



2020年9月16日

株式会社チエンジ

「(株)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

(株)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：

株式会社チエンジ

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9月16日

東証1部

ポイント

・10月に子会社トラストバンク(TB)の持株比率を70%から100%に引き上げて、完全子会社とする。株式交換方式なので、のれん償却などの追加コストは発生しない。TBの利益がフルに連結に反映されるので、2021年9月期の連結純利益は一段と拡大しよう。

・ふるさと納税サイトでNo.1のトラストバンク(TB)は、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。ふるさとチョイスは順調に拡大しており、利益貢献を圧倒的に高めている。パブリテックのLoGoチャット、LoGoフォームなども新たに成長軌道に入りつつある。

・新型コロナ対応では、DX(デジタルトランスフォーメーション)のコンサルを、リモートワークやオンラインIT人材研修などへ切り替え、顧客ポートフォリオも運輸、小売、製造業から公共、情報通信、金融に入れ替えて、ビジネスを取りに行っている。

・2020年9月期は、会社公表の営業利益3400百万円(前年度1081百万円)を確実に超えてこよう。ふるさと納税が新しい制度で正常化する中、業界のリーダーとしての成果が顕在化している。日本の生産性の向上と地方創生への貢献が当社のESG、SDGsである。

・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、1年前倒しで達成できよう。

・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)であるが、今後は地域通貨や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も再び大きく上昇してこよう。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 トラストバンクを軸に、パブリテックが急拡大
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 急成長を継続しよう
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9月15日) 9520円 時価総額 3003億円 (31.54百万株)
PBR 35.8倍 ROE 20.4% PER 193.5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
2014.9	711	74	74	43	2.1	0
2015.9	1400	134	137	82	3.9	0
2016.9	1550	186	175	118	5.3	0
2017.9	1980	331	325	229	9.0	0
2018.9	2604	513	513	343	12.9	0
2019.9	7054	1081	959	378	13.1	0
2020.9(予)	11500	3800	3700	1550	49.2	0
2021.9(予)	17000	6500	6500	4000	119.5	0
2022.9(予)	20000	8000	8000	5000	149.4	0

(2020.6ベース)

総資産 14979百万円 純資産 8375百万円 自己資本比率 46.8%

BPS 266.0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1:2、2020年8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)。2020年10月にトラストバンクの100%子会社のために99.2万株の新株を発行予定。

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、日本企業の実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。ヒトや組織の実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たので、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つ。

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、ネクストラリ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キスパート 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 3Q
NEW-ITトランスフォーメーション				
売上高	1980	2447	2742	2143
利益	—	790	786	449
投資事業				
売上高	—	157	450	0
利益	—	76	228	-15
パブリテック				
売上高	—	—	3867	6623
利益	—	—	875	3648
調整額	—	-352	-868	-796
合計				
売上高	1980	2604	7054	8762
営業利益	331	513	1081	3286

(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-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、ビッグ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-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。問い合わ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。今や人手は足りない。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ぬ。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 ユニートを立ち上げた。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。

日本の会計基準では、評価益は P/L には反映されない。B/S 上で評価益は主に純資産の中で「その他有価証券差額金」として表示される。事業投資は本業であるから、実現したキャピタルゲインはセグメントの営業利益に入ってくる。これがもし、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。

ESG も本格化

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

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。

マに取り組んでいる。

E(環境)では、電力の地産地消、再生可能電力の寄付による流通に向けて、「えねちよ」による寄付を図っていく。

S(社会)との関わりでは、地域社会の課題解決に向けて、寄付によるクラウドファンディングを行っている。沖縄の首里城再建支援、地震・豪雨などの災害支援寄付など、これまでの寄付総額は79億円を突破している。

G(統治)では、コーポレートガバナンスコードに関して、これまで時期尚早と Explain(説明)していた項目について、今期中に Comply(実行)していく。①英文開示、②後継者選任基準、③業績連動報酬、④取締役会の実効性評価などである。

現在、外人持株比率は12%である。時価総額1000億円を超えてから海外投資家とミーティングが急増している。時価総額が一気に2000億円を超えてきた。株主構成も、役員持株比率は別にして、個人、国内機関投資家、海外機関投資家で3分の1ずつを目指していく。そのためには、ESGのあるべき姿を織り込んだビジネスモデルが求められる。マネジメントは、ここもスピード感を持って実践していく方針である。

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。大企業の意味決定の遅さを当社がサポー

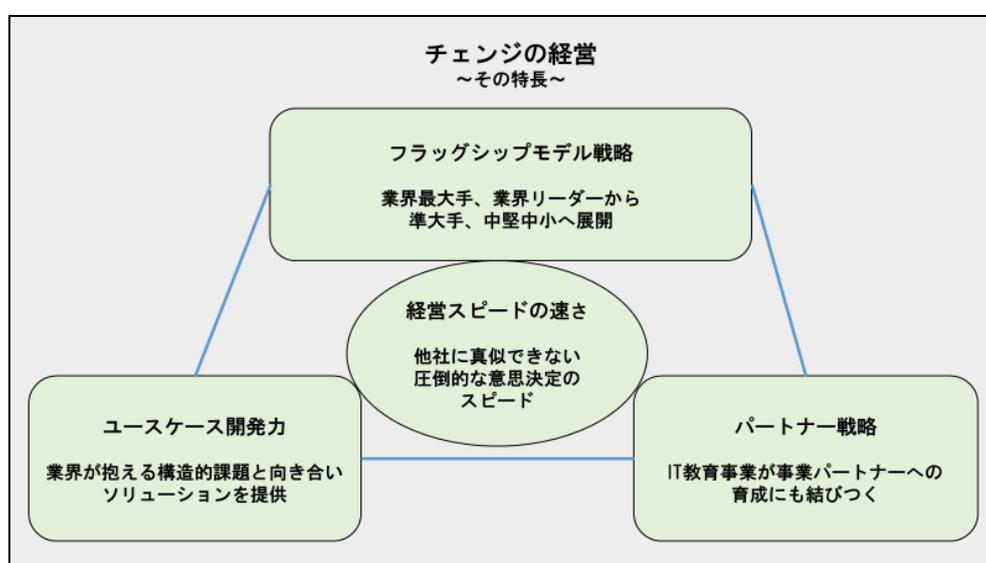
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

とし、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。



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。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

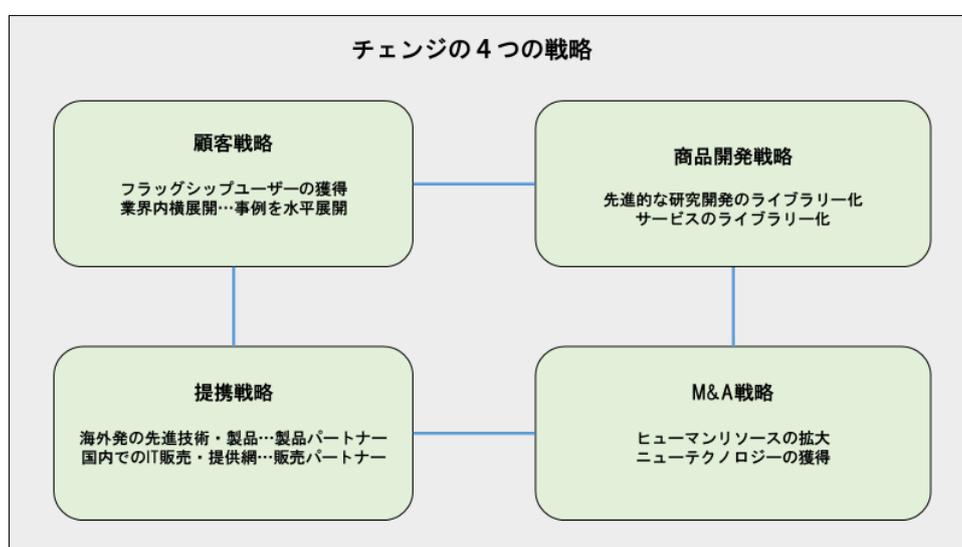
事業の発展過程では、福留社長と伊藤副社長が新規事業を立ち上げて、それを執行役員が大きくしてきた。当社の発展の原動力は、1) 人材の育成と、2) 技術の活用にある。

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。

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、ビッグデータ (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。

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) データアナリティ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。どこでも働けるようにした。社内のいる時と同じようなIT環境をしっかりと作った。

多くの企業では、セキュリティの制約が強くなるので、社外では、社内にいる時と同じ

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。

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。

・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ため、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かしている。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 トラストバンクを軸に、パブリテックが急拡大

トラストバンク (TB) の100%子会社化～もう一段の飛躍へ

8月にトラストバンク (TB) を100%子会社化することを決定した。連結業績の純利益には2020年10月より反映している。今期は従来のものであるが、来2021年9月期にはフルに反映してくる。これまで70%の持分であったが、それが100%へアップする。EPSに及ぼす効果は大きい。

TBは2018年11月に買収し、持分を60%とした。2019年8月に追加出資でこれを70%に上げていたが、今回100%とした。

完全子会社化したことで、グループの一体経営が一段とやりやすくなる。チェンジグルー

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。

プの一事業部門として、意思決定のスピードを上げ、本体の優秀な人材を必要に応じて投入しやすくなる。ふるさと納税以外のパブリックビジネスが一段と加速することになる。管理部門の効率化を図ることもできる。

当初の60%所有の時は、TBの企業価値を80億円と算定して、その60%(48億円)をキャッシュで買収した。今回算定したTBの企業価値は300億円、その30%(90億円)をチェンジの上場株と株式交換する。

トラストバンクの少数株主(創業時の株主)は、チェンジ株99.2万株を受け取る。新株発行の株式数が99.2万株で、これは全体の6.3%に相当する。この分の希薄化(ダイリューション)がおきるが、企業価値の実質的向上からみて全く問題ない。

チェンジ1株を9000円と評価して株式交換されるが、その後の株価は14000円前後(分割前ベース)に上昇したので、その時点でみれば、チェンジの株主、TBの少数株主の双方にとってプラスに働いている。

TBの株式を現金で買収(60%)した時は、のれん代(商標権を含む)が46億円発生し、これを10年間で償却していくが、この分は有税となっている。今回の株式交換は、チェンジの株式6.3%活用しただけで、バランスシート上ののれん代などは発生しない。TBの既存株主もチェンジの株主となって、企業価値向上と一緒に取り組んでいく。まさに、win-winの100%子会社化と高く評価できる。

トラストバンクは「ふるさとチョイス」を企画・運営

トラストバンク(TRUSTBANK)は、ふるさと納税の取り扱い規模で圧倒的No.1である。寄付金額ベースでシェア4割強を有する。当社のサイトのおかげで、ふるさと納税に関わるサービスが一元的に使えるようになり、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、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。

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。

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省け、時間もかからなくなる。

TBのNEW-IT～パブリテックの展開

チェンジは、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。

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った。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

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。

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ふねらいである。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、地域経済を上手く回すには、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も、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。

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 に足りないのは、システム開発のエンジニアであった。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る。TB の LoGo チャットは香川県にあるパワリコのデータセンターの STNeT を使っている。

TB のマネジメント

チェンジ本体と TB のマネジメントは、今のところ別々に運営されている。ただ、TB は従来のふるさと納税ビジネスから広義のパブリテックに舵を切っており、ふるさと納税以外のパブリテック事業も大きな伸びが見込める。グループ経営の強化、マネジメント体制の深化も一段と図られることになろう。

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、自立した地域作るためである。

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。

また、ふるさと納税以外にも、1) 自治体ポイントが利用できる「めいぶつチョイス」(EC事業)、2) 地域内のお金を循環させる「地域通貨事業」、3) 自治体の仕事の効率化を支援し、住民サービスの付加価値を高めるパブリテック事業 (LoGo チャット)、4) エネルギーの地産地消を推進する「エネルギー事業」(えねちよ)、5) 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。

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

新型コロナウイルスの影響

新型コロナウイルスの影響については、1) プラス面として、地域経済におけるコロナ対策への支援によってパブリテック事業が大きく伸びている。2) マイナス面としては、デジタル人材の育成事業で、集合研修が中止・延期となって落ち込んだ。現在はオンラインに切り替えて挽回しつつある。3) また、DX投資の抑制が、運輸、小売り、製造業において大きく出た。ここも、公共、金融、情報通信にシフトして、顧客を見直している。トータルでは、プラスの効果が圧倒的に大きかったので、ピーク利益の更新を順調に続けている。

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行く、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、という動きをみせた。その後、M&Aは再び検討に入っている。

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。また、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。

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

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。

を切り替えて、成長カーブを前倒しで実現できるようにした。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。

テレワーク環境のDX化

テレワーク環境のDX化では、第一波から気づきをベースに、第二波への備えをワンストップで提供するサービスを整えた。

第一波の気づきでは、1) テレワークができない仕事、2) 端末の配備、3) セキュリティの不備、4) 自己アクセスの速度などが課題となった。

そこで、第二波へのラインアップとして、①Box+Zoom+direct などによるUIの向上、②ブラックベリー+Awinguによるセキュアなリモートアクセス。③WorkSpaceによるデジタル著作権の保護。④非接触サービスや丸ごとサポートを用意した。

また、テレワークに生産性測定に向けたデータ解析サービスを開始した。商工リサーチによると、テレワークは全国1.8万社の企業の56%、大企業の83%で実施されているが、その実績をどのように評価するかが課題となっている。

当社は、既に実績のあるビックデータ解析サービスをテレワークに応用し、情報通信業界に向けたサービスを開始した。従来小売業の店舗型ビジネスを対象としていた生産性測定をテレワークの他業界に応用していく。成果の測定や生産性の評価に利用して、一人ひとりの働きを見える化していく。

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。

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。

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。

集合からオンラインへ～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。

デジタル人材の育成では、集合研修からオンライン研修一気にシフトしている。「はじめて学び5Gの基礎」、「DX人材育成コンサルティングパッケージ」などEラーニングによるコンテンツを充実させている。

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

ここに来て、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。

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。

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 チャットの効果と課金化に向けて

LoGo チャットは4月に261件、15.7万ライセンスであったものが、コロナショックを経て、7月には446件、24万ライセンスまで増加した。今は件数を増やすことに主眼をおかず。いかに質をよく使ってもらうかに力をいれている。

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。

TB の6月のサーベイによると、自治体1300名のアンケートに基づいて、①1人当たり1日25分・年間98時間の業務削減、②報告や日程調整の時間の2割削減、③1人当たり年間480枚（約4000円）のペーパーレス化が図れるという結果が出ている。

実際、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。全国1560自治体、自治体の職員92万人に向けてさらに広がりが期待される。

LoGo チャットは、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400

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。

円/月、25万アカウントとすれば、年商10億円を超えてこよう。2021年4月より課金化を開始する予定である。

Logo フォームの活用

LoGo フォームも3月にスタートして、8月には71自治体で使われるようになった。LoGo フォームの活用では、8月に石川県の加賀市で、ハンコに頼らない電子申請を全国初でスタートさせた。これは、対面、紙、ハンコに頼らず、マイナンバーカードによる個人認証で、行政手続きをオンラインで完結する。いつでも、どこでも、スマホから行政サービスを申請できる。LoGo フォーム電子申請として大いに注目できよう。

浜松市では10万円給付金の振込データ作成業務の効率化に利用した。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った。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った。

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している。

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。

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。8月からスタートしている。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

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。

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、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。

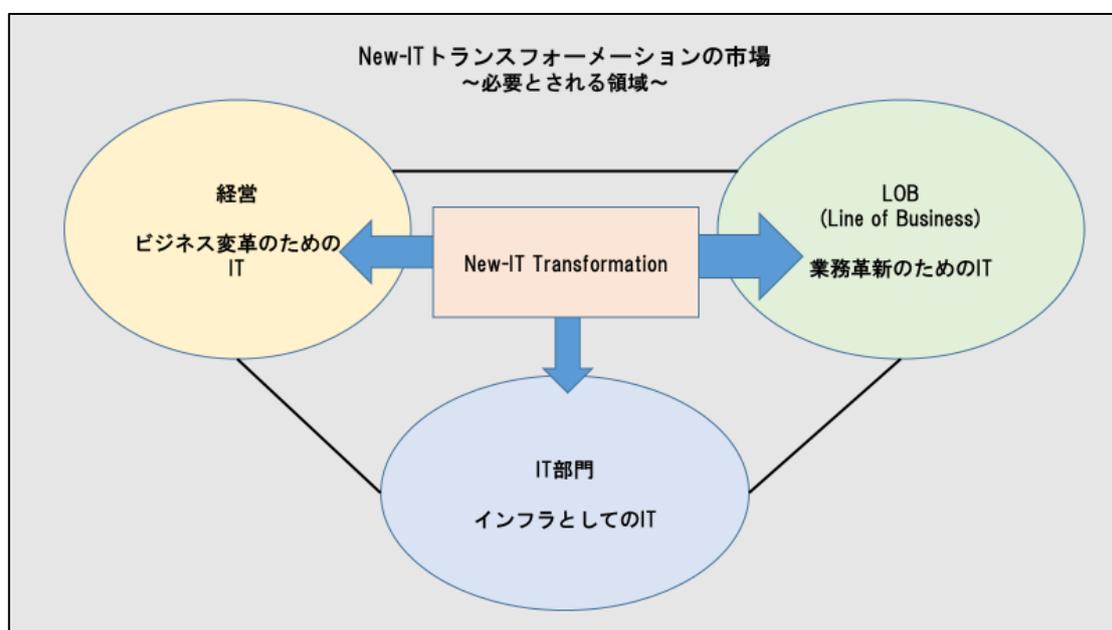
New-IT トランスフォーメーションの市場

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。

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。

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、パブリック事業）の拡大を図る。

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。

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

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。

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	<ul style="list-style-type: none"> ・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卷 	
	2. 顧客単価アップ戦略	<ul style="list-style-type: none"> ・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	<ul style="list-style-type: none"> ・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	<ul style="list-style-type: none"> ・めいぶつチョイス ・自治体ポイント 	
評価指標		[2019.9期]	[2022.9期]
	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%

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%を割り込んだが、今は40%超に戻っている。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%までサービスの高付加価値に見合せて上げていく。

中計の達成に向けた戦略としては、①フラッグシ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、

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。

⑤顧客の多様な部署への直接提案による顧客単価アップ、⑥サービスの高付加価値化とટે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。

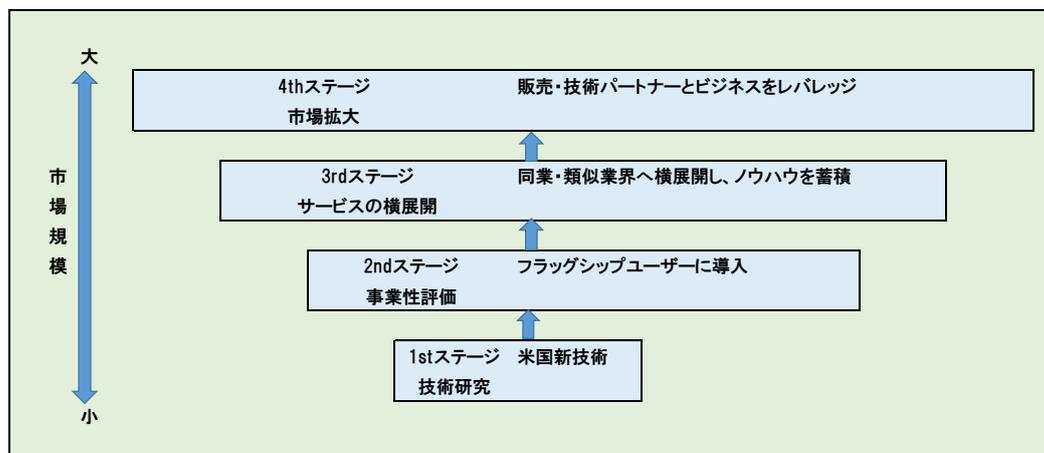
提携戦略とIT技術の導入

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。

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。

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～ビービット社と連携

2020年9月期の3Qに、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）こそがカギを握る。

ビービット社は、日本、上海、台湾にてこうしたコンサルを行ってきたが、ここに来て、日本の大企業に本格的なプラットフォームサービスを行うことにした。今回のファイナンスは経営共創基盤のリード役にすが、チェンジの福留社長はビービット社の遠藤社長を20年来よく知っており、チェンジとしても連携を組むことにした。

チェンジは、大企業のNew-ITトランスフォーメーション（いわゆるDX）のコンサルをビジネスとするが、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。いずれ上場すればキャピタルゲインも得られるが、本業における連携効果を主眼にしている。

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じ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No.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

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こうとしている。間もなく IPO される予定である。

ヘッドウォータースとの資本・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、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「AOS SMS」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
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	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
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

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

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。

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（マシンラーニング、ディープラーニング）を得意とする会社である。GAUSSとの協業によって予測・画像認識、自然言語処理・音声解析などの分野でユースケースの開発を目指している。

産業ドローンの本格的な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・設備案件、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ティ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）の資格取得に加えて、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）の認定も増加している。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。

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。

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、機材についての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ため、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。これも月額課金型の利用方式をとる。

・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、個人のもので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ックの推進において、こうした活用にあ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、

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

2019年度（2019年4月～2020年3月）のふるさと納税の受入額は4875億円（前年度比-4.9%）となった。受入件数は23345件（同+0.5%）であった。これは、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ことによる。

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年度は新しい制度のもとで、順調に推移しているとみられるので、2020年10～12月がカギであるが、寄付額は2桁の伸びが見込めよう。

ふるさと納税の寄附

（億円、万件、万人）

	寄附金受入額	受入件数	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
2020.3	4875	2333	406

（注）適用者は住民税控除適用者

寄付の中身～社会貢献も含めて

ふるさとチョイスでは、7月の豪雨に対するふるさと納税の寄付金がかかり集まった。被災地以外の自治体が寄付の代行業務を担う「代理寄付」も機能した。こうした寄付に返礼品はない。もちろんTBも手数料をとらない。こうした活動がしっかり根付いている。

また、コロナ給付金のプラットフォームも提供している。コロナ給付金寄付実行委員会（公益財団法人パブリックソース財団、ヤフー、TB）は、「コロナ給付金寄付プロジェクト」

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

を実行し、寄付金を募集したが、その寄付金の助成先として、企業、団体、個人を選び応援している。医療、福祉、教育子供、文化芸術スポーツ、中小企業などである。

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、総額としては5000億円を下回ったが、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。

今後3年間については、5000億円を上回る需要が想定されるが、6000億円の取扱額で平均テイクレート5%とすれば、シェア5割として、150億円の収入が入ることになる。

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、この点は十分わか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%となる。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、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る。

パブリック事業の広がり～公共フィンテックへの展開

パブリ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。公金の決済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、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	2019.9	2020.6
流動資産	1238	2103	5774	9732
現預金	978	1055	3814	6796
売掛金	230	478	1526	2426
営業投資有価証券	—	500	136	365
固定資産	190	165	5101	5230
有形固定資産	49	54	211	201
無形固定資産	45	27	4593	4764
のれん	—	—	3318	3214
投資その他	96	83	296	264
資産合計	1429	2268	10898	14979
流動負債	282	493	1574	3613
買掛金	52	90	242	109
短期借入金	38	45	392	380
未払金	34	55	154	1108
固定負債	58	118	3055	2989
長期借入金	39	93	2611	2326
純資産	1088	1655	6267	8375
有利子負債	77	139	3003	2856
有利子負債比率	5.4	6.1	27.6	19.1
自己資本比率	75.9	72.8	50.9	46.8

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、一時株価はかなり下げた。希薄化(ダイリューション)を

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

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 2019 年 9 月期 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

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

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。

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) への移行

IFRS への移行は、2020 年 9 月期に適用して、来期からは IFRS ベースの決算となる予定である。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) される。短期所有の有価証券 (営業投資有価証券) も時価評価され、その損失が P/L に反映されるなどの変化が出よう。

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) に関して、年間 4.6 億円 (10 年間) の償却が発生している。この分が営業利益に反映される。

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。間もなくヘッドウォーターズが IPO してくる。

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
売上高販管费率	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 急成長を持続しよう

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 +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。

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。

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%)とかなり改善した。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ティ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	—	790	786
投資事業			
売上高	—	157	450
利益	—	76	228
パブリテック			
売上高	—	—	3867
利益	—	—	875
調整額	—	-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、業績は大幅に伸びた。TBの売上、営業利益が10か月分入った。

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。

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。

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である。

IPOアクセラレーターでは主要なところで8社に投資していたが、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%)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	2577	676		

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。

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（エクサアース）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しない。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。

3Qのセグメント業績

(百万円)

	2019.9 3Q		2020.9 3Q	
NEW-ITトランスフォーメーション				
売上高	1994		2143	
利益		583		449
投資事業				
売上高	359		0	
利益		230		-15
パブリック				
売上高	2980		6623	
利益		603		3648
調整額	-4	-610	-4	-796
合計				
売上高	5329		8762	
利益		807		3286

(注) 利益の調整額は全社費用

2020年9月期の3Q累計は大幅増益となった

当社は、3Qの決算公表に関して、6月末の決算数値がまとまった7月末に速報値を発表し、正式な決算は8月中旬に公表した。4Qの本決算についても同じようなパターンで早めに実績を示すことになろう。

今3Qについては、パブリック事業において、①ふるさとチョイスの寄付額が増加、②手数料率の向上が相まって、利益拡大した。

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。

3Q の業績は売上高 8762 百万円（前年同期比+64.4%）、営業利益 3286 百万円（同+306.8%）。経常利益 3296 百万円（同+377.5%）、純利益 1412 百万円（同+418.8%）と大幅に拡大した。

New-IT 事業は 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り、納期もずれ込んだ。

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。

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	731	186		
	投資事業	0	-5	0	-5	0	-5		
	パブリテック	3893	2735	879	126	1851	787		
	調整		-275		-230		-291		
	合計	4512	2570	1673	40	2577	676		

通期はさらに増額となろう

通期の会社計画は増額修正されたが、売上高 11000 百万円（同+55.9%）、営業利益 3400 百万円（同+214.3%）、経常利益 3405 百万円（同+254.7%）、純利益 1421 百万円（同+276.6%）ととどまる。4Q だけみると、極めて慎重な見方をとっている。これは、実績をベースに固めにみるといういつもの姿勢である。

コロナの影響もあり、一部 9 月までに終わらず、来期にズレ込むプロジェクトも出てこよう。TB の人員はこの 3 か月で倍増させている。事業の拡大を急ピッチで進めている。それを踏まえても、4Q も順調な業績が見込めるので、会社計画は上回ろう。

100%子会社化のインパクト

TB の 100%子会社の EPS へのインパクトとして、会社側では、仮に 2020 年 9 月期の決算

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

に当てはめたら（実際は2021年9月期から実施）、会社公表のEPS90.2円がTBの残りの持分30%が加わることによって124.4円へ(+37.8%)増えるとみている。株価にはすでに織り込み済みであるが、EPSが増えることは通常そのまま株価にインパクトする。

セグメント別業績予想

(百万円)

	2018.9		2019.9		2020.9(予)		2021.9(予)		2022.9(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	2447	790	2742	786	3000	700	4000	1000	5000	1500
投資事業	157	76	450	288	0	-20	200	100	200	100
パブリテック事業	—	—	3867	875	8500	4300	12800	7000	14800	8400
全社費用(一般管理費)		-352		-868		-1180		-1600		-2000
合計	2604	513	7054	1081	11500	3800	17000	6500	20000	8000

(注)利益はセグメント利益。—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TBは2019.9期2Qより連結。

戦略の切り替えが奏功

戦略の切り換えでは、1) サービスのデジタル化、オンライン化による人材育成、DX 支援はすでに実行しており、来期には一段と効果を上げてこよう。2) 顧客ポートフォリオの入れ替えでは、コロナショックで業績の厳しい運輸、小売、商業、グローバル製造業から、公共、金融、情報・通信にシフトしている。この切り換えも素早い。

パブリテック事業では、1) ふるさと納税の料率(テイクレート)のアップが2021年9月期はフル寄与するのに加えて、寄付総額も2桁で伸びている。ここが大きく貢献しよう。2) LoGo チャットや LoGo フォームなどのふるさと納税以外のパブリテック事業が伸びている。LoGo チャットは2021年4月より課金も始まるので、サブスク型ビジネスとして立ち上がってこよう。

中計の進捗～1年前倒しで達成

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、これは今期で上回ってこよう。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。

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

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。

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顧客ポートフォリオの入れ替えでやや足踏みしたが、順次拡大してこよう。DXを広範に展開できるようになっている。

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。

次の中計は来期に検討

今の中期計画は1年前倒しで達成するペースである。よって、2021年9月期は修正ベースの目標を出す。その後については、2022年9月期～2024年9月期の3カ年計画を2021年9月期中に、公表する方向である。

M&Aについては、常に検討しているが、3月頃に検討していた案件はコロナショックで一旦ストップした。現在は、新たな方針のもとでM&Aにも積極的に取り組んでいる。

次の中長期計画を見据えると、今後5年で売上高500億円、営業利益200億円というのが1つにターゲットになろう。そうすると、時価総額5000億円が見えてこよう。内部成長で売上高400億円は十分狙えるので、この間にM&Aによってどのような投資を行うのかに注目したい。カギはDXで日本のリーダーを目指すというイノベーションへの布石である。

ふるさと納税は、現在市場が5000億円であるが。健全に発展させることができれば、1～2兆円に持っていくことは十分できよう。業界のリーダーである当社の運営力にかかっている。大義として地方創生に真に資するかどうかである。これが貫かれるならば、マーケットは大きく広がろう。もし1兆円になるならば、この事業だけで150～200億円のセグメント利益を出すことができよう。

パブリック事業の中のふるさと納税以外のビジネスは、現在売上高の10%前後である。これを4～5年で50億円、利益率30～40%に持っていくのが1つの目標であろう。

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。

業績予想

(百万円、%)

	2017.9	2018.9	2019.9	2020.9(予)	2021.9(予)	2022.9(予)
売上高	1980	2604	7054	11500	17000	20000
原価	1183	1591	2643	3600	4900	5500
売上高原価率	59.8	61.1	37.5	31.3	28.7	27.5
粗利益	796	1013	4410	7900	12100	14500
売上高粗利益率	40.2	38.9	62.5	68.7	71.1	72.5
販管費	465	499	3329	4100	5600	6500
売上高販管費率	23.5	19.2	47.2	35.7	32.9	32.5
営業利益	331	513	1081	3800	6500	8000
売上高営業利益率	16.7	19.7	15.3	33.0	38.2	40.0
経常利益	325	513	959	3700	6500	8000
純利益	229	343	378	1550	4000	5000

(注) 2018.9期までは単体、2019.9期より連結(日本基準)、2021.9期よりIFRS(国際会計基準)へ移行予定。

今後の収益性～営業利益率 40%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30%で、営業利益率40%になるというのが基本形であると予想する。実際、売上高営業利益率については、35～40%を安定して出す方向にもっていけよう。

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約10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

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

人体制となっている。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）プロジェクトなどに力を入れて、信認を高めている。GCFプロジェクト数は、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。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高成長路線に復帰しよう。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きいに期待できよう。

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1:6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上げ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、営業利益で200億円を目指すというのが次の中長期的目標となろう。

パブリテックの新分野50億円は視野にある。New-ITがこのレベルを目指すには、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30%台へ向上させ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）

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。

株主重視の姿勢～新しい IR

3Qの決算発表日(8/12)の夜、19:00より株主・投資家説明会をZoomで行った。21:30まで2時間半という長さである。個人株主・投資家のチャットに基本的に全て答えるという福留社長の熱意は素晴らしい。約100件の質問に丁寧に答えた。100本ノックである。これは高く評価できよう。

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。

株式分割の考え方

8月末で1:2の株式分割を行った。東証では投資家が少額で単位株を取得できるように方針を出しているが、これをベースにすると、100株で50万円なら5000円となる。会社サイドとしては分割後に安定的に5000円以上を確保できるなら、今後とも流動性の向上も含めて株式分割を検討していく方針である。株価10000~15000円が定着したなら、その局面で1:2の分割が行われよう。

成長スピードに着目

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。常に大型M&Aを検討しているので、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。分割後の株主優待は、400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、2000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、400株で1500ポイントなので、1株3.75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(9/15)で見ると、PBR 35.8倍、ROE 20.4%(来期ベースで38.6%)、PER 193.5倍(同79.7倍)である。TB(トラストバンク)とのシナジーがはっきりしてきたので、成長期待はより高まっている。

チェンジの新しいビジネスモデルは、さらに進化する。営業利益200億円が見えてくれば、時価総額5000億円が視野に入ろう。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。