

Company Report

2025 年 8 月 26 日

チェンジホールディングスにしかできないチェンジがある

チェンジホールディングス（以下、同社）は、「生産性を CHANGE する」というビジョンのもと、民間企業や地方自治体のデジタル化を支援する IT サービス企業である。創業メンバー全員が、アンダーセン・コンサルティング(現アクセンチュア)出身であり、祖業は IT プロジェクトのコンサルティング及び IT 人材向けの研修事業である。ふるさと納税ポータルサイトである「ふるさとチョイス」を運営するトラストバンクの買収(2018 年 11 月)を契機に、地方自治体向けのサービスが業績を牽引。事業セグメントは、NEW-IT トランスフォーメーション事業、パブリテック事業に大別され、パブリテック事業が収益源となっている。

ふるさと納税事業に対する規制強化(2019 年の返礼品規制強化等)や、楽天といった大手 EC サイトの台頭に伴う競争環境の悪化リスクを背景に、PER は 10 倍前後まで低迷しているが、新たな成長の柱(M&A 仲介及びセキュリティ)を獲得済みであり、新中期経営計画(DJ3)でこれらの事業の成長を示せるかが株価上昇の重要なポイントになるであろう。

同社のエクイティストーリーは、「地方創生のハブとして、地方が抱える課題を包括的に解決可能な企業グループへの進化」である。地方創生という壮大なテーマにチャレンジするためには、自治体や地域金融機関、地場の有力企業、メディアや教育機関等を巻き込みながら、「ヒト」、「モノ」、「カネ」が地方に還流する仕組みを確立していくことが不可欠であり、そのハブとして、地方の課題に寄り添う存在に同社が飛躍することが期待される。

25/3 期業績は、売上収益 463.8 億円(前期比 25.3%増)、営業利益 135.1 億円(同 83.1%増)となり、過去最高益を更新した。買収に伴う連結効果を中心に、NEW-IT トランスフォーメーション事業が成長を牽引した。26/3 期も同様に、NEW-IT トランスフォーメーション事業中心に事業を伸ばす方針である。なお、今年度は、10 月以降ポイント付与禁止に伴うふるさと納税事業への影響が想定されるが、会社側計画はこれらのリスクを考慮した保守的な想定となっており、中期経営計画に沿った事業拡大が期待される。

| IFRS-連結 | 売上収益 | 前年比 | 営業利益 | 前年比 | 税引前利益 | 前年比 | 当期利益 | 前年比 | EPS | DPS |
|-------------|--------|------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|------|
| 決算期 | (百万円) | (%) | (百万円) | (%) | (百万円) | (%) | (百万円) | (%) | (円) | (円) |
| 25/3 期 Q1 | 8,139 | 59.0 | 2,345 | 227.1 | 2,177 | 91.6 | 1,386 | 62.1 | 19.4 | — |
| 26/3 期 Q1 | 9,908 | 21.7 | 678 | -71.1 | 889 | -59.1 | 469 | -66.2 | 6.7 | — |
| 23/3 期 | 20,021 | — | 5,730 | — | 5,653 | — | 3,856 | — | 53.3 | 10.0 |
| 24/3 期 | 37,015 | 84.9 | 7,383 | 28.8 | 7,250 | 28.3 | 4,262 | 10.5 | 58.9 | 18.7 |
| 25/3 期 | 46,387 | 25.3 | 13,515 | 83.1 | 12,745 | 75.8 | 7,532 | 76.7 | 107.5 | 20.9 |
| 26/3 期 会社予想 | 55,000 | 18.6 | 14,000 | 3.6 | 13,223 | 3.8 | 7,904 | 4.9 | 113.6 | 23.0 |

注：決算期変更により 22/3 期が 6 カ月決算のため、23/3 期の前年比は記載なし

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
伊藤 研一



株価・出来高（過去 1 年間）



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

| | |
|-------------------|-------|
| 株価(8/25) | 1,224 |
| 52週高値(25/2/12) | 1,512 |
| 52週安値(25/4/7) | 999 |
| 上場来高値(20/9/25) | 6,185 |
| 上場来安値(16/9/28) | 193 |
| 発行済株式数(百万株) | 69.6 |
| 時価総額(十億円) | 85.2 |
| EV (25/6 実績、十億円) | 98.7 |
| 自己資本比率(25/3 実績、%) | 39.4 |
| ROE (25/3 実績、%) | 18.6 |
| PER (26/3 会予、倍) | 10.8 |
| PBR (25/3 実績、倍) | 2.1 |
| 配当利回り (26/3 会予、%) | 1.9 |

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

目次

| | |
|--------------------------|----|
| 1. 会社概要 | 4 |
| 2. 事業概要とエクイティストーリー | 8 |
| 3. 潜在市場 | 13 |
| 4. 資本政策を含む財務戦略..... | 16 |
| 5. 中期経営計画と業績動向 | 19 |
| 6. 株価推移とバリュエーション | 26 |
| 7. 各事業の詳細 | 29 |
| 8. ESG・サステナビリティ..... | 40 |
| 9. リスク要因 | 43 |

エグゼクティブサマリー

チェンジホールディングス（以下、同社）は、民間企業や地方自治体のデジタル化を支援する IT サービス企業である。神保吉寿氏(会長兼ファウンダー)、福留大士氏(代表取締役社長)、伊藤彰氏(取締役副社長)、他 2 名の計 5 名の創業メンバー全員が、アンダーセン・コンサルティング(現アクセンチュア)出身であり、祖業は DX のコンサルティング及び IT 人材向けの研修事業である。

福留社長は、鹿児島県出身の 49 歳である。幼少期の夢は、弁護士になることであり、中央大学法学部に進学し、弁護士になる夢に向かって、日夜勉強に励んでいた。転機は、大学時代の法律事務所でのインターンであり、そこで、書類の山の中で働く弁護士という仕事は向いていないと考え、ビジネスの世界を志向するようになった。

大学卒業後、アクセンチュアに入社し、IT 関連のコンサルティングに携わった。最初の上司が、後に同社の共同創業者となる神保氏であり、アクセンチュアでの出会いが、同社創業に繋がったと言える。

同社は、ふるさと納税ポータルサイトである「ふるさとチョイス」を運営するトラストバンクの買収(2018 年 11 月)を契機に、地方自治体向けのサービスが業績を牽引するようになった。その後、地方創生を実現すべく、事業の多角化を進めており、ふるさと納税ポータルサイトを通じた資金提供に加えて、地方の人手不足の解消を含む DX やサイバーセキュリティまで、幅広く顧客ニーズに応えられる体制を確立している。

同社の特徴は、様々な企業を巻き込みながら連邦経営を進めていることである。ローマ帝国では、中央集権的で皇帝に絶対的な権限があるものの、文化や宗教が異なる地域では、現地の統治や宗教を温存させた。これと同様に、福留社長自身も、グループ企業の事業のやり方や人の処遇に関しては、あえて均質化させず、個性を活かしながら会社経営をするように心がけている。

同社の模倣困難性は、コンサルティング人材の採用・育成によって、事業多角化を支えるコア人材を継続的に輩出可能な体制を確立している点にある。模倣困難性を強固なものとする主な取り組みとして、以下の 3 点が挙げられる。1) 大手企業に研修プログラムを提供していることから、社内の人材育成にも研修ノウハウを活かしている、2) 福留社長を中心に、人材を適材適所に配置し、適切な権限を与え、成長に繋がるチャレンジを積極的にさせている、3) DX コンサルのみならず、買収先企業に社内のコンサルタントを積極的に出向させ、PMI 等の実務を経験させていることなどから、事業多角化を支えるコア人材が社内で育つ環境を確立している。

同社の株価は、2 度の上方修正を発表した 20/9 期の業績(売上高 116.9 億円、営業利益 36.2 億円)を織り込む形で最高値(調整後株価 6,185 円)を付けて以降、低迷している。上場以降、同社の成長を牽引してきたふるさと納税事業に対する規制強化(2019 年の返礼品規制強化等)や、楽天等の大手 EC 系といった競合の台頭に伴う競争環境の悪化リスクが株価低迷の一因であろう。

一方で、現在のバリュエーション(PER10 倍強)に外部環境の変化に対する悪材料が一定程度織り込まれていること、そして、すでにふるさと納税事業に次ぐ成長の柱(M&A 仲介及びセキュリティ)を獲得済みであることから、DX コンサルや M&A 仲介、サイバーセキュリティを提供している NEW-IT トランスフォーメーション事業中心の新たな成長フェーズ入りが確認されれば、株価は再度上昇軌道入りすることが期待される。

同社のエクイティストーリーは、「地方創生のハブとして、地方が抱える課題を包括的に解決可能な企業グループへの進化」である。地方創生という壮大なテーマにチャレンジするためには、自治体や地域金融機関、地場の有力企業、メディアや教育機関等を巻き込みながら、「ヒト」、「モノ」、「カネ」が地方に還流する仕組みを確立していくことが不可欠であり、そのハブとして、地方の課題に寄り

添う存在に同社が飛躍することが期待される。なお、ストラテジー・アドバイザーズでは、地方創生を実現する上で、後継者不在の中小企業の事業承継ニーズを捉えたビジネスである M&A 仲介事業(NEW-IT トランスフォーメーション事業の成長ドライバー)を飛躍させられるかが、今後の株価を占う上で極めて重要であると考え。同社はふるさと納税事業以外にも多数の事業を持っているものの、収益性やスケラビリティの観点から、ふるさと納税事業に次ぐ新たな収益の柱となるポテンシャルがあるのは、fundbook の M&A 仲介事業であろう。

1. 会社概要

■ 基盤テクノロジーの提供やデジタル人材の育成によって、地方自治体のデジタル化を支援する IT サービス企業

ビジョンは「生産性をチェンジする」

同社は、「Change People、Change Business、Change Japan」をミッションに掲げ、「生産性を CHANGE する」というビジョンのもと、民間企業や地方自治体のデジタル化を支援する IT サービス企業である。神保吉寿氏(会長兼ファウンダー)、福留大士氏(代表取締役社長)、伊藤彰氏(取締役副社長)、他 2 名の計 5 名の創業メンバー全員が、アンダーセン・コンサルティング(現アクセンチュア)出身であり、祖業は DX のコンサルティング及び IT 人材向けの研修事業である。

事業多角化によって、幅広い顧客ニーズに対応

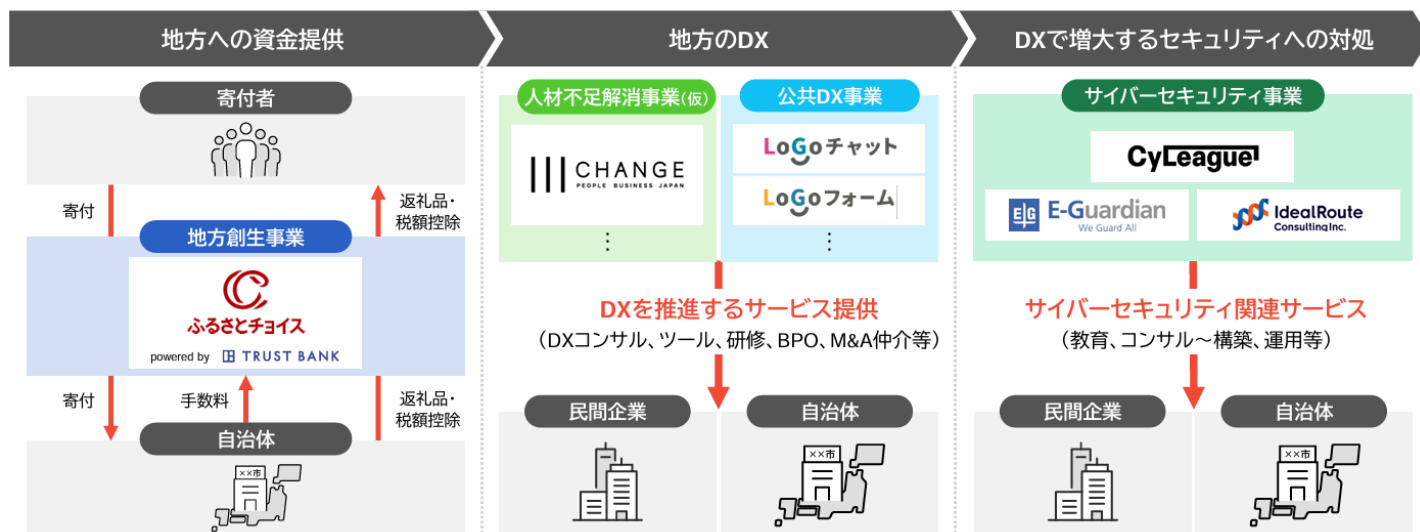
創業当初は、民間企業中心にコンサルティングや研修サービスを提供してきたが、ふるさと納税ポータルサイトである「ふるさとチョイス」を運営するトラストバンクの買収(2018 年 11 月)を契機に、地方自治体向けのサービスが業績を牽引するようになった。その後、地方創生を実現すべく、事業の多角化を進めており、ふるさと納税ポータルサイトを通じた資金提供に加えて、人手不足の解消を含む地方の DX やサイバーセキュリティまで、幅広く顧客ニーズに応えられる形を確立している。

稼ぎ頭は、ふるさと納税事業であり、同事業から得られるキャッシュフローを原資に事業多角化を進める

なお、稼ぎ頭はトラストバンクであり、25/3 期の営業利益全体の約 7 割を占めている。手数料収入中心のトラストバンクは、収益性が高く、同事業から得られるキャッシュフローを原資に、積極的な M&A による事業多角化を進めている。IT セキュリティサービスを手掛けるイー・ガーディアン(6050、東証プライム)の買収(2023 年 10 月)や、M&A 仲介を手掛ける fundbook(未上場)の買収(2024 年 12 月)が好例であろう。地方創生を進めるためには、「ヒト」、「モノ」、「カネ」に関わる課題を包括的に解決し、その上で地方自治体が抱える現場の課題を解決する必要がある。トラストバンクの地方自治体ネットワークや、資本業務提携先の SBI ホールディングス(8473、東証プライム。以下、SBI HD)が有する地方銀行ネットワークに加えて、人手不足を解消するソリューションや BPO(Business Process Outsourcing)、M&A 仲介、そしてセキュリティといったサービスを包括的に提供可能な体制を確立している。日本の GDP の約 65%を地方が占めており、地方創生は日本が抱える喫緊の課題である。同社は国策である地方創生に真正面からチャレンジしている企業と言える。



図表 1. チェンジホールディングスの提供価値



出所：会社資料

■チェンジホールディングスの沿革

祖業は、DX コンサルティング及び研修事業

同社の現在までの事業成長フェーズを3つに分けることが出来る。第1フェーズは、会社設立から東証第1部に上場するまで(2003年4月～2018年9月)であり、祖業のDXコンサルティング及び研修事業中心に、オーガニックグロースを遂げた期間である。研修事業は、設立間もないベンチャー企業であるにも関わらず、大手システムインテグレーターを中心としたエンタープライズ企業の人事部から信頼を獲得することで、安定成長を遂げた。

ふるさと納税市場の拡大を背景に事業拡大に成功

第2フェーズは、トラストバンク子会社化から、SBI HDとの資本業務提携まで(2018年11月～2022年3月)であり、ふるさと納税市場の拡大が追い風となり、売上収益が約6倍となった(18/9期売上高26.0億円→21/9期売上収益156.5億円)。また、時価総額もトラストバンクに対する期待を織り込み、一時4,000億円(2020年9月)近くまで上昇した。なお、同期間の大きな変化は、1)トラストバンク買収を契機に、地方創生を主眼とした事業拡大に舵を切ったこと、2)SBI HDの資本参加に伴い、創業メンバーを中心とした大株主の持分が低下したこと、である。地方創生の実現に向けて、より多くのステークホルダーを巻き込むため、創業メンバーの持分低下を伴いながらも、大手金融機関の資本参画を受け入れるに至った。

SBIホールディングスとの資本業務提携及び持株会社制への意向を契機に、一段と事業の多角化が進む

第3フェーズは、SBI HDとの資本業務提携から、今日に至るまでで、地方創生という課題にチャレンジすべく、事業多角化を通じて、提供サービスの幅を一段と広げている。持株会社制への移行を契機に、イー・ガーディアン及びアイディールルートコンサルティングの買収によるセキュリティ領域への本格参入や、fundbook買収によるM&A仲介事業への参入が見られた。

トラストバンク買収を契機に、地方創生に不可欠な事業を傘下に

会社設立当初は、民間企業向けにITコンサルティング及び研修事業を提供してきたが、トラストバンク買収による地方自治体ネットワーク獲得を契機に、進むべき方向性が定まると考えられ、第3フェーズでは、地方創生に不可欠な事業を買収によって傘下に収め、包括的なサービス提供が可能な体制の確立を進めている。

図表 2. チェンジホールディングスの沿革

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

| 年月 | 概要 |
|----------|---|
| 2003年4月 | 会社設立 |
| 2016年9月 | 東証マザーズ上場 |
| 2018年9月 | 東証第一部に市場変更 |
| 2018年11月 | トラストバンクを子会社化し、パブリック事業を開始 |
| 2020年2月 | Orbを子会社化 |
| 2020年10月 | トラストバンクを完全子会社化 |
| 2021年2月 | KDDIと共同で、デジタルグロースアカデミアを設立 |
| 2021年3月 | IoTワークプレイスの可視化を行うビーキャップを子会社化 |
| 2022年3月 | 自治体DX推進のため、ガバメイツを設立 |
| 2022年3月 | SBIホールディングスと資本業務提携を締結 |
| 2022年4月 | 市場区分の見直しにより、東証プライム市場へと移行 |
| 2022年10月 | サービスロボットを提供するDFA Roboticsを子会社化 |
| 2023年1月 | 自治体への営業・マーケティングノウハウを有するホープを持分法適用会社化 |
| 2023年1月 | 自治体向けの観光サービスを手掛けるトラベルシップを子会社化 |
| 2023年4月 | 持株会社制に移行し、商号をチェンジホールディングスへ変更 |
| 2023年4月 | 公共向けソリューション強化のため、ガバナステクノロジーズを子会社化 |
| 2023年10月 | 総合セキュリティを提供するイー・ガーディアンを子会社化 |
| 2023年11月 | DX及び情報セキュリティ領域の課題解決のため、アップクロースを設立 |
| 2023年12月 | サイバーセキュリティ分野の買収を進めるため、中間持株会社サイリグホールディングスを設立 |
| 2024年3月 | サイバーセキュリティのコンサルティングから実行支援を行うIDルートコンサルティングを子会社化 |
| 2024年9月 | 全国の森林組合が採用する業務システム等を開発する東光コンピュータサービスを完全子会社化 |
| 2024年12月 | M&A仲介を行うfundbookを完全子会社化 |
| 2025年2月 | 三井住友FGなどと企業のサイバーセキュリティ対策を支援するSMBCサイバーフロントを設立 |
| 2025年4月 | トラストバンクのSCM事業を分社化し、ふるさと納税における物流関連事業強化でグリヴィティを設立 |
| 2025年6月 | グループ管理体制及び経営基盤を強化するため監査等委員会設置会社へ移行 |

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

■社長の生い立ちと経営哲学

福留社長は、鹿児島県出身の 49 歳

福留社長は、鹿児島県出身の 49 歳である。幼少期は、とにかく元気で、野山を走り回ったり、探検したりと、アクティブに毎日を過ごしていたそうだ。鹿児島の田舎で、友人とともに、カブトムシを取りに行ったり、川遊びをしたりする中で、幼い頃から、それぞれの得意なことを組み合わせ、成果を出せるように取り組んでいたとのことである。

母親譲りのチャレンジ精神

両親からは、1) 人間関係は信頼の積み重ねであり、約束を守ることの大切さ、2) 新しいことやリスクのあることにチャレンジする上での前向きなマインドセット、を教えられた。特に、母親は何をしても息子を褒めてくれ、現在も様々なチャレンジをし続けられることの大きな原動力となっている。

弁護士を志すも、方針転換しビジネスの世界へ

幼少期の夢は、弁護士になることであった。親友の父が犯罪を起こし、夜逃げして町からいなくなってしまった体験から、弁護士になって、困っている人を助けられるようになりたいと考えようになった。事実、中央大学法学部に進学し、弁護士になる夢に向かって、日夜勉強に励んでいた。転機は、大学時代に法律事務所でのインターンであり、そこで、書類の山の中で働く弁護士という仕事は向いていないと考え、ビジネスの世界を志向するようになった。

アクセンチュアに入社し、共同創業者である神保氏との出会いがチェンジホールディングス創業に繋がる

大学卒業後、アクセンチュアに入社し、IT 関連のコンサルティングに携わった。最初の上司が、後に同社の共同創業者でもある神保氏であり、アクセンチュアでの出会いが、現在の同社創業に繋がったと言える。創業当初は、神保氏と二人三脚で事業運営をしていた。2 人ともコンサルタントであったことから、事業を作ったり、営業したりすることが得意ではなく、新規の顧客開拓に苦戦したようだ。

個性を生かした連邦経営

同社の特徴として、連邦経営として、様々な企業を巻き込みながら発展してきたことが挙げられる。ローマ帝国が、中央集権的で皇帝に絶対的な権限があるものの、文化や宗教が異なる地域では、現地の統治や宗教を温存させたように、福留社長自身も、事業のやり方や人の処遇に関しては、あえて均質化させず、個性を活かしながら会社経営をするように心がけている。

名詞のデザインに隠された意味

これらの想いを込めたのが、同社のシンボルマークである。様々な色が個性を示し、各色の幅が異なる点に均質化しないマネジメントスタイルが表現されている。

図表 3. チェンジホールディングスのシンボルマーク



出所：会社 HP

福留社長自ら子会社の社長に対して経営指導を実施

また、福留社長は、各子会社の社長に対して、ワンオンワンで経営指導を行っており、顧客都合ではない意思判断や、事業撤退の意思決定等に関しては直接指導している。日本の経営者は、撤退や人の配置変更等の痛みを伴う経営判断ができないケースが多く、コンフォートゾーンから出て、厳しい経営判断をすることが、各子会社の社長の経営者としての成長にも繋がると考えている。

地方がサステナブルに成長可能な仕組み作りに注力

なお、福留社長自身は、1) 考え抜けているか、2) 決めきっているか、3) やりきっているか、の3点を自問自答することを心掛け、決断と実行の徹底がなされているかを、常に意識しているとのことである。

GDP の約 6 割を占める地方を「チェンジ」すべく、「型化」を進める

現在、福留社長は地方がサステナブルに成長できる仕組み作りに注力しており、様々なフォーマットを作って、地方創生の「型」を示していきたい考えだ。特に注目している領域は、医療・介護、地方メディア、教育の分野であり、地方創生に向けて、より大きなお金と人が流れる仕組みを根幹からサポートできるような事業を目指している。

地方創生において重要な視点は、スマートシュリンクである

一方で、地方創生の観点で重要な視点は、スマートシュリンクであり、より高密度な地方を作っていくことが重要であるとも考えている。日本は、地方が分散しており、社会の維持コストが極めて高い。また、人権が大事にされている国ほど、一部の人間にとって不都合な意思決定は容易ではない。同社は、日本の GDP の約 6 割を占める地方を「チェンジ」すべく、企業、地方自治体、その他の様々なステークホルダーを巻き込みながら、地方創生の「型」を作っていくことが期待されている。

同社の DNA は、ベンチャースピリットと主体的な組織

これらを踏まえた同社の DNA は、地方創生という大義に向かってチャレンジし続けるベンチャースピリットと連邦経営に根差した主体的な組織と言える。チャレンジ精神を武器に、福留社長を中心としたマネジメント陣のリーダーシップのもと、ベンチャースピリット全開で様々な事業にチャレンジし、そのチャレンジに賛同した仲間に対して、個性を最大限活かせる環境を提供していることで、成長を続けてきたと言える。

■ 模倣困難性と経営戦略

模倣困難性の例：トヨタのかんばん方式

模倣困難性とは、他社が容易に追従できない競争優位性の源泉である。例えば、トヨタ自動車(7203、東証プライム)のかんばん方式は、戦後の資源不足の中で、無駄を徹底的に省く文化を育み、長年改善を続けてきた結果として築かれたものである。これらは、後発企業が追従しようとしても、容易に真似することが困難である。

模倣困難性は事業多角化を支えるコア人材の育成体制

同社の模倣困難性は、創業メンバー全員がコンサルティングファーム出身であり、祖業が DX コンサルティング及び研修事業であることから、コンサルティング人材の採用・育成によって、事業多角化を支えるコア人材を継続的に輩出可能な体制を構築していることである。

研修事業で培ったノウハウや、人事配、そして、買収先への出向等による経験によって、コア人材を育成

一般的に、中小・中堅企業の採用環境は厳しく、大手企業のように優秀な人材を確保することは困難である。同社も同様に、新卒で大手コンサルティングファームの内定を取るような人材を確保することは容易ではない。一方で、同社の場合、1) 大手企業に研修プログラムを提供していることから

執行役員が出資先の社外取締役 に就任する例も

人材の育成が進んだ結果、従前と 比べると大きなビジネスチャンスを掴む ことが可能に

マイケル・ポーターの競争戦略

ポジショニングが重要

チェンジホールディングスの場合、集 中戦略によって地方創生に特化

「ふるさとチョイス」のテイクレートを抑 制することで、強固な自治体ネットワ ークを確立

地方創生を実現するためには、ステ ークホルダーを巻き込むことが重要

事業多角化で成功した会社は、人材 育成に定評あり

ら、社内の人材育成にも研修ノウハウを活かしていること、2) 福留社長を中心に、人材を適材適所に配置し、適切な権限を与え、成長に繋がるチャレンジを積極的にさせていること、3) DX コンサルのみならず、買収先企業に社内のコンサルタントを積極的に出向させ、PMI 等の実務を経験させていること、などから、事業多角化を支えるコア人材が社内で育つ環境を確立している。

なお、2) の例として、ファイナンス・IR 担当である櫻井慎也執行役員 CFO 室長は、2025 年 6 月にホープ(6195、東証グロース)の社外取締役に就任した。新卒、中途問わず、人材を適材適所に配置し、成長する機会を絶えず提供する姿勢を示す好例であると言える。

これらの人材育成が進んでいる結果として、大企業とのアライアンス(SBI HD との資本業務提携、KDDI や SMBC グループとの合併設立)、中央省庁の大型案件獲得、M&A 等の持ち込み案件増加、といった成果が顕在化しており、今後も積極的な M&A によって、より多数のステークホルダーを巻き込んだ成長が期待される。

なお、アメリカの経営学者マイケル・ポーターは、その著書『競争の戦略』(ダイヤモンド社、1995 年)において、いかなる業界も 5 つの競争要因が働いていることを明らかにしている。

5 つの競争要因として、①新規参入者の脅威、②供給者の交渉力、③買い手の交渉力、④代替品(代替サービス)の脅威、⑤既存企業同士の競争、が挙げられる。5 つの競争要因の影響が強ければ、収益性が低下し、逆に影響が弱ければ、収益向上の機会となる。要は、「競争が激しくない状況に自らをポジショニングすると利益が増える」という考えである。

ポーターは、競合他社に対し競争優位に立つための戦略は、①コスト・リーダーシップ戦略、②集中戦略、③差別化戦略、のいずれかに集約できると主張しており、同社の場合、集中戦略、つまり地方創生に繋がる先をターゲットとする戦略を取っている。

なお、集中戦略を確固たるものとするため、23/3 期まで「ふるさとチョイス」のテイクレートを 5%程度に抑制していた(競合他社は 10%程度)。目先の収益を捨てて、より多くの地方自治体との取引拡大を優先し、95%の地方自治体とふるさと納税事業で取引をしている。

地方創生という壮大な社会課題を解決するためには、様々なステークホルダーを巻き込みながら、事業拡大していく必要がある。このような中で、研修事業を祖業とする同社の人材育成ノウハウや、様々なチャンスを与えて成長を促す同社のカルチャーは、一朝一夕で真似することが出来ない同社の模倣困難性である。

ソニーグループ(6758、東証プライム)や、リクルートホールディングス(6098、東証プライム)など、事業多角化で成功を収めた企業は、人材の採用・育成や、最適配置が上手くいっているケースが多く、同社も同様に、さらなる事業多角化を支える人材基盤を有していることは、今後の飛躍において、極めて重要な要素であると言える。

2. 事業概要とエクイティストーリー

■ 事業概要

事業セグメントは、NEW-IT トランス フォーメーションとパブリテック

報告セグメントは、NEW-IT トランスフォーメーションとパブリテックに大別される。NEW-IT トランスフォーメーションセグメントは、民間 DX・M&A 仲介及びサイバーセキュリティで構成され、民間 DX・M&A 仲介は、チェンジ単体で提供している DX コンサルティング及び研修事業、イー・ガーディアンで提供している BPO 事業、M&A 仲介事業の fundbook、配膳及び清掃ロボットを提供している DFA Robotics 等で構成されている。

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

サイバーセキュリティは、中間持株会社のサイリーグ配下

サイバーセキュリティは、同領域の M&A における中間持株会社であるサイリーグ配下のアイディール・コンサルティングとイー・ガーディアンのセキュリティ事業で構成されている。なお、イー・ガーディアンの売上収益は、セキュリティ関連が同領域に計上され、BPO は、民間 DX・M&A 仲介に計上されている。

パブリテックは地方創生と公共 DX で構成

パブリテックセグメントは、地方創生及び公共 DX に大別され、地方創生は、トラストバンクが運営しているふるさと納税事業(ふるさとチョイスを運営)、ふるさと納税等にかかる物流関連事業を運営するグリヴィティ、トラベルシップが提供している地方自治体向け観光メディアの制作及び Onwords で提供するインバウンドマーケティング事業等で構成されている。

公共 DX はガバメイツやトラストバンクが中核子会社

公共 DX は、トラストバンクが提供する「LoGo シリーズ」及びコニカミルタパブリテックの合併企業でスタートし、同社が 2024 年 3 月に完全子会社化したガバメイツ(本社：愛媛県松山市)が提供する地方自治体向けの DX コンサルティング、TCS が提供する自治体向けの ICT 端末販売等で構成されている。今後は、チェンジホールディングスで受託した中央省庁向けの DX 案件も、同領域に計上される見込みである。

トラストバンクのふるさと納税事業が収益源

なお、収益源は、パブリテックの地方創生である。ふるさと納税事業は、GMV(Gross Merchandise Value)×テイクレート(10%弱)の手数料収入モデルであり、限界利益率が極めて高く、25/3 期時点で営業利益全体の 7 割程度を占めている。また、fundbook 買収を契機に、民間 DX・M&A 仲介が売上収益に占める割合が 4 割程度まで上昇しており、成長ドライバーが地方創生からシフトしつつあると言える。

fundbook の成長ポテンシャルは高い




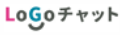

なお、ストラテジー・アドバイザーズでは、fundbook の業績動向に注視している。理由は、1) 同社が有する多数の事業の中でも、ふるさと納税事業に次いで収益性が高く、同社の利益成長を牽引するポテンシャルを秘めていること、2) 同社が有する地方自治体ネットワークとのシナジー創出が期待されること、3) 事業承継ニーズは旺盛であり、潜在市場も大きいこと、である。

fundbook が新たな成長の柱として飛躍するかに注目する

もちろん、その他の事業も堅調な成長が期待されるが、同社の営業利益の規模を考えると、fundbook ほど業績に貢献することが期待し難い。中期経営計画で掲げている営業利益目標(28/3 期 180~230 億円)の達成に向けて、fundbook が新たな成長の柱として飛躍し、ふるさと納税事業と並んで、同社の稼ぎ頭へと進化を遂げるかが、同社の今後の株価を占う上でも極めて重要な要素であるとストラテジー・アドバイザーズでは考える。

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 4. セグメント概要

| | NEW-ITトランスフォーメーション セグメント | | パブリック セグメント | |
|------------|--|--|--|---|
| | 人材不足解消(仮) | サイバーセキュリティ | 地方創生 | 公共DX |
| 主なサービス | <ul style="list-style-type: none"> DXコンサル M&A仲介 研修 BPO DXツール提供 等 | <ul style="list-style-type: none"> サイバーセキュリティサービス全般 (教育、コンサル、ソリューション提供、構築・運用支援 等) | <ul style="list-style-type: none"> ふるさと納税 観光 カーボンニュートラル事業 等 | <ul style="list-style-type: none"> 自治体向けコンサル DXツール導入 研修 等 |
| 主なブランド／会社 |  CHANGE  fundbook  DFA |  CyLeague  E-Guardian  IdealRoute |  ふるさとチョイス  Travel Zip |  LoGoチャット  LoGoフォーム  lovmates |
| 売上 | 57 億円 | 57 億円 | 224 億円 | 30 億円 |
| 営業利益／営業利益率 | 22 億円※1／19.5% | | 126 億円※2／49.5% | |

出所：会社資料

■ チェンジホールディングスのエクイティストーリー

ふるさと納税の規制強化を背景に株価は下落している

同社の株価は、2 度の上方修正を発表した 20/9 期の業績(売上高 116.9 億円、営業利益 36.2 億円)を織り込む形で最高値(調整後株価 6,185 円)を付けて以降、低迷している。上場以降、同社の成長を牽引してきたふるさと納税事業に対する規制強化(2019 年の返礼品規制強化等)や、楽天等の大手 EC サイトといった競合の台頭に伴う競争環境の悪化リスクが、株価低迷が続く一因であろう。

競合であるアイモバイルの株価も 2021 年以降低迷

事実、ふるさと納税事業の競合であるアイモバイル(6535、東証プライム)の株価も、同社同様に、2021 年以降軟調に推移したこと、ふるさと納税事業そのものに対して、資本市場は厳しい目を向けていると言える。返礼品規制(2019 年)や 5 割ルール(2023 年)、返礼品宣伝表現の規制強化(2024 年)、地場産品基準の明文化及び募集費用の透明化義務化(2025 年)といった制度強化が相次いでおり、中期的にはテイクレートの引き下げが実施される可能性もゼロとはいえないであろう。

今年度は、ポイント付与禁止の影響もあり、外部環境は不透明

加えて、今年度は、ふるさと納税のポイント付与禁止が予定されており、外部環境の変化を織り込む形で、同社の PER は、10 倍台前半まで低迷している。ストラテジー・アドバイザーズでは、積極的なポイント付与を行っていた EC 系のメディアと比較すると、同社のふるさと納税事業に対する悪影響は軽微であると考えているが、このような外部環境の変化を考慮すると、投資しづらい状況が継続しているという点は否めないと考える。

バリュエーションには織り込み済みであり、M&A 仲介、セキュリティ中心の成長に期待

一方で、現在のバリュエーションに外部環境の変化に対する悪材料が一定程度織り込まれていること、そして、すでにふるさと納税事業に次ぐ成長の柱(M&A 仲介及びセキュリティ)を獲得済みであることから、NEW-IT トランスフォーメーション事業中心の新たな成長フェーズ入りが確認されれば、同社の株価は再度上昇入りする可能性があるであろう。

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

エクイティストーリーの定義

「地方創生のハブとして、地方が抱える課題を包括的に解決可能な企業グループへの進化」

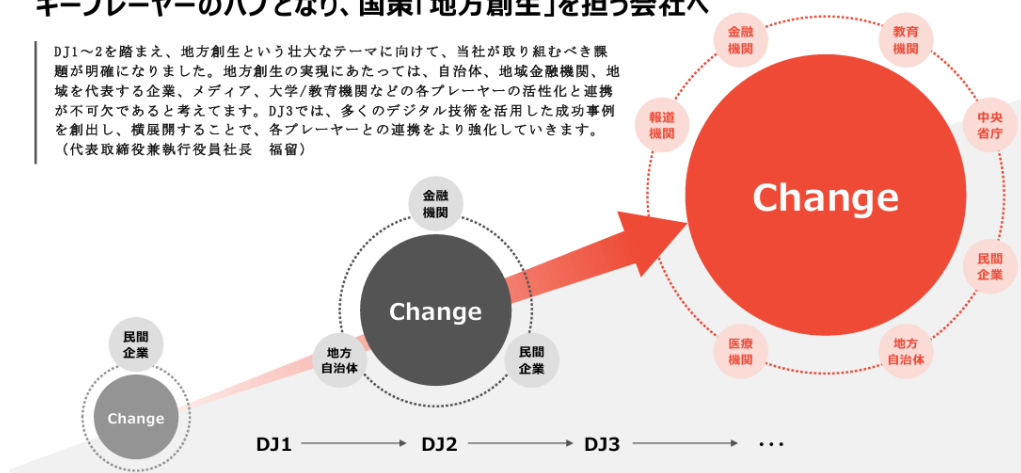
なお、ストラテジー・アドバイザーズでは、エクイティストーリーの構成要素を、1) 実現可能で緻密な経営戦略、2) ワクワクする夢、とし、企業 DNA を基に培われた模倣困難性を最大限に活用することが重要であると考える。

これらを踏まえると、同社のワクワクする夢は、「地方創生のハブとして、地方が抱える課題を包括的に解決可能な企業グループへの進化」である。地方創生という壮大なテーマにチャレンジするためには、自治体や地域金融機関、地場の有力企業、メディアや教育機関等を巻き込みながら、「ヒト」、「モノ」、「カネ」が地方に還流する仕組みを確立していくことが不可欠であり、そのハブとして、地方の課題に寄り添う存在に同社が飛躍することが期待される。

図表 5. 新中期経営計画で開示された長期ビジョン

キープレーヤーのハブとなり、国策「地方創生」を担う会社へ

DJ1～2を踏まえ、地方創生という壮大なテーマに向けて、当社が取り組むべき課題が明確になりました。地方創生の実現にあたっては、自治体、地域金融機関、地域を代表する企業、メディア、大学/教育機関などの各プレーヤーの活性化と連携が不可欠であると考えています。DJ3では、多くのデジタル技術を活用した成功事例を創出し、横展開することで、各プレーヤーとの連携をより強化していきます。
(代表取締役兼執行役員社長 福岡)



出所： 会社資料

地方創生の「型化」を進める

地方創生の実現に向けて、同社が取り組んでいること(緻密な経営戦略)は、多数のビジネスアセットを組み合わせた地方創生の「型化」であり、地方創生のハブとして、地方が抱える課題に対して様々なソリューションを提供し、再現可能かつ横展開可能な成功事例を数多く生み出していくことである。その際、人材の採用・育成体制が模倣困難性となり、競合他社が追従できない成長を遂げることが期待される。また、今後は、地方のキープレーヤーである自治体や地域金融機関、地場の有力企業、メディア、教育機関等との連携も一段と強化していく方針であり、より多くのプレーヤーと連携しながら、同社にしか出来ない「型」を生み出していくことが期待される。

M&A 仲介事業に注目

なお、ストラテジー・アドバイザーズでは、同社にしか出来ない「型」として、M&A 仲介事業を飛躍させられるかが今後の株価を占う上で極めて重要であると考えます。ふるさと納税事業以外にも多数の事業を持っているものの、収益性やスケラビリティの観点から、ふるさと納税事業に次ぐ新たな収益の柱となるポテンシャルがあるのは、fundbook の M&A 仲介事業であろう。

コンサルタントの採用・育成と優良リード獲得が重要

M&A 仲介事業は、コンサルタント数×成約件数で構成されており、コンサルタントの採用・育成、そして、成約件数を高めるための優良リード獲得が鍵を握るビジネスである。同社の模倣困難性である人材の採用・育成ノウハウの注入によるコンサルタント数の拡大に加えて、金融機関や地方自治体とのアライアンスによる優良なリード獲得経路の確保を進めることで、競合他社以上の成長を実現する可能性は十分あると考えます。

成約件数の上昇によって、競合他社以上の成長が期待される

事実、M&A 仲介大手の 1 人当たり成約件数は 1.0～1.2/年に収斂しており、コンサルタント数の増加に沿って、売上高が拡大している。fundbook の場合、同成約件数が大手と比較すると劣

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

後しているため、優良なリード確保によって、同 KPI を競合他社並みに高められれば、コンサルタント数の増加に加えて、1 人当たり成約件数の上昇による高成長の実現が可能となろう。

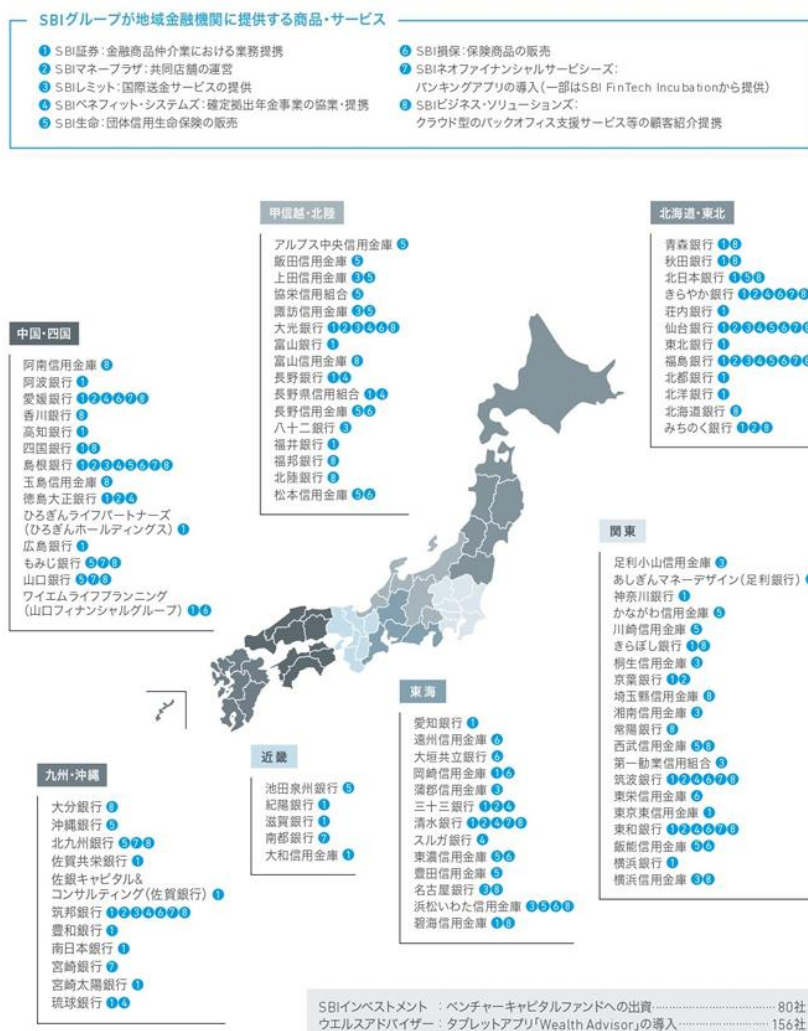
SBI HD の地域金融機関ネットワークに注目

また、ストラテジー・アドバイザーズでは、資本業務提携先である SBI HD が地域金融機関と強いネットワークを有している点に注目している。SBI HD は、SBI 新生銀行グループ及び地域金融機関と三位一体となって、それぞれが持つ機能を最大限活用する「トライアングル戦略」を推進している。具体的には、地域金融機関が有するブランド力を活かした事業ニーズの発掘、SBI グループ及びその投資先が有する最先端技術やノウハウ、ビジネスネットワークの提供、そして、SBI 新生銀行グループが有する銀行・ノンバンク機能の活用である。

すでに SBI HD は多数の地域金融機関と協業を開始している

すでに、SBI HD は、多数の地域金融機関と協業を開始していることから、これらのネットワークを活用し、fundbook に優良なリードを提供することが出来れば、後発ながら M&A 仲介事業を飛躍させるポテンシャルは十分に期待できると言えよう。

図表 6. SBI HD の地域金融機関との提携状況



出所：SBI ホールディングス HP

3. 潜在市場

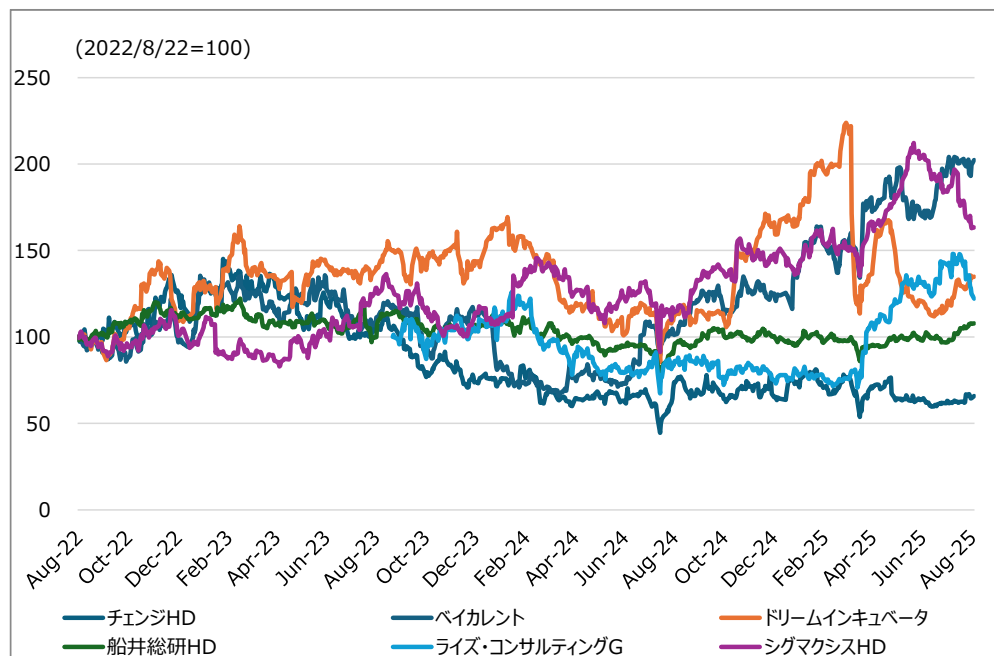
主要ターゲットは 5 つ

同社は、事業が多角化しており、主要なターゲット市場は広範に及んでいる。中でも、1) 国内 DX 市場、2) M&A 仲介、3) サイバーセキュリティ、4) ふるさと納税、5) インバウンド、といった主要市場は、今後も大きく成長することが期待される。

DX 関連投資は拡大しよう

国内 DX 関連投資は、民間調査会社の予測で、2030 年までに 9.2 兆円まで拡大する見通しが示されている。同社の場合、祖業である DX コンサルティングや、公共 DX、LoGo シリーズを始めとするソフトウェアといった部分で恩恵を受ける可能性が高い。特に、DX コンサルティングを提供する上場企業(バイカレント[6532、東証プライム]、シグマクス・ホールディングス[6088、東証プライム、以下、シグマクス HD]等)は、業績、株価ともに堅調に推移しており、依然として拡大市場であると言える。

図表 7. コンサルティング各社の相対株価チャート



注：ライズ・コンサルティング・グループは上場日の 2023 年 9 月 12 日を 100 とする

出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

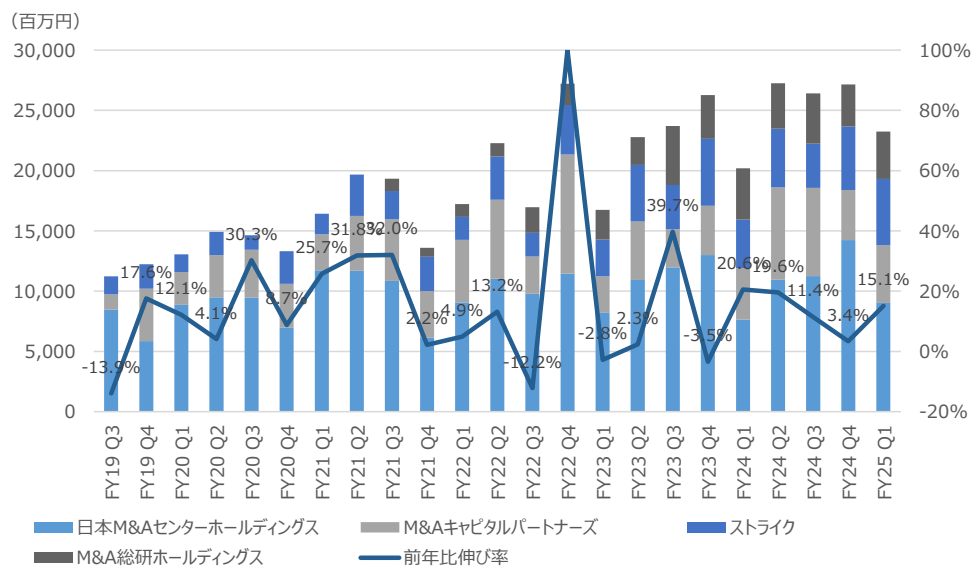
競争環境は厳しいものの、事業承継ニーズは旺盛

M&A 仲介は、大手競合企業が複数社いることから、競争環境は厳しいと考えられる。一方で、後継者不足に伴う事業承継ニーズは旺盛であり、同社の強みである自治体ネットワークを活用した案件ソーシングによる成長に期待したい。中小企業庁によると、2025 年までに、70 歳を超える中小企業・小規模事業者の経営者で、後継者が未定の会社が約 127 万社となり、そのうち約 60 万社が黒字廃業の可能性のある危機的な状況となっている。

M&A 仲介大手 4 社の売上高は、堅調に推移している

M&A 仲介大手 4 社の売上高は、2024 年以降、10~20%増収が継続しており、市場の拡大に沿って、堅調に推移している。経済産業省による「中小 M&A ガイドライン」の改訂(2024 年 8 月施行)や、業界団体による自主規制強化等が進み、M&A に関連した詐欺や、利益相反防止に向けた規制が強化されたため、より安心して M&A を実施可能な環境整備が進んでいる点も追い風と言える。

図表 8. M&A 仲介大手 4 社の売上高合計と前年同期比推移



出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

サイバーセキュリティ投資も引き続き拡大の見込み

民間調査会社によると、国内のセキュリティソフトウェアへの投資は、2029 年には 1.0 兆円を超えるという見通しが示されており、引き続き市場は拡大すると考えられる。また、国内最大のセキュリティ企業であるトレンドマイクロ(4704、東証プライム)は、2024 年 11 月の IR Day にて、2027 年までの売上高成長率目標を 8~10%としており、ミクロからも堅調な市場見通しが示されている。

図表 9. トレンドマイクロの中期成長率

| | 2022 | 2023 ⁽¹⁾ | 2024E ⁽²⁾ | YTD 2024 Progress | 2027E ⁽³⁾ |
|----------------------------------|------|---------------------|----------------------|--------------------|----------------------|
| Net Sales Growth % | 18% | 11% | 9% | 10% | 8-10% |
| COGS % of Revenue ⁽⁴⁾ | 19% | 22% | 19% | 20% | 18-20% |
| S&M % of Revenue ⁽⁴⁾ | 37% | 37% | 34% | 33% | 28-30% |
| R&D % of Revenue ⁽⁴⁾ | 17% | 17% | 17% | 17% | 13-15% |
| G&A % of Revenue ⁽⁴⁾ | 8% | 8% | 7% | 7% | 5-7% |
| Operating Margin % | 14% | 13% | 20% | 20% ⁽⁵⁾ | 29-31% |
| Operating Income | | | ¥53B | | |

出所：トレンドマイクロの機関投資家向け「IR Day」資料

ふるさと納税市場全体は、2 倍程度まで拡大余地がある

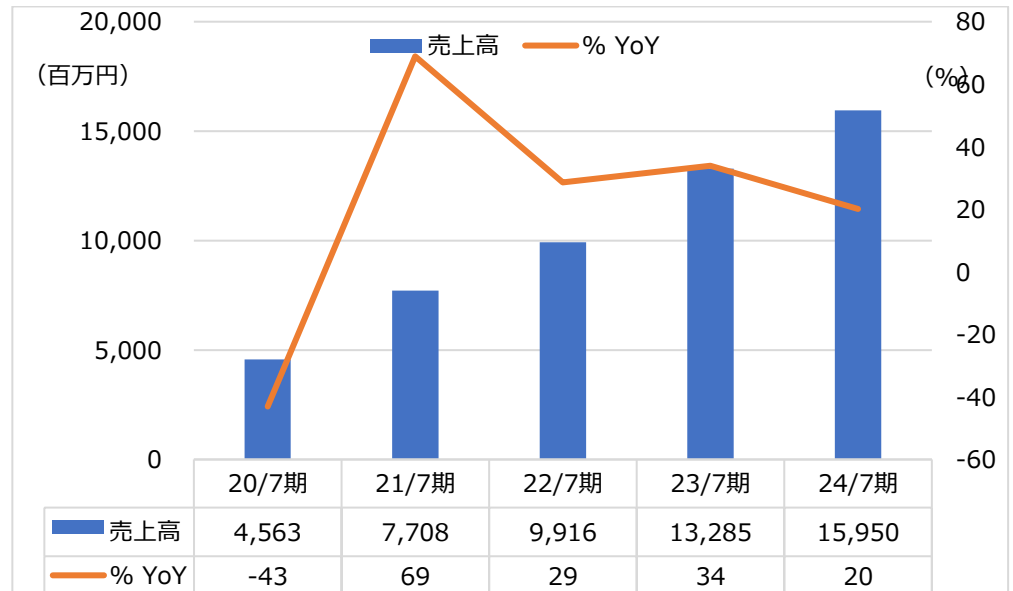
ふるさと納税も、2 倍以上市場が拡大する余地がある。ふるさと納税ポータルサイトを提供しているアイモバイルは、決算説明会資料にて、個人住民税歳入額の 20%を潜在寄付控除規模と定義し、2.7 兆円(2022 年度)と算出している。毎年 15%以上ふるさと納税受入額が増加していることから、依然として成長市場であることが伺えよう。

テイクレート引き下げはリスクであろう

なお、ふるさと納税事業のリスクは、制度変更によって、メディアのテイクレートが引き下げられる可能性がある点である。すでに「5 割ルール」といったコスト成約が課せられているが、その中でテイクレートが占める割合は大きく、自治体のコストプレッシャーになっている。一方で、ふるさと納税がここまで普

及した背景に、民間企業による自由競争のもと、魅力あるテイクレイトが提示されたことも一因であり、依然として普及フェーズにあるふるさと納税に対して、テイクレイトの引き下げが行われる可能性も限定的ではないかと、ストラテジー・アドバイザーズでは考える。

図表 10. アイモバイル (コンシューマー事業) の業績推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

インバウンドは、飛躍的な市場拡大が期待される

インバウンドは、今後飛躍的に成長が期待される分野であり、地方創生を掲げる同社にとって大きなビジネスチャンスと言える。観光庁及び政府は、2030年までに訪日外国旅行者数を6,000万人、インバウンド消費額を15兆円まで拡大させるという明確な政策目標を掲げているが、足元の状況を踏まえると、観光庁の目標をはるかに上回る可能性がある。

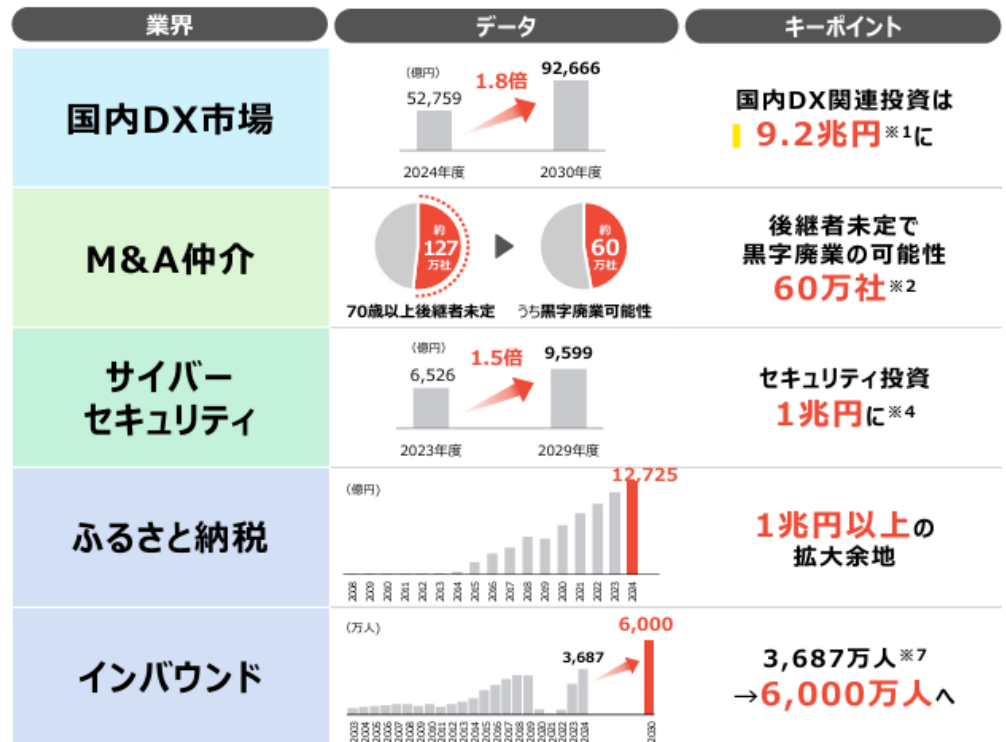
足元のインバウンドも、想定以上の伸びを示している

訪日外国人旅行者は、2024年は約3,687万人であったが、2025年上半期(1-6月)累計は、2,151万人(前年同期比21.0%増)となった。仮に、20%成長が継続した場合、2027年には、6,000万人を超える計算となり、円安という追い風によって、想像以上にインバウンド市場が拡大する可能性がある。

オーバーツーリズムの課題はあるものの、他社と比較すると過度な懸念は不要

規模拡大とともにオーバーツーリズム等の課題が顕在化する可能性はあるものの、世界一の観光大国であるフランスは、日本より国土が狭いにも関わらず、年間1.0億人を超える旅行者を受け入れていることから、過度な懸念は不要であると考ええる。人口縮小が見込まれる日本において、インバウンド誘致は不可欠な経済施策であり、観光大国へと飛躍が期待されよう。

図表 11. 各市場見通し



出所：会社資料

4. 資本政策を含む財務戦略

明確な財務規律を明示

同社は、積極的に M&A を実施してきたことから、明確な財務規律を設けている。主要な財務 KPI を、①ネット有利子負債/EBITDA、②ネット有利子負債/株主資本、③リスク資産(無形資産合計)/株主資本とし、①は 2 倍以内、②は 50%以内、③は 100%以内と設定している。

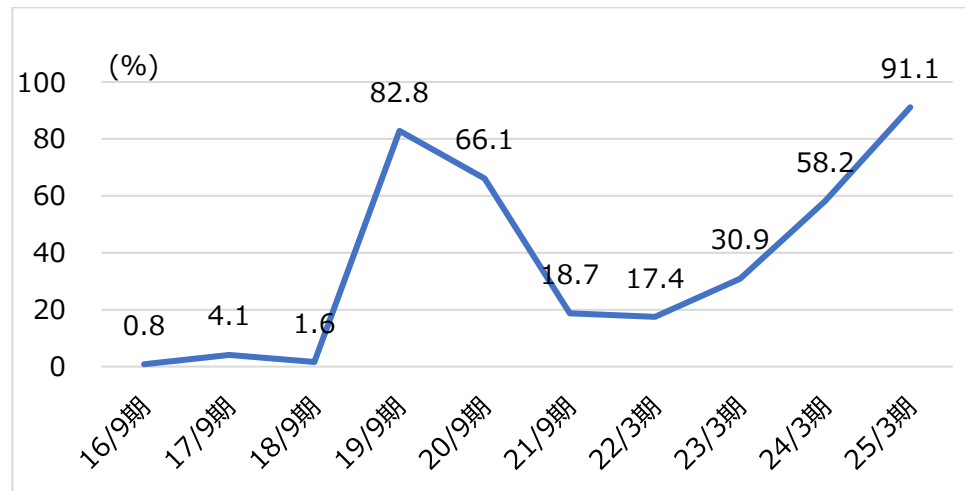
利益剰余金の増加によって、財務規律の範囲内で MM&A を実施していく方針

25/3 期末における各 KPI は、①0.26 倍、②10%、③91%となっており、財務健全性を確保している。なお、③に関しては、fundbook 及びイー・ガーディアン の TOB を契機に、のれんが 288 億円まで増加した結果、財務規律の上限がやや迫っている状況となっているが、中期経営計画最終年度である 28/3 までに約 230 億円の利益剰余金増加を見込んでいることから、純利益の増加に伴い、徐々に投資余力が増加する見込みとなっている。

IFRS の場合、每期減損チェックを実施

同社は、会計基準に IFRS を適用しているため、のれんの償却は行わず、每期減損チェックを実施している。株主資本を超えるのれんを計上すると、大規模な減損に至った場合、債務超過に陥るリスクがあるため、③の財務規律を維持することが重要となっている。

図表 12. 無形資産/株主資本比率の推移



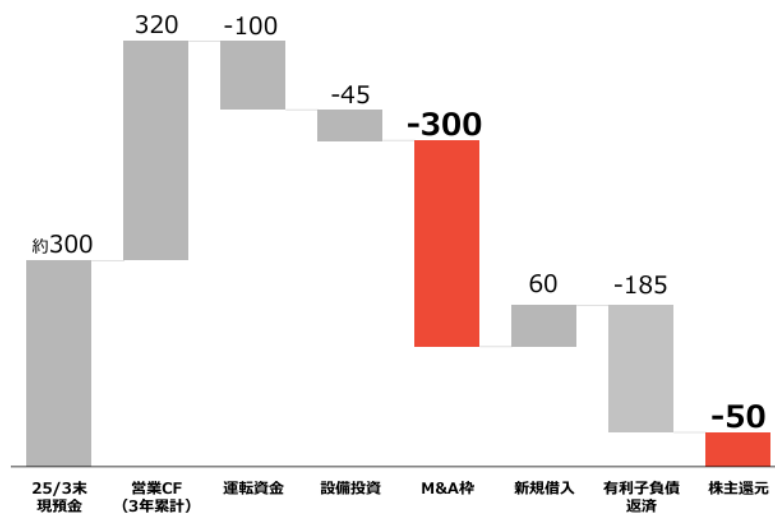
注：決算期変更のため、22/3 期は決算月数が 6 カ月

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

キャピタルアロケーションを明示

同社は、中期経営計画にて、キャピタルアロケーションの方針を開示した。25/3 期末の現預金約 300 億円に対して、3 年間(26/3～28/3 期)の営業キャッシュフロー 320 億円を加えた 620 億円を原資に、M&A 投資枠として 300 億円、有利子負債の返済に 185 億円、株主還元 50 億円投じる方針となっている。

図表 13. キャピタルアロケーション方針



出所：会社資料

「ヒット」または、「プロダクト」を獲得すべく、M&A を実施していく方針

M&A に関しては、「ヒット」または、「プロダクト」の獲得を目指す方針である。NEW-IT トランスフォーメーション事業では、AI 開発やデータ分析等のコンサルタント・エンジニアや、クロスセル可能な DX ツールやセキュリティソリューションの獲得、パブリック事業では、インバウンド領域での事業拡大や、中央省庁等の大型案件デリバリー強化に向けた人員の獲得、公共 DX のサービスサインアップ拡充、を意図した買収を実施していくとのことである。

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

DOE 3.6%を株主還元方針として掲げている

なお、同社は、株主還元方針として、DOE(純資産配当率)3.6%を掲げている。財務規律でリスク資産/株主資本の比率を100%以内に抑える方針を明示していることから、株主還元も株主資本に対する比率とし、投資と還元のバランスを取っている。同方針から算出される配当性向は、20.2%となっており、成長投資を積極的に実施しつつ、一定程度魅力ある配当を実施している。

DOE の場合、一時的な業績が悪化しても、安定配当が実施される

DOE は ROE×配当性向で算出される。減損等に伴う特別損失の計上によって、一時的に ROE が低下した場合でも、株主資本をベースに安定した配当を実施する方針であり、配当性向の上昇によって、安定配当を維持する見込みである。

株主優待も実施

また、会社側は、26/3 期 Q1 決算発表と同時に、株主優待を発表した。6 月末、12 月末を基準日とし、300 株以上保有している株主を対象にデジタルギフト(Amazon ギフトカード等を選択可能)を進呈する。継続保有期間(1 年未満、1 年以上 2 年未満、2 年以上)に応じて、半期ごとに 7,500 円、8,500 円、10,000 円相当のデジタルギフトがもらえる優待内容となっており、個人投資家中心に投資魅力を高める施策となった。

図表 14. 株価と優待及び配当利回りの関係(2 年以上継続保有した場合)

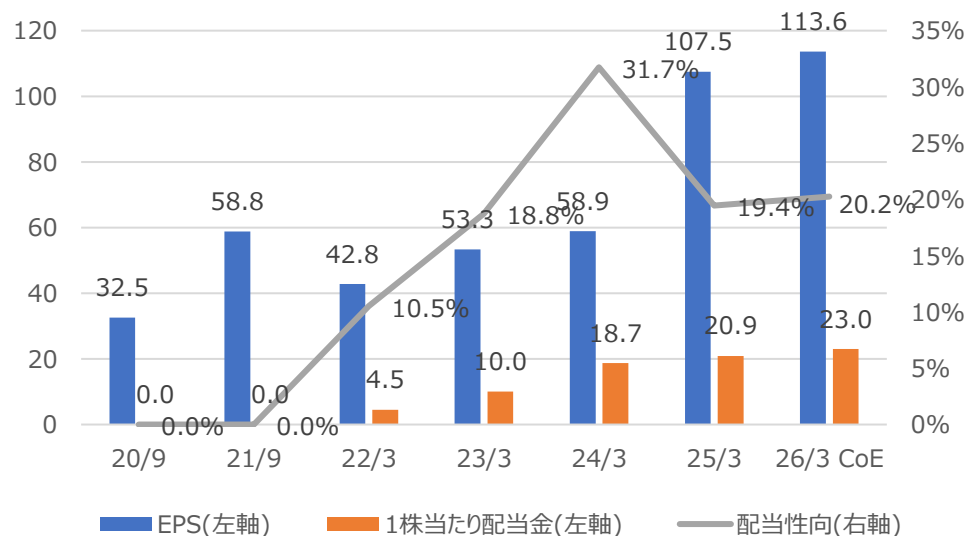
| 株価 | 最大優待利回り | 配当利回り | 総利回り |
|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 1,000 | 6.7% | 2.3% | 9.0% |
| 1,163 | 5.7% | 2.0% | 7.7% |
| 1,200 | 5.6% | 1.9% | 7.5% |
| 1,300 | 5.1% | 1.8% | 6.9% |
| 1,400 | 4.8% | 1.6% | 6.4% |
| 1,500 | 4.4% | 1.5% | 6.0% |
| 1,600 | 4.2% | 1.4% | 5.6% |
| 1,700 | 3.9% | 1.4% | 5.3% |
| 1,800 | 3.7% | 1.3% | 5.0% |
| 1,900 | 3.5% | 1.2% | 4.7% |
| 2,000 | 3.3% | 1.2% | 4.5% |

出所：会社資料

M&A 投資が実施できなかった場合、自己株式の取得も検討

なお、300 億円の M&A 投資を実施できなかった場合や想定以上の余剰資金を抱えた場合は、適宜自己株式の取得も検討していく方針であり、資本効率性を意識した経営を実践していると言えよう。

図表 15. EPS、DPS、配当性向の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

5. 中期経営計画と業績動向

■ 中期経営計画(DJ3)

新中期経営計画 DJ3 を発表

会社側は、2025年5月15日に新中期経営計画(DJ3)を発表した。前中期経営計画期間では、9件のM&Aを実施し、地方の課題を解決するためのソリューションを拡充するとともに、収益源であるふるさと納税事業のテイクレート引き上げを実施し、安定収益基盤を確固たるものとした。特に、セキュリティ領域の買収(イー・ガーディアン及びIRルートコンサルティング)に加えて、M&A仲介を手掛けるfundbookの買収を実現した点は、大きな事業進捗であったと言える。

M&Aを含め、営業利益 230 億円にチャレンジ

DJ3の業績目標は、M&Aを除く既存事業中心に、下限である売上収益670億円(3年CAGR13%)、営業利益180億円(3年CAGR10%)を達成し、その上で、M&Aを含めた上限(売上収益860億円、営業利益230億円)にチャレンジしていく方針だ。

NEW-IT トランスフォーメーション事業が業績を牽引

セグメント別では、NEW-IT トランスフォーメーションが業績を牽引する計画となっており、ふるさと納税事業を中心としたパブリック中心の会社から NEW-IT トランスフォーメーションの売上収益が占める割合が大きく上昇する見込みとなっている。

図表 16. 新中期経営計画の業績目標

| | 25/3期 実績 | 28/3期 下限 | 28/3期 上限 |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|
| 売上収益 | 46,387 | 67,000 | 86,000 |
| NEW-ITトランスフォーメーション | 20,797 | 36,668 | - |
| パブリテック | 26,160 | 30,665 | - |
| 営業利益 | 13,515 | 18,000 | 23,000 |
| NEW-ITトランスフォーメーション | 6,080 | 9,358 | - |
| margin | 29.2% | 25.5% | - |
| パブリテック | 13,045 | 15,272 | - |
| margin | 49.9% | 49.8% | - |
| EPS(円) | 107 | 160 | 200 |
| ROE | 18.7% | 18.0% | 22.0% |
| DPS(円) | 20.9 | 31 | 33 |

出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

■ NEW-IT トランスフォーメーションの前提

NEW-IT トランスフォーメーション事業全体で約 160 億円の増収する計画となっているが、その半分に当たる 80 億円を M&A 仲介で実現する見通しとしている。fundbook は、25/3 期の 4Q から連結されたため、通年寄与に加えて、同計画期間に年率 23.6%成長を目指す方針となっている。競合各社も、10~20%成長していることから、十分に達成可能性のある目標であろう。

なお、fundbook の課題は、コンサルタント 1 人当たりの成約件数が競合他社と比較すると低いことである。競合他社の 1 人当たり成約件数は、1.0~1.2 件となっているが、fundbook は、やや劣後しており、競合他社並みに同 KPI を改善させることが目下経営課題となっている。採用を強化したものの、育成が追いついておらず、買い手を見つける段階で契約がブレイクしてしまうケースが多いことが要因とのことである。

この課題に対処すべく、1) チェンジの研修ノウハウを活用した人材育成体制の強化(福留社長によるマネジメント研修や中途入社向けのマニュアル等の整備)、2) 自治体及び地方金融機関ネットワークを活用した良質なリードの送客体制確立、を進めている。コンサルタントの採用環境は、厳しい状況が継続しているが、同社の研修ノウハウを活かし、幅広い人材が活躍できる環境を作ることが重要であろう。

なお、研修・コンサル・DX ツール及び BPO に関しては、概ね過年度通りの安定した成長を見込んでおり、サイバーセキュリティは、成長加速させる前提となっている。同社の顧客基盤を活用したハイタッチ営業の許可や、SMBC グループとの合併である SMBC サイバーフロント経由での案件獲得、プロネクサスとの連携強化といった営業チャネルの多様化を進めていく方針であり、セキュリティ需要が旺盛なだけに、一段と高い成長を実現できるかに注目であろう。

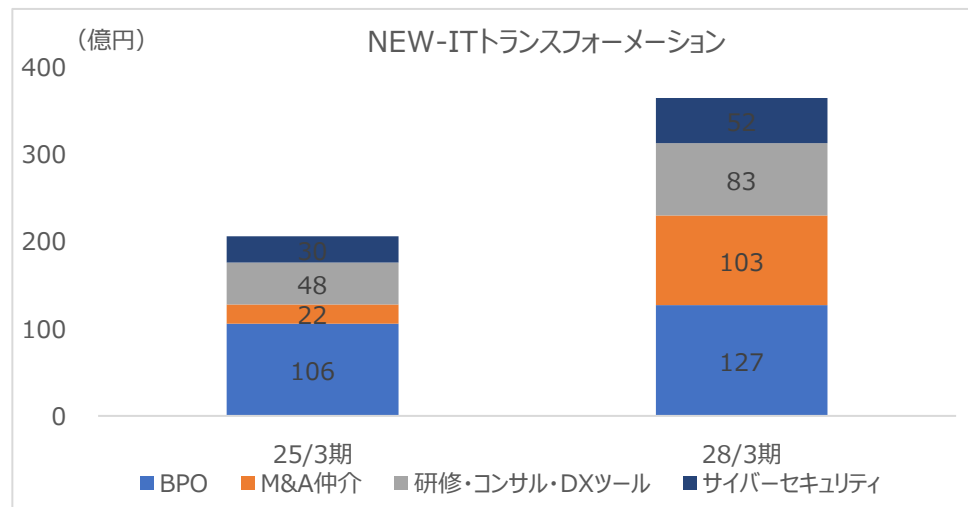
M&A 仲介が業績を牽引

fundbook の課題は 1 人当たり成約件数が少ないこと

グループシナジーによって、競合他社並みに 1 人当たり成約件数を高められるかが鍵を握る

その他の事業は、概ね過年度通りの成長を見込む

図表 17. NEW-IT トランスフォーメーションの内訳



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

■ パブリテックの前提

パブリテックは、ふるさと納税事業が横ばいの想定であることを主因に、CAGR5.4%成長を見込む

パブリテックは、ふるさと納税事業が横ばい想定であることから、約 44 億円の増収(CAGR5.4%成長)とやや物足りない内容となっている。ふるさと納税事業は、市場全体が 10%強成長しているものの、今年度に実施されるポイント付与の禁止及び楽天等の大手 EC サイトの台頭といった競争環境の変化を考慮し、自社メディアの収益がやや減少する想定としている一方で、OEM の拡大によって、収益を維持する方針となっている。

ポイント付与禁止の影響は、ポジティブに作用する可能性もあり

ポイント付与禁止の影響は読みづらいものの、EC 系メディアを利用していたユーザーが掲載品数の最も多いふるさとチョイスへスイッチする可能性や、ポイントに依存しないマーケティング施策による顧客獲得が進んだ場合、同社にとってポジティブに作用する可能性も十分ある。

その他は、仕込みの段階であり、利益貢献は限定的であろう

その他は、トラベルシップ及び WAmazing との合併で実施するインバウンドプロモーション事業、東光コンピュータ・サービス(TCS)のカーボンプレジット事業の拡大によって、約 12 億円の増収を確保する方針となっている。事業立ち上げフェーズであることから、同計画期間は仕込みの段階であり、次期中期経営計画期間でのスケールに期待したい。

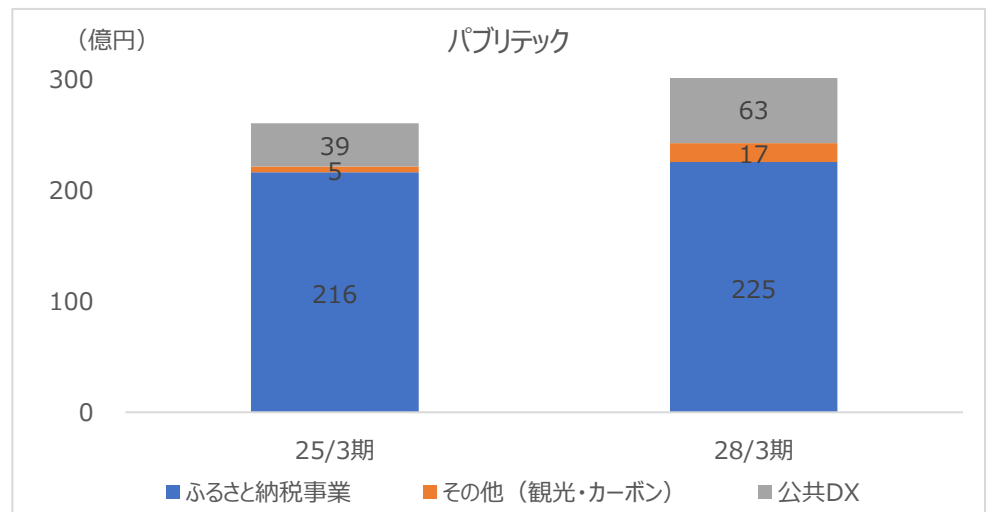
公共 DX は、中央省庁の案件を拡大していく方針

公共 DX は、24 億円の増収を確保する想定となっており、パブリテック事業の牽引役となる見込み。TCS の通年寄与に加えて、中央省庁の大型案件の獲得が期待される。25/3 期末段階で、すでに中央省庁の案件を 3 件受注(総額 13 億円)しており、デリバリー体制を強化すべく、一部社内的人的リソースシフトや、採用強化等を進めているとのことである。

LoGo シリーズは、引き続きチャット中心に安定成長へ

なお、LoGo シリーズに関しては、既存の地方自治体のみならず、消防や教育機関といった領域へも拡販を進めていく方針であり、LoGo チャット中心にさらなる成長を進めていく方針となっている。

図表 18. パブリテックの内訳



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

■ 25/3 期業績動向

25/3 期業績は、DGA の持分法評価益が計上されたことから大幅増益

25/3 期業績は、売上収益 463.8 億円(前期比 25.3%増)、営業利益 135.1 億円(同 83.0%増)となり、過去最高益を更新した。24/3 期の構造改革費用(35.4 億円)に加えて、DGA の持分法再評価益が 15.6 億円計上されたことから、大幅増益となった。

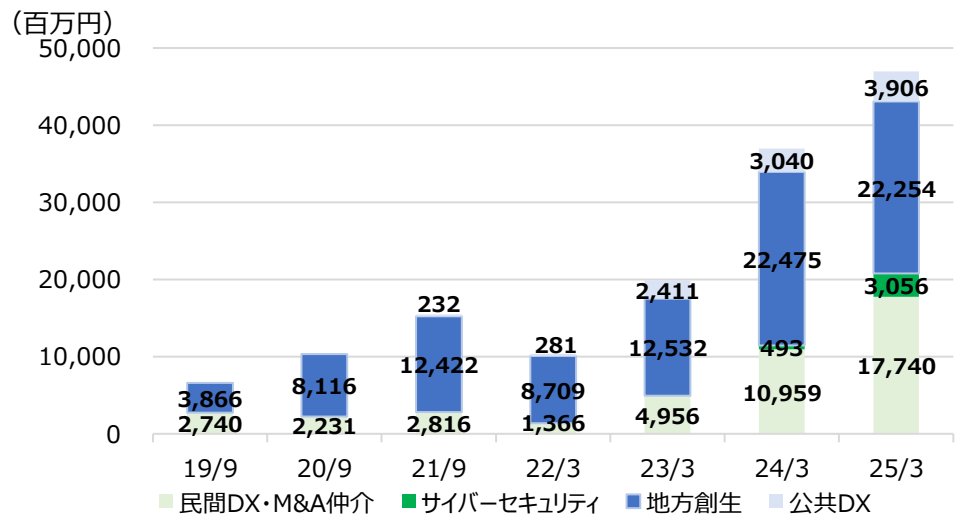
NEW-IT トランスフォーメーション事業が成長を牽引

売上面は、NEW-IT トランスフォーメーション事業が成長を牽引。増収の内訳は、買収影響(イー・ガーディアン約 57 億円、fundbook 約 22 億円、アイディルト約 21 億円、TCS 約 10 億円)が大半であり、DJ3 に向けた仕込みが順調に進捗した結果となった。また、利益面も同様に、イー・ガーディアン及び fundbook の連結による約 22 億円の増益寄与が成長を牽引した。

トラストバンクは躍り場へ

なお、25/3 期は、テイクレート引き上げ一巡に伴い、これまで成長を牽引してきたトラストバンクを中心としたパブリテック事業が成長の躍り場を迎えた。ふるさと納税市場全体は、依然として拡大が継続する見込みであるものの、多方面からの新規参入が相次いでいることから、高成長フェーズから安定成長フェーズへシフトしたと言える。

図表 19. セグメント別売上高の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

26/3 期は 17.2%増収を見込む

一方で、上述の通り、fundbook やイー・ガーディアン等の新たな成長ドライバーを獲得しており、26/3 期以降は、これまでの同社とは異なる成長が期待されると言える。26/3 期会社計画は、売上収益 550.0 億円(前期比 18.6%増)、営業利益 140.0 億円(同 3.6%増)であり、利益面は、DGA の持分法再評価益の影響で物足りない水準となっているが、同影響を除いたオーガニックの増益率は、17.2%の想定となっており、中期経営計画に沿って 15%前後の増益成長フェーズ入りが期待される。

連結効果に加えて、中央省庁向けの大型案件が一部計上される見込み

売上収益は、87 億円増加する想定であり、内訳は、買収企業(fundbook 及び TCS)の通年寄与による 62 億円の増収(fundbook : 53 億円、TCS : 9 億円)に加えて、既存の各子会社及び中央省庁向けのコンサル案件が収益を牽引する見込み。なお、今年度の大きな変化として、中央省庁向けの大型案件が一定程度計上される見込みとなっている。3 月末時点ですでに 3 件合計 13 億円の受注を獲得しており、さらなる飛躍が期待される。

営業利益は、一時的要因を除くと 20 億円の増益計画

営業利益は、持分法再評価益を除いた実力値で比較すると、約 20 億円増加する想定となっており、内訳は、fundbook の連結影響(15 億円)や、公共 DX の減損影響の反動(7 億円)に加えて、既存各社の小幅成長及び中央省庁向けの大型案件の影響が織り込まれている。

ふるさと納税事業は、やや読みづらいものの、利益確保を優先する見込み

なお、26/3 期は、ふるさと納税事業が大きな変数となっている。10 月以降、ポイント付与が禁止される見込みとなっており、競合他社が直前の大幅ポイント還元といったキャンペーンによる広告攻勢を仕掛けてくる可能性が高い。同社も、これらの影響を考慮しており、ダイレクトチャネルに関しては、保守的な想定とし、パブリック事業の地方創生は、横ばいの推移を見込んでいる。また、一定程度コストバッファも持っているとのことであり、想定以上に売上収益が鈍化しても、コスト抑制で吸収していく見込みである。

既存事業の成長加速に期待

ストラテジー・アドバイザーズでは、26/3 期の業績計画は一定程度リスクが考慮されており、達成確度が高いと考える一方で、本質的には、27/3 期以降の中期経営計画の業績目標達成に向けて、既存事業の成長加速に向けた事業進捗をいかに進められるか、が重要であると考えている。

図表 20. 業績推移

| 決算期 | 21/9 | 22/3 | 23/3 | 24/3 | 25/3 | 26/3CoE |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 売上収益 | 15,653 | 10,140 | 20,021 | 37,015 | 46,387 | 55,000 |
| (前期比) | 48.5% | -35.2% | 97.4% | 84.9% | 25.3% | 18.6% |
| NEW-IT トランスフォーメーション事業 | 2,816 | 1,366 | 4,956 | 11,453 | 20,797 | 28,283 |
| 投資事業 | 187 | -216 | 162 | 127 | - | - |
| パブリテック事業 | 12,654 | 8,990 | 14,943 | 25,516 | 26,160 | 27,315 |
| 調整額 | -5 | - | -40 | -82 | -570 | -598 |
| 売上総利益 | 11,588 | 7,974 | 12,522 | 23,041 | 25,888 | - |
| (売上総利益率) | 74.0% | 78.6% | 62.5% | 62.2% | 55.8% | - |
| 販売費及び一般管理費 | 5,543 | 3,327 | 7,168 | 12,256 | 13,265 | - |
| 営業利益 | 5,985 | 4,582 | 5,730 | 7,383 | 13,515 | 14,000 |
| (前期比) | 42.4% | -23.4% | 25.1% | 28.8% | 83.1% | 3.6% |
| (営業利益率) | 38.2% | 45.2% | 28.6% | 19.9% | 29.1% | 25.5% |
| NEW-IT トランスフォーメーション事業 | 927 | 392 | 1,195 | 92 | 6,080 | 6,317 |
| 投資事業 | 166 | -226 | 130 | 126 | - | - |
| パブリテック事業 | 6,666 | 5,471 | 7,378 | 11,036 | 13,045 | 13,960 |
| 調整額 | -1,776 | -1,055 | -2,973 | -3,871 | -5,611 | -6,277 |

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

■ 26/3 期 Q1 決算概要

8 月 14 日に開示された 26/3 期 Q1(4-6 月)決算は、売上収益 9,908 億円(前年同期比 21.7%増)、営業利益 678 億円(同 71.1%減)の大幅減益となったが、昨年度は持分法再評価益が 15.6 億円計上されていたため、この一過性要因を除くと、実態としては小幅減益であり、概ね通期計画に沿った進捗となった。

26/3 期 Q1 決算概要

NEW-IT トランスフォーメーション事業は、BPO がやや弱含んだ

NEW-IT トランスフォーメーション事業は、fundbook の連結効果(13.2 億円)に加えて、サイバーセキュリティも前年同期比 10.7%増と堅調に推移した一方で、大口顧客の売上高縮小及び BPO センター移管に伴う大型案件のスタート遅れを背景に、BPO がやや弱含んだ。

fundbook は、グループアセットを活用した PMI を実施

fundbook は、良質なリード獲得及びクロージングに向けた提案力の強化を進めており、社内研修体制の構築や提案書自動生成等の DX 化に加えて、金融機関や自治体とのアライアンス構築を推進している。

パブリテック事業は、計画を上回る堅調な進捗

パブリテック事業は、TCS の連結効果(3.1 億円)に加えて、ふるさと納税事業の GMV が前年同期比 13.8%増と堅調に推移したことから、予算対比でやや上振れの進捗となった。コメ価格高騰等の影響がふるさと納税事業の追い風となっている模様。なお、ふるさと納税事業は、ポイント付与禁止前の駆け込み寄付が発生する見込みであり、例年 Q3 偏重である売上収益が Q2、Q3 に分散して計上される可能性が高い。その場合、Q2 の同事業は、前年同期比で見栄えの良い数字が出る可能性がある。

中央省庁向けの大型案件が売上計上へ

公共 DX は、中央省庁向けの大型案件の売上高が 0.8 億円計上されたことに加えて、LoGo シリーズの有償アカウント数も前年同期比 10.3%増と堅調に推移した。また、TCS で提供している文教向けの ICT は、GIGA スクール構想の端末更新需要が顕在化しており、堅調な推移となった。

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 21. 四半期セグメント別損益計算書(単位：百万円)

| 決算期 | 24/3 | | | | 25/3 | | | | 25/3 |
|----------------------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 |
| 売上収益 | 5,118 | 9,538 | 14,141 | 8,216 | 8,139 | 8,372 | 18,425 | 11,449 | 9,908 |
| (前年同期比) | 85.3% | 200.4% | 47.6% | 82.5% | 59.0% | -12.2% | 30.3% | 39.4% | 21.7% |
| NEW-ITトランスフォーメーション事業 | 1,750 | 1,216 | 4,243 | 4,242 | 4,692 | 4,391 | 4,555 | 7,157 | 6,087 |
| 民間DX・M&A仲介 | 1,750 | 1,216 | 4,024 | 3,967 | 3,998 | 3,685 | 3,765 | 6,290 | 5,319 |
| サイバーセキュリティ | - | - | 219 | 274 | 694 | 705 | 790 | 867 | 768 |
| 投資事業 | 127 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| パブリテック事業 | 3,243 | 8,328 | 9,906 | 4,037 | 3,537 | 4,175 | 13,991 | 4,456 | 3,955 |
| 地方創生 | 2,864 | 7,886 | 9,349 | 2,375 | 2,814 | 3,572 | 13,033 | 2,833 | 2,968 |
| 公共DX | 379 | 442 | 557 | 1,661 | 723 | 602 | 958 | 1,622 | 987 |
| 調整額 | -3 | -6 | -9 | -63 | -90 | -193 | -121 | -164 | -134 |
| 営業利益 | 717 | 3,612 | 5,870 | -2,816 | 2,345 | 1,467 | 9,255 | 446 | 678 |
| (前年同期比) | - | 2555.9% | 15.8% | - | 227.1% | -59.4% | 57.7% | - | -71.1% |
| NEW-ITトランスフォーメーション事業 | 494 | 217 | 696 | -1,315 | 2,478 | 698 | 867 | 2,036 | 905 |
| 投資事業 | 126 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| パブリテック事業 | 895 | 4,296 | 6,244 | -400 | 1,053 | 2,086 | 9,819 | 86 | 1,180 |
| 調整額 | -799 | -901 | -1,071 | -1,099 | -1,185 | -1,317 | -1,431 | -1,676 | -1,407 |
| 営業利益率 | 14.0% | 37.9% | 41.5% | -34.3% | 28.8% | 17.5% | 50.2% | 3.9% | 6.8% |
| NEW-ITトランスフォーメーション事業 | 28.2% | 17.9% | 16.4% | -31.0% | 52.8% | 15.9% | 19.0% | 28.5% | 14.9% |
| 投資事業 | 99.0% | - | - | - | - | - | - | - | - |
| パブリテック事業 | 27.6% | 51.6% | 63.0% | -9.9% | 29.8% | 50.0% | 70.2% | 1.9% | 29.8% |

注 1：サブセグメントの内訳は未監査

注 2：投資事業は 2023 年 4 月廃止

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

6. 株価推移とバリュエーション

株価は下落トレンド

同社の株価は、2020年9月以降、下落トレンドとなっており、一時4,000億円まで上昇した時価総額は、足元800億円前後で推移している。会計処理の変更や、ホールディングス化等の本社機能強化、構造改革に伴う減損等を実施したことから、23/3期、24/3期と2期連続期初計画を大幅に下回る利益進捗となったことに加えて、ふるさと納税事業の規制強化及び外部環境悪化に伴う成長鈍化に対する懸念が高まったことが背景であろう。

25/3期は過去最高益を更新したが、PERが低迷

一方で、DJ2最終年度となった25/3期は、営業利益135.1億円と過去最高益を更新し、再度利益創出フェーズ入りしたが、株価は依然として低迷している。ROEは、20%弱と高水準であるものの、PERが10倍強まで低迷していることが背景であろう。

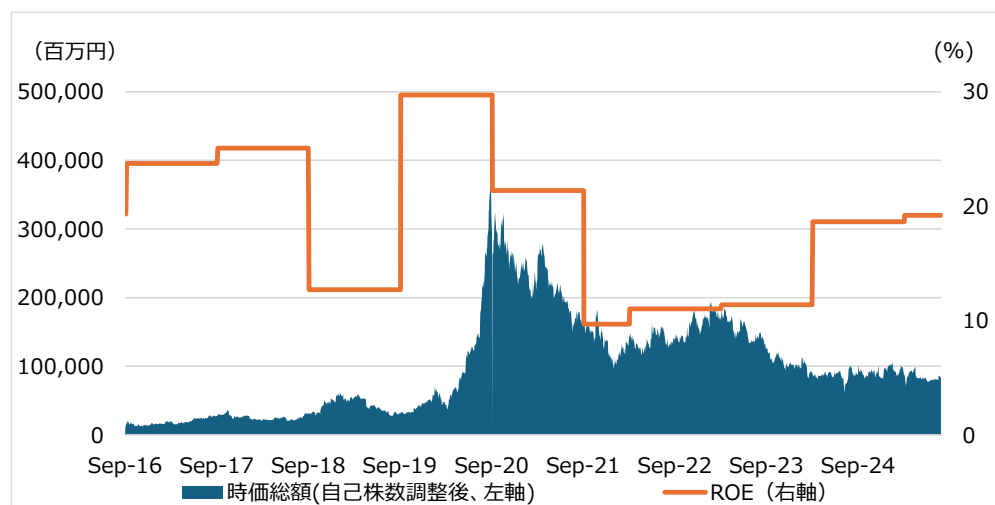
ふるさと納税事業の成長性鈍化は株価に織り込み済み

ストラテジー・アドバイザーズでは、ふるさと納税事業の成長性鈍化は一定程度株価に織り込まれていると考えており、今後、DJ2で獲得したM&A仲介事業やセキュリティ事業を中心とした新たな成長性を示すことが出来れば、再度株価は本格的に上昇トレンド入りする可能性があると考えます。

M&A仲介事業を成長させられるかに注目

特に、M&A仲介事業は、地方自治体及び地方銀行とのネットワークや、研修事業で培った人材育成ノウハウといった同社の事業アセットとのシナジーが創出しやすい領域かつ、競合他社も10～20%成長が続いていることから、同社の成長の柱として飛躍するポテンシャルを秘めていると言える。

図表 22. 時価総額とROEの推移

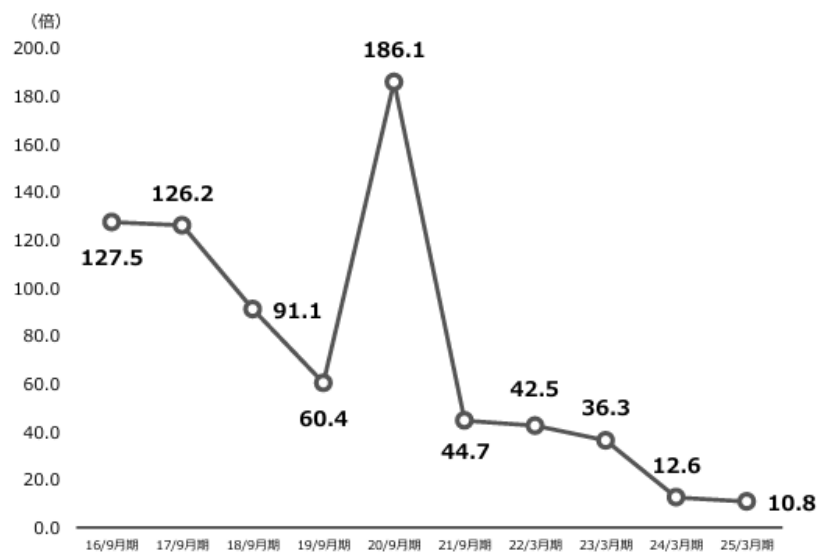


注1：会計基準は20/9期に日本からIFRSに変更された

注2：決算期の変更により、22/3期の決算月は6カ月間

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 23. PER の推移(単位 : 倍)



出所：会社資料

類似企業は多数存在

同社は、事業が多角化しているため、類似企業は多数存在する。その中でも、M&A 仲介、ふるさと納税ポータル、コンサルティング、研修、セキュリティ、BPO を提供する主な比較企業は以下の通りである。

M&A 仲介各社の PER は、13～20 倍程度となっている

今後成長の柱となる M&A 仲介の比較企業の PER は、13～20 倍程度となっている。手数料中心の限界利益率が高いビジネスモデルであることに加えて、固定資産が不要で ROE が高い特徴がある。なお M&A 総研ホールディングス (9552、東証プライム) は、2018 年設立ながら、急成長を遂げており、すでに時価総額は、800 億円まで上昇している。今後、M&A 仲介事業の成長性を競合他社並みまで高め、利益に占める同事業の比率が高まるとともに、同社の PER も切り上がっていく可能性があるだろう。

セキュリティ各社も高いマルチプルが付与されている

また、セキュリティ各社の PER も、15～35 倍程度となっており、相対的に高い水準となっている。特にグローバルセキュリティエキスパート(4417、東証グロース)は、中小・中堅企業に対して、セキュリティに関連した研修やコンサルティングを提供している企業であり、同社と顧客層が近い。PER は 36 倍と高水準であり、中小・中堅企業のセキュリティニーズを捉えることで、マルチプルを高めることが可能となろう。

ベイカレント、シグマクシス HD は、堅調に株価が上昇

加えて、コンサルティング各社の PER も、20～30 倍程度と高い。ベイカレントやシグマクシス HD は、恒常的に株価が上昇しており、DX ニーズの拡大とともに、積極的な採用と値上げによる収益性確保によって、高成長を遂げている。

ふるさと納税事業の PER は低い

なお、ふるさと納税事業の競合であるアイモバイルは、PER12.5 倍となっている。同社の PER が 10 倍程度まで低迷している一因として、依然としてふるさと納税事業が利益に占める割合が高く、ふるさと納税事業提供企業としてのマルチプルが付与されていることが挙げられよう。

利益の内訳が変化することで、PER が上昇する可能性あり

ストラテジー・アドバイザーズでは、DJ2 で獲得した新たな事業(M&A 仲介やセキュリティ)を成長軌道に乗せ、ふるさと納税事業が利益に占める割合が低下すれば、同社の PER は 20 倍前後まで上昇する可能性は十分あると考える。DJ3 で掲げた営業利益目標(180～230 億円)に向けて、今後、10.0～19.4%増益が継続する見込みであり、利益成長とともに、利益の内訳が変化していくことで、同社全体の PER も上昇していくかに注目であろう。

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 24. バリュエーション一覧

| 会社名 | 証券 コード | 決算期 | 株価 (8/25) (円) | 時価総額 (百万円) | PER 会社 予想 (倍) | PBR 直近 実績 (倍) | ROE 会社 予想 (%) | 配当 利回り 会社 予想 (%) | 1年騰 落率 (8/26) (%) | 3年 騰落率 (8/25) (%) |
|----------------------|-----------|------|---------------------|---------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| チェンジホールディングス | 3962 | 3月期 | 1,224 | 90,395 | 10.77 | 2.06 | 19.16 | 1.88 | -12.88 | -32.75 |
| M&A仲介 | | | | | | | | | | |
| 日本M&AセンターHD | 2127 | 3月期 | 758 | 255,262 | 21.85 | 5.09 | 23.31 | 3.83 | 9.10 | -57.63 |
| M&Aキャピタルパートナーズ | 6080 | 9月期 | 3,115 | 98,929 | 18.03 | 2.48 | 13.74 | 1.66 | 39.81 | -10.74 |
| ストライク | 6196 | 9月期 | 4,310 | 82,765 | 14.70 | 4.48 | 30.49 | 4.18 | 3.86 | 3.48 |
| M&A総研HD | 9552 | 9月期 | 1,373 | 81,436 | 19.47 | 8.89 | 45.67 | 0.00 | -58.39 | -6.39 |
| M&A仲介5社平均 | | | | | 16.96 | 4.60 | 26.48 | 2.31 | -3.70 | -20.81 |
| ふるさと納税ポータルサイト | | | | | | | | | | |
| アイモバイル | 6535 | 7月期 | 645 | 37,505 | 12.60 | 2.40 | 19.04 | 4.03 | 43.02 | 38.51 |
| ふるさと納税ポータルサイト2社平均 | | | | | 11.69 | 2.23 | 19.10 | 2.96 | 15.07 | 2.88 |
| コンサル | | | | | | | | | | |
| アクセンチュア | ACN | 8月期 | 259 | 161,456 | 20.13 | - | - | - | -23.03 | -16.32 |
| ドリームインキュベータ | 4310 | 3月期 | 2,708 | 25,819 | - | 1.83 | - | 3.91 | 18.51 | 33.33 |
| シグマクシスHD | 6088 | 3月期 | 1,015 | 90,335 | 17.42 | 5.95 | 34.17 | 2.56 | 41.86 | 59.22 |
| ペイカレント | 6532 | 2月期 | 8,678 | 1,348,660 | 35.32 | 13.98 | 39.57 | 1.15 | 98.72 | 102.28 |
| ライズ・コンサルティング・グループ | 9168 | 2月期 | 1,050 | 25,936 | 15.38 | 4.04 | 26.28 | 1.33 | 42.47 | - |
| タナベコンサルティンググループ | 9644 | 3月期 | 704 | 23,936 | 21.49 | 2.16 | 10.05 | 3.69 | 13.27 | 116.28 |
| 船井総研HD | 9757 | 2月期 | 2,583 | 129,150 | 18.14 | 4.93 | 27.19 | 3.29 | 11.19 | 6.38 |
| 研修企業 | | | | | | | | | | |
| リンクアンドモチベーション | 2170 | 12月期 | 585 | 64,898 | 16.06 | 5.52 | 34.37 | 2.74 | -1.02 | -8.31 |
| TAC | 4319 | 3月期 | 348 | 6,439 | 13.43 | 1.01 | 7.56 | 0.00 | 96.61 | 65.71 |
| インソース | 6200 | 9月期 | 1,023 | 87,204 | 21.20 | 8.64 | 40.75 | 2.30 | 1.99 | -28.71 |
| アルー | 7043 | 12月期 | 902 | 2,304 | 47.40 | 1.94 | 4.08 | 0.78 | 13.89 | 3.68 |
| 識学 | 7049 | 2月期 | 915 | 8,362 | 11.20 | 3.13 | 27.94 | 0.00 | 46.87 | 25.69 |
| コンサル・研修企業13社平均 | | | | | 20.66 | 4.60 | 24.65 | 1.97 | 26.80 | 27.21 |
| セキュリティ | | | | | | | | | | |
| デジタルハーツ | 3967 | 2月期 | 730 | 4,505 | 25.90 | 2.38 | 9.21 | 0.00 | 7.04 | -24.12 |
| エルテス | 4258 | 12月期 | 3,910 | 33,795 | 60.55 | 7.59 | 12.54 | 0.00 | 133.43 | 502.47 |
| グローバルセキュリティエキスパート | 4417 | 3月期 | 3,270 | 50,047 | 34.66 | 15.94 | 46.00 | 1.00 | 8.28 | 115.13 |
| サイバーセキュリティクラウド | 4493 | 12月期 | 1,959 | 20,355 | 25.97 | 10.80 | 41.58 | 0.26 | -7.86 | -2.00 |
| イー・ガーディアン | 4704 | 12月期 | 8,075 | 1,137,780 | 35.11 | 9.06 | 25.82 | 0.00 | -5.68 | -8.45 |

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

| | 6050 | 9月期 | 2,021 | 24,118 | 19.16 | 2.04 | 10.67 | 1.73 | 4.61 | -33.08 |
|-------------------|------|------|-------|--------|--------|------|-------|------|--------|--------|
| BPO | | | | | | | | | | |
| ギグワークス | 2375 | 10月期 | 309 | 6,831 | 152.97 | 2.50 | 1.64 | 0.65 | -32.97 | -26.95 |
| ポールトゥウィンHD | 3657 | 1月期 | 378 | 14,423 | 43.05 | 1.07 | 2.50 | 4.23 | -9.35 | -63.51 |
| デジタルハーツ | 3676 | 3月期 | 998 | 23,843 | 13.40 | 2.48 | 18.54 | 2.30 | 20.82 | -45.32 |
| うるる | 3979 | 3月期 | 1,621 | 11,226 | 89.71 | 3.70 | 4.13 | 0.17 | 26.94 | 23.74 |
| アディッシュ | 7093 | 12月期 | 592 | 1,186 | 16.60 | 3.00 | 18.06 | 0.00 | -13.95 | -50.63 |
| セキュリティ・BPO関連12社平均 | | | | | 43.99 | 5.22 | 17.49 | 1.02 | 9.87 | 29.55 |

注：アクセンチュアについて、株価及び時価総額は米ドル、PER および ROE は会社予想ではなくコンセンサスに基づく

出所：SPEEDA よりトラジェシー・アドバイザーズ作成

7. 各事業の詳細

■ NEW-IT トランスフォーメーション事業

民間 DX・M&A 仲介及びサイバーセキュリティで構成

NEW-IT トランスフォーメーションは、民間 DX・M&A 仲介及びサイバーセキュリティに大別される。民間 DX・M&A 仲介は、1) チェンジ単体が提供する DX コンサルティング及び研修事業、2) イー・ガーディアンが提供する BPO 事業、3) ビーキャップが提供する位置情報サービス事業及び DFA Robotics の配膳及び清掃ロボット事業、4) fundbook の M&A 仲介、で構成されている。サイバーセキュリティは、1) イー・ガーディアンのセキュリティ事業、2) アイディールートコンサルティングのセキュリティ事業で構成されている。

■ 民間 DX・M&A 仲介

1) DX コンサルティング及び研修事業

DX コンサルティングの特徴は、「現場主義」

DX コンサルティングは、同社の祖業であり、様々な IT プロジェクトの実績を有する。例えば、地方金融機関に対するクラウドファンディングサイトの立ち上げや、メタバース空間の実証、鉄道企業に対するトンネル検査アプリの開発等である。特徴は、「現場主義」を重要視し、作業現場や利活用シーンに沿って、ユーザーフレンドリーなコンサルティングやシステム開発を実施している点である。

日系コンサルティングファームが積極的に事業拡大

ベйкаレントを筆頭に、日系コンサルティングファームが積極的な事業拡大を進めていることから、相対的には低位な成長に留まっている。稼働率は、高水準を維持している模様だが、外注を活用していることから、売上総利益率が 40～50%程度の DX コンサルティング大手と比較すると収益性はやや低い水準で推移しているとのことである。

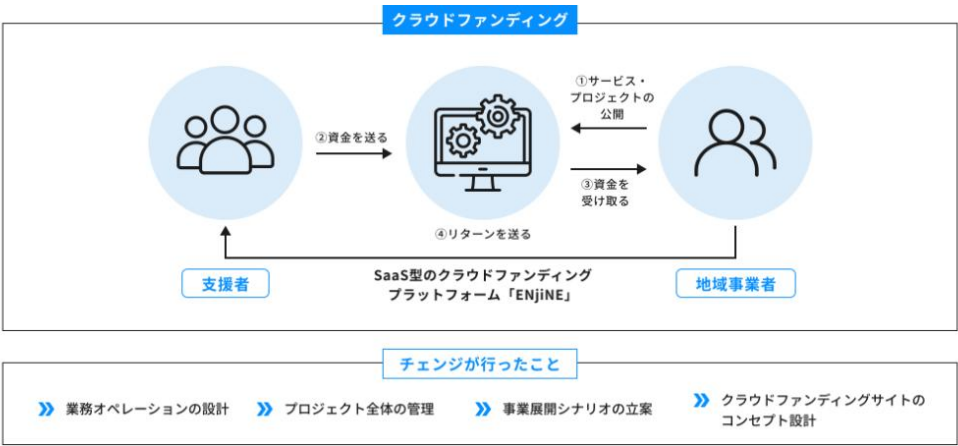
グループシナジーを考慮すると、DX コンサルティングの事業価値は高い

一方で、同社の場合、DX コンサルティングは 1 つの事業に過ぎず、グループシナジーを考慮した際の事業価値は大きい。民間企業の DX コンサルティングを実施することで、テクノロジーを活用したケースのナレッジを同社に蓄積することが可能となり、地方創生に関連した DX 案件にそのナレッジを活かすことが可能となる。

上流から下流の取り込みが業界のトレンド

また、長期的には、開発会社の買収によって、上流から下流に至る全行程を取り込み、収益性を高めることも十分考えられるであろう。事実、アクセンチュア(ACN、NASDAQ)の日本法人は、開発会社を積極的に買収している。コンサルティング領域のみでの収益確保は限界点に達しており、コンサルティング & IT 実行支援による収益拡大が業界のトレンドであり、そのためにも必要な事業と言える。

図表 25. DX コンサルティングのプロジェクト例：クラウドファンディングサイト立ち上げ



出所：会社 HP

研修事業は、約 200 社弱の顧客を有する

新人研修をフックに継続的にサービスを提供

研修事業も、DX コンサルティング同様に、同社の祖業の 1 つである。リーダーシップ育成や、新人研修、リスクリング研修等、様々なコンテンツを提供している。集合研修及びオンライン研修を提供しているが、収益の大半は集合研修である。大手 SI 企業などを中心に、約 200 社弱の既存顧客を有しており、集合研修の平均単価は 1 クラス当たり 60～70 万円程度となっている。

同事業の特徴は、継続性の高い集合研修主体となっている点である。人気コンテンツは、新人研修であり、新人研修受講者に対して、2 年目、3 年目研修と、継続的に受講可能なコンテンツを提供することで、安定的に 15%前後の増収を確保している。なお、新規顧客の獲得は、大半が口コミや知人の紹介経由となっており、営業コストをかけることなく、安定成長を遂げている。

図表 26. 新人社員研修コースの一覧

| 社会人基礎力 (普遍的に求められるスキル) | | IT/デジタル (時代に求められるスキル) | |
|--------------------------|-----------------|--------------------------|-------------------|
| 実践力強化 | | | |
| ビジネスマナー総合演習 ★ | 顧客志向/ソリューション提案 | ビジネスコミュニケーション 総合演習 | プログラミング実践 |
| プロジェクトの進め方 | 思考力/問題解決 | | DXをやってみよう /DX基礎WS |
| ベーススキル／基礎スキル | | | |
| 会社の仕組み | ビジネスコミュニケーション ★ | プログラミング言語 | |
| ロジカルシンキング ★ | Officeスキル ★ | DXリテラシー ★ | |
| ドリル施策 | | IT基礎 | |
| 日報作成 | メールドリル ★ | | |
| 日本語ドリル ★ | 議事録反復講座 ★ | | |
| マインドセット | | | |
| ビジネスマナー ★ | チームで働くということ | DXマインド ★ | |

出所：会社 HP

2) イー・ガーディアンが提供する BPO 事業

イー・ガーディアンの TOB を契機に、
BPO 事業にも参入

領域ごとに様々な BPO を提供して
いる

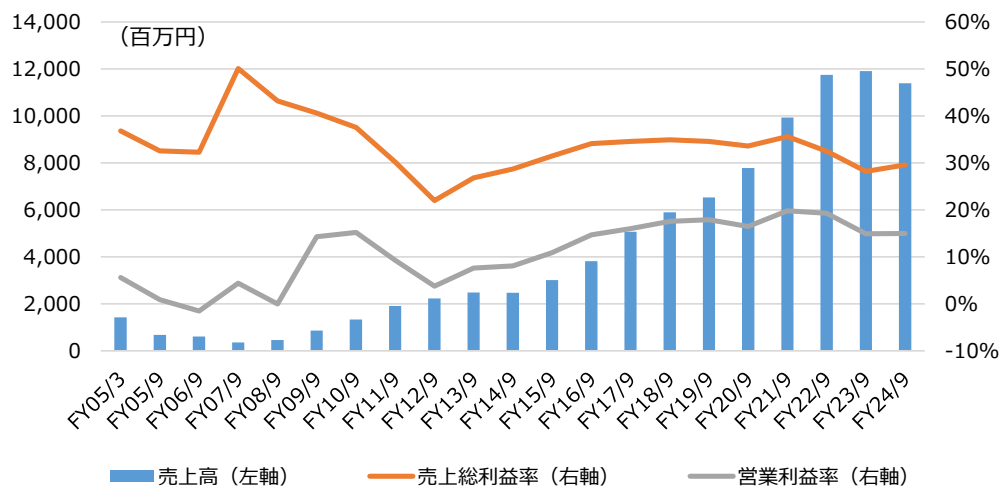
生成 AI 等の活用により、一段とメニ
ューの高度化を進めていく方針

同社は、2023 年 10 月に、イー・ガーディアンの株式公開買付け及び第三者割当増資引受を実施し、連結子会社化した。イー・ガーディアンの前身であるホットポット(1997 年大阪にて設立)は、ホームページ制作及びマルチメディアコンテンツプロバイダーとして、無料レンタル掲示板事業やレンタルサーバー事業を営んでいた企業である。ブログや SNS、掲示板の企画や、リアルタイムの投稿監視に加えて、オンラインゲームのカスタマーサポート、広告審査代行サービス等を提供している。

事業領域は、1) ソーシャルサポート、2) ゲームサポート、3) アド・プロセス、に大別される。1) ソーシャルサポートでは、ソーシャル WEB サービスの投稿監視、風評被害、カスタマーサポートや、eKYC サービス(本人確認サービス)を提供している。2) ゲームサポートでは、ソーシャルゲーム会社に対するメールや電話によるテクニカルサポートや入退会の問い合わせ対応等ヘルプデスク業務に加えて、日本市場に参入する海外ゲームのローカライズ(翻訳等)を提供している。3) アド・プロセスでは、広告枠の管理や入稿管理、広告ライティング等の広告代理店向け BPO 業務に加えて、WEB サイトに掲載されるテキストや画像情報が景品表示法や特定商取引法等の法規制に違反していないか審査するサービスを提供している。

イー・ガーディアンの売上総利益率は、30%を超えており、収益性が高い。長年 BPO を提供してきたことから、オペレーションが最適化されていることが背景であろう。なお、BPO は、テクノロジーの活用によるレバレッジが効く領域となっており、今後は、生成 AI の活用にも注目である。すでに、同社傘下のガバナンステクノロジーズとともに、BPO メニューの高度化に着手しており、同社の顧客に対する横展開を進めていく見込みである。

図表 27. イー・ガーディアンの売上収益とマージンの推移



注：FY05/9 は決算期変更のため決算月が 6 カ月の変則決算
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) 位置情報サービス事業及び配膳及び清掃ロボット事業

生産性改善に貢献するサービスツールも提供

ビーキャップは、従業員の位置情報を可視化させるサービスを提供

フローとストック収入に大別される

「生産性をチェンジする」をビジョンに掲げる同社は、DX コンサルティングに留まらず、実際の現場で使えるツールも自社で提供している点に特徴がある。具体的には、2021 年 3 月に買収したビーキャップが提供する位置情報サービス及び DFA Robotics が提供する配膳及び清掃ロボットである。

ビーキャップは、屋内位置情報サービスである「Beacapp Here」を提供している。ビーコンと呼ばれる Bluetooth を利用した小型無線送信機とスマートフォンを連動させ、従業員の位置情報を可視化するサービスである。これを活用することで、従業員を探す時間を削減できたり、意図的に社員同士の交流を促すことにより生産性を向上させたり、勤務実態の記録により労務管理を効率化させること等が可能となる。

初期導入費及び、端末設置作業費として、フロー収益が計上されることに加えて、月額利用料として、ストック収入が積み上がるビジネスモデルとなっている。また、個別の受託開発にも対応しており、様々な IoT デバイスと連携したスマートフォンやタブレット向けのアプリケーション開発にも対応している。

図表 28. Beacapp Here の料金プラン

| プラン名 | 利用者数 | 初期導入費 | 端末設置作業費 | 端末設置箇所 | 月額費用 |
|------------|--------|----------|----------|--------|----------------------------------|
| Lite | 100名まで | 110,000円 | 110,000円 | 30箇所 | 1～50名：33,000円 51～100名：55,000円 |
| Standard | 150名まで | 220,000円 | 330,000円 | 50箇所 | 110,000円 |
| Enterprise | 151名以上 | 個別相談 | | | |

出所：会社 HP よりストラテジー・アドバイザーズ作成

DFA Robotics は、配膳ロボットや清掃ロボットを提供

インフラ構築は、コンサルティングや事後サポートが重要

グループアセットを活かしたシナジー事例にも注目

2022 年 8 月に M&A によりグループインした DFA Robotics は、「次世代の社会インフラの創造」をビジョンに掲げ、最先端ロボティクスの社会実装を行っているロボティクスソリューションカンパニーである。Pudu Robotics(中国)の配膳ロボットや、KEENON Robotics(中国)の清掃ロボットを活用したインフラ構築に関わるコンサルティングやサポートを提供している。

ロボットを活用したインフラの構築は、ハードウェアを入れるだけでは導入効果が限定的であり、各店舗の状況を踏まえたコンサルティングや、事後サポートが極めて重要である。各店舗に最適なコンサルティングによって、お客様の満足度やリピート率の改善、接客スタッフの稼働率・定着率の改善、を提供することが可能となっている。

なお、ビーキャップと DFA Robotics のサービスを組み合わせたシナジーの例として、東京慈恵会医科大学付属柏病院に対する取り組みが挙げられる。ビーキャップの情報と運搬ロボットを組み合わせ、医療従事者の院内移動情報を分析し、ロボットが検体や薬剤運搬を代替することで、看護補助スタッフの運搬回数や移動時間を半減させることに成功した。今後もこのようなグループアセットを複数活用した同社にしかできない取り組みを積極的に進める方針であり、人手不足に苦しむ地方の生産性向上に寄与する事業展開に期待したい。

4) fundbook の M&A 仲介事業

fundbook は、バイセルテクノロジーズの畑野氏が創業

「ヒト」×「テクノロジー」に特徴がある

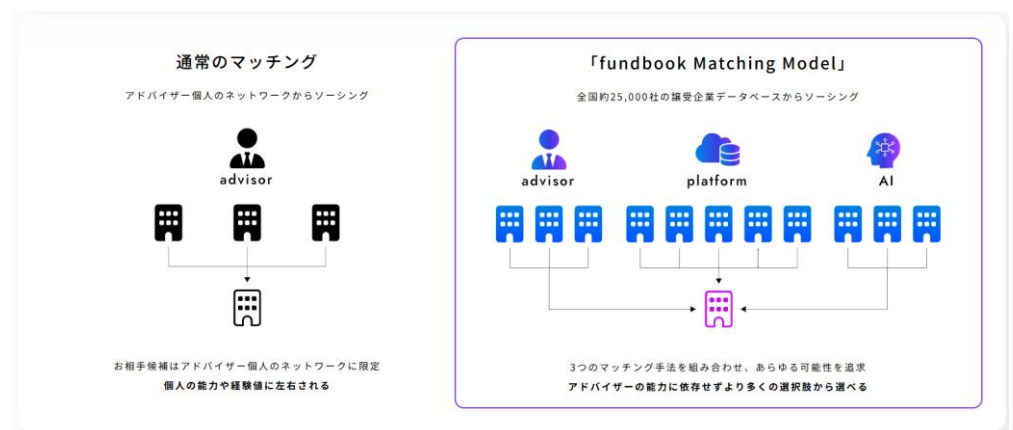
アドバイザーが全工程をディレクションすると同時に、マッチングプラットフォームである「fundbook cloud」を活用

fundbook は、2017 年 8 月にバイセルテクノロジーズ(7685、東証グロス)の創業者でもある畑野氏によって設立された M&A 仲介企業である。畑野氏が自身の会社売却を検討する際に M&A 仲介事業の成長ポテンシャルを感じたことが設立のきっかけとなった。

M&A 仲介は、「アドバイザー型」と、「プラットフォーム型」に大別される。前者は、アドバイザーが成約まで一貫してサポートするため、比較的大型の案件が多い。後者は、オンラインによる企業間マッチングの提供のみとなるため、比較的小型の案件が多い。fundbook は、両社の中間に位置するハイブリッド型の仲介サービスを提供しており、「ヒト」×「テクノロジー」に特徴がある。

具体的には、アドバイザーが全工程をディレクションすると同時に、独自の審査をクリアした約 2.5 万社の譲受企業データが掲載されたマッチングプラットフォームである「fundbook cloud」を活用して、アドバイザーの経験や能力に関わらず、最適な候補先選定を可能にしている。また、潜在ニーズを捉えるべく、コンサルティングサービスも提供しており、事業支援や M&A プロセスのアウトソーシング支援も行っている。

図表 29. fundbook の特徴



出所：会社 HP

ヘルスケア領域の実績が豊富

なお、fundbook は、病院を中心としたヘルスケア領域の案件を数多く手掛けており、すでに同領域だけで 200 件の成約実績を有している。医療機関の事業承継問題も深刻であり、今後も成長が期待される分野であると言える。

コンサルタントの確保と良質な案件獲得が鍵を握る

M&A 仲介事業の売上収益は、コンサルタント数×1 人当たりの成約件数×成約単価構成されており、1 人当たりの成約件数は、成約率と 1 人当たりのアドバイザー契約数で構成されている。収益源は、成功報酬のみであり、コンサルタント数を増やしつつ、いかに良質な案件を獲得するかが鍵を握るビジネスとなっている。

成功報酬はレーマン方式

なお、成功報酬(手数料)は、レーマン方式となっており、譲渡対象資産額に対して、5 億円以下の部分に対しては 2,500 万円、5～10 億円の部分に対しては 4%、10～50 億円の部分に対しては 3%といった具合に、対象資産の規模に応じて、手数料が変わる仕組みとなっている。

図表 30. M&A 仲介事業のプロセス(譲渡の場合)

| フェーズ | プロセス | 課金 |
|--------|-------------------|------|
| 検討フェーズ | 個別相談 | 無料 |
| | 秘密保持契約の締結 | |
| | 簡易財務診断 | |
| | アドバイザー契約締結 | |
| | ノンネームシート・企業概要書の作成 | |
| | バリュエーションシートの作成・説明 | |
| 交渉フェーズ | マッチング | |
| | 企業概要書の開示 | |
| | トップ面談 | |
| | 基本合意書の締結 | |
| 契約フェーズ | DD(買収監査) | |
| | 最終合意 | |
| | 最終契約締結 | |
| | M&A成約 | 成功報酬 |

出所：会社 HP よりストラテジー・アドバイザーズ作成

■サイバーセキュリティ

1) イー・ガーディアンセキュリティ事業

HASH コンサルティングを買収し、セキュリティ事業へ参入

イー・ガーディアンは、上述の通り、掲示板の投稿監視からスタートした企業だが、事業拡大とともに、顧客からサイバー攻撃や脆弱性に関する相談が増えたことを受けて、HASH コンサルティング(現 EG セキュアソリューションズ)を 2015 年に買収し、セキュリティ事業へ参入した。

様々なセキュリティサービスを提供

提供サービスは、セキュリティコンサルティング、Web やスマートフォンのアプリケーションやプラットフォームの脆弱性診断、WAF(Web Application Firewall)、SOC(Security Operation Center)サービスに加えて、セキュリティ教育や、AWS 認定監査サービス等多岐にわたる。

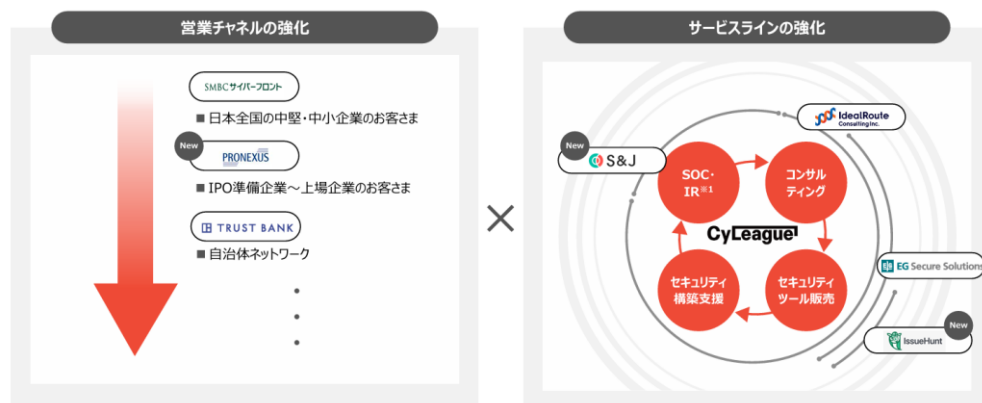
セキュリティ業界の再編へ

イー・ガーディアンが同社傘下入りを決断した背景として、M&A によるセキュリティ事業の拡大が挙げられる。BPO 中心に着実な成長を遂げ、豊富な資金を元手に、セキュリティ領域での買収を実施してきた同社であるが、同社傘下に入ることによって、さらなる事業拡大が可能となったと言える。また、セキュリティ関連のソフトウェアは、海外製のものを使っている企業も多数存在しており、国防の観点でも、国産のソフトウェア普及に対する期待は大きい。同社主導で、セキュリティ業界のゲームチェンジが進む可能性がある点にも注目される。

営業チャネル強化の強化が進む

すでに、SMBC グループとの合併である SMBC サイバーフロントの設立や、プロネクサス(7893、東証プライム)との連携、SOC(Security Operation Center)を提供する S&J(5599、東証グロース)との協業をアナウンスしており、営業チャネルを強化しつつ、サービスラインアップを強化しながら、包括的なサービス提供可能な体制の確立が期待されよう。

図表 31. サイバーセキュリティ領域の成長戦略



出所：会社 HP

2) アイディールートコンサルティングのセキュリティ事業

デジタルアーツより買収

アイディールートコンサルティングは、Web フィルタリングソフトウェアを提供するデジタルアーツ(2326、東証プライム)の新規事業としてスタートしたコンサルティング会社であり、2024 年 3 月に同社が買収し、社名をアイディールートコンサルティングに変更した。

CIO サービス及び CISO サービスを提供

具体的なサービスは、CIO サービス及び CISO サービスに大別され、前者は、戦略立案から施策の策定、実行支援といった IT コンサルティングサービスである。後者は、情報セキュリティ最高責任者である CISO の戦略的意思決定を総合的に支援するセキュリティコンサルティングサービスである。

チェンジホールディングスとの親和性は高い

イー・ガーディアン同様に、コンサルティング事業を祖業とする同社との親和性は高い。チェンジの DX コンサルティングと、アイディールートコンサルティングのセキュリティに関連した上流コンサルティングを組み合わせることで、サービス提供範囲の幅が広がることも考えられよう。

セキュリティ需要は旺盛

また、地方の中小・中堅企業のセキュリティ需要も旺盛であり、トラストバンクが有する地方自治体ネットワークを活用した顧客獲得にも期待が持てるであろう。事実、グローバルセキュリティエキスパートは、中小・中堅企業にセキュリティ関連サービスを提供することで、年率 3 割前後の高成長を継続している。今後は、同社の顧客アセットを活用したグループシナジーに注目される。

■ パブリテック事業

パブリテック事業のひとつである地方創生の構成概要

パブリテックは、地方創生及び公共 DX に大別され、地方創生は、2018 年 11 月に買収したトラストバンクが提供するふるさと納税事業とグリヴィティが提供する物流関連事業、トラベルジップ及び WAmazing との合併で提供しているインバウンド関連事業等で構成されている。

もうひとつの公共 DX の構成

公共 DX は、ガバメイツが提供する自治体向け DX コンサルティング及びトラストバンクが提供する「LoGo シリーズ」を中心としたパブリテック事業、ガバメイツの自治体 DX 事業、2024 年 9 月に買収した東光コンピュータ・サービスの ICT 端末販売及び業務システム事業（秋田県の森林組合向け業務システム及び文教向け業務システムの提供）で構成されている。

■ 地方創生

1) トラストバンクのふるさと納税事業

トラストバンクは、「ふるさとチョイス」を運営する中核子会社

返礼品のバラエティが豊富であり、掲載品数は競合を上回っている

ポイント付与禁止によって、掲載品数が多いメディアの利用が増える可能性もある

ふるさと納税事業は、売上高 = GMV × テイクレート

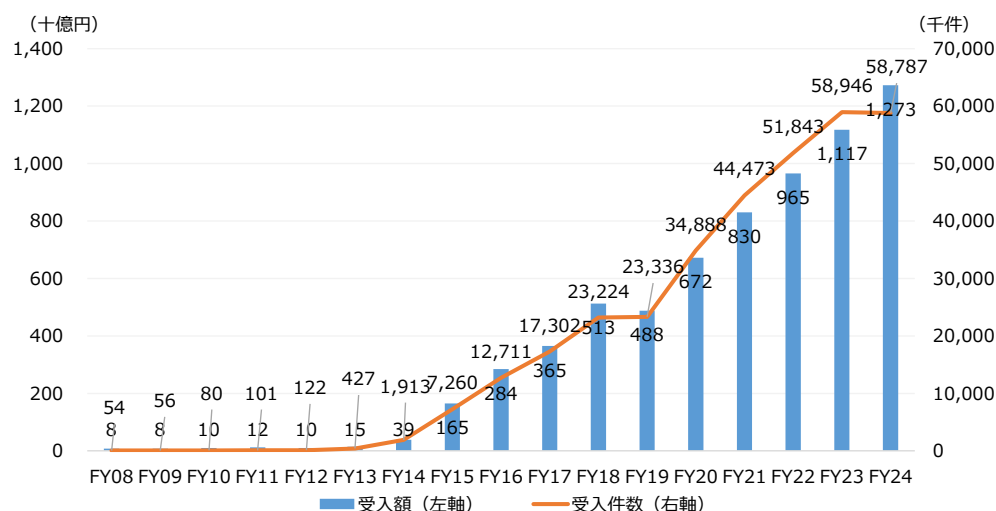
トラストバンクは、ふるさと納税総合ポータルサイトである「ふるさとチョイス」を運営している同社の中核子会社である。「楽天ふるさと納税」、「さとふる」、「ふるなび」と並び、業界最大手のメディアの1つとなっている。ポータルサイトは、楽天グループ（4755、東証プライム）やLINE ヤフー（4689、東証プライム）等が提供している大手 EC 系サイト、「ふるさとチョイス」、「ふるなび」、「さとふる」等のふるさと納税に特化した専門サイト、旅行や百貨店、カード会社等が提供しているサイト、ポータルサイト運営会社が OEM 提供している OEM 系サイト、体験等に紐づいた現地決済型のサイト、などに分類される。

「ふるさとチョイス」の特徴は、返礼品のバラエティが豊富な点である。すでに、95%の自治体（1,733 自治体）と取引しており、掲載品数も 76 万（2024 年 10 月末）と競合他社を上回っている模様である。同社の場合、地方創生実現に向けた一事業という位置付けで同メディアを運営しており、24/3 期まで競合他社よりも低いテイクレートを維持していた。その結果、契約自治体数の確保が他社よりも進んでおり、大手 EC 系サイトのようなポイント還元を行わずとも、業界を代表するメディアへと飛躍を遂げることに成功した。

なお、総務省は、寄付額に応じたポイント付与の過熱競争を防止するため、2025 年 10 月 1 日より、ポイント付与を禁止する制度改正を発表した。今年度は、駆け込み需要や、ポイント禁止直前の販促攻勢を受ける可能性があるものの、中長期的には、掲載品数が多いメディアの優位性が高まったり、新規参入の難易度上昇による大手メディアの寡占が進む可能性がある。

ふるさと納税事業の売上高は、GMV（流通取引総額）× テイクレートのシンプルなビジネスモデルとなっている。自社メディアのテイクレートは、10%であるが、同社の場合、OEM として他社のメディアも運営していることから、平均したテイクレートは、10%をやや下回る水準で推移している。25/3 期のトラストバンクの売上高は、235.1 億円であり、2,200 億円程度の GMV と推察され、ふるさと納税受入額総額（1.1 兆円）に対する同社のシェアは、20%強となっている。

図表 32. ふるさと納税の受入額及び受入件数の推移



出所：総務省よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) グリヴィティの物流関連事業

物流関連事業は、自治体の配送業務効率化サービス及び学校給食の地産地消サービスを提供

物流関連事業は、同社の新子会社となったグリヴィティで提供する自治体の配送業務効率化サービス及び学校給食の地産地消サービスで構成されている。ふるさと納税を実施する自治体は、返礼品や送料等の経費をふるさと納税の寄付額の5割以下に収めることを定めた制度(5割ルール)に対応する必要があるが、人手不足に伴う配送コストの上昇によって、苦しい運営を強いられるケースが増加している。同社の配送業務効率化サービスを通じて、伝票データ管理・出荷指示・配送・請求確認・支払処理といった返礼品関連のバックオフィス業務を一気通貫で自動化・効率化し、コスト抑制に寄与することが期待される。

「つなぐ給食」サービスの提供を開始

また、地域内循環事業として、自治体・生産者・学校・地域物流事業者を連携させ、地域給食連携プラットフォームである「つなぐ給食」サービス(学校給食の地産地消サービス)の提供を、2025年6月24日に開始した。すでに千葉県木更津市と包括連携協定を締結しており、注目の新規事業となっている。

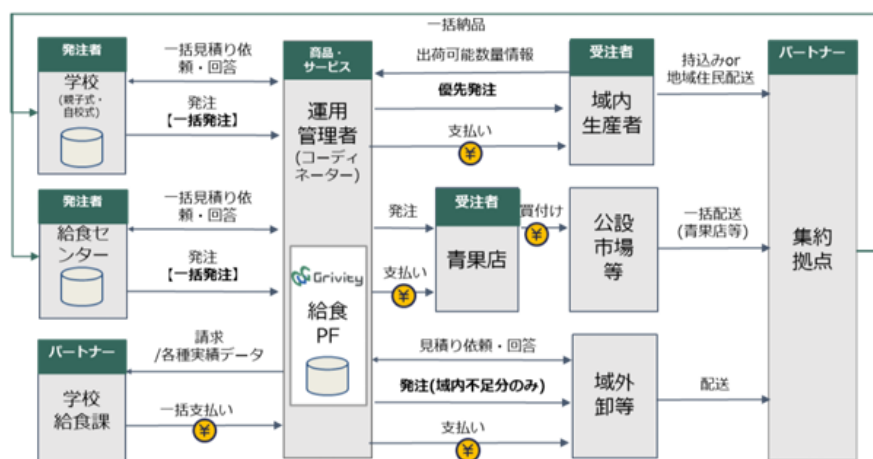
サプライチェーンの最適化ノウハウを活かしたサービス

学校給食の現場では、供給側(生産者がどれくらい出荷できるか)と需要側(学校でどれくらい食材を要するか)の情報が別々で管理されており、その都度電話やメールにて、個別調整を要するなど、非効率な運営が常態化している。同社がふるさと納税返礼品配送で培ったサプライチェーンの最適化ノウハウを活かし、出荷から学校の検収に至る受発注・物流・決済の三層を一気通貫で管理可能とすることで、不要な流通経費の抑制が実現されとのことである。なお、中長期的には、同社の自治体ネットワークを活用し、病院や福祉施設、地域小売等の領域にも展開していくことも期待される。

流通経費や取引コストの低減が可能

収入源(売上総利益)は、学校納入額全体のうち、農家への支払いや流通経費を除いた部分である。同サービスを導入することで、流通経費や市場取引に伴うコストを大幅に低減させ、農家への支払いを増やしつつ、同社も収益の確保が可能となる三方よしのサービスとなっている。

図表 33. 「つなぐ給食」の概略図



出所：会社リリース

3) トラベルジップ及び WAmazing との合併で提供しているインバウンド関連事業

インバウンド関連事業は、トラベルジップ及び WAmazing 社との合併で提供するサービスで構成されている

同社のインバウンド関連事業は、トラベルジップが提供している観光向けホームページ制作、WAmazing との合併である Onwords の地域観光 DX 事業(行政・自治体向け)、訪日マーケティングパートナー事業(企業向け)で構成されている。

トラベルジップは、HP 制作を提供

トラベルジップは、環境協会や、観光連盟、日本版 DMO(観光地域づくり法人)等に対して、観光消費額を上げるための戦略立案から、ホームページ制作を実施している。47 都道府県のうち、41 都道府県に対してサービスを提供しており、観光に特化したホームページ制作ではトップクラスの実績を有する企業である。

観光用のホームページに必要なサービスを包括的に提供

観光用のホームページに必要な機能を網羅した専用 CMS である「TravelCube」の提供に加えて、観光地の魅力を伝える編集力、そして、費用対効果の高いプロモーションの実施まで、一貫したサポートを提供している。徹底したビジュアル化によって、魅力度を最大限表現し、現地へのアクセス数や滞在時間の増加を通じて、観光消費の最大化に寄与するサービスとなっている。

WAmazing との合併設立によって、インバウンドビジネスへ本格参入

同社は、2025 年 8 月 1 日付けで WAmazing との合併である Onwords を設立(同社が 90%の株式を保有)し、地域観光 DX 事業及び訪日マーケティングパートナー事業を開始した。地域観光 DX 事業の売上高は、5.8 億円(25/7 期)、訪日マーケティングパートナー事業の売上高は、2.6 億円(25/7 期)であり、業績に与える影響は軽微ながらも、地方創生の実現に向けて、インバウンドビジネスへ本格参入する形となった。

自治体や企業に対して、インバウンド関連サービスを包括的に提供

地域観光 DX 事業(行政・自治体向け)では、インバウンド誘致のための調査・戦略策定及び商品開発、SNS 等を活用した観光地プロモーションなどを提供し、訪日マーケティングパートナー事業(企業向け)では、訪日旅行者の購買・行動データを活用したオウンドメディアによる記事制作や SNS 運用・広告、免税 EC 販促等を提供する。

グループアセットを活用したシナジー創出に注目

ストラテジー・アドバイザーズでは、トラストバンクやトラベルジップとのシナジーが創出しやすいことに加えて、イー・ガーディアン及び単体のチェンジが提供する BPO 及びコンサルティングノウハウを活用した抜本的な生産性の向上によって、収益性を高められるかに注目している。地方経済の活性化において、インバウンド誘致が大きなテーマとなっていることを踏まえると、今後の同社の中核事業へと飛躍するポテンシャルを有していると言える。

■ 公共 DX

1) トラストバンクが提供する「LoGo シリーズ」を中心としたパブリテック事業

LoGo チャットが主力サービス

パブリテック事業として、自社開発サービスである「LoGo シリーズ」の提供を行っている。主力サービスは、LoGo チャットであり、自治体特有の LGWAN(Local Government Wide Area Network)環境に特化したクラウド型ビジネスチャットサービスとなっている。25/3 期末時点で、1,486 自治体で利用されている(有償は 926 自治体)。

LGWAN 環境で利用可能

一般的なビジネスチャットサービスは、インターネット環境のみでの利用となっているが、同サービスは、LGWAN 及びインターネット環境双方で利用可能となっており、自治体の職員が外勤職員や外部機関、企業等とやり取りすることも可能かつ、他の自治体とも連携可能な点が強みとなっている。

図表 34. LoGo チャットの画面概要



出所：会社 HP

LoGo フォームも提供

また、チャットに加えて、デジタル化総合プラットフォームサービスである LoGo フォームも提供している。同サービスは、チャット同様に LGWAN 環境で利用可能なサービスであり、申込予約や、住民アンケートといった紙での煩雑な業務や申請手続きをオンライン化するサービスとなっている。すでに 747 自治体で利用されており、都内の自治体での導入事例も有している。今後、LoGo チャット導入先に対するクロスセルが期待されよう。

LoGoAI アシスタントの提供も開始

なお、新サービスとして、自治体専用の生成 AI サービスである LoGoAI アシスタントの提供も開始した。すでに、152 自治体で導入済みとなっている。LGWAN 環境で利用可能なことに加えて、庁内の独自データを踏まえた回答をえることも可能となっており、自治体にとって使いやすい設計となっている点に特徴がある。

2) ガバメイツの自治体 DX 事業

ガバメイツは、コニカミノルタパブリテックとの合併でスタート

ガバメイツは、2022 年 3 月に同社とコニカミノルタパブリテックの合併として設立された同社の子会社で、愛媛県松山市に本社を持つ。2024 年 3 月に、コニカミノルタパブリテックの株式譲渡によって、同社の 100% 子会社となった。

愛媛県は、自治体 DX の成功事例を作りやすい環境

愛媛県は、平成の大合併によって、自治体数が 20 にまで減り、自治体 DX の成功事例を作りやすい環境となっている。2022 年 6 月に、ガバメイツは、愛媛県の「市町業務標準化モデル構築事業」を 5 億円で受注し、マイナンバーカードを活用してオンライン化を進める手続きの内部事務の可視化、標準化を進め、行政職員の業務負担及びコストの削減を推進していくプロジェクトをスタートさせた。

業務支援ツールを提供

ガバメイツの自治体 DX 支援は、業務の可視化から分析・最適化・効果検証に至る各工程を包括的に支援するサービスとなっている。特に、LGWAN 対応の自社開発クラウドツール「Govmates Pit」（1 ライセンス 2～3 万円／年）という、自治体業務プロセスや業務課題、適用ソリューション等の一元管理を簡易に行うことができる業務改革支援ツールを提供している。同ツールは、利用団体同士が情報を共有できる設計となっており、格納された全国自治体業務データを活用することで、単独自治体への支援に加え、複数自治体による広域連携支援を、様々なパートナー企業と共に推進している。これにより、地域全体の行政サービス向上を目指した取り組みを加速している。

TCS は、秋田地盤の ICT 端末販売
及びサポート、業務システムを提供

森林組合向けや小中学校向けの業
務システムを提供

カーボンプレジット事業の提供も開始

3) 東光コンピュータ・サービスの ICT 端末販売及び業務システム事業

東光コンピュータ・サービス(TCS)は、秋田に根差した ICT 端末販売や業務システムを提供する企業である。同社の資本業務先かつ、大株主でもある SBI グループが運営している事業承継ファンドの出資先であった TCS を同社が 2024 年 9 月に完全子会社化した。

自治体や小中学校向けの ICT 端末販売及びサポートに加えて、全国の森林組合の約 40%が採用している業務システム「樹海」と、秋田県内の小中学校の約 90%が採用している業務システム「職人シリーズ」といった自社ソフトウェアを提供している。両システムともにシェアが高く、また、秋田県に深く根差している点が大きな特徴となっている。また、同社は、同買収を契機に、カーボンプレジット領域の新規事業開発を進めている。カーボンプレジットとは、森林の保護や植林、省エネルギー機器の導入といった企業努力によって抑制した温室効果ガスの削減効果をクレジットとして発行し、そのクレジットを企業間で売買可能とする仕組みである。

TCS は、全国約 40%の森林組合を顧客に有しており、同買収によって森林組合に対して同社がアクセス可能となった。森林組合が、管理する森林のカーボンプレジットプロジェクト登録を支援し申請等を担うため、カーボンプレジット領域の新規事業を進める上で、不可欠なピースを獲得したと言える。なお、同社は、カーボンプレジット取引プラットフォームを提供する CarbonEX と業務提携を発表済みである。同領域での今後の事業展開に注目であろう。

8. ESG・サステナビリティ

■チェンジホールディングスのコーポレートガバナンス体制

筆頭株主は SBI ホールディングス

同社は、2023 年 4 月より持株会社体制に移行し、連結子会社 29 社、持分法適用会社 6 社を有する企業体である。上場子会社として、インターネットセキュリティ事業を展開するイー・ガーディアン議決権の 50.4%を保有し、2023 年の TOB と第三者割当増資により連結子会社化した。同社の筆頭株主は、資本業務提携先である SBI HD となっている（株式保有比率 37.1%、2025 年 3 月末時点）。

図表 35. 大株主の一覧

| 区分 | 保有比率 | | | |
|----------------------|----------|-------|----------|-------|
| | 24/3末 | | 25/3末 | |
| | (自己株式除く) | | (自己株式除く) | |
| 個人その他 | 47.3% | 46.9% | 45.6% | 42.3% |
| 外国法人等 | 6.2% | 6.3% | 6.1% | 6.5% |
| 金融機関 | 11.2% | 11.3% | 10.8% | 11.5% |
| その他の法人 | 33.5% | 33.8% | 35.7% | 37.9% |
| うち、SBIホールディングス | 32.0% | 32.3% | 35.0% | 37.1% |
| 政府及び地方公共団体 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| その他（金融商品取引業者） | 1.7% | 1.7% | 1.8% | 1.9% |
| うち取締役 | | | | |
| 福留大士氏 | 2.9% | 3.0% | 3.0% | 3.2% |
| 伊藤彰氏 | 1.6% | 1.6% | 1.7% | 1.8% |
| 山田裕氏 | 0.8% | 0.8% | 0.9% | 1.0% |
| 上記以外（社外取締役、監査等委員を除く） | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

ガバナンスの強化も進めている

2017年に、社外取締役を初めて選任した後、2019年に2名増員し、全取締役の3分の1を占めることになった。同時に、女性取締役を初めて登用した。2021年に指名諮問委員会を設置し、業績連動型報酬制度を導入した。2025年6月に、取締役会の監督機能の強化及びグループ経営の効率化を図ることを目的として、監査役設置会社から監査等委員会設置会社に移行した。

社外取締役が過半数を占める

図表36にある通り、取締役会については、取締役8名のうち、5名が独立社外取締役である。監査等委員である取締役3名はいずれも独立社外取締役である（社外取締役比率62.5%）。女性取締役は1名（女性取締役比率は12.5%）で、女性役員目標は現時点で設定されていない。

コーポレートガバナンス・コードの推奨に沿っている

金融庁と東京証券取引所が共同で公表したコーポレートガバナンス・コード(原則4-8)によると、プライム市場上場企業の場合、少なくとも独立社外取締役を3分の1名以上選任すべきとし、過半数以上の選任を推奨する。同社は、取締役8名中5名が独立社外取締役の基準を満たしている。

図表 36. チェンジホールディングスの取締役のスキル・マトリックス

| 氏名 | 地位 | 性別 | スキル 企業経営/経営戦略 | IT/DX | 投資 /M&A | 会計/ファイナンス | 人材開発/ダイバーシティ | 法務コンプライアンス管理 |
|------|--------------------|----|------------------|-------|------------|-----------|--------------|--------------|
| 福留大士 | 代表取締役兼執行役員社長 | 男性 | ○ | ○ | ○ | | | ○ |
| 伊藤彰 | 代表取締役兼執行役員副社長 | 男性 | ○ | ○ | ○ | | ○ | |
| 山田裕 | 取締役兼執行役員CFO | 男性 | | | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 松本壮志 | 独立社外取締役 | 男性 | ○ | ○ | ○ | ○ | | |
| 滝川佳代 | 独立社外取締役 | 女性 | | ○ | ○ | | | ○ |
| 久保剛彦 | 独立社外取締役 (監査等委員) | 男性 | ○ | | | ○ | ○ | ○ |
| 矢治博之 | 独立社外取締役 (監査等委員) | 男性 | | | ○ | ○ | | ○ |
| 小出隆造 | 独立社外取締役 (監査等委員) | 男性 | ○ | | ○ | | ○ | ○ |




出所：会社資料

■チェンジホールディングスのサステナビリティ体制

サステナビリティ基本方針を制定

同社は2021年にサステナビリティ基本方針を制定した。取締役会がサステナビリティ全般に関するリスク及び機会に対する監督権限を有している。「守りも攻めもESG」を標榜し、事業構造をESGの概念に最適化すべく、自己変革を図っている。2025年5月に発表した中期経営計画において、「生産性の向上」により持続可能な日本を作ることを目指すうえでESGの視点は欠かせないと考えており、各種取組を推進していくとしている。

図表 37. チェンジホールディングスの ESG 戦略 (中期経営計画)

| 項目 | 取組例 |
|---|--|
|  環境 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 森林事業組合の約4割を顧客に持つTCSの顧客基盤を活用し、カーボンクレジット事業を立ち上げ ■ 地域社会課題解決へ寄付によるクラウドファンディング ■ 災害時に被災自治体の復旧・復興のための寄付金を募る仕組みである「ふるさとチョイス災害支援」 |
|  社会 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 24年度に生成AI活用法などを学ぶ10時間超のリスキング研修をグループ7社約250人に実施、今後も継続方針 ■ 3つの拡充（奨励金5%→30%、拠出額上限3万円→5万円、参加会社3社→6社）により従業員持株会加入率を現状の18.2%から30%を目指す ■ プロダンスチーム「SEPTENI RAPTURES（現名称）」をグループに加え、当社グループアセットを活かし、ダンスを通じた地域活性化に貢献（予定）※1 |
|  ガバナンス | <ul style="list-style-type: none"> ■ 監査等委員会設置会社への移行による意思決定の迅速化と監督機能強化 ■ ディスクロージャーポリシー、人権ポリシー等の策定・実践によるステークホルダーエンゲージメントの向上 |

注：プロダンスチーム「SEPTENI RAPTURES」を運営する PERF の全株式を、2025 年 7 月 1 日付でステューニー・ホールディングス（4293、東証スタンダード）から取得
出所：会社資料

パリ協定の目標達成に向けて温室効果ガスの排出量削減を目指す

環境については、CO2/GHG（温室効果ガス）排出量削減などの国際的枠組みが定められたパリ協定（2015 年）の目標達成に向け、事業活動における売上あたりの CO2/GHG 排出量（Scope1 + Scope2）を、2021 年度を基準年として 2030 年までに 40%減、2050 年までに実質ゼロとすることを目指す。この達成に向けて、テレワークの推進、オフィスでの再生可能エネルギーの使用、環境負荷の低いデータセンター推進など、さまざまな施策を検討・実施している。

今後、TCFD の枠組みに基づく開示も充実させていくことが期待される

また、コーポレートガバナンス・コード（3-1③）では、プライム市場上場企業に、TCFD またはそれと同等の枠組みに基づく開示を求める。サステナビリティサイトに「気候変動に伴う事業上のリスクと機会」を開示しており、今後、TCFD の枠組みに基づく体制や仕組みを評価・改善し、開示情報をより一層充実させていく予定となっている。

障がい者比率をモニタリング

人的資本では、人材の多様性を一層に推進していくことを目標に、主要グループ会社における障がい者社員の比率・女性社員の比率等をモニタリングしている。2024 年末現在で、障がい者社員の比率が 2.5%、女性社員の比率は 47.6%である。今後の M&A によって人員構成が大きく変わることもあり、現時点で具体的な目標等を設定していない。

女性管理職比率は 16.2%

女性管理職比率は、連結ベースで 16.2%（2024 年）である。男性育児休業取得率、男女賃金差異については、同社自体は公表義務の対象でないが、上場子会社のイー・ガーディアンについて開示されている。イー・ガーディアンの女性管理職比率 15.4%であり、2026 年 3 月までに 30%以上の目標を設置している。男性育児休業取得率は 75.0%、男女賃金差異は、全労働者が 82.2%、正規雇用労働者が 86.1%、パート・有期労働者が 86.8%である。

今後も女性の管理職比率を高めることが期待されよう

日本政府は指導的地位に女性が占める割合（課長相当職以上、管理職比率）を、2030 年までに少なくとも 30%程度とする目標を掲げるが、同社は、当該目標の達成に向けて努めとする。なお、東証は 2030 年までに、プライム市場上場企業について、女性役員比率（取締役、監査役、執行役、執行役員又はそれに準じる役職者を含むことができる）30%以上とすることを目指す。

9. リスク要因

・ふるさと納税制度の変更に伴う収益性低下リスク

ふるさと納税制度は、所得税法や地方税法で定める寄付金控除など、法律に基づくものであるが、今後、公的規制の変更に伴い、テイクレートの引き下げ等を実施せざるを得なくなり、トラストバンクの収益性が低下する可能性がある。

・減損損失に伴う業績悪化及び配当の減額リスク

同社は、積極的な M&A によって、のれんを計上しているが、買収した子会社の業績不振、外部環境の変化による割引率の上昇等によって、減損損失を計上した場合、業績に悪影響を及ぼす可能性がある。また、減損に伴い、赤字へ転落し、株主資本が減少した場合には、DOE を基準に配当方針を決めていることから、減配となる可能性もある。

・人材の確保に伴うリスク

DX コンサルティング等を担える IT 人材不足が顕著である。会社側は、福利厚生や教育制度の充実を図り、積極的に優秀な人材の確保を進めているが、採用環境が一段と激化した場合、同社の業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

・特定人物への依存に関するリスク

同社の代表取締役社長である福留氏は、グループの経営判断において、極めて重要な役割を担っており、今後、予期せぬ事態によって、業務遂行が困難になった場合、同社の業績に悪影響を与える可能性がある。

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 38. 損益計算書(単位 : 百万円)

| 決算期 | 20/9 | 21/9 | 22/3 | 23/3 | 24/3 | 25/3 | 26/3CoE |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 売上収益 | 10,542 | 15,653 | 10,140 | 20,021 | 37,015 | 46,387 | 55,000 |
| (前期比) | 49.4% | 48.5% | -35.2% | 97.4% | 84.9% | 25.3% | 18.6% |
| NEW-IT トランスフォーメーション事業 | 2,231 | 2,816 | 1,366 | 4,956 | 11,453 | 20,797 | 28,283 |
| 投資事業 | 198 | 187 | -216 | 162 | 127 | - | - |
| パブリック事業 | 8,116 | 12,654 | 8,990 | 14,943 | 25,516 | 26,160 | 27,315 |
| 調整額 | -4 | -5 | - | -40 | -82 | -570 | -598 |
| 売上総利益 | 7,950 | 11,588 | 7,974 | 12,522 | 23,041 | 25,888 | |
| (売上総利益率) | 75.4% | 74.0% | 78.6% | 62.5% | 62.2% | 55.8% | |
| 販売費及び一般管理費 | 3,757 | 5,543 | 3,327 | 7,168 | 12,256 | 13,265 | |
| 営業利益 | 4,203 | 5,985 | 4,582 | 5,730 | 7,383 | 13,515 | 14,000 |
| (前期比) | 288.5% | 42.4% | -23.4% | 25.1% | 28.8% | 83.1% | 3.6% |
| (営業利益率) | 39.9% | 38.2% | 45.2% | 28.6% | 19.9% | 29.1% | 25.5% |
| NEW-IT トランスフォーメーション事業 | 608 | 927 | 392 | 1,195 | 92 | 6,080 | 6,317 |
| 投資事業 | 177 | 166 | -226 | 130 | 126 | - | - |
| パブリック事業 | 4,555 | 6,666 | 5,471 | 7,378 | 11,036 | 13,045 | 13,960 |
| 調整額 | -1,138 | -1,776 | -1,055 | -2,973 | -3,871 | -5,611 | -6,277 |
| 営業外収益 | 0 | 0 | 2 | 0 | 55 | 20 | |
| 営業外費用 | 42 | 73 | 19 | 77 | 188 | 789 | |
| 税引前利益 | 4,160 | 5,911 | 4,564 | 5,653 | 7,250 | 12,745 | 13,223 |
| (前期比) | 343.1% | 42.1% | -22.8% | 23.9% | 28.3% | 75.8% | 3.8% |
| (税引前当期利益率) | 39.5% | 37.8% | 45.0% | 28.2% | 19.6% | 27.5% | 24.0% |
| 法人税等 | 1,389 | 1,798 | 1,408 | 1,743 | 2,874 | 4,734 | |
| (実効税率) | 33.4% | 30.4% | 30.9% | 30.8% | 39.6% | 37.1% | |
| 当期利益 | 2,771 | 4,113 | 3,156 | 3,910 | 4,375 | 8,011 | 8,359 |
| 非支配持分 | 722 | 8 | 63 | 53 | 113 | 480 | 455 |
| 親会社の所有者に帰属する当期利益 | 2,049 | 4,104 | 3,093 | 3,856 | 4,262 | 7,532 | 7,904 |
| (前期比) | 442.1% | 100.3% | -24.6% | 24.7% | 10.5% | 76.7% | 5.0% |

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 39. 主要財務指標

| 決算期 | 20/9 | 21/9 | 22/3 | 23/3 | 24/3 | 25/3 | 26/3 CoE |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|----------|
| EPS (円) | 32.5 | 58.8 | 42.8 | 53.3 | 58.9 | 107.5 | 113.6 |
| BPS (円) | 126.1 | 419.0 | 0.0 | 499.9 | 541.9 | 558.6 | |
| 1株当たり配当金(円) | 0.0 | 0.0 | 4.5 | 10.0 | 18.7 | 20.9 | 23.0 |
| 配当性向 | 0.0% | 0.0% | 10.5% | 18.8% | 31.7% | 19.4% | 20.2% |
| 終値(円) | 4,190 | 2,336 | 1,987 | 2,345 | 1,253 | 1,252 | |
| PER(倍) | 128.8 | 39.7 | 46.4 | 44.0 | 21.3 | 11.6 | |
| PBR(倍) | 33.2 | 5.6 | #DIV/0! | 4.7 | 2.3 | 2.2 | |
| 期末発行済株式数(千株) | 31,553 | 72,680 | 72,960 | 72,968 | 72,979 | 73,852 | |
| 自己株式数(千株) | 0 | 623 | 623 | 623 | 623 | 4,273 | |
| 自社株控除株式数(千株) | 31,553 | 72,056 | 72,336 | 72,344 | 72,355 | 69,579 | |
| 時価総額(自己株数調整後) | 264,411 | 168,324 | 143,732 | 169,647 | 90,661 | 87,113 | |
| 株主資本比率 | 46.6% | 77.3% | 78.4% | 68.9% | 44.3% | 39.4% | |
| 有利子負債残高 | 2,712 | 1,777 | 1,680 | 3,413 | 24,018 | 34,468 | |
| D/E レシオ | 0.34 | 0.06 | 0.05 | 0.09 | 0.61 | 0.84 | |
| EV (Enterprise Value) | 260,398 | 142,749 | 115,645 | 151,227 | 84,358 | 99,815 | |
| EBITDA | 4,776 | 6,728 | 4,862 | 6,702 | 11,435 | 15,131 | 16,554 |
| EV/EBIDA 倍率 | 54.5 | 21.2 | 23.8 | 22.6 | 7.4 | 6.6 | |
| ROE | 0.0% | 21.4% | 9.7% | 11.0% | 11.2% | 18.7% | 17.8% |
| ROIC (投下資本) | 0.0% | 18.1% | 8.9% | 10.0% | 8.1% | 11.3% | |
| ROIC (事業資産) | 0.0% | 47.0% | 33.0% | 26.8% | 17.1% | 21.8% | |
| 従業員数 | 220 | 305 | 328 | 475 | 1,069 | 1,448 | — |

注：2020年9月1日付で普通株式1株につき2株、2021年1月1日付で普通株式1株につき2株の割合で、それぞれ株式分割を実施

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 40. 貸対照表(単位: 百万円)

| 決算期 | 19/9 | 20/9 | 21/9 | 22/3 | 23/3 | 24/3 | 25/3 |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 現金・預金 | 3,814 | 7,599 | 27,690 | 30,407 | 22,968 | 38,403 | 30,185 |
| 営業債権 | 1,527 | 2,921 | 3,226 | 3,430 | 10,331 | 13,699 | 17,760 |
| 棚卸資産 | 8 | 11 | 46 | 95 | 480 | 402 | 437 |
| その他流動資産 | 426 | 775 | 1,994 | 1,729 | 2,920 | 3,587 | 1,441 |
| 流動資産 | 5,775 | 11,306 | 32,956 | 35,661 | 36,699 | 56,091 | 49,823 |
| 有形固定資産 | 212 | 274 | 403 | 669 | 2,548 | 2,150 | 2,799 |
| 土地 | 0 | 0 | 0 | 5 | 7 | 152 | 156 |
| 建設仮勘定 | 0 | 0 | 101 | 112 | 1,497 | 101 | 0 |
| 無形資産 | 4,594 | 5,259 | 5,697 | 5,841 | 11,261 | 27,569 | 37,592 |
| のれん | 3,319 | 3,759 | 4,409 | 4,409 | 9,042 | 17,834 | 28,881 |
| 投資その他の資産 | 296 | 254 | 327 | 554 | 2,433 | 8,014 | 14,572 |
| 投資有価証券(関係会社含む) | 5 | 1 | 0 | 0 | 604 | 5,229 | 7,460 |
| 繰延税金資産 | 52 | 35 | 167 | 344 | 757 | 2,019 | 2,102 |
| 非流動資産合計 | 5,101 | 5,787 | 6,430 | 7,067 | 16,244 | 37,737 | 54,967 |
| 資産合計 | 10,898 | 17,094 | 39,386 | 42,728 | 52,943 | 93,828 | 104,790 |
| 営業債務 | 243 | 2,494 | 2,942 | 2,976 | 5,511 | 7,929 | 12,140 |
| 未払金・未払費用 | 0 | 1,110 | 1,217 | 1,196 | 2,562 | 5,303 | 0 |
| 短期借入金 | 394 | 423 | 405 | 403 | 1,503 | 4,305 | 6,720 |
| その他流動負債 | 938 | 1,128 | 981 | 1,298 | 75 | 3,361 | 4,551 |
| 流動負債 | 1,575 | 5,155 | 5,545 | 5,873 | 9,651 | 20,898 | 23,411 |
| 長期借入金 | 2,616 | 2,289 | 1,372 | 1,277 | 1,910 | 19,733 | 27,748 |
| 引当金 | 0 | 53 | 23 | 22 | 76 | 260 | 415 |
| その他非流動負債 | 440 | 191 | 51 | 50 | 1,974 | 3,013 | 3,542 |
| 非流動負債 | 3,056 | 2,533 | 1,446 | 1,349 | 3,960 | 23,006 | 31,705 |
| 負債合計 | 4,630 | 7,687 | 6,992 | 7,222 | 13,611 | 43,905 | 55,116 |
| 資本金 | 2,374 | 2,397 | 1,000 | 1,002 | 1,004 | 1,006 | 1,042 |
| 資本剰余金 | 1,773 | 1,892 | 23,086 | 23,016 | 22,480 | 22,048 | 22,081 |
| 利益剰余金 | 1,395 | 3,670 | 7,774 | 10,867 | 14,398 | 17,937 | 24,117 |
| 自己株式 | 0 | 0 | -1,405 | -1,405 | -1,405 | -1,405 | -5,882 |
| 親会社の所有者に帰属する持分 | 5,542 | 7,959 | 30,455 | 33,480 | 36,477 | 39,483 | 41,254 |
| 新株予約権 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非支配株主持分 | 722 | 1,447 | 1,939 | 2,026 | 2,854 | 10,439 | 8,419 |
| 資本合計 | 6,268 | 9,406 | 32,394 | 35,506 | 39,331 | 49,923 | 49,673 |
| 負債及び資本合計 | 10,898 | 17,094 | 39,386 | 42,728 | 52,943 | 93,828 | 104,790 |

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 41. キャッシュフロー表(単位：百万円)

| 決算期 | 19/9 | 20/9 | 21/9 | 22/3 | 23/3 | 24/3 | 25/3 |
|------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|----------------|----------------|
| 税引前利益 | 939 | 4,160 | 5,911 | 4,564 | 5,653 | 7,250 | 12,745 |
| 減価償却費 | 222 | 572 | 743 | 280 | 972 | 1,823 | 2,387 |
| のれん償却額 | 302 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 営業債権の増減額 | -1,049 | -1,387 | -209 | -130 | -3,608 | -2,246 | -4,016 |
| 未収入金の増減額 | 0 | -3 | -70 | -103 | -375 | 511 | 40 |
| 棚卸資産の増減額 | 38 | -3 | -35 | -49 | -385 | 87 | 54 |
| 前渡金の増減額 | 5 | -108 | -38 | 65 | 8 | -1 | 74 |
| 営業債務の増減額 | 153 | -122 | 53 | -22 | 420 | 2,087 | 3,587 |
| 前受金の増減額 | -73 | 1,110 | 107 | -21 | 1,366 | 2,741 | -5,303 |
| その他営業キャッシュフロー | -547 | 413 | -2,658 | -842 | -5,194 | -361 | -1,732 |
| 営業活動によるキャッシュフロー | -10 | 4,634 | 3,804 | 3,742 | -1,143 | 12,070 | 7,836 |
| 投資有価証券の取得による支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -2,496 | -988 |
| 投資有価証券の売却による収入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 280 | 0 |
| 有形固定資産の取得による支出 | -46 | -26 | -142 | -236 | -2,244 | -1,096 | -184 |
| 無形固定資産の取得による支出 | -186 | -254 | -443 | -487 | -943 | -1,127 | -827 |
| 子会社の取得による支出 | 0 | -36 | -660 | 0 | -3,194 | -9,337 | -12,661 |
| その他投資キャッシュフロー | -2,817 | 47 | 56 | -61 | -1,501 | 31 | 579 |
| 投資活動によるキャッシュフロー | -3,049 | -269 | -1,189 | -784 | -7,882 | -13,745 | -14,081 |
| 短期借入金の純増減額 | -400 | 0 | 0 | 0 | 50 | -50 | -150 |
| 長期借入金の純増減額 | 2,740 | -593 | -1,345 | -196 | 1,489 | 19,370 | 7,303 |
| 株式の発行による収入 | 4,257 | 45 | 20,238 | 4 | 203 | 5 | 70 |
| 株式の償還及び消却 | 0 | 0 | -1,415 | -48 | 0 | 0 | -4,485 |
| 配当金の支払額 | 0 | 0 | 0 | 0 | -324 | -986 | -1,533 |
| その他財務キャッシュフロー | -810 | -1 | -2 | -1 | 190 | -512 | 119 |
| 財務活動によるキャッシュフロー | 5,787 | -549 | 17,476 | -241 | 1,608 | 17,827 | 1,324 |
| 現金及び現金同等物に係る換算差額 | 0 | 0 | 0 | 0 | -21 | 55 | -2 |
| 現金及び現金同等物の増加額 | 2,729 | 3,815 | 20,090 | 2,717 | -7,437 | 16,152 | -4,919 |
| 現金及び現金同等物期首残高 | 1,056 | 3,784 | 7,599 | 27,690 | 30,407 | 22,968 | 38,403 |
| 現金及び現金同等物期末残高 | 3,784 | 7,600 | 27,690 | 30,407 | 22,968 | 38,403 | 30,185 |
| Free Cash Flow | -3,059 | 4,364 | 2,615 | 2,958 | -9,025 | -1,675 | -6,245 |

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 42. 四半期業績推移(単位: 百万円)

| 決算期 | 24/3 | | | | 25/3 | | | | 25/3 |
|---------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 |
| 売上収益 | 5,118 | 9,538 | 14,141 | 8,216 | 8,139 | 8,372 | 18,425 | 11,449 | 9,908 |
| (前年同期比) | 85.3% | 200.4% | 47.6% | 82.5% | 59.0% | -12.2% | 30.3% | 39.4% | 21.7% |
| NEW-IT トランスフォーメーション | 1,750 | 1,216 | 4,243 | 4,242 | 4,692 | 4,391 | 4,555 | 7,157 | 6,087 |
| (前年同期比) | 69.6% | 33.0% | 148.4% | 226.1% | 168.1% | 261.1% | 7.4% | 68.7% | 29.7% |
| パブリテック | 3,243 | 8,328 | 9,906 | 4,037 | 3,537 | 4,175 | 13,991 | 4,456 | 3,955 |
| (前年同期比) | -72.6% | -259.6% | -26.3% | 39.0% | 9.1% | -49.9% | 41.2% | 10.4% | 11.8% |
| 売上総利益 | 2,715 | 7,237 | 9,720 | 3,368 | 3,251 | 3,917 | 13,521 | 5,197 | 4,526 |
| (売上総利益率) | 53.0% | 75.9% | 68.7% | 41.0% | 39.9% | 46.8% | 73.4% | 45.4% | 45.7% |
| 販売費及び一般管理費 | 2,067 | 3,651 | 3,867 | 2,670 | 2,497 | 2,560 | 4,345 | 3,861 | 3,941 |
| 子会社の支配喪失に伴う利益 | - | - | - | - | 1,569 | - | - | - | - |
| その他の収益 | 59 | 20 | 19 | 16 | 21 | 89 | 26 | 66 | 125 |
| その他の費用 | 0 | 0 | 6 | 8 | 4 | 16 | 13 | 1,038 | 12 |
| 持分法による投資損益 | 9 | 6 | 3 | 22 | 4 | 37 | 66 | 82 | -19 |
| 営業利益 | 717 | 3,612 | 5,870 | -2,816 | 2,345 | 1,467 | 9,255 | 446 | 678 |
| (前年同期比) | - | 2555.9% | 15.8% | - | 227.1% | -59.4% | 57.7% | - | -71.1% |
| (営業利益率) | 14.0% | 37.9% | 41.5% | -34.3% | 28.8% | 17.5% | 50.2% | 3.9% | 6.8% |
| NEW-IT トランスフォーメーション | 494 | 217 | 696 | -1,315 | 2,478 | 698 | 867 | 2,036 | 905 |
| (前年同期比) | 41.1% | -8.8% | 78.0% | - | 401.6% | 221.7% | 24.6% | - | -63.5% |
| パブリテック | 895 | 4,296 | 6,244 | -400 | 1,053 | 2,086 | 9,819 | 86 | 1,180 |
| (前年同期比) | -103.9% | -614.8% | -15.1% | - | 17.7% | -51.4% | 57.3% | - | 12.1% |
| 営業外損益 | 419 | 48 | -6 | -133 | -169 | -190 | -174 | -237 | 212 |
| 税引前利益 | 1,136 | 3,241 | 5,816 | -2,943 | 2,177 | 1,275 | 9,082 | 209 | 889 |
| 法人税等 | 374 | 1,013 | 1,878 | -391 | 723 | 485 | 2,826 | 698 | 426 |
| 当期利益 | 762 | 2,227 | 3,937 | -2,551 | 1,454 | 790 | 6,255 | -488 | 463 |
| 非支配持分 | -93 | -49 | 117 | 137 | 68 | 101 | 108 | 203 | -6 |
| 親会社の所有者に帰属する当期利益 | 855 | 2,276 | 3,820 | -2,688 | 1,386 | 689 | 6,147 | -691 | 469 |

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性があるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号