

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

フォロー・レポート
2013年5月31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20130528

ベネフィット・ワン (2412 東証二部)

発行日: 2013/5/31

14年3月期は注力事業伸長で増収増益決算 福利厚生事業を軸にした収益の多角化で成長持続へ

> 要旨

◆ 福利厚生代行サービスで業界トップの会員数

- ・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う。主力の福利厚生事業の会員数は、業界トップ。
- ・福利厚生事業を柱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し、クロスセルによるシナジー効果を狙うとともに収益の多角化を図る。

◆ 13年3月期は大幅な増収増益

- ・13/3期決算は、売上高176.1億円(前期比17.7%増)、営業利益27.3億円(同10.5%増)、経常利益27.1億円(同8.0%増)、純利益16.2億円(同12.2%増)と大幅な増収増益となった。
- ・主力の福利厚生事業が小幅ながら増収になったことに加え、注力するインセンティブ事業、パーソナル事業、ヘルスケア事業が大きく伸長した。特に、昨年5月のベネフィットワン・ヘルスケアの買収が増収に寄与した。

> 投資判断

◆ 14年3月期予想も大幅な増収増益へ

- ・14/3期の当センター予想は、売上高210億円(前期比19.3%増)、営業利益30億円(同9.8%増)、経常利益30億円(同10.5%増)、純利益17.8億円(同9.7%増)を予想。会社予想よりも保守的予想だが、大幅な増収増益となる。現時点で不確定要素が大きいインセンティブ事業とヘルスケア事業の伸び率を若干控えめに予想したことが会社予想を下回る主な要因。

◆ 中期的な適正株価水準は190,630円~228,760円を想定

- ・当センターでは、16/3期EPSを12,709円と予想しており、適正なPERを15~18倍と仮定すると、同社の中期的な適正株価水準は190,630円~228,760円のレンジが想定される。

【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)	
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	17,610	17.7	2,731	10.5	2,714	8.0	1,623	12.2	7,612	45,104	3,500	
2014/3	GE	22,000	24.9	3,100	13.5	3,070	13.1	1,820	12.1	8,896	-	3,500
2014/3	E	21,000	19.3	3,000	9.8	3,000	10.5	1,780	9.7	8,701	50,303	3,500
2015/3	E	24,000	14.3	3,700	23.3	3,700	23.3	2,200	23.6	10,754	57,058	4,500
2016/3	E	27,220	13.4	4,420	19.5	4,420	19.5	2,600	18.2	12,709	65,265	5,000

(注)GE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、12/3期は連結決算移行で前年同期比較なし

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

【主要指標】

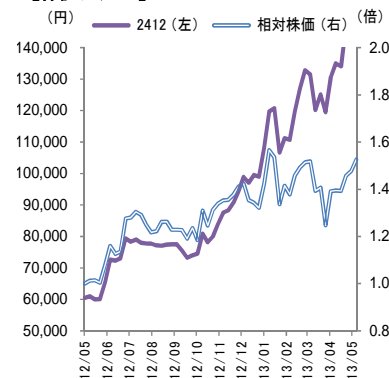
	2013/5/24
株価(円)	152,000
発行済株式数(株)	225,420
時価総額(百万円)	34,264

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	20.0	17.5	14.1
PBR(倍)	3.4	3.0	2.7
配当利回り(%)	2.3	2.3	3.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	12.6	72.1	153.3
対TOPIX(%)	9.9	40.7	52.6

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/5/14

フォロー・レポート

2/11

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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ない。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。

決算サマリー

> 事業内容

福利厚生事業を柱に様々な
会員制サービス事業を展開

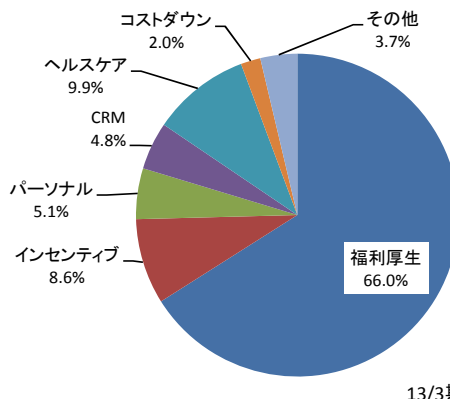
◆ 福利厚生代行サービスで業界トップの会員数

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、2013年4月1日時点の総会員数は業界トップの647万人（うち福利厚生会員数326万人）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13/3期売上高の約66%、営業利益の約75%を占める。

なお、連結子会社には、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2社が存在する。

【図表 1】 事業別売上高



13/3期

(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

【図表 2】 各事業の概要

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	代理店や従業員等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、自ら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) 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の多角化を図る

同社の目指す方向は、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く方針である。

◆ インセンティブ事業を軸に海外展開も目論む

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、米国では現地米国企業の従業員等を対象にして事業を拡大する計画である。

> 決算概要

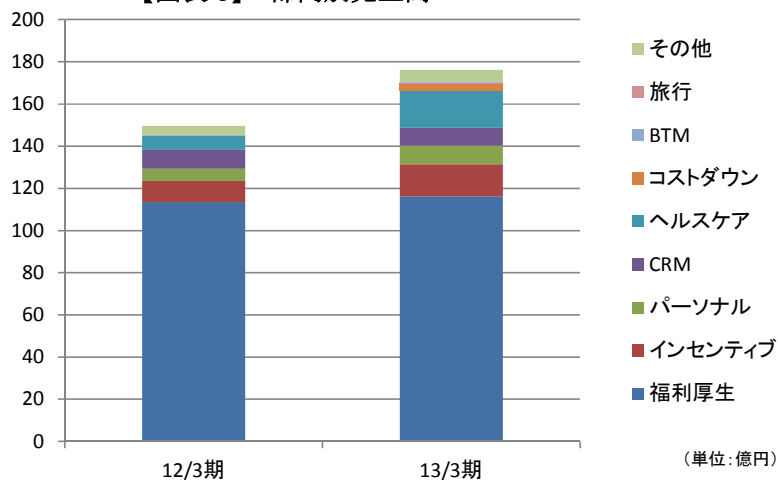
◆ 13年3月期決算は増収増益決算

13/3期決算は、売上高176.1億円(前期比17.7%増)、営業利益27.3億円(同10.5%増)、経常利益27.1億円(同8.0%増)、純利益16.2億円(同12.2%増)と増収増益となった。

インセンティブ、パーソナル、ヘルスケアが業績を牽引

部門別売上高では、近年、停滞感のあった福利厚生事業が116.2億円(前期比2.4%増)と増収に転じたのに加え、インセンティブ事業が15.1億円(同52.3%増)、パーソナル事業が8.9億円(同54.6%増)、ヘルスケア事業が17.3億円(同154.7%増)と注力する3事業が大きく伸長。前期より開始したコストダウン事業も3.4億円となった。

【図表3】 部門別売上高



(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

福利厚生事業は、新たに公務市場及び中堅中小企業向けの開拓や大企業向けのフォロー体制強化が奏功し、業績の伸びに回復の兆し。インセンティブ事業では既存顧客に対するポイント付与の拡大とともに、その交換が順調に進んだこと、パーソナル事業ではソフトバンクグループに加え、スポーツクラブや不動産会社、携帯販社等との取引が開始されたことが増収要因。ヘルスケア事業では保健教育センターの買収効果が増収に寄与した。一方、利益面では、サービス利用の増加等により原価率が前期比約 1.4%ポイント上昇するも、増収効果で営業 2 桁増益となった。

◆ 売上高、営業利益とも会社期初予想に及ばず

期初会社予想との比較では、売上高(予想比 1.7%減)、営業利益(同 2.5%減)と、いずれも予想に及ばなかった。高い伸びを見込んでいたパーソナル事業が某大型プロジェクトのスタート延期により会員数獲得が未達成となった他、CRM 事業でスポット的な案件の失注、旅行事業では日中関係の影響によるインバウンドサービス停滞(中国からの訪日観光客減少)等が響いた。会社予想の達成を支持した当センターによる業績予想との差異についても同様である

【図表 4】 部門別売上高 その 2

(百万円)	12/3期 (実績)	13/3期 (実績)	前期比	13/3期 (会社予想)	予想比
福利厚生	11,356	11,627	2.4%	11,440	1.6%
インセンティブ	993	1,512	52.3%	1,509	0.2%
パーソナル	577	892	54.6%	1,146	-22.2%
CRM	902	844	-6.4%	983	-14.1%
ヘルスケア	682	1,737	154.7%	1,648	5.4%
コストダウン	0	345	-	396	-12.9%
BTM	19	52	173.7%	64	-18.8%
旅行	14	66	371.4%	200	-67.0%
その他	416	535	28.6%	524	2.1%
合計	14,959	17,610	17.7%	17,910	-1.7%

(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

> トピックス(戦略の進捗)

◆ サービス拡充に伴う料金の引き上げ

同社は、サービス充実による他社との差別化を一層強めるために、メニュー数の増加や会報誌発刊回数増加等、継続的なサービス拡充によって、会員の利用率向上や満足度向上を図っているが、サービス拡充に伴う費用増を値上げでカバーするため、14/3 期の新規案件より約 10 年ぶりに料金改定を行う計画。会員獲得競争が激化する中で値上げは、価格よりも内容を重視し始めた顧客のニーズの変化を捉えたものであると同時に、同社の競争力(フルラインアップによる豊富な

サービスメニューや、スケールメリットを活かした割安な利用料金等)に対する自信の表れであるとも言えよう。具体的にはスタンダードコースを 350 円→380 円に、ゴールドコースを 800 円→850 円に改定する模様。なお、新規案件は翌期よりスタートするケースがほとんどであるため、料金改定の業績寄与は来期以降となる見通し。

また、スタンダードコースをベースに、年間 5,000 円分のポイント(ベネポ)を追加付与した新コース「スタンダードプラス コース」を開始。ベネポは各種サービス利用時に使用可能であるため、利用率向上とともに、高付加価値商品として月会費を 800 円に設定することで受注単価の引き上げを目指す。

> 今期予想

今期も注力する3事業が大きく伸長する見込み

◆ 14年3月期会社予想は2桁の増収増益

14/3 期の会社予想は、売上高 220 億円(前期比 24.9%増)、営業利益 31 億円(同 13.5%増)、経常利益 30.7 億円(同 13.1%増)、純利益 18.2 億円(同 12.1%増)を見込んでいる。

部門別売上高では、福利厚生事業 121.8 億円(前期比 4.8%増)、インセンティブ事業 29.3 億円(同 93.8%増)、パーソナル事業 12.6 億円(同 42%増)、CRM 事業 9.8 億円(同 16.1%増)、ヘルスケア事業が 29.5 億円(同 70.1%増)、コストダウン事業 6.9 億円(同 100%増)を計画。特に、インセンティブ事業、ヘルスケア事業が大きく同社の成長を牽引する見通し。

具体的な増収要因は以下の通り。

1. 福利厚生事業は、サービス単価に下落傾向が見られるものの、公務市場及び中堅中小企業向けを中心に期初会員数を順調に積み上げたことが増収に寄与(期初会員数は前期比 14.8%増)。
2. インセンティブ事業は、新規顧客向けのポイント付与拡大(前期比 291.0%増)に加えて、ポイント消化率の向上(36.1%→42.7%)を見込む。なお、新規顧客開拓は、携帯販社の他、外資系生保や製薬、自動車ディーラーなど、代理店や営業部隊を多数抱えて販売促進活動に積極的な業界をターゲットに営業拠点拡大や営業人員の増強を行う。
3. ヘルスケア事業は、今期も保健教育センターの買収効果(買収の効力発生日 12 年 7 月 1 日)が 3 カ月分増収に寄与するとともに、買収によるシナジー効果の本格的な発現を見込む。具体的には、健診予約代行から特定保健指導の実施に至るまでワンストップサービスが可能となったことにより、既存顧客に対するフルライン提供の他、新規顧客の獲得も優位に展開できるため、客数及び受注単価がともに伸びる想定。

4. パーソナル事業も、期初会員数の増加（前期比 34.5%増）が増収に寄与。
5. CRM 事業は、期初会員数は微増（前期比 1.7%増）に留まっているものの、カード会社等に対する富裕層向けの新サービス「プレミアムパッケージ」拡販により、受注単価向上を図る。
6. コストダウン事業は、前期の買収効果は剥落するものの、今期よりスタートする集中購買によるコスト削減サービスが上乘せ要因となる見込み。

なお、利益面では、前期に引き続き、サービス利用増加による原価率上昇が営業利益率の低下要因となろう。

◆ 当センター予想は会社予想よりやや控えめ

当センターは、会社予想よりやや控えめの売上高 210 億円（前期比 19.3%増）、営業利益 30 億円（同 9.8%増）を予想。部門別売上高では、福利厚生事業 121.8 億円（前期比 4.8%増）、インセンティブ事業 29.5 億円（同 95.1%増）、パーソナル事業 12.0 億円（同 34.5%増）、CRM 事業 9.0 億円（同 6.6%増）、ヘルスケア事業が 23 億円（同 32.4%増）、コストダウン事業 5.0 億円（同 44.9%増）を見込む。会社予想との主な差異は、インセンティブ事業とヘルスケア事業の伸び率を会社予想に比べて若干控えめに予想したためである。この背景は、当該 2 事業は、新規顧客開拓による増収を見込む数字が大きく、現時点で不確定要素が大きいと判断したこと。従って、今後の進捗状況を見ながら修正する可能性は否定しない。利益面では、会社予想同様原価率上昇による営業利益率低下を見込む。

> 中期予想

拡大余地の大きいインセンティブ、ヘルスケアが持続的な成長を牽引

◆ 当センターでは中期業績予想を増額修正

当センターでは、今期予想等を踏まえて、前回レポート（13 年 1 月発行）の中期業績予想を増額修正するとともに 16/3 期の業績予想を追加した。

【図表 5】 主要部門別中期業績予想

	13/3期	14/3期予	15/3期予	16/3期予
売上高	17,610	21,000	24,000	27,220
伸び率	17.7%	19.3%	14.3%	13.4%
福利厚生	11,627	12,180	12,600	12,900
インセンティブ	1,512	2,950	4,300	6,000
パーソナル	892	1,200	1,500	1,800
CRM	844	900	950	1,000
ヘルスケア	1,737	2,300	3,000	3,700
コストダウン	345	500	650	800
営業利益	2,732	3,000	3,700	4,420
利益率	15.5%	14.3%	15.4%	16.2%

(出所) 証券リサーチセンター作成

増額修正の主な理由は、近年、成長鈍化の見られた福利厚生事業において、公務市場及び中堅中小企業向け拡販による伸び率の回復が確認できたことと、著しい伸びを示すインセンティブ事業、及びヘルスケア事業の足元の状況から、その持続的な成長モデルに対して一層確信が強まったこと。

具体的には、14/3 期の売上高 190 億円→210 億円、営業利益 30 億円→30 億円 (変わらず)、15/3 期の売上高 202 億円→240 億円、営業利益 32.5 億円→37 億円に修正するとともに、16/3 期の売上高 272.2 億円、営業利益 44.2 億円を新たに追加した。当センター予想による今後 3 年間の平均成長率(CAGR)は、売上高で 15.6%、営業利益で 17.4%を見込む

投資判断

> 株主還元

◆ 中期的にも利益成長に伴う増配の公算大きい

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。13/3 期は、年 3,500 円配 (配当性向 46.0%、DOE7.9%) を決定している。これは、期初会社計画である年 3,000 円配から上方修正した額である。14/3 期も同額の年 3,500 円配 (会社予想利益に対する配当性向 39.3%) を計画。ただし、今期についても利益予想の進捗を見ながら上方修正する可能性はある。また、当センターによる中期業績予想に基づく、16/3 期の年 5,000 円配 (配当性向 39.3%) も視野に入る。

なお、同社は、上限 22,000 株 (上限 14 億円) とする自社株買いを進めていたが、13 年 2 月 6 日までに累計 16,038 株 (総額 13.9 億円) を取得して終了。また、個人株主対策として、同社サービスが利用できる株主優待を実施している。

> 株価バリュエーション

◆ 現株価水準はフェアバリュアの範囲内

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 とともにフェアバリュアと考えられる。

【図表 6】 株価バリュエーション

銘柄	ベネフィット・ワン	リロ・ホールディング
証券コード	2412	8876
決算期	3月期	3月期
予想PER 倍	17.5	13.4
実績PBR 倍	3.4	2.8
予想配当利回り%	2.3%	1.8%
純資産配当率 %	7.8%	5.0%
株価 (5/24) 円	152,000	4,455
時価総額 百万円	34,264	65,902

(注) ベネフィット・ワンの予想は証券リサーチセンター予想、リロ・ホールディングの予想は会社予想

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な適正株価水準は 190,630 円～228,760 円を想定

当センターでは、16/3 期 EPS を 12,709 円と予想しており、東証二部全銘柄今期予想基準 PER も参考にし、適正な PER を 15 倍～18 倍と仮定すると、同社の中期的な適正株価水準は 190,630 円～228,760 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

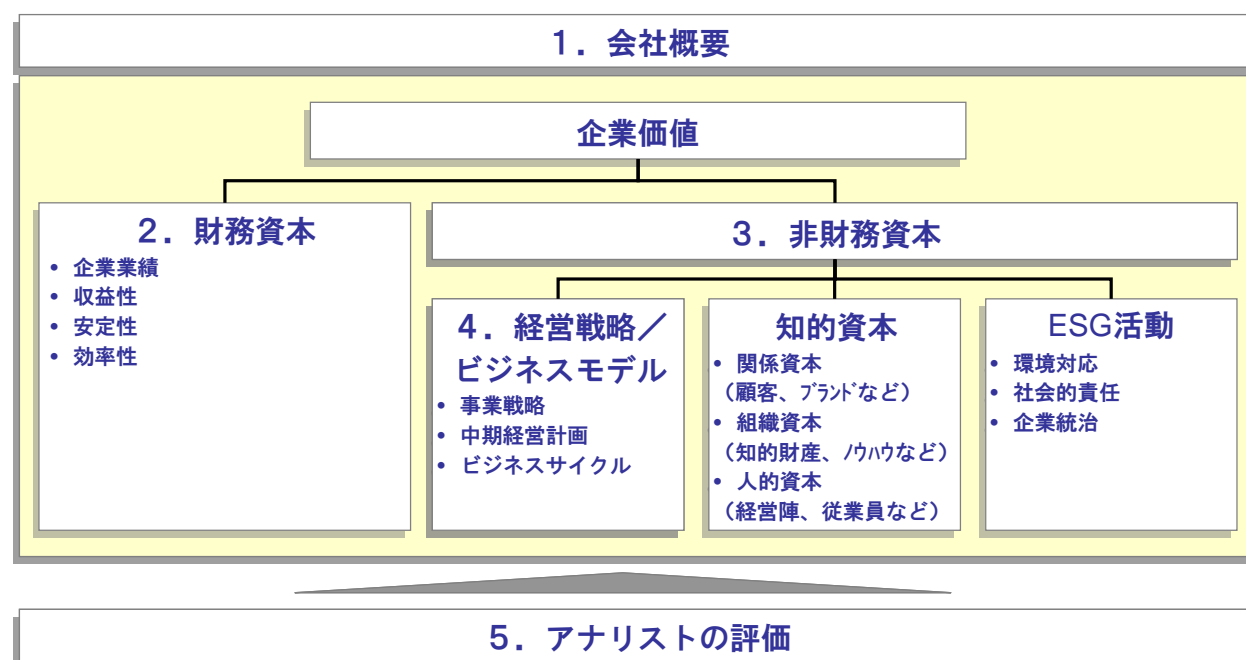
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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、投資家为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、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。