

ホリスティック企業レポート

ベネフィット・ワン

2412 東証二部

アップデート・レポート
2015年1月16日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20150113

ベネフィット・ワン(2412 東証二部)

発行日: 2015/1/16

**15年3月期上期決算はパーソナル事業の伸長等により増収増益
新規事業強化やグローバル展開により高成長の維持と収益の多角化を目指す**

> 要旨

アナリスト: 柴田 郁夫
+81 (0) 3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

◆ 福利厚生代行サービスで業界トップの会員数

- ・ベネフィット・ワン(以下、同社)は、パソナグループの連結子会社として、同グループのアウトソーシング事業の中核を担っている。主力の福利厚生事業の会員数は業界トップである。
- ・福利厚生事業を軸にインセンティブ事業やパーソナル事業、ヘルスケア事業にも注力することで収益の多角化を図っている。

◆ 15年3月期上期決算は増収増益

- ・15/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高9,932百万円(前年同期比5.3%増)、営業利益1,237百万円(同20.7%増)であった。
- ・福利厚生事業が堅調に推移したことやパーソナル事業及びインセンティブ事業の伸長が増収に寄与した。一方、利益面では、福利厚生事業における補助金支出の減少により計画を上回る増益となった。

◆ 15年3月期も増収増益を見込む

- ・15/3期業績予想について同社は、売上高23,500百万円(前期比15.4%増)、営業利益3,620百万円(同14.2%増)の期初予想を据え置いたものの、達成には相当の努力が必要としている。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、15/3期上期実績等を踏まえ、前回レポート(14年6月発行)の業績予想を見直した。売上高予想を引き下げる一方、利益予想を引き上げた。修正後の15/3期業績予想は、売上高22,730百万円(前期比11.7%増)、営業利益3,600百万円(同13.6%増)である。

◆ 中期業績予想

- ・当センターでは、15/3期業績予想の修正等を踏まえ、前回レポートの中期業績予想も見直した。17/3期までの平均成長率は売上高が年率12.4%、営業利益が同14.8%と予想している。
- ・需要拡大の見込めるインセンティブ事業とパーソナル事業のほか、福利厚生事業との相乗効果が期待されるヘルスケア事業が同社の中期的な成長を牽引するという見方に変更はない。

【2412 ベネフィット・ワン 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/3	14,959	-	2,471	-	2,512	-	1,447	-	32.8	218.3	15.0
2013/3	17,610	17.7	2,731	10.5	2,714	8.0	1,623	12.2	38.1	225.5	17.5
2014/3	20,356	15.6	3,169	16.0	3,145	15.9	1,892	16.5	46.2	255.5	21.0
2015/3 CE	23,500	15.4	3,620	14.2	3,600	14.4	2,250	18.9	54.9	-	21.0
2015/3 E	22,730	11.7	3,600	13.6	3,600	14.5	2,200	16.3	53.7	292.5	21.0
2016/3 E	25,700	13.1	4,100	13.9	4,100	13.9	2,500	13.6	61.0	332.5	25.0
2017/3 E	28,900	12.5	4,800	17.1	4,800	17.1	2,900	16.0	70.8	380.8	27.5

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想。2012/3期は連結決算移行で前期比なし。2013年9月26日に株式分割(1:200)を実施

【主要指標】

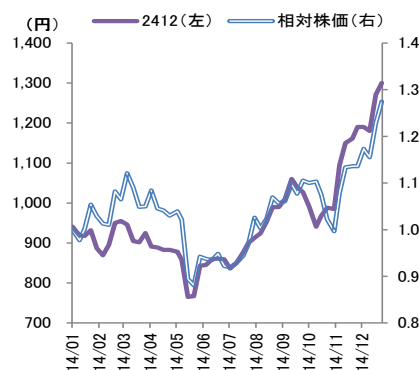
	2015/1/9
株価(円)	1,268
発行済株式数(株)	45,144,000
時価総額(百万円)	57,243

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	27.4	23.6	20.8
PBR(倍)	5.0	4.3	3.8
配当利回り(%)	1.7	1.7	2.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-2.5	28.3	36.1
対TOPIX(%)	-0.6	24.0	20.3

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2014/1/10

アップデート・レポート

2/18

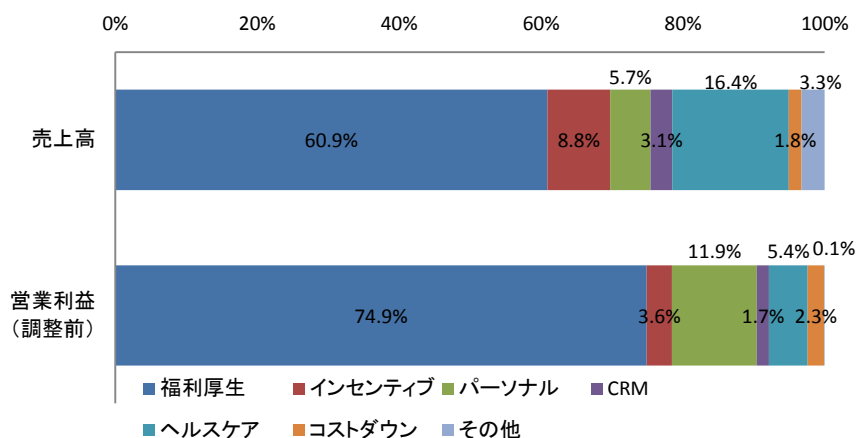
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

◆ 福利厚生代行サービスで業界トップの会員数

ベネフィット・ワン（以下、同社）は、人材ビジネス等を展開するパソナグループ（2168 東証一部）の連結子会社で、同グループのアウトソーシングサービスの中核を担っている。法人向け福利厚生代行サービスを基盤として、ユーザー課金型の会員制サービスを各種展開しており、総会員数は業界トップの 622 万人（内、福利厚生会員数 352 万人）を誇っている（14 年 9 月末現在）。

【 図表 1 】 事業別売上高及び営業利益の構成 (14/3 期実績)



(出所) ベネフィット・ワン決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

事業セグメントは、「会員制サービス事業」の単一事業であるが、その内訳として「福利厚生事業」、「インセンティブ事業」、「パーソナル事業」、「CRM（カスタマー・リレーションシップ・マネジメント）事業」、「ヘルスケア事業」、「コストダウン事業」、「BTM（ビジネス・トラベル・マネジメント）事業」、「旅行事業」のサブセグメントに分類される。このうち、主力の福利厚生事業は全売上高の 60.9%、営業利益（本部勘定調整前）の 74.9%を占める（14/3 期実績）。

連結子会社には、12 年 3 月に買収したユニマツソリューションズ（現ベネフィットワンソリューションズ）と、同年 5 月に買収した保健教育センター（現ベネフィットワン・ヘルスケア）のほか、12 年 5 月に設立した Benefit One Shanghai Inc.（以下、ベネフィット・ワン上海）、13 年 10 月にアジア統括を目的にシンガポールに設立した Benefit One Asia Pte. Ltd.（以下、ベネフィット・ワン アジア）の合計 4 社が存在する（14 年 9 月末現在）。この他同社グループには、14 年 2 月に現地企業とベネフィット・ワン アジアの合弁で台湾に設立した持分法適用関連会社の中華ベネフィット・ワン、ベネフィット・ワン アジアが出資するタイ及びインドネシアの関係会社（非連結）がある。

【 図表 2 】 各事業の概要

福利厚生	企業の従業員向けに多様なニーズに対応する福利厚生のアウトソーシングサービス
インセンティブ	多彩なポイント交換アイテムを通じたロイヤリティ・モチベーション向上支援サービス
CRM	クライアントの顧客に向けた顧客満足度向上・ロイヤリティアップのための支援サービス 会員企業の顧客(個人会員)は無料で同社サービスを利用できる
パーソナル	クライアントの顧客向けに取引先と協働で展開する個人顧客向けサービス 任意加入した個人会員は、自料金負担することで同社サービスを利用できる
ヘルスケア	健診予約代行から特定保健指導の実施に至るまでのワンストップサービス
コストダウン	通信費や出張旅費の精算代行など管理部門系業務のアウトソーシングサービス
BTM	経費削減、業務効率化、コンプライアンス強化を目的とした出張支援サービス
旅行	社員旅行やイベントの企画運営など、各種旅行手配サービス
海外	インセンティブ事業を主として6ヶ国で事業展開(連結子会社2社、持分法適用関連会社1社)

(出所) ベネフィット・ワン決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 事業ポートフォリオ拡充により収益源の多角化を図る

同社の目指す方向性は、サービスに対する顧客の割引ニーズ(需要)とサービス提供企業の集客ニーズ(供給)を、ユーザー課金型の有料インターネットサイトを通してマッチングさせ、新たな「サービス流通」市場を創造することである。同社は、これまで福利厚生事業で培ってきた知的資本(会員やノウハウ等)を基盤として、インセンティブ事業、パーソナル事業、ヘルスケア事業等の育成及びM&Aによる収益の多角化を図っている。

◆ インセンティブ事業を軸に海外展開を目論む

同社は国内需要の伸び悩みに備え、インセンティブ事業を軸とした海外展開を目論んでいる。その一環として12年5月に上海、同年10月には米国(カリフォルニア州)に現地法人を設立した。上海では日系企業に働く中国人、米国では現地の非日系企業の従業員等を対象にして事業拡大に取り組んでいる。

また、13年10月にはアジア統括会社として、シンガポールに伊藤忠商事(8001 東証一部)との合弁会社(ベネフィット・ワン アジア)を設立した。伊藤忠商事の持つ海外ネットワーク等を活かして、インセンティブ事業を中心に展開していく方針である。また、ベネフィット・ワン アジアを通じて、台湾最大の電気通信業者、中華電信とも合弁会社(中華ベネフィット・ワン)を設立し、14年2月から台湾での営業を開始した。

➤ ビジネスモデル

◆ 会員数拡大による売上成長モデル

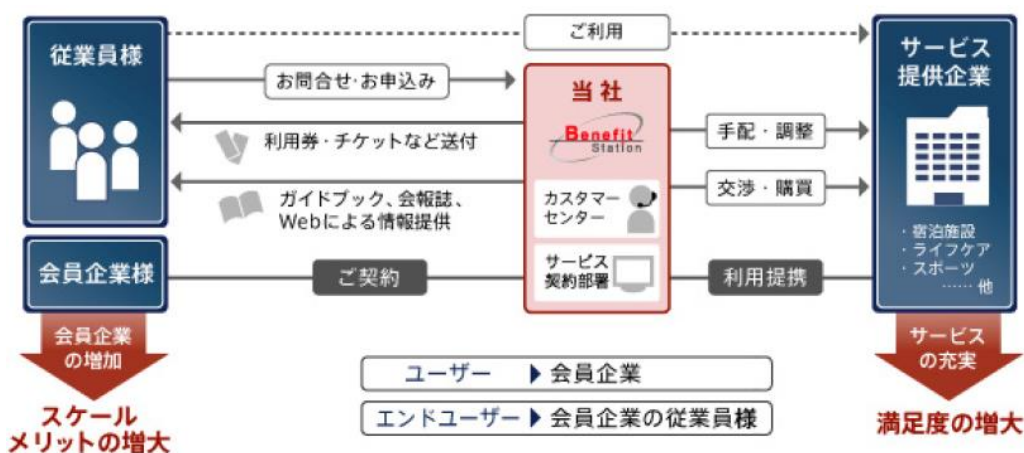
同社のビジネスモデルは、会員数拡大を牽引役とするストック型の売上成長モデルである。その特徴は、法人を通じた会員獲得チャンネルにある。「福利厚生」を軸として会員数を拡大してきたが、「パーソナル」や「CRM」等、他の事業を通じた会員獲得にも注力している。同社が中核と位置付ける「福利厚生」、「インセンティブ」、「CRM」、「パーソナル」、「ヘルスケア」の各事業の概要は以下の通りである。

1) 福利厚生事業

同社の「ベネフィット・ステーション」に加入した顧客企業（取引先）に対して福利厚生代行のパッケージを提供するサービスである。取引先の従業員（個人会員）は、同社が契約するサービス提供企業（宿泊施設やスポーツクラブ、各種学校等）による福利厚生メニューを割引料金で利用することができる。取引先にとっては、福利厚生費の削減や福利厚生制度の充実（豊富なメニュー、割安な利用料金、利用し易さ等）を図ることができるというメリットがある。同社の収入源は、①取引先から支払われる入会金と（従業員数に応じた）月会費、②サービス提供企業から支払われる送客手数料によって構成されるが、①のウェイトが高く、②に依存しないのが特徴である。

一方、原価は、サービス提供企業に支払う利用料金のほか、ガイドブック印刷費、宿泊補助金（利用者に割安な利用料金を保証するために同社が補填する料金部分）等で占められる。そのうち、ガイドブック印刷費や宿泊補助金については、季節要因として4～9月期（以下、上期）に集中する傾向があり、それが上期と下期の原価率の差となっている。

【図表3】福利厚生事業の概要

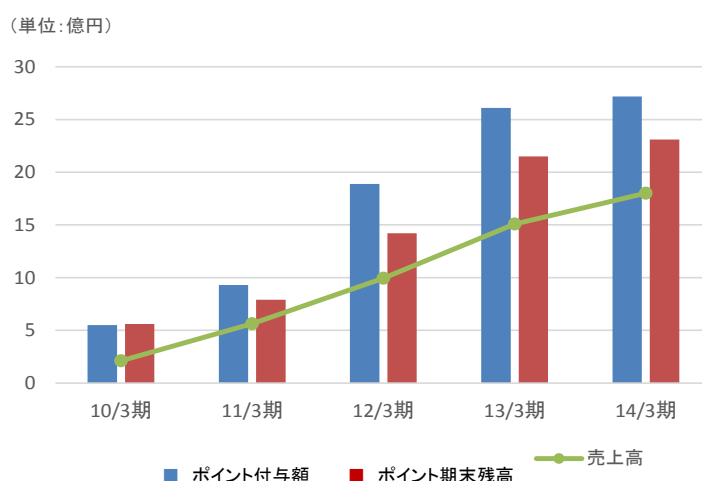


(出所) ベネフィット・ワン HP より証券リサーチセンター作成

2) インセンティブ事業

顧客企業（取引先）が従業員のモチベーション向上や定着促進を目的に付与する報奨金等をポイント化して管理及び運営するサービスである。従業員は同社が取引先ごとに構築した Web サイト「インセンティブ・カフェ」を通じてポイントの確認、アイテムの検索、商品もしくはサービスとポイントの交換等を行う。同社は、ポイント付与時取引先からその対価を受け取るが、売上は従業員がポイントの商品もしくはサービスと交換した時に計上されるため、それまでは同社の預かり金となる。同社はポイント付与額及びポイント残高を売上高の先行指標として管理している。

【 図表 4 】 ポイント付与額及び期末残高と売上高の推移



(出所) ベネフィット・ワン決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

3) CRM 事業

顧客企業（取引先）が顧客の囲い込み（顧客満足度向上）等のために行う会員割引サービスであり、取引先の顧客（個人会員）は無料で同社の「ベネフィット・ステーション」（但し、カスタマイズされたもの）を利用できる。なお、同社の収入源は、取引先から支払われる（会員数に応じた）会費であり、現在の会員数は 148 万人となっている（14 年 9 月末現在）。

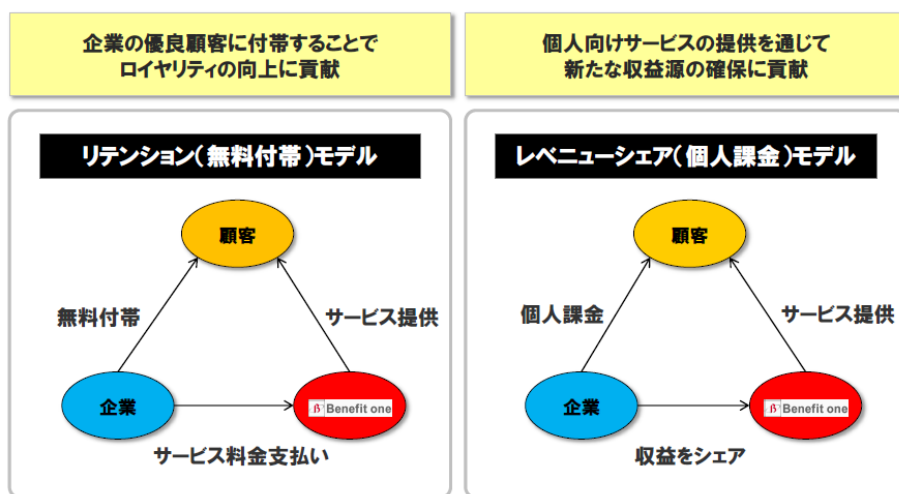
4) パーソナル事業

上記 CRM 事業と同様、顧客企業（取引先）が顧客の囲い込み（顧客満足度向上）等のために行う会員割引サービスであるが、CRM 事業との違いは任意加入した顧客（個人会員）が自ら会費を負担し、同社の「ベネフィット・ステーション」（但し、カスタマイズされたもの）を利用する点にある。なお、同社の収入源は個人会員から支払われる会費であり、同社と取引先との間でシェアされる。現在の会員数は 122 万人となっている（14 年 9 月末現在）。

注1) 08年9月よりスタートした同社のグルメサイトであり、利用者から直接利用料を徴収するところに特徴がある(ユーザー課金型)。今回の機能充実により、飲食店の空席情報をリアルタイムで利用者に提供し、状況に応じたお得なプランを即時発行するサービスが開始された。

また、インターネットによる直販(B to C事業)を強化することにより、「ユーザー課金型のサービスマッチングサイト」の確立に向けて動き出した。14年11月には、具体的な布石として、同社のグルメサイト「食ベタイム」^{注1}の機能充実を図り、個人会員の加入促進にも取り組んでいる。

【図表5】CRM事業(左図)及びパーソナル事業(右図)の体系図



(出所) ベネフィット・ワン事業報告書より証券リサーチセンター作成

5) ヘルスケア事業

企業向けの定期健診アウトソーシング(健診機関の開拓、健診予約及び精算代行、健診データの管理等)の他、メタボ健診(特定健診)が義務化された健康保険組合や共済組合等に対して特定健康審査(いわゆるメタボ健診)のアウトソーシングや特定保健指導などを行っている。また、一般個人向けにも、健診予約、健康管理、メンタルヘルスなどの健康マッチングサイトのオープン化等、B to C事業にも参入している。同社は、福利厚生と特定健診及び特定保険指導のアウトソーサー一本化の動きに対応して、クロスセルによる事業拡大を目論んでいる。

また、「データヘルス計画」^{注2}代行サービスに対する需要拡大を受け、サービスの質を更に高めるため、データ分析に定評のあるデータホライゾン(3628 東証マザーズ)と資本及び業務提携を行った(10月31日に発行済株式の7.03%を総額177百万円で取得)。相互に分析技術やデータベースを補完し合うとともに、関連市場の顧客を共有することで早期のシェア拡大を目指している。

注2) 今年度から厚生労働省により開始されたものであり、全国すべての健康保険組合に対して、健康保険組合加入者の特定健診やレセプト(診療報酬明細書)のデータを分析し、効果的な保健指導や受診勧奨を求めるものである。

> 強み・弱みの分析

注3) ネットワーク外部性とは、会員数が増えるほどプラットフォームの価値が高まり、各会員が享受できる利益が増えること

◆ 業界トップの会員基盤と会員獲得チャンネルに強み

同社は、前述した通り、会員数の拡大が業績を牽引する売上成長モデルである。また、会員数の拡大は、多くのサービス提供会社を誘引することになり、メニューの充実やスケールメリットを活かした利用料金の引き下げなど、更なる会員獲得を有利に展開できるネットワーク外部性^{注3}が働いていると考えられる。従って、業界トップクラスの会員基盤を有することや、福利厚生事業を軸とした法人及び団体経由の会員獲得チャンネルは、サービスマッチングのプラットフォームの価値を高め、他社に対する競争優位性を形成している。なお、同社の推定によれば、東証一部上場企業のうち、アウトソーシングを導入している企業における同社のシェアは44.7%、また、公務団体における同社のシェアでも44.7%を占めている。(14年4月時点)

一方、課題は、足元で復調の兆しが見られるものの、福利厚生事業に依存した収益モデルでは成長性に限界があることである。同社は海外を含め潜在需要の大きなインセンティブ事業やパーソナル事業などプラットフォームの多重的な活用を図ることで、収益の多角化を実現するとともに、会員獲得の間口を広げることにより、プラットフォーム自体の価値を高めていく戦略である。また、予防医療に対する需要が拡大しているヘルスケア事業の強化や海外展開にも取り組んでおり、その進捗にも注目すべきである。

サービス利用率の低さも課題である。福利厚生事業の場合、会費負担者(法人)とサービス利用者(個人)が違うため、利用率の低さだけで解約されることはなかったと考えられるが、利用率の低い水準が続けば費用対効果の観点から解約が進む可能性を否定できない。また、パーソナル事業のようにサービス利用者自ら会費を払うケースが増加していることから、同社はサービスの差別化及び拡充による利用率の向上を目標に掲げている。

【図表6】SWOT分析

強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ・業界トップの会員基盤 ・大企業及び公務団体に対する営業力 ・スケールメリットを活かした価格競争力 ・クロスセルの展開によるシナジー効果
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ・将来的に福利厚生事業の成長性が鈍化する懸念 ・サービス利用率の低さ
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ・福利厚生の外注化ニーズの裾野拡大 ・ヘルスケア市場の拡大 ・海外市場での需要の増加
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ・法人の福利厚生費削減による市場の縮小 ・新規参入、代替品を含めた業界競争の激化

(出所) 証券リサーチセンター

> 決算概要

◆ 15年3月期上期決算の概要

15/3 期上期決算は、売上高 9,932 百万円（前年同期比 5.3%増）、営業利益 1,237 百万円（同 20.7%増）、経常利益 1,237 百万円（同 25.4%増）、純利益 765 百万円（同 35.3%増）と増収増益であった。同社の期初予想に対する達成率では、売上高が 94.6%と計画を下回ったものの、営業利益は 110.5%と計画を上回った。

部門別の売上高では、主力の福利厚生事業が堅調に推移したことに加え、パーソナル事業が新規顧客の獲得等により想定以上に伸ばしたことが増収に寄与した。一方、需要が拡大しているインセンティブ事業は前年同期比で二桁の伸びを確保したものの、意欲的な計画に対しては未達となった。また、ヘルスケア事業は、健診事業の進捗の遅れ等により減収となるとともに計画に対して未達となった。

利益面では、営業体制の強化などにより販管費率が高まったものの、福利厚生事業における宿泊補助金^{注4}の減少等で原価率が低下したことにより、営業利益は計画を上回る増益となった。

主要な事業別の業績は以下の通りである。

福利厚生事業は、売上高 6,418 百万円（前年同期比 4.8%増）、営業利益 916 百万円（同 15.4%増）と増収増益となった。期初予想に対しては、売上高がほぼ計画通りであった一方、営業利益は計画を上回った。民間企業及び官公庁への提案営業に加え、人材確保に苦しみ中堅及び中小企業の開拓に注力した結果、会員数は堅調に増加した。一方、利益面では、天候不順などの影響で宿泊需要が減ったことから同社が負担する補助金支出が減少したことから原価率が低下するとともに、松山オペレーションセンターによる業務効率の改善により営業利益率は 14.3%（前年同期は 13.0%）に上昇した。

インセンティブ事業は、売上高 878 百万円（前年同期比 12.2%増）、営業利益 96 百万円（同 80.7%増）と増収増益となった。期初会社予想に対しては、売上高が計画を下回った一方、営業利益では計画を上回った。前期から積み上がったポイントが堅調に交換に転じたことで増収となったが、想定していた交換率に届かなかったことから売上高は計画に対して未達となった。

また、ポイント付与については、計画には若干及ばなかったものの、既存顧客を中心に堅調に推移した。新規顧客についても、トップセールスやクロスセル、他社との共同提案等の推進により順調に獲得できている模様であり、16/3 期以降の業績に貢献する見通しである。一方、利益面では、仕入強化によるポイント交換差益率^{注5}の向上や退蔵益^{注6}の増加等により営業利益は計画を上回った。

注4) 宿泊施設の利用者に割安な利用料金を保証するために同社が補填する料金部分のことである。

注5) ポイント交換差益とは、ポイント交換アイテムの交換と仕入の価格差により生じる利益のことである。

注6) 退蔵益とは、交換期限を過ぎて失効したポイント（預り金）を収益として計上したものである。

パーソナル事業は、売上高 784 百万円（前年同期比 43.6%増）、営業利益 277 百万円（同 79.7%増）と大幅な増収増益となった。期初予想に対しても、売上高、営業利益ともに計画を上回った。ソフトバンクグループやアパマンショップ FC 店など既存顧客の深耕に加え、重点業界（通信・フィットネス等）への横展開により取引先及び会員数が順調に拡大した。利益面でも、増収効果や経費抑制により大幅な増益となった。

CRM 事業は、売上高 253 百万円（前年同期比 20.3%減）、営業利益 20 百万円（同 23.4%減）と減収減益となった。期初予想に対しては、売上高が計画を下回ったものの、営業利益は計画を上回った（計画では 5 百万円の営業損失）。大型案件の契約終了に伴う影響を富裕層向けサービスによりカバーすることができず、売上高は計画を下回った。一方、利益は減収により減益となったが、予定していた大型減価償却の開始が後倒しとなったことが計画を上回った要因である。

ヘルスケア事業は、売上高 1,082 百万円（前年同期比 11.4%減）、営業損失 16 百万円（前年同期は 18 百万円の黒字）と減収減益となった。同社の期初予想に対しては、売上高、営業利益ともに計画を下回った。データヘルス計画等の新サービスの取り組みなど営業基盤の強化に注力したものの、既存団体における健康診断実施の後倒し等が計画を下回る減収を招いた要因である。利益面でも、減収による利益の圧迫や、営業体制の増強による販管費の増加で営業損失となった。

注7) 中華ベネフィット・ワンは
持分法適用関連会社

今期より海外子会社 3 社（ベネフィット・ワン上海、ベネフィット・ワン アジア、中華ベネフィット・ワン）が連結化^{注7}された海外事業は、売上高 7 百万円（計画では 90 百万円）、営業損失 44 百万円（計画では 32 百万円の営業損失）と売上高、営業利益ともに計画を下回った。中国における契約成立の遅れが未達要因だが、引き合いは増加している模様である。また、台湾における合弁事業（中華ベネフィット・ワン）は、概ね計画通りに推移しているようである。

【 図表 7 】 15 年 3 月期上期決算の概要

(単位：百万円)

	14/3期上期 (実績)		15/3期上期 (実績)		増減		15/3期上期 会社計画		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	9,436		9,932		496	5.3%	10,500		94.6%
福利厚生	6,126	64.9%	6,418	64.6%	292	4.8%	6,480	61.7%	99.0%
インセンティブ	782	8.3%	878	8.8%	96	12.2%	1,124	10.7%	78.1%
パーソナル	546	5.8%	784	7.9%	238	43.6%	685	6.5%	114.4%
CRM	318	3.4%	253	2.5%	-65	-20.3%	303	2.9%	83.6%
ヘルスケア	1,221	12.9%	1,082	10.9%	-140	-11.4%	1,286	12.2%	84.1%
コストダウン	171	1.8%	194	2.0%	23	13.4%	236	2.2%	82.5%
BTM	34	0.4%	40	0.4%	6	16.5%	57	0.5%	70.0%
旅行	21	0.2%	15	0.2%	-6	-28.0%	9	0.1%	169.5%
海外	-	-	7	0.1%	7	-	90	0.9%	7.8%
売上原価	6,142	65.1%	6,176	62.2%	35	0.6%	6,891	65.6%	89.6%
売上総利益	3,294	34.9%	3,755	37.8%	461	14.0%	3,609	34.4%	104.1%
販売費及び一般管理費	2,268	24.0%	2,517	25.4%	249	11.0%	2,489	23.7%	101.2%
営業利益	1,025	10.9%	1,237	12.5%	212	20.7%	1,120	10.7%	110.5%
福利厚生	794	13.0%	916	14.3%	122	15.4%	809	12.5%	113.2%
インセンティブ	53	6.8%	96	10.9%	43	80.7%	88	7.8%	108.8%
パーソナル	154	28.2%	277	35.3%	123	79.7%	195	28.4%	142.3%
CRM	27	8.4%	20	8.1%	-6	-23.4%	-5	-1.8%	-
ヘルスケア	18	1.4%	-16	-1.5%	-33	-	19	1.5%	-
コストダウン	31	17.9%	33	17.1%	3	8.4%	74	31.6%	44.7%
BTM	3	8.0%	-5	-12.1%	-8	-	6	10.8%	-
旅行	-2	-11.0%	4	26.1%	6	-	-3	-32.1%	-
海外	-	-	-44	-	-44	-	-32	-	-
経常利益	986	10.4%	1,237	12.5%	251	25.4%	1,100	10.5%	112.5%
純利益	565	6.0%	765	7.7%	268	35.3%	680	6.5%	112.6%
9月末会員数(万人)	571		622		51				
福利厚生	335		352		17		355		
パーソナル	89		122		33		120		
CRM	147		148		1		非開示		
インセンティブ事業の付与ポイント(億円)と交換率									
前期末繰越	21.5		23.1		1.6		23.1		
上期付与	11.6		15.1		3.6		16.0		
既存	9.8		13.8		4.0		13.0		
新規	1.7		1.4		-0.4		2.9		
9月末付与ポイント累計額	33.0		38.2		5.2		39.0		
交換率	27.2%		27.2%		0.0%		33.5%		

(出所) ベネフィット・ワン決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 業績予想**◆ ベネフィット・ワンによる 15年3月期業績予想**

15/3 期業績予想について同社は、期初会社予想を据え置き、売上高 23,500 百万円(前期比 15.4%増)、営業利益 3,620 百万円(同 14.2%増)、経常利益 3,600 百万円(同 14.4%増)、当期純利益 2,250 百万円(同 18.9%増)と増収増益を見込んでいる。

主力の福利厚生事業が堅調に推移するとともに、インセンティブ事業やパーソナル事業等の新規事業が同社の成長を牽引する前提となっている。但し、現時点で期初予想を据え置いているものの、上期実績等を勘案し、計画達成には相当な努力が必要としている。特に、意欲的な目標を設定していたインセンティブ事業の進捗の遅れなどが計画に対する下振れ要因となる可能性に注意する必要がある。

◆ 証券リサーチセンターによる 15年3月期業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、15/3 期上期実績や足元の状況等を踏まえ、前回レポート(14年6月発行)の15/3 期業績予想を見直した。期初会社予想を下回る水準を想定していた前回予想について、売上高を更に減額修正する一方、利益については増額修正した。但し、修正後の業績予想でも、売上高 22,730 百万円(前期比 11.7%増)、営業利益 3,600 百万円(同 13.6%増)と二桁の増収増益を見込んでいる。

事業別の売上高予想では、上期好調であったパーソナル事業の売上高を増額修正したものの、進捗の遅れがみられるインセンティブ事業や海外事業の売上高を減額修正した結果、売上高全体では減額修正となった。一方、利益予想については、福利厚生事業における宿泊補助金の減少を反映して原価率を引き下げたことから増額修正となった。

主要な事業別売上高予想とその前提は以下の通りである。

福利厚生事業は、売上高 13,100 百万円(前期比 5.7%増)を見込んでいる。上期実績がほぼ計画通りであったことから、前回予想を据え置いた。会員数については、人材不足感から引き合いの強い中堅及び中小企業市場での新規獲得や大型共済組合との取引拡大が進展しており、翌期初会員数は前期比 126 万人増の 473 万人を予想している。

インセンティブ事業は、売上高 2,400 百万円(前期比 33.6%増)を見込んでいる。上期実績に進捗の遅れがみられたことから前回予想を減額修正した。営業体制の増強等によりポイント付与は順調に拡大するものの、伸び悩んでいるポイント交換率の前提を引き下げたことが減額修正の要因となった。

パーソナル事業は、売上高 1,850 百万円（前期比 59.8%増）を見込んでいる。上期実績が計画を上回ったことから増額修正した。下期以降も、重点業界（通信、フィットネス、不動産等）における顧客拡大に加え、月額課金及び対面販売に合致する顧客開拓により、会員数は順調に増加するものと想定している。

CRM 事業は、売上高 600 百万円（前期比 4.9%減）を見込んでいる。上期実績が低調であったものの、ほぼ想定の範囲内であったことから前回予想を据え置いた。なお、会員数については、富裕層向けサービスにより下期での巻き返しを想定している。

ヘルスケア事業は、売上高 3,400 百万円（前期比 1.9%増）を見込んでいる。上期における進捗の遅れは健診事業の下期への後倒しによるものであったことから、前回予想を据え置いた。

海外事業は、売上高 50 百万円（今期から連結化）を見込んでいる。中国での契約成立の遅れを反映して前回予想を減額修正した。

【 図表 8 】 15 年 3 月期の業績予想 (単位：百万円)

	14/3期 実績		15/3期 当センター予想				増減率		15/3期 会社予想	増減率	
	金額	構成比	前回		修正後		修正前	修正後			
			金額	構成比	金額	構成比					
売上高	20,356		23,100		22,730		13.5%	11.7%	23,500	15.4%	
福利厚生	12,399	60.9%	13,100	56.7%	13,100	57.6%	5.7%	5.7%	13,098	55.7%	5.6%
インセンティブ	1,796	8.8%	2,800	12.1%	2,400	10.6%	55.9%	33.6%	3,002	12.8%	67.2%
パーソナル	1,158	5.7%	1,600	6.9%	1,850	8.1%	38.2%	59.8%	1,633	6.9%	41.0%
CRM	631	3.1%	600	2.6%	600	2.6%	-4.9%	-4.9%	785	3.3%	24.5%
ヘルスケア	3,336	16.4%	3,400	14.7%	3,400	15.0%	1.9%	1.9%	3,421	14.6%	2.5%
コストダウン	369	1.8%	500	2.2%	500	2.2%	35.5%	35.5%	519	2.2%	40.5%
BTM	71	0.3%	100	0.4%	100	0.4%	40.8%	40.8%	127	0.5%	78.1%
旅行	29	0.1%	50	0.2%	50	0.2%	72.4%	72.4%	51	0.2%	76.0%
海外事業	-	-	270	1.2%	50	0.2%	-	-	270	1.1%	-
売上原価	12,818	63.0%	14,700	63.6%	14,130	62.2%	14.7%	10.2%	-	-	-
売上総利益	7,538	37.0%	8,400	36.4%	8,600	37.8%	11.4%	14.1%	-	-	-
販売費及び一般管理費	4,368	21.5%	4,900	21.2%	5,000	22.0%	12.2%	14.5%	-	-	-
営業利益	3,169	15.6%	3,500	15.2%	3,600	15.8%	10.4%	13.6%	3,620	15.4%	14.2%
経常利益	3,145	15.4%	3,500	15.2%	3,600	15.8%	11.3%	14.5%	3,600	15.3%	14.4%
純利益	1,892	9.3%	2,100	9.1%	2,200	9.7%	11.0%	16.3%	2,250	9.6%	18.9%

期初会員数(万人)	647	602	602
福利厚生	326	347	347
パーソナル	78	103	103
CRM	243	153	153
翌期初会員数(万人)	602	810	810
福利厚生	347	473	473
パーソナル	103	166	166
CRM	153	171	171

602
347
103
153
810
473
166
171

インセンティブ事業の付与ポイント(単位：億円)と交換率

前期末繰越	21.5	23.1	23.1
付与	27.2	35.0	35.0
既存	22.5	25.0	25.0
新規	4.8	10.0	10.0
付与ポイント累計額	48.7	58.1	58.1
交換率	43.8%	50.0%	48.0%

23.1
41.7
29.7
12.0
64.7
53.6%

(出所) ベネフィット・ワン決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 中期業績予想

◆ ベネフィット・ワンによる成長の方向性

同社は、具体的な中期経営計画を公表していない。一方、成長の方向性については、「サービスの流通創造」の実現に向けて、今期より新たな成長ステージに入ったとしている。

これまでの成長プロセスを振り返ると、福利厚生アウトソーシングを軸としてユーザー課金型のサービスマッチングサイトを立ち上げた第1ステージ(1996年から)、新規事業による多角化を推進した第2ステージ(2006年から)を経て、新たなステージである第3ステージ(2014年から)は、B to C事業への本格参入(直販体制の強化)によるサービス流通システムの確立を目指す方針としている。そのため、事業ドメインをB to B事業(福利厚生、ヘルスケア、インセンティブ、コストダウン/BTM等)とB to C事業(パーソナル、ヘルスケアの一部、インバウンド等)の二つに再定義し、B to B事業については人事データを活かしたワンストップソリューションの提供によるBPOサービス^{注8}の推進を図る一方、B to C事業についてはユーザー課金型サービスマッチングサイトによるサービス流通システムの確立を目指すことにより、二つの領域で相互にシナジー効果を働かせながら、事業モデルの深化と規模拡大を追求する成長を描いている。

注8) BPOとは、ビジネス・プロセス・アウトソーシングの略。企業経営における様々な業務を専門会社等の外部へ委託すること。

◆ 証券リサーチセンターによる中期業績予想

当センターでは、15/3期業績予想の修正等を踏まえ、前回レポートの中期業績予想を減額修正した。インセンティブ事業と海外事業の売上高予想を減額修正した15/3期業績予想を起点として、全体的な水準を引き下げたが、16/3期以降の売上高成長率に大きな変更はない。

また、利益面では、15/3期における補助金減少による影響は一時的な増益要因として捉え、16/3期以降は前回予想の営業利益率の水準に戻ることを想定した。

注力する新規事業(インセンティブ事業、パーソナル事業、及びヘルスケア事業)が同社の中期的な成長を牽引することにより、17/3期までの年平均成長率は、売上高が年率12.4%、営業利益が同14.8%と予想している。

【 図表 9 】 証券リサーチセンターによる中期業績予想 (単位：百万円)

	14/3期 実績	15/3期 予想		16/3期 予想		17/3期 予想		年率成長率	
		前回	修正後	前回	修正後	前回	修正後	前回	修正後
売上高	20,356	23,100	22,730	26,200	25,700	29,500	28,900	13.2%	12.4%
伸び率	15.6%	13.5%	11.7%	13.4%	13.1%	12.6%	12.5%		
福利厚生	12,399	13,100	13,100	13,700	13,700	14,300	14,300	4.9%	4.9%
伸び率	6.6%	5.7%	5.7%	4.6%	4.6%	4.4%	4.4%		
インセンティブ	1,796	2,800	2,400	4,200	3,600	5,600	4,900	46.1%	39.7%
伸び率	18.8%	55.9%	33.6%	50.0%	50.0%	33.3%	36.1%		
パーソナル	1,158	1,600	1,850	1,800	2,100	2,100	2,400	21.9%	27.5%
伸び率	29.9%	38.2%	59.8%	12.5%	13.5%	16.7%	14.3%		
CRM	631	600	600	650	650	700	700	3.5%	3.5%
伸び率	-25.3%	-4.9%	-4.9%	8.3%	8.3%	7.7%	7.7%		
ヘルスケア	3,336	3,400	3,400	4,100	4,100	4,900	4,900	13.7%	13.7%
伸び率	92.1%	1.9%	1.9%	20.6%	20.6%	19.5%	19.5%		
コストダウン	369	500	500	600	600	700	700	23.8%	23.8%
伸び率	6.8%	35.5%	35.5%	20.0%	20.0%	16.7%	16.7%		
海外	0	270	50	300	100	350	150	-	-
伸び率	-	-	-	11.1%	100.0%	16.7%	50.0%		
営業利益	3,169	3,500	3,600	4,200	4,100	5,000	4,800	16.4%	14.8%
利益率	15.6%	15.2%	15.8%	16.0%	16.0%	16.9%	16.6%		

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 15年3月期も前期と同額の年21円配を予定

同社の利益配分は「年間の純資産配当率 (DOE) を5%以上とすることに加えて、配当性向 40%台を目処に運営を心掛け、継続的かつ安定的な配当を行うこと」を基本としている。14/3期は年21円配 (配当性向 45.4%、DOE8.7%) であった。

15/3期についても14/3期と同額の年21円配 (配当性向 38.2%) を予定している。当センターでも、15/3期の年21円配 (当センターの予想利益に対する配当性向 39.1%) は実現可能な水準であると判断している。また、当センターによる中期業績予想に基づく、利益成長に伴う増配余地は十分にあると考えられ、17/3期には年27.5円配を予想する (当センターの利益予想に対する配当性向 38.9%)。

また、個人株主づくりを目的として、同社のサービスが利用できる株主優待を実施している。

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

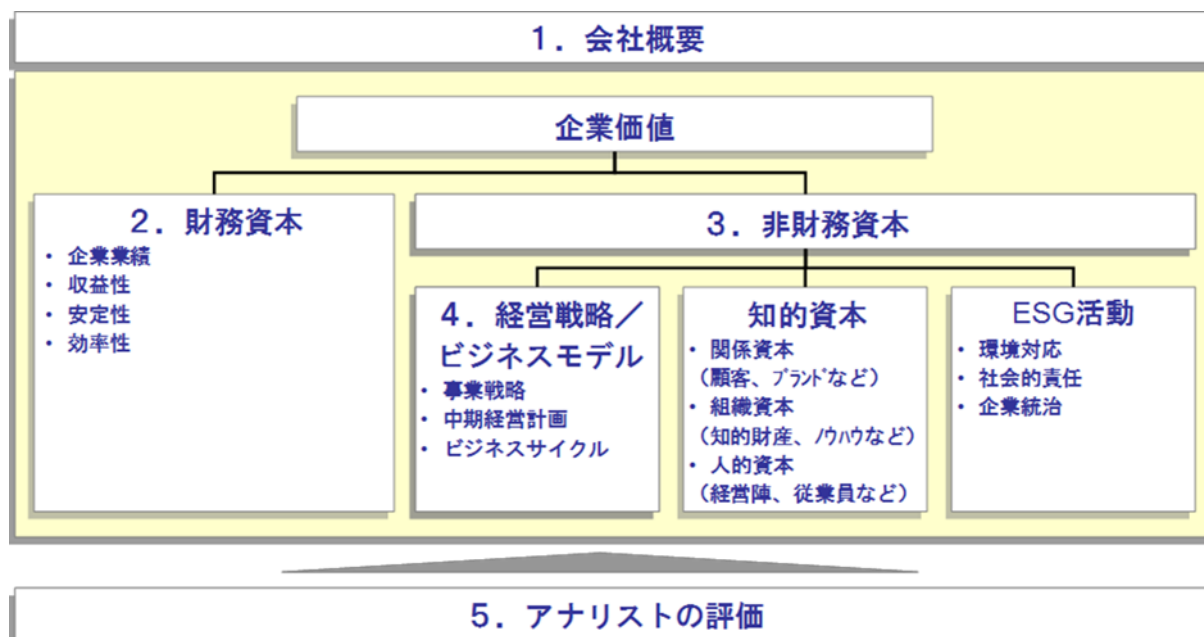
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないと、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。