



戦略子会社 2 社の成長加速に期待

5 月 14 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 期通期決算は、売上収益 528.2 億円(前期比 13.9%増)、営業利益 112.2 億円(同 16.4%減)と、営業利益は期初計画の 140 億円を大きく下回った。イー・ガーディアン(6050、東証プライム) 及び fundbook が計画を下回ったことが主因。

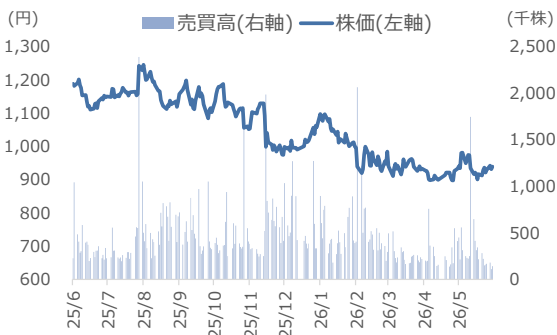
なお、同社は、決算と同時に中期経営計画の業績目標(営業利益 180 億円)達成時期を 28/3 期から 30/3 期へと後ろ倒すことを発表。fundbook の業績目標を引き下げる一方で、シェア拡大が見込まれるふるさと納税事業及び中央省庁コンサルの目標を引き上げた。また、キャピタルアロケーションも見直し、M&A の優先度を引き下げ、M&A 枠を 300 億円から 130 億円へ縮小した。このほか、株主還元強化の一環で、自己株式取得枠 50 億円を新たに設定した。

株価は、決算発表後、小幅上昇に転じている。ストラテジー・アドバイザーズでは、自社株のバリュエーション低下を踏まえ、M&A 資金の一部を自社株買いに投じたキャピタルアロケーションの変更を高く評価している。さらなる買収よりも、fundbook 及びイー・ガーディアンの 2 社を成長軌道へ回帰させることが重要であろう。

なお、PER は 8.5 倍まで低下している。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 9 倍台となっており、規制強化によるふるさと納税事業の成長鈍化を株価は織り込んでいる。同社が中期経営計画で掲げている 30/3 期の利益目標(営業利益 180 億円、EPS168 円)で算出した PER は 5.5 倍前後であることから、同計画の達成を株価が織り込めるかが重要だろう。

ストラテジー・アドバイザーズでは、同計画達成に向けて、1) 健全競争下でのシェア回復及び新たな取り組み(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) によるふるさと納税事業の成長維持、2) 戦略子会社である fundbook 及びイー・ガーディアンの成長加速、3) 中央省庁コンサル等の新たな成長ドライバーの拡大、に注目している。期初計画未達が続いているだけに、不退転の覚悟で同計画を遂行することに期待したい。

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 (26/6/17)	939
52週高値 (25/8/19)	1,245
52週安値 (26/5/14)	897
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)	65.3
EV (十億円)	76.6
自己資本比率 (26/3 実績、%)	44.3
ROE (26/3 実績、%)	15.8
PER (27/3会予、倍)	8.7
PBR (26/3実績、倍)	1.4
配当利回り (27/3会予、%)	2.8

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

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)
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	13,420	81.8	12,650	74.5	7,470	75.3	106.6	20.9
26/3 期	52,827	13.9	11,225	-16.4	11,020	-12.9	6,937	-7.1	99.7	23.0
27/3 期会社予想	57,823~	9.5~	11,500~	2.4~	10,773~	△2.2~	6,690~	△3.6~	99.3~	26.0
	59,000	11.7	12,500	11.4	11,773	6.8	7,311	5.4	108.5	

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。当期利益は親会社株主に帰属する当期純利益。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

1. 計画未達も、マネジメント陣の結果に対する意識変化に期待

26/3 期通期決算の営業利益は会社計画未達

5月14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期通期決算は、売上収益 528.2 億円(前期比 13.9%増)、営業利益 112.2 億円(同 16.4%減)と、営業利益は期初計画の 140 億円を大きく下回った。イー・ガーディアン(6050、東証プライム) 及び fundbook が計画を下回ったことが主因。Q3 時点で期初計画達成は挑戦的であったことを踏まえると、特段サプライズはないものの、増益を見込んでいた戦略子会社 2 社の成長加速を示せず、課題の残る結果となった。

中期経営計画を修正

なお、同社は、決算と同時に、中期経営計画の業績目標(営業利益 180 億円)達成時期を 28/3 期から 30/3 期へと後ろ倒すことを発表。fundbook の中計最終年度の業績目標を引き下げる一方で、シェア拡大が見込まれるふるさと納税事業及び中央省庁コンサルの同目標を引き上げた。また、キャピタルアロケーションも見直し、M&A の優先度を引き下げ、M&A 枠を 300 億円から 130 億円へ縮小した。このほか、株主還元強化の一環で、自己株式取得枠 50 億円を新たに設定した。

役員報酬の減額を発表

また、業績未達を踏まえ、役員報酬の減額を発表。ストラテジー・アドバイザーズでは、キャピタルアロケーションの見直しや役員報酬減額は、オーガニック成長にコミットするという経営陣の強い意志の表れと捉えており、ポジティブに評価している。ふるさと納税事業から生まれるキャッシュフローを原資に、事業多角化を進める同社であるが、イー・ガーディアン及び fundbook の成長加速という経営課題は明確であり、全社一丸となって、成長にコミットすることに期待したい。地方創生という大義の実現に向けて、M&A 仲介及びセキュリティの領域は、潜在的な広がり期待される分野であり、両社の M&A が成功だったと言える事業成長を実現することが不可欠であると言える。

図表 1. 経営成績の概況

		25/3期 実績	26/3期 業績予想	実績	達成率	前期比
売上収益	百万円	46,387	55,000	52,827	96.0%	+13.9%
NEW-IT トランスフォーメーション	百万円	20,797	28,283	23,841	84.3%	+14.6%
パブリテック	百万円	26,160	27,315	29,591	108.3%	+13.1%
EBITDA	百万円	15,131	16,554	13,928	84.1%	-7.9%
EBITDAマージン	%	32.6%	30.1%	26.4%	-	-6.3%
営業利益	百万円	13,420	14,000	11,225	80.2%	-16.4%
NEW-IT トランスフォーメーション	百万円	5,985	6,317	3,257	51.6%	-45.6%
パブリテック	百万円	13,045	13,950	14,156	101.5%	+8.5%
営業利益率	%	28.9%	25.5%	21.2%	-	-7.7%
NEW-IT トランスフォーメーション	%	28.8%	22.3%	13.7%	-	-15.1%
パブリテック	%	49.9%	51.1%	47.8%	-	-2.0%
親会社の所有者に帰属する当期利益	百万円	7,470	7,904	6,937	87.8%	-7.1%
利益率	%	16.1%	14.4%	13.1%	-	-3.0%
EPS	円	106.61	113.60	99.71	87.8%	-6.5%
ROE	%	18.5%	17.8%	15.8%	-	-2.7%
1株当たり配当金	円	20.90	23.00	23.00	-	-

注：EBITDA は営業利益に減価償却費と減損損失を加算して算出。ただし、25/3 期は DGA 持分法再評価益 15.6 億円をノンキャッシュアイテムとして減算して算出

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事業の成長加速は示せず

NEW-IT トランスフォーメーション事業の営業利益は期初計画大幅未達

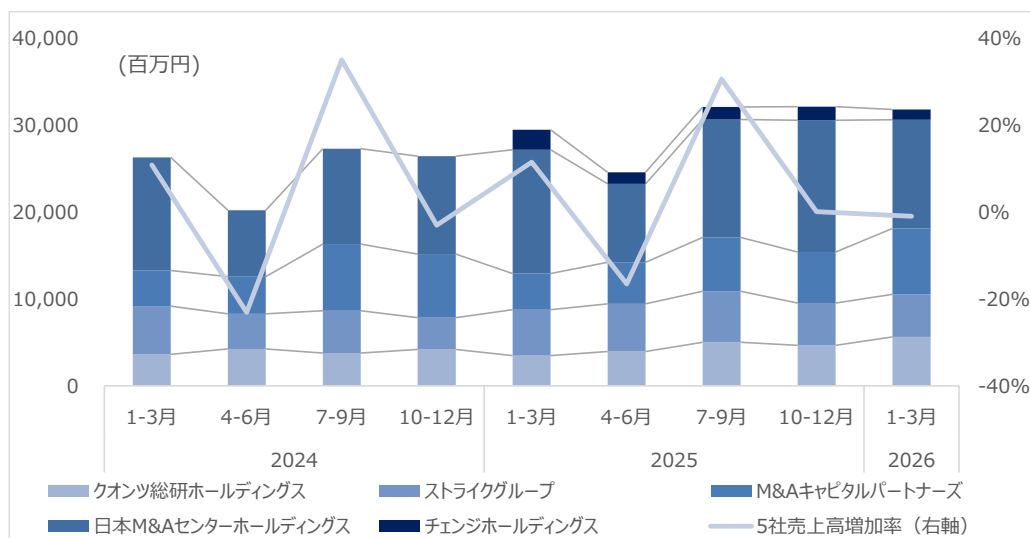
26/3 期の NEW-IT トランスフォーメーション事業は、売上収益 238.4 億円(前期比 14.6% 増)、営業利益は 32.5 億円(同 45.6% 減)。営業利益は期初計画の 63.1 億円に対して大幅未達となった。デジタルグロースアカデミア(以下、DGA)の持分再評価益剥落の影響(15.6 億円)に加えて、イー・ガーディアンが 6.8 億円の利益押し下げ要因となったこと、fundbook も想定を大きく下回る結果となったことが主因。

民間 DX・M&A 仲介領域はオーガニック成長を示せず

民間 DX・M&A 仲介領域の売上高は、202.5 億円となり、前期比増収を確保したものの、増収要因の大半が 25/3 期 Q4 に買収した fundbook の連結効果であり、オーガニック成長を示すには至らなかった。fundbook の売上収益は 54.6 億円となり、前期並み(買収前の 9 カ月間を含む)の水準に留まった。成約件数は、前期と同水準であったが、大型案件が取れず、成約単価が減少した模様。同社は、クロージング力を高めるべく、質的な転換を進めており、成約実績のある経験者採用の強化や、ナラティブ解析 AI を活用したマッチングプラットフォーム(KEPL)の活用、グループシナジーによる教育体制の強化、金融機関からの紹介ルート確立を進めている。

なお、ストラテジー・アドバイザーズでは、競合他社の業績推移を踏まえ、レッドオーシャンである M&A 仲介業界で成長するには、差別化が不可欠であるとみている。fundbook の強みは、AI を活用したマッチングや医療分野の M&A 実績である。こういった特徴とチェンジグループが有する自治体ネットワークを活用した成長戦略を描くことが重要であろう。

図表 2. M&A 仲介 5 社の売上高合計と増収率



注：M&A キャピタルパートナーズおよびクオント総研ホールディングスの売上高は、会計基準の変更により、25 年 10-12 月期および 26 年 1-3 月期は IFRS、それ以前は日本基準。チェンジ HD は M&A 仲介領域の売上収益

出所：Speeda 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)

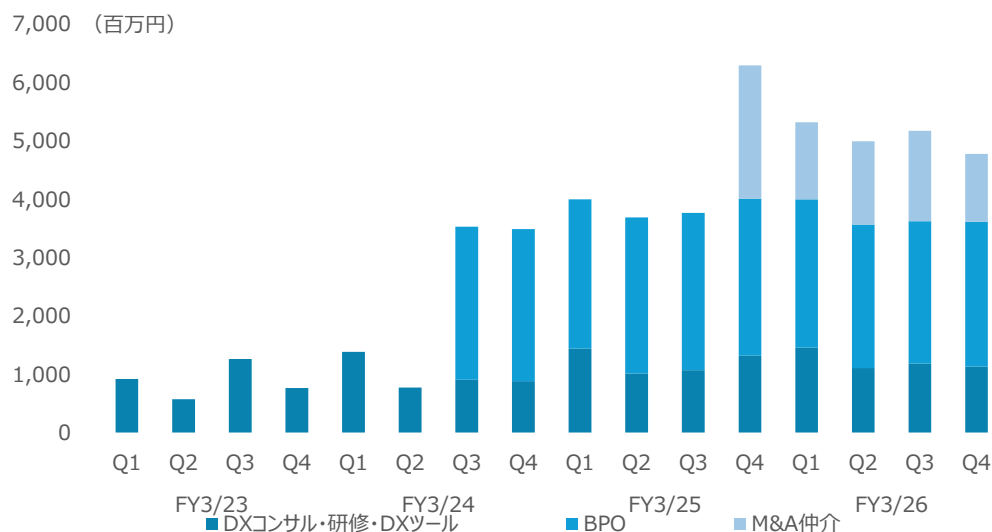
BPO 事業は計画対比でやや軟調な着地も、主力のソーシャルサポートが前四半期比で増収に転じた

イー・ガーディアンが提供している BPO 事業の Q4(1-3 月)売上高は 24.8 億円(前年同期比 7.7%減)と、計画対比でやや軟調な推移となった。ソーシャルサポートは、大口顧客の案件縮小を主因に 17.6 億円(同 3.1%減)となった。さらに、ゲームサポートは 2.6 億円(同 34.4%減)、アド・プロセス 2.9 億円(同 6.7%減)と、いずれも減収となった。ゲームサポートは家庭用ゲームのカスタマーサポート縮小が継続しており、アド・プロセスは、AI を活用した広告審査ツールなどの台頭に伴い、単価下落が顕著となっている模様。

一方で、主力であるソーシャルサポートの売上高が前四半期比で増収に転じた点はポジティブであった。大口顧客の案件縮小は継続しているものの、それ以外の EC やフリマサイトは堅調に推移しており、再度成長軌道回帰が期待される。なお、同社は 4-9 月の業績に対して自信を覗かせている。主力のソーシャルサポートが回復傾向にあることに加えて、AI-BPO の活用による収益性改善が背景にある。AI-BPO モデルは、時間が経過すればするほど、AI の精度が向上し、ヒトを介する部分が縮小していくため、収益性が改善する構造となっていることが奏功しよう。

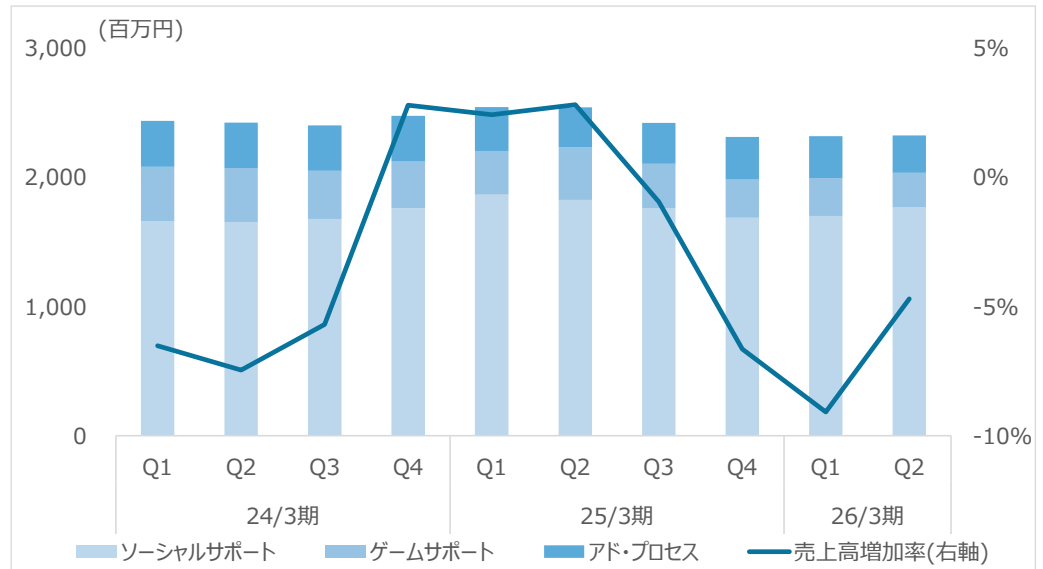
また、営業体制の刷新・強化(機能×領域ごとに営業を配置)や、マーケティング強化(リード獲得及びナーチャリング)の成果も顕在化しているとのことであり、4-9 月に売上計上される大口受注も獲得している模様。イー・ガーディアン買収以降、生成 AI の台頭によって、軟調な業績推移となっていたが、再度、成長軌道に回帰することが期待されよう。

図表 3. 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：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 4. イー・ガーディアンの業務区分別売上高推移



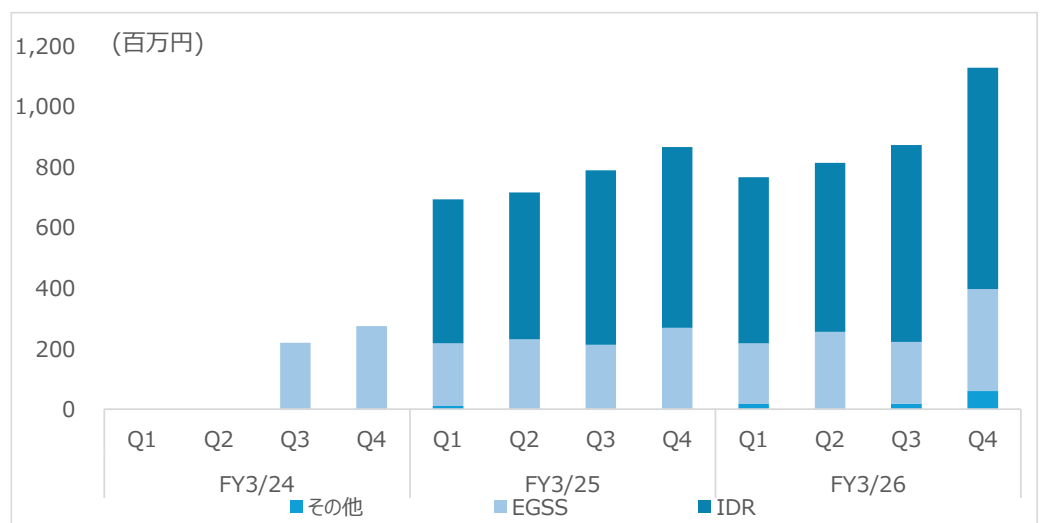
注：業務区分のうち、サイバーセキュリティおよびその他を除外

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

サイバーセキュリティ領域は大幅増収

サイバーセキュリティ領域の Q4 売上収益は、11.2 億円(前年同期比 30.2%増)の大幅増収となった。イー・ガーディانグループのサイバーセキュリティ事業(EGSS)の売上高は、Web アプリケーションファイアウォール(WAF)の販売好調を主因に、3.4 億円(同 28.9%増)と堅調に推移した。また、アイディールートコンサルティング(IDR)の売上高は、複数年一括ライセンス契約獲得を主因に、7.3 億円(同 22.4%増)となった。なお、イー・ガーディアンが提供する WAF は自社サービスであり、収益性は高い。加えて、セキュリティ強化のトレンドが継続しており、4-9 月も堅調な推移が期待される。なお、WAF の国内最大手メーカーであるサイバーセキュリティクラウド(4493、東証グロース)が提供している WAF「攻撃遮断くん」の ARR(年間経常収益)は 5%弱の伸びとなっており、業界全体として、堅調に推移していると見られる。

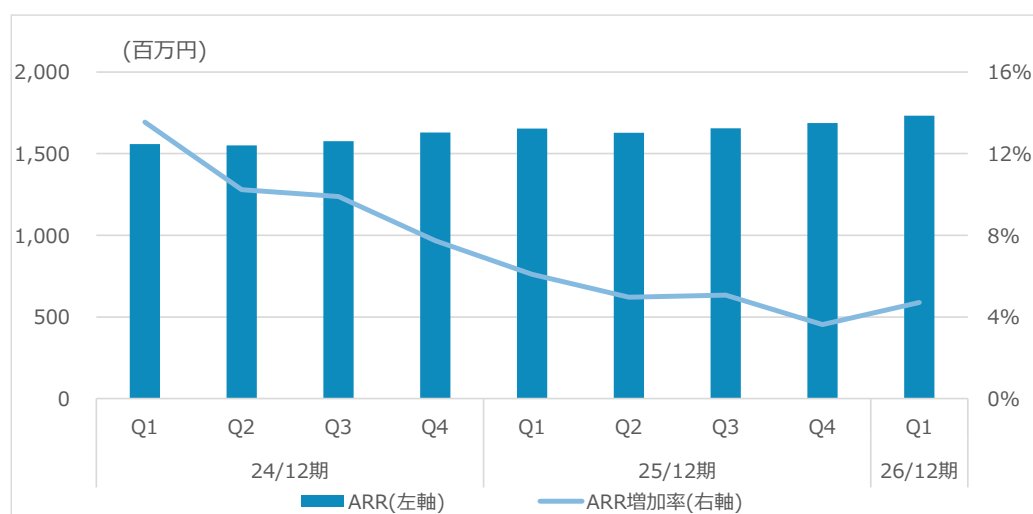
図表 5. サイバーセキュリティ領域の売上高推移



注：EG セキュアソリューションズは 24/3 期 Q3 から連結開始、IDR は 25/3 期 Q1 から連結開始

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 6. サイバーセキュリティクラウドが提供する WAF(攻撃遮断くん)の ARR 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

3. ふるさと納税事業は、健全競争によるシェア上昇に期待

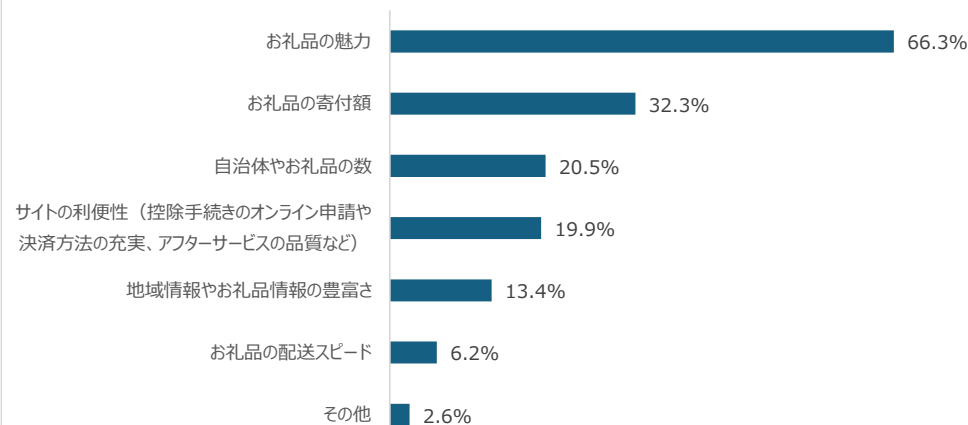
パブリテック事業の通期業績は期初計画並みで着地

パブリテック事業の通期業績は、売上収益 295.9 億円(前期比 13.1%増)、営業利益 141.5 億円(同 8.5%増)で、期初計画(売上収益 273.1 億円、営業利益 139.5 億円)と同水準で着地した。上期のふるさと納税事業は計画をやや下回る進捗であったが、25 年 10 月のポイント付与禁止以降、計画並みの水準まで挽回した。ポイント付与禁止になったことで、利用者がポイントアップのキャンペーンなどの機会を待つことがなくなり、今後は当年の期限となる 12 月に支払いが集中することが想定される。そのため、Q4 の GMV は、前年同期比 1.7%減とやや弱含んだが、1 年を通してみれば特段懸念は不要だろう。

なお、ストラテジー・アドバイザーズでは、ポイント付与禁止後の健全競争(掲載品数や使い勝手)によるシェア上昇に期待している。ふるさと納税ポータルサイトを運営するさとふる(SB プレイヤーズ 100%子会社)が実施したアンケートによると、ポイント付与禁止以降、ふるさと納税サイトを選ぶ際に重視する点として、「お礼品の魅力」に加えて、「寄付額」や「品数」といった項目が上位にきている。マーケティングやポイント還元に依存した競争から、返礼品の質や数を軸とした健全競争へのシフトが進めば、自治体との強固なネットワークを有する同社の優位性が発揮される可能性があるだろう。

図表 7. ポイント付与禁止後のふるさと納税サイト選びに関するアンケート

Q. ポイント付与が禁止された2025年10月以降、ふるさと納税サイト選びの際、どのような点を重視しますか？※複数回答可



出所：さとふるよりストラテジー・アドバイザーズ作成

ふるさと納税制度の見直しの影響は懸念材料

一方で、懸念されることとして、2027 年から年収 1 億円以上の高所得者について寄付金控除の対象額上限が 438 万円に設定されることと、2026 年から募集経費率の上限が寄付額の 5 割以下から 4 割以下へ段階的に引き下げる規制の影響、の 2 点が挙げられる。同社は、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であることに加えて、賃金上昇に伴うふるさと納税金額自体の増加によって成長を維持する予定だが、従前と比較すると成長率鈍化は不可避であろう。ストラテジー・アドバイザーズでは、この間に fundbook やイー・ガーディアンといった NEW-IT トランスフォーメーション事業の中核子会社を成長軌道へ乗せられるかが重要であるとみている。

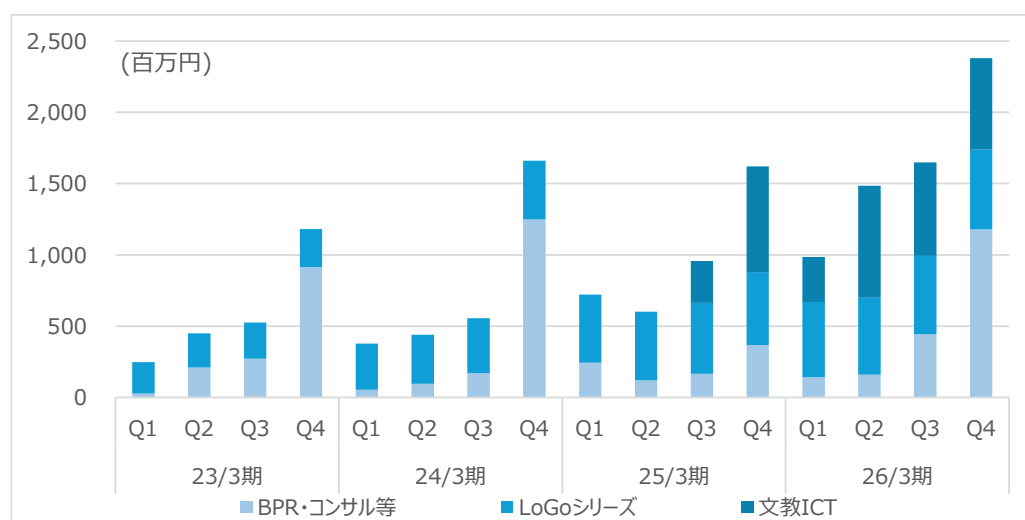
チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

LoGo シリーズは引き続き堅調

公共 DX 領域では、引き続き LoGo シリーズ(自治体向け SaaS サービス)が堅調に推移していることに加えて、23 億円の中央省庁コンサル案件(陸上自衛隊)獲得によって、受注残高を 23 億円まで積み上げる結果となった。チェンジ単体で DX コンサルティングを担っていた人材も一部、中央省庁向けのコンサルティングの支援に参画しているとのことであり、グループを横断した人的リソースの活用を進めている。

なお、陸上自衛隊を傘下に持つ防衛省のサイバーセキュリティ予算は、令和 8 年度で約 2,300 億円(契約ベース)となっており、他の省庁(20~50 億円程度)を大きく上回っている。今後も、防衛省を中心に、中央省庁の大型案件獲得が期待されよう。

図表 8. 公共 DX 領域の売上高推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

4. 株価は底打ちも本格的な上昇は、今年度の事業進捗次第か

今後の焦点は戦略子会社の成長

株価は、決算発表後、小幅上昇に転じている。ストラテジー・アドバイザーズでは、自社株のバリュエーション低下を踏まえ、M&A 資金の一部を自社株買いに投じたキャピタルアロケーションの変更を高く評価している。すでに、fundbook 及びイー・ガーディアン の 2 社を買収した同社にとって、さらなる買収よりも重要なことは、この戦略子会社 2 社を成長軌道へ乗せることであり、従前以上にオーガニック成長にコミットすることが重要であると言える。

企業価値向上のカギは NEW-IT トランスフォーメーション事業の成長

なお、M&A 仲介及びセキュリティ・BPO 領域の PBR は、3.5～4.0 倍程度となっており、サブカテゴリーの中でも高い。同社は、30/3 期までに、NEW-IT トランスフォーメーション事業が営業利益に占める割合を 25%まで高める方針(26/3 期は 9%)。これらを踏まえた同社のエクイティストーリーは、ふるさと納税事業で培った自治体ネットワークを活用し、M&A 仲介やセキュリティ・BPO を成長させ、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ある。

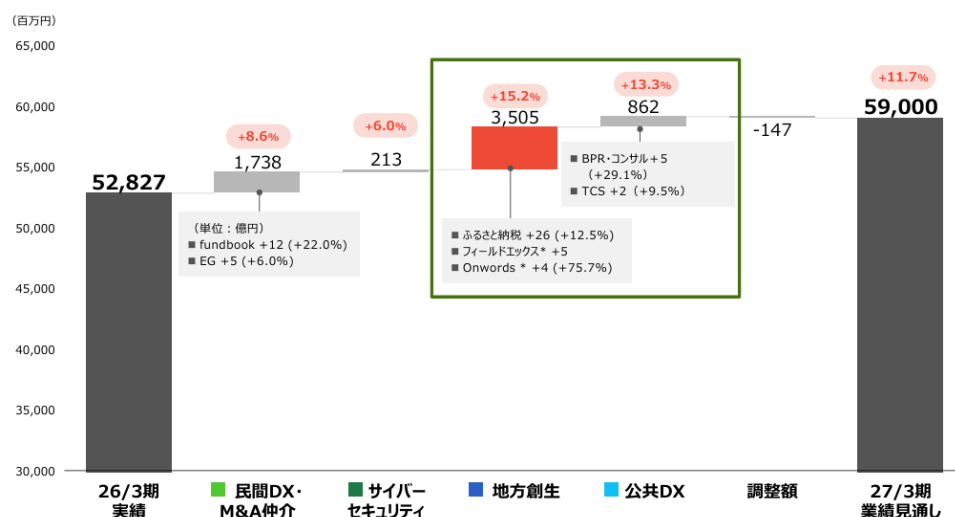
中期経営計画の達成確度が焦点

PER は 8.6 倍まで低下している。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 9 倍台となっており、規制強化によるふるさと納税事業の成長鈍化を株価は織り込んでいる。同社が中期経営計画で掲げている 30/3 期の利益目標(営業利益 180 億円、EPS168 円)で算出した PER は 5.5 倍前後であることから、同計画の達成を株価が織り込めるかが重要だろう。

今年度計画は、2.4%(下限)～11.4%(上限)増益の想定

なお、27/3 期業績計画(売上収益 578.2～590.0 億円、営業利益 115.0～125.0 億円)は、レンジ開示となり、2.4%(下限)～11.4%(上限)増益の想定。今年度は例年以上にふるさと納税事業の売上収益が 12 月に集中する見込みであり、4-9 月の同事業売上収益がやや弱含むことを考慮し、保守的な下限を設定したとのことである。ふるさと納税事業以外では、fundbook 及びイー・ガーディアンの成長加速に加えて、中央省庁コンサルが業績貢献する前提となっている。

図表 9. 27/3 期会社計画の売上収益前提(上限)



出所：会社資料

市場の信認回復には中計達成が不可欠

ストラテジー・アドバイザーズでは、中期経営計画達成に向けて、1) 健全競争下でのシェア回復及び新たな取り組み(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) によるふるさと納税事業の成長維持、2) 戦略子会社である fundbook 及びイー・ガーディアンの成長加速、3) 中央省庁コンサル等の新たな成長ドライバーの拡大、に注目している。期初計画未達が続いているだけに、不退転の覚悟で同計画を遂行することに期待したい。

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 10. バリュエーション一覧

会社名	証券コード	決算期	株価 (6/17) (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	939	69,347	9.45	1.40	14.78	2.77	-19.12	-55.22
M&A仲介										
日本M&Aセンターホールディングス	2127	3月期	651	219,311	15.53	4.12	26.50	4.46	-7.61	-38.24
M&Aキャピタルパートナーズ	6080	9月期	3,615	114,881	15.88	2.65	16.70	1.89	20.90	11.40
ストライクグループ	6196	9月期	1,265	72,875	14.50	1.13	7.80	0.00	7.66	12.61
クオントズ総研ホールディングス	9552	9月期	1,091	59,025	17.32	11.55	66.70	0.00	-14.90	-72.50
M&A仲介5社平均					14.54	4.17	26.50	1.82	-2.61	-28.39
ふるさと納税ポータルサイト										
アイモパイル	6535	7月期	499	29,015	8.96	1.73	19.31	5.41	-17.93	26.76
ふるさと納税ポータルサイト2社平均					9.21	1.56	17.05	4.09	-18.52	-14.23
コンサル										
アクセンチュア	ACN	8月期	170	104,542	12.27	-	-	-	-45.37	-45.95
ドリームインキュベータ	4310	3月期	2,723	25,962	-	2.06	-	5.03	12.99	-4.79
シグマクシス・ホールディングス	6088	3月期	527	45,322	9.64	3.01	31.27	4.93	-59.05	-18.10
ベイカレント	6532	2月期	5,585	867,973	17.25	7.25	42.01	2.33	-23.90	2.08
ライズ・コンサルティング・グループ	9168	2月期	385	9,582	14.15	1.29	9.14	5.45	-65.63	-
タナベコンサルティンググループ	9644	3月期	745	25,330	20.71	2.27	10.94	3.89	0.00	65.37
船井総研ホールディングス	9757	2月期	1,068	106,800	14.82	3.89	26.23	4.49	-11.92	-18.00
研修企業										
リンクアンドモチベーション	2170	12月期	541	60,017	16.89	4.42	26.14	3.03	9.96	21.57
インソース	6200	9月期	575	49,015	10.98	3.87	35.23	5.13	-43.41	-54.76
アルー	7043	12月期	889	2,275	9.17	1.60	17.47	1.24	14.71	-19.40
識学	7049	2月期	829	7,576	-	2.53	-	0.00	-5.47	65.47
コンサル・研修企業12社平均					13.53	3.05	23.69	3.48	-19.68	-5.61
セキュリティ										
エルテス	3967	2月期	563	3,502	34.54	1.87	5.43	0.00	-18.52	-42.26
網屋	4258	12月期	3,380	29,847	33.22	10.17	30.62	0.00	9.74	275.76
グローバルセキュリティエキスパート	4417	3月期	3,240	49,603	24.41	11.08	45.40	1.52	1.09	-1.52
サイバーセキュリティクラウド	4493	12月期	1,690	17,560	20.02	3.93	19.62	0.36	-9.63	-44.04
トレンドマイクロ	4704	12月期	5,820	820,047	20.78	5.96	28.70	-	-44.99	-21.96
イー・ガーディアン	6050	9月期	1,678	20,024	18.78	1.61	8.60	2.26	-16.43	-16.48
BPO										
ギグワークス	2375	10月期	213	4,713	84.86	1.56	1.84	0.94	-4.05	-19.62
ポールトゥウィンHD	3657	1月期	310	11,828	15.65	1.30	8.32	5.16	-7.74	-62.38
デジタルハーツ	3676	3月期	696	16,628	8.39	1.61	19.21	3.59	-23.26	-46.95
うるる	3979	3月期	391	10,831	13.88	2.93	21.10	1.10	3.03	-9.75
アディッシュ	7093	12月期	499	1,080	17.49	1.96	11.18	0.00	-16.97	-58.28
セキュリティ・BPO関連12社平均					25.12	3.78	17.90	1.61	-12.24	-8.56

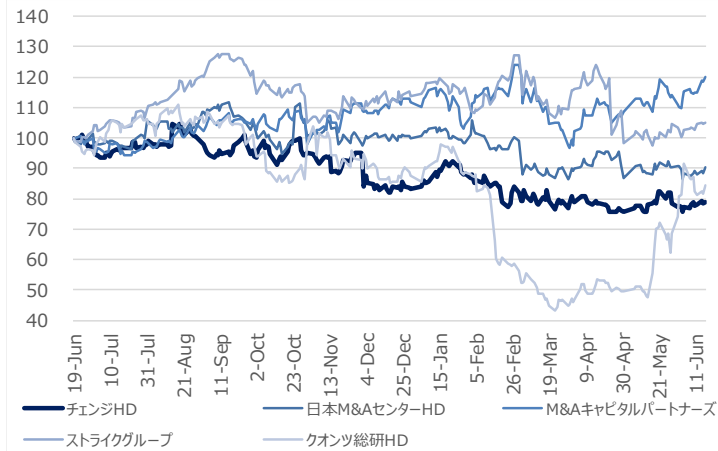
注：アクセンチュアについて、株価及び時価総額は米ドル、PER および ROE は会社予想ではなくコンセンサスに基づく

出所：SPEEDA よりトラジェリー・アドバイザーズ作成

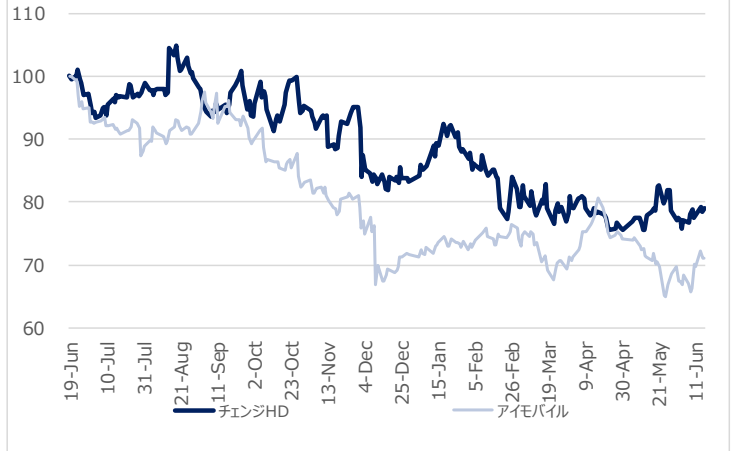
チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 11. サブカテゴリー毎の相対株価チャート

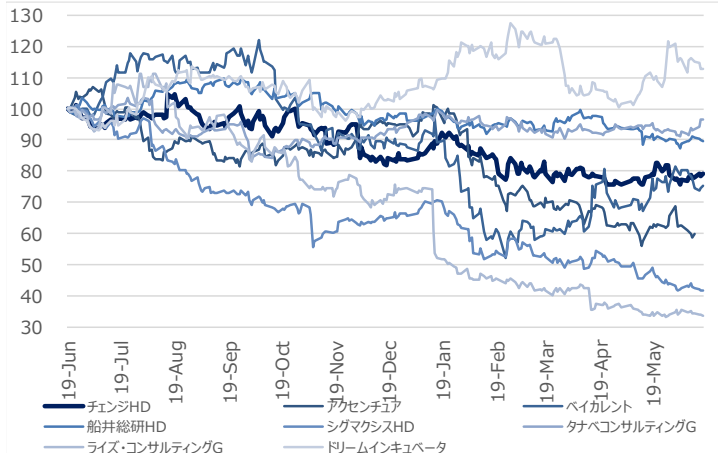
M&A仲介



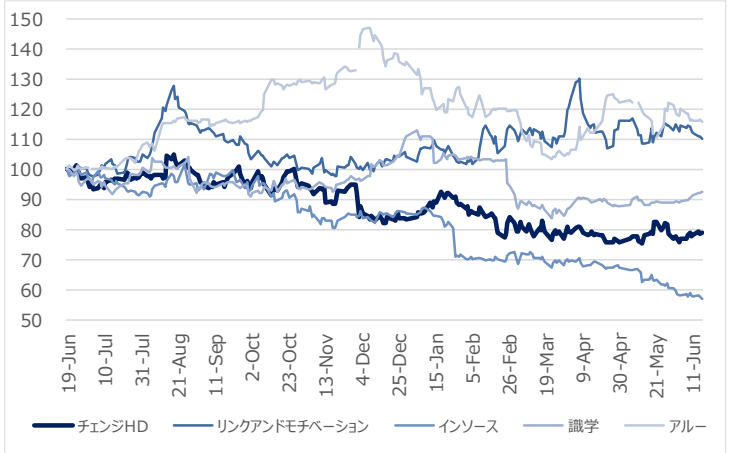
ふるさと納税



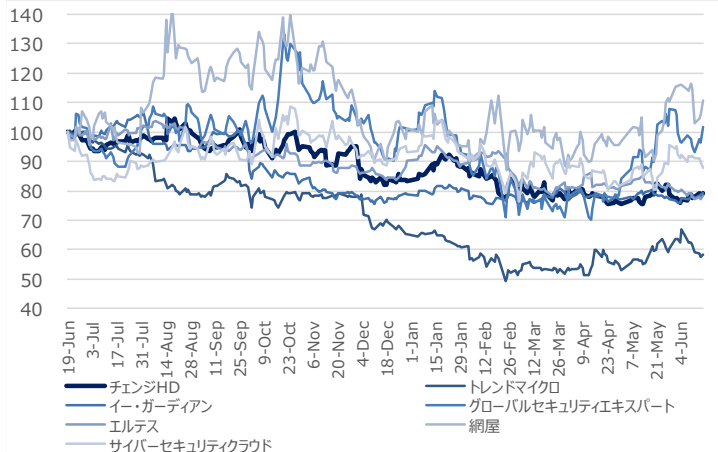
コンサルティング



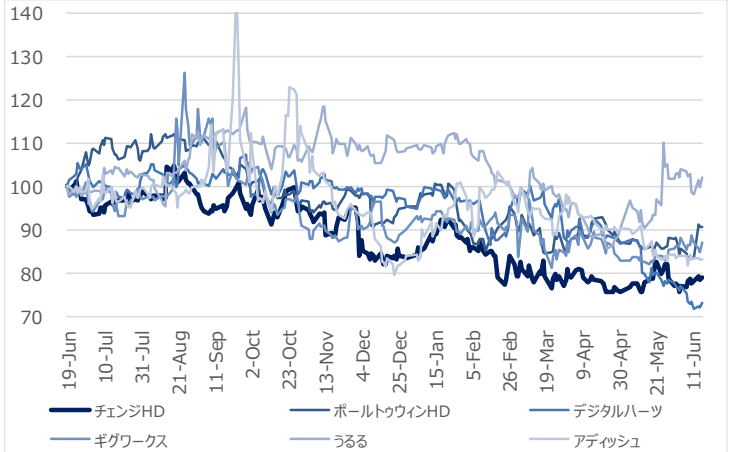
研修



セキュリティ



BPO



出所：SPEEDA よりトラジェー・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 12. 損益計算書 (単位 : 百万円)

決算期	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 会予	30/3 中計目標
売上収益	10,140	20,021	37,015	46,387	52,827	57,823~ 59,000	70,000
(前期比)	-35.2%	97.4%	84.9%	25.3%	13.9%	9.5~ 11.7%	7.3%
NEW-ITトランスフォーメーション事業	1,366	4,956	11,453	20,797	23,841	25,792	31,166
投資事業	-216	162	127	-	-	-	-
パブリテック事業	8,990	14,943	25,516	26,160	29,591	32,783~ 33,959	39,767
調整額	-	-40	-82	-570	-605		
売上総利益	7,974	12,522	23,041	25,888	28,832		
(売上総利益率)	78.6%	62.5%	62.2%	55.8%	54.6%		
販売費及び一般管理費	3,327	7,168	12,256	13,360	17,766		
営業利益	4,582	5,730	10,928	13,420	11,225	11,500~ 12,500	18,000
(前期比)	-23.4%	25.1%	90.7%	22.8%	-16.4%	2.4~ 11.4%	12.5%
(営業利益率)	45.2%	28.6%	29.5%	28.9%	21.2%		
NEW-ITトランスフォーメーション事業	392	1,195	92	5,985	3,257	1,977	5,391
投資事業	-226	130	126	-	-	-	-
パブリテック事業	5,471	7,378	11,036	13,045	14,156	12,474~ 13,474	16,005
調整額	-1,055	-2,973	-3,871	-5,611	-6,187		
金融収益	2	0	55	20	356		
金融費用	19	77	188	789	561		
税引前利益	4,564	5,653	7,250	12,650	11,020	10,773~ 11,773	
(前期比)	-22.8%	23.9%	28.3%	74.5%	-12.9%	△2.2~ 6.8%	
(税引前利益率)	45.0%	28.2%	19.6%	27.3%	20.9%		
法人所得税費用	1,408	1,743	2,874	4,701	3,840		
(実効税率)	30.9%	30.8%	39.6%	37.2%	34.8%		
当期利益	3,156	3,910	4,375	7,949	7,180		
非支配持分	63	54	113	480	243		
親会社の所有者に帰属する当期利益	3,093	3,856	4,262	7,470	6,937	6,690~ 7,311	11,000
(前期比)	-24.6%	24.7%	10.5%	75.3%	-7.1%	△3.6~ 5.4%	12.2%

注1 : 調整額に計上していた子会社の管理部門コストを 27/3 期から各セグメントに計上するため、27/3 期会社予想の各セグメント営業利益は数字上減益となっている。

注2 : 30/3 期の伸び率は前期比ではなく 4 年 CAGR

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 13. 主要財務指標

決算期		21/9	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 会予
EPS	(円)	58.8	42.8	53.3	58.9	106.6	99.7	99.33~ 108.55
BPS	(円)	422.7	462.8	504.2	545.7	592.0	672.0	
1株当たり配当金	(円)	0.0	4.5	10.0	18.7	20.9	23.0	26.0
配当性向	(%)	0.0	-	18.8	31.7	19.3	23.1	26.2~ 24.0
終値	(円)	2,336	1,987	2,345	1,253	1,252	930	
PER	(倍)	39.7	-	44.0	21.3	11.7	9.3	
PBR	(倍)	5.5	-	4.7	2.3	2.1	1.4	
期末発行済株式数	(千株)	72,680	72,960	72,968	72,979	73,852	73,852	
自己株式数	(千株)	623	623	623	623	4,273	4,273	
自社株控除株式数	(千株)	72,056	72,336	72,344	72,355	69,579	69,579	
時価総額(自己株数調整後)	(百万円)	168,324	143,732	169,647	90,661	87,113	64,708	
親会社所有者帰属持分比率	(%)	77.3	78.4	68.9	42.1	39.3	44.3	
有利子負債残高	(百万円)	1,777	1,680	3,413	24,018	34,468	29,119	
D/ELシオ	(倍)	0.06	0.05	0.09	0.61	0.84	0.62	
EV (Enterprise Value)	(百万円)	142,749	115,645	151,227	84,358	99,815	75,671	
EBITDA	(百万円)	6,728	4,862	6,702	11,435	15,131	13,928	14,118~ 15,118
EV/EBIDA倍率	(倍)	21.2	23.8	22.6	7.4	6.6	5.4	
ROE	(%)	21.4	9.7	11.0	11.2	18.5	15.8	13.9~ 15.0
ROIC (投下資本)	(%)	18.1	8.9	10.0	8.1	11.3	8.8	
ROIC (事業資産)	(%)	47.0	33.0	26.8	17.1	20.6	14.6	
従業員数	(人)	305	328	475	1,069	1,448	1,439	

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 14. 貸対照表 (単位 : 百万円)

決算期	21/9	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
現金及び現金同等物	27,690	30,407	22,968	38,403	30,185	26,181
営業債権及びその他の債権	3,226	3,430	10,331	13,699	17,760	21,363
その他流動資産	2,040	1,824	3,400	3,989	1,878	1,795
流動資産合計	32,956	35,661	36,699	56,091	49,823	49,339
有形固定資産	183	423	2,170	1,080	1,152	1,371
使用権資産	220	246	378	1,070	1,647	1,295
のれん	4,409	4,409	9,042	17,834	28,307	29,267
無形資産	1,288	1,432	2,219	9,735	9,472	8,799
持分法で会計処理されている投資	-	-	775	731	4,926	5,118
その他の金融資産	160	208	785	5,229	7,460	8,355
繰延税金資産	167	344	757	2,019	1,987	2,018
その他の非流動資産	-	2	116	35	84	39
非流動資産合計	6,430	7,067	16,244	37,737	55,038	56,265
資産合計	39,386	42,728	52,943	93,828	104,861	105,605
営業債務及びその他の債務	2,942	2,976	5,511	7,929	12,140	12,493
短期借入金	277	277	1,261	3,652	5,838	5,989
リース負債	128	126	242	633	882	832
その他流動負債	2,198	2,494	2,637	8,684	4,551	5,414
流動負債合計	5,545	5,873	9,651	20,898	23,411	24,728
社債及び借入金	1,290	1,162	1,786	19,286	26,883	21,782
リース負債	82	115	124	447	865	516
繰延税金負債	17	16	65	2,401	3,100	3,287
その他の非流動負債	57	56	1,985	872	990	510
非流動負債合計	1,446	1,349	3,960	23,006	31,838	26,095
負債合計	6,992	7,222	13,611	43,905	55,250	50,824
資本金	1,000	1,002	1,004	1,006	1,042	1,042
資本剰余金	23,086	23,016	22,480	22,048	22,081	21,906
利益剰余金	7,774	10,867	14,398	17,937	24,054	29,538
自己株式	-1,405	-1,405	-1,405	-1,405	-5,882	-5,882
その他の資本の構成要素	-	-	-	-102	-104	151
親会社の所有者に帰属する持分合計	30,455	33,480	36,477	39,483	41,191	46,755
非支配持分	1,939	2,026	2,854	10,439	8,419	8,025
資本合計	32,394	35,506	39,331	49,923	49,611	54,781
負債及び資本合計	39,386	42,728	52,943	93,828	104,861	105,605

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 15. キャッシュフロー表 (単位 : 百万円)

決算期	21/9	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
税引前利益	5,911	4,564	5,653	7,250	12,650	11,020
減価償却費及び償却費	743	280	972	1,823	2,482	2,647
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	-192
減損損失	-	-	22	2,229	798	55
棚卸資産の増減額	-29	-48	19	87	54	-77
営業債権及びその他の債権の増減額	-251	-203	-6,206	-2,246	-4,016	-2,204
営業投資有価証券の増減額	-1,029	214	-332	-127	-	-
営業債務及びその他の債務の増減額	419	33	2,393	2,087	3,587	69
法人所得税の支払額	-2,210	-1,120	-3,578	-1,778	-5,111	-3,803
その他	250	22	-86	2,786	-847	-261
営業活動によるキャッシュ・フロー	3,804	3,742	-1,143	12,070	7,836	7,253
有形固定資産の取得による支出	-142	-236	-2,244	-1,096	-184	-377
無形資産の取得による支出	-443	-487	-943	-1,127	-827	-527
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	-660	-	-3,194	-9,337	-12,661	-981
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	-961
投資有価証券の売却による収入	-	-	-	280	-	-
その他	56	-60	-410	101	-724	3
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,189	-784	-7,882	-13,745	-14,081	-2,844
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	1,423
長期借入金の返済による支出	-1,501	-147	-487	-2,552	-3,997	-6,517
リース負債の返済による支出	-144	-59	-224	-522	-801	-1,063
新株の発行による収入	16,415	4	3	5	70	-
自己株式の取得による支出	-1,407	-	-	-	-4,485	-
配当金の支払額	-	-	-324	-722	-1,351	-1,454
その他	3,813	-49	390	-776	-63	-804
財務活動によるキャッシュ・フロー	17,476	-241	1,608	17,827	1,324	-8,415
現金及び現金同等物の増減額	20,090	2,717	-7,416	16,152	-4,919	-4,007
現金及び現金同等物の期首残高	7,599	27,690	30,407	22,968	38,403	30,185
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	27,690	30,407	22,968	38,403	30,185	26,181
フリーキャッシュフロー	2,615	2,958	-9,025	-1,675	-6,245	4,409

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 16. 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	Q4
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	11,299
(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%	-1.3%
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	5,904
(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%	-17.5%
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	4,774
サイバーセキュリティ	-	-	219	274	694	705	790	867	768	814	874	1,129
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	5,527
(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%	24.0%
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	3,146
公共DX	379	442	557	1,661	723	602	958	1,622	987	1,486	1,650	2,381
調整額	-3	-6	-9	-63	-90	-193	-121	-164	-134	-197	-141	-132
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	4,791
(売上総利益率)	53.0%	75.9%	68.7%	41.0%	40.0%	46.8%	73.4%	45.4%	45.7%	52.6%	67.6%	42.4%
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	4,217
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	1
その他の費用	0	0	6	8	4	16	13	1,038	12	13	92	63
持分法による投資損益	9	6	3	22	4	37	66	82	-19	33	50	127
営業利益	717	3,612	5,870	729	2,345	1,467	9,231	375	606	1,893	8,086	639
(前年同期比)	-	255.9%	15.8%	-	227.1%	-59.4%	57.3%	-	-74.2%	29.0%	-12.4%	70.4%
(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%	5.7%
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	828
(前年同期比)	41.1%	-8.8%	78.0%	-	401.6%	221.7%	21.1%	-	-66.4%	10.3%	-2.3%	-57.9%
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	1,529
(前年同期比)	-103.9%	-614.8%	-15.1%	-	17.7%	-51.4%	57.3%	-	12.1%	25.4%	-10.1%	1677.9%
営業外損益	419	48	-6	-133	-169	-190	-174	-237	212	33	-59	-391
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	247
法人税等	374	1,013	1,878	-391	723	485	2,818	673	402	737	2,666	33
当期利益	762	2,227	3,937	-2,551	1,454	790	6,239	-535	416	1,188	5,360	214
非支配持分	-93	-49	117	137	67	101	107	203	-6	49	40	160
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	54

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