

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7月10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 20150707

ベネフィット・ワン(2412 東証二部)

発行日: 2015/7/10

**福利厚生代行サービスを軸にユーザー課金型のサービスマッチングサイトを展開
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。
- ・インセンティブ事業やパーソナル事業、ヘルスケア事業なども展開し、ユーザー課金型のサービスマッチングサイトの確立を目指している。

◆ 15年3月期決算は増収増益

- ・15/3 期決算は、売上高 21,642 百万円(前期比 6.3%増)、営業利益 3,353 百万円(同 5.8%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。利益面では、人件費の増加や一過性費用により営業利益率はほぼ横ばいとなった。

◆ 16年3月期も増収増益を見込む

- ・16/3 期業績予想について同社は、売上高が前期比 33.5%増、営業利益が同 29.7%増と大幅な増収増益を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)でも、15/3 期実績や 16/3 期会社予想等を踏まえ、業績予想を増額修正した。売上高を前期比 27.1%増、営業利益を同 25.3%増と見込んでいる。足元で好調なパーソナル事業と受注残が積み上がっているヘルスケア事業、連結対象が拡大した海外事業が業績の伸びに寄与する想定である。

◆ 中期業績予想

- ・当センターでは、15/3 期実績を踏まえ、中期業績予想も増額修正するとともに、新たに 18/3 期の業績予想を策定した。18/3 期までの成長率は売上高が年率 20.1%、営業利益が同 26.6%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、福利厚生事業との親和性の高いヘルスケア事業が同社の中期的な成長を牽引するとみている。

【主要指標】

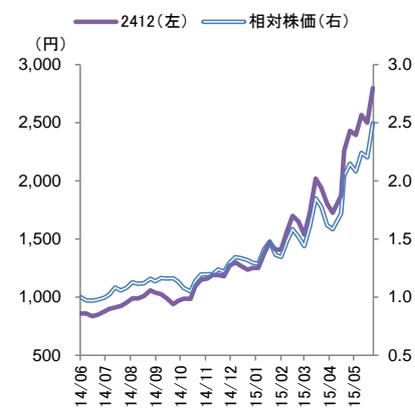
	2015/7/3
株価(円)	2,960
発行済株式数(株)	45,144,000
時価総額(百万円)	133,626

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	61.2	44.9	34.7
PBR(倍)	10.3	8.9	7.5
配当利回り(%)	0.8	0.8	1.0

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	7.8	69.5	230.0
対TOPIX(%)	6.4	63.4	157.5

【株価チャート】



【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)
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	21,642	6.3	3,353	5.8	3,343	6.3	1,983	4.8	48.4	286.1	24.0
2016/3 GE	28,900	33.5	4,350	29.7	4,350	30.1	2,780	40.2	67.8	-	24.0
2016/3 E	27,500	27.1	4,200	25.3	4,200	25.6	2,700	36.2	65.9	331.6	24.0
2017/3 E	32,200	17.1	5,500	31.0	5,500	31.0	3,500	29.6	85.4	393.0	30.0
2018/3 E	37,500	16.5	6,800	23.6	6,800	23.6	4,300	22.9	104.9	468.0	35.0

(注)GE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。2013年9月26日に株式分割(1:200)を実施、1株指標は株式分割修正後

アップデート・レポート

2/17

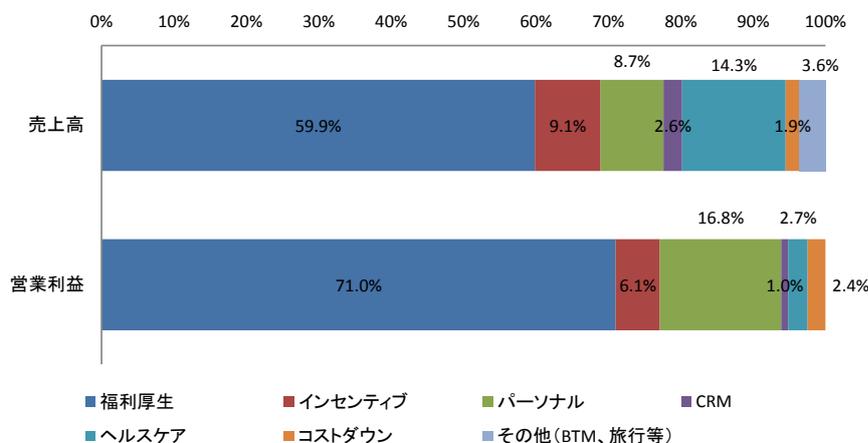
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的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

> 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727万人（内、福利厚生会員数379万人）を誇っている（15年4月1日現在）。

【図表1】事業別売上高及び営業利益の構成（15/3期実績）



(注) 営業利益構成比は赤字事業を除く

(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（インバウンド）事業」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59.9%、営業利益（赤字事業を除く）の71.0%を占める（15/3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（15/3期末現在）。また、持分法適用関連会社には、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Chunghwa Benefit One Co., Ltd.（以下、中華ベネフィット・ワン）を

含めて合計2社がある。なお、非連結子会社には、12年10月に設立した Benefit One USA, Inc. (以下、ベネフィット・ワン USA)、14年1月に設立した Benefit One (Thailand) Co., Ltd. (以下、ベネフィット・ワン タイランド)、14年5月に設立した PT.BENEFIT ONE INDONESIA (以下、ベネフィット・ワン インドネシア)、15年1月に設立した Benefit One Deutschland GmbH (以下、ベネフィット・ワン ドイツ) の合計4社があるが、16/3期からはすべて連結化される予定である。

【 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(インバウンド)	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 海外拠点を活かして、外国人旅行者向けのサービス(インバウンド)も手掛ける
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、非連結子会社4社、持分法適用関連会社2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。

また、潜在的な市場規模の大きなコストダウン事業やBTM事業、外国人旅行者の増加に伴い市場拡大が見込まれているインバウンド(旅行)事業にも注力しているほか、15年4月からはジャックスとの提

携によりギフトカード事業も開始した。既存の取引先(福利厚生会員企業や団体)に対して「VISA プリペイドカード」を法人向けギフトカードとして提案及び販売している。

◆ 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、台湾最大手の電気通信業者、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。

14年5月にも、ベネフィット・ワン アジアを通じてインドネシアに子会社を設立すると、15年1月には欧州圏では初めてとなるドイツにも子会社を設立した。

> 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。

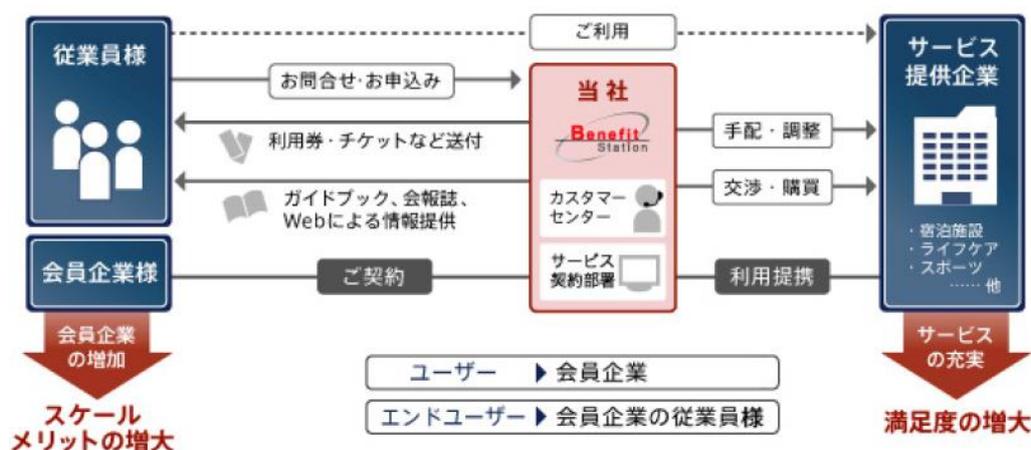
1) 福利厚生事業

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

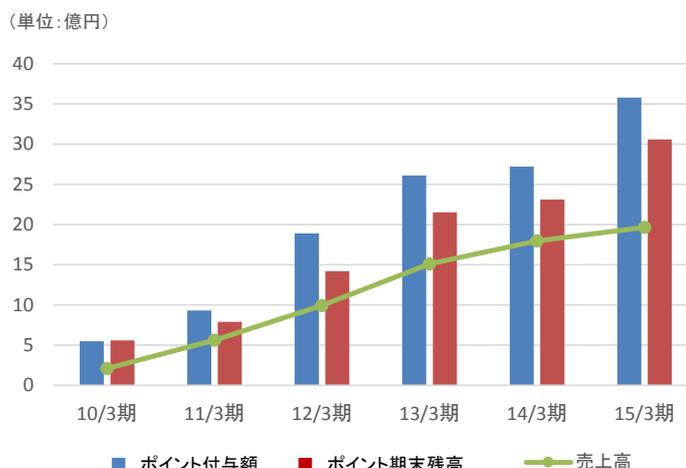


(出所) ベネフィット・ワン

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、ポイント付与時に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 160 万人となっている（15 年 4 月 1 日現在）。

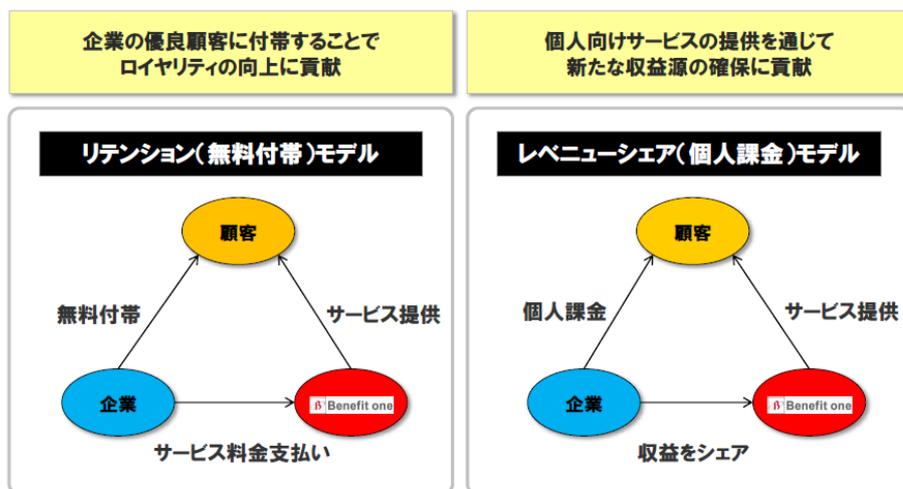
4) パーソナル事業

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 188 万人となっている（15 年 4 月 1 日現在）。

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「食バタイム」^{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。

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。

【 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

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。同社は、福利厚生と特定保健診断及び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。

同社は、「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。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。

また、15年4月には、一般消費者向けダイエットプログラム「ハピルスダイエット」^{注3}を開始し、これまでの保健指導実績とノウハウを活かした B to C 事業にも本格参入した。

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。

注3) 遺伝子検査結果や生活・食習慣のヒヤリングをもとに管理栄養士等の専門スタッフがダイエットサポートを行う。

> 強み・弱みの分析

注4) 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

同社の最大の強みは、業界トップクラスの会員基盤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を有しているところにあると考えられる。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より、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、ネットワーク外部性^{注4)}が働くことから、サービスマッチングのプラットフォームの価値を更に高めることに繋がる。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45.3%、また、公務団体における同社のシェアでも46.6%を占めている(15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に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、福利厚生事業との親和性が高く、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 ・サービス間のクロスセルによるシナジー効果
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ・長期的に国内需要が低下する懸念 ・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 ・プラットフォームのB to Cへの展開 ・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月期決算の概要

15/3 期決算は、売上高 21,642 百万円 (前期比 6.3%増)、営業利益 3,353 百万円 (同 5.8%増)、経常利益 3,343 百万円 (同 6.3%増)、当期純利益 1,983 百万円 (同 4.8%増) と増収増益となった。ただ、会社予想及び証券リサーチセンター (以下、当センター) 予想を売上高、各利益ともに下回った。

部門別売上高で見ると、主力の福利厚生事業が堅調に推移したことに加え、パーソナル事業が会員数の大幅な増加により想定以上に伸ばしたことが増収に寄与した。一方、導入ニーズが拡大しているインセンティブ事業は大きく伸びたものの、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、新規獲得案件のスタート時期の遅れなどから減収となるとともに計画に対しても未達となった。

注 5) 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 6) BPR とはビジネスプロセス・リエンジニアリングの略で、業績向上等を目的として、業務内容や業務フロー、組織構造などを全面的に見直し、再設計することである。

利益面では、宿泊補助金負担^{注5}が想定を下回ったことや、BPR^{注6}の推進による労務費の伸び抑制により原価率が低下したものの、営業体制強化による人件費や業容拡大に伴う業務委託量の増加、オフィス移転関連の一過性費用により販管費率が上昇したことから営業利益率は 15.5%と前期 (15.6%) とほぼ同水準にとどまった。

財務面では、総資産が業容拡大に伴う流動資産 (売掛金、未収入金等) の増加や情報システム投資による固定資産の増加により 20,564 百万円 (前期末比 11.3%増) に拡大した一方、自己資本も内部留保の積み増しにより 11,723 百万円 (前期末比 12.0%増) に増加したことから、自己資本比率は 57.0% (前期末は 56.7%) と僅かながら改善した。

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 12,959 百万円 (前期比 4.5%増)、営業利益 2,530 百万円 (同 2.8%増) と増収増益となった。一方、会社計画及び当センター予想に対しては売上高が未達となったものの、営業利益は上回った。人手不足感が追い風となる中で、大手企業や官公庁に加えて、中堅・中小企業の開拓に注力したことが会員数の伸びに繋がった。ただ、公務大型団体の導入先送りの影響から会員数及び売上高ともに計画には届かなかった。利益面では、天候不順の影響等で宿泊需要が減ったことから同社が負担する宿泊補助金が想定を下回ったことや、松山オペレーションセンターにおける BPR 推進による労務費の伸び抑制により計画を上回る増益となった。

インセンティブ事業は、売上高 1,965 百万円 (前期比 9.4%増)、営業利益 217 百万円 (同 84.5%増) と増収増益であったが、売上高、営業利益ともに会社計画及び当センター予想を下回った。前期から積み上

注 7) 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 8) 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。

注 9) 「とく放題」は、ソフトバンクグループのサービス利用者(「YAHOO! BB」等)向けに、同社のサービスプラットフォームをカスタマイズしたものであり、様々な特典を利用できるサービス(月額 500 円)となっている。

注 10) 中華ベネフィット・ワンは持分法適用関連会社

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、新規案件開始の期ずれや交換率が計画に届かなかったことから、ポイント付与及び交換量ともに計画を下回った。利益面でも、交換差益率^{注7}の向上や退蔵益^{注8}の増加により利益率は計画を上回ったものの、売上高が未達となったことで利益額では計画を下回った。

パーソナル事業は、売上高 1,879 百万円(前期比 62.2%増)、営業利益 597 百万円(同 52.2%増)と大幅な増収増益となり、会社計画及び当センター予想も上回った。携帯電話販売代理店を中心とした会員獲得が計画を上回ったことが業績の伸びに寄与した。また、15 年 2 月からはソフトバンクグループへの新たなサービス提供(とく放題^{注9})を開始した。本格的な業績貢献は 16/3 期からとなるが、4 月 1 日時点で約 20 万人の会員増に結びついており、足元でさらに拡大を続けている模様である。

ヘルスケア事業は、売上高 3,100 百万円(前期比 7.1%減)、営業利益 96 百万円(同 46.2%減)と減収減益となり、売上高、営業利益ともに会社計画及び当センター予想を下回った。新規獲得案件のスタート時期の遅れ等により、健診代行や特定保健指導が想定を下回った。また、新たなサービスであるデータヘルス計画も本格的な業績貢献には至っていない。利益面でも、減収による利益の下押しに加え、事業拡大に向けた営業体制増強や基幹システムの稼働の遅れなどにより費用が増加したことから減益となった。

15/3 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^{注10})が連結化された海外事業は、売上高 32 百万円、営業損失 96 百万円と売上高、営業利益ともに会社計画(及び当センター予想)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、世界的な人手不足感を背景として、インセンティブ事業を中心に引き合いは拡大している模様である。

【 図表 7 】 15 年 3 月期決算の概要

(単位：百万円)

	14/3期 (実績)		15/3期 (実績)		増減		15/3期 当センター予想	乖離率	15/3期 会社計画		達成率	
		構成比		構成比		増減率				構成比		
売上高	20,356		21,642		1,286	6.3%	22,730		-4.8%	23,500	92.1%	
福利厚生	12,399	60.9%	12,959	59.9%	560	4.5%	13,100	57.6%	-1.1%	13,098	98.9%	
インセンティブ	1,796	8.8%	1,965	9.1%	169	9.4%	2,400	10.6%	-18.1%	3,002	65.5%	
パーソナル	1,158	5.7%	1,879	8.7%	721	62.2%	1,850	8.1%	1.6%	1,633	115.1%	
CRM	631	3.1%	552	2.6%	-79	-12.5%	600	2.6%	-8.0%	785	70.3%	
ヘルスケア	3,336	16.4%	3,100	14.3%	-237	-7.1%	3,400	15.0%	-8.8%	3,421	90.6%	
コストダウン	369	1.8%	405	1.9%	36	9.8%	500	2.2%	-19.0%	519	78.2%	
BTM	71	0.3%	94	0.4%	23	32.8%	100	0.4%	-6.0%	127	74.6%	
インバウンド	29	0.1%	29	0.1%	0	0.7%	50	0.2%	-42.0%	51	57.2%	
海外	-	-	32	0.1%	32	-	50	0.2%	-36.0%	270	11.9%	
売上原価	12,818	63.0%	13,289	61.4%	471	3.7%	14,130	62.2%	-6.0%	-	-	
売上総利益	7,538	37.0%	8,352	38.6%	814	10.8%	8,600	37.8%	-2.9%	-	-	
販管費	4,368	21.5%	4,999	23.1%	631	14.4%	5,000	22.0%	0.0%	-	-	
営業利益	3,169	15.6%	3,353	15.5%	184	5.8%	3,600	15.8%	-6.9%	3,620	92.6%	
福利厚生	2,461	19.8%	2,530	19.5%	68	2.8%	-	-	-	2,428	18.5%	
インセンティブ	118	6.6%	217	11.0%	99	84.5%	-	-	-	304	10.1%	
パーソナル	392	33.9%	597	31.8%	205	52.2%	-	-	-	469	28.7%	
CRM	57	9.0%	35	6.3%	-22	-38.5%	-	-	-	94	12.0%	
ヘルスケア	179	5.4%	96	3.1%	-83	-46.2%	-	-	-	250	7.3%	
コストダウン	75	20.3%	87	21.5%	12	16.0%	-	-	-	150	28.9%	
BTM	10	14.1%	6	6.4%	-4	-41.8%	-	-	-	31	24.4%	
インバウンド	-6	-20.7%	-6	-20.7%	0	0.0%	-	-	-	11	21.6%	
海外	-	-	-96	-	-96	-	-	-	-	-54	-	
経常利益	3,145	15.4%	3,343	15.4%	198	6.3%	3,600	15.8%	-7.1%	3,600	92.9%	
純利益	1,892	9.3%	1,983	9.2%	91	4.8%	2,200	9.7%	-9.9%	2,250	88.2%	
期初会員数(万人)	647		602		-45	-7.0%	602		-	602	-	
福利厚生	326		347		21	6.4%	347		-	347	-	
パーソナル	78		103		25	32.1%	103		-	103	-	
CRM	243		153		-90	-37.0%	153		-	153	-	
翌期初会員数(万人)	602		727		125	20.8%	810		-10.2%	810	89.8%	
福利厚生	347		379		32	9.2%	473		-19.9%	473	80.1%	
パーソナル	103		188		85	82.5%	166		13.3%	166	113.3%	
CRM	153		160		7	4.6%	171		-6.4%	171	93.6%	
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			23.1		
付与	27.2		35.8		8.6		35.0			41.7		
既存	22.8		31.1		8.3		25.0			29.7		
新規	4.5		4.7		0.2		10.0			12.0		
付与ポイント累計額	48.7		58.9		10.2		58.1			64.7		
交換率	43.8%		41.1%		-2.7%		48.0%			53.6%		
総資産	18,480		20,564		2,084	11.3%						
自己資本	10,470		11,723		1,253	12.0%						
自己資本比率	56.7%		57.0%		0.3%							

(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 16 年 3 月期業績予想

16/3 期業績予想について同社は、売上高 28,900 百万円（前期比 33.5% 増）、営業利益 4,350 百万円（同 29.7% 増）、経常利益 4,350 百万円（同 30.1% 増）、当期純利益 2,780 百万円（同 40.2% 増）と大幅な増収増益を見込んでいる。

すべての事業が伸長する計画である。特に、主力の福利厚生事業が堅調に推移するとともに、足元で会員数が大きく伸びているパーソナル事業や、導入ニーズが拡大しているインセンティブ事業、前期からの期ずれ分を含めて受注残が積み上がっているヘルスケア事業の 3 つの事業が業績の伸びを牽引する想定となっている。また、新たに米国、タイ、インドネシア、ドイツが連結対象となる海外事業も増収に大きく寄与する見込みである。

利益面では、情報システム投資やオフィス改装工事に係る費用のほか、海外事業の先行費用等により費用が増加するものの、増収や BPR 推進の効果により営業利益率は 15.1%と前期（15.5%）よりも若干低下すると想定している。

◆ 証券リサーチセンターによる 16 年 3 月期業績予想

当センターでは、15/3 期実績や 16/3 期の会社予想等を分析したうえで、業績予想を増額修正した。修正後の業績予想として、売上高 27,500 百万円（前期比 27.1% 増）、営業利益 4,200 百万円（25.3% 増）と会社予想を若干下回るものの、高い伸び率を見込んでいる。

増額修正した理由は、ソフトバンクグループへのサービス提供（とく放題）により会員数が大きく伸びているパーソナル事業と受注残が大きく積み上がっているヘルスケア事業を見直したことや、連結対象が拡大する海外事業によるものである。一方、15/3 期実績が当センター予想を下回ったインセンティブ事業は減額修正したものの、伸び率には大きな変更はなく、会社予想とほぼ同水準の予想とした。

主要な事業別売上高予想とその前提条件は以下の通りである。

福利厚生事業は、売上高 13,700 百万円（前期比 5.7% 増）を見込んでいる。前期実績が若干想定を下回ったものの、期初会員数が前期比 9.2% 増と順調に積み上がっていることから、前回予想を据え置いた。また、会員数についても、代理店施策等チャネルの拡大やプロモーション強化により、人手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が順調に進むことから、翌期初会員数は 420 万人（前期比 10.8% 増）に拡大するものと予想した。ただ、売上高及び会員数ともに会社予想を下回る水準となっている。

インセンティブ事業は、売上高 3,000 百万円（前期比 52.7%増）と会社予想と同水準を見込んでいる。前期実績が想定を下回ったことから、減額修正したものの、伸び率には大きな変更なく、依然として 50%を超える高い水準を予想する。福利厚生事業を手掛ける同業他社の参入がみられるものの、人材確保や販売員向けのモチベーション向上を目的として導入ニーズが拡大していることから、むしろ市場拡大を後押しするものと考えられる。

パーソナル事業は、売上高 3,000 百万円（前期比 59.7%増）を見込んでいる。前期実績が若干想定を上回ったことに加え、期初会員数が前年同期比 82.5%増と大幅に拡大していることから、増額修正した。また、会員数についても、足元で好調に推移しているソフトバンクグループへのサービス提供を中心として大きく伸びる想定から、翌期初会員数は 270 万人（前期比 43.6%増）に拡大するものと予想した。売上高は会社予想を下回るものの、会員数はほぼ会社予想と同水準となっている。

ヘルスケア事業は、売上高 5,000 百万円（前期比 61.3%増）と会社予想と同水準を見込んでいる。前期実績が想定を下回ったものの、前期からの期ずれ分を含めて受注残が積み上がっていることから、増額修正した。今期についても、健康経営の本格化やデータヘルス計画やストレスチェックの義務化など国策の動きが大きな事業機会になるものと捉えており、高い成長率が継続するものとみている。

海外事業は、650 百万円（前期は 32 百万円）と会社予想と同水準を見込んでいる。今期より新たに連結対象が拡大することから大きく伸長するものと予想している。

【 図表 8 】 16 年 3 月期の業績予想

(単位：百万円)

	15/3期 (実績)		16/3期 当センター予想				増減率		16/3期 会社計画	増減率	
	金額	構成比	前回予想		修正後		前回予想	修正後			
			金額	構成比	金額	構成比					
売上高	21,642		25,700		27,500		13.1%	27.1%	28,900	33.5%	
福利厚生	12,959	59.9%	13,700	53.3%	13,700	49.8%	4.6%	5.7%	14,060	48.7%	8.5%
インセンティブ	1,965	9.1%	3,600	14.0%	3,000	10.9%	50.0%	52.7%	3,004	10.4%	52.9%
パーソナル	1,879	8.7%	2,100	8.2%	3,000	10.9%	13.5%	59.7%	3,658	12.7%	94.7%
CRM	552	2.6%	650	2.5%	600	2.2%	8.3%	8.7%	692	2.4%	25.5%
ヘルスケア	3,100	14.3%	4,100	16.0%	5,000	18.2%	20.6%	61.3%	5,000	17.3%	61.3%
コストダウン	405	1.9%	600	2.3%	550	2.0%	20.0%	35.8%	551	1.9%	35.9%
BTM	94	0.4%	-	-	120	0.4%	-	27.7%	124	0.4%	31.4%
インバウンド	29	0.1%	-	-	250	0.9%	-	-	269	0.9%	-
海外	32	0.1%	100	0.4%	650	2.4%	100.0%	-	684	2.4%	-
売上原価	13,289	61.4%	16,200	63.0%	17,000	61.8%	14.6%	27.9%	-	-	-
売上総利益	8,352	38.6%	9,500	37.0%	10,500	38.2%	10.5%	25.7%	-	-	-
販管費	4,999	23.1%	5,400	21.0%	6,300	22.9%	8.0%	26.0%	-	-	-
営業利益	3,353	15.5%	4,100	16.0%	4,200	15.3%	13.8%	25.3%	4,350	15.1%	29.7%
福利厚生	2,530	19.5%	-	-	-	-	-	-	2,800	19.9%	10.7%
インセンティブ	217	11.0%	-	-	-	-	-	-	366	12.2%	68.6%
パーソナル	597	31.8%	-	-	-	-	-	-	908	24.8%	52.2%
CRM	35	6.3%	-	-	-	-	-	-	80	11.6%	127.2%
ヘルスケア	96	3.1%	-	-	-	-	-	-	270	5.4%	180.6%
コストダウン	87	21.5%	-	-	-	-	-	-	150	27.2%	72.4%
BTM	6	6.4%	-	-	-	-	-	-	25	20.2%	328.3%
インバウンド	-6	-20.7%	-	-	-	-	-	-	0	0.0%	-
海外	-96	-	-	-	-	-	-	-	-144	-	-
経常利益	3,343	15.4%	4,100	16.0%	4,200	15.3%	13.8%	25.6%	4,350	15.1%	30.1%
純利益	1,983	9.2%	2,500	9.7%	2,700	9.8%	13.6%	36.2%	2,780	9.6%	40.2%
期初会員数(万人)	602		-		727		-	20.8%	727	20.8%	
福利厚生	347		-		379		-	9.2%	379	9.2%	
パーソナル	103		-		188		-	82.5%	188	82.5%	
CRM	153		-		160		-	4.6%	160	4.6%	
翌期初会員数(万人)	727		-		870		-	19.7%	900	23.8%	
福利厚生	379		-		420		-	10.8%	442	16.6%	
パーソナル	188		-		270		-	43.6%	277	47.3%	
CRM	160		-		180		-	12.5%	181	13.1%	
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	23.1								30.6		
付与	35.8								54.6		
既存	31.1								33.7		
新規	4.7								20.9		
付与ポイント累計額	58.9								85.3		
交換率	41.1%								41.4%		

(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(96年から)、新規事業による多角化を推進した第2ステージ(06年から)を経て、新たなステージである第3ステージ(14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2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11}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、2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11) 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期実績や16/3期の業績予想を踏まえ、中期業績予想も増額修正するとともに、新たに18/3期業績予想を策定した。17/3期の業績予想については、パーソナル事業とヘルスケア事業、海外事業を増額修正したことから、全体的な伸び率の水準を引き上げた。一方、インセンティブ事業は、15/3期実績が想定を下回ったことから減額修正したものの、伸び率の前提に変更はない。

また、利益面では、増収による固定費負担の軽減に加えて、BPR推進の効果や海外事業の黒字化等により、営業利益率は年々上昇するものと想定した。

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見方に変更はなく、18/3期までの成長率は、売上高が年率20.1%、営業利益が同26.6%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)

	15/3期		16/3期		17/3期		18/3期 予想	成長率
	実績		予想		予想			
	前回		前回	修正後	前回	修正後		
売上高	22,730	21,642	25,700	27,500	28,900	32,200	37,500	20.1%
伸び率	11.7%	5.3%	13.1%	27.1%	12.5%	17.1%	16.5%	
福利厚生	13,100	12,959	13,700	13,700	14,300	14,500	15,400	5.9%
伸び率	5.7%	4.5%	4.6%	5.7%	4.4%	5.8%	6.2%	
インセンティブ	2,400	1,965	3,600	3,000	4,900	4,100	5,500	40.9%
伸び率	33.6%	9.4%	50.0%	52.7%	36.1%	36.7%	34.1%	
パーソナル	1,850	1,879	2,100	3,000	2,400	4,100	5,500	43.0%
伸び率	59.8%	62.2%	13.5%	59.7%	14.3%	36.7%	34.1%	
CRM	600	552	650	600	700	650	700	8.2%
伸び率	-4.9%	-12.5%	8.3%	8.7%	7.7%	8.3%	7.7%	
ヘルスケア	3,400	3,100	4,100	5,000	4,900	6,000	7,200	32.4%
伸び率	1.9%	-7.1%	20.6%	61.3%	19.5%	20.0%	20.0%	
コストダウン	500	405	600	550	700	650	700	20.0%
伸び率	35.5%	9.8%	20.0%	35.8%	16.7%	18.2%	7.7%	
海外	50	32	100	650	150	700	750	-
伸び率	-	-	100.0%	-	50.0%	7.7%	7.1%	
営業利益	3,600	3,353	4,100	4,200	4,800	5,500	6,800	26.6%
利益率	15.8%	15.5%	16.0%	15.3%	16.6%	17.1%	18.1%	

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 16年3月期も前期と同額の年24円配を予定

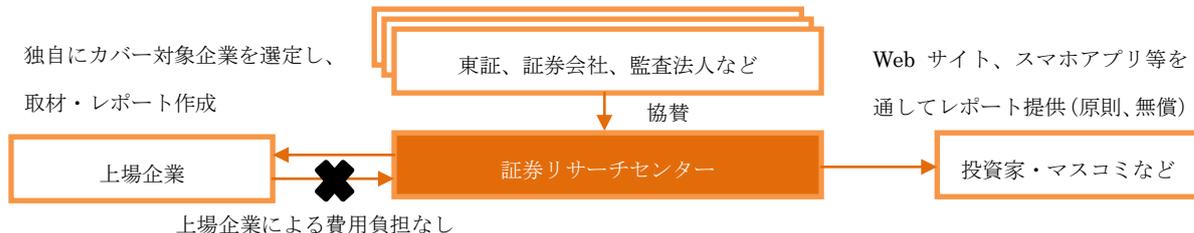
同社の利益配分は「年間の純資産配当率 (DOE) を5%以上とすることに加えて、配当性向 40%台を目処に運営を心掛け、継続的かつ安定的な配当を行うこと」を基本としている。14/3期は年21円配 (配当性向 45.4%、DOE8.7%) であった。

15/3期については、期初会社予想の年21円配を増額修正し、前期比3円増の年24円配 (配当性向 49.6%、DOE8.9%) を実施した。16/3期も15/3期と同額の年24円配 (配当性向 35.4%) を予定している。当センターでは、利益成長に伴う増配余地は十分にあると考えている。

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。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ **協賛会員**

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「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

■ **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

本レポートの構成

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、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。