

# 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

アップデート・レポート  
2019年7月26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 20190723

# ウェルビー(6556 東証マザーズ)

発行日: 2019/7/26

**障害者への就労移行支援や児童発達障害支援など、障害福祉サービスを展開  
障害者雇用促進を追い風として、首都圏及び人口の多い地方都市へ出店継続**

## > 要旨

### ◆ 就労移行支援事業所(ウェルビー)などを運営

・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(ハッピープラス)を運営しており、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。

### ◆ 19年3月期は計画を上回る増収増益

・19/3 期は、売上高 5,751 百万円(前期比 31.8%増)、営業利益 1,495 百万円(同 47.7%増)と計画を上回る増収増益となった。  
・新規拠点開設や稼働率向上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」がともに伸長した。16 拠点(計画比+2 拠点)を開設し、期末拠点数は 93 拠点となった。

### ◆ 20年3月期も拠点数の拡大等により増収増益を見込む

・20/3 期の業績予想について同社は、売上高 6,737 百万円(前期比 17.2%増)、営業利益 1,788 百万円(同 19.6%増)と、引き続き増収増益を見込んでいる。新規拠点数は 12 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)では、新規拠点数の前提を 18 から 12 拠点に引き下げ、20/3 期の売上高予想を減額修正した。ただ、利用者数の拡大や報酬単価の上昇、就労定着支援サービスの伸びなどにより、売上高 6,750 百万円(前期比 17.4%増)、営業利益 1,790 百万円(同 19.7%増)と会社予想とほぼ同水準を見込んでいる。

### ◆ 中期業績予想

・当センターでは、新規拠点数の前提を引き下げたことから、21/3 期の売上高予想を減額修正(各利益予想は 19/3 期実績等を踏まえ増額修正)するとともに、新たに 22/3 期予想を策定した。  
・ただ、これまでの展開ペースや財務的な体力、人材育成等を勘案すれば、年間 14~16 拠点の開設は可能であると評価している。21/3 期以降は、新規拠点数 14 拠点を前提に、年率 15%以上の増収率を維持できるものと予想した。また、報酬単価の上昇や就労定着支援サービスの伸びにより、拠点当たりの売上高は緩やかに上昇すると見込んでおり、営業利益率は 22/3 期には 27%の水準に達するものと予想した。

### 【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)
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	5,751	31.8	1,495	47.7	1,471	41.1	991	40.7	36.4	92.0	7.2
2020/3 CE	6,737	17.2	1,788	19.6	1,787	21.5	1,216	22.6	44.1	-	8.8
2020/3 E	6,750	17.4	1,790	19.7	1,790	21.7	1,220	23.1	44.2	129.0	8.8
2021/3 E	7,900	17.0	2,120	18.4	2,120	18.4	1,450	18.9	52.5	172.7	11.0
2022/3 E	9,100	15.2	2,470	16.5	2,470	16.5	1,700	17.2	61.6	223.3	13.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。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

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

### 【主要指標】

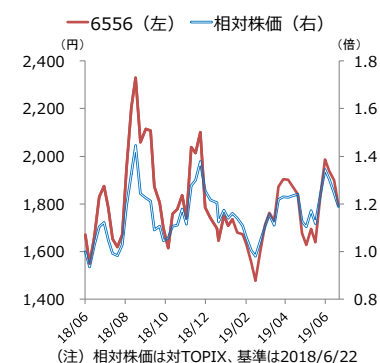
	2019/7/19
株価 (円)	1,790
発行済株式数 (株)	27,600,000
時価総額 (百万円)	49,404

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	49.2	40.5	34.1
PBR (倍)	19.5	13.9	10.4
配当利回り (%)	0.4	0.5	0.6

### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	-7.6	-5.9	5.9
対TOPIX (%)	-8.3	-2.7	18.7

### 【株価チャート】



### アップデート・レポート

2/14

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

◆ 障害者への就労支援など、障害福祉サービスを展開

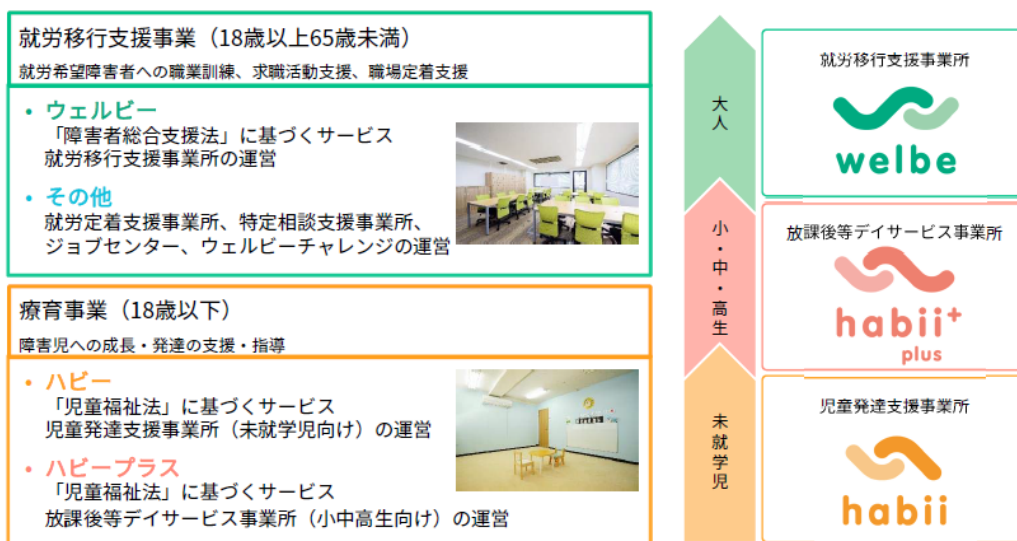
ウェルビー（以下、同社）は障害福祉サービスとして、「就労移行支援事業」と「療育事業」を展開している（図表 1）。両事業ともに、利用者から一部負担金を受領し、差額は国民健康保険団体連合会等の行政から受け取る収益モデルとなっている。

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、就労定着支援を行っている。17都道府県に67拠点<sup>注1</sup>を展開し、売上構成比は80.7%を占める（19/3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26拠点（ハビー21教室、ハビープラス5教室）を持ち、売上構成比は19.3%となっている（19/3期）。

注1)他にも、特定相談支援事業所（3センター）、埼玉県委託発達障害者就労支援センター（2センター）、自立訓練（生活訓練）事業所（1センター）を運営している。

【図表1】事業概要

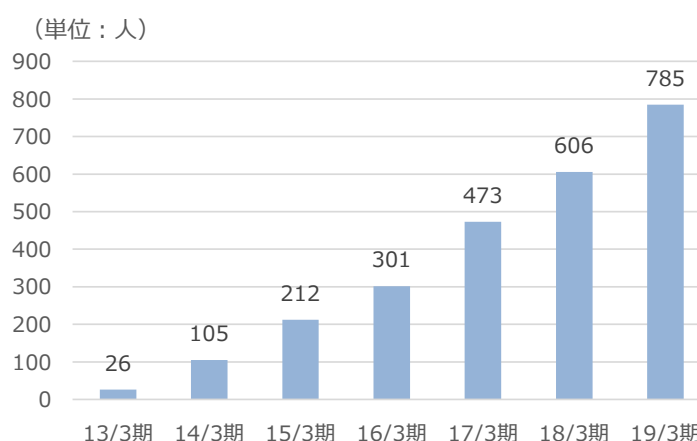


(出所) ウェルビー決算説明会資料

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。

主力の「就労移行支援事業」における就職者数（累計）は 2,508 名（19/3 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）。

【 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

## > ビジネスモデル

### ◆ 拠点数及び利用者数の拡大が業績の伸びをけん引

同社の成長は利用者数の拡大（拠点数の拡大及び稼働率の向上）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及び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。

同社施設が受け取る利用料金は、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。

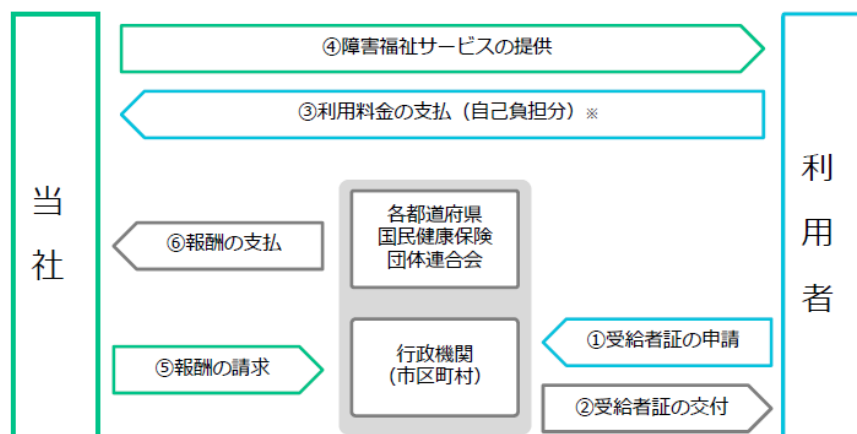
一方、行政からの報酬は、18年4月の改定により新たな体系へ移行している。従来は「基本報酬」と就労後の定着実績に応じた「加算部分」で構成されていたが、今回の改定により「加算部分」が廃止され、「基本報酬」そのものが定着実績(就職後6カ月以上)に応じて増減する体系に変更された。また、「加算部分」が廃止された代わりに、新たに「就労定着支援サービス」<sup>注2</sup>が設けられ、過去3年間の就職定着率に応じた基本報酬を受け取ることができるようになった。

注2) 新たに設けられた「就労定着支援サービス」については、就労移行支援事業所67拠点のうち48拠点において提供されている(19/3期末)。

従って、「就労移行支援事業」の成長は、①ウェルビー利用者数の拡大(拠点数の拡大及び稼働率の向上)、②報酬単価の上昇(就職後6カ月以上の定着率に応じて増減)、③就労定着支援サービスの伸び(過去3年間の定着率に応じて増減)の3つのドライバーによって構成され、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。

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。また、実績等に応じて報酬単価が増減する体系とはなっていない。ただ、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名分まで評価できるようになっている(ハビーのみ)。

【図表3】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

### ◆ 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<sup>注3</sup>の予防に効果的であり、それが将来の就職や就職定着率の高さに寄与していると考えられる。

注3)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) 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(拠点数の拡大)の加速に向けても大きな優位性となっている。

3) 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。

4) 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、利用者の紹介チャン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。

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、直近1年間の6カ月定着率は87.2%を誇っている<sup>注4</sup>。就職定着率の高さは、利用者数の拡大をはじめ、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、就職後の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4) 2017年10月~2018年9月の間に就職した利用者のうち、6カ月以上就労定着した者の割合

## > 業界環境

注 5)「平成 30 年版 障害者白書」(内閣府)、人口推計平成 31 年 4 月報 (総務省統計局)

注 6)「平成 30 年 障害者雇用状況の集計結果」(厚生労働省)

注 7)「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 8)「平成 29 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)

## > 強み・弱みの分析

### ◆ 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 9,366 千人、そのうち「就労移行支援事業」の対象となる在宅の精神障害者数(20 歳以上 65 歳未満)は約 2,019 千人(日本の生産年齢人口の約 2.6%)<sup>注 5</sup>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 535 千人、実雇用率は 2.0%超<sup>注 6</sup>となっており、ともに過去最高(雇用障害者数は 15 年連続で過去最高)を更新している(18 年実績)。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。

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%<sup>注 7</sup>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(17 年度には 10 万人を超える水準に到達)<sup>注 8</sup>。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。

### ◆ サービス認知度の拡大や人材の確保などが今後の課題

同社の強みは、前述のとおり、完成度の高い「業務マニュアル」や地域との連携などにあり、潜在的な需要の大きさや政策的な後押しなど外部環境も同社にとって追い風となっている。

一方、課題及び脅威として注意すべきは、福祉支援サービスに対する認知度が十分でないこと、新規拠点開設のための人材や物件の確保が成長のボトルネックとなる可能性があることなどがあげられる。特に、一定期間の実務経験や研修が必要となる有資格者については、長期的な計画により人材のストックを積み上げていく必要がある。

【 図表 4 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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）</li> <li>・優れた就労移行実績と高い就職定着率</li> <li>・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）</li> <li>・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</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・就職定着実績を重視した報酬体系への移行</li> <li>・障害者雇用数、実雇用率の上昇（法定雇用率の引き上げ）</li> <li>・潜在的な需要（利用対象者）の大きさ</li> <li>・発達障害児の増加（社会的認知や支援体制強化の動き）</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・事故や事件等に伴うレピュテーションリスク</li> <li>・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</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 決算概要

◆ 19年3月期決算の概要

19/3 期決算は、売上高が 5,751 百万円（前期比 31.8%増）、営業利益が 1,495 百万円（同 47.7%増）、経常利益が 1,471 百万円（同 41.1%増）、当期純利益が 991 百万円（同 40.7%増）と大幅な増収増益となった。会社予想及び証券リサーチセンター（以下、当センター）の予想に対しても、売上高、各利益ともに上回る着地となっている。

売上高は、新規拠点開設や稼働率向上に伴う利用者数の拡大により、「就労移行支援事業」、「療育事業」がともに伸長した。新規拠点数は、「就労移行支援事業」（ウェルビー）が 9 拠点（計画比+2 拠点）、「療育事業」（ハビー及びハビープラス）が 7 拠点（計画どおり）となっている。また、新たに設けられた就労定着支援サービスについてもウェルビー48 拠点にて開始した。19/3 期末の拠点数は、就労移行支援事業所（ウェルビー）67 拠点（そのうち、就労定着支援事業所の併設は 48 拠点）、児童発達支援事業所（ハビー）21 拠点、放課後等デイサービス事業所（ハビープラス）5 拠点の合計 93 拠点（前期末比+16 拠点）となっている。なお、売上高が会社予想を上回ったのは、新規拠点数が計画よりも 2 拠点多かったことや、既存事業所における稼働率の改善が想定よりも順調に進んだことが理由である。

損益面でも、拠点数の拡大に伴って原価（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、増収効果（稼働率の向上等）



により原価率は 59.2% (前期は 60.3%) に低下した。また、販管費も本部機能の強化 (人件費等) や本部移転に伴う費用 (地代家賃等) などにより増加したが、増収効果により販管費率も 14.8% (前期は 16.5%) へと低下したことから、営業利益率は 26.0% (前期は 23.2%) に上昇した。

財政状態については、増収に伴う「現金及び預金」や「売掛金」の増加に加え、新規出店による「有形固定資産」の取得や設備投資により、総資産は 3,707 百万円 (前期末比 21.2% 増) に増加した一方、自己資本も内部留保の積み増しにより 2,539 百万円 (同 38.4% 増) に大きく拡大したことから、自己資本比率は 68.5% (前期末は 60.0%) に改善した。また、資本効率を示す ROE も 45.3% (前期は 59.4%) と高い水準を維持しており、同社の財務指標は優れた状況にあると言える。

また、キャッシュ・フローも潤沢である。営業キャッシュ・フローは 1,102 百万円のプラスとなった一方、投資キャッシュ・フローは 237 百万円のマイナスに抑えており、積極的に拠点の開設を進めながらも、営業キャッシュ・フローのプラスで投資キャッシュ・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。また、財務キャッシュ・フローが 563 百万円のマイナスとなったのは、有利子負債の返済と配当金の支払いによるものである。

事業別売上高の状況は以下のとおりである。

#### 1) 就労移行支援事業

売上高は 4,640 百万円 (前期比 21.9% 増、計画比 2.5% 増) と会社予想及び当センター予想を上回る増収となった。前期比 833 百万円の増収となった内訳としては、①利用者数の拡大によるものが 735 百万円の増収要因であったほか、②18 年 4 月の報酬改定 (加算部分の廃止) による影響が 171 百万円の減収要因、③18 年 9 月まで一時的に設けられた特別措置 (就労定着支援サービス開始までの準備期間) に係る加算部分が 218 百万円の増収要因、④18 年 10 月から新たに開始した「就労定着支援サービス」による報酬が 51 百万円の増収要因となっている。したがって、注目された報酬改定の影響については、②によるマイナス部分を、③及び④のプラス部分で大きくカバーする結果となった。また、会社予想を上回ったのは、①による上振れの影響によるものであるが、④については想定よりも若干スロースタートとなっている。

#### 2) 療育事業

売上高は 1,110 百万円 (前期比 99.3% 増、計画比 7.1% 増) とほぼ倍増するとともに、会社予想及び当センター予想を上回る着地となった。

前期比 553 百万円の増収となったが、①利用者数の拡大が 425 百万円の増収要因、②報酬単価の上昇が 127 百万円の増収要因となっている。なお、②については、有資格者を多く配置したことによって「指導員配置加算」が増加したことによるものである。また、会社予想及び当センター予想を上回ったのは、①及び②がそれぞれ上振れたことが理由である。

【 図表 5 】 19 年 3 月期決算の概要

(単位: 百万円)	18/3期 実績		19/3期 実績		増減		19/3期 会社予想 (当センター予想)		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	4,364		5,751		1,387	31.8%	5,565		103.3%
就労移行支援事業	3,807	87.2%	4,640	80.7%	833	21.9%	4,528	81.4%	102.5%
療育事業	557	12.8%	1,110	19.3%	553	99.3%	1,036	18.6%	107.1%
原価	2,633	60.3%	3,403	59.2%	770	29.2%	-	-	-
販管費	717	16.5%	852	14.8%	135	18.8%	-	-	-
営業利益	1,012	23.2%	1,495	26.0%	483	47.7%	1,295	23.3%	115.4%
経常利益	1,042	23.9%	1,471	25.6%	429	41.1%	1,291	23.2%	113.9%
当期純利益	704	16.1%	991	17.2%	287	40.7%	834	15.0%	118.8%
拠点数	77		93		16	20.8%	91		102.2%
就労移行支援事業	58		67		9	15.5%	65		103.1%
療育事業	19		26		7	36.8%	26		100.0%
総資産	3,059		3,707		648	21.2%			
自己資本	1,834		2,539		705	38.4%			
自己資本比率	60.0%		68.5%		8.5%	-			
キャッシュ・フロー									
営業キャッシュ・フロー	609		1,102		493	81.0%			
投資キャッシュ・フロー	-230		-237		-7	-			
財務キャッシュ・フロー	447		-563		-1,010	-			

(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

## > 戦略の進捗

### ◆ 東北地方(宮城県)や四国地方(愛媛県)にも初出店

新規拠点の開設については、前述のとおり、就労移行支援事業者(ウェルビー)が 9 拠点、療育事業所(ハビー及びハビープラス)が 7 拠点、合計 16 拠点となっている。特に、人口の多い地方都市への出店による全国展開の進捗については、初出店となった東北地方(宮城県仙台市)や四国地方(愛媛県松山市)を含め、首都圏以外に 4 拠点(すべてウェルビー)を開設した。また、新たに設けられた就労定着支援サービスを提供する「就労定着支援事業所」についても、就労移行支援事業所(ウェルビー)に併設する形で 48 拠点を開設している。

【 図表 6 】 事業所の開設状況

	新規拠点数			期末拠点数		
	ウェルビー	ハビー	ハビー プラス	ウェルビー	ハビー	ハビー プラス
北海道				1 (1)		
東北	1			1		
関東	5	5	2	43 (33)	18	5
中部	2			6 (3)		
近畿				6 (5)	3	
中国				2 (2)		
四国	1			1		
九州				7 (4)		
合計	9	5	2	67 (48)	21	5

(注) かつこ内は「就労定着支援事業所」の併設数  
(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

## > 業績見通し

### ◆ ウェルビーによる 20 年 3 月期の業績予想

20/3 期の業績予想について同社は、売上高を 6,737 百万円（前期比 17.2%増）、営業利益を 1,788 百万円（同 19.6%増）、経常利益を 1,787 百万円（同 21.5%増）、当期純利益を 1,216 百万円（同 22.6%増）と引き続き二桁の増収増益を見込んでいる。

新規拠点開設等に伴う利用者数の拡大や報酬単価の上昇により、「就労移行支援事業」、「療養事業」がともに伸長する見通しである。新規拠点数は、「就労移行支援事業」が 6 拠点、「療養事業」が 6 拠点の合計 12 拠点（期末拠点数 105 拠点）を予定している。また、就労定着支援事業所については、要件が整い次第、順次開設（就労移行支援事業所との併設）を進めていく方針である。

損益面でも、新規拠点開設などに伴う費用増が想定されるものの、増収効果により増益を確保するとともに、営業利益率は 26.5%（前期は 26.0%）とほぼ横ばいで推移する見通しである。

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 5,312 百万円（前期比 14.5%増）と見込んでいる。前期における一時的な特別措置（就労定着支援サービス開始までの準備期間）に係る加算部分の剥落が 218 百万円の減収要因となるものの、利用者数の拡大で 323 百万円の増収、報酬単価の上昇で 411 百万円の増収となるほか、前期より開始した就労定着支援サービスの伸びが 156 百万円の増収要因となる想定である。

2) 療育事業

売上高を1,424百万円(前期比28.3%増)と見込んでいる。利用者数の拡大が増収に寄与する一方、報酬単価は前期と同水準で推移する想定である。

◆ 証券リサーチセンターによる20年3月期業績予想

当センターでは、19/3期の実績や20/3期の会社予想の前提等を踏まえ、20/3期予想を修正(売上高予想を減額修正する一方、各利益予想については増額修正)した。修正後の業績予想として、売上高を6,750百万円(前期比17.4%増)、営業利益を1,790百万円(同19.7%増)と会社予想とほぼ同水準を見込んでいる。

売上高予想を減額修正したのは、新規拠点数の前提(18拠点)を会社計画(12拠点)に合わせたことが理由である。会社計画(12拠点)は、これまでの実績などから評価すると若干物足りなさがあるものの、新たに設けられた就労定着支援サービスの準備や体制整備等に労力がかかっていることなどを勘案すれば合理性があるものと判断した。一方、各利益予想を増額修正したのは、19/3期の実績において、既存拠点の稼働率の改善が想定以上に進んでいることを反映したものである。

【図表7】20年3月期の業績見通し

(単位:百万円)	19/3期 実績		20/3期 会社予想		前期比	20/3期 当センター予想					
	金額	構成比	金額	構成比		前回		修正後		前期比 前回	修正後
					金額	構成比	金額	構成比			
売上高	5,751		6,737		17.2%	7,000		6,750		25.8%	17.4%
就労移行支援事業	4,640	80.7%	5,312	78.8%	14.5%	5,500	78.6%	5,320	78.8%	21.5%	14.7%
療育事業	1,110	19.3%	1,424	21.1%	28.3%	1,500	21.4%	1,430	21.2%	44.6%	28.8%
原価	3,403	59.2%	-	-	-	4,260	60.9%	4,000	59.3%	25.3%	17.5%
販管費	852	14.8%	-	-	-	1,020	14.6%	960	14.2%	17.2%	12.7%
営業利益	1,495	26.0%	1,788	26.5%	19.6%	1,720	24.6%	1,790	26.5%	32.8%	19.7%
経常利益	1,471	25.6%	1,787	26.5%	21.5%	1,718	24.5%	1,790	26.5%	33.1%	21.7%
当期純利益	991	17.2%	1,216	18.0%	22.6%	1,118	16.0%	1,220	18.1%	34.1%	23.1%
拠点数	93		105		12	109		105		18	12
就労移行支援事業	67		73		6	74		73		9	6
療育事業	26		32		6	35		32		9	6

(出所) 会社予想はウェルビー決算短信

#### ◆ ウェルビーによる成長イメージ

同社は、具体的な中期経営計画を開示していない。ただ、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。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あげられる。

また、将来的な事業拡大に関しては、全国に約 280 拠点（ウェルビーのみ）の展開可能性<sup>注9</sup>と約 28 万人の利用対象者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。

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。

注9) 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 万人当たり 1 拠点で試算した拠点数。

### > 中期業績予想

#### ◆ 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、新規拠点数の前提を引き下げたことから、21/3 期の売上高予想を減額修正（一方、各利益予想は 19/3 期実績等を踏まえ増額修正）するとともに、新たに 22/3 期予想を策定した。ただ、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、年間 14～16 拠点の開設は可能であると評価している。従って、21/3 期以降は、新規拠点数 14 拠点（就労移行支援事業 7 拠点、療育事業 7 拠点）を前提に、年率 15%以上（今後 3 期間の増収率は年 16.5%）の増収率を維持できるものと予想した。また、拠点当たりの売上高も報酬単価の上昇や就労定着支援サービスの伸びにより、緩やかに増加する想定となっている。

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予想されるものの、就職定着実績に応じた報酬単価の上昇や就労定着支援サービスの伸び等により営業利益率は緩やかに上昇するものと見込んでおり、22/3 期には 27%を超える水準に達すると予想した。

なお、業績の変動要因として注意すべきは、新規拠点開設の進捗状況や就職定着実績の推移、想定外の先行費用等である。特に、18 年 4 月の報酬改定による報酬単価への影響や新たに設けられた就労定着支援サービスの伸びについては、まだ過渡期にあることから、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勧奨すれば、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可能性にも注意が必要である。

【 図表 8 】 証券リサーチセンターによる中期業績予想

(単位:百万円)	19/3期		20/3期		21/3期		22/3期	予想 成長率 (年率)
	前回予想	実績	当センター予想		当センター予想		当センター予想	
			前回予想	修正後	前回予想	修正後		
売上高	5,565	5,751	7,000	6,750	8,400	7,900	9,100	16.5%
伸び率	27.5%	31.8%	25.8%	17.4%	20.0%	17.0%	15.2%	
営業利益	1,295	1,495	1,720	1,790	2,130	2,120	2,470	18.2%
利益率	23.3%	26.0%	24.6%	26.5%	25.4%	26.8%	27.1%	
経常利益	1,291	1,471	1,718	1,790	2,130	2,120	2,470	18.9%
利益率	23.2%	25.6%	24.5%	26.5%	25.4%	26.8%	27.1%	
当期純利益	834	991	1,118	1,220	1,380	1,450	1,700	19.7%
利益率	15.0%	17.2%	16.0%	18.1%	16.4%	18.4%	18.7%	

拠点数	91	93	109	105	127	119	133
就労移行支援事業	65	67	74	73	83	80	87
療育事業	26	26	35	32	44	39	46

(出所) 証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

◆ 配当性向 20%を目安とし、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安を 20%に置いている。

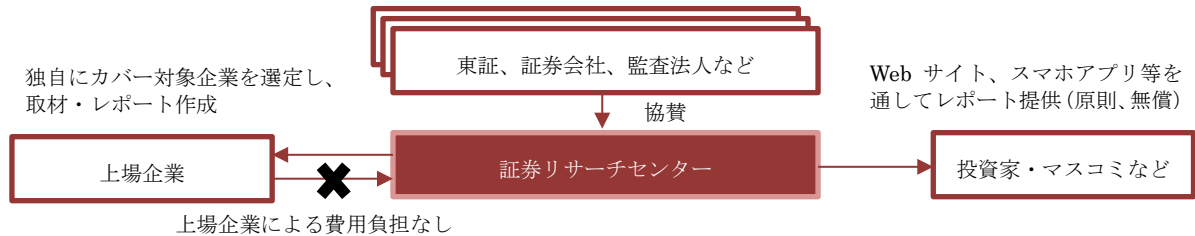
19/3 期は 1 株当たり年間 7.2 円の配当 (中間 3.0 円、期末 4.2 円) を実施した (配当性向 19.8%)。20/3 期は 1 株当たり年間 8.8 円の配当 (中間 4.4 円、期末 4.4 円) を同社は予定している (同社の業績予想に基づく配当性向は 20.0%)。

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、高い利益率の水準を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。従って、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。

## 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・間接的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。