

ホリスティック企業レポート エクスマーション 4394 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート
2018年7月31日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20180730

「組み込みソフトウェア」の設計技術に特化したコンサルティング事業を展開 エンジニアファーストの経営スタイルで技術参謀集団としての成長を目指す

アナリスト:前田 吉弘 +81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

【4394 エクスマーション 業種:情報・通信業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2016/11	622	6.5	123	-	123	-25.4	80	-21.6	87.9	330.2	26.6
2017/11	694	11.6	125	1.2	125	1.4	85	5.4	91.7	395.3	28.0
2018/11 予	834	20.2	143	14.4	145	16.1	96	12.9	89.8	-	未定

(注) 1. 2018/11期の予想は会社予想
2. 2016年2月26日付けで1:100の株式分割、2018年3月16日付けで1:50の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	5,570円 (2018年7月27日)	本店所在地 東京都品川区
発行済株式総数	1,250,000株	設立年月日 2008年9月1日
時価総額	6,963百万円	代表者 渡辺 博之
上場初値	5,000円 (2018年7月26日)	従業員数 49人 (2018年5月)
公募・売出価格	3,340円	事業年度 12月1日~11月30日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎事業年度終了後3カ月以内
		【主幹事証券会社】 SBI証券
		【監査人】 新日本有限責任監査法人

> 事業内容

◆ 主力事業は「組み込みソフトウェア」向けコンサルティング

エクスマーション(以下、同社)は、08年9月の設立以来、「組み込みソフトウェア」の設計技術に特化したコンサルティング事業をメインとし、そこで得られた知見を教育・人材育成事業やツール事業に展開している(図表1)。

コンサルティング事業は、自動車やロボットやデジタル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現場支援を提供している。特に自動車分野で大きな実績を持ち、車載システムの多くの分野に対し、主に上流工程を中心とした開発技術の導入を支援している。

(注1) モデリング技術

多様化するユーザーニーズに対応するために問題の仕組みや検討過程を可視化し、組織のナレッジとして共有や他者に伝えやすい形式で資産化すること。

(注2) リファクタリング

プログラムの外部からみた動作を変えずにソースコードの内部構造を整理すること。

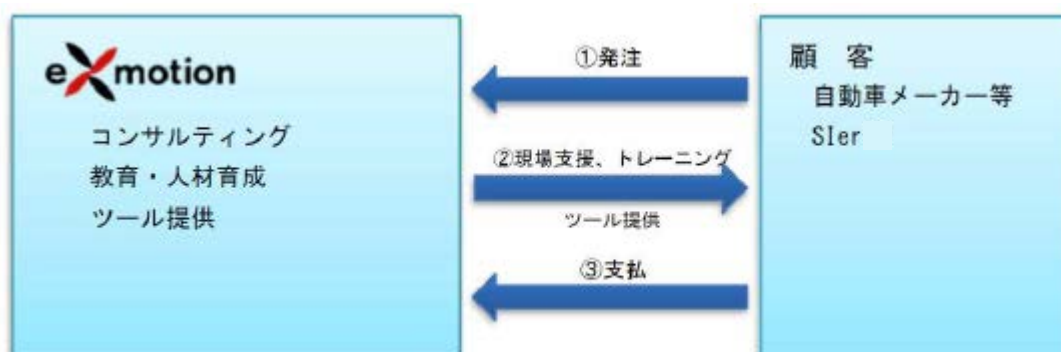
コンサルティング内容としては、モデリング技術^{注1}を中心としたソフトウェアの設計技術や、コード品質を改善するリファクタリング^{注2}、さらには複数の製品を効率的に開発するための部品開発や派生開発など、ソフトウェア開発に有効な多くの技術を得意領域としており、その分野で豊富な経験と技術を有するコンサルタントを擁している。

同社のコンサルティングは、従来型の提案主体のコンサルティングではなく、提案した内容を実際に自分たちで実践し、直接課題解決まで手掛けるワンストップ型の実践スタイルが特徴となっている。

教育・人材育成事業は、独自開発した社内向けエンジニアリング手法習得用トレーニング教材を、顧客向けの人材育成用トレーニングサービスとして提供するものである。

ツール提供事業は、コンサルティングで実績のあるソリューションの一部を低価格で利用可能なツールとして顧客に提供するものであり、現在はソースコードの品質を診断する「eXquto」、モデルの品質を診断する「MODEL EVALUATOR」、異なるモデル同士の変換ツール「mtrip」の3つをリリースしている。

【 図表 1 】 事業系統図



(注) Sler とは、システム構築業務の企画・構築及びサポート等を請け負う人・会社のこと
(出所) 届出目論見書

> 特色・強み

◆ 明快な企業理念のもと、優れたビジネスモデルを構築

同社の企業理念は、「見えないものを見えるように！、複雑なものを簡単に！、理論だけでなく実践を通じて！」というポリシーのもとで、「高品質なソフトウェアを通して新しい社会の実現に貢献する」というものである。

同社は自身の強みを、「専門性の高い人材」、「組み込みソフトウェアに専門特化した事業」、「ワンストップ支援」としているが、的確な事業領域の選択と集中だけでなく、継続性が高いビジネスモデルを構築している点は高く評価できよう。

◆ 時代の流れと自社コンピタンスがマッチした事業領域の選択

同社は、時代の流れを読み、成長機会と企業理念と自社コンピタンスをマッチさせた的確なターゲット戦略を推進している。

第4次産業革命が進展するもと、製品のスマート化に不可欠となる「組み込みソフトウェア」の開発ニーズは急増し、プログラムは一段と大規模・複雑化している。

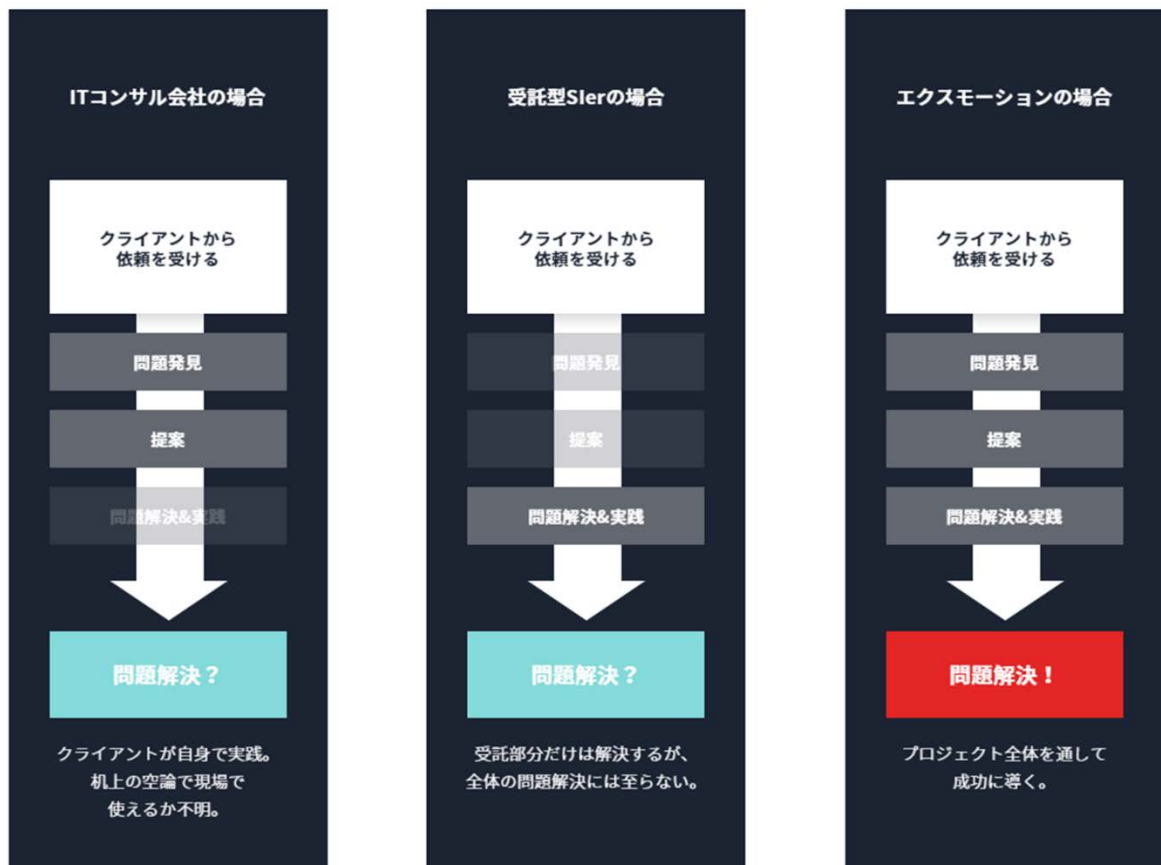
自動車メーカーなどの製造業各社は、ハードウェアの性能を引き出す「制御技術」のプロ集団ではあっても、「組み込みソフトウェア」開発における「設計技術」の面で課題を抱えることも多い。

こうした流れのなかで、全体最適設計、モデルによるシミュレーション、将来の追加・変更への配慮といった「設計技術」のプロ集団である同社は、「技術参謀」として顧客の現場を支援することで課題解決し、「高品質なソフトウェア」を効率的に市場に届けることを事業の目的としている。

◆ **ワンストップ支援が可能にする高い利益率**

同社が提供するコンサルティングは、問題発見から提案、実践までの「ワンストップ支援」を通じ、顧客が抱える課題を全体解決することを目指しており、提案中心の IT コンサル会社や部分解決までの受託型 SIer とは一線を画している(図表 2)。

【 図表 2 】ワンストップ型コンサルティング



(出所) エクスマーシオン ホームページ

「ワンストップ支援」を提供するためには、多くのスキルと豊富な実績が必要であり、一朝一夕での参入は困難といえる。また、顧客やプロジェクト毎に課題解決方法が異なり、大規模チームによるサービス提供モデルが必ずしも顧客ニーズを満たす訳ではないことも、大手企業による参入驚異を小さくしている。

こうしたことから、同社は顧客にとって重要な存在として、高採算案件の選別受注が可能となり、トヨタ自動車(7203 東証一部)や日産自動車(7201 東証一部)、本田技術研究所、SUBARU(7270 東証一部)といったコスト意識が極めて高い自動車メーカーがメインの顧客でありながらも、高い利益率を確保し続けている。

◆ エンジニアファーストの経営スタイル

同社はエンジニアファーストの経営スタイルを追求しており、技術参謀集団としての成長を目指している。具体的には、①仕事へのモチベーションアップ(いつでも可能な昇進試験、優秀な同僚とのコラボレーション、ハイクラスなスキルに見合った高報酬など)、②絶え間ないスキルアップ(成長を促す高難易度のプロジェクト、一人あたり年間10万円のスキルアップ予算、稼働時間の10%を自己研鑽に充当など)といった仕組みを導入している。

同社が求めるのは「設計技術」が得意なエンジニアであるが、そうした人材は一般的に埋もれた存在になっているケースが散見される。こうしたなかで、「同社が、エンジニアのエンジニアによるエンジニアのための会社であり、ただひたすら技術と向き合うことができる会社であること、エンジニアが尊敬され、エンジニアとしてキャリアアップできる会社であること、ハイクラス・エンジニアの聖地であることなどを積極的に発信し、それに共感して人材が自然と集まる」という企業風土が確立されつつある。

エンジニアファーストの経営スタイルは、高い人材定着率(退職者数は年間1名程度)や順調な人材獲得(17/11期は年間9名採用、18/11期は7月末時点で内定者含み9名採用)という実績につながっており、労働集約型である同社ビジネスモデルの継続性を高めている。

> 事業環境

◆ 成長続く「組み込みソフトウェア」市場

NEDO(新エネルギー・産業技術総合開発機構)によると、「組み込みソフトウェア」に関する製品(OS、ミドルウェア、開発環境、ツール)の市場規模は、14年時点で国内は800億円程度、世界では1兆1,400億円程度となっており、30年の世界市場はおよそ2兆円規模に拡大すると予想されている。また、国内での分野別の市場内訳をみると、車載向けが全体の4割強を占め、家電向けが3割強、産業機械向けが2割強と続いている(図表3)。

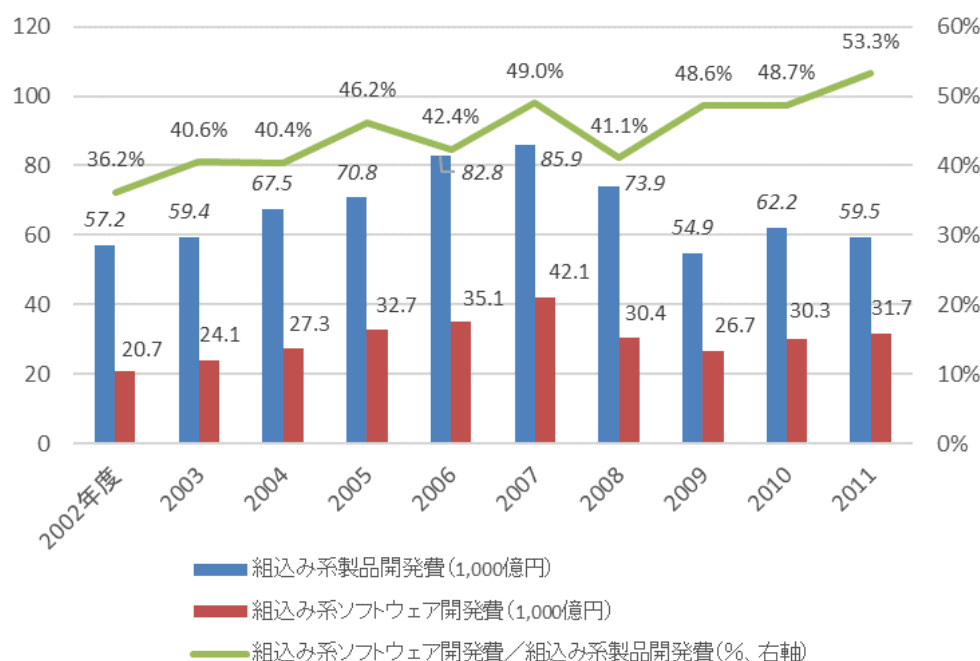
【 図表 3 】 「組み込みソフトウェア」関連製品の市場規模

	国内市場		世界市場	
	2014年	構成比	2014年	2030年
車載	32,370	41%	461,289	808,754
産業機械	18,705	23%	266,556	467,338
家電	26,467	33%	377,168	661,269
医療・福祉	2,118	3%	30,183	52,918
計	79,660	100%	1,135,196	1,990,278

(出所) NEDO 「TSC Foresight Vol.18」を基に証券リサーチセンター作成

また、「組み込みソフトウェア」は組み込みシステムを製造するメーカーにおいて内製されていることも少なくない。IPA(独立行政法人情報処理推進機構)が算出したデータによると、国内では「組み込みソフトウェア」の開発に年間3兆円程度が投じられており、組み込みシステムの開発費全体に占める割合は年々増加し、過半数を占めるに至っている(図表4)。

【 図表 4 】 製品開発費と「組み込みソフトウェア」開発費の推移



(出所) NEDO 「TSC Foresight Vol.18」を基に証券リサーチセンター作成

◆ 製品のスマート化で大規模・複雑化する「組み込みソフトウェア」

「組み込みソフトウェア」市場の成長の背景にあるのが、製品のスマート化である。掃除機を例にとると、ただゴミを吸引していた製品が、ゴミを検知し吸引力を

制御するようになり、今では全自動の掃除ロボットが当たり前になりつつある。こうした製品のスマート化を裏で支えているのが「組み込みソフトウェア」の大規模・複雑化なのである。

◆ CASE が追い風となる車載向け「組み込みソフトウェア」

車載向け「組み込みソフトウェア」市場で追い風になっているのが、いわゆるCASE(接続性 Connectivity、自動運転 Autonomous、共有 Shared、電動化 Electric)である。

トヨタ自動車の高級車である LEXUS LS シリーズが採用する車載用「組み込みソフトウェア」の行数(規模)は、00年 100万行→08年 1,000万行→16年 1億行→24年 10億行とされており、8年ごとに10倍の大規模・複雑化が進んでいるわけだが、その原動力となっているのが、CASE というトレンドである。

車載向けビジネスをメインとする同社は、CASE のうち、すでに A と E の分野で実績をあげており、今後は C と S の分野でも案件の獲得が見込まれよう。

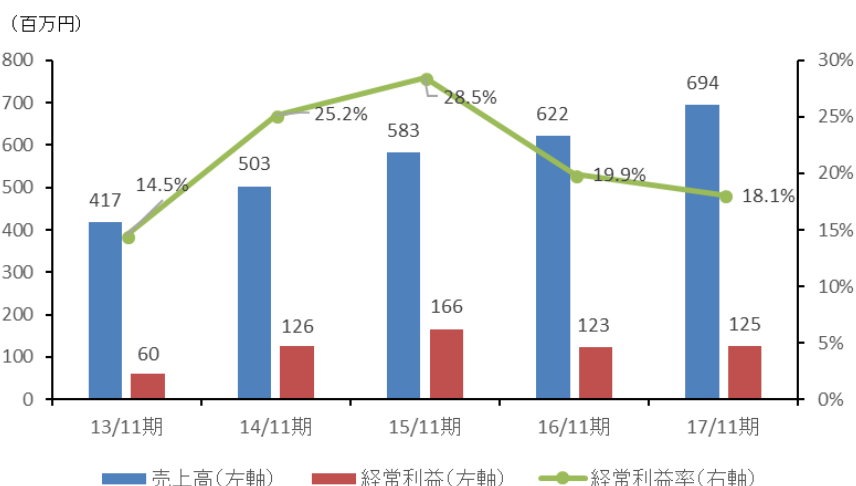
> 業績

◆ 過去の業績推移

過去の業績推移をみると、売上高は 13/11 期の 417 百万円から 17/11 期の 694 百万円へと、年率 13.5%のペースで順調に拡大している。一方、経常利益は 16/11 期以降、足踏み状態であるが、間接部門の業務内製化に伴うコスト増によるものであり、一段の業容拡大に備えた前向きな動きと評価してよからう。

17/11 期は、国内経済が緩やかな回復基調を継続する一方、海外において保護主義の高まりに対する懸念が台頭するなど需要環境には不安定な面があった。同社は主要顧客である大手自動車メーカーが推進する自動運転対応等のニーズを的確に取り込み、17/11 期の受注高は前期比 9.6%増となる 730 百万円、期末の受注残高は前期末比 16.8%増の 254 百万円となり、間接部門の業務内製化コストの増加を吸収して微増益を確保した(図表 5)。

【 図表 5 】 過去 5 期間の業績推移



(注) 16/11 期以降は監査法人監査済み
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 18 年 11 月期第 2 四半期累計期間

18/11 期第 2 四半期累計期間の売上高は 392 百万円、経常利益は 89 百万円、四半期純利益は 58 百万円であった。事業環境としては、国内景気の緩やかな回復基調は続くも、欧米の政策動向や中国経済の動向など海外発の不確実性要因は予断を許さない状況もまた継続している。こうしたなかにあつて、主要顧客である大手自動車メーカーが推進する自動運転対応や EV(電気自動車:Electric Vehicle)等のニーズを的確に取り込んだ結果である。

売上高比率 10%以上の顧客には、SUBARU(売上高比率 35.9%)、本田技術研究所(同 16.9%)、ネクスティエレクトロニクス(同 15.5%)、日本精工(6471 東証一部、同 11.0%)の 4 社が名を連ねており、17/11 期から大きな変化はない(図表 6)。

【 図表 6 】 売上高上位顧客

	2016/11		2017/11		2018/11 2Q累計	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合
株式会社SUBARU	298	48.0	261	37.7	141	35.9
株式会社ネクスティエレクトロニクス	116	18.7	106	15.4	60	15.5
株式会社本田技術研究所	37	6.0	82	11.9	66	16.9
日本精工株式会社	55	8.9	81	11.7	43	11.0

(注) 1. 富士重工株式会社は 17 年 4 月 1 日付けで株式会社 SUBARU に社名変更
2. 株式会社豊通エレクトロニクスは 17 年 4 月 1 日付けで株式会社 トーメンエレクトロニクスと合併し、株式会社ネクスティエレクトロニクスに社名変更
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

なお、18/11 期第 2 四半期末の受注残高は 231 百万円と 17/11 期末の 254 百万円を下回っているが、案件のオファーは常に売上高の倍程度ある模様であり、特に問題視する必要はなさそうである。

◆ 18 年 11 月期の会社計画

同社は 18/11 期業績について、売上高が前期比 20.2%増の 834 百万円、経常利益が同 16.1%増の 145 百万円、当期純利益が同 12.9%増の 96 百万円と、二桁増収・増益を計画している。

主要顧客の自動車メーカーが ADAS (高度運転支援: Advanced driver-assistance system) や ADS (自動運転: Autonomous driving system) のレベル 2 のリリースとレベル 3 への進化、EV や HEV (ハイブリッド自動車: Hybrid Electric Vehicle) 等の新パワーユニットの量産、次世代コックピットやスマートミラー等既存機能のスマート化など、「組込みソフトウェア」の需要拡大に直結する取り組みを強化しており、良好な事業環境が続くことが見込まれる。

売上高については、既存取引先の動向及び新規取引先からの引き合いや商談状況、即戦力となるシニアエンジニアの採用計画などを勘案し、予想を策定している。一方、売上原価、販管費については、個別に発生する費用を積み上げて予想値を策定している。

> 経営課題/リスク

◆ 特定産業、特定顧客への依存について

同社の 17/11 期の売上高の約 90% は自動車業界向けで占められている。また、自動車業界に属する取引先上位 2 社に対する売上割合も 53% に達しており、自動車業界や特定顧客からの同社への依頼が減少した場合、同社業績に大きな影響を与える可能性がある。

◆ 要員の確保について

同社が展開するコンサルティング事業は、ソフトウェアエンジニアリングの理論と実践スキルを有する人材が不可欠であるが、大手メーカー等との人材獲得競争激化などにより、優秀な人材の確保が困難になる可能性がある。こうした状況が続く場合、同社業績に大きな影響を与える可能性がある。

◆ 配当政策について

同社は、企業価値を最大限に高め、強固な企業体質を確立することに努めつつ、株主に対する利益還元的重要性を認識しており、連続増配を実施しているが、18/11 期の配当に関しては未定としている。

【 図表 7 】 財務諸表

損益計算書	2016/11		2017/11		2018/11 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	622	100.0	694	100.0	392	100.0
売上原価	360	57.9	389	56.1	212	54.1
売上総利益	261	42.0	304	43.8	180	45.9
販売費及び一般管理費	137	22.0	178	25.6	93	23.7
営業利益	123	19.8	125	18.0	87	22.2
営業外収益	0	0.0	0	0.0	2	0.5
営業外費用	0	0.0	-	-	-	-
経常利益	123	19.8	125	18.0	89	22.7
税引前利益	123	19.8	125	18.0	89	22.7
当期純利益	80	12.9	85	12.2	58	14.8

貸借対照表	2016/11		2017/11		2018/11 2Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	360	95.5	375	84.5	453	86.1
現金及び預金	262	69.5	255	57.4	354	67.3
売掛金	65	17.2	72	16.2	45	8.6
棚卸資産	26	6.9	37	8.3	44	8.4
固定資産合計	16	4.2	68	15.3	73	13.9
有形固定資産	3	0.8	24	5.4	23	4.4
無形固定資産	9	2.4	17	3.8	24	4.6
投資その他の資産	3	0.8	26	5.9	25	4.8
総資産	377	100.0	444	100.0	526	100.0
流動負債	69	18.3	75	16.9	90	17.1
買掛金	5	1.3	1	0.2	1	0.2
短期性借入金	-	-	-	-	-	-
固定負債	-	-	-	-	-	-
長期借入金	-	-	-	-	-	-
純資産	307	81.4	368	82.9	436	82.9
自己資本	307	81.4	367	82.7	436	82.9

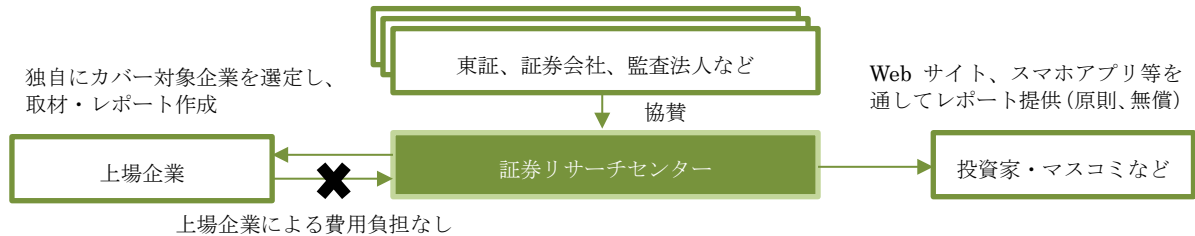
キャッシュ・フロー計算書	2016/11		2017/11		2018/11 2Q累計	
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	14	78	100			
減価償却費	6	8	5			
投資キャッシュ・フロー	-38	-61	-11			
有形固定資産の取得	-2	-25	-1			
財務キャッシュ・フロー	-11	-24	9			
配当金の支払額	-20	-24	-26			
現金及び現金同等物の増減額	0	-7	98			
現金及び現金同等物の期末残高	262	255	354			

(出所) 届出目論見書及び訂正報告書を基に証券リサーチセンター作成

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。