

ホリスティック企業レポート ノムラシステムコーポレーション 3940 東証 JQS

フル・レポート
2017年10月20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 20171017

独 SAP 社製 ERP ソフトウェアの導入支援を主力とする独立系コンサルティング会社 高利益率の元請け比率の拡大により長期的な成長を目指す

1. 会社概要

- ・ノムラシステムコーポレーション(以下、同社)は、独 SAP 社製 ERP ソフトウェアの導入支援及び保守サービス等を提供する独立系の IT コンサルティング会社である。
- ・元請け(以下、プライム)としてエンドユーザーに直接販売する取引と、大手コンサルティング会社やシステムインテグレーターを介した間接取引を通じて、サービスを提供している。直接取引と間接取引の比率は 1:4 となっている(16/12 期)。

2. 財務面の分析

- ・11/12 期～16/12 期の期間では、高利益率であるプライム案件の売上高比率の上昇などを背景に、売上高は年平均 6.2%、経常利益は同 29.3% 増加した。
- ・安全性、収益性、成長性の観点で他社に比べ魅力的な水準にある。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、SAP ERP 人事分野への積極的な取り組み姿勢にある。

4. 経営戦略の分析

- ・コンサルタントの増強や SAP 社認定コンサルタント資格の取得促進によって、プライム売上高の構成比を 34%以上に引き上げ、経常利益率を 15%以上に向上させる方針を掲げている。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、17/12 期についてはプライム売上高の構成比が大幅に上昇すると見込み、会社計画を上回る前期比 2.8%増収、35.1%営業増益を予想している。18/12 期以降も、プライム売上高の構成比が徐々に高まると想定し、一桁の増収増益が続くと見込んでいる。
- ・同社の事業は SAP ERP 関連に大きく依存しているため、SAP 社製品の競争力が低下する可能性や、業界の人手不足が深刻化する可能性に注意が必要である。

【3940 ノムラシステムコーポレーション 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)
2015/12	2,268	8.2	253	17.5	260	15.0	163	15.1	38.2	319.3	0.0
2016/12	2,442	7.7	313	23.4	312	19.8	194	19.5	41.9	347.9	34.0
2017/12 CE	2,501	2.4	337	7.7	335	7.4	204	4.9	36.6	—	未定
2017/12 E	2,511	2.8	422	35.1	420	34.9	283	45.8	50.8	364.6	21.0
2018/12 E	2,605	3.7	452	7.1	452	7.6	290	2.5	52.1	395.6	22.0
2019/12 E	2,675	2.7	477	5.5	477	5.5	308	6.2	55.3	428.9	23.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。16年5月27日付で1：100、17年7月1日付で1：3の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正。

フル・レポート

2/29

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。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。

アナリスト:大間知淳

+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

【主要指標】

	2017/10/13
株価(円)	1,318
発行済株式数(株)	5,579,100
時価総額(百万円)	7,353

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	31.4	25.9	25.3
PBR(倍)	3.8	3.6	3.3
配当利回り(%)	2.6	1.6	1.7

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-4.7	-13.3	211.8
対TOPIX(%)	-6.6	-17.9	154.2

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2016/10/14

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 競合他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

(注1) ERP (Enterprise Resource Planning) とは、元々、企業内の会計、販売、物流、人事等のあらゆる経営資源を統合的に管理、有効活用することにより、経営の効率化を図るための概念であったが、現在ではそのような機能を持つ基幹系統合システムを意味するようになった。

(注2) プライムベンダーとは、システムを導入する際、システムを構築するハードウェア、ソフトウェア、ネットワーク及び開発要員等を取りまとめる元請け企業を言う。

(注3) FIS (Function Implement Service) とは、SAP 導入プロジェクトにおいて、プライムベンダーの主導権の下で、システム設計から顧客要件を分析し、SAP の実現機能の設計やアドオン(作り込み)設計を行う技術的支援を言う。

◆ **独 SAP 社製 ERP ソフトの導入支援コンサルティングが事業の柱**
ノムラシステムコーポレーション (以下、同社) は、独 SAP 社製 ERP **注1** ソフトウェアの導入支援コンサルティング及び保守サービス等を提供する独立系の IT コンサルティング会社である。

プライムベンダー**注2** (以下、PV) である大手コンサルティング会社及びシステムインテグレーター (以下、SIer) 等のパートナー企業を経由した間接取引 (以下、FIS **注3**) や、自らが元請け (以下、プライム) としてエンドユーザーに直接販売する取引によって、サービスを提供している。直接販売と間接販売の比率は1:4となっている。

間接販売の主要取引先としては、プライスウォーターハウスクーパースや、アクセンチュア、アビームコンサルティング等の大手コンサルティング会社に加え、日本アイ・ビー・エムや、SCSK (9719 東証一部)、NEC 情報システムズ等の日本電気 (6701 東証一部) グループ、伊藤忠テクノソリューションズ (4739 東証一部)、エヌ・ティ・ティ・データ (9613 東証一部) グループ、TIS (3626 東証一部) 等の SIer が挙げられる。

直販の主要取引先としては、ネットワンシステムズ (7518 東証一部) や、清水建設 (1803 東証一部)、出光興産 (5019 東証一部)、新生銀行 (8303 東証一部)、東京応化工業 (4186 東証一部)、新興プランテック (6379 東証一部)、グリー (3632 東証一部)、芝浦メカトロニクス (6590 東証一部)、明治大学などが挙げられる。

15/12 期及び 16/12 期において、売上高に占める割合が 10%を超える大手顧客は存在しておらず、直販のみならず、間接販売においても特定のプライムベンダーに過度に依存していないことが同社の大きな特徴となっている。16/12 期における最大顧客に対する売上高の割合は約 9%、上位 10 社に対しては約 50%であるとしている。

同社は、サービス別の売上高をプライムと FIS に分類している。プロジェクトの全工程を自社のコンサルタントが主導して管理できるプライム案件については、エンドユーザーとの直接契約であるため、適切なマージンが確保されている。一方、PV の下請けとして部分的にプロジェクトに参画し、協力会社のコンサルタントも活用する FIS 案件については、プライム案件より低いマージンとなっている。

結果として、プライム案件の営業利益率は FIS 案件よりも高水準にあり、プライム売上高の構成比の上昇が、全社ベースの売上総利益率や営業利益率の改善をけん引していると同社は説明している (図表 1)。

【 図表 1 】 サービス別売上高と業績の推移 (単位:百万円)

	サービス別	14/12期		15/12期		16/12期	
		実績	構成比	実績	構成比	実績	構成比
売上高		2,095	100.0%	2,268	100.0%	2,442	100.0%
	プライム	328	15.7%	359	15.8%	468	19.1%
	FIS	1,767	84.3%	1,909	84.2%	1,974	80.9%
売上総利益		501	-	521	-	623	-
売上総利益率		23.9%	-	23.0%	-	25.5%	-
販売費及び一般管理費		286	-	268	-	311	-
販管費率		13.6%	-	11.8%	-	12.7%	-
営業利益		216	-	253	-	313	-
営業利益率		10.3%	-	11.2%	-	12.8%	-
経常利益		226	-	260	-	312	-
経常利益率		10.8%	-	11.5%	-	12.8%	-
当期純利益		141	-	163	-	194	-

(注) サービス別売上高の数値は同社が開示しているプライム売上高の構成比から算出
 (出所) ノムラシステムコーポレーション決算短信、有価証券届出書、決算説明会資料より
 証券リサーチセンター作成

同社は ERP ソリューション事業のみの単一セグメントの事業形態を採っている。特定のソフトウェアに取り扱いを限定しているわけではないが、独 SAP 社がグローバルに販売している SAP ERP に関連する売上高が全体に占める割合は、15/12 期において 93.0%、16/12 期については 95.2%に達している。

その他の売上高は、Web 系開発コンサルティング、ビッグデータコンサルティング、結婚式場情報サイト「Relie (レリィ)」の運営などによって構成され、同社ではこれらをまとめてネットワークコンサルティングサービスと呼んでいるが、同サービスを担当するコンサルタント等の人員も ERP ソリューション事業に含まれている。

SAP ERP 関連においては、同社はビジネスコンサルティング、システムの導入、実装 (以上が、広義の導入支援)、SAP ソフトウェアのライセンス販売、システム導入後のサポートまで一貫して提供できる体制を取っているが、ライセンス販売はほぼなく、売上高の構成は、導入支援が約 9 割、保守が約 1 割となっている模様である。

なお、SAP ERP ソフトウェアは、財務会計、管理会計、人事管理、営業販売関連、物流購買在庫関連、生産管理などの分野別のモジュールによって構成されているが、同社が得意としているのは、人事管理や財務会計などである。

> ビジネスモデル

◆ ERP 導入支援はフロー型の労働集約型ビジネス

同社のビジネスの大半を占める ERP の導入支援は、プライムであれ、FIS であれ、案件に関与するコンサルタント人数と期間、報酬単価をベースとして請求料金が決定されるフロー型のビジネスである。

保守については月次や年次で定額の収入を受け取るストック型のビジネスであるが、売上高構成比が低く、同社の事業全体としてはフロー型のビジネスであると認識しても問題はないと考えられる。

一方、コストの中心は自社のコンサルタントに関する労務費と協力会社のコンサルタントに支払う外注費であり、典型的な労働集約型のビジネスと言える。

16/12 期末時点の ERP ソリューション事業の従業員数 91 人のうち、同社のコンサルタントは 82 人であり、外注先である協力会社のコンサルタント約 230 人 (16/12 期の年間平均人員数) と共に導入支援や保守業務に携わっている。

同社によると、自社のコンサルタントの月間稼働率は、16 年 1 月から 17 年 6 月まで概ね 95% を超える水準で推移している。結果、同社の営業利益率は 16/12 期が 12.8%、17/12 期第 2 四半期累計期間 (以下、上期) が 16.9% と高水準を誇っている。

同社のコンサルタントは、コンサルティング先の事業部門に対応した機能別のチームに細分化されている。最大の規模となっているのが人事チームであり、16/12 期末で 19 人に達している。財務会計チームの 16 人、今後の注力分野であるビッグデータコンサルティングチームの 13 人が後に続く。

その他のチームには、管理会計及び、調達、製造、物流、販売を担当する管理会計・ロジスティクスチームに 9 人、ネットワーク機器、サーバー等のハードウェアを主体としたシステム基盤を担当するベースチームに 8 人、ネットワークコンサルティングの担当などに 4 人が所属しており、以上の 69 人が東京本社のコンサルティングチームを構成している。

大阪市の西日本支社にも 13 人のコンサルタントが在籍しており、内訳は、ERP コンサルティング 8 人、ネットワークコンサルティング 5 人となっている。

同社は、解決すべき経営課題の優先度や顧客の予算などによって、各チームから必要なコンサルタントを柔軟に選出し、顧客毎のプロジェクトチームを編成している。

◆ プライム案件は成長ドライバーとなっている

同社のコンサルティングのうち、プライム案件においては、現状分析、要件定義、システム設計、開発/テスト、データ移行/並行稼働、本格稼働の順で、自社のコンサルタントが主導して同社のノウハウが詰まったサービスを提供している。

現状では、プライム案件のほとんどが SAP ジャパンからの顧客紹介による人事及び会計（財務、管理）分野によって占められていると同社は説明している。

また、プライム案件の中には、同社がエンドユーザーから直接受注するのではなく、PV からプロジェクトの特定領域（人事モジュールなど）へのコンサルティング依頼を受け、同社が顧客企業への提案を行い、一括で特定領域に関するプロジェクトを請負う形態（以下、準プライム）も含まれている。同社は、準プライム案件の採算もプライム案件と同程度であると説明している。

協力会社のコンサルタントは補助的な業務を部分的に担当するだけであるため、プライム売上高に占める外注費の割合は 1 割程度に過ぎない模様である。

一方、同社が顧客に請求する金額は、元請け会社としての料金であるため、自社のコンサルタントの労務費を考慮しても高い収益性を実現している。このため、同社はプライム売上高の構成比を引き上げることで営業利益率の上昇を目指している。

◆ プライム案件においては自社開発したテンプレートを使用

同社が提供するサービスは、FIS においては PV から要求された部分的な業務に限定されるため、同社が自社開発したテンプレートは使用されていない。一方、プライムにおいては、高品質でありながら、低コストかつ短期での導入を可能とするテンプレートが案件に応じて使用されており、16/12 期においては、プライム売上高の半分近くがテンプレートによるものであったと同社は説明している。

（注 4）All in-One ソリューションとは、SAP パートナーによって開発されたテンプレートの内、特定の業務や業種に対して、SAP ERP により適合させることで導入工数を削減し、短期、低コスト、低リスクでの導入を実現させることが可能となることを SAP ジャパンが認定したソリューションを言う。

同社が自社開発したテンプレートの代表例としては、人事分野の「Jet-One」と、会計領域における資産除去債務分野の「Zex-One」が挙げられる。Jet-One は、あらゆる従業員情報の完全一元管理を実現する同社の屋台骨を支えるテンプレートであり、大手システム会社、大手エネルギー会社、大手化学メーカーなど、多数の上場企業に導入実績がある。11 年に SAP ジャパンの All in-One ソリューション^{注 4}に認定されると、SAP ジャパンから顧客紹介が増え、プライム売上高の拡大に大きく貢献している。

Zex-One は、資産除去債務の算定と計上の自動化による決算業務負荷を軽減するテンプレートであり、大手エネルギー会社や大手飲料メーカー関連会社に導入実績がある。

◆ 最新技術である SAP HANA や SuccessFactors の実績もある

SAP の最新技術である「SAP HANA/SAP Fiori^{注5}」を活かしたプロジェクトも大手システム会社からプライム案件で受注した実績がある。

(注5) SAP HANA とは、SAP によって開発されたデータベースであり、従来のディスク装置を媒介としたものではなく、メモリー上で高速アクセスを行うことに特徴がある。SAP Fiori とは、HTML5 ベースで SAP が開発したシンプルで使いやすいユーザーインターフェースである。

また、全世界で 4,400 社以上の利用実績を誇るクラウドベースのタレントマネジメントソリューションサービスである「SuccessFactors」についても、近年、プライム案件で実績を積み上げている。

◆ FIS 案件は事業基盤を形成している

FIS 案件においては、同社は PV の指揮下において、業務設計、システム設計、顧客要件を分析し、SAP の実現機能の設計やアドオン(作り込み)設計の技術的支援を行っている。

同社は、自社のコンサルタントに加え、協力会社のコンサルタントを多数活用して業務に当たっており、FIS 売上高に占める外注費の割合は 6 割程度に達している模様である。

一方、同社の FIS 売上高は、PV 会社が利益を確保した後に支払われた金額であるため、プライム売上高に比べて利益率は低水準となっている。しかしながら、FIS においてもある程度の収益性は確保されていることや、プライム案件だけではコンサルタントの稼働率を適正な水準に維持できないことから、同社はプライム案件と FIS 案件の間で自社のコンサルタントを機動的に配分することで、事業の安定性と収益性のバランスを取っている。こうしたことから、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、FIS 案件は同社の事業基盤を形成する役割を果たしていると捉えている。

◆ 「失敗しない」プロジェクト管理力

多くのシステム開発会社は、あるプロジェクトにおいて、事前に予期していなかった問題が生じ、その対応に想定以上のコストが発生したにもかかわらず、顧客から追加の料金を受け取れずに赤字となった事態を経験している。

同社は、これまで失敗プロジェクトは経験していないと説明しており、実際、14/12 期以降の貸借対照表には、赤字が見込まれる受注残プロジェクトに対する損失の見積り額である受注損失引当金は計上されていない。

同社は、豊富な実戦経験、精度と妥当性が高いプロジェクトスケジュールの策定、経営課題に応じた機動的なチーム編成、顧客との定期的な会議の開催によるプロジェクト管理の徹底などを不採算案件が発生しない要因として挙げている。当センターは、同社が指摘する要因に加え、同社のプライム案件において多く利用されている人事ソリューションテンプレートである Jet-One の完成度の高さが影響しているのではないかと考えている。

システム開発業界において不採算案件が発生するのは、多くの場合、顧客が新規客であったり、新しい技術や分野の案件であったりすることが多い。同社が人事分野をプライム案件で受注した場合、Jet-One の守備範囲が広いことから、ほとんどは Jet-One を利用してプロジェクトを進めることになり、トラブルに繋がりにくい状況となっていると当センターは推測している。

◆ 売上原価の大半は労務費と外注費によって構成される

同社の売上原価は、固定費である労務費（自社コンサルタント向け）と、変動費である外注費（協力会社のコンサルタント向け）が大半を占めている。16/12 期の売上原価に占める割合は、労務費が 28.5%、外注費が 68.3%に達している。

◆ 販管費の中心も人件費が占めている

販売費及び一般管理費（以下、販管費）の中心を占めるのは、従業員の給与手当（同社は年俸制であり、賞与は支給していない）と役員報酬であり、合計で 57.5%に達している。

> 業界環境と競合

◆ 国内 ERP 市場は 600~1,100 億円と見られている

同社が属する国内情報サービス業の市場規模は、経済産業省の特定サービス産業動態統計調査によれば、16 年で 10 兆 9,930 億円（前年比 1.3% 増）に達している。その中でも、SIer が展開するシステムインテグレーションを含んだ受注ソフトウェア市場は 6 兆 7,485 億円と情報サービス市場の中核を占めている。

一方、同社が関係する国内 ERP 市場の規模は、15 年時点において、調査機関によって 650 億円程度という見方や、1,100 億円程度という見方などがあり、見解が分かれている。

ITR の市場予測によれば、ERP 市場を業務分野別にみると、15 年時点において、同社の主力分野である人事は 224 億円、会計は 275 億円と推測されており、19 年にかけて、人事は年平均 3~4%、会計は同

4~5%の成長が予測されている。オンプレミスとクラウドに分類した ITR 予測によると、14 年時点で 25 億円に過ぎなかったクラウド形態の市場規模は 20 年に 416 億円へと大きく拡大すると予想されている一方、同期間のオンプレミス市場は 607 億円から 360 億円に縮小すると予想されており、他のパッケージソフト分野と同様に、ERP 分野でもクラウドへの急速なシフトが見込まれている。

ERP 市場は、世界的には独 SAP 社、米 Oracle 社、米 Microsoft 社が 3 強と言われているが、日本においては、オービック (4684 東証一部)、オービックのグループ企業であるオービックビジネスコンサルタント (4733 東証一部)、富士通 (6702 東証一部)、大塚商会 (4768 東証一部)、ワークスアプリケーションズ (11 年に MBO により上場廃止) などが製品を開発し、外資系企業と激しい競争を展開している。

同社が展開しているのは ERP の開発ではなく、他社の製品を用いたコンサルティング及び導入支援であり、中でも、現在手掛けているのは SAP ERP に限られているため、SAP ERP の導入支援事業に絞って競合状況を分析することにした。

◆ SAP ERP 市場では多数のプレーヤーが協調しつつ競争している
SAP ERP の導入コンサルティングを行う企業は数多く、大手コンサルティング会社から小規模な SIer までが市場に参入している。SAP ジャパンが公表した資料によると、17 年 9 月 15 日時点で SAP 認定コンサルタント取得者が在籍するパートナーの社数は 136 社に達しているが、非上場企業や他に主力事業を持つ上場企業が多いため、パートナー各社の SAP ERP 関連売上高の規模や順位などは不明であり、SAP ERP 導入支援市場の全体像を分析することは困難である。

一方、当センターでは、同社を分析する際、SAP ERP 以外の外資系ベンダー製ソフトウェアの導入支援ビジネスと比較してみるという視点も有益であると考えた。

そこで、当センターは、SAP ERP の導入支援を主力事業としている上場企業や上場企業の子会社、その他の外資系ベンダーのソフトウェアの導入支援を主力事業とする上場企業と同社を比較することで、競合状況や事業内容を分析することにした。

SAP ERP の導入支援を主力事業としている上場企業として、東洋ビジネスエンジニアリング (4828 東証一部)、テクノスジャパン (3666 東証一部)、アイ・ピー・エス (4335 東証 JQS) を、上場企業の子会社として、クレスコ (4674 東証一部) の子会社であるクレスコ・イー・ソリューションを、その他の外資系ベンダーのソフトウェアの導

入支援を主力事業とする上場企業として、米国の CRM ソフトである Salesforce の導入支援やカスタマイズを主力事業としているテラスカイ (3915 東証マザーズ) を選定した (図表 2)。

【図表 2】外国製ソフトウェアの導入支援を主力事業とする上場企業と子会社 (単位:百万円)

銘柄コード	企業名	決算期	売上高	営業利益	営業利益率	従業員数	一人当たり売上高	主力ソフトウェア
4828	東洋ビジネスエンジニアリング	2017年3月期	13,289	715	5.4%	558	24	SAP ERP、MCFrame (自社)
3666	テクノスジャパン	2017年3月期	5,956	728	12.2%	326	18	SAP ERP
3915	テラスカイ	2017年2月期	3,534	202	5.7%	297	14	Salesforce
3940	ノムラシステムコーポレーション	2016年12月期	2,442	313	12.8%	99	25	SAP ERP
4674	クレスコ・イー・ソリューション	2017年3月期	1,688	125	7.4%	138	12	SAP ERP
4335	アイ・ピー・エス	2017年6月期	1,635	112	6.9%	74	22	SAP ERP

(注) 売上高、営業利益、一人当たりの売上高の数値は対象事業以外も含む、一人当たりの売上高の従業員数は、前期末と前々期末の従業員数の平均を使用して算出、クレスコ・イー・ソリューションについては、銘柄コードは親会社であるクレスコのコード、従業員数は 17 年 4 月時点、一人当たり売上高も同時点の従業員数で算出
(出所) 各社の有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

まず、東洋ビジネスエンジニアリングは、売上高と従業員数が対象企業の中で最も大きい。その事業は、自社開発の ERP (「MCFrame」、 「A.S.I.A」など) を扱うプロダクト事業、SAP ERP など他社製の ERP を扱うソリューション事業、システムの運用・保守などのサービスを提供するシステムサポート事業によって構成されている。

ソリューション事業の 17/3 期の売上高は 8,663 百万円、売上高構成比は 65.2%であり、この中には米国オラクル社の「Oracle E-Business Suite」、「Oracle Service Cloud」に関連する売上高も含まれているが、中心は SAP ERP 関連の売上高であると推測される。

東洋ビジネスエンジニアリングは 91 年に日本初の SAP パートナーとなり、93 年に国内第一号 SAP ユーザーへの導入を果たすなど SAP ビジネスの老舗と言える企業である。SAP ERP の累積導入社数は製造業を中心に 170 社を超えており、SAP 専門のコンサルタントが 300 名以上在籍している模様である。また、ユーザーのグローバル展開を支援する体制を整備している。

顧客の業種は製造業が多く、非製造業が多い同社と顧客層は異なっている。また、対象分野も、生産管理、購買在庫管理、販売管理、財務会計、管理会計、品質管理などを得意としており、人事を中心に展開する同社とはあまり競合していない模様である。

テクノスジャパンは、対象企業の中で営業利益が最も大きく、売上高、従業員数も二番目に大きい。

17/3 期売上高の 97.2%は、他社製 ERP システムの導入を支援する事業（残りは、付随するハードウェアやライセンスの販売）であり、ERP パッケージでは、SAP ERP の他、東洋ビジネスエンジニアリングの MCFrame、米国インフォア社の Infor LN など扱うほか、ERP パッケージの周辺領域のシステム開発や、ERP パッケージに蓄積されたビッグデータの分析サービスなども展開している。このうち、SAP ERP 関連の売上高構成比は 17/3 期で 80%弱を占めている。

17/3 期におけるテクノスジャパン単体の営業利益率が 11.1%と高水準である一方、ビッグデータの分析サービスを提供する連結子会社テクノスデータサイエンス・エンジニアリングの経常利益率も 13.5%に達している。

テクノスジャパンは 96 年に SAP とパートナー契約を締結し、累積導入社数は 100 社を超えており、SAP 認定コンサルタントの取得数（延べ人数）も 17 年 6 月 5 日時点で 456 名を誇っている。

対象分野では、ロジスティクス管理（購買、生産、販売）と会計管理（財務会計、管理会計）を強みとしており、人事を得意とする同社とは得意分野が異なる模様である。同社は、テクノスジャパンからも案件を受注しており、競合関係というよりは協力関係にあると見られる。

主要顧客への依存度が高く、17/3 期における相手先別の売上高構成比は、アクセンチュアが 13.0%、伊藤忠テクノソリューションズが 12.4%に達している。

アイ・ピー・エスは、対象企業の中で売上高、営業利益、従業員数が最も小さいが、17/6 期売上高構成比では、SAP ERP の導入を支援する事業が 63.0%、SAP ERP（アイ・ピー・エスが開発した周辺アプリケーションソフトウェア等を含む）を保守する事業が 37.0%であるため、事業のほぼ全てが SAP ERP 関連と言える。

アイ・ピー・エスは創業した 97 年から SAP ERP の導入支援事業を展開し、累積導入社数は 40 社を超えている。SAP ライセンスの販売実績で最上位にランクされるプラチナパートナーに 16 年に選出された。

17/6 期末の従業員数は 74 名と小規模であるものの、そのうち 60 名の技術者が延べ 66 の SAP 認定コンサルタント資格を取得している。

対象分野では、EDI インターフェース、輸出入機能、モバイルアプリケーション開発などを得意としており、人事を得意とする同社とは得

意分野が異なる模様である。また、SAP の次世代ビジネススイート「SAP S/4 HANA」に対応した独自開発テンプレート「EasyOne」や、「SAP S/4 HANA® Cloud」のパブリッククラウドサービスを提供するなど手掛けており、早くから新しい技術に対応している。

アイ・ピー・エスも主要顧客への依存度が高く、17/6 期における相手先別の売上高構成比は、三栄コーポレーション (8119 東証 JQS) が 19.9%、福助工業株式会社 (本社：愛媛県四国中央市) が 13.1%に達している。

クレスコ・イー・ソリューションは、対象企業の中で売上高、営業利益、従業員数が 2 番目に小さい。売上高構成比の詳細な開示はないが、SAP ERP に関連する事業がほとんどを占めていると見られる。

クレスコ・イー・ソリューションは 98 年に設立されたが、クレスコとしては 94 年から SAP のパートナーとして ERP の導入支援事業を展開している。17 年 4 月時点の従業員数は 138 名と小規模であるものの、そのうち 91 名が延べ 227 の SAP 認定コンサルタント資格を取得している。

対象分野では、財務会計、管理会計、販売管理、在庫販売管理などに加え、人事も得意としており、同社とは競合関係にあると見られる。また、SAP の次世代ビジネススイート「SAP S/4 HANA」への移行や新規導入サービスにも積極的に展開している。

テラスカイは、クラウドサービスで提供される Salesforce の構築・導入支援を行うクラウドインテグレーターである。国内企業の中でセールスフォース社が認定する資格を有する SE が最も多く在籍している会社である。

テラスカイの 17/2 期売上高は 3,534 百万円であるが、その内、Salesforce の構築・導入支援が中心と推測されるソリューション事業が 2,819 百万円 (前期比 47.6%増) と、同社の売上高 (2,442 百万円、16/12 期) よりも大きな金額となっている。

各社の売上高は概ね従業員数に比例している。外国製ソフトウェアの導入支援事業において、売上規模を拡大するには人員増強が不可欠であると言えよう。一方、営業利益率は、5.7%~12.8%の範囲で分散しているが、従業員一人当たり売上高や事業の集中度、高収益ビジネスへの取り組みなど、経営スタンスの違いが利益率の格差に影響していると考えられる。

なお、17年6月末時点で同社の技術者は延べ145名のSAP認定コンサルタント資格を取得しているが、その数はSAPのパートナー121社中では18位に、そのうち、社員数500名以下の企業の中ではテクノスジャパン、クレスコ・イー・ソリューションに次ぐ、3位に位置している模様である。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 野村代表取締役がソフトウェアの設計・制作請負を目的に設立

同社は、三菱マテリアル(5711 東証一部)の前身会社である三菱金属でシステムエンジニアであった野村芳光氏(現同社代表取締役)が、外資系保険会社への転職を経て独立し、保険代理店を営みながら、個人として大企業のシステム開発の仕事を請負う中で、業務拡大に対応するため86年に法人化したことで誕生した。

創業後しばらくは不特定多数の元請け先から、システム開発案件に係るソフトウェア設計や作業請負を受注していたが、98年に米マイクロソフトの日本法人からソリューションプロバイダ認定を受けたことを皮切りに、外資系ベンダーとの取引にも進出し始めた。

◆ 事業環境の変化に対応してSAP ERPの導入支援に進出

00年のITバブルの崩壊に際し、通常システム開発の下請けでは業容が厳しくなると予測した野村氏は、より付加価値の高いSAP ERPの導入コンサルティングへ経営の舵を切った。

01年11月にSAPジャパンとサービス・パートナー契約を締結し、翌年3月にERP導入のコンサルティング(ERPソリューション事業)を開始した。

◆ 人事分野のテンプレートの開発に注力

03年にはSAPジャパンが主催する人材マネジメントや人事管理分野の協業組織である「SAP HR パートナーコンソーシアム(現HCMコンソーシアム)」の設立メンバーに、大手コンサルティング会社や有力SIerと共に同社が選定された。

ERPの主要分野の中でも、人事は日本企業に固有な機能をまとめたテンプレートの必要性を強く認識していた同社は、その開発に取り組んでいたが、05年2月に人事分野のオリジナルテンプレート「RABBIT(ラビット)」の提供を開始し、07年12月にはRABBITを大幅に改良したJet-Oneを投入した。

09年12月にSAPジャパンよりチャネルパートナーの認定を受け、SAPライセンスの販売を始めた。10年1月にブライダルサイト「Relie」の運営を開始した。

11年12月にJet-OneがSAPジャパンのAll in-Oneの認定を取得すると、SAPジャパンから人事分野プライム案件の顧客紹介が増加した。

12年2月にSAPソリューションの一次保守を請け負う認定資格であるPCoEを日本企業として初めて取得した。

16年9月、同社は東京証券取引所ジャスダック(スタンダード)市場に上場した。

◆ 経営理念

同社は、

- 一、社員の物心両面の幸福を追求します。
- 一、社会の進歩発展に貢献します。

という企業理念のもと、社員の意欲や士気を高め、社員とともに成長し続け、社会や株主の皆様へ還元できる会社を目指すとしている。

◆ 株主

17/12期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表3の通りである。17年6月末時点において、代表取締役の野村芳光氏が発行済株式総数の65.5%を保有している。その他の株主には、個人投資家、金融機関などが名を連ね、大株主上位10名で72.1%の株式を保有している。

【図表3】大株主の状況

株主(敬称略)	17年6月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	
野村芳光	1,217,500	65.50%	1	代表取締役 元取締役
大山亨	34,500	1.86%	2	
日本証券金融株式会社	28,400	1.53%	3	
松井証券株式会社	13,200	0.71%	4	
石川るみ子	11,800	0.63%	5	
酒井秀和	10,000	0.54%	6	
三好教史	7,100	0.38%	7	
北村忠昭	6,400	0.34%	8	
ゴールドマン・サックス証券株式会社	5,900	0.32%	9	
株式会社SBI証券	5,400	0.29%	10	
(大株主上位10位)	1,340,200	72.10%	-	
発行済株式総数	1,858,700	100.00%	-	

(出所) ノムラシステムコーポレーション 17/12期第2四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は11/12期以降の数値が開示されている。高利益率であるプライム案件の売上高比率の上昇などを背景に、16/12期までの5期間では、売上高は年平均6.2%、経常利益は同29.3%増加した(図表4)。

【図表4】ノムラシステムコーポレーションの業績推移

(単位:百万円)

	11/12期	12/12期	13/12期	14/12期	15/12期	16/12期
売上高	1,809	2,035	1,817	2,095	2,268	2,442
売上総利益	—	—	—	501	521	623
売上総利益率	—	—	—	23.9%	23.0%	25.5%
販売費及び一般管理費	—	—	—	286	268	311
販管費率	—	—	—	13.6%	11.8%	12.7%
営業利益	—	—	—	216	253	313
営業利益率	—	—	—	10.3%	11.2%	12.8%
経常利益	86	291	103	226	260	312
	4.8%	14.3%	5.6%	10.8%	11.5%	12.8%
当期純利益	50	164	46	141	163	194
従業員数(人)	93	88	91	89	96	99

(注) 11/12期から13/12期までは未監査

(出所) ノムラシステムコーポレーション有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

12/12期に一時的に経常利益率が大きく上昇したのは、プライム案件獲得による売上総利益率の上昇に株式売却益(営業外収益)が加わったためである。13/12期には、プライム案件の売上計上と株式売却益が共になくなり、大幅な経常減益を余儀なくされた。

14/12期においては、売上高に占めるプライム案件の比率が一気に15.7%となったことから経常利益率は10.8%に上昇した。15/12期には、売上高の増加に対応して外注費が増えたことから売上総利益率はやや悪化したものの、役員報酬の削減などから販管費が減少したため、経常利益率は11.5%に上昇した。

◆ 16年12月期決算は前期比7.7%増収、23.4%営業増益

16/12期決算は、売上高が前期比7.7%増の2,442百万円、営業利益が同23.4%増の313百万円、経常利益が同19.8%増の312百万円、当期純利益が同19.5%増の194百万円となった(図表5)。

16年9月16日の上場時に公表された通期計画に対する達成率は、売上高が106.2%、営業利益は133.5%、経常利益は133.0%、当期純利益は131.9%であった。

【 図表 5 】 16 年 12 月期の業績

(単位：百万円)

	サービス別	15/12期		16/12期						
		通期	構成比	上期	第3四半期	第4四半期	下期	通期	構成比	増減率
売上高		2,268	100.0%	1,182	597	663	1,259	2,442	100.0%	7.7%
	プライム	359	15.8%	—	—	—	—	468	19.1%	30.4%
	FIS	1,909	84.2%	—	—	—	—	1,974	80.9%	3.4%
売上総利益		521	—	310	152	161	313	623	—	19.7%
売上総利益率		23.0%	—	26.2%	25.5%	24.3%	24.9%	25.5%	—	—
販売費及び一般管理費		268	—	145	87	79	166	311	—	16.2%
販管費率		11.8%	—	12.3%	14.5%	12.0%	13.2%	12.7%	—	—
営業利益		253	—	165	66	82	148	313	—	23.4%
営業利益率		11.2%	—	13.9%	11.0%	12.4%	11.7%	12.8%	—	—
経常利益		260	—	165	62	85	147	312	—	19.8%
経常利益率		11.5%	—	14.0%	10.3%	12.8%	11.6%	12.8%	—	—
当期(四半期)純利益		163	—	99	38	57	95	194	—	19.5%

(注) サービス別売上高の数値は、同社が開示しているプライム売上高の構成比から算出
(出所) ノムラシステムコーポレーション決算短信を基に証券リサーチセンター作成

高利益率であるプライム案件の売上高が計画を上回ったことから、売上総利益率も計画以上に改善したため、営業利益以下の各利益の達成率が高くなった。

前期との比較においても、プライム比率が15/12期の15.8%から19.1%に上昇にしたことから、売上総利益率が同23.0%から25.5%に上昇した。一方、人件費の増加や上場費用の計上によって販管費率は悪化したものの、営業利益率は同11.2%から12.8%に上昇した。

◆ 17 年 12 月期上期決算は前年同期比 4.8%増収、26.6%営業増益

17/12 期上期の決算は、売上高 1,239 百万円(前年同期比 4.8%増)、営業利益 209 百万円(同 26.6%増)、経常利益 207 百万円(同 25.5%増減)、当期純利益 147 百万円(同 48.5%増)であった(図表 6)。期初計画に対する達成率は、売上高が 106.4%、営業利益は 178.6%、経常利益は 176.9%、当期純利益は 198.6%であった。

好採算である準プライムの大型案件において、第 3 四半期に検収が予定されていた分が第 2 四半期に前倒しで売上計上されたため、営業利益以下の各利益の達成率が高くなった。

前年同期との比較においても、プライムへとコンサルタントをシフトしたことに伴い、FIS 売上高が 96 百万円減少した一方、プライム売上高が 152 百万円増加したため、売上総利益率が15/12期上期の26.2%から28.8%に上昇した。一方、給与手当や役員報酬がやや減少したこ

ともあり、販管費は微増にとどまった。結果として、営業利益率は同13.9%から16.9%に上昇した。

【 図表 6 】 17 年 12 月 期 上 期 の 業 績

(単位：百万円)

	サービス別	16/12期			17/12期			増減額	増減率
		上期	下期	通期	第1四半期	第2四半期	上期		
売上高		1,182	1,259	2,442	639	600	1,239	56	4.8%
	プライム	—	—	468	—	—	—	152	—
	FIS	—	—	1,974	—	—	—	-96	—
売上総利益		310	313	623	183	174	357	47	15.3%
売上総利益率		26.2%	24.9%	25.5%	28.7%	29.0%	28.8%	—	—
販売費及び一般管理費		145	166	311	76	73	148	3	2.3%
販管費率		12.3%	13.2%	12.7%	11.9%	12.1%	12.0%	—	—
営業利益		165	148	313	108	101	209	44	26.6%
営業利益率		13.9%	11.7%	12.8%	16.8%	16.9%	16.9%	—	—
経常利益		165	147	312	108	100	207	42	25.5%
経常利益率		14.0%	11.6%	12.8%	16.8%	16.6%	16.7%	—	—
当期(四半期)純利益		99	95	194	69	78	147	48	48.5%

(出所) ノムラシステムコーポレーション決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

法定実効税率の低下と法人税の還付を受けて法人税等が減少したため、四半期純利益の増加率は、経常利益よりも高くなった。

> 競合他社との比較

◆ 外資系ベンダー製ソフトの導入支援を行う企業と比較

外資系ベンダー製ソフトウェアの導入支援を行う企業を比較対象として選定した。具体的には、SAPのERPソフトを取り扱う東洋ビジネスエンジニアリング、テクノスジャパン、アイ・ピー・エスと、CRMクラウドサービスであるSalesforceを取り扱うテラスカイである(図表7)。

各社を比較すると、規模は自社製品やオラクル製ソフトを取り扱う東洋ビジネスエンジニアリングと、ビッグデータ活用ソリューションにも積極的に取り組んでいるテクノスジャパンが優位に立っている。他の3社の中では、経常利益では同社が大きいものの、売上高と総資産ではテラスカイに次ぐ位置にとどまっている。

安全性に関しては業界全体として良好である。中でも健全な経営を続けていた同社の数値は最も良いと言える。一方、ビジネスモデルの違いから、ソフトウェアや前受金の資産や負債に対する比率が高い東洋ビジネスエンジニアリングやテラスカイの流動比率や固定長期適合率の数値は他社に比べてやや見劣りする。

【 図表 7 】 競合企業との財務指標比較

項目	銘柄	コード 直近決算期	ノムラシステム	東洋ビジネス	テクノスジャパン	アイ・ピー・エス	テラスカイ
			コーポレーション	エンジニアリング			
			3940	4828	3666	4335	3915
			16/12期	17/3期	17/3期	17/6期	17/2期
規模	売上高	百万円	2,442	13,289	5,956	1,635	3,534
	経常利益	百万円	312	712	735	116	216
	総資産	百万円	2,277	6,668	4,674	1,245	2,552
収益性	自己資本利益率	%	11.8	12.5	14.0	9.4	12.2
	総資産経常利益率	%	15.8	11.1	16.4	9.3	10.1
	売上高営業利益率	%	12.8	5.4	12.2	6.9	5.7
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	10.4	1.7	12.5	11.4	47.6
	経常利益 (同上)	%	44.8	11.2	21.8	72.6	—
	総資産 (同上)	%	22.0	4.3	6.2	4.3	60.2
安全性	自己資本比率	%	84.9	55.0	73.6	63.5	45.0
	流動比率	%	655.9	148.7	419.1	315.3	232.1
	固定長期適合率	%	2.5	60.2	24.4	29.7	45.9

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) ノムラシステムコーポレーション及び各社の有価証券報告書、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

収益性は、テクノスジャパンと同社の高さが目立っている。同社は自己資本比率が極めて高いため、自己資本利益率の順位は高くないものの、売上高営業利益率は首位、総資産経常利益率はテクノスジャパンに次ぐ2位に位置している。

成長性は、売上高と総資産では、クラウドサービスの中でも特に拡大しているSalesforceを中心に事業を展開しているテラスカイの数値の伸びが高い。一方、テラスカイの経常損益は、3期前の赤字から、15/2期に黒字転換した後、16/2期は前期比57.4%増加したものの、17/2期は同10.9%減少した。

当センターが成長性において最も重視している過去3期の経常増益率を見ると、アイ・ピー・エスの伸びが最大であるが、3期前の数値が大幅に落ち込んでいることが影響しており、過去5期の数値なども含めて考慮すると、実態としては同社の経常利益の伸びが最も良好であると評価できる。

全体的には、安全性、収益性、成長性で魅力的な水準にあると言える。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は SAP ERP 人事分野への積極的な取り組み姿勢にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、人事分野における同社の取り組みがベースとして関係していると見られる(図表8)。

【図表8】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・大手顧客に対する取引は比較的分散している	・売上上位10顧客の売上高構成比	約5割
		・幅広いプライムベンダー (PV) と関係を構築している	・取引PV社数	約70社
		・プライム案件顧客との取引比率は上昇傾向にある	・プライム (準プライムを含む) 売上高比率	19.1%
		・プライム案件顧客との関係は良好	・プライム案件 (準プライムを含む) 顧客数	20~30社
	ブランド	・エンドユーザーやSAPジャパン、PVなどからの信頼は厚いが、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・SAPジャパンのパートナー認定からの経過年数	16年
			・上場からの経過年数	1年
事業パートナー	・人事分野を中心にSAPジャパンから顧客紹介を受けている	・SAP ERP関連の売上高比率	95.2%	
	・外注先であるパートナー企業と強固な関係を築いている	・取引パートナー数	約90社	
組織資本	プロセス	・顧客が抱える経営課題に対して、解決策の提案から実現のための情報システムの構築までを一貫して支援している		
		・顧客が抱える経営課題解決を支援するため、機能別に分かれているチームを、案件に応じて機動的に組み合わせて対応している		
	知的財産ノウハウ	・プライム案件については自社コンサルタントを中心にサービスを提供する一方、FIS案件については、協力会社のコンサルタントを多く活用して対応している	・売上原価に占める外注費の割合	68.3%
		・日本企業の独特な業務内容に対応した独自開発のテンプレートを用いて、高品質ながら、短期間、低コストでのコンサルティングサービスを提供している	・主な自社開発テンプレート	人事ソリューション「Jet-One」、資産除去債務ソリューション「Zex-One」
人的資本	経営陣	・日本企業の独特な業務内容に対応した独自開発のテンプレートを用いて、高品質ながら、短期間、低コストでのコンサルティングサービスを提供している		
		・プロジェクトのマルチタレント化や、豊富な実戦経験、精度の高いプロジェクトスケジュール管理などにより、プロジェクトの失敗は一度もないとしている		
	従業員	・社長のIT業界で長年の経験があり、創業以来、同社を運営している	・社長の在任年数	31年
		・社長による高い経営へのコミットメント	・社長の保有株数	1,217,500株 (65.5%) 17年6月末
	・SAP社製品の認定資格を積極的に取得している	・SAP認定資格保有者数 (のべ人数)、コンサルタント一人当たりの資格保有数	139人、1.7件	
	・コンサルタントを主体とした組織体制	・コンサルタント数、総従業員数	82人、99人	
	・インセンティブ制度	・ストックオプション	98,300株 (5.3%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は16/12期または16/12期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率
(出所) ノムラシステムコーポレーション有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、SAP ERPの導入支援事業では後発となるため、ERPの各分野を同じような姿勢で手掛けるのではなく、日本固有の機能が必要であり、テンプレート化が行い易い人事分野を深掘りする道を選択した。

03年に大手コンサルティング会社や有力SIerに混じって同社がSAP HR パートナーコンソーシアムの設立メンバーに選定されたことや、05年に同社初のテンプレートである人事ソリューション RABBITを開発したことは、同社の人事分野への取り組み強化の賜物である。

07年に人事分野の新規テンプレート Jet-One を投入すると、11年にSAP ジャパンから人事分野では唯一である「All in-One ソリュショ

ン」の認定を受けた。その後、SAP ジャパンからの顧客紹介もあり、SAP ERPの人事分野における同社の優位性は確固たるものとなった。

人事分野への積極的な取り組み姿勢は、SAP との関係を強固にしただけでなく、幅広い PV やエンドユーザーとの取引に繋がっており、同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は現時点では環境に関する対外的な活動を行っていないものの、今後については検討する予定であるとしている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は現時点では社会的責任に関する対外的な活動を行っていないものの、今後については検討する予定であるとしている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は、17年3月の株主総会決議により、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行した。取締役会は監査等委員ではない取締役5名と、監査等委員である取締役3名(うち、社外取締役は2名)で構成されている。一方、監査等委員会は、監査等委員である取締役3名で構成されている。

監査等委員である社外取締役の富谷正明氏は、三菱商事(8058 東証一部)での長年の勤務経験や、複数の会社において監査役としての経験があり、15年3月に同社の監査役に就任した。同じく監査等委員である社外取締役の田部井修氏は、アクトコール(6064 東証マザーズ)やバリューデザイン(3960 東証マザーズ)の社外監査役などを兼務する税理士であり、16年3月に同社の監査役に就任した。

16年12月期の株主総会招集通知によれば、16/12期に開催された19回の取締役会において、17年3月末の株主総会をもって社外取締役を退任した酒井秀和氏と、富谷氏は全19回、田部井氏は就任後に開かれた全16回に出席した。

富谷氏は、当事業年度に開催された3回の監査役協議会については全3回、15回の監査役会については全15回に出席し、田部井氏は就任後に開催された監査役会15回中全15回に出席しており、経営の監督体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 収益基盤の拡充

同社は、顧客の要望に素早く応え、より優れたコンサルティングサービスを提供するために、日々最新の IT 技術を把握し、素早く対応するとともに、新たなサービスを導入して収益基盤を拡充していくことが必要と考えている。

同社の事業は、SAP ERP 関連に大きく依存しているだけでなく、対象分野も人事や財務会計などに偏っていると見られる。現時点では、同社の企業規模はまだ小さく、今の事業領域だけで十分な成長余地があると考えられるが、長期的には収益基盤の拡充は大きな経営課題になるものと想定される。

◆ 優秀な人材の育成・確保

同社は、SAP 社製品の導入や、クラウド、ビッグデータ等の最新の情報技術の習得のため、コンサルタントの研修等の充実、優秀な人材の確保が必要であるとしている。

同社のプライム売上高構成比は、近年、上昇傾向にあるものの、その比率を一段と引き上げるためには、自社コンサルタント数の増強だけでなく、質の向上も不可欠であり、優秀な人材の育成・確保は、当センターにおいても、同社の最も重要な課題であると認識している。

> 今後の事業戦略

◆ 長期的なターゲットとして経常利益率 15%以上を目指す

同社は、16/12 期に 19.1%であった売上高に占めるプライム案件の割合を 34.0%以上に引き上げることで、12.8%であった経常利益率を 15.0%以上に向上させることを長期的なターゲットとしている。

同社は、この長期的なターゲットを達成するための成長戦略として、1) コンサルタントの育成、2) 既存の ERP 事業の強化、3) ビッグデータ分析を活用したソリューションの提供、4) クラウドを利用した短期・低コストのソリューションの提供を掲げている。

◆ 年 10 名程度の新入社員を地道に教育していく方針

同社は、年 10 名程度の新入社員 (17 年は 7 人) を地道に教育し、コンサルタントとして戦力化する方針を採っている。新入社員は、6 カ月程度で SAP 製品固有のプログラミング言語を習得し、SAP 認定コンサルタント資格を取得できるまで独自の研修を受けた後、細分化されたチームに配属される。各チームでは、業務知識の習得状況やプロジェクトの状況を勘案して、個別の案件にインプリメントコンサルタントとして新人を配置し、システムの構築などを担当させている。

SAP 製品に対する深い知見を身につけ、自在に操る技術を習得するため、同社はコンサルタントに対して SAP 認定コンサルタント資格を積極的に取得することを求めている。SAP 認定コンサルタント資格の取得者数は17年9月15日時点で延べ158名(16/12期末139名)となったが、17/12期末では189名を目標としている。

また、人事コンサルティングでのプライム案件を増やすには、人事コンサルティングチームだけではリソースが不足することが想定されるため、他分野のチームメンバーも人事に関わる SAP 認定コンサルタント資格を取得し、人事案件の対応能力を高めたいとしている。

◆ 既存 ERP 事業の強化は SAP HANA への対応が鍵

同社は、既存の ERP 事業において、案件数、案件規模を引き上げるためには、今後増加する SAP HANA 需要への対応が重要と認識している。そのために同社では、SAP HANA 及び SAP S/4 HANA に関して、認定コンサルタント資格の取得を促進することや、導入実績のノウハウを社内で共有すること、Jet-One を始めとする各種の独自テンプレートの HANA 化対応を進めている。

◆ 人事の既存客にビッグデータ・ソリューションの提供を目指す

将来的に市場が大きく拡大すると見られているビッグデータ・ソリューションにおいて、同社は新規顧客から受注することは困難であると考えている。そのため、同社は顧客から高い評価を受けている人事分野の既存客に対して、ビッグデータ・ソリューションの提案を行い、プライムでの案件獲得を目指している。

同社は将来、ビッグデータ・ソリューションを人事に次ぐ、第2の柱に育成することを目指している。

◆ 短期・低コストのクラウド・ソリューションの提供を目指す

SAP 社は15年に新製品である SAP S/4 HANA の発売と、現行バージョンのサポートを25年に停止する方針を発表した。そのため、従来製品からのリプレース需要が今後本格化すると見込まれるが、SAP S/4 HANA においては、同社がこれまであまり手掛けていなかったクラウドサービスでの導入支援が増えると予想されており、この側面からも Jet-One などのテンプレート群の HANA 対応が重要となっている。

また、SAP HANA S/4 HANA においては、クラウドサービスで提供されている SuccessFactors も標準ソリューションとして付加される見通しであることから、S/4 HANA への移行によって、顧客単価の上昇と、クラウド関連売上高の拡大を同社では期待している。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 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9のようにまとめられる。

【 図表 9 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> 顧客の経営課題に応じて業務プロセスの改革とシステムの構築を行う質の高いコンサルティング 不採算案件を抑制するプロジェクト管理能力の高さ 短納期、低コスト、高品質を実現する人事分野のオリジナルテンプレート「Jet-One」
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> SAP ERP関連売上高への依存度の高さ 競合企業に対する事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> プライム案件比率の向上 SAP S/4 HANAの普及によるERP更新需要の増大 SAP SuccessFactorsの拡販による顧客単価の拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> SAP社の競争力の低下 同社の対応力を上回るような急激な技術革新が起こること 人手不足が深刻化し、優秀な従業員が確保できなくなる

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 中長期目標とする営業利益率 15%は今期に達成すると見られる

同社の営業利益率は、17/12 期上期において、既に 16.9%に達しており、当センターは 17/12 期通期においても 16.8%を確保すると予想している。コンサルタントの増加を背景として、プライム売上高構成比は今後も着実に上昇すると見ており、営業利益率の上昇も継続すると見込んでいる。

◆ SAP HANA への対応は急速に進める必要がある

同社が進める SAP HANA 及び S/4 HANA への対応は、認定コンサルタント資格取得と独自テンプレートの HANA 化をともに急速に進める必要があると当センターでは認識している。SAP S/4 HANA への更新需要は既に顕在化してきており、その対応の遅れは、同社の成長スピードを抑制する要因になり得ると考えているからである。

同社の 17 年 9 月 15 日時点での SAP HANA 関連の認定コンサルタント資格の取得者数は 3 人に過ぎず、十分な人数とはなっていないと見られる。また、上場時に開示された有価証券届出書の記載によると、Jet-One などの独自テンプレートにおける SAP S/4HANA への対応は 18/12 期に予定されており、開発スピードが遅い印象がある。

◆ クラウド・ソリューションへの対応強化も急務

同社の ERP 導入支援事業の売上高において、クラウドサービス向け

が少ないのは、SAP 社がクラウドで出遅れていたことが影響している。しかしながら、SAP 社は近年、クラウド展開を急速に進めており、今後は同社としての取り組みの強化が急務となっている。独自テンプレートの SAP S/4 HANA へ対応に加えて、17年9月15日時点で7人となっている SuccessFactors 関連の認定コンサルタント資格の取得者数の増強が求められよう。

> 今後の業績見通し

◆ 17年12月期会社計画は2.4%増収、7.7%営業増益を見込む

17/12 期の会社計画は、売上高 2,501 百万円（前期比 2.4%増）、営業利益 337 百万円（同 7.7%増）、経常利益 335 百万円（同 7.4%増）、当期純利益 204 百万円（同 4.9%増）である（図表 10）。

上期決算は期初計画に対して、売上高が 74 百万円、営業利益が 92 百万円上回ったものの、準プライムの大型案件において、第3四半期に検収が予定されていた分が第2四半期に前倒しで売上計上されたことを理由として、同社は通期計画を据え置いた。

【 図表 10 】 ノムラシステムコーポレーションの過去の業績と 17年12月期の計画 (単位：百万円)

	サービス別	14/12期	15/12期	16/12期	17/12期			
		実績	実績	実績	構成比	会社計画	構成比	増減率
売上高		2,095	2,268	2,442	100.0%	2,501	100.0%	2.4%
	プライム	328	359	468	19.1%	675	27.0%	44.4%
	FIS	1,767	1,909	1,974	80.9%	1,826	73.0%	-7.5%
売上総利益		501	521	623	—	—	—	—
売上総利益率		23.9%	23.0%	25.5%	—	—	—	—
販売費及び一般管理費		286	268	311	—	—	—	—
販管費率		13.6%	11.8%	12.7%	—	—	—	—
営業利益		216	253	313	—	337	—	7.7%
営業利益率		10.3%	11.2%	12.8%	—	13.5%	—	—
経常利益		226	260	312	—	335	—	7.4%
経常利益率		10.8%	11.5%	12.8%	—	13.4%	—	—
当期純利益		141	163	194	—	204	—	4.9%

(出所) ノムラシステムコーポレーション有価証券届出書、決算短信及び決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

17/12 期の売上高に占めるプライム案件の割合についても、27.0%と期初計画からの修正はなかった。

1株当たりの配当に関しても、未定としていた期初予想から変更はなかった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 17/12 期業績を、売上高 2,511 百万円（前期比 2.8%増）、営業利益 422 百万円（同 35.1%増）、経常利益 420 百万円（同 34.9%増）、当期純利益 283 百万円（同 45.8%増）と予想する（図表 11）。

【 図表 11 】 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)

	15/12期	16/12期	17/12期CE	17/12期E	18/12期E	19/12期E
損益計算書						
売上高	2,268	2,442	2,501	2,511	2,605	2,675
前期比	8.2%	7.7%	2.4%	2.8%	3.7%	2.7%
サービス別						
プライム	359	467	675	736	840	910
FIS	1,909	1,974	1,826	1,775	1,765	1,765
営業利益	253	313	337	422	452	477
前期比	17.5%	23.4%	7.7%	35.1%	7.1%	5.5%
営業利益率	11.2%	12.8%	13.5%	16.8%	17.4%	17.8%
経常利益	260	312	335	420	452	477
前期比	15.0%	19.8%	7.4%	34.9%	7.6%	5.5%
経常利益率	11.5%	12.8%	13.4%	16.7%	17.4%	17.8%
当期純利益	163	194	204	283	290	308
前期比	15.1%	19.5%	4.9%	45.8%	2.5%	6.2%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ノムラシステムコーポレーション決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

会社計画に対しては、売上高は 10 百万円、営業利益は 85 百万円上回ると見込んでいる。同社は自社のコンサルタントの稼働率が 95%以上で推移しているため、短期的にはプライム案件を大きく増やすことは困難であるとしている。よって、研修を終えた新入社員が現場に配属されることで供給能力がやや高まる下期の売上高は、上期の 1,239 百万円から 1,272 百万円に増加すると予想した。一方、上期に 16.9%に達した営業利益率が大きく低下する要因は特には見当たらず、通期の営業利益率も 16.8%を確保すると見込んだ。

プライム売上高については、上期に前年同期比で 152 百万円増加したことと、下期も大型案件が順調に進捗していることから、16/12 期の 467 百万円（構成比 19.1%）に対して、前期比 269 百万円増加の 736 百万円（同 29.3%）に拡大すると予想した。

FIS の売上高については、上期に前年同期比で 96 百万円減少したことと、コンサルタントをプライム案件へ配置転換したことから、16/12 期の 1,974 百万円から 1,765 百万円（前期比 209 百万円減）に落ち込むと予想した。

当期純利益については、第2四半期に法人税の還付があったと見られることや、17/12期に同社の法定実効税率が2.2%ポイント下がることを踏まえ、前期比45.8%増加すると予想した。

18/12期と19/12期については、プライム売上高構成比の上昇ペースが鈍化すると考え、一桁の増収増益にとどまると見込んだ。

プライム売上高は、コンサルタントが年5名純増すると想定し、17/12期が前期比14.1%増、18/12期が同8.3%増と見込んだ。FIS売上高は、コンサルタントの配置転換の動きが一巡し、17/12期が前期比0.6%減、18/12期が横ばいと予想した。

コスト面については、管理、営業部門も含めて年7名程度の人員増強による固定費の増加を見込んだが、プライム売上高構成比の上昇によるセールスマックスの改善により、営業利益率が19/12期に17.8%に上昇すると予想した。

なお、17/12期の一株当たり年間配当金について、同社は配当性向40%以上の安定配当を行うという配当方針を公表しているものの、具体的な配当予想額は未定としている。当センターでは、同社の配当方針と当センターの業績予想に前提に、17/12期は21円、18/12期は22円、19/12期は23円と見込んでいる。

【 図表 12 】 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)

	15/12期	16/12期	17/12期CE	17/12期E	18/12期E	19/12期E
貸借対照表						
現預金	1,264	1,829		1,938	2,062	2,246
売掛金	338	373		383	398	408
棚卸資産	6	7		7	7	7
その他	15	20		20	20	20
流動資産	1,624	2,229		2,349	2,487	2,682
有形固定資産	8	13		9	34	27
無形固定資産	0	0		0	0	0
投資その他の資産	37	35		34	34	34
固定資産	45	48		43	68	61
資産合計	1,669	2,277		2,391	2,555	2,742
買掛金	190	204		193	193	190
未払法人税等	61	74		100	89	93
その他	56	61		61	62	63
流動負債	307	340		354	344	346
資産除去債務	3	3		3	3	3
固定負債	3	3		3	3	3
純資産合計	1,359	1,934		2,034	2,207	2,393
(自己資本)	1,359	1,934		2,034	2,207	2,393
(非支配株主持分+新株予約権)	-	-		-	-	-
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	260	312		420	452	477
減価償却費	3	5		4	10	7
売上債権の増減額 (-は増加)	-75	-35		-11	-14	-11
棚卸資産の増減額 (-は増加)	6	-1		0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	27	15		-11	0	-3
その他	-21	11		2	1	1
法人税等の支払額	-101	-110		-112	-172	-165
営業活動によるキャッシュ・フロー	100	198		293	276	307
有形固定資産の取得による支出	-	-14		0	-35	0
有形固定資産の売却による収入	-	4		0	0	0
その他	329	0		0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	329	-10		0	-35	0
株式発行による収入	-	361		0	0	0
配当金の支払額	-	-		-189	-117	-123
その他	-	15		5	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-	376		-184	-117	-123
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	429	565		109	124	184
現金及び現金同等物の期首残高	835	1,264		1,829	1,938	2,062
現金及び現金同等物の期末残高	1,264	1,829		1,938	2,062	2,246

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ノムラシステムコーポレーション決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 独 SAP 製品の競争力が低下する可能性

同社において、SAP ERP 関連の売上高は、16/12 期において全体の 95.2%を占めている。

自社の強みは、中立の立場で顧客の経営課題を解決する能力にあり、取り扱うソフトウェアは SAP 製品に限定されているわけではないと同社は主張している。しかしながら、同社のコンサルタントのベンダー認定資格の取得状況を見る限り、ユーザーが SAP 以外のベンダーを希望しても、現時点においてはその希望に沿ったコンサルティングを行うことは困難であるように思われる。

クラウド対応を強化した S/4 HANA の導入もあり、日本市場における SAP 社の競争力は依然として強いと当センターは考えているものの、他社製品への対応が不十分な状況において、SAP 製品の競争力が低下すると、少なくとも短期的には同社の業績が悪化するリスクがあるため、注意が必要であろう。

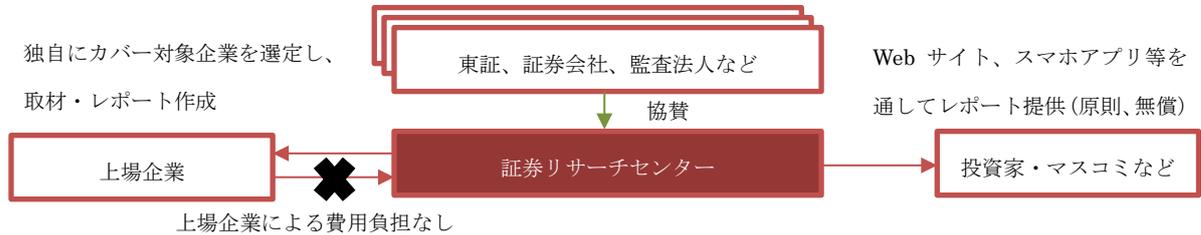
◆ 業界の人手不足からコンサルタントの拡充が進まない可能性

同社は年間 10 名程度の新入社員を採用し、独自の研修によって一人前のコンサルタントに育成する方針を採っているが、IT 業界においては人手不足が常態化してきているため、同社において、優秀な学生の採用が出来なかったり、育成したコンサルタントが退職してしまったりすることで、コンサルタントの拡充が進まないことも考えられる。

SAP 認定コンサルタントのようなベンダーの認定資格は、自社だけではなく、業界共通で通用する資格であるため、育成したコンサルタントの流出は特に注意すべきポイントとなる。優秀な社員の退職抑制策が供給面での成長力の鍵となるため、継続的な施策が実施されるかに当センターは注目している。

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。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社
新日本有限責任監査法人

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

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。