

Company Report

2026年3月6日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
伊藤 研一



27/3期以降、ふるさと納税事業以外の成長も示せば、株価は反転するだろう

2月12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Q3累計（4～12月）決算は、売上収益415.2億円（前年同期比18.9%増）、営業利益105.8億円（同18.8%減）で着地した。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の影響を除いても、7.7%の減益であり、やや苦しい決算であったが、10月以降ポイント付与禁止となったふるさと納税事業のGMVがQ3累計で前年同期並みに回復した点は、安心材料となった。

NEW-ITトランスフォーメーション事業のQ3累計業績は、売上収益179.3億円（前年同期比31.2%増）、営業利益24.2億円（同39.6%減）となった。fundbookの新規連結寄与があったものの、DGAの持分再評価益剥落の影響に加えて、イー・ガーディアンの減益等が利益を押し下げた。

パブリテック事業のQ3累計業績は、売上収益240.6億円（前年同期比10.9%増）、営業利益126.2億円（同2.6%減）となり、小幅減益で着地した。Q3累計では、ふるさと納税事業のGMVは前年同期比0.5%減と、会社計画線まで回復した。ストラテジー・アドバイザーズでは、ポイント付与禁止後は、掲載品数や使い勝手といった原点回帰の健全競争が促されると期待しており、Q3の進捗は安心感を与える内容であったと言える。

株価は、期初計画に対して物足りないQ3決算や、ふるさと納税の制度変更（自治体の経費率制限）によるマイナス影響を嫌気し、軟調な推移が継続している。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）も、概ね同様のバリュエーションとなっており、資本市場は、制度厳格化に伴うポータルサイトのテイクレート低下リスクを懸念していよう。同社は、利益の大半をふるさと納税事業に依存している現状を打破すべく、M&A仲介（fundbook買収）や、セキュリティ及びBPO（イー・ガーディアン買収）事業への参入を決断した。27/3期以降、これらの事業が業績を牽引すれば、株価は上昇軌道を描く可能性がある。

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 (26/3/5)	982
52週高値 (25/3/18)	1,456
52週安値 (26/2/24)	919
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)	68.3
EV (十億円)	70.0
自己資本比率 (25/12実績、%)	37.4
ROE (25/12実績、%)	11.9
PER (26/3会予、倍)	8.6
PBR (25/12実績、倍)	1.4
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 Q3累計	34,937	21.3	13,044	27.9	12,511	22.7	8,208	18.1	116.9	-
26/3期 Q3累計	41,527	18.9	10,586	-18.8	10,772	-13.9	6,882	-16.2	98.9	-
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 Q3 累計業績は一時影響を除いても減益となった

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の影響を除いても 7.7%の減益

2月12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Q3累計（4～12月）決算は、売上収益415.2億円（前年同期比18.9%増）、営業利益105.8億円（同18.8%減）で着地した。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Q3累計15.6億円）の影響を除いても、7.7%の減益であり、ふるさと納税事業やイー・ガーディアンの影響によって、やや苦しい決算であった。一方で、10月以降ポイント付与禁止となったふるさと納税事業のGMVがQ3累計で前年同期並みに回復した点は、安心材料となった。

注目のイー・ガーディアンやfundbookの業績寄与は限定的

今年度は、買収したイー・ガーディアン（6050、東証プライム）やfundbookの成長加速を示せるかに注目していたが、前者は、AIシフトに伴う事業縮小や大口顧客の売上縮小により、減収減益となった。後者は、MOU（基本合意書）締結件数をKPIとする質重視の経営への転換や、同社とのシナジーを活用したアライアンスによる紹介案件獲得を進めたが、業績への影響は限定的となった。

収益源のふるさと納税事業は競合他社対比で優位性を増している

ストラテジー・アドバイザーズでは、期初計画達成はチャレンジングであると考える一方で、ふるさと納税事業の回復を踏まえると、現段階で下方修正を出すほどではないと会社側は判断しているのではないかと推察している。収益源であるふるさと納税事業が、ポイント付与禁止による健全競争となったことで、掲載品数など、本質的な優位性が増している点は、ポジティブと言える。

図表 1. 四半期セグメント別損益計算書（単位：百万円）

	FY3/24			FY3/25			FY3/26					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
売上収益	5,118	9,538	14,141	8,216	8,139	8,372	18,425	11,449	9,908	12,358	19,260	
(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%	4.5%	
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	6,045	
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	5,170	
サイバーセキュリティ	-	-	219	274	694	705	790	867	768	814	874	
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	13,356	
地方創生	2,864	7,886	9,349	2,375	2,814	3,572	13,033	2,833	2,968	5,264	11,706	
公共DX	379	442	557	1,661	723	602	958	1,622	987	1,486	1,650	
調整額	-3	-6	-9	-63	-90	-193	-121	-164	-134	-197	-141	
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	8,086	
(前年同期比)	-	2556%	15.8%	-	227.1%	-59.4%	57.3%	-	-74.2%	29.0%	-12.4%	
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	824	
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	8,830	
調整額	-799	-901	-1,071	-1,099	-1,185	-1,317	-1,431	-1,676	-1,407	-1,492	-1,569	
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%	42.0%	
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%	13.6%	
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%	66.1%	

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二桁減益

NEW-IT トランスフォーメーション事業の Q3 累計業績は、売上収益 179.3 億円（前年同期比 31.2%増）、営業利益 24.2 億円（同 39.6%減）となった。fundbook の連結効果で、8.8 億円の増益寄与があったものの、DGA の持分再評価益剥落の影響に加えて、イー・ガーディアンの減益影響や、ふるさと納税事業の販促費等の増加影響が利益を押し下げた。

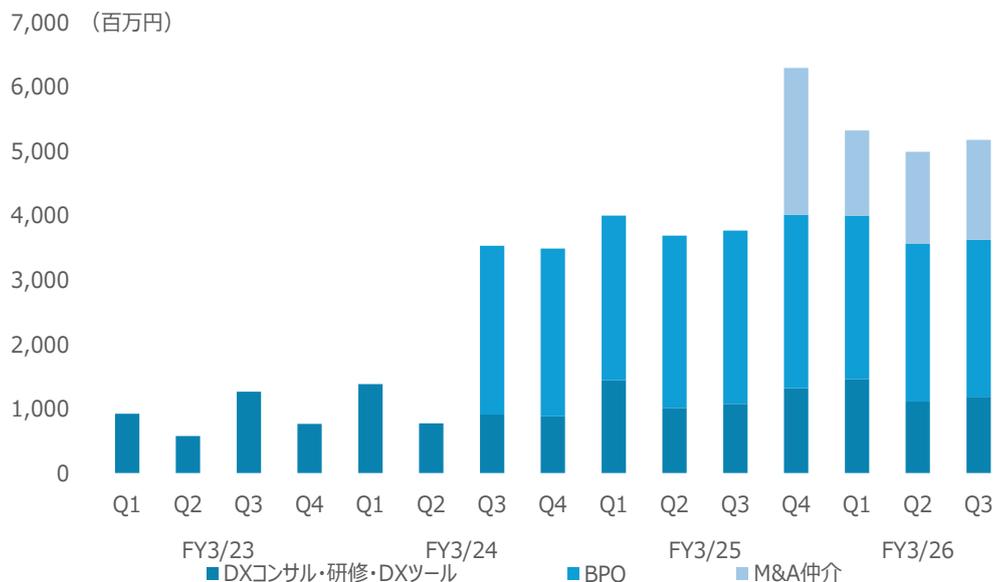
fundbook の KPI の開示が待たれる

fundbook の Q3 累計売上収益は、42.9 億円（前年同期は 31.5 億円）と堅調に推移した。加えて、前年同期と比較すると、フロントセールス人数が増加（125→140 名）していることや、大手金融機関とのアライアンスによる紹介件数が 158 件（2025 年 9 月-2026 年 1 月）まで拡大したことが確認できた。同社が買収する前は、売りアドバイザー契約数を KPI とし、量重視の経営を進めてきたが、買収以降は、成約率に直結する MOU 締結件数を KPI とした質重視の経営に方針転換している。同社は、これまで MOU 等の KPI を開示していないが、来期以降開示されれば、同社の自信の表れと捉えることもできよう。

イー・ガーディアンの 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 Q3（10-12 月）売上高は 24.4 億円（前年同期比 9.4%減）となり、想定以上に軟調な結果だった。領域別の売上高は、ソーシャルサポートが 17.0 億円（同 8.8%減）、ゲームサポートが 2.9 億円（同 13.5%減）、アド・プロセスが 3.2 億円（同 5.0%減）となった。構成比の大きいソーシャルサポート領域で、大口顧客の売上縮小や、AI 実装に伴う事業縮小の影響が業績を押し下げた。AI と人をかけ合わせるビジネスモデルの刷新をドラスティックに進めており、AI 推進部署の新設に加えて、価格の適正化や、拠点の集約（イー・ガーディアン東北の吸収合併）による生産性の向上といった成果が、4 月以降顕在化することに期待したい。なお、同社は、営業体制の刷新・強化（機能×領域ごとに営業を配置）や、マーケティング強化（リード獲得及びナーチャリング）を実施しており、期初計画では Q3 以降の成長回帰を見込んでいる。

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：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

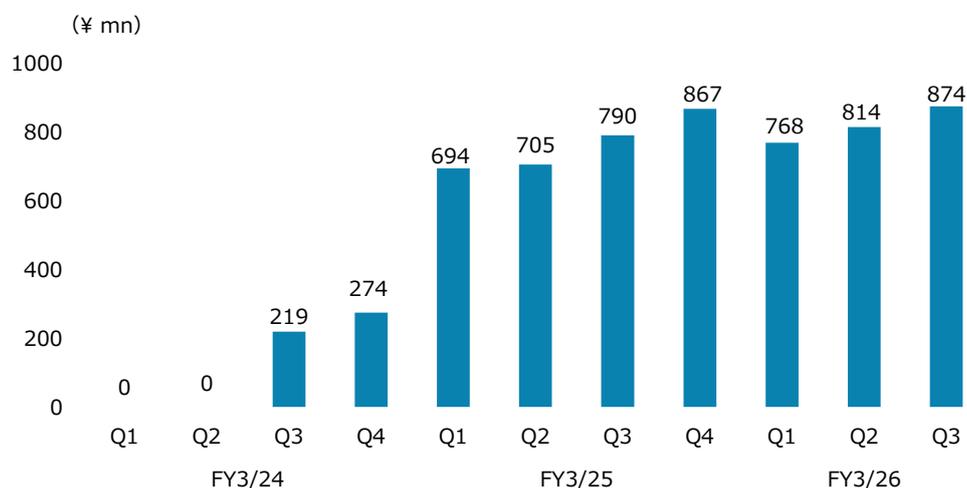
サイバーセキュリティ領域は二桁増収

サイバーセキュリティ領域の Q3 売上収益は、8.7 億円（前年同期比 10.7%増）となり、二桁増収となった。イー・ガーディアン¹のサイバーセキュリティ売上高は 2.0 億円（前年同期比 2.6%減）で、アイディールートコンサルティング（IDR）を中心に増収を確保した。

同社は、中間持株会社であるサイリーグホールディングス及びイー・ガーディアンが出資している SMBC サイバーフロント²経由での案件拡大を進めている。具体的には、8 月より提供開始したインシデントレスポンスサービスの契約獲得等である。SMBC サイバーフロントは、同社の持分法適用関連会社であることから、営業利益への影響は限定的であるものの、今後は、サイリーグホールディングスでの案件化を進める見込み。

なお、IDR は、売上高の拡大が進んでいる一方で、今年度は赤字となる見込み。1) 採用強化を進めている一方で、案件の獲得が追いつかず、稼働率を上げきれていないこと、2) 一部の案件で、社内リソースでは対応できず、外注を活用せざるを得なくなっている案件があること、が背景である。27/3 期以降は、収益性重視で損益の確保を目指すとのことである。

図表 3. サイバーセキュリティ領域の売上高推移



注 1 : EGSS は 24/3 期 Q3 から連結開始、IDR は 25/3 期 Q1 から連結開始

注 2 : サイバー攻撃などのセキュリティインシデントが発生した際に、迅速な封じ込め・調査・復旧支援を行うサービス

出所 : 会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

3. ポイント付与禁止後の健全競争はふるさと納税事業に追い風

パブリック事業は小幅減益

パブリック事業の Q3 累計業績は、売上収益 240.6 億円（前年同期比 10.9%増）、営業利益 126.2 億円（同 2.6%減）となり、小幅減益で着地した。地方創生領域の中核を占めるふるさと納税事業の上期（4-9 月）進捗は、ポイント付与禁止前の駆け込み需要が想定を下回ったことを主因に、やや軟調な推移となったが、Q3 累計では、GMV が前年同期比 0.5%減まで回復しており、計画線まで回復した。ストラテジー・アドバイザーズでは、ポイント付与禁止後は、掲載品数や使い勝手といった原点回帰の健全競争が促されると期待しており、Q3 の進捗は安心感を与える内容であったと言える。

ふるさと納税事業の新たな 2 つの懸念

一方で、新たな懸念は、2027 年から年収 1 億円以上の高所得者の寄付上限額が 438 万円に設定されることと、2026 年から段階的に適用される募集経費を 5 割以下から 4 割以下とする経費率制限の影響であろう。前者に関して、同社は、一定程度の影響を認めるものの、賃金上昇に伴う寄付額の増加で吸収可能とみており、影響は軽微となる見込み。実際に、厚生労働省が実施している毎月勤労統計の 12 月名目賃金（現金給与総額）は 2.4%の上昇であった。後者は、自治体がポータルサイトに対して、手数料引き下げ交渉を行う可能性があり、今後の動向を注視する必要があるものの、自治体の手残りを増やす取り組み（ガバメントクラウドファンディング、自治体主体型マーケティングサービス、企業版ふるさと納税の強化）によって、影響を最小限に抑える方針。

図表 4. 政策目的リード型ふるさと納税

秋田県庁との健康・医療を通じた地域づくりの取組

- 秋田県はがん死亡率が28年連続で全国ワースト*になっている等、県民の健康改善に向けた取組が急務
- トラストバンクと秋田県は連携協定を締結し、個人版・企業版ふるさと納税およびガバメントクラウドファンディング®（GCF®）を総合的に活用することで、医療分野における財源を確保し、検診支援などの施策を通じて、地域課題の解決や地域のまちづくりを推進



北海道 胆振・日高地域との地域資源を活用した課題解決の取組

- 胆振・日高地域は、国内軽種馬生産の9割以上を担う日本最大の馬産地であり、国内外の競走馬産業を支える重要地域だが担い手不足や引退馬の受け皿づくりなど地域共通の課題を抱える
- 5自治体とトラストバンクが連携協定を締結し、地域資源である「馬」を起点に、地域の課題解決に取組む
- 個人版・GCF®・企業版を総合的に活用し、地域資源の活用と課題解決を軸とした「馬のまちづくり」を推進



出所：会社資料

公共 DX 領域は堅調に推移

公共 DX 領域は、文教 ICT が成長を牽引し、堅調に推移した。自治体向けのシステム端末及びネットワークの更改案件獲得が成長に寄与した。LoGo シリーズは、前年同期比 10.0%増となり、チャットフォームも引き続き安定的に成長した。BPR・コンサル等は、中央省庁向けの案件が Q3 で 3.5 億円計上された結果、前年同期比 2.8 億円増収となった。依然として受注残は 6.0 億円あることから、Q4 も堅調な推移が期待される。なお、同社は、自治体の情報システム部門支援サービスの提供を開始し、岐阜県飛騨市の情報システム部門の業務を受託した。デジタル人材の確保が困難かつ、情報システム部門の仕事が属人化する「ひとり情シス問題」を解決するソリューションとなっている。具体的には、業務・資産の棚卸、セキュリティルールの整備、BPO 業務などを提供する予定。ふるさと納税事業で培った自治体ネットワークや、LoGo シリーズ提供先の自治体へのクロスセルが期待されるサービスであり、今後の動向が注目される。

4. M&A 仲介及びイー・ガーディアンの成長加速で株価は反転へ

PER はヒストリカルで最低水準

株価は、期初計画に対して物足りない Q3 決算や、ふるさと納税の制度変更（自治体の経費率制限）によるマイナス影響を嫌気し、軟調な推移が続いている。PER は、8 倍程度まで低下しており、ヒストリカルでも最低水準となっている。

M&A 仲介やセキュリティ及び BPO の成長に期待

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）も、概ね同社と同様のバリュエーションとなっており、資本市場は、制度厳格化に伴うポータルサイトのテイクレート低下リスクを懸念していよう。同社は、利益の大半をふるさと納税事業に依存している現状を打破すべく、M&A 仲介（fundbook 買収）や、セキュリティ及び BPO（イー・ガーディアン買収）事業への参入を決断した。これらの事業がふるさと納税事業に比肩する規模まで成長するポテンシャルを示すことができれば、利益の増加だけでなく、バリュエーションの上昇が期待され、株価が大きく上昇する可能性があるだろう。

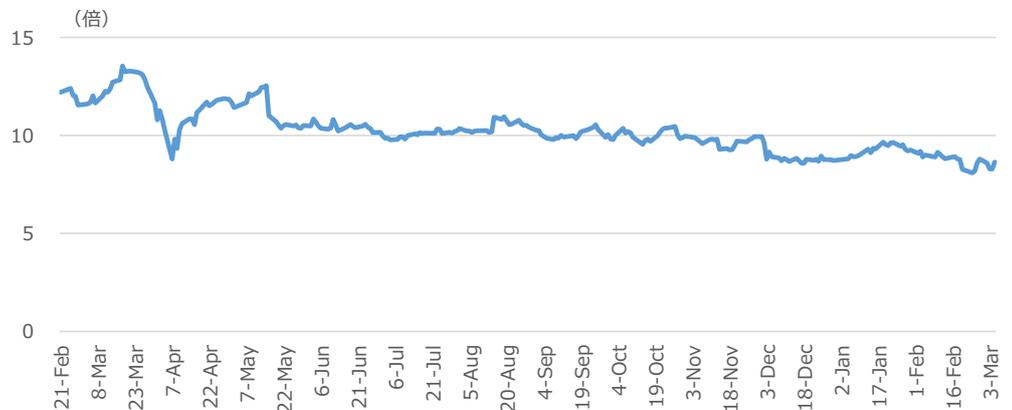
fundbook の成長加速が待たれる

なお、M&A 仲介各社の PER は 10~40 倍となっており、資本市場からの評価も高い。fundbook は、成長加速に向けてグループシナジーの活用による仕込みを進めており、紹介件数の確保等の先行指標となり得る KPI の変化は確認できている。27/3 期以降、成長を加速させられれば、同社のバリュエーションを反転させるきっかけとなる可能性は十分だろう。

イー・ガーディアンは 26/9 期下期に増収増益に転じる計画

また、セキュリティ・BPO 領域の平均 PBR は 3 倍を超えていることから、イー・ガーディアンの成長加速にも期待したい。イー・ガーディアンの 26/9 期期初計画は、売上高 120 億円（前期比 6.1% 増）、営業利益 16.0 億円（同 6.7% 増）。上期（10-3 月）は減収減益だが、下期（4-9 月）に増収増益に転じる計画となっている。

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

政策目的リード型ふるさと納税事業を通じてさらなる飛躍に期待

ストラテジー・アドバイザーズでは、同社のエクイティストーリーとして、ふるさと納税事業で培った地方自治体ネットワークを活用した NEW-IT トランスフォーメーション事業の飛躍に注目している。同社は、ポイント付与禁止後のふるさと納税事業において、政策目的リード型ふるさと納税の拡大を進める方針。具体的には、個人版のふるさと納税に加えて、GCF（ガバメントクラウドファンディング）や企業版ふるさと納税を活用した取り組みである。従来のふるさと納税事業はポータルサイトの提供が主であったが、政策目的リード型ふるさと納税事業では、各自治体の課題に対して、一段と踏み込んだサービス提供が可能となる。これらの取り組みを通じて、M&A 仲介、セキュリティ・BPO、自治体の DX など、各自治体の課題を包括的に解決可能な企業体へと進化することで、地方創生を実現する唯一無二の企業としての飛躍が期待される。

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 (3/5) (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 (%)	3年騰落率 (%)
チェンジホールディングス	3962	3月期	982	72,523	8.64	1.66	19.16	2.34	-21.31	-61.25
M&A仲介										
日本M&Aセンターホールディングス	2127	3月期	643	216,750	18.55	4.33	23.31	4.51	7.52	-42.72
M&Aキャピタルパートナーズ	6080	9月期	3,425	108,775	15.04	2.51	16.71	2.00	18.06	-9.27
ストライク	6196	9月期	4,220	81,037	42.37	3.77	8.91	1.42	37.01	9.90
M&A総研ホールディングス	9552	9月期	682	36,897	10.43	7.22	69.23	0.00	-44.51	-77.22
M&A仲介5社平均					19.01	3.90	27.46	2.05	-0.64	-36.11
ふるさと納税ポータルサイト										
アイモバイル	6535	7月期	524	30,469	9.41	1.82	19.31	5.15	8.49	26.06
ふるさと納税ポータルサイト2社平均					9.03	1.74	19.24	3.75	-6.41	-17.59
コンサル										
アクセンチュア	ACN	8月期	210	129,241	15.16	-	-	-	-39.27	-21.99
ドリームインキュベータ	4310	3月期	3,015	28,746	-	2.04	-	4.54	-24.25	-4.59
シグマクシス・ホールディングス	6088	3月期	695	59,770	13.19	4.08	30.91	3.74	-30.36	24.66
ベイカレント	6532	2月期	4,571	710,386	18.61	7.36	39.57	2.19	-30.01	-15.04
ライズ・コンサルティング・グループ	9168	2月期	501	12,389	10.27	1.93	18.78	4.19	-20.10	-
タナベコンサルティンググループ	9644	3月期	740	25,160	22.59	2.27	10.05	3.51	9.06	69.53
船井総研ホールディングス	9757	2月期	1,135	113,500	15.75	4.13	26.23	4.23	-5.02	-20.85
研修企業										
リンクアンドモチベーション	2170	12月期	549	60,904	17.14	4.48	26.14	2.99	0.92	1.10
インソース	6200	9月期	714	60,864	12.95	4.80	37.09	4.13	-17.93	-46.91
アルー	7043	12月期	885	2,261	9.13	1.59	17.47	1.24	25.71	-30.81
識学	7049	2月期	800	7,311	18.69	2.73	14.63	0.00	2.96	43.63
コンサル・研修企業12社平均					14.74	3.37	24.00	3.01	-12.47	-5.68
セキュリティ										
エルテス	3967	2月期	601	3,739	21.33	1.96	9.21	0.00	-14.51	-25.16
網屋	4258	12月期	2,968	26,209	29.17	8.93	30.62	0.00	85.21	403.48
グローバルセキュリティエキスパート	4417	3月期	2,425	37,126	25.74	11.82	45.94	1.35	-0.21	-7.97
サイバーセキュリティクラウド	4493	12月期	1,580	16,417	18.72	3.67	19.62	0.38	-15.73	-7.76
トレンドマイクロ	4704	12月期	5,286	744,806	18.87	5.42	28.70	-	-51.95	-18.43
イー・ガーディアン	6050	9月期	1,620	19,332	18.13	1.56	8.60	2.35	-23.22	-32.05
BPO										
ギグワークス	2375	10月期	217	4,802	434.00	1.59	0.37	0.92	-21.09	-32.19
ポータルトゥウィンHD	3657	1月期	312	11,905	-34.86	0.89	-2.54	5.13	-28.77	-64.86
デジタルハーツ	3676	3月期	937	22,386	12.58	2.33	18.54	2.45	-9.73	-39.31
うるる	3979	3月期	379	10,499	19.07	0.87	4.54	0.79	-11.14	0.40
アディッシュ	7093	12月期	598	1,281	20.96	2.34	11.18	0.00	-24.97	-56.32
セキュリティ・BPO関連12社平均					49.36	3.59	16.16	1.43	-11.45	4.88

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 よりトラジェリー・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	Q3
売上収益	5,118	9,538	14,141	8,216	8,139	8,372	18,425	11,449	9,908	12,358	19,260
(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%	4.5%
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	6,045
(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%	32.7%
パブリテック	3,243	8,328	9,906	4,037	3,537	4,175	13,991	4,456	3,955	6,751	13,356
(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%	-4.5%
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	13,014
(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%	67.6%
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	4,895
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	8
その他の費用	0	0	6	8	4	16	13	1,038	12	13	92
持分法による投資損益	9	6	3	22	4	37	66	82	-19	33	50
営業利益	717	3,612	5,870	729	2,345	1,467	9,231	375	606	1,893	8,086
(前年同期比)	-	2555.9%	15.8%	-	227.1%	-59.4%	57.3%	-	-74.2%	29.0%	-12.4%
(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%	42.0%
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	824
(前年同期比)	41.1%	-8.8%	78.0%	-	401.6%	221.7%	21.1%	-	-66.4%	10.3%	-2.3%
パブリテック	895	4,296	6,244	-400	1,053	2,086	9,819	86	1,180	2,615	8,830
(前年同期比)	-103.9%	-614.8%	-15.1%	-	17.7%	-51.4%	57.3%	-	12.1%	25.4%	-10.1%
営業外損益	419	48	-6	-133	-169	-190	-174	-237	212	33	-59
税引前利益	1,136	3,241	5,816	-2,943	2,177	1,275	9,058	138	818	1,926	8,027
法人税等	374	1,013	1,878	-391	723	485	2,818	673	402	737	2,666
当期利益	762	2,227	3,937	-2,551	1,454	790	6,239	-535	416	1,188	5,360
非支配持分	-93	-49	117	137	67	101	107	203	-6	49	40
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	5,320

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る、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