

日鉄ソリューションズの企業価値最大化のために
(3D企業価値向上策 要約・更新版)

2025年3月31日



エグゼクティブ・サマリ

- 日鉄ソリューションズ（以下、「NSSOL」）は、潜在的な成長性・収益性の逸失や、非効率なバランスシートといった多くの課題を抱えている

1 PLの改善余地（利益の最大化）

1. 親会社単価の見直し
2. 案件単価の見直し
3. 低採算案件からのリソースシフト
4. 既存外注先への外注単価の適正化
5. 外注に占めるオフショア比率拡大
6. 一般管理人員数・人件費の適正化
7. その他コストの削減
8. 国内鉄鋼メーカーの開拓
9. 海外鉄鋼メーカーの開拓

— これらの改善施策により、約190億円(FY25/3 値上げ効果控除後167億円¹⁾)の利益向上が見込まれる

2 BSの改善余地（投資原資の最大化）

1. 資本コストを下回る預け金の解消
2. 政策保有株式の売却+リクルート株式売却対価の活用
3. 資本コストを下回るその他の有価証券の売却
4. キャッシュコンバージョンサイクル（CCC）の改善

— これらの改善施策により、約1,844億円の投資資金が創出される

3 資本配分の改善余地（再投資による価値の最大化）

- 既存領域での人材獲得・R&D・M&Aへの再投資
- 新領域への進出・拡大に向けた再投資
- 自己株式への再投資

- これらの問題の真因は、NSSOLが親会社である日本製鉄からの独立性を欠いていることによる、ガバナンス不全にある

- 取締役の内、日本製鉄出身の取締役（日本製鉄の現執行役員を含む）が多くを占めており支配的となっている
- NSSOLの純資産の40%にあたる預け金が、資本コストを下回る0.2%の金利で親会社に行われており、NSSOLの企業価値および少数株主の利益を毀損している
- 日本製鉄向けのサービスが、あるべき収益性（市場水準以上の収益性）を下回っており、NSSOLの潜在的に実現可能な収益性が実現されていない
- 実際に、議決権行使助言会社 ISSおよびGlass Lewisは、NSSOLのガバナンス体制の不備を指摘している

- NSSOLのガバナンス体制の不備は、同社の企業価値・株主価値を最大化する経営がなされない状況をもたらし、課題の放置を引き起こしている

NSSOLは、親会社との間で完全な独立性を確保し、ガバナンスの整備を通じた株主価値・企業価値の最大化を実現すべき

注: [1] 会社が既に取り組んでいる値上げ施策効果を控除; 「FY25/3 3Qまでの付加価値OP他における粗利改善額17億円」×「FY25/3における売上総利益改善額(賞与引当差除く)38億円」÷「FY25/3 3Qまでの粗利改善額31億円」= 年間の値上げ影響における粗利改善幅 21億円を控除している

Section 1 (p.10-50)

PLの改善
(利益の最大化)

改善余地

1. 親会社単価の見直し
2. 案件単価の見直し
3. 低採算案件からのリソースシフト
4. 既存外注先への外注単価の適正化
5. 外注に占めるオフショア比率拡大
6. 一般管理人員数・人件費の適正化
7. その他コストの削減
8. 国内鉄鋼メーカーの開拓
9. 海外鉄鋼メーカーの開拓

Section 2 (p.51-60)

BSの改善
(投資原資の最大化)

改善余地

1. 資本コストを下回る預け金の解消
2. 政策保有株式の売却+リクルート株式売却対価の活用
3. 資本コストを下回るその他の有価証券の売却
4. キャッシュコンバージョンサイクル(CCC)の改善

Section 3 (p.61-69)

資本配分の改善
(再投資による価値の最大化)

改善余地

- 既存領域での人材獲得・R&D・M&Aへの再投資
- 新領域への進出・拡大に向けた再投資
- 自己株式への再投資

これらの問題の真因は、NSSOLが親会社である日本製鉄から独立性を欠いており、企業価値最大化に必要なガバナンスが整備されていないことにある

NSSOLは、親会社からの独立性を実現できていないように見える

取締役構成

- 非業務執行取締役として、日本製鉄の常務執行役員を兼任する内藤 寛人氏が選任されている
- NSSOLの沿革に由来するものではあるが、NSSOLの取締役13名の内、過半数(8名)が親会社である日本製鉄出身者で占められている

親会社との取引状況

- NSSOLでは、親会社案件の粗利率が一般顧客を含む全社平均と整合するように設定されている
- しかしながら、そもそもSIer業界では一般的に取引関係が長い顧客の継続案件は利益率が高い。親会社案件の特性をふまえると、親会社の「あるべき利益率」は現状より約5%高くあるべき (p.17)

親会社への預け入れ状況

- NSSOLは、親会社に対して、約960億円もの預け金を行っている
- しかし、預け金の金利は0.2%と極めて低く、資本コストを下回っており、企業価値を毀損している

上場子会社の親会社と少数株主の間には利益相反が存在し、独立性が欠如する場合、企業価値最大化に向けたガバナンス整備が妨げられる

- 上場子会社の場合、支配株主（親会社）と少数株主の間には本質的な利益相反が存在し、支配株主は、上場子会社に対して影響力を行使し自らの利益を優先させる一方で、少数株主の利益を損なう可能性がある

“親会社を有する場合、親会社との取引や親会社による事業機会・事業分野の調整・配分等の場面における上場会社及び少数株主と親会社との利益相反リスクが存在します”

親会社を有する上場会社における開示

“支配株主がその影響力を自己の利益（株主としての利益以外の利益）のために行使することにより、少数株主の利益が損なわれ支配株主のみが利益を得るという利益相反のおそれ（構造的な利益相反のリスク）が存在する”

支配株主・支配的な株主を有する上場会社において独立社外取締役に期待される役割

- 上場子会社が完全な独立性を実現していない場合、親会社の利益を向いた経営が継続されるため、企業価値最大化に必要なガバナンス整備は実現されない

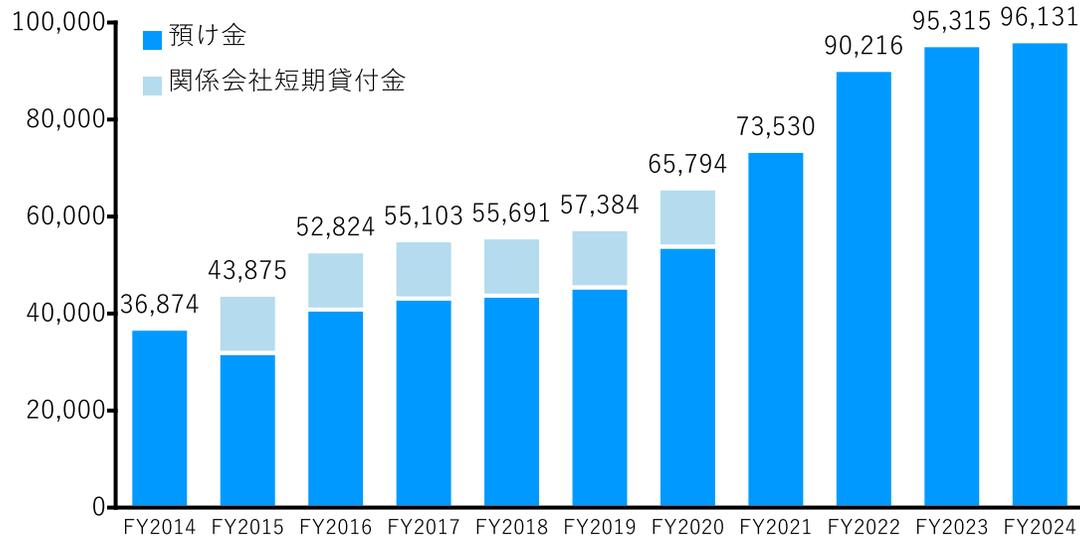
NSSOLはガバナンス整備を通じた企業価値最大化のため、日本製鉄からの完全な独立性を確保すべき

日本製鉄から独立性を欠いており、企業価値最大化に必要なガバナンスが整備されていないことは、親会社と少数株主の間の利益相反という明確な問題を引き起こしている (1/3)

親会社への預け金は年々拡大しており、
現在では純資産の4割にのぼる、961億円が預け金に回されている

預け金の金利は0.2%と明らかに資本コストを下回っている

NSSOLの預け金 (M JPY)



対純資産比率 36.5% 45.0% 50.3% 43.9% 39.7% 39.3% 42.3% 39.5% 44.1% 45.9% 39.3%

預け金からの
金利収入
(FY2024/3)

215 百万円

期中平均
預け金残高
(FY2024/3)

95,723 百万円

預け金 利率

0.2%

当連結会計年度(自 2023年4月1日 至 2024年3月31日)

(単位:百万円)

種類	会社等の名称	関連当事者との関係の内容	取引金額	未決済残高
親会社	日本製鉄株	製品の販売等	62,509	15,274
		資金の預託・貸付	(資金の預入)80,100 (資金の戻入れ)79,500 (利息の受取)215	96,131
親会社の子会社	日鉄テックスエ ンジ株	株式の取得予定元	8,143	8,143

親会社の低金利での資金調達を実現する一方、NSSOLの企業価値・少数株主利益は大きく毀損されている状況にある

日本製鉄から独立性を欠いており、企業価値最大化に必要なガバナンスが整備されていないことは、親会社と少数株主の間の利益相反という明確な問題を引き起こしている (2/3)

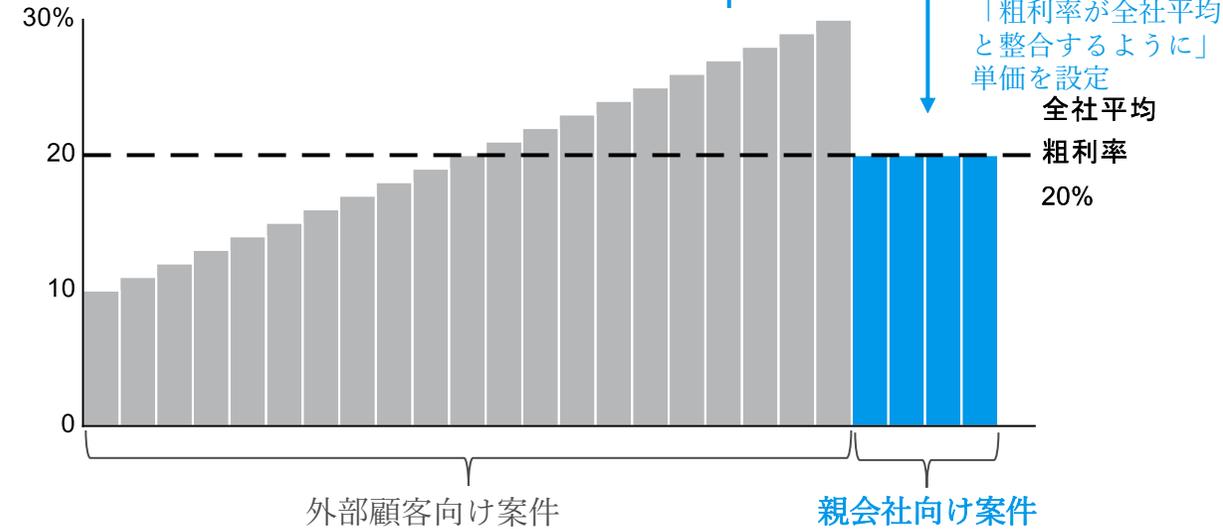
親会社案件は、SIer業界において「一般的に利益率が高い案件」の条件を満たしている

しかし、親会社案件は粗利率が全社平均と整合するように単価が設定されている

p.17-21で詳述

一般的に利益率が高い案件の要件		NSSOLにとっての親会社案件の特性	
顧客の価格弾力性が低い (=値下げ圧力が小さい)	競合SIerとの価格競争が限定的	<input checked="" type="checkbox"/> “親会社の基幹システムは全てNSSOLが押さえているため、他SIerとのコンペになることはない”	<input type="checkbox"/> 非開示
	成果物の品質について顧客・SIerの共通理解あり	<input checked="" type="checkbox"/> “元々は親会社のIT部門であり、お互いのニーズや期待値については当然よくわかっている。そのため、外部顧客との間でしばしば生じる納品物の品質・認識の相違といったことはほとんど生じない”	<input type="checkbox"/> 非開示
売上対比で低コスト	営業コストが低い	<input checked="" type="checkbox"/> “親会社向けには外部顧客に行うような売り込み営業は必要ない。親会社のIT部門に出向している社員はいるが、それを加味しても平均的な外部顧客と比較して1分の1程度で済んでいる”	<input type="checkbox"/> 非開示
	顧客の業務理解・その他PJ準備に要する工数・コストが限定的	<input checked="" type="checkbox"/> “一般的に、取引歴が浅い顧客は既存システムやデータ構造などの初期的な理解に時間を要するが、親会社であれば勝手がわかっている”	<input type="checkbox"/> 非開示
	PJ設計時に工期・工数を読みやすい	<input checked="" type="checkbox"/> “発注量や開発内容は親会社のIT投資計画に沿って決定されるので、早い段階で工期・工数を把握できるうえ、発注されるまでの経緯も出向社員を通じて把握できるので、見積り通りのミスも起きにくい”	<input type="checkbox"/> 非開示

NSSOLにおける各案件の粗利率イメージ (%)



“日本製鉄の案件の単価は**全社平均と同じ水準**。より安価で受注しているということはないと認識している”

非開示

“親会社案件の粗利率は**全社平均と整合するよう調整**するのが基本的な考え方”

非開示

親会社向け案件は、本来実現可能な高い利益率が顕在化されておらず、親会社が優位な価格でサービスを楽しんでいる一方、NSSOLの企業価値・少数株主利益が毀損されている状況にある

日本製鉄から独立性を欠いており、企業価値最大化に必要なガバナンスが整備されていないことは、親会社と少数株主の間の利益相反という明確な問題を引き起こしている (3/3)

国内・海外鉄鋼メーカーともに、NSSOLの潜在需要を抱えているが、親会社との関係性の懸念により取引を敬遠している状況にある

p.44-50で詳述

8 国内鉄鋼メーカーの顧客開拓 | 日本製鉄との関係に関する懸念の解消により、他の国内鉄鋼メーカーもNSSOLの基幹システムを採用する見込み

自社のSI子会社における人材不足により、鉄鋼メーカーは基幹システムの更新を積極的に外部委託

“JFEシステムズは近年、プロジェクトマネージャーの採用に注力しており、エンジニアが不足している。JFEスチールの全工場で基幹システムの更新を実施するためのリソースが不足しているため、一部の業務を外部委託する必要がある。”

非開示

“KOBELCOの各工場の基幹システム更新は、子会社 (KOBELCO SYSTEMS) のリソースだけでは対応できないため、外部委託せざるを得ない。”

非開示

“2021年、仙台基幹システムのメインフレーム開放を計画した際、システム子会社の人員不足により、外部SIであるTISを採用することを決定した。”

非開示

外部委託先の候補は、NSSOLの日本製鉄との関係に関する懸念が解消されれば、NSSOLを優先的に採用

“例えば、NECや富士通は、工場で機械が停止した場合の保証や対策をほとんど提供せず、機械に故障が発生した際には、マニュアルに従って対応し、交換を行うのみである。一方、NSSOLは鉄鋼業界の専門家であり、技術的に機械の調整が可能のため、交換せずに対応できる。これにより、迅速な対応が可能となり、稼働率の低下を最小限に抑えることができる可能性が高い。鉄鋼メーカーの視点から見れば、NSSOLは基幹システム更新の理想的なパートナーである。”

非開示

“鉄鋼業界における専門知識とプロジェクト実績を踏まえると、富士通やNECといったTier 1と比較しても、NSSOLは日本国内で圧倒的に強い。NSSOLの知見を活用できるのであれば、基幹システムの更新を支援してもらいたい。”

非開示

“鉄鋼業界の基幹システム更新プロジェクトにおいて、NSSOLは富士通などよりも優位性を持っている。(もし日本製鉄から分離すれば) 当社もNSSOLにこうしたプロジェクトを委託できるだろう。”

非開示

出典: 市場参加者へのインタビュー

9 海外鉄鋼メーカーの顧客開拓 | 歴史的に日本製鉄と協業してきた一部メーカーを除くと、「NSSOLと親会社の関係性の懸念から取引は難しい」との声がある

NSSOLとその親会社の関係を懸念するグローバル鉄鋼メーカー ← 日本製鉄と歴史的に協力関係にあるグローバル鉄鋼メーカー



“SIの親会社が他の鉄鋼メーカーである場合、地域に関係なくそのSIへ業務を外部委託することはない。競合他社への機密情報漏洩を避けるため。(アルセロール・ミタルは) 鉄鋼業界出身ではない情報システム担当者を採用している。”

非開示

“社内データの漏洩懸念があるため、競合する鉄鋼メーカー系列のSIとは取引を行わない。この方針は、同じアジア地域の競合である日本製鉄に対してはさらに強く適用される。”

非開示

“他のEU鉄鋼メーカーも競合他社へのデータ漏洩を懸念しているため、システム開発プロジェクトは鉄鋼業界出身ではないSIに外部委託している。”

非開示

“生産計画データやその他の機密データが漏洩すれば、競合他社がそれを利用して、より有利な生産計画や価格設定を行う可能性がある。”

非開示

“2011年、日本製鉄とTATAは合弁会社を設立し、インドに自動車部品製造工場を建設した。両社は強固な関係を築いており、情報漏洩に関する問題は一切発生していないため、この取引はリスクとは見なされていない。プロジェクトは親会社との関係を理由に拒否されることはない。”

非開示

“親会社から独立できれば、NSSOLはより自由に活動できると考えられる。おそらく、他のインドメーカーからの開発プロジェクトも獲得できる可能性がある。”

非開示

“当社はJFEと共同でメキシコに自動車用鋼板工場を設立し、日本の鉄鋼メーカーとは長期的な関係を築いている。そのため、NSSOLが日本製鉄の関連会社であることが悪影響を及ぼすことはない。”

非開示

“他の米国鉄鋼メーカーも日本と長期的な関係を築いているため、日本製鉄の子会社であるNSSOLと取引することに対する抵抗はほとんどない。”

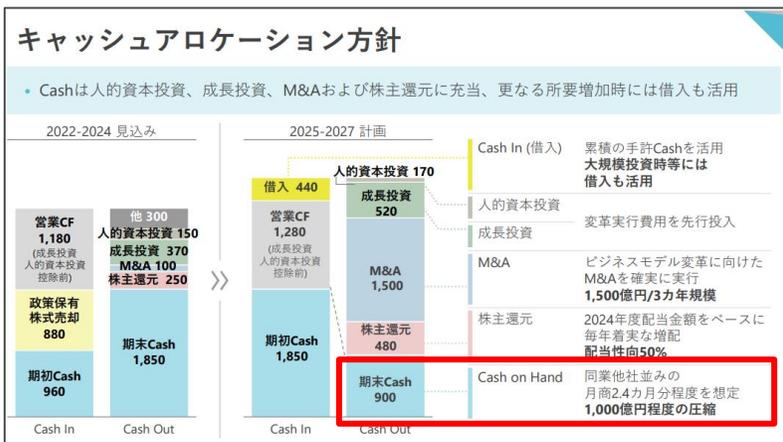
非開示

出典: 市場参加者へのインタビュー

親会社は鉄鋼業界において、付加価値の高いNSSOLのサービス提供を自社にフォーカスさせることができる一方、NSSOLの潜在的な成長性は抑圧されており、企業価値・少数株主利益が毀損されている状況にある

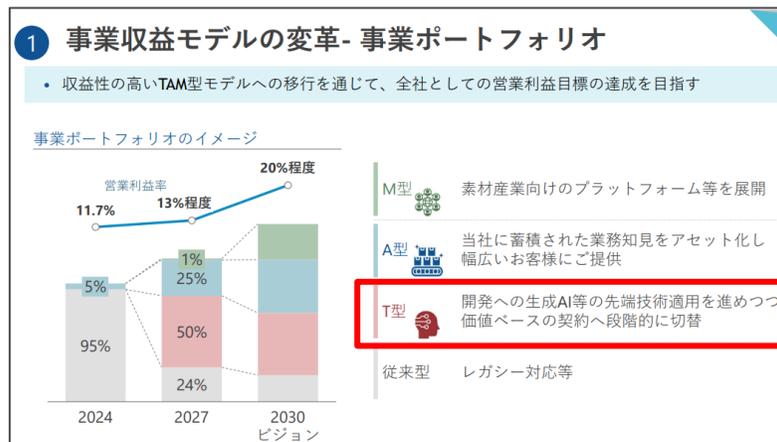
新中計においても、親会社と少数株主の間の利益相反の問題が解決されるかについて明確にされていません

預け金



- 期末Cashを900億円まで圧縮するとしているが、これは現在の預け金の金額と同等の水準
- 預け金を解消しないことを所与として、期末Cashの目標値を設定している疑義がある

親会社案件に対する価格設定



- 価値ベースへの契約への段階的な切り替えを行うとしている
- しかし、価値ベースの契約において、親会社案件の収益性が全社平均を上回るように価格設定されるかについては言及されていない

他の鉄鋼メーカーの開拓

事業分野別の売上収益目標

事業分野	FY2024 見通し		FY2027目標		3カ年成長率	2025-2027年の注力ポイント
	売上(億円)	営業利益(億円)	売上(億円)	営業利益(億円)		
ビジネスソリューション	2,010	2,280	2,280	2,550	+13%	・カーボンニュートラル、グローバルSCMなどのアセット化推進 ・生成AIの運用保守、オープン系新規開発、モダナイへの適用
産業・鉄鋼	925	1,030	1,030	1,140	+11%	・人材領域、旅行領域、小売り領域のアセット化推進
流通・PF	635	790	790	970	+24%	・既存パッケージのクラウド化、非金融機関向けパッケージ拡充 ・グローバル製品ラインナップの拡充
金融	450	460	460	470	+2%	・上流デジタルのリソース強化 ・生成AI、AIプラットフォームへの投資の強化
コンサルティング&デジタルサービス	800	1,040	1,040	1,340	+30%	・データ可視化、予測、最適化技術への投資
グループ事業<内グローバル>	520	710	710	900	+27%	・地域子会社：中堅企業向け事業の拡大に向けたアセット強化 ・海外子会社：高付加価値化による非日系現地市場開拓
オーガニック計	3,330 (390)	4,030 (530)	4,030 (530)	4,930 (660)	+21% (+36%)	・JV：JV先とのシナジー拡大
外部成長	-	470 (70)	470 (70)	940 (140)	-	・各事業の前提となるミッシングパーツの獲得・強化 ・全社共通オペラビリティの獲得・強化
総計(※0は営業利益)	3,330 (390)	4,500 (600)	4,500 (600)	5,870 (860)	+21% (+53%)	

- 産業・鉄鋼分野の売上目標は、日本製鉄以外の鉄鋼メーカーからの需要を取り込まない前提で設定されている

実際に、主要な議決権行使助言会社は、NSSOLのガバナンスに対して懸念を表明しており、少数株主の社長選任議案への賛成率は低位にとどまる

ISS/Glass Lewisは、過去のAGMにおいて、NSSOLのガバナンスの不備を指摘

- 議決権行使助言会社のグラスルイスは、2024年のAGMにおいて、取締役会の独立性不足について問題があると指摘し、玉置代表取締役社長への反対を推奨

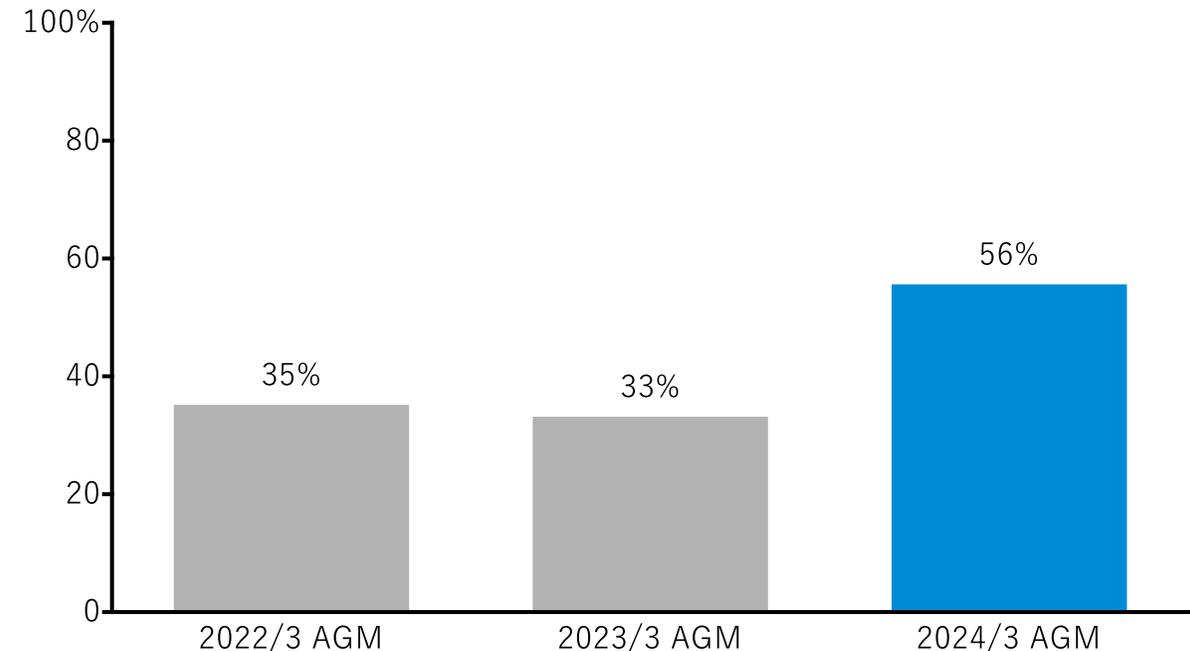
“当社の見解では、取締役会には十分な人数の独立取締役がおらず、取締役会の客観性、独立性、適切な監督能力について重大な懸念がある。十分に独立した取締役会が存在しないことを考慮して、適切と考える独立性の基準を満たすために、候補者である玉置一彦氏（代表取締役社長）に反対票を投じることをお勧めする”

- 議決権行使助言会社のISSは、2023年のAGMにおいて、多額の政策保有株式を背景にした不適切な資本配分を理由に玉置代表取締役社長に反対を推奨

“同社は2023年3月時点の持ち合い株式に関する情報を一部開示しているが、ISSが株式の持ち合いに関する方針を適用するには開示レベルが不十分である。そのため、議決権行使推奨は同社の最新の有価証券報告書（2022年3月時点）に基づいている。日鉄ソリューションズは純資産の29.5%を持合に配分しており、ISSの基準値を満たしておらず、不適切な資本配分は経営トップの責任である”

実際に、社長選任議案への少数株主からの賛成率は低迷し改善は見せつつも依然として56%と極めて低位な水準に陥っている

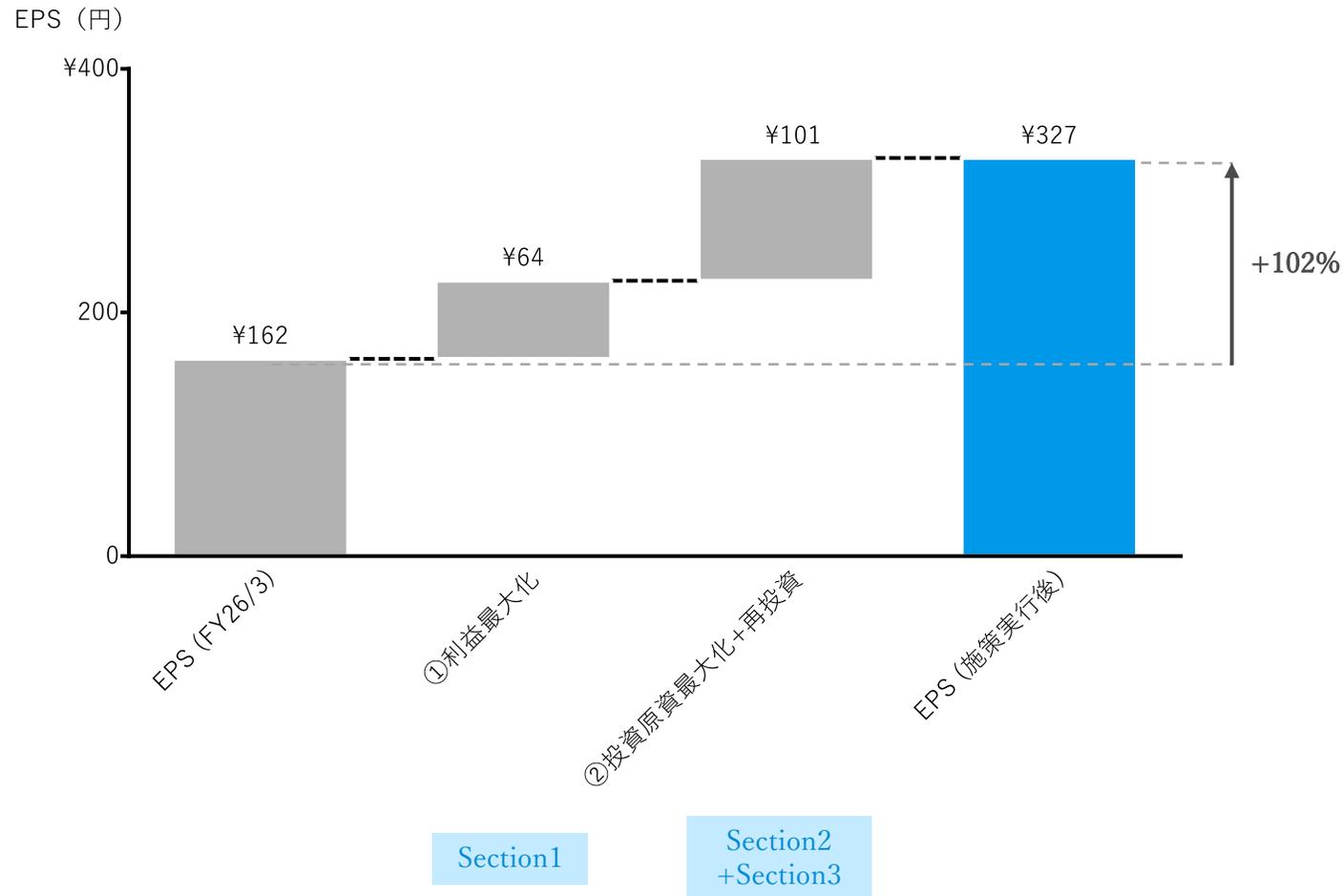
社長選任議案への少数株主からの賛成率¹



日本製鉄からの独立性確保によるガバナンス整備により、NSSOLは企業価値最大化に真摯に取り組むことが可能となり、1株当たりのCF（≒EPS）は大幅に向上すると想定される

ガバナンス整備を通じた各課題の解消により、EPS¹は現状の+102%程度水準まで向上可能

EPS改善インパクト 試算前提



■ FY26/3 予想EPS

— FY26/3のアナリストコンセンサス予想純利益 296億円を発行済株式総数(自己株式除く) 1.8億株で除したものを採用

■ ①PLの改善 (利益の最大化) – Section1

— 収益性改善施策及び、売上拡大施策により、167億円の営業利益改善 (116億円の純利益改善)

■ ②BSの改善 (投資原資の最大化)+投資原資の再投資 – Section2+3

— BSの最適化を通して獲得した投資原資1,844億円を、ハードルレート12.4%²の水準で、コア事業に再投資し、184億円の純利益増

➤ 再投資イメージ：ROIC19%、年間5%の純利益成長を実現する企業をEV/NOPAT 10x(投資原資1,844億円に対して純利益184億円)で買収した場合、12.4%のIRRが実現可能

注: [1] 一株当たりCFの代替指標としてEPSを使用; [2] 当社が想定するNSSOLの資本コストである8.4%に4.0%を加えたもの (p.63以降参照)

Section 1: PLの改善（利益の最大化）

Section 1: PLの改善（利益の最大化）

- 国内SIer各社は、顧客のIT投資需要および“労働集約型”から“サービス提供型”ビジネスへのシフトを背景に売上・収益力を強化してきました
- 今後も、SIer市場はERPを中心としたクラウド化・業務プロセスの自動化等の需要に牽引され、年率5%で安定的に成長し続ける見通しです
- 一方、人材コストの増加や外部環境・業界構造の変化を背景に、現状のままでの将来の利益成長については不透明感が高まりつつある状況にあり、利益最大化に向けた取組みに真摯に向きあうことが極めて重要な局面にあります
- NSSOLの利益の最大化に向けては、以下の施策が想定され、190億円 (FY25/3 値上げ効果控除後167億円¹⁾) の利益改善余地があると想定されます

収益性の改善

- ① 親会社単価の見直し：本来は最も採算性が高い顧客の一つであるべきにも関わらず、「粗利率が全社平均と整合するよう」設定されている親会社案件の単価見直し
- ② 案件単価の見直し：取引関係が長い大口顧客に対して、+5%程度の追加値上げを実現
- ③ 低採算案件からのリソースシフト：産業ソリューション部門のうち、収益性が低い小口顧客を担当する営業・エンジニア人員をより収益性が高い他部門に再配置
- ④ 既存外注先への外注単価の適正化：競合をベンチマークしつつ単価引き下げ交渉を徹底し、5-10%の単価引き下げを実現
- ⑤ 外注に占めるオフショア比率拡大：東南アジアを中心にオフショア比率を競合水準まで引き上げる他、その実現に向けたブリッジSE・現地統括SE等の人材を獲得
- ⑥ 一般管理人員数・人件費の適正化：一般管理人員を、競合ベストプラクティス水準まで適正化
- ⑦ その他コストの削減：本社賃借料を始め、買い方・使い方を聖域なく徹底的に見直し、適正化を実施

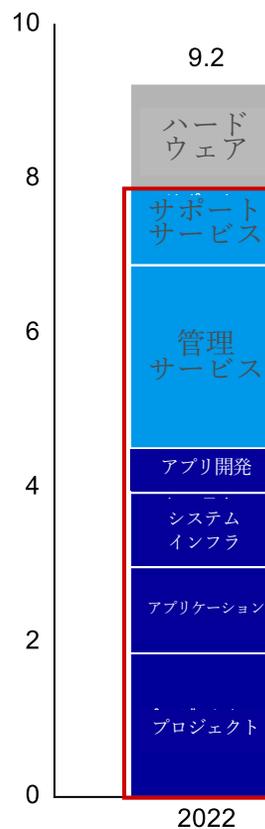
売上の拡大

- ⑧ 国内鉄鋼メーカーの開拓：JFEや神戸製鋼等の国内鉄鋼メーカーの基幹システム刷新案件を中心とした案件開拓
- ⑨ 海外鉄鋼メーカーの開拓：インド系・韓国系・欧州系・米系メーカーの基幹システム刷新案件を中心とした案件開拓

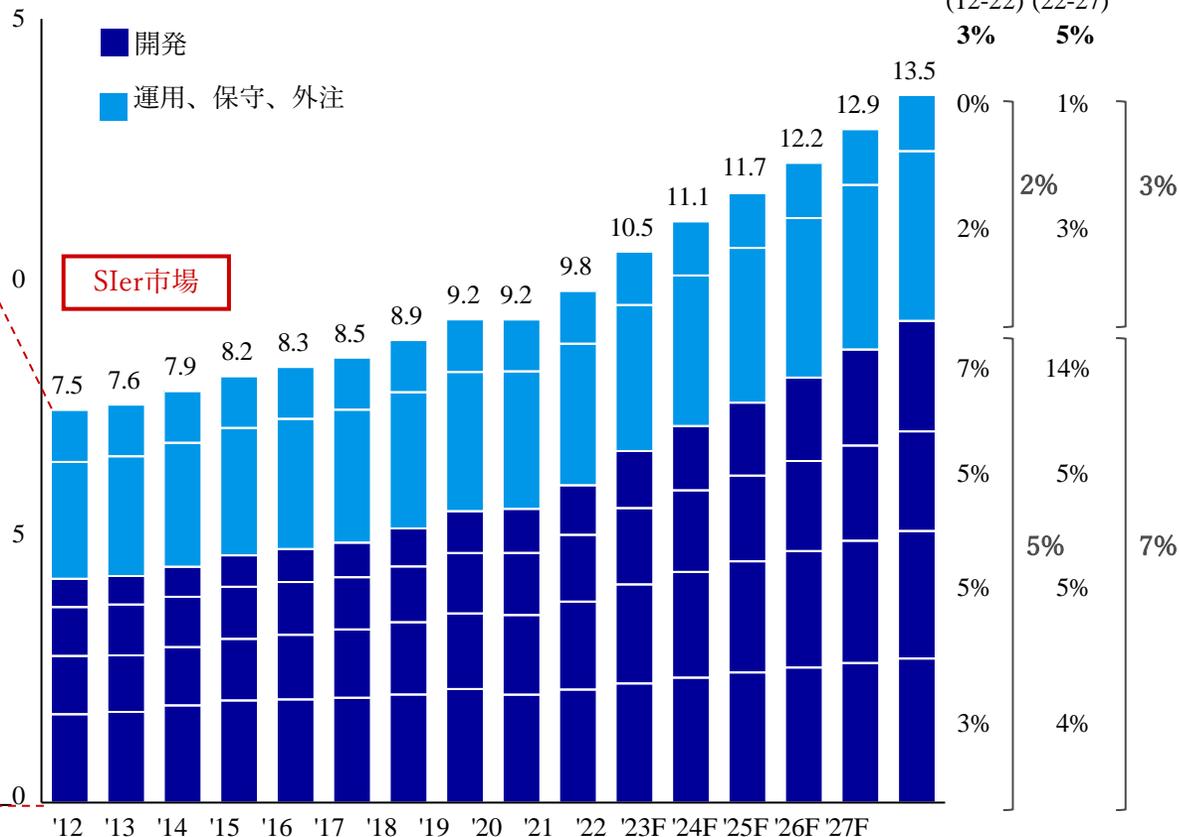
注：[1] 会社が既に取り組んでいる値上げ施策効果を控除、「FY25/3 3Qまでの付加価値OP他における粗利改善額17億円」×「FY25/3における売上総利益改善額(賞与引当差除く)38億円」÷「FY25/3 3Qまでの粗利改善額31億円」= 年間の値上げ影響における粗利改善幅 21億円を控除している

国内SI市場は、今後も年率5%の成長が見込まれている

国内ITサービス投資
(兆円)



国内ITサービス投資の事業分野別推移 (兆円)



国内SIer市場の今後の主な成長ドライバー



ERPを中心としたクラウド化

2027年問題への対応に向け、ICTプレイヤーの働きかけによりクラウド化が加速



業務プロセスの自動化

グローバルでの競争力強化に向け、業務プロセス自動化が進行



データ駆動型ビジネスの拡大

ユーザーが自らのビジネスを拡大するためにデータ活用が進展

注: ITサービス市場とは、IT市場からハードウェア・インフラ販売を除外した市場と定義し、ハードウェアデバイス、テレコムサービスはIT市場に含まれないものとする
出典: IDC

しかし、人件費の上昇や外部環境および業界構造の変化により、将来的な利益成長には不確実性が生じている

1 人材コストの増加



成長領域のモダナイを支える
人材獲得・育成

- 国内労働市場では過去10年間労働力不足が続いており、なかでもエンジニア人材の需給は特に逼迫
- 成長の原動力となる人材の獲得競争が激化するなか、人件費は増加基調であり今後も上昇し続ける見通し

2 外部環境・業界構造の変化



SIer業界を取り巻く
外部環境・業界構造の変化

- ユーザーによるIT投資の主眼が製品・サービス強化やビジネスモデルの変革を目的とした「攻めのIT」にシフトするなか、SI機能の内製化が進行
- 上流工程を主戦場としていた大手プレイヤー（例：アクセンチュア）の中流・下流への進出
- オープンソースソフトウェア（OSS）やクラウドサービスを利用したアジャイル型の開発体制が拡大。成長の源泉は従来型SIからモダナイに
- SIerへの役割期待は専門的な提案力、ソリューション提供力に変化。SIerにとっては、新たな事業領域で優位性を発揮するための投資が益々重要に

NSSOLにとって、利益の最大化に向けた取組みに真摯に向きあうことが極めて重要な局面

収益性の改善、売上の拡大に向けた施策は複数存在

収益性の改善

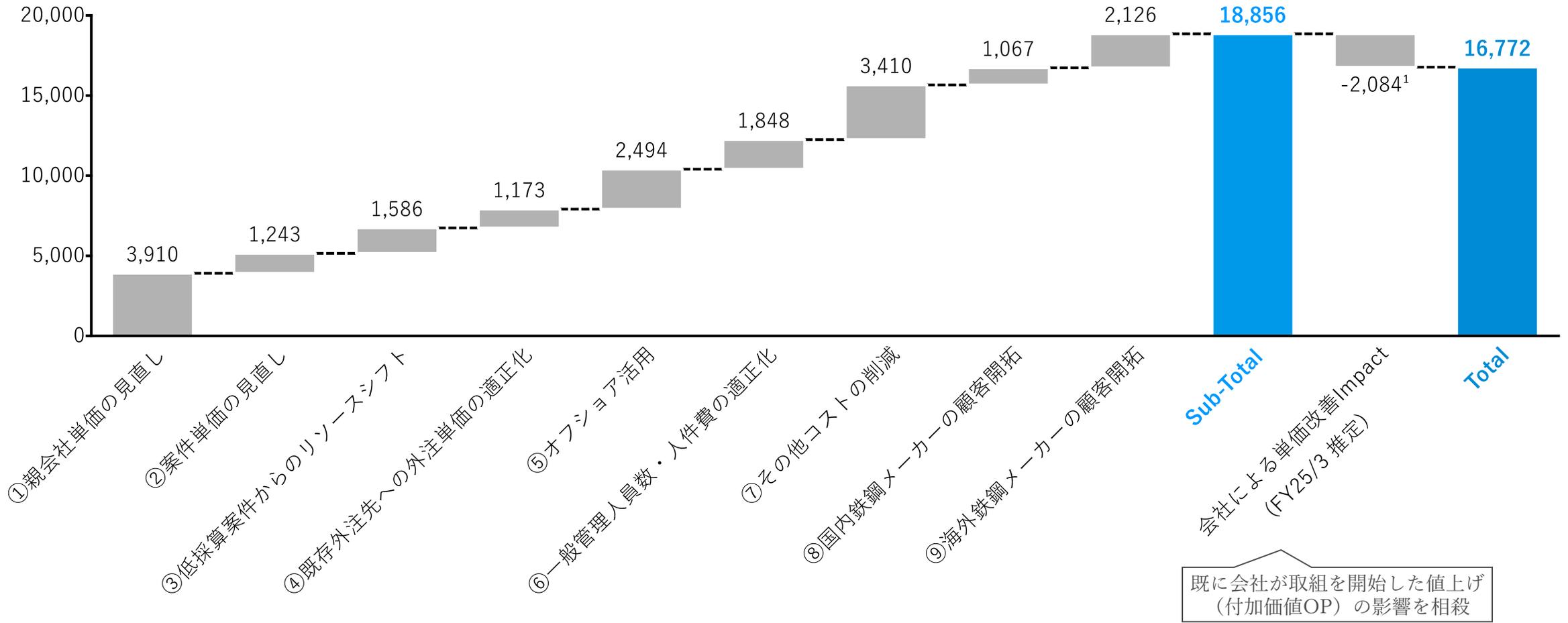
- 1 親会社単価の見直し
- 2 案件単価の見直し
- 3 低採算案件からのリソースシフト
- 4 既存外注先への外注単価の適正化
- 5 外注に占めるオフショア比率拡大
- 6 一般管理人員数・人件費の適正化
- 7 その他コストの削減

売上の拡大

- 8 国内鉄鋼メーカーの顧客開拓
- 9 海外鉄鋼メーカーの顧客開拓

これらの施策の実施により、NSSOLの営業利益は190億円程度改善すると想定される (FY25/3 値上げ効果控除後167億円)

各施策による利益改善効果 (百万円)



注: [1] 「FY25/3 3Qまでの付加価値OP他における粗利改善額17億円」 × 「FY25/3における売上総利益改善額(賞与引当差除く)38億円」 ÷ 「FY25/3 3Qまでの粗利改善額31億円」で、年間の値上げ影響における粗利改善幅 21億円を算出

一般的に利益率が**高い**案件

SIerが業務知見・PJ経験で差別化をしやすい案件

- 取引関係が**長い**顧客
- 過去に**経験がある開発案件**、SIer自身が手掛けた**システム**の追加開発・保守など

一般的に利益率が**低い**案件

SIerが業務知見・PJ経験において差別化が難しい案件

- 取引関係が**短い**または**新規**の顧客
- **新規受注**の開発案件

顧客の**価格弾力性が低い**
(=値下げ圧力が**小さい**)

- 競合SIerとの価格競争が**限定的**
- 成果物の品質について顧客・SIerの**共通理解あり**

売上対比で**低コスト**

- 営業コストが**低い**
- 顧客の業務理解・その他PJ準備に要する工数・コストが**限定的**
- PJ設計時に**工期・工数**を読みやすい

顧客の**価格弾力性が高い**
(=値下げ圧力が**大きい**)

- 競合SIerとの価格競争が**生じやすい**
- 顧客目線だと成果物の品質に**不確実性が高い**ケースも

売上対比で**高コスト**

- 営業コストが**高い**
- (事前のデータ整備など)顧客の業務理解に**工数・コスト**を要する
- PJ設計時に**工期・工数**を読みづらい

“特定の顧客と長く取引するほど”顧客の事情も理解でき、結果的に**SIer側のコストコントロールも容易になる”**

非開示

“付き合いが長く常駐している顧客だと、新たなニーズをすぐにキャッチできるため、**最低限の営業コストで案件獲得が可能”**

非開示

“新規顧客や取引歴の浅い顧客は**トラブルも発生するのでコストは上がる**。また、常に他SIerと比較されるため**価格も低くなりがち”**

非開示

1 親会社単価の見直し | NSSOLにとっての親会社案件は、SIer業界において「一般的に利益率が高い案件」の条件を満たしている

一般的に利益率が高い案件の要件

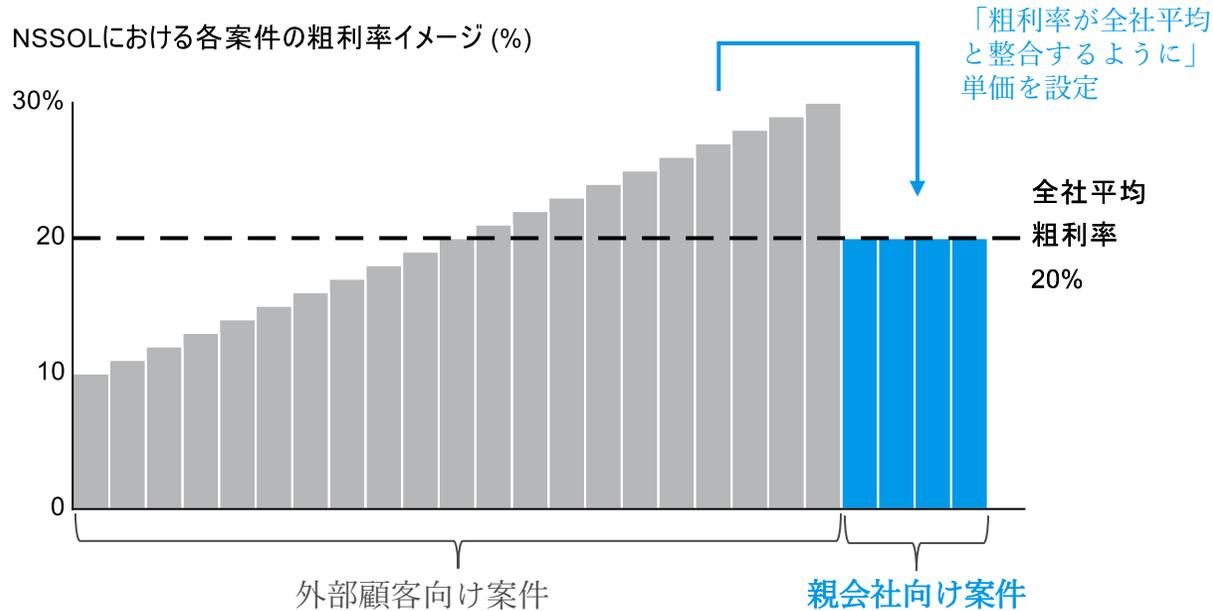
顧客の価格弾力性が低い (=値下げ圧力が小さい)	競合SIerとの価格競争が限定的
	成果物の品質について顧客・SIerの共通理解あり
売上対比で低コスト	営業コストが低い
	顧客の業務理解・その他PJ準備に要する工数・コストが限定的
	PJ設計時に工期・工数を読みやすい

NSSOLにとっての親会社案件の特性

	“親会社の基幹システムは全てNSSOLが押さえているため、他SIerとのコンペになることはない”	非開示
	“元々は親会社のIT部門であり、お互いのニーズや期待値については当然よくわかっている。そのため、外部顧客との間でしばしば生じる納品物の品質・認識の相違といったことはほとんど生じない”	非開示
	“親会社向けには外部顧客に行うような売り込み営業は必要ない。親会社のIT部門に出向している社員はいるが、それを加味しても平均的な外部顧客と比較して4分の1程度で済んでいる”	非開示
	“一般的に、取引歴が浅い顧客は既存システムやデータ構造などの初期的な理解に時間を要するが、親会社であれば勝手がわかっている”	非開示
	“発注量や開発内容は親会社のIT投資計画に沿って決定されるので、早い段階で工期・工数を把握できるうえ、発注されるまでの経緯も出向社員を通じて把握できるので、見積もりのミスも起きにくい”	非開示

1 親会社単価の見直し | しかしながら、NSSOLでは親会社向け案件は「粗利率が全社平均と整合するように」単価が設定されており、NSSOLの付加価値が正当に評価されていない状況にある

親会社向け案件は、「粗利率が全社平均と整合するように」単価が設定されている



“日本製鉄の案件の単価は**全社平均と同じ水準**。より安価で受注しているということはないと認識している”

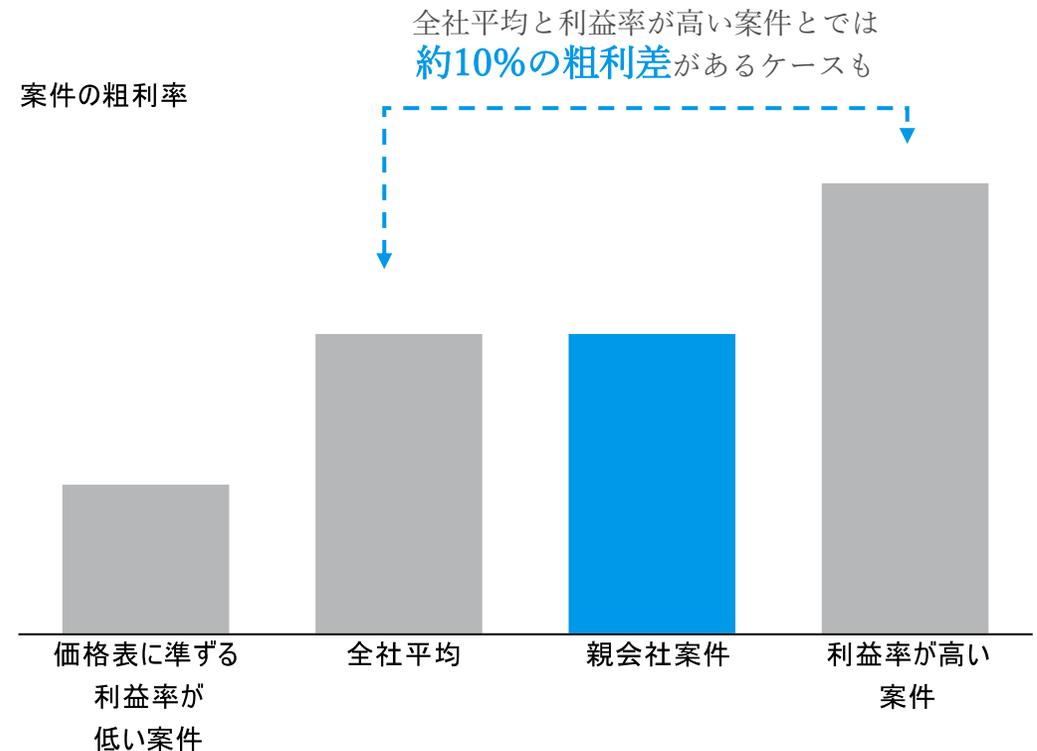
非開示

“親会社案件の粗利率は**全社平均と整合するよう調整**するのが基本的な考え方”

非開示

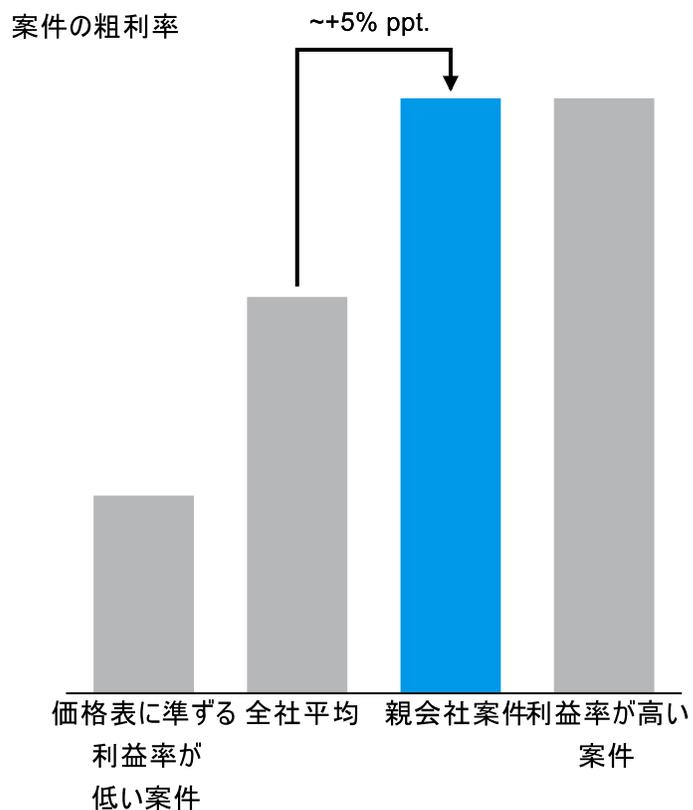
結果、親会社案件は「あるべき収益性」を下回る粗利率

売上規模5,000億程度の顧客に対する、全社用ERPパッケージの更新 (SAP, Oracleなど) 案件を想定
工期1年、チームサイズはPM1名+PJリーダー5人を想定



1 親会社単価の見直し | 競合の製鉄メーカー系SIerにおいては、親会社は最も収益性が高いアカウントのひとつである

親会社案件は社内で最も高水準の粗利を実現



親会社案件の収益性に関する競合の声 (JFEシステムズの例)

“親会社 (JFEスチール) 向けの案件は開発案件の中で最も儲かる。(親会社向けの案件は) 全社の平均と比べ、粗利で約~5%pt、営業利益率で約10%pt高い”

“親会社向け案件は、外部顧客の中で最も収益性が高い顧客と同程度の粗利率”

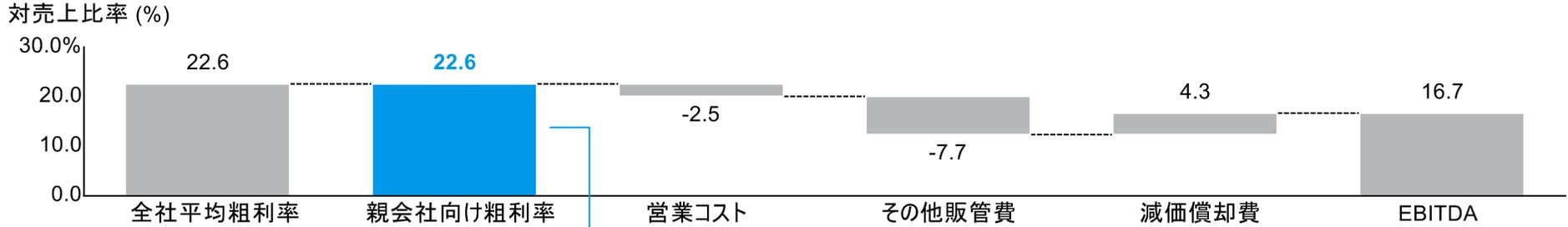
“JFEシステムズからJFEスチールのIT部門に人を派遣しており、JFEスチール側の年間開発計画なども期初に全て把握しているため、一年間の業務計画も立てやすい。結果として、想定外の追加工数などもほぼ必要ない”

“毎年親会社との価格交渉もあるものの、こちら側の求める利益水準は許容してくれることがほとんど”

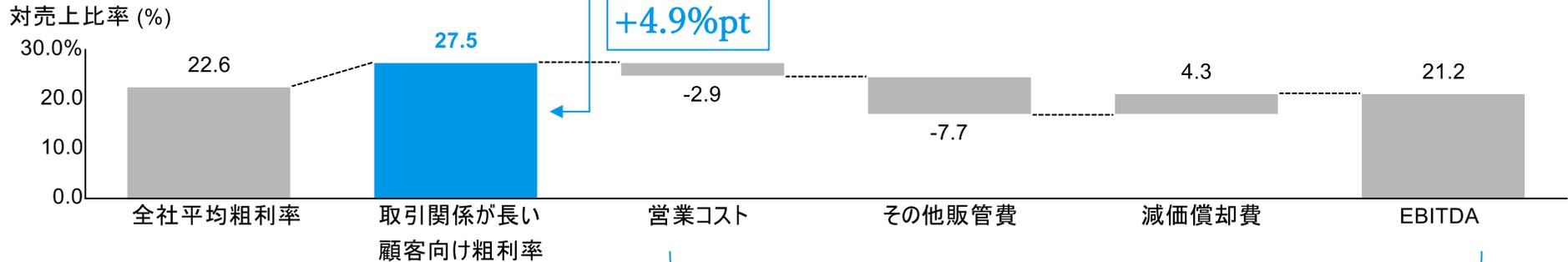
1 親会社単価の見直し | 親会社向け案件の単価を付加価値が正当に評価された水準まで引き上げ、粗利を取引関係の長い顧客の水準まで高めることにより、約5%の改善余地が存在する

売上規模5,000億程度の顧客に対する、ERPパッケージの更新 (SAP, Oracleなど) 案件を想定
工期1年、チームサイズはPM1名+PJリーダー5人を想定

親会社案件の採算性



親会社以外の取引関係が長い顧客の継続案件



- 親会社案件の粗利率は、**一般顧客を含む全社平均と整合するように設定**されている
- 一方、取引関係が長い顧客に対しては、約27.5%程度の平均粗利率での取引。**粗利ベースで約5%の差異が存在**

- 親会社案件においては、営業コストが一般顧客比で少ないため、**販管費においてはコストメリットあり**
- ただし、営業コストの差異を加味したとしても、親会社の営業利益は**同様に取引関係が長い顧客の継続案件と比べると低い**

粗利・EBITDAベースで約5%、39-61億円の改善余地が存在

1 親会社単価の見直し | NSSOLが5%の値上げを実施したとしても、総じて既存の取引シェアが他SIerに流出する可能性は極めて低い

NSSOLが5%の値上げを実施したとしても他のSIerに取引シェアが流出しない理由

既存業務プロセス・システムに関する深い理解・知見

“親会社からの売上のほとんどが、過去にNSSOLが手掛けたビジコンの追加開発やメンテ、また日鉄の業務プロセスに対する深い理解が必要なDXソリューションなど。他社が簡単に入れるものではなく、NSSOLで人手が足る限りはNSSOLを使い続けるだろう”

非開示

“また、製鉄所の基幹システムにおけるベンダーを変更するには、ビジコンに設定されている成分の配合や精錬の時間など、鉄の生産に直結する重要なデータ・設定を全て正確に引き継ぐ必要がある。万が一これらを誤って引き継いでしまった場合のリスクがあまりにも大きく、このリスクを取ってまでベンダーを変更するとは考えられない”

非開示

スイッチングコストの高さ

“製鉄所のシステムは日本製鉄の情報部門社員ですら完全には把握できておらず、もしSIerを変更したい場合には製鉄所システムの理解が必要。わざわざその時間とコストを掛けてまでSIerを変更する想像がつかない”

非開示

“製鉄所のシステムを外部ベンダーに変更するには、長期間の稼働停止と莫大な投資が必要。そこまでのコストを掛けるくらいなら、5%程度の値上げには応じるのでは”

非開示

2 案件単価の見直し | NSSOLの案件単価は、ITコンサルから一気通貫で手掛けるプレイヤーよりは低いものの、設計・開発・保守運用を主戦場とする競合と比較して同水準以上

同条件の案件における各プレイヤーの単価差
(市場参加者へのインタビューベース)



最上流のITコンサルから手掛ける企業は、同条件の案件であっても高単価の傾向

“アクセントチュアやNRIなど、**上流のコンサルからカバーする企業は軒並み高単価の印象**。CTC程度の規模のSIer (BIPROGY, NSSOL, TIS, SCSK) に対して+10%程度”

非開示

“**上流の工程ほど付加価値が高い**ので、上流のケイパビリティを豊富に持つIBM、アクセントチュアなどは単価も高く設定できる”

非開示

NSSOLの単価は設計・開発・保守運用を主戦場とする競合SIerと比べると、同水準以上 (+0-5%) の価格帯

“NSSOLはアクセントチュア等高付加価値プレイヤーの**次点のイメージ**。TISやCTCと比較して最大で5%程度”

非開示

“CTCやTISと比較すると、**NSSOLの単価は高め**で、**最大で5%程度差がある印象**”

非開示

2 案件単価の見直し | しかしながら、NSSOLのサービス品質に対する顧客の評価をふまえると、5%の単価値上げは顧客に受け容れられる可能性が高い

顧客はNSSOLの現在の価格対比のサービスレベルを高く評価

“NSSOLはNRI、アクセンチュア、NTTデータよりは安い、他SIerよりは高い。品質は安定して良いので、おそらく5%程度は許容範囲”

非開示

“金融機関に固有の特殊な業務知識を要する市場系システムに強く、また長期的な常駐によって弊社内環境を熟知しているため、(値上げによる)取引量への影響は少ない”

非開示

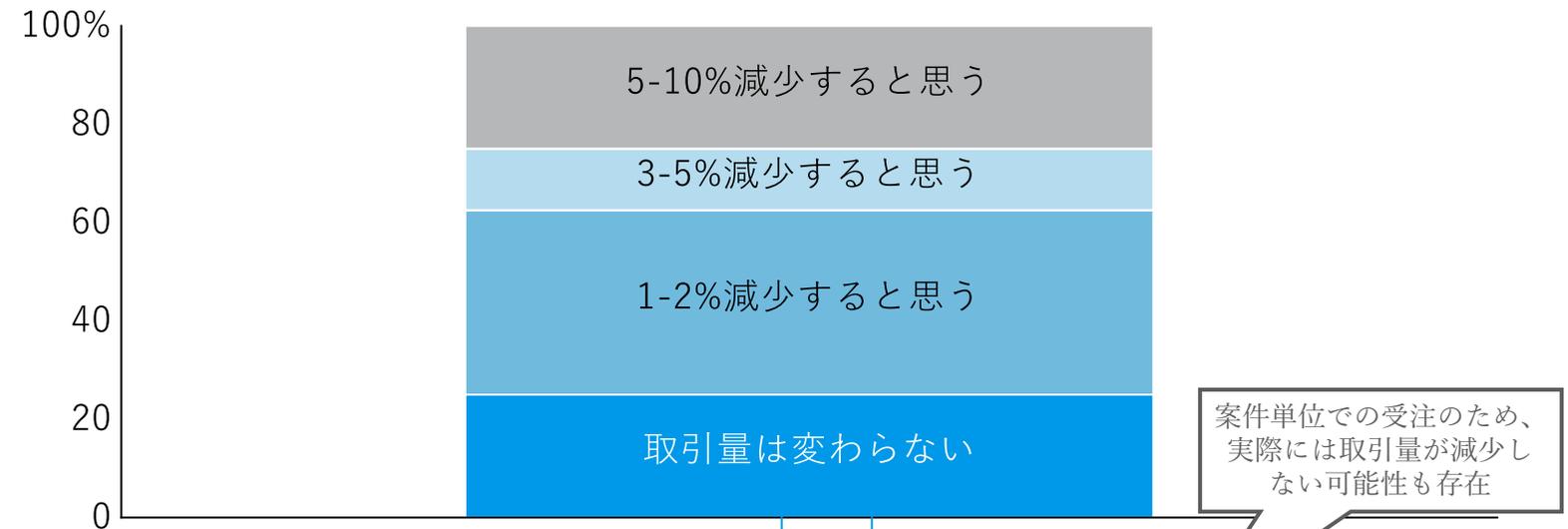
“NSSOLの単価は適正と感じる。仮に値上げされても、値上げ幅以下～最大でも総コストが維持できる程度のみ取引量減少になると思う”

非開示

5%の単価値上げを実施した場合、一部取引量減少を踏まえてもNSSOLにとってはポジティブである可能性

NSSOLが過去に主要なシステム開発を手掛けた大手企業顧客へのインタビュー：
他のSIerが価格を据え置くなかNSSOLが価格を5%上げた場合、取引はどの程度変化すると思いますか？

予想される取引減少量(%, 選択された割合)



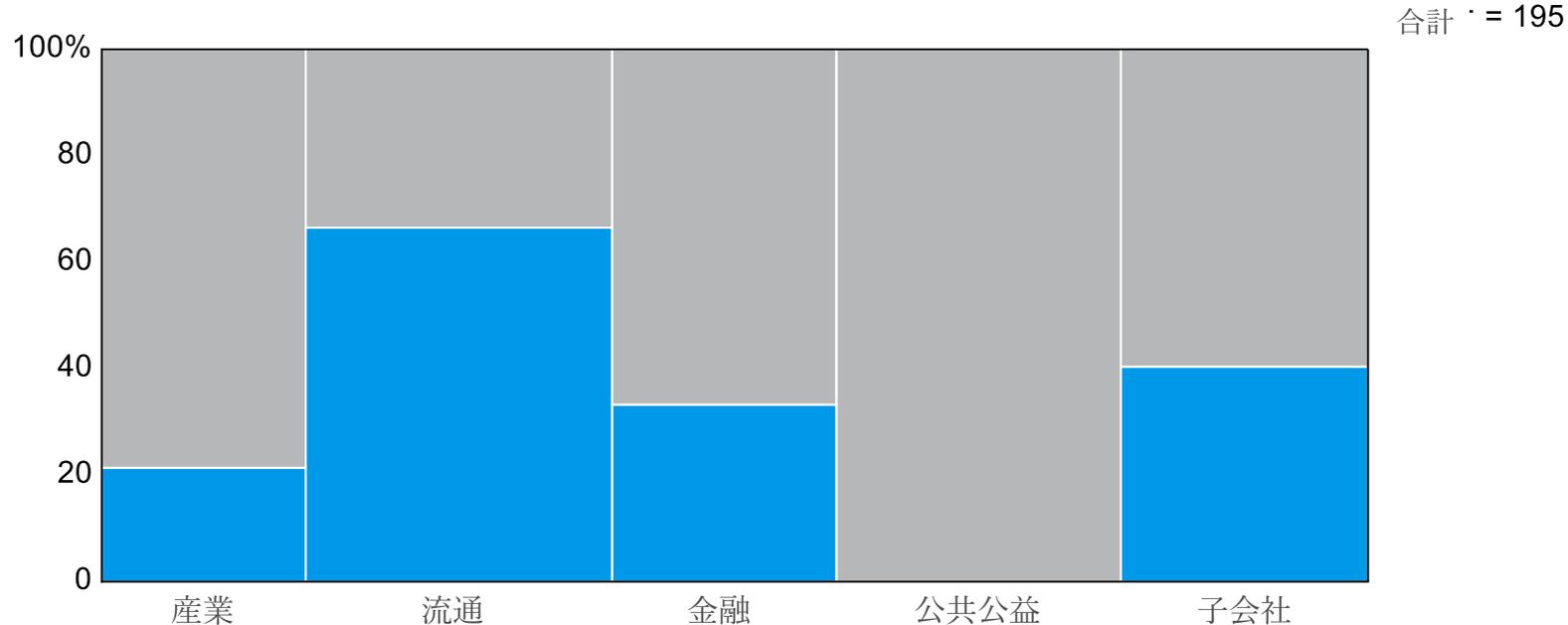
売上減少幅の平均はマイナス2.9%
ネットで約+2.1%の売上増効果が想定される

2 案件単価の見直し | 「NSSOLが過去に主要なシステム開発を手掛けた大手企業顧客」を対象に5%の値上げを実施した場合、EBITDAベースで約10億円の施策効果を想定

各セグメントにおける値上げ対象の売上割合

■ 値上げ対象とする「過去に主要なシステム開発を手掛けた大手企業顧客」からの売上

各セグメントにおける値上げ対象の売上割合 (十億円, FY23/3)



顧客セグメントごとの特色を踏まえ、値上げ対象顧客を特定

- 外部顧客向けSI事業の売上高を検討
スコープと設定
 - ITインフラはSI事業ではないため対象外
 - 日本製鉄向け単価は検討済のため対象外
- セグメント別に「過去に主要なシステム開発を手掛けた大手企業顧客」の売上割合を特定
 - 産業：小口の顧客も多く、他セグメントと比較して低い (~23%)
 - 流通・サービス：顧客内NSSOLシェアが高い顧客が多い (~70%)
 - 金融：一部のメガバンク・地方銀行にて一定の取引シェア (~35%)
 - 公共公益：入札形式が多く値下げ交渉は不可
 - 子会社：産業、流通・サービス、金融の平均値を適用 (~43%)

推定EBITDA改善インパクトは12億円 (ベース/5%値上げで取引量が2.9%減少)
~32億円 (アップサイド/5%値上げで取引量が0.0%減少)

3 低採算案件からのリソースシフト | NSSOLにおいて産業ソリューション部門（製造業）案件の粗利率は他セグメントに比べて低い

産業ソリューション部門（製造業）案件の粗利率は他セグメントに比べて低い

“製造業そのものの粗利率が小さいことから、**製造業向けの案件は利益率が低くなる傾向**”

非開示

“産業ソリューション部門の**粗利率は全体平均に比べて7pptほど低い**”

非開示

“製造業顧客の案件は横展開・パッケージ売りがしにくく、**オーダーメイドになるのでコストがかかる傾向**”

非開示

“製造業界はお客様の利益率が低いことから、他業界向けに比べて**案件単価を抑えめに出す傾向がある**”

非開示

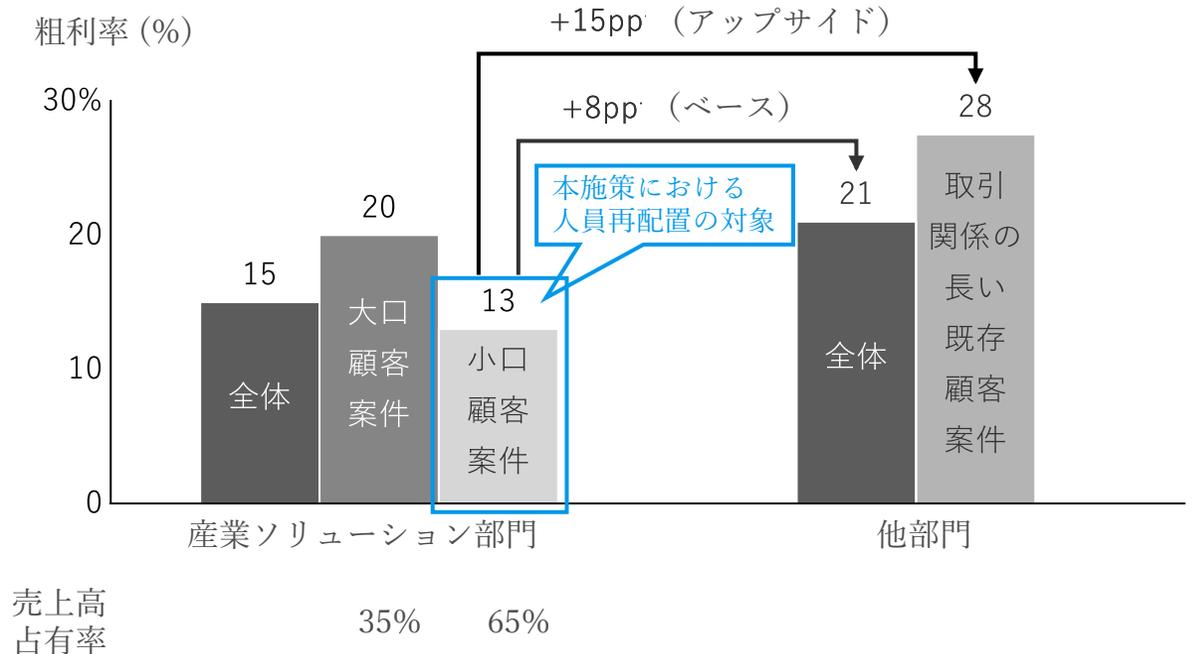
3 低採算案件からのリソースシフト | 産業ソリューション部門の人員をより収益が高い他部門に再配置することで、EBITDAベースで約16-30億円の改善効果が見込まれる

産業ソリューション部門からの再配置の考え方

- 産業ソリューション部門のうち、**小口顧客の案件**（同部門の売上のうち推定約65%）**に関わる人員をより収益性が高い他部門の案件に再配置**
- 小口顧客案件の推定粗利率約13%に対して、**ベースケースの場合は、他部門の平均粗利率**（約21%）、**アップサイドケースの場合は、取引関係の長い既存顧客の平均粗利率**（約28%）に達すると想定
 - 産業ソリューション部門のうち、大口顧客案件の推定粗利率は約20%、小口顧客案件の推定粗利率は約13%¹
 - 同部門は大口顧客約35%と小口顧客約65%で構成されることから、部門全体の推定粗利率は約15%

施策効果の計算根拠

	施策効果	=	産業ソリューション部門の売上高	×	低採算案件（小口顧客）の割合	×	粗利率の改善幅
ベース	~16億円		~310億円		~65%		~8ppt
アップサイド	~30億円						~15ppt



注: [1]大口顧客案件が大半を占める競合の製造業向け事業の粗利率、およびNSSOL元従業員へのインタビューに基づく
出典: 企業IR; 第三者調査機関、市場参加者インタビュー

4 既存外注先への外注単価の適正化 | 外注先パートナーの開拓や案件内容・難易度に応じた使い分けは適切に実施されている

NSSOLにおける外注先の開拓・使い分けの状況

低コスト・高品質な外注先パートナーの開拓



- （業界ベストプラクティス同様）開発言語や案件トレンドの変化を見極めつつ、**継続的に新たな外注先を開拓**
- 外注先に関するロングリストを作成のうえ、最適な外注先を選択できるよう**社内で共有**されている

新たな外注先の 発掘・調査

- 既存パートナー企業の下請けSIerや、顧客のパートナー企業等を含め**ネットワーク活動**を実施
- 新規の外注先は発注前に**企業情報や社員の情報を精査**（信用情報照会、Linkedinによるプロフィール調査等）

社内での外注先に関する 情報整備・共有

- コスト、開発内容などを整理した**既存外注先ロングリスト**の作成
- 他部署で活用した優良外注先については**全社で共有**

“NSSOLは品質にこだわる分外注先の開拓・精査も丁寧に行っているイメージ。社内に**外注先の評価や対応可能な開発内容等を整理したリスト**があり、評判の良い外注先の情報は部署をまたいで共有していた”

非開示

開発難易度・案件に応じた外注先の使い分け



- 単純な開発業務は競合同様に**低単価な外注先**を選んで発注
- 各外注先の強み・課題を理解の上、**領域を使い分けて品質を担保**

NSSOLにおける外注先の使い分け

案件	開発内容・環境(例)	難易度	外注先のTier
ERP開発	財務会計、生産管理	高	高
	財務、人事労務	低	低
その他開発 (バックエンド・ 業務アプリ等)	Linux環境	高	高
	Oracle、Microsoft環境	低	低

“社内の外注先リストを活用しながら、**外注内容や難易度に応じて発注先は分けていた**”

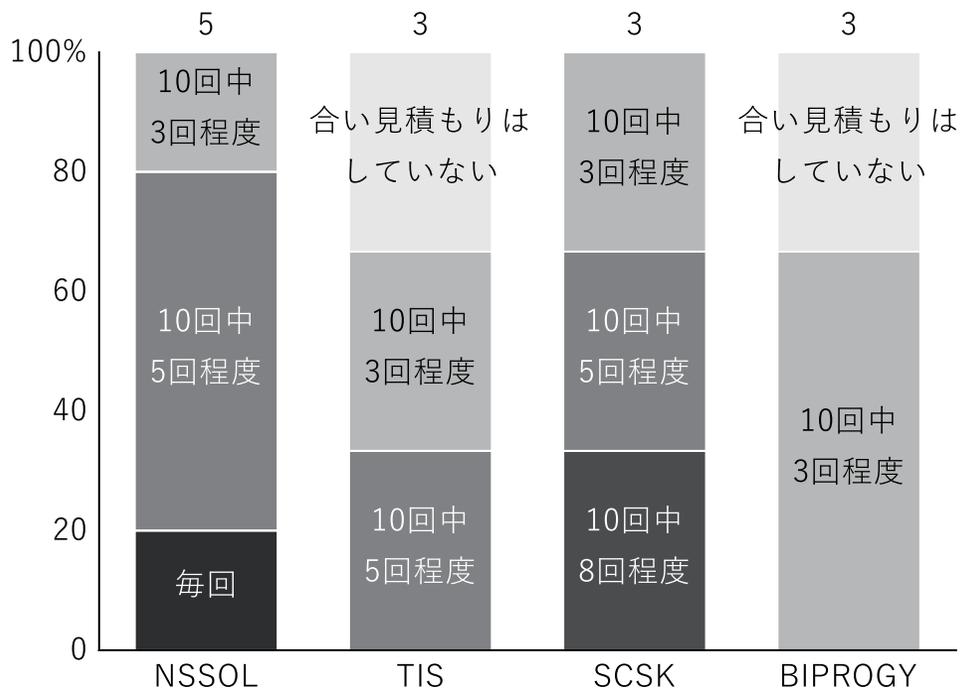
非開示

4 既存外注先への外注単価の適正化 | 相見積もりについても、NSSOLは競合と比較しても頻度・対象企業数ともに概ね競合同様に実施している

売上規模5,000億程度の顧客に対する、全社用ERPパッケージの更新 (SAP, Oracleなど) 案件を想定
 工期1年、チームサイズはPM1名+PJリーダー5人を想定

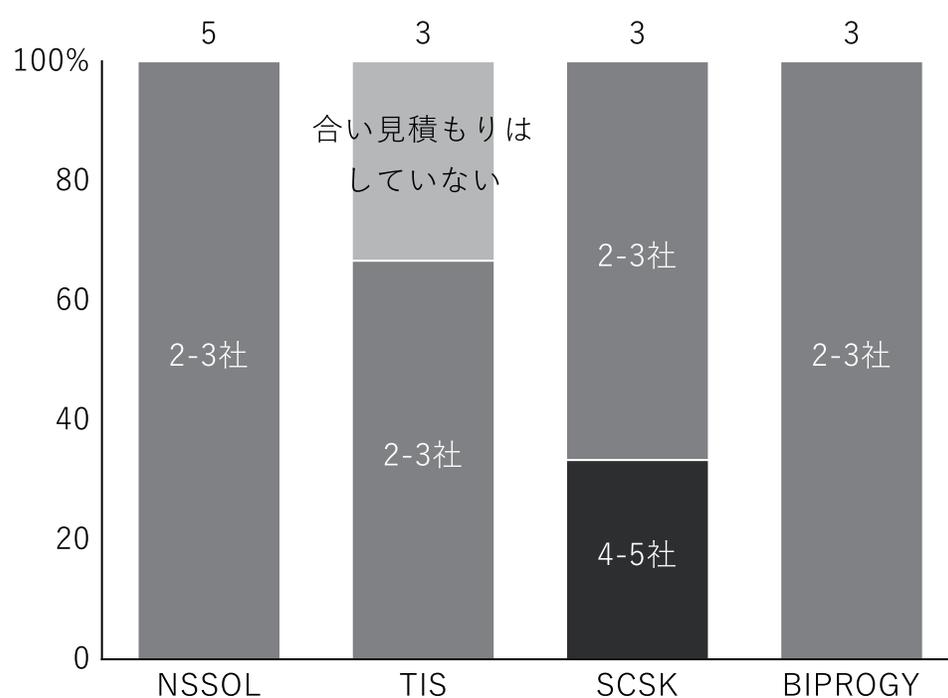
相見積もりの頻度は、競合と概ね同水準

下請業者を検討する際の競争入札の実施頻度



相見積もりの対象企業数も、競合同程度

競争入札時に対象とする企業数

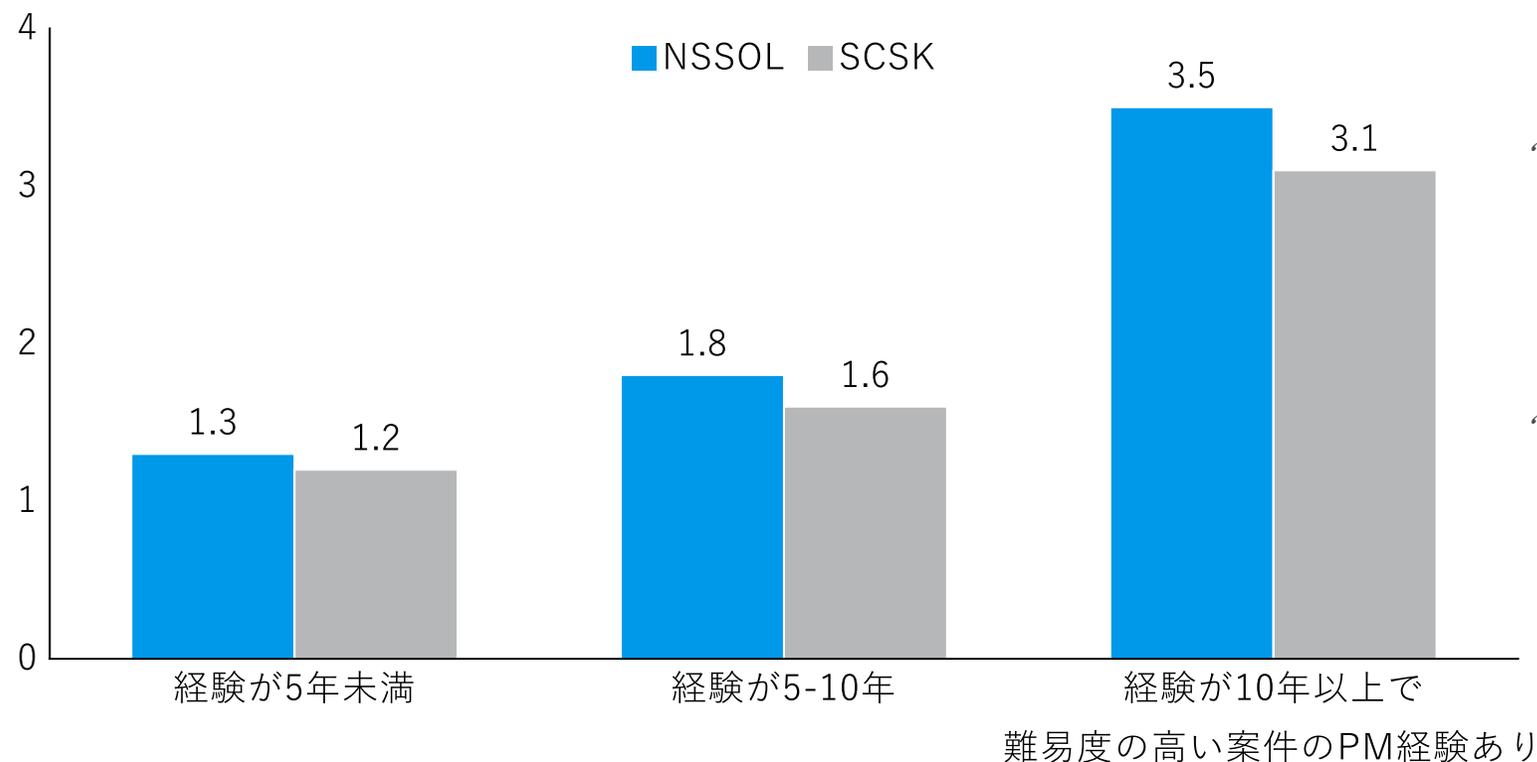


注: 各社の前・現従業員へのヒアリングに基づく (NSSOL: N = 5, SCSK: N = 3, TIS: N = 3, BIPROGY: N = 3)
 出典: 市場参加者インタビュー

4 既存外注先への外注単価の適正化 | 一方、同一外注先からは“単価交渉をより厳格に行っているSCSKの方が、同じ人材でも約10%低い単価で受注している”との声が挙がっている

同一外注先 A社におけるテニユア別の外注単価比較 (NSSOL vs. SCSK)

同一の下請業者における外注単価 (百万円/月)



“NSSOLは、外注費用の予算が大きく、同スキルセットの人の派遣でもSCSKより、単価を上げられる”

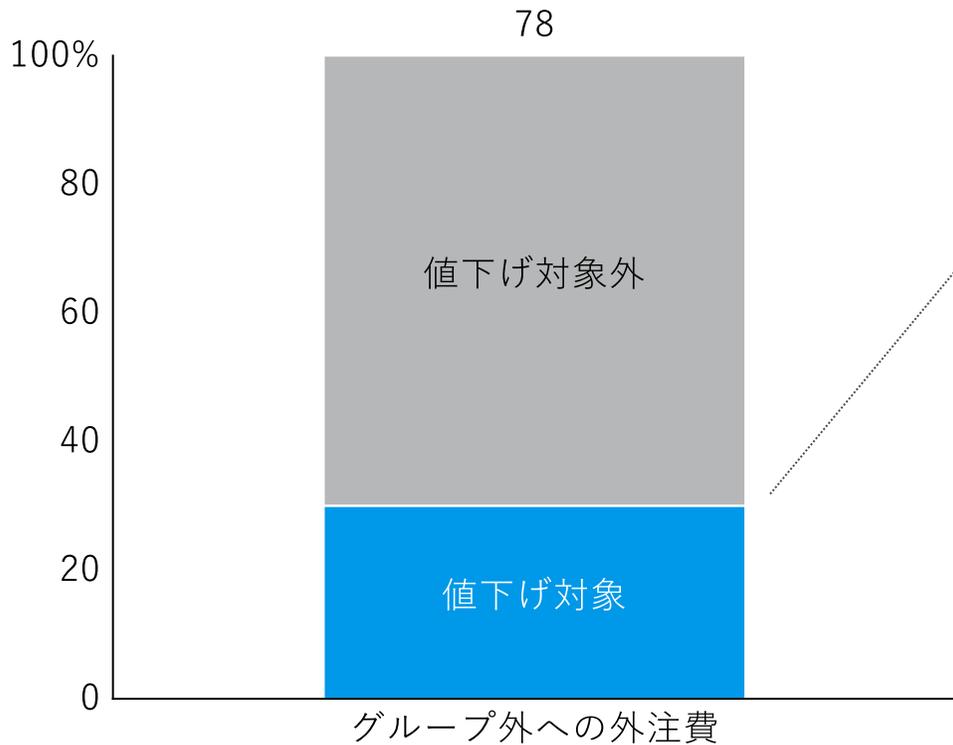
“NSSOLもSCSKも価格交渉はしてくるが、最終的に落ち着く単価はNSSOLの方が高い”

非開示

4 既存外注先への外注単価の適正化 | 対象外注先に対する単価交渉を実施、施策EBITDA効果額は約12-23億円を想定している

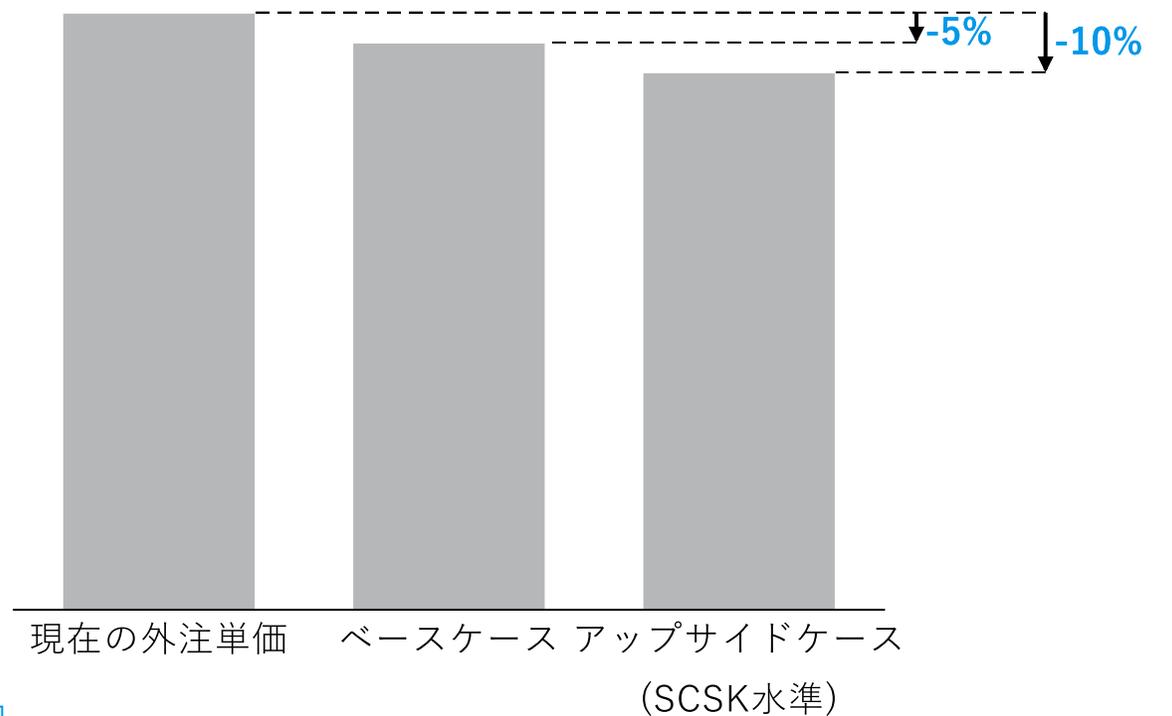
グループ外外注費のうち約30%¹が値下げのターゲット

グループ外への外注費 (十億円)



約5-10%の外注単価改善余地が存在

外注単価の改善幅 (イメージ)



施策効果額は12億円 (ベースケース、5%単価減の場合) ~23億円 (アップサイドケース、10%単価減の場合) を想定

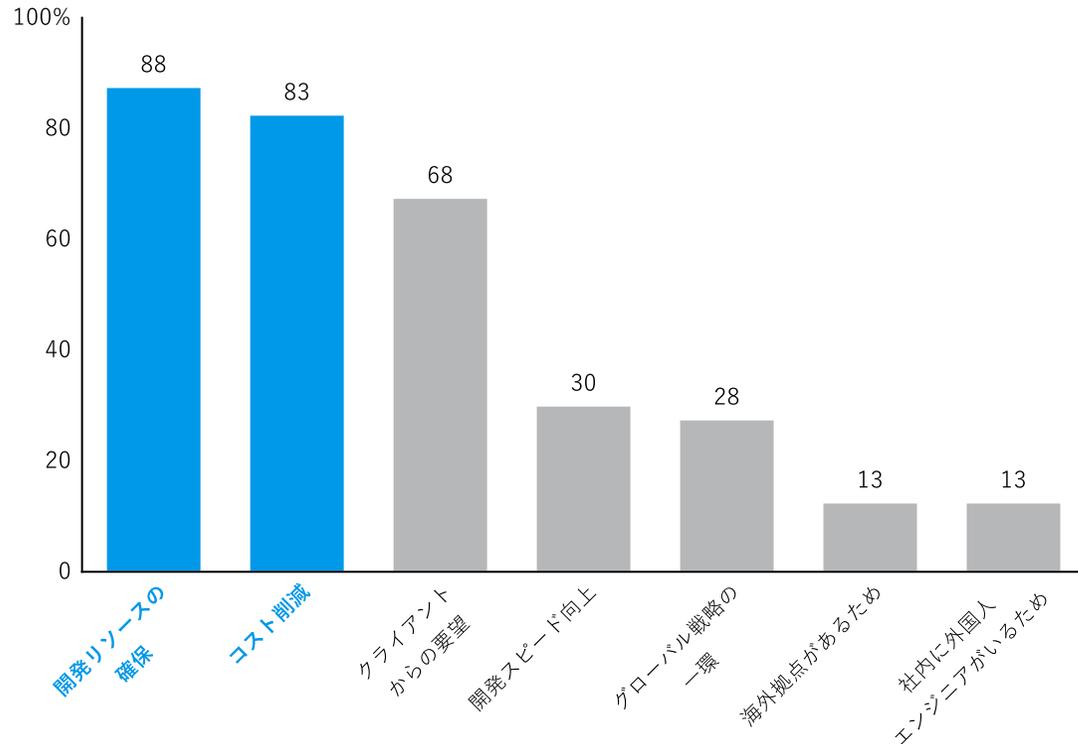
注: [1]単価交渉の対象とする外注先は、事業規模が相応に大きくかつ取引関係が長い企業を想定; 売上規模が10億円以上、NSSOLとの取引関係が5年以上の外注先への外注コスト割合をヒアリング

5 外注に占めるオフショア比率拡大 | 一般的に、オフショア活用には大きなコストメリットが存在。コスト削減効果は、一般的に国内外注先対比で約20-30%

一般的に、SIerがオフショアを活用する主な理由はコスト削減と開発リソースの確保

オフショア開発を検討した理由
(オフショア開発白書調査、2023年1月にオフショア開発を検討・依頼した会社100社が対象)

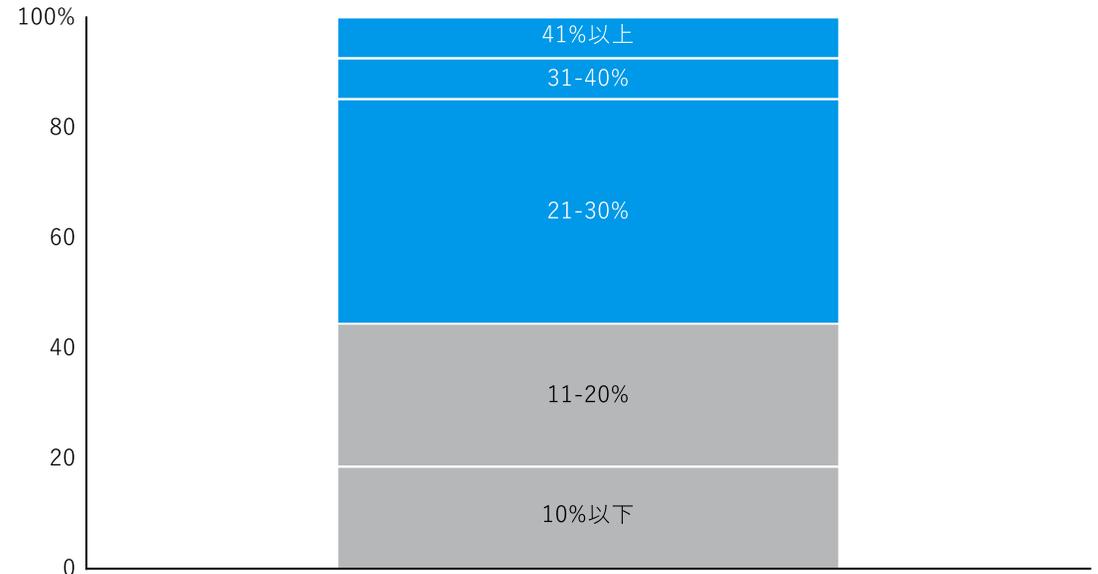
オフショア開発を検討した理由 (選択割合、%)



国内外注と比較して、平均約20-30%のコスト削減効果

国内外注と比較した際のオフショア開発によるコスト削減効果
(オフショア開発白書調査、2023年1月にオフショア開発を検討・依頼した会社100社が対象)

国内外注と比較した際のオフショア開発によるコスト削減効果



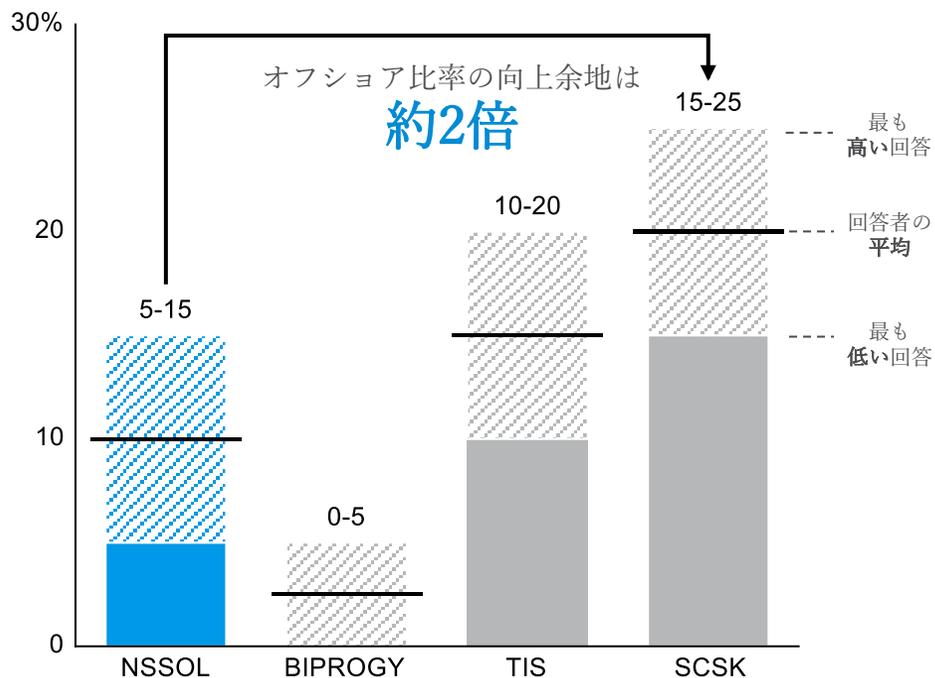
平均で約20-30%の削減効果

注: オフショア開発にはサービス系Webシステム開発、スマホアプリ開発、業務系Webシステム開発、AI開発、基幹システム開発等を含む
出典: 『オフショア開発に関するアンケート調査』 オフショア開発白書 (2023年版)

5 外注に占めるオフショア比率拡大 | NSSOLの外注に占めるオフショア比率は主要競合より低く、約2倍程度までオフショア比率を高める余地が存在する

グループ外への外注におけるオフショア活用率は競合比低水準

グループ外への外注におけるオフショア活用率(%、人数に基づく)



/ 元従業員へのヒアリング

コーディング・テスト工程において、オフショア拡大の余地がある可能性



競合比¹
NSSOLの
オフショア
活用率



競合含め機会
は限定的



競合並～
やや劣後



競合並～
やや劣後



競合並み

“競合と比較してNSSOLのオフショア開発が進んでいる印象は全くない。コーディングやテスト段階でも、**極めて単純な業務の委託に留まっている印象**”

非開示

“保守・運用については、24時間の稼働・監視が求められるシステムなどについては**適宜海外拠点を活用している**”

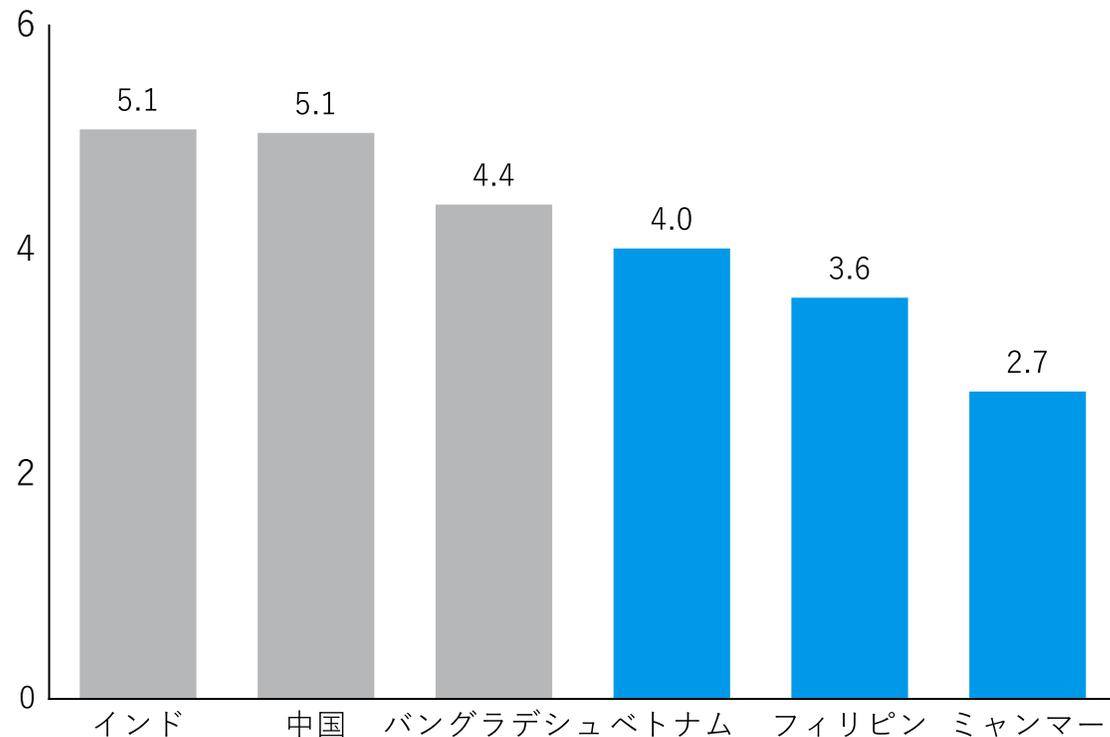
非開示

注: [1]SCSK, BIPROGY, TISを想定
出典: 市場参加者インタビュー

5 外注に占めるオフショア比率拡大 | また、NSSOLはオフショア外注においてコストメリットが大きい東南アジアへの進出が遅れている

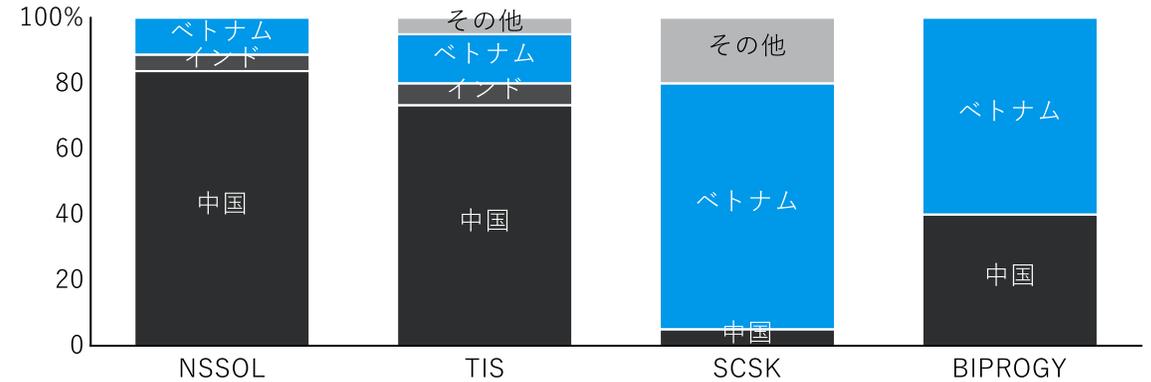
エンジニア1人当たりコストは東南アジアがより安価

一般的なエンジニア1人当たり人月単価(2022、百万円)



オフショア外注において、NSSOLはコストメリットの大きい東南アジアへの進出が遅れている

海外のパートナー企業への外注における外注国割合 (%)



- NSSOLは、**2000年代初期から中国には進出し**、現地の外注先パートナーと連携
 - “中国には古くから進出しており、パートナー企業も一定数存在(2002年に現地法人を設立)。人材派遣・交流なども実施している”
- 一方、各社がエンジニア人件費の上昇・地政学リスクを背景に外注先を東南アジアにシフトするなか、**東南アジア進出についてはNSSOLは遅れている**
 - “直近のオフショアトレンドは東南アジア。中国はむしろ人件費が高くなるケースもあり、セキュリティリスクの観点から**中国でのオフショアは下火**”
 - “過去にNSSOLはベトナムへのオフショア拡大を図ったが、言語の壁や文化的な差異が原因で**現地人材をマネジメントしきれず品質問題が起き、拡大は頓挫した**”

非開示

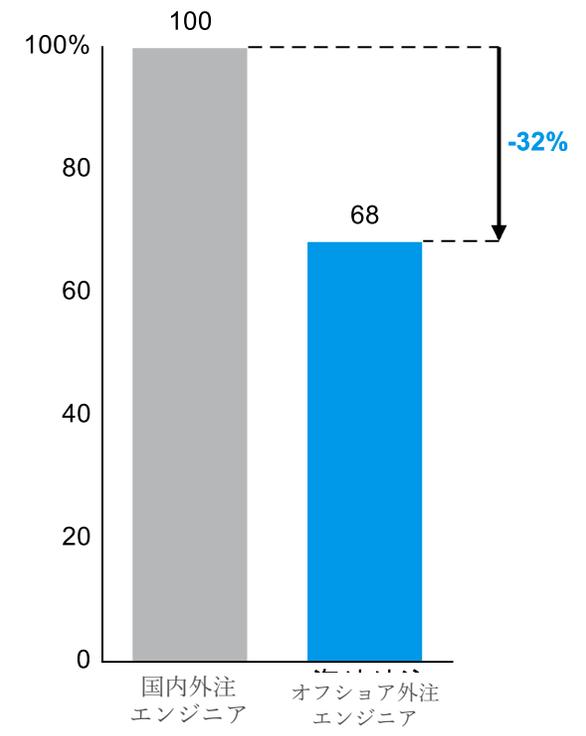
非開示

非開示

5 外注に占めるオフショア比率拡大 | ベースケースでは東南アジアを活用して外注に占めるオフショア比率を競合ベスト水準に、アップサイドは、中国・インドに外注している案件も東南アジアにシフトする想定

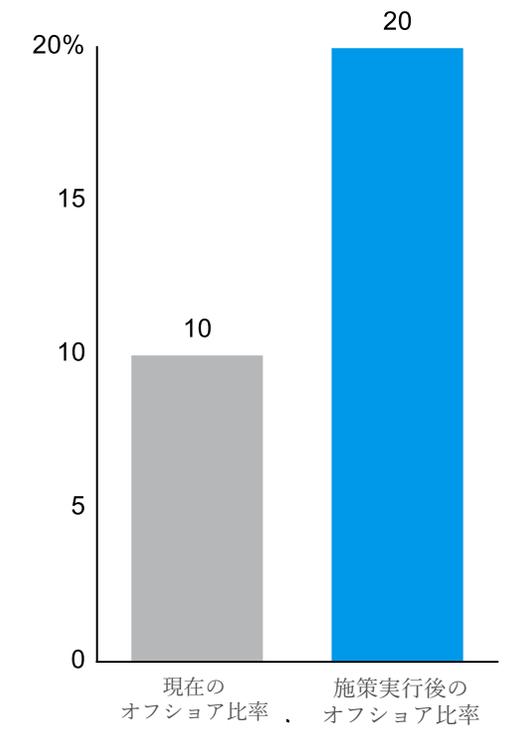
外注エンジニア単価は海外と国内で~32%程度の差が存在

外注エンジニア単価の違い



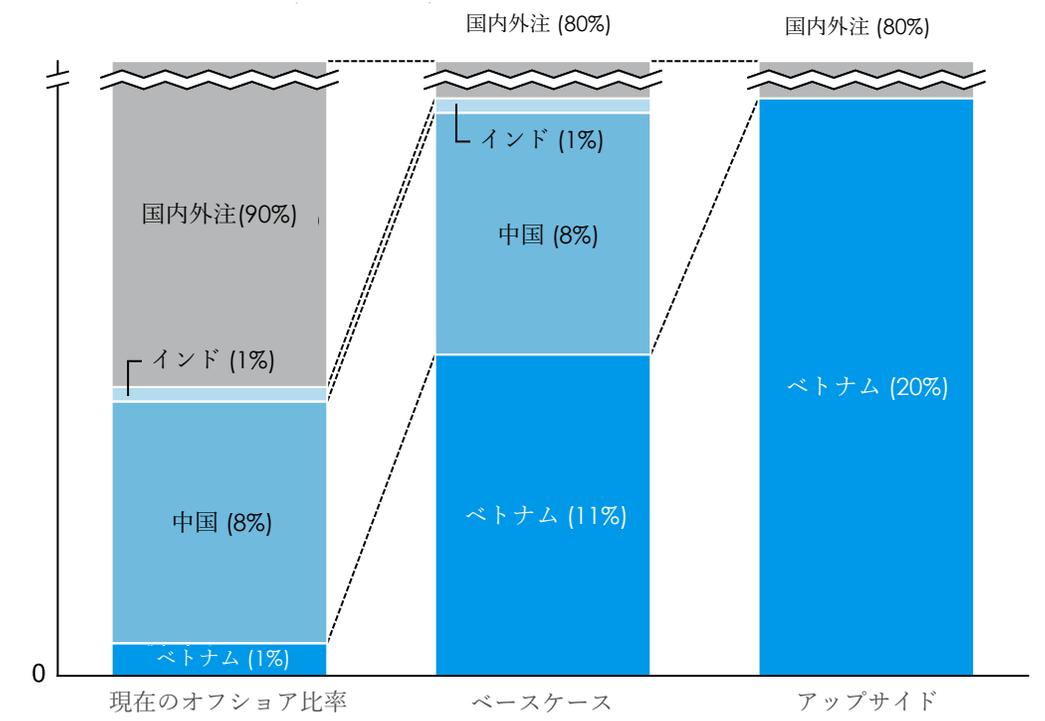
SCSK水準まで海外外注比率が上昇すると仮定

海外外注費率 (人数に基づく)



ベースケースはオフショア比率の上昇分について東南アジア活用。アップサイドは中・印への外注もシフトすると想定

外注のオフショア比率 (人数に基づく)



約25-35億円のEBITDAインパクトが存在

6 一般管理人員数・人件費適正化 | 削減機会の特定は二つのアプローチを通じて実施のうえ、競争ベンチマークに基づいて施策効果を算定

本施策効果の算定に使用

アプローチ1：競争ベンチマーク

ベースケース

アップサイドケース

- NSSOLにおける一般管理人員数の全従業員数対比の割合が競争を上回る機能について、**競争平均水準**まで削減可能と想定
- NSSOLにおける一般管理人員数の全従業員数対比の割合が、競争を上回る機能について、**競争のベストプラクティス(=最も効率的な競争)水準**まで削減可能と想定

連結ベースの一般管理人員数
1,012名

左記算定結果の妥当性検証に使用

アプローチ2：社内ベンチマーク

部門間の比較

子会社間の比較

- 単体のみ：
一般管理人員数の全従業員数対比の割合が、**NSSOL社内で最も低い事業部門水準**まで削減可能と想定
- 子会社のみ：
一般管理人員数の全従業員数対比の割合が、**NSSOL社内で最も低い子会社水準**まで削減可能と想定

— 主要な地方子会社5社の比較に基づく推定削減率を他の子会社にも適用

単体の一般管理人員数のうち
部門別に機能がある人員
269名

子会社の一般管理人員数
323名

検証
アプローチ

ベンチマーク
の対象人員数

6 一般管理人員数・人件費適正化 | 一般管理職の削減余地は、すべてのベンチマークでほぼ同程度（約20~27%）と見込まれる

現在の一般管理職の人員数

連結 一般管理職: 1,012											
親会社 一般管理職: 689						子会社 一般管理職: 323					
部門別 (269)			全社共通 (420)								
経営企画 (326)	人事・総務 (147)	IT (36)	経理 (40)	法務 (35)	その他 (105)	経営企画 (28)	人事・総務 (115)	IT (41)	経理 (58)	法務 (26)	その他 (55)

人員最適化の余地

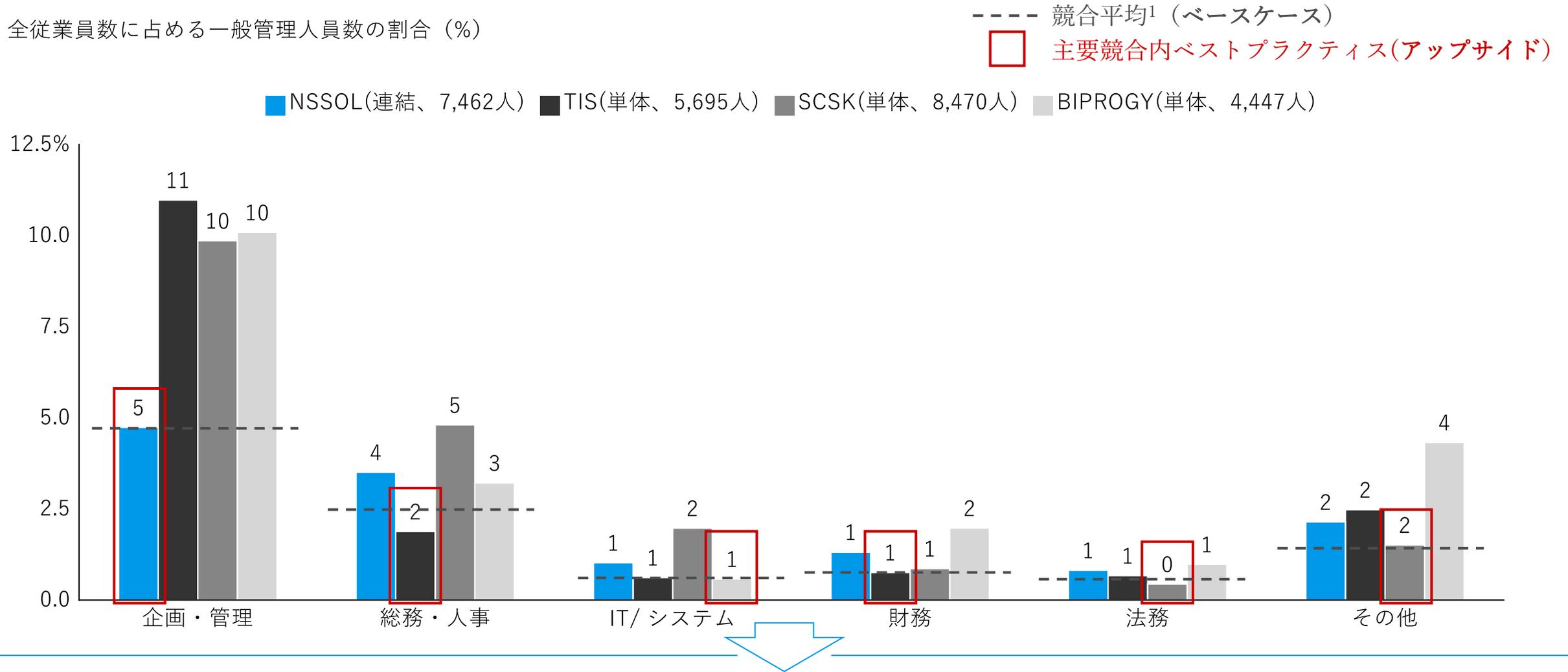
アプローチ1: 競合ベンチマーク	ベース (競合平均)	-208 連結一般管理職人員数に対する削減率: -21%										
	アップサイド (最も効率的な競合)	-271 連結一般管理職人員数に対する削減率: -27%										
アプローチ2: 社内ベンチマーク	部門間比較	-64 関連部門の一般管理職人員数に対する削減率: -24%					NA					NA
	子会社間比較	NA					-52 子会社の一般管理職人員数に対する削減率: -16%					

注: 最適化後の人員数は最も近い整数に切り上げて計算される。アプローチ1に基づく削減人員は、現在の親会社および子会社の各機能における人員比率に応じて割り当てられる。子会社における削減人員がアプローチ1に基づく数値よりもアプローチ2に基づく数値の方が大きい場合、アプローチ2の数値を適用する。出典: 第三者調査機関、市場関係者へのインタビュー、企業IR資料

6 一般管理人員数・人件費適正化 | 機能別の人員数を見ると、企画・管理機能は効率的な一方、その他機能においては競合ベストプラクティス対比で適正化余地が存在する

アプローチ1: 競合ベンチマーク

全従業員数に占める一般管理人員数の割合 (%)



競合平均まで削減した場合は208人 (ベースケース)、競合ベストプラクティスまで削減した場合は271人 (アップサイド) の適正化余地

注: [1]競合平均とはNSSOLよりも低い水準の会社のみ対象とし、NSSOLがBDPの場合はNSSOLの値を使用
出典:第三者調査機関; 市場参加者インタビュー

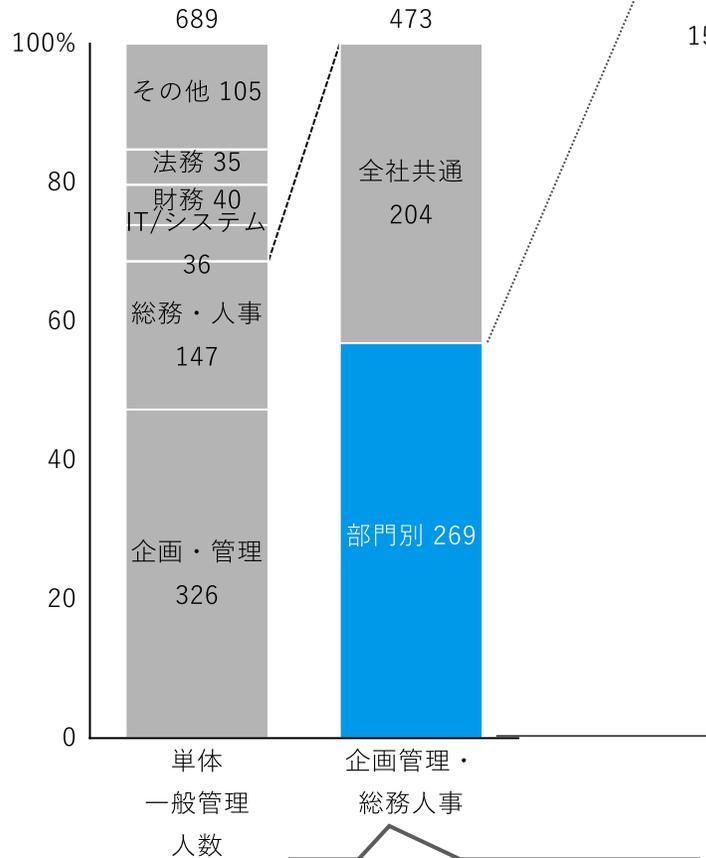
6 一般管理人員数・人件費適正化 | 部門別の社内ベンチマークに基づく、金融・鉄鋼ソリューションにおける一般管理人材の割合が高い

アプローチ2A:社内ベンチマーク

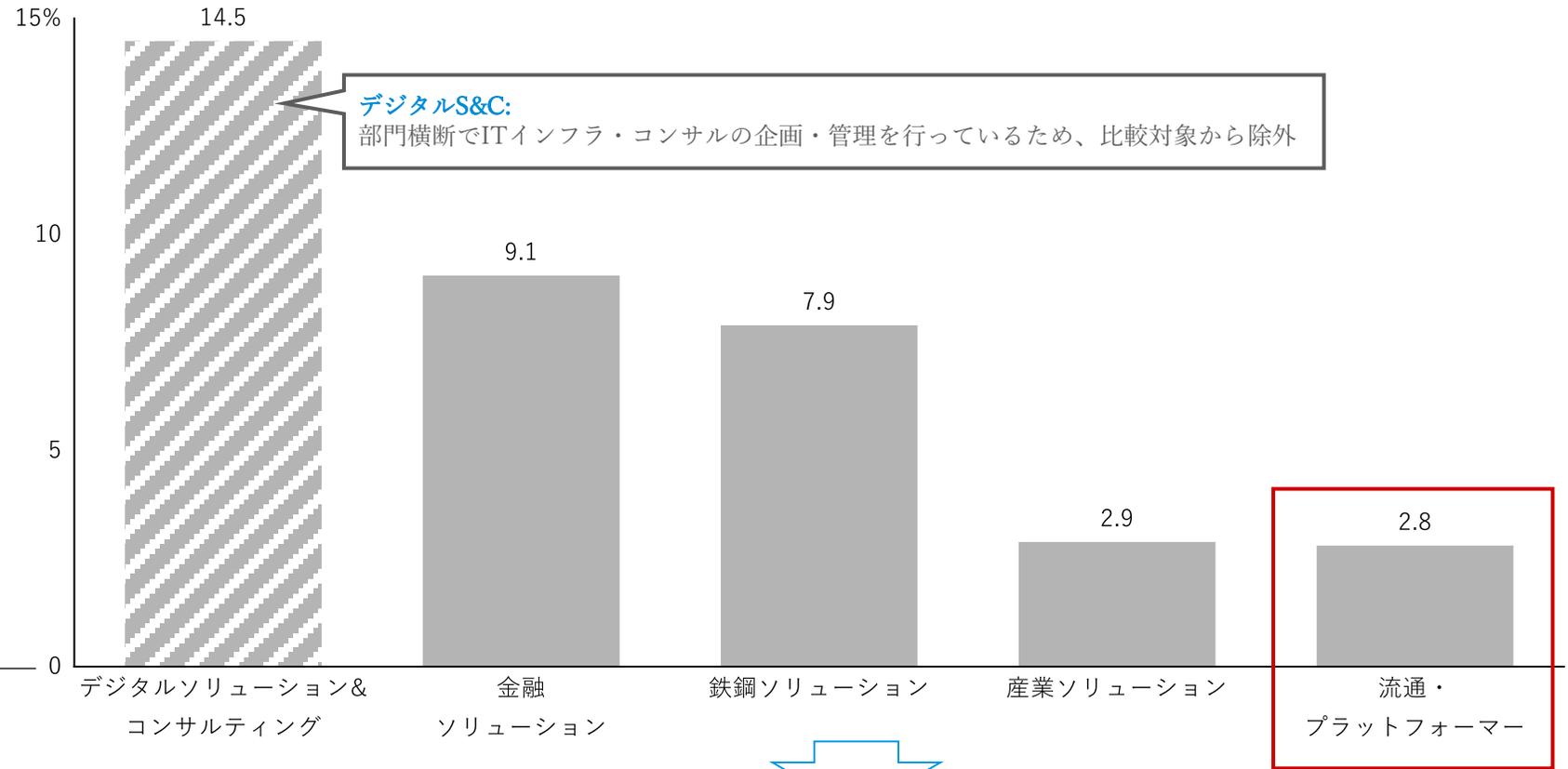
部門間比較

部門間のベストプラクティス

NSSOL(単体)の一般管理人員数



部門別一般管理人材比率 (%、対各部門人員数)



仮に金融・鉄鋼・産業ソリューションを流通プラットフォーム水準まで下げた場合は
64人の削減余地 (部門別に機能がある人員数269名のうち24%)

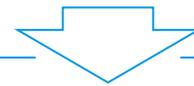
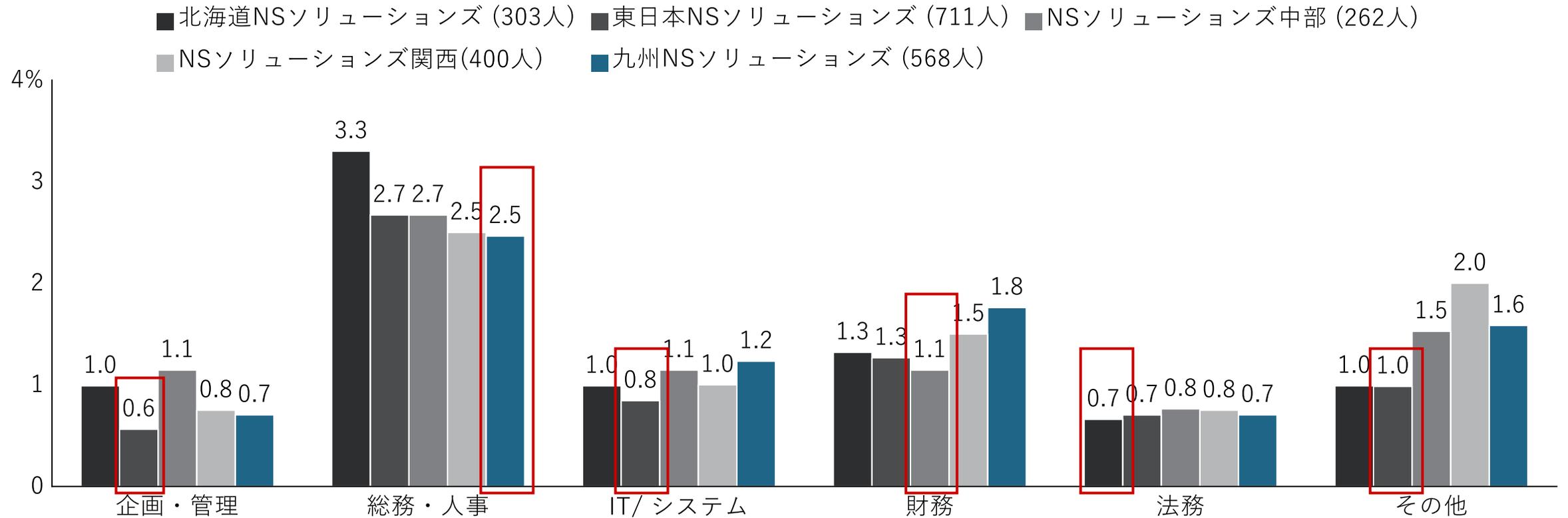
6 一般管理人員数・人件費適正化 | NSSOLの傘下子会社間の比較においても、従業員あたりの一般管理人員数には差異があり、適正化の余地は存在する可能性がある

アプローチ2B:社内ベンチマーク

子会社間比較

一般管理人員数比率（%、対全従業員数）

子会社間のベストプラクティス



NSSOL社内で最も低い子会社水準まで削減可能と想定した場合 52人の適正化余地が存在

6 一般管理人員数・人件費適正化 | 一般管理職の人員削減を通じて、NSSOLはベースケースで約19億円、アップサイドケースで約24億円のEBITDA増加を達成できると考える

財務インパクトおよび算出方法



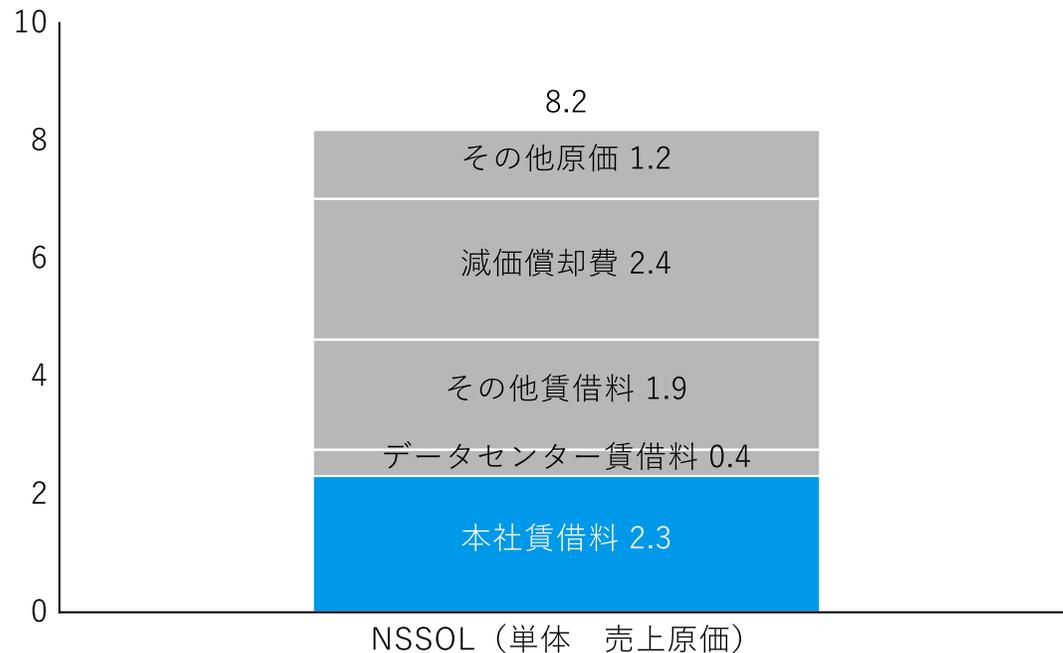
注: 最適化後の人員数は最も近い整数に切り上げて計算される。アプローチ1に基づく削減人員は、現在の親会社および子会社の各機能における人員比率に応じて割り当てられる。子会社における削減人員がアプローチ1に基づく数値よりもアプローチ2に基づく数値の方が大きい場合、アプローチ2の数値を適用する。出典: 第三者調査機関、市場関係者へのインタビュー、企業IR資料

7 その他コストの削減 | 「その他売上原価」の約2割を占める本社賃借料、および「その他販管費」においても削減余地は存在すると思料

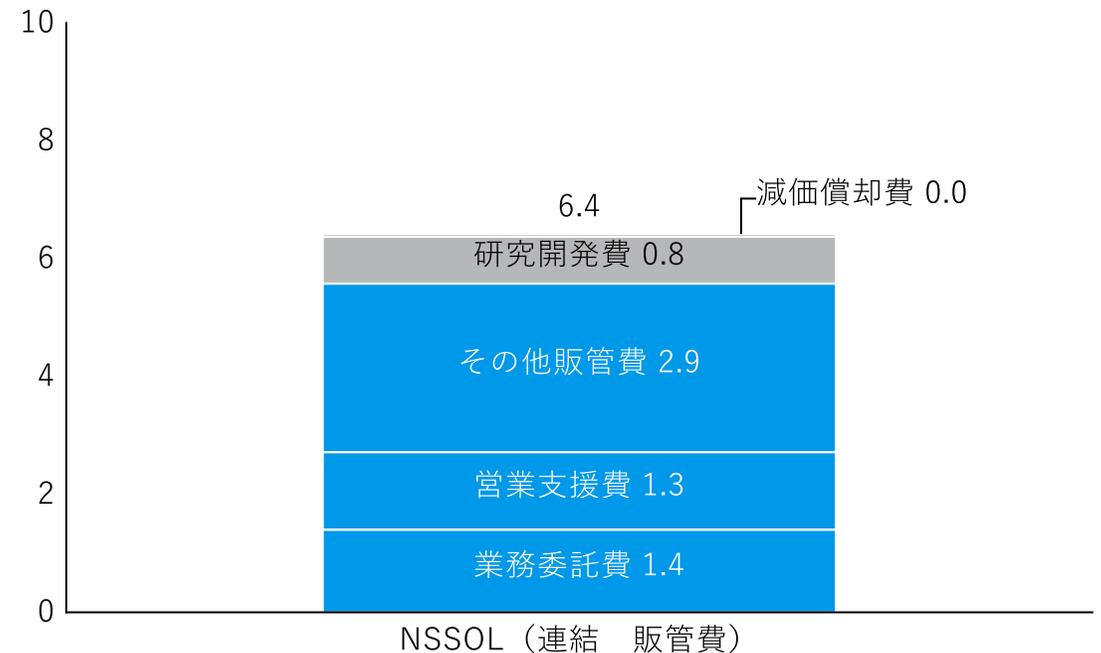
その他売上原価：人件費・仕入原価を除く原価のうち**本社賃借料**に削減余地あり

その他販管費：人件費以外の販管費の中では、研究開発費・減価償却費以外の**その他販管費**には削減機会がある可能性

その他原価（単体）が売上高（単体）に占める割合¹（%）



その他販管費（連結）が売上高（連結）に占める割合²（%）



■ 削減余地があるコスト費目

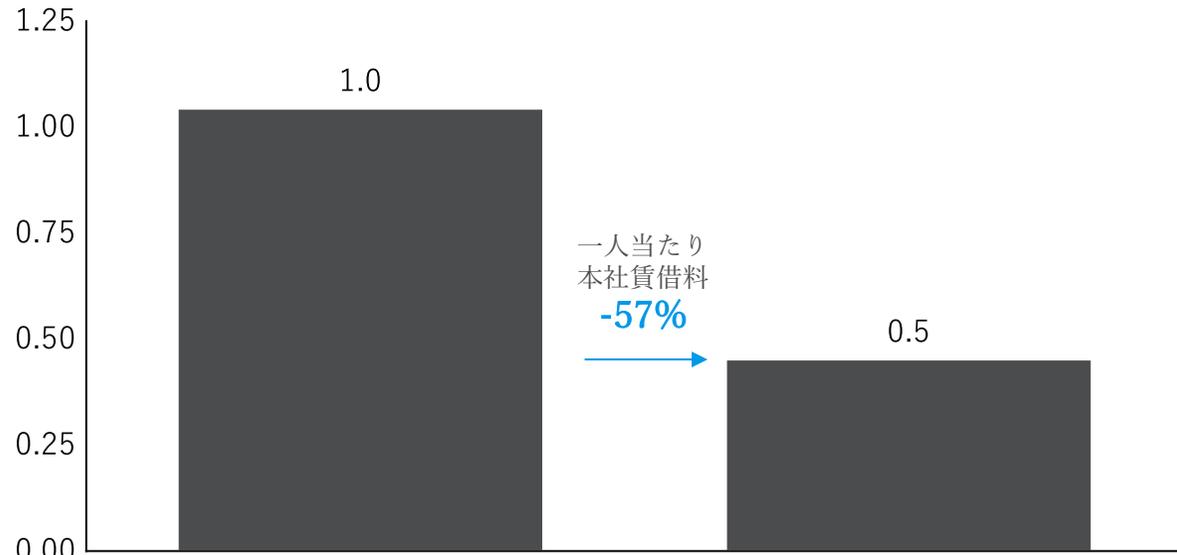
注: [1]その他原価は、売上原価から人件費、外注費、商品仕入れ相当を抜いた値; [2]その他販管費は、販管費から従業員給付費用を抜いた値
出典:企業IR

7 その他コストの削減—賃借料 | 仮にNSSOLの従業員一人当たり賃料が競合のSCSK水準まで下がった場合、削減余地は約57% (約21億円)となる

施策後は、競合のSCSKの1人当たり賃料まで下がる想定

- 施策による効果は、NSSOLの1人当たり賃料 (約104万円) が競合のSCSK水準 (約45万円) まで下がる想定 (約-57%)

1人当たり本社賃借料 (推計値、百万円)



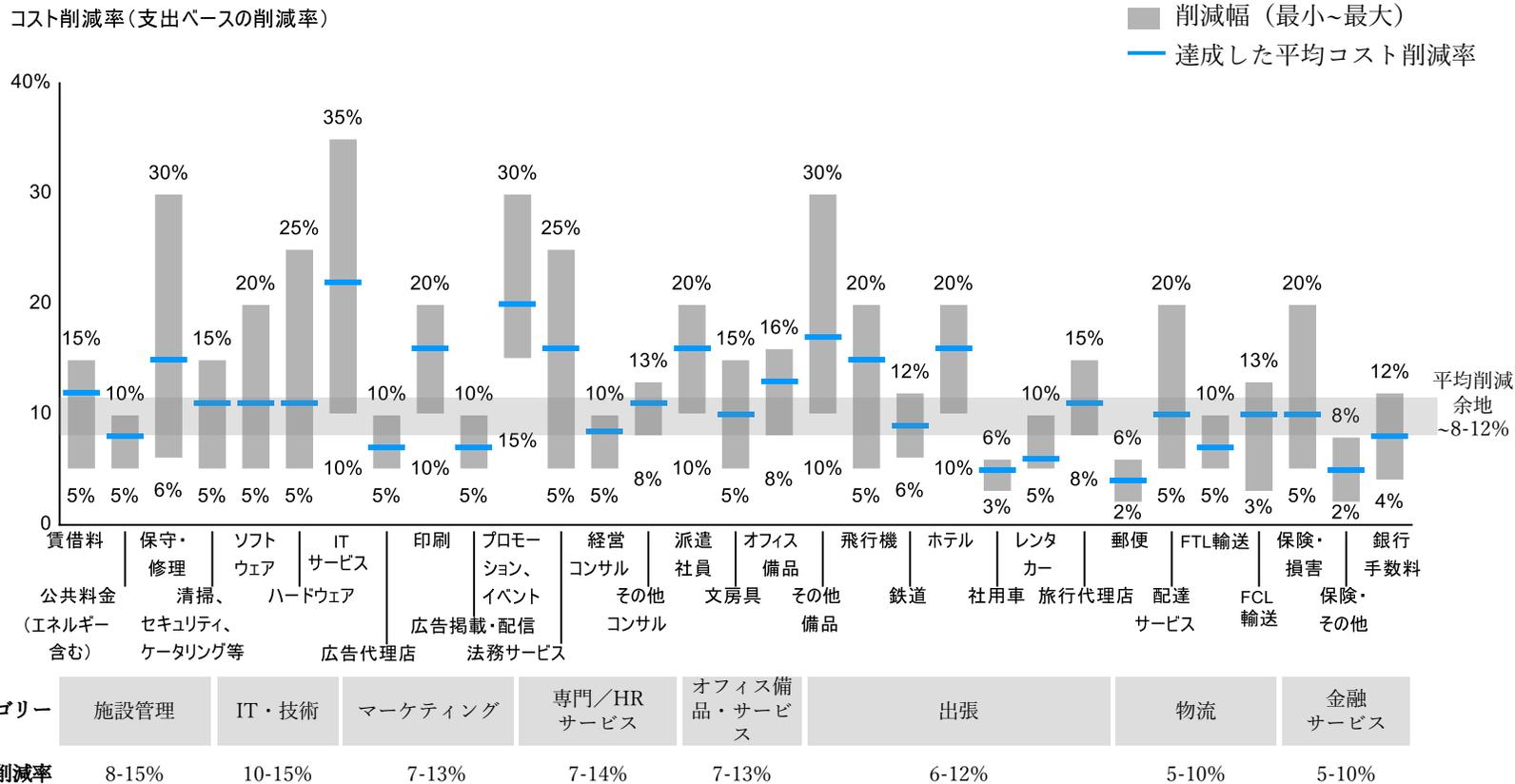
本社賃料 (百万円)	3,719	2,869
人数	3,563	6,348

1人当たり本社賃料の算出方法

	NSSOL		SCSK	
	虎ノ門ヒルズ ビジネス タワー	東京住友 ツインビル 東館	豊洲フロント	豊洲 フォレシア
賃料 (百万円)	29,444	18,000	14,626	
坪単価 (万円/坪)				
基準階面積(坪)	900	532	1,533	1,361
フロア数	7	12	8	3
	2,226		1,493	
	3,719		2,869	
本社人数 (人)	3,563		6,348	
1人当たり賃料 (百万円/人)	1.0		0.5	

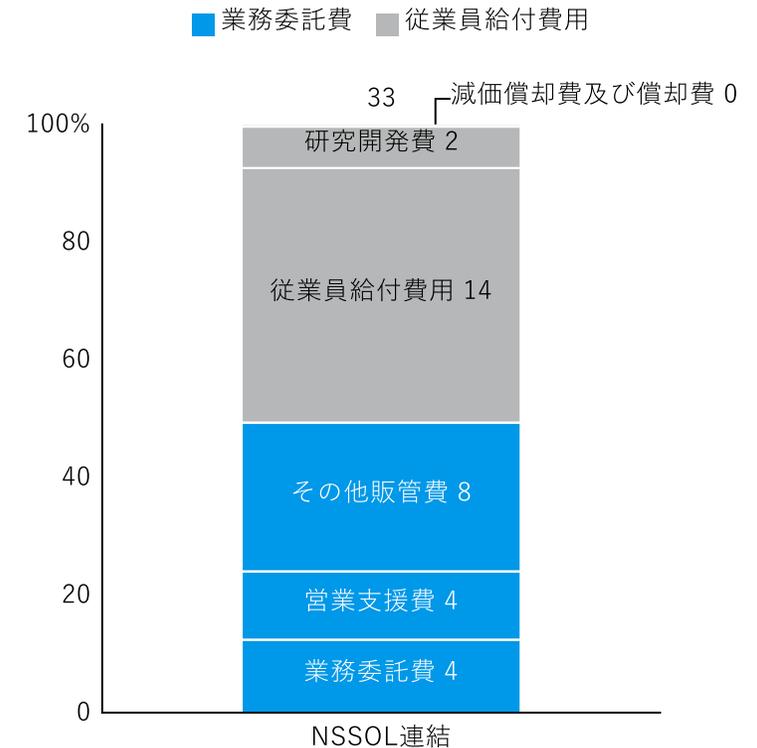
7 その他コストの削減—間接費 | その他間接費については、業界における過去のコスト削減事例をふまえると、8-12%の削減余地が存在する可能性がある

業界における間接費適正化プロジェクトにおける一般的な削減幅は8-12%



NSSOLの間接費~163億円に適用

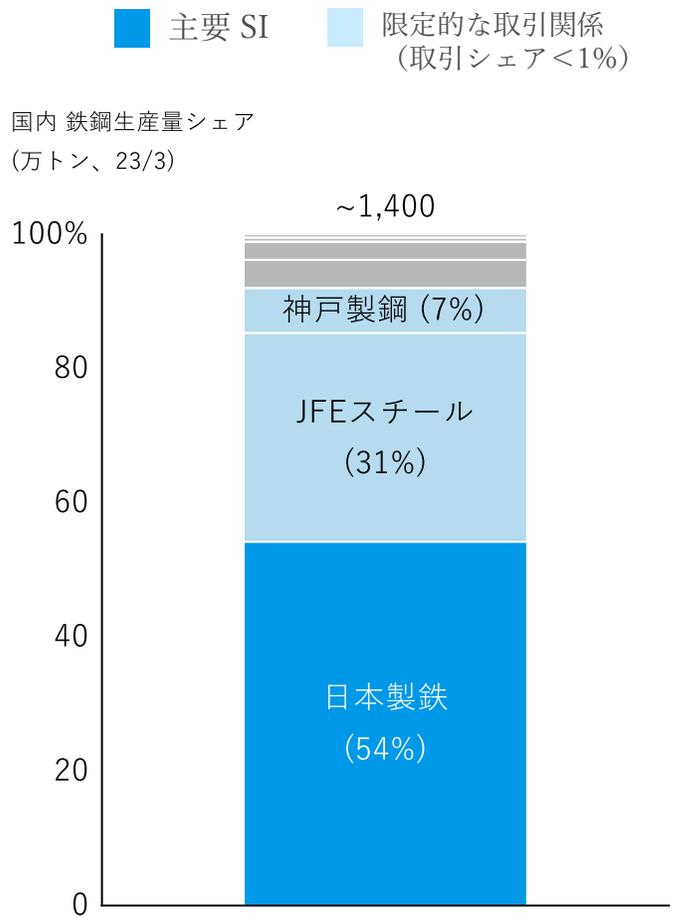
NSSOL連結の販管費内訳(FY23/3、十億円)



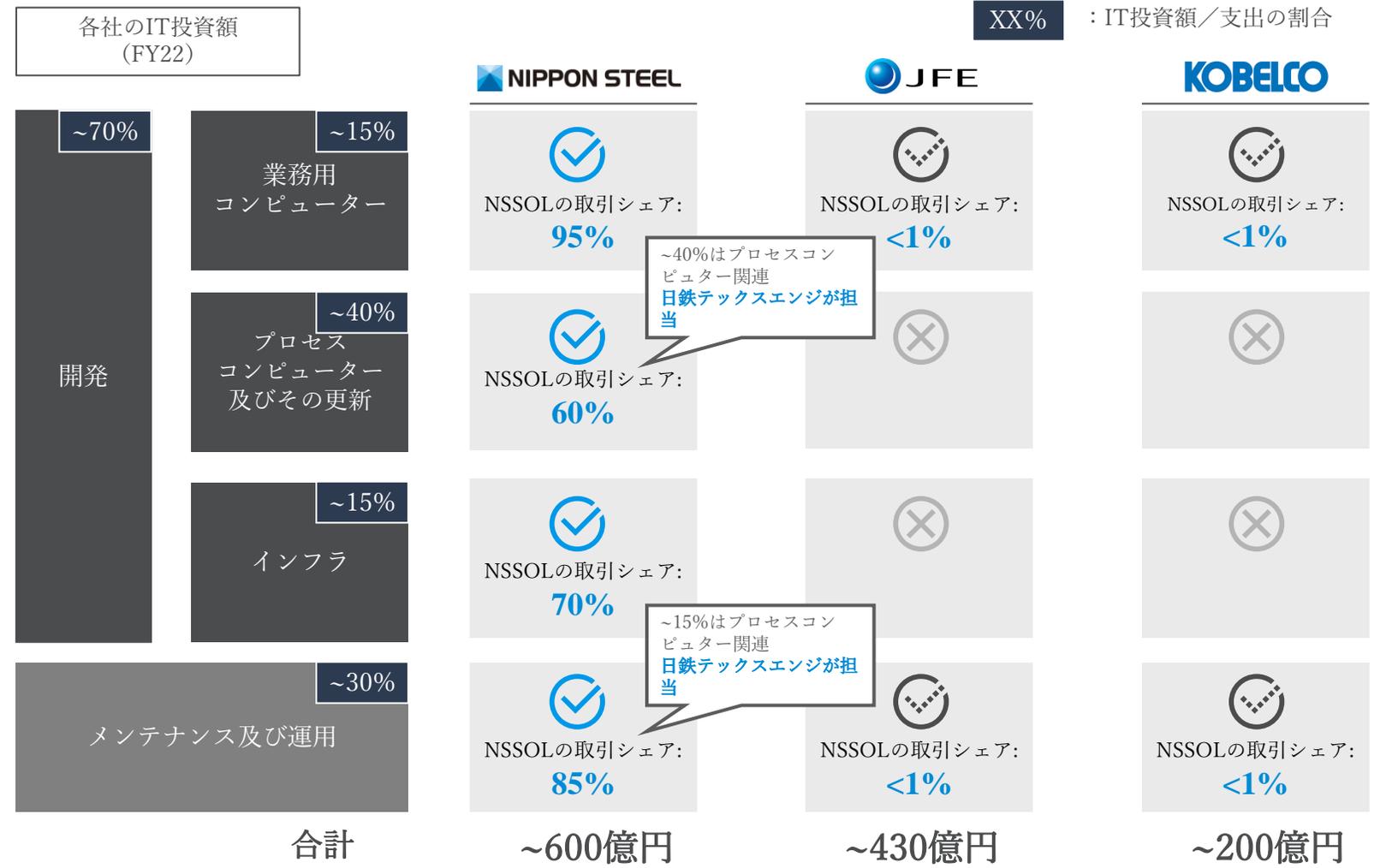
間接費の効率化による削減額は~13-20億円程度

注: 一般的な削減幅データのN=10~20
出典: 企業IR; グローバルコンサルティングファーム

NSSOLは日本製鉄の主要なSI



一方で、JFEやKOBELCOとの取引は限定的



注: 日本製鉄、JFEスチール、KOBELCOの3社の市場シェアは、市場参加者ベースで80%と定義。
出典: 企業IR、市場参加者へのインタビュー、参考資料調査

8 国内鉄鋼メーカーの顧客開拓 | 日本製鉄との関係に関する懸念の解消により、他の国内鉄鋼メーカーもNSSOLの基幹システムを採用する見込み

自社のSI子会社における人材不足により、鉄鋼メーカーは基幹システムの更新を積極的に外部委託

“JFEシステムズは近年、プロジェクトマネージャーの採用に注力しており、エンジニアが不足している。JFEスチールの全工場で基幹システムの更新を実施するためのリソースが不足しているため、**一部の業務を外部委託する必要がある。**”

非開示

“KOBELCOの各工場の基幹システム更新は、子会社（KOBELCO SYSTEMS）のリソースだけでは対応できないため、**外部委託せざるを得ない。**”

非開示

“2021年、仙台基幹システムのメインフレーム開放を計画した際、システム子会社の人員不足により、**外部SIであるTISを採用することを決定した。**”

非開示

外部委託先の候補は、NSSOLの日本製鉄との関係に関する懸念が解消されれば、NSSOLを優先的に採用

“例えば、NECや富士通は、工場で機械が停止した場合の保証や対策をほとんど提供せず、機械に故障が発生した際には、マニュアルに従って対応し、交換を行うのみである。一方、NSSOLは鉄鋼業界の専門家であり、技術的に機械の調整が可能のため、交換せずに対応できる。これにより、迅速な対応が可能となり、稼働率の低下を最小限に抑えることができる可能性が高い。鉄鋼メーカーの視点から見れば、**NSSOLは基幹システム更新の理想的なパートナーである。**”

非開示

“鉄鋼業界における専門知識とプロジェクト実績を踏まえると、富士通やNECといったTier 1と比較しても、**NSSOLは日本国内で圧倒的に強い。NSSOLの知見を活用できるのであれば、基幹システムの更新を支援してもらいたい。**”

非開示

“鉄鋼業界の基幹システム更新プロジェクトにおいて、NSSOLは富士通などよりも優位性を持っている。（もし日本製鉄から分離すれば）**当社もNSSOLにこうしたプロジェクトを委託できるだろう。**”

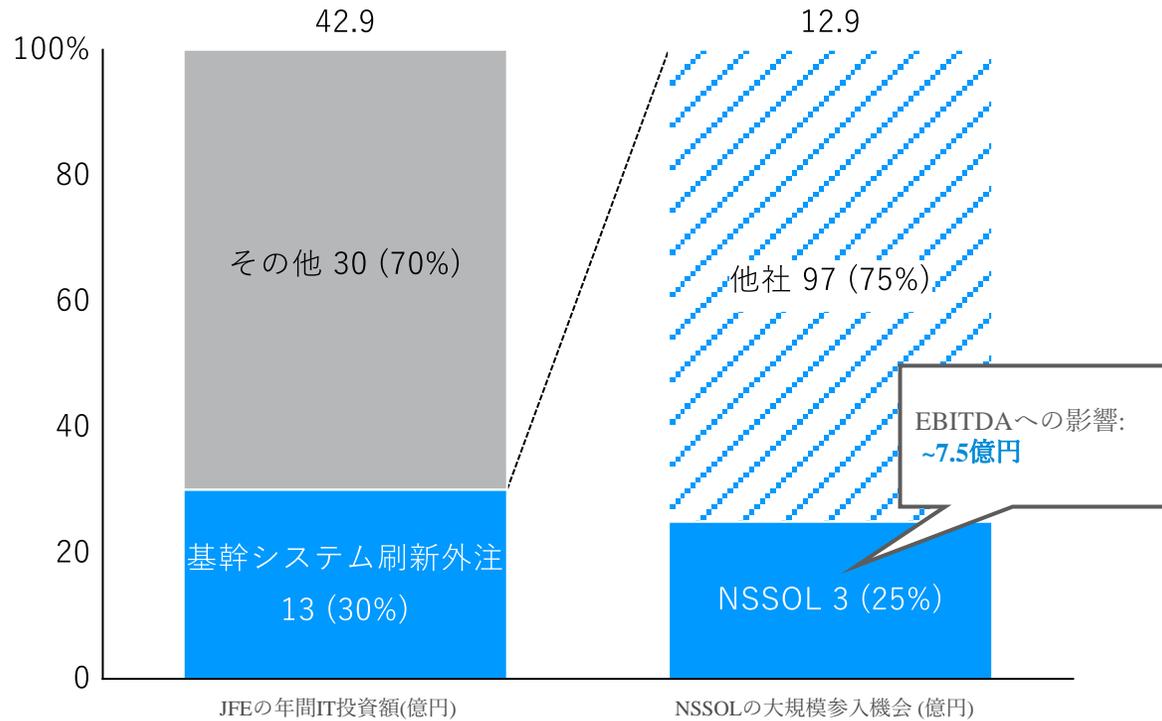
非開示

8 国内鉄鋼メーカーの顧客開拓 | JFE/KOBELCOの基幹システム更新プロジェクトに参加することで、売上は47億円、EBITDAは11億円に到達する可能性



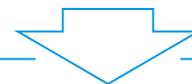
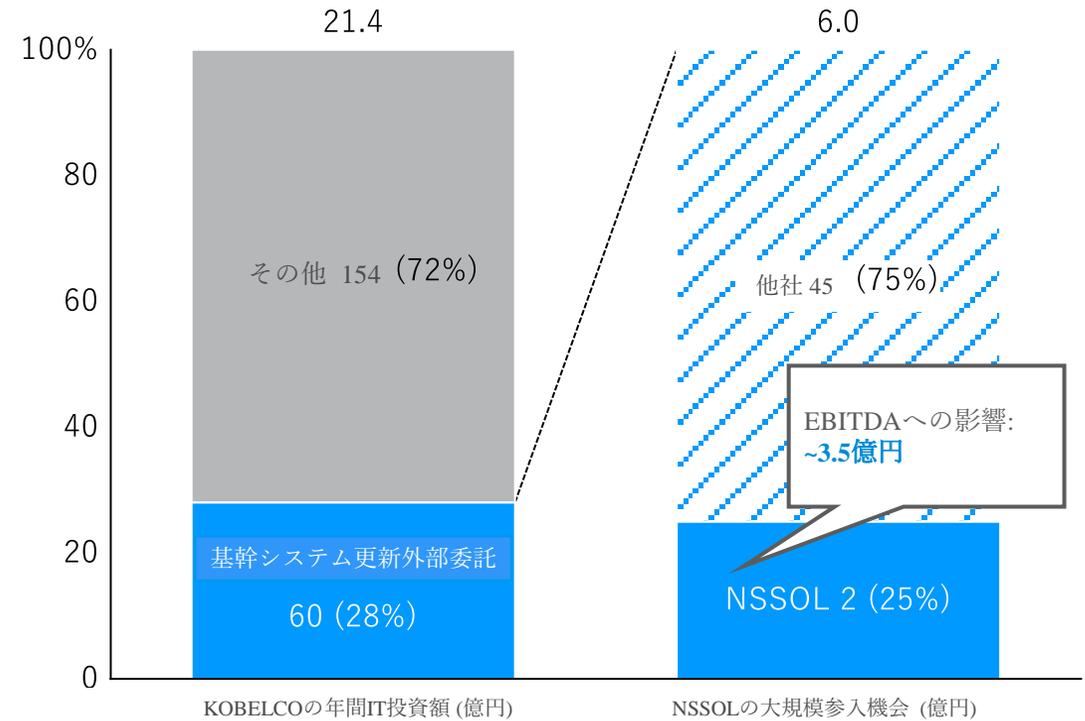
JFEスチール開拓による

NSSOLへの売上インパクト(十億円)



神戸製鋼開拓による

NSSOLへの売上インパクト(十億円)



国内鉄鋼メーカー顧客の開拓により、売上とEBITDAが大幅に増加

8 国内鉄鋼メーカーの顧客開拓 | NSSOLがJFEおよびKOBELCOとの関係を強化しても、日本製鉄との既存事業への影響は最小限にとどまると想定

業務用コンピューター

プロセスコンピューター及びその更新

インフラ

メンテナンス及び運用

NSSOLがJFEやKOBELCOとの事業関係を深めた場合、日本製鉄は情報漏洩リスク等を理由に、どの程度の事業シェアを他のSIへ移行すると考えられるか？（日本製鉄元社員へのインタビューに基づく）

0%

他のSIへ移行する事業シェアの割合

“日本製鉄がNSSOLに委託している鉄鋼関連サービスの中でも、圧延などの複雑な製造プロセスを管理する専用システムが他社に流出することは避けたい。しかし、NSSOL内でプロジェクト担当部門を分離することで、このリスクは軽減され、その結果、日本製鉄としても懸念は生じないだろう。”

非開示

0%

他のSIへ移行する事業シェアの割合

“プロセスコンピューターに使用される技術は汎用的なものであるため、NSSOLが競合顧客を開拓したとしても、日本製鉄は情報漏洩を懸念していない。”

非開示

0%

他のSIへ移行する事業シェアの割合

“インフラはサーバーやストレージなどの機器自体を扱うものであり、たとえNSSOLが他の鉄鋼メーカーのインフラ導入を担当したとしても、日本製鉄が懸念を抱くことはないと思う。”

非開示

0%

他のSIへ移行する事業シェアの割合

“たとえNSSOLが競合他社からのプロジェクトを受託したとしても、日本製鉄がシステムの保守・運用をNSSOL以外の企業に委託する可能性は極めて低い。”

非開示

9 海外鉄鋼メーカーの顧客開拓 | 歴史的に日本製鉄と協業してきた一部メーカーを除くと、「NSSOLと親会社の関係性の懸念から取引は難しい」との声がある

← NSSOLとその親会社の関係を懸念するグローバル鉄鋼メーカー →



“SIの親会社が他の鉄鋼メーカーである場合、**地域に関係なくそのSIへ業務を外部委託することはない。**競合他社への機密情報漏洩を避けるため、（アルセロール・ミッタルは）鉄鋼業界出身ではない情報システム担当者を採用している。”

非開示

“他のEU鉄鋼メーカーも競合他社へのデータ漏洩を懸念しているため、**システム開発プロジェクトは鉄鋼業界出身ではないSIに外部委託している。**”

非開示



“社内データの漏洩懸念があるため、**競合する鉄鋼メーカー系列のSIとは取引を行わない。**この方針は、同じアジア地域の競合である日本製鉄に対してはさらに強く適用される。”

非開示

“**生産計画データやその他の機密データが漏洩すれば、競合他社がそれを利用して、より有利な生産計画や価格設定を行う可能性がある。**”

非開示

← 日本製鉄と歴史的に協力関係にあるグローバル鉄鋼メーカー →



“2011年、日本製鉄とTATAは合弁会社を設立し、インドに自動車部品製造工場を建設した。両社は強固な関係を築いており、情報漏洩に関する問題は一切発生していないため、この取引はリスクとは見なされていない。**プロジェクトは親会社との関係を理由に拒否されることはない。**”

非開示

“親会社から独立できれば、NSSOLはより自由に活動できると考えられる。**おそらく、他のインドメーカーからの開発プロジェクトも獲得できる可能性がある。**”

非開示



“当社はIFEと共同でメキシコに自動車用鋼板工場を設立し、日本の鉄鋼メーカーとは長期的な関係を築いている。そのため、**NSSOLが日本製鉄の関連会社であることが悪影響を及ぼすことはない。**”

非開示

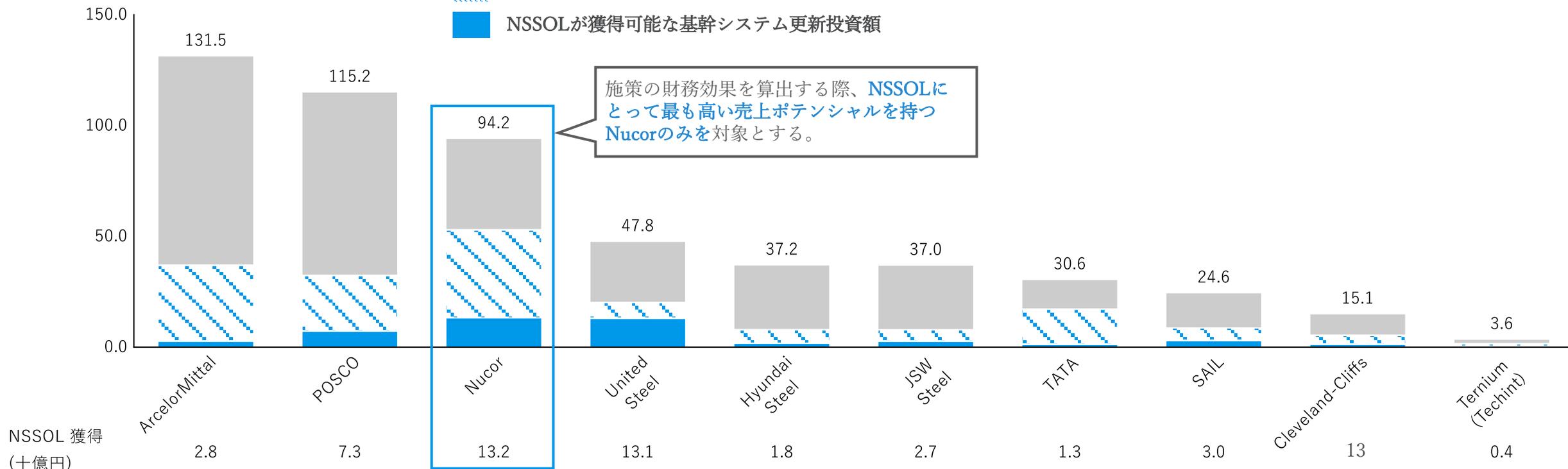
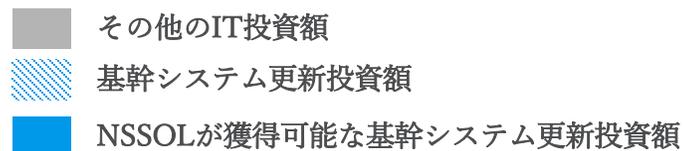
“他の米国鉄鋼メーカーも日本と長期的な関係を築いているため、**日本製鉄の子会社であるNSSOLと取引することに対する抵抗はほとんどない。**”

非開示

9 海外鉄鋼メーカーの顧客開拓 | 日本製鉄からの独立性を実現することで、NSSOLは海外鉄鋼メーカーのIT投資の20~25%を獲得できると想定。この結果、EBITDAは約22億円増加すると見込まれる

NSSOLが参入可能なグローバル鉄鋼メーカー

年間IT投資額 (2023年、トップ30、単位：十億円)



施策の財務効果を算出する際、NSSOLにとって最も高い売上ポテンシャルを持つNucorのみを対象とする。



NSSOLがNucorのITシステム更新支出の25%を獲得した場合、EBITDAは約22億円増加する見込み

注: 各鉄鋼メーカーの基幹システム更新投資比率およびNSSOLの受注率は、市場参加者へのインタビューに基づく
出典: OMDIA、市場参加者へのインタビュー

9 海外鉄鋼メーカーの顧客開拓 | NSSOLが海外の主要鉄鋼メーカーとの事業関係を強化しても、日本製鉄の既存事業への影響は大きくない

業務用コンピューター

プロセスコンピューター及びその更新

インフラ

メンテナンス及び運用

NSSOLがNucor、ArcelorMittal、US Steelなどの海外主要鉄鋼メーカーとの事業関係を深めた場合、情報漏洩リスク等を理由に他のSIへ移行する可能性のある事業シェアの割合はどの程度か？（日本製鉄元社員へのインタビューに基づく）

0%

他のSIへ移行する事業シェアの割合

“業務用コンピューターの分野では、日本製鉄のデータが漏洩するリスクがある。しかし、国内の競合鉄鋼メーカーの場合と同様に、NSSOLが厳格なNDAを締結し、プロジェクト担当部門を厳密に分離して対応すれば、日本製鉄として懸念することはない。”

非開示

0%

他のSIへ移行する事業シェアの割合

“国内メーカーの場合と同様に、プロセスコンピューターによる日本製鉄の情報漏洩リスクはほとんどない。そのため、NSSOLが海外の鉄鋼メーカーと取引を行っても、日本製鉄への影響はない”

非開示

0%

他のSIへ移行する事業シェアの割合

“インフラはサーバーなどの機器を扱うものであり、日本製鉄の情報を含まないため、情報漏洩リスクはほとんどない。したがって、NSSOLがこの分野で海外取引を行ったとしても、日本製鉄との取引シェアが減少する可能性は低い。”

非開示

0%

他のSIへ移行する事業シェアの割合

“NSSOLが海外の競合企業のプロジェクトを受託したとしても、そもそも工場システムの保守・運用を他のSIに移管することは技術的に困難である。”

非開示

Section 2: BSの改善（投資原資の最大化）

Section2: BSの改善（投資原資の最大化）

- NSSOLは、預け金及び現預金を中心に、非事業用資産を豊富に抱えている状況にあります
- また、事業用資産である運転資本にも合理化余地が存在すると思われれます
- 下記の通り、非事業用資産の見直しにより少なくとも1,711億円、事業用資産の見直しを加えることで更に133億円の投資原資創出が可能と思料します

非事業用資産の最適化：1,711億円創出

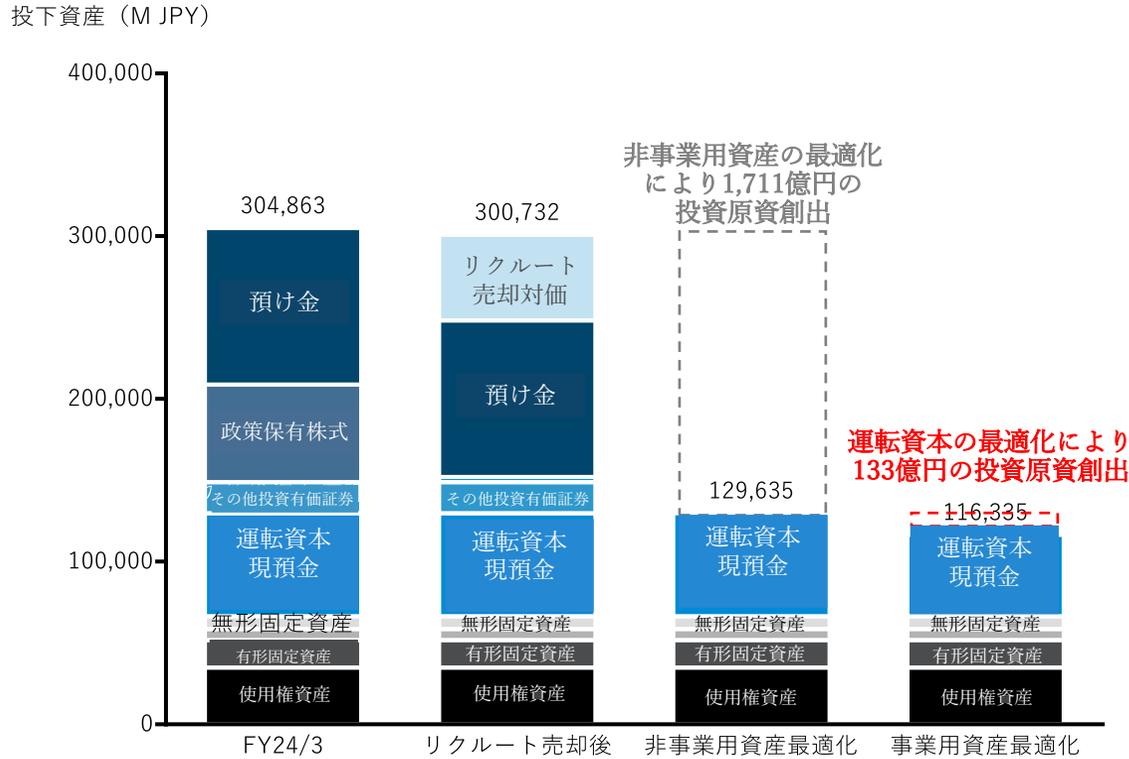
- **預け金: 961億円創出**
 - NSSOLとのIR面談に基づき、速やかに解消可能なものと想定し、全額を解消
- **政策保有株式（リクルート株）売却による獲得現預金＋残存する政策保有株式: 559億円創出**
 - 2024年9月に政策保有株式のほとんどを占めていたリクルート株式を売却済
 - 他の政策保有株式についても、事業上の影響はないと想定しすべて売却想定
- **その他有価証券: 191億円創出**
 - ハードルレートを下回る投資リターンしか挙げられていない投資先はすべて売却

事業用資産の最適化：133億円創出

- **運転資本: 133億円創出**
 - SCSK、TIS、BIPROGYの平均的な水準までCCCが改善する想定
 - 仮に、業界最高水準まで改善した場合、更なる投資原資の創出が可能

NSSOLは、非事業用資産と運転資本の最適化により投下資産を縮小し、約1,844億円の投資原資の創出が可能である

投下資産の変化



試算の前提

非事業用資産の最適化：1,711億円創出

預け金: 961億円創出 **A**

- NSSOLとのIR面談に基づき、速やかに解消可能なものと想定し、全額を解消
- 政策保有株式売却による獲得現預金+残存する政策保有株式: 559億円創出 **B**
 - 2024年9月に政策保有株式のほとんどを占めていたリクルート株式を売却済
 - 他の政策保有株式についても、事業上の影響はないと想定しすべて売却想定

その他有価証券: 191億円創出 **C**

- ハードルレートを下回る投資リターンしか挙げられていないと想定し、すべて売却

運転資本の最適化：133億円創出

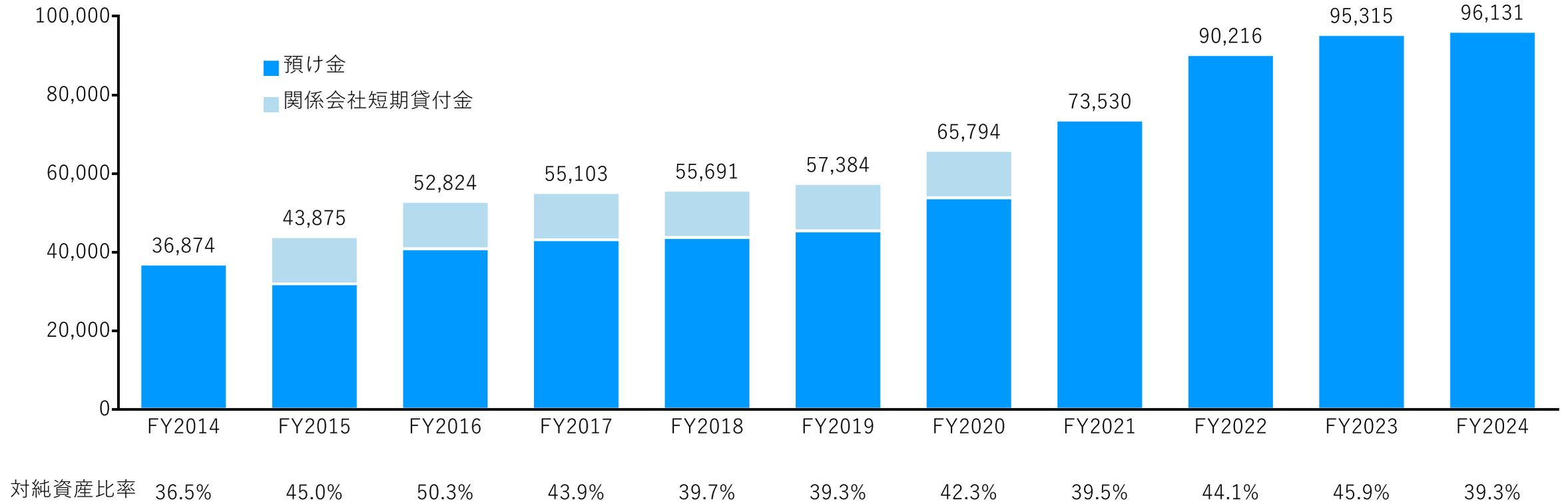
運転資本?: 133億円創出 **D**

- SCSK、TIS、BIPROGYの平均的な水準までCCCが改善する想定
- 仮に、業界最高水準まで改善した場合、更なる投資原資の創出が可能

A NSSOLは、純資産の4割にのぼる、約960億円の親会社への預け金を行っている

親会社への預け金は年々拡大しており、現在では純資産の4割にのぼる、961億円が預け金に回されている

貴社の預け金 (M JPY)



A NSSOLが行っている預け金の金利は0.2%と、明らかに資本コストを下回っている状況にあり、実質的に企業価値を毀損している

2024年3月期 有価証券報告書

当連結会計年度(自 2023年4月1日 至 2024年3月31日)

(単位:百万円)

種類	会社等の名称	関連当事者との関係の内容	取引金額	未決済残高
親会社	日本製鉄株	製品の販売等	62,509	15,274
		資金の預託・貸付	(資金の預入)80,100 (資金の戻入れ)79,500 (利息の受取)215	96,131
親会社の子会社	日鉄テックスエンジン株	株式の取得予定元	8,143	8,143

預け金からの
金利収入
(FY2024/3)

215 百万円

期中平均
預け金残高
(FY2024/3)

95,723 百万円

÷

=

預け金 利率

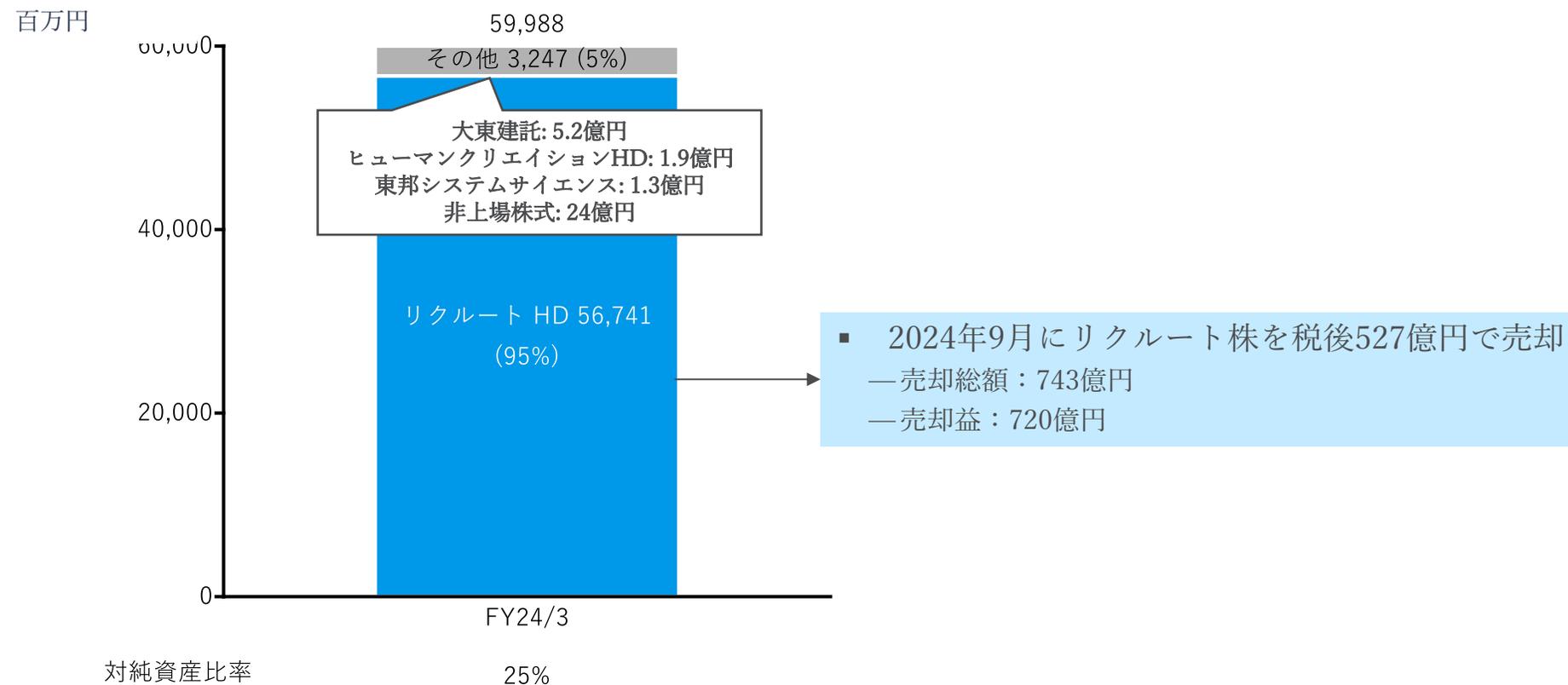
0.2%



NSSOLは、資本コストを大幅に下回っている親会社の預け金について、早急に解消を行うべきです

B FY24/3時点で、NSSOLはリクルートを中心とする多額の政策保有株式を保有していたが、24年9月にリクルート株は総額743億円、税後で527億円で売却した

政策保有株式（特定投資株式）の構成（FY24/3）

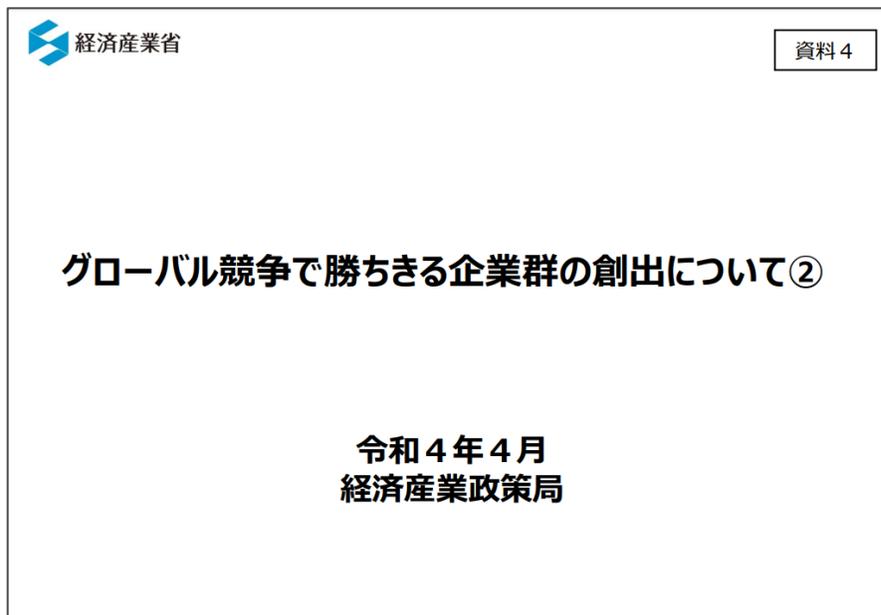


政策保有株式（リクルート株）売却による獲得現預金527億円と、残る政策保有株式32億円を合わせて559億円創出可能

B NSSOLの政策保有株式は、継続保有を正当化する明確かつ客観的な理由を示せない限り、売却すべきである

政策保有株式は、資本効率性を悪化させる要因として指摘されており、解消が求められている

“（企業経営改革：「価値創造経営」の推進）
特に、日本企業に特徴的と指摘される現金保有、**政策保有株**、高水準な内部留保は**資本効率性を悪化させることから、これらの状況の把握と解消に向けた取組を行う**”



保有の合理性が客観的かつ透明性をもって担保されていない限り、
上場会社として政策保有株式を保有すべきでない

“上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、[中略]毎年、取締役会で、**個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである**”

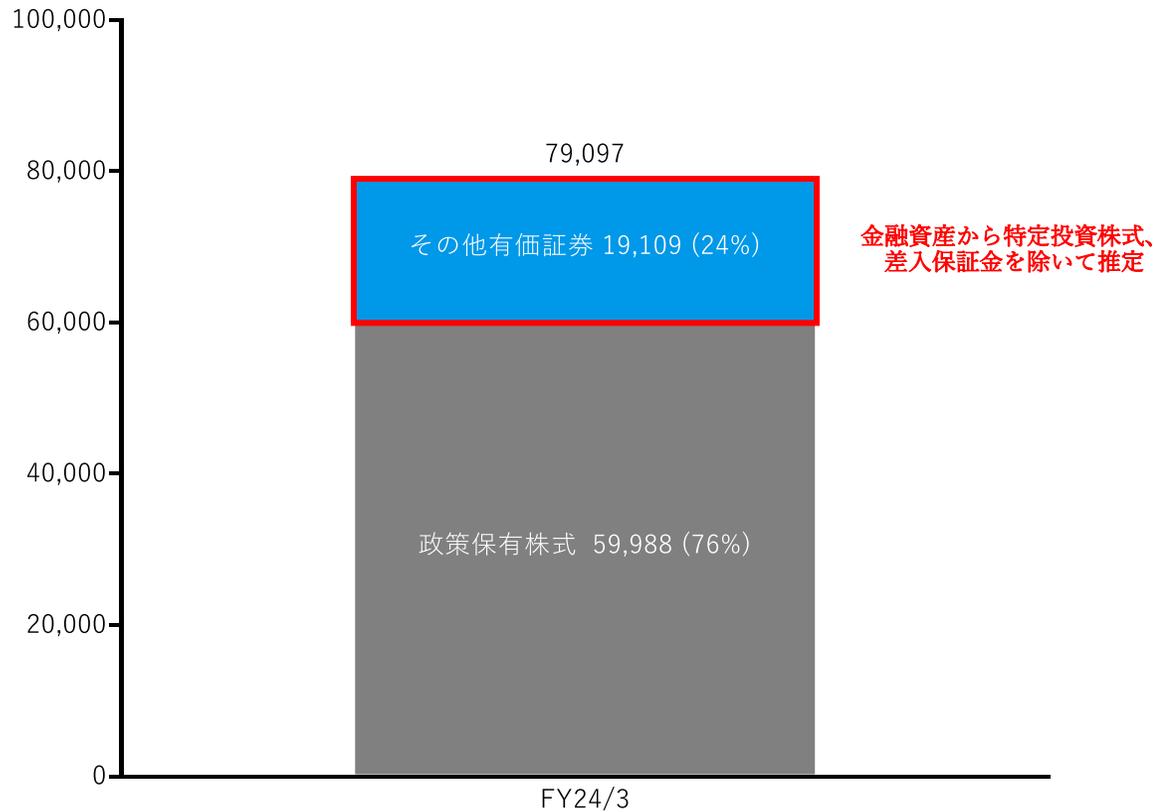


C 政策保有目的以外の投資有価証券190億円についても、資本コスト/ハードルレートを下回る投資リターンしかあげられていないものについて、売却を検討すべき

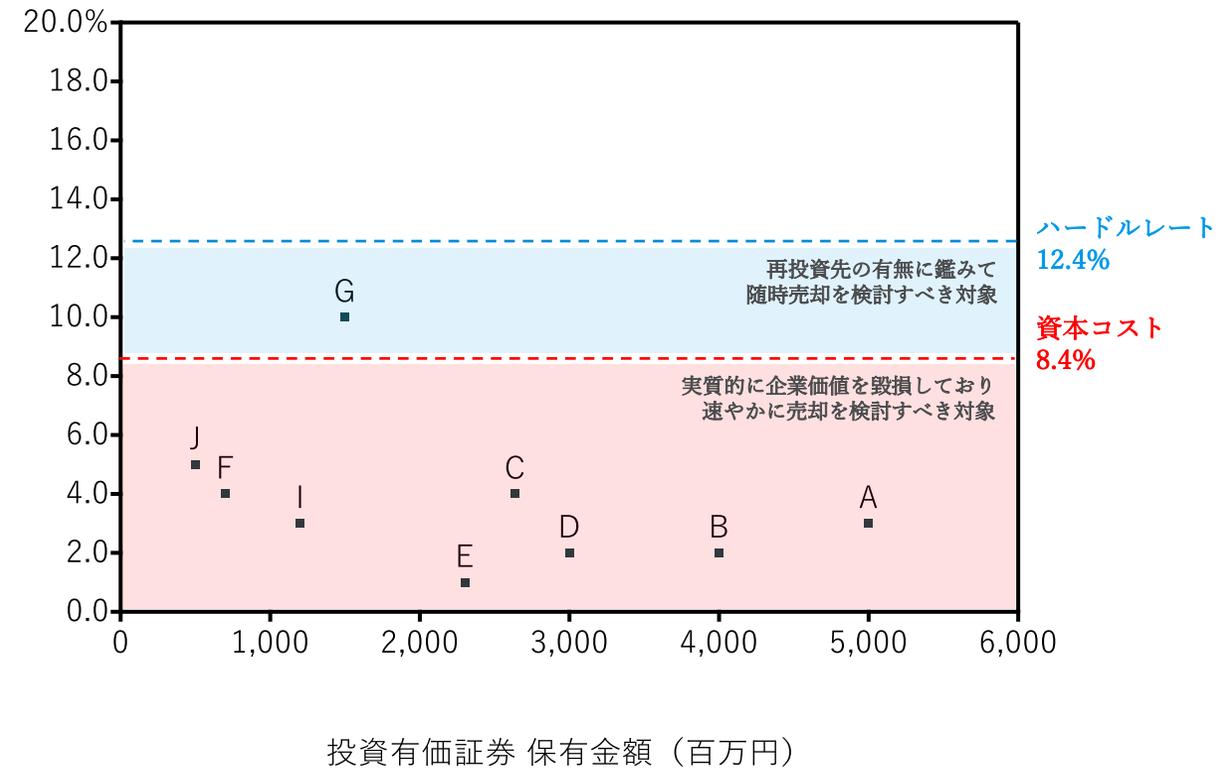
NSSOLは政策保有株式に加え、約190億円相当の投資有価証券を保有している

これらの投資有価証券は、資本コストおよびハードルレートに基づいて適宜売却を検討すべきである

投資有価証券の内訳（百万円）



投資リターン¹



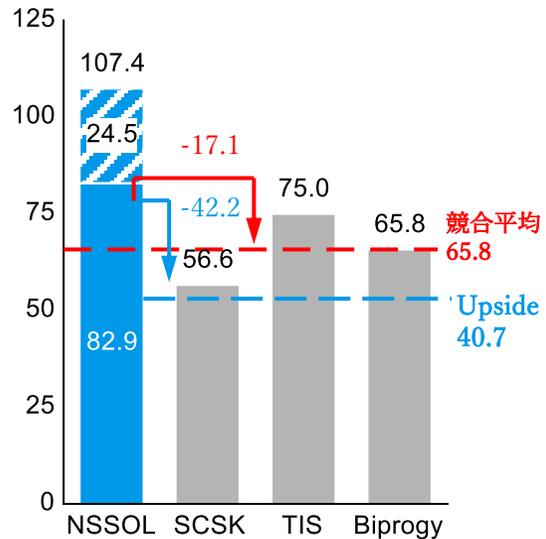
注: [1]株式を長期保有する前提の場合は、ROIC=税引後利益/投資簿価を使用する。長期保有しない前提の場合は、売却のタイミングと価格に基づいて算出したIRRを使用する。
出典: 有価証券報告書

D NSSOLのキャッシュコンバージョンサイクルは業界の競合他社よりも長い

会社提出版より時点をアップデート

CCC

キャッシュコンバージョンサイクル (CCC)
(日数、FY24/3)

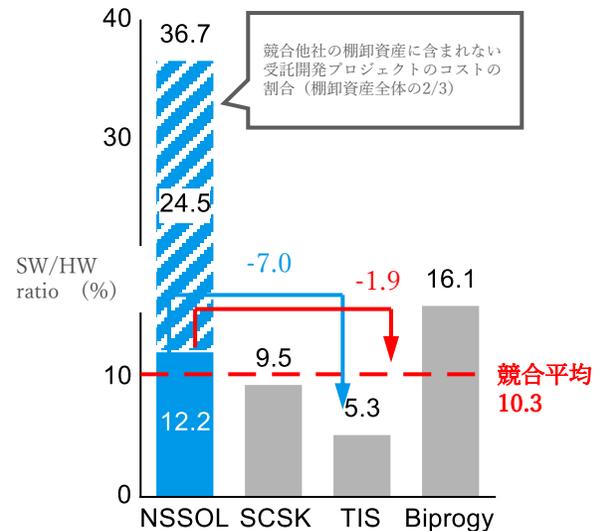


NSSOLは、ベースケースで133億円、アップサイドケースで313億円の運転資金削減を実現できると試算



棚卸資産回転日数

棚卸資産回転日数 (日数、FY24/3)

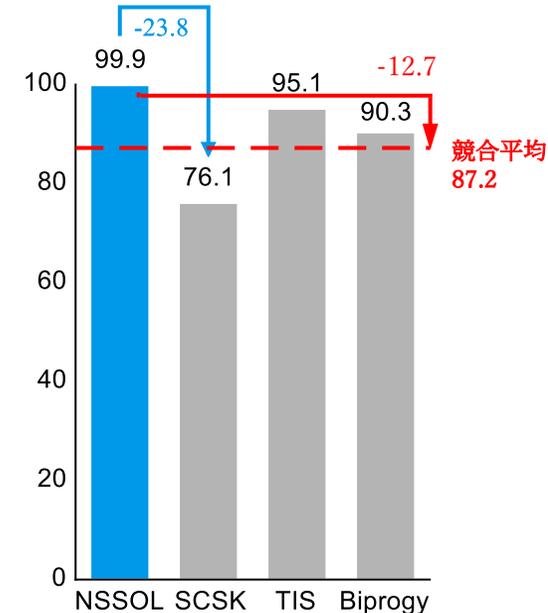


(十億円)	NSSOL	SCSK	TIS	Biprogy
原価	232	340	382	262
棚卸資産	23	9	6	12
SW/HW比率 (%)	20%	19%	14%	27%



売掛金回転日数

売掛金回転日数 (日数、FY24/3)

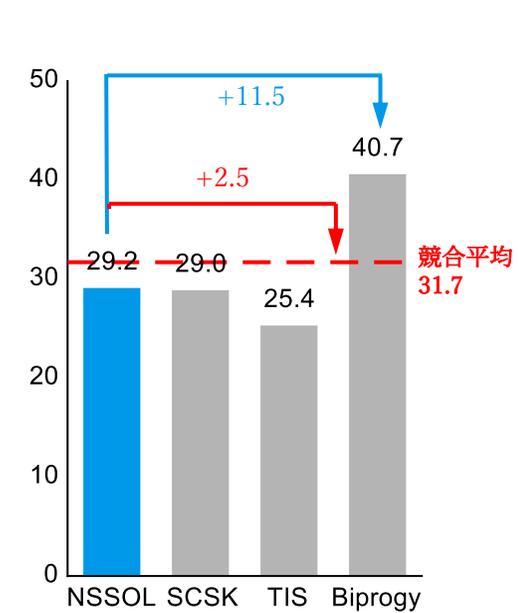


(十億円)	NSSOL	SCSK	TIS	Biprogy
売上	301	463	529	355
売掛金 ¹	82	97	138	88



買掛金回転日数

買掛金回転日数 (日数、FY24/3)



(十億円)	NSSOL	SCSK	TIS	Biprogy
仕入	232	340	382	262
買掛金 ¹	19	27	27	29

注:[1] 売掛金には受取手形および契約資産が含まれ、買掛金には支払手形が含まれる。
出典: 企業IR

D NSSOLのキャッシュコンバージョンサイクル（CCC）は業界の競合他社よりも長い
これは「鉄鋼・製造業顧客の商習慣」および「プロジェクト各フェーズでの回収未完了」に起因する

NSSOLのキャッシュコンバージョンサイクルが長い理由

鉄鋼・製造業顧客の商習慣

- 製造業、特に鉄鋼業（＝親会社）における売掛金の回収期間は、他業界と比べて数ヶ月長い
 - 原則として、他業界の顧客からの売掛金は、納品および/または受入検査後1か月以内に回収される
 - 一方、製造業または鉄鋼業（特に親会社）の顧客からの売掛金は、商習慣により、納品および/または受入検査後2～6か月後に回収されることが多い
 - NSSOLは鉄鋼業（親会社）および製造業の顧客の割合が大きいため、売掛金の回収期間が長い

“原則として、支払いは毎月末に行われますが、製造業の顧客からの売掛金は商習慣により2～3ヶ月後に回収されます。特に鉄鋼業の顧客の場合、6ヶ月かかることもあります。”

非開示

プロジェクト各フェーズでの回収未完了

- 競合他社とは異なり、NSSOLは各プロジェクトフェーズごとの売掛金回収を徹底していない
 - 競合他社はプロジェクトフェーズを小さなセグメントに分け、各フェーズごとに収益性を管理し、売掛金の回収にも積極的である
 - 一方、NSSOLはプロジェクト全体の収益性を管理しており、プロジェクト期間中に各セグメントごとの売掛金回収には積極的ではない

“競合他社は、プロジェクトフェーズを工事や保守などの小さなセグメントに分け、各フェーズごとに利益率を設定して収益性を管理している。一方、NSSOLはプロジェクトフェーズを細かく分けることなく、柔軟性を確保し、代わりにプロジェクト全体の利益率を検討している。その結果、売上は比較的緩やかに管理され、売掛金の回収が遅れる原因となっている。”

非開示

Section 3: 資本配分の改善（再投資による価値の最大化）

Section3: 資本配分の改善 (再投資による価値の最大化)

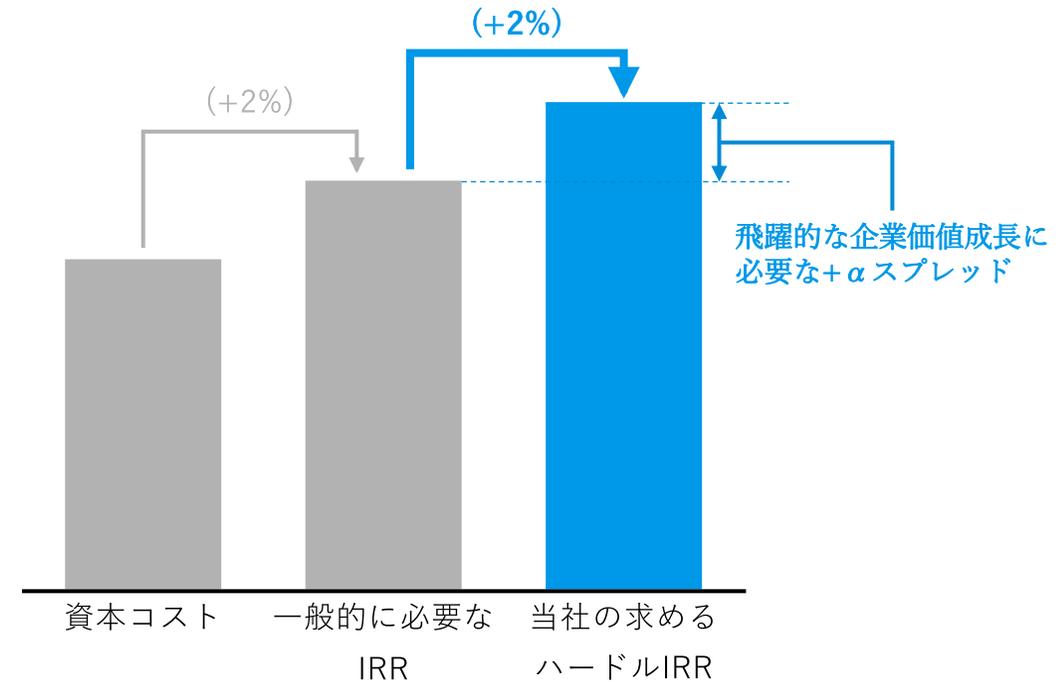
- 飛躍的な企業価値成長を実現する上では、資本コストを十分に上回るIRRでの再投資が必要不可欠です
 - 一般に、資本コストを下回る投資効率での投資は企業価値を毀損するため、再投資を実施するためには厳格なハードルレートの設定が必要
 - ハードルレートを設定する際には、資本コストにマージンを加えたものを設定すべきであり、飛躍的な価値創出を実現する上で必要なマージンは4%
 - NSSOLの資本コストは8.4%程度と想定され、マージンを加えたハードルレートは12.4%程度と考えられる
- 想定される再投資の方向性としては、下記の3つが想定されます
 - ① 既存領域での再投資：
 - ✓ 人材獲得/既存領域におけるソフトウェア開発といったR&D投資/既存領域の成長加速・ケイパビリティ獲得のためのM&Aなど
 - ② 新領域での再投資：
 - ✓ NSSOLは、競合と比べて“コア事業”であるSI以外の領域において多角化の余地が存在
 - ✓ 目指しうる新領域への多角化の方向性オプションは、ITコンサルティング領域、自社開発SW領域、アウトソーシング領域、海外と想定
 - ✓ 新領域における多角化の方向性の意思決定を行う上では、「どこで戦うか」「どのように勝つか」の二つの視点から定量的な分析を元に決定すべき
 - ③ 自己株式への再投資：
 - ✓ 市場評価が本質的な価値を下回っている場合、自己株式取得は一株当たりの本質的な価値を高める
- 再投資の実施において、厳格な投資規律を備えるうえで、専門性が担保された体制の整備が必要と考えております

企業価値の毀損を避けるだけでなく、持続的かつ複利的な企業価値成長を実現するために必要なハードル・レートは資本コスト+4%と考えております

一般に、価値創造を行うために必要なリターンは資本コスト+2%です¹

- 柳良平氏（早稲田大学客員教授）が多数の世界の投資家にヒアリングして、価値創造のエクイティスプレッドの水準は「概ね2%が要求されている」ことが判明しています
- 従って、柳氏は投資採択基準で「資本コスト+2%」つまりIRRスプレッド2%を基準として記述しています
- また、株式会社エーザイの投資基準は柳氏の財務担当役員期間の約10年で常にIRR+2%を現実に実務でも適用し、世界の投資家と対話して賛同を得ています

概ね、資本コスト+4%以上のIRRが、飛躍的な企業価値成長に向けたハードル・レートとして妥当な水準と考えます



NSSOLの資本コストは、約8.4%であると想定される

- 企業の資本コストの算出方法は複数あるが、**株主資本コストと負債コストを、資本構成により加重平均して算出**することが一般的

$$- WACC = \text{株主資本コスト} \times \underbrace{\left[\frac{\text{時価総額}}{\text{時価総額} + \text{Net debt}} \right]}_{\substack{\text{資本構成} \\ \text{(分子: 時価総額)}}} + \text{負債コスト} \times \underbrace{\left[\frac{\text{Net debt}}{\text{時価総額} + \text{Net debt}} \right]}_{\substack{\text{資本構成} \\ \text{(分子: Net debt)}}} \times (1 - \text{実効税率})$$

- しかし、NSSOLはネットキャッシュの状態であり、実質的に株主のみから資本を調達している状態と言え、**NSSOLにとっての資本コストは、株主資本コストと同義**
- 3つの算出法の平均に基づき、**NSSOLの株主資本コストは8.4%と想定され**、上記を踏まえると**資本コストも同様に8.4%と考えられる**
 - 株価基準: 9.9% (Appx P.73)
 - アンケート基準: 8.0% (Appx P.74)
 - CAPM基準: 7.4% (Appx P.75)



ハードルレートを12.4%に設定し、再投資を実施すべき

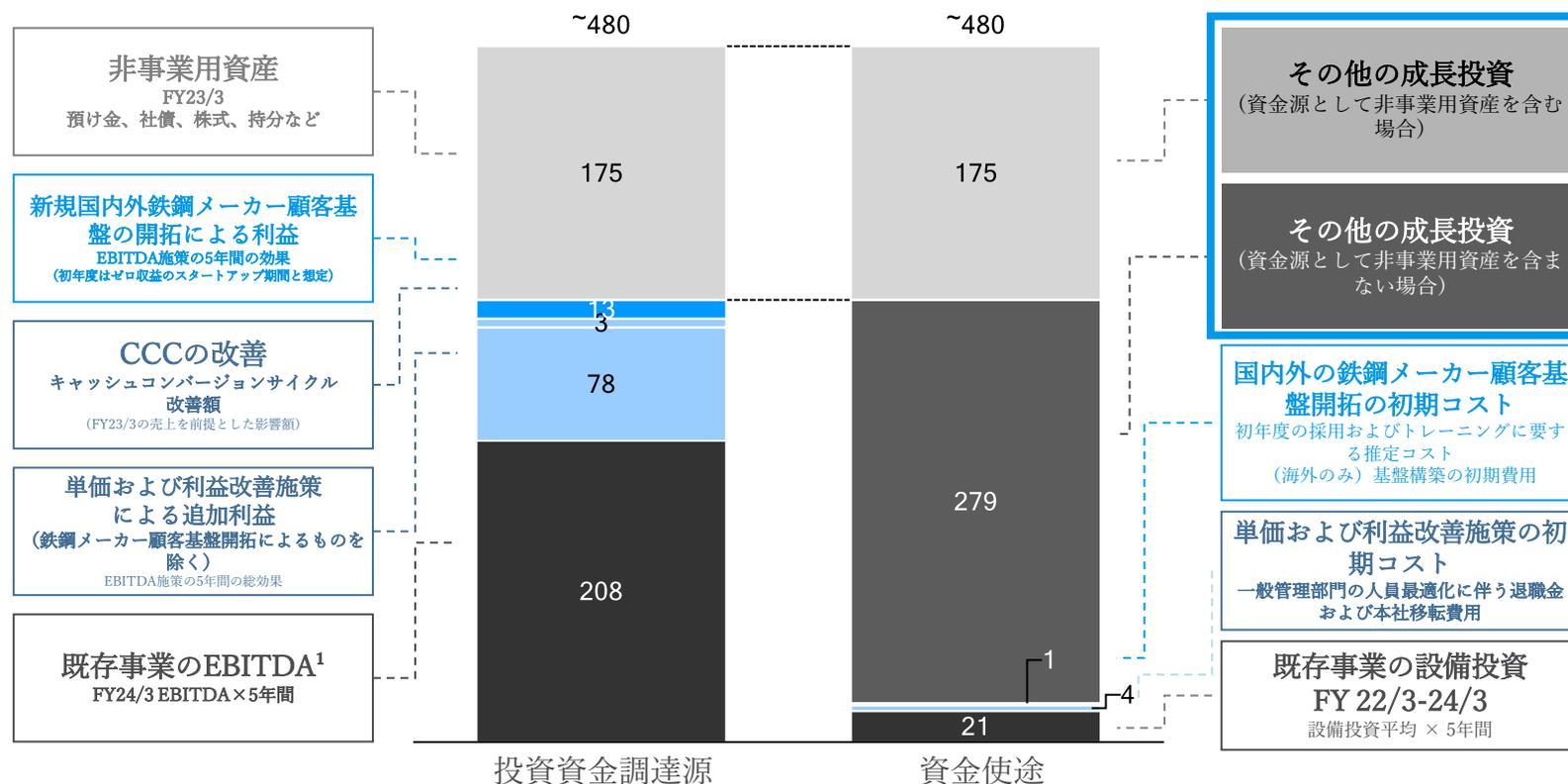
1 既存分野への投資：ハードルレート以上のIRR実現を前提に、既存領域での人材獲得・R&D投資・M&Aに再投資することが選択肢

3Dが提案する施策を実施し、利益およびキャッシュフローを改善することで、成長投資のための資金を調達する

得られた資金をIRRの高い成長投資に充当する

投資資金の調達源と用途（十億円）

利益への影響はベースケースの5年分に相当。各施策間のシナジー効果は暫定計算には含まれていない



既存分野における潜在的なターゲット:

- 売上拡大を目指した**案件創出への投資**
- 既存分野でのソフトウェア開発における**研究開発投資**
- 成長を加速し、既存分野の能力を獲得するための**M&A**

新規分野における潜在的なターゲット:

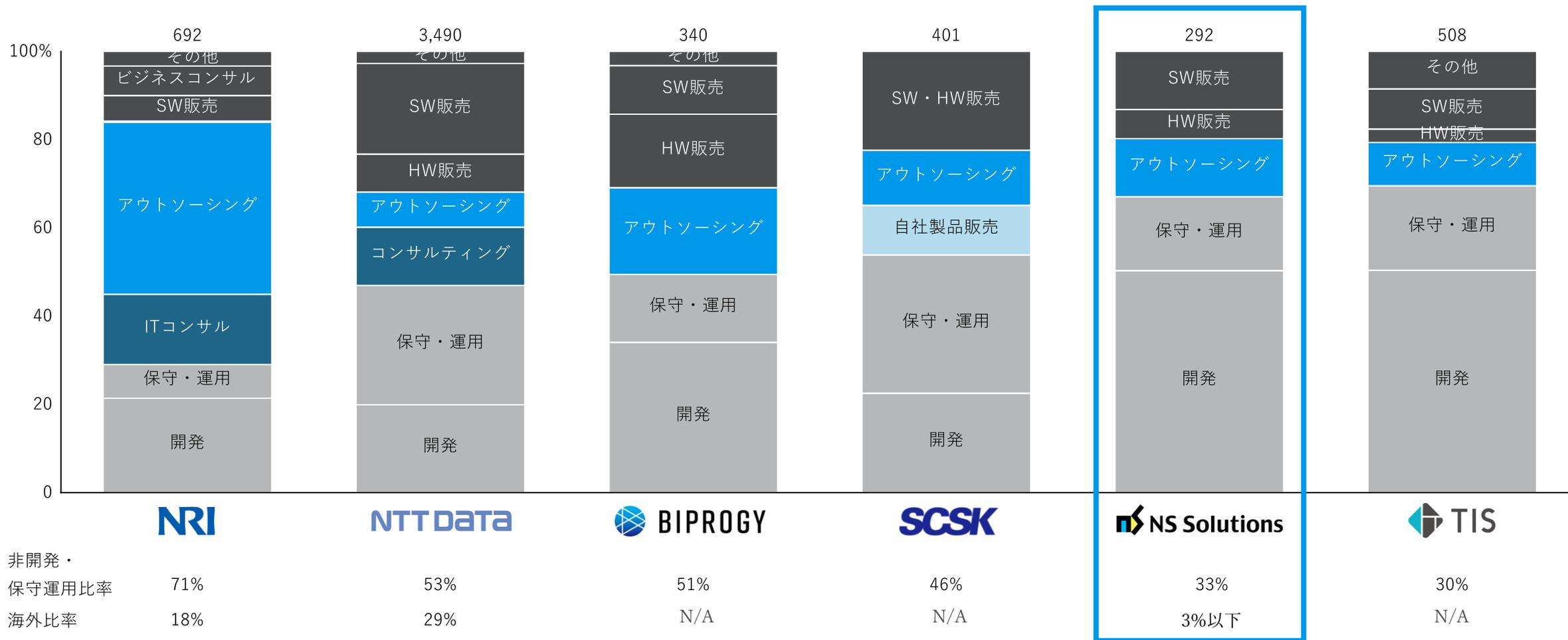
- ITコンサルティング
- 自社開発によるシェアウェア
- アウトソーシング
- 海外展開

出典: 企業IR、文献調査、市場参加者へのインタビュー

注: [1] 2024年3月期の営業利益は、IFRS適用前の2021年3月期の減価償却費6.61億円を加算して算出。

2 NSSOLはSI以外の分野で競合他社よりも多角化の余地がある

セグメント別売上高（22/3期、十億円）



2 NSSOLが製品・サービスの提供を多角化するための選択肢はいくつか考えられる

新領域の 主なオプション：		事業領域の拡大			市場の拡大
		ITコンサルティング	自社開発SW	アウトソーシング	海外展開
市場の 魅力度	市場規模 (2022)	0.4 兆円	3.0 兆円	2.8 兆円	-
	市場成長率 ('22-'27)	6%	9%	3%	-
	一般的な 粗利率	~30-40%	~20-40%	~20-30%	-
NSSOLの 競争優位性		High	Mid	Mid	Low / Mid
		“ITコンサルティングに必要なインダストリー知見、インフラストリーム知見を共を持つ為、現状のNSSOLの強みを生かしやすいのではないか”	“ソフトウェア開発の知見はあるが、カスタマイズに強みがあり、パッケージソフトウェアとして販売するような汎用的なソフトウェア開発の知見は他社より弱い印象”	“現状もカスタマイズを強みとしたアウトソーシングサービスを提供しているが、最近はクラウド技術に強みを持つ競合が増えており、成長に伸び悩んでいる”	“日本では、顧客の要望に柔軟に答える「作り込み」が重宝されるが、海外ではbest-in-class製品が好まれ、NSSOLの強さが発揮しにくい印象。また、言語に堪能な人材も不足”
		非開示	非開示	非開示	非開示

3 市場評価が本質的な価値を下回っている場合、自己株式取得は一株当たりの本質的な価値を高める

一株当たり株式価値

自己株式取得

- 市場評価が、本質的な価値を下回っている状況での自己株式取得は、一株当たりの本質的な株式価値を高める

本質的な価値 1,000億円	本質的な価値と市場評価の乖離 500億円	÷	発行済株式総数 1億株	=	本質的な株式価値/株 1,000円
	時価総額 500億円				株価 500円

↓ 100億円の自己株式取得 (500円, 2千万株)

本質的な価値 900億円	本質的な価値と市場評価の乖離 500億円	÷	発行済株式総数 8千万株	=	本質的な株式価値/株 1,125円
	時価総額 400億円				株価 500円

配当

- 配当前後において、一株当たりの本質的な価値は変化しない

本質的な価値 1,000億円	本質的な価値と市場評価の乖離 500億円	÷	発行済株式総数 1億株	=	本質的な株式価値/株 1,000円
	時価総額 500億円				株価 500円

↓ 100億円の配当

本質的な価値 900億円	本質的な価値と市場評価の乖離 500億円	÷	発行済株式総数 1億株	=	本質的な株式価値/株 1,000円 (900円 + 配当100円)
	時価総額 400億円				株価 400円 + 配当100円

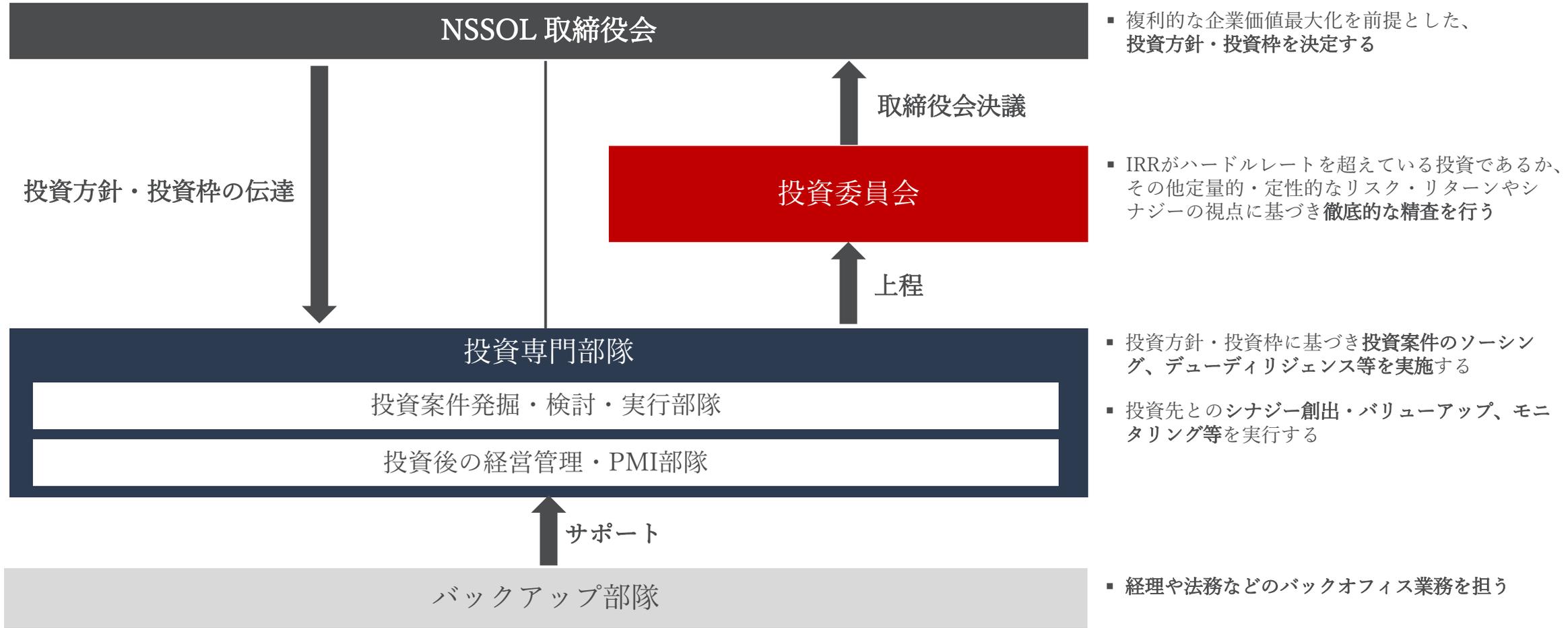
税制

- 自己株式取得について、みなし配当該当分のみが課税の対象となる

- 配当に対しては、配当全額が課税の対象となる

再投資の実施において、厳格な投資規律を備えるために必要な体制の整備が必要不可欠である

投資組織のイメージ



結論

- 日鉄ソリューションズ（以下、「NSSOL」）は、潜在的な成長性・収益性の逸失や、非効率なバランスシートといった多くの課題を抱えている

1 PLの改善余地（利益の最大化）

1. 親会社単価の見直し
2. 案件単価の見直し
3. 低採算案件からのリソースシフト
4. 既存外注先への外注単価の適正化
5. 外注に占めるオフショア比率拡大
6. 一般管理人員数・人件費の適正化
7. その他コストの削減
8. 国内鉄鋼メーカーの開拓
9. 海外鉄鋼メーカーの開拓

— これらの改善施策により、約190億円(FY25/3 値上げ効果控除後167億円¹⁾)の利益向上が見込まれる

2 BSの改善余地（投資原資の最大化）

1. 資本コストを下回る預け金の解消
2. 政策保有株式の売却+リクルート株式売却対価の活用
3. 資本コストを下回るその他の有価証券の売却
4. キャッシュコンバージョンサイクル（CCC）の改善

— これらの改善施策により、約1,844億円の投資資金が創出される

3 資本配分の改善余地（再投資による価値の最大化）

- 既存領域での人材獲得・R&D・M&Aへの再投資
- 新領域への進出・拡大に向けた再投資
- 自己株式への再投資

- これらの問題の真因は、NSSOLが親会社である日本製鉄からの独立性を欠いていることによる、ガバナンス不全にある

- 取締役の内、日本製鉄出身の取締役（日本製鉄の現執行役員を含む）が多くを占めており支配的となっている
- NSSOLの純資産の40%にあたる預け金が、資本コストを下回る0.2%の金利で親会社に行われており、NSSOLの企業価値および少数株主の利益を毀損している
- 日本製鉄向けのサービスが、あるべき収益性（市場水準以上の収益性）を下回っており、NSSOLの潜在的に実現可能な収益性が実現されていない
- 実際に、議決権行使助言会社 ISSおよびGlass Lewisは、NSSOLのガバナンス体制の不備を指摘している

- NSSOLのガバナンス体制の不備は、同社の企業価値・株主価値を最大化する経営がなされない状況をもたらし、課題の放置を引き起こしている

NSSOLは、親会社との間で完全な独立性を確保し、ガバナンスの整備を通じた株主価値・企業価値の最大化を実現すべき

注: [1] 会社が既に取り組んでいる値上げ施策効果を控除; 「FY25/3 3Qまでの付加価値OP他における粗利改善額17億円」×「FY25/3における売上総利益改善額(賞与引当差除く)38億円」÷「FY25/3 3Qまでの粗利改善額31億円」= 年間の値上げ影響における粗利改善幅 21億円を控除している

Appendix

NSSOLが株主から求められる資本コストの推定：株価基準 株価を基準にして算出したNSSOLの株主資本コストは9.9%である

- NSSOLの株価が、将来のEPSの現在価値であるとの前提に立つと、下記記載のような公式で表現することが可能であり、NSSOLのPER及び成長率から、資本市場が認識するNSSOLの株主資本コストを推定できます
- 24年5月末時点におけるNSSOLのPERは19.0xです。成長率を4.7%¹とした場合、資本市場が認識するNSSOLの株主資本コスト9.9%であると言えます

公式

$$\begin{aligned} \text{株価} &= \frac{EPS}{r-g} \quad \rightarrow \quad PER = \frac{1}{r-g} \\ r &= \frac{1}{PER} + g \\ g &= r - \frac{1}{PER} \end{aligned}$$

PER：23年7月末の株価に対する、24年3月末時点における市場コンセンサスEPSの比率を基に算出

r：個別企業についての株主資本コスト

g：市場成長率等を参考に算出する成長率

※クリーンサープラス関係と定常状態を仮定

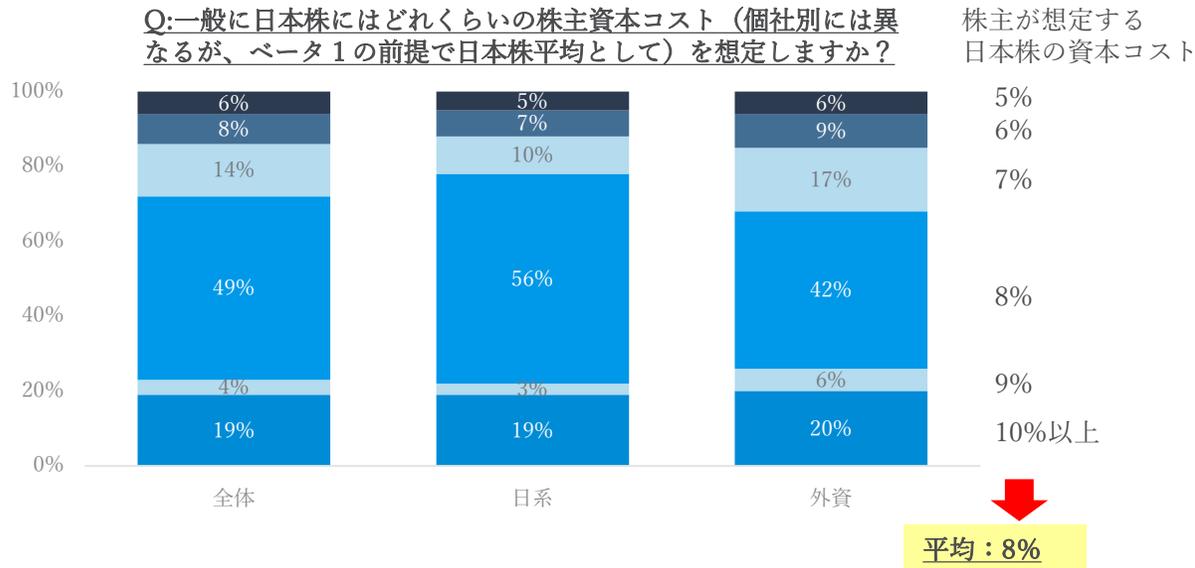
注: [1]成長率はFY15/3-FY24/3における売上CAGRを参照

NSSOLが株主から求められる資本コストの推定：アンケート基準

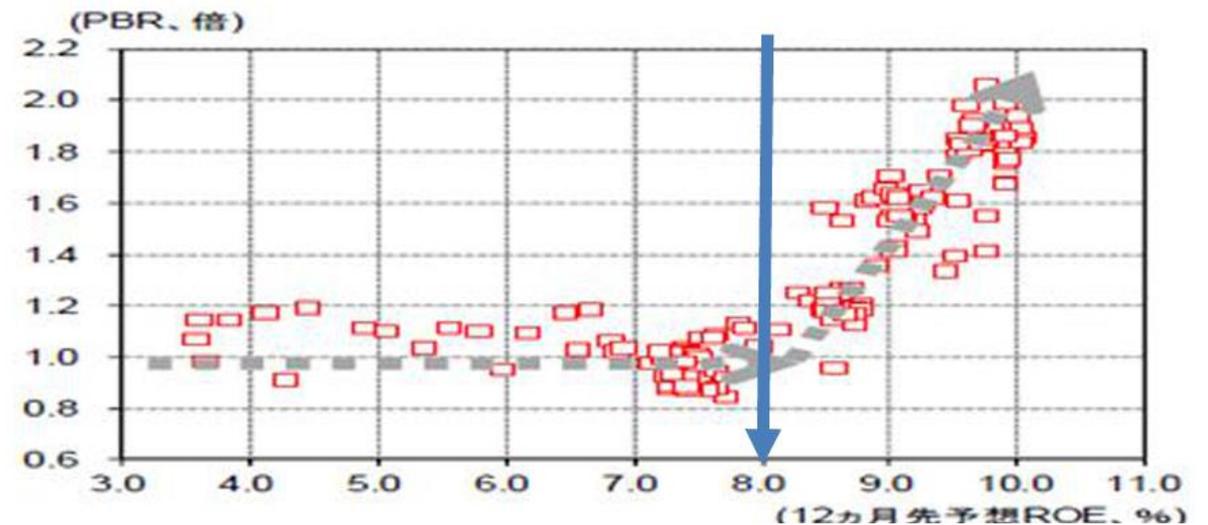
投資家アンケートから推測されるNSSOLの株主資本コストは8.0%である

- 144の投資家を対象に2020年に行われたアンケート調査によると、投資家が日本株で想定する資本コストは平均して8%
- NSSOLについても、NSSOLの β が0.95であること(Appx Pg190)、市場全体の β は1.0に収束すると考えるBloomの原則を考慮して、株主がNSSOLに要求する資本コストは、投資家が日本株に求めている資本コスト8.0%と同程度と考えられる
- それだけでなく、グローバルな投資家から認められる最低水準のROEが8%であると指摘されていることから、グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えたプライム市場²を選択したNSSOLにとって、株主から求められる資本コストは最低でも8.0%であると想定すべき
 - “個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん、それはあくまでも「最低限」であり、8%を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである”³

一般に投資家が日本株で想定する資本コスト¹



実際に、ROEが8%を上回ると企業は株主資本以上で投資家に評価される傾向にあることから、8%は資本コストの基準値となり得る



【出典】資本コストの理論と実践 (注) TOPIXの2004予想はI/B/E年以降の12ヶ月先予想コンセンサス(201415 ROE年度はとPBRをプロット。

NSSOLが株主から求められる資本コストの推定：CAPM基準 CAPMを基準にしたNSSOLの株主資本コストは7.4%である

$$\text{株主資本コスト} = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

変数	3D
r_f リスクフリーレート	10年日本国債の過去10年平均利回り※24年5月末時点 ▪ 0.187%
β ベータ	過去5年間の、TOPIXに対するNSSOLの β ※24年5月末時点 ▪ 0.95
$r_m - r_f$ マーケット リスクプレミアム	ヒストリカル法、インプライド法、サーベイ法を用いて算出したマーケットリスクプレミアムを総合的に考慮して推定 ▪ $r_m - r_f = 7.7\%$
r_e 株主資本コスト	<u>7.4%</u>

NSSOLが株主から求められる資本コストの推定：CAPM基準 リスクフリーレート(rf)の前提

- リスクフリーレートは、市場金利で決まる「不確実性のない利回り」を指しており、一般的に国債の最終利回りが用いられることが多い
- 株主価値など企業価値評価の場合は、評価対象の企業はゴーイングコンサーンを前提としているため、償還期限の長い長期国債利回りを用いることが一般的であり、日本では一般的に10年国債がリスクフリーレートの計算に用いられる
- 10年国債を用いたリスクフリーレートの算出には、主に下記のような考え方が存在する

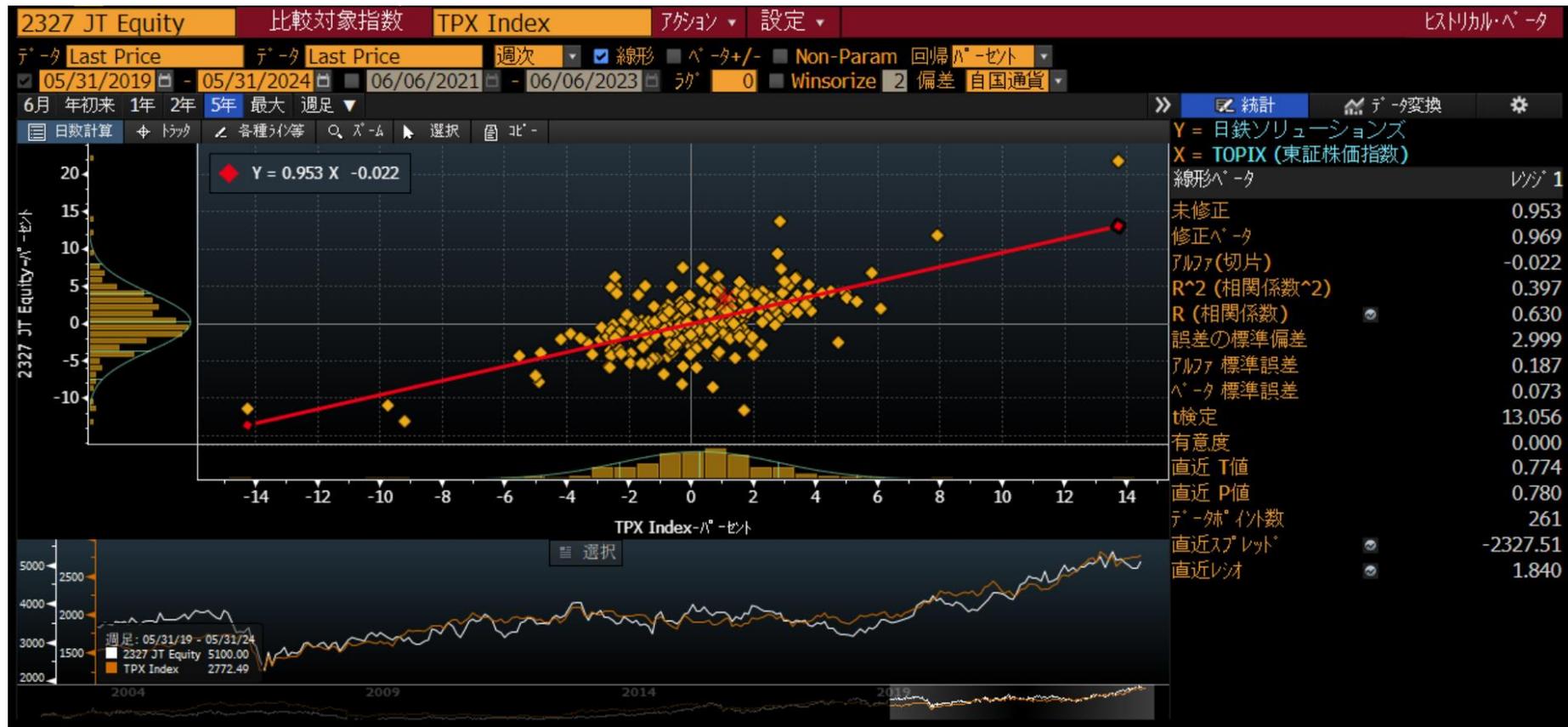
算出方法	採用数値	根拠
評価時点における市場利回りを用いる手法	<ul style="list-style-type: none"> ■ 1.08% 24年5月末時点	投資を判断する評価時点において期待できる無リスクリターンを採用すべき <ul style="list-style-type: none"> ■ “リスクフリーレートは評価時点における将来推計値なので、評価時点より以前の過去の平均利回りではなく、評価時点での最終利回りをを用いるべきである”¹
評価時点を起点とした、過去10年間の平均10年国債利回り	<ul style="list-style-type: none"> ■ 0.187% 24年5末起点	長期的な投資を前提に、一時的な政策等の影響を緩和する形で、評価時点ではなくて評価時点から遡った平均値を採用すべき <ul style="list-style-type: none"> ■ “直近5年間に日本で実施されたマネーサプライの急増などの金融政策が大きく変化したことが10年債の利回り推移に影響している可能性が高い。(省略)。この考え方に基づき、10年国債であれば、その満期である過去10年間の平均値を選択するという考え方もあるだろう”²

- 当社としては、下記のような指摘や次項で示すアンケート調査結果を参考に、NSSOLを上場企業(=継続企業)として中長期的な視点で評価する場合においては、一時的な政策等による影響が除かれた長期的なリスクフリーレートを反映させる意味においても、「評価時点を起点とした、過去10年間の平均10年国債利回り」をリスクフリーレートとして採用すべきであると考える
 - “仮に継続企業における経営管理などの狙いとして資本コストを算出する場合、一時的な施策の影響については取り除いた上で無リスク利子率を見積もるべき”²
 - “M&A時などでは評価時点での数値を選ぶなど客観性を担保”³

注: [1]「企業価値向上のための資本コスト経営」 日本証券アナリスト協会; [2]「企業価値経営」 伊藤邦雄; [3]「企業価値向上と資本コスト」 企業価値向上セミナー（東京証券取引所主催） 加賀谷哲之（一橋大学）

NSSOLが株主から求められる資本コストの推定：CAPM基準 ベータ (β) の前提

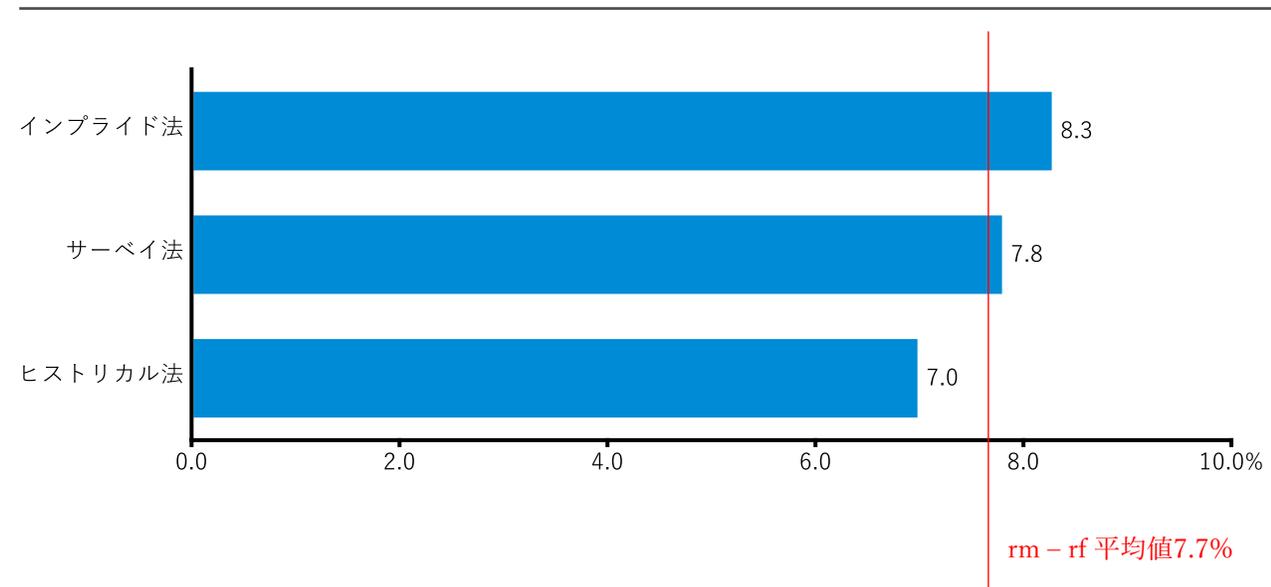
- β は、評価企業や業種の投資収益率が株式市場全体の投資収益率に対してどの程度の感応度を持っているか示す尺度
- したがって、 β の計算において、対象とする指数としてはTOPIXを使用 (2019/5/31- 2024/5/31)



NSSOLが株主から求められる資本コストの推定：CAPM基準 マーケットリスクプレミアム (rm-rf) の前提

- マーケットリスクプレミアムは、投資家が株式で自らの資金を運用する場合に、リスクのない資産に比べてどれほど追加的なリターンを求めるかを示す
- マーケットリスクプレミアムについては、主に下記の手法があり¹、当社はそれぞれの手法を基に総合的に日本株のマーケットリスクプレミアムを推定
 - ー ヒストリカル法：過去の株式市場リターンから推定
 - ー インプライド法：市場価格から逆算
 - ー サーベイ法：実際に運用を担当する機関投資家からアンケート
- それぞれの、手法を基に算出する日本株のマーケットリスクプレミアムは下記の通りであり、当社は7.7%をマーケットリスクプレミアムとして採用

手法別で算出した日本株のマーケットリスクプレミアム



NSSOLが株主から求められる資本コストの推定：CAPM基準 マーケットリスクプレミアムの前提（続き）

ヒストリカル法

- 特定の期間において、各年度における株式市場(TOPIX)の年間リターンの単純平均値から、同一期間の各年度におけるリスクフリー資産(10年日本国債)の年間インカムリターンの単純平均値を差し引くことで、マーケットリスクプレミアムを算出します。期間については、特定期間における固有の現象の影響を緩和するためにできる限り長期でデータを算出することが推奨されている
 - － “計測期間が長くなるほど、標本数が多くなるため、推計値の信頼性が向上する。経済・景気・市場のサイクルが複数回にわたる30年以上、できれば50年以上の期間のヒストリカルERPが必要”¹
- イボットソン・アソシエイツが提供するヒストリカル法で算出したマーケットリスクプレミアムのデータによると、最長期間から推定される日本のマーケットリスクプレミアムは7.0%となる(計測開始時期を1952年～1961年の各年度とした際に算出されるマーケットリスクプレミアムの平均値)
 - － “日本で、このレポート(イボットソン・アソシエイツ)を利用している多くの投資家や企業価値評価者、公認会計士、税理士の方々が、最長期間近辺のヒストリカルERPを企業価値評価に用いている”¹

インプライド法

- 株価が将来EPSの現在価値である前提に立つと、下記公式が成り立ち、24年5月末時点のPER15.4x²、成長率2.0%³とした場合の、市場が24年5月末時点で日本株に期待する資本コストは8.48%であり、23年7月末時点におけるリスクフリーレート0.187%を差し引いたマーケットリスクプレミアムは8.29%であったと言える

$$\bullet \text{ 株価} = \frac{EPS}{r-g} \quad \rightarrow \quad PER = \frac{1}{r-g} \quad \rightarrow \quad r = \frac{1}{PER} + g$$

PER：TOPIXについて、24年5月末時点における市場コンセンサスEPS(Y+1)を基に算出(=PER15.4x)

r：TOPIXの株主資本コスト

g：実績成長率等を参考に算出する成長率

※クリーンサープラス関係と定常状態を仮定

サーベイ法

- 各協会が投資家及び事業会社に行ったアンケート調査によると、日本証券アナリスト協会⁴では6.32%、IR協議会⁵では6.11%がマーケットリスクプレミアムの平均値として認識されている
- また、「一般に日本株にどれくらいの株主資本コストを想定しますか？」というグローバル投資家サーベイにおいて平均して8.0%との回答が得られたことが伊藤レポート⁶で指摘されている。この8.0%という水準は投資家が中長期で日本株に期待する収益率を表しているという観点から、リスクフリーレートとしては23年7月末時点を基準にした10年国債の過去10年間の平均利回り0.187%を差し引いた7.81%をマーケットリスクプレミアムとする

免責事項

Disclaimer

このプレゼンテーション資料及びこのプレゼンテーション資料に含まれている情報（以下総称して「本プレゼンテーション」）は、日鉄ソリューションズ株式会社（以下「NSSOL」）の株主のために提供されるものです。3D Investment Partners Pte Ltd.は、NSSOLの株式を保有するファンド（以下「3Dファンズ」）の資産運用会社です。

本プレゼンテーションでは、NSSOLの事業、資本構成、取締役会、ガバナンス体制に限定した、3D Investment Partners Pte Ltd.の評価、推定及び意見を示しています。3D Investment Partners Pte Ltd.は、3Dファンズの資産運用会社としての立場からのみ、評価、推定及び意見を示しています。

本プレゼンテーションは、NSSOLの株主総会における議決権の行使又はその他の行為について、3D Investment Partners Pte Ltd.及びその関連会社並びにそれらの関係者（以下「3DIP」）と共同で株主の権利（議決権を含みますが、これに限りません。）を行使することを勧誘又は要請するものではありません。3DIPは、自らの評価、推定及び意見を表明する行為又は本プレゼンテーションにおいて若しくは本プレゼンテーションを通じて行う他の株主との対話により、日本法（又はその他の適用がある法律）に基づき、共同保有者・特別関係者・密接関係者として取り扱われる意図又は合意がないことを明確にします。

3DIPは、NSSOLの株主が保有する議決権の行使につき、NSSOLの株主を代理する権限を受任する意思はありません。

3DIPは、NSSOL及びNSSOLグループ会社の事業や資産を第三者に譲渡又は廃止することについて、3DIPが、自ら又は他のNSSOLの株主を通じて、NSSOLの株主総会で提案することを意図するものではありません。また、3DIPは、NSSOL及びNSSOLグループ会社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。

本プレゼンテーションは、いかなる取引、サービス若しくは商品の提案、勧誘若しくはマーケティング、広告、誘因又は表明ではなく、投資商品若しくはいかなる種類の投資の売買の助言若しくは投資商品の購入若しくは売却すること、何らかの投資を行うこと、また、いかなる特定の投資若しくは投資戦略のメリットなどに関する意見でもありません。戦略や取引のいかなる事例も、単に説明を目的としたものであり、過去又は将来の戦略や実績を示すものではなく、特定の戦略の成功可能性を示すものでもありません。

本プレゼンテーションは、情報提供のみを目的としたものであり、その他のいかなる目的のためにも、いかなる人にも依拠することはできません。また、本プレゼンテーションは、取引、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言、提案、もしくは招請でもありません。本プレゼンテーションは、公表されている情報及びインタビュー結果（3DIPは別途の検証を行っていません。）に基づき作成されたものであり、完全性、適時性又は包括性のあるものではありません。3DIPは、日本の金融商品取引法が規定するインサイダー情報（以下「インサイダー情報」）を受領しておらず、また、本プレゼンテーションにはいかなるインサイダー情報も記載していません。

本プレゼンテーションには「将来の見通しに関する記述」が含まれています。特定の将来の見通しに関する記述は、過去又は現在の事実と厳密には関連していない記述であり、「かもしれない」、「でしょう」、「想定します」、「信じます」、「予想します」、「計画します」、「推定します」、「見込んでいます」、「目標とします」、「予想します」、「求めています」、「し得ます」といった表現やこれらと同等の用語を用いたその他の変化形、否定形、類似表現の一切を含んでいます。

同様に、3DIPの目的、計画、事業戦略、目標などを記載した記述は、将来を見据えたものです。本プレゼンテーションに記載されている業績見通し等の将来に関する記述は、3DIPが本プレゼンテーションの作成時点で入手している情報及び合理的であると判断する一定の前提に基づいた、3DIPの意図、認識、期待、推定、仮定及び評価に基づいています。これらの記述は、将来の業績を保証するものではなく、リスク、不確実性、仮定その他予測することが困難な要素を含んでおり、3DIPのコントロールの範囲内ではなく、実際の業績と大きく異なる可能性があります。したがって、実際の業績などがこれらの業績見通しとは大きく異なる結果となり得ます。そのため、実際の結果を予測するものとして将来に関する記述に依拠すべきではなく、実際の結果は将来に関する記述として記載され、又は示唆されたものと大きく異なる可能性があります。3DIPは、新たな情報、将来の展開その他の結果にかかわらず、将来の予想に関する記述を更新して公表したり、修正する義務を負いません。

3DIPは、本プレゼンテーションに記載された情報が正確で信頼できるものであると信じていますが、3DIPは、当該情報や記載されているNSSOL及びその他の企業に関する記述、口頭でのコミュニケーションについての正確性、完全性又は信頼性について何らの表明又は保証を行うものではありません。また、3DIPは、これらの記述やコミュニケーション（それについての不正確性や欠落も含みます）についてのいかなる責任を負うものではありません。なお、公開会社については、公開会社又はその内部者が保有する非公開情報のうち、当該公開会社が公開していない情報が存在する場合があります。したがって、本プレゼンテーションに記載されている全ての情報は、何らかの保証をするものではなく、「現状のまま」で表示されており、3DIPはその情報の正確性、完全性又は適時性や、使用した結果について何らの表明も暗示的に行うものではありません。自ら専門家の助言を得て、関連する問題に関して自ら評価を行ってください。3DIPは、本プレゼンテーションに含まれる情報（それについての不正確性や欠落も含みます）の全部もしくは一部の使用やそれに関連して発生したいかなる損失に対しても、いかなる義務又は責任も負いません。いかなる投資も、完全な資本の喪失を含む重大なリスクを伴います。いかなる予測や見積りも、単に説明を目的としたものであり、想定される損益の上限を示したものとして捉えるべきではありません。3DIPは、いかなる人に通知することなく、本プレゼンテーションの全部又は一部を変更することができますが、本プレゼンテーションにおける修正、更新、追加情報若しくは資料を提供する義務、又は不正確を訂正する義務は負いません。

本プレゼンテーションには、ニュース報道又はその他の公開の第三者情報源（「第三者資料」）からのコンテンツ若しくは引用、又はそれらへのハイパーリンクが含まれ得ます。本プレゼンテーションにおける第三者資料の引用の許可は、求められておらず、取得されていないことがあります。なお、第三者資料の内容については、3DIPが独自に検証を行ったものではなく、必ずしも3DIPの見解を示すものではありません。第三者資料の著者及び／又は発行者は、3DIPとは独立しており、異なる見解を持つ可能性があります。本プレゼンテーションに第三者資料を提供することは、3DIPが第三者資料の内容の一部について支持若しくは同意すること、又は第三者資料の著者若しくは発行者が、関連する事項に関して3DIPが表明した見解を支持若しくは同意することを意味するものではありません。第三者資料は、記載された問題に関して他の第三者により表明された関連するニュース報道又は見解の全てでもありません。

3DIPは、インタビューにおける回答及び外部調査会社から取得した情報を前提とする一定の推定、仮定及び想定に基づいて、NSSOLに関する3DIPの分析結果を記載していますが、当該回答及び情報の真実性及び網羅性について確認することはできず、それについて一切の表明を行わず、責任を負うこともありません。

3DIPは、現在、NSSOLグループの有価証券を実質的に保有し、及び／又は経済的利害関係を有しており、将来においても保有し、または経済的利害関係を有する可能性があります。3DIPは、NSSOLグループに対する投資について、継続的に、また、様々な要因に応じて、NSSOLグループの財政状態及び戦略的方向性、NSSOLとの協議の結果、全体的な市場環境、3DIPが利用可能なその他の投資機会、NSSOLグループの有価証券の購入又は売却を希望する価格で実行する可能性など、いつでも（3DIPがポジションを得た後の公開市場又は非公開の取引を含みます）、売買、カバー、ヘッジ、又は投資の形態や実体（NSSOLの有価証券を含みます）を、関係法令で許容されるいかなる方法によっても、変更する可能性があり、また、そのような変更について他者に通知する義務を明示的に負うものではありません。また、3DIPは、NSSOLに対する投資に関して適当と判断するいかなる行動も取る権利を留保します。この行動は、取締役会、経営陣又は他の投資家とのコミュニケーションを含みますが、これに限られません。

本プレゼンテーション及びその内容は3DIPの著作物です。本プレゼンテーションで言及されるすべての登録された又は登録されていないサービスマーク、商標及び商号は、それぞれの所有者の財産であり、3DIPによる本プレゼンテーションの使用は、これらのサービスマーク、商標及び商号の所有者との提携又は所有者による承認を意味するものではありません。いかなる場合においても、3DIPは、本プレゼンテーションの使用から生じる、直接的又は間接的な特別損害、付随的損害又は派生的損害（逸失利益を含む）について、いかなる当事者に対しても責任を負わないものとします。

本プレゼンテーションに記載された内容は、予告なく変更・更新されることがありますので、ご注意ください。本プレゼンテーションを読むたびに全ての内容をご確認ください。