

Company Report

2026 年 9 月 30 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
伊藤 研一



戦略子会社 2 社の成長加速に期待

8 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 27/3 期 Q1 決算(4-6 月)は、売上収益 108.8 億円(前年同期比 9.9%増)、営業利益 4.9 億円(同 19.0%減)で着地した。大幅減益となったが、2.7 億円の株主優待費用の影響を除けば 26.0%の増益であり、概ね計画に沿ったスタートとなった。

NEW-IT トランスフォーメーション事業は、売上収益 62.1 億円(前年同期比 2.1%増)、営業利益 4.1 億円(同 44.6%増)で大幅増益となった。DX ツールや M&A 仲介、サイバーセキュリティといった収益性が比較的高い事業がそれぞれ小幅ながら増収となったことが主因。なお、戦略子会社であるイー・ガーディアンと fundbook は、増収となったものの、対予算では売上収益が若干未達となった模様で、Q2 以降の挽回が注目される。

パブリテック事業は、売上収益 47.3 億円(前年同期比 19.8%増)、営業利益 9.2 億円(同 15.9%増)となり、堅調に推移した。ポイント付与禁止の影響で 1-6 月のふるさと納税市場全体が前年同期比 15-20%減少したと見られる中、同社の Q1 におけるふるさとチョイス GMV は同 7.3%減にとどまり、相対的にシェアを拡大させた可能性がある。

PER は 10 倍前後で推移しており、ふるさと納税事業に依存した収益構造からの脱却を示し切れていない点が株価に反映されている。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%まで高める方針であり、自治体ネットワークを活用して M&A 仲介やセキュリティ・BPO を成長させられるかが株価再評価の最重要ポイントとなる。

27/3 期通期計画(売上収益 578.2-590.0 億円、営業利益 115-125 億円)に対し、例年以上に寄付が集中する Q3(10-12 月)の進捗次第では計画上限の達成も視野に入る。中期経営計画の達成に向けては、1) ふるさと納税事業の成長維持、2) 戦略子会社である fundbook とイー・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拡大、の 3 点に注目したい。

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 (26/9/29)	989
52週高値 (25/10/27)	1,187
52週安値 (26/7/1)	893
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)	68.8
EV (十億円)	80.1
株主資本比率 (26/6 実績、%)	45.6
ROE (26/3 実績、%)	15.8
PER (27/3会予、倍)	9.8
PBR (26/3実績、倍)	1.5
配当利回り (27/3会予、%)	2.6

注：PER の算出で使用した当期利益は会社予想の中央値

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)
26/3 期 Q1	9,908	21.7	606	-74.1	818	-62.4	422	-69.5	6.1	-
27/3 期 Q1	10,887	9.9	491	-19.0	402	-50.9	98	-76.7	1.4	-
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~ 59,000	9.5~ 11.7	11,500~ 12,500	2.4~ 11.4	10,773~ 11,773	△2.2~ 6.8	6,690~ 7,311	△3.6~ 5.4	99.3~ 108.5	26.0

注：当期利益は親会社の所有者に帰属する当期利益。 出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

1. Q1 決算は、想定範囲内も、小幅ながら改善の兆しあり

Q1 は優待費用除けば 26%増益、概ね計画に沿う発進

8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27/3期Q1決算(4-6月)は、売上収益108.8億円(前年同期比9.9%増)、営業利益4.9億円(同19.0%減)で着地した。大幅減益となったが、株主優待費用の影響(2.7億円)を除けば26.0%の増益であり、概ね計画に沿ったスタートとなった。

セグメント別では、パブリテックのふるさと納税事業が成長を牽引。ポイント付与禁止の影響で、年末に寄付を実施するケースが増加しており、1-6月は各社軟調な推移となっている模様。同社のQ1におけるふるさとチョイスGMVも前年同期比7.3%減となったが、ポイント付与禁止の影響が大きいOEMの減少によってテイクレートが上昇したことやマーケティングコストが前年同期比で減少したことが株主優待費用を除いたベースでの増益に寄与した。

グループ各社に改善の兆候、省庁向けコンサルも順調拡大

また、グループ会社各社で小幅ながら改善の兆候が確認された点も、今回の決算の重要なポイントだろう。イー・ガーディアン(6050、東証プライム)のBPOは、前年同期比で増収に転じ、減収トレンドから脱しつつある。また、M&A仲介についても、先行指標である新規受託件数が今Q1で163(前Q1:138、前Q4:147)となり、増加トレンドとなった。さらに、サイバーセキュリティでも、アイディールコンサルティング(以下、IDR)は前年同期比13.5%増、EGセキュアソリューションズ(以下、EGSS)は同28.7%増となり、成長を牽引した。ストラテジー・アドバイザーズでは、同社の株価が上昇に転じるためには、戦略子会社2社(fundbookとイー・ガーディアン)の成長加速が不可欠と見ており、その兆候が確認された点は、ポジティブであった。このほか、中央省庁向けのコンサルが5.1億円の増収となり、Q1末の受注残も18億円と高水準を維持した。防衛省や安全保障領域でのIT投資が急拡大していることや、ガバメントクラウドの移行を背景に大型受注を獲得しているSI企業が増加していることから、今後に期待が持てる内容であった。

図表 1. 経営成績の概況

		26/3期Q1 実績	27/3期Q1 実績	27/3期 業績予想		達成率		前年同期比
				下限	上限	下限	上限	
売上収益	百万円	9,908	10,887	57,823	59,000	18.8%	18.5%	9.9%
NEW-IT トランスフォーメーション	百万円	6,086	6,214	25,792	25,792	24.1%	24.1%	2.1%
パブリテック	百万円	3,955	4,738	32,783	33,959	14.5%	14.0%	19.8%
EBITDA	百万円	1,288	1,200	14,118	15,118	8.5%	7.9%	-6.8%
EBITDAマージン	%	13.0%	11.0%	24.4%	25.6%	-	-	-2.0%
営業利益	百万円	606	491	11,500	12,500	4.3%	3.9%	-19.0%
NEW-IT トランスフォーメーション	百万円	287	415	1,977	1,977	21.0%	21.0%	44.6%
パブリテック	百万円	799	927	12,474	13,474	7.4%	6.9%	15.9%
営業利益率	%	6.1%	4.5%	19.9%	21.2%	-	-	-1.6%
NEW-IT トランスフォーメーション	%	4.7%	6.7%	7.7%	7.7%	-	-	2.0%
パブリテック	%	20.2%	19.6%	38.1%	39.7%	-	-	-0.6%
親会社の所有者に帰属する当期利益	百万円	422	98	6,690	7,311	1.5%	1.3%	-76.7%
利益率	%	4.3%	0.9%	11.6%	12.4%	-	-	-3.4%
EPS	円	6.07	1.41	99.33	108.55	1.4%	1.3%	-76.8%

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。

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は、やや苦戦している印象

NEW-IT 事業は高収益事業の増収で 44.6%増益

NEW-IT トランスフォーメーション事業は、売上収益 62.1 億円(前年同期比 2.1%増)、営業利益 4.1 億円(同 44.6%増) で大幅増益となった。DX ツールや M&A 仲介、サイバーセキュリティといった収益性が比較的高い事業がそれぞれ小幅ながら増収となったことが主因。なお、戦略子会社であるイー・ガーディアンと fundbook は、増収となったものの、対予算では売上収益が若干未達となった模様で、Q2 以降の挽回が注目される。

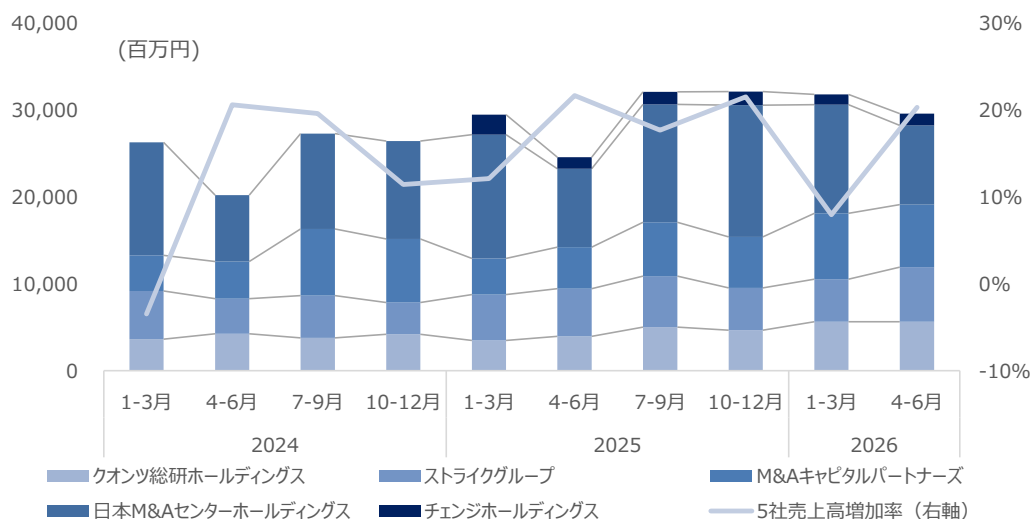
fundbook 新規受託は拡大も、競合比の成長が課題

fundbook は、譲渡希望企業との M&A アドバイザリー契約締結件数(新規受託件数)が 163 件となり、147 件であった前四半期から大きく増加した。また、フロントセールス人数も前年同期末比 13 名増の 155 名となり、規模拡大が進んでいる。なお、前期より注力している金融機関アライアンス経由の成約が 1 件あり、新たなルートでのビジネス獲得が成果に繋がった。

なお、大手金融機関アライアンス経由での案件創出は、当初紹介件数を KPI としていたが、今後は質重視で成約確立の高い案件を積極的に紹介してもらう形へと変更する模様。同社は、今四半期において、開示指標を、「紹介件数」から、より重視している「アドバイザリー契約締結件数」へと変更した。

なお、4-6 月の M&A 仲介 5 社の売上高合計は、前年同期比 20.3%増となった。M&A キャピタルパートナーズ(6080、東証プライム)やクオンツ総研(9552、東証プライム)は前年同期比 40-50%増と極めて好調に推移しているだけに、相対的に物足りない成長率(同 2.4%増)であった点は、大きな課題と言える。特に、採用や高単価の大型案件の成約では、先行している 2 社に劣後しており、質、量の両面で競合他社をキャッチアップしていけるかが今後のポイントと言えよう。

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ツ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 月期以降は 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：各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)

イー・ガーディアンの BPO 事業は増収転換、収益性は Q1 ボトムで再成長へ

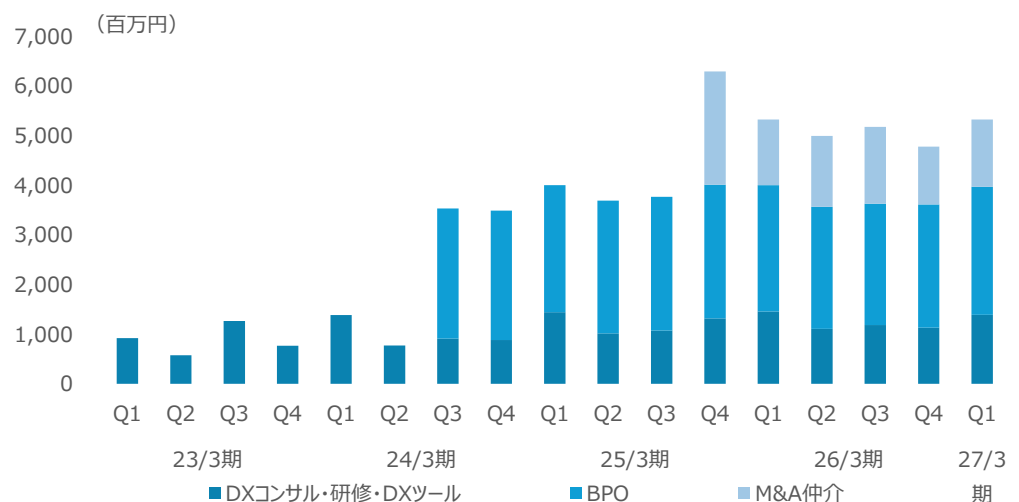
イー・ガーディアンが提供している BPO 事業の Q1(4-6 月)売上高は 25.7 億円(前年同期比 1.4%増)となり、増収に転じた。業績が悪化していたソーシャルサポートの売上高が 18.8 億円(同 7.0%増)と堅調に推移したことが主因。大口顧客の案件縮小が底打ちしたことに加えて、EC・フリマ事業における主要顧客の回復が確認された点はポジティブであったと言える。

また、ゲームサポートは、昨年度に大型案件があったことに加えて、家庭用ゲームのカスタマーサポート縮小もあり、前四半期比横ばいとなったものの、底打ち感が確認された。同領域は、今期から専門チームを設置し、営業活動を進めており、翌期以降、回復に転じることが期待される。一方で、アド・プロセスは、売上高 2.7 億円(同 13.6%減)となり、引き続き減収となった。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。

なお、Q1 におけるイー・ガーディアンの売上総利益率は 28.2%となった。構造改革によるセンター統合に伴う一時的な労務費の重複や、AI 領域への人的投資を主因に、前 Q4 の 30.0%から低下した。売上総利益率は Q1 がボトムとなり Q2 以降は改善に向かう見込みとのことである。なお、同社が注力している AI-BPO モデルは、時間が経過するにつれ、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。そのため、来期以降、収益性が抜本的に改善する見通し。

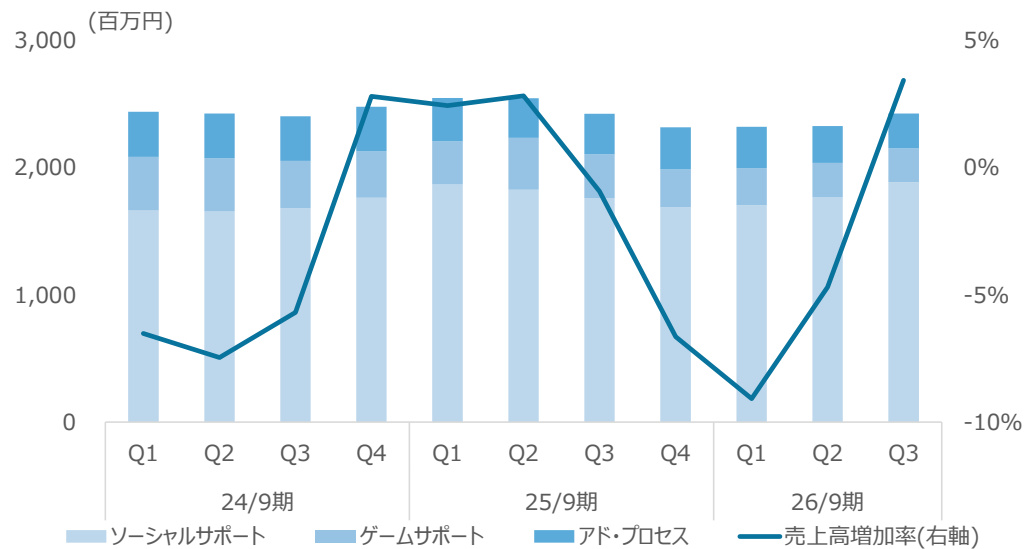
また、営業体制の刷新・強化(機能×領域ごとに営業を配置)や、マーケティング強化(リード獲得及びナーチャリング)の成果も顕在化しており、大口受注も獲得している模様。イー・ガーディアン買収以降、生成 AI の台頭によって、軟調な業績推移となっていたが、再度、成長軌道に回帰することが期待される。

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

セキュリティ領域は 16.5%増収、新 AI サービス等で飛躍期待

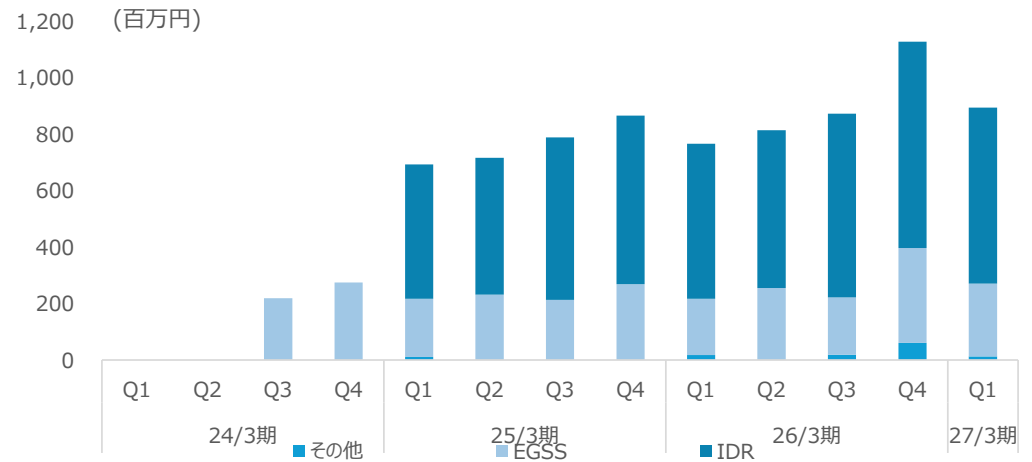
サイバーセキュリティ領域の Q1 売上収益は 8.9 億円(前年同期比 16.5%増)と、堅調に推移した。IDR で、複数年一括ライセンス契約やアップセルが進んだことに加えて、セキュリティリスク規制対応など、リスクガバナンス対応の案件が増加したことが主因。

なお、IT コンサルティング最大手のベйкаレント(6532、東証プライム)は、グローバルセキュリティエキスパート(4417、東証グロース)が提供するエンジニア向けセキュリティ資格講座を活用し、セキュリティ対策支援の体制を 200 名規模で立ち上げることを、5 月に発表した。生成 AI の台頭に伴い、セキュリティ需要がこれまで以上に拡大していることから、競合他社の動向も踏まえ、IDR の事業環境にも追い風ではないかとストラテジー・アドバイザーズではみている。

イー・ガーディアン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、2.5 億円(同 28.7%増)と好調であった。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)も、26 年 6 月末時点で前年同期末比 6%増と堅調に推移しており、業界全体として拡大基調が続いている。

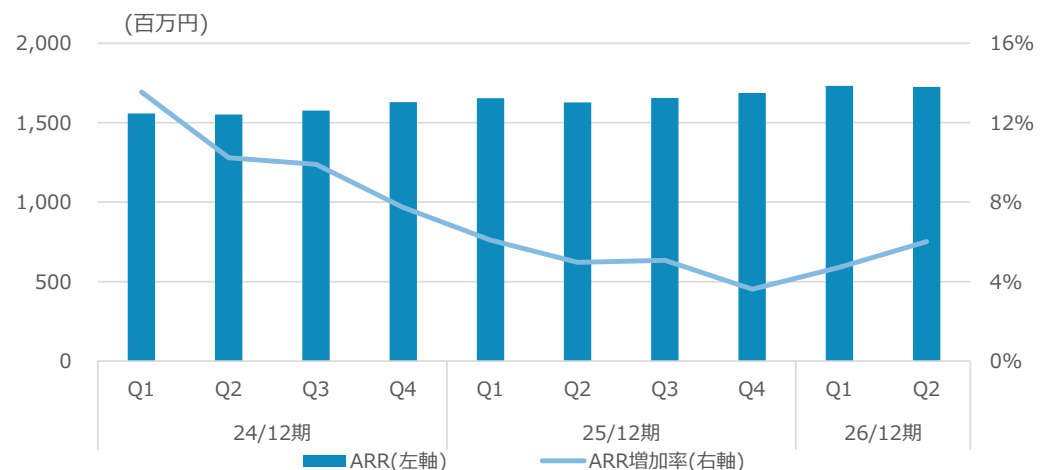
なお、サイバーセキュリティの中間持株会社であるサイリーグホールディングスでは、SMBC サイバーフロントと共同開発した AI 活用の「サイバー攻撃対応ナビ」を 10 月から提供する。IDR 中心に、AI 活用推進とセキュリティを中心としたガバナンス強化によって、攻めと守りの両輪でサービスを提供していく見込み。SMBC グループのネットワークを活用した拡販も想定され、将来的には同社のセキュリティ事業の中核サービスへと飛躍することが期待される。

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. ポイント付与禁止後のふるさと納税事業は、相対的に堅調

パブリック事業は増収増益、ふるさと納税シェア向上に期待

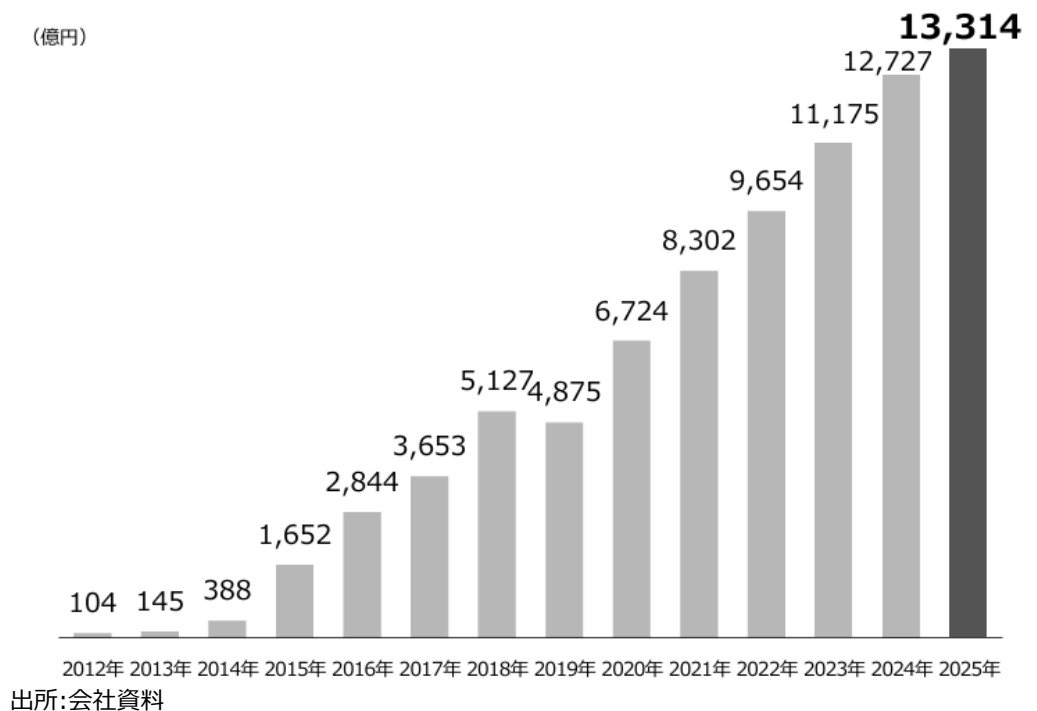
パブリック事業の 27/3 期 Q1 業績は、売上収益 47.3 億円(前年同期比 19.8%増)、営業利益 9.2 億円(同 15.9%増)となり、堅調に推移した。Onwords やフィールドエックスの連結効果や、中央省庁コンサルが 5.1 億円増収寄与したことに加えて、利益面はふるさと納税事業のミックス改善により、2.5 億円の増収寄与となった。

なお、ふるさと納税事業は、ポイント付与禁止の影響で、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、今年は例年以上に、決済期限となる 12 月に支払いが集中することが予想される。同社の推計によると、1-6 月のふるさと納税市場は前年同期比 15-20%減少した模様であり、Q1 におけるふるさとチョイス GMV が同 7.3%減だったことを踏まえると、相対的にはシェアを上げた可能性がある。

直接の競合であるアイモバイル(6535、東証プライム)は、9 月 10 日に発表した 27/7 期の業績計画において、コンシューマー事業(ふるさと納税事業)の売上高を前期比 2.8%減と想定とした。競合他社の期初計画からも、1-6 月は各社苦戦した模様であるが、ふるさとチョイスは相対的に堅調に推移したと見られる。一方で、支払いが例年以上に 12 月偏重となると予想されることや、各社の状況が軟調となっていることから、各社が当初想定以上の予算を 12 月のマーケティング投資に投下するなど、短期的なマーケティング合戦が繰り広げられる可能性には注意が必要である。

ふるさと納税市場規模自体は、継続的に拡大している。また、ポイント付与禁止に伴い、返礼品数やポータルサイトの使い勝手といった要素が変数となることから、ストラテジー・アドバイザーズでは、従前以上に上位寡占の市場へと変化していく可能性があると考えている。ふるさと納税ポータルサイトの老舗である同社のシェアが継続的に上昇することが期待される。

図表 7. ふるさと納税市場規模の推移



チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

省庁向けコンサルが 5.1 億円増収、 公共 DX 拡大に期待

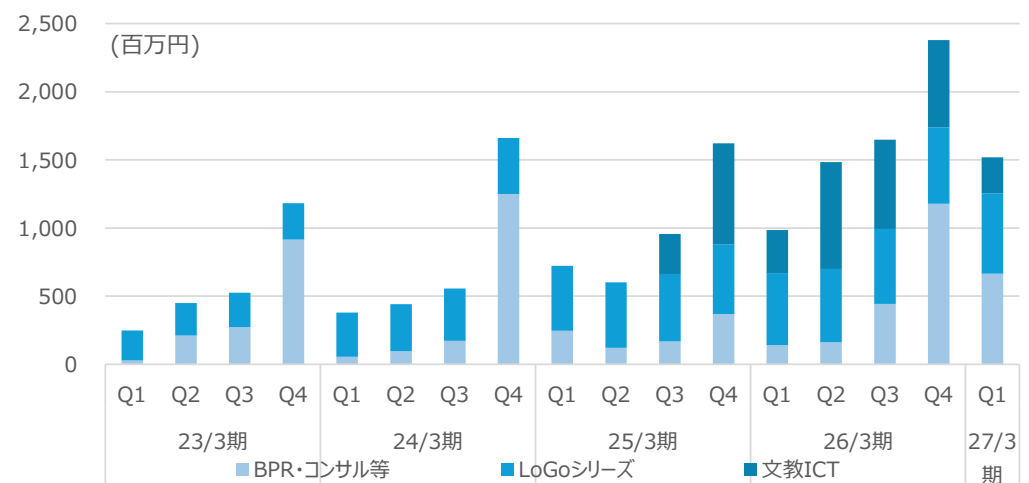
公共 DX 領域では、引き続き LoGo シリーズ(自治体向け SaaS サービス)が堅調に推移していることに加えて、BPR・コンサル等では、中央省庁向けコンサルで前年同期比 5.1 億円の増収を確保した。なお、中央省庁向けの案件は、システムインテグレーション各社も大型受注の獲得が進んでおり、今後も継続的に案件が顕在化する見込み。同社は、アクセンチュア(米国)出身者が立ち上げたコンサルティング事業が祖業であることを踏まえると、同領域で事業拡大を進めるポテンシャルは十分あると言えよう。

文教 ICT は、GIGA スクール構想の反動減で前年同期比 16.5%減収のスタートとなったものの、Q2 以降に受注済みの大型案件のデリバリーが本格化する見込みであり、特段懸念は不要とのことである。

なお、同社は、熊対策のドローン実証事業を秋田県より受託した。同社のグループ総合力(チェンジ HD×地方子会社の東光コンピュータ・サービス×投資先のエアロネクスト)によってサービスを提供する見込み。同社が体現したい地方創生の形を示す好例であると言えよう。秋田県で実績を示せば、他の都道府県への展開が期待される案件だけに、今後注目したい。

なお、ストラテジー・アドバイザーズでは、同社のバリュエーション低迷の一因として、同社が考える地方創生のモデルケースを示し切れていないことがあると見ている。上述の熊対策を一例に、今後も、同社にしか出来ないサービスを積極的に開発し、地方創生という大義を実現すべく、事業拡大を進めていけるかに注目したい。

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. 株価は様子見も、戦略子会社成長加速と Q3 進捗で再評価へ

株価は様子見も、2 大戦略子会社の成長加速で再評価へ

決算発表後、株価は概ね横ばいの推移となっており、様子見状態が続いている。従前より指摘していた通り、fundbook 及びイー・ガーディアン¹の成長加速を示し切れていない点が株価推移に表れていると言えよう。なお、PER は 10 倍前後で推移しており、ふるさと納税事業の競合であるアイモバイルと概ね同等の評価となっている。

M&A 仲介及びセキュリティ・BPO 領域の平均 PBR は、4.0 倍前後となっており、fundbook 及びイー・ガーディアン¹の成長加速を示せば、業績拡大以上に、バリュエーションの上昇が期待されると言える。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%)。ふるさと納税事業に依存した収益構造から脱することが出来るかが株価を占う上での最重要ポイントと言える。

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り、Q1 決算で見られた改善の兆候が続く、来期以降、抜本的に成長軌道へ回帰できるか注視していきたい。

Q3 決算が短期的な焦点

なお、短期的には、Q3 決算の動向で株価が大きく変動する可能性がある。上述の通り、今年度のふるさと納税は 12 月に集中する見込みであり、同期間でも高いシェアを維持することが出来れば、規制変更による逆風の中で一段と寡占が進み、同社のような先発優位のある老舗企業にとって、有利な事業環境へと変化することを裏付けると言えよう。

Q3 進捗で計画上限も視野、中計達成へ成長加速が鍵

27/3 期業績計画(売上収益 578.2-590.0 億円、営業利益 115~125 億円)は、レンジ開示となり、2.4%(下限)-11.4%(上限)増益の想定。同社は、ふるさと納税事業の進捗が例年より遅いことを踏まえて、やや保守的な下限値を設定している。Q3 の進捗次第では、同計画の上限達成が視野に入るため、下期以降、株価はやや堅調に推移する可能性がある。

一方で、懸念は、Q1 から fundbook 及びイー・ガーディアン¹が予算をやや下回る進捗となっていることである。特に、fundbook は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から、売上高が未達になった場合は利益に与える影響が大きい。競合他社は堅調に推移しているだけに、成長加速に向けた抜本的な成長戦略を示し、グループシナジーを活用した同社にしか出来ない差別化されたビジネスモデルへと発展させていくことが不可欠であろう。

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¹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。地方創生という大義に向かって、各子会社の成長加速と同時に、グループを横断した付加価値の提供を進め、熊対策のような同社にしか出来ない新たな成長の柱を継続的に創出していくかに注目したい。

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 9. バリュエーション一覧

会社名	証券コード	決算期	株価 (9/29) (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	989	68,813	9.83	1.47	14.78	2.63	-12.09	-43.84
M&A仲介										
日本M&Aセンターホールディングス	2127	3月期	615	207,148	14.67	3.89	26.50	4.72	-16.98	-14.55
M&Aキャピタルパートナーズ	6080	9月期	4,200	133,486	18.45	3.08	16.70	1.63	33.33	56.72
ストライクグループ	6196	9月期	1,374	79,155	13.89	1.23	8.85	4.73	-5.46	22.86
クオッツ総研ホールディングス	9552	9月期	1,015	51,456	16.11	10.75	66.70	0.00	-21.74	-70.49
M&A仲介5社平均					14.59	4.08	26.71	2.74	-4.59	-9.86
ふるさと納税ポータルサイト										
アイモバイル	6535	7月期	497	28,899	8.93	1.72	19.31	5.43	-22.83	12.87
ふるさと納税ポータルサイト2社平均					9.38	1.60	17.05	4.03	-17.46	-15.48
コンサル										
アクセンチュア	ACN	8月期	174	106,766	12.57	-	-	-	-29.36	-43.19
ドリームインキュベータ	4310	3月期	2,546	24,274	-	1.92	-	5.38	-1.58	-4.11
シグマクス・ホールディングス	6088	3月期	578	49,708	10.57	3.31	31.27	4.50	-36.69	-26.51
ペイカレント	6532	2月期	7,596	1,141,126	23.46	9.86	42.01	1.71	-10.11	51.98
ライズ・コンサルティング・グループ	9168	2月期	429	10,723	15.77	1.44	9.14	4.90	-56.88	-54.70
タナベコンサルティンググループ	9644	3月期	712	24,208	19.79	2.17	10.94	4.07	1.28	26.35
船井総研ホールディングス	9757	2月期	1,173	117,300	16.28	4.27	26.23	4.09	-9.21	-10.11
研修企業										
リンクアンドモチベーション	2170	12月期	660	73,218	20.61	5.39	26.14	2.48	24.06	52.07
インソース	6200	9月期	661	56,346	12.62	4.45	35.23	4.46	-29.83	-36.14
アルー	7043	12月期	946	2,421	9.76	1.70	17.47	1.16	6.29	-10.59
識学	7049	2月期	772	7,055	-	2.35	-	0.00	-8.96	23.92
コンサル・研修企業12社平均					15.13	3.48	23.69	3.22	-13.59	-6.24
セキュリティ										
エルテス	3967	2月期	572	3,558	35.09	1.90	5.43	0.00	-16.98	-38.36
網屋	4258	12月期	5,580	49,274	54.84	16.79	30.62	0.00	50.00	378.15
グローバルセキュリティエキスパート	4417	3月期	5,460	83,590	41.13	18.67	45.40	0.90	65.71	146.50
サイバーセキュリティクラウド	4493	12月期	1,927	20,023	22.83	4.48	19.62	0.31	10.87	-15.48
トレンドマイクロ	4704	12月期	6,530	920,087	23.32	6.69	28.70	-	-20.21	15.21
イー・ガーディアン	6050	9月期	1,705	20,347	19.08	1.64	8.60	2.23	-14.88	-36.12
BPO										
ギグワークス	2375	10月期	204	4,514	81.27	1.50	1.84	0.98	-17.07	-45.74
ポルトウウィンHD	3657	1月期	358	13,660	18.07	1.50	8.32	4.47	0.56	-32.07
デジタルハーツ	3676	3月期	1,049	25,061	12.64	2.43	19.21	2.38	2.74	4.59
うるる	3979	3月期	465	12,881	16.50	3.48	21.10	0.92	2.88	-7.60
アディッシュ	7093	12月期	605	1,309	21.21	2.37	11.18	0.00	-3.82	-50.08
セキュリティ・BPO関連12社平均					29.65	5.24	17.90	1.35	3.98	22.93

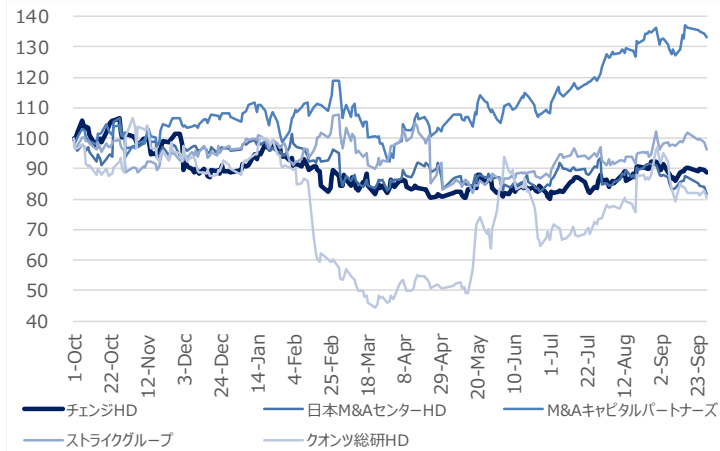
注：アクセンチュアについて、株価及び時価総額は米ドル、PER および ROE は会社予想ではなくコンセンサスに基づく

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

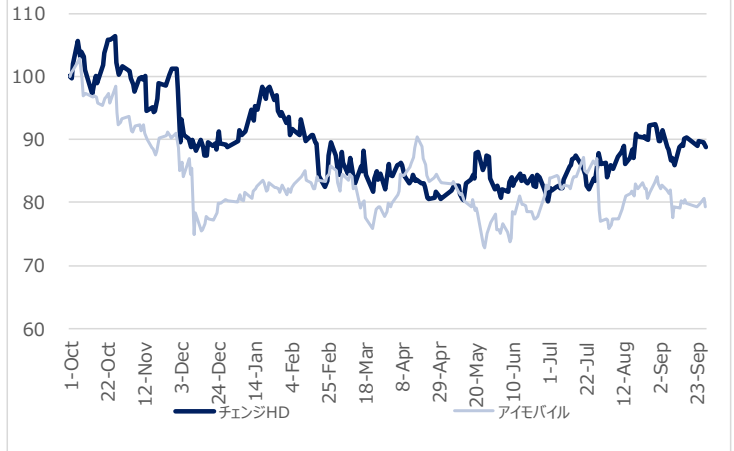
チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 10. サブカテゴリー毎の相対株価チャート

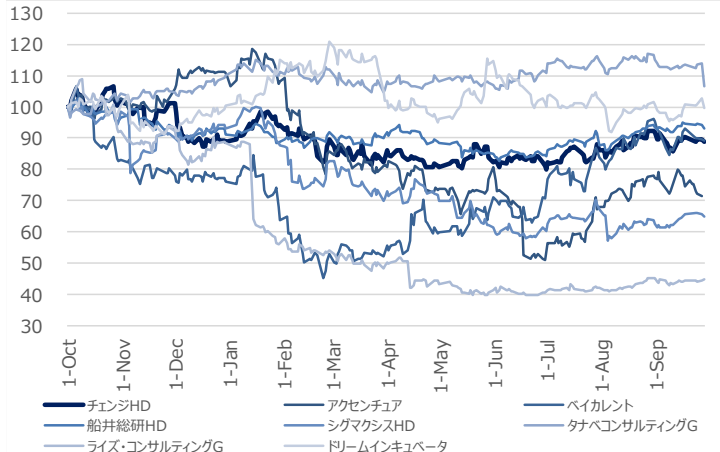
M&A仲介



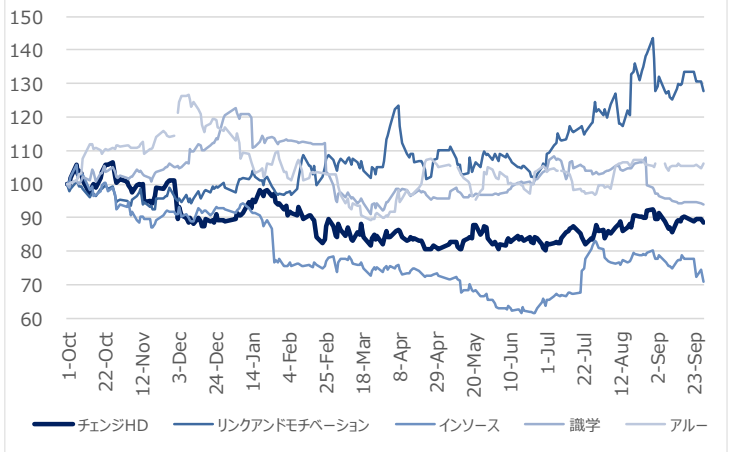
ふるさと納税



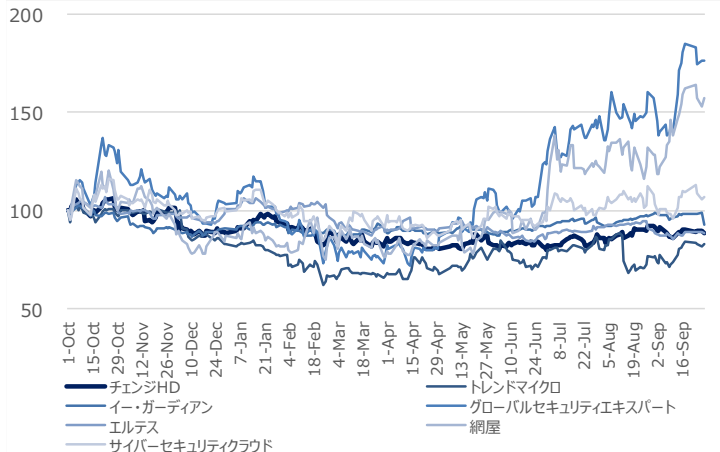
コンサルティング



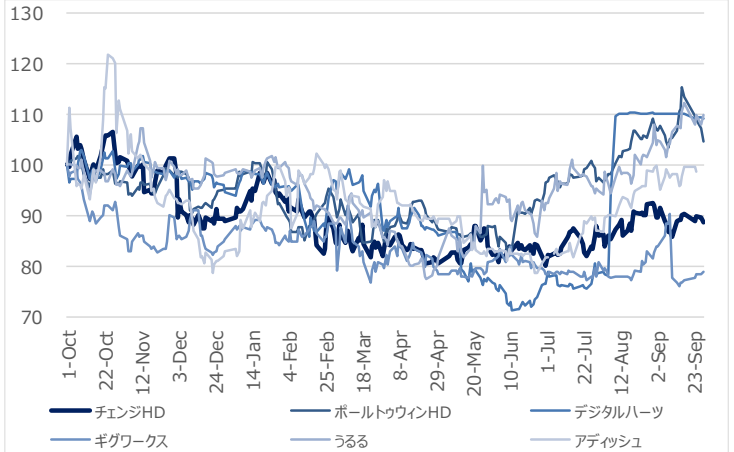
研修



セキュリティ



BPO



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

チェンジホールディングス | 3962 (東証プライム)

図表 11. 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 12. 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	

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. 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 14. 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 15. 四半期業績推移 (単位: 百万円)

決算期	24/3				25/3				26/3				27/3
	Q1	Q2	Q3	Q4	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	12,358	19,260	11,299	10,887
(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%	9.9%
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	6,086	5,804	6,045	5,904	6,214
(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%	2.1%
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	5,319
サイバーセキュリティ	-	-	219	274	694	705	790	867	768	814	874	1,129	894
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	4,738
(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%	19.8%
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	3,217
公共DX	379	442	557	1,661	723	602	958	1,622	987	1,486	1,650	2,381	1,521
調整額	-3	-6	-9	-63	-90	-193	-121	-164	-134	-197	-141	-132	-65
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	5,043
(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%	46.3%
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	4,580
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	22
その他の費用	0	0	6	8	4	16	13	1,038	12	13	92	63	4
持分法による投資損益	9	6	3	22	4	37	66	82	-19	33	50	127	9
営業利益	717	3,612	5,870	729	2,345	1,467	9,231	375	606	1,893	8,086	639	491
(前年同期比)	-	255.9%	15.8%	-	227.1%	-59.4%	57.3%	-	-74.2%	29.0%	-12.4%	70.4%	-19.0%
(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%	42.0%	5.7%	4.5%
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	287	269	373	332	415
(前年同期比)	41.1%	-8.8%	78.0%	-	401.6%	221.7%	21.1%	-	-88.4%	-61.5%	-55.8%	-83.1%	44.6%
パブリテック	895	4,296	6,244	-400	1,053	2,086	9,819	86	799	2,220	8,442	976	927
(前年同期比)	-103.9%	-614.8%	-15.1%	-	17.7%	-51.4%	57.3%	-	-24.1%	6.4%	-14.0%	1034.9%	16.0%
営業外損益	419	48	-6	-133	-169	-190	-174	-237	212	33	-59	-391	-89
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	402
法人税等	374	1,013	1,878	-391	723	485	2,818	673	402	737	2,666	33	272
当期利益	762	2,227	3,937	-2,551	1,454	790	6,239	-535	416	1,188	5,360	214	130
非支配持分	-93	-49	117	137	67	101	107	203	-6	49	40	160	32
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	98

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