

|| 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5月15日(水)

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1四半期業績	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	02
■ 会社概要	03
1. 事業内容	03
2. 同社の強みと主要顧客	05
■ 業績動向	07
1. 2019年11月期第1四半期の業績概要	07
2. 2019年11月期の業績見通し	08
3. 成長戦略	08
■ 株主還元策	11

■ 要約

自動車業界向けを中心に受注が拡大、4期ぶりの最高益更新へ

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が特徴であり、強みとなっている。主要顧客は SUBARU<7270> や本田技研工業（ホンダ<7267>）、ネクスティエレクトロニクス（トヨタ自動車<7203>）と、日本を代表する大企業が並ぶ。2018年7月に東証マザーズ市場に上場した。

※ 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、自動車等が持つ特定機能を動作・制御するための専用ソフトウェアを指す。特にここ数年は自動車分野において ADAS（先進運転支援システム）の搭載や電動化が進むなど、多種多様な新機能の開発が進んでおり、組込みソフトウェアの開発も活発化している。

1. 2019年11月期第1四半期業績

2019年11月期第1四半期（2018年12月－2019年2月）の業績は、売上高で前年同期比2.2%増の205百万円、経常利益で同31.1%減の33百万円と増収減益となったが、会社計画に対しては順調な進捗となった。売上高は月ずれの影響もあって伸び悩んだものの、受注は引き続き好調で3月末時点で上期売上計画の97%の受注を確保した。自動車業界向けの拡大に加えて、二輪車やその他業界の顧客からも新規受注を獲得しており、順調に推移している。減益要因は販売費及び一般管理費（以下、販管費）の増加によるもので、支払手数料や人材採用費、人件費などを中心に前年同期比で19百万円増加した。成長の源泉であるコンサルティング要員については、第1四半期に2名、4月にさらに4名入社（1名退職）し、前期末の43名から48名とほぼ計画どおりの採用が進んでいる。

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、経常利益で同22.7%増の179百万円と2ケタ増収増益となる見通し。上期は売上高で前年同期比12.9%増の443百万円、経常利益で同32.3%減の60百万円と増収減益を見込んでいるが、これは上期に人材採用を積極的に行い、関連費用が増加するため、下期に新戦力が収益に貢献する格好となる。コンサルティング要員は前期末比で10名程度の増員を計画している。売上高に関しては、3月末時点で通期計画の70%の受注を確保していることから、通期の業績計画は達成する可能性が高いと弊社では見ている。

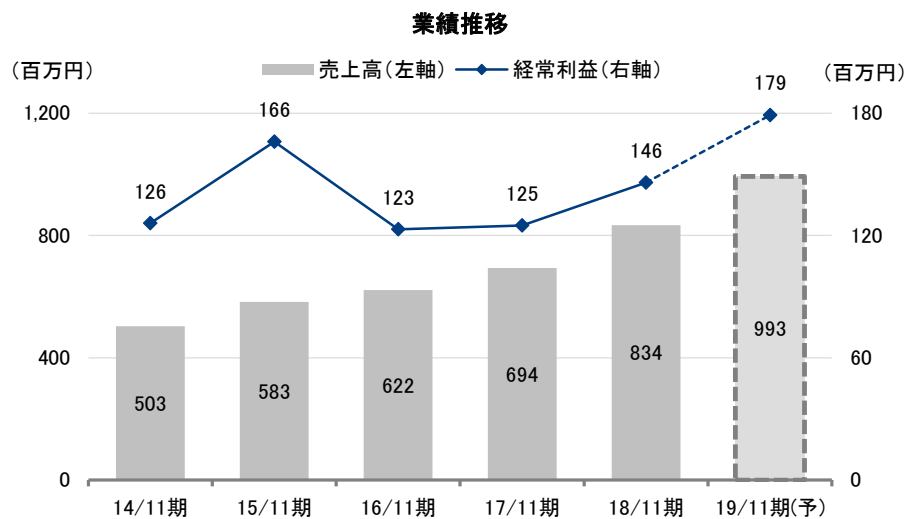
要約

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、コンサルティング事業を拡大していく戦略となっている。また、顧客開拓の一手段として組込みソフトウェアに関する教育事業にも展開しており、2019年11月期は4ヶ月余りで受注額が40百万円と前期実績の2倍強に達するなど好調に推移している。IoT社会が到来するなかで、あらゆる電子機器に搭載される組込みソフトウェアの品質改善ニーズは強く、コンサルティング要員の採用・育成が進めば年率2ケタ成長は十分可能と言える。なお、同社は6月1日を効力発生日として1:2の株式分割を実施することを発表している。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。併せて、2019年11月期の1株当たり配当金についても20.0円から10.0円に変更している(実質変更なし)。なお、株主優待については今後の検討課題としている。

Key Points

- ・組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
- ・受注拡大により通期業績は2ケタ増収増益となり、4期ぶりに最高益を更新する見通し
- ・コンサルティング要員の増強により、顧客の裾野を拡大しながら高成長を目指す



出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

■ 会社概要

組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

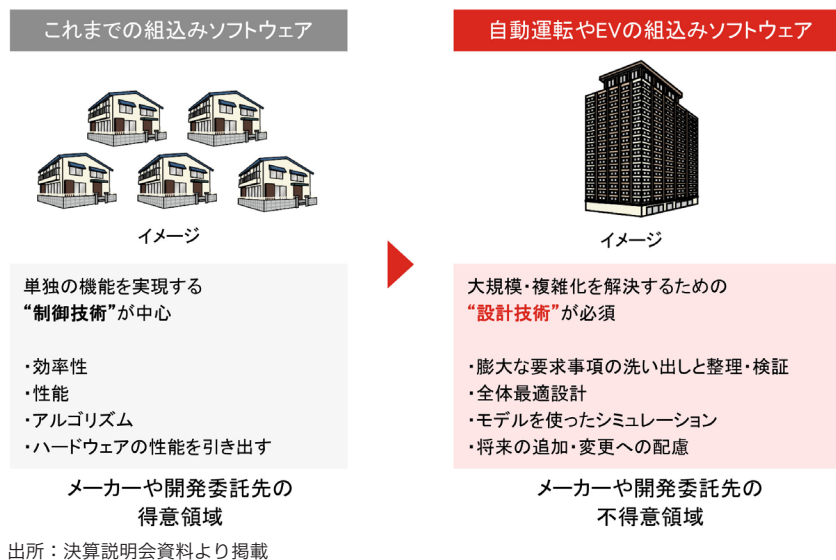
1. 事業内容

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、企業が抱える組込みソフトウェアの様々な問題に対して、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、実際に顧客の開発現場に同社の社員が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。

特に、売上高の大半を占める自動車業界ではCASE※をテーマとした新たな開発が活発化するなかで、組込みソフトウェアも大規模化・複雑化が加速しており、「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となっている。また、その際には「設計のしやすさ」だけでなく「テストのしやすさ」「将来の拡張性」「運用・保守」に至るまで様々な利用シーンを考慮して全体最適となるシステム設計を行うことが必要不可欠となるが、こうした技術ノウハウを持ち、かつ開発現場で実際に技術支援サービスを行う企業は他になく、同社に対する引き合いが年々高まっている要因ともなっている。

※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。

「組込みソフトウェア開発」が直面している課題



エクスマーシオン | 2019年5月15日(水)
 4394 東証マザーズ | <https://www.corporate.exmotion.co.jp/ir/>

会社概要

また、組み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。人材育成により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、同社に対する引き合いはなくなることはない。実際、直近3ヶ年の受注プロジェクトにおける「継続率+リピート率」は平均で約90%と高水準となっており、同社のサービスが高い評価を受けている証左となる。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。

コンサルティング事業におけるプロジェクトの契約期間は通常3～6ヶ月だが、そのうち約90%が継続し、開発現場の要望で4～5年といった長期で関与する場合もある。契約時期は顧客の決算期の関係もあって4月と10月が多く、このため4月または10月が終わった段階でほぼ半年先までの売上高が見える状況となっている。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。

通常、コンサルティング事業ではプロジェクトを管理するコンサルタント1名とコンサルタントの指示で作業を行うエンジニア数名のチームを構成して業務を行っている。コンサルタントは2件程度のプロジェクトを同時並行で担当しており、週の半分をA社、残り半分をB社の開発現場を訪問して業務を行うスタイルが一般的となっている。また、全体の業務時間のうち、1割は最新技術動向に関する情報収集や教育等のスキル向上に充当している。

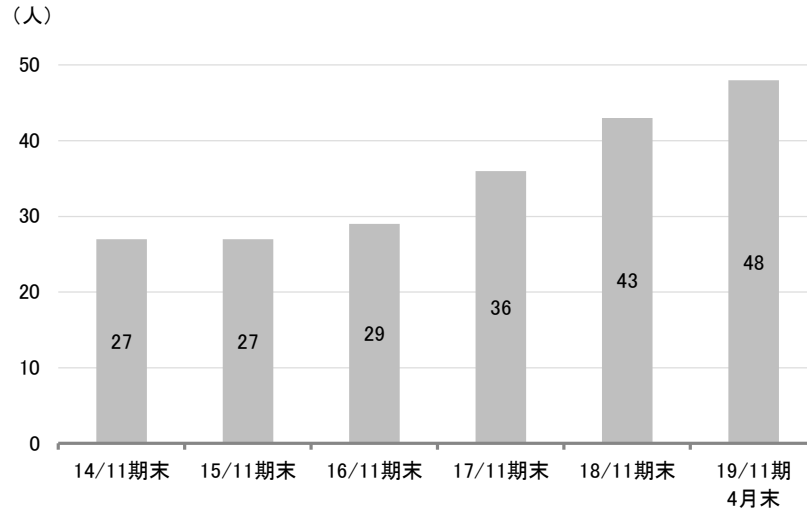
コンサルティング要員については、自動車業界からのニーズが強くなっていることから2017年以降採用活動を強化し始め、年間7名ペースで増やしてきた。ただ、それでも需要に対して供給が追いつかない状態が続いており、現在は年間10名程度のペースで増員していく計画となっている。同社の場合、コンサルティング要員を採用する際に、当初はエンジニアとして採用し、一定期間（中途採用は1ヶ月、新卒採用は1年）研修を行った後に現場に配属している。

エンジニアからコンサルタントに昇格するには、高度な知識だけでなく、コンサルタントとしての問題解決能力や顧客とのコミュニケーション能力等、多様なスキルが求められる。ハードルは高いものの、プロの技術者としてのやりがいもまた大きく、相応の報酬を得ることも可能となる。一般的にメーカーの開発部門やシステム開発会社では、エンジニアのキャリアアップとして、一定の経験を積めばプロジェクトマネージャーやプロダクトマネージャーに昇格するが、その先はマネジメント職しかなく、技術職としてのハイクラスなポジションは用意されていない。同社はこうした経験値の高い優秀な技術者や成長志向の高い技術者等を集結させることで、組み込みソフトウェア開発分野のコンサルティング会社としてリーディングカンパニーになることを目指している。2019年4月末におけるコンサルティング要員（コンサルタント及びエンジニア）は48名で、うち、コンサルタントは14名の体制となっている。

なお、同社の業績は新規プロジェクトが4月からスタートするケースが多いこと、人員採用が上期に偏重することなどから、売上高、利益ともにやや下期偏重型となる傾向にある。

会社概要

コンサルティング要員の推移

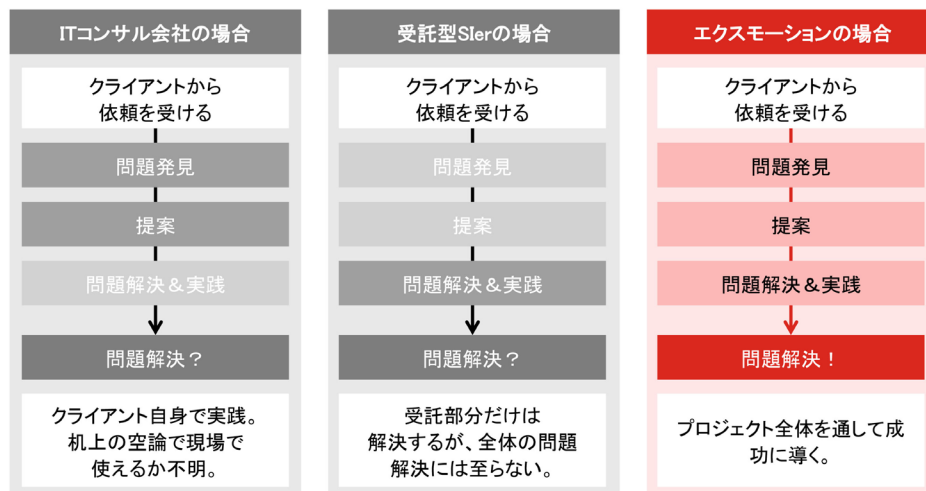


出所：決算説明会資料、決算補足説明資料よりフィスコ作成

2. 同社の強みと主要顧客

同社の強みは、専門性の高い人材により、組込みソフトウェアに特化したコンサルティング事業をワンストップで提供していることにある。特に、コンサルティング業務においては、実際に開発現場で同社社員が品質改善を実践し、顧客と一緒にプロジェクトを成功に導くオンリーワンのビジネスモデルを構築していることが最大の強みとなっている。競合先としては、IT系コンサルティング会社や受託型SIベンダーなどが挙げられるが、IT系コンサルティング会社の場合は問題の発見・要因分析から解決策の提案までは行うが、それを実践するのはすべて顧客自身であり、実際に解決できるかどうかは不明である。また、SIベンダーの場合は、受託した部分についての問題解決は可能だが、システム全体を俯瞰できるわけではないので、全体最適によるシステム設計ができない。

実践的スタイルのコンサルティング

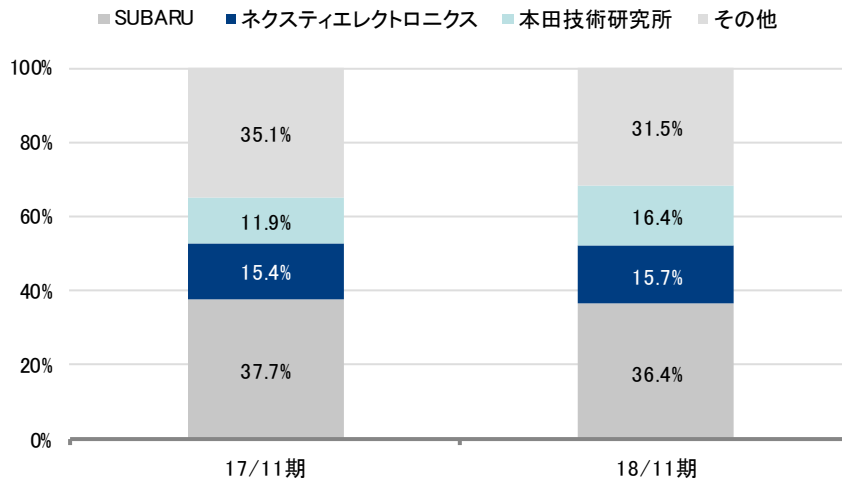


出所：決算説明会資料より掲載

会社概要

このため、同社のコンサルティングサービスは顧客企業から実践的かつ効果的であるとの高い評価を受けており、日本の製造業を代表する大企業、とりわけ自動車メーカーが主要顧客となっている。2018年11月期の売上高構成比で見れば、SUBARUが36.4%、本田技術研究所（ホンダ）が16.4%、ネクスティエレクトロニクス（トヨタ自動車）が15.7%と上位3社で7割近くを占めている。なかでもSUBARUは同社の最大顧客として毎年2～3億円の売上げを安定してキープしている。その他では、電装品や二輪車、農業機械、建設機械、産業機械、音響機器等の分野でも大企業が同社の顧客となっている。なお、2019年4月時点における顧客数は約20社となっている。

主要顧客の売上構成比



出所：決算短信よりフィスコ作成

主要顧客

自動車	SUBARU、本田技術研究所、トヨタ自動車等
電装品	デンソー、日本精工等
二輪車	ヤマハ発動機、本田技術研究所
農機	ヤンマー
建機	コマツ
産業機械	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	三菱電機コントロールソフトウェア

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 業績動向

2019年11月期第1四半期はおおむね会社計画どおりに進捗

1. 2019年11月期第1四半期の業績概要

4月5日付で発表された2019年11月期第1四半期の業績は、売上高で前年同期比2.2%増の205百万円、営業利益で同29.5%減の33百万円、経常利益で同31.1%減の33百万円、四半期純利益で同28.2%減の22百万円と増収減益となった。上期計画に対する進捗率で見ると、売上高は月ずれの影響により46.3%にとどまったが、利益はいずれも50%を超過しており、おおむね会社計画どおりの進捗となった。

売上総利益率は高収益案件の増加により46.6%と前年同期比で1.8ポイント上昇し、売上総利益は同6.3%増となった。にもかかわらず営業利益が減益となったのは、販管費が同19百万円増加したことによる。主な増加要因は、積極的な人材採用に伴う採用費増(4百万円)、管理部門の体制強化による人件費増(3百万円)、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(8百万円)などとなっている。

受注状況は引き続き自動車分野を中心に好調で、3月段階で上期売上高に対して97%、通期売上高に対して70%の受注を確保した。コンサルティング事業について見ると、自動車向けでは主要3社(SUBARU、ホンダ、トヨタ自動車)からCASE支援案件の受注を引き続き獲得したほか、電装品メーカーからの新たな引き合いも増加した。自動二輪向けでは既存顧客からの受注増に加えて新規顧客からの受注を獲得、その他業界(レガシー再生支援)向けについても半導体製造装置や医療機器、その他産業機器分野からの新規受注を獲得した。また、新たな取り組みとしてスタートアップ企業におけるコンサルティング需要を探索するためのヒアリングも開始している。

一方、教育事業については、従来は短期案件がメインだったが、今期に入って長期案件(6ヶ月超)の受注を1件(30百万円)獲得し、4月上旬時点の受注額は40百万円と既に前期通期実績の18百万円を超過するなど好調に推移している。

なお、主要顧客3社(SUBARU、ホンダ、トヨタ自動車)合計の第1四半期売上高は、前年同期比で8%増加し、売上全体の71%を占めている。

受注拡大により通期業績は2ケタ増収増益となり、 4期ぶりに最高益を更新する見通し

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き、2ケタ増収増益が続く見通し。売上高は過去最高を連続更新し、各利益については4期ぶりに過去最高を更新することになる。前述したとおり、3月段階で通期売上高予想の70%の受注を確保しており、顧客が新年度入りする4月段階で100%に近い水準に達すると予想される。

なお、上期については売上高で前年同期比12.9%増の443百万円、営業利益で同32.3%減の59百万円と増収減益となる見込みだが、これはコンサルタント要員の採用費や支払報酬費等で前年同期比35百万円の費用増を見込んでいるため。コンサルタント要員については4月末までに6名を採用し、下期以降はこれらの人材が戦力化することで収益拡大が見込まれる。また、教育事業において受注した長期案件は期初計画に含まれていなかったこともあり、通期の会社計画は達成可能と弊社では見ている。

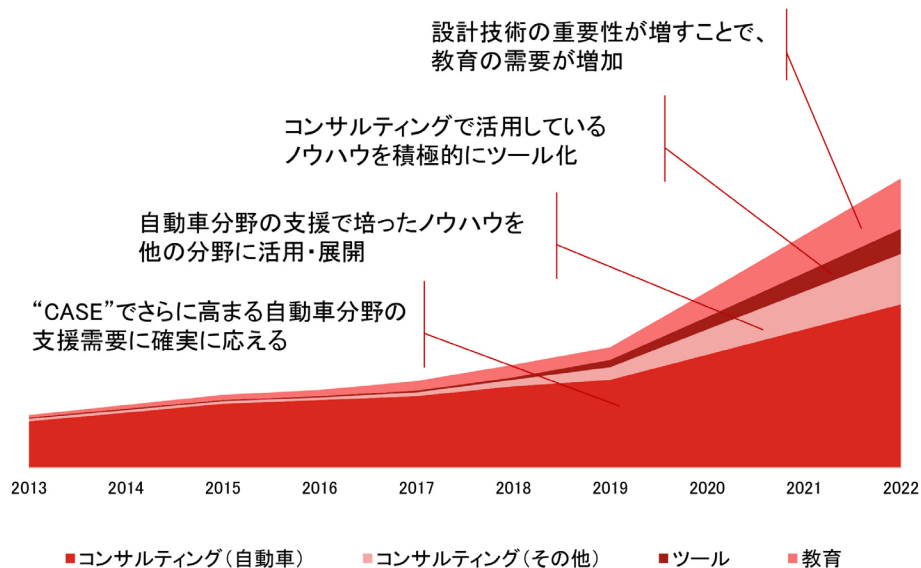
コンサルティング要員の増強により、 顧客の裾野を拡大しながら高成長を目指す

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。

業績動向

今後のビジネス展開



出所：会社資料より掲載

コンサルティング事業における自動車分野以外の展開については、二輪車メーカー大手2社（ヤマハ発動機<7272>、ホンダ<7267>）向けの売上拡大が期待される。二輪車分野においても電子制御技術が進化しているほか、電動化も進みつつある。これらの技術には自動車分野で蓄積してきたノウハウが生かされるため、同社にとっても手掛けやすい分野と言える。

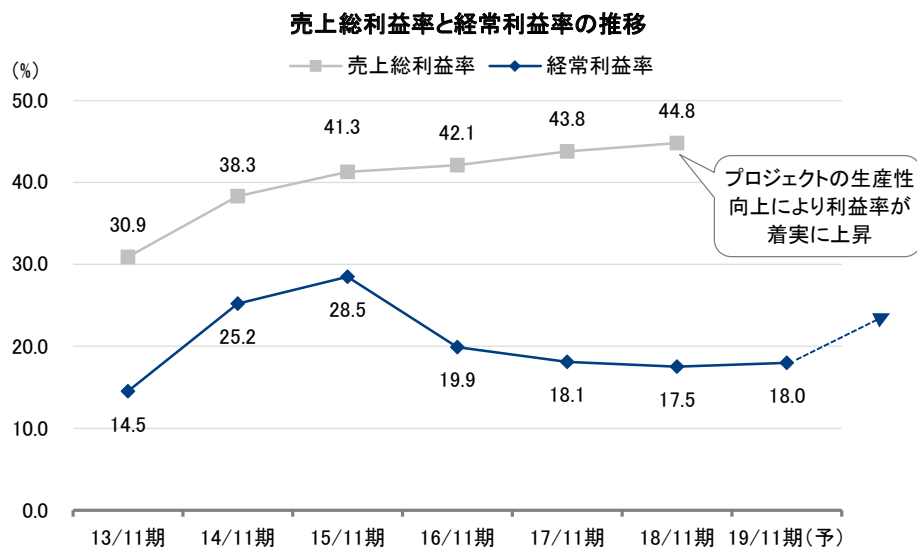
また、レガシー分野の再生支援に関する売上拡大も今後期待される。IoT社会が到来するなかで、その一翼を担うエッジ（端末機器）側の組込みソフトウェアの品質は永年の機能追加等により劣化しているのが現状で、同分野でも品質改善に対するニーズが今後増加すると予想されるためだ。民生機器分野では情報家電や住設機器等でIoT化が進んでいるが、ソフトウェアの品質劣化により開発の生産性が低下したり、製品の不具合が発生したりするケースが増えている。同様に、産業機器分野でもスマートファクトリー化等によって製造装置等の組込みソフトウェアの見直し要求が高まっており、これら業界での需要拡大が見込まれる。

また、スタートアップ企業向けのソフトウェア品質診断、改善支援などもサービス対象と成り得るか、調査＆トライアルを進めていく。IoTやAIを活用したソリューションサービスを手掛けるスタートアップ企業は年々増加傾向にあるが、例えば、機能拡充（ソフトウェアの改良）に伴いソフトウェアの設計品質が徐々に劣化し、開発の生産性が低下するといった問題を抱える企業も増え始めている。現状は、自動車業界向けなどを中心に製造業からの引き合いが旺盛なため、実際にビジネスとして本格展開していくのは早くても2020年以降になると予想される。

中期的には、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弊社では見ている。また収益性に関しても、顧客の期待を上回るサービスを提供し、唯一無二の「技術参謀」としての地位を確立することで、今後も安定して高い売上総利益率を維持していくことが可能と考えられる。組織戦略としては、コンサルティング要員の増強による技術参謀集団として事業を拡大していく方針となっている。

業績動向

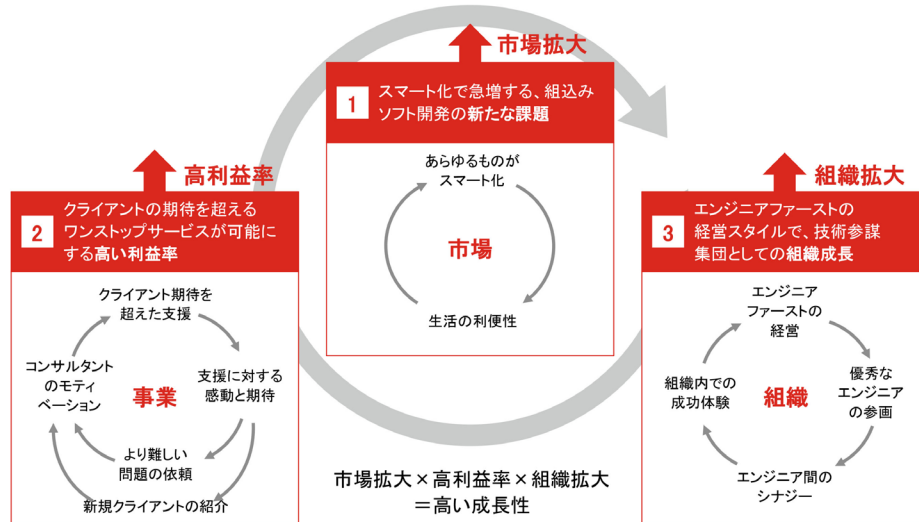
営業費用については、新規顧客の開拓が展示会への出展並びに既存顧客からの口コミ紹介のみで可能なことから、今後も小幅な増加にとどまる可能性が高く、管理費についても、体制整備が一巡したことで2020年11月期以降は横ばい水準で推移するものと予想される。このため、コンサルティング要員の人材採用費や支払報酬費用等を除けば販管費の伸びは限定的と見られ、増収効果によって販管費率が低下することにより、経常利益率は上昇トレンドに転じると予想される。同社は経常利益率の水準として、過去のピーク水準（2015年11月期28.5%）まで上昇する可能性があると考えている。



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、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改善しており、今後は順調に増員が進むものと弊社では見ている。また、新卒採用にも今後は注力していく方針で、2019年から大学などへの訪問も開始している。また、経済環境が悪化し顧客企業の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、不況抵抗力も強いと考えられる。

業績動向

高い成長を生む正のスパイラル



出所：決算説明会資料より掲載

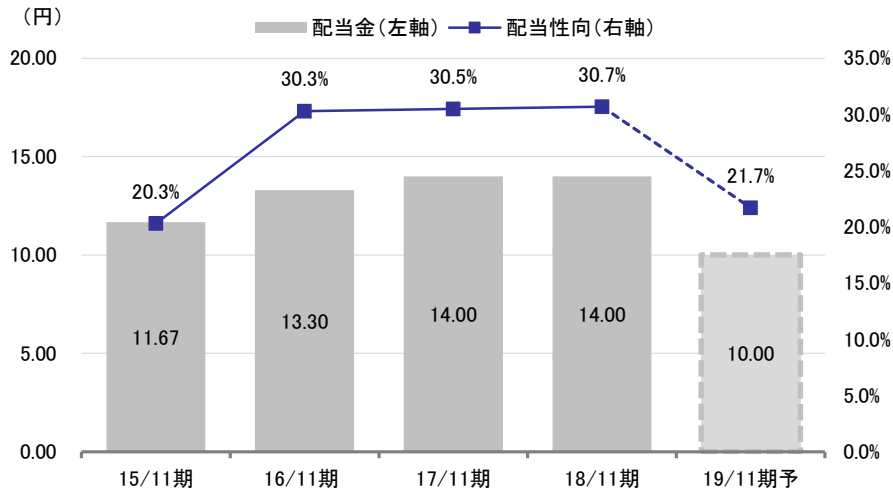
株主還元策

6月に1:2の株式分割を予定、当面の間は安定配当を継続する方針

同社は2019年6月1日を効力発生日として1:2の株式分割を実施することを発表している。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。併せて、2019年11月期の1株当たり配当金についても20.0円から10.0円に変更している(実質変更なし)。配当方針については、当面の間、10.0円の安定配当を基本方針とし(2018年11月期は上場記念配当4.0円(株式分割前8.0円)含む)、将来の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にしている。なお、株主優待制度については今後の検討課題としている。

株主還元策

1株当たり配当金と配当性向



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の株式分割実施予定、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円を含む
 出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレーマー）

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。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

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。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、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、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、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、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

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、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ