2020 年 6 月 22 日
株式会社チェンジ

「㈱日本ベル投資研究所の鈴木氏によるアナリストレポート」発行のお知らせ

投資家の皆様へ

㈱日本ベル投資研究所　鈴木行生氏より弊社のアナリストレポートが発行されましたので、お知らせいたします。

本件の問い合わせ先：
株式会社チェンジ
東京都港区虎ノ門 3-17-1
Control & Management 担当
メール：ir_info@change-jp.com

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～

2020 年 6 月 19 日　　東証 1 部

ポイント

・コロナショックを契機に、ビジネスモードを一気に切り替えた。自治体のパブリテック（LoGo チャット、LoGo フォームなど）や、リモートワーク、オンライン IT 人材研修などのビジネスを取りに行っている。

・2020 年 9 月期の 2Q(上期)は、営業利益 2610 百万円(前年同期 552 百万円)と、空前の増益になった。ふるさと納税の新しい制度が正常化する中で、業界のリーダーとしての成果が顕在化していることによる。

・長期ビジョンのもと、中期 3 ヵ年計画を推進しており、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ことを掲げている。第 1 フェーズとして 2022 年 9 月期に営業利益 47 億円(売上高営業利益率 25%)を目指しているが、今のペースでは 1 年早く達成できそうである。

・2018 年 11 月にふるさと納税サイトで No.1 のトラストバンク（TB）を買収した。全国の自治体に圧倒的なネットワークを有する。ここをベースにしてパブリテック（パブリックセクターの New-IT）を推進している。

・TB の買収金額 48 億円（現在の持株比率 70.2%）は全額借入で賄ったが、2019 年 5 月に公募増資を実施し、42 億円を調達した。これによって一時 20%を下回っていた自己資本比率は前期末で 51%まで改善した。

・買収に伴い、セグメントは、①NEW-IT トランスフォーメーション事業、②投資事業、③パブリテック事業(トラストバンク＋公共×IT)となった。今後はブロックチェーンを活用した独自の公共フィンテック事業なども大きく伸びそうである。

・チェンジの経営の特長は、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にある。M&A の成果で企業規模が断層的に拡大し、業績の拡大と共に ROE も再び大きく好転してこよう。次の M&A も視野にある。人材も集まっており、成長の基盤は強い。企業価値の一層の向上が見込めるので、引き続き注目したい。

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。

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　　独自のフラッグシップモデルでブランドを高める
３．M&A　トラストバンクの「ふるさとチョイス」を軸に、パブリテックが離陸
４．中期経営計画　　コロナショックに即応～DX で日本のリーダーを目指す
５．当面の業績　　急拡大を持続しよう
６．企業評価　　次の M&A にも注目

企業レーティング　A

株価（2020 年 6 月 18 日）　6960 円　　時価総額　1098 億円（15.7 百万株）

PBR　13.7 倍　　ROE　16.3%　　PER　84.2 倍　　配当利回り　0.0%

（百万円、円）

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2014.3	1029	120	119	32	3.2	0
2014.9	711	74	74	43	4.2	0
2015.9	1400	134	137	82	7.8	0
2016.9	1550	186	175	118	10.6	0
2017.9	1980	331	325	229	17.9	0
2018.9	2604	513	513	343	25.7	0
2019.9	7054	1081	959	378	26.2	0
2020.9(予)	10600	3100	3100	1300	82.7	0
2021.9(予)	15000	5000	5000	2100	133.5	0

（2020.3 ベース）

総資産　13502 百万円　　純資産　7963 百万円　　自己資本比率　49.8%

BPS　506.3 円

（注）ROE、PER、配当利回りは今期予想。2014.9 期は決算期変更で 6 か月ベース。2016 年 7 月末 1：300、2018 年 6 月末 1：2、2018 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。2018.9 期までは単体、2019 年 9 月期より連結ベース(日本基準)。

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 2015 年の 1.25 億人が 2055 年には 9200 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 7600 万人が 4700 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 IT」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。ここにフォーカスしている。

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。

コンサルからスタート

2003 年、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。しかも、ここで育った人材が各企業にいるので、当社にとっては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(モバイル&センシングアプリケーション担当)、金田執行役員(エンタープライズセキュリティ&インフラストラクチャー担当)、石原執行役員(R&D、ネクストラーニングエクスペリエンスフィールド担当)がチェンジの設立構想に参画し、2003 年 4 月、今の会社を立ち上げた。

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。

設立後、1 年以内に全員がアンダーセンから移ってきて創業期のメンバーとなった。それからおよそ 2 年遅れて、高橋執行役員（アナリティックス&IoT 担当）が入ってきた。アンダーセン当時、神保氏は福留氏の直接の上司であった。また、高橋氏は福留氏の下にいたというような仲間であった。山田取締役 CFO は、神保会長の同級生で税理士でもあり、当初から会計事務所で当社を担当していたが、およそ 4 年後に移ってきた。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。

また、2007 年 4 月に新卒として入社した野田執行役員（ネクストラーニングエクスペリエンスフィールド担当）が 2019 年 12 月にその任に就くなど、内部人材も順調に育ってきている。

新たなフェーズに入る

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 部に指定替えとなった。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。現在は、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ている。

セグメント別業績

（百万円）

	2017.9 （単体）	2018.9 （単体）	2019.9 （連結）	2020.9 2Q
NEW-ITトランスフォーメーション				
売上高	1980	2447	2742	1412
利益	ー	790	786	263
投資事業				
売上高	ー	157	450	0
利益	ー	76	228	-10
パブリテック				
売上高	ー	ー	3867	4772
利益	ー	ー	875	2861
調整額	ー	-352	-868	-505
合計				
売上高	1980	2604	7054	6185
営業利益	331	513	1081	2610

（注）利益はセグメント利益、調整額は全社の一般管理費。 2019.9期はTB（トラストバンク）の 10か月分を含む。

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。

セグメントは３つ

Old-IT に比べて、New-IT の特長は、①導入対象がフロントエンドであること、②構築維持コストが安いこと、③使い勝手がよいこと、④導入時間が短いことである。現場で IT を直接使い、便利で安く、早く使いこなしていく。

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。

New-ITトランスフォーメーション
～4つのサービスライン～

MSA(Mobile & Sensing Application)
モバイルデバイスの活用とセンサーなどを用いた自動データ確保の仕組み構築と運用を行うライン

ESI(Enterprise Security & Infrastructure)
クラウドなどを用いたITインフラの刷新及びセキュリティツールの選定や導入を行うライン

A&I (Analytics & IoT)
IoTを活用したオペレーションやビジネスモデル

NLX(Next Learning eXperience)
IT事業者のNewーIT化支援及びNew-ITを実現する人材育成の次世代学習プログラムの提供

New-IT のサービスライン

チェンジ本体は 4 つのサービスラインを持つ。

MSA（モバイル&センシングアプリケーション）は、アップルの iPhone や iPad などモバイルデバイスを活用するとともに、センサーなどを用いた自動データ収集の仕組み構築と運用を行う事業である。

ESI（エンタープライズセキュリティ&インフラストラクチャー）は、クラウドなどを用いた IT インフラの刷新やセキュリティツールの選定導入を行う事業である。クラウドの普及率はまだ低い。IT インフラを軽くしていくことに貢献する。

A&I（アナリティックス&IoT）では、IoT を活用したオペレーションやビジネスモデルの再構築、ビックデータの解析や活用を行う。企業や組織の中にデータが溜まっている。その活用を具体化する。

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。

NLX（ネクストラーニングエクスペアリエンス）は、New-IT 化の支援及びそれを実行する人材を育てるための学習プログラムを提供する。

ビジネス好調の要因は、AI、RPA（ロボテック・プロセス・オートメーション）による業務自動化プロジェクト、音声 AI スピーカーの活用プロジェクト、VR を利用した地方創生、AI 人材、データサイエンティストなどの人材育成、といった新しい領域が急速に伸びていることにある。

New-ITのサービスライン毎の売上構成と収益性のイメージ

	2016.9(推)（%）		2017.9(推)（%）		2018.9(推)（%）		2019.9(推)（%）	
MSA(Mobile & Sensing Application) モバイルデバイスの活用とセンサーなどを用いた自動データ確保の仕組み構築と運用を行うライン	30	○	25	○	20	○	20	◎
ESI(Enterprise Security & Infrastructure) クラウドなどを用いたITインフラの刷新及びセキュリティツールの選定や導入を行うライン	20	○	25	◎	25	◎	25	◎
A&I (Analytics & IoT) IoTを活用したオペレーションやビジネスモデル	10	○	15	○	20	◎	25	◎
NLX(Next Learning eXperience) IT事業者のNewーIT化支援及びNew-ITを実現する人材育成の次世代学習プログラムの提供	40	◎	35	◎	35	◎	30	◎

（注）○は収益性、◎は収益性高い。売上構成比、収益性ともアナリストの推定

パブリテック（公共テック）の展開

事例として、熊本市の市職員向けに AI の活用研修を実施した。AI の活用に熊本市は先進的であり、AI チャットボットの検証を行った。問い合せに自動で答えてくれる仕組みは他の自治体にも横展開できる。奈良市の RPA の導入による業務効率の改善では、業務プロセスを明らかにして、効率化を検証した。これらを積極的な自治体からスタートさせ、今や広がりを見せている。

自治体の仕事の中身をみると、例えば、PC に向かって非定形なデータを入力して作業をしている。まず仕事の中身を分析する（BPR）、次に自動化を検討する（RPA の検証）、そして、ツールを入れて実装する。このような作業は自治体でも企業でも山のようにある。今や人手は足らない。自動化できるものは人手をかけないようにして、人材は別に活用しようという動きが今後一段と活発化しよう。

AXA の宇宙ロケットの打ち上げ基地のある町（鹿児島県肝付町）で、VR を利用した宇宙ミュージアムを作った。VR(仮想現実)を利用したバーチャル公営美術館などへも展開できよう。コンテンツ中心で、大規模な建物はいらない。2）業務において起こりうる事故、災害などを VR の教育コンテンツとしてサービスし、人材育成に活かす。実際のハザードと同じような内容を VR で体験できるので、教育効果は大きい。

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。

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。

ベンチャー企業に投資をして、IPO などによって持っている株式を売却すれば、それが売上に立つ。営業投資有価証券は、メーカーでいえば在庫のようなものである。売却損益は通常の営業利益に入ってくる。本業なので、そういう会計処理になる。今後、こうした投資事業からの利益貢献も高まってこよう。

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 月期の 2Q で売却した。投資事業セグメントに売上高（売却額）、営業利益（売却益－投資事業部門コスト）が計上された。

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、セグメント利益は営業利益に入ってくる。これがもし、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。ここが違う。

チームワークとコーポレートガバナンス

この 10 数年苦労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。

監査役設置会社として、3 名の監査役は、2 名がソニーグループの出身、1 名は銀行出身である。2017 年 12 月の株主総会で、藤原洋氏（ブロードバンドタワーCEO）が社外取締役に入った。インターネット関連の経営者で有能な方である。2018 年 9 月に東証 1 部に市場変更となり、2019 年 12 月開催の定時株主総会で弁護士の林依利子氏が社外取締役に就任した。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。

また、業績目標連動型のストックオプションを導入した。全社員、役員に対して、単体ベースで会社全体の業績目標が達成できた場合に、権利行使が出来る。2018 年 9 月期から 2020 年 9 月期までの 3 カ年で、累計営業利益が 10 億円を超過した場合に 50%の行使が可能、同 30 億円超過した場合には 100%行使可能という内容である。

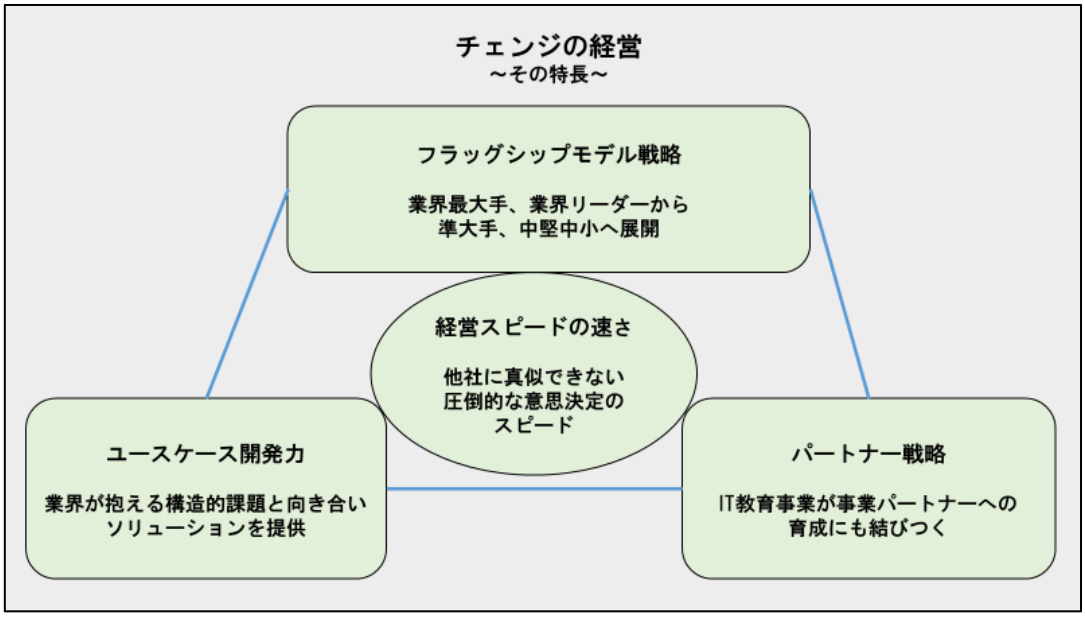
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

２．強み　　独自のフラッグシップモデルでブランドを高める

企画提案力とナレッジマネジメント

マネジメント層はコンサル出身なので、企画提案力が身に付いている。よって、ユースケース開発力もある。つまり、課題を抽出して、どういう技術を応用していくかを通してソリューションを作り出す力がある。

一方、業務が拡大してきた時に、人材の質は確保していけるのか。これに対しては課題とテクノロジーのマップを作り、絶えず更新している。これを社内のライブラリとして立ち上げてあり、ナレッジマネジメントを実行している。文字、動画でマニュアル化して、いつでも使えるようにしてある。



4 つの特長～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、大手企業において企画してから実現まで 3 カ月かかるものでも、当社は 1 日で決断できる。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

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。

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。

New-IT トランスフォーメーションの実践～ワンストップのソリューションを提供

当社の強みは、New-IT トランスフォーメーションの実践にある。例えば、東京メトロのトンネル検査にiPadを導入した。そのアプリを当社が作成して、トンネル検査の作業効率は大幅に改善された。従来は写真を撮り、データを計測し、それをプリントして、資料を作成していた。真夜中の4時間しか作業時間がない。このやり方では、一晩に2km進むのがやっとであった。これを、紙を使った資料ではなく、iPadを活用して直接本社のシステムへ入力できるようにした。

社会インフラの老朽化に対して、いかにメンテナンスを効率よく実施していくか。このテーマに、当社がソリューションを提供したのである。いわばオールドITからニューITへの転換である。ホワイトカラーの事務管理のための効率アップからさらに踏み込んで、鉄道、化粧品、エアライン事業などの現場の生産性アップをターゲットにしている。当社はこうした法人マーケットを事業領域(ドメイン)としている。

当社は、顧客の経営課題にそって新しいテクノロジーを使い、包括的にソリューションを提供するので、個別のプロダクト・サービスを提供している企業より早く、課題形成の段階から入り込むことが多い。

また、現場（LOB：Line of Business）の課題解決を、現場の予算を用いて図ることが多いことから、企業の情報システム部門の予算で課題解決を行う他社とは異なり、競合しづらい構造になっている。

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。

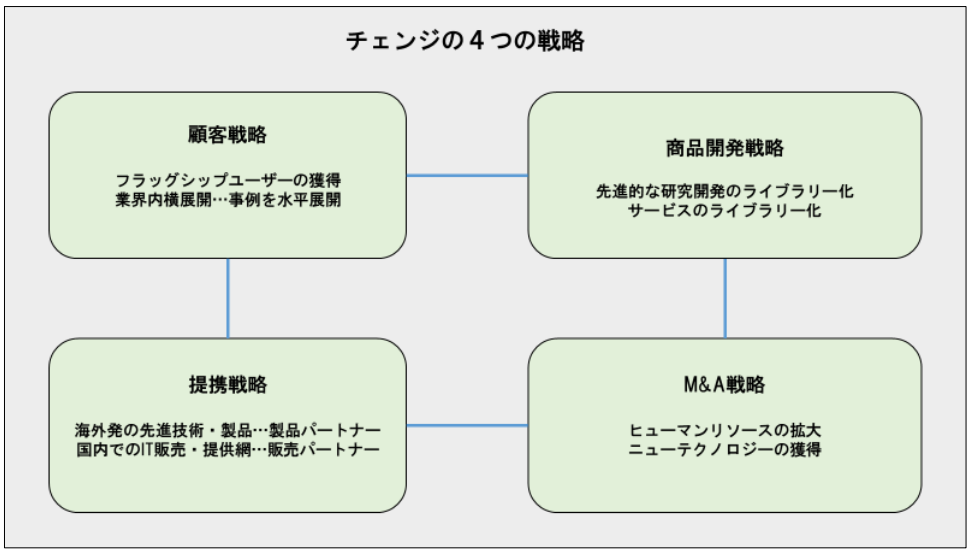
もともとはコンサルからスタートしたので、業務改革に軸足をおいた。これを具体化するところで、ITをツールとして活用した。そのITが従来の技術ではなく、常に新しいものを取り入れて効果を上げてきた。モバイル、セキュリティ、ビックデータ（BD)、IoTなどに広がっている。

当社はベンチャー企業なので、小回りが利く。大きな組織では、すぐに実行しにくいこと

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。

に取り組んで、具体的な成果をだしている。

また、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

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。

顧客には 3 つのパターンがある。第 1 は、ティーチャーカスタマー。当社が学ぶことのできる顧客で、トップの自動車会社やトップの証券会社はそういう存在である。つまり、要求水準は高く、細かいことをいろいろ言われる。しかし、新しいことをきちんと仕上げるカルチャーを持っているので、あまり儲からなくてもビジネスモデルのプロトタイプ作りには役立つ。

第 2 が、リードカスタマー。当社の提供するソリューションの価値が分かって、商品化、サービス化まで、しっかり取り入れる会社である。これは、当社にも収益面で貢献する。

第 3 がモンスターカスタマーである。いろいろわがままなことをいい、評論はするが、社内での実行力が伴わない客である。無理に付き合っていると徒労に終わるので、早目に手を引く必要がある。こうした点を踏まえながら、顧客開拓に成功している。

新しいテクノロジーを使う

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

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。

これと同じことをやる同業他社はほとんどない。経営コンサル、IT コンサル、モバイル、セキュリティ、IoT など、類似の会社はあっても、現場レベルで具体的なユースケースを作り込んでいくという競合会社はない。つまり、仕事をとる時点で、コンペ（競争入札）になるという例はほとんどない。

「ライブラリ」が競争力の源泉

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。

NEW-IT トランスフォーメーションのライブラリの充実が進んでいる。1）データ流通基盤構築支援サービス、2）データアナリテックスによるエンゲージメントサービス、3）バイタルデータとスマホを利用した健康経営サービスの提供などが相次いでいる。

ストック型ビジネスが 6 割を占める

ストック型のビジネスモデル(BM)という点では、自動継続課金型モデルをベースに、その売上比率を現在の 6 割を 8 割まで上げていく方針である。6 割のうち、ソフトウェアのメータリング（月額使用料、年額使用料など）が 2 割、リピートユース（ソフトのメンテナンス、バージョンアップなど）が 4 割である。また、ストック型 BM の中の製品は、半分が自社開発で、半分が他社製品という割合である。

積み上がる事例

・商社の働き方改革

伊藤忠商事は、働き方改革の中で、仕事のモビリティを高めている。どこででも働けるようにする。その時、社内のいる時と同じような IT 環境をいかに作っていくか。

多くの企業では、セキュリティの制約が強くかかるので、社外では、社内にいる時と同じように IT は使えない。それを、当社は、米国で最もセキュリティが高いシステムをいち早く取り込み、これを応用して、手元の端末でもデータの使い易さを確保するようにした。

この仕組みをまずトップマネジメントに使ってもらい、その効果を体験してもらった上で、会社全体に広げる方向となった。決め手は、トップダウンである。POC(Proof of Concept、概念実証)を行った上で、一気に適用することとなった。

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。

・地方公共団体の政策立案サポート～リーサスの活用

鹿児島県を始めいくつかの県や市で、地方創生、地域活性化の政策立案をするにあたっては、思い込みではなく、データを活用してエビデンス（科学的根拠）を積み上げていく必要がある。内閣府のリーサス（RESAS、地域経済分析システム）には経済データが詰まっているが、これを地元の地域おこしにどう活用するか。このビックデータの活用に当たって、当社が課題分析や政策形成を支援していく。この仕事が次々にとれている。

・BD(ビッグデータ)の分析トレーニング

浜松市の職員を対象に、データ分析能力の向上のためのトレーニングを提供した。浜松市の主力産業である製造業でのデータ活用、産学官連携によるデータサイエンティストに育成などにも力を入れている。自治体が第 4 次産業革命をサポートしていくには、自らの人材育成も不可欠である。この分野も全国に広がる可能性をもっているので、有望なマーケットであろう。

・データサイエンスおよび AI 講座が経産省で認定 1 号

経産省の「第 4 次産業革命スキル習得講座」に認定された。高度な専門性を身につけて、キャリアップを図るためのもので、国が支援する。当社の IT 教育スキルがそのまま活きている。この人材育成ビジネスは、①IT 事業者（大手 IT 企業）の教育、②官公庁や大企業のデジタル組織のコンサルと教育、③スキルアップ人材の教育といった領域で展開しており、ニーズと需要は飛躍的に高まっている。

３．M&A　トラストバンクの「ふるさとチョイス」を軸に、パブリテックが離陸

トラストバンクは「ふるさとチョイス」を企画・運営

2018 年 11 月にトラストバンク（TRUSTBANK）を子会社化した。ふるさと納税の取り扱い規模で圧倒的№1 である。寄付金額ベースでシェア 5 割強を有する。このふるさと納税の統合サイトを運営するトラストバンクの株式を 60.1%取得し、子会社化した。さらに、昨年 8 月に持株比率を引き上げ 70.2%とした。

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、選択肢が増え、利用しやすくなった。

TB は、ふるさとチョイス以外にも、全国の生産者事業者を支援する「たのもし」サイト、ふるさと探しを手伝う「ローカル日和」サイト、日本の魅力と課題を伝えるメディア「Area Japan」、自治体ポイントが使える新スタイル通販サイト「めいぶつチョイス」などを運営している。

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、決済できるようにした。ワンストップのふるさと納税の仕組みが画期的である。現在 1500 を超える自治体と契約し、

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。

返礼品の掲載数は 20 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」というミッションのもとで、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おり、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 の須永珠代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。

当社からみると、TB は全国 1500 を超える自治体にネットワークをもっている。これらの自治体の IT 活用に、従来と比べものにならないくらいの速いスピードで入っていける。地域振興、自治体のサービス、生産性の向上というパブリテック（公共セクターのテクノロジー革新）を推進していく。さらには、インバウンド関連、デジタル決済も視野においている。

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よう。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。このためのシステムに 6400 億円が投資されているが、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はぶけ、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、ふるさと納税事業を伸ばしたいだけで TB を買収したわけではない。ふるさと納税の利益を合算して企業規模を大きくするというのが第一の目的でもない。もちろん、ふるさと納税関連事業にこれからも力を入れていく。

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く。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。

ふるさと納税事業では、2 つの課題があった。1 つは、自治体によって、ふるさと納税の本来の趣旨を逸脱して、お金（納税資金）を集めているところがあった。返礼率を高くして、しかもふるさとの物産を活かして地域振興を図るという対応をせず、単に金を集めればよいという姿勢が見られた。総務省はここに規制を加えた。

もう 1 つは、ふるさと納税のプラットフォームを提供する中での手数料率にある。これは

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。

ポジティブな効果をもたらしている。この手数料率は、TB（ふるさとチョイス）の場合従来2%であった。これが競合他社では9%～12%である。この手数料をサービスの改善を取り入れながら上げることは競争条件からみて十分可能である。トラストバンクはふるさとチョイスというふるさと納税プラットフォームを運営しており、プラットフォーム運営は固定費型ビジネスであり、売上増加分が収益に直結するので、収益性は大幅に改善する。

パブリテック事業では、New-IT で新しい可能性がある。TB は 1500 を超える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、6000 億円が 3000 億円で済むと福留社長はみている。ここにチェンジのチャンスがある。

また、地域経済をうまくまわすには、地域のエコシステムを活用して、地域共創を図っていく必要もある。例えば、ふるさとチョイスのほかに、めいぶつチョイスなどにも活かせる。ここに自治体ポイントを導入する。地域の中でお金をまわすが重要である。外国人にも来てもらって、デジタル決済ができるようにする。このようなところで New-IT を活用していく。実現性の高いストーリーである。

2019 年 8 月に持株比率を引き上げ

昨年 8 月に、子会社である TB（トラストバンク）の持株比率を従来の 60.11%から 70.23%へ上げた。60%所有の時は 48 億円を投資したが、10%アップには 8 億円を投資した。この原資としては、5 月の公募増資のファイナンス資金を一部当用した。

同時に、福留社長も TB のマネジメントに深くコミットするという意味も込めて、1.91%を個人で取得した。残りの 27.8%については TB の創業メンバーが引き続き所有している。

TB の PMI は成功～持分利益の貢献度も上昇

TB は、今年 1 月に新体制となった。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。TB の PMI（買収後の経営統合）は問題なく成功している。次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である。

TB に足らないのは、システム開発のエンジニアである。当社はここに強みをもつ。自治体向けのクラウドシステムを作って、共通に利用してもらうことを推進する方向である。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

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。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。

４．中期経営計画　　コロナショックに即応～DX で日本のリーダーを目指す

コロナショックへの対応

コロナショックのピンチをみて、すぐに新しいモードへ手を打った。この戦略の切り換えのスピードが当社のモットーである。

3 月末から全面在宅勤務に切り替えた。従来からそうしたシステムは作り上げていたので、何ら問題はなかった。

コロナショックは、社会、生活、企業に不可逆的な構造転換をもたらす、と福留社長はみている。そこで、1）財務の安全性を重視して、M&A は抑制してキャッシュを持つ、2）リモートでのサービス提供体制に切り替える、3）顧客と商材のポートフォリオを見直して、官公庁マーケットを取りにいく、という方針に舵を切った。

具体的には、①リモートによるオンライン研修のビジネスを次々に受注、②パブリテックでは、LoGo チャット、LoGo フォームを拡大、③検討していた大型 M&A は 3 月に一旦中断した、という動きをみせている。

新型コロナウイルスの影響と今後の展開

事業に対するマイナスの影響が短期的には 2 つ出た。1 つは、集合研修型のデジタル人材育成に力を入れていたが、3 月からキャンセルや延期が相次いだ。もう 1 つは、大企業における DX に関するプロジェクトがスケジュール通りに立ち上がらないことが多くなった。

集合型研修については、今後とも戻りそうにない。その代わりとして、Web による研修が急増しており、これによってカバーされ、Web 型が主流となっていこう。

大企業の DX プロジェクトは、実は急ぐ必要がある。しかし、コロナショックで業績が大きく落ち込む企業にとっては、DX 投資を先送りしたり中止したりするところも出てこよう。よって、回復には少し時間を要しよう。

逆に、プラスの影響も 2 つ出ている。1 つは、企業や官公庁において、①リモートワークの環境整備、②在宅でのデジタルラーニングなどの案件が急増している。もともと、当社が得意とするサービスなので、すぐに対応できている。

もう 1 つは、TB（トラストバンク）のふるさとチョイスが、コロナ対応をサポートする純粋の寄付活動で評価を高めており、パブリテックの事業が大きく伸びるベースをサポートしている。

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。

今後の事業戦略

コロナショックを契機に、今後の事業戦略をすばやく見直した。中期経営計画の重点施策を切り替えて、成長カーブを前倒しで実現できるようにする。実際、実現の可能性が大きく高まっている。

実行戦略は 3 つある。第 1 は、コロナ対応のワークスタイルが、きちんと生産性の向上に結び付くようにすることである。多くの上場企業や自治体にとって、緊急避難的な在宅勤務やリモートワークは、働く IT 環境が整っていないので、生産性は低下していることが多い。これでは、事態は改善しない。

第 2 は、重点ターゲットのフレキシブルな組み替えである。コロナショックで業績が大きく落ち込む小売り、運輸、グローバル製造業から、政府官公庁、自治体などの公共関連にシフトする。官民に提供するサービスも、①人材育成サービスのデジタル化や、②テレワーク支援パッケージなど、ニーズに合致したものに仕立て直している。

第 3 は、TB のパブリテックが急成長ステージに入っているので、ここにリソースの集中投入を行う。本体のチェンジから TB への出向を増やしており、TB での中途採用や外部の委託先も大幅に増やしている。

IT 人材の実態調査

チェンジは IPA（独立行政法人情報処理推進機構）からの受託で「DX 推進に向けた企業と IT 人材の実態調査」報告書をまとめた。1 つの特徴は、IT 人材の勉強不足である。新しいスキルを習得しても活かす場がない、IT スキルを活かして転職する意識も低い、という傾向もみられた。

DX に取り組んでいても、トップの危機感や 10 年後のビジョンに差があり、それを担う IT 人材が不足している。新しい人材はもちろん、既存の IT 人材も学び直しが一段と要請されている。ここの教育・研修ニーズは極めて大きい。

デジタル人材育成ビジネス

人材育成に向けて、昨年 9 月より「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、11 月より 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。

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。

集合研修を全面オンラインへ移行するためのソリューション提供

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きた。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 ｅ ラーニングコンテンツの無償提供を進めてきた。

この経験をベースに、集合型からオンライン型の研修へシフトするための支援サービスを一括で行う。IT ツールの選定、調達（ストレージ、ビデオ、チャット）、カリキュラム設計、定着支援までをまとめてサービスする。企業の教育担当者や教育事業者向けサービスとして提供する。

在宅勤務立ち上げ統合パッケージ

ここにきて、テレワークの普及を急ぐ企業が増えている。当社はこれまで、モバイル導入プロジェクトを多数リードして、テレワークを実現する基盤を大企業向けに構築してきた。新しいワークスタイルを効果的に実行するには、①技術ラインインフラ、②人材育成、③社内ルールを整える必要がある。

「在宅勤務立ち上げ統合パッケージ」では、1）社会保険労務士事務所と連携して、助成金申請からルールの策定までを支援する、2）社内のコミュニケーションインフラを最新のものにする。3）人材育成まで踏み込んで、生産性が向上するようにサービスを提供する。

非接触型の PC 配備「ゼロタッチ・キッティング」

テレワーク用の業務端末（PC、タブレット、スマホ）を完全非接触型で配備する方式を提案し、実行している。業務端末を設定するキッティング作業を、人手を介さずにスムーズに行う。Apple 端末を統合管理する Jamf Pro を活用して、企業の新入社員宅に直接配送したものを本番利用できるようにした。フルリモートで配備を完了させた。

自治体向け LoGo シリーズの立上げ

自治体向け LoGo シリーズでは、第 1 弾の LoGo チャットが昨年 9 月からトライアルを開始し、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 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。

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 チャットが 300 自治体、18 万アカウントに急速に普及

昨年 11 月から本格展開を開始した地方自治体向け、LoGo チャットサービスが、新型コロナ対応でいちはやく脚光を浴びて、一気に広がっている。

①庁内、課内の情報共有ができる、②迅速な意思決定支援となる、③他の自治体とつながるコミュニティが作れる、という効果が注目された。

例えば、泉大津市（大阪府）では、市長から職員のテレワーク推進の号令が出たが、LoGo チャットを活用したテレワーク導入で、1 週間で対応できるようになった。

深谷市（埼玉県）では、4 月に実証実験をし、コミュニケーションの円滑化で職員の時間節約が顕著に見込めた。日程調整、電話対応、メール対応、会議資料の事前準備などで、時間もコスト（人件費）も削減できることがはっきりした。

TB が提供する LoGo チャット（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）の導入数は、5 月末で 300 自治体、17.8 万アカウントに達した。全国 1560 自治体、自治体の職員 92 万人にさらに広がろう。

LoGo チャットは、300 超える自治体が使うようなっており、ベンチャービジネスでいうキャズム(chasm：トップになるために越えなければならない一線)をクリアしつつある。課金型ビジネスなので、今後アカウント 500 円/月、20 万アカウントとなれば年商 10 億円を超えてくる。

LoGo フォームも立ち上がる

自治体向け Web フォーム作成ツール「LoGo フォーム」の利用も始まっている。これは 3 月に TB がリリースしたもので、その活用を浜松市が 10 万円給付金の振込データ作成業務の効率化に利用している。これは職員に高度な IT 知識がいらずに、自ら管理画面 1 つで、簡単に Web フォームを作れる。

10 万円の早期特別申請は、特に経済的に困っている市民に 1 日でも早く給付金を届けるものである。手書きの申請書のデータを入力しなおさなければならないが、これを LoGo フォームで管理するようにして、①給付金額の自動計算、②二重給付防止チェック、③全銀協対応の入力制御など、給付金振込データ作成を一本化した。これを 4 日で実稼働させた。ミスも大幅になくなる。

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 blockhive(ブロックハイブ)が 5 月に業務提携した。TB の LoGo フォームと blockhive 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する。

blockhive 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

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。

を提供している。Blockhive 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。

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。

経営環境に対する認識～人材育成×New-IT

政府の方針においても、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、これらを推進しようとしている。

そこに、チェンジのミッションが合致する。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。

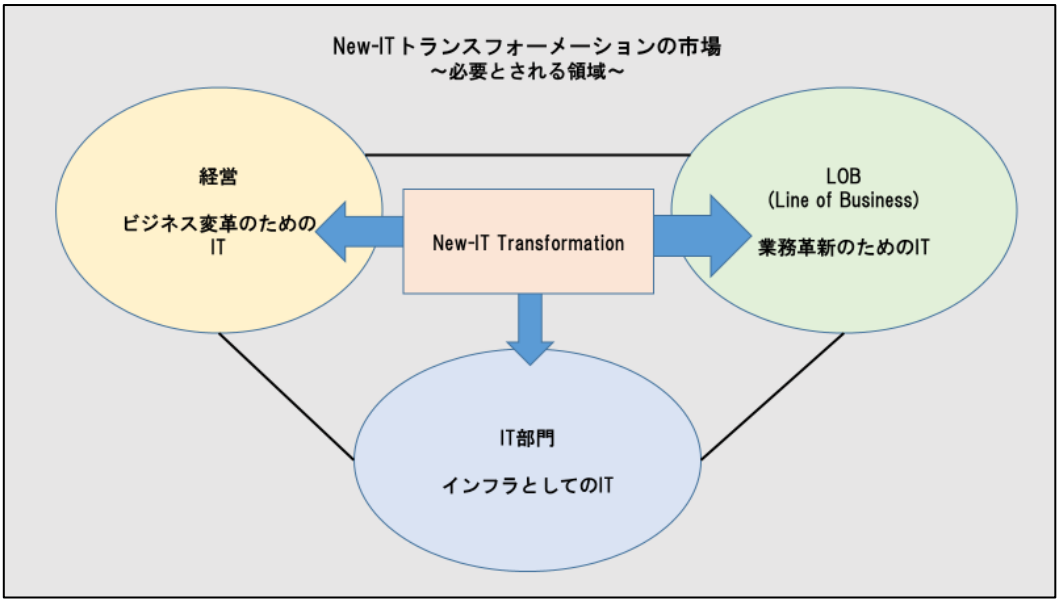
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

New-IT トランスフォーメーションの市場

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 14 兆円市場であるが、これは New-IT に代替していく可能性がある。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。

当社は、LOB をメインターゲットとして、マネジメントレベルにも入っていく。そして必要ならば大手の SI と組んで、IT インフラのところにも取り組んでいくという方針である。当社は大手の SI 企業と競合するのではなく、そこと組んで新しいマーケットを作っていく。その意味ではパートナーとなっている。大手がもっていないテクノロジーやノウハウを活かして、連帯して新しいマーケットを作り、そちらへのシフトを誘導していく。



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ている。

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、現在の 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。

財務指標としては､3 年後の 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）を目指す。

中期経営計画の骨子

コンセプト	Digitize & Digitalize Japan（Phase 1）			
長期目標	3年×5フェーズの15年で、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			
戦略	1．顧客獲得戦略	・フラッグシップモデルの拡大 ・既存SIerとの連携 ・M&Aによる業界の短期席巻		
	2．顧客単価アップ戦略	・クロスセルによる単価アップ ・多様な部署への直接提案		
	3．既存事業の強化	・サービス強化、高付加価値化 ・取扱高の増加		
	4．新規事業の創造	・めいぶつチョイス ・自治体ポイント		
		〔2019.9期〕		〔2022.9期〕
評価指標	① 顧客数×客単価	249社×13.4百万円	→	360社×18.4百万円
	② 従業員数×1人当たり売上高	123人×27.2百万円	→	250人×26.5百万円
	③ 取扱高×テイクレート	1500億円×2～3%	→	2000億円×4~5%

チェンジ本体のビジネスでは、顧客数×客単価、従業員数×1 人当たり売上高を KPI とする。TB では、取扱額×テイクレート(手数料率)を KPI とする。

NEW-IT トランスフォーメーション事業では、顧客数×客単価で成長を図る。2019. 9 期の顧客数 249 社×13.4 百万円（1 社当たり取引額）を、2021.9 期は 360 社×18.4 百万円に高める計画だ｡この間の従業員数と 1 人当たり売上高は､2019.9 期の 123 人×27.2 百万円を、2022.9 期には 250 人×26.5 百万円へもっていく。

ふるさとチョイスのシェアは、規制前の駆け込み需要を追いかけなかったという点では、一時 40%まで下がっていたが、今は 50%に戻っている。テイクレート（フィー）は、業界が 9～12%に対して当社はこれまで 2%であったが、これを 3%に上げたが、さらに 4～5%まで

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。

サービスの高付加価値に見合って上げていく方針である。

中計の達成に向けた戦略としては、①フラッグショップモデルによる顧客獲得、②既存 SI 企業との連携による顧客獲得、③M&A による顧客獲得、④クロスセルによる顧客単価アップ、⑤顧客の多様な部署への直接提案のよる顧客単価アップ、⑥サービスの高付加価値化とテイクレートの改善、⑦モノからコトに向けた取扱高の増加を実行する。

まだ中計に入れていない内容としては、1）パブリックにおける自治体向けデジタル化や、2）地域通貨を利用した地域経済圏の発展サポートなどがある。ふるさとチョイスは 2000 億円の取扱高を 3000 億円にもっていくことも十分可能であろう。

中期3ヵ年計画の財務目標

（百万円、%）

	2018.9（単体）	2019.9（連結）	2020.9(計画)（連結）	2021.9(計画)（連結）	2022.9(計画)（連結）
売上高	2064	7054	9352	14639	18986
営業利益	513〔19.7〕	1081〔19.3〕	1300〔13.9〕	3400〔23.2〕	4700〔24.8〕
経常利益	513	959	1281		
当期純利益	343	562			
親会社に帰属する利益	343	378	520		

（注）カッコ内は売上高営業利益率

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。

提携戦略と IT 技術の導入

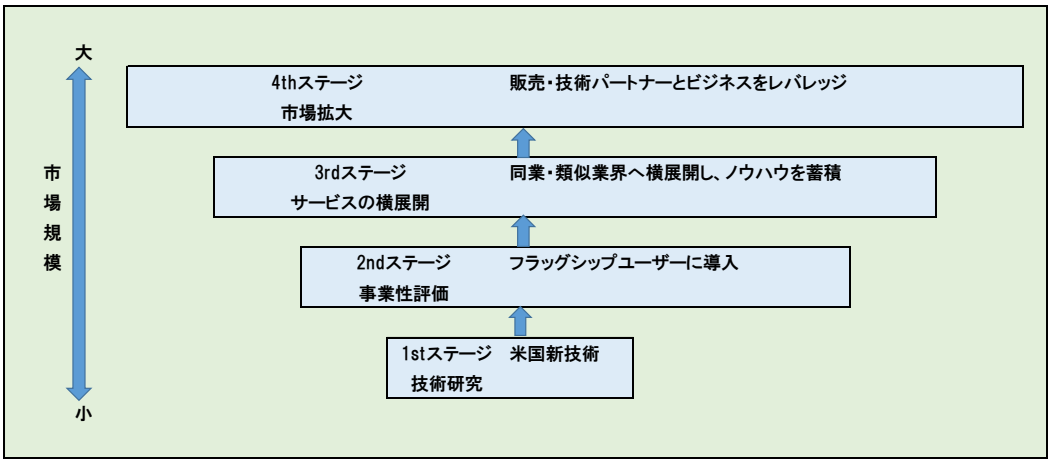
IT 技術の導入に当たっては、ガートナー社の技術評価を利用しており、日本に未進出のテクノロジーで有望なものをいち早く取り込んでいる。米国の企業は、アジアではシンガポールや香港にアクセスしても、日本へのリーチは必ずしも早くない。日本は英語のバリアがあり、ビジネスのピッチも遅いので、そこに当社がうまく仲介できる余地がある。

提携戦略では、新しい IT 商材を取り入れて使いこなすようにしている。実際、米国 SimpliVity 社のハイパーコンバージド・インストラクチャー製品は、有力なその 1 つである。これをライブラリに入れた。従来なら IT 機器を幾つも組み合わせて、全体のシステムを作り上げていくが、いろいろな機能を超(ハイパー)集約（コンバージェンス）して、IT イ

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。

ンフラを構成していく。米国ではすでに使われ始めており、日本ではこれからである。安く、早く、拡張性の高いシステムを今後ビジネスに活かしていく。

チェンジが推進する新技術の市場化ステージ



IPO アクセラレーション・プログラム

IPO アクセラレーション・プログラムでは、IPO 直前の新興企業と資本業務提供して、IT 系の新しい技術サービスを当社がサポートしていく。先方にとっては、上場後のビジネス拡大余地が広がるのでメリットが大きい。当社も New-IT 分野で顧客を増やすと同時に、サポートの対価として株式を通したキャピタルゲインも得ていく。

その 1 号案として Phone Appli 社と資本・業務提供した。Phone Appli 社は、ウェブの電話帳で強みを有しており、ここに投資して事業拡大をサポートする。IPO 支援プログラムとして投資した Phone Appli 社は、クラウド web 電話帳アプリで、国内シェア№.1 を有し、ユニファイド・コミュニケーションソリューションの開発、販売に力を入れている。この会社を売却した。当社としては営業投資有価証券の売却益が、2018 年 9 月期の業績に貢献した。

第 2 号は GA technologies への投資で、ここは不動産関連の AI を活用したリノベーションアプリの開発運用や、不動産投資アプリの開発運用を手掛けている。IPO アクセラレーションの投資先は、エンタープライズ IT に特化していく。当社の目利き力を活かして、成長できるかどうかが判断できるうえ、シナジーも十分読めるからである。この会社も 2019 年 9 月期の 2Q に売却した。

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こうとしている。

ヘッドウォーターズとの資本・業務提携にみられるように、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いろん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、

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。

資本も 10%前後で提供する。この投資業務、事業育成業務を当社の本業とする。すでに定款も変更している。

また、5 番目の事業投資として、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。

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
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
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	保有
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	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
識学	2018.9	組織マネジメント	共同マーケティング	2019.2Qにマザーズ上場 2019.4Qに売却
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

6 件目の識学は 2 月に東証マザーズに上場した。新規上場は 2 件目である。この識学と連携して、社員の生産性を可視化するためのデータ分析サービスを開始した。

当社は大企業に強く、識学は中堅企業への営業力が強い。小売業や飲食業において、アルバイトも含めて 1 人 1 人の生産性をどうやって測るか。それを人事管理、人事評価にいかに活かしていくか。

この時、様々なデータを BD（ビックデータ）として分析し、生産性に関わる重標指標を見出していく。このコンサルを当社が担う。ここのノウハウを蓄積し、識学はその活用法を自社のビジネスに活かす。識学は 2019 年 9 月期 4Q に売却した。

昨年 7 月には、GAUSS に投資した。数千万円で数%保有するというタイプである。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

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。

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。

産業ドローンの本格的社会実装を目指して、ドローンを用いた業務生産性の向上で多数の実証研究を進めている。どのような技術が重要なのか。安全基準、メンテナンス基準などについて、普及のインフラを創っていく。そのコアのメンバーになろうとしている。

業務提携しているエアロネクストへ 8 番目の出資を行った。次世代ドローンの活用を目指して、Dass（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・設備苑件、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。

ノウハウのビジネス展開が本格化

・XR の活用

VR（仮想現実)、AR（拡張現実)、MR（複合現実）などの技術の総称が XR である。XR 技術を用いて、観光地へ外国人観光客を集客するサービスを立ち上げた。これまで、個別のサービスをプロジェクトで手掛けてきたが、どの地域、どの企業や官公庁でも一般的に使えるような IT 活用のサービスを開始した。これもユースケースの一般化である。

・人材育成のラーニング分野

チェンジはデータサイエンステイストの教育学習をリードしているが、この分野で当社独自の資格制度を作り、その普及を通して、人材育成に貢献しようとしている。CDSB（チェンジデータサイエンティストベーシック）の資格取得者は既に 120 名を超えているが、今回上位資格としての CDSA（チェンジデータサイエンティストアドバンス）の認定を 11 名が取得した。こうした資格制度を通して、ラーニングの認知度を上げようとしている。

また、定額制のラーニング「RETOMO」（レトモ）の提供を開始した。デジタル技術を学ぶことは、今やシステム部門だけでなく、あらゆる現場で求められている。DX（デジタルトランスフォーメーション）が現場でおきているからである。そこで、デジタル技術を学ぶコンテンツを見放題にする定額制サービスを始めた。自由にオンライン学習ができる。
RETOMO は Rex（恐竜）To Mouse（ねずみ）を意味し、環境の激変を生き抜いて繁栄できるようにという意味を込めている。

・BOX ベストソリューション

BOX での活用では、当社がそのサポートで業界をリードしてきた。そのサービスを汎用化した。BOX はビジネス文書のファイル共有、コラボのためのクラウドサービスである。BOX

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。

を利用したクラウド・コンテンツ・マネジメントは、生産性向上に大いに寄与するが、これが日本企業においてはまだ十分でない。顧客に合ったコンテンツの一元管理がスピーディにできる。

BOX ベストソリューションでは、第 1 弾マニュアル探すくん（2019 年 11 月）、第 2 弾情報まとめくん（2020 年 1 月）、第 3 弾点検すすむくん（準備中）と展開している。

「マニュアル探すくん for Box」は、BOX ベストソリューションの第 1 弾で、現場のトラブルを最短で解決する台帳管理ソリューションである。現場で機器、機材などにトラブルが発生した時、誰に聞く、どこに連絡する、マニュアルはどこかなどについて、機材についた QR コードを専用アプリで読み取るだけで、誰でもすぐに対応ができる。情報のメンテナンスも BOX に格納されたエクセル管理台帳と連動しているので、更新も簡単である。月額課金型の利用方式をとる。

「情報まとめくん」は、メールの仕分け、転記、見逃しなどを、自動転記、自動通知し、BOX フォルダ内のエクセル台帳にまとめる。ここにアクセスすれば、すべて対応できる。Web フォーム当たり月額 8 万円である。

・BYOD のセキュリティ診断サービス

世の中をみると、個人で所有する情報端末（スマホ、タブレット、PC）を利用して一部業務を行っている人々は多い。組織によっては一切禁止されて、会社専用のデバイスを支給されているところもあるが、個人のものと組織のものを現場や自宅で使い分けるのは面倒である。一方で、セキュリティは絶対に確保する必要がある。

BYOD（Bring Your Own Device）は、許可を得ずに管理されていないデバイスを逆にきちんとコントロールして、業務に効果的に利用しようとする。官庁、自治体向けのパブリテックの推進において、こうした活用に当たってのセキュリティについて診断し、今後の対応を推進しようという内容である。

・Fintech のシンフォニーと開発パートナー契約

米国のシンフォニーコミュニケーションサービス社と提携した。シンフォニー社は金融機関向けコラボレーションプラットフォーム「Symphony」でビジネスを展開し。米国中心に内外 400 社の有力金融機関で採用されている。高いセキュリティとコンプライアンスが要求される金融機関にあって、法人向けチャット・ツールとして使われている。チェンジでは、シンフォニーをプラットフォームにして、日本の金融機関にチャットボット型のコミュニケーションで革新を働きかけていく。インサイダー情報、重要情報をきっちり守りながら、会話していく仕組みはまさに有効である。

・ファーストラインワーカーの生産性向上支援

当社は日本マイクロソフトと連携している。オフィスワーカーに対して、現場で働く人材をファーストラインワーカーとマイクロソフトでは呼ぶが、ファーストラインワーカー向けの製品、サービスを日本マイクロソフトはいろいろ提供しようとしている。その時、IT 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。

現場に強いのはチェンジであると知り、現場のニーズと連携することが重要であると判断し、当社に声をかけた。当社のコンサルの強みが活かされることになろう。

ふるさと納税の寄付市場

2018 年度のふるさと納税は 5127 億円（前年 3653 億円）で、395 万人が利用した。件数でみると 2322 万件（同 1730 万件）であった。

2019 年 6 月からの新規制で対象外となった自治体は、大阪府泉佐野市（2018 年納税額 287 億円、前年比 2.7 倍）、静岡県小山町（同 106 億円、同 4.4 倍）、和歌山県高野町（同 85 億円、同 4.6 倍）、佐賀県みやき町（同 139 億円、同 3 割増）などである。

返礼品は、寄付額の 3 割以下、地場産品に限るとなったが、そうでない寄付額にあたるものが、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。

ふるさと納税の寄附

（億円、万件、万人）

	寄附金額	件数	適用者数
2015.3	388	191	44
2016.3	1652	726	130
2017.3	2844	1271	227
2018.3	3653	1730	296
2019.3	5127	2322	395

（注）適用者は住民税控除適用者

市場規模の見方と当社へのインパクト～ふるさとチョイス

2019 年度については、昨年 6 月までの駆け込みもあったので、総額としては 5000 億円レベルであろうが、ふるさとチョイスは問題ある自治体とはいち早く手を切っていたので、当社にとっての市場は 4000 億円レベルであろう。そこでシェア 5 割を確保するとすれば、2000 億円が平常ベースの見込みとなろう。

今後 3 年間については、1500～3000 億円の需要が想定されるが、2000 億円レベルとみておくのが妥当であろう。2000 億円の取扱額で平均テイクレート 4～5%とすれば、80～100 億円の収入が入ることになろう。

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、今上期（10～3 月）の 3%に対して、下期（4～9 月）は 5%となる。3%と

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、さほど問題なく受け入れられている。

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。2018 年度の寄付額は 34 億円にとどまっている。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のサポートを検討していく。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。

パブリテック事業が大きく牽引～TB の買収の成果

TB の連結に当たっては、パブリテックビジネスは TB に集結させた。TB の四半期の売上は、1Q（10～12 月）が大きく、2～4Q は相対的に少ない。とりわけ 2Q は低めとなる。利益面では広告宣伝費をどのように使うかに依存する。年間を通してみると、運転資金面での借入金はさほど必要としないので、財務面での負担はない。

TB は取扱高が 2000 億円～3000 億円、テイクレートが 5%になれば、売上高は 100～150 億円が見込める。大半が固定費なので、手数料の変化による利益へのインパクトは大きい。TB は業界トップで、競合他社の手数料は 9%から 12%と高い。ここのコントロール余地は大きいので、TB の収益性は大いに注目できる。

TB の買収後の PMI(経営統合)が成果を上げてきた。事業計画に対して、昨年度はふるさと納税の制度変更が相対的にマイナスとなったが、基本をしっかり固めていたので、今期は業績面で大きく開花している。来期 2021 年 9 月期の 1Q は、ふるさとチョイスがもう一段レベルアップすることが見込めるので、さらに大幅増益が見込めよう。

パブリテック事業の広がり～公共フィンテックへの展開

パブリテック事業については、ふるさと納税を軸に一気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拓している。公金の決算のサポートを開始しており、その取り扱い収入が、パブリック事業の 7～8%を占めている。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。その一環として、Orb を子会社化した。

コミュニティ通貨のアイデアはいろいろありうる。国の円と同じものにはなりえないが、使い勝手の工夫はできる。

例えば、ジェネリックの利用率が低い市町村がある。ここに、コミュニティ通貨でインセンティブを与える。市町村がそのインセンティブ分を負担する。ポイントのように地域で使える通貨をインセンティブとしてスマホにチャージする。

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。

そうすると、利用者はインセンティブがもらえ、市町村はジェネリックの利用率アップで、自ら負担する医療費を削減できる。つまり、財政負担の軽減に役立つ。このようなアイデアを次々と実行していく方針である。公共サービスの効率化を、フィンテックを使って推進しようというもので、これは画期的である。

Orb の買収

今年 2 月に 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。

Orb の業績は、2019 年 1 月期で売上高 32 百万円、営業利益－194 百万円、純資産 47 百万円、総資産 157 百万円であった。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、今回 TB が 150 百万円を出資して、持株比率を 71.76%とした。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。

バランスシート

（百万円、%）

	2017.9	2018.9	2018.12	2019.3	2019.6	2019.9	2019.12	2020.3
流動資産	1238	2103	7131	3550	6117	5774	11051	8432
現預金	978	1055	3062	2029	4646	3814	5889	6651
売掛金	230	478	3411	1091	1134	1526	4836	1460
営業投資有価証券	―	500	447	175	174	136	116	146
固定資産	190	165	4969	4972	4828	5101	5003	5052
有形固定資産	49	54	209	271	259	211	206	203
無形固定資産	45	27	4326	4255	4153	4593	4508	4579
のれん	－	－	3960	3860	3760	3318	3228	3310
商標権						871	847	823
投資その他	96	83	434	445	415	296	288	270
資産合計	1429	2268	12101	8522	10970	10898	16075	13502
流動負債	282	493	4995	1599	1316	1574	5169	2621
買掛金	52	90	307	228	184	242	265	297
短期借入金	38	45	944	548	402	392	788	380
未払金	34	55	1603	236	235	154	937	1005
預り金	15	18	1807	196	270	362	1995	287
固定負債	58	118	4762	4614	2924	3055	2965	2917
長期借入金	39	93	4544	4404	2706	2611	2518	2421
純資産	1088	1655	2343	2307	6729	6267	7940	7963
有利子負債	77	139	5489	4953	3108	3003	3306	2951
有利子負債比率	5.4	6.1	45.4	58.1	28.3	27.6	20.6	21.9
自己資本比率	75.9	72.8	13.8	19.7	55.3	50.9	41.7	49.8

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。

公募増資によるファイナンスを実施

2019 年 5 月の公募増資公表後、株価はかなり下げた。希薄化(ダイリューション)を織り込むにしても、その下げ幅は大きかった。成長企業にとって公募増資によるファイナンスは有効な手段であり、その資金を活用する成長ストーリーが重要である。当社の場合、そのストーリーは明快であった。

B/S では、M&A 直後は借り入れを行い、自己資本比率は 1Q 末で 13.9%まで低下したが、今回の公募増資で、2019 年 9 月末の自己資本比率は 50.9%まで向上した。

昨年 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。

資金の使途は、①人材（人件費）5 億円、②新規事業開発（ソフトウェア、R&D）10 億円、③資本業務提携 10 億円、④借入金返済（M&A）17 億円であった。

この他に、経営陣 4 名から 45 万株の売出しもあった。流動性の向上を目指したものであるが、個人投資家からは経営陣の売出しはあまり好まれなかった。

内外の投資家に販売されたが、国内は個人投資家、海外は機関投資家であった。注目すべきは全体の 40%強が海外投資家の保有となった。外人持株比率が 12%を超えたことになる。

TB の買収は 48 億円であった。みずほ銀行より 50 億円を借り入れた。その後公募増資で 42 億円を調達した。2019 年 9 月末の借入金は 30 億円であるが、これを現状ペースであれば年間 4 億円ほどを返済していく。内部留保の活用で全く問題ない。

キャッシュ・フロー

（百万円）

	2017.9	2018.9	2019.9	2020.9(上半期)
営業キャッシュ・フロー	326	245	-10	3124
税引後利益	259	387	340	2526
減価償却	13	26	221	144
のれん			301	181
売上債権			399	68
未払い金			-856	-16
預り金等			-519	282
営業投資有価証券	―	28	63	0
投資キャッシュ・フロー	-110	-243	-3048	-117
有形固定資産	-11	-17	-192	-10
無形固定資産	-41	-11	-185	-117
子会社株式の取得			-2823	-36
投資有価証券	-45	-211	0	0
財務キャッシュ・フロー	10	75	5787	-170
長期借入金	3	61	2740	-202
株式発行	5	15	4256	32
現預金期末残高	978	1055	3784	6621

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。

ふるさと納税の季節的拡大は、1Q 末（12 月末）のバランスシートに端的に表れる。2019 年 12 月の売掛金が 4836 百万円（9 月末比＋3309 百万円）、負債サイドの預かり金 1995 百万円（＋1632 百万円）となった。これが 2Q 末（3 月末）にはかなり平準化してくる。

IFRS（国際会計基準）～導入と影響を慎重に検討

現在、IFRS の導入を準備している。IFRS を適用すると、1)のれんは償却しないので、営業利益はその分が増えてくる。2)投資事業は時価評価（未上場分も含めて）されて、評価損益が入ってくるようになる。

TB の買収に伴う商標件 9.5 億円、のれん 36.2 億円（いずれも TB 取得時）は確定している。年間 4.6 億円（10 年間）の償却が発生する。今後も M&A はありうる。この償却をどう考えるか。

また、ベンチャー企業への投資を行っているが、本業とのシナジーが基本であって、規模拡大が目的ではない。この投資事業が IFRS では時価評価されるので、毎期のセグメント利益が評価損益で上下することになる。この点も企業の実態をみる上で注意を要する。

IFRS の採用については、2020 年 9 月期での任意適用を目指して準備を進めている。

単体の業績

（百万円、%）

	2015.9	2016.9	2017.9	2018.9
売上高	1400	1550	1980	2604
原価	880	944	1183	1591
売上高原価率	62.9	60.9	59.8	61.1
粗利益	519	605	796	1013
売上高粗利益率	37.1	39.0	40.2	38.9
販管費	384	418	465	499
売上高販管費率	27.5	27.0	23.5	19.2
営業利益	134	186	331	513
売上高営業利益率	9.6	12.0	16.7	19.7
経常利益	137	175	325	513
純利益	82	118	229	343

５．当面の業績　　急拡大を持続しよう

2018 年 9 月期までは単体～7 期連続でピーク利益を更新

2018 年 9 月期は、売上高 2604 百万円（前年度比＋31.5%）、営業利益 513 百万円（同＋

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。

55.0%)、経常利益 513 百万円（同＋57.7%)、純利益 343 百万円（同＋49.5%）と極めて好調であった。音声認識や AI の活用、デジタル人材の育成が大きく伸びたことによる。

売上高原価率は 61.1%(同 59.8%)とやや上がったが、売上高販管費比率は 19.2%(同 23.5%)とかなり改善している。よって、売上高営業利益率は 19.7%（同 16.7%）へ向上した。

New-IT トランスフォーメーション事業では、①AI 人材やデータサイエンステイストなどの高度人材育成サービス、②AI スピーカー関連プロジェクト、③働き方改革関連プロジェクトが計画を上回った。投資事業では、4Q に Phone Appli の売却益が入った。一方で、東証 1 部上場のための準備費用が発生したが、これはクリアした。

売上の内訳をみると、AI、IoT、New-IT の関連プロジェクト、ライセンスの提供が 7 割、IT 人材育成教育が 3 割というイメージであった。

セグメント別業績

（百万円）

	2017.9 （単体）	2018.9 （単体）	2019.9 （連結）
NEW-ITトランスフォーメーション			
売上高	1980	2447	2742
利益	ー	790	786
投資事業			
売上高	ー	157	450
利益	ー	76	228
パブリテック			
売上高	ー	ー	3867
利益	ー	ー	875
調整額	ー	-352	-868
合計			
売上高	1980	2604	7054
営業利益	331	513	1081

（注）利益はセグメント利益、調整額は全社の一般管理費。
2019.9期はTB（トラストバンク）の 10か月分を含む。

2019 年 9 月期から連結へ～TB が 10 か月分寄与

2019 年 9 月期は、売上高 7054 百万円（前年同期 2604 百万円)、営業利益 1081 百万円（同 513 百万円)、経常利益 959 百万円（同 513 百万円)、純利益 378 百万円（同 343 百万円）となった。当期より連結決算を開始している。前期の単体決算に比べると、TB(トラストバンク)を連結したことで、業績は大幅に伸びている。TB の売上、営業利益が 10 カ月分入った。

但し、当初の計画は未達に終わった。営業利益で 1448 百万円、純利益で 766 百万円を計画していたので、そこには届かなかった。要因は 3 つある。

1 つは、TB のふるさと納税で、6 月の新しい規制前の駆け込み納税を取り込む自治体が出た。当社はふるさと納税の本来の主旨から、それらの自治体を取り扱わないことにした。こ

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。

れによって、ふるさと納税からの収益が数億円単位で見込みを下回った。

第 2 は、パブリック部門の強化に向けて、TB に本体からパブリックの人材を移し、次のビジネス展開に向けて人材を投入した。この分野は立ち上げには 2 年を要するので、最初の年としては、その分従来のビジネスが減少した。

第 3 は、パブリックに人材を移した分くらいは、主力の New-IT 部門で十分カバーできると想定していたが、この分野の民需は難度の高い個別案件が増えており、順調に伸びてはいるが、パブリテックの分をカバーするまでには至らなかった。仕事の引き合いは十分あったが、人材をまわしきれなかったことによる。

ふるさと納税の健全化に対して、当社は駆け込み的な需要を追うことなく、新しい仕組み（30%返礼）に対応したビジネスをいち早く展開した。顧客も様子見となったので、一部のビジネスで機会損失を招いたが、そのことをネガティブにみる必要はない。あるべき方向に適切に対応した結果と評価できよう。

IPO アクセラレーターでは主要なところで 8 社に投資したが、2Q に GA Technologies の株をすべて売却、4Q に識学の株をすべて売却してキャピタルゲインを得た。投資では、2 月に識学が、10 月に AI CROSS が東証マザーズに上場した。新規投資家では、7 月に GAUSS へ、8 月にエアロネクストへ出資した。

営業外費用には M&A に伴う資金調達費用が 125 百万円入っている。当期純利益は 562 百万円であったが、ここから TB の非支配株主に帰属する純利益 184 百万円（TB の利益の 40%分）が引かれたので、親会社の株主に帰属する純利益は 378 百万円となった。

四半期別業績の推移

（百万円）

	1Q		2Q		3Q		4Q	
	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
2017.9(単体)	465	36	467	120	628	166	420	9
2018.9(単体)	392	25	767	176	702	165	743	147
2019.9(連結)	2035	439	1630	132	1664	270	1725	240
2020.9(連結)	4512	2570	1673	40				

ふるさと納税の季節性

ふるさと納税は、1Q（10～12 月）がピークで、2Q（1～3 月）が少なく、3Q（4～6 月）と 4Q（7～9 月）と徐々に増えていく。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。

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。

今 2020 年 9 月期の会社計画

重点施策は 3 つであった。第 1 は、デジタル人材の育成強化である。多くの企業でデジタル人材が不足している。ここの研修、育成を拡大させる。単価は高くないので収益性は下がるが、まず市場を立ち上げて次にデジタル活用のビジネスに結び付けていく。デジタル人材ビジネスは、今期に拡大して、来期以降はそこに DX ビジネスをのせていく。

第 2 は、パブリテック事業の拡大である。ふるさとチョイスは再成長への基盤を整える。自治体向けの LoGo シリーズは標準化を進める、

第 3 は、Xaas（エックスアース）に対抗する新 IT サービスで、従来の S1 型に代わる新しいサービスモデルを作っていく、ユースケース開発力にコアに、マーケティングからサポートメンテナンスまでカバーしていく。

投資事業は、今のところ当社の中核事業ではない。ソフトバンクのように投資を本業とすることはない。当社のビジネスと関わる周辺分野でベンチャー型企業と組んでいく時、その連携として一部出資する。当然リターンは得ていくが、投資規模の目標を立てて推進するという方式はとらない。よって、事前の会社計画には明示的に入れていない。

四半期別セグメント業績の推移

（百万円）

		1Q		2Q		3Q		4Q	
		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
2019.9	NEW-IT	425	83	687	210	880	289	748	202
	投資事業	0	-2	354	233	5	-5	91	58
	パブリテック	1610	535	556	-102	781	194	886	238
	調整		-177		-223		-209		-258
	合計	2035	439	1630	132	1663	269	1724	240
2020.9	NEW-IT	618	115	794	148				
	投資事業	0	-5	0	-5				
	パブリテック	3893	2735	879	126				
	調整		-275		-230				
	合計	4512	2570	1673	40				

上期はふるさとチョイスが大きく貢献

2020 年 9 月期の 2Q 累計（上半期）は、売上高 6185 百万円（前年同期＋68.7%）、営業利益 2610 百万円（同＋372.5%）、経常利益 2623 百万円（同＋521.8%）、純利益 1138 百万円（同＋624.0%）と大幅増益となった。

上期は 2 月中旬までは順調であったが、新型コロナウイルスの影響で、3 月から明らかに減速した。デジタル人材育成の集合研修セミナーが中止になり、企業の DX プロジェクトも延期となってきた。納期もずれ込んでいる。

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。

一方で、4 月からオンラインの研修セミナーが活発化し、今や 9 割がオンラインで開催されている。ふるさとチョイスでは、コロナショック後、返礼品一辺倒でない、地域社会への寄付が増加しており、互いに助け合うという寄付文化の台頭がみられる。

2Qのセグメント業績

（百万円）

	2019.9 2Q		2020.9 2Q	
NEW-ITトランスフォーメーション				
売上高	1113		1412	
利益		294		263
投資事業				
売上高	354		0	
利益		235		-10
パブリテック				
売上高	2199		4772	
利益		424		2861
調整額	-1	-401	0	-505
合計				
売上高	3665		6185	
利益		552		2610

（注）利益の調整額は全社費用

通期はさらに増額となろう

通期計画について、会社側では上方修正を行ったが、その内容は、売上高 10500 百万円、営業利益 2619 百万円、経常利益 2623 百万円、純利益 1022 百万円、と利益面では上期並みとした。つまり、下期は不透明なので、収支トントンレベルとみて、上期の利益を概ね通期の利益とした。

セグメント別業績予想

（百万円）

	2017.9		2018.9		2019.9		2020.9(予)		2021.9(予)	
	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益
New-IT トランスフォーメーション事業	1980	—	2447	790	2742	786	3600	930	4800	1500
投資事業	—	—	157	76	450	288	0	-30	200	100
パブリテック事業	—	—	—	—	3867	875	7000	3300	10000	5000
全社費用(一般管理費)		—		-352		-868		-1100		-1600
合計	1980	331	2604	513	7054	1081	10600	3100	15000	5000

（注）利益はセグメント利益。ーは区分なし。投資事業は2018.9期3Qより区分。パブリテックのTBIは2019.9期2Qより連結。

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。

確かに不透明ではあるが、3Q(4～6 月)、4Q（7～9 月）も一定の利益は見込めるので、次の四半期決算ごとに上方修正されよう。

大幅増益が続こう

中期計画では、来 2021 年 9 月期に営業利益 34 億円を計画しているが、これは今期で近づいてこよう。来期も、1）ふるさとチョイスのテイクレート 5%がフルに効いてくる、2）パブリテックで自治体向けサービスが本格的に立ち上がってくる、3）New-IT では人材育成から付加価値の高い DX へ新たなバリューチェーンが立ち上がってくる、ということで、1 年前倒しの営業利益が達成可能であろう。

中期経営計画の財務目標（修正ベース）

（百万円）

	売上高	営業利益
2015.9 （単体）	1400	134
2016.9 （単体）	1550	186
2017.9 （単体）	1980	331
2018.9 （単体）	2604	513
2019.9 （連結）	7054 〔7488〕	1081 〔1448〕
2020.9(計画) （連結）	9352 〔11000〕	1300 〔2349〕
（修正計画）	10500	2619
2021.9(計画) （連結）	14639 〔15500〕	3400 〔4700〕
2022.9(計画) （連結）	18986	4700

(注)カッコ内は1期前の当初中期計画、修正計画は2Q公表時点。

この成長を支えるものは、もともとのチェンジ単体の伸びに加えて、規模的には TB が大きく寄与する。TB は中長期的に、①第 1 フェーズ/ふるさと納税業務のデジタル化、②第 2 フェーズ/自治体内業務のデジタル化、③第 3 フェーズ/地域全体のデジタル化、を軸として事業を拡大していく方針である。伸びるのは間違いないし、スピードも早い。

一方、チェンジ本体の New-IT 事業は、フラグシップモデルが順次収穫期に入っている。DX（デジタルトランスフォーメーション）を広範に展開できるようになっている。パブリック事業は、既存の自治体向け IT を DX することで。マーケットを取りに行く。大手 SI を凌駕して、シェアをとっていくことになろう。

今後の収益性～営業利益率 30%に向けて

2019 年 9 月期の P/L では、売上原価率 37.5%、売上粗利率 62.5%、売上販管費率 47.2%、売上営業利益率 15.3%であった。これが 3 年後には原価率 30%、粗利率 70%、販管費率 40%で、営業利益率 30%になるというのが基本形であると予想する。

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。

業績予想

（百万円、％）

	2015.9	2016.9	2017.9	2018.9	2019.9	2020.9(予)	2021.9(予)
売上高	1400	1550	1980	2604	7054	10600	15000
原価	880	944	1183	1591	2643	3300	4300
売上高原価率	62.9	60.9	59.8	61.1	37.5	31.1	28.7
粗利益	519	605	796	1013	4410	7300	10700
売上高粗利益率	37.1	39.0	40.2	38.9	62.5	68.9	71.3
販管費	384	418	465	499	3329	4200	5700
売上高販管費率	27.5	27.0	23.5	19.2	47.2	39.6	38.0
営業利益	134	186	331	513	1081	3100	5000
売上高営業利益率	9.6	12.0	16.7	19.7	15.3	29.2	33.3
経常利益	137	175	325	513	959	3100	5000
純利益	82	118	229	343	378	1300	2100

（注）2018.9期までは単体、2019.9期より連結(日本基準)

６．企業評価　　次の M&A にも注目

人材開発は順調

福留社長は、当面の重点施策として、1）TB の PMI のさらなる軌道化、2）チェンジ本体の成長シナリオの強化、3）グループの人づくり、組織作りを挙げる。TB のパブリテックを一気にレベルアップさせつつある。チェンジ本体の New-IT ビジネスは、M&A による外部成長の取り込みを常に検討している。

そして、3 番目の人材開発にも力を入れている。成長のための開発リソースについて、人材面での採用には特にこまっていない。新しい成長企業としての認知度が上がっているので、いい人材は次々と採れている。TB へはチェンジ本体から 6 名出向させている。

4 月時点で、チェンジ本体は 110 人、TB は正社員 100 人に委託業者 100 人を加えて、200 人体制となっている。1 年前に比べれば、倍増ペースで一気に業務の拡大を図っている。

創業メンバー以外の経営人材も育ちつつある。2007 年入社の新卒が執行役員になっており、中途入社の人材が TB に出向し、マネジメントに当たっている。

ふるさと納税のリーダーとして

ふるさと納税では、業界のリーダーとして、趣旨に反する返礼品を取り扱う自治体との契約解除、感染支援・災害支援プロジェクト、GCF（ガバメントクラウドファンディング）プ

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。

ロジェクトなどに力を入れて、信認を高めている。GCF プロイジェクト数は、2016 年 66 件、2017 年 111 件、2018 年 226 件、2019 年 241 件と拡大している。

中計の進捗～パブリテックとのシナジーは大きい

中期計画の進捗は、営業利益面では 1 年早く達成するペースである。TB を買収して、ふるさと納税の事業利益が急拡大している。これは M&A 後の PMI の成果である。この買収は大成功といえる。さらに、NEW-IT トランスフォーメーション事業も予定通り高成長している。ふるさと納税以外のパブリテック事業では、地域通貨関連が公共フィンテックとして伸びそうである。新規事業としての次の M&A 案件も狙っている。

マネジメントは、M&A を通して SI 業界に再編をリードし、新しいビジネスモデルを創っていくことに時間を投じていこうとしている。TB（トラストバンク）とのシナジー効果が大いに期待できよう。

事業ポートフォリオの目指す方向

現在、NEW-IT トランスフォーメーションとパブリテック（ふるさと納税）の利益構成は 1：3 であるが、これをふるさと納税以外のビジネスを伸ばして、NEW-IT トランスフォーメーション＋ふるさと納税以外のパブリテックの利益構成を 5 割にもっていくことが目標である。事業ポートフォリオの利益構成の動きをみると、TB のふるさとチョイスが入ったことで、ここの収益が安定的に拡大する。これに対して、New-IT をいかに伸ばすか。これを含めて、全体の利益構成を 1：1 にもっていきながら、営業利益で 100 億円以上を目指すというのが次の目標であろう。

パブリテックの 50 億円を視野にある。New-IT がここを目指すには、大型 M&A がほしいところで、福留社長はそこを狙って検討を進めている。

業績は、従来に比べて断層的に伸びてくる。新分野は横展開が本格化すると、売上げの拡大ピッチは上がり、しかも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 20%台へ改善することは十分見込めよう。

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）

株主重視の姿勢

5 月に、既存株主を中心とした個人投資家向け説明会を、ZOOM（ズーム）を使って行った。そのビデオは HP(ホームページ)でみることができるが、この IR は画期的であった。40 分ほど福留社長が説明した後、チャットの書き込みで質問を受け、質問した 40 人ほどの全員に社長自らわかりやすく答えた。Q&A は 50 分であった。

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。

こうした株主説明会、個人投資家説明会は今後のあるべき姿であり、質問した方々の満足度は高かったと推察する。

流動性向上に向け、株式分割はいずれ実行されよう。自社株買いは常に視野にある。配当は無配を継続して、成長投資にまわす。大型 M&A を実行しているので、成長を優先して内部資金は使われて行こう。

一方で、個人投資家向けの株主優待は充実させる方向にある。株主優待制度がスタートし、200 株保有の株主に 1500 ポイント、2 年目以降の保有継続株主には 1.1 倍の 1650 ポイントがつく。さらに、1000 株までは保有数によって、ポイントが高まっていく。ポイントは 2 年目まで貯めることができ、ポイントによってさまざまな商品と交換できる。

ポイントなので単純に金額換算はできないが、200 株で 1500 ポイントなので、1 株 7.5 円相当とみることもできる。株主優待については、コロナショックの影響もあったので、有効期間を 3 月末までから 9 月末までに延長された。

現在の株価(6/18)で見ると、PBR 13.7 倍、ROE 16.3%(来期ベースで 23.3%)、PER 84.2 倍(同 52.1 倍)である。TB（トラストバンク）とのシナジーがはっきりし、さらなる成長がみえてくれば期待はより高まってこよう。

チェンジの新しいビジネスモデルは、まだ十分理解されていない。営業利益 100 億円が見えてくれば、時価総額 2000 億円越えが視野に入ろう。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。