

## 3962 チェンジホールディングス

### ～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～

2023年6月21日

東証プライム

#### ポイント

- ・今 2024 年 3 月期は中期計画の 2 年目、営業利益で 110 億円を計画しているが、十分達成できよう。ふるさとチョイスの手数料の見直しが寄与してくることによる。DX 人材育成、民間 DX、地域創生、公共 DX の新規分野も次々と離陸しており、収益貢献を高めてこよう。
- ・前 2023 年 3 月期は、2 つの成長企業を買収した。ロゴスウェアは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、成長余地は大きい。
- ・中期 3 ヶ年計画の 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 ヶ年計画(DJ1)は、2018 年 9 月期の営業利益 5 億円の際に、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 150～200 億円としている。M&A がどのように進展するかにかかっている。
- ・地方創生に取り組むには、自治体、地銀、地域企業を一体で巻き込んでいくことが重要である。自治体向けビジネスは儲かるのか。100 自治体、300 自治体へと横展開して、デファクトを取れば、SaaS 型、プラットフォーム型の収益で差別化ができよう。この価値創造のパターンがほぼ見えてきた。
- ・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。
- ・中期計画にある外部成長のための資金（約 300 億円）から、4 社に約 70 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(2023年6月20日) 2319円 時価総額 1692億円(72.959百万株)

PBR 4.60倍 ROE 19.7% PER 23.4倍 配当利回り 0.5%

(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
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	3093	42.0	4.5
2023.3	20021	5730	5653	3856	52.4	10.0
2024.3(予)	34000	11000	11000	7200	99.1	12.0
2025.3(予)	40000	14000	14000	9000	124.4	15.0

(2023.3ベース)

総資産 52943百万円 純資産 36477百万円 自己資本比率 68.9%

BPS 504.2円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。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 首席アナリスト)

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、日本企業の実業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。ヒトや組織の実業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

$$\text{人的資本生産性} = \text{デジタル資本生産性} \times \text{デジタル資本装備率}$$

$$[\text{付加価値}/\text{人的資本}] = [\text{付加価値}/\text{デジタル資本}] \times [\text{デジタル資本}/\text{人的資本}]$$

### チェンジがミッション ～「人」×「技術」

チェンジHD(ホールディングス)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。

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	2023.3 IFRS
<b>NEW-ITトランスフォーメーション事業</b>							
売上収益	2742	2984	2299	2231	2816	1366	4956
利益	786	602	719	608	927	392	1195
<b>投資事業</b>							
売上収益	450	0	7	198	187	-216	162
利益	288	-20	-7	177	166	-226	130
<b>パブリテック事業</b>							
売上収益	3867	8713	3691	8116	12654	8990	14943
利益	875	4190	1170	4555	6666	5471	7378
調整額	-868	-1145	-855	-1138	-1776	-1055	-2973
<b>合計</b>							
売上収益	7054	11692	5992	10542	15653	10140	20021
税引前利益	1081	3626	957	4203	5985	4582	5730

(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たので、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。

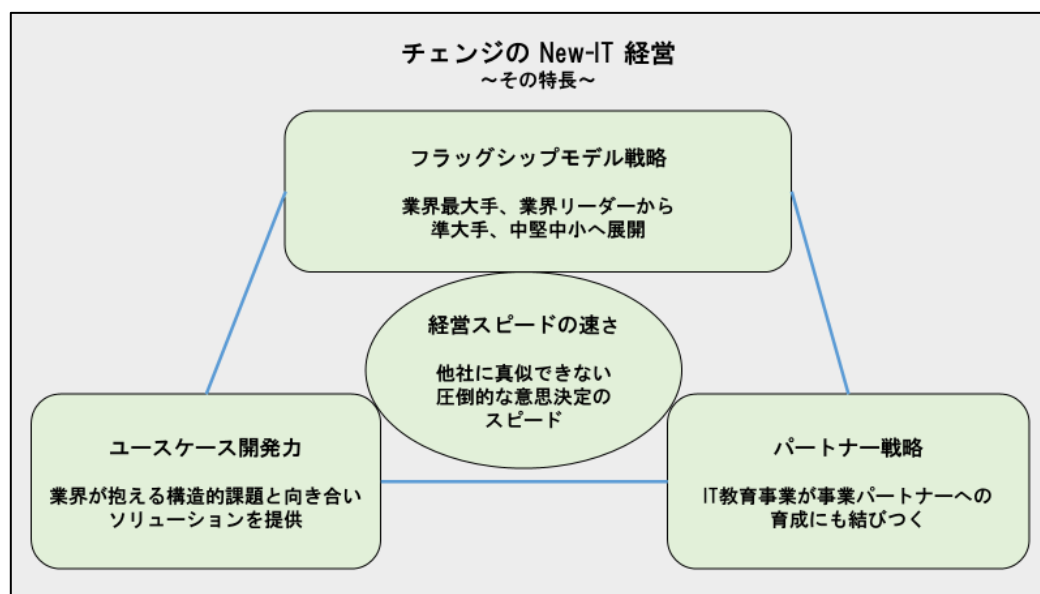
2003年に創業し、2016年9月に東証マザーズに上場、2018年9月に東証1部に指定替え、2022年4月に東証プライムに移行した。

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2つへ

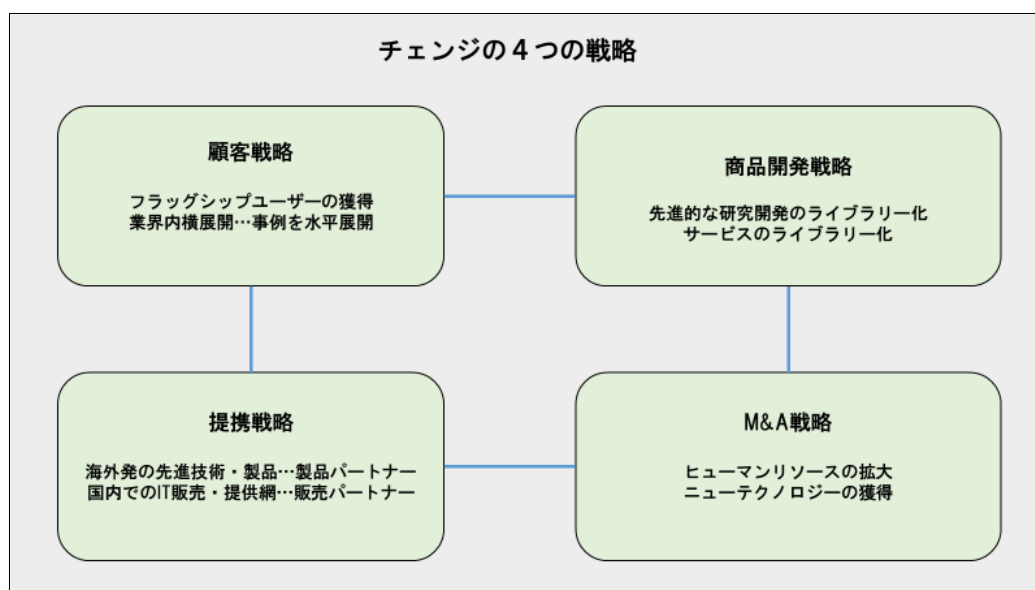
主力事業は2つである。第1は、AI、モビリティ、IoT、ビッグデータ、クラウド、セキュリティなどの各種アルゴリズム群のライブラリ及び基盤テクノロジーを活用したサービス、デジタル人材の育成研修を通してデジタルトランスフォーメーションを推し進める「NEW-IT トランスフォーメーション事業」である。

第2は、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」という日本トップクラス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、地域共創に取り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。

3つ目は、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。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。この事業については、今2024年3月期より見直し、投資

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。

有価証券に移行して、セグメントも廃止することとした。



#### 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かるまで時間をとり、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。大企業の意味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。

#### 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

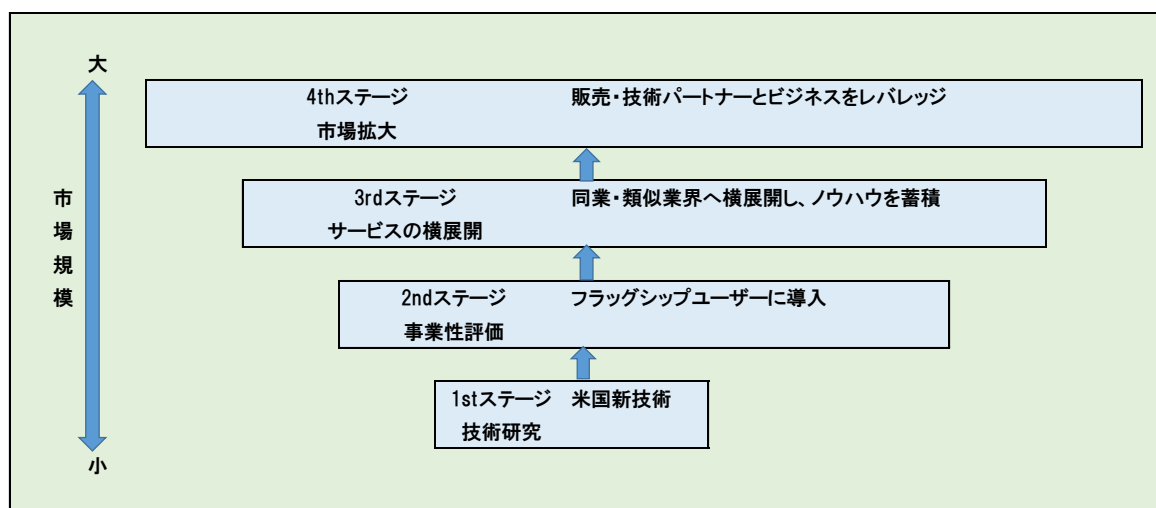
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

が、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。これをやるのが、人事評価にもつながるといふ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

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。

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。

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。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HD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～パブリテックの展開

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。

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を使えば、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。

---

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。



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していた。2020年度以降は新しい制度のもとで運営され、高い伸びをみせている。

### 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(推)	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 (推) 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

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。

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。

#### 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。

#### 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

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。

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。

### 持株会社へ移行～チェンジホールディングス

今年 4 月より持株会社体制に移行した。チェンジホールディングスの下に、NEW-IT トラ  
ンスフォーメーションの子会社チェンジやパブリテックのトラストバンク (TB)、買収した  
子会社などが連なる。現在、主要グループ企業は 11 社であるが、今後さらに増えていくこ  
とになる。

事業領域は 4 つで、NEW-IT トランスフォーメーション事業の中に、1) デジタル人材育成  
領域、2) 民間 DX 領域があり、パブリテック事業の中に、3) 地方創生領域、4) 自治体 DX  
領域がある。

純粋持株会社による運営で、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  
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。

### チームワークとコーポレートガバナンス～ESG も本格化

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。福留社長、伊  
藤副社長、山田 CFO の 3 名が取締役である。

今年 6 月の株主総会で、独立社外取締役 2 名、独立社外監査役 2 名が新任となる予定で  
ある。執行サイドの取締役 3 名は全て再任である。取締役 5 名中執行サイド 3 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。社外取締役の松本氏は、IT 関連業界に豊  
富な経験を有する経営者である。社外取締役の滝川氏は女性の有能な弁護士である。

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

---

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。

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ている。ESGのあるべき姿を織り込んだビジネスモデルがスピード感を持って実践されている。

### 投資事業は投資有価証券へ

投資事業セグメントは廃止して、通常の投資有価証券として扱う。これまでの営業投資有価証券(スタートアップへの資本出資分)は時価評価されて、金融収益または金融費用へ計上され、これからの投資はその投資銘柄ごとにその性格を決め、P/Lの純利益に反映するものとなるか、B/Sの評価が包括利益に反映するものかを決めていく。

振り返ると、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することを意図した。しかし、本業周辺業務に留まるので、今回位置付けを見直した。

## 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(ビッグデータ)、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、

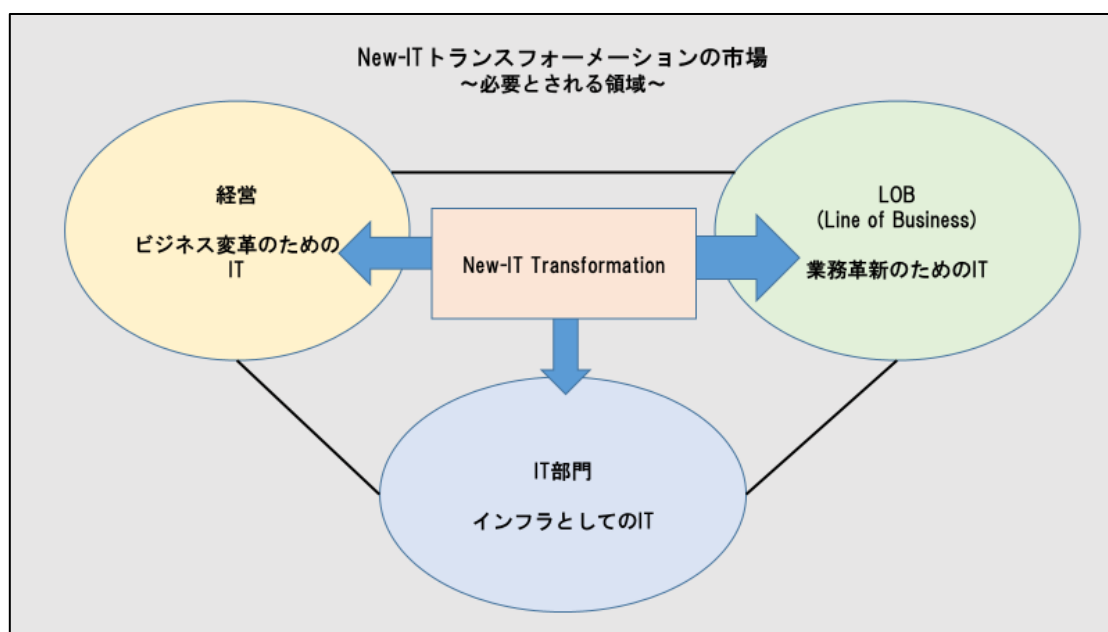
---

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。

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一貫化、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HD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。



## 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HD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

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。

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。

## 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、全体として15カ年の長期ビジョンを掲げている。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。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ェアとして提供し、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

---

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。

の利便性から、地方創生の多様な中身にまで広がりを見せようとしている。

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。

#### 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○、ビジネスモデルの完成度◎、経営基盤の強化○、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)

**DJ2の3ヵ年計画**

財務目標	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

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。

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。

### 「デ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。

### LoGoシリーズの広がり急ピッチ～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、各自自治体に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きこう。

LoGo シリーズは、この分野で圧倒的なNo.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。

### 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スを提供している。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。

---

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。

## TBの「えねちよ」が新エネ大賞

TBの「えねちよ」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。

えねちよ（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No.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。

## 投資関連は本業に付随

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%前後で提供してきた。

ヒューマノイドアプリ開発のヘッドウォータース社に投資した。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。ヘッドウォータースと連携して、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。ヘッドウォータースの有するエッジ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

---

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。

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〕				
ヘッドウォータース	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
グラファァ	2023.4	デジタル行政プラットフォーム	ソリューション開発	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不動産テック	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 (エクスペリエンス) 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。

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。

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。

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、一定の成果は出しているが、今後は、本業強化に利用可能なシナジーを追求していく方向である。

### 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%、ダイカウント率は4.01%、実質の発行価額は3077.2円であった。

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1228百万円を計画した。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。

バランスシート

(百万円、%)

(IFRS)	2019.9	2020.9	2021.9	2022.3	2023.3
流動資産	5742	11306	32956	35661	36699
現預金	3784	7599	27690	30407	22968
営業債権等	1609	2921	3226	3430	10331
営業投資有価証券	140	541	1571	1356	1689
非流動資産	5701	5787	6430	7067	16244
有形固定資産	215	189	183	423	2170
使用権資産	299	85	220	246	378
のれん	3620	3759	4409	4409	9042
無形資産	1275	1499	1288	1432	2219
資産合計	11444	17093	39386	42728	52943
流動負債	1797	5154	5545	5873	9651
営業債務	829	2494	2942	2976	5511
短期借入金	365	356	277	277	1261
未払法人税	154	1424	1317	1713	702
非流動負債	3071	2532	1446	1349	3960
社債・借入金	2548	2286	1290	1162	1786
親会社持分資産	5854	7959	30455	33480	36477
有利子負債	2914	2642	1567	1439	3047
有利子負債比率	25.5	15.5	4.0	4.3	5.8
自己資本比率	51.2	46.6	77.3	78.4	68.9

2021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。

### 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、株主還元の一つであるとともに、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。

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。

キャッシュ・フロー

(百万円)

(IFRS)	2019.9	2020.9	2021.9	2022.3	2023.3
営業キャッシュ・フロー	138	4634	3804	3742	-1143
税引後利益	362	3900	3701	3444	2075
減価償却及び償却費	346	572	743	280	972
営業債権	418	-14101	-251	-203	-6206
営業債務	-566	1663	419	33	2393
営業投資有価証券	359	-401	-1029	214	-332
投資キャッシュ・フロー	-3048	-269	-1189	-784	-7882
有形固定資産	-46	-26	-142	-236	-2244
無形資産	-185	-254	-443	-487	-943
子会社等株式の取得	-2823	-36	-660	0	-4283
財務キャッシュ・フロー	5638	-549	17476	-241	1608
長短期借入金	2740	-392	-1201	-137	1763
株式発行	4256	45	16415	4	200
株式払込収入			3823		
配当金支払					-324
現預金期末残高	3784	7599	27690	30407	22968

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

#### 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伝えていく。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No.1を目指す、2) パブリックで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。

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。

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力を入れる。その 1 つとして、返礼品の物流コストや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が見込める。第 2 は、テイクレートを上げる。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。

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。

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)	(M&A有)
売上収益	105	156	155	210 (200)	340	380	780
営業利益	42	59	52	70 (57)	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。カッコ内は実績

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

## DJ2 の財務目標を大幅に上方修正

中期 3 ヵ年計画を決算期変更に合わせて、新たな 3 ヵ年目標を策定した。従来よりも 6 か

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。

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。

### 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。

### 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。

### 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見ると、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

---

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。



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。今後の展開が注目される。

#### 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)
<b>New-IT</b>	<b>9</b>	<b>50</b>
民間向けDXサービス		+10
DX人材育成		+30
<b>パブリテック</b>	<b>67</b>	<b>140</b>
ふるさとチョイスPF		+57
自治体向けDXサービス		+16
<b>M&amp;A</b>		<b>50</b>
<b>合計</b>	<b>60</b>	<b>200</b>

(注) 合計は一般管理費調整後。

## 2つのM&A

### (1) ログスウェア (LOGOS WARE)

昨年7月にログスウェア (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(デジタルグロースアカデミア)がログ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。

ログスウェアでは、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によって、ユーザーを大きく広げることができよう。

「みんなデ」は、チェンジ、デジタルグロースアカデミア、ログスウェアの3社が連携をとって事業拡大を図っている。コンテンツからプラットフォームの提供までを各々分担している。人材育成プラットフォーム「みんなデ」は、スタートして5か月で1万人の利用者を突破した。立ち上がりは好調である。

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。

ロゴスウェアは「みんなデ」のプラットフォームとして広がりが出てこよう。グループで事業展開を図ることで高収益を目指している。

### (2) DFA Robotics

昨年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ロボティックスの配膳ロボットは導入実績が拡大している。ネコ型配膳ロボットは全国の飲食店2300店に3250台導入され、国内トップクラスとなっている。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。今後は次のターゲットを開拓して拡大を図っていく。収益的には利益貢献を高めてこよう。

### (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10億円前後となった。

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3000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No.1になれよう。

## 地方創生への取り組み~自治体向けビジネスの儲け方

地方創生に取り組むには、自治体、地銀、地場企業を一体で巻き込んでいくことが重要である。その上で、公共サービスのアウトソーシングに向けて、効率よい新たなサービスを作り上げていく。地域の生活を守り、地元企業の活性化を図り、地域金融機関がビジネス領域を広げていく。この領域にチェンジのビジネスモデルが次々と具体化している。

自治体向けビジネスは儲かるのか。ここは、次のように考える必要がある。1つの自治

---

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。

体へサービスを作るということでは、手間がかかり採算に合わない。ボランティアのサービスになりかねない。これがサービスの共通化を図って、SaaS化に持って行って、100自治体を超えてくると事業化の基礎ができ、300自治体になると収益性が上がり始め、800自治体という半分を超えてくると、デファクト（標準）になる。100自治体まで実績を作れるかが勝負で、各自治体が年度予算を組むようになれば、薄い売上でも累積効果が出てくる。これが、SaaS型でうまく展開できればネットワーク効果で高収益となろう。

LoGo シリーズはその第一弾であり、ガバメイツやエネルギー分野でも、同じような展開を狙っている。

このように、パブリテックの勝ちパターンは見えているので、これからはバリューチェーンを拡大するためのリソースをスピーディに作り、手に入れていくことである。人材に関して、当社の場合、人材はどんどん集まってくる。魅力的な事業展開を図っているので、活躍できる領域が広い。

## 民需対応

DX人材育成のDGA（KDDIとのJVであるデ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。

人材・民間DX領域では、地域金融機関との連携が進んでいる。「みんなデ」を金融機関向けに展開しており、これは先行したSMBC向けが活きている。千葉銀行や鳥取銀行との連携では、地域事業への参入、活性化で効果を上げている。

## 官需対応

自治体のDXを支援するAIソリューション「GAIA」は、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）を通して、全国への展開につなげて

---

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。

いく。

AI “GAIA” (Government AI Assistant :自治体 AI アシスタント) は、チェンジが、デ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。

公共の分野でも、人手不足は強まっている。この30年の自治体職員数をみると、企画開発、総務一般、義務教育、清掃、給食という分野での職員減少が大きい。一般行政職員の業務は、コア業務 35~45%、ノンコア業務 55~65%と分けられる。

コア業務に 3.5 兆円、ノンコア業務に 5.3 兆円の費用 (人件費) がかかっている。両分野とも DX 化の推進による業務の効率化、業務の革新が急がれる。この分野に、DX プラットフォームの提供を強化していく。

### 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。

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

2021 年 12 月にサブスク型 e-Learning 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「(株)キャリア・ママ」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・ママは全国 11 万人の会員を有するコミュニテ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。

---

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。

昨年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	2023	2022.11	2023.2	2023.5
<b>LoGoチャット</b>									
無償利用	249	383	452	518	386	520	611	654	523
有償利用	333	339	359	365	510	519	531	545	688
合計	582	722	811	883	896	1039	1142	1199	1211
<b>LoGoフォーム</b>									
無償利用	92	161	249	290	120	105	136	145	50
有償利用	110	112	131	138	310	327	341	369	480
合計	202	273	380	428	430	432	477	514	530

(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使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。

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。

## 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。

マイナンバーの普及が 70%を超えてきた。LoGo フォームとマイナンバーの連携が強まっていこう。さまざまなフォームが、プログラミングなしで、職員本人によって簡単に作ることができる。電子申請書類の普及が従来に比べて圧倒的スピードで進むことになるだろう。

## 「自治体 IT システム満足度調査 2022-2023」で第 1 位へ

昨年 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。同年 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、1200 以上の自治体に導入され、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。

競争がひしめく中で、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。

## ホープ（HOPE）と資本業務提携

昨年 12 月に、自治体向けマーケティング、営業力に強いホープ（HOPE）と資本業務提携した。自治体に特化したサービスを行っているので、パブリックで協業が広がろう。

LoGo チャットで連携を深め、LoGo フォームで手続きをデジタル化して、介護、営繕（建物の新增築改修）、福祉、観光の分野で、個別のソリューションを提供していく。ここにホープの営業力が役立つ。ホープへの出資比率は 20%未満で、取得価格は約 6 億円であった。

## 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

ガバメイツが昨年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だ。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。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る。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。

ガ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。サービスの統合と一体化で先進的な動きをみせている。

---

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。

## ガバナンステクノロジーズを子会社化

今年4月にガバナンステクノロジーズ (Governance Technologies) を子会社化した。昨年10月に資本業務提携していたが、今回、持株比率を64.34%に引き上げた。行政SaaS型のサービスを強化していく。

ガバナンステクノロジーは、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(2022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、ユニカミノルタ、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る。

## 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、2025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、3億円を当社が出資する。いずれ地元の企業も出資してくるので、当社の出資比率は20%

---

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。



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。

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。

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おうようにする。

## 「めいぶつチョイス」のスタート

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」を始めた。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

---

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

昨年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。昨年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、リアルな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

昨年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。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。

### トラベルジップ (Travel Zip) をM&A

今年1月にトラベルジップ (Travel Zip) を子会社化した。150の自治体のホームページを作るなど、観光Webに特化している。インバウンドが回復してくる局面にあって、地方創生の中で、どの地域においても観光が重要な要素となってくる。トラベルジップも事業領域を一気に広げることができる。その意味で、効果を大きく上げることができよう。

トラベルジップのM&Aの金額は開示されていないが、直近のB/S、P/Lからみて、投資額は15億円前後であろう。出資比率は65%である。

### 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

---

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。

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、2021年10月に千葉銀行の100%子会社である「ちばぎん商店(株)」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。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に向けて、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。

#### (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

---

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。

シーズ」の代表取締役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して決断した。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にも有力である。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ば、3年目には一定の利益貢献が見込めよう。これが上乘せとなってくれば、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ですが、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	9582	5095	4502	500

(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、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税プラットフォームを利用している。

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。

セグメント別業績予想

(百万円)

	2021.9		2022.3		2023.3		2024.3(予)		2025.3(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	2816	927	1366	392	4956	1195	8000	2000	10000	3000
投資事業	187	166	-216	-226	162	130	—	—	—	—
パブリテック事業	12654	6667	8990	5471	14943	7378	26000	12500	30000	15000
全社費用(一般管理費)		-1776		-1055		-2973		-3500		-4000
合計	15653	5985	110140	4582	20021	5730	34000	11000	40000	14000

(注)利益はセグメント利益。2022.3期は6カ月決算。2024.3期より投資事業は廃止。

投資事業～上場企業等の時価評価

(百万円)

上場企業	取得価額	2022.3末	2023.3末	評価損益
ヘッドウォーターズ	30	59	165	+105
AI CROSS	20	22	28	+6
GAUSS	29	29	-2	-27
ライトアップ	174	312	108	-203
ポート	199	203	484	+281
合計	455	627	789	+162

(注) GAUSSは未上場、公正価値評価に基づく。

2023年3月期は計画を下回った

2023年3月期は、売上高 20021 百万円、営業利益 5730 百万円、税引前利益 5653 百万円、純利益（親会社所有者帰属）3856 百万円となった。2023年3月期は12か月決算であるが、2022年3月期は6か月決算（決算期変更）なので、前年度との対比はない。

会社計画の70億円に対して、57億円にとどまった要因は、1) パブリテック事業での収益のズレ込みや収益計上方法の変更と、2) 本体での組織変更や M&A、開発費の費用が計画を上回ったことによる。事業の収益性が落ちているわけではなく、成長軌道に乗っている。

事業は順調

エネルギー関連の収益が3月末では連結には反映されなかった。子会社のTBでは売上計上されているが、SPCへの出資比率が20%を切っていないと、連結外への販売とは見なされないため、連結P/Lに反映されなかった。よって、この分の営業利益が翌期へずれ込んだ。

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。

カバメイツの売上も3月末にまとめて計上される方向であったが、経営方針を一部変更した。一括販売の売り切りにするか、課金型のリカーリングモデルにするかという点で、後者を選択した。

#### 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	1708	418	1301	172
投資事業	-147	-158	-45	-50	42	34	312	304
パブリテック	1879	437	2317	603	7842	5426	2905	912
調整		-649		-653		-782		-889
合計	2762	-18	3175	153	9582	5095	4502	500

(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。

サービスプラットフォームを自社で所有して、サービス料で収益認識をしていく。この方が、IP(知的財産)が当社に残り、サービスの提供が長続きする。共同利用が広がれば将来の収益性は高まってくる。自治体にとってもサービス料を安定的に支払えばよいので、一時的な負担は減り、サービスの改善についても継続性が見込める。

本体での負担としては、M&Aの費用で2.1億円、本社の組織再編で3.5億円、システム等の開発費で2.4億円を要し、全体で8億円となった。これが計画を4.5億円ほど上回った。

事業の進捗は順調である。NEW-ITでは、1)ロゴスウェアが傘下に入ったことで、DX人材育成のプラットフォームが充実し、事業が加速できる。2)DFAロボットは、ハード+ソフトの独自事業で、今後の広がりが一段と見込める。3)地銀との連携が次第に形になってきた。自治体×地銀×地元企業という組み合わせの中で、地銀のDXに食い込みを見せている。

パブリテックでは、1)LoGoシリーズはデファクトを形成しつつあり、2)カバメイツでもDXモデルをほぼ作り上げた。3)ふるさとチョイスは次の攻めが本格化し、4)エネルギー

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。

一事業では、プロジェクトが積み上がりつつある。

### ふるさとチョイスの好転

ふるさとチョイスは順調であった。1) OEM先では、auPAY、goo、セゾンなどに広がっている。2) 寄付でTポイントが貯まるように、CCCMKホールディングスと連携した。3) 富裕層向けのコンサルジュサービスをスタートさせ、年間寄付額が高額のユーザー向けに、無料で返礼品に関わる手続きをサポートする。

ふるさとチョイスでは今年4月からテイクレートを上げた。競合との関係で、ポイント還元も導入することにした。本来の主旨からはふるさと納税にポイント還元をつけることは望ましくないが、一定のマーケティング効果を有するので対応する。

テイクレートを5%から10%に上げた。ほとんどの自治体がこれに応じており、値上げの浸透は順調に進もう。GMV（流通取引総額）で、シェアは20%台前半を確保している。

返礼品競争の激化には、注意する必要がある。都市部からの税金の流出、地方でのふるさと納税額の格差は競争といっても適度なバランスを欠いてくると問題となる。都市でも地方でも、アイデアを出し、やる気のある自治体は工夫を凝らしている。ふるさとチョイスはバランス感覚を重視して、これを応援していく。

### 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後にすぐにリストラするというわけにはいかないのが、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ずつ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。

2023年3月期のB/Sでは、現預金と営業債券等で、332億円を有するので、200~300億円のM&Aには十分対応できる。のれん・無形資産が112億円(+54億円)となっているが、この増分は2社のM&Aに伴うものである。短期借入金と社債・借入金+16億円増えて30億円となっているが、これはM&Aを実施した企業の方である。

### 今2024年3月期は大幅増益へ

2024年3月期の会社計画は、売上高34000百万円（前年度比+69.8%）、営業利益11000百万円（同+92.0%）、税引前利益10970百万円（同+94.0%）、純利益721百万円（同+87.0%）と大幅増益を予定している。

2024年3月期は、ふるさとチョイスのテイクレート（手数料）引き上げや新規分野の収

---

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。



益貢献が高まってくるので、会社計画は十分達成できよう。順調にいけば計画を上回るペースとなろう。

### 業績予想

(百万円、%)

	2020.9	2021.9	2022.3	2023.3	2024.3(予)	2024.3(予)
売上収益	10343	15653	11140	20021	34000	40000
売上原価	2592	4065	2166	7498	12000	14000
売上高原価率	25.1	26.0	21.4	37.5	35.3	35.0
粗利益	7950	11588	7974	12522	22000	26000
売上高粗利益率	76.9	74.0	78.6	62.5	64.7	65.0
販管費	3757	5603	3392	7168	11000	12000
売上高販管費率	36.3	35.8	33.5	35.8	32.4	30.0
営業利益	4203	5985	4582	5730	11000	14000
売上高営業利益率	40.6	38.2	45.2	28.6	32.4	35.0
税引前利益	4160	5911	4564	5653	11000	14000
純利益	2049	4113	3093	3910	7200	9000

(注) 2022.3期は6カ月決算。

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 1200 件を突破している、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、上乘せ効果となろう。

民間 DX では、地域金融機関を軸とした広がりが増えつつある。地方創生では、ふるさとチョイスのテイクレート引き上げで予定通り進んでいる。エネルギー事業はアセットの軽量化を図りつつ、広がりを出していく。公共 DX では、LoGo シリーズが一段と拡大しよう。カバメイツは愛媛モデルを共同利用型サービスモデルとして提供していく。

ロゴスウェアと DFA で、今期は売上高 30 億円を超え、営業利益率も 20%は見込めるので、利益貢献は高まってこよう。

ガバメイツは、年商 30 億円は見込めよう。エネルギー事業は 30 億円規模の案件が積み上がっている。B/S が膨らまないように、利益を出していく方針である。このように新規事業は着実に急成長を見せている。

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。

## 連携は着々と

自治体の入札・調達業務をDXで効率化するために、4月に業務提携を結んだ。チェンジHDは、ジチネットワークとうるる(ULURU)と組んで、これを実践していく。

4月に、グラファーと資本業務提携した。グラファーはデジタル行政プラットフォームを提供するスタートアップ企業で、税の徴収や社会保障分野のDXに強い。この領域を強化していく。

また、4月のアセンテックとの業務提携は、SaaSのセキュリティプラットフォームの「ブレイクアウト」の強化に役立つ。アセンテックのブレイクアウトは、SaaS利用におけるセキュリティに強い。エンドポイントセキュリティ、アイデンティティ管理、SaaS管理などの分野で効果を発揮しよう。

5月にアスコエパートナーズと資本業務提携した。アスコエは全国1700自治体の行政サービス情報をデータベース化し、その情報提供や、支援サイト・ソリューション提供を行っている。両社で官民DX事業向けソリューションの開発を強化し、今後の展開を図る。

4月に、ふくおかフィナンシャルグループが、デジタル人材育成プラットフォームサービス「みんなデ」を採用した。9000人の社員にこれを提供してDX人材育成を図る。

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。

競合状況を見ると、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。

## 来期に向けてM&Aは如何に

課題は、2025年3月期の会社計画が達成できるか。つまり、M&Aを含めて営業利益200億円という目標は、今期の計画110億円から相当ジャンプする必要がある。M&A無しの目標150億円は射程にあるとしても、今期中に有力なM&Aが実現するかどうかは未定である。

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。

通常、未定の M&A の成果を業績予想に織り込むことはできない。M&A で実績を積み上げていく中で、企業の外部成長に対する経営力としてのポテンシャルが高まっていく。その実効性が実感できるようになれば、それが PER や PBR に反映されてこよう。

中期計画の 2 年目の今期は売上高 340 億円とし、従来の 300 億円から上方修正した。営業利益は当初の 110 億円をそのままとした。M&A の関連費用は増加傾向にあり、ホールディング化に伴う本社費用も増加することによる。

今期の営業利益の四半期別計画は、1Q 2.8 億円、2Q 2.2 億円、3Q 94.5 億円、4Q 10.5 億円と、下期とりわけ 3Q に偏っている。ふるさとチョイスの手数料収入が急増する季節性による。四半期別の業績変動については、ボラティリティという点で課題がある。1 つは、ふるさと納税以外のビジネスの利益貢献を高めること。もう 1 つは、上、下でみると、上期の利益貢献を高めることにある。

営業利益 150~200 億円をイメージする時、上期、下期でみて、上期 50 億円、下期 150 億円が当面の目標であろう。将来は、3 : 7 から 4 : 6 に持っていければ、バランスがよくなる。同じようにふるさとチョイス以外の収益が 30~40% を占めるようになればよい。

ということは、ふるさと納税の収益をキャッシュカウとしながら、それ以外のビジネスを成長ドライバーとして、全社の利益を牽引していくようになる。こうなれば、高成長イメージが確保できよう。

## 配当は増配

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、2023 年 3 月期は創業 20 周年記念配 3.0 円を加えて、年 10 円とした。

今期については、業績拡大を前提にして、12 円を予定している。配当性向は 10~15% を目途として、安定的に増配していく方針である。

## 5. 企業評価 次の M&A に注目

### 新規事業が離陸

昨年 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

---

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。

### 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が早晚具体化しよう。

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を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。

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)

### さらなる拡大に向けて

チェンジグループは、営業利益で200億円を目指しているが、その先では営業利益で500億円、さらに将来は1000億円を目指すことになるだろう。

コアとなる事業は、NEW-ITから始まってパブリテックに上げたが、これからはDX人材、民間DX、地方創生、公共DXに領域を分割しつつ広げている。これをさらに広げつつ、深堀していく。営業利益で100億円を稼げるようなコア事業を確立しつつ、多くの周辺事業で各々数億円の利益を目指す。その中から次のコア事業を育てていくという展開によって、急成長を図る方向にある。福留社長の目線(目標)は相当高い。ホールディング化した後の事業の加速化にさらに注目したい。

### 株式市場での評価

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

---

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。

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な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。これが可視化できれば、株式市場での評価は再び高まってこよう。

昨年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。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(6/20)で見ると、PBR 4.60倍、ROE 19.7%、PER 23.4倍、配当利回り0.5%である。グループ間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。