

ホリスティック企業レポート エクスマーシオン 4394 東証マザーズ

アップデート・レポート
2020年8月14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 20200811

エクスマーシオン(4394 東証マザーズ)

発行日:2020/8/14

「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・ファーム
一時的な減益を恐れぬ中長期視点に立った先行投資戦略に注目したい

> 要旨

◆ 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

- ・エクスマーシオン(以下、同社)は、「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。
- ・同社のコンサルティング事業は、極めて高い受注プロジェクトの「継続率+リピート率」を実現しており、自動車業界を中心に優れた顧客基盤を構築している。

◆ 20年11月期上期決算は当初会社計画に大きく未達

- ・20/11 期第2 四半期累計期間(以下、上期)の決算は、前年同期比でみて 9.0%減収、56.8%営業減益、当初の同社計画に対して売上高が13.5%の未達、営業利益が35.4%の未達となった。新型コロナウイルス感染症の影響が3~5月期に顕在化したことが、厳しい決算となった主因である。

◆ 20年11月期会社計画は6.0%増収、18.9%営業減益を見込む

- ・20/11 期について同社は、「新型コロナウイルス感染症による経済活動への影響は不確実性が高い」、「今後、業績予想を修正する必要が生じた場合には、速やかに開示する」としながらも、前期比6.0%増収、同18.9%営業減益とする当初計画を据え置いた。
- ・証券リサーチセンターは、20/11 期上期実績等を踏まえて20/11 期の業績予想を見直し、売上高を970百万円(前期比0.6%減)、営業利益を136百万円(同27.1%減)と予想した。

◆ さらなる成長に向けた投資活動は想定以上に進捗

- ・新型コロナウイルス感染症の影響で未稼働になった要員の投入とテレワークによる作業効率向上で、要員増に依存する労働集約型ビジネスモデルからの脱却を図るための投資活動は想定以上に進捗している。

アナリスト:前田 吉弘
+81(0)3-68812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2020/8/7
株価 (円)	1,178
発行済株式数 (株)	2,825,700
時価総額 (百万円)	3,329

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	22.5	40.1	26.4
PBR (倍)	2.4	2.4	2.3
配当利回り (%)	1.3	1.3	1.3

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	0.6	-31.8	-36.0
対TOPIX (%)	-2.7	-31.0	-37.5

【株価チャート】



【4394 エクスマーシオン 業種:情報・通信業】

決算期	営業収益 (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)
2018/11	834	20.2	145	16.4	146	16.3	99	16.4	45.6	478.6	14.0
2019/11	976	17.0	187	28.5	190	30.0	140	41.3	52.4	497.2	15.0
2020/11 CE	1,035	6.0	152	-18.9	153	-19.0	96	-30.9	34.7	-	15.0
2020/11 E	970	-0.6	136	-27.1	139	-26.8	87	-37.4	29.4	481.8	15.0
2021/11 E	1,193	23.0	208	52.3	210	51.4	132	51.4	44.6	511.4	15.0
2022/11 E	1,399	17.2	269	29.4	271	29.0	171	29.0	57.5	553.8	15.0

(注) 1. CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想

2. 19年6月1日付けで1:2の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

3. 18年7月の上場時に200,000株の公募増資、18年8月に54,600株のオーバーアロートメントに伴う有償第三者割当増資を実施

アップデート・レポート

2/21

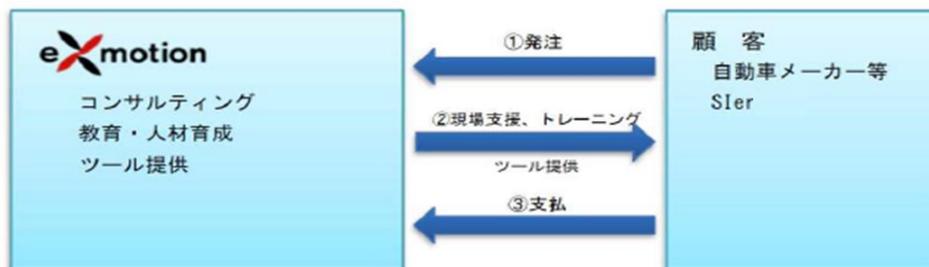
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 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

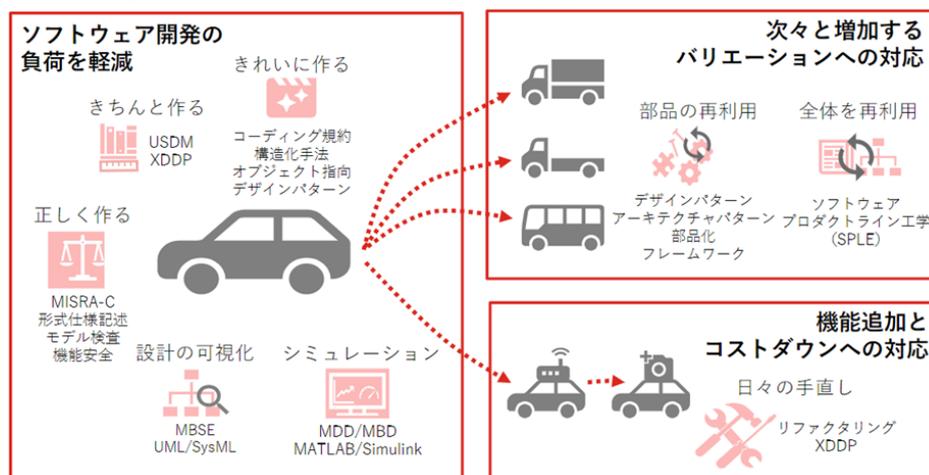
エクスマーシオン(以下、同社)は、08年9月の設立来、「組み込みソフトウェア」の設計技術に特化したコンサルティング事業をメインとし、そこで得られた知見を教育・人材育成事業やツール事業に展開している(図表1、図表2)。なお、事業別売上高の詳細な開示はない。

【図表1】事業系統図



(注) Sier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) エクスマーシオン有価証券報告書

【図表2】エクスマーシオンが有する「組み込みソフトウェアの設計技術」



(出所) エクスマーシオン成長可能性に関する説明資料

◆ 「現場支援」を標榜する同社のコンサルティング・スタイル

コンサルティング事業は、自動車やロボット、医療機器等の製品に組み込まれる「組み込みソフトウェア」の品質改善に特化したサービスを提供している。自動車業界向けに豊富な実績を持ち、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。

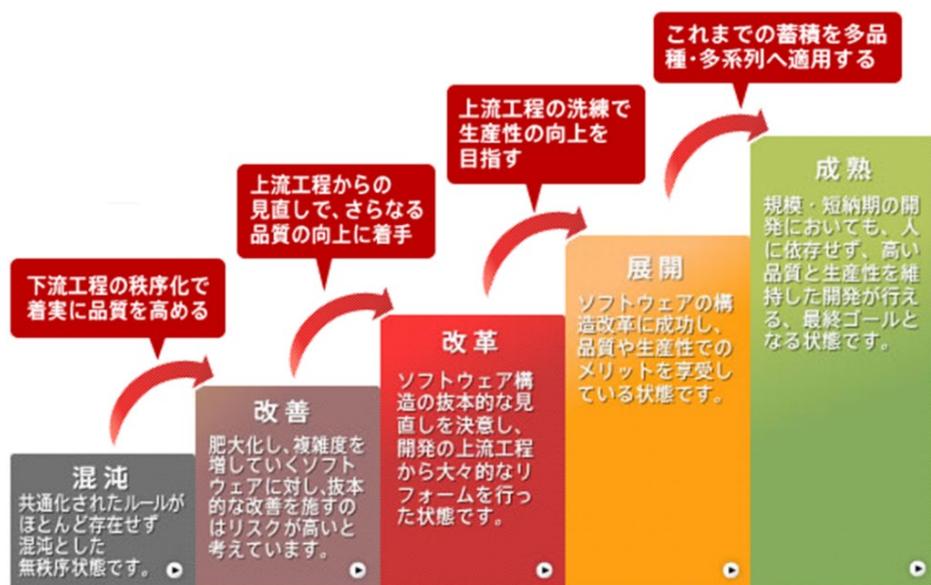
(注1) モデリング技術
多様化するユーザーニーズに対応するために問題の仕組みや検討過程を可視化し、組織のナレッジとして共有や他者に伝えやすい形式で資産化すること。

具体的には、「顧客が開発した自動運転技術等のアルゴリズムをソフトウェアとして効率的に構築し作り込む」を課題とした場合、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

(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。

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等の領域で顧客の開発力に応じたコン
サルティングを行っている(図表3)。

【図表3】顧客の開発力に応じた「現場支援」の内容



「混沌フェーズ→改善フェーズ→改革フェーズ→展開フェーズ→成熟フェーズ」へとステップアップするための支援内容

混沌フェーズでの支援内容	改善フェーズでの支援内容	改革フェーズでの支援内容	展開フェーズでの支援内容
<ul style="list-style-type: none"> ✓ ソースコードレベルでの整理・整頓 ✓ 変革への動機づけと成功体験 ✓ ソフトウェア開発リテラシーの習得 ✓ 変革リーダーの育成 ✓ 改善に向けたインフラ作り 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 設計レベルでの整理・整頓 ✓ 上流工程を見渡せる人材の育成 ✓ 上流工程に関与する人材の育成 ✓ 変革リーダーの育成 ✓ 上流工程の可視化とレビューによる品質保証 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 設計内容の洗練・進化 ✓ プロジェクト全体での上流化に向けての組織作り ✓ 自律的な改善 ✓ 上流工程の品質保証 ✓ プロセスの洗練化 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ソフトウェアのコア資産化 ✓ コア資産による商品開発に向けての組織作り ✓ 継続的な人材育成 ✓ SPLE^注プロセスの定義と推進 ✓ 人材育成のプロセス化

(注) SPLE は Software Product Line Engineering の略
(出所) エクスマーシオン ホームページを基に証券リサーチセンター作成

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、同社のコンサルタントが顧客の現場に深く入り込み、顧客と机を並べて一緒に手を動かしながら課題を解決し、技術を伝える実践型のワンストップ支援を特徴としている。

実践型とは、①教科書的な内容にとどまらない同社の知見に基づく具体的なソリューションを提案、②提案内容を自らが実践することで課題が解決できることを実証、③実証を通じた理解・信頼のもとで顧客の設計技術向上を支援といった流れのコンサルティング活動のこと

であり、同社はこうしたコンサルティング活動を「現場支援」と呼んでいる。

同社は、この「現場支援」に顧客の現状(開発成熟度)を把握する「診断」と顧客の開発力の土台・体力を養う「人材育成」とを合わせた3つの活動からなるワンストップ支援をトータルコンサルティング(総合的な顧客支援サービス)として提供している。

◆ 「実践力をつける」がテーマの教育・人材育成事業

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。同社は、技術を習得するためには、初心者が本格的な登山にチャレンジする場合と同じ様な段階を踏むことが重要だと考えており、「実践力をつける」をトレーニングの中心テーマに据えている(図表4)。

同社は「実践力をつける」ため、①教わるのではなく、受講者が手を動かすことで主体的にスキルを獲得する、②受講者の多様な意見を全員で共有し、少ない時間で多くの経験を得る、③小さい問題を繰り返すことで着実にスキルを向上する、④実践の後に振り返ることでスキルアップを実感する等を重視したトレーニングコースを提供している。なお、教育・人材育成事業の利益率は全社平均を大きく上回っている。

【図表4】エクスマーシオンのトレーニング・イメージ



(出所) エクスマーシオン ホームページ

◆ ソリューションの一部を低価格で提供するツール事業

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つを提供している(図表5)。

【図表5】エクスマーシオンが提供するツールの詳細

ツール名	機能	特徴
eXquto	ソフトウェアの設計・実装品質を診断するC言語用品質診断ツール	<ul style="list-style-type: none"> ◆ ソースコード静的解析ツールQACと連携して動作、「品質の定量化」・「アーキテクチャ構造解析」・「コードクローン解析」を行うことで、ソフトウェアの品質を総合的に診断する。 ◆ "定量的"・"視覚的"・"理解容易"な診断レポートを生成する。
MODEL EVALUATOR	MATLAB/Simulinkモデルの品質を診断(定量化・可視化)するツール	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 診断には、モデルを静的解析した様々なメトリクスを使用し、独自の技術により品質を得点化する。 ◆ 診断結果に基づくリファクタリング(モデル品質の改善)や定期的な診断による品質の変化の把握、客観的・定量的な診断結果をモデル品質のベンチマークとしての利用など、様々な活用方法を提供する。 ◆ 本ツールを導入してMATLAB/Simulinkモデルの品質を定期的に診断することで、モデル品質の向上や維持が可能となる。
mtrip	アーキテクチャ設計モデルとMATLAB/Simulinkモデルを相互に変換するツール	<ul style="list-style-type: none"> ◆ SysML・UML・DFD(データフローダイアグラム図)等の汎用モデリング言語で記述されたアーキテクチャ設計モデルと、詳細設計モデルのMATLAB/Simulinkを相互に変換する。 ◆ 詳細設計モデルの変更をアーキテクチャ設計モデルへ同期しないと、次第に構造面でモデルを検討する事が困難となる。『mtrip』はアーキテクチャ設計モデルと詳細設計モデルを同期させ、異なる視点からモデルを見ることで、高い保守性の維持を可能とする。

(出所) エクスマーシオン ホームページを基に証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

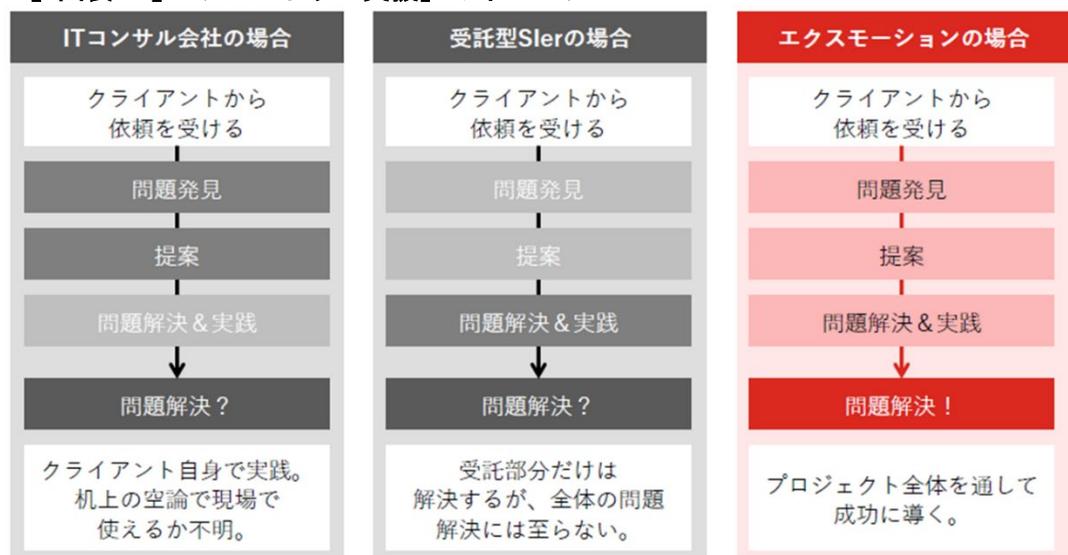
◆ 明快な強みを武器に継続性の高いビジネスモデルを構築

同社のビジネスモデルはいわゆる「ITコンサルティング」に分類されるものである。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。「専門性の高い人材」は同社最大のコアコンピタンスであり、そのコアコンピタンスに最適な事業領域として「組み込みソフトウェアの設計技術」を選択し、「実践型のワンストップ支援」という差別化したコンサルティング・スタイルによって競合が少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。

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。自動車メーカー等の製造業各社は、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。

これに対し、同社は、①全体最適設計、②モデルによるシミュレーション、③将来の追加・変更への配慮といった「組込みソフトウェア」開発における「設計技術」を得意とするプロ集団である。こうした専門性の高い人材が「技術参謀」として顧客の現場に深く入り込み、問題発見から提案にとどまらず技術を実践する形で課題解決を実証し、顧客にその技術を伝えるスタイルが「ワンストップ支援」である。同社が提供する「ワンストップ支援」は、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 コンサルティング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 6)。

【図表 6】「ワンストップ支援」のイメージ



(出所) エクスマーシオン決算説明会資料

「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脅威を小さくしている。こうしたことから、同社は高採算案件の選別受注が可能となり、SUBARU(7270 東証一部)や本田技研工業(7267 東証一部)の研究開発機関である本田技術研究所、トヨタ自動車(7203 東証一部)向け案件の窓口役であるネクスティエレクトロニクス、日本精工(6471 東証一部)といったコスト意識が極めて高い完成車メーカーやその関連会社、自動車業界へのサプライヤーが主要顧客でありながらも、19/11期における売上総利益率は40%台半ば、営業利益率は10%台後半と高い水準を確保している(図表7)。

【 図表 7 】 売上高上位顧客

(単位:百万円)

	2017年11月期			2018年11月期			2019年11月期		
	金額	構成比	増減率	金額	構成比	増減率	金額	構成比	増減率
S U B A R U	261	37.7%	-12.5%	303	36.4%	16.3%	353	36.2%	16.2%
本田技術研究所	82	11.9%	119.1%	136	16.4%	65.7%	197	20.2%	44.6%
ネクスティエレクトロニクス	106	15.4%	-7.9%	131	15.7%	22.6%	89	9.2%	-31.7%
その他	243	35.1%	43.4%	262	31.5%	8.0%	336	34.4%	27.9%
うち日本精工	81	11.7%	47.0%	74	9.0%	-7.6%	-	-	-
合計	694	100.0%	11.6%	834	100.0%	20.2%	976	100.0%	17.0%

(注) ネクスティエレクトロニクスはトヨタ自動車向け案件の窓口役である

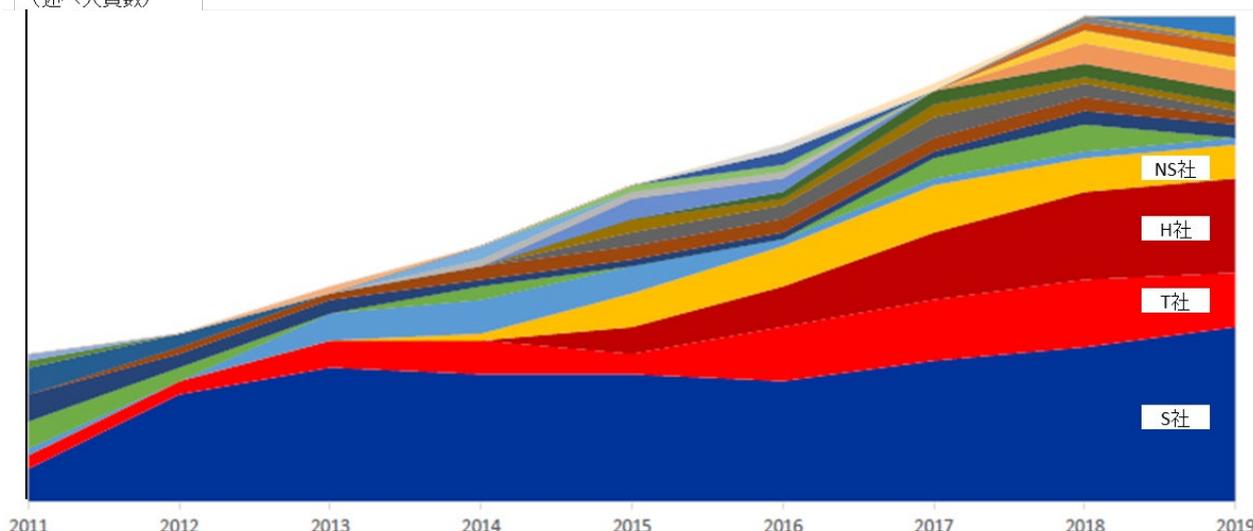
(出所) エクスマーシオン有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 高い継続率・リピート率を実現し、優れた顧客基盤を形成

IT コンサルティング事業は、一般的に顧客のプロジェクト動向に左右されやすく属人性が高い労働集約型のビジネスモデルに分類されることが多い。しかしながら、同社の直近3年間における受注プロジェクトの「継続率+リピート率」は90%程度と高く、その一方で、毎年10%増のペースで新規案件・新規顧客を獲得している。「顧客別のアサインしているコンサル要員の延べ人員数の推移」をみても、多くの顧客において稼働しているコンサル要員数が増えないし維持されている。なお、コロナ禍において発生したコンサル要員の自宅待機でもアサイン自体は解かれておらず、同社が提供するコンサルティング・サービスはストック型ビジネスモデルに近い安定性を実現していると考えられる(図表8)。

【 図表 8 】 顧客別のアサインしているコンサル要員の延べ人員数の推移

(述べ人員数)



(注) 各色が顧客別のアサインされたコンサル要員の延べ人員数を示す

(出所) エクスマーシオン決算説明会資料

同社は、前述した売上高上位顧客に加え、自動車関連として、デンソー(6902 東証一部)、日産自動車(7201 東証一部)、日信工業(7230 東証一部)、ケーヒン(7251 東証一部)、ヤマハ発動機(7272 東証一部)等を主要顧客に持ち、複数の企業グループに対して自動運転、先進安全支援、ハイブリッド自動車、電気自動車、燃料電池自動車、インフォテインメント等の分野でサービスを提供している。

また、建機大手の小松製作所(6301 東証一部)、農機大手のヤンマー、産業機械を手掛けるパナソニックスマートファクトリーソリューションズ、鉄道関連として三菱電機コントロールソフトウェア、精密・医療関連としてセイコーエプソン(6724 東証一部)、富士ゼロックス、等が主要顧客となっており、自動車関連業界以外でも優れた顧客基盤を築いている。

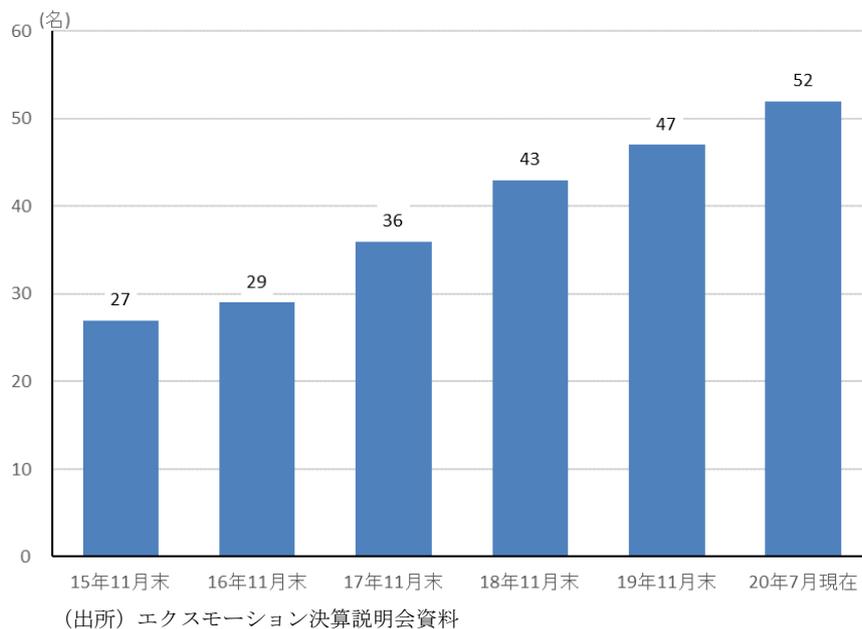
◆ エンジニアファーストの経営スタイル

同社はエンジニアファーストの経営スタイルを追求し、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(いつでも受験可能な昇進試験、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等)、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、一人当たり年間10万円のスキルアップ予算、稼働時間の10%を自己研鑽に充当等)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多い。こうしたなかで、同社は「自社が、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」等を積極的に発信し続けており、エンジニアファーストの経営スタイルは企業風土として確立されつつある。

同社は従前から高い人材定着率(退職者数は年間2~5名程度)や順調な人材獲得(17/11期は9名採用、18/11期は9名採用、19/11期は10名採用、20/11期は7月現在6名採用)を実現してきたが、上場効果による知名度向上で大手メーカー出身者の採用がこれまで以上に進んでおり、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(図表9)。

【 図表 9 】 エクスマーシオンのコンサル要員数の推移



> 強み・弱みの分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、図表 10 のようにまとめられる。なお、前回レポート(20 年 3 月発行)からの変更はない。

【 図表 10 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 専門性の高い人材 <ul style="list-style-type: none"> - エンジニアファーストの経営スタイルの追求 →“技術参謀”としての在り方を情報発信→企業文化に共感したエンジニアが集結→情報発信→低い離職率と順調な人材獲得の実現 ・ 成長分野に属しながら直接的な競合が少ない事業領域 <ul style="list-style-type: none"> - 「組込みソフトウェア」の開発技術に特化したコンサルティング事業 ・ 差別化されたコンサルティングスタイル <ul style="list-style-type: none"> - 「実践型のワンストップ支援」が顧客からの支持を獲得 ・ 優れた顧客基盤 <ul style="list-style-type: none"> - 国際競争力に優れる自動車業界で複数のメイン顧客を有する - 製品のスマート化に伴い幅広い分野で新規顧客を獲得 - トップ企業へのコンサルティングを通じた知的財産ノウハウの蓄積
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 大きくない事業規模 ・ 自動車業界への依存度が高いこと ・ コンサルティング事業が属人性が高い労働集約型であること
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 自動車分野におけるCASE関連の組込みソフトウェアの成長 ・ ビッグデータ、IoT、AI等の普及に伴う組込みソフトウェアの成長 ・ 上場による知名度の向上(ブランド認知、人材採用) ・ 教育・人材育成事業やツール事業のスケールアップ ・ スタートアップ企業向け支援事業の立ち上がり ・ コンサルティング領域におけるデジタル化・ストック化投資効果の顕在化 ・ 新しい技術と新しい事業の融合を図るビジネスモデル確立による事業領域の拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 新規参入や内製化等による競争の激化 <ul style="list-style-type: none"> - 強みに述べた優位性の変調 - コンサル単価の低下や継続率・リピート率の低下 ・ コンサル要員の不足 ・ 技術革新への対応が遅れること ・ 自動車業界において完成車メーカーからメガサプライヤーやメガIT企業へと技術のリード役が移行してしまうこと

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、「エンジニアファーストの経営戦略」

同社の知的資本を、顧客や取引先等、社外との関係で形成される「関係資本」、価値創出能力の基盤となる「組織資本」と「人的資本」に落とし込んで整理・分析した(図表 11)。

【図表 11】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値(前回)	数値(今回)	
関係資本	顧客 ・自動車産業を主力に、幅広い分野で優れた顧客基盤を有する。また、1つの業種で複数の企業が顧客となっていることにも注目したい。	顧客別売上高	SUBARU(前期比16.2%増)、本田技術研究所(同44.6%増)	開示なし	
		プロジェクトの継続率・リピート率	90%程度で推移	同左	
		顧客別コンサル要員のアサイン数	取材により継続ないし積増しが多いことを確認	同左	
	ブランド	・「実践型のワンストップ支援」という差別化したコンサルティング・スタイルは顧客から支持され、同社の高い利益率につながっている。	コンサルティング単価	開示はないが、選別受注が可能な状況にある。	同左
			売上総利益率	44.1%(前期比0.7%ポイント低下)	41.1%(前年同期比6.0%ポイント低下)
			売上高営業利益率	19.2%(前期比1.7%ポイント上昇)	9.9%(前年同期比10.9%ポイント低下)
ネット	・「組込みソフトウェア」の設計技術向上に有用な他社製ツールに関して、パートナー企業との良好な関係を築いている。	パートナー企業との契約等	HPで開示されている企業数は3社 [スパークスシステムジャパン株式会社、東陽テクニカ(8151東証一部)、MathWorks Japan]	同左	
組織資本	・関係資本の充実を図るための人員増と育成は順調に進んでいる。	コンサル要員数	47名(前期末比4名増)	52名(前年同期末比5名増)	
		コンサル要員一人当たり売上高(売上高/期初期末平均コンサル要員数)	22百万円(前期比2.7%増)	8百万円(前年同期比17.3%減)	
		全コンサル要員による週次ミーティング等	開示なし	同左	
	プロセス	・エンジニア領域におけるコア資産(知見や技能等)のデジタルコンテンツライブラリを導入している。	エンジニア領域におけるコア資産(知見や技能等)のデジタルコンテンツライブラリ	未実現	デジタル化するコア資産の選定は完了。年度内の社内運用、来年度早々の一部を有償外部提供を目指す
			本部別の人員構成	コンサルティング本部:47名、研究・開発本部:2名(うち兼任1名)、セールス・マーケティング本部:3名(全員兼任)、管理本部:8名(うち兼任2名)	コンサルティング本部:52名、研究・開発本部:2名(うち兼任1名)、セールス・マーケティング本部:3名(全員兼任)、管理本部:8名(うち兼任2名)
	知的財産	・教育・人材育成事業やツール事業の展開は、コンサルティング事業で蓄積された「知的財産ノウハウ」を暗黙知から形式知に転換する事業プロセスとしても機能している。	サービスとして提供しているトレーニングコース数とツール数	トレーニングコース数:12コース(HP開示の大項目) ツール数:3つ	同左
・上述した顧客の項目と同じ。			同左	同左	
人的資本	経営陣 ・17年2月に代表取締役社長に就任した渡辺博之氏は会社設立以来、専務取締役、取締役社長として経営の指揮を執り、同じく会社設立以来の取締役である芳村美紀氏と共に「エンジニアファースト」の経営スタイルを追求している。	代表取締役社長の在任期間	2年11ヵ月(20年3月時点、取締役在勤期間は11年4ヵ月)	3年4ヵ月(20年8月時点、取締役在勤期間は11年9ヵ月)	
		代表取締役社長による保有	130,000株(4.65%)	同左	
		代表取締役社長以外の取締役による保有(監査役は除く)	172,000株(6.15%)	開示なし	
	・特別なインセンティブ制度はない。	役員報酬総額(取締役) *社外取締役、監査役は除く	48百万円(3名)	開示なし	
		ストックオプション制度	あり	あり	
		サクセッションプラン	特になし	特になし	
従業員	・低い離職率と順調な採用を実現。“技術参謀”としての在り方に共感したエンジニアが集結し、ハイクラスエンジニアの聖地を目指す経営方針が企業文化として根付きつつある。	従業員数(契約社員含む)	59名	65名	
		平均年齢	40.5歳	開示なし	
		平均勤続年数	4.2年	開示なし	
		平均年間給与	7,732千円(前期比6.5%増)	開示なし	
		臨時従業員数	0名	開示なし	
		離職率(年間退職者/期初従業員数)	9.6%(前期:6.8%)	1.7%(2年7月現在)	
・新卒およびバックオフィス要員以外は年俸制を導入。顧客のエンジニアに劣らない待遇を提供している模様。	従業員持株会	なし	なし		
	ストックオプション制度	あり	あり		

(注) KPIの数値等は、特に記載がない場合、前回は19/11期または19/11期末、今回は20/11期上期または20/11期上期末のものとする

まず、知的資本の最も深層にある「人的資本」をみると、会社設立以来、経営の指揮を執るエンジニア出身のトップマネジメントがエンジニアファーストの経営スタイルを追求し続けていることが特筆される。その結果、同社の在り方に共感したエンジニアが集結し、低い離職率と順調な採用を実現、ハイクラスエンジニアの聖地を目指す経営方針が企業文化として醸成され、待遇面と合わせて高い従業員満足度につながっている。

コンサルティング・ファームは、一般的に属人性が高い労働集約型のビジネスモデルであり、「人的資本」≒「組織資本」という関係が成り立ちやすい。同社についても、全従業員(20/11 期上期末 65 名)の 8 割をコンサル要員(同 52 名)が占めており、「人的資本」における特長が「組織資本」にも反映されている。

こうしたなかで、同社はトップクラスのコンサルタント等が有する知見や技能等をコア資産と位置づけ、それらを全社で共有・活用できるようデジタル化、コンテンツ化、ライブラリ化することに取り組んでいる。また、このデジタルコンテンツライブラリの一部は有償で外部提供する方針であり、将来的には労働集約型のビジネスモデルからの脱却に貢献する可能性がある。

「関係資本」は順調に形成されている。各項目における KPI をみると、顧客基盤が一段と厚みを増し、顧客満足度の高さがプロジェクトの継続率・リピート率、そして利益率の高さに反映されていることが読み取れる。

> 決算概要

◆ 20 年 11 月期上期決算は会社計画に大幅未達

20/11 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)決算は、売上高 425 百万円(前年同期比 9.0%減)、営業利益 41 百万円(同 56.8%減)、経常利益 43 百万円(同 55.9%減)、四半期純利益 29 百万円(同 56.6%減)であった(図表 12)。当初計画に対しては、売上高が 13.5%、営業利益が 35.4%、経常利益が 34.6%、四半期純利益が 31.9%の未達となった。

新型コロナウイルス感染症の影響は、一部顧客でのプロジェクトの中断やコンサル要員の自宅待機及びトレーニングサービスの開催延期等として顕在化、第 2 四半期(3~5 月)については売上高が前年同期比 19.8%減、営業利益が同 85.0%減と極めて厳しい状況であった。なお、コンサル一人当たり売上高(売上高/期初期末平均コンサル要員数)をみると、第 1 四半期(12~2 月)が同 4.9%減、第 2 四半期が同 27.6%減となった。

顧客向け売上動向の詳細は開示されていないが、取引先上位 4 社のうち 2 社への売上は計画を上回っており、6 月以降は徐々に回復傾向にあるとしている。

コンサルティング部門の増員(前年同期末比5名増)やさらなる成長に向けた投資活動等により、20/11期上期の売上原価は減収にも関わらず増加(前年同期比1.5%増)し、原価率は58.9%と前年同期比6.0ポイント上昇した。販売費及び一般管理費(以下、販管費)も同7.7%増となり、販管費率は31.2%と同4.8%ポイント上昇した。これらの結果、営業利益率は9.9%と同10.9%ポイント低下した。

その他、20/11期上期にける主なトピックスとしては、①オンラインコンサルティングによる遠方顧客に対する効率的支援を実現、②CASE関連では次世代向け支援要請が堅調、③MBSE(モデルベースシステム開発)支援の需要が拡大、④オンライントレーニングで新規受注を獲得、⑤さらなる成長に向けた投資活動は想定以上に進捗、⑥コンサル要員の中途採用を景気動向注視の厳選採用に変更(前期は7名採用、今期は7月現在で6名採用)、⑥新卒採用を積極化し、21年卒予定の学生4名に内定を通知(前期は2名内定で2名入社)といったことがあげられる。

【 図表 12 】 半期業績推移と 20 年 11 月期会社計画

(百万円)

	19年11月期			20年11月期							
	上期実績	下期実績	通期実績	上期CE	上期実績	増減率	下期CE	下期CE2	増減率	通期CE	増減率
売上高	467	509	976	491	425	-9.0%	544	609	19.8%	1,035	6.0%
売上原価	246	299	546	277	250	1.5%	321	347	16.2%	598	9.6%
原価率	52.9%	58.8%	55.9%	56.5%	58.9%	-	59.0%	57.0%	-	57.8%	-
販売費及び一般管理費	123	119	242	148	132	7.7%	136	152	27.3%	284	17.4%
(人件費)	47	52	99	-	60	29.1%	-	-	-	-	-
(その他)	76	66	142	-	71	-5.5%	-	-	-	-	-
販管費率	26.4%	23.5%	24.9%	30.3%	31.2%	-	25.1%	24.9%	-	27.5%	-
営業利益	97	90	187	64	41	-56.8%	88	110	21.6%	152	-18.9%
営業利益率	20.8%	17.8%	19.2%	13.2%	9.9%	-	16.2%	18.1%	-	14.7%	-
経常利益	98	91	190	66	43	-55.9%	87	109	19.8%	153	-19.0%
経常利益率	21.1%	18.0%	19.5%	13.5%	10.2%	-	16.0%	18.0%	-	14.8%	-
当期純利益	67	72	140	43	29	-56.6%	53	66	-8.0%	96	-30.9%
純利益率	14.5%	14.2%	14.4%	8.8%	6.9%	-	9.7%	10.9%	-	9.3%	-
売上高/期初期末平均コンサル要員数(千円)	10,381	10,832	21,694	-	8,589	-17.3%	-	11,293	4.3%	20,097	-7.4%
期末従業員数(名)	58	59	59	-	65	-	-	-	-	-	-
(コンサル要員数)	47	47	47	-	52	-	56	56	-	56	-
(間接要員数)	11	12	12	-	13	-	-	-	-	-	-

(注1) CEは当初会社計画、下期CE2は通期計画から上期実績を差し引いて算出
 (注2) 増減率の半期は前年同期比、通期は前期比。増減率は概算値に基づく計算値を含む
 (出所) エクスマーシオン有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 自己資本比率は93.9%と一段と上昇

20/11期上期末の総資産は1,471百万円と19/11期末から42百万円減少した。主な内訳としては、総資産の88.7%を占める現金及び預金は33百万円増加したものの、減収等により売掛金は78百万円の減少となった。

一方、20/11 期上期末の流動負債は 88 百万円と 19/11 期末から 33 百万円減少した(同社は固定負債を抱えていない)。これらの結果、20/11 期上期末の自己資本比率は 93.9%と 19/11 期末の 91.9%から 2.0%ポイント上昇し、極めて高い水準を維持している。

> 業績見通し

◆ 20 年 11 月期会社計画

同社は、「新型コロナウイルス感染症による経済活動への影響は不確実性が高い」、「今後、業績予想を修正する必要性が生じた場合には、速やかに開示する」としながらも、6 月以降の事業活動回復を踏まえて当初の業績計画を据え置いている。

20/11 期の会社計画は、売上高 1,035 百万円(前期比 6.0%増)、営業利益 152 百万円(同 18.9%減)、経常利益 153 百万円(同 19.0%減)、当期純利益 96 百万円(同 30.9%減)である(図表 12)。加えて、売上総利益率を 42.2%と計画していることや、コンサル要員を 9 名獲得するという計画が示されているものの、その他について詳細な前提条件は開示されていない。

また、同社は株主への利益還元について、「将来の事業展開と経営体質の強化のために必要な内部留保を確保しつつ、安定した配当を継続して実施していくこと」を基本方針としている。20/11 期については、減益計画ながら 19/11 期と同額の一株当たり 15 円の配当を予定しており、配当性向は 43.3%まで上昇する見込みである。

◆ さらなる成長に向けた投資活動は想定以上に進捗

同社が期初時点においても増収率鈍化・営業減益を予想した主因は、要員増に依存する労働集約型ビジネスモデルからの脱却を目的に先行投資を積極化するためであった。

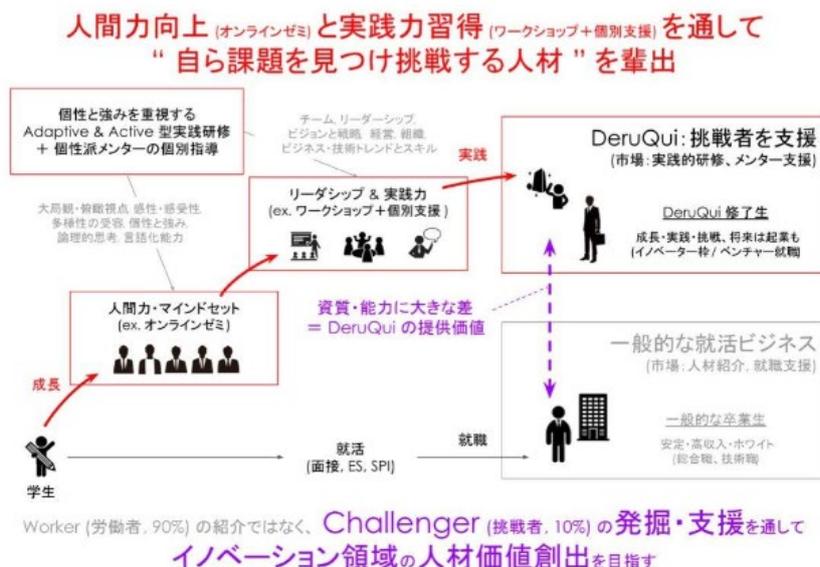
実際、コロナ禍においても、①コンサルティング事業におけるコア資産のデジタル化・ストック化の推進、②新しい事業と新しい技術を融合するビジネスモデルの確立に向けてエース級の人材を投入して取り組んでおり、新型コロナウイルス感染症の影響で未稼働になった要員の投入とテレワークによる作業効率向上で投資活動は期初想定以上に進捗している。

まず、既存領域(エンジニアリング領域)においては、コンサルティング事業で実際に提供しているコア資産(ノウハウやスキル等)をコンサルタント間のナレッジ共有やコンサルタントの育成支援等に活

用できる道具(動画やデジタルツール等)へとデジタル化、コンテンツ化、ライブラリ化することに取り組んでいる。すでにデジタル化すべきコア資産の選定は完了、年度内の社内運用を目標にデジタルコンテンツライブラリ構築が進んでおり、同ライブラリの一部については来年度早々の有償外部提供を予定している。

次に、新たな領域への進出を見据えた投資活動としては、①“起業家の卵”発掘・育成プログラム DeruQui (デルクイ) を6月1日より提供開始(図表13)、②最新テクノロジーを理解し駆使するために必要な基礎知識から勘所までを解説した「手引書」を6月にリリース(入門編5タイトル)、年度内の応用編追加リリースと来年度の外部公開を予定している。

【図表13】“起業家の卵”発掘・育成プログラムのイメージ
DeruQui の人材輩出モデル(コンセプト)



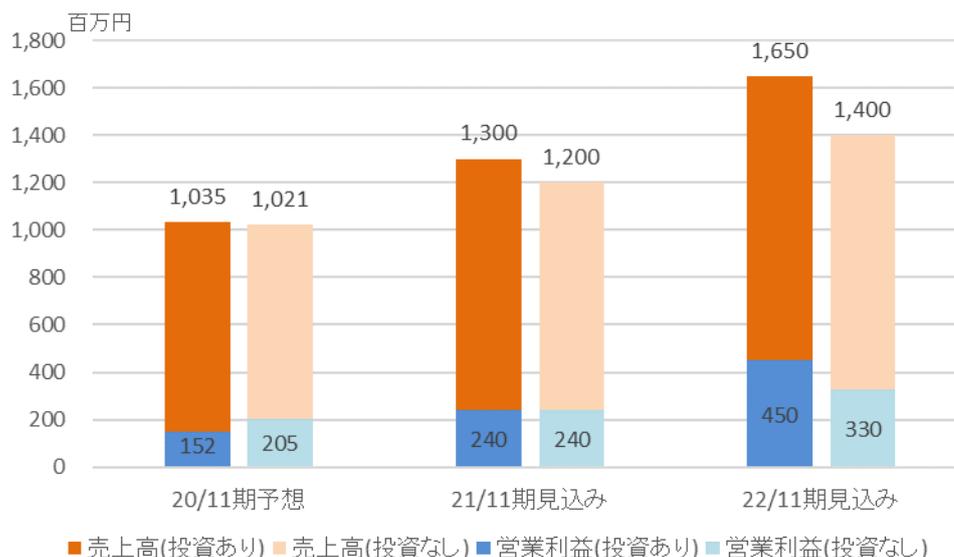
(出所) エクスマーシオン決算説明会資料

◆ 投資活動を踏まえた中期業績見通し

同社は投資活動の成果として提供する新規サービスの具体的な課金体系を示していないが、20/11期に実施する先行投資の有無別に22/11期までの売上高及び営業利益の推移見込みを公表している(図表14)。

投資効果は期を追うごとに増大し、投資ありを前提とした22/11期業績見込みは、投資なしのケースに比べ売上高で17.9%増、営業利益で36.4%増、営業利益率で3.7%ポイント上昇する見通しである。

【 図表 14 】 投資有無別の中期業績見通し



(出所) エクスマーシオン決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの20年11月期業績予想

証券リサーチセンターでは、上期実績等を踏まえて20/11期業績予想を見直した。売上高は970百万円(前期比0.6%減)、営業利益は136百万円(同27.1%減)、経常利益は139百万円(同26.8%減)、当期純利益は87百万円(同37.4%減)と予想した(図表15)。なお、今回の業績予想は新型コロナウイルス感染症の影響が再燃する可能性は織り込んでいない。

売上高については、①20/11期下期のコンサル一人当たり売上高が前年同期の95%水準まで回復する、②20/11期末のコンサル要員数が54名まで増員されることを前提に予想した。

20/11期の売上原価は560百万円(前期比2.6%増)と予想した。売上原価は、労務費と外注費、経費等に分解して予想している。まず、労務費については、同社がエンジニアファーストの経営スタイルを追求し、年俸制を導入していることから、売上高比率でみて40%台後半の分配がなされることを前提とした。外注費と経費等については、時系列分析をベースにオンライン活用効果を勘案して予想している。

販管費は273百万円(前期比12.8%増)、販管費率は28.2%と前期比3.3%ポイント上昇すると予想した。販管費の予想にあたっては、人件費、減価償却費、支払手数料、その他に細分化し、各項目の予想を積上げる手法を用いている。全ての項目で増加を想定しているが、販管費増加額の74%程度を人件費が占める見込みである。

以上の結果、20/11期の営業利益率は14.1%（前期比5.1%ポイント低下）を予想している。

◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

21/11期は、売上高1,193百万円（前期比23.0%増）、営業利益208百万円（同52.3%増）、経常利益210百万円（同51.4%増）、当期純利益132百万円（同51.4%増）と予想した。

売上高予想における、コンサル一人当たり売上高については、デジタル化・ストック化に割っていた人材の現場復帰に先行投資効果の顕在化が加わり前期比8.0%増を見込み、コンサル要員数については7名増とした。

売上原価は前期比21.2%増の679百万円と予想した。大幅増ではあるが伸び率は増収率を下回り、原価率は56.9%と同0.8%ポイント低下する見通しである。販管費は同11.9%増の306百万円と予想した。人件費をはじめ、全ての項目で業容拡大に応じた増加を見込むものの、販管費率は25.7%と同2.5%ポイント低下すると予想した。結果、21/11期の営業利益率は17.4%と同3.4%ポイントの上昇を予想している。

22/11期は、売上高1,399百万円（前期比17.2%増）、営業利益269百万円（同29.4%増）、経常利益271百万円（同29.0%増）、当期純利益171百万円（同29.0%増）と予想した。

売上高予想の前提となるコンサル一人当たり売上高は先行投資効果の継続と新卒採用者の成長を受けて前期比4.5%増（19/11期水準までの回復）を見込み、コンサル要員数については同7名増とした。

売上原価は786百万円（前期比15.8%増）、販管費は343百万円（同12.1%増）と予想した。結果、原価率は56.2%（同0.7%ポイント低下）、販管費率は24.5%（同1.1%ポイント低下）、営業利益率は19.3%（同1.8%ポイント上昇）と、いずれも改善傾向が続くと予想した。

【 図表 15 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期	20/11期(CE)	20/11期(E)	21/11期(E)	22/11期(E)
損益計算書								
売上高	622	694	834	976	1,035	970	1,193	1,399
前期比	6.5%	11.6%	20.2%	17.0%	6.0%	-0.6%	23.0%	17.2%
SUBARU	298	261	303	353	-	-	-	-
本田技術研究所	37	82	136	197	-	-	-	-
ネクスティエレクトロニクス	116	106	131	89	-	-	-	-
日本精工	55	81	74	0	-	-	-	-
その他(日本精工含む)	169	243	262	336	-	-	-	-
売上高/期初期末平均コンサル数(千円)	22,217	21,358	21,123	21,694	-	19,219	20,757	21,691
コンサル要員数(期末、名)	29	36	43	47	56	54	61	68
売上原価	360	389	460	546	598	560	679	786
前期比	-	8.2%	18.2%	18.5%	9.6%	2.6%	21.2%	15.8%
原価率	57.9%	56.2%	55.2%	55.9%	57.8%	57.7%	56.9%	56.2%
販売費及び一般管理費	137	178	227	242	284	273	306	343
前期比	-	29.8%	27.2%	6.7%	17.4%	12.8%	11.9%	12.1%
販管費率	22.2%	25.8%	27.3%	24.9%	27.5%	28.2%	25.7%	24.5%
営業利益	123	125	145	187	152	136	208	269
前期比	-	1.2%	16.4%	28.5%	-18.9%	-27.1%	52.3%	29.4%
営業利益率	19.9%	18.1%	17.5%	19.2%	14.7%	14.1%	17.4%	19.3%
経常利益	123	125	146	190	153	139	210	271
前期比	-	1.4%	16.3%	30.0%	-19.0%	-26.8%	51.4%	29.0%
経常利益率	19.9%	18.1%	17.5%	19.5%	14.8%	14.3%	17.6%	19.4%
当期純利益	80	85	99	140	96	87	132	171
前期比	-	5.4%	16.4%	41.3%	-30.9%	-37.4%	51.4%	29.0%
当期純利益率	13.0%	12.3%	11.9%	14.4%	9.3%	9.0%	11.1%	12.2%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) エクスマーシオン有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 16 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期	20/11期(CE)	20/11期(E)	21/11期(E)	22/11期(E)
貸借対照表								
現金及び預金	262	255	1,162	1,272	-	1,296	1,385	1,513
売掛金	65	72	85	108	-	107	132	155
棚卸資産	26	37	31	33	-	33	33	33
その他	7	11	8	8	-	8	10	11
流動資産	360	375	1,286	1,421	-	1,444	1,560	1,712
有形固定資産	3	24	22	23	-	21	19	17
無形固定資産	9	17	30	41	-	52	62	69
投資その他の資産	1,369	26	28	28	-	28	28	28
固定資産	16	68	81	92	-	102	109	115
資産合計	377	444	1,367	1,513	-	1,547	1,669	1,827
買掛金	5	1	-	1	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	0	0	0	0	-	0	0	0
未払金	15	10	16	13	-	19	23	27
未払法人税等	10	20	37	31	-	33	50	64
その他	39	44	50	77	-	58	72	85
流動負債	69	75	103	122	-	110	145	176
純資産合計	307	368	1,264	1,391	-	1,436	1,524	1,650
(自己資本)	306	367	1,263	1,390	-	1,435	1,523	1,649
(少数株主持分及び新株予約権)	0	0	0	0	-	0	0	0
キャッシュ・フロー計算書								
税金等調整前当期純利益	123	125	146	189	-	139	210	271
減価償却費	6	8	11	14	-	15	17	19
売上債権の増減額 (-は増加)	-35	-6	-12	-23	-	0	-24	-22
仕入債務の増減額 (-は減少)	0	-3	-1	1	-	0	0	0
棚卸資産の増減額 (-は増加)	1	-10	5	-1	-	0	0	0
前払費用の増減額 (-は増加)	0	-3	0	0	-	0	-1	-1
未払金の増減額 (-は減少)	4	-4	6	-3	-	6	4	4
未払費用の増減額 (-は減少)	1	2	0	9	-	-7	3	3
法人税等の支払額	-67	-31	-41	-50	-	-49	-60	-85
その他	-19	0	22	11	-	-11	9	8
営業活動によるキャッシュ・フロー	14	78	136	147	-	93	158	197
有形固定資産の取得による支出	-2	-25	-3	-5	-	-5	-5	-5
無形固定資産の取得による支出	-1	-12	-20	-18	-	-20	-20	-20
その他	0	-24	0	-1	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-3	-61	-23	-24	-	-25	-25	-25
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	0	0	0	0	-	0	0	0
株式の発行による収入	9	-	820	23	-	0	0	0
新株予約権の行使による収入	0	-	-	-	-	0	0	0
配当金の支払額	-20	-24	-26	-36	-	-44	-44	-44
その他	0	0	0	0	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-11	-24	794	-13	-	-44	-44	-44
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	0	-7	907	109	-	24	89	127
現金及び現金同等物の期首残高	263	262	255	1,162	-	1,272	1,296	1,385
現金及び現金同等物の期末残高	262	255	1,162	1,272	-	1,296	1,385	1,512

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) エクスマーシオン有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 特定業界・特定顧客への依存について

同社売上高の約 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 3 社に対する売上割合も 65.6% (19/11 期) に達している。自動車業界や特定顧客において、技術開発が一段落した場合や現場支援のニーズが減少した場合には同社への依頼が減少し、業績に大きな影響を与える可能性がある。特定業界・特定顧客への売上集中の解消には時間を要する可能性が高い点には留意が必要である。

◆ 要員の確保・定着について

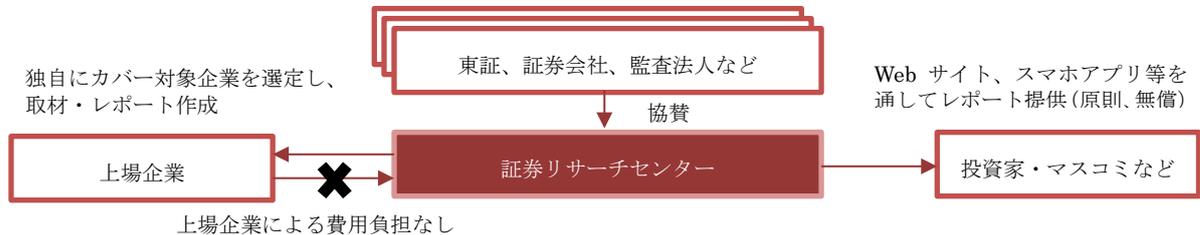
同社が展開するコンサルティング事業は、ソフトウェアエンジニアリングの理論と実践スキルを有する人材が不可欠であるが、新卒者人口が減少するなかで、大手メーカー等との人材獲得競争激化などにより、優秀な人材の確保が困難になる可能性がある。さらに同社は少数精鋭で運営されており、トップクラスのコンサルタントによる年間売上高は一人当たり 3,000 万円を超えている模様である。

顧客からの評価・信頼が、担当コンサルタントのスキルに寄せられている部分も大きいと、重要な社員の退職は顧客へのサービス提供に影響を与える可能性がある。要因の確保・定着に問題が生じた場合、同社業績に大きな影響を与える可能性がある。

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

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

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、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。