

(2022年5月18日開催、東京)

## 株式会社野村総合研究所

### 2022年3月期決算 機関投資家スモールミーティング 第1部

#### 質疑応答 (Q & A)

##### (質問者1)

Q1：決算発表で説明のあった Group Vision 2030（以下、V2030）の骨子では DX3.0 で創出するデジタル社会資本を掲げており、事業環境の追い風を捉えているように見える。Vision2022 ではコンサルとシステムのシナジーなど DX の時代を捉えていた。事業ポートフォリオや経営資源の配分をどのように検討しているか。特に重視しているものは何か。

A1：今期は Vision2022 の最終年度だが、検討を開始したのは 2015 年。当時、DX という言葉は無く、ビジネス IT という言葉で検討していた。これは、会計システムや基幹系システムのようなバックオフィスのシステムではなく、ビジネスモデルそのものを変革する IT への投資である。当時、私はコンサルティング部門を担当していた。2009 年から 2010 年にかけて e コマースのような IT を活用した新しいビジネスモデルに関するテーマが増えており IT 投資が増える予感があった。当時より、コンサル機能を持つことで時代を先取りする情報が得られたことが利点かもしれない。

##### (質問者2)

Q1：此本社長はコンサル出身で説明が丁寧かつ分かりやすく、決算説明会後の株価はポジティブな反応が多い。今回の決算では株価が下がったが、この要因をどのように見ているか。

A1：NRI は高めのバリュエーションで評価されている銘柄であり、現在の相場環境は米ナスダックのハイテク株と同様に厳しい状況にある。アナリストからは、2022 年 3 月期の着地がコンセンサスを若干下回ったことに加えて、今期の業績予想が保守的というご意見があった。今のタイミングで利益を確定しようとする動きがあったと考えられる。ある程度は売却される想定をしていたが、想定よりも規模が大きかった。2022 年 3 月に野村 HD が NRI 株を売却したことによる需給関係が影響を与えた可能性もある。

Q2：今期の業績予想は自然体か、保守的か。連結利益貢献が無い Core BTS 分を除くと増収は約 400 億円と推計されるが、粗利益率 35%に相当する利益成長となっていない。事業投資、マクロの不透明要因等はあると思うが、これらを織り込んだ保守的なものか。

A2：NRI は、期初の時点で保守的な予想とする傾向がある。上期は影響が無いかもしれないが、顧客の事業環境については、グローバルサプライチェーン、原材料費を含むコストなどで不透明な要因が

ある。コンサルティングは事業環境の変化による影響を受けやすいため、下期の伸び率を抑制している。金融 IT は大きな影響を受けないと思うが、産業 IT ではグローバルサプライチェーンの問題などが影響して IT 投資が抑制気味となる可能性はある。

Q3 : 投資配分の方針について、STAR 等の既存システム、M&A、株主還元の各々が 1/3 とのご説明だったが、従業員への還元を加えると配分は各々 1/4 と考えることもできる。従業員への還元は考慮しているか。

A3 : NRI の給与水準は平均で見ると同業他社比で 2 割近く高い。従業員への還元は利益成長に応じて実施している。

Q4 : システムエンジニアの稼働率を開示していないことは承知しているが、前期にどの程度上昇したか。外部パートナーの活用もあると思うが、今期の業績予想ではどの程度の上昇を想定しているか。

A4 : 稼働率は前期に突出して上昇したものではない。ここ数年、高い水準で推移してきた。需要・引き合いが旺盛であり、外部パートナーも活用している。需給環境が売り手側にとって有利な状況であり、適正な利益が得られる価格で提案できる。稼働率と利益が 1 対 1 に対応するものではない。利益の伸びしろはあると考えている。

Q5 : 他社との会話の中で、提案の際に設定する予備費を取り崩さなくて済む案件が増えてきたことにより採算性が改善したという話を聞く。提案価格の適正化とは、前提とする利益率の引き上げか、予備費分を削らずに提案できるということか。

A5 : NRI では、提案時のガイドラインとなる基準利益率を設定している。提案時に見積もる利益のバッファの大小というよりも、顧客との関係を考慮しつつ、可能な限り基準利益率以上を獲得できる提案となるよう心がけている。

Q6 : 基準利益率はここ数年で徐々に上昇しているか。前期に大きく上げたか。

A6 : 基準利益率は毎年改定するものではない。ここ数年は一定である。最近、基準利益率を上回る提案ができていくケースが増えている。

Q7 : 基準利益率が陳腐化しているならば、上げた方が良いのでは。

A7 : 社内で議論している。

### (質問者 3)

Q1 : 北米の成長戦略を伺いたい。Brierley + Partners (以下、B+P)、Core BTS をどのように成長させるか。今後の M&A ターゲットをどのように考えているか。どのようなエコシステムを作りたいか。

A1 : NRI にとっての北米事業の位置づけについて、2015 年に B+P を買収した時点では、北米の市

場を獲得するというよりも北米の IP を使って日本事業にレバレッジを効かせることを目的とした。B+P のロイヤリティプログラムは例えば流通大手企業のポイントなどで活用されており、当初の目的は実現されている。その後の豪州事業は、現地市場の獲得することを目的とした。ASG を中心に 6 年で 8 件の M&A を実施し、エンドツーエンドでサービス提供できる事業体を構築した。豪州の成功体験を踏まえて北米に挑戦しようと考えている。北米市場は、大手コンサル、インド系大手 IT ベンダーが存在し豪州より競争が激しいので、参入の仕方を間違えると間尺に合わない。どのような市場セグメントに注力するかを精査した。北米は基本的に IT を内製化する市場であり、不足する人材をコンサルや IT ベンダーから調達する。NRI は大量の人材を派遣するビジネスを日本においてもやっていないし、北米でやるつもりはない。中規模企業は内製化の体力がなく、オンプレミスでレガシーシステムを使っているケースが多い。中規模企業の IT アセットをクラウドネイティブに移行する必要があるが、案件の規模が大きくないので大手 IT ベンダーはあまり参入していない。NRI はクラウドや DX でのものづくりの技術を活かせる。NRI と類似の企業を探索していたところ、Core BTS が候補となった。Core BTS はもともとネットワークインテグレーターだが、Microsoft Azure を土台にしてクラウド移行する事業も追加している。現状では Office365 への移行が中心だが、今後は、顧客基盤を有する Core BTS を土台に、より上流の開発、下流の運用サービスで追加の M&A を実施する考えである。NRI の日本事業と類似するビジネスを北米の中規模企業に特化して提供する。この市場は規模が大きく成長が期待できる。2021 年 12 月に橋頭保となる Core BTS を買収したが、今後 3~4 年を目途に事業基盤を確立し、また、現状では北東部を中心とする地域の拡大を図りたい。

Q2：北米事業のビジネスモデルは、古いシステムのモダナイゼーションか。

A2：現状の事業範囲はインフラのマイグレーションを入口とした OA 環境の移行だが、今後、業務アプリケーションでは SaaS を使ったモダナイゼーションを検討している。業務アプリケーションに強い企業を M&A で獲得したい。

Q3：北米事業は将来的にどの程度の規模を想定しているか。

A3：海外売上は 2030 年で 2,500 億円超を想定しているが、中計の財務目標は 2023 年 4 月に発表する。地域別の数値は精査中だが、北米と豪州で半々ぐらい。

#### **(質問者 4)**

Q1：DX3.0 について伺いたい。現状、パブリック系の案件が中心と思う。制度面が未成熟な面もあるが、戦略策定からシステムコンサルや IT 開発が立ち上がる時期をいつ頃と想定しているか。

A1：DX3.0 関連のコンサルは活況である。カーボンニュートラルなど DX3.0 関連のテーマは、コンサルの増収のかなりの部分を占める。IT プラットフォーム構築に繋がるテーマを探索中である。例えば、地方自治体のシステムを個別にスクラッチで開発する案件は利益を生みにくいため、プラットフォーム化

して様々なエンティティが活用するサービスを構築する必要がある。現在、PoC（Proof of Concept）に取り組んでいるソーシャル DX のテーマは、マイナンバーカードを活用したサービスである。証券口座は既にマイナンバーが紐づけられているが、今後、銀行口座にマイナンバーが紐づけられて公金受取口座等で活用される。複数の官庁など多くのステークホルダーと調整して仕組みづくりをする必要があるが、NRI は証券業界で先駆けた実績がある。NRI はマイナンバー関連で e-私書箱というサービスを提供している。これは公的なサービスであるマイナポータルと民間企業を繋ぐゲートウェイの役割を果たすものであり、例えば保険関係の年末調整では e-私書箱を活用したサービスを提供している。NRI は、マイナンバー関連のサービスを活かして行政のデジタル化や地方のデジタル化に関する事業を検討中である。2 つ目、3 つ目の事業テーマも検討しており、柱になるサービスを構築したい。V2030 の骨子では営業利益率 20%以上を掲げているが、利益増加分の 1 割を DX3.0 関連の新規事業で生み出す計画である。

Q2：DX3.0 ではカーボンニュートラルやサーキュラーエコノミー等のテーマもあるが、次の中計ではマイナンバー関連のテーマを主流と想定しているか。

A2：現時点で実現性が高いテーマがマイナンバー関連である。カーボンニュートラルではデータ構築プラットフォームのカーボントレーシングシステム（NRI-CTS）を提供しているが、他社が提供する類似サービスがあるため、差別化する機能を検討中である。

Q3：NRI は DX2.0 の横展開、各企業の課題解決をうまく進めている。DX3.0 ではプラットフォームに近いビジネスモデルを想定しているか。つまり、NRI がアセットを保有する STAR のようなビジネスモデルか。

A3：ご認識の通り。期待する利益率を実現するためにはプラットフォーム化する必要がある。

#### （質問者 5）

Q1：事業環境が良好であり他社を含めて業績好調な状況は喜ばしい反面、持続性の面で不安もある。また、「バンダーロックイン」が悪い意味で使われている。IT バンダーが利益を囲い込むことへの批判がある。今の環境をどのように見ているか。

A1：冒頭、今期の業績予想はやや保守的と申し上げたが、e コマースをはじめ需要は旺盛である。ティア 1 企業（先行企業）がフロント系を中心に DX 投資を牽引している。今後、IT によりビジネスモデルを変革する過程で基幹系システムを刷新する需要が生まれてくる。つまり、第 1 波はフロント系、第 2 波は基幹系システム刷新の需要である。ティア 2 企業（後続企業）はフロント系の DX 投資を行っており、金融機関では脱メインフレームのテーマもある。但し、顧客がニーズを持っていても業績が悪化すると投資が先送りされる懸念はある。グローバルサプライチェーンの問題、原材料費用の高騰、中国のロックダウンなどが顧客企業の業績に与える影響を注視している。かつてコーポレート IT と呼称した基幹系システムのみを更新する案件だけではどこかで腰折れする懸念はあった。バンダー

ロックインに関して、顧客はフロント系システムを内製化したいニーズがあり、そのご要望にはアジャイル型開発などで対応している。顧客との長期の信頼関係を大切にしており、顧客に不足する機能を補完する立場である。

Q2：通信キャリア3社が法人向け、ソリューションビジネスに注力する戦略を掲げている。ネットワーク起点ではあるが、NRIに影響はあるか。KDDIとのジョイント事業の進捗は。

A2：KDDI デジタルデザインの業績は200億円規模に成長している。KDDIの法人ビジネス拡大に資する会社として貢献している。

### （質問者6）

Q1：海外事業について、同業他社では苦勞している事例がある。また、日立、パナソニックも大型M&Aを実施している。NRIはスモールスタートである。他社に学びつつ、失敗を回避するためのマネジメントアプローチがあれば伺いたい。

A1：NRIは規模やコストで勝負する企業ではない。NRIらしい成長ストーリー、競争戦略を事前に検討している。体力がある大手と真正面から戦っても勝ち目はない。コンサルから開発・運用までエンドツーエンドでサービスを提供する日本での強みが活かせる市場セグメントを探索している。買収した企業の経営者と我々の考えをしっかりと共有することも重視している。2022年6月にCore BTSのCEOと対面で打ち合わせを予定しており、目指しているビジネスモデルや運営体制等についてしっかりと認識合わせしたい。

Q2：まだ欧州に進出していない理由は、NRIの強みが活かせるところを見いだせていないからか。

A2：IT産業は内需型であり、NRIが提供している高付加価値サービスが認められる市場がターゲットである。人口が増加している先進国という点で豪州と北米を重視している。

Q3：コンサルの上場企業では、ベイカレント、シグマクシス、フューチャー、シンプレックスは強気の業績予想である。NRIよりもリスクが高いコンサル専業の方が強気で、リスクの低いNRIがやや保守的である。業績予想の考え方を伺いたい。外資系の競合企業で保守的なところはあるか。

A3：30年以上コンサルに携わってきたが、コンサルは景気変動の影響を受ける。変調の予兆があれば身構えた方がダメージを抑えられる。期初はやや保守的に見ているが、上期の状況を踏まえて上方修正を検討する。

Q4：コンサルで公共系の比率は開示しているか。

A4：数値は開示していないが公共系の比率は半分よりも少ない。

Q5：セキュリティ関連では20%以上の増収の企業が多い。NRIセキュアの業績はどのような状況か。

A5 : セグメント別外部売上収益の IT 基盤サービスに NRI セキュア分が入っている。NRI セキュアは 10% 台の増収である。NRI では、セキュリティバイデザインを志向していることもあり、上流工程の設計段階からインシデントの原因を防御する仕組みを構築するサービスが伸びている。構築済みのシステムを守る需要に加えて新しい需要も生まれている。セキュリティ専業と比べて、システム開発を行っている点に優位性がある。

Q6 : M&A を予定している中で自己株取得に関する現状の方針や優先順位を伺いたい。

A6 : ROE20% 水準を維持することを前提に自己株取得を継続的に実施してきた。V2030 および新しい中計が始まる 2023 年 4 月にあらためて目標を開示したい。ROE20% を維持するには、今のペースで利益成長しつつ、自己株取得を続ける必要がある。財務のシミュレーションはしているが、M&A 資金が不足しないように留意する。財務規律として現状はネット D/E レシオ 0.3 以下を目標としているが、今後は柔軟な対応を考えたい。

#### (質問者 7)

Q1 : 利益の伸びと稼働率の伸びは必ずしも 1 対 1 ではないとの説明があった。これはエンジニアの 1 人当たり生産性が向上することを意味するが、社内ではどのような KPI で管理しているか。

A1 : V2030 の骨子において生産性向上は増益分の 3 割を占める核心となる部分である。このうち増益の 1/3 は利益率が高いビジネスプラットフォーム拡大にともなう事業ポートフォリオの変更より実現し、2/3 はモジュール化による開発工数の削減、業務アプリケーションのモダナイズにおける SaaS 活用、テスト工程自動化による工程のスリム化、パートナー企業の活用を高める等の合わせ技で生産性を高めていく。NRI はバランススコアカードを経営管理に活用しているが、各本部が生産性向上の戦略目標および KPI を設定して取り組んでいる。これをやり切れるかが利益率 20% 以上を達成する鍵である。

Q2 : 経済安全保障推進法の成立は NRI の事業にも関連するか。例えば、AI 関連における官民の連携は強い追い風となるか。

A2 : 顧客からの問い合わせ等において、まだ顕在化していない。

Q3 : 特許は出願から 1 年半経過すると公開されるが、公益性が高い技術は公開が留保される。これは NRI のグローバル競争において優位に立つきっかけとなるか。

A3 : NRI はいくつかのビジネスモデル特許を取得しているが、特許そのものに依存した事業ではないため、あまり関係ない。

Q4 : V2030 の骨子で海外売上収益 2,500 億円超との説明だが、M&A 候補企業の営業利益率について何% 以上等の基準はあるか。既存の海外事業の収益性改善についてどの程度期待してい

るか。

A4：豪州事業ではエンドツーエンドの事業基盤を整備しており、今後は小規模で補完的な M&A にとどまる。現状の営業利益率は 10%をやや下回る水準だが、オーガニック成長で営業利益率 15%を目指すことを中期経営計画の中で検討している。北米は、3～4 年は事業基盤確立に向けた M&A が必要である。オーガニックで成熟できる事業基盤を整備したうえでマージンを高めていく。

#### **(質問者 8)**

Q1：自己株取得の考え方について、資本コストを計算の上で自社の理論株価を持っていると思うが、自己株取得の発動要件は何か。

A1：現状の株価は想定を下回っている。自己株取得について現時点で決定された事項はないが、株価水準については取締役会でも議論している。

Q2：キャッシュフロー、M&A などで制約条件はあるか。

A2：2030 年に向けた成長戦略に向けて、現時点で大きな制約はない。短期的には財務規律の基準値を超過する可能性はあるが、5～10 年の長期でコントロールできることはシミュレーション済である。

Q3：国内のビジネスモメンタムについて、コロナ需要が一巡した後をどのように想定しているか。今後も続くか、新たなニーズ取り込みつつ高い成長を維持できるか。

A3：数年にわたり需要は旺盛と見ている。コロナをきっかけに非対面・非接触の需要が喚起された。e コマースでは 365 日 24 時間でオーダーが来るのでバックオフィスの仕組みを変革する必要性が生じる。これにより、基幹系システム刷新の大きな投資が出てくることを想定する。フロント系の投資に比べて基幹系システムの投資は規模が大きい。但し、顧客の収益環境が厳しくなると、投資が先延ばしになるリスクを見極める必要がある。

Q4：需要の旺盛さについて、伸び率はどの程度か。

A4：長い目で見ると NRI は平均 8%程度の成長である。生産性革新によって 10～12%とレバレッジが効いてくる。成長速度を持続的に高い水準を保つには、生産性向上の改革がどの程度できるかが鍵である。生産性向上は 1～2 年で劇的に変化することが難しいので、実績を積み上げていくことが大切である。

以上