ホリスティック企業レポート
ウェルビー
6556　東証マザーズ

ベーシック・レポート
2018年8月3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 20180731

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

ウェルビー（6556 東証マザーズ） 発行日：2018/8/3

障害者への就労移行支援など、障害福祉サービスを展開
首都圏及び人口の多い地方都市への出店や就労定着支援の強化により成長を目指す

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

1. 会社概要

・ウェルビー（以下、同社）は、障害福祉サービスとして就労移行支援事業所（ウェルビー）の運営に加えて、児童発達支援事業所（ハビー）や放課後等デイサービス（ハビープラス）の運営を行っており、利用者からの一部負担金のほか、行政から報酬を受領する収益モデルとなっている。

2. 財務面の分析

・18/3 期決算は、売上高が 4,364 百万円（前期比 52.7%増）、営業利益が 1,012 百万円（同 86.8%増）と計画を上回る増収増益となった。拠点数の拡大や就職定着実績に応じた報酬単価の上昇が業績の伸びに寄与した。

・19/3 期の業績予想について同社は、売上高を 5,565 百万円（前期比 27.5%増）、営業利益を 1,295 百万円（同 27.8%増）と、増収増益を見込んでいる。新規拠点の開設は 14 拠点を計画している。

・証券リサーチセンター（以下、当センター）でも、これまでの展開スピード等から会社予想の達成は十分に可能であると判断し、同社予想と同水準の業績を予想する。

3. 非財務面の分析

・同社の強みは、未就学児から成人までの年齢層に対する切れ目のない障害福祉サービスの提供に加えて、業務マニュアル等による一定水準以上のサービス品質や地域とのネットワーク（連携）にあると考えられる。

4. 経営戦略の分析

・同社の成長軸は、1）ウェルビーの継続的拡大と、2）ハビー及びハビープラスの出店加速である。

・首都圏及び人口の多い地方都市への出店、資格保有者の育成、就労定着支援サービスの強化などにより事業拡大を目指す

5. アナリストの評価

・当センターでは 21/3 期までの成長率として、売上高を年率 24.4%、営業利益を同 28.2%と予想する。拠点数の拡大や報酬単価の上昇が業績の伸びをけん引すると想定している。

・今回の報酬改定による影響のほか、M&A を含む新規事業への投資などが業績の変動要因となる可能性にも注意が必要である。

【主要指標】

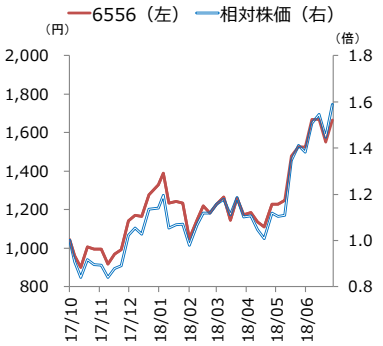
	2018/7/27
株価 （円）	1,783
発行済株式数 （株）	26,550,000
時価総額 （百万円）	47,339

	前期実績	今期予想	来期予想
PER （倍）	66.3	56.8	42.4
PBR （倍）	25.8	19.3	13.9
配当利回り（%）	0.4	0.3	0.4

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12カ月
リターン （%）	15.0	60.5	-
対TOPIX（%）	12.1	60.6	-

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2017/10/10

【 6556 ウェルビー 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)
2017/3	2,858	61.0	542	273.7	537	267.7	342	232.3	14.4	20.8	0.0
2018/3	4,364	52.7	1,012	86.8	1,042	94.2	704	105.8	26.9	69.1	8.0
2019/3 CE	5,565	27.5	1,295	27.9	1,291	23.8	834	18.4	31.4	-	6.0
2019/3 E	5,565	27.5	1,295	27.9	1,291	23.8	834	18.4	31.4	92.5	6.0
2020/3 E	7,000	25.8	1,720	32.8	1,718	33.1	1,118	34.1	42.1	128.6	8.0
2021/3 E	8,400	20.0	2,130	23.8	2,130	24.0	1,380	23.4	52.0	172.6	10.0

（注1） CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想
（注2） 2016年6月22日付けで1：100,000、及び2018年4月1日付けで1：3の株式分割を実施。1株当たりの指標は遡って修正

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。

目次

1. 会社概要
- 事業内容
- ビジネスモデル
- 業界環境と競合
- 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析
- 過去の業績推移
- 類似企業との比較

3. 非財務面の分析
- 知的資本分析
- ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析
- 対処すべき課題
- 今後の事業戦略

5. アナリストの評価
- 強み・弱みの評価
- 経営戦略の評価
- 今後の業績見通し
- 投資に際しての留意点

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。

1. 会社概要

＞ 事業内容

◆ 障害者への就労支援など、障害福祉サービスを展開

ウェルビー（以下、同社）は障害福祉サービスとして、「就労移行支援事業」と「療育事業」を展開している（図表 1）。両事業ともに、利用者から一部負担金を受領し、差額は国民健康保険団体連合会等の行政から報酬を受け取る収益モデルとなっている。

創業来の事業である「就労移行支援事業」は、「障害者総合支援法」に基づくサービスであり、就労移行支援事業所（ウェルビー）の運営を通じて、一般就労等を希望する障害や難病のある人（18 歳以上 65 歳未満）へ、就労に必要な知識及び能力向上のための職業訓練や求職活動支援を行っている。17 都道府県に 63 拠点（うち、ウェルビー58 拠点）を展開し、売上構成比は 87.2%を占める（18/3 期）。

14 年から開始した「療育事業」は、「児童福祉法」に基づくサービスであり、発達障害を持つ未就学児を対象とした児童発達支援事業所（ハビー）のほか、小学校、中学校、高校生を対象とした放課後等デイサービス事業所（ハビープラス）を運営している。首都圏及び近畿地方に 19 拠点（ハビー16 教室、ハビープラス 3 教室）を持ち、売上構成比は 12.8%となっている（18/3 期）。

未就学児から 65 歳未満の成人までの年齢層に対する切れ目のない障害福祉サービスを提供している点が同社の特徴であり、障害者への就労支援に対する需要や社会的な意識が高まる中で、一定水準以上のサービス品質を維持しながら拠点数の拡大を図り、高い成長性を実現してきた。また、政策的な後押し（法定雇用率の引き上げや就職定着実績に応じた報酬体系への移行等）も同社にとって追い風になっていると考えられる。

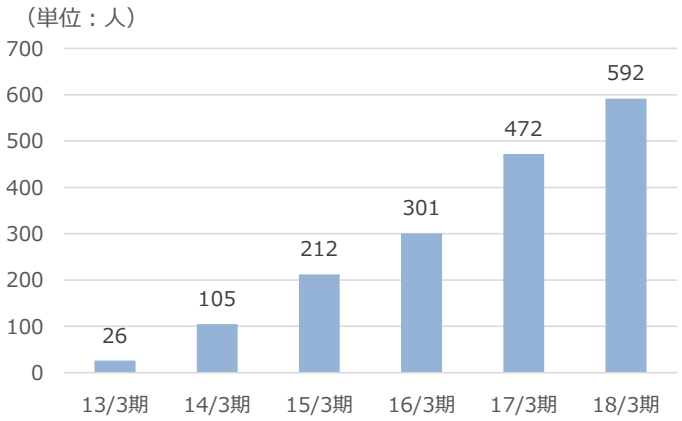
【 図表 1 】事業概要

（出所）ウェルビー決算説明会資料

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。

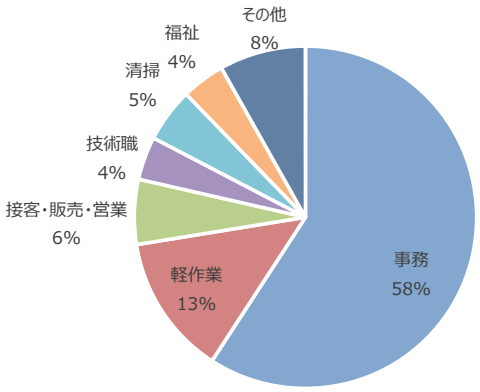
主力の「就労移行支援事業」における就職者数（累計）は 1,708 名（18/3 期末）となっており、拠点数の拡大とともに年々増加してきた（図表 2）。なお、職種別では、事務職の比率が一番高く 58%を占める（図表 3）。また、疾患別では、総合失調症が 20%、うつ病が 20%、発達障害が 18%で上位を構成している（図表 4）。

【 図表 2 】年度別就職者数



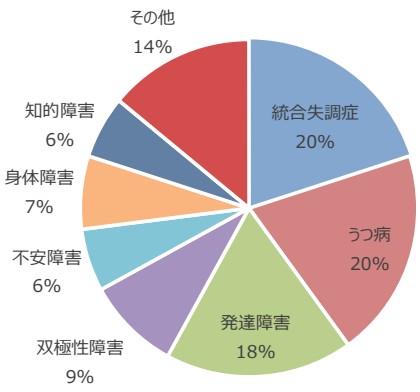
（出所）ウェルビー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 3 】職種別就職先（累計）



（出所）ウェルビー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 4 】疾患別就職実績（累計）



（出所）ウェルビー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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。

＞ ビジネスモデル

◆ 拠点数及び利用者の拡大が業績の伸びをけん引

同社の成長は拠点数及び利用者の拡大によって牽引される。なお、主力のウェルビーの定員数は 20 名、ハビー及びハビープラスの定員数は各々10 名であるため、フル稼働の状態ではハビーとハビープラスの売上高はウェルビーの半分程度となる。また、利用者 1 人当たり報酬単価の上昇も業績の伸びに寄与する。

同社施設の利用料金は、前述のとおり、利用者からの一部負担金（自己負担金）のほか、国民健康保険団体連合会等の行政から受領する報酬によって成り立っている。

ウェルビー利用者の自己負担金については、世帯所得（親の分は含まず）に応じて負担上限月額が設定されており、同社を利用する世帯で自己負担金があるのは利用世帯全体の 1 割程度にすぎない[注1]。一方、行政からの報酬（今回の改定前）[注2]は、「基本報酬」と就労後の定着実績に応じた「加算部分」[注3]で構成されるが、政策的に「加算部分」の割合を高める（就職定着率の実績を重視する）方向に進んできた。18 年 4 月の改定では「加算部分」が廃止された一方、「就労定着支援サービス」が新設され、これまで以上に就労後の定着実績に応じて増減する報酬体系[注4]に移行したと言える。

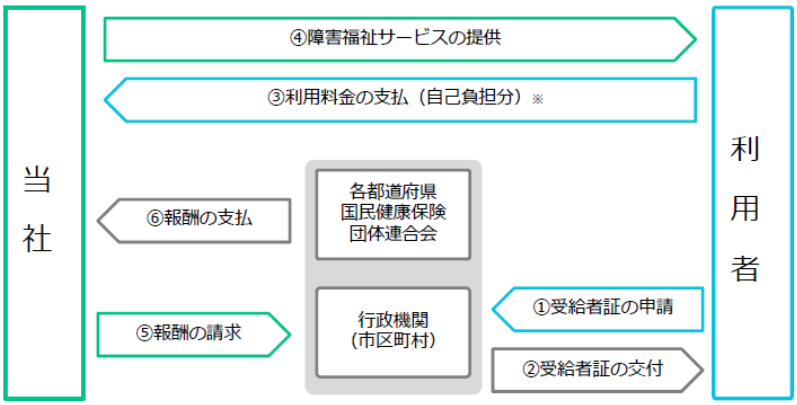
注 1）一方、ハビー及びハビープラスについては、ほぼすべての利用者から自己負担金を受け取っている。

注 2）3 年ごとに報酬改定が実施されるが、最近では 18 年 4 月に改定が行われている。

注 3）今回の改定前の報酬体系（15 年 4 月改定）では約 30%が「加算部分」となっていた（それ以前の「加算部分」は約 20%）。

注 4）18 年 4 月の報酬改定により、これまでの「就労移行支援サービス」における「就労定着支援体制加算」（定着実績に応じた加算部分）が廃止され、基本報酬そのものが定着実績（就職後 6 カ月以上）に応じて増減する体系に変更された。また、「加算部分」が廃止された代わりに、新たに「就労定着支援サービス」が設けられ、そこでは過去 3 年間の就職定着率に応じた基本報酬を受け取ることができるようになった。したがって、「就労移行支援サービス」においては、6 カ月以上の定着者を毎年コンスタントに輩出することがより重要となったことに加え、新設された「就労定着支援サービス」についても、就職定着率をさらに高めていくことが求められていることから、これまで以上に就労後の定着実績に応じた報酬体系に改定されたと言える。

【 図表 5 】収益モデル



※ 障害福祉サービスの利用料金は、世帯所得に応じて月額負担上限が設定

（出所）ウェルビー決算説明会資料

◆ 本社経費等の間接費が小さいコスト構造

同社の費用構造は、原価率が 60%程度で推移する一方、販管費率は 20%程度に収まっており、それが同社の営業利益率の高さを支えてきた。特に、本社経費等の固定費や広告宣伝費が少ないところに特徴が

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。

ある。なお、新規開設に係る初期投資（入居保証金のほか、備品や内装等）[注5]は約 13 百万円程度であり、単月黒字化までの期間はウェルビーが 1 年程度、ハビーが半年程度となっている。初期投資が同水準であるにもかかわらず、定員数の少ないハビーのほうが単月黒字化までの時間が短いのは、稼働率が比較的早く高まることが理由である。

注 5）ウェルビーでは研修用 PC などの備品費用、ハビーでは子供仕様の内装費用などが含まれる。

◆ ビジネスモデルにおける優位性

1）切れ目なく全ての年齢層へ障害福祉サービスを提供

ウェルビーのほか、ハビー及びハビープラスの運営を通じて、未就学児から成人までの、全ての年齢層に対して障害福祉サービスを提供しており、長期にわたる継続的な支援が可能となっている。特に、幼少期からの早期療育活動が二次障害[注6]の予防に効果的であり、それが将来の就職や職場定着率の高さに寄与していると考えられる。

注 6）子どもが抱えている困難さを周囲が理解して対応しきれていないために、本来抱えている困難さとは別の二次的な情緒や行動の問題が出てしまうこと

2）より幅広い障害者へのサービス提供

15 年 11 月に開設した「特定相談支援事業所ウェルビー北千住駅前センター」では、障害者向けの基本相談支援と計画相談支援の 2 つのサービスを提供している。障害福祉サービスを利用する前段階として、利用者に適した「サービス等利用計画」を作成し、その後も定期的にモニタリングするものであり、多様な支援を通じた障害者との接点拡大にも取り組んでいる。

3）カリキュラム・業務マニュアルの充実

創業来、業務マニュアルの継続的改善に取り組んできたことが一定水準以上のサービス品質をもたらしており、それが評判や信頼、就職定着率の高さにも結び付いてきた。また、業務の標準化は展開スピード（拠点数拡大）の加速に向けても大きな優位性となっている。

4）年齢層・症状毎のノウハウを蓄積

年齢層や症状毎のノウハウを蓄積してきたことも同社にとって大きな知的財産となっており、こちらも就職定着率や人材の育成・確保にも結び付いている。

5）就職定着率の高さ

前述した 1）から 4）による強みに加えて、就職後のアフターフォロー（就職先の担当者との定期的な連絡・相談等）を通じて高い就職定着率を実現しており、17/3 期の就職定着率は 85%を誇る[注7]。就職定着率の高さは、利用者の拡大をはじめ、一人当たりの報酬単価の上昇にも寄与している。特に、報酬単価については、定着実績に応じた報酬体系への政策的な流れが同社にとって追い風となっている。

注 7）6 カ月間の定着率を基準にしている。すなわち、16 年 4 月～17 年 3 月の間に同社事業所を経て就職した利用者のうち、6 カ月以上定着した者の数。

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。

6）拠点展開に必要な有資格者の確保
事業所ごとに一人以上のサービス管理責任者等の有資格者の配置が義務付けられていることから、拠点展開には有資格者の確保が必要である。同社では、継続的な採用活動や職場環境整備等を通じた定着化により社内スタッフからの育成・確保が可能な体制を確立しており、前述した業務マニュアルの充実による業務の標準化と合わせ、拠点展開におけるアドバンテージとなっている。

7）地域との連携
地域連携により、利用者が地域に根差した社会的生活を過ごすことが可能となるようにサポートすることを重視しており、事業所のある地域の公共団体、障害福祉機関、病院、教育機関等、展開地域での強固なネットワークを構築している。特に、行政や病院等との信頼関係は、利用者の紹介チャネルとしても機能しており、結果として広告宣伝費の抑制にもつながっていると考えられる。

＞ 業界環境と競合

◆ 潜在的な需要が大きいうえ、政策的な後押しも追い風

国内の障害者（身体、知的、精神障害者等）の総数は 8,602 千人、そのうち「就労移行支援事業」の対象となる在宅の障害者数（18 歳以上 65 歳未満）は約 3,542 千人[注8]にのぼる。一方、障害者雇用の状況については、民間企業の雇用障害者が 495 千人、実雇用率は 1.97%[注9]となっており、ともに過去最高（雇用障害者数は 14 年連続で過去最高）を更新している（17 年 6 月 1 日時点）。また、18 年 4 月には法定雇用率が 2.0%から 2.2%に引き上げられ、21 年 3 月までには 2.3%への引き上げも予定されていることから、今後さらに雇用障害者が増える可能性が高い。したがって、潜在的な需要（対象者）が大きいうえに、受け入れ側（企業側）の意識の変化や政策的な後押しなどが追い風となっており、「就労移行支援事業」を取り巻く環境は明るいと言える。

注 8）「平成 29 年版　障害者白書」（内閣府）

注 9）「平成 29 年　障害者雇用状況の集計結果」（厚生労働省）

一方、「療育事業」についても、通常学級に在籍する発達障害の可能性のある児童生徒数の割合は 6.5%[注10]にのぼり、通級（障害に応じた個別指導）による指導を受けている児童生徒数も年々増加傾向にある（15 年度には 9 万人を超える水準に到達）[注11]。そのような背景の中で、長期にわたる継続した支援や二次障害予防の観点からも、「児童発達支援事業所」及び「放課後等デイサービス事業所」への需要が高まっている。

注 10）「通常の学級に在籍する発達障害の可能性のある特別な教育的支援を必要とする児童生徒に関する調査結果について」（平成 24 年 12 月、文部科学省）

注 11）「平成 27 年度 通級による指導実施状況調査結果について」（文部科学省）

◆ 民間企業で一定規模の同業者は少ない

就労移行支援事業所は、民間企業や NPO 法人、社会福祉法人などが運営しており、全国の事業所数は 3,323 カ所、利用者は約 31,000 人と

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。

注 12）「社会福祉施設等調査」（厚生労働省）

なっている[注 12]。また、事業所数におけるシェアは、社会福祉法人が約 42%を占め、次いで民間企業が約 27%、NPO 法人が約 20%となっている。

民間企業において全国レベルで展開しているのは、就労移行支援事業所を 66 拠点展開している LITALICO（6187 東証一部）と 58 拠点の同社の 2 社に限られ、残りは比較的規模の小さい企業がひしめき合う業界構造となっている。また、より定着実績を重視した報酬体系への移行やサービス管理責任者（有資格者）の配置義務など、新規参入者にとってのハードルも高くなっており、体力面や運営面で優位に立つ上場会社 2 社の競争力は今後もさらに高まっていくものと考えられる。

◆ 定期的な報酬改定や制度改正などの影響を受ける

同社の業績に大きな影響を及ぼすのは、3 年ごとに実施される報酬改定である。直近では 18 年 4 月に報酬改定が実施され、前述のとおり、これまでの「就労移行支援サービス」における報酬体系が大きく改定（加算部分の廃止など）された一方、「就労定着支援サービス」が新設され、そこでも定着実績に応じた報酬を受け取ることができるようになった。また、企業に対する障害者雇用率制度の見直し（法定雇用率の引き上げ）のほか、「働き方改革」実行計画に掲げる「障害者の就労支援の推進」なども同社にとっては追い風と言える。

＞ 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革

同社は、11 年 12 月に東京都港区において、障害者の就労促進をはじめとする障害福祉サービスを事業目的として設立された。創業者である取締役社長の大田誠（おおたまこと）氏は、がん免疫療法など医療技術・サービスを提供するテラ（2191 東証 JQS）の創業に参画し、取締役副社長として上場させるまでに事業を成長させた実績を持っている。

大田氏は患者と向き合うなかで、いずれは自分がオーナーとして弱者的な立場の人の支えになりたいという思いが強くなったことや、それまで携わってきた医療の現場においては医者でない自分にできることには限界があると感じたことから、医療に隣接する介護・福祉の業界での起業を思い立った。特に、障害福祉サービスは、潜在的な需要や社会的な意義が大きいにも関わらず、まだ業界を引っ張るほどの事業者が存在せず、障害者の就労に対する十分な支援体制が整っていなかったことも介護・福祉業界での起業の動機となった。

事業拡大のきっかけは、12 年 4 月に 1 拠点目を開設した後、その 7 カ月後に 3 拠点を同時開設したことにある。資金的な余裕のない中で、

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。

多額の銀行借り入れにより一気に拡大を図ったことで、その後の成長に向けたエンジンを増やすことができた。

14 年 6 月には、発達障害者に特化した就労支援事業（埼玉県からの委託事業）を開始するとともに、未就学児に対する「療育事業」を開始したことが事業拡大に拍車をかけたと言える。幼少時からの早期療育活動が二次障害の予防に効果的であり、かつ将来の就職や職場定着率にも寄与すると考えたことが「療育事業」への参入の経緯である。

16 年 11 月には、父兄からの要請の強かった小中高生向けの療育事業（放課後等デイサービス事業）も開始した。これをもって、成長・発達段階に応じて、個々にあわせた支援・指導ができる体制を完成するに至った。

さらには、展開エリアの拡大も業績の伸びをけん引してきた。15 年 4 月に「ウェルビー名古屋駅前センター」を開設し、関東圏以外への進出を開始すると、15 年 6 月に 30 拠点、16 年 9 月には 50 拠点と順調に事業を拡大し、17 年 10 月に東証マザーズへ上場を果たした。

◆ 経営理念

同社の経営理念は、「全従業員の自己実現と幸福を追求するとともに、すべての人が『希望』を持てる社会の実現に向けて」というものである。特に、従業員からはじまるところに特徴がある。企業として従業員を大切にしたいという率直な思いと、従業員のモチベーションの高さがサービスの質に影響することへの経営者の強いこだわりが示されている。

◆ 株主

18 年 3 月末の株主構成をみると、創業者である代表取締役社長の大田氏が過半数（55.36%）を保有している。また、取締役副社長の千賀氏（12.58%）、取締役の浜地氏（3.61%）の保有分を合わせると、同社の取締役会メンバー（3 名）で 71.55%を保有する構成となっている（図表 6）。一方、金融機関は 10.73%、外国法人等は 5.49%にすぎない。

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。

【 図表 6 】大株主の状況（18 年 3 月末）

氏名	持株比率（%）
大田誠	55.36
千賀貴生	12.58
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	5.11
浜地裕樹	3.61
伊藤浩一	3.61
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN(CASHPB)(常任代理人 野村證券株式会社)	2.15
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	2.02
日本証券金融株式会社	1.38
GOLDMAN INTERNATIONAL（常任代理人 ゴールドマン・サックス 証券株式会社）	1.07
住友生命保険相互会社	0.76
合計	87.68

（出所） ウェルビー有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

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。

2. 財務面の分析

＞ 過去の業績推移

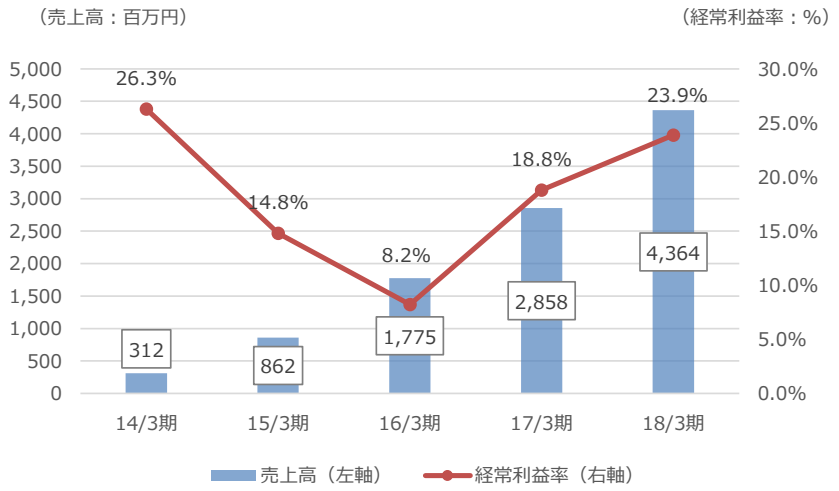
◆ 拠点数の拡大により高い成長率を継続

過去の業績を振り返ると、売上高は外部要因（潜在需要の大きさや社会的要請の拡大等）及び内部要因（拠点数の拡大等）により、高い成長性を実現してきた（図表 7）。特に、16/3 期からは首都圏以外への展開や 14 年 6 月に開始した「療育事業」が拡大ペースに拍車をかけたと言える。また、1 拠点当たりの売上高が年々増加傾向にあるのは、稼働率の向上のほか、定着実績に応じた加算部分が寄与しているものと考えられる（図表 8）。特に、15 年の報酬改定（加算割合の拡大）が定着実績に対応する形で 1 人当たりの報酬単価の上昇を後押ししてきた。

損益面でも、増収に伴って増益基調を続けている。ただ、経常利益率が 15/3 期と 16/3 期に大きく低下しているのは、新規拠点数の拡大に伴う開設コストの増加と本部機能の強化に伴うコスト増によるものである（図表 7）。もっとも、17/3 期以降は、過去開設分が稼働率の向上とともに収益貢献してきたことで経常利益率は大きく改善してきた。

財政状態については、新規拠点開設に係る初期投資を借入金中心で賄ってきたことから、自己資本比率は 20%～30%の水準で推移してきた（図表 9）。ただ、18/3 期には株式上場に伴う公募増資（593 百万円の資金調達）により自己資本比率は 60.0%に大きく改善しており、財務基盤の強化が図られている。

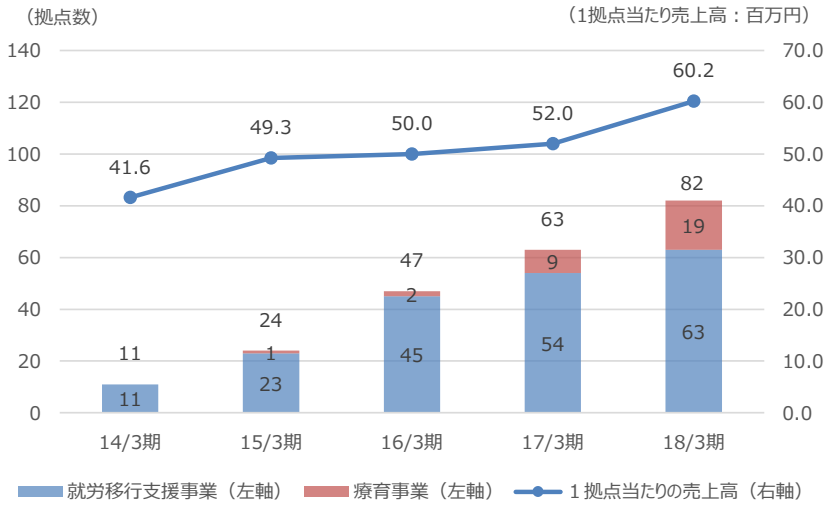
【 図表 7 】売上高及び経常利益率の推移



（出所）ウェルビー有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

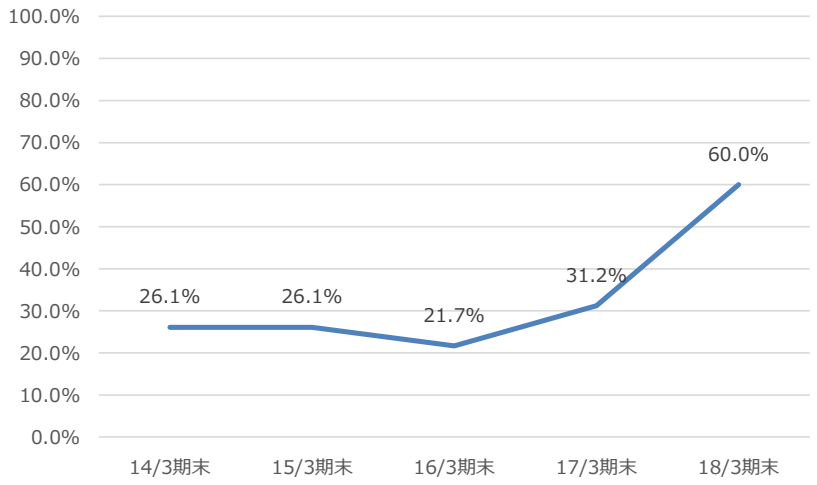
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的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

【 図表８ 】拠点数と１拠点当たり売上高の推移



（注）１拠点当たり売上高＝年間売上高／期中平均拠点数にて計算
（出所）ウェルビー有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

【 図表９ 】自己資本比率の推移



（出所）ウェルビー有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

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。

◆ 18 年 3 月期決算の概要

18/3 期の業績は、売上高が 4,364 百万円（前期比 52.7%増）、営業利益が 1,012 百万円（同 86.8%増）、経常利益が 1,042 百万円（同 94.2%増）、当期純利益が 704 百万円（同 105.8%増）と計画を上回る増収増益となった（図表 10）。

拠点数の拡大（前期末比 19 拠点増）[注13]と稼働率の向上（利用者数の拡大）により、「就労移行支援事業」及び「療育事業」がともに大きく伸長した。特に、積極的な拠点開設を進めている「療育事業」が、小規模ながら大きく伸びている。また、「就労移行支援事業」における報酬単価の上昇（定着実績に応じた加算割合の増加）も増収要因となった[注14]。なお、売上高が計画を上回ったのは、計画を上回る新規拠点の開設（計画比 4 拠点増）に加え、開設後の稼働が想定よりも早かったことが理由である。

注 13)「就労移行支援事業」の新規開設は 9 拠点。そのうち 1 拠点は初の自立訓練（生活訓練）事業所であるウェルビーチャレンジを小倉（北九州）に開設。一方、「療育事業」の新規開設は 10 拠点（ハビー8 教室、ハビープラス 2 教室）となっており、そのうち 2 拠点は初の関東以外となる近畿地方（大阪・兵庫）への進出分である。

損益面では、拠点数の拡大により原価（人件費や地代家賃、消耗品費、減価償却費等）が増加したものの、加算部分を含む増収効果により原価率は 60.3%（前期は 61.2%）に低下した。また、販管費も株式上場に伴う本部機能の強化（人件費など）により増加したが、増収効果や原価率の低下により大幅な営業増益を実現し、営業利益率も 23.2%（前期は 19.0%）に大きく改善している。なお、経常利益の伸び率が比較的大きいのは、保険解約返戻金 39 百万円（営業外収益）によるものであり、一時的な要因である。

注 14)「就労移行支援事業」の売上増加分 1,090 百万円のうち 174 百万円は単価上昇によるものである。

財政状態については、公募増資等による「現金及び預金」の増加に加え、拠点数の拡大に伴う「有形固定資産」の取得や「入居保証金」の差し入れ、「売掛金」の増加の等により、総資産が 3,059 百万円（前期末比 78.0%増）と拡大した一方、自己資本も内部留保の積み増しや公募増資により 1,834 百万円（同 241.8%増）と大きく拡大したことから、自己資本比率は 60.0%（前期末は 31.2%）に改善した。また、資本効率を示す ROE も 59.4%と高い水準を確保しており、同社の財務指標は非常に優れた水準にあると言える。

また、キャッシュ・フローの状況についても潤沢である。営業キャッシュ・フローは 609 百万円のプラス（前期は 391 百万円のプラス）となった一方、投資キャッシュ・フローは 230 百万円のマイナス（前期は 62 百万円のマイナス）に抑えており、積極的に新規拠点の開設を進めながらも、営業キャッシュ・フローのプラスが投資キャッシュ・フローのマイナスを十分にカバーする状況が続いている。

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。

【 図表 10 】18 年 3 月期決算の概要

（単位：百万円）	17/3期 実績	構成比	18/3期 実績	構成比	増減	増減率	18/3期 期初予想	構成比	達成率
売上高	2,858		4,364		1,506	52.7%	4,139		105.4%
就労移行支援事業	2,716	95.0%	3,807	87.2%	1,091	40.2%	3,639	87.9%	104.6%
療育事業	141	4.9%	557	12.8%	416	293.0%	500	12.1%	111.4%
原価	1,748	61.2%	2,633	60.3%	885	50.6%	2,507	60.6%	-
販管費	568	19.9%	717	16.5%	149	26.4%	662	16.0%	-
営業利益	542	19.0%	1,012	23.2%	470	86.8%	969	23.4%	104.4%
経常利益	537	18.8%	1,042	23.9%	505	94.2%	1,000	24.2%	104.3%
当期純利益	342	12.0%	704	16.1%	362	105.8%	609	14.7%	115.6%
拠点数	63		82		19	30.2%	78		105.1%
就労移行支援事業	54		63		9	16.7%	59		106.8%
療育事業	9		19		10	111.1%	19		100.0%
総資産	1,718		3,059		1,341	78.1%			
自己資本	536		1,834		1,298	242.2%			
自己資本比率	31.2%		60.0%		28.8%	-			
キャッシュ・フロー									
営業キャッシュ・フロー	391		609		218	55.8%			
投資キャッシュ・フロー	-62		-230		-168	-			
財務キャッシュ・フロー	-23		447		470	-			

（出所）ウェルビー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

＞類似企業との比較

◆ 高い成長性と収益性を実現

比較対象企業には、同業他社（専業）の中で唯一の上場会社である LITALICO を取り上げた（図表 11）。なお、LITALOCO は 164 拠点（就労支援 66 拠点、児童発達支援・放課後等デイサービス 98 拠点）を展開しているが、同社よりも発達障害児教育に力を入れているところに特徴がある。

1）収益性

同社の利益率の高さは LITALICO との比較においても際立っている。売上構成による原価率の違い（児童発達支援・放課後等デイサービスよりも就労移行支援の利益率のほうが高い）も若干影響しているが、それ以上に差が大きいのは販管費率の違いである。とりわけ本部人件費によるところが大きく、本部人件費の売上高比率は LITALICO が 14.5%であるのに対し、同社は 8.1%にすぎない。これは、主に営業政策上の違いを反映しており、同社が現場重視（本部経費はできるだけ

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。

軽減）の方針のもと、着実な実績の積み上げを通じた関連諸機関（公共団体や病院等）との連携（紹介）やロコミ等が重要な利用者獲得のチャネルとなっていることに対して、LITALICO はインターネットを通じた認知度向上や集客の仕組み（プラットフォームの構築）、新サービスの立ち上げなどに人材を投入しているところに原因があると推察される。

2）成長性

過去 3 年間の売上成長率は両社ともに高い水準にあるが、同社の成長率が圧倒的に高い。ただ、同社の売上規模が小さいことも影響しており、増収額（3 年間）で比較すると、同社が約 35 億円であるのに対して、LITALICO が約 48 億円と LITALICO が上回っている。

注 15）企業が支払うべき借入利息の何倍の営業利益を獲得しているかを示す指標

3）安全性

両社ともに財務の安全性に懸念はないが、自己資本比率及び流動比率、インタレスト・カバレッジ・レシオ[注15]のいずれも同社が LITALICO を上回る水準となっている。

【 図表 11 】主要な財務指標の他社比較

	銘柄	ウェルビー	LITALICO
	証券コード	6556	6187
	決算期	18/3期	18/3期
規模	売上高（百万円）	4,364	10,386
	営業利益（同上）	1,012	747
	総資産（同上）	3,059	5,527
収益性	自己資本利益率	59.4%	25.0%
	総資産経常利益率	43.6%	16.1%
	売上高営業利益率	23.2%	7.2%
	（売上原価率）	60.3%	62.8%
	（販管費率）	16.5%	30.0%
成長性	売上高（3年成長率）	71.7%	23.4%
	経常利益（同上）	101.4%	36.3%
	純資産（同上）	139.3%	65.3%
安全性	自己資本比率	60.0%	41.0%
	流動比率	339.4%	146.7%
	インタレスト・カバレッジレシオ（倍）	77.0	53.8

（出所）各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

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。

3. 非財務面の分析

＞ 知的資本分析

◆ 質の高いサービスや地域でのネットワークに強み

同社の価値創造の源泉は、徹底した現場重視による質の高いサービスにある。特に、創業以来、継続的な改善に取り組んできた業務マニュアルや人材育成カリキュラム、年齢層・症状ごとのノウハウの蓄積は同社ならではの組織能力の高さにつながっている。また、高い就職実績や信頼関係を通じて構築してきた地域でのネットワークは紹介や口コミ等を通じて利用者の重要な獲得チャネルとなっており、経営の安定に寄与するとともに、地域と一体となった支援を可能としている（図表 12）。

【 図表 12 】知的資本の状況

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値等
関係資本	顧客	・施設利用者 ・就労先との関係	①施設利用者の人数 ②就労先の数	①非開示 （当センター推定1,350名） ②非開示
	ブランド	・実績及び上場会社としての認知度や信用力 ・拠点数	①認知度（知名度） ②拠点数	①非開示 ②82拠点
	事業パートナー	・関連諸機関との連携 （公共団体・障害福祉機関、病院、教育機関等）	①連携先数 ②紹介された患者数	①非開示 ②非開示
組織資本	プロセス	・未就学児から成人までの、全ての年齢層に対する障害福祉サービスの提供 ・業務標準化（一定水準以上のサービス品質の確保） ・就労先担当者との定期的な連絡・相談を通じたサポート体制	①施設利用者満足度 ②就職移行支援実績 ③就職定着率	①非開示 ②1,708名（累計） ③約85%（17/3期実績）
	知的財産・ノウハウ	・業務マニュアルの継続的改善 ・年齢層・症状ごとのノウハウを蓄積 ・人材育成カリキュラム及び採用ノウハウ	①業務マニュアル改善頻度 ②展開スピード ②データベースの蓄積量 ③サービス管理責任者の数	①毎月 ②年間20店舗程度の出店 ③非開示 ④非開示
人的資本	経営陣	・使命感 ・行動力 ・組織運営力	①全社懇親会の実施 ②株主重視の姿勢 （高い利益率へのこだわり、成長投資と株主還元のバランス） ③業界有力者とのつながり	①年１回 ②営業利益率20%超、配当性向20% ③非開示
	従業員	・高いモチベーションに支えられた従業員 ・実務経験の豊富なスタッフ	①従業員数 ②実務経験5年以上の社員数 ③離職率（定着率）	①546名 ②非開示 ③非開示

（注）数値情報は記載がない限り 18 年 3 月期（末）の実績
（出所）証券リサーチセンター

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。

＞ ESG活動の分析

◆ 環境対応（Environment）

ゴミの分別はもちろん、無駄な電力消費の削減（照明やエアコン、OA 機器等）など、日頃の活動を通じた環境への取り組みを徹底している。

◆ 社会的責任（Society）

同社は「就労移行支援事業」及び「療育事業」を通じて、1 人でも多くの障害者の方に、成長と活躍の場を創出すること、そして、ボランティアではなく事業として携わることで 、障害者を継続的に支援していくことが最大の社会的責任であると認識している。さらには、政府が取り組む「働き方改革」においても障害者の就労促進は重要なテーマとなっており、同社の持続的な成長が社会全体の幸福にも貢献するものと自覚している。

また、「経営理念」にも掲げているように、従業員の自己実現や職場環境の向上にも力を入れており、それによって障害者に対する質の高いサービスを提供することが同社にとっての理想的な社会貢献の姿であると考えている。

◆ 企業統治（Governance）

同社の取締役会は 5 名（その内、社外取締役は 1 名）で構成されている。社外取締役の北康利（きたやすとし）氏は、富士銀行（現みずほ銀行）出身であるが、評伝作家としての名声が高い。同社以外では、医療関連のイノチア（未上場）の取締役なども兼任している。

監査役会は 3 名（すべて社外監査役）で構成されている。常勤の小松満義（こまつみつよし）氏は監査法人トーマツ（現有限責任監査法人トーマツ）出身の公認会計士である。非常勤の筑紫武文（ちくしたけふみ）氏は中央監査法人（現 PwC あらた有限責任監査法人）出身であり、同社以外では、再生医療関連のバイオメディカ・ソリューション（非上場）の監査役も兼任している。もう 1 名（非常勤）の佐藤仁良（さとうまさふみ）氏はリーガルストラテジー法律事務所のパートナー弁護士である。

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。

4. 経営戦略の分析

＞ 対処すべき課題

◆ 拠点拡大に向けた人材及び物件の確保などに課題

今後の課題は、「1 人でも多くの障害者の方に、成長と活躍の場を創出する」ため、サービスの質を落とさずに展開スピードを高め、さらなる事業拡大を全国レベルで実現していくところにある。そのためには、サービス管理責任者の確保を含む人材戦略のほか、採算性や利便性などの見地から拠点開設に適した物件の確保、展開エリアにおける地域ごとのネットワークづくりがより重要な戦略テーマになってくると考えられ、これまで以上に組織運営の手腕が問われることになるであろう。

＞ 今後の事業戦略

◆ 外部環境を追い風として、拠点拡大による全国展開を目指す

同社の成長軸は、ウェルビーの継続的拡大とハビー及びハビープラスの出店加速である。特に、ウェルビーについては、障害者の法定雇用率の引き上げや「働き方改革」の推進、就職定着実績を重視した報酬体系への移行などの外部環境を追い風として、持続的な拠点拡大と新設された「就労定着支援サービス」の強化を図る方針である。具体的には、①首都圏、人口の多い地方都市への出店、②資格保有者の育成、③定着支援サービスの強化、④カリキュラム・業務マニュアルの継続的な改善に取り組むといった点が挙げられる。

将来的な事業拡大に関しては、全国に約 280 拠点の展開可能性[注16]と約 28 万人の利用対象者数をイメージしている。ただ、いたずらに規模拡大を急ぐのではなく、あくまでもサービスの質や各地域でのネットワークづくりを重視するとともに、利益率水準を低下させないペースでの展開を目指す考えとみられる。

注 16）都区部、政令指定都市、中核市、特例都市等を対象エリアとし、人口約 20 万人あたり 1 拠点で試算した拠点数。

一方、ハビー及びハビープラスについても、未就学児から就学児までの年齢層に対する切れ目のないサービスを標ぼうする同社にとっては重要な位置づけであり、ウェルビーで培ったノウハウやネットワークを活かした事業所運営により、ウェルビーと一体となった成長を目指していく方針である。

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。

5. アナリストの評価

＞ 強み・弱みの評価

◆ 外部環境は追い風だが、人材や物件確保が拠点拡大の課題

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図表 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】 SWOT 分析

強み（Strength）	・未就学児から成人までの、全ての年齢層に対する障害福祉サービスの提供 ・一定水準以上のサービス品質を確保する仕組み（業務マニュアルの継続的改善等） ・優れた就労移行実績と高い就職定着率 ・事業拡大に向けた人材のストック（サービス管理責任者の育成及び確保） ・関連諸機関（公共団体・障害福祉機関、病院、教育機関等）との緊密なネットワーク
弱み（Weakness）	・一般的に福祉支援サービスに対する認知度や浸透が十分とは言えない ・採算性や利便性などの見地から拠点開設に適した物件の確保
機会（Opportunity）	・就職定着実績を重視した報酬体系への移行 ・障害者雇用数、実雇用率の上昇（法定雇用率の引き上げ） ・潜在的な需要（利用対象者）の大きさ ・発達障害児の増加（社会的認知や支援体制強化の動き）
脅威（Threat）	・新規拠点開設のための人材や物件の確保の状況が成長のボトルネックとなる可能性 ・事故や事件等に伴うレピュテーションリスク ・法（制度）改正や報酬改定が同社業績にマイナスの影響を及ぼす可能性

（出所）証券リサーチセンター

＞ 経営戦略の評価

◆ 他社に先駆けて事業を拡大し、組織能力を高めたことが成功要因

同社がこれまで成長できた理由は、潜在的な需要が大きく、かつ社会的な貢献度の高い事業に着眼し、他社に先駆けて事業拡大を図り、ノウハウの蓄積や地域とのネットワークづくりを進めてきたところにある。特に、徹底した現場重視のもと、業務マニュアルや人材育成カリキュラム、働きやすい職場環境づくりなどを通じて組織能力を高め、着実に実績をあげてきたことが、口コミ等による利用者の拡大や政策的な後押し（就職実績に応じた報酬体系）の恩恵を受けることにつながったと評価できる。

また、今後の事業拡大に向けても、優秀な人材の確保や育成には、上場会社であることの知名度の高さや規模拡大によるアドバンテージが働くうえ、地域ごとのネットワークづくりについても、これまでの経験則や実績を生かした横展開が期待できることから、新規参入者などに対する競争優位性がさらに高まる可能性が高い。

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。

＞ 今後の業績見通し

◆ ウェルビーによる 19 年 3 月期の業績見通し

19/3 期の業績予想について同社は、売上高を 5,565 百万円（前期比 27.5%増）、営業利益を 1,295 百万円（同 27.9%増）、経常利益を 1,291 百万円（同 23.8%増）、当期純利益を 834 百万円（同 18.4%増）と、二桁の増収増益を見込んでいる（図表 14）。

新規拠点開設に伴う利用者数の拡大等により、「就労移行支援事業」、「療育事業」ともに伸長する計画である。新規拠点開設は、「就労移行支援事業」が 7 拠点、「療育事業」が 7 拠点の合計 14 拠点（期末拠点数は 96 拠点）を予定しており、その中には東北地方（仙台市）初の拠点（ウェルビー）も含まれている。なお、18 年 4 月の報酬改定については、移行期にあたる 19/3 期の業績には大きな影響はないものと想定している。

損益面では、新規拠点の開設費用や 18 年 1 月に本部を移転したが、本部機能の強化などに伴う費用増が想定されるものの、増収により増益を確保するとともに、営業利益率も 23.3%（前期は 23.2%）と前期と同水準を見込んでいる。

事業別の売上高予想とその前提は以下のとおりである。

1）就労移行支援事業

売上高を 4,528 百万円（前期比 18.9%増）と見込んでいる。既存拠点の稼働率向上と新規拠点開設（ウェルビー7 拠点）に伴う利用者数の拡大が増収に寄与する見通しである。また、報酬単価については、18 年 4 月の報酬改定に伴うマイナス要因とプラス要因がそれぞれ想定されるものの、トータルでは若干のプラスとなる前提である[注 17]。20/3 期以降については、新設された「就労定着支援サービス」による本格的な業績寄与を含め、就職定着実績に応じた報酬単価の上昇につながるものと考えられる。

2）療育事業

売上高を 1,036 百万円（前期比 86.0%増）と大幅な増収を見込んでいる。既存拠点の稼働率向上と新規拠点開設（ハビー6 教室、ハビープラス 1 教室）に伴う利用者数の拡大が増収に寄与する見通しである。また、報酬単価についても、「指導員加配加算」[注 18]による上昇を想定している。

注 17）従来からの「就労移行支援サービス」においては、①「就労定着支援体制加算」（加算部分）の廃止に伴うマイナス要因があるものの、②18 年 9 月までは新たに設けられた「就労定着支援サービス」開始までの準備期間として、従来の加算部分の 2 分の 1 を取得できることや、③18 年 10 月以降から開始する「就労定着支援サービス」における基本報酬（過去 3 年間の就職定着率に基づいて算定）がプラス要因となることから、トータルでは若干のプラスとなる前提である。なお、①については 164 百万円のマイナス、②については 182 百万円のプラス、③については 67 百万円のプラスを見込んでいる。

注 18）ハビーにおいては、保育士等の有資格者や児童指導員等を人員基準で定める人数より多く配置した場合に取得できる「指導員加配加算」が拡充されており、最大で 2 名分まで評価されるようになった。既存事業所については、従前から、人員基準より 2 名以上多くの支援員を配置していることから、報酬単価の上昇を見込んでいる（前期比 479 百万円の増収分のうち 85 百万円が単価上昇によるもの）。

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。

【 図表 14 】19 年 3 月期の業績予想

（単位：百万円）	18/3期 実績	構成比	19/3期 会社予想	構成比	増減	増減率	19/3期 当センター予想	構成比	増減	増減率
売上高	4,364		5,565		1,201	27.5%	5,565		1,201	27.5%
就労移行支援事業	3,807	87.2%	4,528	81.4%	721	18.9%	4,528	81.4%	721	18.9%
療育事業	557	12.8%	1,036	18.6%	479	85.9%	1,036	18.6%	479	85.9%
原価	2,633	60.3%	-	-	-	-	3,400	61.1%	767	29.1%
販管費	717	16.4%	-	-	-	-	870	15.6%	153	21.3%
営業利益	1,012	23.2%	1,295	23.3%	283	27.9%	1,295	23.3%	283	27.9%
経常利益	1,042	23.9%	1,291	23.2%	249	23.8%	1,291	23.2%	249	23.8%
当期純利益	704	16.1%	834	15.0%	130	18.4%	834	15.0%	130	18.4%

拠点数	82	96	14
就労移行支援事業	63	70	7
療育事業	19	26	7

（出所）会社予想はウェルビー決算短信より

◆ 証券リサーチセンターによる 19 年 3 月期の業績予想

当センターでも、同社業績予想の前提となっている新規拠点開設数（14 拠点）はこれまでの実績から判断して最低ラインの目標値として捉えていることや、今回の報酬改定による影響についても合理的な見積りがされていることから、同社業績予想の達成は可能であると判断している。注目すべきは、新規拠点開設数の計画を上回る可能性と、今回の報酬改定が来期以降の業績に与える影響であり、今後の動向をフォローする必要があろう。

◆ 証券リサーチセンターによる中期業績予想

同社は、具体的な中期経営計画を開示していない。当センターでは、拠点数の拡大余地が大きいことに加えて、同社のこれまでの展開ペースや財務的な体力、利用者の獲得能力、人材育成力等を勘案すれば、少なくとも年間 18～20 拠点の開設は可能であると評価している。当センターでは、20/3 期以降の年間の新規拠点数を 18 拠点（就労移行支援事業 9 拠点、療育事業 9 拠点）、増収額を 14 億円程度と想定し、3 年間の平均増収率は 24.4%と予想した（図表 15）。

また、損益面でも、拠点数の拡大や本部機能の強化に伴う費用の増加が想定されるものの、早期稼働の実現や就職定着実績に応じた報酬単価の上昇（就労定着支援サービスによる業績貢献）等により 20%を超える営業利益率の水準を維持できるものと見込んでいる。当センターでは、同社の営業利益率は年々上昇傾向をたどり、21/3 期には 25%を超える水準に達すると予想した。

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。

財政面では、増収による「売掛金」の増加や拠点数の拡大に伴う「有形固定資産」及び「投資その他の資産」（入居保証金）の増加等が見込まれるが、すべてが内部留保の範囲内で賄えるとみている。キャッシュ・フローの面でも、投資キャッシュ・フローのマイナスを十分カバーできる水準の営業キャッシュ・フローのプラスが続く見通しであり、「有利子負債」の返済を進めながらも、「現金及び預金」は大きく積み上がるものと予想している。

なお、新規拠点の開設状況や定着実績の推移、想定外の先行費用等が業績の変動要因となる可能性には注意が必要である。とりわけ今回の報酬改定による影響（特に、新設された就労定着支援サービス）については、現時点で不透明な部分があることから、その動向を注意深く見守ることが必要となろう。また、M&A を含む新規事業への投資についても、中期業績予想には反映させていないが、同社の潤沢な資金を勘案すれば、その可能性を否定することはできない。したがって、想定外の投資が実施されることにより、業績予想の前提が大きく変化するところにも注意が必要である。

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。

【 図表 15 】証券リサーチセンターによる中期業績予想（損益計算書）

損益計算書（百万円）	16/3期 実績	17/3期 実績	18/3期 実績	19/3期 当センター予想	20/3期 当センター予想	21/3期 当センター予想	予想成長率（年率）
売上高	1,775	2,858	4,364	5,565	7,000	8,400	24.4%
売上原価	1,222	1,748	2,633	3,400	4,260	5,100	
売上総利益	553	1,110	1,730	2,165	2,740	3,300	
販管費	408	568	717	870	1,020	1,170	
営業利益	145	542	1,012	1,295	1,720	2,130	28.2%
営業外収益	9	9	46	5	5	5	
営業外費用	9	14	16	9	7	5	
経常利益	146	537	1,042	1,291	1,718	2,130	26.9%
特別利益	-	-	-	-	-	-	
特別損失	1	-	4	-	-	-	
税引前当期利益	144	537	1,038	1,291	1,718	2,130	27.1%
法人税等	41	194	333	457	600	750	
当期純利益	103	342	704	834	1,118	1,380	25.2%
拠点数	47	63	82	96	114	132	17.2%
就労移行支援事業	45	54	63	70	79	88	11.8%
療育事業	2	9	19	26	35	44	32.3%
サービス別売上高							
就労移行支援事業	-	2,716	3,807	4,528	5,500	6,300	18.3%
療育事業	-	141	557	1,037	1,500	2,100	55.6%
対売上高比率							
売上総利益	31.2%	38.8%	39.6%	38.9%	39.1%	39.3%	
営業利益	8.2%	19.0%	23.2%	23.3%	24.6%	25.4%	
経常利益	8.2%	18.8%	23.9%	23.2%	24.5%	25.4%	
税引前当期利益	8.1%	18.8%	23.8%	23.2%	24.5%	25.4%	
当期純利益	5.8%	12.0%	16.1%	15.0%	16.0%	16.4%	
前期比							
売上高	105.9%	61.0%	52.7%	27.5%	25.8%	20.0%	
売上総利益	-	100.7%	55.9%	25.1%	26.6%	20.4%	
営業利益	-	273.7%	86.8%	27.9%	32.8%	23.8%	
経常利益	14.9%	267.7%	94.2%	23.8%	33.1%	24.0%	
税引前当期利益	-	272.9%	93.3%	24.4%	33.1%	24.0%	
当期純利益	12.1%	232.3%	105.8%	18.4%	34.1%	23.4%	

（出所）証券リサーチセンター

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。

【 図表 16 】証券リサーチセンターによる中期業績予想 （貸借対照表、キャッシュ・フロー計算書）

貸借対照表（百万円）	16/3期 実績	17/3期 実績	18/3期 実績	19/3期 当センター 予想	20/3期 当センター 予想	21/3期 当センター 予想
現金及び預金	460	765	1,592	2,029	2,678	3,315
売掛金	341	529	784	950	1,150	1,400
貯蔵品	3	7	9	9	10	11
その他	22	50	72	80	90	100
流動資産	826	1,351	2,457	3,068	3,928	4,826
有形固定資産	167	239	380	430	500	570
無形固定資産	0	0	5	5	5	5
投資その他の資産	96	128	217	270	370	470
固定資産	263	367	602	705	875	1,045
資産合計	1,089	1,718	3,059	3,773	4,803	5,871
社債・借入金	145	176	209	200	200	200
リース債務	21	25	25	25	25	25
未払法人税	28	198	247	291	372	450
その他	81	138	243	400	500	450
流動負債	275	537	724	916	1,097	1,125
社債・借入金	451	492	383	280	170	60
リース債務	69	58	33	35	35	35
その他	57	94	84	85	85	85
固定負債	577	644	500	400	290	180
純資産合計	237	537	1,835	2,457	3,416	4,566
対総資産比率						
流動資産	75.8%	78.6%	80.3%	81.3%	81.8%	82.2%
固定資産	24.2%	21.4%	19.7%	18.7%	18.2%	17.8%
流動負債	25.3%	31.3%	23.7%	24.3%	22.8%	19.2%
固定負債	53.0%	37.5%	16.3%	10.6%	6.0%	3.1%
純資産	21.8%	31.3%	60.0%	65.1%	71.1%	77.8%
有利子負債	43.3%	30.1%	13.3%	8.1%	4.1%	1.4%
売上高回転率						
総資産	1.63	1.66	1.43	1.48	1.46	1.43
流動資産	2.15	2.12	1.78	1.81	1.78	1.74
固定資産	6.75	7.79	7.25	7.89	8.00	8.04
キャッシュ・フロー計算書						
営業キャッシュ・フロー	2	391	609	947	1,188	1,263
投資キャッシュ・フロー	-47	-62	-230	-188	-270	-285
財務キャッシュ・フロー	338	-23	447	-322	-269	-340
現金及び現金同等物残高	460	765	1,592	2,029	2,678	3,315

（出所）証券リサーチセンター

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。

＞ 投資に際しての留意点

注 19）18 年 4 月 1 日付けで株式分割（1 : 3）を実施している。分割調整前の実際の期末配当は 1 株当たり 24 円（普通配当 16 円、記念配当 8 円）である。

◆ 配当性向 20%を目標とし、利益成長による増配余地も大きい

同社は、長期にわたる安定的な経営基盤の確保を目指し、業績に応じた適正な利益配分を継続的に実施することを基本方針に掲げており、今後の配当性向の目標を 20%としている。

18/3 期は分割調整[注19]で 1 株当たり 8 円の期末配当（普通配当 5.33 円、記念配当 2.67 円）を実施した。19/3 期は 1 株当たり 6 円の普通配当を同社は予定している（同社の業績予想に基づく配当性向は 19.1%）。

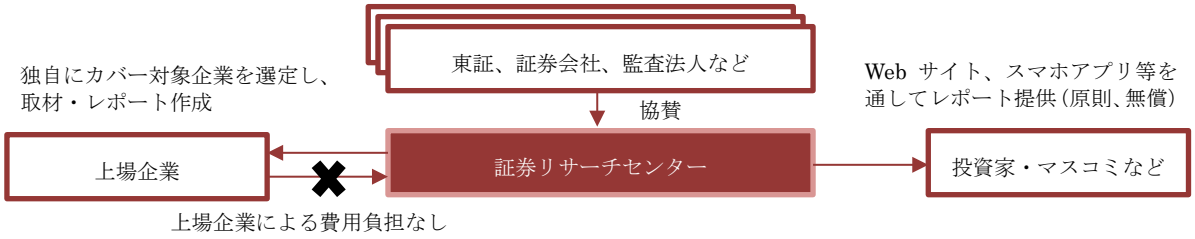
当センターでも、利益成長に伴う増配の余地は大きいとみている。別の見方をすれば、高い利益率の水準が継続することにより、内部留保が積み上がりやすい状況にあることから、資本効率（ROE）を維持するためには、余剰資金の活用が将来的な課題となる可能性がある。拠点数の拡大ペースの加速や新規事業への投資（M&A 含む）など先行投資の拡大のほか、配当性向の引き上げなど、今後の財務戦略（資本政策）の動きには注意する必要がある。

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。

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

（協賛）

株式会社東京証券取引所	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	EY 新日本有限責任監査法人
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
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- 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。