

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 東証一部

アップデート・レポート
2019年4月12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 20190409

ノムラシステムコーポレーション(3940 東証一部)

発行日:2019/4/12

**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
コンサルタント数の減少を受けて、中期的な業績見通しを引き下げた**

> 要旨

◆ 独 SAP 社製 ERP ソフトウェアの導入支援を行うコンサル会社

・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経由した間接取引を通じて、サービスを提供している。

◆ 18 年 12 月期決算は 0%増収、4%営業減益、0%経常増益

・18/12 期決算は、0.3%増収、4.0%営業減益、0.3%経常増益であった。前期には 29.0%であったプライム比率が 29.4%に上昇したものの、外注費が増加したことから、営業減益を余儀なくされた。

◆ 19 年 12 月期の会社計画は 6%増収、1%営業増益、3%経常減益

・19/12 期について同社は、新規顧客の大型案件等の貢献を見込む一方、積極採用に伴う人件費等の増加を織り込み、5.7%増収 0.5%営業増益、3.2%経常減益を計画している。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、18/12 期末のコンサルタント数が 81 名と前期末比 3 名減少したこと等を考慮して、19/12 期の業績予想を見直し、売上高を2,650 百万円→2,590 百万円(前期比 1.9%増)、営業利益を441 百万円→391 百万円(同 0.1%増)、経常利益を441 百万円→391 百万円(同 3.7%減)に減額した。

◆ コンサルタントの確保に引き続き注目したい

・当センターでは、コンサルタント数の推移の前提や、一人当たりの売上高の予想を見直したため、19/12 期以降の利益予想も下方修正した。

・同社は、新規採用を強化する方針を打ち出したが、その成果を見極める必要があろう。当センターは、同社が目指すプライム売上高の拡大に向けて、コンサルタントの確保、増員に引き続き注目したいと考えている。

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】

2019/4/5	
株価 (円)	716
発行済株式数 (株)	5,709,600
時価総額 (百万円)	4,088

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	14.6	15.3	14.9
PBR (倍)	1.9	1.7	1.6
配当利回り (%)	3.1	3.1	3.2

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	1.9	1.3	-41.9
対TOPIX (%)	2.9	-4.9	-37.3

【株価チャート】



【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)
2017/12	2,534	3.8	407	30.3	405	29.9	299	53.7	53.6	366.3	22.0
2018/12	2,541	0.3	391	-4.0	406	0.3	277	-7.4	49.0	386.3	22.0
2019/12 CE	2,685	5.7	393	0.5	393	-3.2	268	-3.1	47.0	-	22.0
2019/12 E	2,590	1.9	391	0.1	391	-3.7	267	-3.4	46.8	410.9	22.0
2020/12 E	2,640	1.9	401	2.6	401	2.6	274	2.6	48.0	436.9	23.0
2021/12 E	2,700	2.3	416	3.7	416	3.7	285	4.0	50.0	463.8	24.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/15

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。

> 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3:7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)、ウイングソリューションズ (東京都港区) 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)、新興プラントック (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)、明治大学等が挙げられる。

15/12 期及び 16/12 期においては、売上高に占める割合が 10%を超える大手顧客は存在していない。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おり、販売実績上位 10 社の売上高比率は5~6 割前後で推移している模様である。

17/12 期においては、日本 IBM と神戸製鋼所 (5406 東証一部) の合併会社であるコベルコシステムに対する売上高の割合が 10.7%に達した。これは、大手プラントメーカー向けの大型案件の売上高が SIer であるコベルコシステムを経由して計上されたためである。

18/12 期においては、規模の大きい案件の取引が継続したウイングソリューションズに対する売上高の割合が 16.0%に達したほか、ネットワンシステムズに対する売上高の割合も前期の 8.5%から 13.7%に上昇している。

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。なお、同社は、PV からプロジェクトの特定領域(人事モジュール等)へのコンサルティング依頼を受け、クライアント企業への提案を行い、一括でプロジェクトを請負うことでプライム案件と同様なマージンを得られる形態(以下、準プライム)もプライム案件の中に含めて数値の説明を行っている。なお、17/12期の大手プラント向けの大型案件は準プライムに該当する。

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積極的に活用する FIS 案件については、プライム案件より低い利益率となっている。結果として、プライム案件の利益率は FIS 案件よりも高水準にあり、プライム売上高の構成比(以下、プライム比率)の上昇が、全社ベースの売上総利益率や経常利益率の改善を牽引している(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		17/12期		18/12期	
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
売上高		2,095	100.0%	2,268	100.0%	2,442	100.0%	2,534	100.0%	2,541	100.0%
	プライム	328	15.7%	359	15.8%	467	19.1%	735	29.0%	748	29.4%
	FIS	1,767	84.3%	1,909	84.2%	1,975	80.9%	1,799	71.0%	1,793	70.6%
売上総利益		501	—	521	—	623	—	716	—	690	—
売上総利益率		23.9%	—	23.0%	—	25.5%	—	28.3%	—	27.2%	—
販売費及び一般管理費		286	—	268	—	311	—	309	—	299	—
販管費率		13.6%	—	11.8%	—	12.7%	—	12.2%	—	11.8%	—
営業利益		216	—	253	—	313	—	407	—	391	—
営業利益率		10.3%	—	11.2%	—	12.8%	—	16.1%	—	15.4%	—
経常利益		226	—	260	—	312	—	405	—	406	—
経常利益率		10.8%	—	11.5%	—	12.8%	—	16.0%	—	16.0%	—
当期純利益		141	—	163	—	194	—	299	—	277	—

(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

14/12 期と 17/12 期を比べると、プライム比率が 15.7%から 29.0%に拡大したことから、売上総利益率は 23.9%から 28.3%へと、経常利益率は 10.8%から 16.0%へと上昇した。18/12 期については、プライム比率が 29.4%に上昇したものの、自社のコンサルタントの不足を協力会社のコンサルタントの活用で賄ったことから外注費が増加したため、売上総利益率は 27.2%に、経常利益率は 15.4%に低下した。

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、16/12 期の 95.2%から 18/12 期には 98.2%へと上昇した。

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、ライセンス販売は少なく、売上高の構成は、導入支援が 8 割強、保守が 2 割弱となっている模様である。

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、生産管理等の分野別のモジュールによって構成されている。同社の得意分野は人事管理や財務会計等である。

なお、同社株式は、18 年 6 月 11 日に東京証券取引所市場第二部から同市場第一部銘柄に指定された。

➤ 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。

18/12 期末時点の ERP ソリューション事業の従業員数 92 人（前期末比 2 人減）のうち、コンサルタントは 81 人（同 3 人減）であり、外注先である協力会社のコンサルタント約 120 人（18/12 期の月間平均人員数）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（人事や財務会計等）のチームに細分化されている。同社は、解決すべき経営課題の優先度や顧客の予算等によって、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。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高水準の経常利益率の維持を目指している。

◆ 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るケースがある。

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、大手化学メーカー等、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。

(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、短納期、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。

(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。

◆ 最新技術である SAP HANA や Success Factors 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。

また、全世界で 6,400 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「Success Factors」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 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、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の経験はないと説明している。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、豊富な実務経験、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等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、プライム案件に多く用いられている人事ソリューションテンプレート Jet-One の完成度の高さも背景にあると考えている。

システム開発業界において不採算案件が発生するのは、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。一方、同社は、得意としている人事分野を中心に展開しているほか、Jet-One を利用するケースが多いため、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。18/12 期の売上原価に占める割合は、労務費が 28.3%、外注費が 67.4%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 52.7%に達している。

> SWOT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 2 のようにまとめられる。

【 図表 2 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・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一体的に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)	・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)	・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 Success Factorsの拡販による顧客単価の拡大
脅威 (Threat)	・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

> 知的資本分析

◆ SAP ERP 人事分野への積極的な取り組み姿勢が知的資本の源泉

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 3）。

【 図表 3 】 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	・大手顧客に対する取引は比較的分散している	・売上高上位10顧客の売上高構成比	約5割	約6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	約60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	29.0%	29.4%
		・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	10～20社	約20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	17年
			・上場からの経過年数	1.5年（18年4月時点）	2.5年（19年4月時点）
	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	97.6%	98.2%
		・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	約80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			
		・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	66.0%	67.4%
	知的財産 ノウハウ	・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」		
		・コンサルタン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			
人的資本	経営陣	・社長はIT業界で長年の経験があり、創業以来、同社を経営している	・社長の在任年数	32年	33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	3,652,500株 （64.9%）	3,542,500株 （62.2%）
	従業員	・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	176人、2.1件	184人、2.3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	84人、101人	81人、97人
		・インセンティブ制度	・ストックオプション	220,500株（3.9%）	145,500株（2.6%）

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 17/12 期または 17/12 期末、今回は 18/12 期または 18/12 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は、取締役、監査役、外部支援者保有分も含む。
(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 ソリューション」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。

> 決算概要

◆ 18 年 12 月期は 0.3%増収、4.0%営業減益、0.3%経常増益

18/12 期決算は、売上高 2,541 百万円（前期比 0.3%増）、営業利益 391 百万円（同 4.0%減）、経常利益 406 百万円（同 0.3%増）、当期純利益 277 百万円（同 7.4%減）であった（図表 4）。

【図表 4】18 年 12 月期の業績

(単位: 百万円)

	サービス別	17/12期				18/12期									
		上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		1,239	1,295	2,534	3.8%	616	646	1,262	1.9%	643	635	1,278	-1.3%	2,541	0.3%
	プライム	362	373	735	—	162	202	364	0.6%	—	—	384	2.9%	748	1.8%
	FIS	877	922	1,799	—	454	444	898	2.4%	—	—	895	-2.9%	1,793	-0.3%
売上総利益		357	359	716	14.9%	172	171	343	-4.0%	181	166	347	-3.2%	690	-3.6%
売上総利益率		28.8%	27.7%	28.3%	—	27.9%	26.5%	27.2%	—	28.1%	26.2%	27.2%	—	27.2%	—
販売費及び一般管理費		148	160	309	-0.7%	76	76	152	2.5%	71	76	147	-8.2%	299	-3.1%
販管費率		12.0%	12.4%	12.2%	—	12.4%	11.8%	12.0%	—	11.1%	11.9%	11.5%	—	11.8%	—
営業利益		209	198	407	30.3%	96	95	191	-8.6%	109	91	200	0.8%	391	-4.0%
営業利益率		16.9%	15.3%	16.1%	—	15.5%	14.7%	15.1%	—	17.0%	14.2%	15.6%	—	15.4%	—
経常利益		207	198	405	29.9%	96	99	195	-6.0%	120	91	211	6.8%	406	0.3%
経常利益率		16.7%	15.3%	16.0%	—	15.5%	15.3%	15.4%	—	18.7%	14.3%	16.5%	—	16.0%	—
当期（四半期）純利益		147	152	299	53.7%	61	62	124	-16.0%	76	77	153	0.8%	277	-7.4%

(注) 17/12 期の上期と下期の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比率から算出

(出所) ノムラシステムコーポレーション決算短信、四半期報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

サービス別には、重点分野である Success Factors の売上高が増加したことに加え、主要顧客からのプロジェクト規模が拡大した SAP ERP の売上高も増加したため、プライム売上高は前期比 1.8%増加した。一方、18/12 期末のコンサルタント数が前期末の 84 名から 81 名に減少する中、相対的に収益性が高いプライム案件に注力した結果、FIS 売上高は同 0.3%減少した。

プライム比率は前期の 29.0%から 29.4%に若干上昇したものの、社内コンサルタントの不足を協力会社への発注増で補った結果、外注費が前期比 4.0%増加したことから、売上総利益率は前期の 28.3%から 27.2%に低下した。プライム比率が上昇した下期の売上総利益率が上期と同水準にとどまったのは、FIS において協力会社への依存が高まり、外注費が増加したためと当センターでは推測している。

18/12 期末の管理部門の従業員数が前期末の 7 名から 5 名に減少したことに伴い、給与手当が前期の 88 百万円から 78 百万円に減少したため、販管費全体でも前期比 9 百万円減少した。

営業外収支では、受取配当金3百万円、投資有価証券売却益7百万円、助成金収入が4百万円計上された。

前期に発生した法人税等の還付が18/12期にはなかったため、経常利益は前期比微増益であったものの、当期純利益は同減益となった。

◆ プライム売上高の未達によって期初計画を下回る

期初計画に対しては、売上高98.1%、営業利益93.5%、経常利益97.1%、当期純利益97.0%の達成率となった。

売上高については、FISはほぼ計画通りであったものの、プライムは計画をやや下回った模様である。利益率が高いプライム売上高の計画未達に伴い、売上総利益率が計画を下回ったため、営業利益の達成率が低くなった。

◆ 18年12月期中から開始したRPAの業績への貢献は限定的

同社は、Webテクノロジーを利用したコンテンツマネジメントシステム「HeartCore CMS/CXM」及びRPAソリューションツール「HeartCore Robo」を開発、販売するハートコア株式会社（東京都品川区）と資本・業務提携し、「HeartCore Robo」の国内販売ライセンス契約を締結することを決議したと18年8月に発表した。

同社は、18年11月には、RPAホールディングス（6572 東証一部）の連結子会社であるRPAテクノロジーズと、RPAのトータルサービスである「BizRobo!」のパートナー契約を締結したと発表した。

18/12期には三菱日立パワーシステムズ（神奈川県横浜市）等のRPA導入コンサルティングやライセンス販売が売上高に計上されたが、業績に与える影響は限定的であった模様である。

◆ 負債の減少と自己資本の増加によって自己資本比率は上昇

18/12期末の総資産は、配当金の支払い及び投資有価証券の取得に伴い、現預金が17/12期末比280百万円減少したものの、投資有価証券が同361百万円増加したため、前期末の2,424百万円から2,478百万円にやや増加した。

一方、買掛金が前期末比63百万円減ったため、負債合計は同86百万円減少した。利益蓄積や新株予約権の行使によって自己資本は同139百万円増加した。結果、自己資本比率は前期末の85.0%から88.8%に上昇した。

> 業績見通し

◆ ノムラシステムコーポレーションの 19 年 12 月期予想

19/12 期の会社計画は、売上高 2,685 百万円（前期比 5.7%増）、営業利益 393 百万円（同 0.5%増）、経常利益 393 百万円（同 3.2%減）、当期純利益 268 百万円（同 3.1%減）である（図表 5）。

【図表 5】ノムラシステムコーポレーションの過去の業績と 19 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	18/12期	19/12期会社計画					
		通期	通期	通期	通期	通期	上期	増減率	下期	増減率	通期	増減率
売上高		2,095	2,268	2,442	2,534	2,541	1,232	-2.4%	1,453	13.6%	2,685	5.7%
	プライム	328	359	467	735	748	—	—	—	—	—	—
	FIS	1,767	1,909	1,975	1,799	1,793	—	—	—	—	—	—
売上総利益		501	521	623	716	690	286	-16.6%	413	19.0%	699	1.3%
売上総利益率		23.9%	23.0%	25.5%	28.3%	27.2%	23.2%	—	28.4%	—	26.0%	—
販売費及び一般管理費		286	268	311	309	299	154	1.3%	152	3.2%	306	2.2%
販管費率		13.6%	11.8%	12.7%	12.2%	11.8%	12.5%	—	10.5%	—	11.4%	—
営業利益		216	253	313	407	391	133	-30.5%	260	30.2%	393	0.5%
営業利益率		10.3%	11.2%	12.8%	16.1%	15.4%	10.7%	—	17.9%	—	14.6%	—
経常利益		226	260	312	405	406	133	-32.0%	260	23.3%	393	-3.2%
経常利益率		10.8%	11.5%	12.8%	16.0%	16.0%	10.7%	—	17.9%	—	14.6%	—
当期純利益		141	163	194	299	277	90	-26.8%	177	16.0%	268	-3.1%

（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、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

サービス別売上高やプライム比率の計画は開示されていないが、リプレイス需要が高まる SAP S/4HANA 導入コンサルティングや、注力分野である Success Factors 及び RPA を 3 つの成長ドライバーとして位置付け、事業拡大と収益性の向上を目指すとしている。

同社は、プライムの新規大型案件として、阪和興業（8078 東証一部）から受注した Success Factors による人事システム構築プロジェクト（受注金額約 1 億円）が 19 年 1 月から 19/12 期下期に掛けて業績に貢献すると公表している。

数値面では、将来に備えた人材採用強化によって人件費（販管費計上分を含む）の増加（前期 624 百万円→19/12 期計画 669 百万円）を見込み、売上総利益率の低下（同 27.2%→26.0%）を予想している。また、SAP S/4HANA 導入コンサルティングのためのサーバーリプレイスとして、21 百万円の設備投資を予定している。

◆ 証券リサーチセンターの 19 年 12 月期予想

当センターは、18/12 期実績を踏まえて 19/12 期予想を見直した結果、売上高を 2,650 百万円→2,590 百万円、営業利益を 441 百万円→391 百万円、経常利益を 441 百万円→391 百万円、当期純利益を 302 百万

円→267 百万円に修正した。前期比では、2.3%増収 5.0%営業増益から、1.9%増収 0.1%営業増益へと修正した (図表 6)。

【図表 6】中期業績予想

(単位: 百万円)

	17/12期	18/12期	19/12期CE	旧19/12期E	19/12期E	旧20/12期E	20/12期E	21/12期E
売上高	2,534	2,541	2,685	2,650	2,590	2,720	2,640	2,700
前期比	3.8%	0.3%	5.7%	2.3%	1.9%	2.6%	1.9%	2.3%
サービス別								
プライム	735	748	—	850	790	920	840	900
FIS	1,799	1,793	—	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
営業利益	407	391	393	441	391	466	401	416
前期比	30.3%	-4.0%	0.5%	5.0%	0.1%	5.7%	2.6%	3.7%
営業利益率	16.1%	15.4%	14.6%	16.7%	15.1%	17.1%	15.2%	15.4%
経常利益	405	406	393	441	391	466	401	416
前期比	29.9%	0.3%	-3.2%	4.0%	-3.7%	5.7%	2.6%	3.7%
経常利益率	16.0%	16.0%	14.6%	16.7%	15.1%	17.1%	15.2%	15.4%
当期純利益	299	277	268	302	267	319	274	285
前期比	53.7%	-7.4%	-3.1%	4.2%	-3.4%	5.7%	2.6%	4.0%

(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

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

FIS 売上高については、18/12 期実績がほぼ想定通りであったこととコンサルタントの人数に余裕がないことから前回予想を据え置いた。

プライム売上高については 60 百万円減額した。18/12 期実績が想定を下回ったことや、退職者の発生に伴い、18/12 期末のコンサルタント数が前回想定の 84 名 (前期末比横ばい) に対して 81 名 (同 3 名減) にとどまったことが要因である。同社の積極採用方針を受けて、19/12 期末のコンサルタント数を 87 名と想定したが、同社の採用は新卒が中心であるため、19/12 期の業績への貢献は軽微と考えた。

コンサルタントの労務費を減額したものの、外注費を増額したことや、プライム比率の前提を引き下げたことから、営業利益については 50 百万円減額した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、18/12 期実績や同社の施策を踏まえ、20/12 期予想を見直すと共に、21/12 期予想を新たに策定した。

20/12 期予想については、売上高を 80 百万円、営業利益を 65 百万円減額した。

売上高については、期末のコンサルタント数の想定を前回の 88 名から 89 名（前期末比 2 名増）に引き上げたが、コンサルタント一人当たりの売上高の想定を引き下げた結果、プライム売上高を 80 百万円減額（前期比では 50 百万円増）した。一方、前期比横ばいを見込んでいた FIS については予想を据え置いた。

営業利益については、販管費を減額した一方、売上高の減額に加え、労務費と外注費を増額したため、比較的大きな減額となった。

21/12 期については、売上高 2,700 百万円（前期比 2.3%増）、営業利益 416 百万円（同 3.7%増）と予想した。

売上高については、期末のコンサルタント数を 93 名（前期末比 4 名増）と想定し、プライム売上高を 900 百万円（前期比 60 百万円増）と予想した。一方、FIS 売上高については 1,800 百万円（同横ばい）と予想した。

営業利益については、プライム売上高の拡大による利益率の改善を想定した。

19/12 期の一株当たり年間配当金について、同社は、40%以上（18/12 期及び 19/12 期は 45%以上）の配当性向を目標とする方針を基に 22 円と予想している。当センターでは、19/12 期以降の業績予想を引き下げたため、19/12 期は 23 円から 22 円へ、20/12 期は 24 円から 23 円へ引き下げた。21/12 期については 24 円と予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ コンサルタントの確保に引き続き注目したい

当センターでは、過去に発行したレポートで、1) 独 SAP 製品の競争力が低下する可能性、2) 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を投資に際しての留意点として指摘した。

当センターでは、今回、離職率の上昇によって、18/12 期末のコンサルタント数が減少したため、19/12 期以降の業績予想を減額した。

同社はこれまで、コンサルタントの人員採用について基本的に新卒に限定していたが、人員流出を受けて、新卒採用の目標人数を引き上げると共に、第二新卒の採用にも取り組む方針を打ち出した。

当センターは、今回の業績予想を策定するに当たり、同社の取り組みを評価しつつも、19/12 期の採用人数が実際にどれだけ増えるのか、20/12 期以降にその効果が継続するのか、高まった離職率が低下に向かうのかという点について慎重に状況を見極める必要があると考えた。

同社が目指すプライム売上高の拡大に向けて、当センターでは、コンサルタントの確保、増員に引き続き注目したいと考えている。

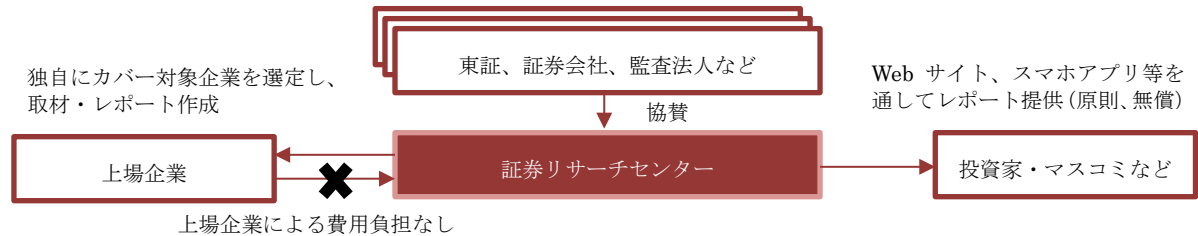
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 17 年 10 月 20 日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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

みずほ証券株式会社

株式会社 ICMG

（準協賛）

三優監査法人

（賛助）

日本証券業協会

宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

太陽有限責任監査法人

日本証券アナリスト協会

株式会社プロネクサス

大和証券株式会社

有限責任監査法人トーマツ

株式会社 SBI 証券

監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社

EY 新日本有限責任監査法人

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、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。