

貴社の飛躍的な企業価値創造のために

2022年9月



真の成長を、問う。

私たち3D INVESTMENT PARTNERSは、

「見せかけの成長」ではなく、「ゆたかな価値の向上」

「一過性の成長」ではなく、「有機的・複利的・持続的な成長」

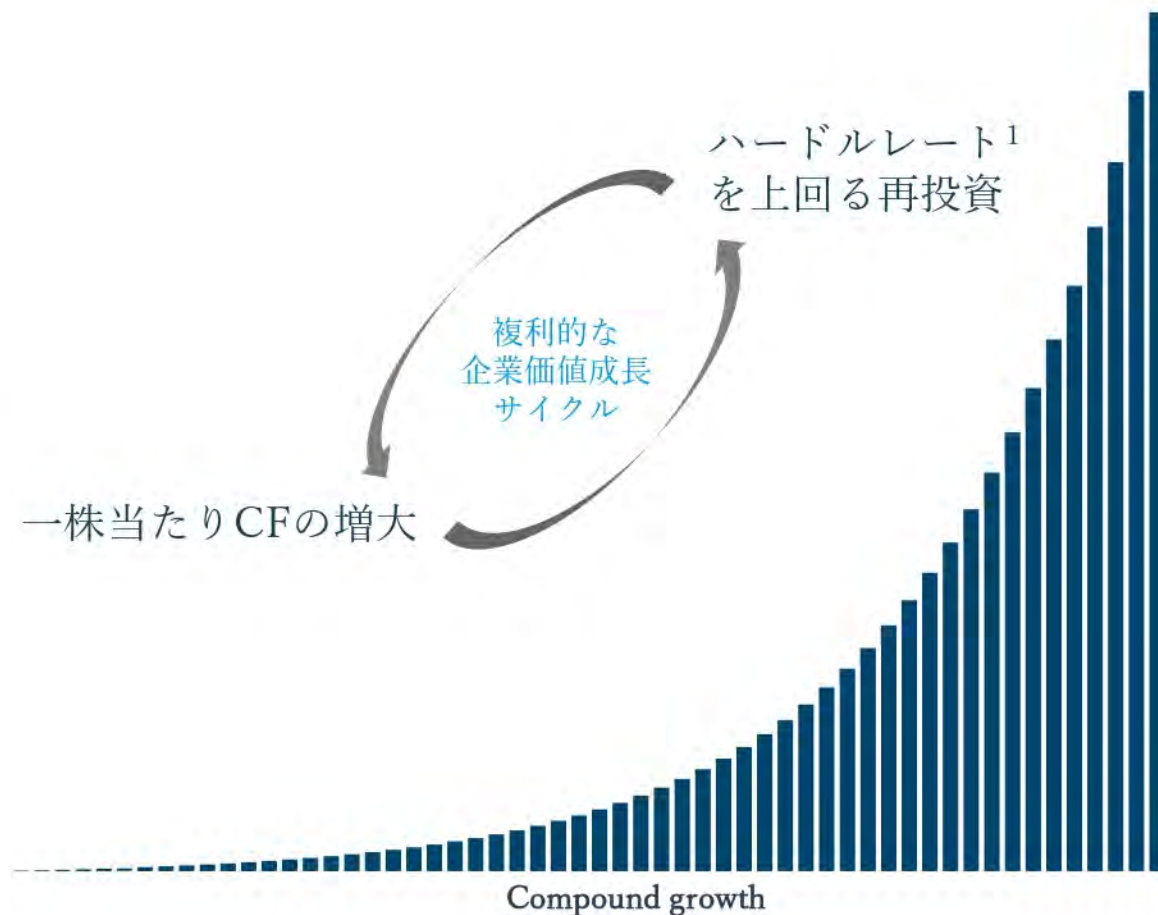
「一部の人たちの利益」ではなく、「事業に参加しているみんなの利益」

といった視点・志・気概を大切にして投資活動を実行し、

見かけではない「真の成長」をサポートし、実現していく集団です。

貴社は、CFの増大 + ハードル・レートを上回る再投資の両輪から成るサイクルに注力し、複利的な企業価値成長を実現させるべきです

一株あたりCFの増大とハードル・レートを上回る再投資の繰り返しによる複利的な成長は、企業価値を飛躍的に高めます



注: [1] ハードルレート = 資本コスト + 4%以上のIRR

① ハードル・レートを上回る投資への集中

- Cap rateが資本コストを下回る自社オフィスは全て売却し、投資原資を確保 Section1: 不動産の売却
 - ハードル・レートを上回るIRRが期待できる先に再投資し、一株当たりCFを飛躍的に向上 Section2: 再投資を通じた企業価値向上
 - コア事業への再投資に先立ち、成長戦略の再検証を行い、一貫した投資方針を構築 Section3: 成長戦略の再検証
- 非開示

② 高収益体制化

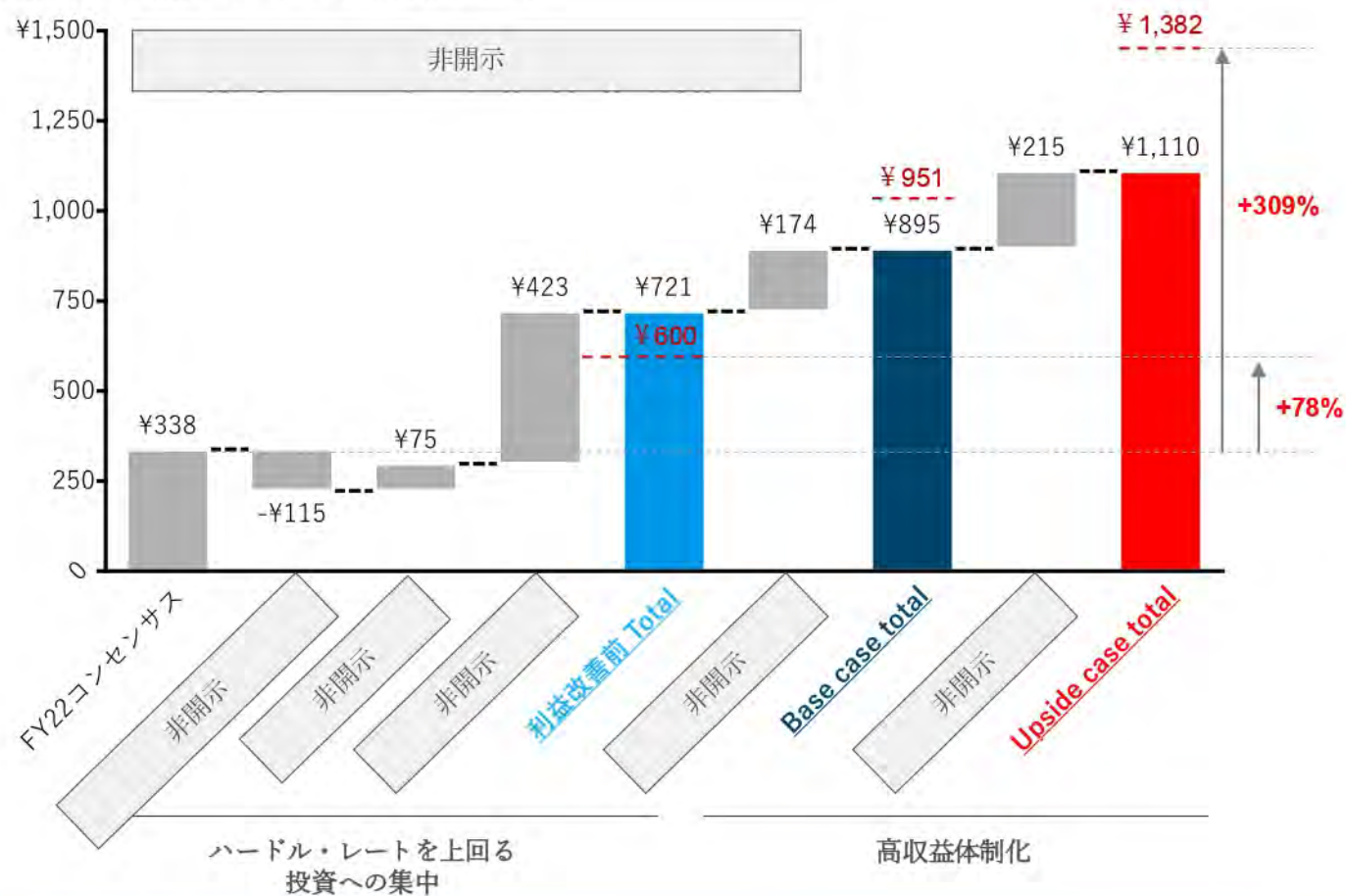
- 業界平均並の利益率まで高め、事業運営からより多くの投資原資を得られるように変革 Section4: 利益率の改善
 - 高収益体制の実現により、CFの増大に留まらず再投資のIRRをも高め、企業価値の成長角度を向上させる

これら2つの施策を通して、1株当たりCFは飛躍的に成長します

各施策の実施により、EPS¹は現状の+78%~+309%の水準まで向上可能です

EPS改善インパクト 試算前提

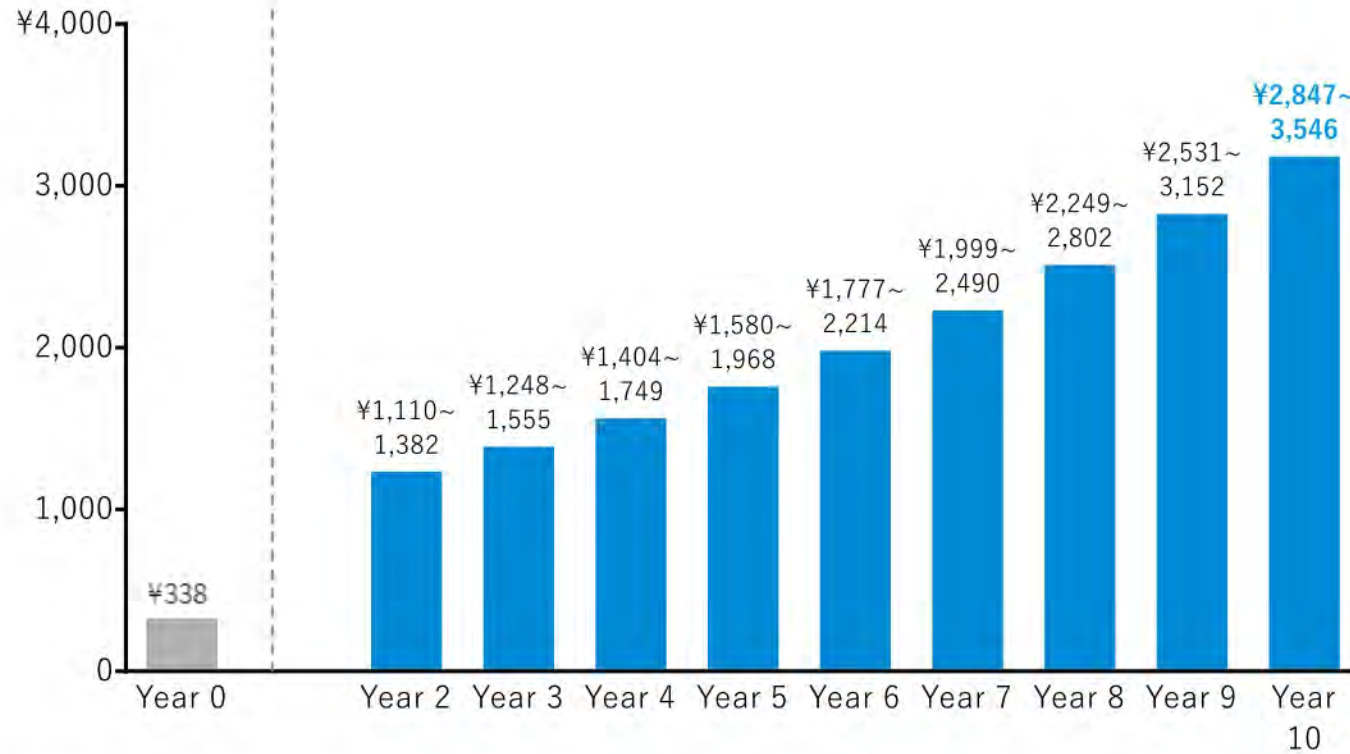
各施策のEPS改善インパクト（2年後を想定, 円）



注: [1] 一株当たりCFの代替指標としてEPSを使用

貴社が長期的に目指すべきは、①②の施策による飛躍的な一株当たりCFの成長、
そしてその後のハードル・レートを超えるIRRでの再投資の繰り返しによる複利的な企業価値の成長です

一株当たりCF (≒EPS)成長



再投資のハードルIRR

12.5% 12.5% 12.5% 12.5% 12.5% 12.5% 12.5% 12.5%

10年後に10倍の
一株あたりCFを目指すことが可能

Section 1: 不動産の売却

- 貴社の資本コストは8.5%であるところ、投資効率がこれを下回る資本配分については、企業価値向上の観点から見直す必要があります
 - 企業価値の向上は、企業が調達する資本について、資本コストを上回る収益が計上され続けることで実現されます
 - 一方で、投資効率が資本コストを下回る投資を行った場合は、企業価値は実質的に毀損されます
- 貴社が多額の投資を行っている不動産については、ほぼ全てが投資効率 8.5%を下回っており、企業価値を毀損しています
 - 不動産を保有することのROICは税引後Cap Rate (≒不動産賃貸損益×0.7÷不動産時価)とほぼ同義となります
 - 貴社が所有する主要不動産について、不動産専門家による価格調査や不動産市場における取引事例を参考に推定すると、全ての主要不動産の税引後Cap Rateは8.5%を下回っています
- よって、自社オフィスをほぼ全て売却し、複利的な企業価値成長を実現するための投資原資とすべきです
- 戦略的な不動産売却を行い、本業への影響を最小限に抑えつつ、不動産売却価額を最大化すべきです
 - 保有不動産売却に係わる特徴を踏まえて、不動産売却価格の最大化を実現する上で最も適したノウハウと実績を有する仲介企業をパートナーとして選定
 - 選定した仲介企業と共に、買い手候補者へのアプローチ方法（相対・コンペ等）を検討し、売却額を最大化できるアプローチ方法を決定
 - 買い手候補者の選定には、売却価格や確実性、売却に要する時間等様々な要素をもとに判断を行う。その際に、詳細の賃借面積、賃借料、賃借期間等のリースバック条件についても、企業価値向上並びに貴社本業への影響を踏まえて精査
- 当社の試算では、不動産の売却総額は少なくとも1,990億円に上ると考えています
 - 貴社が保有する物件について、不動産専門家に依頼を行い調査した、不動産売買事例・不動産賃貸募集事例をもとに当社が算出しています

Section 2: 再投資を通じた企業価値成長

- 資本コストを大幅に上回る、ハードルIRR以上での投資が「貴社にしかできない」複利的な企業価値成長を生み出します
- 当社は、「貴社にしかできない」複利的な企業価値成長に求められるハードルIRRは12.5%と考えています
 - 一般に、十分な価値創造を行うために必要なリターンは資本コスト+2%と言われてています
 - 当社は、「貴社にしかできない」複利的な企業価値成長には、一般的リターンを上回る資本コスト+4%の水準が求められると考えています
 - 前提となる貴社の資本コストは、複数の手法で合理的に算出すると8.5%となります
- 貴社の投資機会に鑑みると、IRR12.5%の水準は十分に達成可能です

非開示

- 継続的な投資による複利成長を実現するためには、投資組織の組成から取り組む必要があると考えています
 - 投資専門部隊・投資委員会等の専門的な組織の組成など、複利的な企業価値成長を目指した仕組み作りが求められます

Section 3: 成長戦略の再検証

- 貴社の掲げる戦略は、成長戦略としての必要条件を満たしておらず、当社は成長戦略は実質的に不在の状況であると考えています
 - そもそも、成長戦略には選択と集中が求められます
 - しかし、貴社は中期経営計画において全方位型戦略を掲げており、選択と集中が行われていません
- 特に足許では、貴社の重要領域に様々なトレンド・変化が発生しており、選択と集中を明確にした成長戦略の重要性が高まっています
 - **DX・クラウドサービス**：市場は急速に成長する一方、下請けビジネスは新規参入者により競争激化が想定される
 - **自動車関連 (ECU)**：ECUの技術的進展により、貴社の進出領域の市場規模は短期的には拡大するものの、長期的には縮小が見込まれる
 - **ライセンスビジネス (MS)**：Windows10への移行需要はピークアウト、Windows11への移行は無償で行われ、中期的にプロフィットプールの縮小が見込まれる
 - **機械制御系** ：FA市場は急成長、 R&D費が増加。働き方改革などの影響もあり、今後の外注増加も想定される
 - **社会インフラ系 (NW機器-基地局)**：技術革新により、SW市場は長期的には拡大見込みも、足元は5G投資がピークアウトしている
- したがって、社内・社外のリソースをフルに活用し、成長戦略を再検証する必要があります
 - 社内に、成長戦略の再検証にフォーカスした専門部隊を立ち上げます
 - その上で、外部の専門コンサルタントを登用して事業機会の再検証を行い、集中的な成長戦略を策定の上、必要に応じて経営計画を修正します
- 外部からだけでなく、内部情報に基づいた双方向での検証が求められます

Section 4: 利益率の改善

- 現状、貴社の利益率、及び生産性は業界最低水準であることは明白です
- 低営業利益率の主因は、非効率な組織構造と収益性の低いプロジェクトポートフォリオと考えています
 - ― **非効率な組織構造:** ①非効率な直接人員/外注の運用 ②間接人員の肥大化 ③調達機能の非最適化
 - ― **収益性の低いプロジェクトポートフォリオ:** ④不採算プロジェクトの受注 ⑤高付加価値プロジェクトの受注少
- ①-④に主にアプローチし、筋肉質なコスト構造への変革を行い、競合水準までの利益率向上を目指すべきです
 - ― **① 非効率な直接人員/外注の運用:** 貴社は、直接人員の余剰人員を多く抱えている・外注を効率的に活用できていないといった課題を抱えています。「適正な成果主義賃金制度の導入」「遊休人員の活用による、外注業務の縮小」「低付加価値業務を、低コストな外注先へ変更」による改善が見込まれます
 - ― **② 間接人員の肥大化:** 貴社は、非効率な業務プロセスにより間接部門が肥大化することによって、販管費が高止まりし利益率を低めています。「業務量の削減・業務効率の工場・投入人員の抑制の観点から間接機能の最適化」による改善が見込まれます
 - ― **③ 調達機能の非最適化:** 貴社においては、特に間接費について大幅な削減余地があると考えています。専門チームの組成の上、「価格・需要・供給の3視点に基づき、各調達コストを最適化」していくことが考えられます
 - ― **④ 不採算プロジェクトの受注:** 貴社は売上志向の組織であること・見積もりの質が低いことを原因に、赤字プロジェクトを多く抱えています。「最適な業務プロセスへの変革」「利益志向の組織への変革」を通じた不採算プロジェクトの縮小が求められます
- 以上の施策を通して筋肉質なコスト構造へ変革することで、78-174億円の営業利益改善が可能と想定しています
- 内部情報に基づいた分析を行い、各施策を精緻化、推進していくべきです

Section 1 :
不動産の売却

ROIC(=Cap Rate*0.7)が資本コストを下回る不動産は売却し、
更なる成長に向けた投資原資とします

企業の取締役会には、調達した資本について、企業価値の向上を目指し、資本コストを上回る高い資本生産性での資本配分を行うことが求められています

- 企業が調達する資本には、資金提供者がその企業への投融資で期待する収益率＝資本コストが生じています
- 企業価値は、企業が調達する資本について、資本コストを上回る収益が計上され続けることで創出されます
- したがって、「ROIC－資本コスト」が企業価値の源泉であり、「**ROIC－資本コスト**」の最大化が期待できる経営戦略を計画・実行していくことが重要となります
 - － “すなわち、価値創造的な (ROIC > WACC) 投資を行って成長すれば企業価値は高まるが、価値破壊的な (ROIC < WACC) 投資を行って成長しても企業価値は低下する”¹
- そして、取締役会が経営戦略の計画・実行をしていく上で、**自社の資本コストを把握し意識することは重要であり、そのことはコーポレートガバナンス・コードで指摘されている**とおります
 - － “経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである”²

投下した資本に対して生み出される利益(=ROIC)が、資金提供者が期待する収益率(=資本コスト)を超えて初めて、企業価値が創出されます³

+) 投下資本利益: $IC * ROIC$
 -) 調達費用: $IC * \text{資本コスト}$
 = 超過利益: $IC * (ROIC - \text{資本コスト})$

投資サイド	調達サイド	n年後	n年目超過利益	超過利益を 現在価値に割引く	超過利益の 現在価値	企業価値 増加分
			...			
		1年目超過利益				
投下資本 IC	有利子負債 D		投下資本 IC	有利子負債 D	投下資本 IC	有利子負債 D
	株式時価 E		株式時価 E	株式時価 E	株式時価 E	株式時価 E

$$\begin{aligned}
 \text{企業価値} &= E + D + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{(1 + \text{資本コスト})^2} + \dots + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{(1 + \text{資本コスト})^n} \\
 &= IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} \left(1 + \frac{1}{1 + \text{資本コスト}} + \dots + \frac{1}{(1 + \text{資本コスト})^{n-1}} \right) \\
 &= IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} * \frac{1}{1 - \frac{1}{1 + \text{資本コスト}}} \\
 &= IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} * \frac{1 + \text{資本コスト}}{\text{資本コスト}} \\
 &= IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{\text{資本コスト}}
 \end{aligned}$$

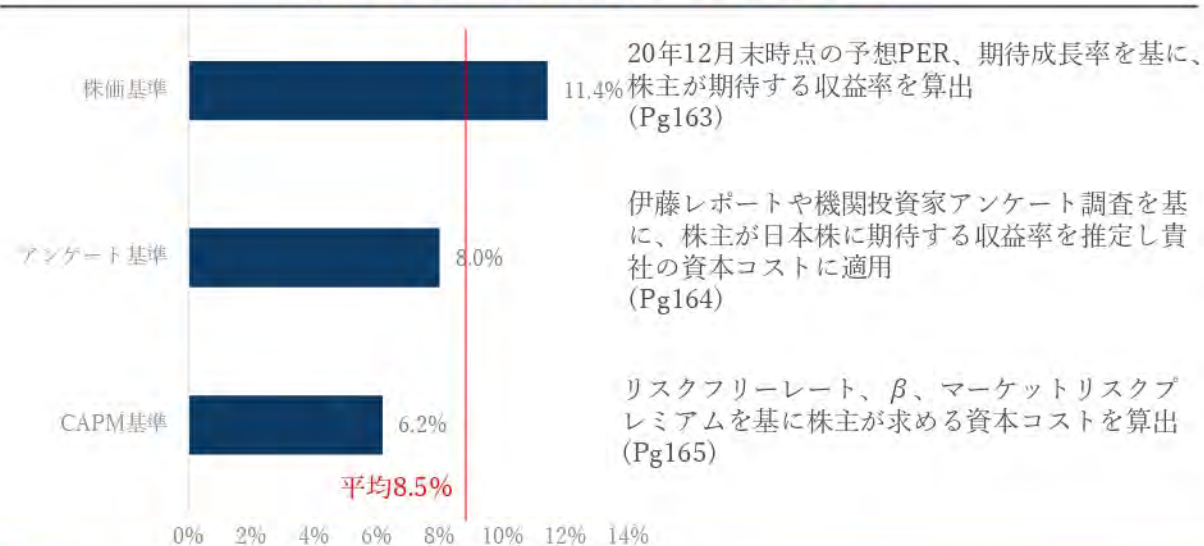
➡ ROIC > 資本コスト: 企業価値創出
➡ ROIC < 資本コスト: 企業価値毀損

注: [1]「第3回事業再編研究会 意見書」経産省主催; [2]コーポレートガバナンス・コード原則5-2; [3]企業価値の計算においては、投下資本及びROICが一定であることを前提に試算(利益は全て配当に回し、成長率0%の状態)

貴社が事業を運営する上で有利子負債による調達を必要としないため、 貴社の資本コストは、実質的に株主が貴社に期待する収益率と同義であり、8.5%です

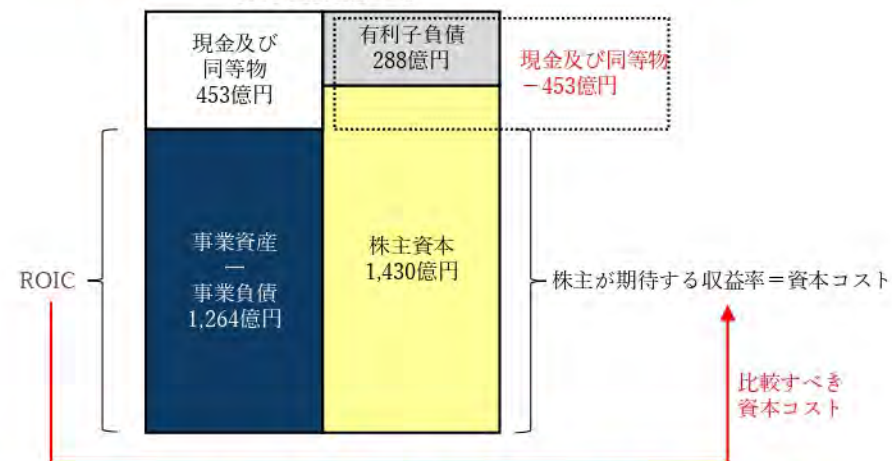
- 貴社は、ネットキャッシュの状態にあり、コア事業を運営する上で有利子負債による調達を必要としないことから、実質的に株主のみから資本を調達している状態です
- したがって、貴社にとっての資本コストは、株主から調達した資本にかかるコストと同義であり、株主が貴社に期待する収益率8.5%です
- 同業他社についても、全ての企業がネットキャッシュの状態にあることから、貴社の業界においては、事業運営上有利子負債による調達を必要とせず、株主のみから資本を調達している状態にあると言えます
- なお、貴社及び同業他社のどちらにおいても、実質的に株主のみから資本を調達している状態が長期にわたって続いています(Pg161)

株主が貴社に求める資本コストは8.5%です

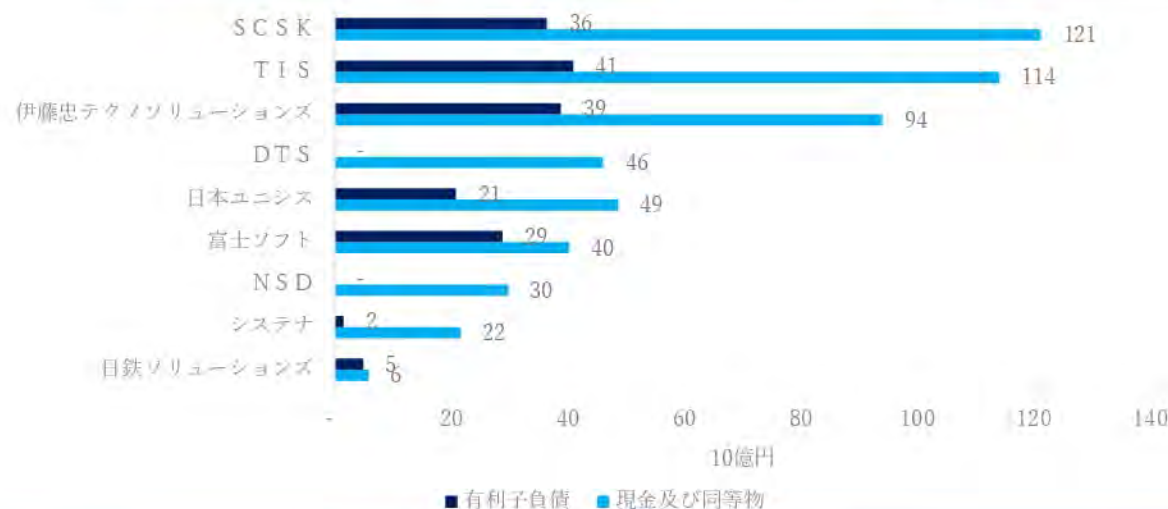


貴社はネット・キャッシュであり、
実質的に株主のみから資本を調達している状態にあります¹

2021年12月期 BS



同業他社についても、全社がネット・キャッシュの状態にあります²



注：[1]2021年12月期有価証券報告書; [2]直近年度決算データ、Bloomberg

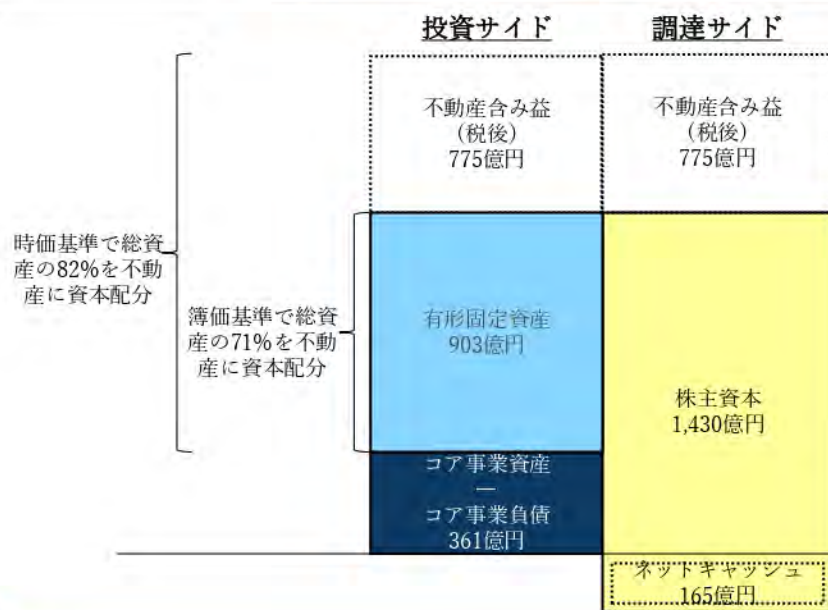
全ての主要不動産について、これら不動産を保有するROICが、貴社の資本コスト8.5%を下回っており企業価値を毀損しているため、売却すべきです

- 貴社は多額の資本を不動産保有に配分しており、この行為は、株主から見て、不動産に時価で再投資する資本配分に等しいです
- 下記の通り、不動産を保有することのROICは税引後Cap Rate (≒時価で再投資した場合の投資リターン)と同義であり(詳細はPg162)、貴社の資本コストを下回る税引後Cap Rateが適用される不動産を保有することは、企業価値を毀損します

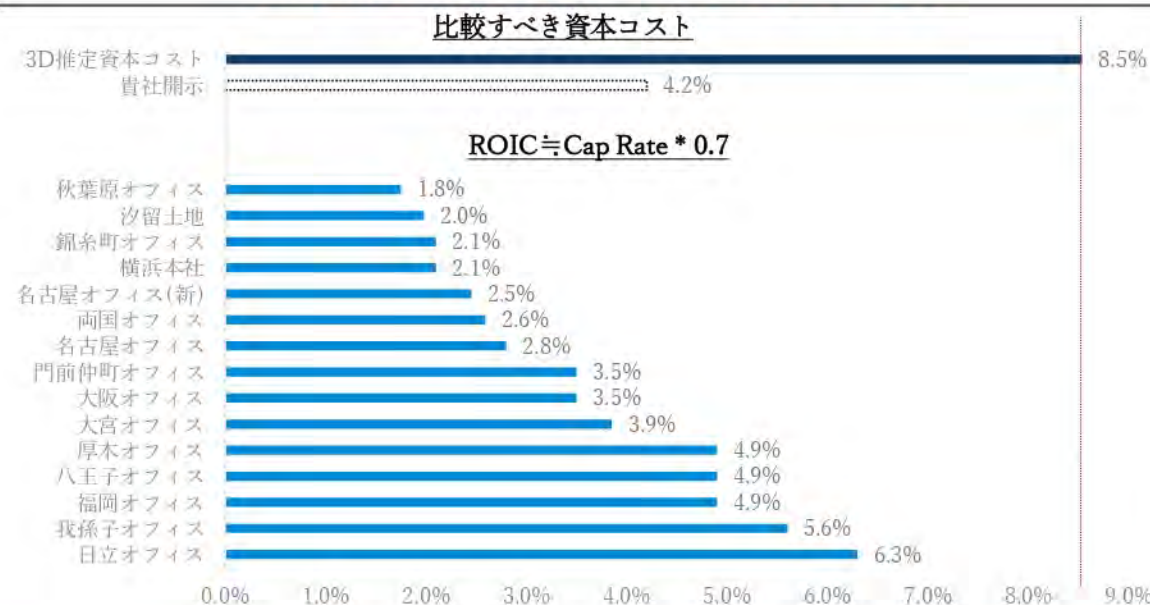
$$ROIC = \frac{(\text{賃貸収入} - \text{不動産運営コスト}) * 0.7}{\text{不動産時価}} = \text{Cap Rate} * 0.7$$

- 貴社が所有する主要不動産について、不動産専門家による価格調査や不動産市場における取引事例を参考に推定する税引後Cap Rateは下記のとおりであり、全ての主要不動産のROIC (≒Cap Rate*0.7)は資本コストを大きく下回ります
- したがって、企業価値の向上の観点から、これらの不動産については全て売却すべきです

21年12月期時点の簿価及び時価基準の資本配分



不動産保有のROICは資本コストを下回っています



保有する全ての主要不動産を売却すべきです

- 不動産保有から期待されるROICと比較されるべき貴社の資本コストは8.5%であるところ、全ての主要不動産について、貴社の資本コストを下回っているため、売却し、コア領域等への再投資をすることで資本効率を改善しつつ中長期的な企業価値の向上が実現されます

物件名	住所	物件情報					評価前提				評価額			土地建物+建設仮勘定
		竣工年	土地面積 (坪)	建物面積 (坪)	賃貸可能 面積(坪)	NRA比率	適用 賃料	費用率	Cap Rate	Cap Rate *	価値 (百万円)	価値/ NRA	価値/ GBA	
秋葉原オフィス	東京都千代田区	2007	1,510	17,281	9,943	58%	29,361	29%	2.50%	1.75%	96,563	9.7	5.6	29,591
横浜本社	神奈川県横浜市	2004	856	8,116	4,947	61%	21,132	32%	3.00%	2.10%	27,513	5.6	3.4	9,684
錦糸町オフィス	東京都墨田区	2001	806	5,697	3,413	60%	20,000	31%	3.00%	2.10%	18,365	5.4	3.2	4,702
汐留土地	東京都港区	2023	914	7,201	4,393	61%	25,481	32%	2.83%	1.98%	31,625	7.2	4.4	20,137
名古屋オフィス(新)	愛知県名古屋市	2022	299	2,662	1,784	67%	20,448	40%	3.50%	2.45%	7,283	4.1	2.7	6,797
両国オフィス	東京都墨田区	1991	450	2,090	1,229	59%	13,793	37%	3.70%	2.59%	3,550	2.9	1.7	2,648
名古屋オフィス	愛知県名古屋市	2000	212	1,294	908	70%	15,000	35%	4.00%	2.80%	2,700	3.0	2.1	968
大阪オフィス	大阪府大阪市	1996	144	1,193	895	75%	15,000	30%	5.00%	3.50%	2,250	2.5	1.9	1,384
門前仲町オフィス	東京都江東区	1991	468	1,331	932	70%	14,000	30%	5.00%	3.50%	2,110	2.3	1.6	1,711
大宮オフィス	埼玉県さいたま市	1992	215	1,058	662	63%	18,000	30%	5.50%	3.85%	1,850	2.8	1.7	1,410
福岡オフィス	福岡県福岡市	1974	384	1,232	771	63%	8,000	30%	7.00%	4.90%	703	0.9	0.6	1,588
八王子オフィス	東京都八王子市	1990	257	549	411	75%	8,000	30%	7.00%	4.90%	379	0.9	0.7	298
厚木オフィス	神奈川県厚木市	1996	297	606	455	75%	6,000	30%	7.00%	4.90%	311	0.7	0.5	415
我孫子オフィス	千葉県我孫子市	1987	315	778	583	75%	6,000	30%	8.00%	5.60%	333	0.6	0.4	863
日立オフィス	茨城県日立市	1981	397	249	174	70%	4,000	30%	9.00%	6.30%	55	0.3	0.2	146
仙台オフィス	宮城県仙台市青葉区										785			785
横浜オフィスプロダクトサ-	神奈川県横浜市中区本町										1,551			1,551
大船オフィス	神奈川県鎌倉市										289			289
社宅・保養所	千葉県我孫子市										842			842
その他											-			1,561
合計											199,056			87,369

3Dが推定する
資本コスト8.5%

売却価額の最大化戦略は、企業価値に直結します。 貴社は下記戦略に基づき、本業への影響を最小限に抑えつつ、不動産売却価額を最大化すべきです

- 下記、保有不動産売却に係わる特徴を踏まえて、不動産売却価格の最大化を実現する上で最も適したノウハウと実績を有する仲介企業をパートナーとして選定
 - 金額：数千億円規模
 - アセットクラス：都心Aクラスビル
 - ストラクチャー：セール&リースバック（不動産の売却に際して、本業への影響を抑えるため、現在使用しているスペースの継続利用を想定して、セール&リースバック取引で自社保有不動産を売却します）。また、一部オフィススペースが有効活用されていないとみられる物件については、オフィススペースの最適化も視野に入れて、セール&リースバック取引に解約オプションを付与する形で買い手候補者と協議
- 選定した仲介企業と共に、不動産ファンド・事業会社等の買い手候補者へのアプローチ方法（相対・コンペ等）を検討し、企業価値向上の観点から最も売却額を最大化できるアプローチ方法を決定し、不動産をその方法に従い売却
- 買い手候補の選定には、売却価格や確実性、売却に要する時間等様々な要素をもとに判断を行います。また、その際に、詳細の賃借面積、賃借料、賃借期間等のリースバック条件についても、企業価値向上並びに貴社本業への影響を踏まえて精査

セール&リースバック取引により、本業への影響を最小限に抑えつつ、
売却価額を最大化することが可能です

ー主要不動産である秋葉原オフィス、横浜オフィスを例として

セール&リースバック取引について

- セール&リースバック取引を行う場合、解約不能のリース期間中のリース料総額の現在価値が売却価格の90%以下である場合は不動産をオフバランス化できます
 - 期間中のリース料総額の現在価値 \div 賃借期間における「NOI*使用率」を有利子負債コストで割り引いた現在価値累計（リース料の成長率を0%と仮定）
 - 売却価格 \div 不動産時価（NOI/Cap Rate）
 - したがって、リース料総額の現在価値/売却価格 \div （NOI*使用率*賃貸期間）/（NOI/Cap Rate）= 使用率*賃貸期間*Cap Rateであり、これが90%以下の場合、ファイナンスリース取引として不動産をオフバランス化可能です
- 各物件について、不動産をオフバランス化しつつ売却価額を最大化する形で、売却価格や賃借期間を設定します

賃貸期間及びCap Rate別で見た、解約不能のリース期間中のリース料総額の売却価格に占める割合（賃貸面積の100%を賃借すること前提）

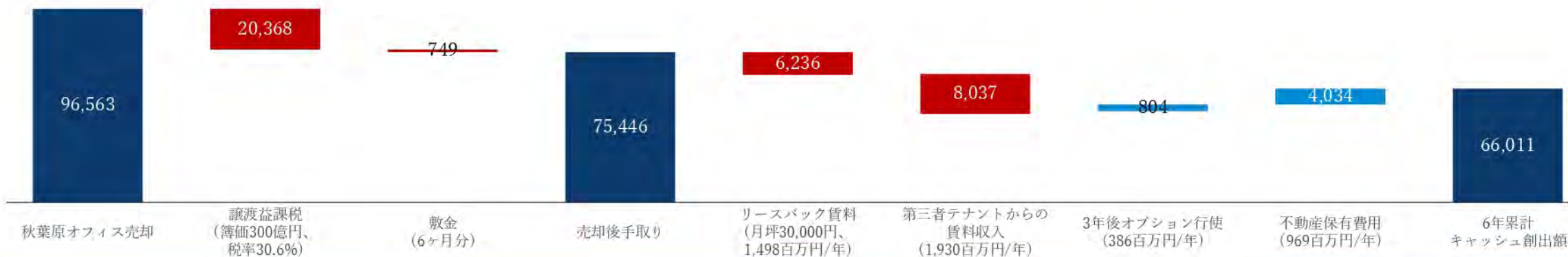
		賃貸期間(年)										
		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Cap Rate	2.8%	14%	17%	20%	22%	25%	28%	31%	34%	36%	39%	42%
	3.0%	15%	18%	21%	24%	27%	30%	33%	36%	39%	42%	45%
	3.5%	18%	21%	25%	28%	32%	35%	39%	42%	46%	49%	53%
	4.0%	20%	24%	28%	32%	36%	40%	44%	48%	52%	56%	60%
	4.5%	23%	27%	32%	36%	41%	45%	50%	54%	59%	63%	68%
	5.0%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%	75%
	5.5%	28%	33%	39%	44%	50%	55%	61%	66%	72%	77%	83%
	6.0%	30%	36%	42%	48%	54%	60%	66%	72%	78%	84%	90%
	6.5%	33%	39%	46%	52%	59%	65%	72%	78%	85%	91%	98%
	7.0%	35%	42%	49%	56%	63%	70%	77%	84%	91%	98%	105%
	7.5%	38%	45%	53%	60%	68%	75%	83%	90%	98%	105%	113%
8.0%	40%	48%	56%	64%	72%	80%	88%	96%	104%	112%	120%	

事例①秋葉原オフィス|セール&リースバック取引の概要

- 1 秋葉原オフィスを966億円で第三者に売却。譲渡益課税204億円及び敷金7億円支払後の手元資金は754億円となります
- 2 売却時に、賃貸可能面積の44%を賃借料15億円/年(月坪単価30,000円)で自社利用として、期間6年で賃貸借契約を締結します。本契約では、一部賃貸面積(3フロア分)の解約オプションが付与されることとなります
- 3 秋葉原オフィスの売却により、6年間累計で、賃料支出54億円と賃貸等不動産関係の賃料収入80億円の合計135億円の収入減となりますが、不動産保有費用から解放されることで40億円の収入増が見込まれます
※解約オプション行使、税効果考慮後の試算となります
- 4 結果的に、6年間で、660億円(=754-135+40)のキャッシュが創出されます。それだけでなく、売却後の手元資金664億円については、今後コア領域において機動的に投資活動を行うことが可能です

秋葉原オフィスのセール&リースバック取引に伴うキャッシュフロー※税効果考慮後

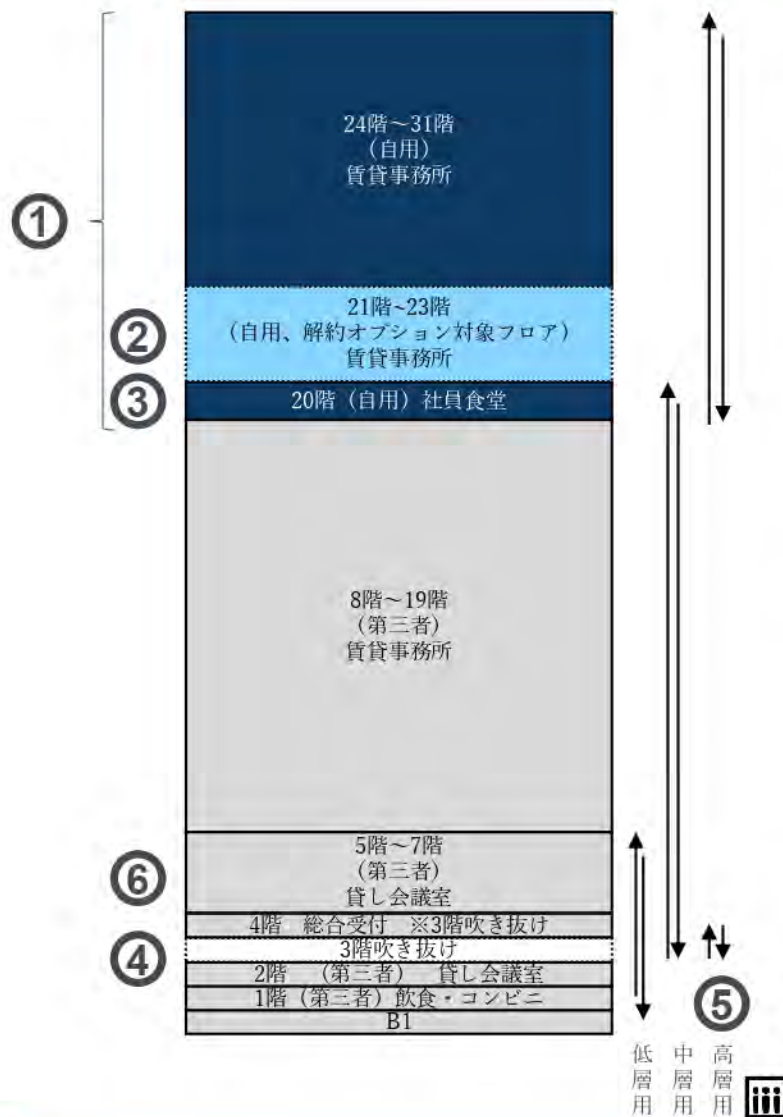
単位：百万円



事例①秋葉原オフィス|一般的なリースバック条件

項目	具体的な内容	一般的な取り決め
期間	6年 ※要協議	
賃貸借面積	4,379坪 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> 最適利用プランについて専門家も交え協議
解約オプション	3年後に26%返却可能 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> 解約の場合は通常1年前通知を必要とすることから、解約オプションは売却後2年間は行使しない想定 上記最適利用プランに合わせて解約オプションプランについても専門家を交え協議
普通借・定借の別	定期借家	
中途解約	期間中の解約不可 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> 解約オプション以外の部分は解約不可を前提(解約の場合、残期間分の賃料支払い)
賃料	30,000円坪 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> 貴社の要望に応じて、左記以外の賃料設定も可能(その場合に不動産の売却価格も変化) フリーレント(または賃料発生時期)等の設定についても協議事項
修繕費の甲乙負担	要協議	<ul style="list-style-type: none"> 躯体、設備、内装等の大規模修繕、日常修繕の区分や所有権の区分について、多岐に亘る項目の合意が必要
水道光熱費の甲乙負担	要協議	<ul style="list-style-type: none"> 各項目別の請求単価、空調のコアタイム設定などの合意が必要
原状回復費義務	要協議	<ul style="list-style-type: none"> 原状回復義務の有無については合意が必要
敷金	6ヶ月 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> 協議可能であり、貴社のセール&リースバック取引後の手元資金に影響
同居・転貸	関連会社の集約 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> 貸主承諾事項という原則は残しつつ、グループ集約の可能性を鑑み関連会社の同居・転貸は可能とする 同居・転貸が可能な関連会社の定義は事前に合意されていることが望ましい
再契約	期間満了時 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> 満了に先立つ事前通知の設定及び再契約にあたり既存テナントとして優先交渉権の取り決め
共有部使用	契約条件と運用方法※要協議	<ul style="list-style-type: none"> 4階総合受付や20階食堂、車寄せ等の業務目的の使用に関する契約条件取り決め

事例①秋葉原オフィス|リースバック対象フロアと解約オプション対象フロアのイメージ



項目	
①	リースバック面積 <ul style="list-style-type: none"> 20階～31階：賃借面積4,379坪
②	解約オプション対象面積 <ul style="list-style-type: none"> 21階～23階：賃借面積1,130坪 坪あたり30,000円の賃借費用が削減できるため、年間3.9億円の費用を削減可能 オプション行使は3年後に可能なため、4年目～6年目まで総額11.6億円（税前）の費用削減可能
③	社員食堂 <ul style="list-style-type: none"> 社員食堂は貴社が賃借。外部向けにも継続して解放可能であり、現況利用と変更はしない想定 食堂の運営に伴う売上収入は簡略化のためセール&リースバック取引後の収入に加算していない
④	4階総合受付 <ul style="list-style-type: none"> 総合受付は共有部として賃借面積から除く
⑤	エレベーター <ul style="list-style-type: none"> 解約オプション未行使の場合は、高層用エレベーター（4階・20～31階）を貴社専用とする 解約オプション行使の場合は、高層用エレベーターを外部テナントと共同利用 中層用エレベーターは外部テナント用とする
⑥	貸し会議室 <ul style="list-style-type: none"> 貴社アキバプラザが運営する2階、5階～7階の貸し会議室はリースバック対象面積に含めず返還を想定 一方で、借り手候補である貸し会議室専門オペレーターと比較して、貴社が高い賃料を負担しつつ自社の資本コストを超えるROICで貸し会議室事業を運営可能な場合は、リースバック対象面積に含めることも検討可能な選択肢になります 4階にある会議室については、会議室面積を賃借可能面積として貸し会議室オペレーターが賃借して運営する

事例①秋葉原オフィス|不動産時価評価

秋葉原オフィス
不動産時価
966
億円

NOI
24.1
億円

NOI Cap Rate
2.5%

収入
33.8
億円

費用
9.7
億円

収入項目	年間収入	算出根拠
自社賃借 (20階~31階)	15.0億円	■ 賃料坪単価30,000円、賃貸面積4,379坪、空室率5.0%
外部テナント (8階~19階)	13.7億円	■ 賃料坪単価30,000円、賃貸面積3,996坪、空室率5.0%
飲食・コンビニ (1階)	0.6億円	■ 賃料坪単価35,000円、賃貸面積148坪、空室率5.0%
貸し会議室区画 (2階、5階~7階)	4.1億円	■ 賃料坪単価25,000円、賃貸面積1,420坪、空室率5.0%
駐車場	0.5億円	■ 1ロットあたり月駐車収入36,000円、ロット数134、空室率5.0%

支出項目	年間支出	算出根拠
修繕管理費	4.2億円	■ 建物延床面積あたり2,000円/月坪
水道光熱費	0.4億円	■ 建物延床面積あたり200円/月坪
PMフィー	0.5億円	■ 駐車場合む賃料収入の1.5%
賃貸仲介手数料	0.5億円	■ テナント回転期間は6年、新規テナント入居時の手数料は賃料の1ヶ月分とする
固定資産税・都市計画税	4.0億円	■ 土地固都税2.2億円 (課税標準額131億円)、建物固都税1.8億円 (課税標準額106億円) ※令和3年固定資産税路線価等に基づき算出
保険料	0.1億円	■ 推定再調達原価の0.05%

解約オプションについて

- 新型コロナウイルス感染症をきっかけにテレワークが加速度的に浸透し、オフィスの在り方が根本的に見直される局面にあります。事実、貴社も業務効率化を目的に独自の仮想オフィスを開発部門全体で導入し、システムの外販を行うなど¹、働き方の多様化ニーズへの対応を進めています
- こうした流れを受けて、**業種を問わず、多くの企業が保有不動産の売却とオフィス利用の見直しを進めています**。IT企業に限定した場合においても同様に、**多くの企業がオフィススペースの大幅な削減に着手**しています
- 貴社におかれましても、働き方改革という観点からオフィス利用の見直しを行うことで従業員の皆様のモチベーションアップを図ることの利点は大きく、その実行において解約オプションが重要な役割を果たすため、**セール&リースバック取引を行う際に解約オプションを付与することを想定**します。**汐留を除き貴社が保有する多くの不動産は2010年よりも前に竣工されていますが、竣工時点と比較して働き方は大きく変化**しており、解約オプションの行使によりオフィススペースの最適利用を達成しつつ、削減した賃借料とセール&リースバック取引によって生じたキャッシュをハイブリッドワークを前提としたオフィス環境への投資を行うことが可能となります

自社オフィスを売却してオフィススペースの活用を見直す企業が増えています

- 電通本社ビル売却の真意、高価値オフィスビルに海外から熱視線

本社ビルの売却で、建物の長期修繕やテナント管理などのコスト削減を図り、業務のデジタル化やワークスタイルの変化にも対応しやすくすることが狙いだ。—日経新聞 2021年2月5日

- 日本HP、本社オフィスを縮小移転 出社する社員が全体の1割以下に

日本HPは4月16日、東京都江東区にある本社オフィスを、港区に移転すると発表した。新しいオフィスの床面積はこれまでの約半分。リモートワークの実施で、出社する社員が全体の1割以下になったことを踏まえた施策という。—IT Media 2021年4月16日

- リクシル、本社面積9割減 在宅勤務浸透、ビル売却へ

住宅設備大手のLIXIL（リクシル）は6日、本社を東京都江東区から品川区の賃貸ビルへ移し、オフィス面積を9割減らすと発表した。新型コロナウイルス禍を背景に在宅勤務が浸透し、決まった場所や時間に縛られる従来の働き方から脱却できると判断した。—共同通信 2021年12月6日

多くのIT企業ではオフィススペースを削減している

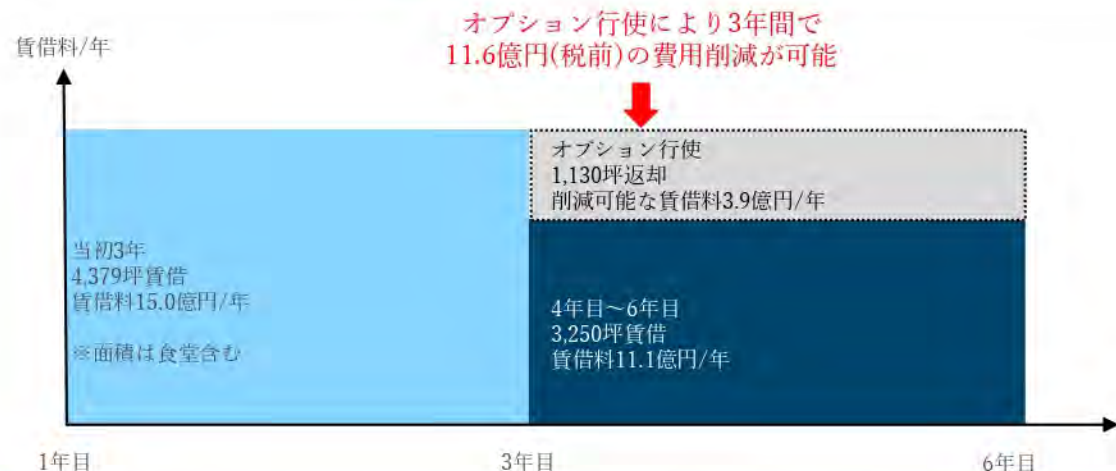
		減床率
Z HOLDINGS	“Zホールディングス傘下のヤフーが2021年11月までに東京都内のオフィスを4割縮小することが、2021年8月26日分かった。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、ヤフーは出社率を1割程度に抑えている。在宅勤務を軸にした新たな働き方の定着に向け、オフィスのあり方を根本的に見直す。” 日系クロステック 2021/8/26	40%
DeNA	“ディー・エヌ・エーは4月30日、渋谷ヒカリエにある本社オフィスを、WeWork Japanのオフィススペース「WeWork渋谷スクランブルスクエア」（東京都渋谷区）に移転すると発表した。これに伴い、従来のオフィスでは約2800席あったデスク数を約700席に削減する。リモートワークの実施により、出社する社員が全体の6%以下になったことを踏まえた施策という。” ITmedia NEWS 2021/4/30	75% (デスク数)
WingArc 1ST	“ウイングアーク1st株式会社は、同社オフィスのうち、およそ600名の社員の執務エリアとなっていた約1,000坪を解約することを決定。これは、従来のオフィス全体の約2/3にあたる面積だという。” ITmedia ビジネスオンライン 2021/3/9	67%
SAKURA internet	“さくらインターネットは1日、大阪本社をJR大阪駅近くの複合施設「グランフロント大阪」から梅田のビルに移転した。オフィス面積は従来の約2800平方メートルから10分の1になった。20年からテレワークを前提とした働き方に移行しており、出社率は約1割にとどまる。” 日本経済新聞 2021/10/7	90%
ぐるなび	“ぐるなびは29日、オフィスの面積を約4割削減すると発表した。東京都内に本社として賃貸する5フロアのうち、3フロアを12月に解約する。座席数は従来の4分の1にし、自由に席を選べるフリーアドレスを導入する。オフィスの解約によって、年間約4億円の固定費の削減を見込む。” 日本経済新聞 2020/7/29	40%

注:[1]「広がる仮想オフィス、最大手オヴィスは2000社利用」 日経新聞 2022年2月24日

事例①秋葉原オフィス|オフィススペースが有効活用できておらず効率化の余地が存在します

- 社員食堂等を除く秋葉原オフィスの従業員1人あたり使用面積は5.9坪であると推定されます。これは、比較可能な同業他社における従業員1人あたりの賃貸面積が3.5~4.0坪程度であることや東京23区の平均値を踏まえると、オフィススペースが有効活用できていない状況にあると言えます
- 解約オプションにより、セール&リースバック取引後、自社のオフィススペース活用について見直し、必要に応じてオプションを行使することで余剰スペースを不動産オーナーに返還し、年間3.9億円(税前)の賃借料を削減可能です
- また、秋葉原オフィスの使用面積の削減を行わないことが企業価値向上に資すると判断した場合は、オプションを行使せず、代わりに錦糸町で勤務する貴社の従業員を秋葉原オフィスに集約することで、錦糸町オフィスの新規貸出により年間3.1億円(税前)の賃貸収入が獲得可能です

柔軟性の高いリースバックプラン



秋葉原オフィスの現況利用状況¹と他社の従業員あたり賃貸面積の状況²

	(人) 従業員数	(坪) 賃借面積	(坪/人) 1人あたり 面積
秋葉原オフィス(食堂除く自用)	684	4,036	5.90
解約オプション行使後	684	2,906	4.25
東京23区(ザイマックス総研調査)			3.71
伊藤忠テクノソリューションズ			3.75
東京都千代田区	959	3,454	3.60
東京都品川区	1,769	6,906	3.90
日本ユニシス			4.01
東京都江東区	3,492	14,620	4.19
関西支社	320	1,059	3.31
中部支社	272	894	3.29
九州支社	67	366	5.46
その他	256	979	3.83

同業他社を基準にすると(食堂等共有部含む可能性あり)、従業員1人あたり賃貸面積は最適化の余地が十分にあります

オプションを行使し21階~23階の賃貸契約を解約した場合、結果的に1,130坪が返還され、従業員1人あたり賃貸面積は4.25まで改善します

解約オプションを行使せずに、錦糸町の人員を秋葉原に集約も可能です

	(人) 従業員数	(坪) 賃借面積	(坪/人) 賃借面積/ 従業員数
秋葉原オフィス(自用※現況)	684	4,036	5.90
秋葉原オフィス(最適化)	1,009	4,036	4.00
追加で集約可能な従業員数	325		

①従業員1人あたり賃貸面積を最適化します

②従業員1人あたり賃貸面積を最適化することで秋葉原オフィスの自用スペースに追加で325名が勤務可能。従って、錦糸町オフィスの全従業員をを秋葉原オフィスに集約できます

	(人) 従業員数	(人) 集約人数	(坪/人) 賃借面積/ 従業員数	(坪) 外部賃貸 可能面積	(円/月坪) 市場賃料	(円/月坪) 追加賃貸 収入
錦糸町	325	325	4.00	1,300	20,000	312

③オプション未行使でも、新たに錦糸町オフィスの貸出で年間で3.1億円(税前)の外部向け賃貸収入増が見込めます

注：[1] サービスビューロ、サイバーコム、サイバネットシステム、ヴィンクスの有価証券報告書において開示されている親会社との取引関係において、貴社錦糸町ビル以外の取引について明記されていないため、秋葉原オフィスについては、自用の部分については有償で子会社に賃貸していない前提としています [2] 貴社及び同業他社の有価証券報告書に記載されている設備の状況を基に当社試算。ザイマックス総研調査は2019年4月時点における調査結果

事例②横浜オフィス|セール&リースバック取引の概要

- 1 横浜オフィスを275億円で第三者に売却。譲渡益課税55億円及び敷金6億円支払後の手元資金は215億円となります
- 2 売却時に、賃貸可能面積の97%を賃借料12億円/年(月坪単価21,000円)で自社利用として、期間6年で賃貸借契約を締結します。横浜オフィスは推定で従業員あたり賃借面積が2.6坪/人であり、秋葉原オフィスと異なって効率的なため、解約オプションを付与しない前提としています
- 3 秋葉原オフィスの売却により、6年間累計で、賃料支出50億円と賃貸等不動産関係の賃料収入2.0億円の合計52億円の収入減となりますが、不動産保有費用から解放されることで16億円の収入増が見込まれます
※税効果考慮後の試算となります
- 4 結果的に、6年間で、193億円(=228-52+16)のキャッシュが創出されます。それだけでなく、売却後の手元資金193億円については、今後コア領域において機動的に投資活動を行うことが可能です

横浜オフィスのセール&リースバック取引に伴うキャッシュフロー※税効果考慮後

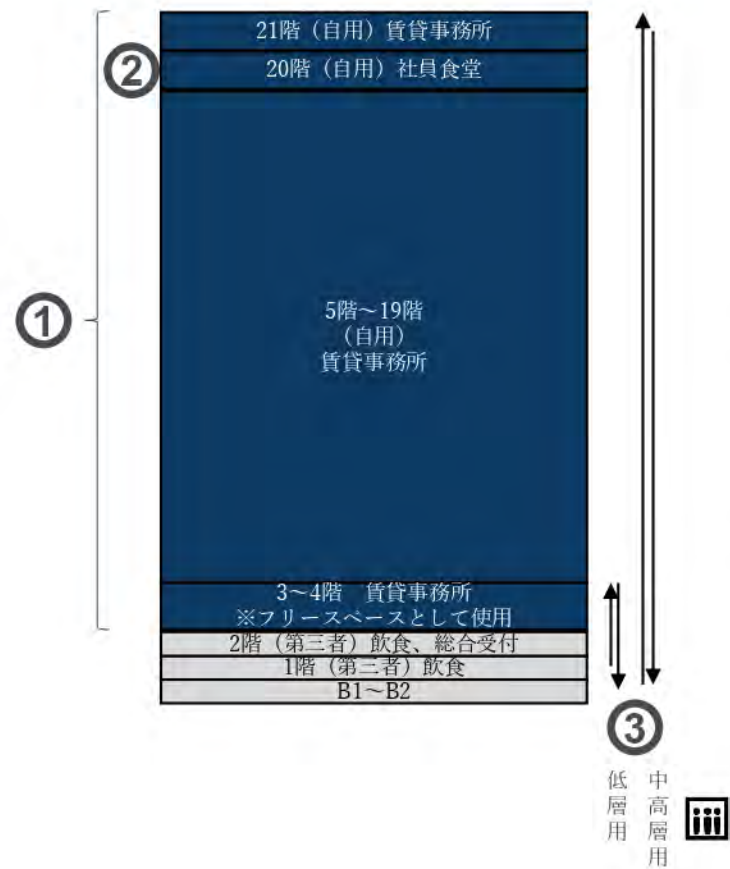
単位：百万円



事例②横浜オフィス|一般的なリースバック条件

項目	具体的な内容	一般的な取り決め
期間	6年 ※要協議	
賃貸借面積	4,379坪 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> ■ 最適利用プランについて専門家も交え協議
解約オプション	付与しないことを想定 ※実際の従業員あたり賃借面積の効率性を検証したうえで検討	
普通借・定借の別	定期借家	
中途解約	期間中の解約不可 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> ■ 解約オプション以外の部分は解約不可を前提(解約の場合、残期間分の賃料支払い)
賃料	21,000円坪 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> ■ 貴社の要望に応じて、左記以外の賃料設定も可能(その場合に不動産の売却価格も変化) ■ フリーレント(または賃料発生時期)等の設定についても協議事項
修繕費の甲乙負担	要協議	<ul style="list-style-type: none"> ■ 躯体、設備、内装等の大規模修繕、日常修繕の区分や所有権の区分について、多岐に亘る項目の合意が必要
水道光熱費の甲乙負担	要協議	<ul style="list-style-type: none"> ■ 各項目別の請求単価、空調のコアタイム設定などの合意が必要
原状回復義務	要協議	<ul style="list-style-type: none"> ■ 原状回復義務の有無については合意が必要
敷金	6ヶ月 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> ■ 協議可能であり、貴社のセール&リースバック取引後の手元資金に影響
同居・転貸	関連会社の集約 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> ■ 貸主承諾事項という原則は残しつつ、グループ集約の可能性を鑑み関連会社の同居・転貸は可能とする ■ 同居・転貸が可能な関連会社の定義は事前に合意されていることが望ましい
再契約	期間満了時 ※要協議	<ul style="list-style-type: none"> ■ 満了に先立つ事前通知の設定及び再契約にあたり既存テナントとして優先交渉権の取り決め

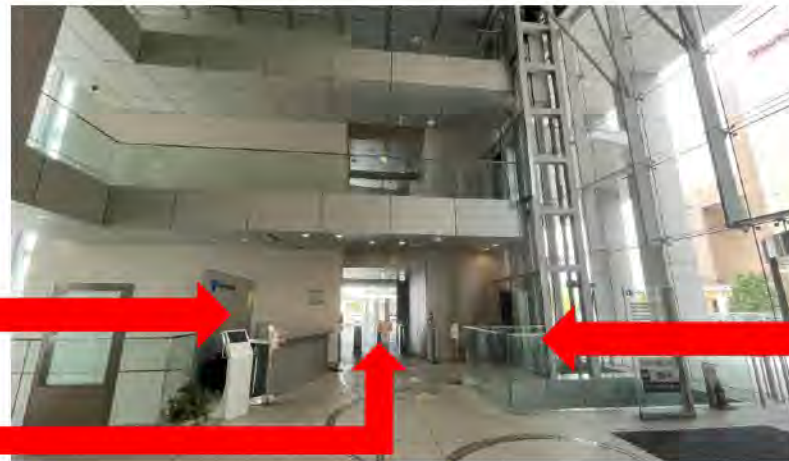
事例②横浜本社 | リースバック対象フロアのイメージ



項目	
①	リースバック面積 <ul style="list-style-type: none"> 5階～21階：賃貸事務所及び社員食堂 賃借面積4,353坪 3階～4階：フリースペース 賃借面積449坪
	解約オプション対象面積 <ul style="list-style-type: none"> 横浜オフィスは従業員あたり賃借面積が2.6坪/人であり、秋葉原オフィスと異なって効率的なため、解約オプションを付与しない前提としています ※実際の従業員あたり賃借面積の効率性を検証したうえで検討
②	社員食堂 <ul style="list-style-type: none"> 社員食堂は貴社が賃借。基本的には貴社への利用に限定し、現況利用と変更はしない想定
	総合受付 <ul style="list-style-type: none"> 1Fにも専用ゲートと中高階へのアクセスが可能なEVを確認したが、総合受付は2F
③	エレベーター <ul style="list-style-type: none"> 低層用：専用ゲートを通らずに使用できるエレベーターで1階～2階の飲食エリアだけでなく、3階～4階のフリースペースへのアクセスも可能※外観調査のみ 中高層用：外部調査からは6機のEVを確認。セール&リースバック取引後の貴社の賃貸面積次第では、各EVのアクセス階を制限・調整することでマルチテナント化への対応も可能な仕様と想定

2階総合受付

専用ゲート



1階～4階外部向けエレベーター

事例②横浜オフィス|不動産時価評価

横浜オフィス
不動産時価
275
億円

NOI
8.2
億円

収入
12.2
億円

費用
4.0
億円

NOI Cap Rate
3.0%

収入項目	年間収入	算出根拠
自社賃借 (5階~21階)	10.4億円	■ 賃料坪単価21,000円、賃貸面積4,353坪、空室率5.0%
外部テナント	0億円	■ オフィス区画の第三者テナントへの賃借はしていない
飲食 (1~2階)	0.5億円	■ 賃料坪単価1階25,000、2階35,000円、賃貸面積145坪、空室率5.0%
フリースペース区画 (3階~4階)	1.0億円	■ 賃料坪単価20,000円、賃貸面積449坪、空室率5.0%
駐車場	0.3億円	■ 1ロットあたり月駐車収入35,000円、ロット数75、空室率5.0%

支出項目	年間支出	算出根拠
修繕管理費	1.9億円	■ 建物延床面積あたり2,000円/月坪
水道光熱費	0.2億円	■ 建物延床面積あたり200円/月坪
PMフィー	0.2億円	■ 駐車場合む賃料収入の2.0%
賃貸仲介手数料	0.2億円	■ テナント回転期間は6年、新規テナント入居時の手数料は賃料の1ヶ月分とする
固定資産税・都市計画税	1.3億円	■ 土地固都税2.2億円 (課税標準額131億円)、建物固都税1.8億円 (課税標準額106億円) ※令和3年固定資産税路線価等に基づき算出
保険料	0.1億円	■ 推定再調達原価の0.05%

当社の試算では、不動産の売却総額は少なくとも1,990億円に上ると考えております



保有不動産評価額一覧

物件名	住所	物件情報				評価前提				評価額(最低価格)			評価額(目標価格)		
		竣工年	建物面積 (坪)	賃貸可能 面積(坪)	賃貸面積比率	適用 賃料	費用率	Cap Rate (最低価格)	Cap Rate (目標価格)	価値 (百万円)	価値/ 賃貸面積	価値/ 建物面積	価値 (百万円)	価値/ 賃貸面積	価値/ 建物面積
秋葉原オフィス	東京都千代田区	2007	17,281	9,943	58%	29,361	29%	2.50%	2.30%	96,563	9.7	5.6	104,959	10.6	6.1
横浜本社	神奈川県横浜市	2004	8,116	4,947	61%	21,132	32%	3.00%	2.80%	27,513	5.6	3.4	29,478	6.0	3.6
錦糸町オフィス	東京都墨田区	2001	5,697	3,413	60%	20,000	31%	3.00%	2.80%	18,365	5.4	3.2	19,677	5.8	3.5
汐留土地	東京都港区	2023	7,201	4,393	61%	25,481	32%	2.83%	2.63%	31,625	7.2	4.4	34,035	7.7	4.7
名古屋オフィス(新)	愛知県名古屋市	2022	2,662	1,784	67%	20,448	40%	3.50%	3.30%	7,283	4.1	2.7	7,724	4.3	2.9
両国オフィス	東京都墨田区	1991	2,090	1,229	59%	13,793	37%	3.70%	3.50%	3,550	2.9	1.7	3,753	3.1	1.8
名古屋オフィス	愛知県名古屋市	2000	1,294	908	70%	15,000	35%	4.00%	3.80%	2,700	3.0	2.1	2,842	3.1	2.2
大阪オフィス	大阪府大阪市	1996	1,193	895	75%	15,000	30%	5.00%	5.00%	2,250	2.5	1.9	2,250	2.5	1.9
門前仲町オフィス	東京都江東区	1991	1,331	932	70%	14,000	30%	5.00%	5.00%	2,110	2.3	1.6	2,110	2.3	1.6
大宮オフィス	埼玉県さいたま市	1992	1,058	662	63%	18,000	30%	5.50%	5.50%	1,850	2.8	1.7	1,850	2.8	1.7
福岡オフィス	福岡県福岡市	1974	1,232	771	63%	8,000	30%	7.00%	7.00%	703	0.9	0.6	703	0.9	0.6
八王子オフィス	東京都八王子市	1990	549	411	75%	8,000	30%	7.00%	7.00%	379	0.9	0.7	379	0.9	0.7
厚木オフィス	神奈川県厚木市	1996	606	455	75%	6,000	30%	7.00%	7.00%	311	0.7	0.5	311	0.7	0.5
我孫子オフィス	千葉県我孫子市	1987	778	583	75%	6,000	30%	8.00%	8.00%	333	0.6	0.4	333	0.6	0.4
日立オフィス	茨城県日立市	1981	249	174	70%	4,000	30%	9.00%	9.00%	55	0.3	0.2	55	0.3	0.2
仙台オフィス	宮城県仙台市青葉区									785			785		
横浜オフィスプロダク	神奈川県横浜市中区本町									1,551			1,551		
大船オフィス	神奈川県鎌倉市									289			289		
社宅・保養所	千葉県我孫子市									842			842		
その他										-			-		
合計										199,056			213,926		

1. 秋葉原オフィス

秋葉原オフィス | 物件概要

基本情報

- 住所：東京都千代田区神田練堀町3
- 階数：地上31階・地下2階・塔屋2階、構造：鉄骨鉄筋コンクリート造・鉄骨造
 - 8-31階：オフィス、5-7階：貸スペース(ホール・会議室)
 - 4階：オフィス総合受付、2階：貸スペース(シアター)
 - 1階：レストラン・コンビニ、地下1階：駐車場
- 基準階面積：343坪、GBA：17,281坪、NRA：9,943坪、NRA/GBA：58%
- 築年：2007年1月、土地建物簿価：296億円、従業員数：691人(2021年12月時点)
- 最寄駅：つくばエクスプレス「秋葉原駅」A3出口 徒歩1分
- 周辺路線：JR(秋葉原駅)・日比谷線(秋葉原駅)・銀座線(末広町駅)・新宿線(岩本町駅)

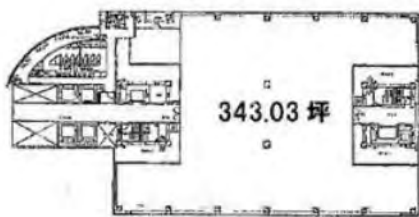
推定評価額	966~1,050億円
稼働率	95%
賃料収入(カッコ内は想定坪賃料)	34億円(30,000円)
NOI (カッコ内はNOI Margin)	24億円(71%)
NOI Cap	2.30~2.50%

外観・エントランス



内部イメージ

基準階イメージ



オフィスフロア



レストラン(1階)



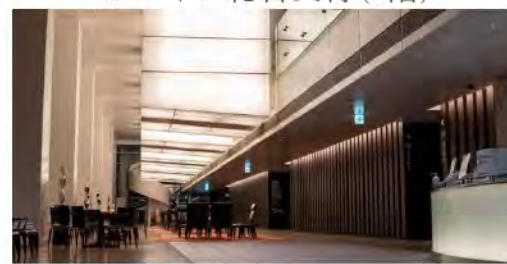
レンタルスペース



シアタールーム(2階)



オフィス総合受付(4階)



ショールーム(4階)



社員食堂(20階)



撮影スタジオ(10階)

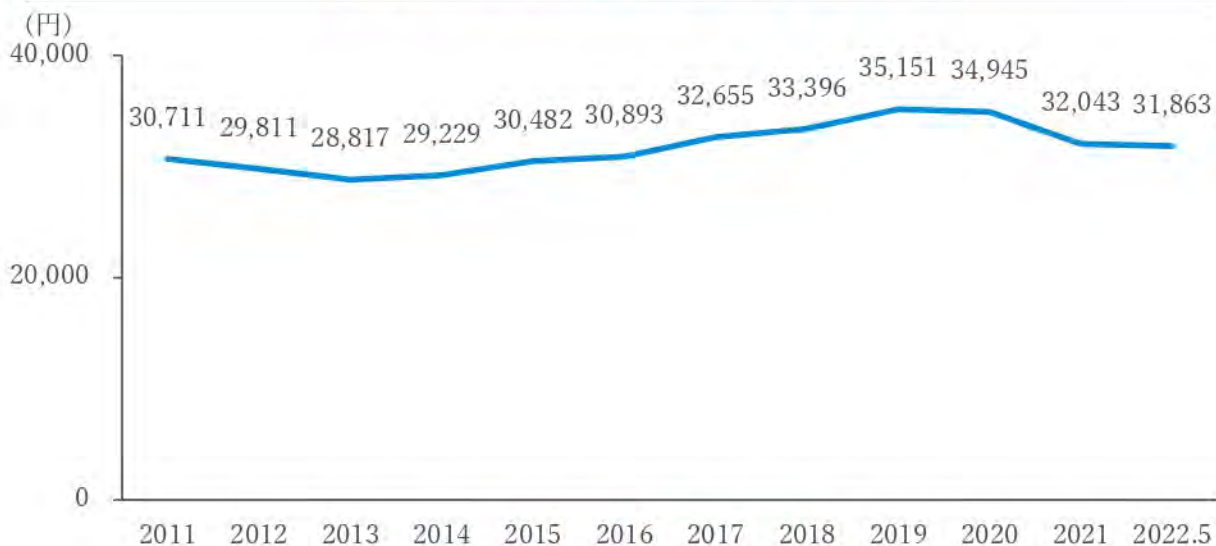


秋葉原オフィス | 周辺地図



秋葉原オフィス | マーケット情報

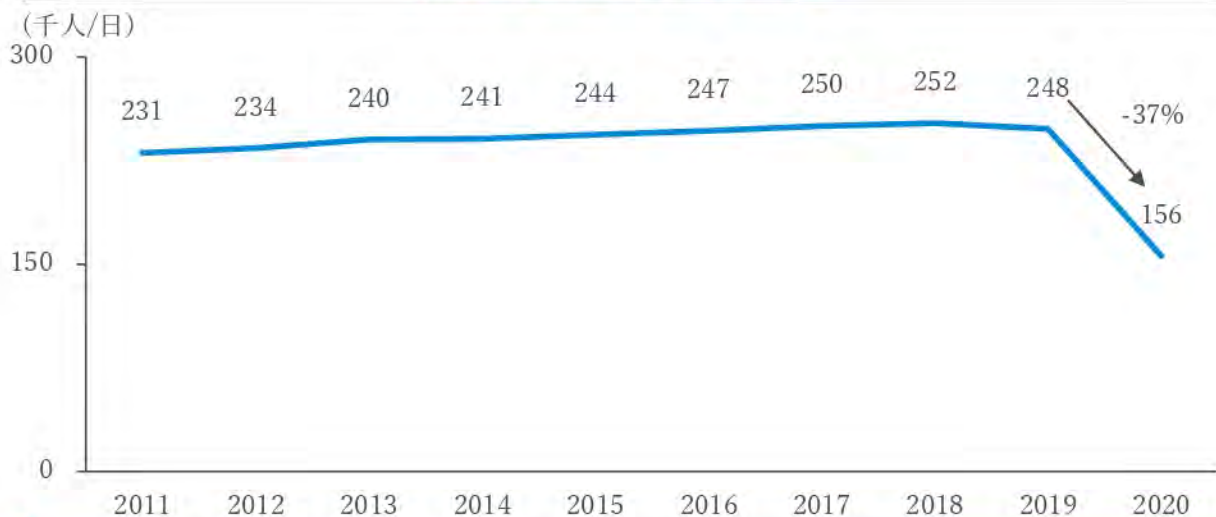
募集坪賃料(千代田区, 1フロア面積200坪以上)



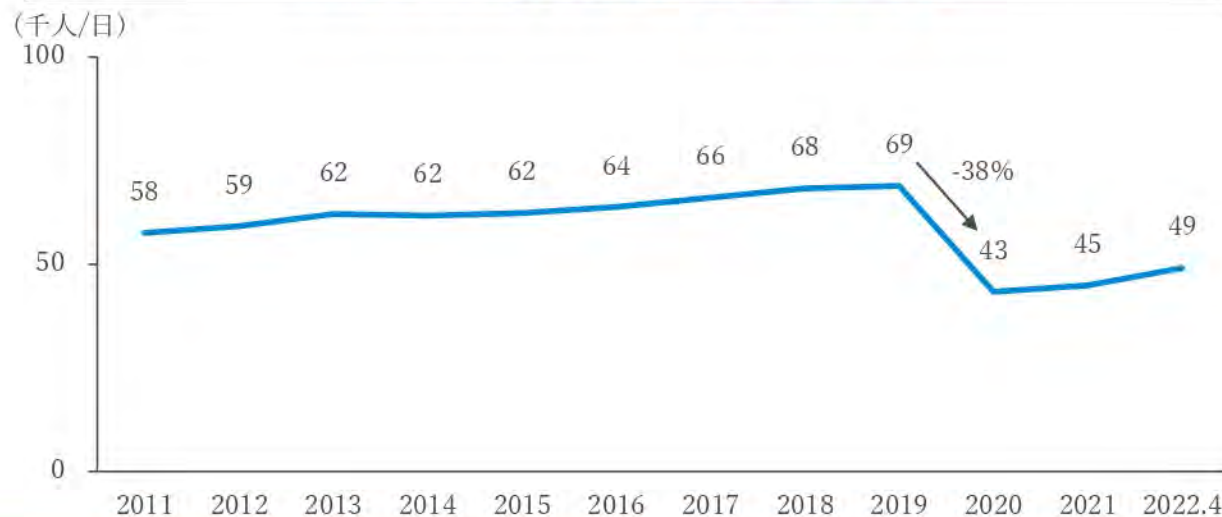
空室率(千代田区, 1フロア面積200坪以上)



JR「秋葉原駅」平均乗車客数



つくばエクスプレス「秋葉原駅」平均乗車客数



※各年度の集計期間について、例えば「2019」の場合は2019年4月から2020年3月までを表す
出所：三幸エステート、JR東日本、つくばエクスプレス

秋葉原オフィス | Rent Comps



	★	①	②	③	④	⑤
物件名	秋葉原 オフィス	AKSビル	住友不動産秋 葉原駅前ビル	秋葉原UDX	秋葉原 ダイビル	住友不動産 秋葉原ビル
外観						
基準階 イメージ						
築年	2007年	2004年	2019年	2006年	2005年	2009年21F/B2F
階数	31F/B2F	8F/B1F		22F/B3F	31F/B2F	19F/B3F
GBA(坪)	17,281	3,306	48,849	48,849	15,213	9,677
基準階(坪)	343	303	340	1,453	349	323
オフィス 坪賃料(円)	30,000	非開示				
主要 テナント	東京センチュリーリース サイバネットシステム TCIファイナンス 富士通リース、アソビズム サン電子、アセンテック Gabaマンツーマン英会話	NA	松美堂、大日本コンサル ティング、夢テクノ ロジー、Yoster、 ANDPAD、明治安田生 命 東京本部、オープン アップシステム、ハーマ ンインターナショナル	日立、NTT、弥生 ジンエクセル、DOWA E&Eソリューションズ エコシステムジャパン Nubee Tokyo タリーズコーヒー プロント、福島屋	日立製作所(16-30階) 産業技術総合研究所 筑波大学、東京大学 首都大学東京 ぶらっとホーム 新ケミカル商事 エクセルシオールカフェ	新生銀行グループ(11-19 階) 大建工業(3-6階) パーソルテンプスタッフ AGAヘアクリニック 住友不動産 フェカスベルスキー

秋葉原オフィス | Cap Comps



1

2

3

4

5



物件名	秋葉原 オフィス	京橋 トラストタワー	ルオーゴ汐留	旧日本通運 本社ビル	神谷町 トラストタワー	恵比寿ファースト スクエア
外観						
取引時期	NA	2021年3月	2022年5月	2021年12月	2021年9月	2021年6月
所在地	東京都千代田区	東京都中央区	東京都港区	東京都港区	東京都港区	東京都渋谷区
築年	2007年	2014年	2004年	2003年	2020年	2014年
NRA, GBA(坪)	9,943/17,281	1,954/NA	1,354/2,494	7,027/14,021	2,297 /NA	NA/ 4,591
価格 (百万円)	96,563~104,959	非開示				
価格/NRA (百万円/坪)	9.7~10.6					
価格/GBA (百万円/坪)	5.6~6.1					
NOI Cap	2.30~2.50%					
買主	NA					
売主	NA					

秋葉原オフィス | 収支予想

レントロール

Floor	Type	GBA tb	NRA tb	Rentable /GBA	Rent/ tb	Gross Monthly Rent	Vacancy%	Net Monthly Rent
B2	Parking	962	-	0%		0	5.0%	0
B1	Parking	967	-	0%		0	5.0%	0
1	Retail	636	148	23%	35,000	5,187,875	5.0%	4,928,481
2	Office	286	121	42%	25,000	3,025,000	5.0%	2,873,750
3	Office	166	-	0%	25,000	0	5.0%	0
4	Office	682	195	29%	25,000	4,876,300	5.0%	4,632,485
5	Office	594	467	79%	25,000	11,666,064	5.0%	11,082,761
6	Office	582	318	55%	25,000	7,961,297	5.0%	7,563,232
7	Office	471	318	68%	25,000	7,961,297	5.0%	7,563,232
8	Office	495	343	69%	30,000	10,290,900	5.0%	9,776,355
9	Office	495	343	69%	30,000	10,290,900	5.0%	9,776,355
10	Office	515	318	62%	30,000	9,543,000	5.0%	9,065,850
11	Office	474	247	52%	30,000	7,422,300	5.0%	7,051,185
12	Office	495	343	69%	30,000	10,290,900	5.0%	9,776,355
13	Office	495	343	69%	30,000	10,290,900	5.0%	9,776,355
14	Office	495	343	69%	30,000	10,290,900	5.0%	9,776,355
15	Office	495	343	69%	30,000	10,290,900	5.0%	9,776,355
16	Office	495	343	69%	30,000	10,290,900	5.0%	9,776,355
17	Office	495	343	69%	30,000	10,290,900	5.0%	9,776,355
18	Office	495	343	69%	30,000	10,290,900	5.0%	9,776,355
19	Office	495	343	69%	30,000	10,290,900	5.0%	9,776,355
20	Office	515	343	67%	30,000	10,290,900	5.0%	9,776,355
21	Office	504	373	74%	30,000	11,179,070	5.0%	10,620,117
22	Office	504	373	74%	30,000	11,179,070	5.0%	10,620,117
23	Office	515	384	75%	30,000	11,529,547	5.0%	10,953,069
24	Office	515	384	75%	30,000	11,529,547	5.0%	10,953,069
25	Office	515	384	75%	30,000	11,529,547	5.0%	10,953,069
26	Office	515	384	75%	30,000	11,529,547	5.0%	10,953,069
27	Office	515	384	75%	30,000	11,529,547	5.0%	10,953,069
28	Office	515	384	75%	30,000	11,529,547	5.0%	10,953,069
29	Office	515	384	75%	30,000	11,529,547	5.0%	10,953,069
30	Office	515	384	75%	30,000	11,529,547	5.0%	10,953,069
31	Office	347	216	62%	30,000	6,487,840	5.0%	6,163,448
Total	Office	17,281	9,943	58%	29,361	291,925,387	5.0%	277,329,117

収支予想

Rent Income

Annual Gross Rent Income	3,503,104,641
Vacancy Adjustment	-175,155,232
Annual Effective Rent Income	3,327,949,409

Parking and Other Income

Annual Parking Income	57,888,000	36,000 @/lot	134 lots
Vacancy Adjustment	-2,894,400	5.0% Vacancy %	
Parking and Other Income	54,993,600		

Gross Income

3,382,943,009

Expense

Property Management Fee	50,744,145	1.5% of Effective Income
Repair and Maintenance Fee	414,750,805	2,000 / GBA *12
Common Area Utilities	41,475,080	200 / GBA *12
Real Estate TAX	401,963,520	12% of Gross Income
Insurance	12,960,963	0.05% of Bldg. Replacement Cost
Ground Lease Fee	-	
Leasing Commission	46,985,320	1 Month(s) 6 Turnable yrs.
Restoration Cost	0	- / tb tb NRA
Others	-	

Total Expense

968,879,832

28.6% of Gross Income

Net Operating Income (NOI)

2,414,063,177

NOI Cap Rate

2.30%

Income Value

104,959,268,546

10,556,371 tb / NRA

6,073,581 tb / GBA

土地	固定路線価	個別性	負担調整率	課税標準
	4,030,000	1.00	65%	13,076,544,000
建物	建築費相当	個別性	負担調整率	課税標準
	25,921,925,288	1.00	41%	10,568,368,940
per tb 1,500,000				

土地	固都税率	土地固都税
	1.70%	222,301,248
建物	固都税率	建物固都税
	1.70%	179,662,272

GBAは建物図面を引用。NRAはネットに掲載されている募集情報や建物図面・外観からの調査に基づき推測したものであり、実際の数値・レイアウトとは異なります。

駐車台数：<https://www.fsi.co.jp/akibaplaza/hotel.html>

土地・建物固都税：土地については、保守的に算出するため、東京都の負担調整率は上限の65%、東京以外は上限の70%を適用。建物については、負担調整率50%に対して、政府が開示する21年度経年減点補正率表をもとに補正を行い算出。

非開示

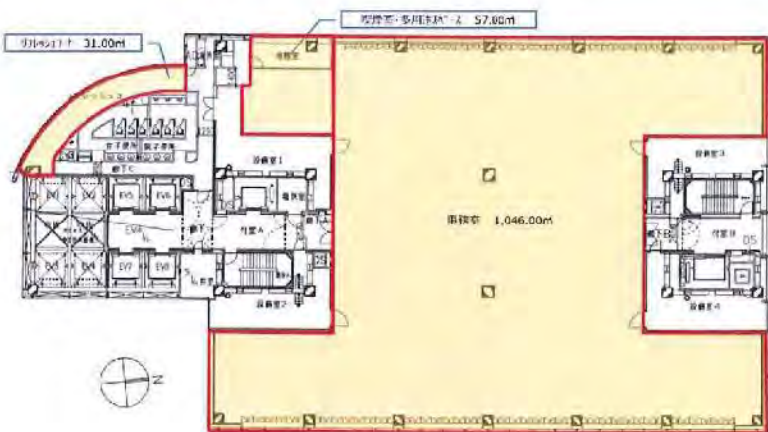
非開示

非開示

非開示

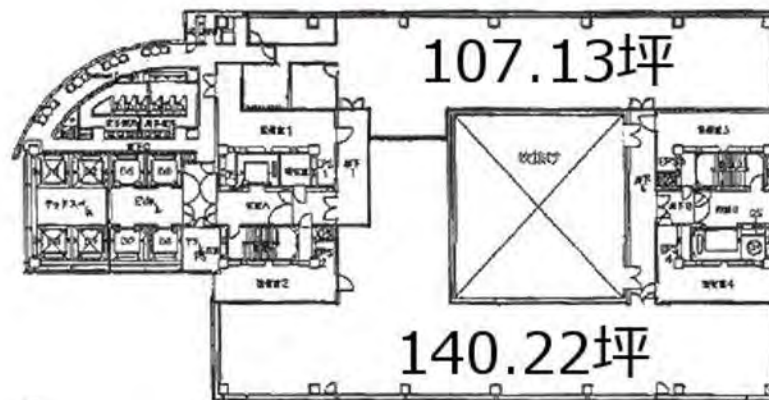
秋葉原オフィス|実際の募集等で開示されている賃貸面積

16,19階 : 343.03坪



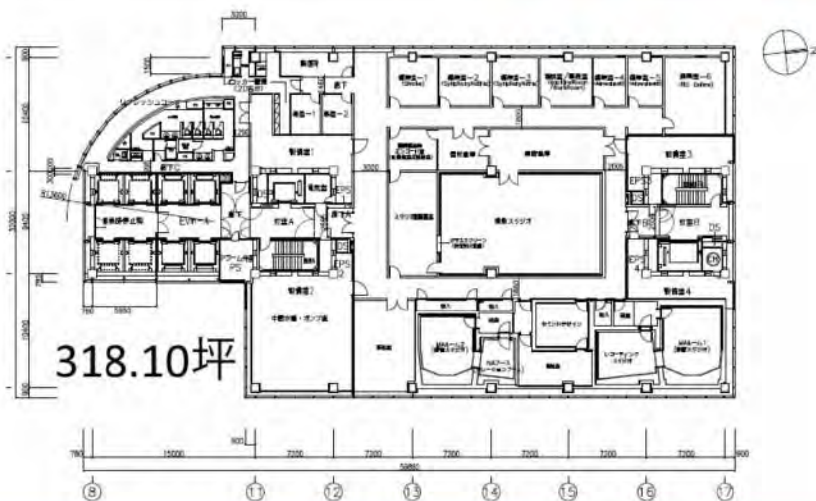
<https://www.officetar.jp/building/2157/286458/>
<https://officee.jp/detail/45870/263898/>

11階 : 247.35



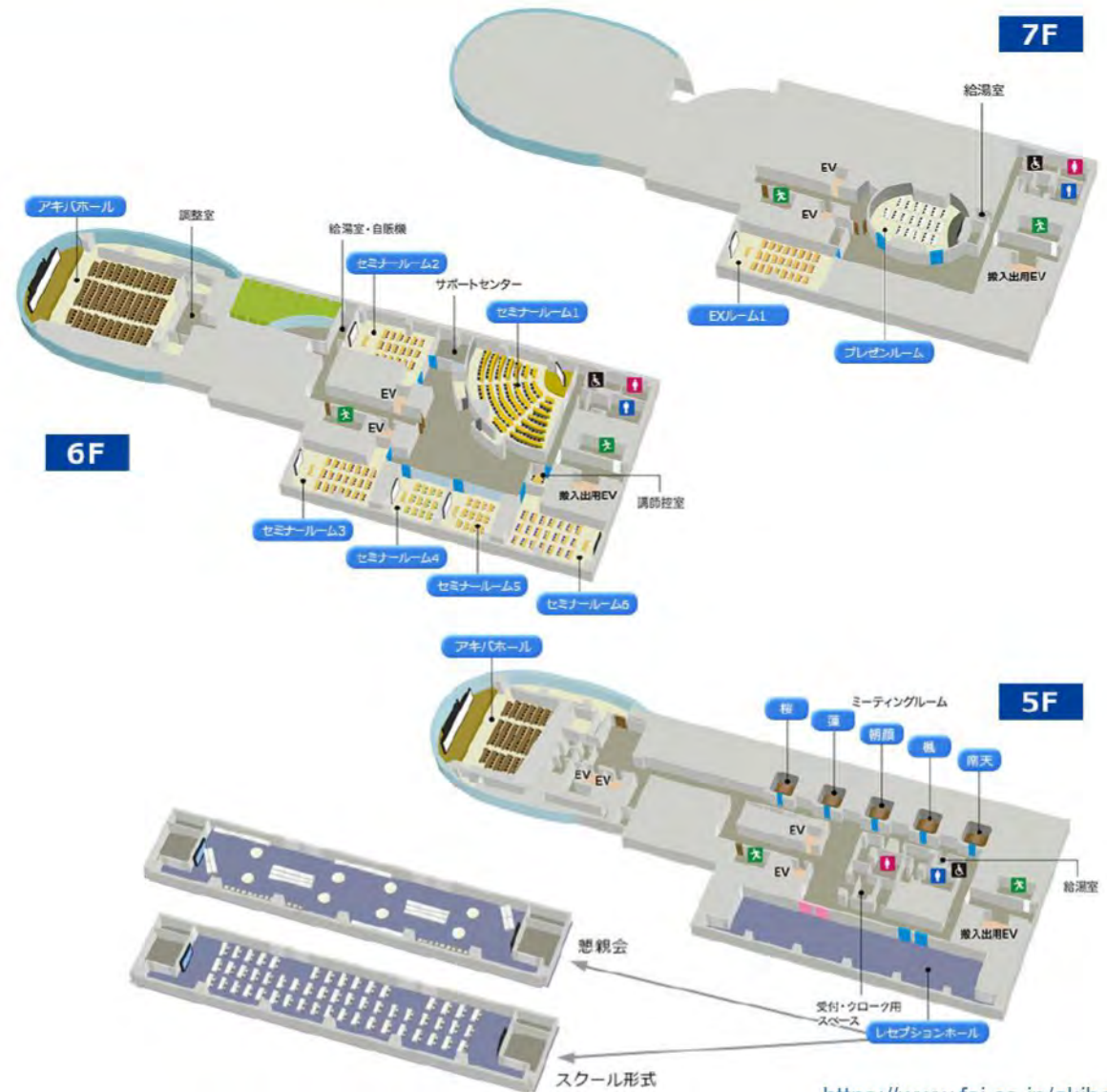
<https://officee.jp/detail/45870/263897/>

10階:318.10坪 ※映像スタジオ



<https://officee.jp/detail/45870/388839/>

秋葉原オフィス|1階及び貸し会議室についての会社資料



<https://www.fsi.co.jp/akibaplaza/list/>

非開示

非開示

非開示

非開示

2. 横浜

横浜本社ビル | 物件概要

基本情報

- 住所：神奈川県横浜市中区桜木町1-1
- 階数：地上21階・地下2階・塔屋2階、構造：鉄骨造(地下部は鉄筋鉄骨コンクリート造)
 - 3-21階：オフィス、2階：飲食店・エントランス
 - 1階：飲食店・レンタカー、地下：駐車場
- 基準階面積：264坪、GBA：8,116坪、NRA：4,947坪、NRA/GBA：61%
- 築年：2004年3月、土地建物簿価：97億円、従業員数：1,881人(2021年12月時点)
- 最寄駅：JR「桜木町駅」北2出口 徒歩1分
- 周辺路線：みなとみらい線(馬車道駅)

推定評価額	275~295億円
稼働率	95%
賃料収入(カッコ内は想定坪賃料)	12億円(21,000円)
NOI(カッコ内はNOI Margin)	8.2億円(68%)
NOICap	2.80~3.00%

外観・エントランス



内部イメージ

オフィスフロア



プレゼンルーム(3階)



リフレッシュルームからの眺望



会議室(4階)



飲食店(2階)



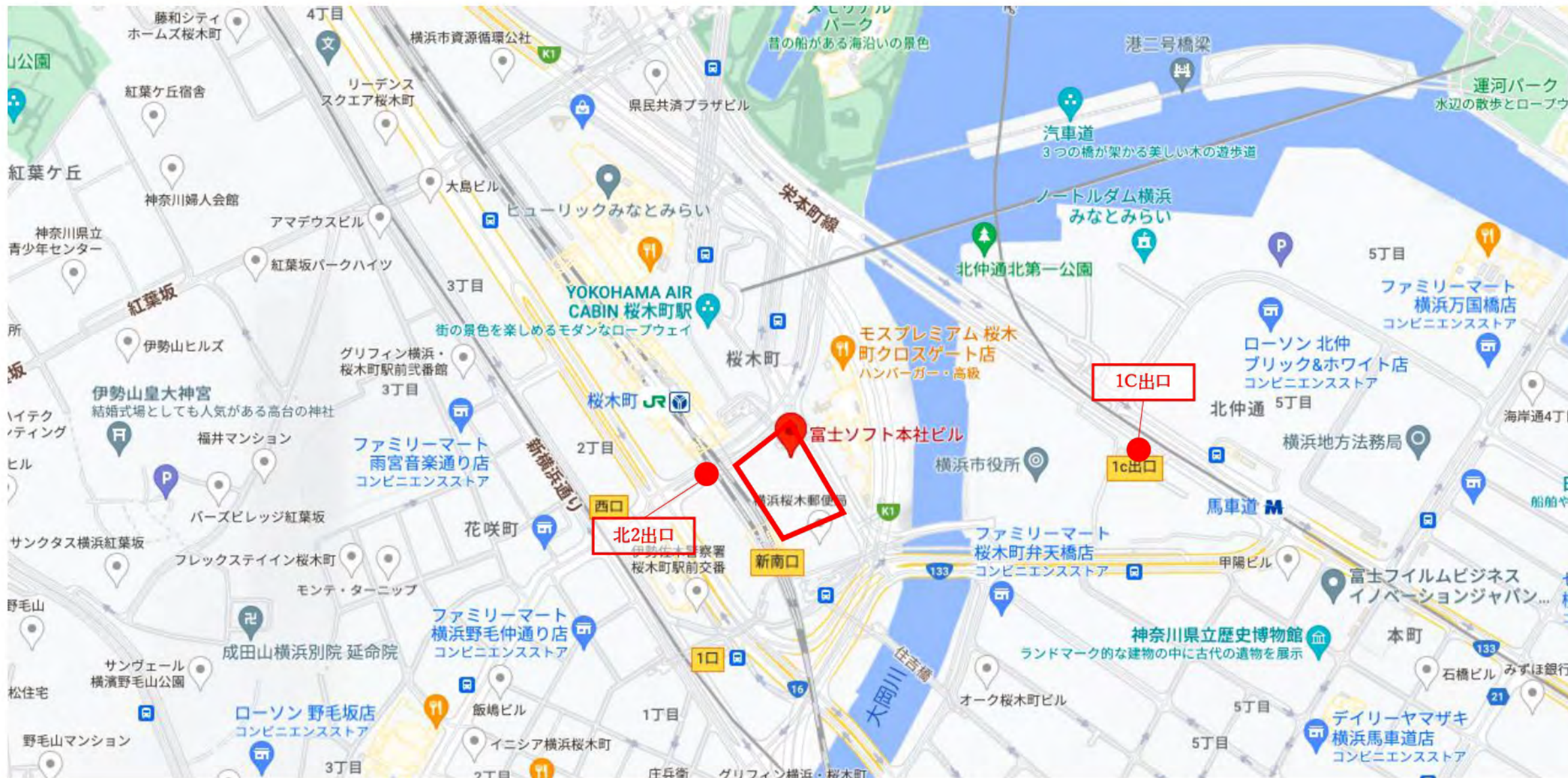
フリースペース(3階)



社員食堂(20階)

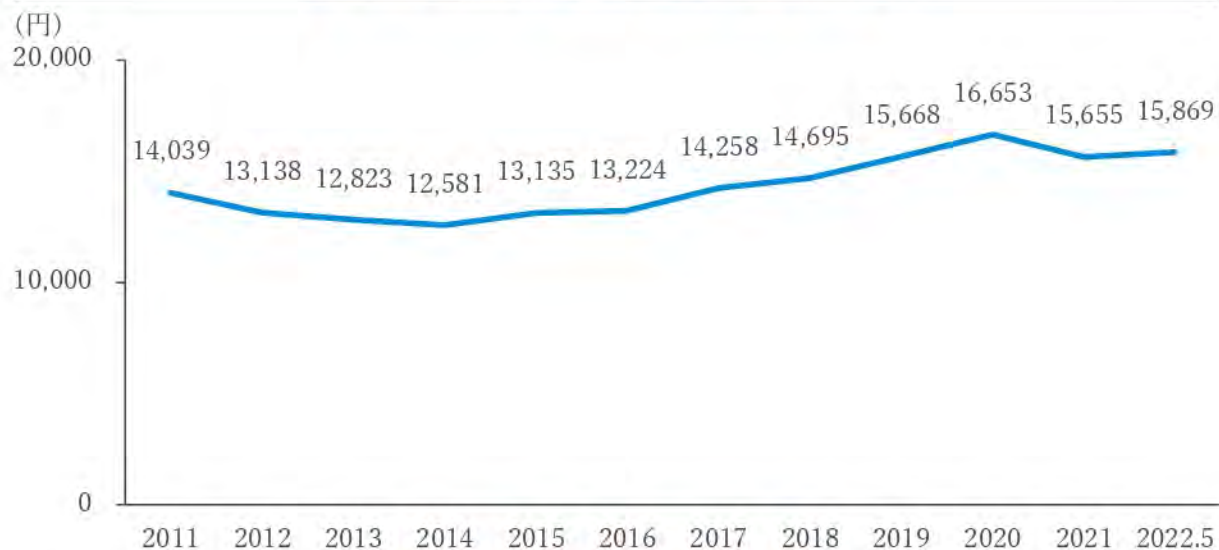


横浜本社ビル | 周辺地図

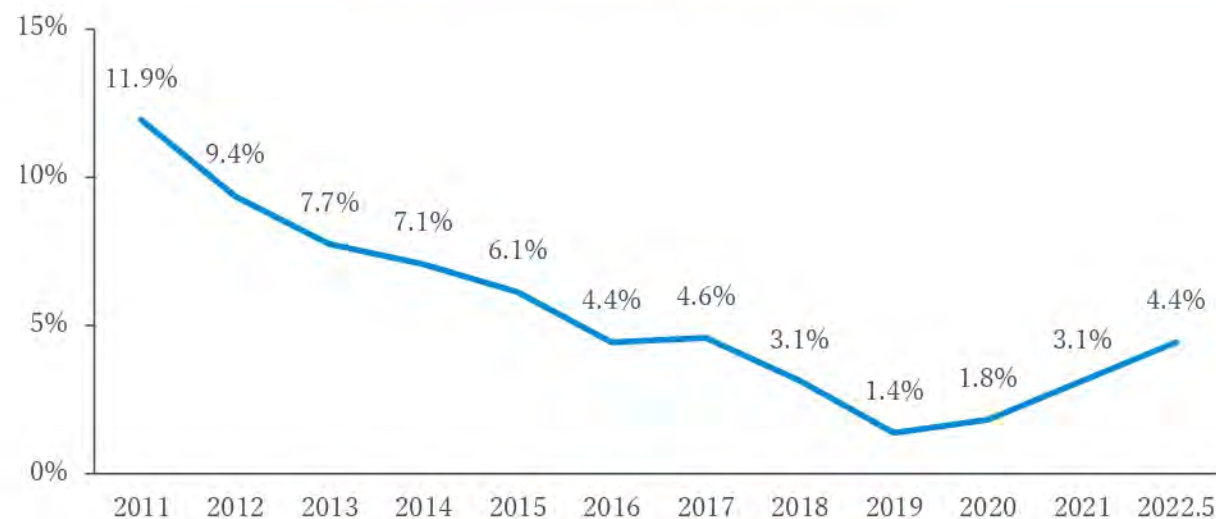


横浜本社ビル | マーケット情報

募集坪賃料(横浜市, 1フロア面積200坪以上)



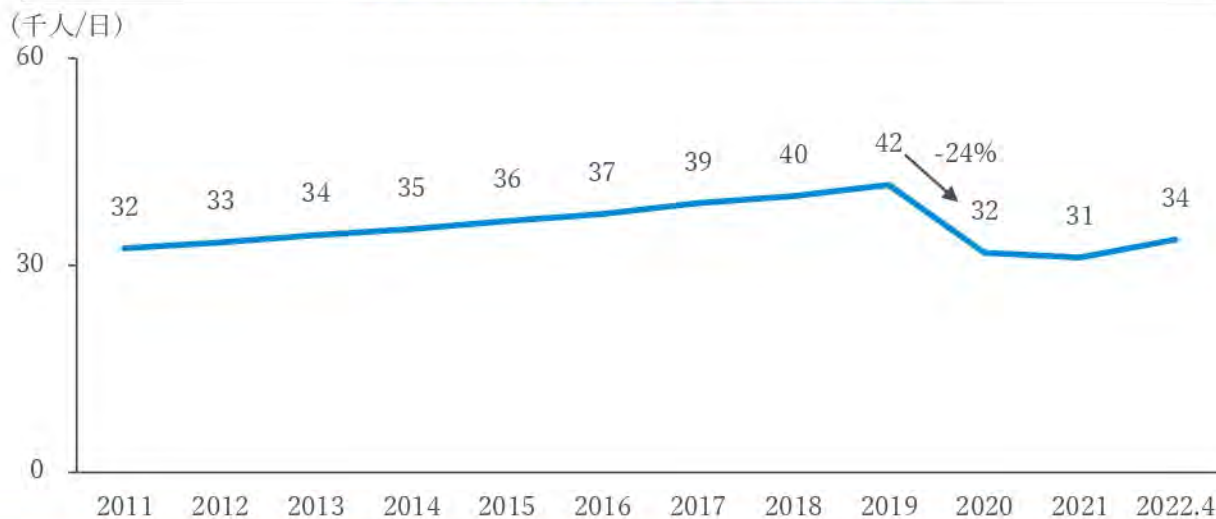
空室率(横浜市, 1フロア面積200坪以上)



JR「桜木町駅」平均乗車客数




みなとみらい線「馬車道駅」平均乗車客数



※各年度の集計期間について、例えば「2019」の場合は2019年4月から2020年3月までを表す
出所：三幸エステート、JR東日本、横浜市

横浜本社ビル | Rent Comps (1/2)



	★	①	②	③	④
物件名	横浜本社ビル	ヒューリックみなとみらい	日石横浜ビル	横浜アイランドタワー	横浜メディアビジネスセンタービル
外観					
基準階イメージ					
築年	2004年	2010年	1997年	2003年	2004年
階数	21F/B2F	19F/B1F	30F/B2F	27F/B3F	13F/B2F
GBA(坪)	8,116	32,001	22,665	13,310	5,596
基準階(坪)	264	307	466	320	284
オフィス坪賃料(円)	21,000	非開示			
主要テナント	カフェドクリエ 手作り居酒屋甘太郎 ペッパーランチ ニッポンレンタカー	クラーク記念高校 環太平洋大学 三基商事、KDDI プルデンシャル生命 フィラディス コムテック ガーミンジャパン	ENEOSグループ(5-9階) コープ(21-22階) 日藤海運、ダイダシ横浜 三菱重工パーキング アヴィバ アステラス製薬 テネコジャパン	都市再生機構(5-11階) 鉄道・運輸機構(19-27階)	神奈川新聞社(9-13階) テレビ神奈川(2-4階) 関東学院 中小企業支援センター

横浜本社ビル | Rent Comps (2/2)



	★	5	6	7	8
物件名	横浜本社ビル	三菱重工横浜ビル	クイーンズタワーB	クイーンズタワーC	みなとみらいセンタービル
外観					
基準階イメージ					
築年	2004年	1994年	1997年	1997年	2010年
階数	21F/B2F	34F/B2F	28F/B5F	21F/B5F	21F/B2F
GBA(坪)	8,116	33,115	19,670	16,426	28,804
基準階(坪)	264	541	563	680	1,013
オフィス坪賃料(円)	21,000	非開示			
主要テナント	カフェドクリエ 手作り居酒屋甘太郎 ペッパーランチ ニッポンレンタカー	三菱重工業、三菱電機 新日鉄ソリューションズ AIGエジソン、アイネット アイカ工業、WOWOW 後藤横浜事務所 海上災害防止センター プロクエスト	ノジマ、アップビート 日立情報通信、フィード ベルシステム24 グレーブシステム 旭化成、NEC、富士通 水産研究・教育機構 三協アルミ、ニックス	ハイマックス、エト アメリカ・ツウ ジラルタ生命保険 フォーアールエナジー 五大、住友林業 ボッシュ アルプス技研	富士ゼロックス(4-10階) レノボジャパン ジョンソンコントロールズ 大京グループ 大和ハウス 大成建設、ALSOK 現代自動車

横浜本社ビル | Cap Comps



①

②

③



物件名	横浜本社ビル	みなとみらいセンタービル	横浜野村ビル	ニューステージ横浜
外観				
取引時期	NA	2022年5月	2022年4月	2021年11月
所在地	横浜市中区	横浜市西区	横浜市西区	横浜市神奈川区
築年	2004年	2010年	2017年	1993年
NRA, GBA(坪)	4,947/8,116	19,335/28,804	11,820/NA	NA/15,217
価格(百万円)	27,512~29,478	非開示		
価格/NRA(百万円/坪)	5.6~6.0			
価格/GBA(百万円/坪)	3.4~3.6			
NOI Cap	2.80~3.00%			
買主	NA			
売主	NA			

横浜本社ビル | 収支予想

レントロール

Floor	Type	GBA tb	NRA tb	Rentable /GBA	Rent/ tb	Gross Monthly Rent	Vacancy%	Net Monthly Rent
B2	Parking	261	-	0%		0		0
B1	Parking	261	-	0%		0		0
1F	Retail	253	41	16%	25,000	1,013,436	5.0%	962,764
2F	Retail	417	104	25%	30,000	3,126,814	5.0%	2,970,473
3F	Office	348	226	65%	20,000	4,523,633	5.0%	4,297,452
4F	Office	343	223	65%	20,000	4,458,000	5.0%	4,235,100
5F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
6F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
7F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
8F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
9F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
10F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
11F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
12F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
13F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
14F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
15F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
16F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
17F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
18F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
19F	Office	374	264	70%	21,000	5,537,490	5.0%	5,260,616
20F	Office	326	215	66%	21,000	4,517,453	5.0%	4,291,581
21F	Office	293	182	62%	21,000	3,829,287	5.0%	3,637,823
	Office	8,116	4,947	61%	21,132	104,530,973	5.0%	99,304,424

収支予想

Rent Income

Annual Gross Rent Income	1,254,371,678
Vacancy Adjustment	-62,718,584
Annual Effective Rent Income	1,191,653,094

Parking and Other Income

Annual Parking Income	31,322,181	35,000 @/lot	75 lots
Vacancy Adjustment	-1,566,109	5.0% Vacancy %	
Parking and Other Income	29,756,072		

Gross Income

1,221,409,166

Expense

Property Management Fee	24,428,183	2.0% of Effective Income
Repair and Maintenance Fee	194,785,147	2,000 / GBA * 12
Common Area Utilities	19,478,515	200 / GBA * 12
Real Estate TAX	134,284,007	11% of Gross Income
Insurance	6,087,036	0.05% of Bldg. Replacement Cost
Ground Lease Fee	-	-
Leasing Commission	16,964,016	1 Month(s) 6 Turnable yrs.
Restoration Cost	-	- / tb
Others	-	-
Total Expense	396,026,904	32.4% of Gross Income

Net Operating Income (NOI)

825,382,262

NOI Cap Rate

2.80%

Income Value

29,477,937,931 5,959,160 tb / NRA 3,632,056 tb / GBA

	固定路線価	個別性	負担調整率	課税標準
土地	1,520,000	1.05	70%	3,160,301,844
	建築費相当額		経年減点后	課税標準
建物	12,174,071,663	1.00	39%	4,738,757,395
per tb	1,500,000			

	固都税率	土地固都税
土地	1.70%	53,725,131
	固都税率	建物固都税
建物	1.70%	80,558,876

GBAは建物図面を引用。NRAはネットに掲載されている募集情報や建物図面・外観からの調査に基づき推測したものであり、実際の数値・レイアウトとは異なります。

駐車台数：<https://www.navitime.co.jp/parking/around/?spt=60078.140004>

土地・建物固都税：土地については、保守的に算出するため、東京都の負担調整率は上限の65%、東京以外は上限の70%を適用。建物については、負担調整率50%に対して、政府が開示する21年度経年減点補正率表をもとに補正を行い算出。

非開示

非開示

非開示

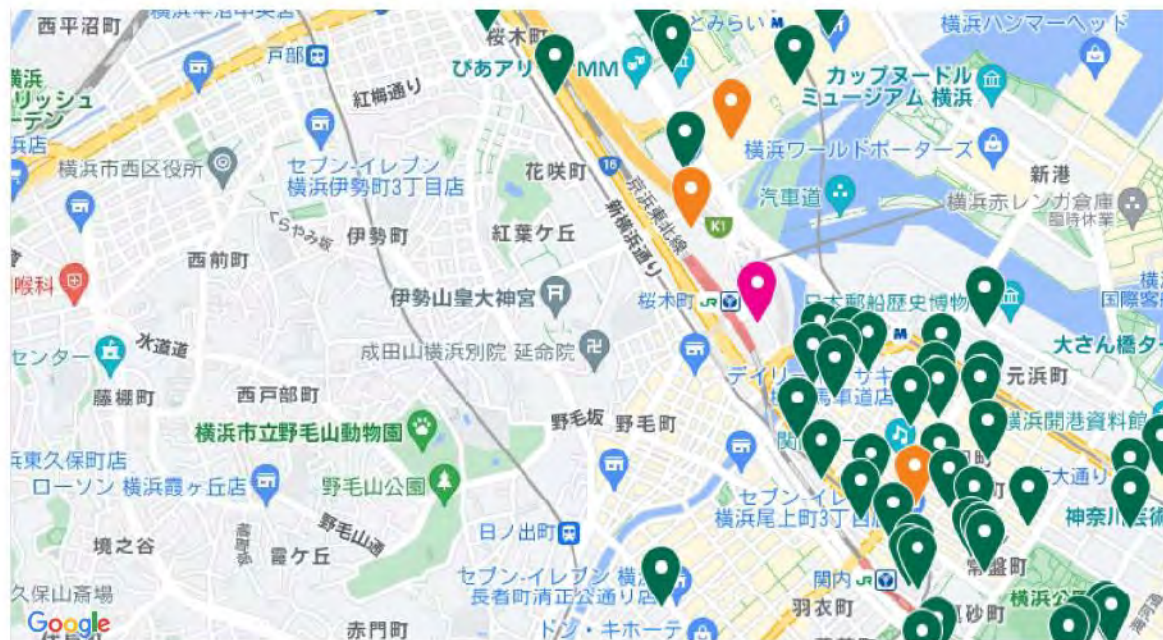
横浜本社|実際の募集等で開示されている賃貸面積

7,8階：263.69坪

選択	階	面積	月額賃料・共益費	坪!
	8階	263.69坪	掲載終了	
	7階	263.69坪	掲載終了	

チェックした物件をまとめて

お問い合わせ



1,2階



非開示

非開示

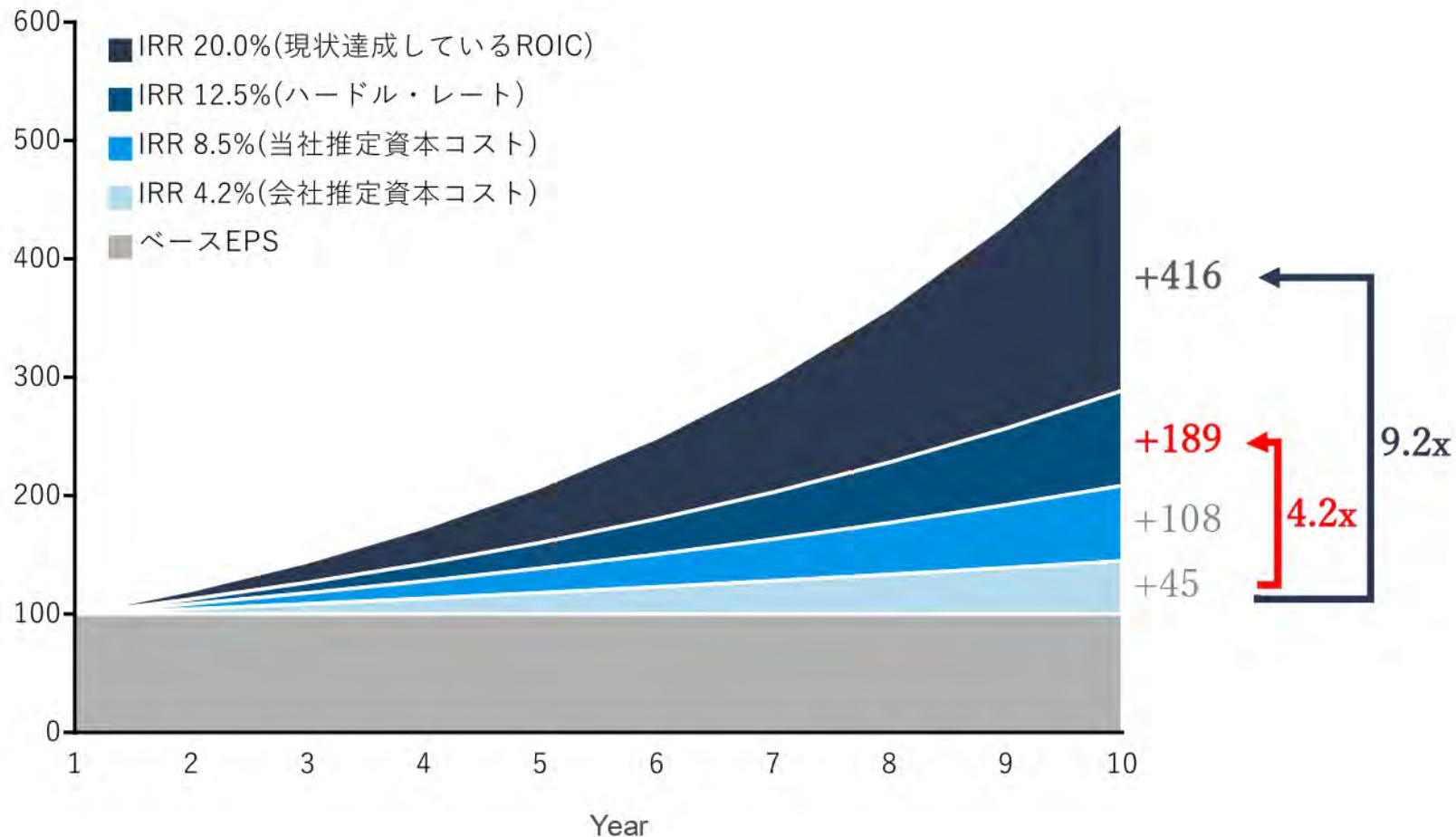
非開示

非開示

Section 2 :
再投資を通じた企業価値成長

資本コストを大幅に上回るIRRの投資の積み重ねが、「富士ソフトにしかできない企業価値成長」を実現させます

IRRごとのEPS成長（1年目EPS=100）



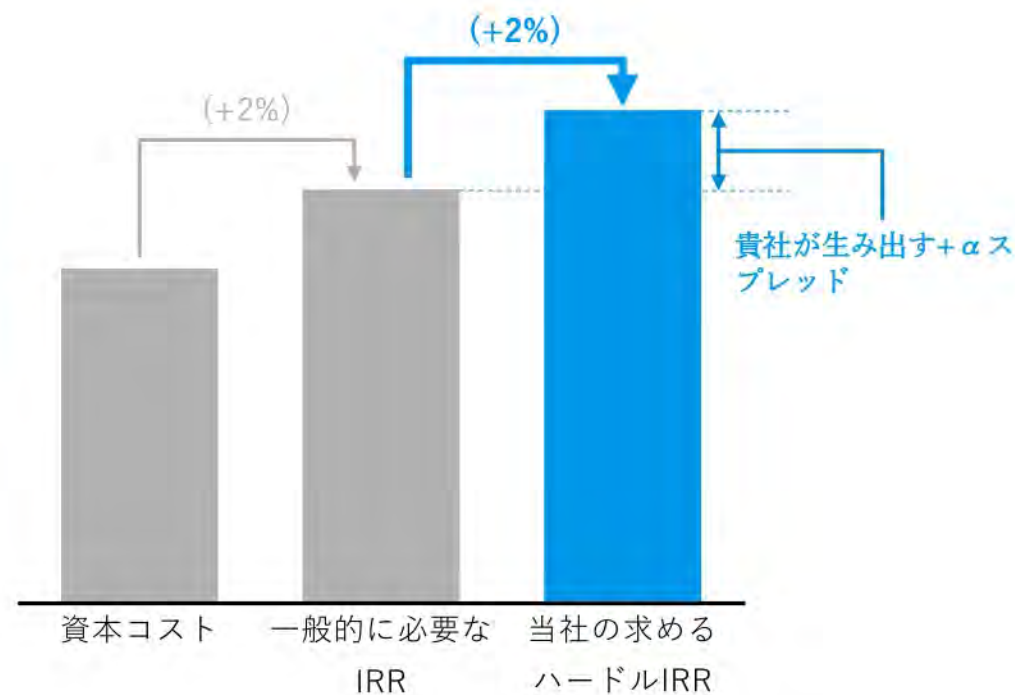
- 会社推定資本コストの水準で再投資を行った場合に比べ、ハードルレートでの再投資は4倍以上、現状のROIC水準での再投資は9倍以上の価値を生み出します

当社は、「富士ソフトにしかできない企業価値成長」に求められるIRRを資本コスト+4%以上と考えます

一般に、十分な価値創造を行うために必要なリターンは資本コスト+2%¹

- 柳良平氏（早稲田大学大学院会計研究科客員教授）が世界の多数の投資家にヒアリングした結果、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」ことが判明している
- 従って、柳氏は投資採択基準において、「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る
- 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年間において、常にIRR+2%を実務でも適用して世界の投資家と対話して賛同を得てきた

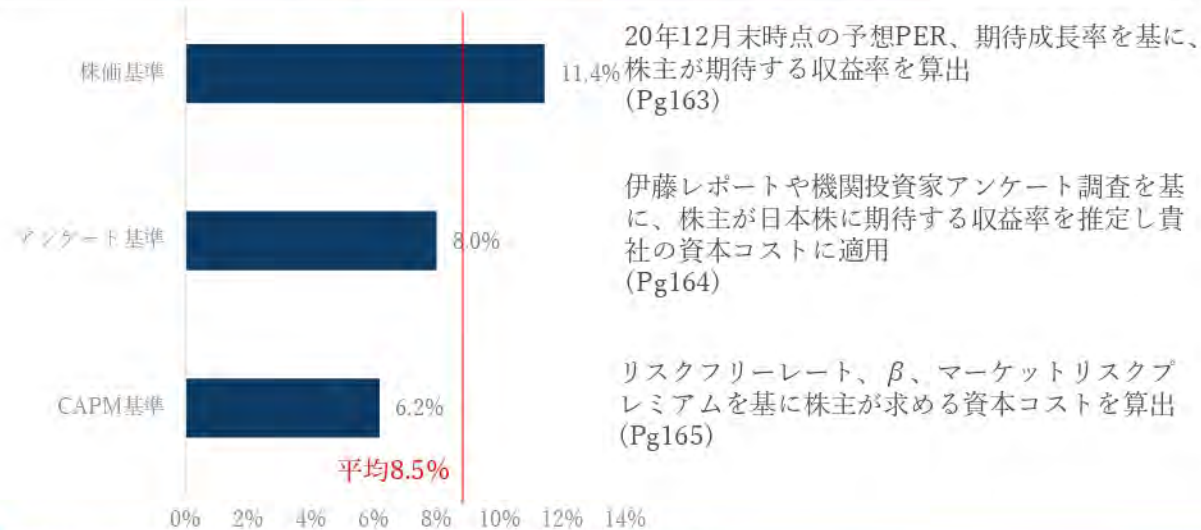
「富士ソフトにしかできない企業価値成長」の実現に向けて
資本コスト+4%以上のIRRが、求められる水準と判断



貴社の資本コストは、8.5%であると考えています (1/2)

- 貴社は、ネットキャッシュの状態にあり、コア事業を運営する上で有利子負債による調達を必要としていないことから、実質的に株主のみから資本を調達している状態です
- したがって、貴社にとっての資本コストは、株主から調達した資本にかかるコストと同義であり、株主が貴社に期待する収益率8.5%です
- 同業他社についても、全ての企業がネットキャッシュの状態にあることから、貴社の業界においては、事業運営上有利子負債による調達を必要とせず、株主のみから資本を調達している状態にあると言えます
- なお、貴社及び同業他社のどちらにおいても、実質的に株主のみから資本を調達している状態が長期にわたって続いています(Pg161)

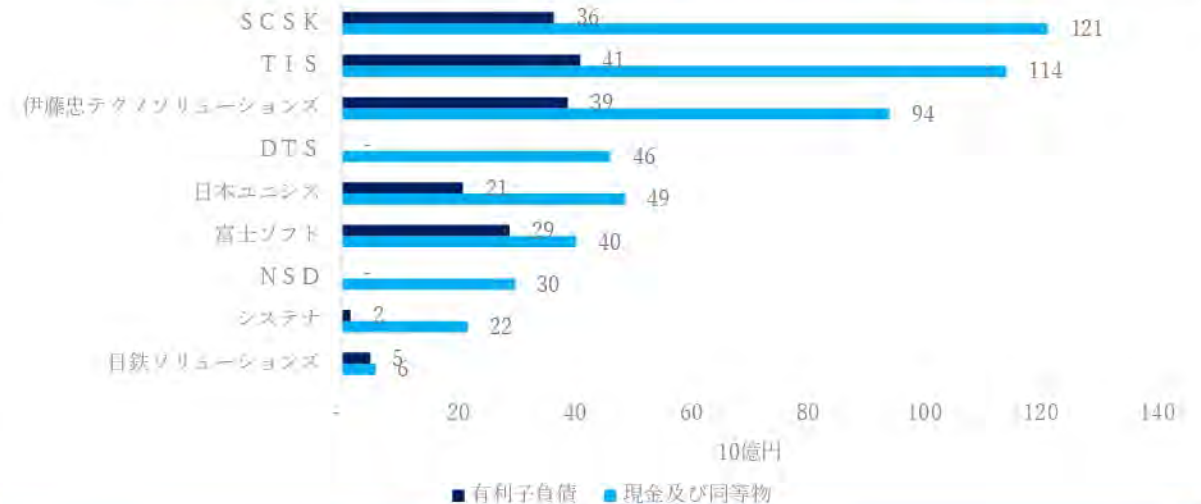
株主が貴社に求める資本コストは8.5%です



貴社はネット・キャッシュであり、
実質的に株主のみから資本を調達している状態にあります¹



同業他社についても、全社がネット・キャッシュの状態にあります²



注：[1]2021年12月期有価証券報告書; [2]直近年度決算データ、Bloomberg

貴社の資本コストは、8.5%であると考えています (2/2)

■ 当社は、仮にWACCを用いて資本コストを算出した場合でも、貴社の資本コストは8.5%であり、下記を主な要因として、4.2%を上回っていると考えています

— 株主資本コストは、貴社がCAPMのみで算出するのに対して、当社は複数の手法で算出された株主の期待収益率の平均値を使用。これは、CAPMが唯一かつ完全な算出方法ではないことが指摘されているため。※CAPMについても当社では一般的に使用される前提を基準に算出(Pg165)

— “株主資本コストについては、CAPM (Capital Asset Pricing Model : 資本資産評価モデル) 等の一定の方法により理論値を算定することはできるものの、実務においては、具体的な数値として一義的に定まるもの (あるいは定めるべきもの) ではなく、様々な投資家の期待収益率の均衡値として市場において決定される性質のものであることから、投資家との対話を通じて、おおよその目安 (相場観) を共有することが重要となる”¹⁾

— 純有利子負債残高は、有利子負債残高のみを基準とする貴社と異なり、当社は現金及び同等物を有利子負債から控除した金額を基準として使用。これは、貴社の事業モデル上、銀行等の事業と異なり、余剰資金である現金及び同等物が事業を運営する上で必要不可欠ではなく、投下資本に該当しないため

WACCとROIC比較の概念図

$$WACC = \frac{E}{E + D} (re) + \frac{D}{E + D} rd(1 - t)$$



WACCを基準に算出する貴社の資本コストは8.5%

項目	定義	貴社	当社 ※比較のため20年12月期の数値を使用
re	株主資本コスト (株主の期待収益率)	CAPMを用いて算出 ■ 5.3%	CAPM、アンケート、株式評価を用いて算出 ■ 8.5%
rd	負債コスト (銀行借入金や社債等の借入を行う場合に債権者が要求する利率)	20年12月期を起点として、過去3年間の負債コストを単純平均して算出 ■ 0.2%	20年12月期を起点として、過去10年間の負債コストを単純平均して算出 ■ 0.5% ※Pg172
E	株式時価総額	20年12月末時点の株式時価総額 ■ 1,739億円	同左
D	純有利子負債残高 <small>※経済産業省「財務課題解決スライド」参照</small>	20年12月末時点の有利子負債残高 ■ 447億円	20年12月末時点の有利子負債残高から現金及び同等物を控除した金額 ■ 4億円
WACC		■ 4.2%	■ 8.5%

資本コスト+4%が最低限必要な水準であることを踏まえ、ハードル・レートはIRR 12.5%に設定

12.5%のハードル・レートを超えるIRRでの投資は、実現可能と当社は考えています

ベースとなる考え方

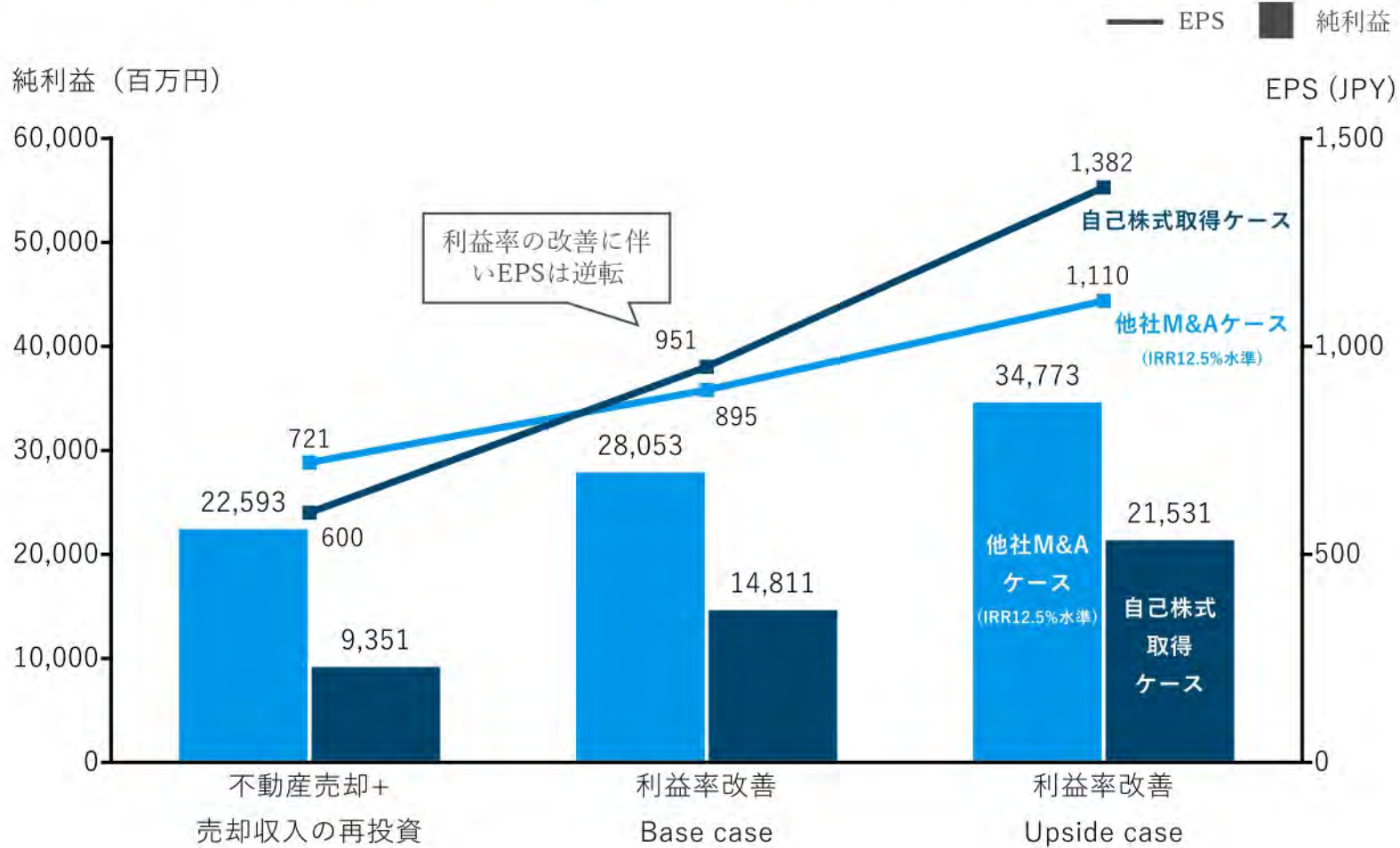
実現可能性の示唆

非開示

また、自社判断で行える自己株式の取得は、利益率改善が達成された場合において、IRR12.5%での他社M&Aよりも高い投資効率が実現可能です

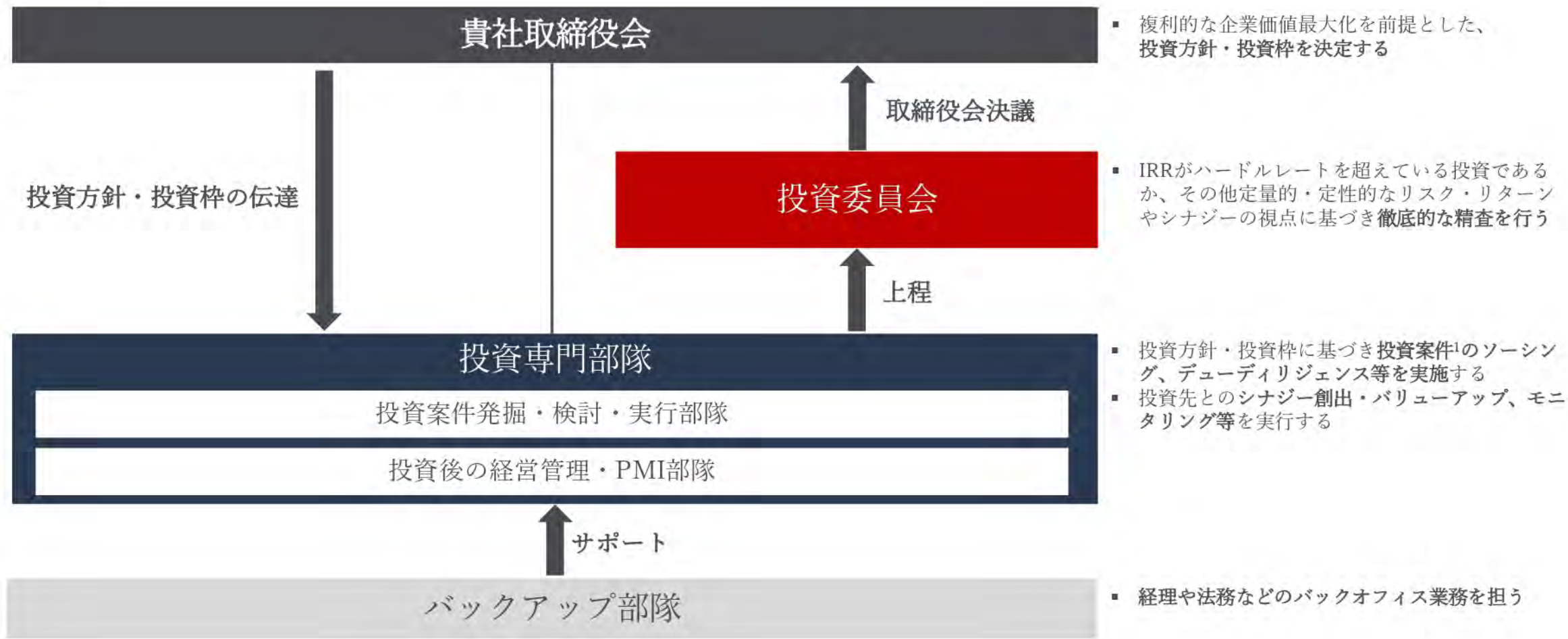
自己株式取得は、IRR 12.5%で他社をM&Aするよりも EPS≒一株当たりCFを高める

試算の前提



非開示

投資組織のイメージ



注: [1] 既存ビジネスの見直しも含む

Section 3 :
成長戦略の再検証

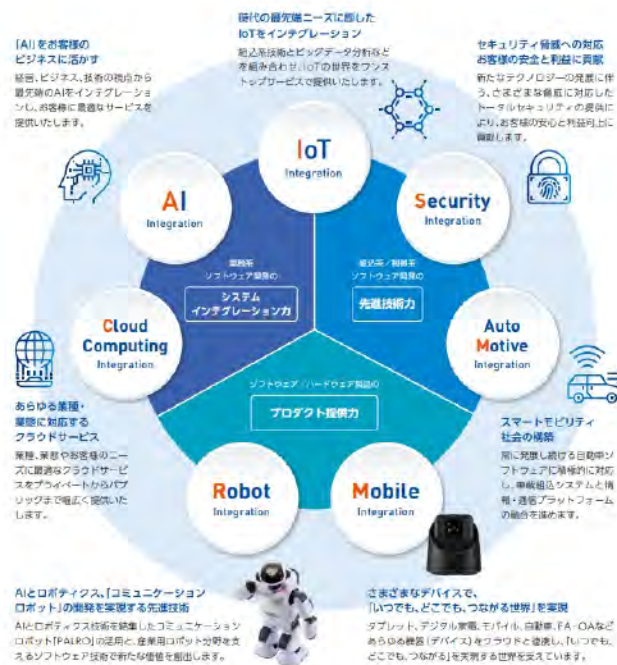
貴社の掲げる成長戦略は全方位型であり、選択と集中が伴っておりません

貴社は、中期経営計画において全方位型戦略を掲げている

成長戦略には選択と集中が求められる

アイスクリーム AIS-CRM

当社は、「AI、IoT、Security、Cloud、Robot、Mobile、AutoMotive」の頭文字を取った「AIS-CRM(アイスクリーム)」を、いまもっとも力を入れる新技術分野と位置づけています。これまで培ってきた技術とソリューションを融合し、いままでにない付加価値と新たなビジネスチャンスを生み出していきます。そして、国内外のお客様への最適なサービス、プロダクトを通じて、新たな価値を社会に提供いたします。



- 全方位型戦略では、リソースが分散し、効果的な成長を達成することができない

“競争に勝つためには、企業のリーダーは、何をし、何をしないか、誰にサービスを提供し、どこに資源を投入するか、といった選択をしなければならない”

Harvard Business Review

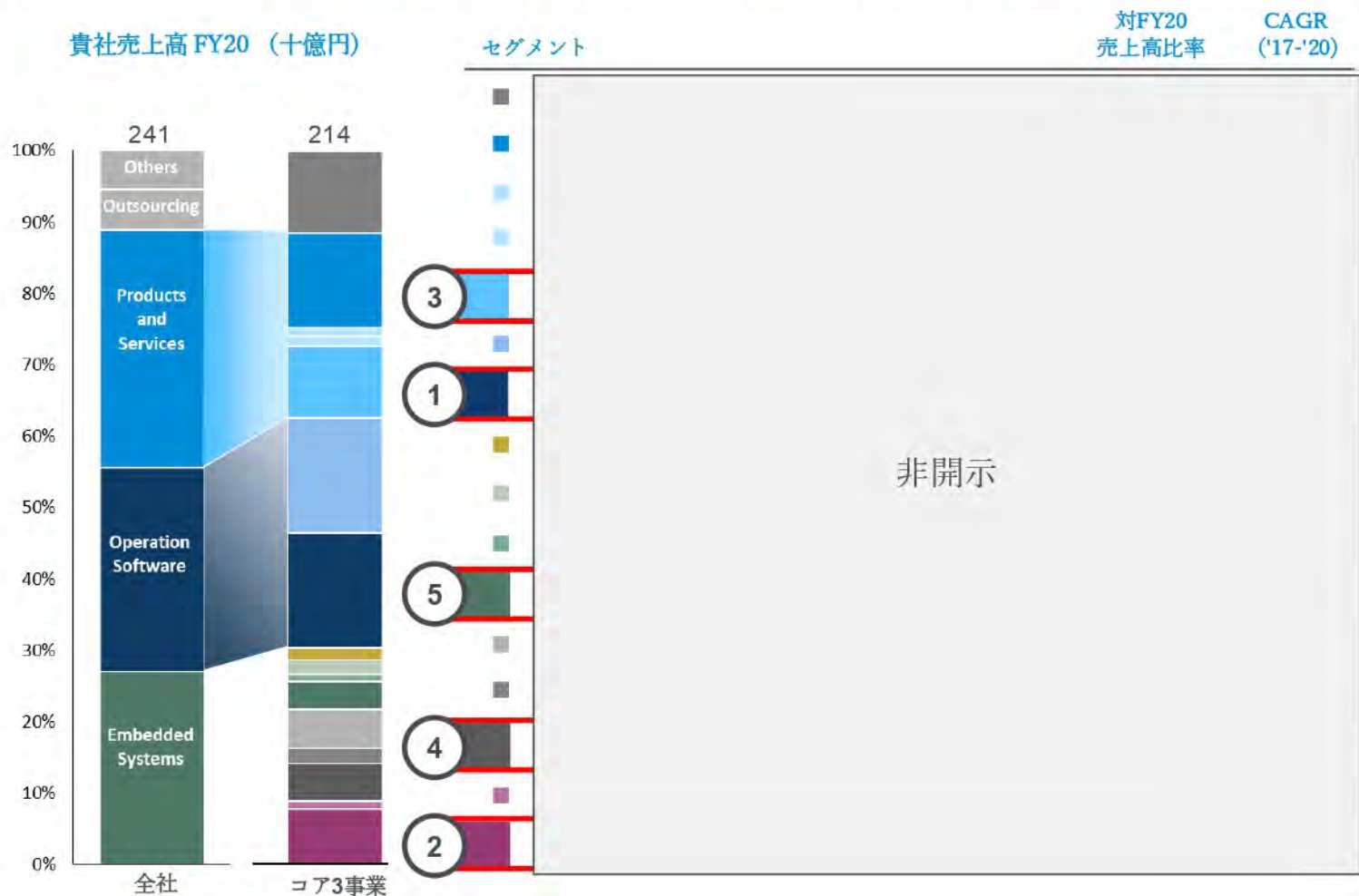
“戦略とは、何をやらないかを定めることである”

マイケル・ポーター

当社は、選択と集中を伴った戦略こそが、企業価値を最も高める成長戦略であると考えています

主要領域での外部環境に変化が生じているため、選択と集中を伴った成長戦略の重要性がより高まっていると、当社は判断しています

当社は、売上が大きく、過去成長を牽引してきた5つの事業領域について、アウトサイドインから事業環境を分析（詳細は後述）



各事業領域で様々なトレンド・変化が生じている

- DX・クラウドサービス：市場は急速に成長する一方、下請けビジネスは新規参入者により競争が激化が想定
- 自動車関連 (ECU)：ECUの技術的進展により、貴社の進出領域の市場規模は短期的には拡大するものの、長期的には縮小が見込まれる
- ライセンスビジネス (MS)：Windows10への移行需要はピークアウト、Windows11への移行は無償で行われ、中期的にプロフィットプールの縮小が見込まれる
- 機械制御系 非開示：FA市場は急成長、非開示 R&D費が増加。働き方改革などの影響もあり、今後の外注増加も想定される
- 社会インフラ系 (NW機器-基地局)：5G/6Gなどの技術革新により、シクリカルながらも組込みSWの市場は拡大が見込まれるが、足元5Gに係る需要はピークアウトしている

全方位的戦略ではなく、トレンド・変化を踏まえたメリハリのある成長戦略が必要になります

貴社は、社内・社外の両視点に基づき、選択と集中を伴った成長戦略の必要性から 具体策まで、徹底的に検証・追求すべきです

- まず、社内に、成長戦略の再検証にフォーカスした専門部隊を立ち上げます
 - 再検証を主導する、権限を持ったCTO (Chief Transformation Officer)をトップとした部隊を組成
 - 各事業に顔が利く人物や、若手のホープなどを選任メンバーとすることで、推進力を担保
 - 「絵に書いた餅」の戦略にならないよう、各事業責任者は分科会メンバーとして参画しインプットを行う
- その上で、外部のリソースも登用し、選択と集中を伴った成長戦略の必要性を検証し、追求すべき成長戦略の詳細を策定します
 - 外部の専門コンサルタントを登用し、既に行った分析も踏まえ、事業機会の詳細な分析を客観的に行う
 - 事業資源を集中的に投下すべき成長分野を特定する
 - 成長分野で勝つための戦略を策定し、既存の成長戦略と比較・評価の上、必要に応じて修正する

主に下記のような視点から、内部情報に基づいた成長戦略の検証を行う必要があると考えています¹

■ 真に注力すべき領域はどこか？

- コア事業は何と定義されるか？
- 今後のトレンド・構造的変化も踏まえた上で、市場規模・プロフィットプールが大きく、成長が見込まれる領域はどこか？
- 当該領域でのKey Success Factorは何と想定され、競合企業のケイパビリティも踏まえた際に、自社に優位性があると考えられるか？

■ 注力すべき領域の中でどのように勝つか？

- 注力領域における、本質的な顧客ニーズ・ペインは何か？
- 競合企業との競争の中で、活用可能・獲得可能、かつ、模倣困難な差別化要素は何か？
- 上記を踏まえた際の、取るべき戦略方向性・アクションは何か？
- 戦略方向性・アクションを踏まえて必要とされる変化は何か？（ビジネスモデル・経営資源の配分等）
- 戦略の実行に必要な投資と期待リターンを踏まえた際に、企業価値向上に資するか？

■ どのように戦略を着実に実行していくか？

- 戦略の実行に必要なリソースをどのように調達するか？
- 各アクションを、いつ・どのように実行していくべきか？（アクションプランの策定）
- 戦略・アクションの実行に必要な組織構造・オペレーティングモデル・インセンティブ設計はどのようなものか？
- 実行を担保するためのKPIをどのように設定するか？

注: [1]内部情報を有さず貴社のケイパビリティの把握が困難なため、成長戦略の詳細の提示は差し控えます

事業環境の分析

①DX・クラウドサービス

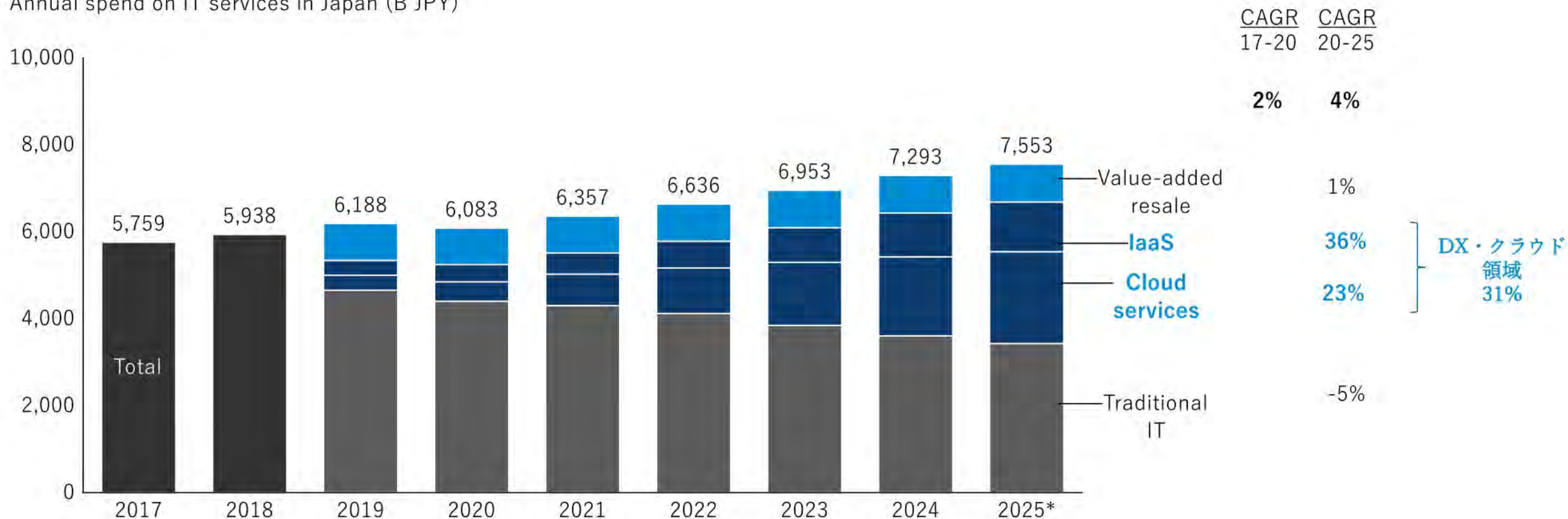
貴社のDX・クラウド関連事業は、中堅企業向けの元請け業務とTier1プレーヤーからの下請け業務で構成されています

F Revenue (2020, B JPY)



DX・クラウド関連市場は、今後数年間は年率31%の成長が見込まれます

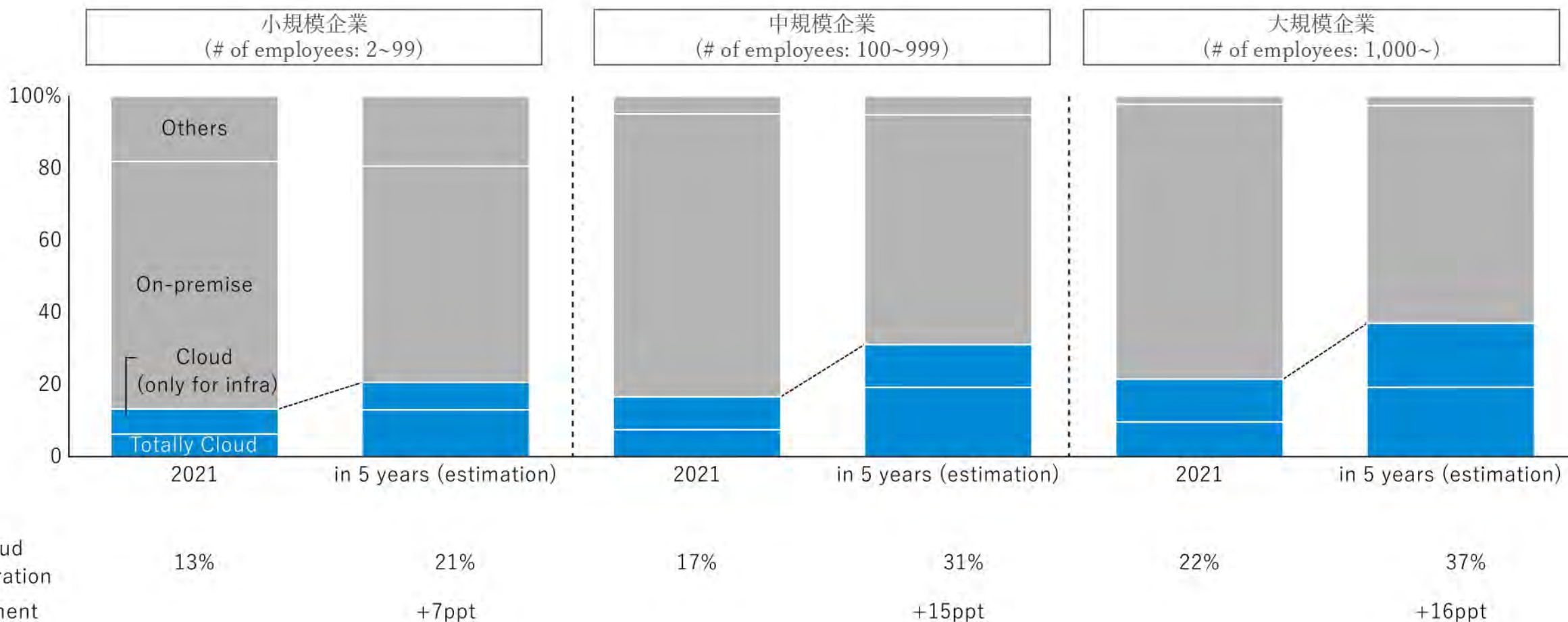
Annual spend on IT services in Japan (B JPY)



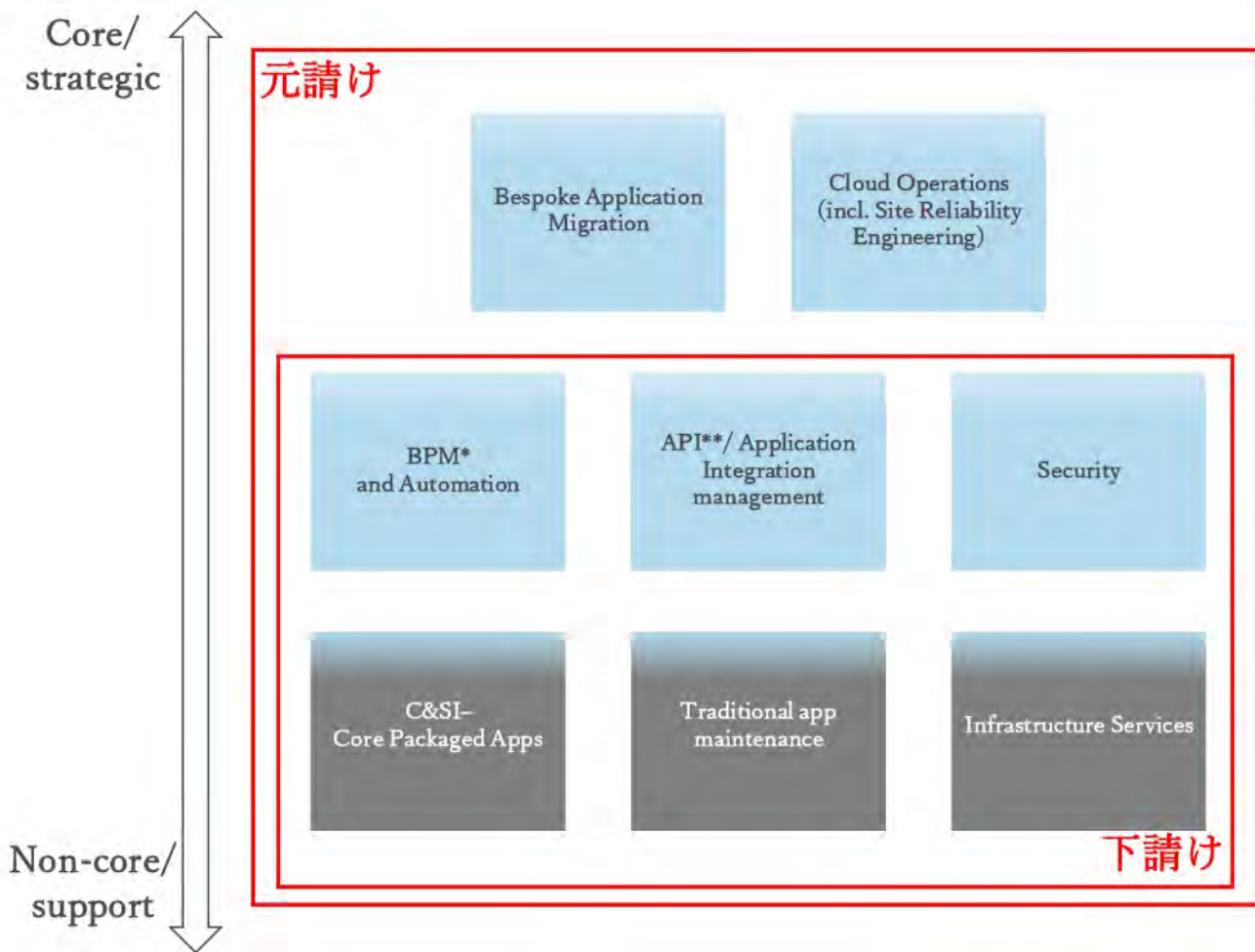
注: IDC forecasts the market scale until 2024. 2025 extrapolation methodology: ① Traditional IT: '20-'24 CAGR ② Cloud services and IaaS: Linear growth rate from '19-'24 ③ Value-added resale: '20-'24 CAGR: The whole market refers to spend on IT services and IaaS, but not to other infrastructure support
出典: IDC

日本企業の基幹システムのクラウド移行率は10~20%、今後5年間でクラウド普及率は倍増すると予想されます

Type of core system by company size



貴社のDX・クラウド領域におけるプロジェクト



コメント

- 貴社は、元請けとして中堅企業の場合を幅広く受注している
 - 例：クラウドサーバー導入、オーダーメイドのアプリ開発
- 下請けとして、単純なプロジェクトも多く請け負っている
 - 通常、運用・保守サポートなどの「下流」の役割
 - また、共通化されたアプリの導入・カスタマイズ、マニュアルの作成なども実施

非開示

顧客企業社員A

非開示

競合企業アドバイザーA

元請けとしては中規模企業との取引が中心で、豊富なオフリングと低コストが強みと認識されています

貴社の顧客は主に中規模企業と見られる

- 売上高500~1,000億円程度の中規模企業であれば、貴社を元請けとして採用できる
- Tier1 Sierは大企業にフォーカスしている

非開示

元従業員A

非開示

競合企業社員B

貴社はオフリングとコストの観点から、顧客に選ばれている

1. コスト：Tier1より~40%安い（他のTier2も同様）
2. オフリング：多様なソリューションを提供（貴社はグループ会社ではないので大手Sierの製品を優先する必要がない）
3. キャパシティ：多くのエンジニアを抱える貴社は、エンジニアに柔軟性と可用性をもたらすと認識されている
4. コネクション：従来型のITサービスを受けた顧客は、DX/クラウドサービスでも再び貴社を選ぶ傾向がある

非開示

顧客企業社員B

下請けとしては、価格低減とエンジニアの確保を目的とした大手SIerから案件を受注しています。 大手SIerから見て、貴社と他のTier2 SIerの間に、下請けとしての差別化要素は殆どありません

大手SIerのアウトソーシングは、主にコスト削減と技術者の確保が目的

- 主要なSIerは、DX・クラウド領域のプロジェクトを社内リソースによって実施しようとしている（従来型ITPJ対比）
- しかし、大手SIerがTier2 SIerにプロジェクトの一部をアウトソーシングする場合も存在
 - 低コスト化（顧客の予算に合わせる等）
 - エンジニア不足を補填

非開示

競合企業社員B

非開示

競合企業社員C

貴社は、他のTier2 SIerとの大きな差別化要素を持ち合わせていない

- 貴社は、SCSK、NSソリューションズ、伊藤忠テクノソリューションズ、大塚商会などのTier2 SIerと競合している
- 多くのTier 2は、AWS、MS Azure、Salesforceなどとの関係構築や経験値の蓄積を行おうとしているが、能力に明確な差はない


















非開示

競合企業社員B

非開示

競合企業アドバイザーA

【ご参考】 貴社は、主に「Tier2」企業と競合しています

logo	Company	SI 売上 in 2019	Key activities	Qualification
	SCSK	¥226B	• 3P クラウドコンサルティング・導入 / SWパッケージ導入	• AWSプレミアパートナー
	NS Solutions	¥219B	• 3P クラウドコンサルティング・導入 / SWパッケージ導入	
	三菱電機	¥174B	• プライベートクラウドの開発とその統合 / SWパッケージの導入 / SAPの導入・運用	
	日本ユニシス	¥154B	• 3P クラウドコンサルティング・導入 / SWパッケージ導入	• MSライセンスパートナー
	伊藤忠テクノソリューションズ	¥137B	• 3P クラウドコンサルティング・導入 / SWパッケージ導入	• AWSプレミアパートナー
	Ricoh	¥108B	• プライベートクラウドの開発・統合 / 3Pクラウドのコンサルティングと導入 / SWパッケージの導入	• MSライセンスパートナー
	大塚商会	¥104B	• プライベートクラウド構築とその統合 / 3Pクラウドコンサルティングと導入 / SWパッケージ導入 / ITインフラ構築	• MSライセンスパートナー
	Mizuho Information & Research Institute	¥98B	• SWパッケージ導入	
	貴社	¥84B	• 3P クラウドコンサルティング・導入 / SWパッケージ導入	• AWSプレミア / MSライセンスパートナー
	ISID	¥64B	• SWパッケージ導入 / データ駆動型ビジネス開発	
	Net One Systems	¥32B	• 3P クラウドコンサルティングとインプリメンテーション	
	PwC	¥69B	• ITコンサルティング / SWパッケージ導入	
	Deloitte	¥66B	• ITコンサルティング / SWパッケージ導入	• AWSプレミアパートナー
	EY	¥40B	• ITコンサルティング / SWパッケージ導入	
	KPMG	¥35B	• ITコンサルティング / SWパッケージ導入	
	Capgemini	¥22B	• ITコンサルティング / 3Pクラウドコンサルティング・導入	
	DXC Technology	¥49B	• 3P クラウドコンサルティングと導入 / データ駆動型ビジネス開発	• AWSプレミア / MSライセンスパートナー
	Tata Consultancy Services	¥40B	• 3P クラウドコンサルティングとインプリメンテーション	• AWSプレミアパートナー

DX・クラウド領域の下請け率は今後も低いまま推移する一方、競争は激化すると考えられます

下請けの機会は、従来型のITプロジェクトよりも少ない

- DX・クラウド化プロジェクトの下請け率は、従来型のITプロジェクトよりも低い
 - 従来型ITプロジェクトの稼ぎ頭であったHW関連ビジネスがないため、大手SIerは他の分野で利益を上げる必要がある
 - これにより、Tier2が入り込む機会が少なくなる

非開示

競合企業社員D

非開示

競合企業社員B

今後も下請け率は大きく変化しない一方、競争の激化が想定される

- 複雑でなく、下流で利益率の低い導入作業は、従来のITと同様、Tier2企業にアウトソーシングされ続けると見られる
- 大手SIerは、特定の専門性を必要とする業務（クラウドセキュリティなど）をアウトソーシングすることがあるが、Tier2は、クラウドに特化した専門プレイヤーとの競争が予想される

非開示

競合企業アドバイザーA

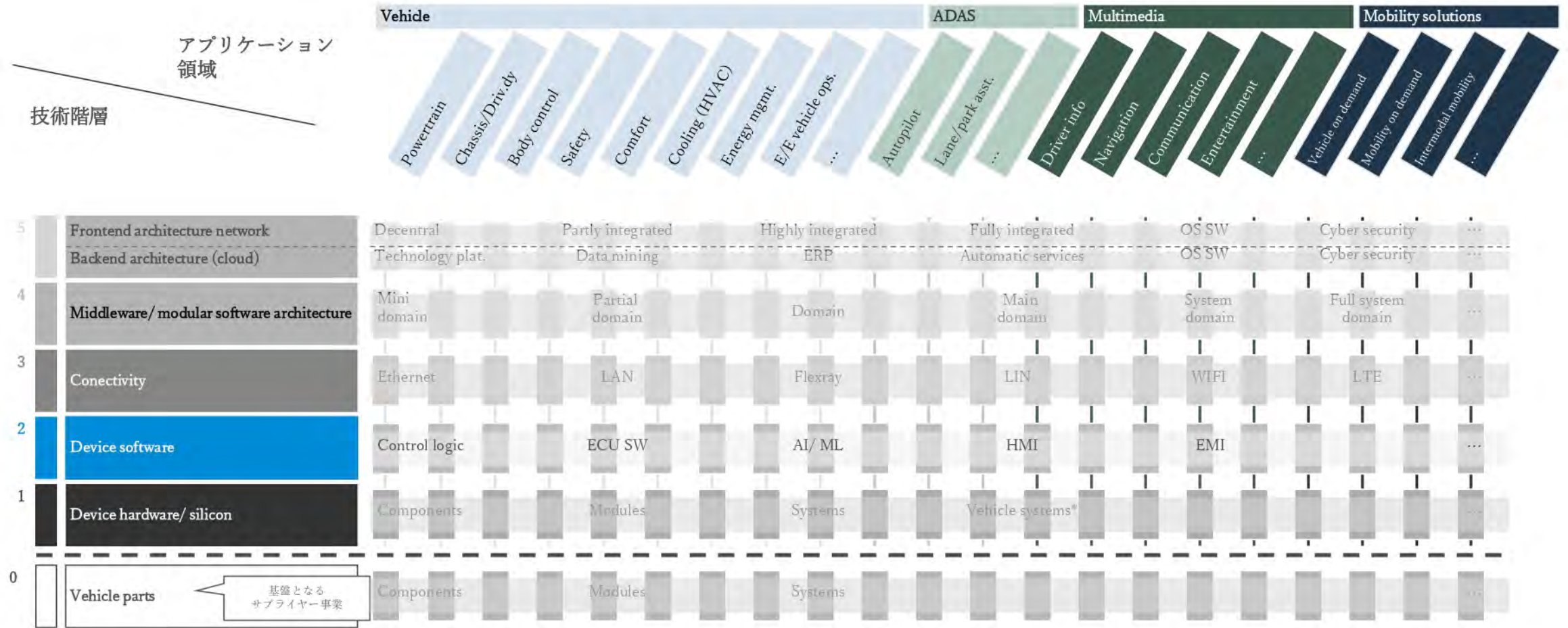
非開示

競合企業アドバイザーA

②自動車関連 (ECU)

自動車技術には複数の階層が存在し、貴社はデバイスSWの階層において事業を展開しています

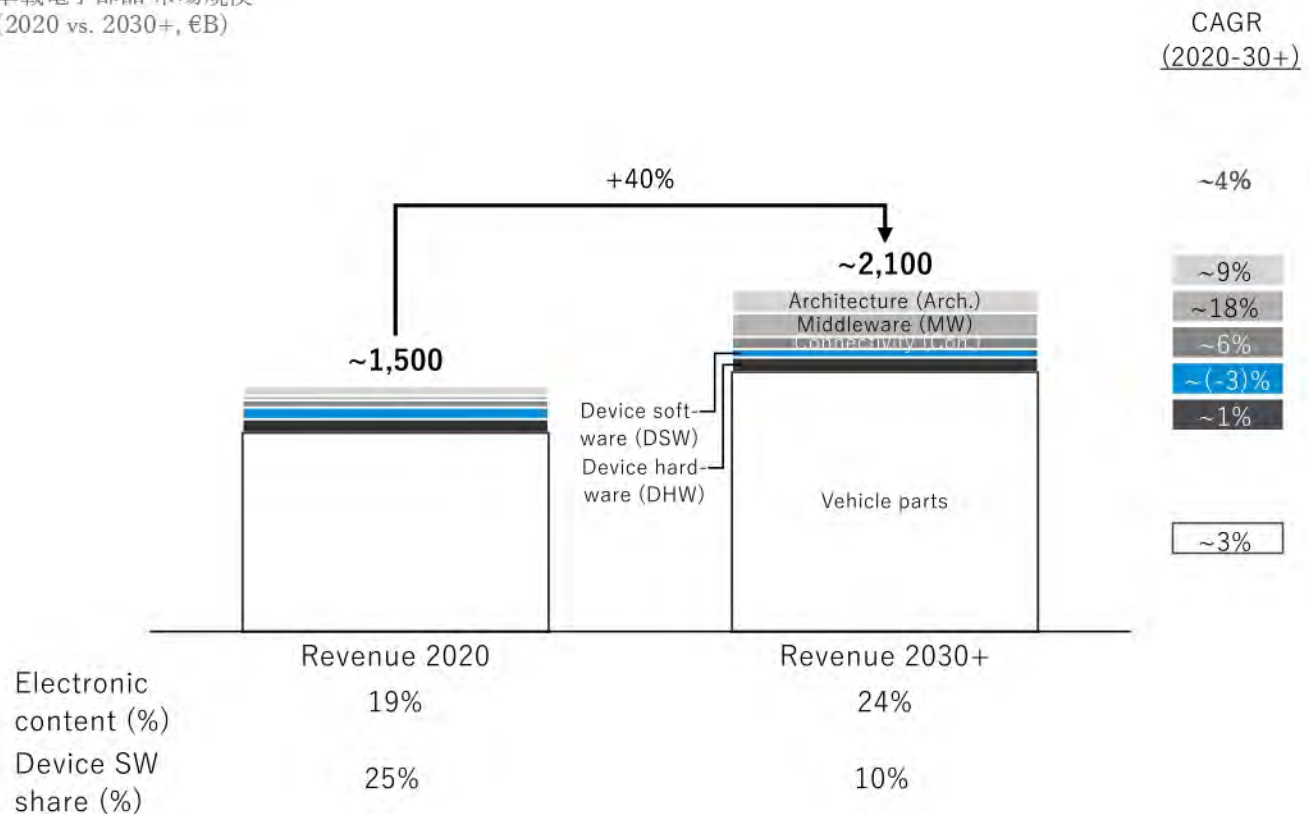
車載ソフトウェア・オペレーティングシステム業界概観



2030年以降にかけて、車載電子部品の市場は拡大し、自動車部品市場に占める比率も増加するものの、デバイスSWに関しては、市場規模・自動車部品市場に占める比率ともに減少すると予測されます

組み込みデバイスSWは、縮小するセグメント

車載電子部品 市場規模
(2020 vs. 2030+, €B)



コメント

- 本分析は、自動車OS市場の規模と成長を主な対象として行われた、2020年グローバル調査の一部である
- デバイスSWに関する調査結果は、セグメントの相対的な規模を示すものであり、セグメント成長率の確度は必ずしも高くはない

組込みソフトウェアは、従来の自動車機構における使用に加え、CASE¹に関連したシステムにおいても使用されています

組込みソフトウェア 使用例

貴社の中心領域

近年の進出領域

貴社が注力しているのは従来型の領域

- 貴社においては、**車体**、**パワートレイン**、**シャシー**、**IVI**などの従来型領域が中心（約80%）
- ここ最近、**ADAS**や**コネクテッドカー**にも事業領域を広げようと試行
- 下記のような形で自動車セグメントに参入している
 - ECUの組込みソフトウェア開発(売上の大半を占める)
 - 開発ツールの販売(例：AUTOSAR trial kit, 組み込みLinux)

電動パワートレイン
(インバーター、HV/EV/FCV
コントロールユニット、モーター、
DCコンバーター、バッテリー)

安全運転システム
(エアバッグ、警告装置)

ADAS/AD²
(センシングカメラ、物体検出、
自車位置推定)

パワートレイン
(ガソリンエンジン、ディーゼル
エンジン、トランスミッション)



コネクテッドカー
(車両間通信、ゲートウェイ、
セキュリティ)

車体
(メーター、座席、タイヤ空気
圧監視、キーレスエントリー)

シャシー
(ブレーキ制御、パーキングブ
レーキ、パワーステアリング、サ
スペンション)

IVI³
(ナビゲーション、ディスプレ
イオーディオ)

貴社の事業機会は新たなECUの開発数に比例します。 主に新型モデル立ち上げ前の研究開発段階で売上が生じています

主要な売上変動要因

- 売上ドライバーは、組み込みソフトウェアが搭載された新型ECUの開発数
 - ECUの多くは車種やプラットフォームに依存し、車種ごとに新たなコーディングが必要だが、一部のECUは複数の車種で使用することができる
- 新たなECU開発数の変動要因は、主要OEMによる新車種またはプラットフォームの立ち上げ数

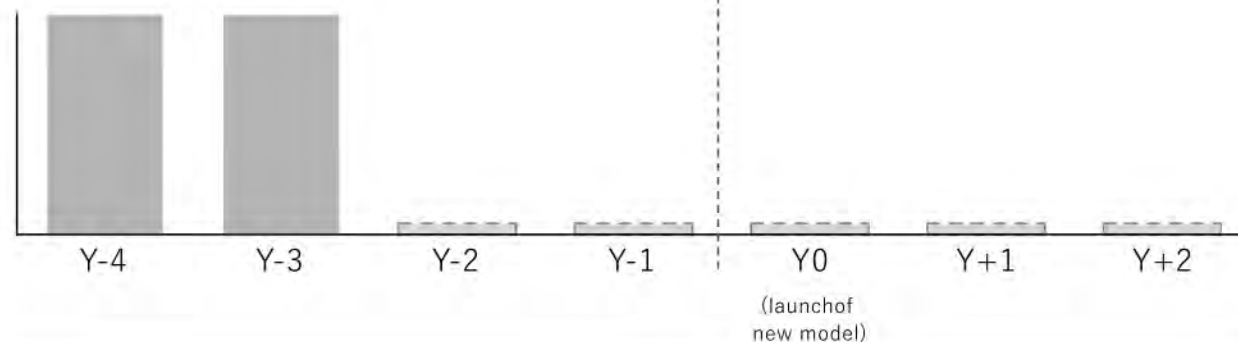
非開示

自動車Tier1サプライヤー社員A

貴社の売上は、主に初期研究開発のコーディング段階で発生

- 売上の大半はソフトウェア開発によるもの(コーディング及びテスト)
 - 収益の **非開示** 新たなモデル発売の3-4年前に発生
 - ソフトウェア開発後には、必要に応じて更新や保守、トラブルシューティングを提供し、これらが売上の **非開示** 占める

Revenue



非開示

元従業員A

分散型から集中型 アーキテクチャへの移行

- 多機能化に伴い、自動車1台あたりのECU数は歴史的に増加傾向
- 複雑性とコストを低減するため、Tesla等の主導によって、分散型から集中型アーキテクチャへの移行が進展
- 世界的なトレンドに比べ遅いものの、日本のOEMにおいても2030年頃には、ドメイン集中型が約5%、中央集中型が約20%を占めると予想される

分散型アーキテクチャの複雑化

- 分散型とドメイン集中型において、自動車1台あたりのECU数が増加
 - 分散型及びドメイン集中型：CASEに向けた機能追加により、ECUの数は継続的に増加
 - 中央集中型：ECUが中央コンピュータに統合され、数が減少
- 分散型アーキテクチャにおいては、ECUの複雑化が進む
 - 分散型：ECUの数が増えれば増えるほど、相互接続性が高まり複雑化する
 - ドメイン/中央集中型：コア処理機能が中央制御へ移行したため、複雑性は変化しない

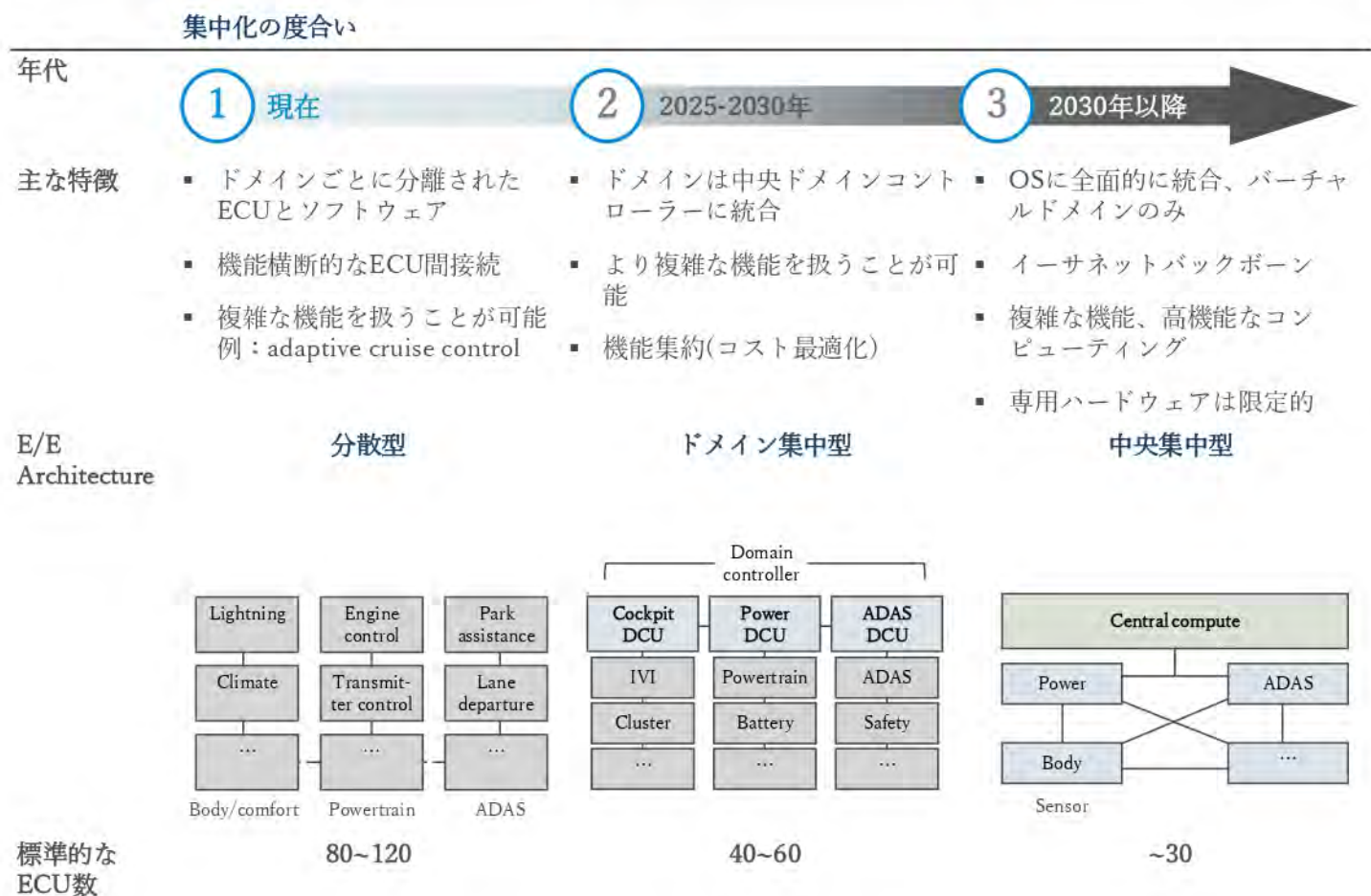
ECUの標準化

- ECUの増加に伴い開発コストが上昇するため、OEMは、車種間におけるECUの標準化を試みている
- 標準化は、ADAS、コネクテッドカー、安全運転システムなど、車種間で差異が少ない新たな領域で行われる可能性が最も高い
- 貴社の現在の事業領域(ボディ、パワートレイン、シャシーなど)は、車種間で差異が大きいため、影響は限定的

上記トレンドにより、貴社のECU向けソフトウェア市場は2025年にかけて拡大（年率4.3%増）するが、2025-2030年には縮小（年率5.4%減）に転ずる見込み

次世代自動車では、よりECUの少ない集中型のアーキテクチャーに移行する見込みです

自動車エレクトロニクス・アーキテクチャの進化：分散型から集中型へ



主要トレンド及びそこから得られる示唆

- E/Eアーキテクチャの複雑化・高機能化に伴い、ドメイン集中型ユニットへの移行が進む
 - 時間とともにドメイン横断的な進化が発生
(先駆領域：Multimedia / ADAS)

- DCUでの意思決定がより集中化されることで、ECUの複雑さが低減

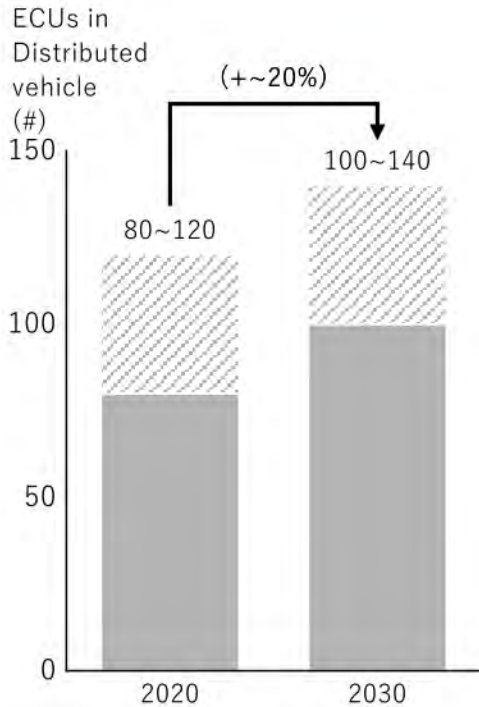
非開示
自動車Tier1サプライヤー社員A

- 電気自動車やADASのトレンドは、アーキテクチャの転換を促進

非開示
自動車OEM社員A

分散型モデルにおいては、車種間の標準化が進み、開発工数の減少が見込まれるなかで、ECU数の増加が見込まれます

分散型を採用した車両では、2030年までにECU数が20%増加すると見込まれる



非開示
自動車OEM社員A

非開示
自動車Tier1サプライヤー社員A

ECUの標準化により、ソフトウェア開発工数が1台あたり15-25%削減

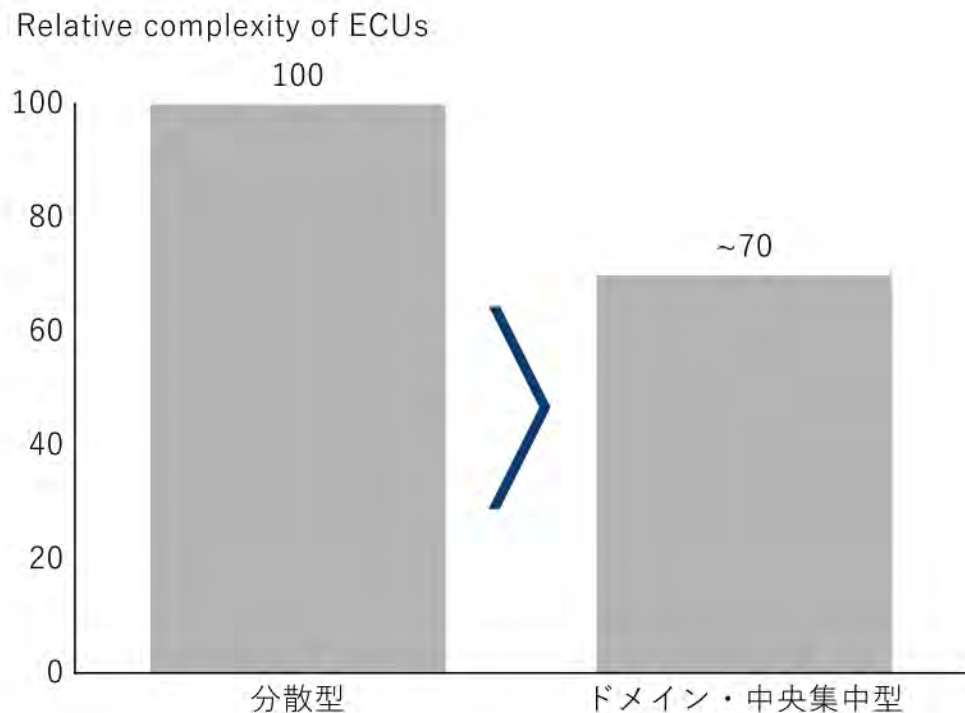
- Tier1サプライヤーやOEMは、車種ごとのECU開発を減らし、コストを下げするためにモデル間でECUを標準化すると予想される
 - ADAS、コネクテッドカー、IVIの各領域で、車種間のECU標準化が進む
- その結果、モデルごとに必要なソフトウェア開発工数は削減され、2030年までに15-25%減少する可能性がある

非開示
自動車OEM社員A

非開示
自動車Tier1サプライヤー社員A

ドメイン・中央集中型への移行により、ECUに使用される組込みソフトウェアの複雑性が約30%低減します

ドメイン・中央集中型のECUは、分散型と比較して複雑性が30%低減される



- E/Eアーキテクチャの分散型からドメイン集中型への変化に伴い、意思決定のための処理機能がDCUに移行
- DCUの下層にある個々のECUは、複雑性が低減され、DCUからの指示に基づいてコマンドを与えるだけに機能が限定される
- 複雑性（コード行数）を30%程度低減することで、それに比例して、ECUのソフトウェア開発コストを削減することが可能
- ドメイン集中型から中央集中型への移行は、ECUの複雑性に影響を与えないと予想される（複雑な機能はすでにECUから取り除かれている）

非開示

自動車Tier1サプライヤー社員A

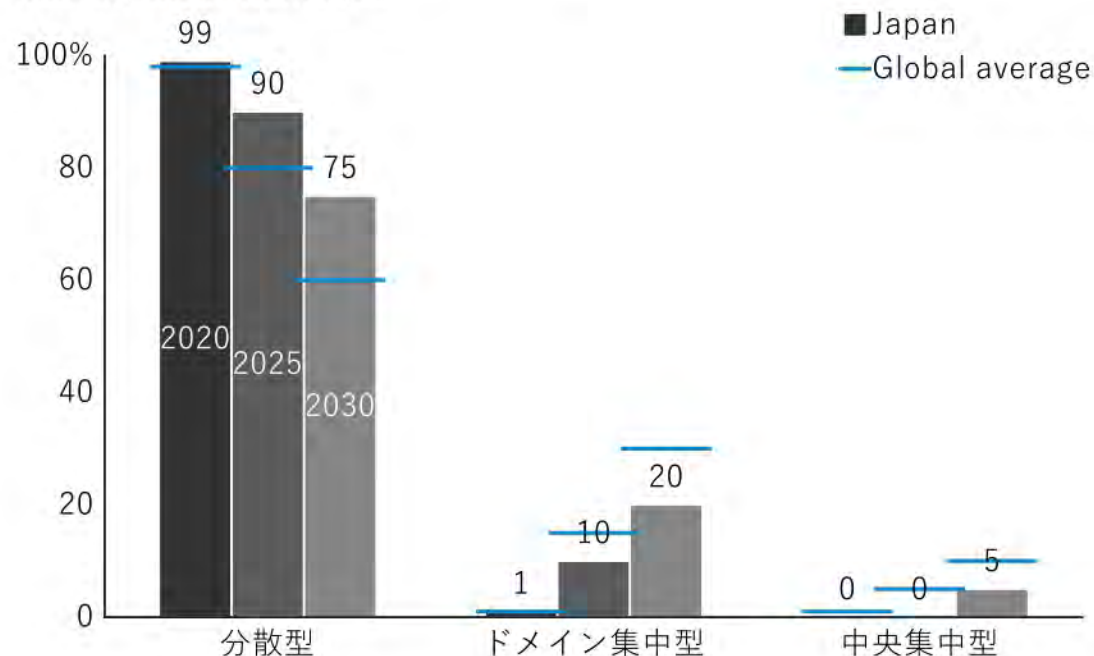
非開示

自動車OEM社員A

今後、ドメイン集中型が導入されていくものの、2030年時点においても、日本のOEMが新しく発売する製品の75%が分散型であると見込まれます

日本のOEMは徐々にドメイン集中型アーキテクチャに移行する見込み

Share of E/E model in new launches from Japanese OEMs (%)



コメント

- 日本のOEMは海外メーカーより切り替えが遅いと思われる
 - 現在、ドメイン集中型の導入率は1%程度 [非開示]、中央集中型は未導入
 - ドメイン集中型は2025年に約10%、2030年に約20%を占めると予想、中央集中型は2025年より後に登場すると見込まれる
- 中央集中型モデルは2030年までには登場、現在このシステムを採用している自動車メーカーはテスラのみ

非開示

自動車Tier1サプライヤー アドバイザーA

非開示

自動車OEM社員A

非開示

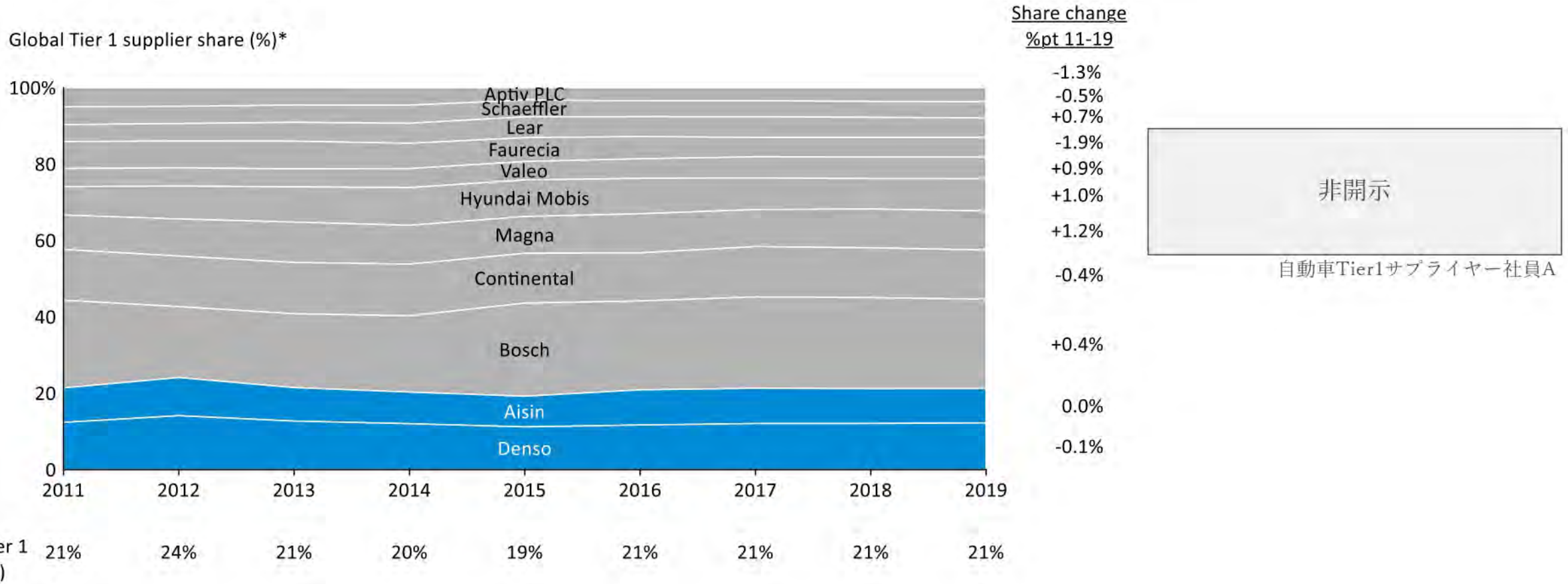
貴社の顧客に日本国外の企業は存在しない

- 歴史的に日本のTier1サプライヤーに注力
- 日本国外においては競争力がない
 - 言語の障壁
 - 価格競争力が低い

非開示

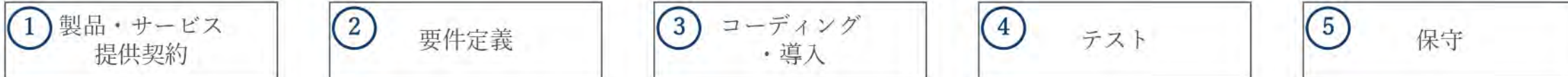
元従業員B

グローバル市場において、日本のTier1サプライヤーのシェアは安定的に推移しています



注：Selected Bosch and 10 largest public Tier 1 suppliers
 出典：Company IR, market participant interviews

貴社は、OEMやTier1サプライヤーに対して、ソフトウェアの受託開発を行っています



- 機能・品質・価格の決定

- 個々のデバイスに対応したデザインや機能の設計

- OEMやTier1サプライヤーから与えられたシステム構築ロジックをもとに、コードをカスタマイズ

- 製品リリース前に、ソフトウェア全体の不具合や改善などのテスト

- 開発済みソフトウェアのトラブルシューティングや定期的な保守業務



外注費率 50-60%



外注費率
約50%



顧客がSW開発工程の一部を外注する目的は、柔軟性が高く安価な労働力の確保にあります。貴社の競争優位性は、長期的な取引関係・エンジニアの数・価格帯です

サプライヤーの外注目的は、コストや開発キャパシティ

- Tier1サプライヤーがソフトウェアベンダーにアウトソーシングするのは、主にコスト効率と開発キャパシティのため
 - ー要件定義に沿ったコーディングのみであれば、ソフトウェアベンダーに委託する方がコストが安い
 - ーソフトウェア開発の必要性は変動するため、アウトソーシングは社内ソフトウェアエンジニアの補完として魅力的である

非開示
自動車SW会社社員C

非開示
元従業員A

アウトソーシング先を選定する際、長期的な取引関係が最も重要視される



■ 競合他社に対する貴社の相対的な強み

ソフトウェアの受託開発の主要な競合として、独立系ベンダーや大手グループ子会社が存在します。
貴社は開発工程の中下流を中低価格で受託しています

ソフトウェアベンダー	売上高 相対規模	注力領域	価格・能力	コメント
 FUJISOFT INCORPORATED	1.0	Body, power, chassis	Low-Mid	非開示 自動車Tier1サプライヤー アドバイザーA
 HITACHI Inspire the Next Hitachi Solutions, Hitachi Industry & Control Solutions	1.7	ADAS, power, IVI	High	非開示 自動車Tier1サプライヤー社員A
	0.6	Body, chassis	Mid	非開示 自動車SW会社社員D
 C社: Communication Systems C社: Solution Innovators	0.5	ADAS, IVI	High	非開示 自動車SW会社社員C
	0.4	Body, power, ADAS	Low-Mid	非開示 自動車Tier1サプライヤー社員B
 NTT DATA NTT DATA MISF Corporation	0.4	ADAS, power, IVI	High	非開示 自動車SW会社社員D
	0.3	ADAS, connected, IVI	Low	非開示 自動車SW会社社員D

③ライセンスビジネス

貴社は、付加価値再販業者として事業を展開しています



基本的に、顧客はライセンス料とサービス料を貴社に支払い、その後貴社はソフトウェアベンダーに料金を支払うモデルとなっています

概要

パートナー
収益モデル

パートナーがクラウドベンダーの製品を組み合わせ
て販売

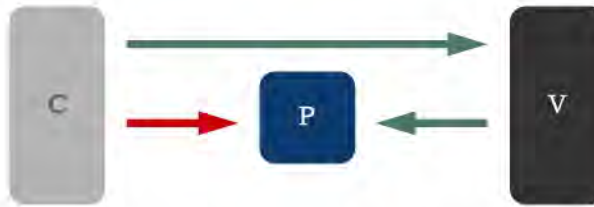


- パートナーは、顧客ネットワークを有しており、ベンダーのクラウド製品を自社サービスと組み合わせ販売
- エンドユーザーがチャンネルパートナーと契約を結び、代金を支払う

- **ボリュームディスカウント**：パートナーを通じて契約したベンダー製品の総量に基づく
 - パートナーは通常、割引の一部を顧客に還元する
 - パートナーは、顧客の実際の使用量に関係なく、使用量を約束し、代金を支払わなければならないというリスクを負う
- 導入、移行、運用などの追加的なサービス

貴社の契約の大部分

パートナーがクラウドベンダーに対して見込み顧客
を紹介



- パートナーは見込み顧客をクラウドベンダーに紹介
- 顧客はクラウドベンダーと直接契約し、クラウド製品の料金を直接支払う。追加的なサービスについてはパートナーを利用する

- **キックバック**：パートナーが契約により発生する売上の一部を獲得(通常5%未満)
 - パートナーは通常、割引の一部を顧客に還元し、残りを得る
 - キックバックは、契約総額に対する前払い、または継続的な支払いによって、得ることができる
- 導入、移行、運用などの追加的なサービス

パートナーがクラウド製品販売に関与しないチャ
ネル



- 顧客はクラウドベンダーと直接契約し、クラウド製品の料金を直接支払う
- クラウドベンダーは、多くの場合、導入、移行、運用などを担当するパートナーを利用する

- 導入、移行、運用などの追加的なサービス

貴社の一部の契約

→ IaaS/PaaSの対価 → サービスの対価 ■ 顧客 ■ パートナー ■ クラウドベンダー

貴社は、製品販売に加え、主にMicrosoft Officeのライセンス販売をしています

概要

Microsoft ライセンス

- Windows 10、Office 365の更新、導入
- Windowsアプリケーションのアップグレード

売上変動要因

- ライセンス売上の変動要因
 - 新規顧客売上
 - 1ユーザーあたりのライセンス数
 - 新バージョンへのアップグレード
- 導入作業売上：ライセンス販売量により変動

ビジネスモデル

- Windows 10：使い切りライセンス、導入作業料金
- Office 365：サブスクリプション型ライセンス、導入サポート

非開示
インストール済Office365ベースでは
成長

Cybernet製品

- Computer aided engineering (CAE)ソフトウェア、サードパーティー製品販売、自社ソフト
- クラウドセキュリティ・ソリューション、導入

- ライセンス・製品売上の変動要因
 - アップグレードと新規販売
 - 幅広いポートフォリオにより、1つの製品による影響を軽減できる可能性が高い
- サービス売上：製品販売量により変動
- 使い切りライセンスの売上、追加的なSI料金

非開示

その他ハードウェア製品の売上

- SIプロジェクトの際に購入されたハードウェアの売上
- Microsoftライセンス売上
- ハードウェア製品が組み合わせられたSI案件(例：みらいスクールプロジェクト、moreRECEPTION等)
- スポット売上

非開示

Microsoftの導入では、Windows 10への移行が最もよく見られ、Office 365と同時に実施される場合が大半です

顧客	業界	納品物
非開示	ネットワーク	<ul style="list-style-type: none"> らくらくアップグレード for Windows 作業中に従業員の端末を停止させることなくWindows 10へ移行。データの外部保存と作業工程の短縮により、プロジェクト期間を、当初提示していた期間の4分の1に短縮
ケアサービス	医療・医薬	<ul style="list-style-type: none"> らくらくアップグレード for Windows 全国50拠点のXP端末をWindows 10に移行し、IT部門の業務負担軽減や、人件費・設備費などのコスト削減を実現
地方銀行	金融	<ul style="list-style-type: none"> 旧SBC顧客のiPadをWindows 10搭載2in1タブレットに入れ替え。1年間(2018年10月-2019年9月)かけて行われたこのプロジェクトには、Windowsタブレット1,000台の提供、SCCM(System Center Configuration Manager)やIntuneなどシステム開発のための各種マイクロソフトソリューションの導入、高いセキュリティのシステム基盤開発・テストなどが含まれる
サービス業会社	サービス	<ul style="list-style-type: none"> Windows 10搭載ノートPC約650台のレンタル 5年(2020-2024)かけてノートPCを貸与。master images managementを活用し、PC故障時のセットアップ・交換時間の短縮を実現
自動車製造会社	製造	<ul style="list-style-type: none"> Windows 7からWindows 10への移行 集配計画、新機種キittingサービス、オンサイト移行支援、ヘルプデスク、PMOを含む22ヶ月のプロジェクト
製薬会社	医療・医薬	<ul style="list-style-type: none"> Windows 7からWindows 10への移行。MECM(Microsoft Endpoint Configuration Manager)の導入 端末の一元管理によって在庫・資産管理を効率化するための12ヶ月のプロジェクト。機能やアプリケーション、Microsoft Defenderのプログラムアップデートを実施

非開示

元従業員A

注: ホームページに掲載されているキittingサービス事例は、2019年以降の6件に限られる
 出典: Company website

顧客は通常、ボリュームディスカウントや導入サポートを求めて、付加価値再販業者からソフトウェアライセンスを購入します。長年の取引関係から、顧客は貴社を選択しています

顧客が付加価値再販業者から購入する理由

- OEMは一般的に、大企業以外の顧客には直接販売しない。付加価値再販業者は、顧客に対して、正規料金からの割引価格で提供することが可能
- さらに、付加価値再販業者は、導入サポート・セキュリティや認証などのアドオン・製品販売時のキittingサービスも提供可能

非開示

顧客企業社員A

非開示

競合企業アドバイザーA

















顧客が貴社を選ぶ理由

- **取引関係**：以前、貴社と取引をしたことのある顧客は、ライセンスや製品を購入する際に貴社を選ぶことが多い
 - 一度採用すると、次回以降も同じSIerを継続的に採用する可能性が高い

非開示

顧客企業社員C

貴社は、20年以上にわたって、Microsoft License Solution Partner 17社中の1社であるが、中核となるリセラーではありません

MS License Solution Partner (LSP)	MS Japan Partner of the Year 受賞回数*				合計
	2011-2013	2014-2016	2017-2019	2020-2021	
 大塚商会	9	7	3	2	21
 SBC&S	1	9	4	5	19
 FUJITSU	6	6	3	2	17
 NEC	7	2	2	3	14
 JBS 日本ビジネスシステムズ株式会社	1	7	3	2	13
 HITACHI Inspire the Next	4	2	3	2	11
 FUJISOFT	3	5	1	1	10
 RICOH	3	2	1	1	7
 DELL	2	2	1	0	5
 UNISYS	1	0	0	2	3
 dynabook	1	0	1	0	2
 INTEC TIS INTEC Group	1	0	0	1	2
 NTT Communications	0	0	0	2	2
 SPECTRUM	0	1	0	0	1
 DXC TECHNOLOGY softwareONE  豊田通商株式会社	0	0	0	0	0

Prime partners

非開示

非開示

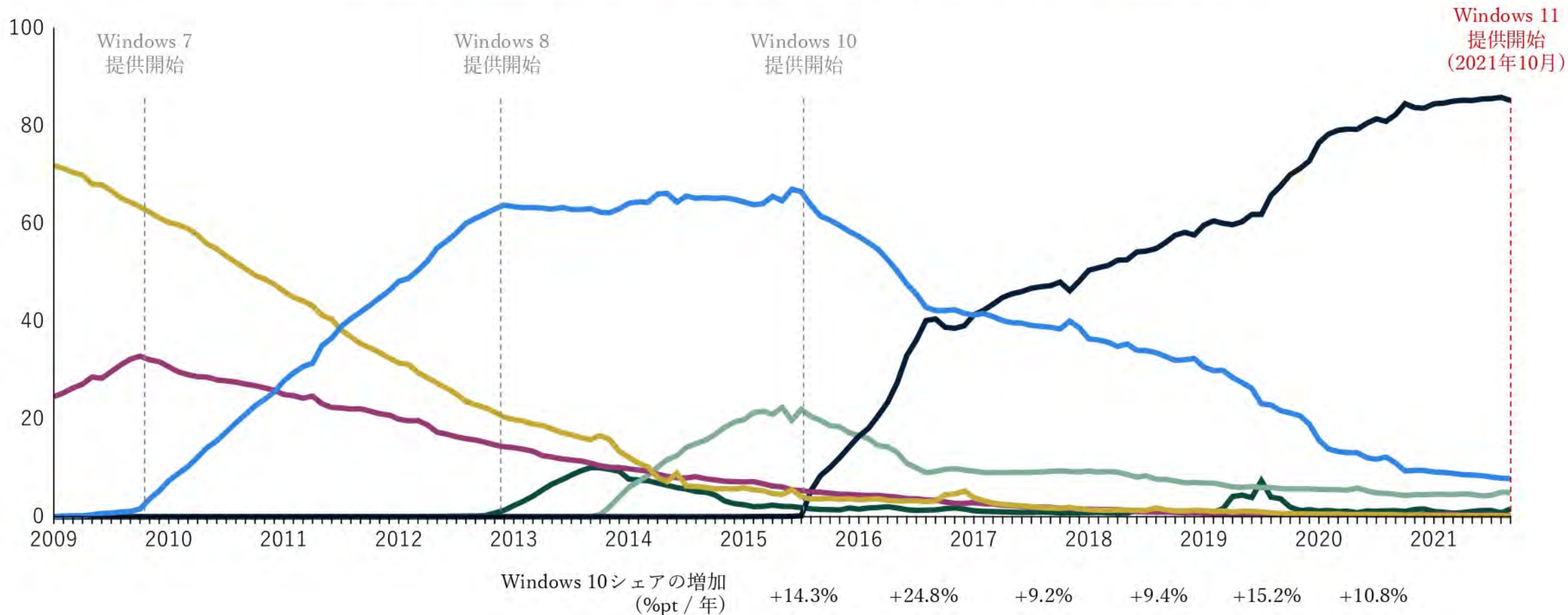
ライセンス販売会社社員A

注：毎年、複数の部門から合計30社程度が受賞。受賞数には子会社・グループ会社を含む
出典：Company website; market participant interviews

Windowsのアップグレードは周期的に発生します。 Windows 10の普及は2019年から2020年にかけて加速したが、普及のピークを迎えたと考えられます

Windows OS share in Japan (%)

— Windows XP — Windows Vista — Windows 7 — Windows 8 — Windows 8.1 — Windows 10



注: Windows XP以前のWindows OSは除く
出典: Statcounter; lit search

Windows 11へのアップグレードは無償であり、Microsoftのライセンス売上は今後減少すると想定されます

Microsoftは、新たなOSを7年間リリースしていなかった

リリース年	Microsoft OS	
1995	Windows 95	3年
1996		
1997		
1998	Windows 98	2年
1999		
2000	Windows ME	1年
2001	Windows XP	5年
2002		
2003		
2004		
2005		
2006	Windows Vista	3年
2007		
2008		
2009	Windows 7	3年
2010		
2011		
2012	Windows 8	1年
2013	Windows 8.1	2年
2014		
2015	Windows 10	7年
2016		
2017		
2018		
2019		
2020		
2021		
2022	Windows 11	7年
2023		

..... *Windows 7*
..... *サポート終了*

..... *Windows 8, 8.1*
..... *サポート終了*

Microsoft 10への移行が過去数年間で行われた

- 旧バージョンのサポートは、すでに利用できなくなりつつある
 - Windows Vista、7、8はサポート対象外
 - Windows 8.1のサポートは2023年1月に終了
 - Windows 10のサポートは2025年10月に終了



Microsoft

Windows 11へのアップグレードは無償で実施

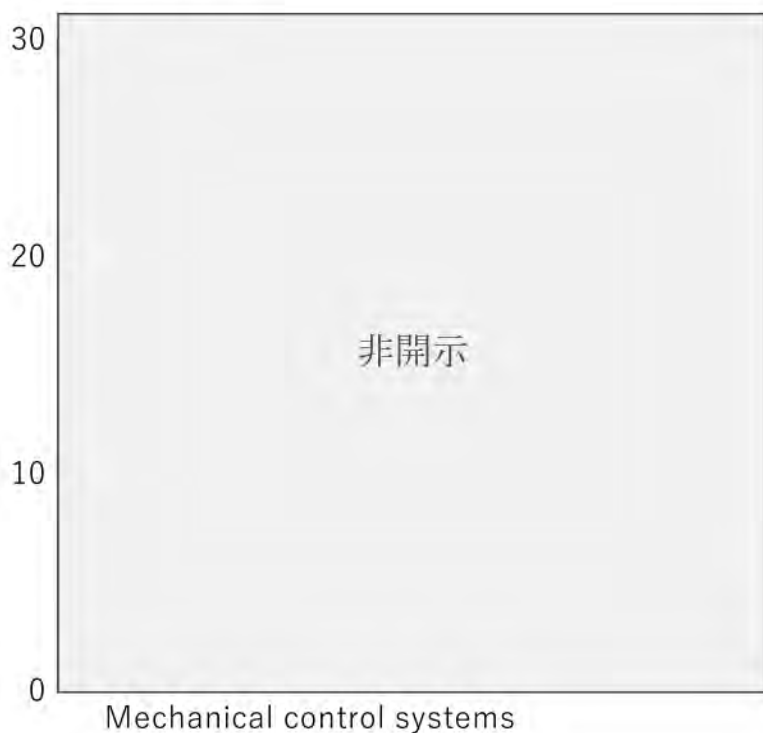
- Windows 11 OSは2021年10月に提供開始され、**Windows 10からの無償アップグレードが保証される**
 - マイクロソフトは、Windows 10からWindows 11への無償アップグレードを2022年上期までに完了する見込み



Engadget article, August 2021

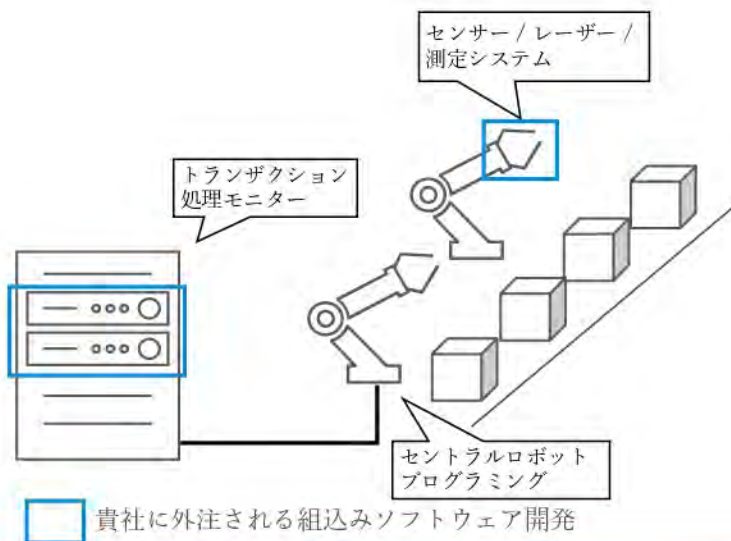
④機械制御系 (FA 非開示)

F revenue
(FY2019, B JPY)



組込みコーディングと制御は、コンポーネントのソフトウェア内外で行われる

- **コアコンポーネント**：エネルギーを最適な速度性能で機械的な動きに変換
 - モーター
 - アームドライバー
- **周辺コンポーネント(貴社が注力)**：生産現場の位置・長さ・温度などの変化を検出・測定
 - センサー
 - レーザー
 - 測定システム



ロボットメーカーは、周辺コンポーネントのソフトウェア開発やGUIを外注する

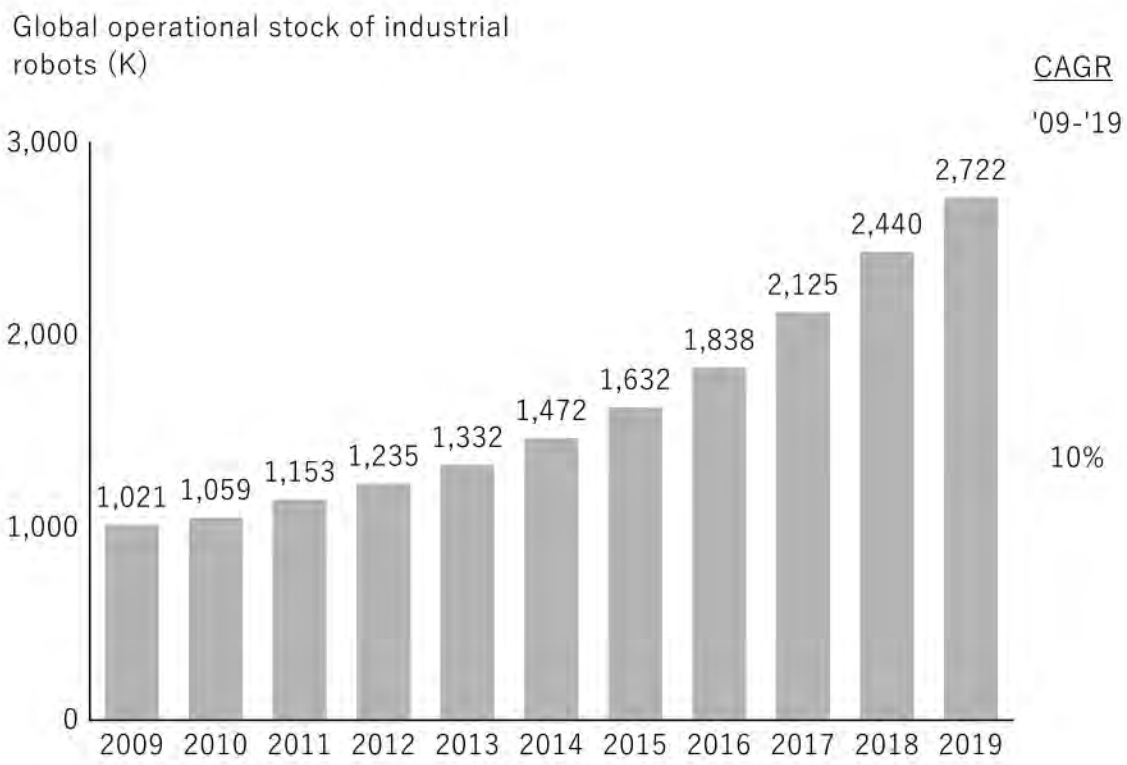
- 周辺コンポーネントのソフトウェア開発・制御は、費用対効果や納期短縮の観点から外部ベンダーに委託される
- 産業用ロボットエコシステムのソフトウェアを、生産現場や遠隔地の従業員が操作するためのユーザーインターフェースであるGUI(Graphical User Interface)も、外注される



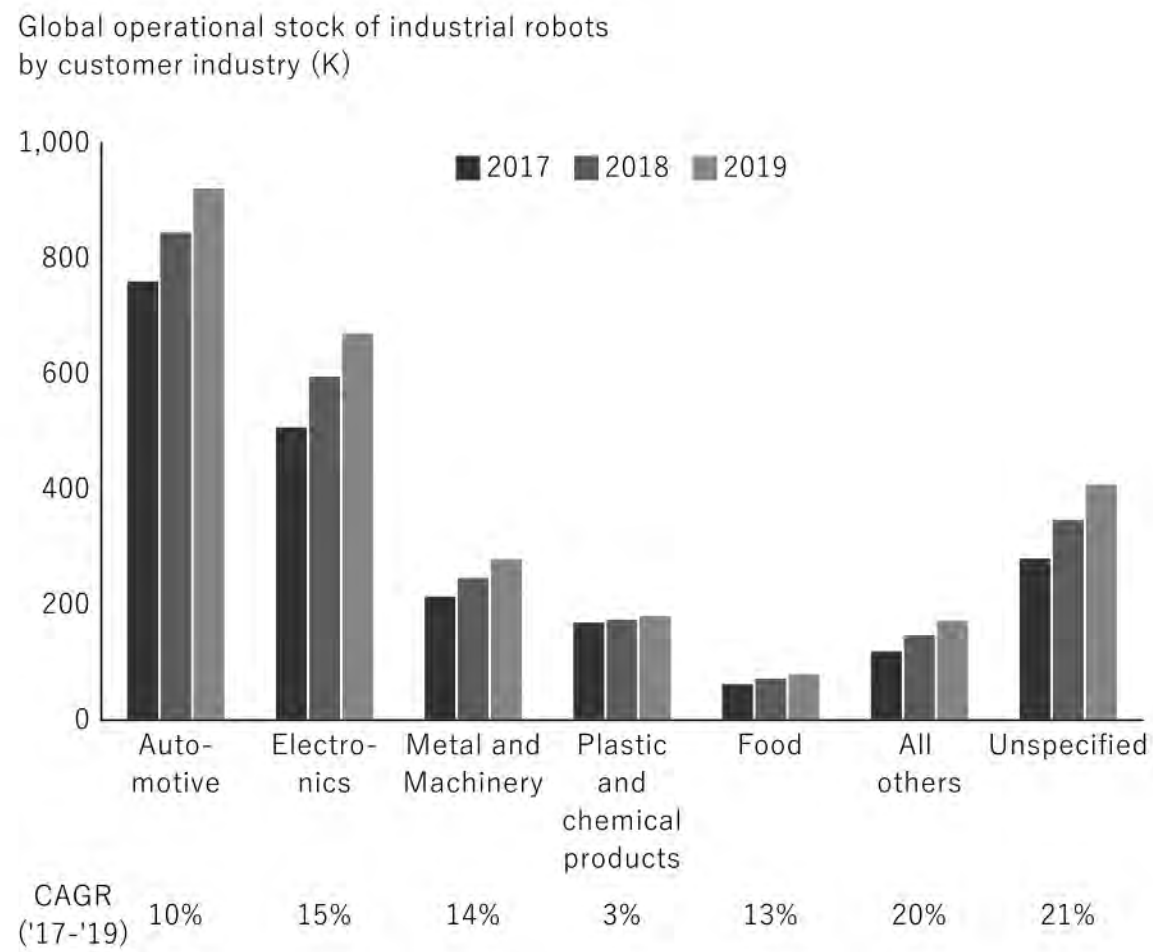
ロボットメーカー社員A

ファクトリーオートメーションのグローバル市場は、過去10年間に於いて年率10%の成長を見せております

産業用ロボットは着実に増加している

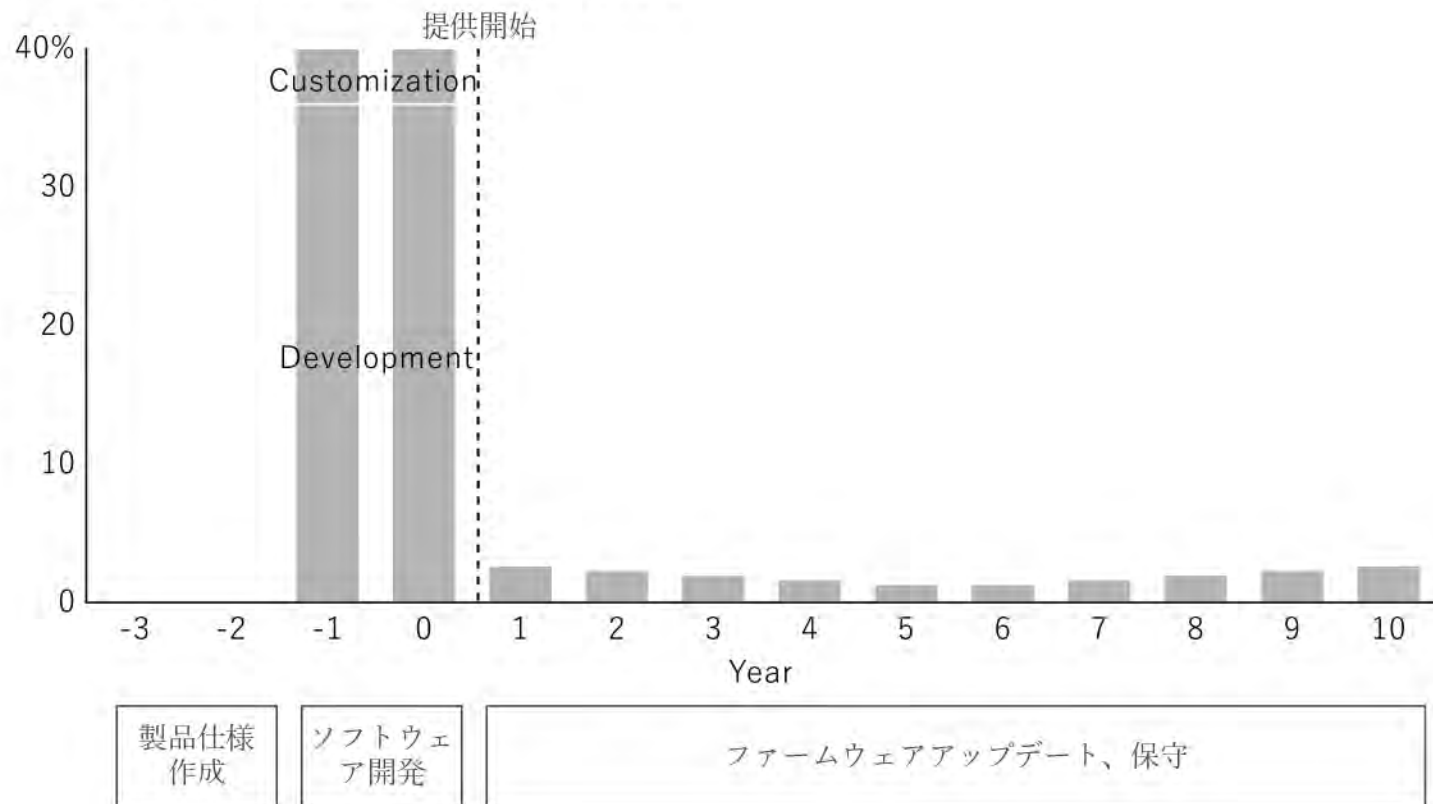


様々な産業において、産業用ロボットの増加が見られる



貴社の売上計上は製品開発時に偏重するが、定期的なファームウェアのアップデートにおいても売上は発生します

F revenue for a given base station rollout (%)

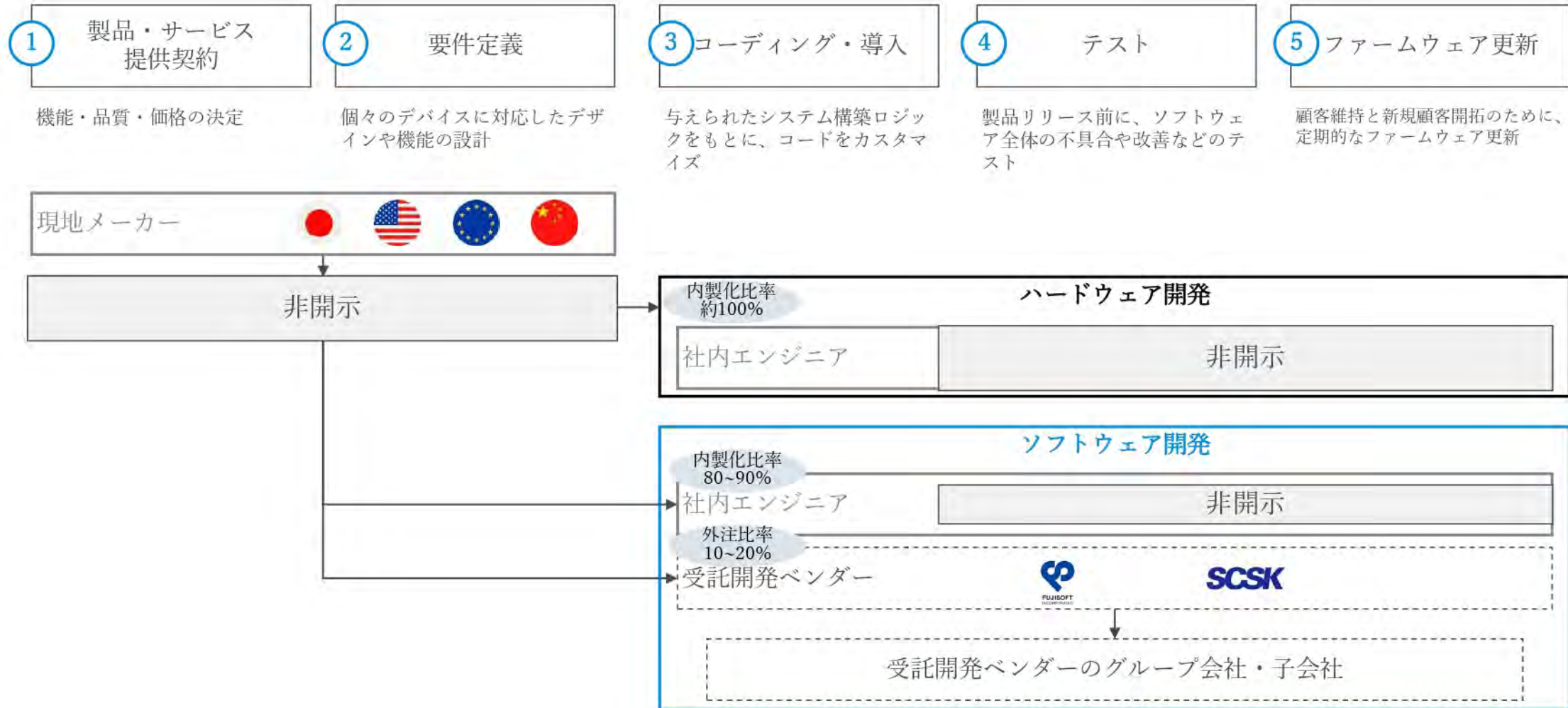


- 研究開発段階は、最も多くのアウトソーシングエンジニアリングを必要とし、貴社の売上 **非開示** この段階で発生する
 - 開発：研究開発段階の売上 **非開示** 標準化されたロボット開発によるもの
 - カスタマイズ：研究開発段階の **非開示** 売上は、大手メーカーによる発注ベースのカスタマイズによるもの
- **非開示** の売上は、ソフトウェアのアップデートおよびトラブルシューティングに伴う収入であり、サービス提供期間の始めと終わりで売上が大きくなる
 - 初期から中期: 初期トラブルシューティングのために更新が必要
 - 中期から末期: 最新の技術に対応するため、更新の必要性が増加

非開示

ロボットメーカー社員A

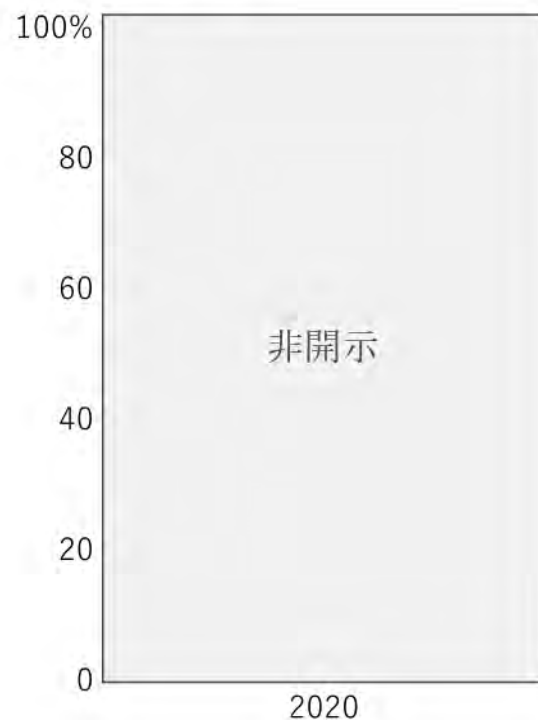
貴社の主要顧客は、組込みソフトウェア開発の一部を外注している大手ロボットメーカーです



非開示 貴社の売上の非開示 を占めています。

貴社は、非開示 に対して、ノンコア部品・ノンコア機能に関連したサービスを提供しています

F FA revenue
by customer (%)



貴社の役割

非開示
長期的な関係

- 貴社は、主にノンコア部分のコーディングや更新をサポートする
 - GUI(Graphic User Interface coding)及びカスタマイズ
 - 周辺コンポーネント(カメラ、レーザー等)の調整、データフィード
- 非開示 社内エンジニアが不足しているため、外部ベンダーのエンジニアを活用している
- 非開示 30年以上の付き合いがあり 非開示 他のベンダーに乗り換えるリスクは小さい

ファクトリーオートメーションに関連した組込みソフトウェアの受託開発において、顧客の主な購買基準は、キャパシティ・長期的な取引関係・専門性にあると考えられます

顧客企業は様々な理由でアウトソーシングを行う

- 社内エンジニアの不足
 - 製品開発・発売が次々と発生
 - 「働き方改革」
- ノンコア知的財産にあたる組込みソフトウェア開発における、アウトソーシングの費用対効果

非開示

ロボットメーカー社員B

非開示

ロボットメーカー社員A

顧客がアウトソーシングする際、委託先のキャパシティを最も重視する

キャパシティ

- エンジニアを安定的に供給できる

非開示

ロボットメーカー社員B

長期的な取引関係

- 事業初期段階からの長期的な関係性

非開示

ロボットメーカー社員B

専門性

- ノウハウの蓄積
- 開発実績

非開示

ロボットメーカー社員B

貴社の機械制御システム事業の売上変動は、**非開示** 研究開発費の変動と一致しています

非開示

Fujisoft Embedded/Control Systems Revenue (B JPY)



非開示

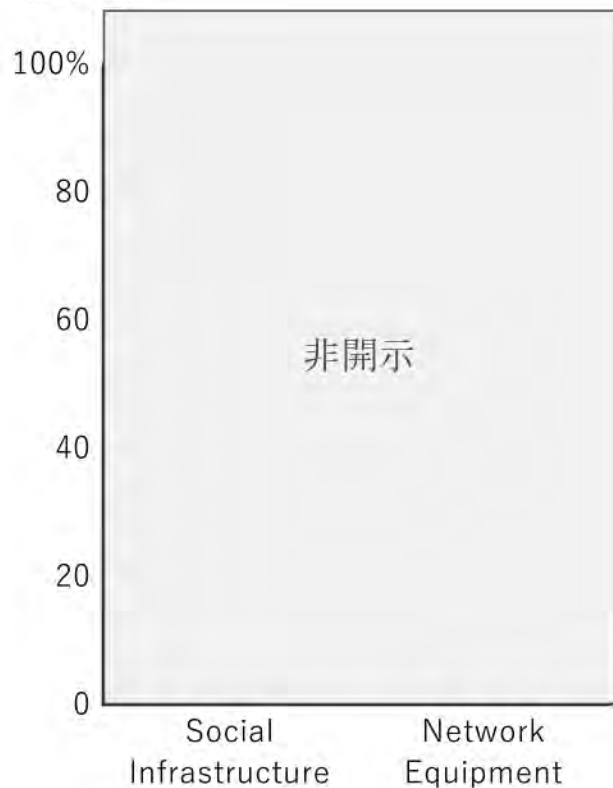
非開示 直近5年間、研究開発費を増加させており、貴社にとり良好な市場環境でした

非開示

⑤社会インフラ系（ネットワーク機器－携帯基地局）

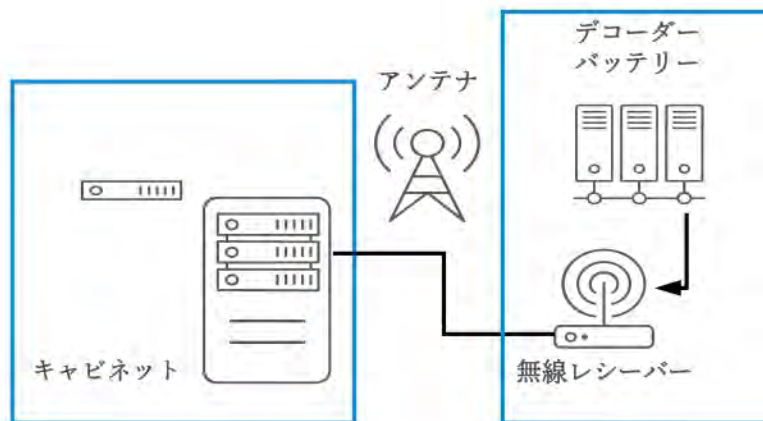
貴社の社会インフラ事業は、基地局用ネットワーク設備(アンテナを除く全ての部品)を中心に展開されています

F FY19 Revenue (M JPY)



基地局の主要コンポーネントは4つ

- 基地局は、さまざまな周波数を発信し、エンドユーザーにシグナルアクセスを提供する
- 基地局は、タワー型であったり、建物の上や電柱、建物の中に設置されたりする



貴社に外注される組み込みソフトウェア開発

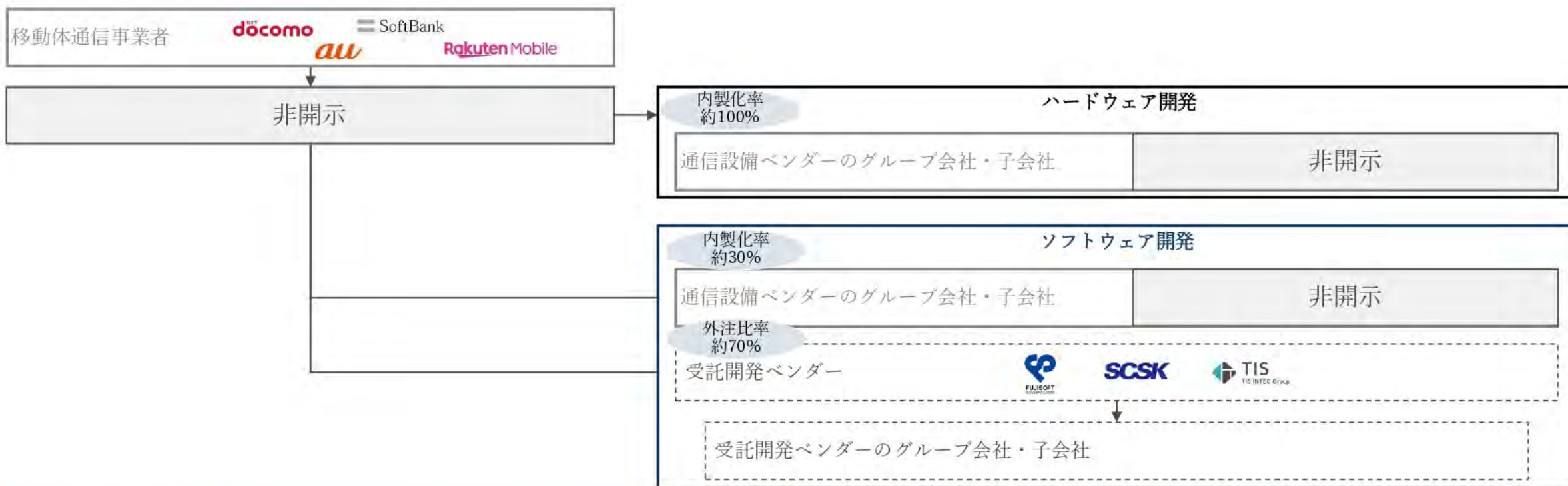
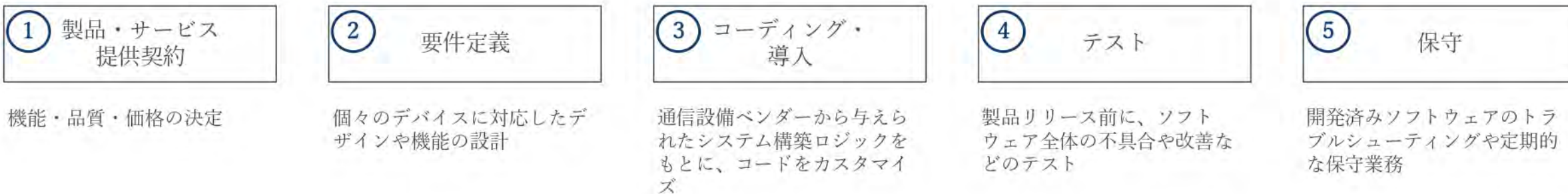
全てのコンポーネントにおいて、組み込みソフトウェアが使用される

- 通信ネットワークとの安定した接続のために、アンテナに接続する部品やアンテナを支える部品には、カスタマイズされた組み込みソフトウェアが必要
- ITベンダーの下請け業者が、基地局部品の組み立てを行う



ITベンダー社員A

貴社は、通信設備ベンダーに対して、ソフトウェア受託開発を行っています



貴社の主要顧客は 非開示 であり、 非開示 を顧客としています

4G・5G基地局数*

5G基地局の
主な供給元

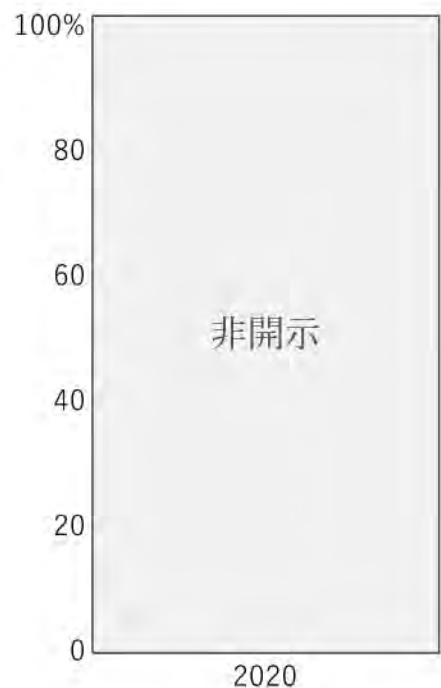
コメント

非開示

非開示

貴社の基地局関連の売上において、非開示が約80%を占めています

F base station component revenue by customer



非開示

貴社の役割

- 貴社は、非開示のエンジニアと協力し、基地局コンポーネントに対して、組込みソフトウェア開発・供給開始前テスト・ソフトウェアプロトコルのアップグレード・保守を提供
 - 基地局立ち上げ前の研究開発段階で実施される、組込みソフトウェアの開発・テスト
 - 基地局立ち上げ後の数年間は、コンポーネントにおいて、ソフトウェアプロトコルのアップグレードが常に必要
 - ソフトウェアの保守と不具合対応を、貴社が最後まで継続して実施

非開示 貴社の長期的な関係

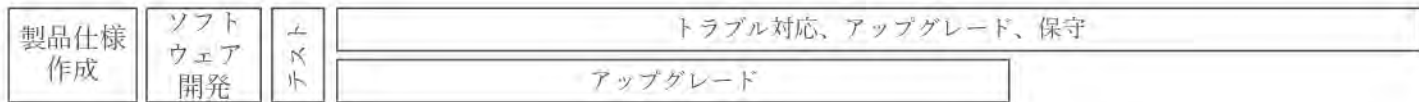
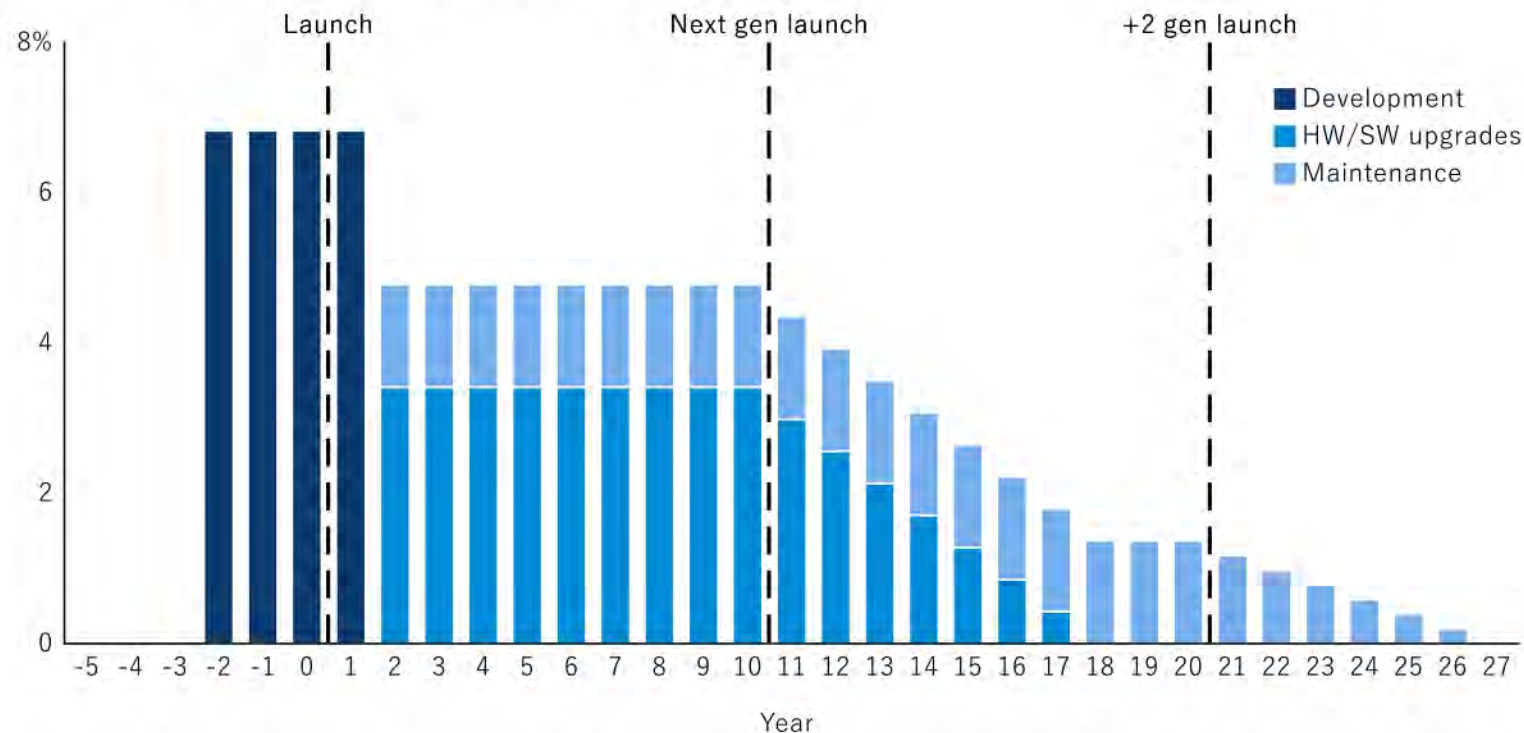
- フィーチャーフォンの時代から20年以上、貴社は、非開示にサービスを提供し、世代を超えて受注を獲得し続けてきた

非開示

元従業員A

貴社の売上は、製品開発の初期段階に大きく計上されます

F base station component revenue in a given generation (%)

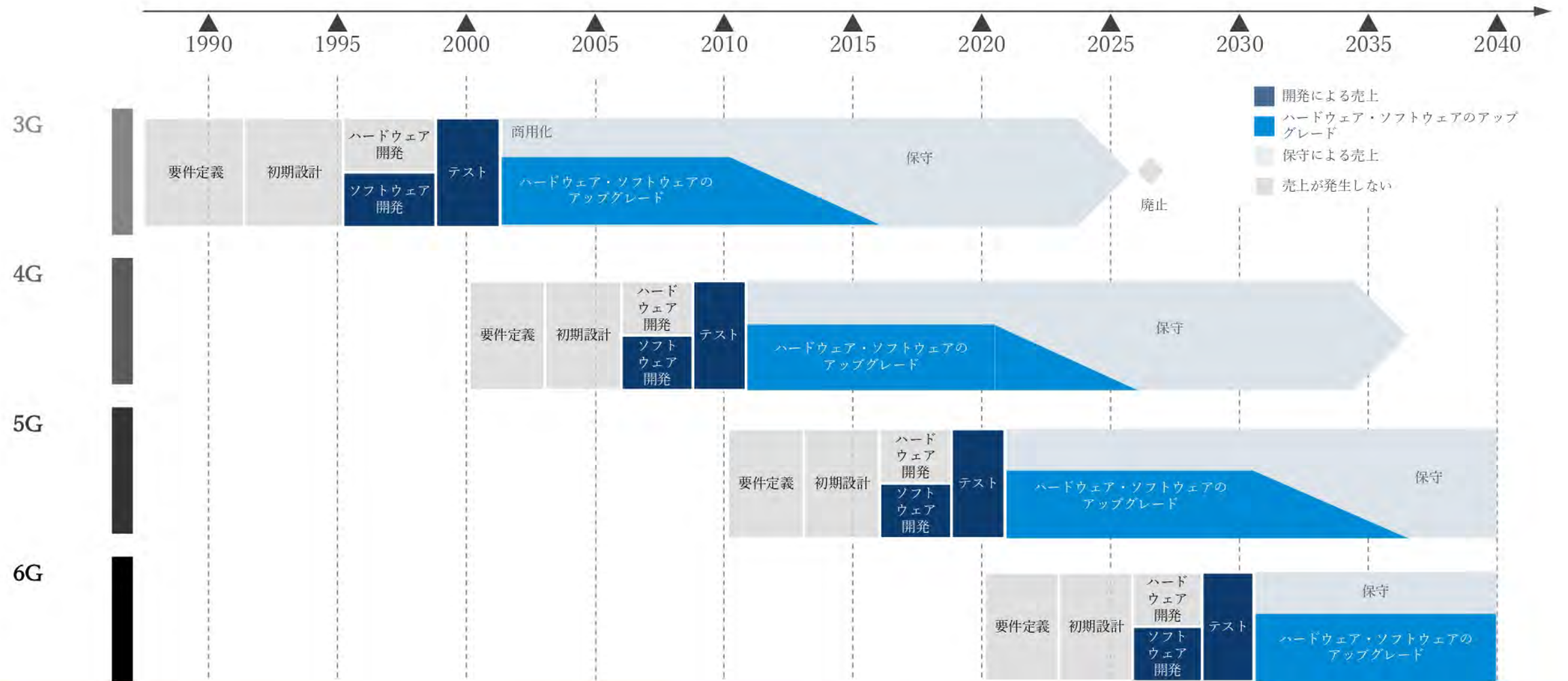


- 最も多くの外注エンジニアリングを必要とする開発・テスト段階において、各世代における貴社の収益の「非開示」が発生する
- 残りの収益「非開示」は、ハードウェアやソフトウェアのアップグレードとトラブル対応にもものであり、より長い期間にわたって計上される



注: Year 1に新しい基地局の建設が開始される
出典: Market participant interviews

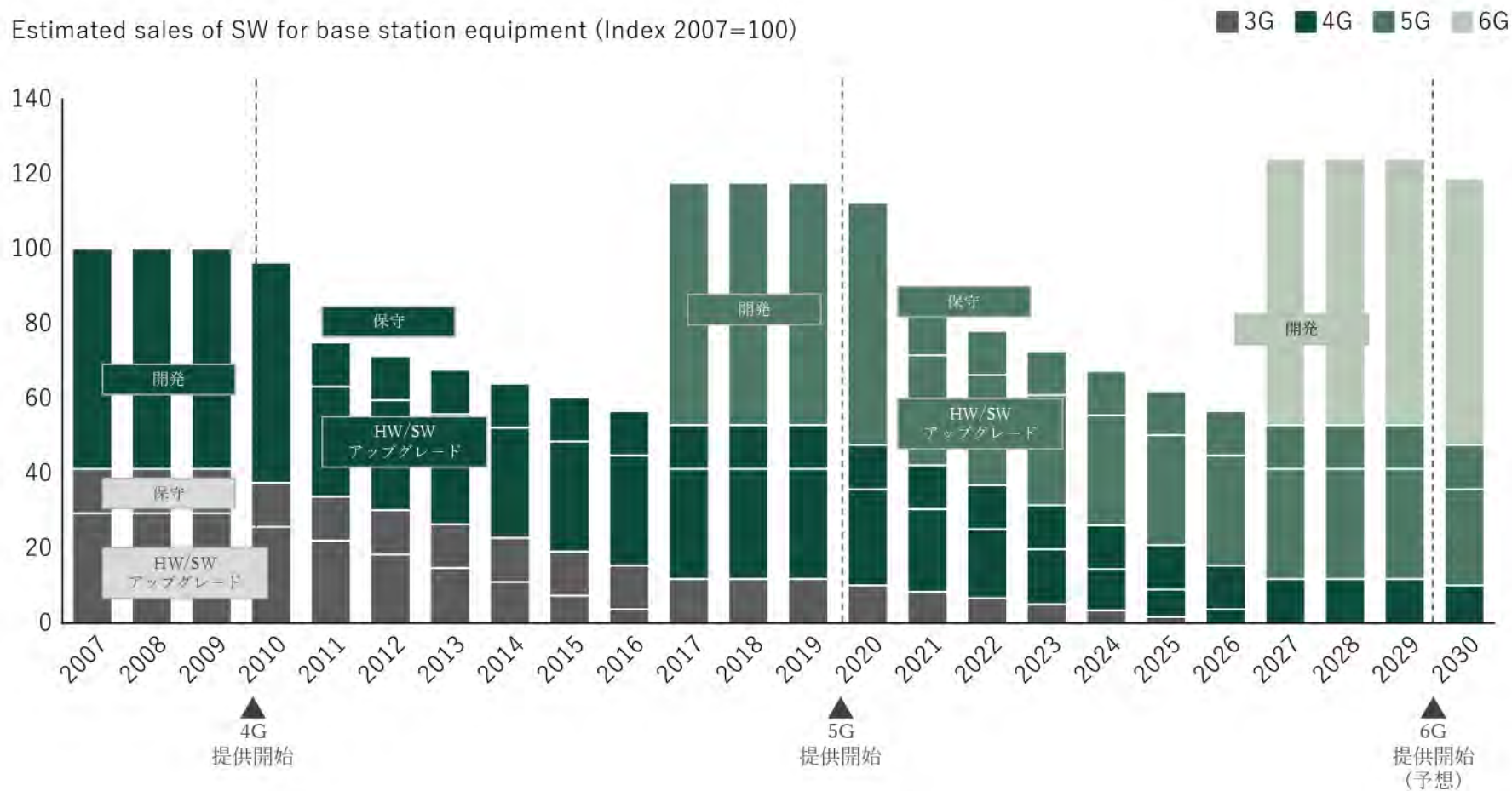
売上発生がソフトウェアの開発・テスト期間に偏重するため、3G→4G→5G→6Gと新世代通信システムが導入されるに従って、組み込みソフトウェア市場の周期性が発生します



足許では5G投資のピークアウトが生じており、今後数年間は市場縮小が見込まれます

主要な前提

Estimated sales of SW for base station equipment (Index 2007=100)



- 開発**
 - 商用化前の3年間と商用化後の1年間、貴社がソフトウェア開発を受託(開発で必要とされるリソースを「100%」と設定)
 - 技術の発展が遅かったため、3Gの開発は、3年よりも数年長くかかった
- HW・SWのアップグレード**
 - 立ち上げ後、次世代が商用化されるまで、「50%」のリソースで安定した収入を確保
 - 次世代の提供開始から更に次の世代の展開まで、アップグレードは徐々に減少
 - 2011年に4Gアップグレード開始、2020年から徐々に減少し、2027年には0になる
- 保守**
 - 立ち上げ後も「20%」のリソースで、予想される寿命まで一貫した保守を行う
 - 次の次の世代の提供開始から寿命まで、保守は徐々に減少
 - 2011年に4G保守開始、2030年から徐々に減少し、2037年には0となる
- 研究開発コストの増加**
 - ソフトウェア開発が複雑になり、より多くのエンジニアが必要となるため、研究開発コストは世代が進むごとに10%ずつ増加
 - 4Gの開発リソースを100%とした場合、5Gの開発には110%、6Gの開発には121%が必要

非開示
元従業員B

非開示
ITベンダー社員B

非開示
ITベンダー社員A

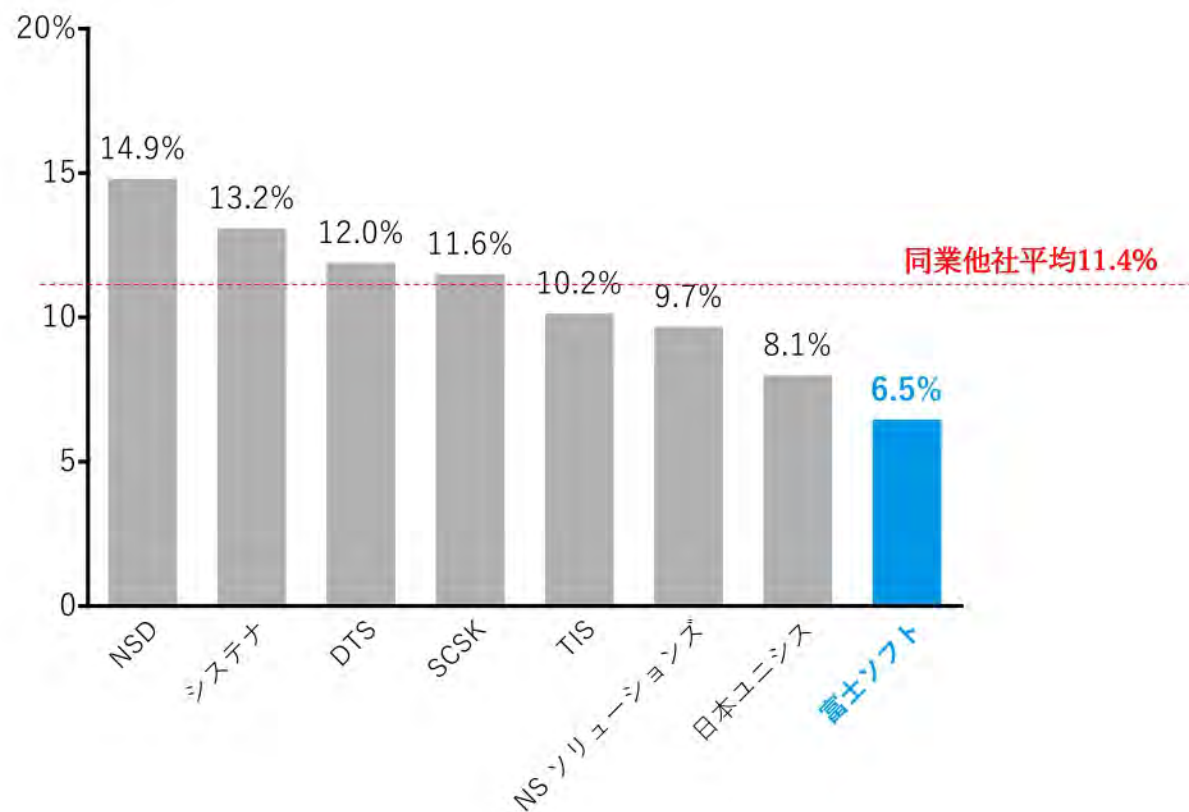
非開示
元従業員C

Section 4 :
利益率の改善

現状、貴社の利益率、及び生産性が業界最低水準であることは明白です

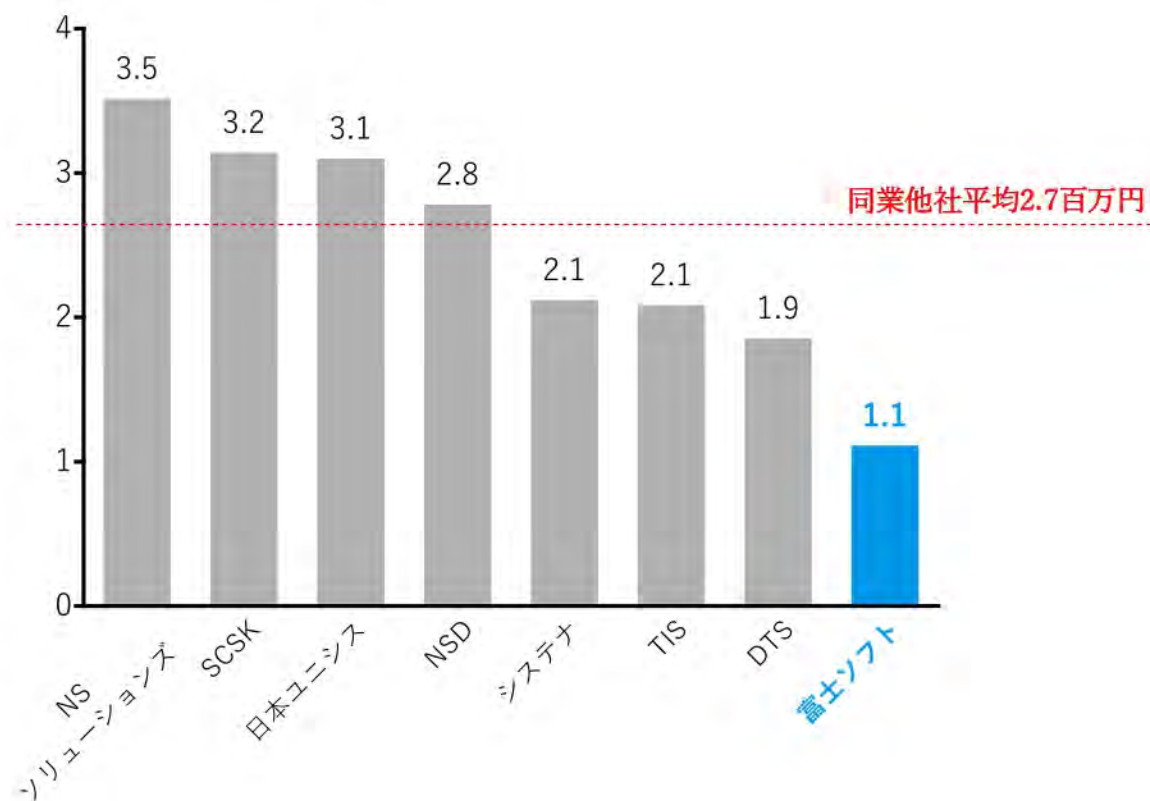
営業利益率は、競合平均を5%程度下回っている

営業利益率 (%)



従業員あたりの営業利益額も競合平均の半分に満たない

従業員一名当たり営業利益 (百万円)



低営業利益率の主因は、非効率な組織構造と収益性の低いプロジェクトポートフォリオと考えられます

非効率な組織構造

- ① 非効率な直接人員/外注の運用
- ② 間接人員の肥大化
- ③ 調達機能の非最適化

収益性の低いプロジェクトポートフォリオ

- ④ 不採算プロジェクトの受注
- ⑤ 高付加価値プロジェクトの受注少

貴社は、①-④に主にアプローチし、筋肉質なコスト構造への変革を行い、競合水準までの利益率向上を目指すべきです

①非効率な直接人員/外注の運用

貴社は、直接人員の余剰人材が多い・外注を効率的に活用できていない、といった課題を抱えています

非効率な直接人員/外注の運用

現状

貴社は、社内に余剰人員を多く抱えていると考えられる

- プロジェクト数に見合わない直接人員の雇用によって、直接人員の低稼働率を生み出している

非開示

元従業員A

非開示

元従業員A

また、効率的に外注の活用を行えていない可能性が高い

- 余剰人員で対応可能な業務の外注や、低単価なLow Cost Countries (LCC)等の活用不足等、外注業務・外注先が最適化されていない

非開示

元従業員B

非開示

元従業員A

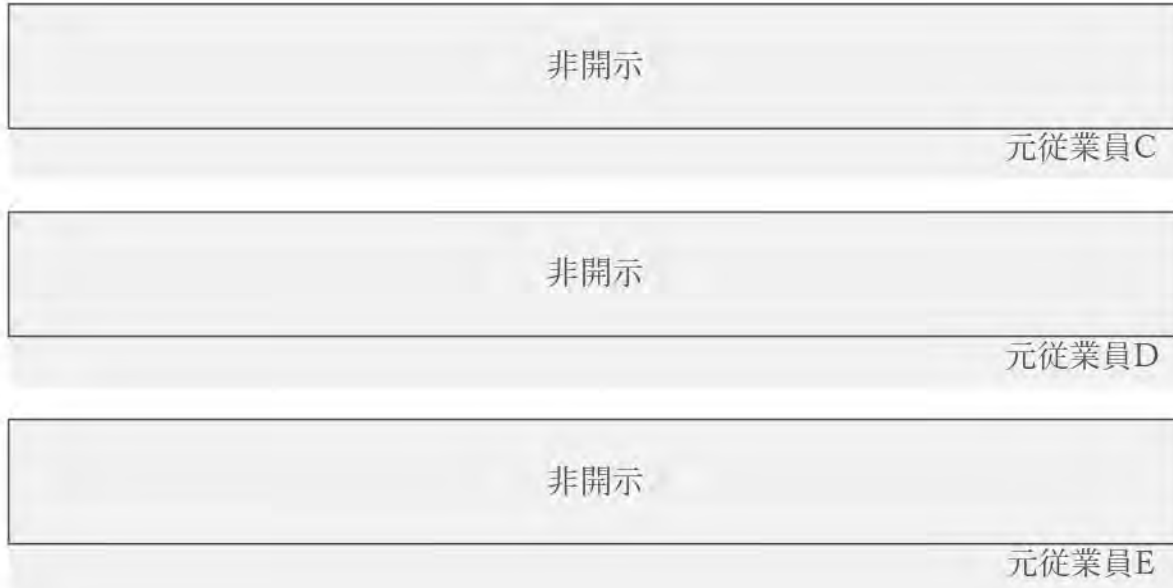
非開示

元従業員A

施策①：適正な成果主義賃金制度の導入等により、組織全体の生産性の向上が見込まれます

非効率な直接人員/外注の運用 施策 - 余剰人員削減

人事制度見直しによる、生産性向上余地があるように見える



人事制度の見直しを通し、16-31億円の営業利益改善が見込まれます

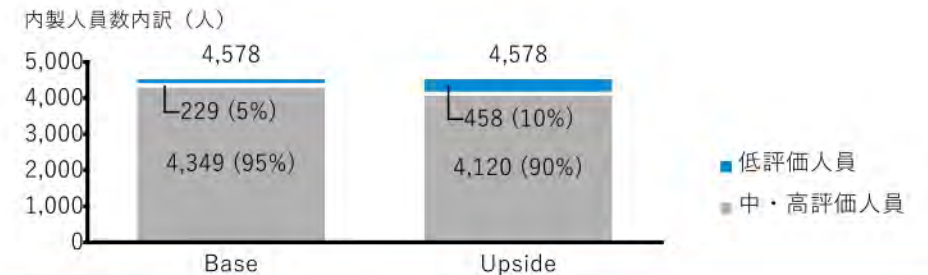
Base case

- 年間16億円程度の改善インパクトを想定
 - FY20時点の社員数4,578人の内、低評価人員が5% (229人) 存在すると仮定
 - 内製人員の社内単価は年690万円程度と想定
- 評価制度の変更(適正な成果主義賃金制度の導入)や、採用数の適正化を行う

Upside case

- 年間31億円程度の改善インパクトを想定
 - FY20時点の社員数4,578人の内、低評価人員が10% (457人) 存在すると仮定
 - 内製人員の社内単価は年690万円程度と想定
- 評価制度の変更(適正な成果主義賃金制度の導入)や、採用数の適正化を行う

低評価人員数
イメージ

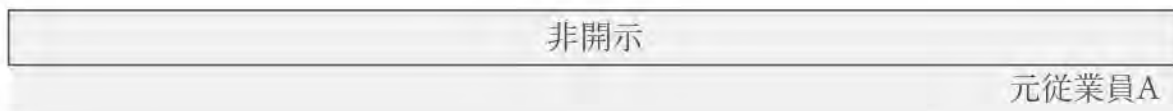


施策②：遊休人員の活用により、外注業務の縮小が可能です

非効率な直接人員/外注の運用 施策 - 外注効率化①

遊休人員を活用し、外注業務の一部を代替できる可能性がある

- 貴社の直接人員の稼働率は8割程度と見られ、低評価人員を除いても1割程度の遊休人材が発生していると見られる
- 競合他社の中には、常に稼働率100%以上の企業も見られ、遊休人材の発生は不可避なものではない
- 遊休人員の管理手法の改善により、他事業部の外注業務の代替を通じた稼働率の向上が可能と見られる



遊休人員の有効活用を通じ、0-5億円の営業利益改善が見込まれます

Base case

- 外注業務を代替可能な人材は存在しないとして、改善インパクトは想定しない

Upside case

- 年間5億円程度の改善インパクトを試算
 - 遊休人員458人の内、10%程度(46人)が外注業務を代替可能な人材であると想定
 - 外注の月額発注コストは90万円/人程度と想定

人員数内訳 (人)



内、10%が外注業務を代替可能なスキルを持った人材 (10人チームが遊休になった際に1名が主任レベルと想定)

施策③：低付加価値業務を、より低コストな外注先に変更すべきです

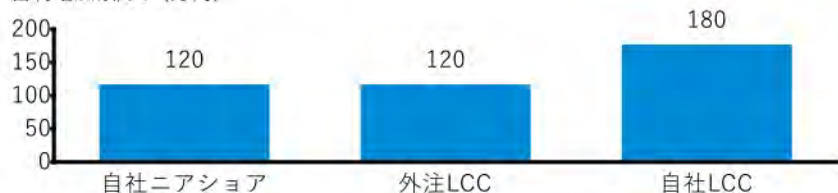
非効率な直接人員/外注の運用 施策 - 外注効率化②

協力会社への外注から、より低コストな外注先に切り替えることが可能

自社ニアショア・LCCの
コスト優位性

- 一般に、外注先を国内協力会社から自社ニアショア・LCCに切り替えると、一人当たり年間120-180万円の営業利益上昇に寄与

外注（協力会社）からの切替による
営利増加額/人（万円）



他社の
活用状況

- 競合は積極的に自社ニアショア、LCCを活用
 - SCSK：沖縄に2,000人規模の開発拠点を立上げし、社内での積極的な活用を奨励。中期計画においても自社ニアショア強化を明言
 - システナ：2014年にベトナムに子会社を設立。自社LCCとして積極的に活用

非開示

競合他社社員B

自社ニアショア・LCCを活用し、4-12億円程度の営業利益改善が見込まれます

Base case

- 年間4億円程度の改善インパクトを試算
 - 協力会社で活用している人員の内、220人をLCCで代替（≒LCC人員数320人）
 - 自社LCCを前提とし、年間180万円/人のインパクトを想定



320人の算出前提

・外注人員4,000人 × LCCが活用可能な業務ソフト事業比率40% × 適用プロジェクト率50% × LCC比率40% = 320人

- ・業務ソフト事業比率は、売上割合を参照
- ・適用PJ率は、PJ規模を軸に仮定
- ・LCC比率は、システナをベンチマーク

Upside case

- 年間12億円程度の改善インパクトを試算
 - 協力会社で活用している人員の内、700人をLCCで代替（≒LCC人員数800人）
 - 自社LCCを前提とし、年間180万円/人のインパクトを想定



800人の算出前提

・外注人員4,000人 × LCCが活用可能な業務ソフト事業比率40% × 適用プロジェクト率50% × LCC比率100% = 800人

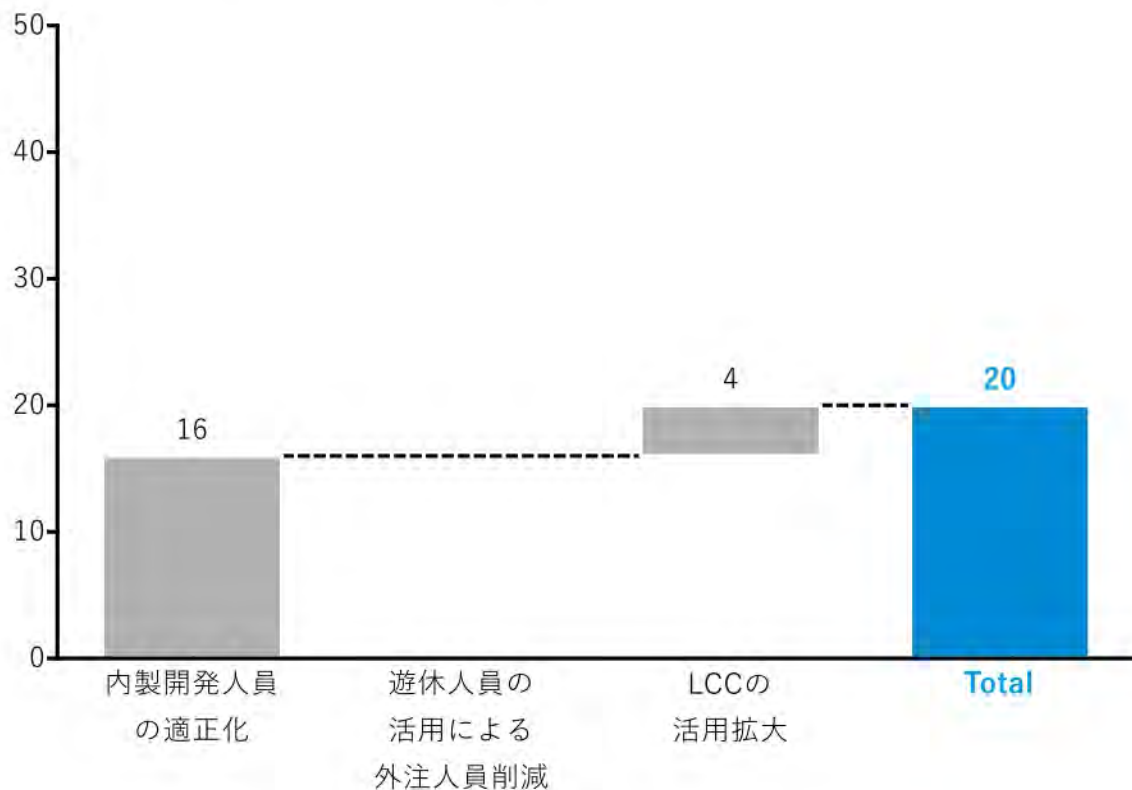
- ・業務ソフト事業比率は、売上割合を参照
- ・適用PJ率は、PJ規模を軸に仮定
- ・LCC比率は、グローバルBDPをベンチマーク

これら3つの施策により、合計20-48億円の営業利益改善が可能と想定しています

非効率な直接人員/外注の運用 改善インパクト

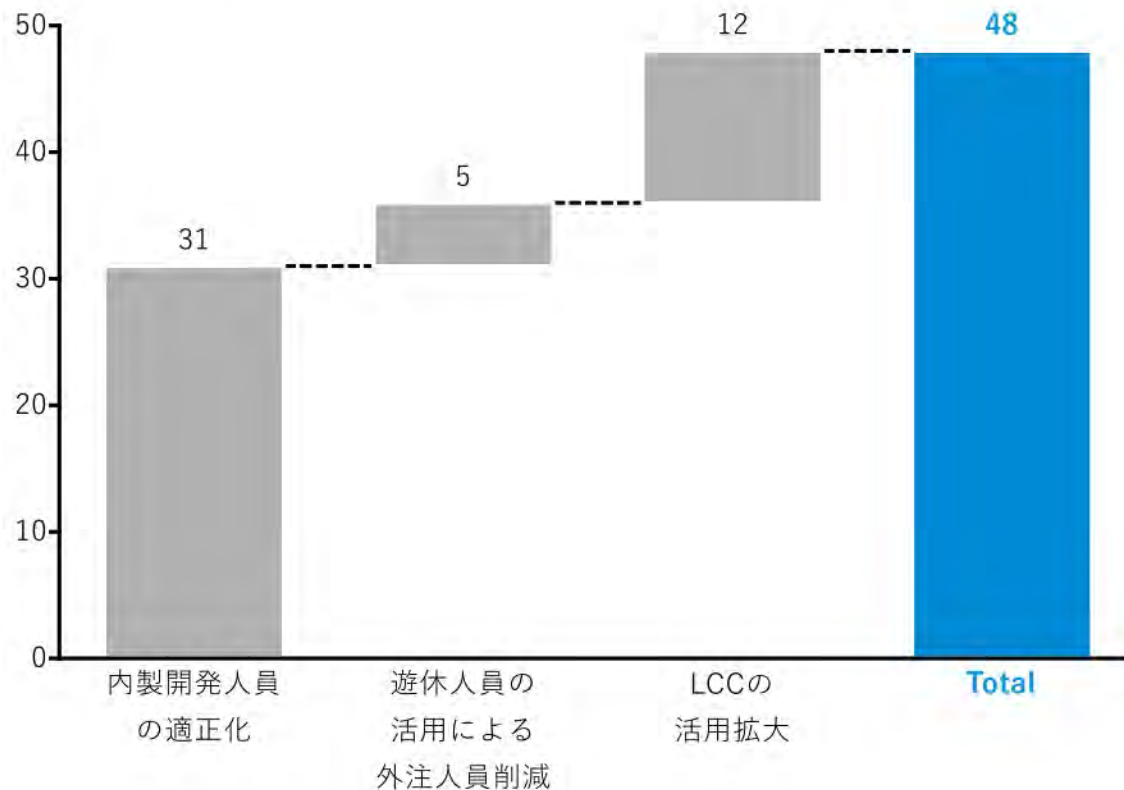
Base caseでは20億円の改善が見込まれます

各施策の営業利益改善インパクト（億円）



Upside case では48億円の改善が見込まれます

各施策の営業利益改善インパクト（億円）



①非効率な直接人員/外注の運用 専門チーム組成の上、内部情報に基づき施策の精緻化を行っていく必要があります

	アプローチ	具体的な施策	精緻化に必要な内部情報
施策 ①	適正な成果主義賃金制度の導入等による、組織全体の生産性向上	<ul style="list-style-type: none"> エンジニア各人毎の生産性を、適切に把握・評価するための手法を確立 特定された低評価人員の自然減を促す、人事評価制度（パフォーマンススペース）・採用プロセスの策定・導入 生産性のモニタリングによる、継続的な効果測定 	<ul style="list-style-type: none"> エンジニア各人の稼働率/スキル評価/実績/年度評価/プロジェクト評価 現状の評価制度・採用プロセスの詳細
施策 ②	遊休人員の活用により、外注業務縮小	<ul style="list-style-type: none"> 活用可能な遊休人員数、及びスキルレベルを把握 上記踏まえ、外注すべき業務を再精査し再定義(自社で出来ない業務を切り出す) 実際の外注判断をサポートする、直接人員の稼働状況(アサインor遊休)が全社レベルで判断可能となる仕組の導入 全社最適な外注担保に向け、現場ではなく全社横断部門で判断する仕組みの導入 	<ul style="list-style-type: none"> エンジニアの遊休人員数/スキル評価 外注業務内容/判断基準の詳細 現状の外注決定プロセス
施策 ③	低付加価値業務を、より低コストな外注先に変更	<ul style="list-style-type: none"> 受託業務や社内業務の棚卸と難易度付け 低難易度業務やルーチンワークなどの低付加価値業務を、自社ニアショアおよび自社LCCで実施、更なる業務拡大と活用 LCC活用に向けて、本社側に窓口部隊を設立するなど、社内組織の整備 	<ul style="list-style-type: none"> 受託・社内業務の内容詳細 ニアショアおよびLCCのスキル評価 ニアショアおよびLCCの活用実態・ルール LCC対応拡大に向けた現状組織の体制と能力

②間接人員の肥大化

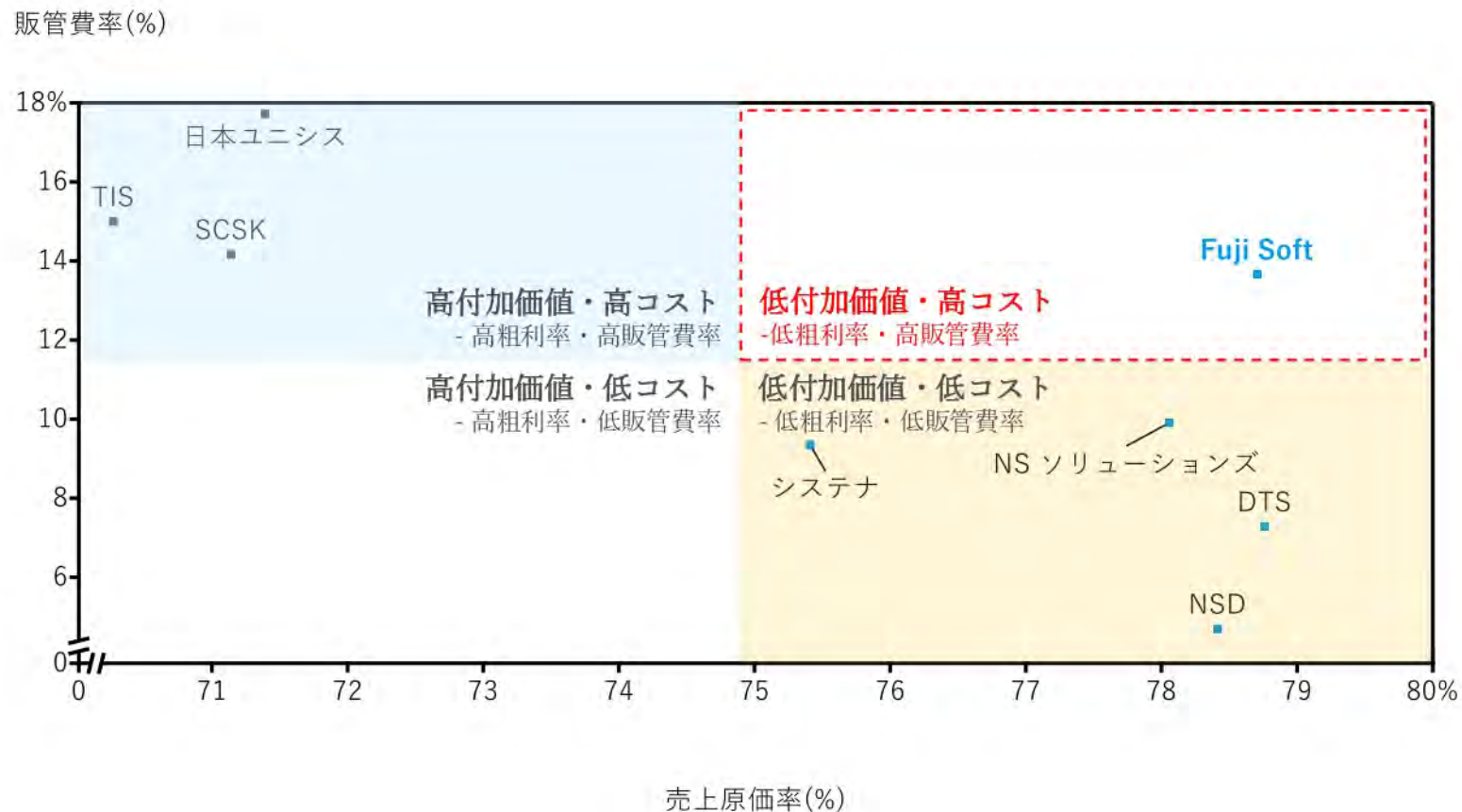
貴社の粗利率は低位な上、販管費率が高止まりしており、利益率を低めています

間接人員の肥大化

現状

業界各社の売上原価率及び販管費率（直近年度¹⁾）

コメント



- 貴社の歪なコスト構造が低利益率をもたらしている
 - 一般的に、上流業務を担当する企業群は高粗利率・高販管費率、下流業務を担当する企業群は低粗利率・低販管費率のコスト構造になり、営業利益率は10%前後となる
 - 一方、貴社は低粗利率・高販管費率であり、歪なコスト構造になっている

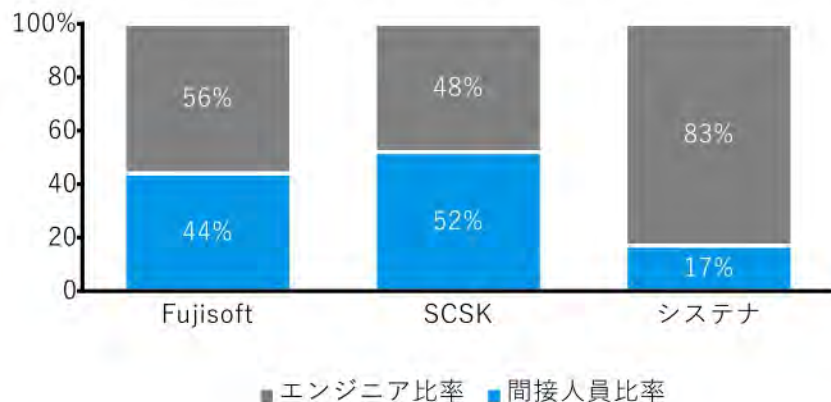
販管費率が高い主因は、単価向上に寄与できていない間接人員の多さです

間接人員の肥大化 現状

貴社は、単価向上を目的とした間接人員を多く抱えている

間接人員比率は、SCSKと近く高水準

従業員に占めるエンジニア・間接人員比率（単体）

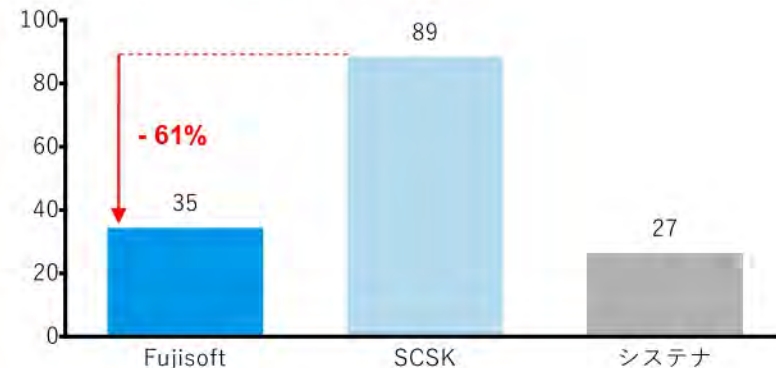


しかし、間接人員は単価向上に寄与しておらず、販管費率を押し上げている

エンジニア一人当たりの売上はSCSKよりも60%低く、単価の向上は果たされていない

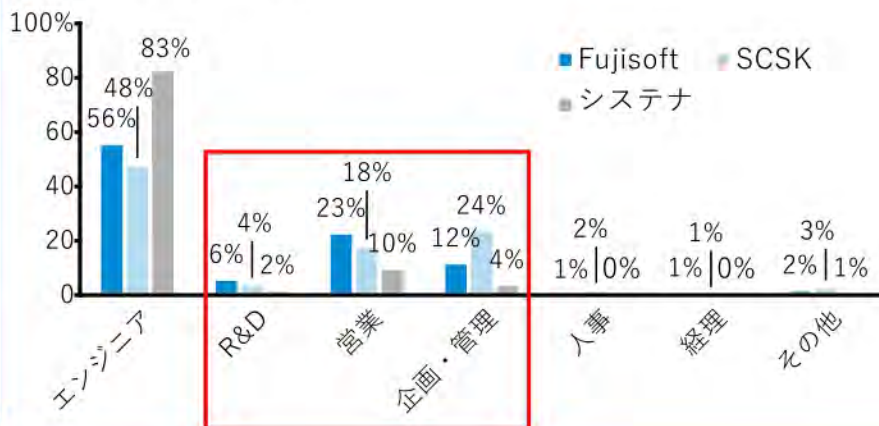
貴社の請負業務の水準はシステナと同程度と理解

売上高/エンジニア社員数¹（単体、百万円）



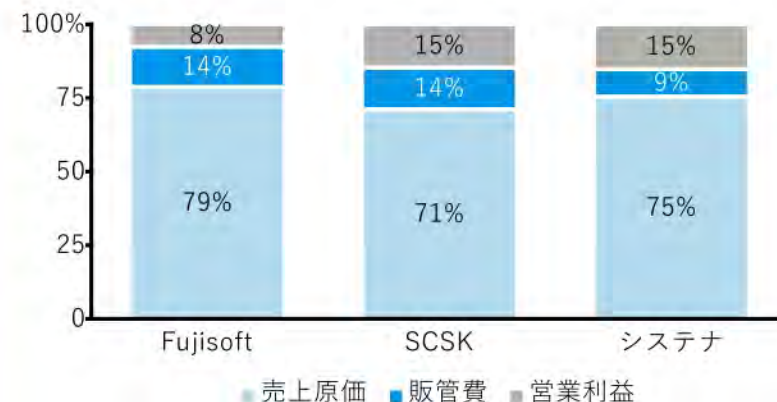
間接人員の多くは、SCSKと同様PJ単価の向上を目的としている

役割別従業員比率（単体）



結果、過大な間接人員により、販管費率が高止まり、利益率が悪化

各社コスト構造²(単体)



出典：Bloomberg; 外部調査会社
注：[1] FY2020をベースに算出 [2] 2022年7月上旬時点での直近年度をベースに算出

過剰に間接人員を抱えている要因は、各業務部間での職掌の重複や非効率な業務執行等にあると考えています

間接人員の肥大化

要因

各業務部間で職掌が重複している

	営業/ マーケ	R&D	企画/ 管理	事業企画/ 管理	人財	資材	その他
HQ	✓		✓				✓
金融事業本部	✓		✓				
エリア事業本部	✓		✓	✓			
システム事業本部	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
プロダクト事業本部	✓	✓	✓	✓			
ソリューション事業本部	✓	✓	✓	✓	✓		
営業本部	✓		✓	✓			
その他	✓	✓	✓	✓	✓	✓	

非効率な業務執行が行われている形跡がある

- 承認プロセスが煩雑であり、業務効率を押し下げているとみられる
 - 承認プロセスが複雑化しており、非本質的な業務に過大なリソースを割いている
 - プロセスが目的化しており、不必要な業務を発生させている

非開示
元従業員A

非開示
元従業員B

- 業務システムを有効に活用できておらず、非効率性を生じさせている

非開示
元従業員A

以上の要因も踏まえた上で、業務プロセスの棚卸を行い、3つの切り口から間接機能を最適化すべきです

間接人員の肥大化

施策

①業務量の削減

- 重複業務の集約
- 業務の簡素化、過剰品質の是正
- 不要業務の廃止
- 権限委譲（申請件数削減）
- 責任の集中（一元管理化）



②業務効率の向上

- システム化、自動化、機械化
- 業務の標準化
- 移動時間の圧縮
- データ、ナレッジの共有
- 会議の短時間化

③投入人数の抑制

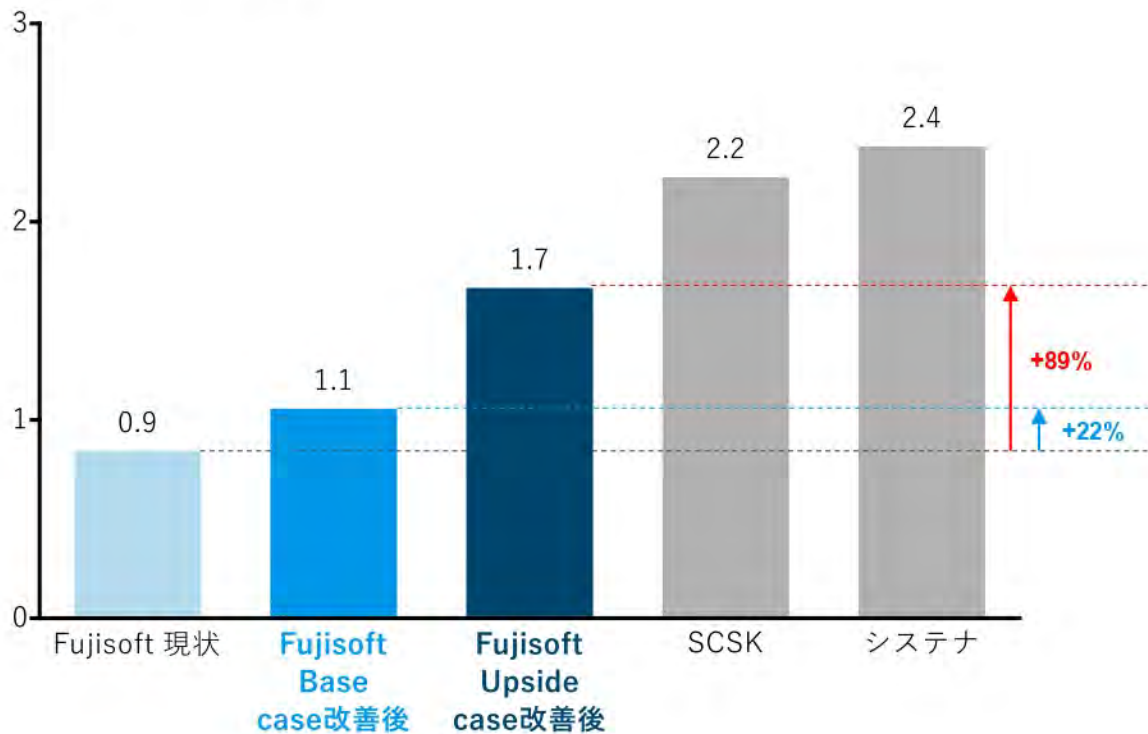
- 会議参加者の絞り込み
- 途中退席の許容
- チームサイズの縮小

特に生産性が低い営業/マーケ・R&D部門に、大きな改善余地を見込んでいます

間接人員の肥大化 施策

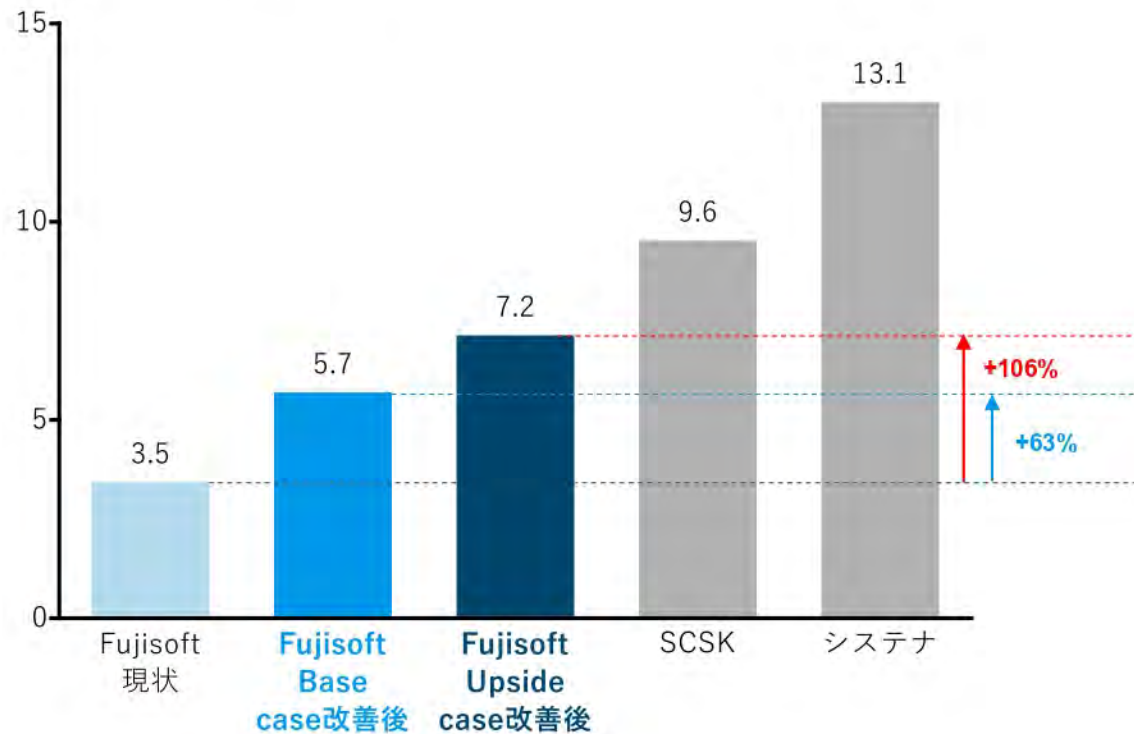
営業/マーケの生産性について、22%~89%程度の改善が可能と想定

営業/マーケ部門
一人当たり売上高（億円）



R&Dの生産性について、63%~106%程度の改善が可能と想定

R&D部門 一人当たり売上高（億円）

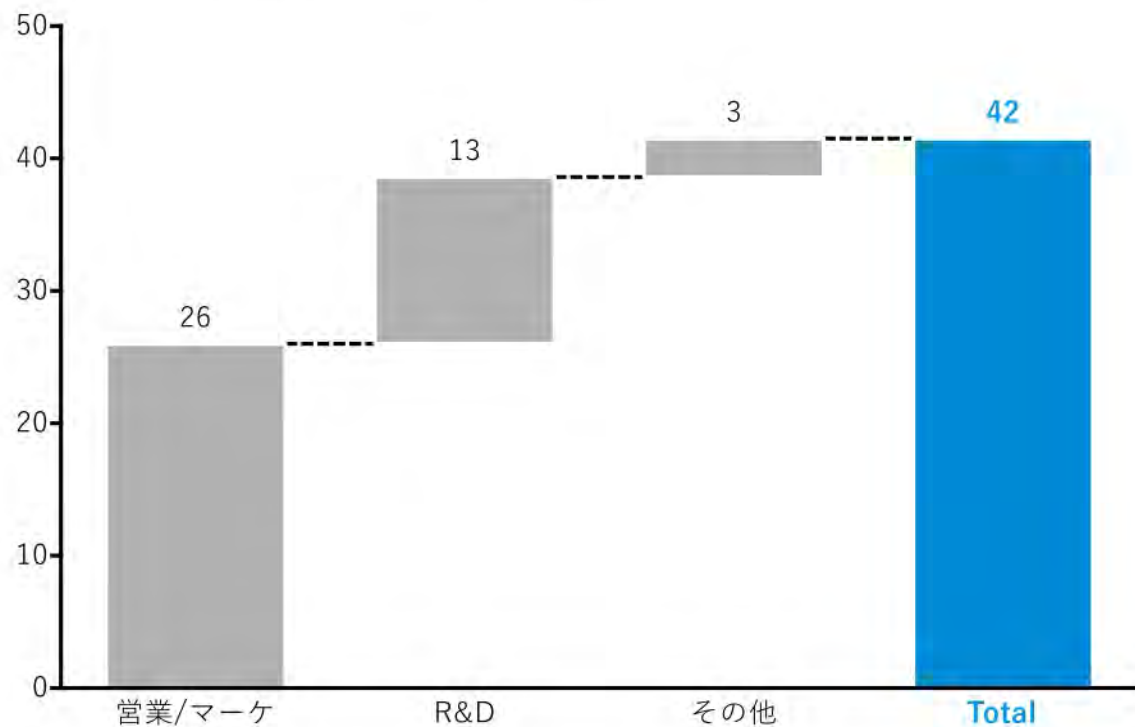


間接人員の適正化を通し、40-92億円の営業利益改善が可能と想定しています

間接人員の肥大化 改善インパクト

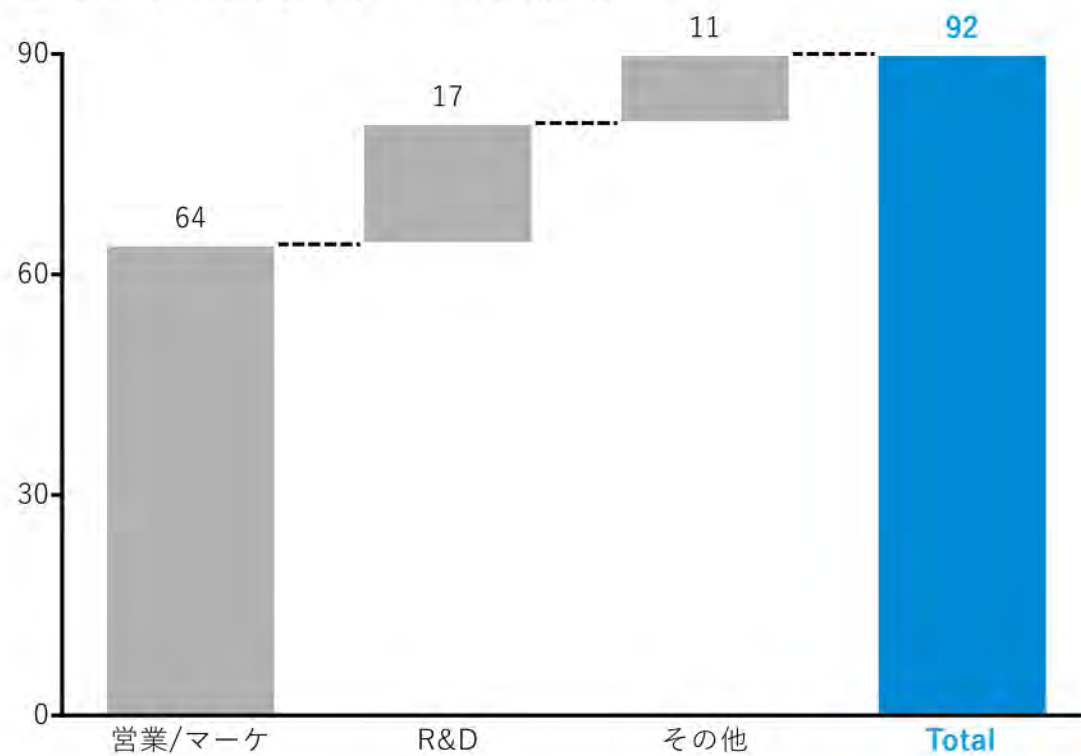
Base caseでは42億円の改善が見込まれます

各間接部門の営業利益改善インパクト（億円）



Upside case では92億円の改善が見込まれます

各間接部門の営業利益改善インパクト（億円）



②間接人員の肥大化 専門チーム組成の上、内部情報に基づき施策の精緻化を行っていく必要があります

	アプローチ	具体的な施策	精緻化に必要な内部情報
施策①	業務量削減	<ul style="list-style-type: none"> 各間接業務の必要性について客観的に再検討 <ul style="list-style-type: none"> 視点：そもそもの存在意義、重複の有無、必要な品質との差分等 必要性が低いと判断された業務の廃止・縮小 業務執行における、意思決定・オペレーションプロセスの最適化（無駄な複雑性の除去） 不必要業務発生の原因特定、再発防止策の策定 	<ul style="list-style-type: none"> 現状業務の目的/優先度/業務量（工数）/頻度 各業務の意思決定・オペレーションプロセス 不必要業務の発生経緯
施策②	業務効率の向上	<ul style="list-style-type: none"> 必要業務の標準化/自動化余地、及び効果の補足 標準化/自動化可能な業務については、マニュアル化・システム導入により対応 マニュアル化・システム導入に合わせて、全体の業務プロセスまで最適化 更なる業務効率向上に向け、社内ベストプラクティス・ナレッジの共有枠組み整備 不要な移動時間・会議の削減による、業務時間の確保 	<ul style="list-style-type: none"> 現状業務の標準化/自動化容易度 標準化/自動化のコスト、想定効果 現状の自動化度合い（導入システム等） 共有可能な社内ベストプラクティス・ナレッジ 会議・移動の目的・投下時間
施策③	投入人員の抑制	<ul style="list-style-type: none"> 業務量（工数）・業務効率を踏まえた上で、各業務に必要な人員数を算定・チーム規模を最適化 会議・ミーティングの運営ルールを改善（必要人員のみの参加、途中退席の許可） 	<ul style="list-style-type: none"> 各人員の業務量・業務効率 現状の会議運営状況（会議体・頻度）・ルール
全体	本社間接人員の最適化	<ul style="list-style-type: none"> 以上を踏まえた上での、最適な間接人員数の算定 効率化された間接業務の執行に最適な、組織構造、運営KPIの設計 余剰人員の出口戦略策定（自然減を中心とした人員コントロール計画策定） 間接人員の今後の採用方針策定 	<ul style="list-style-type: none"> 過去・現状の間接人員最適化の取組み 今後の成長も踏まえた、必要業務量・業務効率の見直し

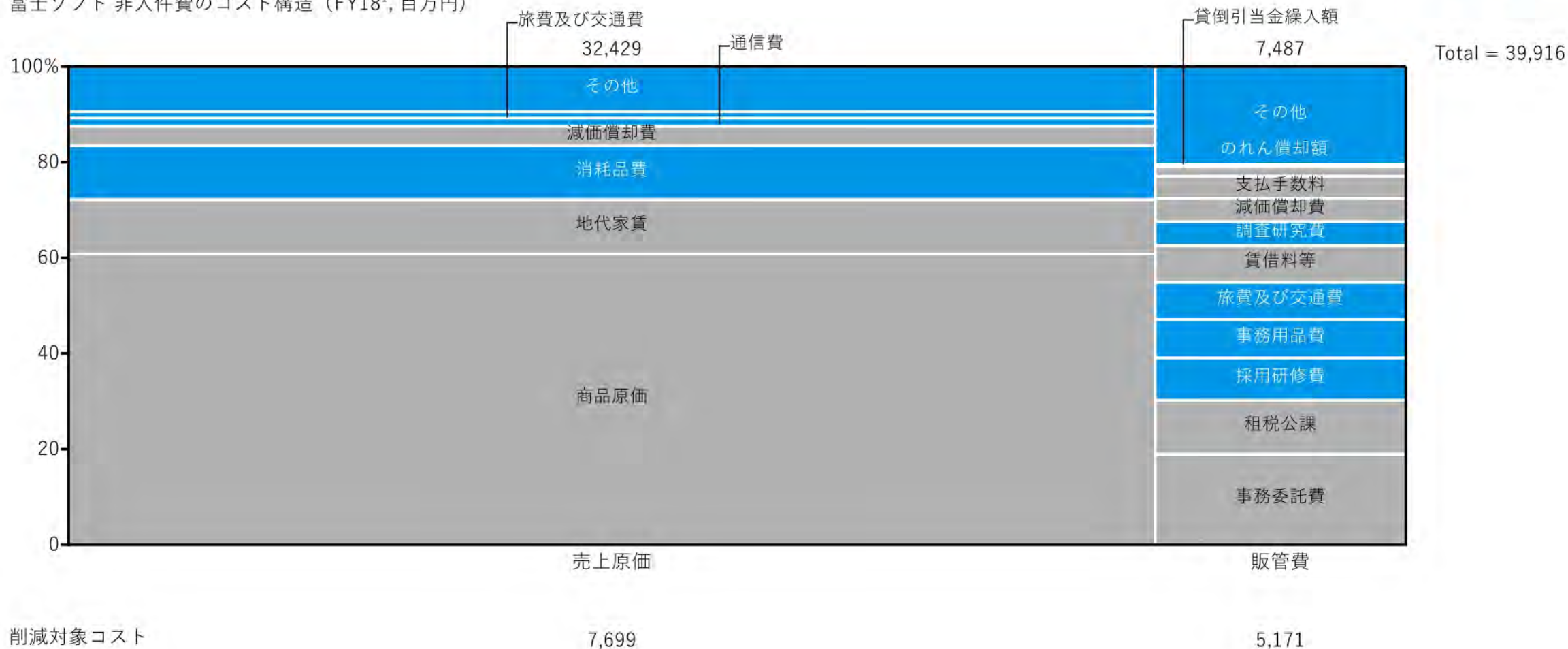
③調達の非最適化

人件費以外では、下記の費用項目において削減余地があると考えています

調達の非最適化 前提

■ 削減可能な費目

富士ソフト 非人件費のコスト構造 (FY18¹, 百万円)



出典：外部調査会社, IR資料
 注: [1]コロナ影響除去のため、FY18の数値を採用

価格・需要・供給の3視点に基づき、各調達コストを最適化すべきです

調達の非最適化

施策



▶ コスト見積もりや市場データ（最低入札価格、「いいとこどり」）による調達品の**あるべきコスト構造の把握**

▶ 海外も含めたサプライヤー間の**競争入札等による要素価格差、制度コスト差の享受**

▶ 選抜されたより少数のサプライヤーへの**数量の集約とスケールメリットの活用**

▶ より**標準化・共通化した発注によるスケールメリットの活用**

▶ **使用量の見直し（削減、省略、先延ばし、代替等）**

▶ **仕様の見直しによるコスト引き下げ（原料、グレード、産地、加工度、品質要求等）**

▶ **内製と外注の内容・経済性の評価と見直し**

▶ **バリューチェーンの簡素化、改善による流通・加工段階でのコスト削減**

▶ **サプライヤー側でのコスト構造の改善への共同取組み（プロセス、自動化等）**

網羅的なコストの検証を通し、4-13億円の営業利益改善が可能と考えています

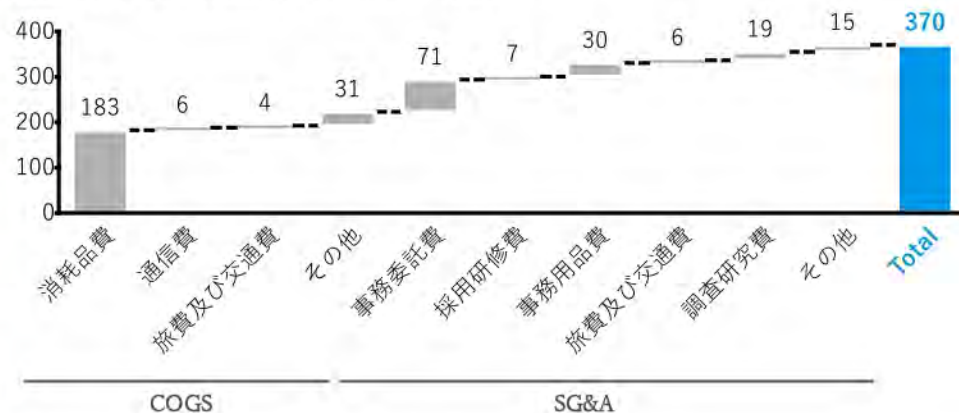
調達の非最適化 改善インパクト

Base caseでは4億円、Upside caseでは13億円の利益改善が見込まれる

試算の前提

Base case

各調達コストの営業利益改善インパクト（百万円）

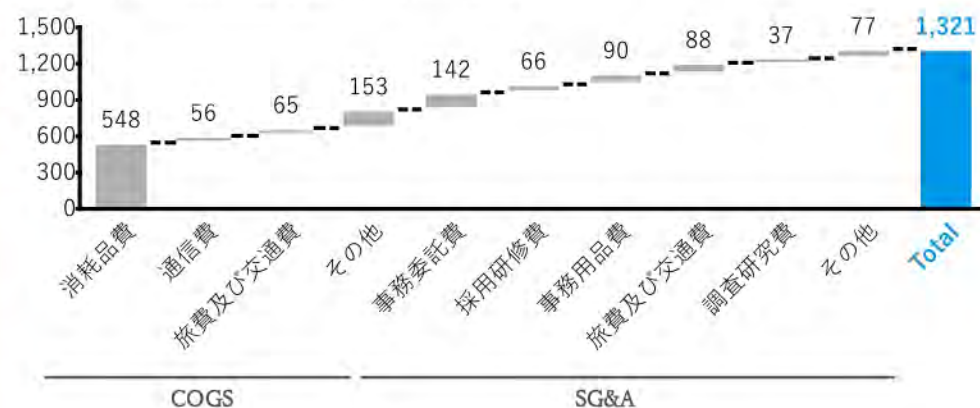


外部アドバイザーのコスト削減実績をベースに保守的に試算

- COGS削減率：
 - 消耗品費：5%
 - 通信費：1%
 - 旅費及び交通費：1%
 - その他：1%
- SG&A削減率：
 - 事務委託費：5%
 - 採用研修費：1%
 - 事務用品費：5%
 - 旅費及び交通費：1%
 - 調査研究費：5%
 - その他：1%

Upside case

各調達コストの営業利益改善インパクト（百万円）



外部アドバイザーのコスト削減実績をベースに試算

- COGS削減率：
 - 消耗品費：15%
 - 通信費：5%
 - 旅費及び交通費：10%
 - その他：15%
- SG&A削減率：
 - 事務委託費：10%
 - 採用研修費：10%
 - 事務用品費：15%
 - 旅費及び交通費：10%
 - 調査研究費：10%
 - その他：5%

③調達非最適化

専門チーム組成の上、内部情報に基づき施策の精緻化を行っていく必要があります

	アプローチ	具体的な施策	精緻化に必要な内部情報
施策①	【売上原価】 消耗品、その他に関する調達コストの最適化	<ul style="list-style-type: none">購入価格の最適化<ul style="list-style-type: none">消耗品・その他費用の詳細ブレイクダウン（商品名、数量、単価、購入先）によるコスト削減ドライバーの特定と価格交渉実行消耗品購入価格とベンチマーク価格のGap分析相見積もり・リバースオークションの活用使用量の削減<ul style="list-style-type: none">消耗品利用のルール設定と社内通知による、量の管理仕様変更によるコスト削減	<ul style="list-style-type: none">消耗品購入データ現状の購入プロセス・判断軸過去の調達コスト交渉履歴消耗品使用状況
施策②	【販管費】 採用研修費、事務用品費、旅費交通費、研究費その他に関する調達コストの最適化	<ul style="list-style-type: none">研修費最適化<ul style="list-style-type: none">新規採用人員数コントロールによる入社研修の減少削減費用分を既存社員に振り分けるなど、研修機会の最適化事務用品使用量の削減<ul style="list-style-type: none">相見積もりによる、購入価格低減事務用品利用のルール設定と社内通知による、量の管理更なるペーパーレス化、コピー機維持費削減など旅費交通費規定変更ROIを判断軸として、研究開発テーマ絞り込み	<ul style="list-style-type: none">購入・支出データ現状の購入プロセス・判断軸過去の調達コスト交渉履歴旅費交通費等の関連規程研究開発詳細（テーマ、コスト、人員数）

④不採算プロジェクトの受注

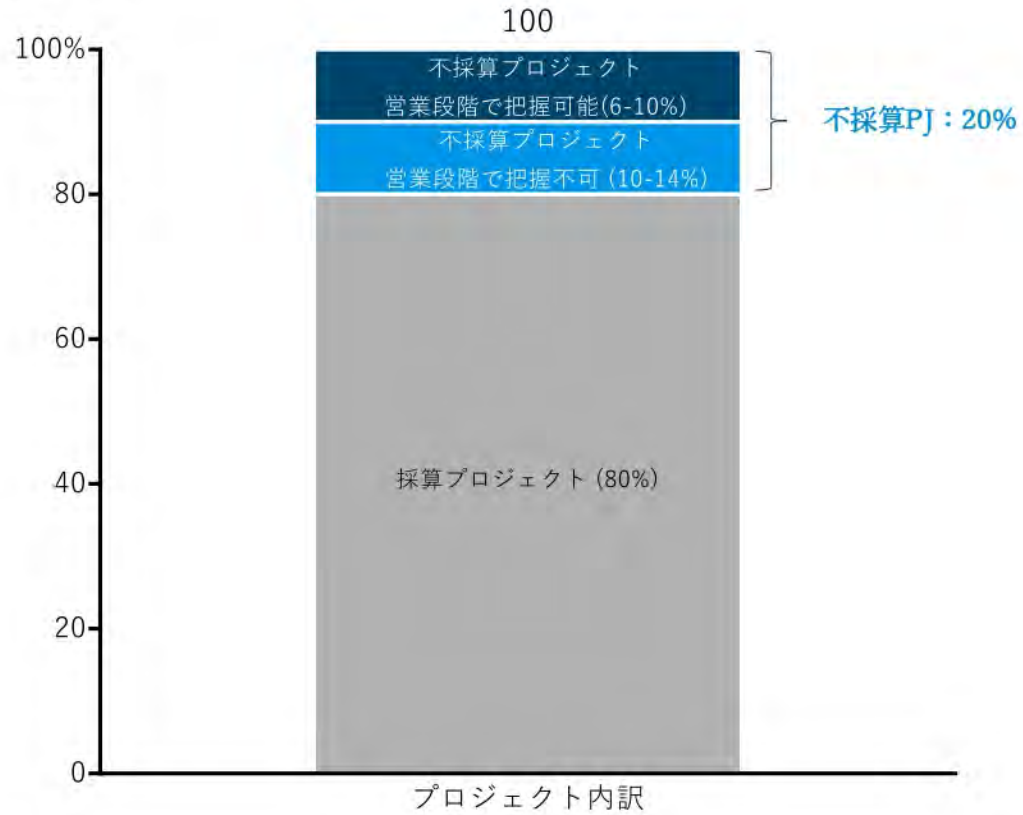
貴社は、一定割合の不採算プロジェクトによって、利益率が圧迫されていると考えられます

不採算PJ

現状

貴社の不採算プロジェクトの割合は20%程度であり、その半数が営業段階で予見可能なものと理解

採算別PJ割合



非開示	元従業員B
非開示	元従業員B

不採算プロジェクトは、売上志向の組織・低クオリティな見積もりに起因していると考えています

不採算PJ

要因

売上志向の組織

- 売上志向の組織であるため、赤字・低収益プロジェクトであっても受注している
 - ー 売上偏重のKPI達成のため、採算性を無視した営業活動が行われている
 - ー 買い叩かれやすいが、継続的に売上を積みやすい延長案件が重視されている

非開示

元従業員B

非開示

元従業員B

低クオリティな見積もり

- 精緻な見積もりが行えないため、工数追加になるリスクを抱えたプロジェクトを受注している
 - ー 営業も技術者も見積もりのスキルがない

非開示

元従業員B

非開示

元従業員B

不採算PJ

施策

ベストプラクティスを踏まえた、最適な業務プロセスの導入

- 不採算プロジェクトを生み出している業務プロセスを特定し、改革を行うことによって、不採算プロジェクトの発生を制度的に予防する
- 同業他社は、見積もりの事前調査や管理等のプロセスを通して、不採算プロジェクトの発生を防止している

非開示

競合他社社員A

非開示

競合他社社員A

利益志向の組織に変革する

- 利益志向の組織に変革するとすることで、赤字覚悟のプロジェクト受注を予防する
- SCSK・システナなどの同業他社は利益志向の組織となっているように見える

非開示

競合他社社員A

非開示

競合他社社員B

非開示

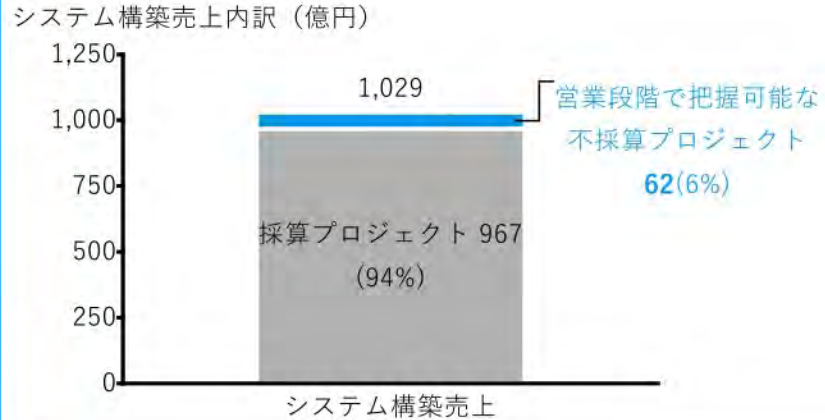
競合他社社員B

不採算プロジェクトの削減により、12-21億円の営業利益改善が可能と想定しています

不採算PJ 改善インパクト

Base caseでは12億円の営業利益改善が見込まれる

営業段階で把握可能な不採算プロジェクトの売上は62億円



非開示
非開示
元従業員A



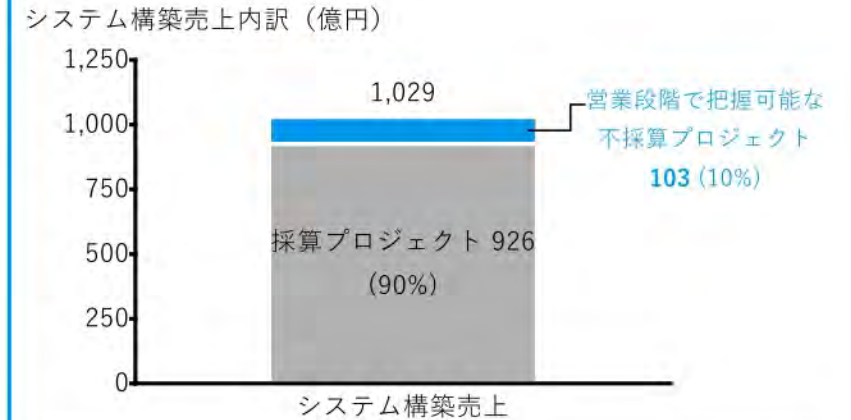
不採算PJの超過工数を避けることで、売上対比20%の減益を回避

- 不採算PJで20%の追加工数が発生する場合、売上高×20%の減益が生じているのと同義

非開示
元従業員A

Upside caseでは21億円の営業利益改善が見込まれる

営業段階で把握可能な不採算プロジェクトの売上は103億円



非開示
非開示
元従業員A



不採算PJの超過工数を避けることで、売上対比20%の減益を回避

- 不採算PJで20%の追加工数が発生する場合、売上高×20%の減益が生じているのと同義

非開示
元従業員A

④不採算プロジェクトの受注

専門チーム組成の上、内部情報に基づき施策の精緻化を行っていく必要があります

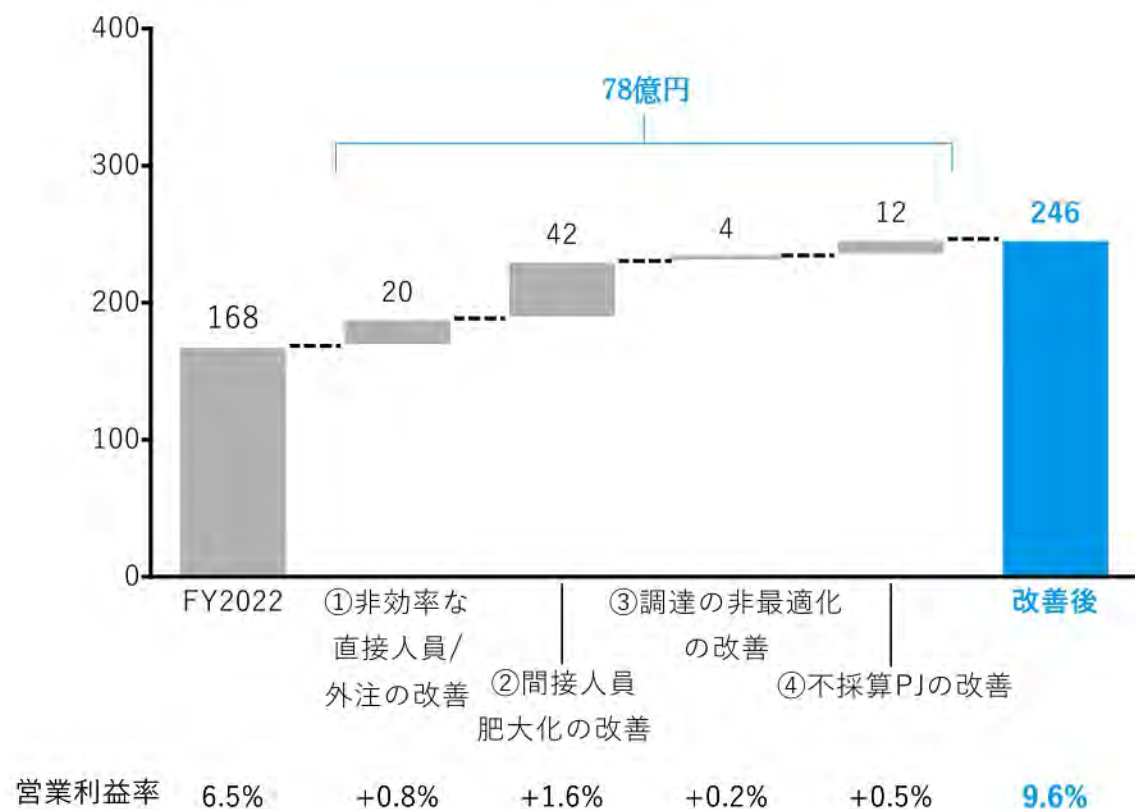
	アプローチ	具体的な施策	精緻化に必要な内部情報
施策①	最適な業務プロセスへの変革	<ul style="list-style-type: none">過去の赤字プロジェクト分析を通じた、見積り工数差異の原因特定工数差異の原因・ベストプラクティスを踏まえた、最適な工数見積り方法の導入プロジェクト評価方法、プロジェクト収益計算方法の精緻化プロジェクト収支の途中把握方法確立、赤字化プロジェクトの早期特定方法の確立プロジェクト開始後の収支管理責任者を明確化し、常に監督を行う体制を構築赤字プロジェクトの赤字額縮小化を管理するチームの組成<ul style="list-style-type: none">赤字要因が顧客要因の場合は顧客にヘッジする仕組化と導入(受注前のプロセスに反映:(例)契約に反映)	<ul style="list-style-type: none">プロジェクトの売上・費用構造の詳細見積もり時の業務プロセスプロジェクト収支のモニタリング体制現状の赤字PJの詳細 (PJ数・赤字額・要因)赤字プロジェクト発生時の対応方針プロジェクト実行時の収支責任の所在
施策②	利益志向の組織への変革	<ul style="list-style-type: none">売上ベースではなく、利益ベースのKPIを導入KPIの形骸化防止の為、利益ベースのKPIに合わせた評価制度を導入<ul style="list-style-type: none">赤字発生時の罰則規定(評価への反映)なども設定見積りに関する意思決定を中央化し、作業工数の見積りに関する責任を負う組織を一元化研修等により、利益悪化につながる仕様変更等を、安易に受けしない文化を醸成	<ul style="list-style-type: none">現状のKPI・評価制度の詳細現状の見積もりに関する責任の所在従来の経営陣のスタンス・従業員とのコミュニケーション内容

筋肉質なコスト構造への変革

以上の施策を通して筋肉質なコスト構造へ変革し、78-174億円の営業利益改善が可能と想定しています

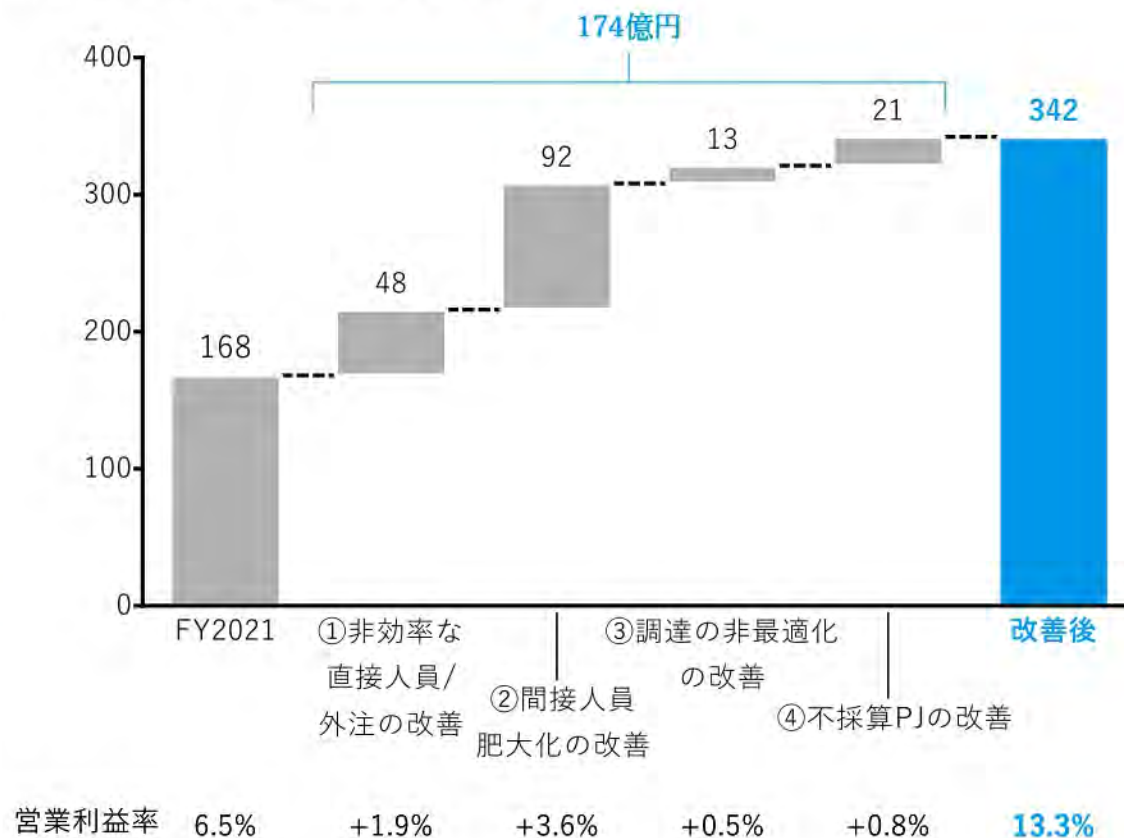
Base caseでは78億円の営業利益改善が見込まれます

各施策の営業利益改善インパクト（億円）



Upside caseでは174億円の営業利益改善が見込まれます

各施策の営業利益改善インパクト（億円）



Appendix

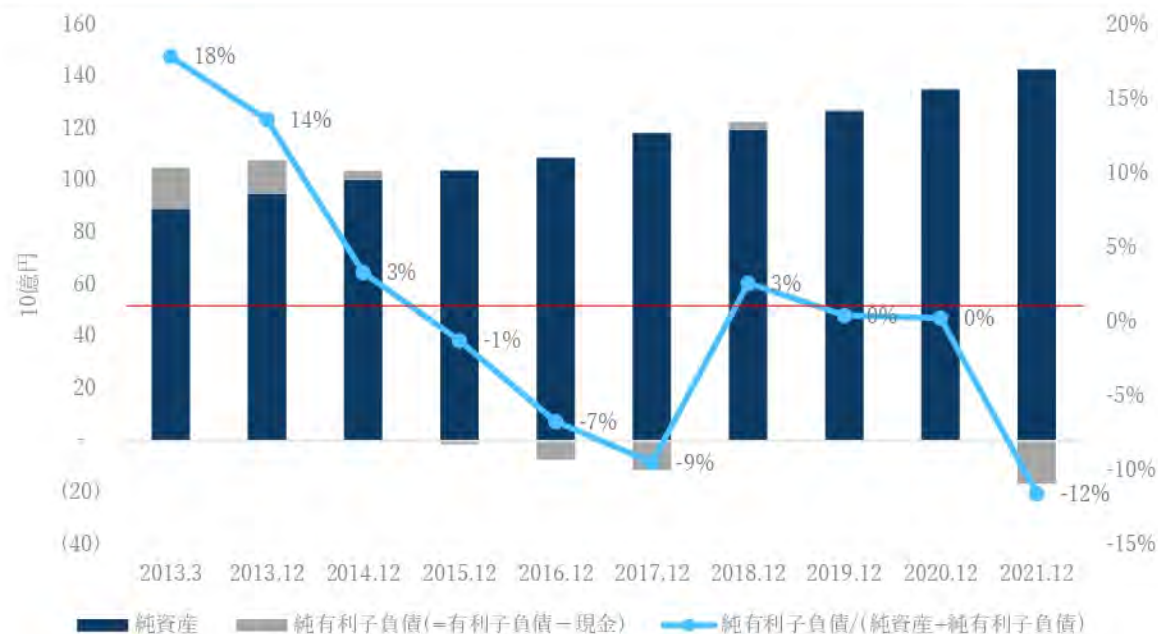
貴社及び貴社が属する業界は、長期にわたって、調達資本のほぼ全てを実質的に株主のみから調達しています

- 過去10年間に於いて、貴社はほとんどの資本を株主から調達しています
- そして、業界全体においても、長期にわたってネットキャッシュの状態が継続しており、業界として実質的に株主のみから資本を調達している状態にあります

ー純有利子負債は有利子負債から現金及び同等物を控除した金額であり、調達資本は純有利子負債と純資産の合計額です

ー長期にわたり、純有利子負債の調達資本に対する比率が0以下であることは、有利子負債以上の現金及び同等物を保有している状態を意味しており、業界全体として実質的に株主のみから資本を調達していると言えます

貴社における、調達資本(=株主資本+純有利子負債)の推移



業界における、調達資本に占める純有利子負債比率の推移¹



注：[1]構成企業は、日鉄ソリューションズ、システナ、NSD、富士ソフト、日本ユニシス、DTS、伊藤忠テクノ、TIS、SCSK
出典：各社有価証券報告書、Bloomberg

不動産保有のROICはCap Rate*0.7にて近似的に求められます

■ 不動産保有のROICの算定方法

$$ROIC = \frac{(\text{賃貸収入} - \text{不動産運営コスト}) * 0.7}{\text{不動産時価}} = \text{Cap Rate} * 0.7^1$$

$$\text{※不動産時価} = \frac{NOI}{\text{Cap Rate}} = \frac{\text{賃貸収入} - \text{不動産運営コスト}}{\text{Cap Rate}}$$

■ 算定根拠

- 「賃貸収入－不動産運営コスト」はまさに、貴社にとっては「不動産を所有することで支払わなくて済む賃借費用－不動産を所有する費用」であり、貴社が主張する不動産を保有することによる経済的利益を反映したものです
- それに0.7をかけることで、税引後営業利益に相当する利益を算出します
- その利益を生み出している投下資本である保有不動産について、簿価基準ではなく時価基準を使用するのは、不動産を保有し続けることが本質的に、時価で売却した場合に得られる現金の資金用途から期待できるROICを犠牲にして行う経営上の意思決定であるためです
- したがって、保有する不動産のROICは時価を基準に算出すべきであり、それは税引後Cap Rateと同義になります

注：[1]ROICを計算する上で、分母について不動産時価から売却した場合に実現する評価益にかかる課税額を控除すべきですが、簡易的にそれらを相殺して計算しています

貴社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貴社の株主資本コストは11.4%です

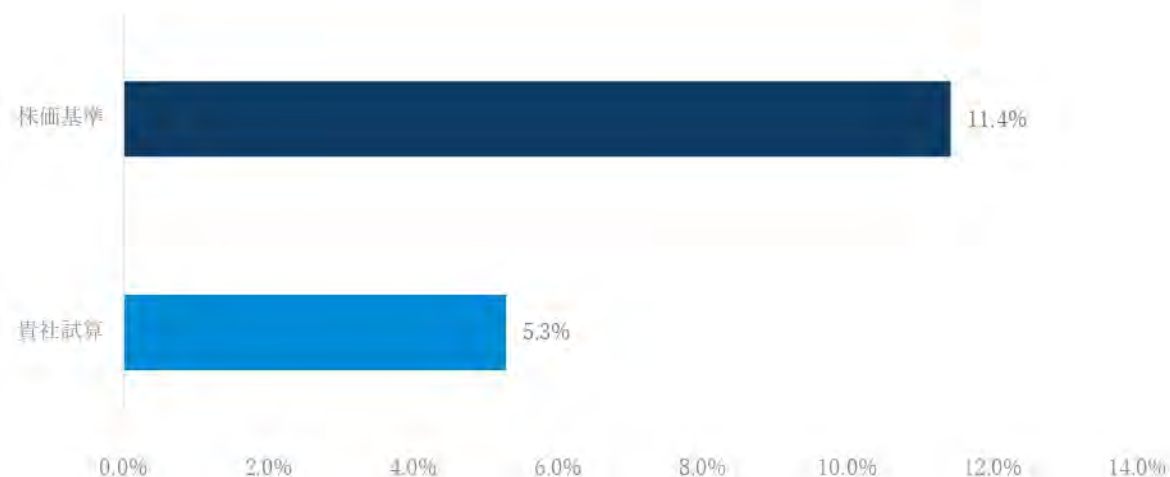
- 貴社の株価が、将来のEPSの現在価値であるとの前提に立つと、下記記載のような公式で表現することが可能であり、貴社のPER及び成長率から、資本市場が認識する貴社の株主資本コストを推定できます
- 20年12月末時点（貴社の算出期間と対応するため、20年12月末時点を使用）における貴社のPERは18.4xです。成長率を6.0%¹とした場合、資本市場が認識する貴社の株主資本コストは11.4%であると言えます

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：20年12月末の株価に対する、20年12月末時点における市場コンセンサスEPS（20年度）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

株価をもとに算出する貴社の株主資本コストは11.4%です

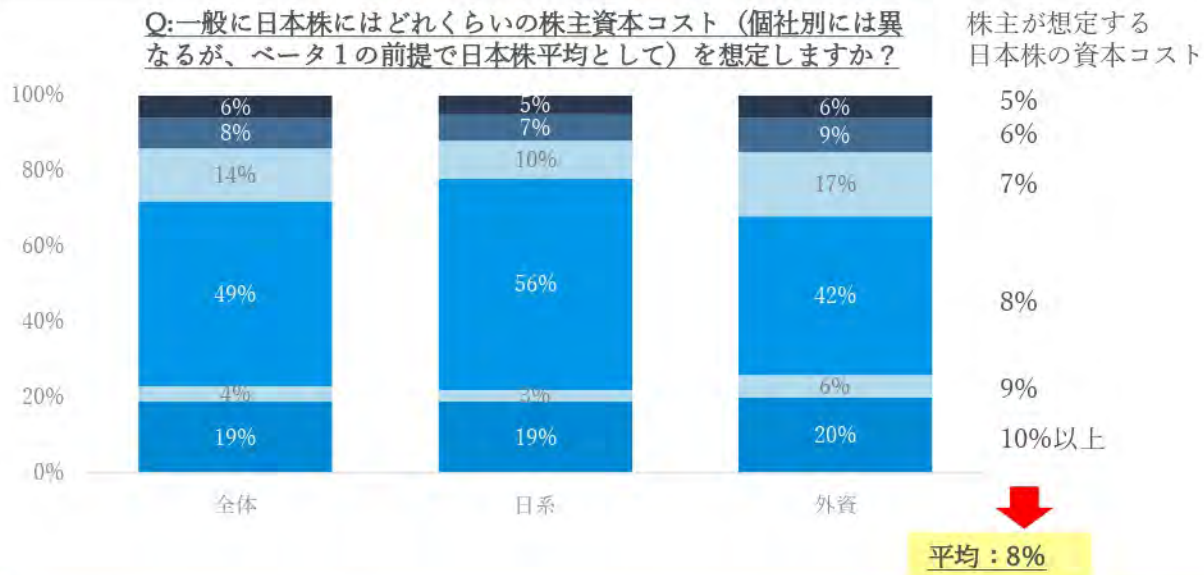


注：[1]成長率は貴社が中期経営計画で示す営業利益のCAGRを採用。経済産業省が発表する「特定サービス産業動態統計」によると、受注ソフトウェア（システムインテグレータのみ）の過去5年、10年、20年の平均市場規模成長率が6.2%、4.4%、6.07%であること、貴社の過去10年の平均利益成長率が9.6%であることを考慮すると、成長率6.0%の想定は妥当なものであると考えます

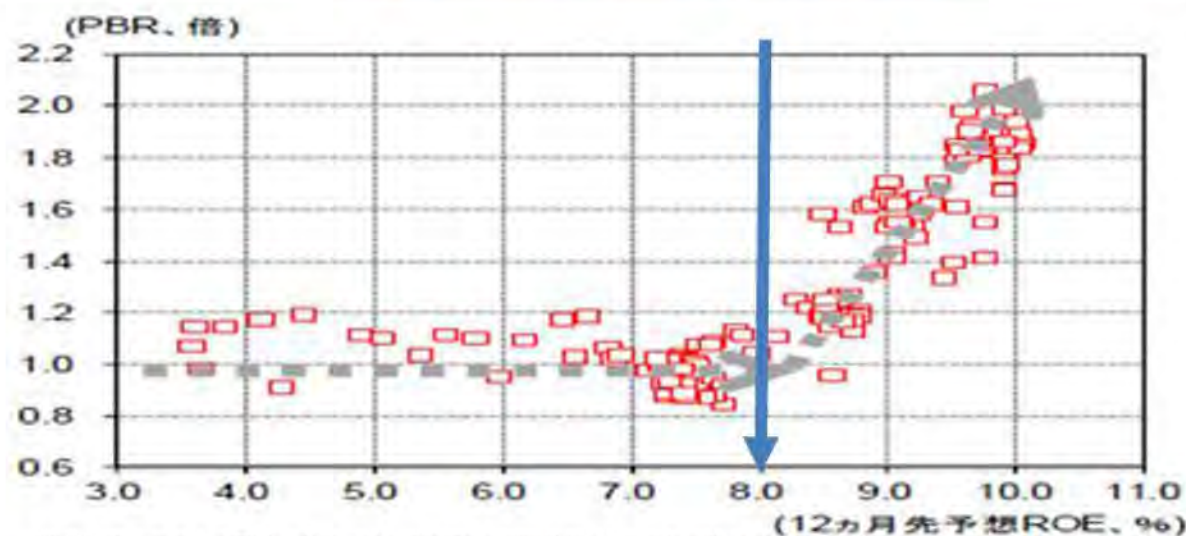
貴社が株主から求められる資本コストの推定：アンケート基準 投資家アンケートから推測される貴社の株主資本コストは8.0%です

- 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%です
- 貴社についても、貴社の β が0.89であること(Pg169)、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、株主が貴社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%と同程度であると考えられます
- 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を選択した貴社にとって、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です
 - “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ます



【出典】資本コストの理論と実践（注）TOPIXの2004予想は1/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。

貴社が株主から求められる資本コストの推定：CAPM基準

CAPMを基準にした貴社の株主資本コストは6.2%です

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

変数	貴社	3D
r_f リスクフリーレート	10年日本国債利回り※20年12月末時点 <ul style="list-style-type: none"> 0.017% 	10年日本国債の過去10年平均利回り※20年12月末時点 <ul style="list-style-type: none"> 0.347%
β ベータ	過去10年間の貴社株式の対TOPIXでの感応度※20年12月末起点、頻度は週次 <ul style="list-style-type: none"> 0.93 	業界 β 0.89に富士ソフトのレバレッジ水準を加味して推定 <ul style="list-style-type: none"> $0.89 = 0.89 * (1 + (1-t) * \text{純有利子負債} / \text{株式時価総額})$
$r_m - r_f$ マーケット リスクプレミアム	r_m はTOPIXの50年平均リターン（配当込み）※20年12月末時点 r_f は20年12月末時点の10年日本国債利回り <ul style="list-style-type: none"> $r_m - r_f = 5.67\% - 0.017\% = 5.65\%$ 	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 <ul style="list-style-type: none"> $r_m - r_f = 6.88\%$
r_e 株主資本コスト	<u>5.3%</u>	<u>6.2%</u>

貴社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です
- 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ます
- 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あります

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"> ■ 0.017% 20年12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である。 “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"> ■ 0.347% 20年12月末起点	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である。 “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

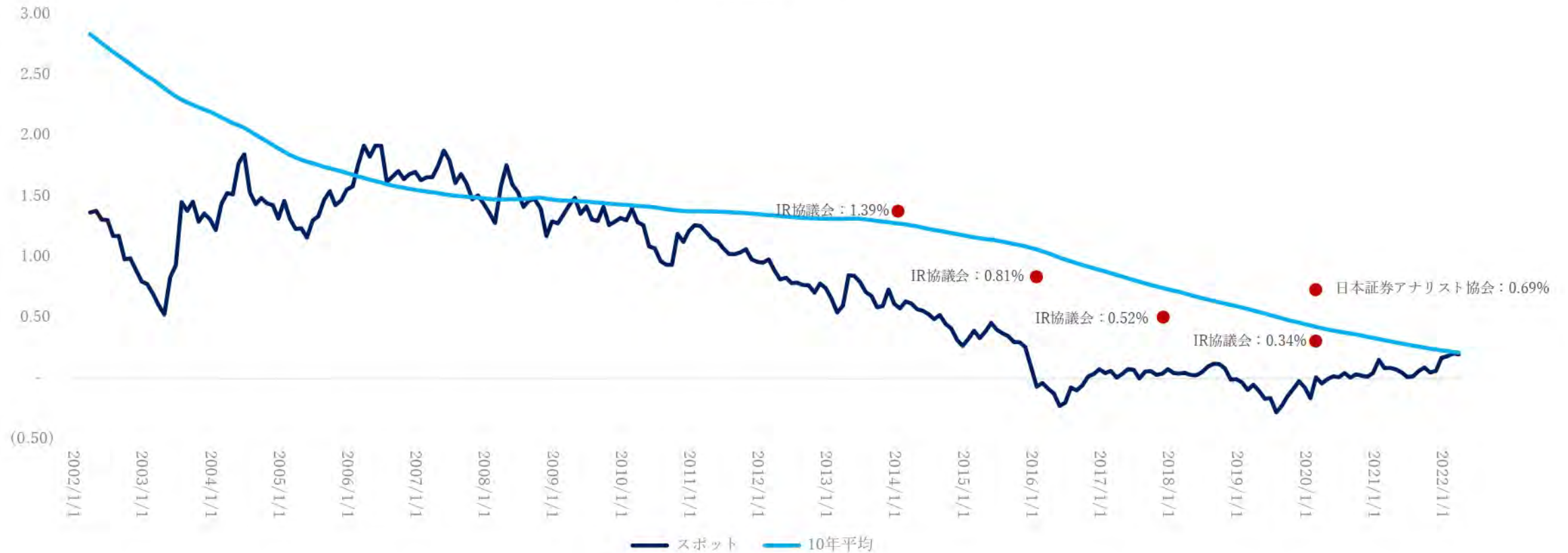
- 当社としては、下記のような指摘や次項で示すアンケート調査結果を参考に、貴社を上場企業(=継続企業)として中長期的な視点で評価する場合においては、一時的な政策等による影響が除かれた長期的なリスクフリーレートを反映させる意味においても、「評価時点を起点とした、過去10年間の平均10年国債利回り」をリスクフリーレートとして採用すべきであると考えています
 - “仮に継続企業における経営管理などの狙いとして資本コストを算出する場合、一時的な施策の影響にちては取り除いた上で無リスク利子率を見積もるべき”²
 - “M&A時などでは評価時点での数値を選ぶなど客観性を担保”³

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」伊藤那雄 [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）

貴社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的前提（続き）

- 日本IR協議会¹が全上場企業を対象に行っているアンケート（回答企業数1,000社前後）や日本証券アナリスト協会²が投資家及び上場企業に行っているアンケート（回答者数750前後）において、CAPMにより資本コストを算出している企業・投資家を対象にリスクフリーレート的前提を調査した結果、**スポット金利よりも大幅に高い水準でのリスクフリーレートが実態として採用されている**ことが判明しています

10年日本国債金利（%）



注：[1]「IR活動の実態調査」日本IR協議会 [2]「資本コストと企業価値向上に関するアンケート調査」日本証券アナリスト協会

貴社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を示す尺度です
- 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を使用します
- そのうえで、下記のような指摘を踏まえ、過去5年間の β の計測期間とし、計測頻度は月次を想定。なお、過去5年間(2016年1月～2020年12月)は、貴社の携帯向けビジネス脱却後の成長軌道に復帰した期間を対象としており、事業構造や収益構造の変化を適切に捉えた期間であるといえます
 - ― “一般的には過去60ヶ月の月次株式投資収益率を活用して推定するアプローチを取ることが多い”¹
 - ― “中長期にわたるキャッシュ・フローに適用される割引率の前提として、ごく短い周期の変動の影響を反映させることは望ましくありません。観察期間があまりに長いと、その間に企業の実態が大きく変化し、事業のリスクが正しく反映されない可能性もあります。そこで、ごく短期的な変動の影響を除きつつ、企業の実態が大きく変化しない期間内で可能な限り多くのデータを確保する観点から、5年の週次データを観察しております”²
 - ― “結論を先に述べると、株主資本コストの推計を目的としてCAPMを用いる場合には、月次ベータに軍配が上がる。(省略)なぜなら、ベータ値の推計目的は、ベータ値(投資リスク)の大きさに見合った要求収益率を推計することであるが、投資家が認識している投資リスク尺度は、投資家の投資期間や評価頻度によるところが大きいためである。(省略)投資期間が長い投資家にとっては、日次ベースや週次ベースの細かな価格変動性は重要ではなく、月次ベースや四半期ベース、年次ベースの投資リスクの方が重要になる」「統計値の性質上、基本的に長いほど信頼性が高まるが、評価対象企業の事業構造や収益構造などが変化していないか検証し、もし構造変化があった場合は、それ以降の計測期間を適用すべき”³
- 一方で、上記手法のみで算出する β は相関係数が低い場合があり、一般的には β 推定の精度を向上させることを目的として、業界 β を用いて個別企業 β を算出する手法が、下記の指摘を含め、複数機関⁴において提唱されています
 - ― “決定係数に高低が生じているのは、ベータの推計精度が企業によって異なることを示唆している。このため、精度を上げるためのアプローチがいくつか提案されている。1つは、企業固有のベータではなく、業界ごとのベータを活用するとうものである。(省略)。複数の企業のベータを推定することから、各社ごとの過大評価、過小評価が相殺されて、より精度の高いベータを推定することができる”¹
- 貴社の場合についても、 β が0.62と算出されますが、相関係数が0.394と低いことから(Pg173)、業界 β を用いて貴社 β を算出する方法を採用します

貴社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（続き）

- 下記手順にそって、システムインテグレータ業界のアンレバードβを算出し、それをもとに個別企業のβを推定します

- 各企業のβを算出(対TOPIX、期間は2016年～2020年、頻度は月次)
- 算出された各社のβはレバレッジ後の数値であるため、下記算定式を基に、各社の財務状況の影響を除いたアンレバードβを推定

$$\beta_{\text{レバード}} = \beta_{\text{アンレバード}} \times \left(1 + \frac{\text{純有利子負債} \times (1 - t)}{\text{株式時価総額}}\right)$$

※純有利子負債がマイナスの場合は0

- 各社のアンレバードβを単純平均することで業界βを推定
- 業界βに、個別企業のレバレッジ水準を乗ずることで、個別企業の財務状況も反映したレバードβを推定

$$\text{個別企業}\beta_{\text{レバード}} = \text{業界}\beta_{\text{アンレバード}} \times \left(1 + \frac{\text{純有利子負債} \times (1 - t)}{\text{株式時価総額}}\right)$$

- 以上の手法をもとに算出したシステムインテグレータ業界のβ(対TOPIX、期間は2016年～2020年、頻度は月次)は0.89であり、それをもとに算出した貴社のβは0.89となります

$$\text{富士ソフト}\beta_{\text{レバード}} = 0.89 \times \left(1 + \frac{0.4 \times (1 - 30.6\%)}{174}\right) = 0.89$$

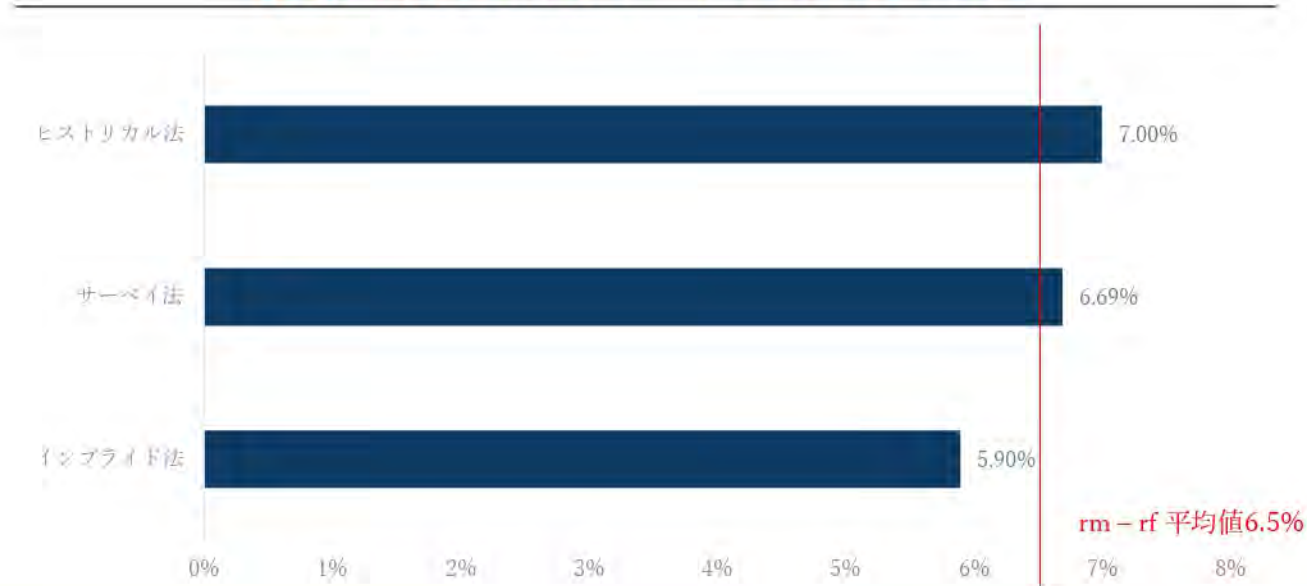
業界βを用いた各社βの推定

会社名	β	業界βをもとに各社βを算出				
		純有利子負債 (10億円)	株式時価 (10億円)	レバレッジ水 準	アンレバード β	業界β * レバ レッジ水準
日立製作所	1.51	1,053	3,934	1.19	1.27	1.06
エヌ・ティ・ティ・データ	1.07	435	1,979	1.15	0.93	1.03
大塚商会	0.77	(196)	1,036	1.00	0.77	0.89
伊藤忠テクノソリューションズ	0.58	(84)	884	1.00	0.58	0.89
SCSK	0.94	(23)	615	1.00	0.94	0.89
TIS	0.70	(33)	557	1.00	0.70	0.89
BIPROGY	0.71	(23)	443	1.00	0.71	0.89
日鉄ソリューションズ	1.15	(4)	288	1.00	1.15	0.89
システムナ	0.69	(17)	244	1.00	0.69	0.89
NSD	0.71	(30)	205	1.00	0.71	0.89
富士ソフト	0.62	0	174	1.00	0.62	0.89
DTS	1.26	(44)	107	1.00	1.26	0.89
シーイーシー	1.26	(21)	57	1.00	1.26	0.89
アイネス	0.59	(13)	33	1.00	0.59	0.89
ラック	1.39	(2)	28	1.00	1.39	0.89
デジタル・インフォメーション・テクノロ	0.71	(3)	25	1.00	0.71	0.89
サインポスト	0.89	(1)	10	1.00	0.89	0.89
					業界β (アンレバード)	0.89

貴社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しています
- 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しています
 - 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6.5%をマーケットリスクプレミアムとして採用します

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



貴社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ます
 - － “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%になります。(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、20年12月末時点のPER17.5²、成長率2.0%³とした場合の、市場が20年12月末時点で日本株に期待する資本コストは5.91%であり、20年12月末時点におけるリスクフリーレート0.017%を差し引いたマーケットリスクプレミアムは5.90%であったと言えます

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

- ・ PER：TOPIXについて、20年12月末時点における市場コンセンサスEPS（将来12ヶ月）を基に算出（=PER17.5x）
- ・ 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、PERもリスクフリーレートも対応させるためどちらも過去平均ではなくスポットを使用

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ます
- 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で指摘されています。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20年12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0.35%を差し引いた7.65%をマーケットリスクプレミアムとします

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] Bloomberg [3] 成長率2.0%は、コロナ禍の影響を除く2021年12月末時点を基準にした、2000年、2010年、2015年以降のTOPIXの実績EPS年間平均成長率10.7%、8.2%、7.7%や、目標インフレ率2.0%と比較しても妥当な水準であると考えられます。[4]「IR活動の実態調査」 日本IR協議会 [5]「資本コストと企業価値向上に関するアンケート調査」 日本証券アナリスト協会 [6]「資本コストの理論と実践～持続的な季語 171 湯価値向上を目指して～」 柳良平博士

負債コスト (rd) の前提

- リスクフリーレートの試算においては、ゴーイングコンサーンを前提に貴社を上場企業（＝継続企業）として中長期的な視点で評価するため、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しています
- 負債コストの試算についても同様に、直近の負債コストではなく、中長期で見た負債コストをCAPMにおいて採用する負債コストとします。そのため、20年12月期を起点として、過去10年間の負債コストの単純平均0.52%を貴社の負債コストとします

貴社の有利子負債の調達費用

(百万円)	有利子負債合計		短期借入金		1年内返済予定長期借入金		長期借入金(除1年内返済)		社債		その他有利子負債	
	期末残高	加重平均金利	期末残高	加重平均金利	期末残高	加重平均金利	期末残高	加重平均金利	期末残高	加重平均金利	期末残高	加重平均金利
2012.3	39,679	1.24%	8,869	1.02%	8,763	1.65%	22,032	1.17%	15	0.55%	0	0.00%
2013.3	30,910	0.96%	6,351	0.47%	9,709	1.53%	14,845	0.79%	5	0.55%	0	0.00%
2013.12	28,934	0.67%	5,862	0.44%	9,645	1.09%	9,426	0.62%	0	0.00%	4,000	0.11%
2014.12	21,214	0.40%	2,010	0.29%	5,973	0.71%	8,230	0.39%	0	0.00%	5,000	0.11%
2015.12	15,211	0.38%	2,650	0.34%	1,318	0.67%	11,243	0.35%	0	0.00%	0	0.00%
2016.12	16,134	0.51%	3,850	0.22%	5,560	0.55%	6,724	0.64%	0	0.00%	0	0.00%
2017.12	12,647	0.46%	4,327	0.28%	2,638	0.62%	4,182	0.70%	0	0.00%	1,500	0.01%
2018.12	29,527	0.24%	13,968	0.23%	2,239	0.64%	13,320	0.19%	0	0.00%	0	0.00%
2019.12	29,776	0.17%	3,193	0.33%	965	1.13%	22,618	0.13%	0	0.00%	3,000	0.00%
2020.12	44,221	0.16%	20,275	0.18%	3,431	0.28%	20,515	0.11%	0	0.00%	0	0.00%
2021.12	28,828	0.16%	4,738	0.38%	14,724	0.11%	9,366	0.14%	0	0.00%	0	0.00%
平均(2012.3~2020.12)		0.52%										

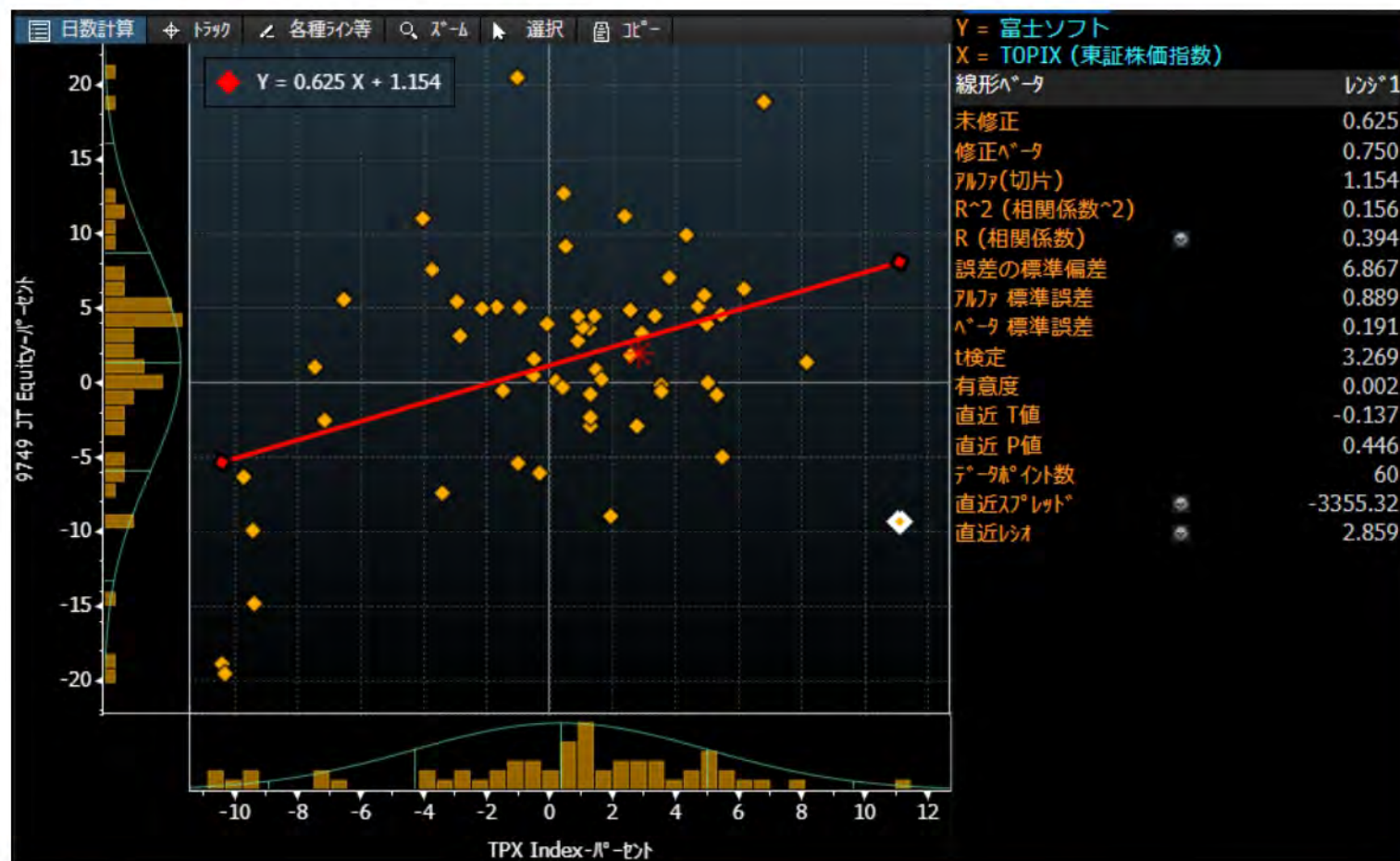
注：2011年12月期～2020年12月期の有価証券報告書を元に当社試算

貴社のベータ (β)

- 期間を5年間（2015年12月31日～2020年12月31日）、頻度を月次で算出した貴社の β は下記の通りです。

— $\beta = 0.625$

— 相関係数 = 0.394



免責事項

免責事項

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、富士ソフト株式会社（以下「富士ソフト」）の株主のために提供されるものです。3D Investment Partners Pte Ltd.は、富士ソフト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、富士ソフトの事業、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、富士ソフトの臨時株主総会における取締役選任議案又は他の議案に関す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、富士ソフトの株主が保有する議決権の行使につき、富士ソフト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、富士ソフト及び富士ソフト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、自ら又は他の貴社の株主を通じて、貴社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、富士ソフト及び富士ソフト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し若しくは売却すること、何らかの投資を行うこと、何らかの取引を実行すること若しくは（条件が記載されているか否かを問わず）その他の行為を避けるべきことを推奨するものではなく、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、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言でもありません。

本プレゼンテーションは、公表されている情報（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。

免責事項

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富士ソフト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もりも、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、いかなる人にも通知することなく、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、現在、富士ソフト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、富士ソフト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、富士ソフトグループの財政状態及び戦略的方向性、富士ソフトとの協議の結果、全体的な市場環境、3DIPが利用可能なその他の投資機会、富士ソフト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（富士ソフト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す。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、富士ソフト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。