

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 (7/29)

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)
541円 (7/29)	100株	32.7億円 (7/29)	606円 (26/7/7)	378円 (26/2/17)	24.6倍 (7/29)

A I 戦略、検証・事業拡大・利益成長の3段階で進行

■第2 四半期は増収増益で計画ブレ着地

26年11月期第2四半期累計(25年12月－26年5月)の連結業績は、売上高706百万円(前年同期比4.6%増)、営業利益97百万円(同30.2%増)となり、期初計画(売上高702百万円、営業利益82百万円)を上回って着地した。生成AIによるソフトウェア開発が広がりを見せるなか、従来からの自動車メーカーからは自動運転やSDV(ソフトウェアによって定義される自動車)開発支援などの継続案件があり、ほかの産業分野からも、半導体製造装置やフィジカルAIのAI活用支援の依頼が急増。売上面ではコンサルティング事業が計画以上に好調で、全体をけん引。ストックビジネス型で、生成AIを活用した要件定義支援サービス「CoBrain(コブレイン)」や、eラーニングサービス「Eureka Box(ユーリカボックス)」は利益に貢献した。

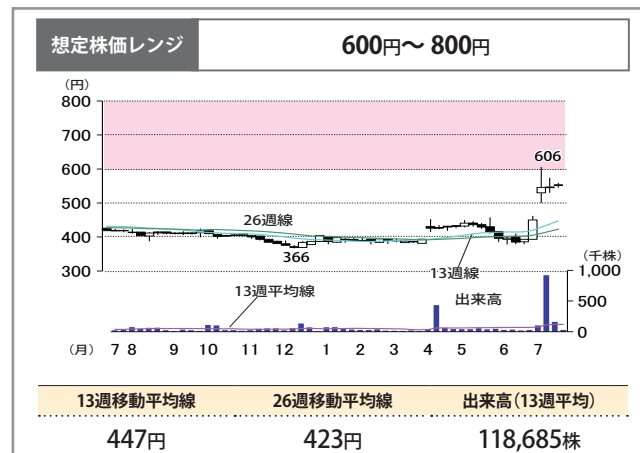
26年11月期の連結業績予想は、売上高1,451百万円(前期比4.7%増)、営業利益204百万円(同7.7%増)を据え置いた。

■AIビジネスの成長に確信、株主優待制度を導入

26年11月期より株主優待制度を導入する。毎年11月末現在で1単元(100株)以上保有の株主に、一律1,500円相当のデジタルギフトを贈呈するもので、直近の株価から算出した配当金と合わせた総合利回りは5%前後となる。優待制度の導入は株主層の拡大や流動性向上を目的としているが、これまで仕込みや検証を進めてきたAI活用ビジネスについて、今後は右肩上がりではなく指数関数的な成長が期待できると判断し、事業成長への確信を深めたことも理由のひとつだ。

同社のAI関連分野の売上高は、この1年半で約2倍に拡大した。2026年を「検証」、2027年を「事業拡大」、2028年を「利益成長」の年と位置づける。今回の増収はその移行を後押しする材料だ。足元では生成AIの性能向上により、汎用AIでも十分と考える顧客企業も存在するものの、同社は長年培ってきた組込みソフトウェア開発や製造業向けコンサルティングの知見を強みとしている。AIを単に導入するだけでなく、品質や安全性を担保しながら活用するノウハウは、汎用AIにはない同社独自の価値となる。

顧客企業の導入を促進させるためにも、引き続き生成AI



を活用した要件定義支援サービス「CoBrain(コブレイン)」の機能拡充に注力する。MCP(Model Context Protocol)への対応などを進め、顧客が利用するAI環境から同社サービスを活用できる仕組みを整備することで、利便性向上と差別化を図る。また、AIエージェントの普及を見据え、専門的な知見を持つAIサービスとして進化を目指す。

また、これまで顧客に対しては部門レベルでサービスの導入などを進めてきたが、全社レベルでの提案に切り替えていく計画。経営層が関与することで導入判断が進みやすくなるほか、横展開がしやすくなり、標準化や競合との差別化も期待される。

従来、同社のコンサルティングはソフトウェア品質向上という「リスク低減」の側面が強かったが、AIの登場により「開発スピード向上や生産性向上」という成長投資としての需要が拡大している。AIを活用し、人手に依存しない形で顧客支援を広げることで、さらなる成長余地が期待される。

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600－800円(前回は株式分割前で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 (7/29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	—	16.5
25年11月期	実績	1,386	7.9	189	22.1	194	23.0	127	28.5	21.1
26年11月期	会社予想	1,451	4.7	204	7.7	206	6.4	133	4.5	22.0
	WA予想	1,451	4.7	204	7.7	206	6.4	133	4.5	22.0
27年11月期	WA予想	1,600	10.3	240	17.6	240	16.5	160	20.3	26.5

6月1日を効力発生日として1対2の株式分割を実施しているため、25年11月期以前のEPSは遡及修正

■ 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。

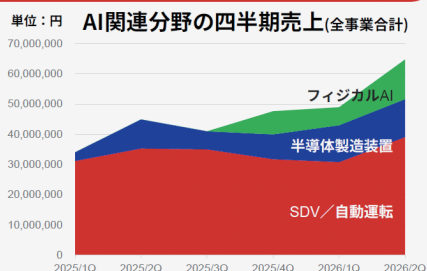
特にOTA（Over The Air：インターネット経由でソフトウェアを更新する技術）を使って車を制御するソフトウェアを更新できるSDVの開発が主流になり、今後のSDV市場は年間20%近い成長を続ける見通し。

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。

AI関連分野の売上は1年半で約2倍

上期：AI関連銘柄からの「現場」支援が急拡大



半導体製造装置・SDV・フィジカルAIが牽引し、
1年半で売上が約2倍に急拡大

主要顧客例

ニコン、SCREENセミコンダクターソリューションズ、トヨタ自動車
ウーブン・バイ・トヨタ、SUBARU、自動運転スタートアップ企業など

出所：会社資料

AI戦略は「検証」から「成長」のフェーズへ



出所：会社資料

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。この他、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 (7/29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	10円	—

※24年11月期、25年11月期、26年11月期第2四半期末の配当は6月1日付の株式分割前の実際の金額。株式分割を考慮しない場合の26年11月期の1株当たり期末配当金は20円、年間配当金は25円

■ 株主優待

毎年11月30日現在で1単元（100株）以上保有の株主に一律1,500円相当のデジタルギフト（※）を贈呈

※デジタルギフトは、Amazonギフトカード、EdyギフトID、QUOカードPay、au PAYギフトカード、nanacoギフト、Pontaポイントなどの中から自由に選択可

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (7/29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	541円	2,382円	582円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	54,100円	238,200円	58,200円
	決算月	11月	12月	3月
株価指標	PER(予)	24.6倍	17.9倍	14.3倍
	PBR(実)	2.0倍	3.4倍	2.8倍
	配当利回り(予)	—	2.0%	1.4%
成長性	売上高成長率(予)	4.7%	6.1%	21.7%
	営業利益成長率(予)	7.7%	8.2%	21.4%
	EPS成長率(予)	4.2%	0.7%	12.3%
収益性	売上高営業利益率(予)	14.1%	21.7%	18.3%
	自己資本当期純利益率(実)	7.8%	19.8%	18.8%
	総資産経常利益率(実)	10.7%	17.6%	20.9%
財務安定性	自己資本比率(実)	89.9%	64.4%	74.7%
	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%	437.3%

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

■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、26年11月期は生成AI活用にリソースを振り分ける計画。売上高成長率は4.7%（前期は7.9%増）、営業利益成長率は7.7%（同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、ULSグループは27年3月期で2ケタ増収増益を予想。エンジニアやコンサルタントの積極採用と人材育成などにより、持続的な事業成長の基盤を強化する。

■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」の受注で前受金が増え、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
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%以上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。