額を引き下げることで、投資家層の拡大と株式の流動性向上を図ることを目的としている。このため、今後も株価水準や株主数等の状況次第では、株式分割を実施する可能性がある。配当方針については、当面10.0円の安定配当を継続し(2018年11月期は上場記念配当4.0円含む)、成長に向けた投資に備えるため内部留保を充実させていくことを基本方針としているが、将来的には配当性向で3割程度の水準まで引き上げていく意向のようだ。また、株主優待については今後の検討課題としている。



注：2018年3月16日付で普通株式1株につき50株の株式分割を行っており、遡及修正済  
 注：2019年6月1日を効力発生日として1:2の株式分割を実施しており、配当金は過去遡及して修正  
 注：17/11期以前は非上場。18/11期は上場記念配当4.0円含む  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

#### 免責事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp