3962　チェンジ

～NEW-IT でビジネスフロントを革新し、パブリテックで成長を加速～

2022 年 12 月 20 日　　東証プライム

ポイント

・今上半期は新規事業や人材投資に向けて費用が先行したが、後半に取り戻して、予定通りピーク利益を更新しよう。上期に 2 つの成長企業を買収した。ロゴスウェアは誰でもデジタルツールを学べる e ラーニングに優れている。DFA ロボティックスは、サービスロボットで国内トップクラスである。両社で 3 年後に営業利益 20 億円は稼げ、成長余地も大きい。

・自治体とのビジネスが増えているので、3 月決算に変更した。中期 3 ヵ年計画も見直し、目標数値を一段と引き上げた。DJ2 では、①デジタル（デジタル技術の活用）、②ローカル（地域のサステナビリティ）、③ソーシャル（社会的課題の解決）の重なる領域をスイートスポットとする。日本の生産性の向上と地方創生への貢献が、当社の SDGs、ESG である。

・圧倒的な成長力をみせている。15 年の長期ビジョンの下、最初の 3 ヵ年計画(DJ1)は、2018 年 9 月期の営業利益 5 億円の時に、3 年後の目標を 47 億円としたが、59 億円を達成した。今回は 2025 年 3 月期の営業利益目標を 200 億円とし、達成の確度も高まりつつある。

・NEW-IT、パブリテックとも、人材投資や開発投資を大幅に先行させ、好調である。東京圏以外のローカルにデジタル化の恩恵を広め、地域課題の解決に貢献する。パブリテックの LoGo チャット、LoGo フォームなども成長軌道に入っている。また、自治体の再生エネルギー活用を推進する地域マイクログリッドモデルも横展開で件数を増加させている。

・2022 年 3 月に SBI グループと資本業務提携をした。SBI ホールディングスがチェンジの持株の 20.1%を所有した。当社にとっては、DX を軸にした地方創生を推進するうえで、地銀に強い SBI との連携は効果的である。自治体 DX の次は、地銀 DX に照準を当てている。この動きが今後加速してこよう。

・中期計画にある外部成長のためのファイナンス（約 300 億円）は既に準備した。今回は 2 社に約 44 億円を投資した。今後、顧客基盤、プロダクト、リソース獲得の M&A がさらに進展しよう。人材は集まっており、企業価値の一層の向上が見込めるので、第 2 期の成長戦略に大いに期待したい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

目　次

１．特色　　NEW-IT トランスフォーメーションからパブリテックへ展開
２．強み　　トラストバンクを軸にパブリテックが急拡大
３．中期経営計画　　「DX×Local×Social」で日本のリーダーを目指す
４．当面の業績　　急成長を持続しよう
５．企業評価　　次の M&A に注目

企業レーティング　A

株価(2022 年 12 月 19 日)　2370 円　　時価総額　1729 億円(72.959 百万株)

PBR　4.82 倍　　ROE　13.2%　　PER　36.5 倍　　配当利回り　0.3%

(百万円、円)

決算期	売上収益	営業利益	税引前利益	当期利益	EPS	配当
2016.9	1550	186	175	118	2.7	0
2017.9	1980	331	325	229	4.5	0
2018.9	2604	513	513	343	6.5	0
2019.9	7054(5992)	1081(1027)	959(957)	378(476)	6.6(7.9)	0
2020.9	11692(10542)	3626(4203)	3632(4160)	1547(2049)	24.6(31.6)	0
2021.9	15653	5985	5911	4104	57.4	0
2022.3	10140	4582	4564	3094	42.0	4.5
2023.3(予)	21000	7000	7000	4700	65.0	7.0
2024.3(予)	30000	11000	11000	7600	105.1	10.0

(2022.9 ベース)

総資産　45213 百万円　　純資産　35537 百万円　　自己資本比率　73.7%

BPS　491.3 円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。2018 年 6 月末 1:2、2018 年 12 月末 1:2、2020 年 8 月末 1:2、2020 年 12 月末で 1:2 の株式分割を実施。それ以前の EPS は修正ベース。2021.9 期から IFRS(国際会計基準)採用(カッコ内は IFRS への修正値)。2020 年 9 月期以前の税引前利益は日本基準の経常利益。2022 年 3 月期より 3 月決算に決算期を変更。

(開示) 日本ベル投資研究所は、事業変革に関する実態と手続きの詳細を分析するために、当社株式 1000 株を少数株主として中長期的に所有している。〔アナリストレポートの原則についてはこちら〕

担当アナリスト　鈴木行生（日本ベル投資研究所 主席アナリスト）

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力、③業績下方修正に対するリスクマネジメント、④ESG から見た持続力、という点から定性評価している。
A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D:極めて厳しい局面にある、という 4 段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

１．特色　　NEW-IT トランスフォーメーションからパブリテックへ展開

IT による生産性革命を目指す～鍵はデジタル生産性

日本の人口は 2020 年の 1.24 億人が 2050 年には 9700 万人へ減少すると予測されている。このうち生産年齢人口（15～64 歳）は 7300 万人が 5000 万人へ大幅に減少する。

人口減少社会の日本にあって、日本企業の生産性革新は急務であるという認識の下、生産性を上げ、顧客企業の価値向上に貢献しようとしている。国富を高めるには生産性の向上が必須である。ヒトや組織の生産性を向上させるには、IT の活用が求められる。

しかし、どの産業、企業においても、IT の活用は不十分であり、「攻めの DX」によるビジネスモデルの変革は遅れている。労働生産性、資本生産性に加えて、デジタル生産性が問われている。チェンジはここにフォーカスしている。

日本の人口推計

（百万人、%）

	1950	1970	1990	2010	2020	2030	2040	2050	2060
65歳以上	4	7	15	29	36	37	39	38	35
15~64歳	50	72	86	81	73	68	58	50	44
14歳以下	30	25	22	17	15	12	11	9	8
総人口	84	105	123	127	124	117	107	97	87
高齢化率	5	7	12	23	29	32	36	39	40

（出所）総務省情報通信白書

人的資本生産性　＝　デジタル資本生産性　×　デジタル資本装備率

[付加価値/人的資本]＝[付加価値/デジタル資本]×[デジタル資本/人的資本]

チェンジがミッション ～「人」×「技術」

チェンジのミッション(企業としての使命)は、人々（People）を変え、仕事(Business)を変え、日本(Japan)を変えることにある。

当社の志は、社名「チェンジ」に表現されている。当社のロゴは、3 本の縦線をベースにそれが 3 つある。3 本の矢の例えのように、3 つのモードで変化を作り出そうとしている。1)人を変え、2)仕事を変えて、3)日本を変える。同時に、新しい IT で、①IT インフラを変え、②業務を変え、③ビジネスモデルを変える、という意味である。

日本の衰退を防ぐには、人（人材育成）×技術（NEW IT）によって生産性を大幅に高めることである。このチェンジをリードするというのが当社のミッションである。

その中で、現在の最大のテーマを「地方創生×DX」においている。つまり、地方を DX で創生させることにフォーカスしている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

セグメント別業績

（百万円）

	2019.9 日本基準 連結	2020.9 日本基準 連結	2019.9 IFRS	2020.9 IFRS	2021.9 IFRS	2022.3 IFRS
NEW-ITトランスフォーメーション事業						
売上収益	2742	2984	2299	2231	2816	1366
利益	786	602	719	608	927	392
投資事業						
売上収益	450	0	7	198	187	-216
利益	288	-20	-7	177	166	-226
パブリテック事業						
売上収益	3867	8713	3691	8116	12654	8990
利益	875	4190	1170	4555	6666	5471
調整額	-868	-1145	-855	-1138	-1776	-1055
合計						
売上収益	7054	11692	5992	10542	15653	10140
税引前利益	1081	3626	957	4203	5985	4582

（注）利益はセグメント利益、調整額は全社の一般管理費。日本基準の税引前利益は営業利益ベース。
IFRSは国際会計基準ベース。2022.3期は決算期変更で6カ月決算。

コンサルからスタート

チェンジは、アクセンチュア出身者がコンサルのサポートから創業し、IT 教育事業を本格化させた。PM(プロジェクトマネジャー)や SE(システムエンジニア)の教育に力を入れた。顧客は大手の SI 企業である。人材教育に自社だけでは手が回らないと、専門家にアウトソーシングした。この事業は、IT エンジニア不足を反映して、今も活況である。ここで育った人材が各企業にいるので、ビジネスのつながりを作る上で大いに役立っている。

現在の役員には、アンダーセンコンサルティング（現在のアクセンチュア）出身が多い。神保会長がアンダーセンから独立して、中堅企業のコンサルをしている頃に、福留社長が加わり、更に、伊藤副社長などがチェンジの設立構想に参画し、今の会社を立ち上げた。

上場までの 13 年間、今のマネジメントがコアメンバーとして当社をリードしてきた。その後、2007 年に新卒入社した社員が執行役員になるなど、内部人材も順調に育っている。

2003 年に創業し、2016 年 9 月に東証マザーズに上場、2018 年 9 月に東証 1 部に指定替え、2022 年 4 月に東証プライムに移行した。

まずコンサル事業で会社を立ち上げ、次に IT 事業会社の人材育成にビジネスを広げた。そして、SE 教育から IT 事業へシフトしている。SE の教育だけでは、本当の生産性向上には貢献できないと、自ら IT 事業へ参入し、それを NEW-IT トランスフォーメーションと名付

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

けた。NEW-IT を推進するという意味である。

さらに、2018 年 11 月に大型の M&A を実行した。ふるさと納税総合サイト「ふるさとチョイス」を運営するトラストバンク(TB)を買収した。M&A による成長領域の拡大という点で、新たなフェーズに入った。

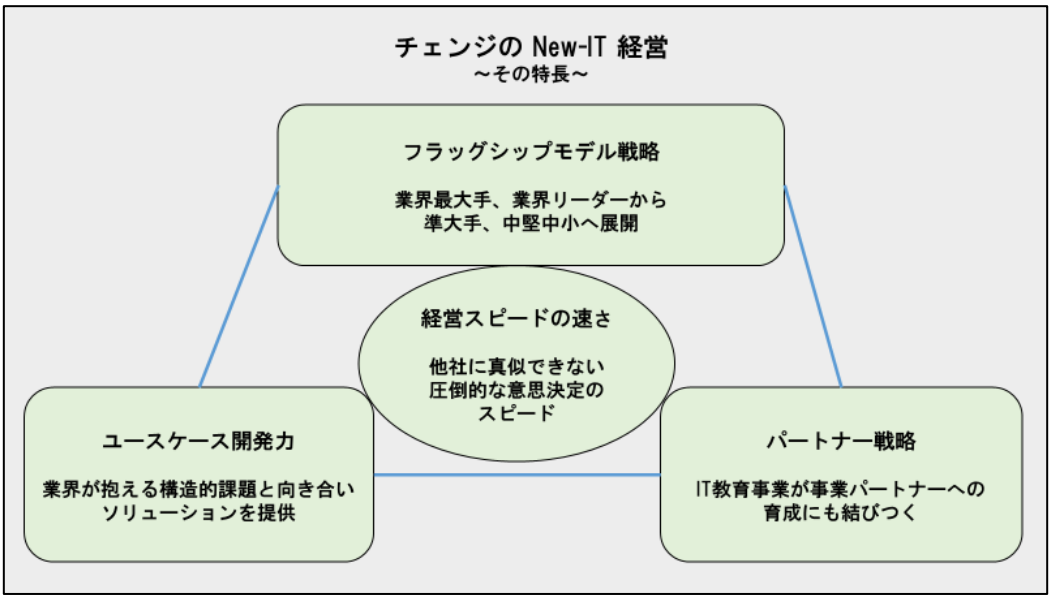
セグメントは 3 つ

具体的な事業は 3 つに分かれる。第 1 は、AI、モビリティ、IoT、ビッグデータ、クラウド、セキュリティなどの各種アルゴリズム群のライブラリ及び基盤テクノロジーを活用したサービス、デジタル人材の育成研修を通してデジタルトランスフォーメーションを推し進める「NEW-IT トランスフォーメーション事業」である。

第 2 は、IPO の準備期間に入った IT 企業や成長著しい企業への投資と当社との事業連携を通じた企業価値向上を目指す「投資事業」である。

そして、第 3 は、NEW-IT トランスフォーメーション事業における官公庁向けのサービスを強化すべく、「ICT を通じて地域とシニアを元気にする」というミッションのもと、「ふるさとチョイス」という日本最大のふるさと納税のプラットフォームビジネスを主力事業として、地域共創に取組んでいる株式会社トラストバンクを中核とした「パブリテック事業」である。

買収した TB(トラストバンク)はパブリテック事業に入っている。NEW-IT トランスフォーメーション事業から、従来このセグメントにあったパブリテック関係を、TB に人材とも移した。投資事業は、本業とのつながりの中から、ベンチャー型企業に少額投資する IPO アクセラレーターで、株式を売却してキャピタルゲインを得るビジネスである。



本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

NEW-IT の価値創造のビジネスモデル

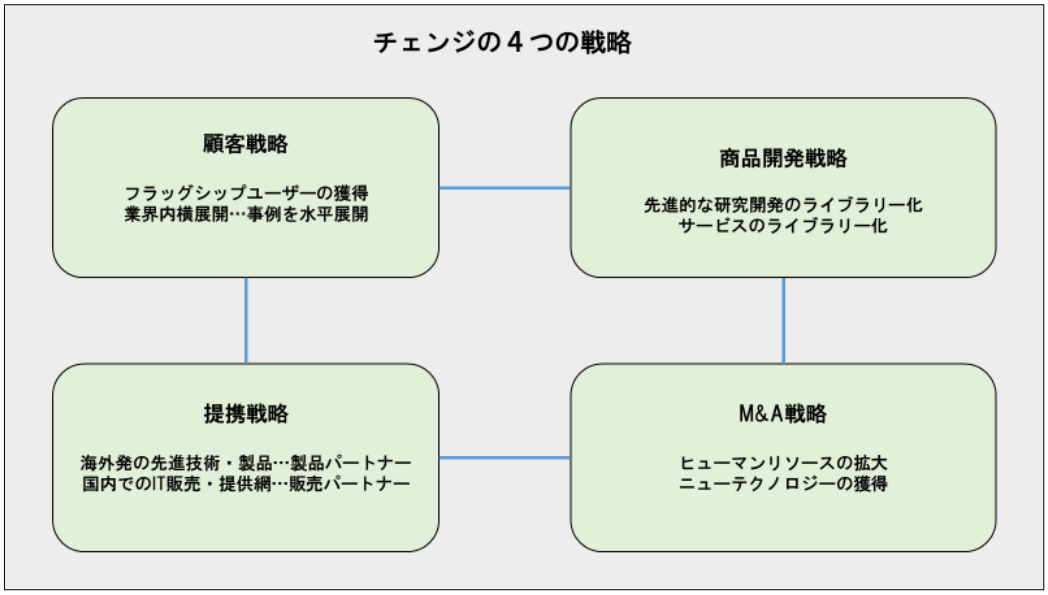
NEW-IT には新しいテクノロジーがどんどん入ってくる。それを取り入れて、事業の拡大を図っていく。当社の経営における特長は 4 つある。①経営スピードの速さ、②フラッグシップモデル戦略、③パートナー戦略、④ユースケース開発力である。

第 1 の経営のスピードでいえば、新しい技術の導入に対して、大手においては経営会議にかけるまで時間をとり、それでもリスクをとらないというケースもある。当社はトップ自ら確認して、行けると思ったらまず走らせてみる。大企業の意思決定の遅さを当社がサポートし、推進力を生むようにする。

第 2 のフラッグシップモデル戦略は、各業界最大手をまず顧客化して、それを大手→準大手→中堅中小へと広げていく。そのパートナーやサプライヤーにも横展開していく。これをフラッグシップモデルと名付けている。

第 3 のパートナー戦略は、当社が既存の SI 企業に教育を提供したり、また導入ソフトの販売パートナーとなってもらったりしている。つまり、大手と競合するのではなく、大手と組んで仲間となり、面でマーケットを攻めていく。

第 4 のユースケースの開発力では、業界が抱える構造的課題に正面から取り組み、真に役に立つ事例作りを実践していく。つまり、用途を開発する力を広げていく。



人材の育成と技術の活用～グローバルに IT のパートナーを開拓

事業の発展過程では、福留社長と伊藤副社長が新規事業を立ち上げて、それを執行役員が大きくしてきた。当社の発展の原動力は、1）人材の育成と、2）技術の活用にある。

コンサルからスタートしたので、業務改革に軸足をおいた。これを具体化するところで、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

IT をツールとして活用した。その IT に、常に新しい技術を取り入れて効果を上げてきた。モバイル、セキュリティ、ビックデータ（BD）、IoT などに広がっている。

当社のユニークさは、グローバルに IT のパートナーを開拓していることにある。新しい IT 技術は海外のスピードの方が早い。日本は 3～5 年程度現場への普及が遅れている。とりわけ、米国の動きが早いので、海外の技術を取り入れることに力を入れている。

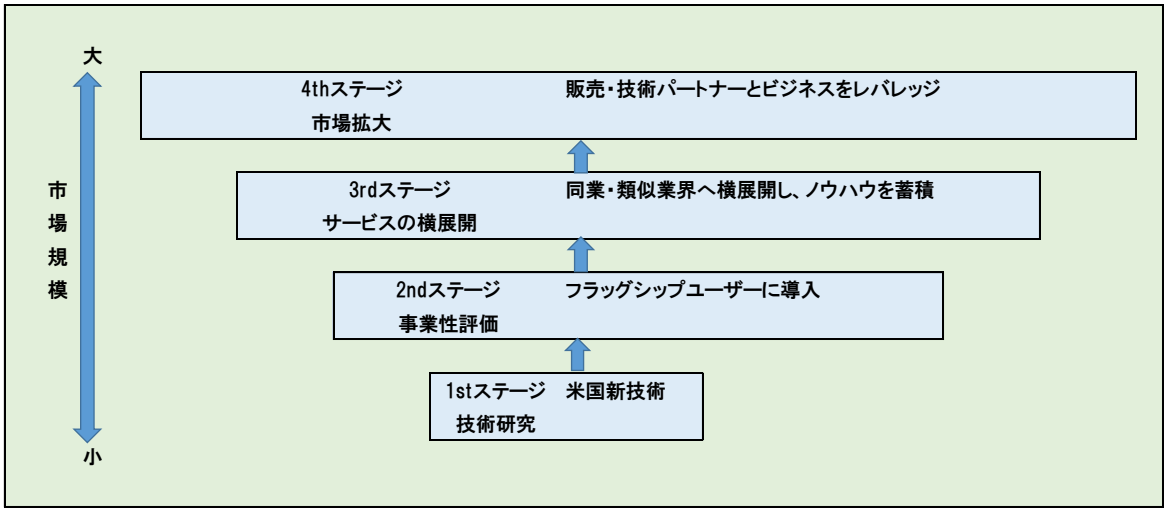
業界の最大手から攻めていく～「ライブラリ」が競争力の源泉

常に業界の最大手から攻めていく。業界トップを粘り強く、攻めていく。ハードルは高いが、そこで一目おかれ、ビジネスを作ることができなければ、大きなマーケットにはならないし、本物の競争力も身につかないとマネジメントは考えている。

新しいテクノロジーを表面的に使おうとするのではなく、顧客のビジネスに真に役立つところまでもっていく。ビジネス上の目的を明確にして、顧客がクリエイティブになるようなソリューションを提供する。世の中にテクノロジーは山のようにある。単に利用するのではなく、実際のユースケース（実用例）として評価されるところまで仕上げる。顧客の目線で、技術を活用する力に優れているといえよう。

提供するソリューションの部品となるべきもの、ノウハウやテクノロジー、実例などは、社内で共有できる仕組みを作っている。これをライブラリと称しており、自分の仕事を通して、部品（パーツ）となるものについてはライブラリに納めていく。これをやることが、人事評価にもつながるというインセンティブシステムを取り入れている。

チェンジが推進する新技術の市場化ステージ



新技術の市場化戦略

チェンジでは、新技術の市場化ステージを 4 段階で捉えている。1）第 1 ステージ〈技術

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

研究〉～自社で技術を研究し活用を順次検証していく。2）第2ステージ〈事業性評価〉～それが事業になるかどうかをフラッグシップユーザー1社に導入してパイロットプロジェクトを実行する。3）第3ステージ〈サービスの横展開〉～先行事例をもとに、それを同一業界や類似業界へ横展開してノウハウを蓄積する。4）第4ステージ〈市場拡大〉～販売パートナー、技術パートナーと組んでビジネスを一気に伸ばす。

パブリテック（公共テック）の展開～トラストバンクは「ふるさとチョイス」を企画・運営

2020年にトラストバンク（TB）を100%子会社化した。TBは2018年11月に買収し、持分を60%とした。2019年8月に追加出資でこれを70%に上げ、その後100%とした。

完全子会社化したことで、グループの一体経営が一段とやりやすくなった。チェンジグループの一事業部門として、意思決定のスピードを上げ、本体の優秀な人材を必要に応じて投入している。ふるさと納税以外のパブリテックビジネスが加速している。

TBは、ふるさと納税の取り扱い規模でトップクラスである。当社のサイトのおかげで、ふるさと納税に関わるサービスが一元的に使えるようになり、利用しやすくなった。

ふるさとチョイスは、返礼のデータを1つのサイトにまとめて、決済できる。ワンストップのふるさと納税の仕組みが画期的であった。現在約1650の自治体と契約し、返礼品の掲載数は40万点超に及ぶ。TBは、ICTを通じて地域とシニアを元気にすることを目指し、日本最大のふるさと納税プラットフォームビジネスを築いてきた。

一方、チェンジ本体はAIやRPAなどNEW-ITを用いて自治体の業務改革に取り組んできたので、パブリックセクター向けのサービスが事業の柱に育っていた。チェンジの福留社長とTBの須永会長兼ファウンダーは、この自治体向けのビジネスで知り合って、一緒に仕事をすることも増えていた。その中で、TBのM&Aの話が出てきた時に、競合企業よりもチェンジと組んだ方が互いのミッションを共有して、事業が発展できると認識した。

地方自治体へのネットワークを活かす

自治体は変化に対して一般に保守的である。ところが、ふるさとチョイスについては、参加した自治体がみな目を見張っている。このプラットフォームを活かして、自治体のサービス改革をさらに進めることができる。これがビジネスになる。

全国1788の自治体の業務をみると、かなり共通のものが多いはずなのに、それをサポートするシステムは別々にできている。これを共通化して、新しい仕組みにしていくことで、コストが下がり、サービスの生産性が上がっていく。サービスを受ける住民にとっても、オンラインで手続きができるようになれば、今までよりは手間が省け、時間もかからなくなる。

TBのNEW-IT～パブリテックの展開

チェンジは、本体のパブリックの事業、人材をTBに移した。ここで新しいパブリック事

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

業を伸ばしている。その時、ふるさと納税事業を通して、地域の自治体とつながっていることが大きな強みになる。自治体のサービスを NEW-IT の導入によって一新するというのが、最大のねらいである。

パブリテック事業では、NEW-IT で新しい可能性がある。TB は 1650 の自治体と取引があるが、全国の自治体は既存の IT に 6000 億円のお金を使っている。この従来型のシステムは、各自治体がバラバラに構築し、それを富士通、NEC など大手が担ってきた。

この牙城を崩して、効率化を進めるというねらいである。新しい IT、AI、RPA を使っていけば、そして自治体に共通の仕組みをプラットフォーム化すれば、大幅なコスト削減と生産性の向上が図れる。ここにチェンジのチャンスがある。

TB のマネジメント～TB の PMI は成功

TB は、2020 年 1 月に、須永珠代氏（前代表取締役）が会長兼ファウンダーへ、川村憲一氏が代表取締役に就任した。狙いは、パブリテックを担うコアカンパニーとして、ふるさとチョイスのネットワーク基盤を活用しながら、本来の事業拡張目的である自治体向け NEW-IT のビジネスを一気に拡大することにある。本体からは福留社長と山田 CFO、自治体担当の 3 名が入って、全体のコントロールに向けて連携している。

TB はエストニアにオフィスを置く。電子政府で先端を行くエストニアをウォッチしている。TB の LoGo チャットは香川県にあるパワリコのデータセンターの STNeT を使っている。

TB のビジョンは、「自立した持続可能な地域をつくる」ことにある。ヒト、モノ、お金、情報を地域に届け、域内で循環させることが、地域が自立し、持続可能な（サステナブルな）状態に近づくという考え方である。

ふるさと納税事業も単なる返礼品による納税見合いの寄付集めとは考えていない。①ふるさとチョイスを軸としながら、②寄付金の使途を明確にしたガバメントクラウドファンディング、③ふるさと納税を活用した災害支援活動に広げている。これも、自立した地域を創るためである。

また、ふるさと納税以外にも、1）地域内のお金を循環させる「地域通貨事業」、2）自治体の仕事の効率化を支援し、住民サービスの付加価値を高めるパブリテック事業（LoGo シリーズ）、3）エネルギーの地産地消を推進する「エネルギー事業」、4）自治体と企業をマッチングさせる「企業版ふるさと納税」などに取り組んでいる。とりわけ、地域通貨やエネルギーの地産地消は新しい展開が期待できよう。

ふるさと納税のあり方～ふるさとチョイスのテイクレート

2019 年度は、ふるさと納税の制度改正（2019 年 6 月）を前にして、制度活用について抑制と混乱があった。返礼品は、寄付額の 3 割以下、地場産品に限るとなったが、そうでない寄付額が、2018 年度では 1112 億円ほどあった。全体の 2 割に相当し、特定の自治体に集中

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

していた。2020 年度以降は新しい制度のもとで運営され、2021 年度の寄付市場も 8302 億円（同+23.5%）と高い伸びをみせた。

ふるさと納税の寄附

	寄附金受入額（億円）	受入件数（万件）	1件当たり寄付額（万円/件）	適用者数（万人）	1人当たり寄付額（万円/人）
2015.3	388	191	2.03	44	8.8
2016.3	1652	726	2.28	130	12.7
2017.3	2844	1271	2.34	227	12.5
2018.3	3653	1730	2.11	296	12.3
2019.3	5127	2322	2.21	396	12.9
2020.3	4875	2333	2.08	413	11.8
2021.3	6724	3488	1.92	564	11.9
2022.3	8302	4447	1.86	740	11.2
2023.3(予)	9240	5130	1.80	840	11.0

（出所）総務省　（注）適用者は住民税控除適用者　（予）はアナリスト予想

ふるさと納税については、1）自治体への応援という本来の主旨と、1）税収の奪い合いという副次的な作用もある。過度の返礼品には規制が入っており、ふるさと納税を運営するポータルサイトについても、利用者を本来の主旨と違う方向へあおったり、誘導したりすれば規制が入ることもありうる。当社は業界トップの企業として、この点は十分わきまえて運営に当たっている。当局ともよく意見交換をしている。

テイクレートは、2020 年 9 月期上期（10～3 月）の 3%に対して、下期（4～9 月）は 5%とした。3%というのは、8%、5%、1%、定額といういくつかのタイプの平均であったが 4 月からは、一律 5%にした。上がった自治体もあれば、下がった自治体もある。5%に一本化したことに対しては問題なく受け入れられた。

ふるさと納税の主なポータルサイト

（件、万点）

サイト名	掲載自治体数	返礼品数	系列
ふるさとチョイス	1649	48.3	トラストバンク
楽天ふるさと納税	1508	42.3	楽天グループ
さとふる	1200	28.4	ソフトバンク系
ふるなび	1038	35.4	アイモバイル

（注）ふるさと納税比較サイトより。

ふるさと納税で、ふるさとチョイスはトップブランドを維持している。当社は、方針として返礼品をあおるようなキャンペーンは展開していない。本来の主旨に沿うようなふるさ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

とへの納税、そのあり方をベースとする姿勢は崩していない。他社と同じような広告競争に乗るつもりはない。

ふるさとチョイスの収益性は、競合他社との関係において、広告宣伝費をどこまで使うかによって多少変動する。ふるさと納税制度で、ふるさとチョイスは1600以上の自治体と契約している。いかに付加的サービスで差別化していくかが重要である。

企業版ふるさと納税もチャンス

政府は企業のふるさと納税も拡張する方針だ。2021年度の寄付額は225億円と前年度比2.1倍、件数も4922件（同2.2倍）、寄附企業数は3098社（同1.9倍）となった。

税の優待度合いを高めて、地方創生につなげる政策を強化しようとしている。ふるさとチョイスではこの企業版ふるさと納税でもプラットフォームとしてもサポートしていく。さらに、パブリックとしては、自治体と企業をうまく結びつけて、これを事業化していくことも有効となろう。

公共フィンテックへの展開～Orbの買収

パブリテック事業については、ふるさと納税を軸に周辺事業への広がりを目指す。自治体向け決済サービスを開始している。これは、TBの買収後始めたサービスである。公共フィンテックのスタートともいえよう。

2020年2月、TBはOrb(オーブ)を買収した。同社は、ブロックチェーン関連技術に高いノウハウを有する。独自の分散型台帳技術「Orb DLT」を活用して、コミュニティを活性化する決済ソリューションを強化できる。

いい技術をもっているが、ビジネスは十分でなかった。これまでの主要株主はベンチャー投資会社であったが、TBが150百万円を出資して持株比率を71.76%とし、その後追加出資を行い、現在の持株比率は95.20%となっている。フィンテックのOrb DLTへの出資は、地域通貨への布石である。プレミアム商品券を地域で自由に使えるように工夫していく。

New Business Creationユニットとして投資事業を立ち上げ

2018年9月期に、New Business Creationユニットを立ち上げた。会計上は、固定資産にある投資有価証券を、流動資産の「営業投資有価証券」に計上し直した。

すでに展開していたIPOアクセラレーション･プログラムを正式の投資事業と位置付け、当社の成長戦略に関連する企業に投資を行い、事業上のシナジーを出すとともに、投資によるリターンも獲得していく。

実際、AIを活用した不動産テックに強みをもつGA technologies　が2018年7月に東証マザーズに上場した。これによって、当社の投資額に対して一定の含み益が発生した。これを2019年9月期に売却した。投資事業セグメントに売上高（売却額)、営業利益（売却益－

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

投資事業部門コスト）が計上された。

日本の会計基準では、評価益はP/Lには反映されない。B/S上で評価益は主に純資産の中で「その他有価証券差額金」として表示される。事業投資は本業であるから、実現したキャピタルゲインはセグメントの営業利益に入ってくる。これが本業でない有価証券投資であれば、実現損益は営業外収支で計上される。IFRS(国際会計基準)では、すべて時価評価されたうえでP/Lに反映される。

チームワークとコーポレートガバナンス～ESGも本格化、次の組織体制に向けて

創業来、苦楽をともにしてきたので、マネジメントのチームプレーはよい。神保会長が内部のマネジメント、福留社長が顧客とのエンゲージメントという役割分担である。

2022年6月の株主総会では、監査役が2名交替したが、取締役は全て再任であった。取締役6名中執行サイド4名、社外取締役2名である。監査役3名はすべて社外である。

社外取締役の藤原洋氏（ブロードバンドタワーCEO）は、インターネット関連の経営者で有能な方である。もう 1 人は弁護士の林依利子氏である。女性活用のダイバーシティが進み、ガバナンスの強化がなされた。

チェンジのESGの取り組みはどうか。ビジョンに掲げる「生産性の革新」は、持続可能な日本を創るためであり、それには ①DXと②地域創生が不可欠である。当社はこの二大テーマに取り組んでいる。

E(環境)では、電力の地産地消、再生可能電力の流通に向けて、事業を展開している。S(社会)との関わりでは。地域社会の課題解決に向けて、寄付によるクラウドファンディングを行っている。

G(統治)では、コーポレートガバナンスコードに関して、後継者選任基準、業績連動報酬、取締役会の実効性評価なども進展しよう。ESGのあるべき姿を織り込んだビジネスモデルが求められる。マネジメントは、ここもスピード感を持って実践していく方針である。

持株会社へ移行予定

現在は、チェンジを親会社として、トラストバンクを始めとする子会社がグループを形成している。この子会社がM&Aを通して今後とも増えていく。

そこで、2023年4月を目途に、純粋持株会社へ移行する予定である。求心力と遠心力の双方を効かせることを狙っている。資金、人材などのリソース全体の配分を求心力としつつ、事業子会社の自由度を高めて、遠心力で成長を加速させていく。M&Aで新しい仲間も入ってくるので、そのマネジメント領域を広げていく方針である。

全体をマネジメントするという点では、持株会社の形成は望ましい。持株会社については、1）どのような事業セグメント、事業ポートフォリオを構成していくか、2）子会社のマネジメントをどのように展開していくか、という点で、持株会社の経営力が問われる。①遠心力

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

と求心力、②仕組みと人材配置、という点でその手綱さばきが注目される。

ガバナンスの形態では、指名委員会等設置会社か、監査等委員会設置会社が合っていよう。現在の監査役が取締役になれれば、執行サイド４名、社外取締役５名となる。当面の検討課題である。

２．強み　　トラストバンクを軸にパブリテックが急拡大

日本の政策 Society 5.0 の実現に向けて～ど真ん中で勝負

Society 5.0 とは、①狩猟社会、②農耕社会、③工業社会、④情報社会、の次にくる成長フロンティアをイメージしている。そこでは、IoT、BD（ビックデータ）、AI、ロボットなどの第４次産業革命の先端技術を、あらゆる産業と社会生活に導入していく。それを通して、さまざまな社会課題の解決に向けて、イノベーション(革新的な仕組みづくり)を活かして、一人一人のニーズに合わせたサービスを提供しようというものである。

高齢者への対応、働き方改革、サプライチェーンの進化、人材力の強化、行政手続きや規制の見直し、フィンテックの活用など取り組もうとしている。①健康寿命の延伸、②移動革命の実現、③サプライチェーンの次世代化、④快適なインフラ・まちづくり、⑤Fintech、⑥データ活用基盤の構築などに力を入れている。

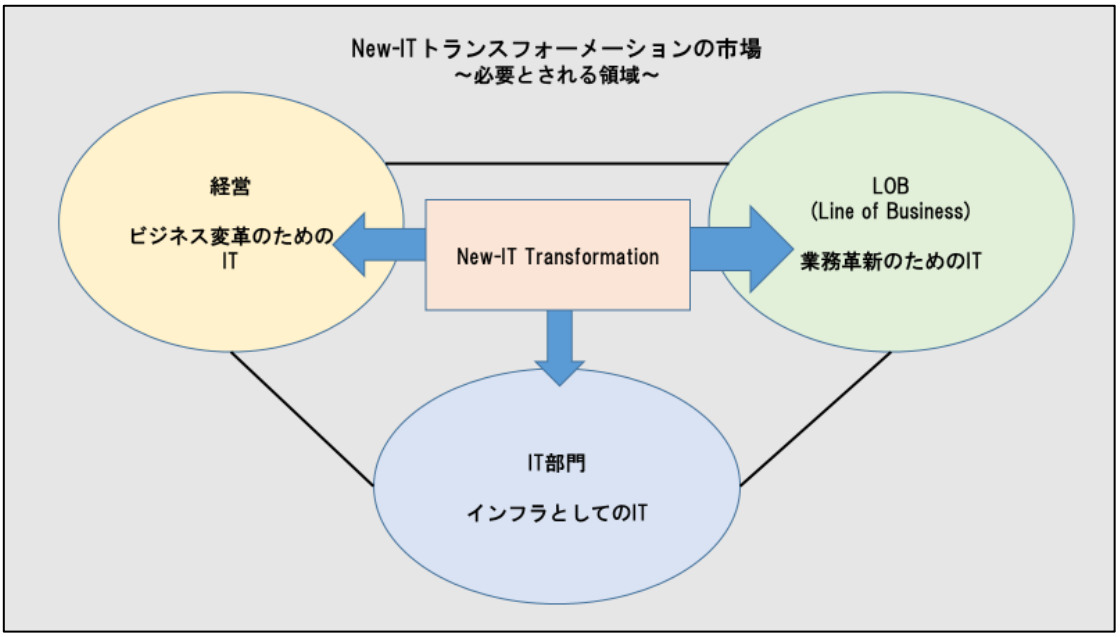
人手不足には、AI やロボットによって自動化が進む。工場だけでなく、オフィスでも、町でも、家庭でも利便性は上がってこよう。今まで、使われていなかったデータを収集、分析、活用することで、新しいサプライチェーンが作られる。医療・介護、農産品、観光、行政においてもサービスのあり方が大きく変質してこよう。

人材を活かす制度も２つの面で変化していく。国の政策としては、女性、高齢者、障害者、外国人などがより活躍できるように舵取りをしていく。民間でも、大企業、中堅中小企業とも、必要な人材の中身が変わってくるので、いい人材に来てもらえるような働き方の魅力を備えていかなければならない。双方において、人材の教育は必須である。

2021 年 9 月にデジタル庁が発足した。1）政府と自治体のシステムの統一、2）マイナンバー制度の普及、3）行政手続きの簡素化、4）個人情報保護ルールの統一化、5）マイナンバーと銀行口座の結び付けによる給付の加速化、6)医療・教育のデジタル化などに取り組んでいる。

課題として、行政の縦割りの打破といっても、実態はなかなか進まないということが起こりうる。それでも旗振り役がリードすれば、現場ではやりやすくなる。官民が共同して新しい仕組みをいかに作っていくか。ここにチェンジの出番が増えてくる。パブリテックの領域は一段と広がってこよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



人材育成×NEW-IT

政府の方針として、①Society 5.0 、②働き方改革実行計画、③デジタルガバメント実効計画、④キャッシュレス・ビジョンなどが次々と打ち出されており、チェンジのミッションとも合致する。

つまり、労働生産性の向上に貢献すべくビジネスを展開する。生産性の向上＝人×技術＝人材育成×NEW-IT である。人手不足を自動化で補い、人々には新しい仕事についてもらう。新しい産業で必要となる新しい人材の育成も不可欠である。

NEW-IT 領域の投資は活発である。ここでは、3 つの領域が注目できる。第 1 に、DX（デジタルトランスフォーメーション）の動きが全ての産業で盛り上がっている。第 2 は、LOB（事業部門の現場）における IT 投資が新規に拡大している。第 3 に、働き方改革に向けて、生産性向上のための新しい IT 活用が不可欠になっている。これらが、当社の事業拡大に直接結びついている。

当社が NEW-IT トランスフォーメーションとして取り組む市場は 3 つある。1 つは、経営レベルのビジネスモデル変革のための IT、2 つ目は、LOB（事業ライン）レベルの業務革新のための IT、3 つ目は、従来型 IT 部門におけるインフラとしての IT である。

インフラとしての IT は 19 兆円市場であるが、これが NEW-IT に代替していく。一方で、LOB（Line of Business）はまさに業務の現場であり、生産、販売、マーケティングなど、ここで IT が新ビジネス作りに貢献する。ビジネスモデルの革新も IT がそれを支えるようになっていく。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

長期ビジョン～Digitize & Digitalize Japan

中期 3 カ年計画を 1 つのフェーズとして、全体は 15 カ年の長期ビジョンである。そのコンセプトは「日本のデジタル時代を創る、主役になる」ということである。

それを“Digitize & Digitalize Japan”と名付けている。3 年×5 フェーズの 15 年で、日本の DX 市場においてリーダーの地位を確立することを掲げ、それを推進している。

DJ はデジタルジャパンを意味する。第 1 フェーズを DJ1、第 2 フェーズを DJ2 として、これが DJ5 まで続く。デジタイズとは、例えば業務のデジタル化で、紙を無くしてデジタル情報にすることである。デジタライズとは、デジタル情報を活かして、ビジネスモデル（価値創造のしくみ）を DX 化することである。

DJ1（2019.9 期～2021.9 期）の 3 カ年計画は超過達成へ

第 1 フェーズの中期 3 カ年計画では、DX のリーダーを目指して、3 つの事業（NEW-IT トランスフォーメーション事業、投資事業、パブリテック事業）の拡大を図った。

財務指標としては、2022 年 9 月期で売上高 190 億円（2019 年 9 月期比 2.7 倍)、営業利益 47 億円（同 4.3 倍)、従業員 250 人（同 2.0 倍）を目指した。

DJ1 の 3 カ年では、1）目標営業利益は超過達成し、2）DX 推進のための勝ちパターンを見極めることができ、3）TB の M&A で DJ2 へのプラットフォームを手に入れた。その意味で、経営基盤は強化され、ビジネスモデルも確立されてきた。

3 つのビジネスモデル

第 2 フェーズの DJ2 では、このスピードをさらに上げようとしている。どのような展開を目指すか。チェンジには 3 つのビジネスモデル(BM)がある。①DX のコンサル、②SaaS 型の DX、③プラットフォーム型 DX である。

コンサル型は個人やチームのスキルがものをいうので、実力を養い実力を発揮するのには向いているが、ビジネスに拡大スピードという点ではじっくり型である。

SaaS 型はコンサルで培ったノウハウをソフトウエアとして提供し、特定業務のスタンダード化を図っていく。差別化された領域で幅広い普及を目指す。LoGo シリーズがこのタイプである。サブスク型のビジネスである。

プラットフォーム型は、サービスの提供者と利用者が多様に集まって、マッチングを通して各々のニーズに合った最適解を見出していく。ふるさと納税サイトは、当初の寄付返礼品の利便性から、地方創生の多様な中身にまで広がりをみせようとしている。

これらをスピードアップして進めるには、リソースをいかに拡大できるかにかかっている。人材、組織、仕組みを強化するには M&A が必要である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

長期ビジョンと第2フェーズの中期計画

コンセプト　＊Digitize & Digitalize Japan

長期目標　＊3年×5フェーズの15年（DJ1～DJ5）で、日本のDX（デジタルトランスフォーメーション）市場において、リーダーの地位を確立する

DJ1(フェーズ1)の評価　・3ヵ年計画〇、ビジネスモデルの完成度◎、経営基盤の強化〇、事業展開のスピード△

ビジネスモデル(BM)の連続的進化

コンサル型 → SaaS型 → プラットフォーム型

DJ2(フェーズ2)のフォーカス

・Digital＋Local ＋Social
・デジタルを東京以外のローカルにフォーカスして、地域社会の課題を解決
・テレワーク、LoGoシリーズ、ふるさとチョイス、地域エネルギー、地域通貨、公金支払など
・3C：Concentration（共通課題に集中）、Collaboration（地域創生への仲間集め）
Confederation（遠心力の効いた事業運営）

財務目標　DJ2の3ヵ年計画

	2022.3期	2025.3期	（百万円、人）
売上収益	15530	78000	
EBITDA	5856	21088	
営業利益	5248	20000	
純利益	3729	12825	
従業員	325	2500	（注）2022.3期は、2021.9期の下期と2022.3期（半期）の合算ベース。

デジタル人材育成ビジネス～集合からオンラインへ

人材育成に向けて、2020 年より「デジタル人材育成サービス統合パッケージ」のサービスを開始した。各企業の社内の人材育成を、基本スキルから実践まで 4 つの人材タイプ別や、全社員のデジタルリテラシーを高めるｅラーニングで行う。マネジメント層、企業の現場、システム部門など、それぞれのレベルで学ぶことができる。

また、同年より DX 支援型会員制プログラム「デジテリ」を開始した。デジテリとはデジタルとインテリジェンスを掛け合わせた当社のネーミングである。ｅラーニング、DX セミナー・AI 利活用ワークショップ、DX コンシェルジュサービス、オープンイノベーションコミュニティなどの 4 つのメニューから成る。これも月額課金型である。

デジタル人材の育成では、集合研修からオンライン研修に一気にシフトしている。「はじめて学び 5G の基礎」、「DX 人材育成コンサルティングパッケージ」などｅラーニングによるコンテンツを充実させている。企業の集合研修は大半が三密（密集、密接、密閉）の環境で実施されていた。企業向け研修サービスは 5000 億円を超える市場で、うち 3000 億円は集合研修と想定される。当社は、新型コロナウイルス対応として、デジタル人材教育のための

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

e ラーニングコンテンツの無償提供を進めてきた。

「ディジタルグロースアカデミア」の立上げ～KDDI との合弁事業

2021 年 4 月に「ディジタルグロースアカデミア」(DGA) が事業を開始した。KDDI との合弁会社で、企業や自治体の DX 人材の育成を目的とする。地方に DX を波及させるためには、チェンジからデジタル人材育成部門を切り出し、地方の拠点を有する KDDI と組むことで、DX 人材の育成を加速させる。引き合いは多く順調である。

チェンジ単体の 2020 年 9 月期の売上高 3248 百万円のうち、デジタル人材育成事業は 262 百万円、全体の 8.1%であった。この事業を切り出した。資本金は 1919 百万円、出資比率はチェンジ 50.03%、KDDI49.97%である。

DX 推進でボトルネックとなる人材不足の解決に向けて連携した。都市の大企業もさることながら、地方の中小企業の支援も急務である。KDDI の全国の法人基盤を活用していく。チェンジのノウハウの知見や商材を KDDI の顧客基盤にのせていく戦略である。

合弁会社にデジタル人材育成ビジネスの大半は移した。KDDI とはコンサルビジネスを通して従来から付き合いがあった。KDDI と組んだからと言って、ドコモやソフトバンクと距離ができるわけではない。別のビジネスでは連携が十分ありうる。

DGA はデジタルを武器に、人も組織も飛躍的に成長することをサポートする。DGA に対するチェンジの持株比率は 50.03%なので、セグメント利益では、NEW-IT に DGA の売上全体と利益の半分が寄与してくる。ディジタルグロースアカデミアは、スタート 6 か月で年商 6 億円ペースとなっており、今後さらに拡大しよう。

LoGo シリーズの広がりは急ピッチ～課金もスタート

自治体向け LoGo シリーズでは、第 1 弾の LoGo チャットが 2019 年 9 月にトライアルを開始し、2020 年 1 月からモバイルアプリの提供を開始した。これは各自治体内の紙や電話による連絡の代わりに、そのチャットをアプリとして使うものである。

第 2 弾の LoGo フォームも 2020 年 3 月からスタートした。LoGo フォームは、行政専用のネットワーク (LGWAN) を使って、各自治体が取り扱っているアンケート、申し込みフォームを簡単に作成し、集計できる自治体専用 WEB フォーム作成ツールである。

LoGo フォームは、例えば政策立案のためのアンケートを作って実施したい時に、自治体の職員が自分で簡単に作れ、回収した後のデータ分析もすぐにできる。

LoGo チャットは、自治体の統合行政ネットワーク LGWAN で使える国内初の自治体専用ビジネスチャットで、1) 庁内、課内の情報共有、2) 意思決定の迅速化、3) 全国の自治体とつながるコミュニティ、4) 地域内事業者との密な連携で効果を発揮している。コロナ対応として、この Logo チャットの有効性が認識されている。

LoGo シリーズは 2021 年 4 月より課金システムによる有償化を開始した。これまでは無料

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

で使ってもらって、使い勝手のよさを広げていたが、これを有料化して、マネタイズしている。自治体なので、4 月の新年度スタートの時に、一定の予算措置をしてもらっていないと、有料化は難しい。今後とも LoGo シリーズの普及は進むので、4 月毎に有償化のウエイトは一段と上がっていこう。

LoGo シリーズを使う自治体は、自治体全体の 2 割を超えてきた。これはネット型プラットフォームビジネスにおいて、一定のポジションを得たことになり、この分野で圧倒的な№1 が狙えよう。LoGo シリーズのビジネスモデルは、SaaS 型で、ライセンス数×単価で収入がきまる。自治体の一般行政職の人員は 90 万人である。まず使ってもらって、予算化して有料へ、というパターンで今後も使用率の向上を図っていく。予算化された自治体において、当社の LoGo シリーズは類似のアプリのどこにも負けていない。つまり、100%受注（有償化）に成功している。

LoGo シリーズは、自治体のニーズを把握して、自治体の職員と一緒に作っている。ここが強い。システムを開発するのが、ベンダー、職員は使う人ではなく、ユーザーが自ら作っている。これが LoGo の成功要因である。自治体間での情報の共有、フォーマットの共有にも大いに力を発揮している。

LoGo フォームとデジタル ID の連携～エストニアのノウハウを活用

TB と xID(クロスアイディー)が 2020 年 5 月に業務提携した。TB の LoGo フォームと xID が開発したデジタル ID アプリ「xID」を組み合わせて、窓口、紙、ハンコに頼らないオンライン完結の行政申請フォームを自治体職員がすばやく簡単に作成できるようにしている。

xID は日本の会社であるが、行政申請の 99%がオンライン化されたエストニアでの経験やノウハウを活かして、デジタル ID や BC(ブロックチェーン)関連のソリューションを提供している。xID は、すでに加賀市（石川県）と行政サービスのオンライン化を進めている。

ビーキャップを買収

2021 年 3 月にビーキャップを子会社化した。買収金額は 6 億円強であった。ビーキャップはビーコン（Beacon:近距離無線センサー位置情報発信機）関連のソリューションで有力なベンチャー企業である。株式の 71.3%を取得した。ビーコン関連のアプリ開発で国内トップクラスの実績を有しており、位置情報を手軽に入手できる。これをフィールド系や地方に展開し、IoT のセンサーとして活用している。

ビーキャップは現在オフィス用ビーコンを主力としている。大手不動産会社や大手商社のように、複数のフロアにわたって、フリーアドレスのオフィスレイアウトを用いていると、人の位置情報を把握する必要がさまざまな場面である。これが、今後、大病院や大型物流センターなどにおいても人の位置情報を活用したいというニーズに結び付こう。

実際、ビーキャップは、ビーコンソリューションを利用して、医師の働き方改革にサービ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

スを提供していく。医師、看護師の居場所、医療機器の所在、在庫などを把握してく。働き方と医療サービスの向上に貢献する仕組みを作っていこうとしている。

TB の「えねちょ」が新エネ大賞

TB の「えねちょ」が新エネ大賞で、2020 年度の資源エネルギー長官賞を受賞した。自宅で作られた電気を売電するのではなく、卒 FIT 電力を寄付することで地域に貢献する。卒 FIT 電力のプラットフォームを構築し、自治体出資の新電力に寄付し、地域の特産物やポイントで還元するというしくみである。

卒 FIT とは、例えば住宅に太陽発電装置をとりつけ、その電力を電力会社に買い取ってもらう制度の中で、期限の 10 年を経て、FIT 買取を終了した電力のことをいう。この電力をどう活用するかという点で、寄付による地域支援が注目されている。卒 FIT はここ数年で急増してくる。

えねちょ（ふるさとエネルギーチョイス）はそのプラットフォームで、1）好きな地域に貢献できる、2）お礼の品がもらえる、3）ふるさとチョイスは業界№1 であるという点が評価された。

デジタル地域通貨プラットフォームサービス「チーカ（chiica)」

TB の自治体向けデジタル地域通貨プラットフォームサービス「チーカ（chiica)」が埼玉県深谷市の子育て世帯の支援事業に採用された。2020 年 8 月からスタートした。子供 1 人当たり 5000negi（ネギー＝地域通貨の名称）を支給する。5000 円に相当する。対象世帯に negi カードを送付し、市内の地域通貨加盟店で使える。コロナ対応へのサポートである。紙ベースの金券に比べて、コストが 6 割も安くなった。

IPO アクセラレーション・プログラム

アクセラレーション・プログラムでは、1）当社のネットワークに多様なベンチャー企業の情報が入ってくる。2）その中から双方の事業の相性をみて、事業面でサポートできることを確認する。3）その上で、資本も 10%前後で提供する。

ヒューマノイドアプリ開発の**ヘッドウォーターズ**社に投資した。ヒトの形をしたロボットで AI スピーカーの活用を展開している。2020 年 9 月に IPO された。ヘッドウォーターズと連携して、スーパーシティ向けサービスの LINE アップを強化していく。ヘッドウォーターズの有するエッジ AI とデジタルツインテックを利用して、例えば、公共施設での子供見守りエッジカメラやプライバシーカットした混雑認識などを一元管理できる。

AI Cross（旧 AOS モバイル）の株式の一部を取得した。この会社は AI ベースのビジネスチャットソリューション「In Circle」やスマホ利用の法人向け SMS ソリューション「AOSSMS」など手掛けている。B to B のモバイルコミュニケーションをサービスする。こうしたツー

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ルを自治体向けサービスに応用していく方向にある。

GAUSS は、AI を使って予測システムを作り上げる独自の AI アルゴリズム（マシーンラーニング、ディープラーニング）を得意とする会社である。GAUSS との協業によって予測・画像認識、自然言語処理・音声解析などの分野でユースケースの開発を目指している。

投資事業～IPOアクセラレーションプログラム

投資先	投資期	事　業	ねらい	出資後
〔現在保有〕				
ヘッドウォーターズ	2018.4	ロボット用AI	共同マーケティング	2020.9にマザーズ上場、保有
AI CROSS	2018.7	AIビジネスチャット	パブリテック推進	2019.10にマザーズ上場、保有
GAUSS	2019.7	AI予測汎用エンジン	法人向けAI市場開拓	保有
エアロネクスト	2019.8	ドローンアーキテクチャー	産業用ドローン推進	保有
ビービット	2019.6	UX(ユーザーエクスペリエンス）デザイン	DXシナジー	保有
ライトアップ	2020.12	中小企業向けDXサービス	地方中小企業のDX	マザーズ上場、保有
L is B	2021.6	ビジネスチャット、AI-FAQ	LoGoサービスの強化	保有
ポート	2021.7	就職など特化型メディア	地方雇用のDX化	マザーズ上場後に取得、保有
learningBox	2022.11	学習管理システム、問題作成ツール	統合サービスの提供	保有
〔既にエグジット〕				
Phone Appli	2017.4	クラウドweb、電話帳アプリ	共同マーケティング	2018.8　NTTコミュニケーションズに売却
GA technologies	2017.12	AI不動テック	AIシナジー	2018.7にマザーズ上場、2019.9期の2Qに売却
ボイスタート	2018.7	シニア向けAIスピーカーサービス	地域創生事業	解散、NTTデータに譲渡
識学	2018.9	組織マネジメント	共同マーケティング	2019.9期2Qにマザーズ上場、同4Qに売却

業務提携していた**エアロネクスト**に出資した。次世代ドローンの活用を目指して、DaaS（Drone as a Service）のドローンサービスプラットフォームの開発を行っているエアロネクストをトータルサポートする。エアロネクストの独自技術である重心制御技術「4DGRAVITY®」は画期的で、360° VR 撮影、水平輸送、ピンポイントランディング、宅配ドローンなどに応用範囲が広い。中国の深圳にも進出している。このドローンを屋内外の施設・設備点検、地形調査、在庫管理など、業務特性に合った活用でサポートする。また、ドローンの活用では、長崎県の平戸市で、地域課題の解決に向けて、漁業、観光、教育分野で開始した。密漁監視、観光サービス、スクール立ち上げなどが手始めである。

UX デザインコンサルティングの**ビービット**社に出資した。同社は、UX（ユーザーエクスペリエンス）のコンサルにおいて優れた実績を内外で有している。DX（デジタルトランスフォーメーション）の推進には、企業が提供するプロダクトやサービスだけでなく、その体験（エスクペリエンス）がカギを握る。UX については、ビービット社と連携することが優位性を高めることになると判断した。

2020 年 12 月に**ライトアップ**（コード 6580）に出資した。全国の中小企業へ DX サービスを提供しているので、地方創生の DX プラットフォームとして着目した。アライアンスを強化するために 2%ほど株式を保有した。ライトアップは、マザーズに上場しているが、地方

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

の中小企業がさまざまな補助金を利用する時の DX に一日の長がある。ここと組んで、地方の中堅企業の活性化に結び付けていく。

2021 年 6 月に「L is B」に、7 月に「ポート」に投資した。L is B はビジネスチャット（direct）や AI エンジンを搭載した FAQ ソリューション（AI-FAQ ロボット）など、DX 支援ソリューションを提供している。LoGo シリーズのサービスの強化に活用できる。L is B との連携では、LoGo シリーズのサービス強化など、地方向けサービスの展開を加速させる。

7 月にポートと資業務提携し、ポートの株式の 2.3%を取得した。ネットによる就職活動に強みを有するポートと連携して、例えば地元への U ターンなど地方で職を探したい人々にその機会を提供し、地方創生に役立てていく。ポートの株式は、マザーズ上場後に取得したもので、同社は、就職、カードローン、リフォームなど、様々な領域で特化したメディアを展開している。地方企業へのインターネットによる集客や雇用確保に向けて DX に活用できよう。

投資事業の評価額

（百万円、倍）

	社数	簿価 (A)	売却益	時価評価益 (2022年9月末)	合計 (B)	(B/A)
累積投資	15					
売却	5	254	356		610	2.40
保有　時価評価対象	5	455		434	434	0.95
簿価評価対象	5	752			752	1.00

2022 年 11 月に learningBox に投資した。同社は、学習管理システム、クイズ・問題作成ツール、WEB 上での暗記カードなどを展開しており、共同マーケティングで連携する。また、この仕組みは DX 人材育成のしくみにも活用できよう。

投資事業については、これまで累計で 1461 百万円投資したが、2022 年 9 月末では評価額も入れて 1796 百万円となっており、一定の成果は出している。今後は、公共領域での利用可能な技術とのシナジーを追求していく。

財務体質は健全～次の成長投資のためにエクイティファイナンスを実施

B/S では、TB の買収直後は借り入れを行い、自己資本比率は 2019 年 9 月期 1Q 末で 13.9%まで低下したが、その後の公募増資で、2019 年 9 月末の自己資本比率は 50.9%まで向上した。2020 年 5 月に公募増資は 160 万株で、既存発行済株式の 11.4%に相当した。発行価格は 2764 円/株で、振込金額は 42.6 億円となった。3 月末の純資産が 23.0 億円であったから、自己資本の充実に寄与した。

2021 年 3 月に海外市場において新株の発行を行った。欧州・アジア市場を中心に（米国、カナダを除く）、5.3629 百万株を発行した。エクイティファイナンスの目的は、海外投資家

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

の開拓であった。調達額は 164 億円であった。希薄化比率は 7.4%、デイカウント率は 4.01%、実質の発行価額は 3077.2 円であった。

バランスシート

（百万円、%）

(IFRS)	2019.9	2020.9	2021.9	2022.3	2022.9
流動資産	5742	11306	32956	35661	34156
現預金	3784	7599	27690	30407	27567
営業債権等	1609	2921	3226	3430	3718
営業投資有価証券	140	541	1571	1356	1186
非流動資産	5701	5787	6430	7067	11057
有形固定資産	215	189	183	423	1329
使用権資産	299	85	220	246	320
のれん	3620	3759	4409	4409	6290
無形資産	1275	1499	1288	1432	1869
資産合計	11444	17093	39386	42728	45213
流動負債	1797	5154	5545	5873	5479
営業債務	829	2494	2942	2976	3388
短期借入金	365	356	277	277	676
未払法人税	154	1424	1317	1713	428
非流動負債	3071	2532	1446	1349	4196
社債・借入金	2548	2286	1290	1162	2627
親会社持分資産	5854	7959	30455	33480	33323
有利子負債	2914	2642	1567	1439	3303
有利子負債比率	25.5	15.5	4.0	4.3	7.3
自己資本比率	51.2	46.6	77.3	78.4	73.7

手取額 16384 百万円の使途は、2023 年 9 月期までに、① M&A に 8192 百万円、② 人材投資に 2868 百万円（チェンジ本体 901 百万円、トラストバンク 1967 百万円）、③ IT 開発投資に 4096 百万円、④ マーケティング投資に 1228 百万円を予定している。もし、M&A がなかった場合は、その分を内部成長のための投資に活用する。

このファイナンスで、M&A 用に 82 億円が調達できた。M&A では、3 つのタイプの経営資源の獲得がありうる。1）IT エンジニアなどの人材の調達、2）自治体向け営業や建設・医療向け営業などの顧客基盤の獲得、3）ビーキャップのような良好な SaaS 型会社のもつプロダクトの入手である。このうち、当面は、1）を優先し、上場会社の M&A も視野に入れている。

昨年 8 月に臨時株主総会で、資本金 10660 百万円を 1000 百万円へ、資本準備金 10617 百万円を 1000 百万円へ減額した。その分は、その他資本剰余金に移った。この減額分 19277 百万円は、株主への分配可能額として使える。つまり、今後大型の M&A を実行する時に、この資金を活用して自社株買いを行い、その株式を買収先の株主に交付するという株式交換が、余裕を持ってできるようになる。特別決議で承認された。

2021 年 6 月に三井住友銀行と特殊当座借越契約 195 億円を締結した。これは M&A の実行

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

を目的とした借入枠の設定であり、必要時に速やかに対応できるように継続している。

キャッシュ・フロー

（百万円）

(IFRS)	2019.9	2020.9	2021.9	2022.3	2023.3 2Q
営業キャッシュ・フロー	138	4634	3804	3742	-2103
税引後利益	362	3900	3701	3444	-1471
減価償却及び償却費	346	572	743	280	397
営業債権	418	-14101	-251	-203	-217
営業債務	-566	1663	419	33	-1385
営業投資有価証券	359	-401	-1029	214	385
投資キャッシュ・フロー	-3048	-269	-1189	-784	-2184
有形固定資産	-46	-26	-142	-236	-909
無形資産	-185	-254	-443	-487	-445
子会社株式の取得	-2823	-36	-660	0	-493
財務キャッシュ・フロー	5638	-549	17476	-241	1443
長期借入金	2740	-392	-1201	-137	1857
株式発行	4256	45	16415	4	0
株式払込収入			3823		0
現預金期末残高	3784	7599	27690	30407	27567

（注）2023.3期2Qは半期ベース

自己株式の取得も実行

2021 年 8 月 16 日～9 月 30 日の期間で、自己株式の取得を実施した。62.28 万株（全体の 0.85%）で 20 億円を上限とした。これは、現在の株価に対する会社サイドの姿勢を示しており、割安なので投資するという意味である。また、自己株式は M&A の時に株式交換による対価として活用できるので、M&A への準備ともなった。

これも、株主還元の 1 つであるとともに、M&A やアライアンスに備えた資本政策である。全体として、300 億円規模の大型 M&A が資金的には実行できる準備は整った。

３．中期経営計画　　「DX×Local×Social」で日本のリーダーを目指す

DJ1 での布石

2021 年 9 月期は、当社の 15 カ年計画（5 フェーズ）の第 1 フェーズ（3 カ年）の最終年であった。DJ 1 の仕上げとして、1）DX 推進のチェンジ方式が確立してきた。DX 人材の育成をベースにして、企業や自治体の DX を推進する。2）SaaS 型のビジネスモデルへの進化が進展した。LoGo シリーズや beacapp 等が課金型ビジネスとして離陸した。

NEW-IT では、①KDDI と連携して、ディジタルグロースアカデミアをスタートさせた。②

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ビーキャップを子会社化して、ビーコンを利用して、医療や建設現場の見える化を推進している。③SMBC グループや千葉銀行との連携で地域の企業経営者にリーチしている。

パブリテックでは、①コロナや災害対応でのふるさと納税の活用が定着し、地域自治体の共通課題がより見えている。②LoGo シリーズの有償化が 2021 年 4 月よりスタートし、これが拡大している。③新たにエネルギー事業で、再生エネルギーを使った地域のマイクログリッドモデルの構築に着手した。

DJ2～第 2 フェーズの中期計画

2024 年 9 月期までの 3 カ年計画（DJ2）では、「DX」×「Local」×「Social」で、1）デジタル技術を活用し、2）地域を持続可能にするように、3）地域が抱える社会課題の解決を目指す。ここを事業領域として高成長を目指す。

具体的には、4 つの事業領域で、①人材（デジタル人材の育成）、②民間 DX（企業向け IT サービス）、③地域創生（ふるさとチョイス、再生エネルギー）、④公共 DX（自治向け IT サービス）である。

DJ2 ではどこを狙うのか。デジタル（デジタル技術の活用）、ローカル（地域のサステナビリティ）、ソーシャル（社会的課題の解決）の重なる領域をスイートスポットとする。東京圏以外のローカルにデジタル化の恩恵を広め、地域の課題の解決に貢献する。とりわけ DX 推進に当たっても人材不足に応えていく。地域創生では、自治体と共に地方の企業や地銀との連携が重要になる。

成長領域としては、1）デジタル人材育成で№1 を目指す、2）パブリテックで LoGo シリーズの課金を拡大する、3）ふるさとチョイスの SCM(サプライチェーンマネジメント)で物流事業をアライアンスで本格化させる、4）発電と蓄電の再生エネルギー事業を立ち上げる。蓄電池ではテスラのものを利用する。

パブリック事業における LoGo シリーズへの課金は 2021 年 4 月から始まった。LoGo シリーズが自治体における使い勝手のよいツールとなっており、この分野でデファクトスタンダードの地位がとれそうである。

ふるさと納税ビジネスでは、第 1 に、ふるさとチョイスの利便性をより高めるよう付加サービスに充実に力を入れる。その 1 つとして、返礼品の物流コストヤマト運輸と組んで効率化を図っていく。自治体や地元の産業企業にとって物流コストが安くなるようにしていく。結果として、当社の付加サービスの対価も上がってくることが見込める。第 2 は、テイクレートを上げる予定である。競合のテイクレートは 10%前後で、TB は 5%なので、競争優位は明らかであるが、ここはビジネス上のアローアンスとしてタイミングを見て実施する。

エネルギー事業については、地域における再生エネルギーの利用を具体化する。大手やベンチャーにはできない地元密着型の開発である。その電力を病院など地域のインフラを強くするようなところに蓄電できるようにしていく。ここは一定の投資を必要としよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

DJ3、DJ4 のイメージ

DJ3、DJ4 はどのようなイメージか。これに対して、福留社長は DJ3 では例えば交通、教育、住宅などのインフラ、DJ4 では医療、福祉介護、自然文化などがテーマになると考えている。大事なことは、ニーズは多様であるが、戦略マップを１つ１つ埋めていくことに力を入れていく方針である。

DJ2 の財務目標を大幅に上方修正

DJ2 のスタートの 6 か月は順調な動きをみせた。中期 3 カ年計画も決算期変更に合わせて、新たな 3 カ年目標を策定した。従来よりも 6 か月後ずれしているものの、利益計画を大幅に上方修正した。営業利益目標は、2024 年 9 月期の 160 億円が、2025 年 3 月期で 200 億円となった。中期計画については、いくつもの戦略を立ててシミュレーションしている。その中で妥当な案を保守的に公表している。

DJ2 では、「DX×地方創生」で唯一無二の存在になることに全力投入し、ここでのブランドを確立して、DJ3 に邁進しようという計画である。

3ヵ年計画の目標と重点分野

（億円）

	2020.9（実績）	2021.9（実績）	2022.3（実績）	（DJ2の3ヵ年計画） 2023.3	2024.3	2025.3 （M&A無）	2025.3 （M&A有）
売上収益	105	156	155	210	300	380	780
営業利益	42	59	52	70	110	150	200

（注）2022.3期は、2021.9期の下期と2022.3期(6か月）との合算ベース。

New-IT	①民間向けDXサービス ②DX人材育成
パブリテック	③ふるさとチョイスPF ④エネルギービジネス ⑤自治体向けDXサービス
M&A	・顧客基盤獲得型 ・プロダクト獲得型 ・リソース獲得型

BM(ビジネスモデル)の進化～コンサル型→SaaS 型→プラットフォーム型

BM の進化（コンサル型→SaaS 型→プラットフォーム型）に向けては、3 つの C を推進す

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

る。①Concentration:共通課題への集中、②Collaboration:仲間あつめ、③Confederation:連邦型経営、である。KDDI との合弁はリソースネックの克服にあり、東京・大企業中心ではない地方への遠心力にはアライアンスを重視していく。

TB のプラットフォームをいかに横展開していくか。ふるさとチョイスを現状のままでもっと儲けるという話ではない。このネットワークに様々なニーズとサービスをマッチングさせてのせていく。

BM の連携では、①コンサルの横展開だけではなく、いかに SaaS に結び付けていくか、②SaaS についても顧客基盤を拡大すればもっと効果が高められる。③SaaS からプラットフォーム型に拡張できれば、付加価値をさらに高め、差別化を図ることができる。

地方、自治体、中堅企業、生活者の DX 化をサポートしていく上で、東京価格ではなく、新しいローカル価格を打ち出していく必要がある。そこがイノベーションである。東京モデルを地方に持ち込むのではなく、地方オリジナルなモデルを構築していく。

DJ2 では、新しい事業をいろいろ始めていくので、大事なことはコラボレーション(協働)であり、そのための仲間集めであると、福留社長は強調する。高度人材の確保、顧客基盤の拡大に向けて、アライアンスの加速化を図っていく方針である。

DJ2（3ヵ年計画）の利益貢献分野

（億円）

セグメント利益	2021.9	2025.3(計画)
New-IT	9	50
民間向けDXサービス		+10
DX人材育成		+30
パブリテック	67	140
ふるさとチョイスPF		+57
自治体向けDXサービス		+16
M&A		50
合計	60	200

（注） 合計は一般管理費調整後。

利益貢献は多面的～M&A は逐次具体化へ

2025 年 3 月期で、200 億円の営業利益を目標とするが、2019 年 9 月期の同 60 億円からの寄与でみると、民間 DX で+10 億円、人材で+30 億円、地方創生で+57 億円、公共 DX で 16 億円、M&A で 50 億円、合計で+160 億円は超えるとみている。

M&A の案件は逐次検討している。福留社長の時間は現在 60～70%は案件の精査に当たっ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ているという。中期計画では3年目の目標に織り込んであるが、よく検討しながら速やかに実施していく。

M&Aでは、テック型と人材型の両面で複数の企業を傘下に入れていく戦略である。縦軸でプロダクトやサービスの幅を広げ、横軸で顧客基盤を広げてクロス展開を図っていく。

M&Aは、数社で売上高400億円、営業利益50億円、人員としては1800人を計画している。営業利益率10%がとれる案件を検討している。人材を確保して、当社のノウハウ、パワーをのせて、1人当たりの単価をアップさせていく。PMIを仕上げて、SaaS型で稼ぐようにもっていく。

M&Aでは、3つのターゲットをおいている。①顧客基盤獲得型、②プロダクト獲得型、③リソース獲得型である。これまでの動きでいえば、①はふるさとチョイスによる自治体ネットワークの獲得、②はSaaS型のプロダクトサービスの獲得、③はコンサルタントやエンジニアの獲得である。

M&Aについて、これほど明確に中期計画に表現している企業は少ない。数社のM&Aを計画し、EBIDA倍率で10倍を目途とする。まだ具体的案件が定まっているわけではないが、候補リストはいろいろあるようだ。今後の展開が注目される。

民需対応

DX人材育成のDGA（KDDIとのJVであるディジタルグロースアカデミア）は、好調な立ち上げを見せている。

三井住友海上火災保険とは、会社のデジタル人材の育成で、デジタルリテラシー講座（AI、IoT、クラウド、モビリティ、サイバーセキュリティ、ロボティクス、アジカイルの7つ）を立ち上げ、一般のビジネスパーソンのDXリテラシーを上げていく。

三井住友銀行とは、顧客へのDX支援サービスを開始した。同銀行の顧客の中でも経営層に対して、コンサルして、教育し、ソリューションを提供していく。DXについて診断し、課題の解決から勝ちパターンを形成していくという狙いである。

ちばぎんとは、地銀との連携のスタートである。戦略的協働パートナーとして、地域のDX推進を目指す。地域×DXで、非金融の領域を攻める。地銀を地域商社として活動できるように、DX人材を育成していく。一緒になって、自治体のDXも支援する。

これらが、DJ2における民需対応の事例であり、官需としての自治体向けパブリテックでも新しい進展がみられる。

官需対応

2021年7月に、自治体のDXを支援するAIソリューション「GAIA」（β版）を発表した。キーワードを入れると、必要な情報にアクセスできる。自治体の活動で、先行事業、業務フローなどのベストプラクティスが示され、改善事例も表示される。TB（トラストバンク）を

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

通して、全国への展開につなげていく方針である。

AI“GAIA”(Government AI Assistant ：自治体 AI アシスタント）は、チェンジが、ディジタルグロースアカデミア、コニカミノルタと共同で開発した。これは、地方自治体の業務を改善し、何らかの標準化を行いたい時に、その業務改善の標準化を、AI を活用してサポートする。自治体の職員が自ら簡単な入力で、標準化の方向を目指して、ソリューションを創ることができる。

デジタル田園都市国家構想を支援～DX 人材投資

岸田内閣の「デジタル田園都市国家構想」はチェンジにとって、フォローの風である。一方で、多くの企業も参加してくるので、競争は激化しよう。さらに、国の政策というのは、アドバルーンは上がったものの、その後の実行戦略が迷走して、具体的な成果が上がらないということもよくある。この構想にあるデジタル人材の育成は、喫緊の課題である。5 年間で 230 万人のデジタル人材を育成して地方にも配置する。そのために 4000 億円の予算を用意して、様々なサポートを行う。

チェンジにとっては、単に補助金事業に参加するということではない。自治体にとって、地域企業にとって、デジタル化が本当に定着し、生活が豊かなになるような持続性のある基盤作りに、そのビジネスモデルを創って運営していく。ここで価値創造を行う。

ウィルソン・ラーニングワールドワイドと業務提携

日本企業の研修費は 5000 億円と、米国の 10 分の 1 であるという。社会人の人材教育に日本企業は十分投資していない。

ウィルソン・ラーニングワールドワイドと 2021 年 10 月に業務提携した。ウィルソン・ラーニングは、企業の研修や組織開発のコンサルを提供している。営業力の強化、リーダーシップの研修、教育プログラムのデジタル化に力を入れている。1) チェンジの DX 研修サービスをウィルソン・ラーニングの顧客へ提供、2) ウィルソン・ラーニングのサービスをチェンジの顧客へ提供、3) 両者のラーニングメソッドや IT コンテンツを組み合わせて新しいソリューションを開発することを狙っている。

サブスク型 e-Leaning サービス「KaWaL」～learningBox と資本業務提携

2021 年 12 月にサブスク型 e-Leaning サービス「KaWaL」の提供を開始した。オンラインでビジネスの基礎スキルを学んで、その内容が「ワカル」、ひいては自分が「カワル」ことを狙っている。1 つの ID 880 円からの月額課金である。新卒社員研修や産休・育休の復職支援などに活用できる。

実際、女性の再就業支援を行う「㈱キャリア・マム」と業務提携し、KaWal のコンテンツを充実させ、実用に入っている。キャリア・マムは全国 11 万人の会員を有するコミュニテ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ィサイトを運営している。このように教育ビジネスを、フローからストック型へ転換しようという動きが着々と進んでいる。

「KaWaL」では、社会人の基礎力を客観的に診断するツール「KaWaL 診断」のサービスを開始した。人的資本投資をサポートする 1 つのツールである。

11 月に learningBox と資本業務提携した。同社は e ラーニングプラットフォームの技術を有するので、当社の KaWaL シリーズとの相互活用も可能となる。第三者割当により一部の株式を所有する。

LoGoシリーズの導入自治体数

(件)

	2021.5	2021.7	2021.11	2022.2	2022.5	2022.8	2022.11
LoGoチャット							
無償利用	249	383	452	518	386	520	611
有償利用	333	339	359	365	510	519	531
合計	582	722	811	883	896	1039	1142
LoGoフォーム							
無償利用	92	161	249	290	120	105	136
有償利用	110	112	131	138	310	327	341
合計	202	273	380	428	430	432	477

（注）四半期決算公表時点ベース。

LoGo チャットの導入拡大～さらなるラインアップへ

LoGo シリーズは有償化が順調に進んでいる。LoGo の有償化は、ARR(Annual Recurring Revenue：年間定期収入)ベースで 23 年 3 月期には 10 億円が見込めよう。

自治体向け LoGo チャット導入効果の検証結果が昨年 9 月に公表された。10 の自治体の 3316 名にアンケート調査したものである。1）リアルタイムの情報連携ができるようになった（86%）、2）緊急時の情報伝達スピードが早くなった（72%）、3）出張時や不在時の連絡が取り易くなった（80%）、4）複数人でのコミュニケーションがしやすくなった（84%）、5）外出時や現場からの写真や情報が共有しやすくなった（72%）という内容であった。

行政手続きデジタル化ツールの LoGo フォームの導入効果も次々に報告されている。三重県松坂市では、GIGA スクールにおける Wi-Fi 接続調査に関する業務時間が削減された。埼玉県川口市では、感染防止対策協力金申請書兼請求書に関わる業務時間が削減された。

LoGo チャットで自治体職員の個別 ID が利用されたことで、自治体とのアクセスが直接とれるようになっている。現場のニーズを把握し、それを DX アプリ化していくことがスピーディにできるようになりつつある。LoGo シリーズは、自治体の職員と一緒になって使い勝手を工夫している。これによって、自治体向け SaaS モデルが確立している。一見当たり前のようだが、自治体の業務において、LoGo シリーズはデファクトをとりつつある。

今後の対応として、1）急速に広がっているので、インフラとしてのセキュリティ強化に

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

一段と力を入れていく、2）カスタマーサクセスのサポートを充実させていく、3）プロダクトラインをさらに広げていく、ということに注力する。具体的には、グループウェアやスラッグのような使い勝手のよい機能を独自の開発も含めて、LoGo シリーズに組み込んでいく。

LoGo フォームの「はじめての DX 推進パック」

LoGo フォームは、これまで紙で対応していた作業をノーコードで（ソフトを組むことなく）デジタル化できる。すでに 2.8 万件の手続きを D 化しており、1000 万件以上使われている。既存の電子システムがいろいろある中で、デファクトをとっている。

この LoGo フォームをさらに推進するために、「はじめての DX 推進パック」を出した。これまで実用化した申請手続きや予約システムをまとめてパッケージ化して、さまざまな自治体で自らもすぐに利用できるようにサービスメニューをパッケージ化したものである。これによって、さらに広がりが出てこよう。

「自治体 IT システム満足度調査 2022-2023」で第 1 位へ

9 月に LoGo シリーズを提供する TB（トラストバンク）が日経 BP 社による「自治体 IT システム満足度調査 2022-2023」でグループウェア/ビジネスチャット部門で 1 位となった。8 月に公表された日経コンピュータの顧客満足度調査（2022-2023）でも 1 位となっていた。

LoGo チャットをリリースして、3 年未満で 1788 自治体のうち、1039 自治体に導入され、その使い勝手の良さが評価された。PC やスマホで、自治体の庁内や他の自治体、外部事業者とメッセージ、ファイル、画像のやりとりができ、このコミュニケーションによって、生産性向上、情報共有と意思決定の迅速化、ペーパーレスに結び付いている点が画期的である。

競合がひしめく中で、30 万人の自治体職員に使われている。これはたまたまニッチな市場を攻めたのではなく、官公庁のニーズを的確にとらえて、それを現場で使えるようにした。チャットの製品開発ではなく、それが実際に使われるようにする事業開発力で優位に立った点に注目したい。ここにチェンジの強みがある。

自治体 DX サービスを提供する合弁会社「ガバメイツ」がスタート

ガバメイツが今年 4 月から自治体向け DX でサービスを開始した。スタート時に 50 人の人材が揃い、初年度で 20 億円の売上を見込んでいる。松山市に本社を置くが、市場として全国をみている。都道府県レベル、政令都市レベルでの DX 推進をビジネスにしていく。ここは TB がカバーする自治体とは重複しないので、住み分けながら攻めていく。

ガバメイツは、チェンジ 60%、コニカミノルタパブリテック 40%の出資である。本社は、自治体 DX に積極的に取り組んでいる愛媛県松山市に置く。

当社は AI 開発ノウハウと 1600 以上の自治体との取引実績を有する。コニカミノルタパブリテックは、全国 120 以上の自治体の全庁業務量調査を実施し、そのデータを保有する。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

各自治体のすべての業務を洗い出し、それをデータとしてまとめたものである。別府社長はコニカミノルタ出身で、実務をリードしていく。

自治体業務の DX 支援を 3 つの戦略に沿って実行していく。1) 地域共創戦略（自治体特有の課題に地元と共働)、2) データ蓄積・活用戦略（自治体業務データを住民サービスへ活用)、3) 自治体 DX ワンストップ戦略（プラットフォーム上でワンストップに提供）できる。

自治体 DX 支援プラットフォーム「Govmates」を基盤に、これを実践していく。業務の①可視化、②分析、③最適化、④標準化がスピーディに進められる。

ガバメイツが介護業務のデジタル化を支援

ガバメイツでは、介護業務のデジタル化支援を強化していく。愛媛県の取り組みから介護・福祉領域で改善効果が大きいと判断した。自治体における「要介護認定業務」（聞き取り調査の入力、主治医による意見書の取得の負荷軽減）と介護現場とのデータ連携基盤を作っていく。①介護者のセンサーでの検知、記録、②ケアと同時の簡単入力、③解析結果・映像の確認などが一体化して D 化される。これがシステム化されればその効果は絶大である。

ガバメイツによる介護業務デジタル化事業の支援では、まず 8 つの介護施設に「HitomeQ（ひとめく）ケアサポート」を導入した。介護業務におけるデータ連携である。

このシステムはコニカミノルタの製品であるが、介護の業務をいかに楽にしていくか。このニーズにうまくフィットさせるように事業支援をしていく。このシステムの仕組みは、1) 居室に行動分析センサーを設置し、2) スマホで見守り機能を担い、3) データに基づいてサービス提供のオペレーションをまわしていく。画像データを活用して介護認定プロセスの DX にも活用していく。複数の施設でのまとまったデータが分析できるので、その応用が期待される。

横展開の推進

カバメイツについては、愛媛県 20 市モデルを横展開していく。マイナンバーオンライン手続きについて、申請管理システムを入れて集中管理している。手書きでもネットでも、入口は多様なままで、バックの行政手続きは全てオンライン化して一本にまとめる。これで、デファクトをとっていく。その目途が立ったと、福留社長は自信を見せている。

収入としては、各自治体から得るか国（総務省）から得るかは、これからであるが、サービスの統合と一体化で先進的な動きをみせている。カバメイツは月次でみれば、固定費先行であるが、年度末（3 月）には収入が入ってくるので、今期で収支トントンにはなろう。

企業連携の推進～ガバナンステクノロジーズと資本業務提携

10 月にガバナンステクノロジー（Governance Technologies）と資本業務提携し、株式の 49.9%を取得した。同社は、行政向け SaaS に強みを有する。例えば、生活保護の不正受給

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

を防ぐ SaaS プロダクトを開発している。ここと連携してプラダクトラインを広げていく。

LoGo シリーズは自社で開発したが、サービスの多様化を図る上で、テクノロジーを有する企業と連携を深めていく戦略の 1 つである。

グループに入って連携をとるに当たっては、いくつかの考え方がある。1）すでに収益を上げており、連結しても利益貢献が十分見込めるケース。2）まだ赤字であり、グループの一員として認めても、連結に入れるには時期尚早であるケース、3）事業としての連携はありうるが、グループ入りが未確定であるケース、などである。各々に応じて、持株比率を検討していく。

東京都の行政手続きをデジタル支援

東京都の行政手続きのデジタル化では、令和 4 年度もコンペに勝って仕事を取ることができた。

東京都の行政手続きのデジタル支援を行っている。チェンジ、KDDI、コニカミノルタ、ディジタルグロースアカデミアの 4 社が組んで、東京都にある区市町村の行政手続きデジタル支援業務を受託した。

4 社が協力して、保育所関連の手続き、施設予約の手続きなど、身近な窓口の効率化を図っていく。従来のやり方とは違って、区市町村の職員が自らの業務プロセスを見直して、デジタル化していく手順を身に付けていくことも目的としている。東京都に参画するということは、今後地方展開する上でも、極めて有力なケーススタディの実践となろう。

地域再生エネルギーの活用がスタート～地域マイクログリッドモデルの確立に向けて

エネルギーでは、阿久根市のモデルを米子市へ横展開する動きが始まった。「地域マイクログリッド」モデルは全国 30 以上でプロジェクトが横展開しつつある。今後加速してこよう。

2021 年 9 月に、鹿児島県阿久根市で、地域マイクログリッドモデルへの取り組みがスタートした。太陽光発電を設置し、蓄電池も準備して災害に備える。地産地消の電力マイクログリッド網の構築である。

こうしたマイクログリッドが地方の 100 自治体に広がるとして、チェンジはそのエネルギーマネジメントシステムを担うことで 20～30 の自治体に入っていくことを狙っている。エネルギービジネスについては、2024 年 3 月期から収益化が見込めよう。

阿久根市の例でいえば、地域マイクログリッドへの投資額が 10 億円として 7 億が補助金として 3 億円と当社が出資する。そのうち地元の企業も出資してくるので、当社の出資比率は 20%程度となろう。エネルギー事業はイニシャル投資に伴う利益と、ランニングに伴う利益の 2 つがありうる。エネルギーマネジメントシステム構築と運営の中で、投資に伴う粗利が 20%は見込め、売電システムによる SaaS 型サービスで 20 年間フィーが入ってこよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

阿久根市の地域内再生エネルギー活用モデルの構築では、合同会社トラストバンク阿久根を設立し、ここがリード役となる。同社が、1）太陽光発電の電源と蓄電池を調査し、2）活用モデルを構築し、3）電力は自営線などを通じて同市の公共施設に供給する。公共施設の CO2 の 80%を削減することができる。トラストバンク阿久根は 100%子会社としてスタートするが、地元企業などの参画をえて、チェンジの持株比率はマイナーにおとしていく。

こうした地域密着発電モデルを将来はいくつも手掛けていく。自治体のニーズとして1000 件くらいはありそうだ。その中の 100 件でも、手掛けることができれば、かなりのビジネスになろう。このプロジェクトは、1）自治体との交渉に手間がかかる、2）自治体とのパイプが重要である、3）大企業が参入するには規模が小さい、4）地元企業がやるには、資本金負担が重い、5）しっかりしたエネルギーマネジメントシステムが必要である、という点で、ふるさと納税で地元の信頼が高く、上場企業としてマネジメント力のある当社グループにとって、独自の強みが発揮できることになろう。

ふるさと納税の次の活用

ふるさと納税の市場規模（TAM）は、潜在的に 2.5 兆円はあろうが、どこまで顕在化してくるか。当面は 1 兆円の市場は期待できよう。品揃えには重要な意味があるが、マーケットはロングテールなので、需要は極めて多様である、これがふるさと納税の魅力である。

事業領域を拡大する戦略マップは、ローカルの軸（自治体や民間など）とソーシャルの軸（行政、人材インフラ、文化など）で広げていく。ふるさと納税では、GMV（Gross Merchandise Value：流通取引総額）の巻き返しを打っていくが、中期計画ではこの増加はさほど見込んでいない。テイクレートは 2024 年 3 月期から上げていく方針である。

ふるさと納税制度の競争は激しいが、当社はさとふる（ソフトバンク）や楽天ふるさとが行っているポイント還元にはのらない。ある意味でのキャッシュバックは本来の主旨と異なるので、別の差別化を図っていく方針である。その点でシェアを落としている面はあるが、ふるさと納税の本来の主旨を重視して、地元への貢献を最優先している。

ふるさとチョイスのキャッシュカウとしての機能を活かして、パブリテックをさらに推進しようとしている。また、ふるさと納税のプラットフォーム（エンジン）を他の企業にも使ってもらうようにする。

当社の取り扱うふるさと納税の寄付金額は 2100 億円規模である。テイクレートは 5%であるが、同業他社は 10%である。これを上げて、その利益をパブリテックの先行投資に活用していく。テイクレートが 1%アップすれば 21 億円の収入増となる。

ふるさと納税について同業他社はポイント還元を販売に利用しているが、このやり方がふるさと納税の主旨からして妥当かどうか。税の仕組みに馴染まないということで、今後規制が入ることも考えられる。当社の場合、他社のポイントセールをやると、GMV が影響を受け、やめると戻ってくるという動きが顕著である。当面は、その動向をみながら適切にマー

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ケティングしていく。

「めいぶつチョイス」のスタートを準備

ふるさとチョイスに関わる 42 万点の返礼品を提供する事業者の半分は Web 販路を有していない。そこで、当社の EC サービス「めいぶつチョイス」を利用して、販路拡大や新商品開発をサポートし、それをビジネスにしていく。

TB は、2023 年春から新たな EC サービス「めいぶつチョイス」を始める。これは、ふるさと納税サイト「ふるさとチョイス」で紹介されている 42 万点返礼品の生産者や事業者の販路拡大を支援していく。また、地場産品の新商品開発を強化することにもつながる。ふるさとチョイスの 500 万人の会員に訴求して、有力な EC サイトに育てていく計画である。

チョイス Pay の立ち上がり

9 月にスタートさせた「チョイス Pay」が好調な滑り出しをみせている。例えば、10 月に高島屋の北海道物産展でタイアップし、その場でふるさと納税の寄与を利用できるようにした。寄付額が急増した。「身近でチョイス」、「旅先でチョイス」など、リアルの場でポイントと交換してふるさと納税が利用できる。

インバウンドとワーケーションへの取り組み

11 月に TB(トラストバンク)はインバウンド事業を展開する BeA に出資した。1.5 億円出資して株式の 17%を取得した。BeA はインバウンド観光事業で中華圏に強い。地域の活性化に当たって、インバウンドや定住促進は不可欠なので、この分野を強化する。

BeA は旅ビジネスに特化したサービスプロバイダーで、中国とのウェブで高い集客力を有する。また、自治体との移住マッチングプラットフォームでも一定の存在を示している。

自治体の困りごとは人口減少にある。ここに観光やワーケーションなどの交流人口を増やすことも地域の活性化につながる。観光、定住、仕事紹介などはいずれも強いきっかけになる。IT 業界の人材にはデュアルライフが合っているともいえる。

SaaS 型クラウドファンディングのプラットフォーム「ENgiNE」と連携

チェンジは、2022 年 1 月に Relic（リリック）と業務提携した。リリックは SaaS 型クラウドファンディングのプラットフォーム「ENgiNE」で国内トップである。このプラットフォームは、金融機関や大手メディアなど 200 社以上で利用されている。

地方の地域産品を生産、流通、販売を含むマーケティング活動において、これを担う「地域商社」への関心が高まっている。その担い手として、地域内にネットワークがあり、信用力も高い地方銀行が注目されている。地銀も新しいビジネスを拡大したい。

チェンジは地方、DX に強い。今回リリックと組むことで、地銀の地域商社事業を支援し

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ていく。ふるさと納税以外のプラットフォームを活用して、資金を集めていく。リリックも地方への展開ということでメリットがある。

その第一弾として、昨年 10 月に千葉銀行の 100%子会社である「ちばぎん商店㈱」が千葉を代表する商品・サービスを生み出していく購入型クラウドファンディングサイト「C-VALUE」をリリースした。今後の横展開が注目されよう。

「自治体 DX」の次は「地銀 DX」へ～千葉銀行とメタバースで実証実験

「自治体 DX」の次は、「地銀 DX」にフォーカスしていく。すでに地銀とは組んでおり、SBI グループとの連携も本格化してこよう。

千葉銀行とは、メタバースの活用でイベントが始まっている。10 月、11 月にメタバース空間を利用したイベントをいくつか始めている。①就活生向座談会、②新米パパママ向け栄養学やお金学習、③千葉銀 Twitter 向けトークイベントなどである。

米国の大手メタバースプラットフォーム「Virbela」の日本公式販売代理店であるガイアリンクの「GAIA TOWN」を利用して、デジタルと地方創生をテーマとしていく。地銀との連携という点でのトライアルである。今後、この仕組みをメガバンクや地銀に横展開していく。

SBI グループとの連携で事業領域を拡大

SBI HD との連携では、地方の IT システム企業の事業承継をいかに進めるかという点で、1）ファンドの活用、2）そこでの事業の再構築が問われているが、現在着々と準備を進めている。

（1）チェンジの存在はいかに

SBI と資本業務提携した。2022 年 3 月末で SBI ホールディングス(HD)がチェンジの株式の 19.78%を所有した。3 月末に神保会長以下 5 名の創業経営陣の持株を相対で譲渡した。これによって筆頭株主は SBIHD で、神保会長の持株比率は 13.13%から 6.50%となり第 2 位となった。

今回の提携の狙いは、SBI グループが力を入れている地域金融機関との連携強化にある。地方創生では、3 つのプレイヤーがカギを握る、①地域金融機関、②地方自治体、③地域企業である。ここをいかに盛り上げるか。チェンジグループは自治体に強い。SBI は地域金融機関に強い。両社を通して、地域の企業にもネットワークが広がっていく。地方創生×DX というチェンジのテーマにうまく合致する。

6 月に SBIHD によるチェンジの持株比率が 20.13%となった。これによって、チェンジは SBI HD の持分法適用会社となる。SBI にとっては、チェンジの株価変動が時価評価を通して影響することなく、持分利益を P/L に反映できる。チェンジにとっては、広い意味で SBI グループの一員となるが、パブリックテック分野の事業拡大では、リーダーシップをとることができるので、成長に関して、何らネガティブな面はない。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

(2) 3つの連携を推進

具体的には、3つの連携を進めていく。第1に、地方創生事業では、「SBI 地方創生サービシーズ」の代表取締役に福留社長が就いて、これまでの勘定系のクラウドサービスに加えて、①まちづくり、②環境づくり、③防災の領域を広げていく。

第2は、エネルギーを軸としたESGで、「SBI エネジー」でソーラーシェアリングとチェンジグループのスマートシティ、マイクログリッド発電を合わせて、シナジーを出していく。

第3は、「SBI 事業承継ファンド」の領域を、SI人材に広げて、地銀からの紹介も含めて、SIerの事業承継を進めていく。

SBI ホールディングスの北尾社長は、チェンジとこれまで培ってきたグループ企業との連携を大きく進めようと決断した。福留社長の志と経営力を高く評価したものとみられる。福留社長としては、地方創生×DXをリードし、スピードアップするにはSBIと組むことが、大きな効果を生むと判断した。経営の自立性は十分確保しており、特にネガティブな要素はない。今後の成果が大いに期待できよう。

(3) 効果は3年目に期待

SBIの北尾社長とチェンジの福留社長は、地方創生という点で波長が合った。地銀を核にした地方創生のSBIグループと金融以外の領域で地方創生を進めるチェンジとはお互いを上手くカバーし、全体を強くすることができる。

SBIはチェンジに20%出資した。チェンジは創業メンバーで約40%株式を所有していたが、その20%をSBIにわたして、事業の強化と安定株主を作ることができた。創業メンバーは20%を引き続き保有しており、経営のリーダーシップを握ることができる。

SBIはチェンジの地方創生がよりうまくいくと思えば、持株比率を高めてくることも想定される。ここから先はマーケットが決めればよい。

地銀との連携では、地方創生サービシーズを活かして、環境関連のビジネスを広げることも有力である。リサイクルビジネスなどが候補になろう。エネルギー関連は、投資を伴うので金融と組むことは重要な意味をもつ。事業継承ファンドを使ったSIerをまとめていく事業はスピードアップという点で進みそうである。

地銀はローカルであるが、その地域での存在は大きい。一方で、事業の展開という点では、動きが鈍いところも多い。これに対して、チェンジが組んだ千葉銀行（米本頭取）はスピーディに動いており、着実に成果も出している。手本ができれば、同業の動きにも弾みがついてくる可能性がある。

今回の中期計画にはSBIとのシナジーは何も織り込まれていない。この1年で事業連携の骨格ができて、2年目で活動が具体化してくれれば、3年目には一定の利益貢献が見込めよう。これが上乗せとなってくれば、次の中期計画にはかなり効いてこよう。

SBIグループにとって、チェンジが有力なコアメンバーとなってくる可能性もある。福留社長の力量は、北尾社長サイドから見ても次の新しい事業をまかせられる有能なマネジメ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ント人材となろう。

４．当面の業績　　急成長を持続しよう

ふるさと納税の季節性

ふるさと納税は、10～12 月がピークで、1～3 月が少なく、4～6 月と 7～9 月に徐々に増えていく。この変動が今は大きいが、ユーザーが慣れてくるにしたがって、季節性は次第に平準化してこよう。この季節的拡大は、12 月末のバランスシートに端的に表れる。売掛金が増加し、負債サイドの預かり金も増加する。これが 3 月末にはかなり縮小し、平準化してくる。

四半期別業績の推移

（百万円）

	4～6月		7～9月		10～12月		1～3月	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益
〔日本基準〕								
2018.3(単体)	628	166	420	9	392	25	767	176
2019.3(連結)	702	165	743	147	2035	439	1630	132
2020.3(連結)	1664	270	1725	240	4512	2570	1673	40
〔IFRS〕								
2021.3(連結)	2341	784	2491	604	7799	4618	2463	701
2022.3(連結)	2612	492	2778	173	7932	4782	2208	-200
2023.3(連結)	2762	-18	3175	153				

（注）3月への決算期変更に合わせて、四半期でデータを並べ替えた。

コロナ禍への対応

コロナ禍への対応では、第 1 に、顧客のポートフォリオを入れ替え、リモートワークへシフトした。第 2 は、TB を 100%子会社にしてコア事業として位置づけを明確にして、自治体への支援を全面的に開始した。第 3 に、IFRS へ移行し、海外 IR の強化と次の M&A への本格化に力を入れた。

NEW-IT 事業では、顧客にとって DX が喫緊の課題となったので、リモート完結型のサービスにもっていくようにした。顧客ポートも公共、IT、金融に重点シフトした。デジタル人材は日本において圧倒的に不足しているので、ここは大きなマーケットとして高度人材の育成でリードしていく。

パブリックでは、GCF（ガバメントクラウドファンディング）のプロジェクトが多数立ち上がった。医療支援、地場産業支援、地域サービス支援など助け合いの寄付文化にふるさと納

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

税プラットフォームを利用している。

2021 年 9 月期は純利益が倍増した

社員数は 2021 年 9 月末で 300 人（前期比+100 人）となった。新卒も 10 人ほど採用した。今後も＋20～30%ペースで優秀な人材は採用していく方針である。

2021 年 9 月期は、売上収益 15653 百万円（前年度比+48.5%）、営業利益 5985 百万円（同+42.4%）、税引前利益 5911 百万円（同+42.1%）、純利益 4104 百万円（同+100.3%）と極めて好調であった。とりわけ、トラストバンクの 100%子会社化（2020 年 10 月）に伴い、当期の純利益（親会社の所有者に帰属する当期利益）は倍増した。

セグメント別の利益でみると、NEW-IT の利益 927 百万円（同+52.4%）、投資事業の利益 166 百万円、パブリテックの利益 6667 百万円（同+46.4%）であった。

2022 年 3 月期（6 か月）は次に備えた費用が増加

2022 年 3 月期は、決算期の変更で 6 か月決算であった。2021 年 9 月期の上期（10～3 月）と比べると、2022 年 3 月期は売上収益 10140 百万円（前年同期比-1.2%）、営業利益 4582 百万円（同-13.9%）、税引前利益 4564 百万円（同-13.3%）、当期利益 3093 百万円（同-10.8%）となった。

営業利益で減益となった要因は、本業の NEW-IT とパブリテックは堅調であったが、投資事業の株式の評価損と本社費が増加したことによる。株式の評価損は、株式市場の調整が主因で保有企業の変調によるものではない。本社費の増加は、人材の強化に向けて採用費が増えていることや M&A の検討費用の増加によるものである。次の成長に向けた先行投資が増加していることによる。

セグメント別業績予想

（百万円）

	2020.9		2021.9		2022.3		2023.3(予)		2024.3(予)	
	売上収益	利益	売上収益	利益	売上収益	利益	売上収益	利益	売上収益	利益
NEW-IT トランスフォーメーション事業	2231	608	2816	927	1366	392	4200	1600	5000	2000
投資事業	198	177	187	166	-216	-226	-200	-200	0	0
パブリテック事業	8116	4555	12654	6667	8990	5471	17000	7900	25000	11500
全社費用(一般管理費)		-1138		-1776		-1055		-2300		-2500
合計	10542	4203	15653	5985	110140	4582	21000	7000	30000	11000

（注）利益はセグメント利益。2022.3期は6カ月決算。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

2023 年 3 月期は営業利益で 33%増益へ

2023 年 3 月期の会社計画は、売上高 21000 百万円（期間を合わせた前年同期比で+35.2%）、営業利益 7000 百万円（同+33.4%）、税引前利益 6967 百万円（同+33.7%）、純利益 4669 百万円（同+25.2%）を見込んでいる。

民間 DX、人材、地方創生、公共 DX がいずれも拡大して、利益貢献を高めてくる。ただ、1Q（4～6）、２Q（7～9）、3Q（10～12）、4Q（1～3）でみると、下期に利益が大きく出てくることになる。

四半期別セグメント業績の推移

（百万円）

		4～6月		7～9月		10～12月		1～3月	
		売上収益	営業利益	売上収益	営業利益	売上収益	営業利益	売上収益	営業利益
2021.3	NEW-IT	618	183	513	161	473	136	637	218
	投資事業	15	10	177	171	72	67	175	170
	パブリテック	1712	881	1800	635	7253	4771	1651	623
	調整		-290		-364		-357		-310
	合計	2341	784	2491	604	7799	4618	2463	701
2022.3	NEW-IT	999	409	707	164	653	203	713	189
	投資事業	-139	-145	79	74	24	19	-240	-245
	パブリテック	1756	672	1994	600	7254	5087	1736	384
	調整		-444		-665		-528		-527
	合計	2612	492	2779	174	7932	4782	2208	-200
2023.3	NEW-IT	1031	351	916	254				
	投資事業	-147	-158	-45	-50				
	パブリテック	1879	437	2317	603				
	調整		-649		-653				
	合計	2762	-18	3175	153				

（注）3月への決算期変更に合わせて、四半期でデータを並べ替えた。

2Q 累計は費用先行であった

2023 年 3 月期の上半期は、売上高 5937 百万円（前年同期 5391 百万円）、営業利益 120 百万円（同 666 百万円）と大幅減益となった。①新規事業のガバメイツの立ち上げに伴う費用が先行したが、これに関わる売上は 4Q にまとめて上がってくるので、問題はない。②M&A の準備及び実行に伴う費用と人材投資を積極的に進めており、その先行費用が増加した。2 社の M&A によって、下期にはその利益貢献が見込める。

今期の営業利益目標が 70 億円で、その大半が下期に出てくる予定である。上期の計画が 5 億円下回ったが、下期に取り戻せる可能性は十分あるので、会社側でも通期計画は変更し

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ていない。

7 月にデジタル人材育成でロゴスウェアを買収した。8 月から連結に入っている。NEW-IT の民間 DX では、8 月にサービスロボットの DFA を買収した。ここは 10 月から連結に入っている。

公共 DX のガバメイツは 4 月に立ち上げて自治体向けビジネスを一気に増加させている。公共事業なので、売上は 4Q にまとめて上がってくる。その意味で、四半期でみると費用先行となる。

ふるさと納税の GMV は 2Q で 327 億円（前年同期比-3%）であった。パブリテックの売上内訳をみると、1Q、2Q でふるさとチョイス 13.6 億円、15.7 億円、LoGo シリーズ 2.2 億円、2.4 億円、ガバメイツ 0 億円、2.4 億円というペースであった。

M&A に集中していたので、通常のプロジェクトでビジネスをとらなかったものがかなりある。1Q で人員は 40 名増加している。カバメイツの費用は年度末の売上増（自治体向け）で回収できるし、M&A や人材は来期以降に大きく効いてこよう

2 つの M&A を実行

(1) ロゴスウェア (LOGOS WARE)

7 月にロゴスウェア (LOGOS WARE) を子会社化した。「みんなデ」という e ラーニングの研修ライブ配信プラットフォームを有する。チェンジの子会社の DGA(ディジタルグロースアカデミア)がロゴスウェアを買収した。取得価額は非公開だが、資本の 51.0%を所有した。

特別なデジタルエンジニアの養成ではなく、全社員が誰でもデジタルを学べるようにするプラットフォームである。PC でワードやエクセルが使えるように、新しいデジタルツールについて、みんなが自由に使いこなせるようにしようという狙いである。

ロゴスウェアでは、ラーニング PF の技術力と製品力を評価した。当社の傘下に入ることで、ユーザーを大きく広げることができよう。

(2) DFA Robotics

8 月に DFA Robotics を子会社化した。取得価額は未公表で、持株比率は 79.27%である。この会社は、サービスロボットで国内トップクラスの運用実績を有する。飲食業界向けの配膳ロボットを得意とする。走行ロボットの輸入、販売、導入支援を行っている。

DFA は、すでに 1000 台規模の実績がある。チェンジは生産性の解析で力を持っているので、サービスロボットの効果的活用でマーケットを大幅に拡大できよう。

(3) 両社の効果

この 2 社を成長させることで、3 年後に 20～25 億円の営業利益を稼ぎ出そうとしている。中計に掲げる M&A による営業利益 50 億円の上乗せ目標に対して、4～5 割をここから得ようという予定である。

ロゴスウェアは、2021 年 6 月期で売上高 911 百万円、営業利益 362 百万円、純資産 895

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

百万円であった。ロゴスウェアはいずれ100%子会社も検討する。

DFAロボティックスは、2021年10月期で売上高369百万円、営業利益74百万円、純資産128百万円であった。2022年10月期は営業利益で10億円前後が見込めそうである。

各々の企業価値をみると、ロゴスウェアの営業利益は4億円、DFAの営業利益10億円で合計14億円、これが3年後には20～25億円に拡大していこう。持株比率もロゴスウェアは100%へ上げ、DFAは79%である。

両社の企業価値を約70億円（出資比率からみた出資額は44億円）として、EBITDA15億円からみて、EBITDA倍率4倍とさほど高くない。むしろ妥当といえよう。投資回収も5年内で十分できよう。

この両社とも順調にいけば、今後成長余地はかなり大きい。新しい収益の柱として育つ公算が高い。DFAのサービスロボットが1000台から1万台、さらに10万台と拡大できれば、業界で圧倒的№1になれよう。

業績予想

（百万円、%）

	2020.9	2021.9	2022.3	2023.3(予)	2024.3(予)
売上収益	10343	15653	11140	21000	30000
売上原価	2592	4065	2166	7370	9700
売上高原価率	25.1	26.0	21.4	35.1	32.3
粗利益	7950	11588	7974	13630	20300
売上高粗利益率	76.9	74.0	78.6	64.9	67.7
販管費	3757	5603	3392	6630	9300
売上高販管費率	36.3	35.8	33.5	31.6	31.0
営業利益	4203	5985	4582	7000	11000
売上高営業利益率	40.6	38.2	45.2	33.3	36.7
税引前利益	4160	5911	4564	7000	11000
純利益	2049	4113	3093	4700	7600

（注）2022.3期は6カ月決算。

次のM&Aに向けて

福留社長は、M&A戦略として+50億円以上の営業利益を狙っており、M&Aは継続的に進めていく。M&Aについては、今回のような小規模ながらポテンシャルあるものと、1件で数100億円という大型のものまで、様々な検討対象がありうる。大型になれば、事業の中にチェンジと連携できるものと、そうでないものが出てくる。いらない事業をM&A後にすぐにリスト

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ラするというわけにはいかないので、PMI を考えると難しい面はあろう。

やはり大型を検討しながら無理はせず、中小型の案件を数件具体化させて成長基盤を強化していくという両面作戦となろう。

ふるさとチョイスの好転

ふるさとチョイスでは、GMV(流通取引総額)を上げる手を打っており、それが効果を上げてこよう。1）au PAY への OEM 提供、2）ふるさと納税サイトの立ち上げサービス、3）後払いサービス決済などのサービス対応を進めている。

テイクレートも 2023 年 4 月より、付加価値サービスに見合って上げていく。現在の平均 5.6%を 2 年後には 9%レベルまで上げていく予定である。これによって、収益貢献も高まってくるので、結果として中期計画の達成確度も上がってこよう。

ふるさと納税 8000～9000 億円の市場で、今期は 20～25%のシェアは確保できよう。テイクレートは自治体に 10%を提示しているが、その浸透ということで来期は 8～9%は十分見込めよう。

中計の進捗

中期計画の進捗に合わせてみると、1）ふるさとチョイスの好転がみえてきた、2）パブリテックのガバメイツと LoGo シリーズの立ち上げが一段といい方向にあり、LoGo チャットは自治体の導入件数が 1000 を突破している、3）2 つの M&A で利益貢献が十分見込める、という状況にある。カバメイツと LoGo シリーズが収益貢献してくれれば、これは中期計画には入れていないので、上乗せ効果となろう。

3 カ年計画といいながら、前半の 1 年半で概ね達成の目途をつけようというマネジメントが大きく進展していると評価できる。今回の施策で、来期の営業利益 110 億円はほぼみえつつある。

中期計画の推進について、福留社長は視界良好であるとみている。①ふるさと納税の GMV、テイクレートについて手を打っているので、この領域の業績貢献が来期から高まってくる。②公共分野のパブリテックは事業が拡大しており、来期から利益貢献してくる。③M&A を実施した 2 社の業績貢献も来期にはフルに見込める。

公共 DX でビジネスの基盤が整ってきた。①自治体の顧客基盤ができ、②自治体向け業務知識も豊富に揃ってきた。これに対して、③導入効果の高い、商材やテクノロジーを順次投入していく。同時に、④SBI グループや地銀ネットワークを連携して、公共 DX の仲間、パートナーを増やしていく方針である。

競合状況をみると、1）DX 人材育成では、さまざまな企業が参入しているが、当社は現場のノウハウを教育に活かせる金融向けにフォーカスしている。

2）民間 DX 分野でも、参入企業が相次いでおり、従来のアップルのツール活用では差別化

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

が難しくなっている。ユニークなサービスロボットなどで、ポジショニングの再構築を図っている。

3) 地方創生のふるさと納税では、ポイント合戦となっているが、この土俵には乗らずに、サービスの向上に努めている、政府規制の動きをみながら収益性の向上にはしっかり手を打っている。

4) 公共 DX では、圧倒的にリードしており、国や自治体の方針を先取りしてサポートしている。もともと公共分野を手掛けてきた大手 SIer も当社との連携を求めており、仲間を増やすことでポジショニングを一段と上げていくことができよう。

配当を実施

配当については、2022 年 3 月期に 4.5 円配当を初めて実施したが、今期は 7.0 円を予定している。配当性向は 4.5 円の 10.5%に対して、7 円で 10.8%とまだ先行投資を優先している。配当については、業績を伸ばしつつ、投資計画とのバランスをみながら、15%程度まで上げていくことは視野にありそうだ。

５．企業評価　　次の M&A に注目

新規事業が離陸

今回の中期計画（DJ2）については、決して低い目標ではない。投資家はまだ確信が持てないかもしれない。M&A の計画が具体的に動き出している。内部成長については概ね実行戦略はみえている。それでも、常に想定外のことは起こりうるので、軌道修正ができるようにアローアンスをみている。

3 月に実施した SBI グループとの資本業務提携は、パブリックの事業展開にいずれプラスに働いてこよう。地銀へのリーチ、地銀との連携が強化されよう。

チェンジの連結業績をみると、一見、ふるさとチョイスの利益が大半を占めるので、ふるさと納税を主力事業とする成熟企業ではないか、とみられかねないが、実態は全く異なる。

ふるさと納税への参入は、自治体とのネットワーク作りが主眼であった。パブリテックを自治体に導入して、ここにイノベーションを起こしていく。その動きは活発化している。

公共向け LoGo シリーズによるプラットフォーム作りはうまくいっている。エネルギー事業への参入はタイムリーで、GX(グリーン)戦略にも合っている。DX の人材不足には、人材育成事業を通して、大きくリードしようとしている。ここのキャパ拡大と新たなプラットフォーム作りにさらに力が入っていこう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ビジネスモデルの進化と成長ストーリー

当社のビジネスモデルは、複合的で独自の個性を持っている。コンサル型からスタートして、SaaS 型を強化しつつ、プラットフォームの拡大を図っている。

NEW-IT では、KDDI との連携を含めて、地銀への展開が動いてこよう。TB の SaaS 型ビジネスは順調に滑り出したが、加速するには人材が不足している。人材獲得のための大型 M&A が早晩具体化しよう。ふるさとチョイスのプラットフォームをいかに効率よく活用していくか。その動きも出てこよう。

福留社長は、当面の重点課題として 3 つの点を強調する。第 1 は、公共 DX の立ち上げで、LoGo シリーズのような自治体向け SaaS のサービスの幅を広げていく。第 2 は、民需としての DX で、SMBC との連携など DX 人材の育成を大きく伸ばしていく。第 3 は、ふるさとチョイスの再成長で、当社独自の個性を打ち出して、競争に打ち勝っていく。自治体 IT の推進において、LoGo シリーズに次いで、公金決済へ展開しよう。

M&A では、3 つのパターンを想定している。第 1 は、経営資源の獲得で、人材や顧客基盤を得る。TB はそのパターンであった。第 2 は、経営人材の育成で、スタートアップ企業や赤字企業を担当させて、事業開発力を育てる。第 3 は、DX の先進事例を作っていく。M&A した企業に当社のノウハウを持ち込んで新しいビジネスモデルを作り、リードしていく。

業績は、断層的に伸びている。新分野は横展開が本格化すると、利益率が上がってくる。投資事業も成果が大きく出る可能性がある。ROE も 30%台を十分確保できよう。

攻めの DX 分野で確固たるビジネスモデルを構築しており、今後の新規市場開拓の余地も大きい。収益基盤は安定しており、収益性の向上も十分見込める。よって、企業評価はＡとする。(企業評価の基準については 2 頁目を参照)

今後の株式市場での評価

ふるさと納税のビジネスと収益性はどのように考えるか。現在 2100～2200 億円のふるさとチョイスの寄附額をベースに、テイクレートを来期から上げていく。競合企業に比べて、テイクレートが低いので、これを上げることで競争上不利になることはない。

一方で、ふるさと納税の市場（寄付額）で、ふるさとチョイスはトップクラスの位置にあるが、楽天、さとふると並んでいる。彼らはポイントをつけるキャンペーンで、顧客を誘導しており、キャンペーン効果は明らかに出ている。ふるさとチョイスは同じ土俵に乗らず、au、ドコモとの連携などで、ふるさと納税のプラットフォームを提供して、OEM ベースの顧客を広げようとしている。

ふるさと納税は、キャッシュカウであり、もう一段の利益拡大が図れる。この利益を M&A に活かして、次の成長基盤を強化していく。今回の 3 カ年計画で利益は大幅に伸びるが、その利益貢献がふるさと納税の拡大に加えて、それ以外の新分野が大きくのってくると分かってくるならば、チェンジの成長イメージでは大きく変化してこよう。これが、2 年目、3

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

年目に可視化できれば、株式市場での評価は再び一変してこよう。

今後の株式市場での評価をどのように考えるか。ROE×PER＝PBR という関係式でみると、収益性と成長性が企業のもつ潜在価値（無形資産価値）を決める。現状は ROE 13.2%×PER 36.5 倍＝PBR 4.8 倍という水準にある。成長率が 30%なら、30%×40 倍＝12.0 倍ということになろう。

会社の DJ2 の営業利益目標において、M&A 無しの時の営業利益目標 150 億円は年率 35%の成長、M&A を含む時の目標 200 億円同 50%の成長に相当する。よって、今後の利益成長性について、その確度が高まってくれば、企業価値を反映して株価は大幅に出直ってこよう。

8 月末から JPX 日経インデックス 400 の構成銘柄に採用された。また、FTSE Russell が提供する ESG の指数「FTSE Blossom Japan Sector Relative Index」にも採用されている。

現在の株価(12/19)で見ると、PBR 4.82 倍、ROE 13.2%(来期ベースで 20.2%)、PER 36.5 倍（同 22.5 倍)、配当利回り 0.3%である。TB（トラストバンク）とのシナジーがはっきり出ており、新規の M&A も利益に貢献してくるので、成長期待は高まっている。チェンジのビジネスモデルはさらに進化する。福留社長をリーダーとするマネジメントの経営力と今後の成長ポテンシャルに大いに注目したい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。