

ホリスティック企業レポート

(2412 ベネフィット・ワン 東証二部)

フル・レポート
2013年1月24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20130121

要旨

アナリスト: 柴田郁夫
+81 (0) 3-6858-3216
shibata@stock-r.org

1. 会社の概要

- ・同社はパソナグループの連結子会社として、当該グループのアウトソーシング事業の中核を担う。主力の福利厚生事業は、業界トップの会員数を誇る。
- ・福利厚生事業を柱にインセンティブ事業やヘルスケア事業にも注力し、クロスセルによるシナジーを狙うとともに収益源の多様化を図る。

2. 財務面の分析

- ・2012年3月期決算は増収増益。13年3月期の会社計画も増収増益を見込む。
- ・過去数年間は、売上成長に鈍化傾向が見られたが、収益性、安全性は高いレベルを維持。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は、福利厚生事業で積み上げた会員基盤と、そのノウハウによって形成される部分が多い。その源泉は白石社長の経営手腕とその起業家精神を引き継ぐ社風にあると考えられる。

4. 経営戦略の分析

- ・同社の目指す方向性は、ユーザー課金型の有料インターネットサイトを通じたサービスマッチングにより、新たな「サービス流通」市場を創造すること。
- ・業界トップの会員基盤の上にスケールメリットの追求やクロスセルが展開できる同社には、他社にない優位性があると考えられる。

5. アナリストの評価

- ・中期的には福利厚生事業以外の部門が売上高成長を牽引する見通し。15年3月期までの年平均成長率は売上高が+10.5%、営業利益は+9.6%を見込む。
- ・現在の株価水準はフェアバリューの範囲内。中期的な適正株価水準は105,700円~124,950円のレンジを想定。

【主要指標】

	2013/1/18
株価(円)	108,100
発行済株式数(株)	225,080
時価総額(百万円)	24,331

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	16.5	13.7	12.2
PBR(倍)	2.5	2.3	2.0
配当利回り(%)	2.8	2.8	3.1

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	11.3	31.8	88.3
対TOPIX(%)	5.0	7.4	56.1

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/1/23

【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)
2010/3	13,389	0.1	2,335	3.1	2,440	3.3	1,499	19.1	6,834	35,941	2,500
2011/3	14,690	9.7	2,267	-2.9	2,342	-4.0	1,350	-10.0	6,133	39,546	2,500
2012/3	14,959	-	2,471	-	2,512	-	1,447	-	6,570	43,664	3,000
2013/3 CE	17,910	19.7	2,800	13.3	2,796	11.3	1,702	17.7	7,898	-	3,000
2013/3 E	17,910	19.7	2,800	13.3	2,796	11.3	1,702	17.7	7,898	47,299	3,000
2014/3 E	19,000	6.1	3,000	7.1	3,000	7.3	1,850	8.7	8,891	52,745	3,300
2015/3 E	20,200	6.3	3,250	8.3	3,250	8.3	2,000	8.1	9,612	58,580	3,600

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

(注) 2012/3期は連結決算移行で前年同期比なし

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

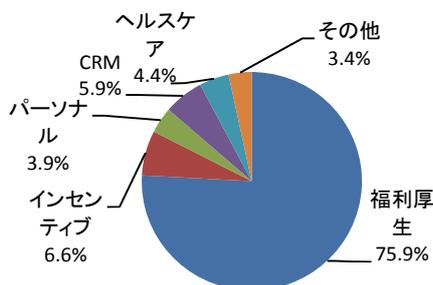
◆ 福利厚生代行サービスで業界トップの会員数

同社は人材ビジネス等を展開するパソナグループの連結子会社で、当該グループのアウトソーシングサービスの中核を担う。法人向け福利厚生代行サービスを主力に、2012年9月末の総会員数は業界トップの598万人(うち福利厚生会員数289万人)を誇る。

事業セグメントは「会員制サービス事業」の単一事業。これを部門別に細分化すると「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・マネージメント)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。このうち福利厚生事業は12年3月期売上高の約76%、営業利益の約92%を占めるなど、同社収益の大部分を稼ぎ出す。

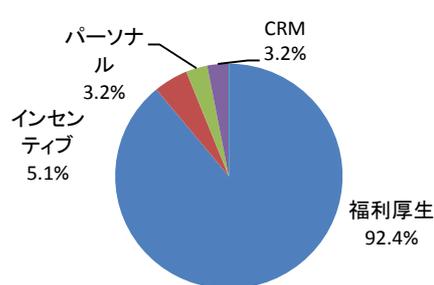
連結子会社は12年3月に買収したユニマットソリューションズ(現ベネフィットワンソリューションズ)と、同年5月買収の保険教育センター(現ベネフィットワン・ヘルスケア)の2社である。

【図表1】 部門別売上構成比
(2012/3期売上高:149.5億円)



注)「その他」はコストダウン、BTM、旅行を含む
出所)2012/3期決算説明資料より当センター作成

【図表2】 事業別営業利益構成比
(2012/3期営業利益:24.7億円)



注)「ヘルスケア」「その他」は収支ゼロ又は微赤字
出所)2012/3期決算説明資料より当センター作成

【図表3】 各事業の概要

サブセグメント	事業概要
福利厚生	会員企業の従業員(個人会員)向けに福利厚生代行サービスを提供する。
インセンティブ	従業員のモチベーション向上のために付与する奨励金等をポイント化して管理・運営する。
CRM	会員企業が自社の顧客を囲い込むために利用する会員割引サービス。 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	会員企業が自社の顧客を囲い込むために利用する会員割引サービス。 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	定期健診の予約・精算代行に加えて、特定健診・特定保健指導代行サービスなどを提供する。
コストダウン	通信回線の最適プラン等、コストダウンのためのコンサルティングを展開する。
その他	企業の出張手配・精算を代行する「BTM事業」や、「旅行事業」などを含む。

出所) 2012/3 期決算短信より当センター作成

◆ M&A と海外展開で事業ポートフォリオを拡充

上述したように、同社はユニマツトソリューションズ買収でコストダウン事業を立ち上げたほか、保険教育センター買収でヘルスケア事業を強化するなど、M&A の積極活用で事業ポートフォリオの拡充と収益源の多様化を推進している。

また、2012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。親会社のパソナグループと共同で、日系企業向けにサービス提供能力を強化する方針である。

> ビジネスモデル

◆ 会員数をベースとしたストック型ビジネスモデル

収益源の福利厚生事業は、会員企業から会員数(従業員)に応じて徴収する月会費を基盤とした定額課金のストック型ビジネスである。売上高成長は会員数拡大のほか、クロスセルやアップセルによる単価アップがカギとなる。

会員数又は集客力の拡大に伴い、宿泊施設などを提供するサプライヤーも増加。このサービスメニューの拡充が会員獲得に反映されるなど、会員数の増加とサプライヤーの拡充には正のスパイラル効果が働いている。また、会員数とサプライヤーの拡大はスケールメリットをもたらし、サービス仕入原価の低下による会員利用料金の引き下げなど、「ネットワーク外部性」も会員獲得の強みとなっている。

同社は福利厚生事業の会員組織又は集客力を中核に、インセンティブ事業やCRM事業、パーソナル事業、ヘルスケア事業に注力している。

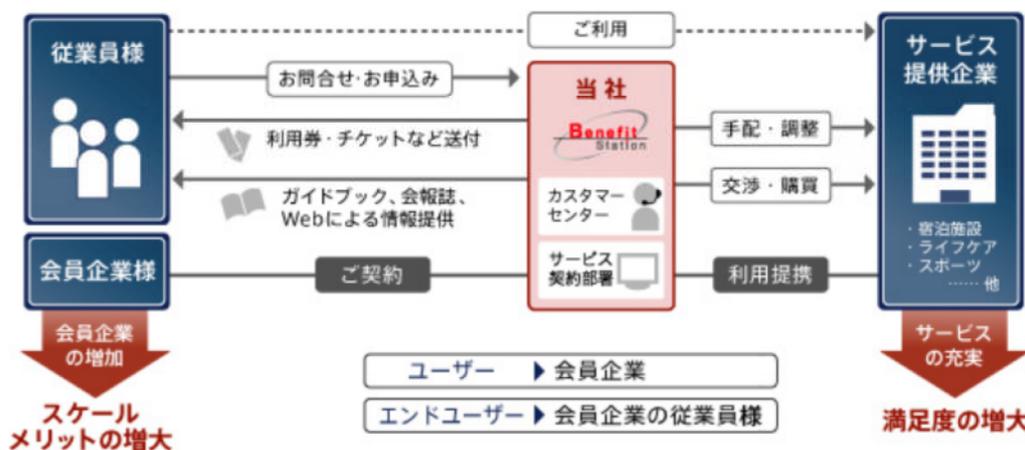
1) 福利厚生事業

同社の「ベネフィット・ステーション」に加入した会員企業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。会員企業の従業員(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。会員企業にとっては、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、利用しやすさ等)を図ることができるメリットがある。

同社の収入源は、①会員企業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のウエイトが高く、②に依存しないのが特徴である。

一方、原価のほうは、サービス提供企業に支払う仕入原価のほか、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 4】 福利厚生事業の体系図

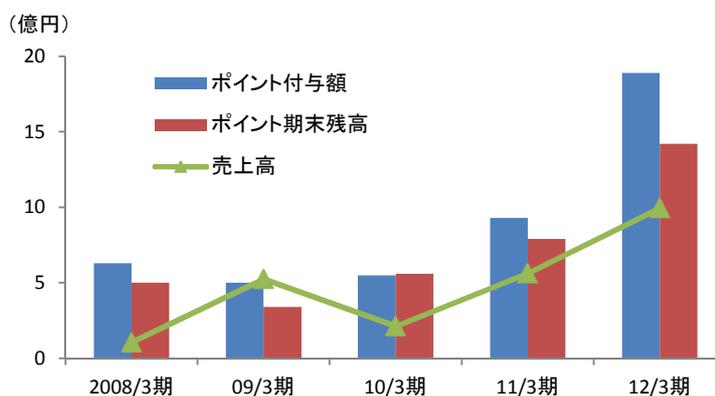


出所) 同社ホームページ

2) インセンティブ事業

企業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・運営するサービス。従業員は同社が企業ごとに構築した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・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に顧客企業からその分の対価を受け取るが、売上は従業員がポイントを商品・サービスに転換した時に計上されるため、それまでは預かり金としてプールされる。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5】 ポイント付与額及び残高と売上高の推移



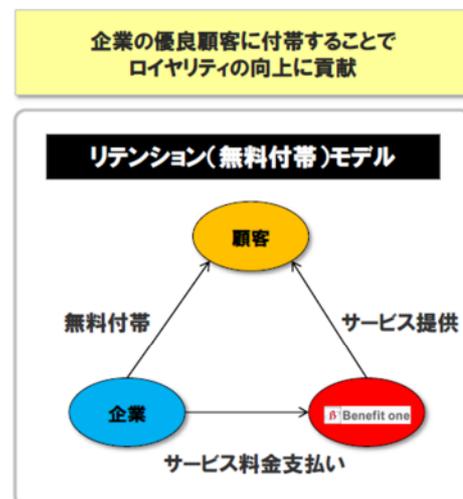
出所) 決算説明資料より当センター作成

3) CRM 事業

企業が顧客の囲い込み（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、会員企業の顧客（個人会員）は無料で同社の「ベネフィット・ステーション」（但しカスタマイズ化されたもの）を利用して

きる。なお、同社の収入源は、会員企業から支払われる（会員数に応じた）会費であり、2012年9月末の会員数は241万人となっている。

【図表 6】 CRM 事業の体系図

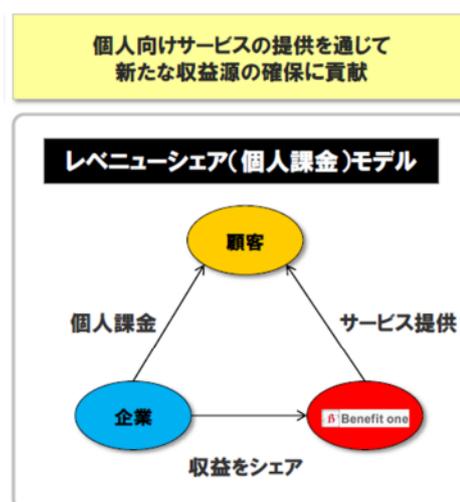


出所) 事業報告書

4) パーソナル事業

上記 CRM と同様、企業が顧客の囲い込み（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 との違いは任意加入した顧客（個人会員）が自らの会費負担で同社の「ベネフィット・ステーション」（但し、カスタマイズ化されたもの）を利用することである。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、同社と会員企業との間でシェアされる。12年9月末の会員数は69万人となっている。

【図表 7】 パーソナル事業の体系図



出所) 事業報告書

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・精算代行、健診データの管理等)の他、メタボ健診(特定健診)が義務付けされた健康保険組合や共済組合等に対して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う。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。同社は、福利厚生と特定保健診断・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む。

> 市場構造とポジション

◆ 市場は福利厚生の外注化ニーズを追い風に拡大

福利厚生代行サービス市場は、1990年代後半からのアウトソーシングニーズを追い風に拡大している。従前の福利厚生は、企業が自前施設を用いるのが一般的だったが、バブル経済の崩壊以降、施設保有コストや事務コスト等の削減を目的にアウトソーシングが進み、現在の福利厚生代行サービス市場を形成している。

総務省によると、2012年3月末の総就業者数は6,215万人。同社の推計では、このうち実際に福利厚生代行サービスを受けているのが約800万人で、全体の1/3に相当する約2,000万人を潜在的な市場規模と見なしている。

一方、プレイヤーは同社の他に、リロ・ホールディング(8876)、リゾートソリューション(5261)、JTBベネフィット(非上場)、イーウェル(非上場)があり、その5社で寡占状態を形成している。同社は、東証一部上場企業及び公務団体におけるシェア(推定値)を公表しているが、東証一部では会員数シェア45.5%、公務団体では会員数シェア39.2%と業界トップに位置づけられる(12年4月時点)。

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

同社の前身は、現社長の白石氏が1996年に立ち上げたパソナ社内ベンチャー(三菱商事、日立製作所、東京海上、日本生命等ジョイントベンチャー)のビジネス・コープ。福利厚生サービス及びコストダウンサービス(各種オフィスサプライ商品の低価格販売)を目的に設立され、大企業を中心にした福利厚生の外注化ニーズを追い風に業容を拡大。

2001年に商号をベネフィット・ワンに変更し、04年に店頭登録。06年には東証二部上場を果たす。

その後、収益源の多様化に取り組み、06年に「カスタマー・ロイヤルティ・プログラム事業(現在のパーソナル事業とCRM事業)」及び「インセンティブ・カフェ事業」、08年「ヘルスケア事業」、12年には「コストダウン事業」を開始するなど事業領域の拡大。また、12年には初の海外拠点として中国と米国にも進出。

◆ 経営理念

同社は「良いものを より安く より便利に」を経営理念に掲げ、経営ビジョンとして

- 1) 社会のニーズを先取り、人々に感動と喜びを提供
 - 2) トータルコンペンセーションのワンストップソリューションズ
 - 3) 働く人々の生活共同組合の提供
- を標榜している。

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 売上成長に鈍化傾向が見られるが利益率は高水準で推移

同社の売上高成長は、福利厚生事業の会員数拡大が牽引してきた。だが、2009年3月期以降は福利厚生事業会員数の伸び率鈍化とともに、売上高はほぼ横ばいで推移している。

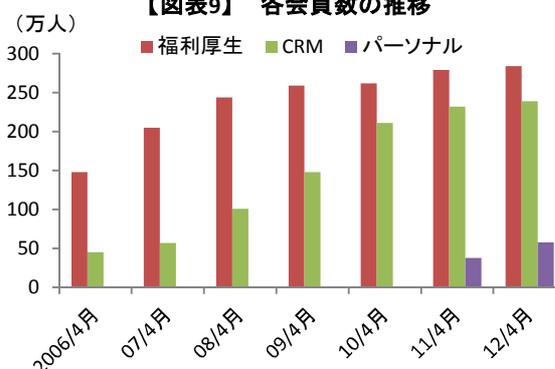
他方、営業利益成長も11年3月期までは売上高と平行な関係だったが、CRM事業やパーソナル事業などの立ち上げで12年3月期は収益源の多様化が進んでいると推察される。

【図表8】 売上高と営業利益率の推移



出所) 決算説明会資料より当センター作成

【図表9】 各会員数の推移



出所) 決算説明会資料より当センター作成

◆ 12年3月期決算は単体比較で増収増益

2012年3月期は連結決算移行で前期比はないが、売上高149.5億円、営業利益24.7億円となった。単体比較では売上高が前期比1.8%増の149.5億円、営業利益は同9.0%増の24.7億円と増収増益。

部門別では福利厚生事業が高単価会員の減少で苦戦するも、インセンティブ事業のポイント交換が順調に進んだほか、パーソナル事業がソフトバンクグループなどとの取引開始が寄与した。

> 同業他社との比較

◆ 高い収益性と安全性を誇る

上場会社の同業他社として、リゾートソリューションとリロ・ホールディングを選定した。

同社はサービス業のため固定資産を持たないうえ、システム投資やM&Aを除き大きな設備投資を必要としない。売上高や経常利益の成長性はリロ・ホールディングに見劣りするものの、売上高経常利益率や流動比率などの収益性・安全性では、同業他社に比べて高いレベルを維持している。

【図表10】 主な財務指標の同業他社比較

銘柄 証券コード 決算期	ベネフィット・ワン 2412 2012.3期	リゾートソリューション 5261 2012.3期	リロ・ホールディング 8876 2012.3期
収益性			
自己資本利益率	15.0%	5.7%	17.7%
総資産経常利益率	16.4%	1.7%	13.8%
売上高経常利益率	16.8%	2.8%	5.4%
成長性			
売上高(3年成長率)	0.5%	-10.7%	8.6%
経常利益(同上)	1.9%	-24.3%	18.5%
純資産(同上)	12.1%	2.8%	14.4%
安全性			
自己資本比率	62.9%	28.8%	45.1%
流動比率	217.3%	82.1%	123.0%
固定資産適合率	35.4%	106.0%	86.4%

出所) 各社決算短信より当センター作成

> 今後の業績見通し

◆ 13年3月期の会社計画は大幅な増収増益を見込む

2013年3月期の会社計画は、売上高が179.1億円(前期比19.7%増)、営業利益28.0億円(同13.3%増)、経常利益27.9億円(同11.3%増)、当期純利益17.0億円(同17.7%増)を見込む。部門別ではインセンティブ事業とパーソナル事業の伸長に加えて、今期より事業開始のコストダウン事業と、ヘルスケア事業の保険教育センター買収が寄与する計画である。

◆ 第2四半期決算は会社計画比でプラスの着地

上記計画を受けた2013年3月期第2四半期決算は、売上高が81.7億円、営業利益8.8億円、経常利益8.7億円、四半期純利益5.2億円を着地。連結決算移行により前期比はないが会社計画比で売上高、各利益ともにプラスとなった。

売上面では福利厚生事業が57.4億円(前年同期比1.5%増)と微増に留まる中で、インセンティブ事業が6.4億円(同91.4%増)、パーソナル事業が4.1億円(同59.4%増)、ヘルスケア事業が4.6億円(同115.0%増)と、注力3事業が大きく伸長した。なかでもインセンティブ事業は、大口既存顧客を中心に計画を上回るポイント付与、及び交換が進み、これが上振れ要因として寄与した。

当センターでは、第2四半期決算の通期計画に対する進捗が売上高で約46%、営業利益で約31%となるものの、下半期はヘルスケア事業の買収効果がフルに寄与する他、インセンティブ事業とパーソナル事業の拡大基調を予想。福利厚生事業が大型共済組合の一部受注に成功したうえ、季節要因による利益率改善も見込まれることから、通期会社計画の達成は可能と予想する。

◆ 中期的には「福利厚生」以外が売上成長を牽引する見込み

主力の福利厚生事業に成長鈍化が見られるものの、足元で共済組合など公務マーケットの受注に成功したうえ、当センターでは高い伸び率を示しているインセンティブ事業やパーソナル事業、ヘルスケア事業が同社の中期的な売上成長を牽引するものと見ている。

利益面ではサービス利用率の向上による宿泊補助金負担が原価率の上昇要因となるジレンマが懸念されるものの、スケールメリット効果による仕入原価の低減や業務効率化の推進等により、営業利益率は改善されると予想。以上から、2015年3月期までの年平均成長率は、売上高が+10.5%、営業利益は+9.6%を見込む。

【図表11】 業績予想モデル

(百万円)

決算期	2011/3期 実績	12/3期 実績	13/3期 予想	14/3期 予想	15/3期 予想
売上高	14,690	14,959	17,910	19,000	20,200
(前期比)	9.7%	-	19.7%	6.1%	6.3%
売上総利益	5,620	5,900	6,900	7,200	7,600
(対売上高比)	38.3%	39.4%	38.5%	37.9%	37.6%
販売費・一般管理費	3,353	3,429	4,100	4,200	4,350
(対売上高比)	22.8%	22.9%	22.9%	22.1%	21.5%
営業利益	2,267	2,471	2,800	3,000	3,250
(前期比)	-2.9%	-	13.3%	7.1%	8.3%
(対売上高比)	15.4%	16.5%	15.6%	15.8%	16.1%
営業外収益	78	52	20	20	20
営業外費用	3	11	24	20	20
経常利益	2,342	2,512	2,796	3,000	3,250
(前期比)	-4.0%	-	11.3%	7.3%	8.3%
(対売上高比)	15.9%	16.8%	15.6%	15.8%	16.1%
特別利益	0	0	0	0	0
特別損失	31	8	0	0	0
税引前利益	2,311	2,503	2,796	3,000	3,250
法人税等合計	961	1,056	1,094	1,150	1,250
当期純利益	1,350	1,447	1,702	1,850	2,000
(前期比)	-10.0%	-	17.7%	8.7%	8.1%
(対売上高比)	9.2%	9.7%	9.5%	9.7%	9.9%

注) 12/3期は連結決算移行により前年同期比なし

出所) 決算短信、予想は当センター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 白石社長の起業家精神を引き継ぐ社風が知的資本の源泉

同社の知的資本は、福利厚生事業で積み上げた会員基盤とそのノウハウによって形成される部分が大き。その源泉は同社を社内ベンチャーからここまで大きく成長させた白石社長の経営手腕と、その起業家精神を引き継ぐ社風にあると考えられる。

【図表 12】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・ 業界トップの会員基盤	・ 総会員数 ・ 福利厚生会員数	・ 598 万人 ・ 289 万人
	ブランド ・ 「ベネフィット・ステーション」のブランド力 (認知度、顧客満足度)	・ サービス利用率 ・ 退会率 (※)	・ 約 23% ・ 約 10%
	事業 パートナー ・ パソナグループとの協業 ・ サービス供給会社への価格交渉力	・ 協業件数 ・ 仕入割引率	・ 非開示 ・ 非開示
組織資本	プロセス ・ 「Web・携帯アクセス」の推進による業務効率化	・ Web・携帯アクセス比率	・ 67.6%
	知的財産・ ノウハウ ・ 企業の福利厚生に関する提案力 ・ ヘルスケア事業における特定診断指導ノウハウ	・ 契約事業者数	・ 非開示
人的資本	経営陣 ・ 起業家精神に富んだ白石社長の事業推進力 ・ パソナグループとの関係を重視した布陣 ・ 取締役に対する責任の明確化	・ パソナグループからの取締役数 ・ 取締役任期	・ 3 名 ・ 1 年
	従業員 ・ 社内ベンチャー、ジュニアボードなど、能力や意欲ある人材を登用する制度及び社風	・ 社内ベンチャー数	非開示

注 1) 退会率は福利厚生で前期に退会した会員数 (28.7 万人) を 2012 年 4 月時点の会員数 (284 万人) で除したもの

注 2) KPI の数値は、総会員数、福利厚生会員数、Web・携帯アクセス比率が 2012 年 9 月末、それ以外は 2012 年 3 月期実績

> ESG活動の分析

◆ 環境 (Environment)

同社は環境活動に向けた企業向けサービスとして「ECO ポイントサービス」を展開する。これは、会員企業の従業員が環境に配慮した取り組みを行った場合、その奨励として各自に“ポイント”を付与し、同社の提供する商品・サービスと自由に交換できるサービスである。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、東日本大震災の復興支援のため、「東北支援キャンペーン」を実施している。具体的には、「ベネフィット・ステーション」を通じて集まった義援金を、会員が対象宿泊施設を利用するごとに被災地に送る「アウトレットチャリティプラン」や、被災地の名産品を専用ページで販売する「buy 東北キャンペーン」などを実施するとともに、東北の自治体や東北6大祭りの実行委員会が主催する「東北六魂際」に、協力企業として参画している。

◆ 企業統治 (Governance)

当社の取締役会は白石社長以下9名(うち社外取締役4名)で構成される。しかし、社外取締役のうち3名は親会社のパナソニックグループ出身者であり、独立役員は他の1名にすぎない。一方、監査役会は4名(うち社外監査役3名)で構成されるが、こちらも社外監査役1名はパナソニックグループ出身者であり、独立役員は他の2名となっている。従って、同社の経営陣はパナソニックグループとの関係を重視した布陣と言える反面、利益相反取引や少数株主の利益を損なう意思決定が成されるリスクを否定できない。

【図表13】 大株主の状況

	(%)
株式会社パナソニックグループ	50.9
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	5.9
白石徳生	3.0
THE CHASE MANHATTAN BANK,N.A. LONDON SECS LENDING OMNIBUS ACCOUNT	2.0
野村信託銀行株式会社(投信口)	1.9
MELLON BANK,N.A. TREATY CLIENT OMNIBUS	1.8
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	1.6
THE BANK OF NEW YORK MELLON AS AGENT BNYM AS EA DUTCH PENSION OMNIBUS 140016	1.4
株式会社ホワイトアンドストーン	1.0
ベネフィット・ワン社員持株会	1.0
合計	70.5

(出所) 有価証券報告書(2012/3期)

【図表14】 所有者別状況

	(%)
金融機関	6.6
金融商品取引業者	0.1
法人	53.7
外国人	12.9
個人その他	26.6
合計	100.0

(出所) 有価証券報告書(2012/3期)

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 新しい成長事業の育成が課題

同社は、当面の課題と戦略として、1)会員数の拡大、2)サービス利用率の向上、3)クロスセルの展開、4)オペレーションの強化、など4つの戦略を掲げている。

1) 会員数の拡大

主力の福利厚生事業は、既存顧客のグループ会社を含む中小企業の開拓、及び公務マーケットとの取引拡大が最大のテーマ。中小企業専門攻略担当や一部受注した大型共済の専属チームを設置して深堀営業を推進する。パーソナル事業は販売パートナー向けキャンペーンの積極展開や、販売チャネルの拡大を推進。CRM 事業はゆうちょ銀行や朝日生命等、既存顧客の掘り起こしを狙う戦略。

2) サービス利用率の向上

同社の福利厚生会員のうち、サービス利用の実績のある会員（ユニークユーザー）比率は、2012年3月期で約23%となっている。サービス利用率は、同社に対する顧客満足度を示す指標であり、その向上を図ることが既存顧客の解約を防止するとともに、新規顧客を獲得するためのセールスポイントになる。同社はサービスコンテンツの差別化・拡充の他、ホームページのリニューアルやスマホに対応したコンテンツのアプリ化等、使いやすさを追求することでサービス利用率を高めていく戦略である。

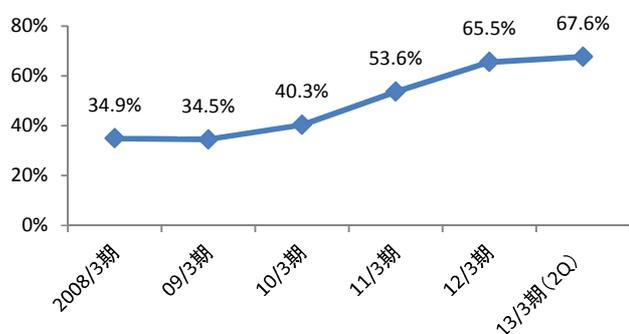
3) クロスセルの展開

同社は営業総本部を設置し、事業横断的なソリューション営業を展開。福利厚生会員に対してインセンティブ事業やヘルスケア事業等を拡販するなど、販売シナジーを活かしたクロスセルを推進する。

4) オペレーション強化

同社は、従来の電話受付から Web 転換等によるローコストオペレーションの推進を図るとともに、柔軟な人員体制の構築やオペレーター教育へ注力等、カスタマーセンターのサービス向上にも取り組む。

【図表15】 Web・携帯アクセス比率の推移



出所) 同社決算説明資料より当センター作成

> 今後の戦略

◆ 目指すは「サービス流通」市場の創造

同社は、中長期的な戦略として、1) 収益源の多様化、2) 海外進出、などを挙げている。

1) 収益源の多様化

同社の目指す方向性は、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 による収益源の多様化を図っていく方針である。

2) 海外進出

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核とした海外展開を目論む。その一環として 2012 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。上海では日系企業に働く中国人、米国では現地米国企業の従業員等を対象にインセンティブポイントを付与する計画。上海は 3 年以内、米国は長期的な視点で黒字化を目指す。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

- ◆ 福利厚生事業で積み上げた会員基盤に強み
同社の内部資源（強み・弱み）及び、外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる。

【図表 16】 SWOT 分析

項目	同社の特質・事情
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"> ・ 福利厚生事業の成長鈍化 ・ 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

> 経営戦略の評価

◆ クオリティコントロールと収益源の多様化がカギ

同社の課題は、福利厚生事業の伸びが鈍化する中で、いかに他の事業の育成を図るかにある。その点で「ユーザー課金によるサービスマッチング」というコンセプトで事業領域を広げていく方向性は理解できる。もちろん、各事業で厳しい競争が考えられるが、法人を通じた会員獲得に強みをもち、福利厚生事業で積み上げた会員基盤の上にスケールメリットの追求やクロスセルが展開できる会社には、他社にない優位性があると考えられる。

また、広告収入や送客手数料に依存しないユーザー課金中心の収益モデルは、サービスの質を重視する会社のスタンスに沿うものであり、会社プラットフォームの価値を維持していく上で理にかなっていると評価できる。ただし、課題を挙げるとすればサービス利用率の低さであろう。同社の場合、会費負担者（法人）とサービス利用者（個人）が違うケースがほとんどであることから、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、低い水準が続けば費用対効果の判断から解約が進む可能性を否定できない。

一方、海外事業については、早急な成果は期待できないであろう。

現地での顧客開拓や地域に根差したサービスコンテンツの充実はも

もちろん、サービス供給会社に対するクオリティコントロールの問題など乗り越えるべきハードルは少なくないと考えられる。中長期的には同社を飛躍させるドライバーとなる可能性もあるため、しばらくはその進捗状況に注目したい。

> 今後の株価見通し

◆ 充実した利益還元策による増配期待

同社の利益配分は「年間の純資産配当率（以下 DOE）を 2%以上とすることに加えて、配当性向 30%台後半を目処に運営を心がけ、継続的かつ安定的な配当を行うこと」を基本としている。

過去3年の配当実績を振り返ると、2010年3月期2,500円(DOE7.5%、配当性向36.6%)、11年3月期2,500円(DOE6.6%、配当性向40.8%)、12年3月期3,000円(DOE6.9%、配当性向45.7%)となっており、今期も3,000円(予想配当性向38.8%)を予定している。当センターでは業績予想と配当性向37%程度を目途に、15年3月期の3,600円配当を想定する。

なお、同社は、13年6月28日までに上限22,000株(上限14億円)の自社株買いを決定。12年12月末までの取得実績は12,345株(約992百万円)となっている。また、個人株主対策として、同社のサービスが利用できる株主優待を実施している。

> バリュエーション比較

◆ 現在の株価水準はフェアバリュエーションの範囲内

同社の類似会社として、同業のリロ・ホールディングを選定した。現在の株価水準は、予想PER及び実績PBRともにフェアバリュエーションと考えられる。

【図表17】 類似会社との株価バリュエーション比較

銘柄 証券コード	ベネフィット・ワン 2412	リロ・ホールディング 8876
予想PER 倍	13.7	11.4
実績PBR 倍	2.5	2.4
予想配当利回り %	2.8%	2.1%

(注1) 過去3年成長率は、売上高の年平均成長率。PBRは直前期の1株当たり純資産を基に算出、ROEは直前期の実績

(注2) 今期業績は会社予想。株価は1/18終値

◆ 中期的な適正株価は105,700～124,950円と想定

当センターでは、2015年3月期のEPSを9,611.69円と予想しており、同社の適正なPERを11倍～13倍と仮定すると、同社の中期的な適正株価水準は105,700円～124,950円のレンジが想定される。

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、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、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

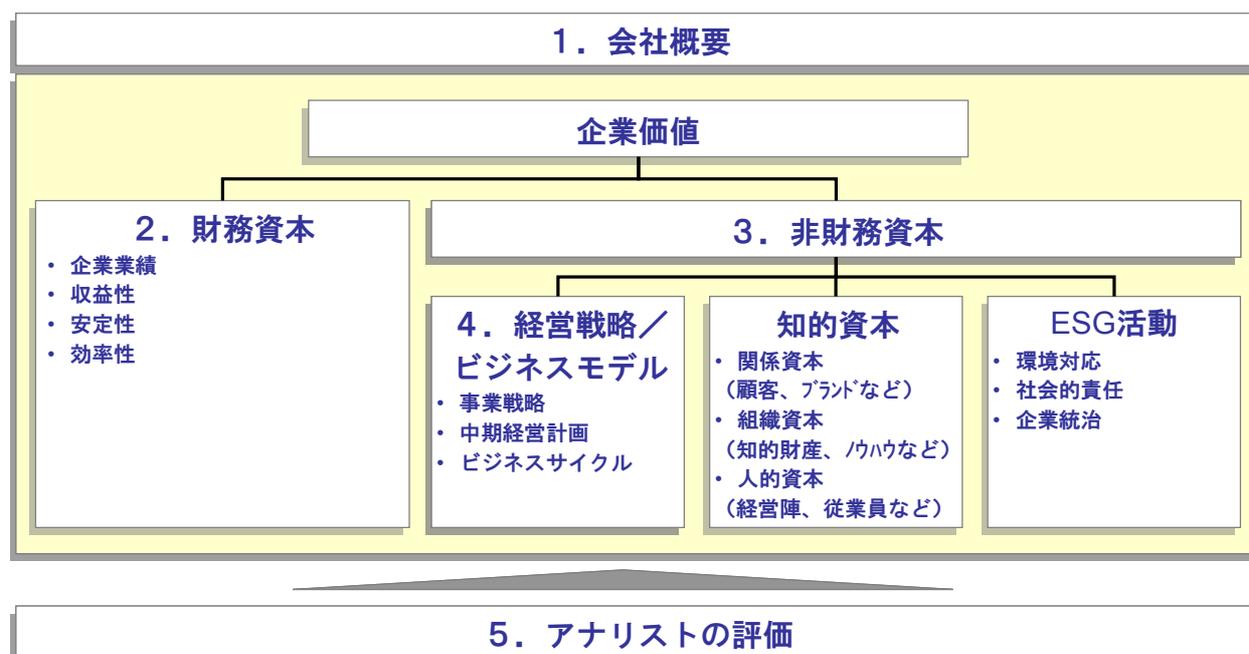
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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)

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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。
- 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。