

自動車産業向け組込みソフトの技術コンサルティング

エクスマーシオン

(4394・東証グロース)

投資判断 (11/5)

Overweight 継続

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
811円 (11/5)	100株	24.5億円 (11/5)	920円 (25/1/14)	710円 (25/4/8)	19.1倍 (11/5)

「人月商売」からの脱却へ

■「CoBrain」は受注高が目標を上回る

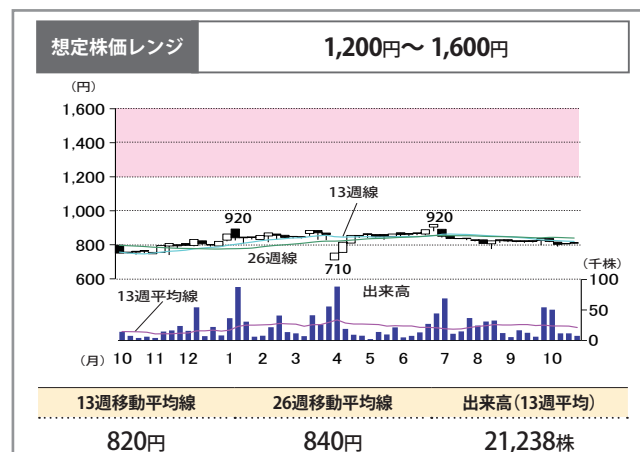
25年11月期第3四半期累計（24年12月－25年8月）の連結業績は、売上高1,026百万円（前年同期比11.0%増）、営業利益132百万円（同60.8%増）と、大幅な増収増益だった。主要取引先である自動車関連はトランプ米政権による関税政策の影響も限定的で、組込みソフトウェア開発のコンサルティング業界では、引き続き製造業におけるソフトウェアの重要性が高く、コンサルティング事業は最新の技術課題や製造業DXを中心に受注を伸ばし、堅調に推移。「Eureka Box（ユーリカボックス）」はサポート機能強化、代理店販売拡大し、トレーニングとともに、リピート受注だけでなく、新規顧客の開拓に着手。

また、前期から準備を進めていた生成AI支援サービス「CoBrain（コブレイン）」の新機能「Studio」ベータ版の提供も開始している。CoBrainは、売上計上基準を一括計上から分割計上に変更していたため、25年11月期の売上高目標である20百万円には届いていないが、受注高が上回っており、引き合いは想定以上とみられる。連結子会社のbuboも引き続き業績に貢献した。

25年11月期の連結業績予想は、売上高1,451百万円（前期比13.0%増）、営業利益200百万円（同28.7%増）を据え置いている。契約更新や要員アサインのタイミングのズレ等もあって第3四半期時点の進捗率は売上高で7割、営業利益で6割強となっているが、ストックサービスの機能追加や代理店販売の拡大により巻き返しを図る。

■buboと併せて収益モデルの転換図る

同社では、生成AIによる生産性の向上や自動化を進めている。オンプレミス型で、使用料を得るようなビジネスを検討しており、26年11月期にはある程度の形になる見通しだ。同社の主力であるコンサルティングでは、人数と期間に収益が左右される「人月商売」が主流で、25年11月期は退職によるアサイン減などもあり一部に遅れはあるものの、全体としては計画に近い水準での着地が予想され



る。ただ、今後はこうした「人月商売」からの脱却を図り、マンパワーに頼りすぎない収益モデルに転換することで人材に左右されず、業績を伸ばす体制にしていく。子会社のbuboでも同様の取り組みを進めていく方針だ。

また、AIサービスとしては「CoBrain」のさらなる売上拡大を目指す。売上の計上基準を変更しているため、単純比較は難しいが、25年11月期の目標値だった20百万円の数倍の成長を見込むという。「CoBrain」は様々な機能追加によるサービスの拡充を図っており、8月にベータ版の提供開始を発表した新機能の「Studio」は、これまで人の手でやるのが当たり前だった要件定義を自動で作成するため、生産性の圧倒的な向上が期待される。今年度も11月に開催される展示会「EdgeTech+2025」に出展し、詳細を展示予定で、26年11月期にかけて再び注目度が高まり、引き合いが増えると期待される。

ウエルスアドバイザー（WA）では、26年11月期以降も15%前後の売上成長を予想。想定株価レンジはエクスマーシオンの過去のPERや業界平均のPERを参考に算出した1,200－1,600円を据え置く。足元の株価との乖離が大きいため、投資判断は「Overweight」を継続する。（宮川 子平）

業績動向 (11/5時点)

		売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
23年11月期	実績	1,105	—	131	—	134	—	6	—	2.2
24年11月期	実績	1,284	16.2	155	18.1	157	17.2	99	—	32.9
25年11月期	会社予想	1,451	13.0	200	28.7	200	27.0	128	29.1	42.5
	WA予想	1,451	13.0	200	28.7	200	27.0	128	29.1	42.5
26年11月期	WA予想	1,700	17.2	260	30.0	260	30.0	180	40.6	59.8

※ 23年11月期第2四半期から連結決算に移行。

■ 会社概要

組込みソフトの設計技術に特化したコンサルティング会社。自動車産業向けのウエートが高く、SUBARU（7270）などを主要顧客に持つが、近年は医療機器、FA（ファクトリー・オートメーション）、建設機械など先端的な技術コンサル案件も増えている。コンサル内容は、多様なユーザーニーズに対応し問題の仕組みや検討過程を可視化、組織のナレッジとして資産化する「モデリング技術」が中心。特に自動車分野で大きな実績を有しており、上流工程を中心とした開発技術の導入を支援している。コンサルで実績のあるソリューションの一部は有償で利用できるようにツールとしても提供。また、実践型ナレッジ提供サービス「Eureka Box（ユーリカボックス）」をリリースしている。

■ 事業環境と展望

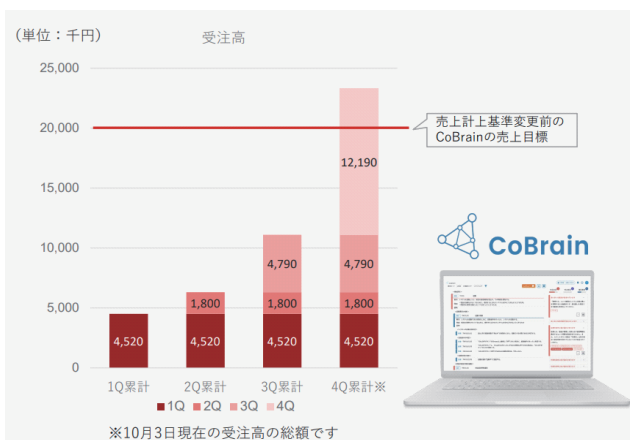
同社が各種調査まとめ作成した資料によると、EV（電気自動車）とSDV（ソフトウェア・デファインド・ビークル）の市場規模は22年に356億ドルだったものが32年には1兆7,168億ドルを突破するとみられている。

特にOTA（Over The Air：インターネット経由でソフトウェアを更新する技術）を使って車を制御するソフトウェアを更新できるSDVの開発が主流になり、今後のSDV市場は年間20%近い成長を続ける見通し。この市場には自動車メーカーや関連部品メーカー、組込みハードウェア・ソフトウェア開発企業、ITシステムベンダーなど様々なプレーヤーが存在する。自動車産業は裾野が広く、関連部品メーカーなどユーザー企業ではIT化が遅れ、ベンダー企業であるシステムインテグレーター（SIer）にITシステム構築を依頼するケースが多い。

ただ、ユーザー企業側がITシステムの不具合を知っても問題の全容がつかめず、ベンダー企業側は限られた利益水準内で多重下請けに出し問題解決が遅れるなど、課題を抱えるケースも目立つ。同社にはこうした課題を抱えるユーザー企業の状況改善を共に行う伴走型コンサルに強みを持つ。ユーザー企業のITスキルが高まれば、SIerにITシステム構築を全面委託する需要は減り、段階的に内製化を志向する動きもあるという。

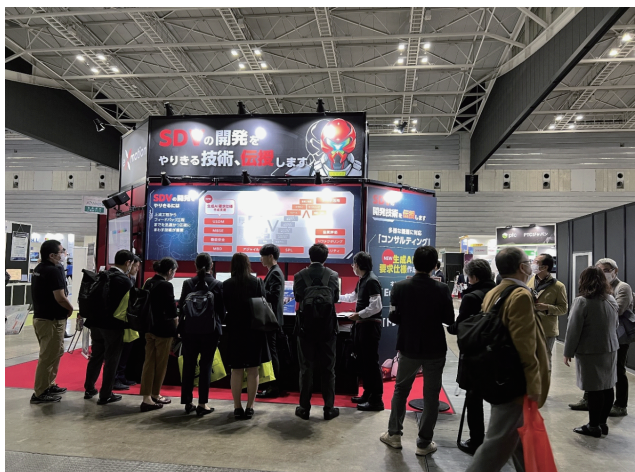
同社はSIerのようにシステム構築を受注するプレーヤーではないが、SIerビジネスの拡大・縮小、ユーザー企業の内製化など潮流がどう変わっても、伴走型コンサルというポジションでユーザー企業の最適なニーズに応え、業績成長を遂げていく考えだ。

CoBrainの受注高は期初の売上目標を突破



出所：会社資料

25年も展示会への出展で「CoBrain」などの認知度向上を図る



出所：会社資料（画像は23年の出展の様子）

リスク要因

同社の売上高は自動車業界向けが大半を占めている。自動車業界が推進する自動運転等の技術や開発現場で起こる問題点等に対して、提案や支援を行っているが、技術開発が一段落したり、現場支援のニーズが減少したりするようであれば、業績に大きな影響を与える可能性がある。その他、技術人材の確保や人員流出などのリスクも要注意。

株主還元 (11/5時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
23年11月期	実績	0円	18円	18円
24年11月期	実績	0円	19円	19円
25年11月期	会社予想	0円	20円	20円

■ 株主優待

なし

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (11/5時点)

		エクスマーシオン (4394・東証グロース)	フューチャー (4722・東証プライム)	ULSグループ (3798・東証スタンダード)
基本事項	株価	811円	2,130円	729円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	81,100円	213,000円	72,900円
	決算月	11月	12月	3月
t 株価指標	PER(予)	19.1倍	16.5倍	2.1倍
	PBR(実)	1.5倍	3.4倍	0.4倍
	配当利回り(予)	2.5%	2.2%	1.0%
成長性	売上高成長率(予)	13.0%	8.8%	20.4%
	営業利益成長率(予)	29.0%	9.4%	18.2%
	EPS成長率(予)	29.1%	11.0%	19.2%
収益性	売上高営業利益率(予)	13.8%	21.1%	19.5%
	自己資本当期純利益率(実)	6.3%	19.3%	18.0%
	総資産経常利益率(実)	9.1%	18.9%	21.5%
財務安定性	自己資本比率(実)	90.5%	60.3%	72.2%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.0%	32.2%	0.0%
	流動比率(実)	941.3%	319.9%	391.5%

比較企業は、IT系の伴走型コンサルのフューチャー（4722）、ユーザー企業にシステム開発発注支援コンサルティングなどを提供するULSグループ（3798）を選定した。

※ULSグループは9月末に1対10の株式分割実施

■成長性

リスクリング需要は依然として高く、環境は依然として良好で、「Eureka Box」の伸びやbuboの単価アップに加え、25年11月期は「CoBrain」のサービス開始もあって2ケタ増収増益を目指す。比較企業のうち、フューチャーでも企業によるDXへの取り組みが続くとみているほか、深刻な人手不足を補うための抜本的な経営改革による業務効率化などでIT投資が続くと予想しており、25年12月期も増収・営業増益を計画。ULSグループは前期に続き、26年3月期も2ケタ増収増益を予想する。人的資本等への大規模な成長投資を継続するほか、経営基盤を強化することで今後の持続的かつ飛躍的な事業成長を目指す。

■収益性

25年11月期の売上高営業利益率は13.8%（前期は12.1%）となる見通し。前期は「CoBrain」立ち上げに伴う費用が発生したが、今期は「CoBrain」の収益化などで利益率の改善を見込む。24年11月期は経常利益、純利益ともに増益となったため、自己資本当期純利益率（ROE）は6.3%（23年11月期は0.4%）、総資産経常利益率（ROA）は9.1%（同7.9%）と、いずれも23年11月期から向上した。

■財務安定性

エクスマーシオン、ULSグループは有利子負債がなく、財務面での不安は小さい。特にエクスマーシオンは24年11月期連結の自己資本比率が90.5%（23年11月期は91.3%）、流動比率が941.3%（同1007.4%）と高い水準を維持し、競合と比較しても極めて高い。フューチャーは24年に企業経営支援のリヴァンプを子会社化するための資金調達で長期借入金が増えたため、24年12月期のデット・エクイティ・レシオが32.2%（23年12月期は0.6%）となったが、特に懸念するような水準ではない。なお、エクスマーシオンは創業まもなくリーマンショックがあり、直接的な影響は小さかったものの、将来の資金制約リスクなどに備えて現預金を多く保有している。

ウエルスアドバイザー株式会社
データ分析部 アナリスト 宮川 子平
03-6229-0078 smiyagawa@wealthadvisor.co.jp

ウェルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートの読み方

特 徴

(1) 第三者機関として中立的な立場を重視

ウェルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートは、ウェルスアドバイザーが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。ウェルスアドバイザーがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

(2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50 億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

(3) 3 段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、ウェルスアドバイザーの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を 15%以上上回ると予測される場合

Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の - 15%～+ 15%にとどまると予測される場合

Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を 15%以下下回ると予測される場合

ウェルスアドバイザーでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

(4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

項目説明

■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2～4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびウェルスアドバイザーの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS 成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債 / 自己資本 × 100）、流動比率（＝流動資産 / 流動負債 × 100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。