

自動車産業向け組込みソフトの技術コンサルティング

投資判断 (5/7)

エクスマーシオン

(4394・東証グロース)

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)
886円 (5/7)	100株	26.8億円 (5/7)	905円 (26/4/6)	756円 (26/2/17)	20.1倍 (5/7)

AI事業拡大で成長加速、コンサル事業は堅調維持

■第1四半期は増収増益、CoBrain と効率化が寄与

26年11月期第1四半期（25年12月－26年2月）の連結業績は、売上高358百万円（前年同期比4.5%増）、営業利益57百万円（同54.9%増）となった。生成AIを活用した要件定義支援サービス「CoBrain（コブレイン）」は前年同期が収益化の直前だったほか、25年11月にリリースした新機能が好評で足元でも受注が大幅に増加し、売上を押し上げた。コンサルティング事業も他社に代替できない支援が好評で継続率が90.5%と高水準を維持。「Eureka Box（ユーリカボックス）」は累積受注件数を伸ばした。CoBrain開発でのAI活用で効率化が進んだことで外注費も削減できた。

26年11月期の連結業績予想は、売上高1,451百万円（前期比4.7%増）、営業利益204百万円（同7.7%増）を据え置いている。

■生成AI活用でストック型ビジネスの比率向上へ

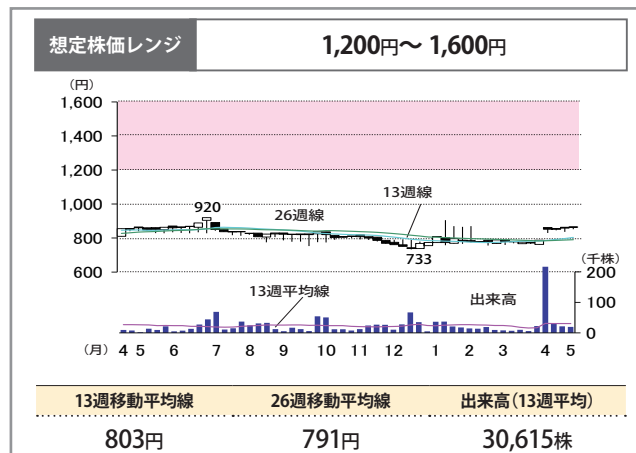
コンサルティング事業は堅調を維持。特に上流工程において強みを持ち、下流工程中心の競合との差別化により高い継続率を維持している。一方、従来の「人月商売」からの脱却を目的として、生成AIを活用したストック型ビジネスへの転換を加速させている。現場業務からAIの活用が可能な領域を抽出し、設計や実装を通じて実用化するステップを進めており、社内利用から顧客提供へと展開する段階。最終的にはコンサルティング業務にAIを組み込み、案件終了後はサブスクリプション型サービスとして継続できるモデルの構築を目指している。

生成AI関連事業は準備段階だが、第2四半期（26年3－5月）以降の本格稼働が見込まれており、すでに一定の受注や売上も発生し始めている。AI関連コンサル案件は前年同期比で約2－3倍の成長を示しており、顧客のAI活用ニーズの高まりを背景に拡大傾向にある。また、

業績動向 (5/7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)
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	実績	1,386	7.9	189	22.1	194	23.0	127	28.5	42.2
26年11月期	会社予想	1,451	4.7	204	7.7	206	6.4	133	4.5	44.0
	WA予想	1,451	4.7	204	7.7	206	6.4	133	4.5	44.0
27年11月期	WA予想	1,600	10.3	240	17.6	240	16.5	160	20.3	52.9

EPSは6月1日を効力発生日とした1対2の株式分割前換算の数値



「Eureka Box」も高水準の継続率を維持しており、企業の人材育成ニーズを捉え、今後も安定した収益基盤として期待できそうだ。

さらに、「CoBrain」は24年11月のリリース以降、機能強化を背景に受注が急拡大している。特にドキュメント自動生成機能の追加が成長要因となっているが、同サービスは利益率が高く、収益面での寄与も拡大が見込まれる。

AIの普及によるソフト開発は「作成」から「指示」へ役割転換が進むことが予想され、「CoBrain」などの既存サービスや生成AIを活用した新サービスによりストック型ビジネスの比率向上が期待され、収益構造の転換で成長余地も大きいと期待される。

ウエルスアドバイザー（WA）では、27年11月期に26年11月期比で2ケタ増収増益との見通しを据え置き、エクスマーシオンの想定株価レンジについても、過去のPERや業界平均のPERを参考に算出した1,200－1,600円を維持する。足元の株価との乖離が大きいいため、投資判断は「Overweight」を継続する。

(宮川 子平)

■ 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。

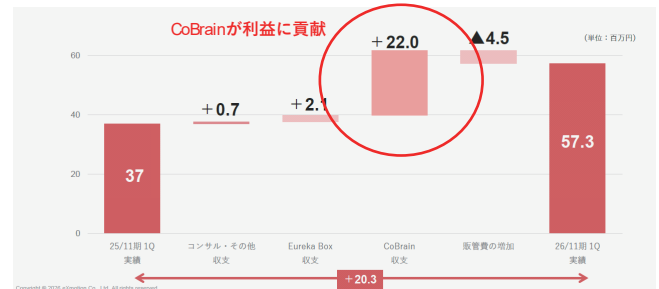
特にOTA（Over The Air：インターネット経由でソフトウェアを更新する技術）を使って車を制御するソフトウェアを更新できるSDVの開発が主流になり、今後のSDV市場は年間20%近い成長を続ける見通し。

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イヤーが存在する。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。

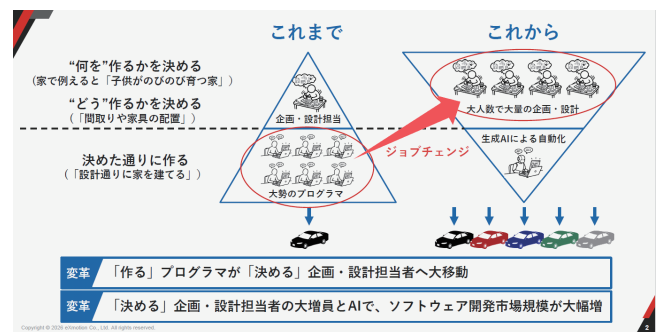
同社にはこうした課題を抱えるユーザー企業の状況改善を共に行う伴走型コンサルに強みを持つ。ユーザー企業のITスキルが高まれば、SierにITシステム構築を全面委託する需要は減り、段階的に内製化を志向する動きもあるという。同社はSierのようにシステム構築を受注するプレイヤーではないが、Sierビジネスの拡大・縮小、ユーザー企業

第1四半期の営業利益はCoBrainの収益化で大幅増



出所:会社資料を基にウエルスアドバイザー作成

生成AIでエンジニアとソフトウェア開発に変革



出所:会社資料

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。

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なことがあれば、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 (5/7時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
24年11月期	実績	0円	19円	19円
25年11月期	実績	0円	20円	20円
26年11月期	会社予想	5円	20円	25円

※26年11月期の期末配当金は6月1日を効力発生日とした1対2の株式分割前換算の金額

■ 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) (5/7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	886円	1,533円	504円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	88,600円	153,300円	50,400円
	決算月	2025/11	2025/12	2025/03
株価指標	PER(予)	20.1倍	11.5倍	14.6倍
	PBR(実)	1.6倍	2.2倍	2.8倍
	配当利回り(予)	2.8%	3.1%	1.4%
成長性	売上高成長率(予)	4.7%	6.1%	20.4%
	営業利益成長率(予)	7.7%	8.2%	18.2%
	EPS成長率(予)	4.2%	0.7%	16.0%
収益性	売上高営業利益率(予)	14.1%	21.7%	19.5%
	自己資本当期純利益率(実)	7.8%	19.8%	18.0%
	総資産経常利益率(実)	10.7%	17.6%	21.5%
財務安定性	自己資本比率(実)	89.9%	64.4%	72.2%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.0%	24.2%	0.0%
	流動比率(実)	885.0%	336.4%	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2025年10月1日に1対10の株式分割実施、エクスマーシオンは26年6月1日に1対2の株式分割実施を予定

■成長性

今後の事業環境の変貌を見据えてコンサルティング事業におけるストックビジネス化を進めるため、生成AI活用にリソースを振り分ける計画で、売上高成長率は前期の7.9%から鈍化。利益面でも、営業利益成長率が7.7%（前期は22.1%）、EPS成長率が4.2%（同28.4%）に落ち着く見通し。ストックビジネス化への転換の成果は今期中にもみえてくるとみられ、まずは既存の「CoBrain」などの動向を見守りたい。比較企業のうち、フューチャーではAIを活用することで自社の生産性の大幅な向上に取り組む計画。ULSグループは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

26年11月期の売上高営業利益率は14.1%（前期は13.7%）とやや上昇する見込み。ビジネスモデルの転換でストックビジネスの伸長と、CoBrainの開発がひと段落ついたことにより利益率が改善するとみている。25年11月期の自己資本当期純利益率（ROE）は7.8%（24年11月期は6.3%）、総資産経常利益率（ROA）は10.7%（同9.1%）と、いずれも24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。エクスマーシオンは「CoBrain」の受注で前受金や増え、流動負債がやや膨らんだものの、25年11月期の自己資本比率が89.9%（24年11月期は90.5%）、流動比率が885.0%（同941.3%）と、競合と比較しても高い水準を維持した。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

ウエルスアドバイザー・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

ウエルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートは、ウエ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。ウエ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、ウエ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%以下回ると予測される場合

ウエ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、およびウエ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方面から捉えるほか、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。