

Company Report

2025年12月15日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
伊藤 研一



金融機関とのアライアンスによって56件の紹介を獲得済み、M&A 仲介拡大に期待する

11月13日に開示されたチェンジホールディングス（以下、同社）の26/3期上期（4～9月）決算は、売上収益222.6億円（前年同期比34.9%増）、営業利益25.0億円（同34.4%減）で着地した。デジタルグロースアカデミアの持分法再評価益剥落（25/3期上期15.6億円）によって減益となったが、その影響を除くと実質2.5億円の小幅増益であった。

ふるさと納税事業において、EC系ポータルサイトと比較してポイント依存度が低かったことから、ポイント付与禁止前の駆け込み需要が想定ほどには発生しなかったことや、イー・ガーディアン（6050、東証PRM）の業績が軟調に推移したことから、会社の想定に対してやや物足りない内容となった。

一方で、注目のM&A仲介事業で、9月より開始した大手金融機関とのアライアンスによる紹介が56件あったことは、ポジティブな兆候と言える。通年で300社程度の紹介を得られると仮定し、このうち10%強が成約に至った場合、約30～40件程度の新規獲得に繋がる可能性がある。

株価は、引き続き軟調に推移しており、PERも10倍を下回っている。ふるさと納税事業の成長鈍化及び規制強化に対する懸念や、買収したM&A仲介事業やセキュリティ事業等の成長性を実績と伴って示せていないことが背景である。加えて、12月2日の日本経済新聞で、ふるさと納税によって受けられる税金の控除額に上限が設けられる可能性があるとして報じられたことも、一段と株価を押し下げた。

ストラテジー・アドバイザーズでは、株主優待利回りや配当利回りを考慮すると、株価のさらなる下落リスクは限定的であると考えます。26/3期下期中に、アライアンス強化等の仕込みを済ませ、27/3期以降、M&A仲介事業中心に再度増益フェーズ入りすることが示されれば、過去最低水準のバリュエーションである現在の株価は反転する可能性があるだろう。

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 (25/12/12)	984
52週高値 (25/2/12)	1,512
52週安値 (25/12/12)	984
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)	68.5
EV (25/9 実績、十億円)	83.4
自己資本比率 (25/9 実績、%)	34.9
ROE (25/3 実績、%)	18.6
PER (26/3 会予、倍)	8.7
PBR (25/3 実績、倍)	1.7
配当利回り (26/3 会予、%)	2.3

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

IFRS-連結 決算期	売上収益 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	税引前利益 (百万円)	前年比 (%)	当期利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
25/3期 H1	16,512	12.7	3,813	-11.9	3,453	-21.1	2,076	-33.7	29.4	0.0
26/3期 H1	22,266	34.9	2,500	-34.4	2,744	-20.5	1,561	-24.7	22.5	0.0
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

1. 26/3 期上期は一過性要因を除くと小幅増益となった

26/3 期上期は実質的には小幅増益

11月13日に開示されたチェンジホールディングス（以下、同社）の26/3期上期（4～9月）決算は、売上収益222.6億円（前年同期比34.9%増）、営業利益25.0億円（同34.4%減）となり、デジタルグロースアカデミア（以下、DGA）の持分法再評価益剥落（25/3期上期15.6億円）によって減益となったが、その影響を除くと実質2.5億円の小幅増益であった。

ふるさと納税ポイント付与禁止前の駆け込み需要もイー・ガーディアンも期待を下回る

ふるさと納税事業におけるポイント付与禁止に伴う駆け込み需要や、25/3期に買収した東光コンピュータ・サービスやfundbookといった企業の連結効果によって、増益を確保したものの、EC系ポータルサイトと比べるとポイント依存度が低かったことを背景に、ポイント付与禁止前の駆け込み需要が想定ほどには発生しなかったことや、イー・ガーディアンが軟調な推移となったことから、全体としてはやや物足りない内容の決算となった。

政権交代の影響と株主優待継続のコミットについて

なお、同社は決算説明会で、高市新政権発足の影響と、株主優待の継続に関する取締役会決議について説明した。前者は、経済安全保障及び地方創生において追い風となろう。特に、防衛に関しては、すでに陸上自衛隊のDX支援案件（受注額11億円）を受注済みであり、地方創生については、ふるさと納税スキームを活用した医療や教育、まちづくりへの支援や、自治体DX及び地方の事業承継M&Aを進めていくとのことである。後者については、まず2029年6月末まで株主優待継続をコミットし、短期的な優待への不安を解消する内容となった。

図表 1. 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				26/3	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
売上収益	5,118	9,538	14,141	8,216	8,139	8,372	18,425	11,449	9,908	12,358
(前年同期比)	85.3%	200.4%	47.6%	82.5%	59.0%	-12.2%	30.3%	39.4%	21.7%	47.6%
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	5,804
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	4,989
サイバーセキュリティ	-	-	219	274	694	705	790	867	768	814
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	6,751
地方創生	2,864	7,886	9,349	2,375	2,814	3,572	13,033	2,833	2,968	5,264
公共DX	379	442	557	1,661	723	602	958	1,622	987	1,486
調整額	-3	-6	-9	-63	-90	-193	-121	-164	-134	-197
セグメント営業利益	717	3,612	5,870	-2,816	2,345	1,467	9,231	375	606	1,893
(前年同期比)	-	2556%	15.8%	-	227.1%	-59.4%	57.3%	-	-74.2%	29.0%
NEW-ITトランスフォーメーション事業	494	217	696	-1,315	2,478	698	843	1,965	833	770
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	2,615
調整額	-799	-901	-1,071	-1,099	-1,185	-1,317	-1,431	-1,676	-1,407	-1,492
セグメント営業利益率	14.0%	37.9%	41.5%	-34.3%	28.8%	17.5%	50.1%	3.3%	6.1%	15.3%
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%	18.5%	27.5%	13.7%	13.3%
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%	38.7%

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

2. NEW-IT トランスフォーメーションの成長加速は来期以降へ

NEW-IT トランスフォーメーション事業は大幅減益

NEW-IT トランスフォーメーション事業の上期業績は、売上収益 118.9 億円（前年同期比 30.9%増）、営業利益 16.0 億円（同 49.5%減）となった。M&A 仲介事業を運営する fundbook の連結効果で大幅増収となった一方、DGA の持分再評価益の影響で大幅減益となった。

fundbook では 4 案件が期ずれ

注目の fundbook の Q2 売上収益は、14.2 億円（前 4Q から連結化）と大きな変化はなかったものの、「仏滅」の 9 月 30 日を契約日として避けるという風習の影響で 4 つの案件（売上収益 3.0 億円分）が Q3 に持ち越されたことなどを考慮すると、堅調に推移したと言えよう。

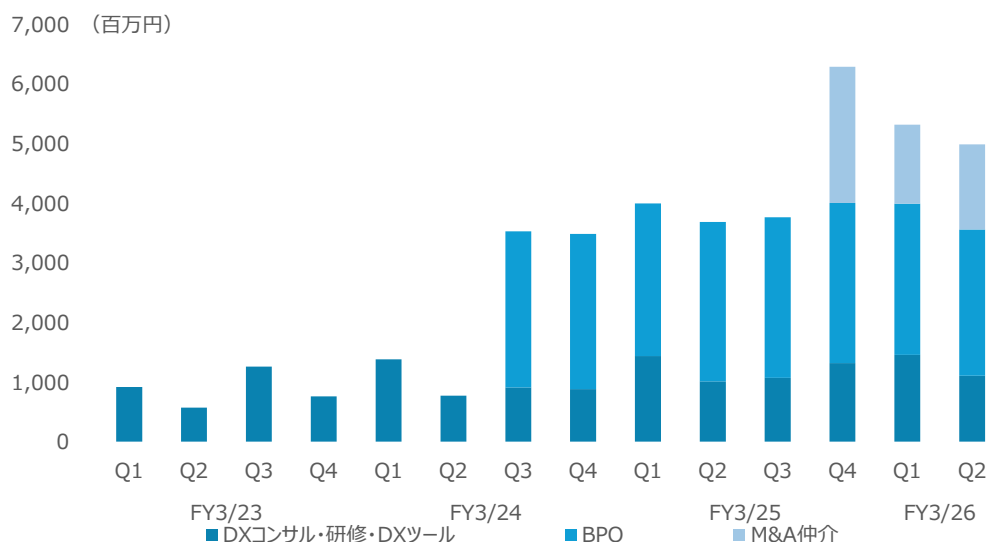
fundbook が競合大手にキャッチアップしていくことに期待

なお、9 月より開始した大手金融機関とのアライアンスによって、すでに 56 件の紹介を獲得した点に、ストラテジー・アドバイザーズは注目している。今後、通年で 300 社程度の紹介を得られると仮定し、このうち 10%程度が成約に至った場合、約 30~40 件程度の新規獲得に繋がる可能性がある。fundbook の規模で 30~40 件の新規獲得が進んだ場合、競合他社に比肩する売上成長が可能となり、後発ながら競合大手にキャッチアップしていくことが期待される。

BPO 事業は想定以上に軟調

一方で、イー・ガーディアンが提供している BPO 事業の Q2 売上収益は、24.5 億円（同 8.2%減）となり、想定以上に軟調な結果だった。ソーシャルサポートの大型案件が想定以上に減収したことや、家庭用ゲーム向けカスタマーサポートの大型案件の拡大が想定ほど進捗しなかったことが背景である。なお、イー・ガーディアンの 26/9 期会社計画（売上高 120.0 億円、営業利益 16.0 億円）は、6.1%の増収を想定しているが、上期（10~3 月）は 2.2%の減収が見込まれることから、回復まで半年程度要すると推察される。同社は、営業体制の刷新・強化（機能×領域毎に営業を配置）や、マーケティング強化（リード獲得及びナーチャリング）を実施していくと説明している。領域毎に濃淡はあるものの、EC やフリーマーケット、フィンテックなど、成長領域も多いため、顧客の要望をより丁寧に拾える体制作りが期待される。

図表 2. 民間 DX・M&A 仲介領域の売上高推移



注：25/3 期 Q1 から持分法適用会社となったデジタルグロースアカデミアは除く
出所：会社資料

3. パブリック事業は、ふるさと納税事業の環境変化が追い風に

パブリック事業は増収増益

パブリック事業の上期業績は、売上収益 107.0 億円（前年同期比 38.8%増）、営業利益 37.9 億円（同 20.9%増）となり、増収増益を確保したものの、期待していたほどふるさと納税の前倒し需要が発生しなかった。ふるさと納税事業の Q2 における GMV は、前年同期比 74.7%増と大きく増加したが、会社計画に対しては、やや物足りなかった模様。

ふるさと納税事業は健全な競争環境下での進捗に期待

一方で、ふるさと納税のポイント付与禁止後は、掲載品数の豊富さやポータルサイトの使いやすさなど、よりサービス品質が問われる健全な競争環境が見込まれ、前倒し需要という一過性のイベントに対する上期の不振に対する過度な懸念は不要だろう。同社は、ポイント付与禁止前の駆け込み需要が少なかった分、例年通り Q3 偏重の業績を見込んでいる。10 月の滑り出しも良好とのことであり、通年の進捗に期待がもたれる。

トラストバンクの新社長に元 DeNA CFO 大井潤氏が就任

なお、ふるさと納税事業を行っているトラストバンクの新社長に、大井潤氏が 9 月 1 日付で就任した。大井氏は、総務省で地方財政や街づくりを推進した経験を有する。また、前職の DeNA (2432、東証 PRM) では、取締役として M&A や事業ポートフォリオの再編を牽引した。総務省出身故に、ふるさと納税制度全体の動向にも目を光らせながら、経営手腕を発揮することに期待したい。

図表 3. トラストバンク代表取締役社長 兼 CEO 大井潤氏の略歴

1995年4月	自治省（現総務省）入省
2011年4月	総務省自治財政局財政課 財政企画官
2013年4月	DeNA 入社
2013年8月	DeNA コーポレートアライアンス統括部渉外室 室長
2014年4月	DeNA 渉外統括本部渉外部 部長
2015年1月	DeNA ヘルスケア事業部 事業部長
2015年4月	DeNA 執行役員兼ヘルスケア事業部 事業部長
2018年4月	DeNA 執行役員兼経営企画本部 本部長
2020年4月	DeNA 常務執行役員CFO兼経営企画本部 本部長
2021年6月	DeNA 取締役兼CFO 経営企画本部 本部長
2025年9月	トラストバンク 代表取締役社長兼CEO チェンジホールディングス 上席執行役員（地方創生担当）

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

陸上自衛隊 DX 支援で今期から来期にかけて 10.8 億円の案件を受注済み

公共 DX 領域は、概ね会社計画に沿った進捗だが、注目すべきはジグザグによる中央省庁向けの大型案件である陸上自衛隊 DX 支援の売上計上（1.2 億円）であろう。受注残は 10.8 億円で、26/3～27/3 期にかけて、売上計上される見込み。陸上自衛隊は、防衛省内の一組織であることから、同案件をきっかけに横展開が進む可能性もあろう。

LoGo シリーズの導入は順調に普及が進む

自治体の DX 推進をサポートする SaaS プロダクトの LoGo シリーズは、LoGo チャットの成長率がやや鈍化気味である一方で、LoGo フォームは、有償自治体数が 16.5%増と堅調に推移した。また、LoGoAI アシスタントのクロスセルも今後本格化する見込みであり、安定かつ高収益のストック収益確保に期待である。

図表 4. 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				26/3	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
売上収益	5,118	9,538	14,141	8,216	8,139	8,372	18,425	11,449	9,908	12,358
(前年同期比)	85.3%	200.4%	47.6%	82.5%	59.0%	-12.2%	30.3%	39.4%	21.7%	47.6%
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	5,804
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	4,989
サイバーセキュリティ	-	-	219	274	694	705	790	867	768	814
投資事業	127	-	-	-	-	-	-	-	-	-
パブリック事業	3,243	8,328	9,906	4,037	3,537	4,175	13,991	4,456	3,955	6,751
地方創生	2,864	7,886	9,349	2,375	2,814	3,572	13,033	2,833	2,968	5,264
公共DX	379	442	557	1,661	723	602	958	1,622	987	1,486
調整額	-3	-6	-9	-63	-90	-193	-121	-164	-134	-197
セグメント営業利益	717	3,612	5,870	-2,816	2,345	1,467	9,231	375	606	1,893
(前年同期比)	-	2556%	15.8%	-	227.1%	-59.4%	57.3%	-	-74.2%	29.0%
NEW-ITトランスフォーメーション事業	494	217	696	-1,315	2,478	698	843	1,965	833	770
投資事業	126	-	-	-	-	-	-	-	-	-
パブリック事業	895	4,296	6,244	-400	1,053	2,086	9,819	86	1,180	2,615
調整額	-799	-901	-1,071	-1,099	-1,185	-1,317	-1,431	-1,676	-1,407	-1,492
セグメント営業利益率	14.0%	37.9%	41.5%	-34.3%	28.8%	17.5%	50.1%	3.3%	6.1%	15.3%
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%	18.5%	27.5%	13.7%	13.3%
投資事業	99.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
パブリック事業	27.6%	51.6%	63.0%	-9.9%	29.8%	50.0%	70.2%	1.9%	29.8%	38.7%

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

4. 来期以降、オーガニックグロースを示せれば、株価は反転へ

バリュエーションは歴史的に最低水準で推移

同社の PER は 10 倍を下回っており、バリュエーションはヒストリカルでも最低水準で推移している。ふるさと納税事業の成長鈍化及び規制強化に対する懸念や、買収した M&A 仲介事業やセキュリティ事業等の成長を示せていないことが背景にある。加えて、12 月 2 日の日本経済新聞で、ふるさと納税によって受けられる税金の控除額に上限が設けられる可能性があると報じられた（12 月 10 日には、年収が 1 億円相当以上ある人に対して、控除額の上限が設けられる案が浮上）ことも、一段と株価を押し下げた。

図表 5. 過去 1 年間の PER 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

M&A 仲介事業を中心とした新たな成長ドライバーによる成長加速に期待

ストラテジー・アドバイザーズでは、M&A 仲介事業を中心とした新たな成長ドライバーによる成長加速に期待しており、今期中に来期に対する期待をどこまで高められるかに注目している。前述の通り、同社傘下の fundbook では、9 月より開始した大手金融機関とのアライアンスによって、すでに 56 件の紹介を獲得している。こういった仕込みの進捗を確認できれば、下期から来期にかけて、株価が反転する可能性は十分にあるだろう。

ふるさと納税銘柄から地方創生銘柄に変わるか

PER は、ふるさと納税事業の競合であるアイモバイル（6535、東証 PRM）と概ね同水準に留まっている。今後は、ふるさと納税銘柄としてのパーセプションを脱し、DX やセキュリティ、M&A 仲介といったさまざまな切り口から、地方創生を担う企業であるという評価に変えられるかに注目である。

ふるさと納税事業の競争環境の健全化

加えて、ふるさと納税事業の地上戦にも注目している。制度厳格化リスクはあるものの、ポイント付与禁止により、返礼品数やポータルサイトの使いやすさ、金融機関や通信キャリアとの連携によるリアルチャネル強化、コミュニティを軸とした寄付の獲得など、よりサービスの品質が問われる健全競争に回帰することが期待される。その中で、同社の強みである自治体や地域の事業者とのネットワークといった資産を生かし、事業が拡大されることに期待している。

アクティビストファンドの M&A キャピタルパートナーズへの株主提案は追い風となるか

なお、直近のホットピックスは、M&A キャピタルパートナーズ（6080、東証 PRM）に対して、アクティビストファンドの Panah Master Fund より株主提案が行われたことであろう。時価総額対比で過剰な現預金の保有が指摘された。手数料収入が中心の M&A 仲介事業は、資本収益性が高く、固定資産等への投資も限定的であることから、外部投資家の圧力によって業界全体のマルチプルが上昇する場合、同社の株価にとっても追い風となる可能性があらう。

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 6. バリュエーション一覧

会社名	証券コード	決算期	株価 (12/12) (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 (12/12) (%)	3年騰落率 (12/12) (%)
チェンジホールディングス	3962	3月期	984	72,671	8.66	1.66	19.16	2.34	-26.24	-60.40
M&A仲介										
日本M&Aセンターホールディングス	2127	3月期	722	243,334	20.83	4.86	23.31	4.02	9.06	-60.25
M&Aキャピタルパートナーズ	6080	9月期	3,290	104,487	14.44	2.41	16.67	2.08	18.30	-29.93
ストライク	6196	9月期	4,090	78,540	13.69	3.66	26.72	4.40	7.92	-12.14
M&A総研ホールディングス	9552	9月期	1,117	60,431	17.15	11.46	66.82	0.00	-43.18	-44.43
M&A仲介5社平均					14.95	4.81	30.54	2.57	-6.83	-41.43
ふるさと納税ポータルサイト										
アイモバイル	6535	7月期	491	28,550	8.82	1.70	19.31	5.50	-8.91	25.68
ふるさと納税ポータルサイト2社平均					8.74	1.68	19.24	3.92	-17.57	-17.36
コンサル										
アクセンチュア	ACN	8月期	272	179,325	19.70	-	-	-	-24.60	-7.11
ドリームインキュベータ	4310	3月期	2,460	23,454	-	1.66	-	4.31	-28.49	-11.38
シグマクシス・ホールディングス	6088	3月期	810	69,660	15.42	4.75	30.81	3.21	-7.74	23.10
ベイカレント	6532	2月期	6,661	1,035,195	27.11	10.73	39.57	1.50	23.63	38.77
ライズ・コンサルティング・グループ	9168	2月期	794	19,620	11.63	3.06	26.28	2.64	14.24	-
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	11.13	120.34
船井総研ホールディングス	9757	2月期	2,290	114,500	16.09	4.37	27.19	3.71	-5.53	-17.24
研修企業										
リンクアンドモチベーション	2170	12月期	495	54,914	13.59	4.67	34.37	3.23	-15.67	-30.38
インソース	6200	9月期	827	70,496	15.00	5.56	37.09	3.57	-30.21	-44.96
アルー	7043	12月期	1,110	2,835	18.01	2.38	13.22	0.63	85.00	23.75
識学	7049	2月期	903	8,253	11.05	3.09	27.94	0.00	36.82	53.31
コンサル・研修企業12社平均					16.16	4.01	26.57	2.62	2.69	7.98
セキュリティ										
エルテス	3967	2月期	618	3,845	21.93	2.02	9.21	0.00	-11.97	-29.45
網屋	4258	12月期	2,798	24,193	34.41	5.43	15.78	0.56	60.57	372.24
グローバルセキュリティエキスパート	4417	3月期	3,070	46,986	32.58	14.97	45.95	1.07	25.31	30.50
サイバーセキュリティクラウド	4493	12月期	1,739	18,069	23.06	9.59	41.58	0.29	-8.95	-6.40
トレンドマイクロ	4704	12月期	6,721	947,000	29.22	7.54	25.82	0.00	-20.83	2.61
イー・ガーディアン	6050	9月期	1,622	19,356	18.15	1.56	8.60	2.34	-13.95	-40.61
BPO										
ギグワークス	2375	10月期	236	5,222	472.00	1.73	0.37	0.85	-18.06	-28.70
ポールトゥウィンHD	3657	1月期	312	11,905	-34.86	0.89	-2.54	5.13	-27.10	-63.64
デジタルハーツ	3676	3月期	929	22,195	12.47	2.31	18.54	2.48	11.93	-51.82
うるる	3979	3月期	403	11,164	22.30	0.92	4.13	0.68	18.62	4.61
アディッシュ	7093	12月期	527	1,129	14.77	2.67	18.06	0.00	-7.54	-54.29
セキュリティ・BPO関連12社平均					54.56	4.27	17.05	1.31	-1.52	6.22

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 よりトラテジー・アドバイザーズ作成

図表 7. 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)	75.9%	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	-	-
パブリテック事業	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	13,360	-
営業利益	4,203	5,985	4,582	5,730	7,383	13,420	14,000
(前期比)	309.3%	42.4%	-23.4%	25.1%	28.8%	81.8%	4.3%
(営業利益率)	39.9%	38.2%	45.2%	28.6%	19.9%	28.9%	25.5%
NEW-ITトランスフォーメーション事業	608	927	392	1,195	92	5,985	6,317
投資事業	177	166	-226	130	126	-	-
パブリテック事業	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
金融収益	0	0	2	0	55	20	-
金融費用	42	73	19	77	188	789	-
税引前利益	4,160	5,911	4,564	5,653	7,250	12,650	13,223
(前期比)	334.7%	42.1%	-22.8%	23.9%	28.3%	74.5%	4.5%
(税引前利益率)	39.5%	37.8%	45.0%	28.2%	19.6%	27.3%	24.0%
法人所得税費用	1,389	1,798	1,408	1,743	2,874	4,701	-
(実効税率)	33.4%	30.4%	30.9%	30.8%	39.6%	37.2%	-
当期利益	2,771	4,113	3,156	3,910	4,375	7,949	8,359
非支配持分	722	9	63	54	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	7,470	7,904
(前期比)	330.5%	100.3%	-24.6%	24.7%	10.5%	75.3%	5.8%

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 8. 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	-	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)	(百万円)	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	(百万円)	2,712	1,777	1,680	3,413	24,018	34,468	
D/ELシオ	(倍)	0.34	0.06	0.05	0.09	0.61	0.84	
EV(Enterprise Value)	(百万円)	260,398	142,749	115,645	151,227	84,358	99,815	
EBITDA	(百万円)	4,776	6,728	4,862	6,702	11,435	15,131	16,554
EV/EBIDA倍率	(倍)	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	(人)	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

図表 9. 貸対照表 (単位: 百万円)

決算期	20/9	21/9	22/3	23/3	24/3	25/3
現金及び現金同等物	7,599	27,690	30,407	22,968	38,403	30,185
営業債権及びその他の債権	2,921	3,226	3,430	10,331	13,699	17,760
その他流動資産	786	2,040	1,824	3,400	3,989	1,878
流動資産合計	11,306	32,956	35,661	36,699	56,091	49,823
有形固定資産	189	183	423	2,170	1,080	1,152
使用権資産	85	220	246	378	1,070	1,647
のれん	3,759	4,409	4,409	9,042	17,834	28,307
無形資産	1,499	1,288	1,432	2,219	9,735	9,472
持分法で会計処理されている投資	-	-	-	775	731	4,926
その他の金融資産	218	160	208	785	5,229	7,460
繰延税金資産	35	167	344	757	2,019	2,102
その他の非流動資産	2	3	5	118	39	-28
非流動資産合計	5,787	6,430	7,067	16,244	37,737	55,038
資産合計	17,093	39,386	42,728	52,943	93,828	104,861
営業債務及びその他の債務	2,494	2,942	2,976	5,511	7,929	12,140
短期借入金	356	277	277	1,261	3,652	5,838
リース負債	66	128	126	242	633	882
その他流動負債	2,238	2,198	2,494	2,637	8,684	4,551
流動負債合計	5,154	5,545	5,873	9,651	20,898	23,411
社債及び借入金	2,286	1,290	1,162	1,786	19,286	26,883
リース負債	3	82	115	124	447	865
繰延税金負債	46	17	16	65	2,401	3,100
その他の非流動負債	197	57	56	1,985	872	990
非流動負債合計	2,532	1,446	1,349	3,960	23,006	31,838
負債合計	7,687	6,992	7,222	13,611	43,905	55,250
資本金	2,397	1,000	1,002	1,004	1,006	1,042
資本剰余金	1,892	23,086	23,016	22,480	22,048	22,081
利益剰余金	3,669	7,774	10,867	14,398	17,937	24,054
自己株式	0	-1,405	-1,405	-1,405	-1,405	-5,882
その他の資本の構成要素	0	-	-	-	-102	-104
親会社の所有者に帰属する持分合計	7,959	30,455	33,480	36,477	39,483	41,191
非支配持分	1,447	1,939	2,026	2,854	10,439	8,419
資本合計	9,406	32,394	35,506	39,331	49,923	49,611
負債及び資本合計	17,093	39,386	42,728	52,943	93,828	104,861

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 10. キャッシュフロー表 (単位: 百万円)

決算期	20/9	21/9	22/3	23/3	24/3	25/3
税引前利益	4,160	5,911	4,564	5,653	7,250	12,650
減価償却費及び償却費	572	743	280	972	1,823	2,482
子会社の支配喪失に伴う利益					-	-1,569
持分法による投資損益	-	-	-	0	-42	-191
減損損失	-	-	-	22	2,229	798
棚卸資産の増減額	-3	-29	-48	19	87	54
営業債権及びその他の債権の増減額	-1,410	-251	-203	-6,206	-2,246	-4,016
営業投資有価証券の増減額	-401	-1,029	214	-332	-127	-
営業債務及びその他の債務の増減額	1,663	419	33	2,393	2,087	3,587
法人所得税の支払額	-259	-2,210	-1,120	-3,578	-1,778	-5,111
その他	312	250	22	-86	2,786	-847
営業活動によるキャッシュ・フロー	4,634	3,804	3,742	-1,143	12,070	7,836
有形固定資産の取得による支出	-26	-142	-236	-2,244	-1,096	-184
無形資産の取得による支出	-254	-443	-487	-943	-1,127	-827
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	-36	-660	-	-3,194	-9,337	-12,661
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の売却による収入	-	-	-	-315	-	1,405
持分法で会計処理されている投資の取得による支出	-	-	-	-774	-69	-100
投資有価証券の取得による支出	-	-	-	-	-2,496	-988
投資有価証券の売却による収入	-	-	-	-	280	-
その他	48	56	-60	-410	101	-724
投資活動によるキャッシュ・フロー	-269	-1,189	-784	-7,882	-13,745	-14,081
短期借入金の純増減額	-	-	-	50	-50	-150
社債の発行及び長期借入れによる収入	-	300	10	2,200	22,444	12,101
長期借入金の返済による支出	-392	-1,501	-147	-487	-2,552	-3,997
リース負債の返済による支出	-201	-144	-59	-224	-522	-801
新株の発行による収入	45	16,415	4	3	5	70
自己株式の取得による支出	0	-1,407	-	-	-	-4,485
配当金の支払額	-	-	-	-324	-722	-1,351
その他	-1	3,813	-49	390	-776	-63
財務活動によるキャッシュ・フロー	-549	17,476	-241	1,608	17,827	1,324
現金及び現金同等物の増減額	3,815	20,090	2,717	-7,416	16,152	-4,919
現金及び現金同等物の期首残高	3,784	7,599	27,690	30,407	22,968	38,403
連結除外に伴う現金及び現金同等物の減少額					-	-4,068
現金及び現金同等物の期末残高	7,599	27,690	30,407	22,968	38,403	30,185
フリーキャッシュフロー	4,365	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

図表 11. 四半期業績推移 (単位: 百万円)

決算期	24/3				25/3				26/3	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
売上収益	5,118	9,538	14,141	8,216	8,139	8,372	18,425	11,449	9,908	12,358
(前年同期比)	85.3%	200.4%	47.6%	82.5%	59.0%	-12.2%	30.3%	39.4%	21.7%	47.6%
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	5,804
(前年同期比)	69.6%	33.0%	148.4%	226.1%	168.1%	261.1%	7.4%	68.7%	29.7%	32.2%
パブリテック	3,243	8,328	9,906	4,037	3,537	4,175	13,991	4,456	3,955	6,751
(前年同期比)	-72.6%	-259.6%	-26.3%	39.0%	9.1%	-49.9%	41.2%	10.4%	11.8%	61.7%
売上総利益	2,715	7,237	9,720	3,368	3,251	3,917	13,521	5,197	4,526	6,499
(売上総利益率)	53.0%	75.9%	68.7%	41.0%	39.9%	46.8%	73.4%	45.4%	45.7%	52.6%
販売費及び一般管理費	2,067	3,651	3,867	2,670	2,497	2,560	4,369	3,932	4,013	4,640
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	13
その他の費用	0	0	6	8	4	16	13	1,038	12	13
持分法による投資損益	9	6	3	22	4	37	66	82	-19	33
営業利益	717	3,612	5,870	729	2,345	1,467	9,231	375	606	1,893
(前年同期比)	-	2555.9%	15.8%	-	227.1%	-59.4%	57.3%	-	-74.2%	29.0%
(営業利益率)	14.0%	37.9%	41.5%	8.9%	28.8%	17.5%	50.1%	3.3%	6.1%	15.3%
NEW-IT トランスフォーメーション	494	217	696	-1,315	2,478	698	843	1,965	833	770
(前年同期比)	41.1%	-8.8%	78.0%	-	401.6%	221.7%	21.1%	-	-66.4%	10.3%
パブリテック	895	4,296	6,244	-400	1,053	2,086	9,819	86	1,180	2,615
(前年同期比)	-103.9%	-614.8%	-15.1%	-	17.7%	-51.4%	57.3%	-	12.1%	25.4%
営業外損益	419	48	-6	-133	-169	-190	-174	-237	212	33
税引前利益	1,136	3,241	5,816	-2,943	2,177	1,275	9,058	138	818	1,926
法人税等	374	1,013	1,878	-391	723	485	2,818	673	402	737
当期利益	762	2,227	3,937	-2,551	1,454	790	6,239	-535	416	1,188
非支配持分	-93	-49	117	137	67	101	107	203	-6	49
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	6,132	-738	422	1,139

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