

ホリスティック企業レポート エスクロー・エージェント・ジャパン 6093 東証一部

アップデート・レポート
2017年6月23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 20170620

エスクロー・エージェント・ジャパン(6093 東証一部)

発行日:2017/6/23

「日本版エスクロー」の確立を目指す不動産取引のコーディネーター 18年2月期はエスクローサービス事業の牽引で高成長が続く見込み

> 要旨

◆ 会社概要

- ・エスクロー・エージェント・ジャパン(以下、同社)は、不動産取引のワンストップサービス(「日本版エスクロー」)を目指すコーディネーターである。
- ・金融機関から業務を受託する BPO 事業と、専門家の業務遂行を支援するエスクローサービス事業により、ワンストップサービスを実現している。

◆ 17年2月期決算

- ・17/2 期決算は、売上高 2,680 百万円(前期比 58.8%増)、営業利益 689 百万円(同 71.2%増)となった。対期初会社計画の達成率は、売上高 132.8%、営業利益 170.5%で、期中に2度上方修正されたが、修正後の水準も上回った。
- ・16年2月以降の日本銀行によるマイナス金利導入で住宅ローンの借換えが急増し、BPO 事業の受託件数及び取引先、エスクローサービスのシステム利用件数が増加し、想定以上の増収増益につながった。

◆ 18年2月期業績予想

- ・18/2 期業績について、同社は売上高 3,277 百万円(前期比 22.3%増)、営業利益 928 百万円(同 34.6%増)と予想している。
- ・証券リサーチセンターでは、18/2 期の業績予想を、売上高 3,304 百万円(同 23.3%増)、営業利益 957 百万円(同 38.9%増)へ引き上げた。17/2 期の高成長を反映し、エスクローサービス事業が牽引すると予想した。

◆ 今後の注目点

- ・中期業績は、高利益率のエスクローサービス事業の売上構成比の上昇に伴い、増収増益が続くものと予想する。
- ・17/2 期の好調な業績推移を受け、同社は、18/2 期～20/2 期の「新・中期三カ年計画」を策定中とした(17年10月に公表予定)。(1)非対面販売、ネット販売、(2)相続、(3)不動産の中古物件取引を重点領域とし、市場の本格成長に向けてサービス開発を進める方針は不変と思われる。

アナリスト:藤野敬太

+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】

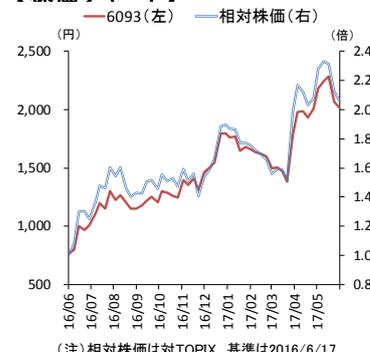
	2017/6/16
株価(円)	2,022
発行済株式数(株)	8,315,000
時価総額(百万円)	16,813

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	36.8	25.3	19.8
PBR(倍)	7.7	6.1	4.8
配当利回り(%)	0.7	1.0	1.3

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	-9.6	37.4	108.5
対TOPIX (%)	-11.2	30.2	62.7

【株価チャート】



【6093 エスクロー・エージェント・ジャパン 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)
2016/2	1,687	40.1	402	97.4	403	104.6	244	129.6	30.1	213.1	10.0
2017/2	2,680	58.8	689	71.2	694	72.2	451	85.0	54.9	263.4	15.0
2018/2 CE	3,277	22.3	928	34.6	926	33.4	647	43.4	78.0	—	未定
2018/2 E	3,304	23.3	957	38.9	955	37.7	664	47.1	80.0	330.1	21.0
2019/2 E	3,881	17.5	1,224	27.8	1,222	27.9	849	27.9	102.3	417.4	27.0
2020/2 E	4,665	20.2	1,519	24.1	1,517	24.1	1,054	24.1	126.9	529.5	34.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、16年12月1日に1：2の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は分割を考慮したもの

アップデート・レポート

2/19

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

◆ 不動産取引のワンストップサービスの確立を目指すコーディネーター

エスクロー・エージェンツ・ジャパン (以下、同社) は、不動産取引のワンストップサービスの確立を目指すコーディネーターである。

現在の日本の不動産取引では、複数の関係者間で手続き業務が分断されている。契約当事者は、不動産業者、金融機関、司法書士等の専門家と、個々にコミュニケーションをとる必要があり、煩雑な作業を強いられてきた。また、各手数料が言い値で不明瞭という問題もあった。

注1) エスクロー (escrow)

日本語で「第三者寄託」と訳される。エスクローサービスとは、一般的に、「第三者が買主から代金を預かり、商品の引き渡しや仕事の完成を確認した後に、第三者が売主に代金を支払うサービス」と定義されている。エスクローサービスを使うことで、契約当事者は煩雑な作業から解放されるため、米国では不動産取引を中心に普及が進んでいる。

同社の社名にある「エスクロー^{注1}」は、米国の不動産取引では多く用いられている仕組みで、そのための法整備もなされている。日本には、米国で普及しているエスクローサービスに該当するものがなく、そもそもエスクローを明確に定義する法律も存在していない。

そのため、米国のエスクローサービスを参考にしつつ、日本の不動産取引におけるワンストップサービス(同社ではこれを「日本版エスクロー」と呼ぶ)を業態として確立することが、同社の目指すところとなっている。

注2) ASP

Application Service Provider (アプリケーションサービスプロバイダー)の略。アプリケーションソフト等のサービスまたは機能を、インターネット経由で提供する事業者、またはそのサービスを指す。

◆ 2つの事業によりワンストップサービスを提供する

同社はまず、不動産取引における、売買契約後から取引決済までの手続きに関して、複数の関係者で分断されていた業務を集約する。その上で、スムーズな分業体制をコーディネートすることにより、不動産取引業務のワンパッケージ化を実現している。

そのために、金融機関または不動産会社に寄せられる業務を集約するBPO事業と、ASP^{注2}サービスによって専門家による分業体制を効率的なものにするエスクローサービス事業を有している(図表1)。両セグメントが、車の両輪のように機能することで、ワンストップサービスを顧客に提供する形をとっている。

【図表1】セグメント別売上高・営業利益

(単位:百万円)

セグメント		売上高					営業利益						
		15/2期	16/2期	17/2期	前期比		15/2期	16/2期	17/2期	前期比		売上高営業利益率	
					16/2期	17/2期				16/2期	17/2期	16/2期	17/2期
報告セグメント	エスクローサービス	497	660	1,140	32.9%	72.6%	397	501	839	26.1%	67.3%	75.9%	73.6%
	BPO	707	1,026	1,541	45.2%	50.2%	172	340	458	97.7%	34.8%	33.1%	29.7%
	調整額	0	0	-1	-	-	-365	-438	-608	-	-	-	-
	合計	1,204	1,687	2,680	40.1%	58.8%	203	402	689	97.4%	71.2%	23.9%	25.7%

(出所) エスクロー・エージェンツ・ジャパン決算短信、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

◆ 「エスクロー」とは米国発祥のサービス

エスクローは、1947年に米国カリフォルニア州にて、不動産取引の決済保全制度として始まったと言われている。州政府の法律に基づいて取引を監査する制度であり、現在では、不動産取引に限らず、幅広く、資金決済を伴う取引に使われている。

エスクローサービスを提供する業者はエスクローエージェントと呼ばれ、取引金額に対し一定の手数料を得る。エスクローエージェントは、他人の財産を預かって管理することから、米国では、エスクロー法に基づき、政府の厳密な審査を通過し、許可を受ける必要がある。そのため、米国ではエスクローエージェントに対する信用度は高い。

◆ 日本の不動産取引は関係事業者の分業体制で成り立ってきた

日本における従来の不動産取引決済は、不動産事業者、建設事業者、金融機関、専門家等の分業体制によって、取引事務の安全性や利便性が確保されてきた。半面、複数の専門家による分業は、業務の分断につながり、手続きの作業が煩雑になる、各手数料が言い値で不明瞭になるといった問題もあった。

今後は、こうした分業体制が抱える問題に加え、さらなるコンプライアンス強化や、ネットを利用した隔地者間取引や非対面取引といった取引の多様化により、関係事業者の業務の増加、複雑化が見込まれる。

◆ 同社が目指すのは、不動産取引におけるワンストップサービス

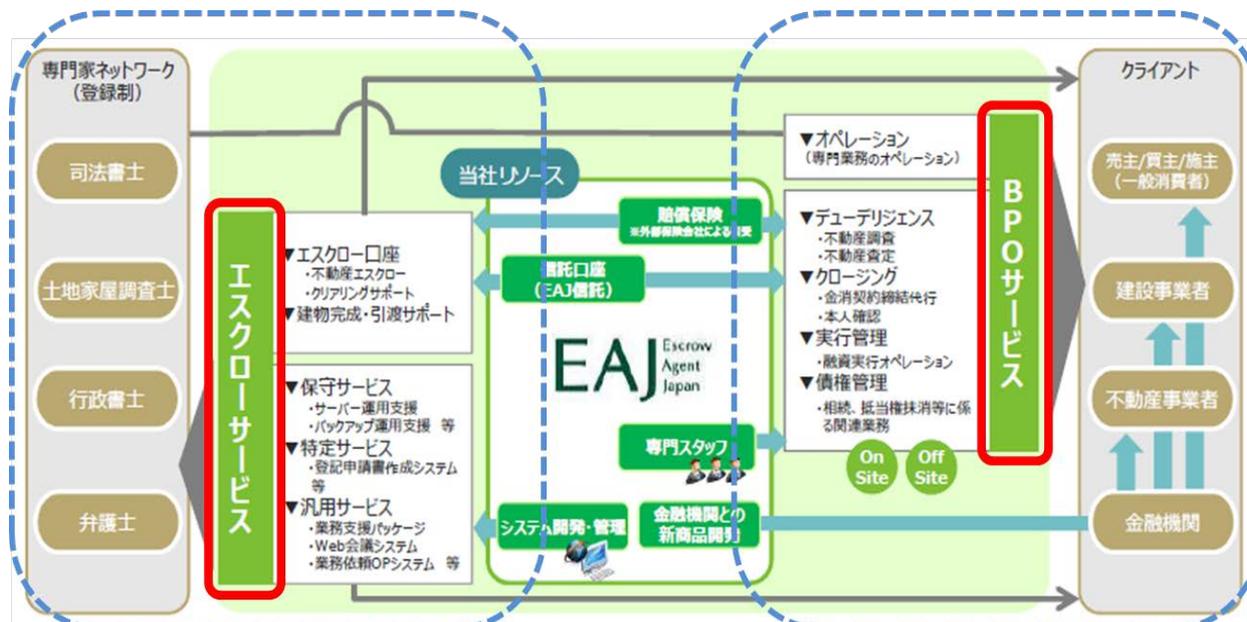
上述の通り、専門家による分業体制が存在していたため、これまでの日本では、米国のエスクローサービスに該当するサービスが存在しなかった。当然、行政による規制もなく、誰もがエスクローの名称を自由に使用することができる。

同社は「エスクローエージェント」と名乗っている。しかし、同社が目指していることは、米国のエスクローサービスをそのまま日本へ導入することではなく、不動産取引におけるワンストップサービスの市場を創出することである。それにより、不動産取引業務における事務効率化（ローコストオペレーション）、取引の安全性の確保と向上、利便性の向上といった価値を顧客に提供している。

このワンストップサービスを実現するために存在するのが、車の両輪のように機能する以下の2つの事業である（図表2）。

- (1) BPO 事業：金融機関や不動産会社に寄せられる業務を集約
- (2) エスクローサービス事業：専門家向け ASP サービスの運営

【 図表 2 】 エスクロー・エージェント・ジャパンのビジネスモデル



(出所) エスクロー・エージェント・ジャパン決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ BPO 事業で金融機関の業務を集約する

不動産取引のプロセスは、必ず資金決済を伴う。日本においては、一定以上の資金の決済を業として行えるのは、事実上金融機関に限られる。そのため、米国のエスクローサービスに相当する役割を、金融機関が担うことになる。

この場合、金融機関にとっては、何種類もの専門家（不動産鑑定士、土地家屋調査士、宅地建物取引士、司法書士等）とやり取りをしなくてはならず、作業が煩雑となる。

一般的に、BPO（Business Process Outsourcing）とは、社内で抱えている業務プロセスを外出しにすること、またはそのサービスのことを指す。同社の BPO 事業は、主に金融機関を対象に、不動産取引に関するプロセス（デューデリジェンスやクロージング等）で発生する煩雑な作業を伴う業務を集約し、請け負うことを主眼としている（図表2の右側）。

具体的には、以下の業務を行っている。

- (1) 不動産登記や調査関連業務、ローン実行に関する業務の受託
- (2) 金融機関への人材派遣
- (3) 住宅ローンの担保評価で必要な担保物件の物件調査の受託
- (4) 金融機関が行う金銭消費貸借契約の締結事務代行

集約した業務を同社のスタッフが実行していくため、請け負う業務量とスタッフの作業量の連動性は高く、労働集約的な事業となる。

◆ エスクローサービス事業で専門家との間の業務を効率化する

同社の BPO 事業を通じて集約された業務から発生する作業のうち、専門性の高い作業、または有資格者でないと遂行できない作業は、必要に応じて、同社から専門家へ振り分けられる。その際の業務を効率的に行うために、同社と各専門家は、同社が開発したシステムでつながっている。各専門家は、このシステムを使うために、同社が提供する ASP サービスに登録する。同社のエスクローサービス事業とは、この専門家に対して提供される ASP サービスのことを指す(図表 2 の左側)。

具体的には、主に司法書士を対象に、以下のサービスを提供している。

- (1) 遠隔地での対応や大量の事務を処理するためのシステム、
オンライン登記に対応するシステム、業務支援パッケージ
- (2) 建物完成・引渡サポート
- (3) エスクロー口座
(金融機関が融資を実行するための信託口座を用いたサービス)

ASP サービスは月額課金であるため、毎月の売上高は「月額利用料×登録者数」となる。基本的には登録者数の増加が売上高の増加に直結する。売上高自体は BPO 事業ほど大きくないが、利益率の高い事業となっている。

◆ 信託子会社の位置づけ

エスクローエージェントは精算、保証、決済の 3 つの機能を提供すると言われている。

精算機能は、業務の遂行そのものに関わる機能であり、同社のエスクローサービス事業が担っている。保証機能は、きちんと業務が遂行されることを担保する機能であり、エスクローサービス事業と BPO 事業に関連して、外部保険会社が引受ける賠償責任保険がカバーする。

残る決済機能は、資金移動を伴う業務のため、顧客である金融機関が担う機能であり、これまでの同社の事業ではカバーできない機能であった。ただし、それではワンストップサービスを提供する体制が整わないという判断のもと、14 年にエスクロー・エージェント・ジャパン

信託（以下、EAJ 信託）という信託子会社を設立した。これにより、エスクローの3機能をグループ内に保有することになり、新しいエスクローサービスの開発の幅を広げることにつながっている。

> SWOT分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表3のようにまとめられる。

【 図表 3 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・不動産取引に関する業務ノウハウの蓄積 ・不動産取引に関わる専門家（司法書士等）とのネットワーク ・金融機関向けの不動産取引分野でのBPO案件受託の実績 ・不動産取引に関するワンストップサービスに必要な精算、保証、決済の各機能の保有 ・財務の安全性（自己資本比率の高さなど）
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内でのエスクローサービスに対する認知度の低さ ・事業規模の小ささ ・外部環境（政府の経済政策や消費税率の変更）などに影響を受けやすい業績動向 ・現社長への依存度の高い事業運営
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・マイナス金利導入による資産や負債の組み換え需要の増加 ・中古住宅の流通の促進 ・相続税課税件数の増加 ・金融機関の人材不足とローコストオペレーションへの需要増 ・金融取引のネット化の進展
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・新規参入の可能性 ・金融や不動産関連分野の法制度が変更される可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、ビジネスモデルを構築した現社長の存在と、不動産取引に関するノウハウの蓄積にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表4に示し、KPIの数値をアップデートした。

同社の知的資本の源泉は、不動産取引のワンパッケージ化を目指して現在のビジネスモデルを構築した現社長の存在（人的資本）にあり、それを可能にした不動産取引の業務に関するノウハウの蓄積（組織資本）にある。その上で、組織資本のプロセスや関係資本を少しずつ強固なものにして、事業を拡大してきた。

【 図表 4 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	・司法書士のメンバー登録数	開示なし	-----	
		・大手顧客の売上高構成比	コスモホールディングス 12.7% 司法書士法人中央グループ 10.3% (中央グループはBPOの売上高も含む) (16/2期)	コスモホールディングス 12.3% 司法書士法人中央グループ 10%未満 (中央グループはBPOの売上高も含む)	
		・業務件数とシェア (抵当権の設定と登記の抹消のみ)	49,802件 3.8% (5カ月分)	件数の開示なし シェア:3.8%	
	・BPO	・金融機関の取引先	新規取引先4社増加	新規取引先8社増加	
		・大手顧客の売上高構成比	住信SBIネット銀行 14.7% (16/2期) *17/2期上期の開示はなし	住信SBIネット銀行 13.6%	
	ブランド	・決済業務ができる信用力	・IICA・I・Z・I・J・P信託 (連結子会社) の存在	14年5月設立	-----
	ネットワーク	・外部との協業 (エスクローサービス)	・税理士法人タクトコンサルティング との業務提携	新サービス1件の開発・提供	前回から大きな動きなし
			・ブイキューブとの業務提携	新サービス1件の開発・提供	前回から大きな動きなし
	組織資本	プロセス	・生産性	・エスクローサービスの 売上総利益率 16/2期: 85.2% 17/2期上期: 85.8%	83.7%
			・BPOの売上総利益率	16/2期: 33.1% 17/2期上期: 34.1%	32.8%
・サービス開発		・新エスクローサービスの開発	5サービスのリリース (17/2期上期の半年間)	6サービスのリリース (17/2期の1年間)	
知的財産 ノウハウ		・不動産取引の業務に関するノウハウの蓄積	・特になし	特になし	-----
		・ソフトウェア	・貸借対照表上のソフトウェア	6,466千円 (単体) (16/2期) *17/2期上期の開示はなし	13,451千円 (単体)
		・不動産テックに関するノウハウの蓄積	・ブロックチェーン技術の実証実験	(今回より記載)	Orb社との実証実験・調査研究
人的資本	経営陣	・現在のビジネスモデルを構築した現社長の存在	・特になし	特になし	-----
		・インセンティブ	・取締役による保有	904,000株 (発行済株式数の22.08%) (16/2期末)	1,734,200株 (発行済株式数の20.89%)
			・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	詳細の開示なし	-----
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	67百万円 (16/2期)	86.1百万円
	従業員	・企業風土	・従業員数	101名 (連結) (16/2期末)	133名 (連結)
			・平均年齢	40.2歳 (単体) (16/2期末)	39.8歳 (単体)
			・平均勤続年数	3.7年 (単体) (16/2期末)	3.7年 (単体)
		・インセンティブ	・従業員持株会	なし	-----
			・ストックオプション	441,500株 (発行済株式数の10.7%) *取締役保有分も含む	802,000株 (発行済株式数の9.66%) *取締役保有分も含む

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は17/2期上期または17/2期上期末、今回は17/2期または17/2期末のもの
前回と変更ないものは-----と表示

(出所) エスクロー・エージェント・ジャパン有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> 決算概要**◆ 17年2月期決算は期初会社計画を大幅に超過**

17/2 期決算は、売上高が 2,680 百万円（前期比 58.8%増）、営業利益が 689 百万円（同 71.2%増）、経常利益が 694 百万円（同 72.2%増）、親会社株主に帰属する当期純利益が 451 百万円（同 85.0%増）となった。

期初計画は売上高 2,018 百万円（前期比 19.6%増）、営業利益 404 百万円（同 0.4%増）、経常利益 407 百万円（同 1.2%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 280 百万円（同 14.7%増）であり、16年6月と16年12月に2度上方修正されたが、その水準を超過した。期初公表の17/2期の会社計画に対する達成率は、売上高が132.8%、営業利益が170.5%、経常利益が170.2%、親会社株主に帰属する当期純利益が161.3%であった。

期初計画において、緊急経済対策（14年末に閣議決定、15年2月に14年度補正予算成立）の終了による業務受託量減少の可能性を考慮し、同社はBPO事業の減収を想定していた。

ところが、16年2月に日本銀行によりマイナス金利が導入され、住宅ローンの借換えが急増し、金融機関の作業量が増加した。その結果、一転して17/2期のBPO事業が前期比50.2%の増収となった。また、BPO事業での処理量の増加に伴い、エスクローサービスのシステム利用料も増加し、17/2期のエスクローサービス事業の売上高は同72.6%増となった。

費用面では、派遣社員から直接雇用人員への切り替えに伴う採用費、本社移転に伴う一時的な費用と地代家賃の増加、M&A費用といった増加要因があり、販売費及び一般管理費（以下、販管費）は前期比53.7%増となった。しかし、売上及び売上総利益の増加で十分に吸収し、大幅な営業増益となった。

◆ 外部環境の整理1~16年の新設住宅着工件数は13年に迫る勢い

同社を取り巻く事業環境の動向を示す指標のひとつである新築住宅着工件数は、10年以降は80万戸台で推移してきた。

14年4月の消費税増税前の駆け込み需要が発生し、13年の着工が急増した。しかし、その反動で14年の着工は80万戸台に減少した。

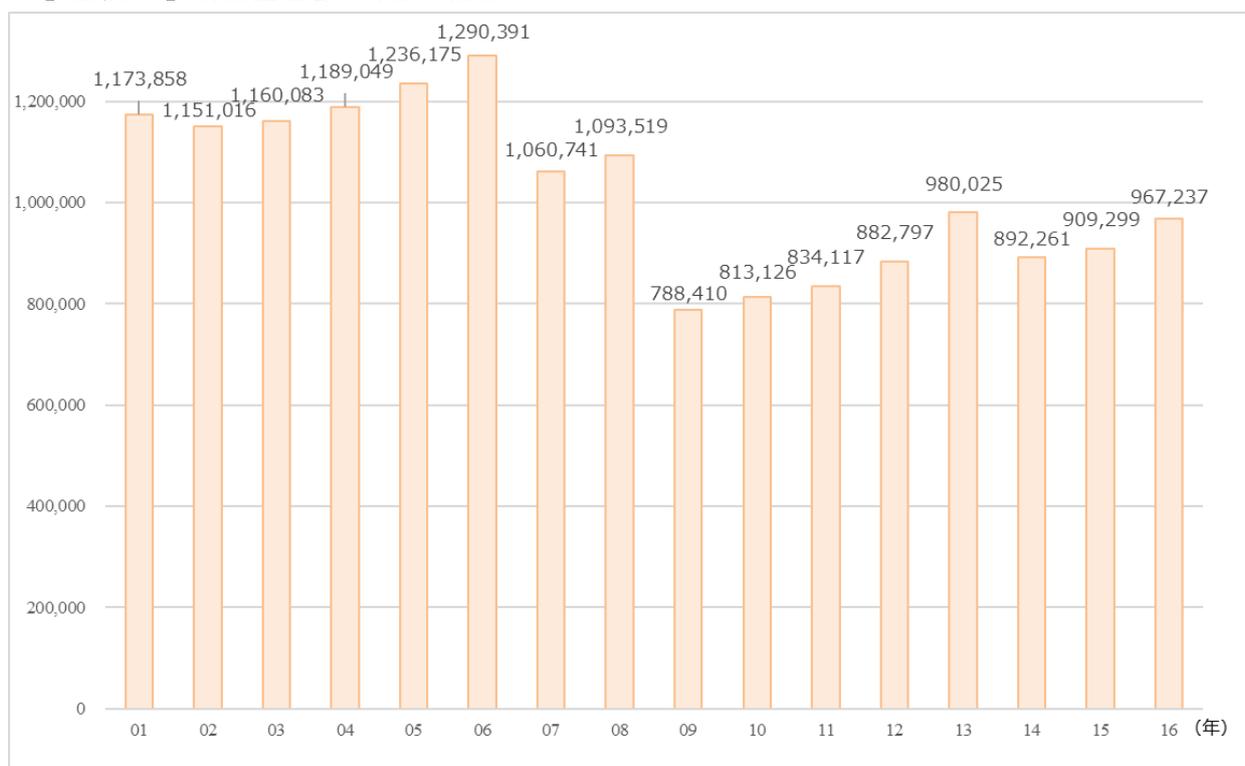
その後、消費税増税前の駆け込み需要の反動減からの持ち直しが続き、15年の着工は90万戸台を回復した。さらに、16年2月の日本銀行によるマイナス金利の導入が追い風となり、16年の着工は、13年の水

準に迫る 967,237 戸まで増加した (図表 5)。

なお、17 年 1 月から 3 月までの 3 カ月累計の着工件数は 223,290 戸であり、前年同期比 3.2% 増のペースで推移している。

【 図表 5 】 新築住宅着工件数の推移

(単位: 戸)



(出所) 国土交通省「建築着工統計調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 外部環境の整理 2~中古不動産流通は伸びの勢いが低下

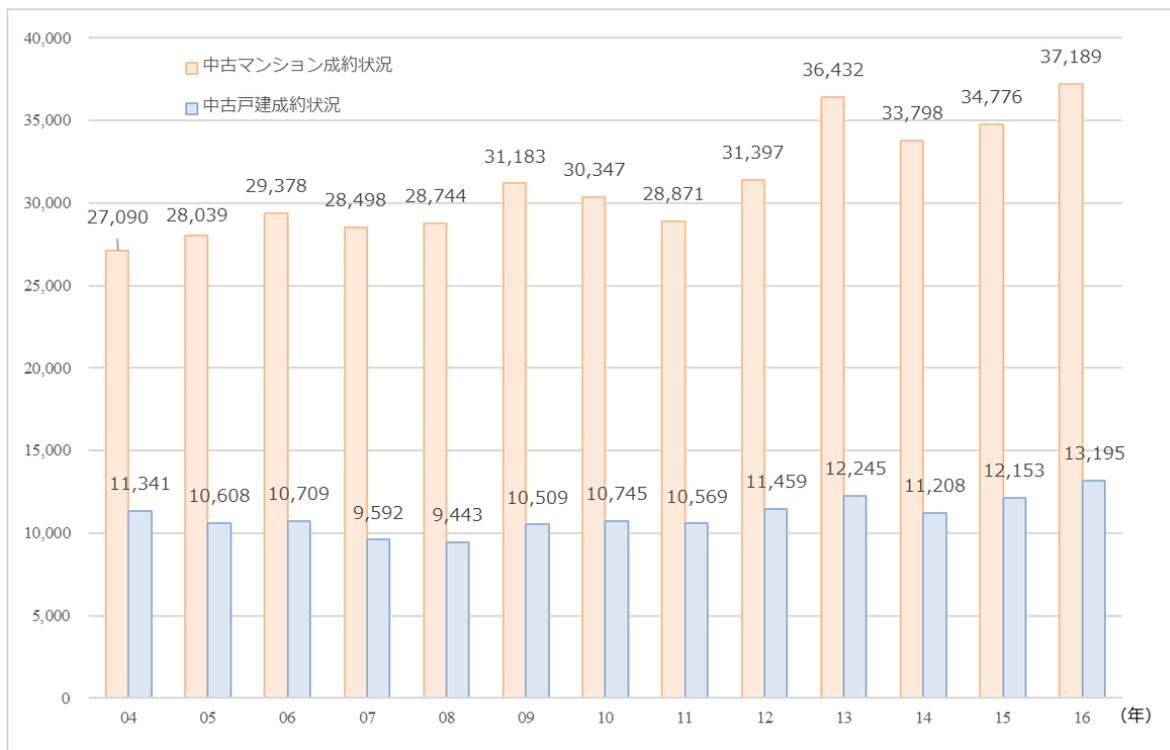
日本の不動産流通に占める中古不動産の割合は、欧米に比べてはるかに低く、まだまだ件数は少ない。前年を上回って推移しているとはいえ、最も市場の大きい首都圏であっても、16 年の中古不動産取引の成約数は、マンションで 37,189 戸 (前期比 6.9% 増)、戸建で 13,195 戸 (同 8.6% 増) にとどまっている (図表 6)。

ただし、中古住宅流通の活性化が国の政策として促進される方向にあることと、相続税の基礎控除引き下げで課税対象者が増え、相続税納付のための相続不動産の売却が増加することが見込まれることから、中古不動産の流通は今後増加することが見込まれよう。

なお、17年1月から5月までの5カ月累計の成約件数は、マンションが前年同期比0.7%増の16,187戸、戸建が同4.1%減の5,545戸で推移し、直近は16年のような伸びの勢いはないと言えよう。

【図表6】首都圏の中古不動産流通市場の動向

(単位:戸)



(出所) 公益財団法人東日本不動産流通機構「首都圏不動産流通市場の動向」より証券リサーチセンター作成

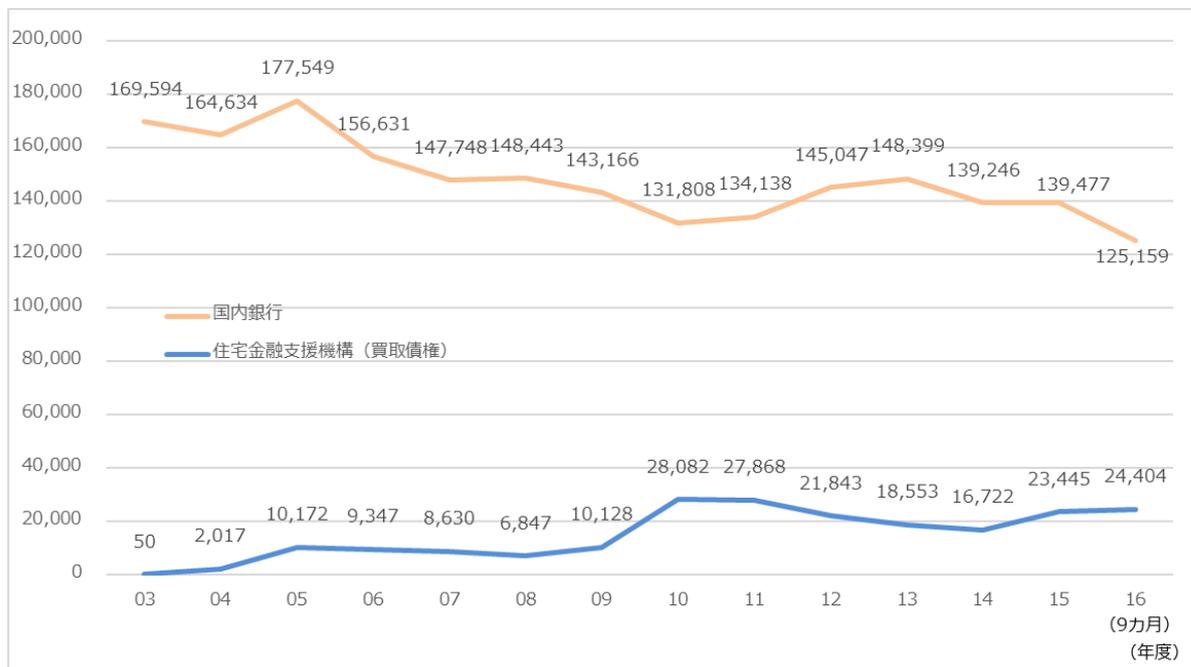
◆ 外部環境の整理 3~住宅ローン新規貸出額の推移からマイナス金利導入の影響がうかがえる

同社の事業に関係する不動産の取引量を見るひとつの統計として、住宅ローンの新規貸出額がある。住宅金融支援機構によれば、16年度の4~12月の9カ月間累計は、国内銀行では前年同期比28.2%増、住宅金融支援機構の買取債権による貸出では同46.4%増となった(図表7)。

同じ統計を四半期で見た場合、国内銀行と住宅金融支援機構(買取債権)の合計は、16年4~6月期以降の伸びが著しい。これは明らかにマイナス金利の導入の影響が反映されたものと考えられる(図表8)。

【 図表 7 】 住宅ローンの新規貸出額の推移

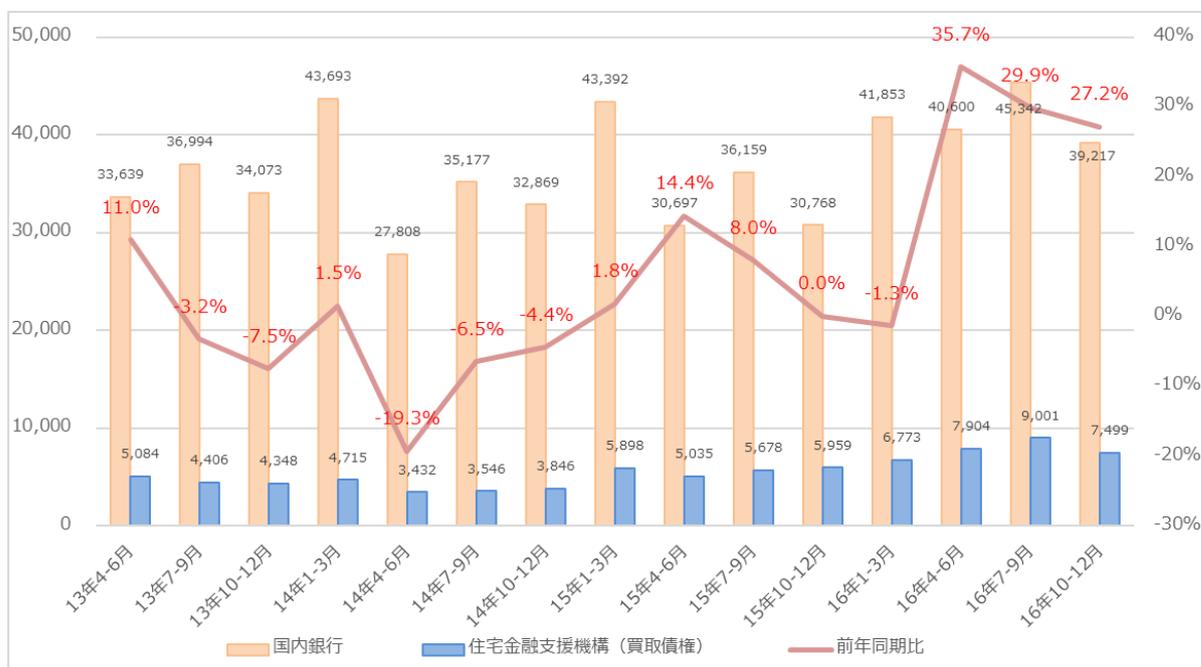
(単位: 億円)



(出所) 住宅金融支援機構「業態別住宅ローンの新規貸出額の推移」より証券リサーチセンター作成

【 図表 8 】 住宅ローンの新規貸出額の推移

(単位: 億円)



(注) 前年同期比は、国内銀行と住宅金融支援機構 (買取債権) の合計で算出している

(出所) 住宅金融支援機構「業態別住宅ローンの新規貸出額の推移」より証券リサーチセンター作成

➤ 期中の変化

◆ 新しい中期経営計画を策定中

同社は、日本版エスクローが業態として確立するのが 19/2 期以降と見立て、16/2 期～18/2 期を対象とした「Start up 2017」という中期経営計画を、16/2 期の期初に公表した。同社では、この 3 カ年を 19/2 期以降の成長ステージに向けた準備期間と位置づけている。

ところが、17/2 期業績が当初想定を大幅に超過して進捗したことを受け、中期経営計画の見直しが必要となった。そのため、同社は、19/2 期～21/2 期を対象とする「新・中期 3 カ年計画」を新たに策定し、17 年 10 月に公表する予定としている。

◆ 重点領域でのエスクローサービスの開発を進める方針

新しい中期経営計画となっても、以前の中期経営計画と考え方は大きくは変わらないものと考えられ、18/2 期まで各種サービスを開発し、19/2 期以降の成長ステージにつなげるという形になるものと考えられる。

また、同社では、(1) 非対面販売、ネット販売の分野、(2) 相続分野、(3) 不動産の中古物件取引の分野を重点領域として挙げ、これらの分野でのエスクローサービスのパッケージ化を進める方針である。ただし、同社が掲げるエスクロー機能のパッケージ提供が本格的に必要とされるのは 2020 年以降と見ているようである。それまでは、ローコストで一連の業務を遂行する仕組みを構築することに注力する予定である。この仕組み作りこそが、同社の競争力の源泉となり、潜在的な競合先にとっての参入障壁構築につながると考えているようである。

◆ 同社のフィンテック関連の取り組みの進捗

同社は、16 年 5 月以降、Orb 社（非上場 東京都港区）と共同で、不動産取引に係る調査研究及び実証実験を行ってきた。

Orb 社は、フィンテックの基盤技術と言われるブロックチェーンを用いた分散型クラウドコンピューティングプラットフォームである「Orb」を運営する。今回の実証実験は、不動産取引に関連する認証・決済システムへの応用を目指すものである。

実証実験は 17 年 5 月に完了したが、実証実験を通じて得られた知見やノウハウは、不動産取引保証サービスのほか、非対面または遠隔地間取引のための認証や決済に関するパッケージサービスに活用されていく予定である。

> 今後の業績見通し

◆ 18年2月期会社計画

18/2期の会社計画は、売上高 3,277 百万円 (前期比 22.3%増)、営業利益 928 百万円 (同 34.6%増)、経常利益 926 百万円 (同 33.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 647 百万円 (同 43.4%増)である(図表9)。

【図表9】エスクロー・エージェント・ジャパンの18年2月期の業績計画 (単位:百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期	前期比
	実績	実績	実績	会社計画	
売上高	1,204	1,687	2,680	3,277	22.3%
エスクローサービス	497	660	1,140	1,661	45.9%
BPO	707	1,026	1,541	1,616	4.8%
調整額	-	-	-1	-	-
売上総利益	598	902	1,458	1,788	22.6%
売上総利益率	49.7%	53.5%	54.4%	54.6%	-
エスクローサービス	426	562	954	1,289	35.1%
売上総利益率	85.7%	85.0%	83.6%	77.6%	-
BPO	172	340	505	498	-1.4%
売上総利益率	24.3%	33.1%	32.8%	30.8%	-
営業利益	203	402	689	928	34.6%
売上高営業利益率	16.9%	23.9%	25.7%	28.3%	-
エスクローサービス	397	501	839	-	-
セグメント営業利益率	80.0%	75.9%	73.6%	-	-
BPO	172	340	458	-	-
セグメント営業利益率	24.3%	33.1%	29.7%	-	-
調整額	-365	-438	-608	-	-
経常利益	197	403	694	926	33.4%
売上高経常利益率	16.4%	23.9%	25.9%	28.3%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	106	244	451	647	43.4%
売上高当期純利益率	8.8%	14.5%	16.9%	19.8%	-

(出所) エスクロー・エージェント・ジャパン決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

エスクローサービス事業では、売上高が前期比 45.9%増、売上総利益が同 35.1%増と大幅増収増益が予想されているのに対し、BPO 事業では、売上高が同 4.8%増、売上総利益は同 1.4%減と増収減益が予想されている。

エスクローサービス事業では、司法書士を中心としたシステムユーザー数の増加のほか、不動産事業者向けの非対面決済サービスの拡販、相続手続代行サービスの提携数の増加が見込まれている。相続案件には不動産オークションの利用を伴うものもあり、増収幅が大きく想定

されているようだ。一方、システム機能の拡充に伴う償却費の増加に加え、不動産オークションで手数料が原価計上されることにより、売上総利益の伸びは、売上高の伸びほどには至らないとしている。

BPO 事業では、17/2 期に発生したゼロ金利政策の導入に伴う借換特需が沈静化するという前提で、売上高の伸びが低く想定されている。また、18/2 期に予定されている事務センターの設置により原価が増加し、売上総利益の減少につながるとしている。

それでも、元々利益率が高いエスクローサービス事業の売上構成比が 50.7%まで上昇するため(17/2 期は 42.5%)、18/2 期の全体の売上総利益率は 54.6%と、17/2 期の 54.4%からわずかに上昇するものとしている。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、前期比 11.9%増と増収率より低く留まる予想である。人員増強に伴う人件費や採用費の増加があるものの、17/2 期に発生したオフィス移転の費用がなくなることや、合理化によって経費が抑制されることが要因である。販管費の増加が売上高と売上総利益の増加でカバーされることにより、売上高営業利益率は、17/2 期の 25.7%に対し、18/2 期は 28.3%と 2.6%ポイント上昇するとしている。

株主還元に関しては、18/2 期の配当金は未定だが、配当性向 30%以上とすることを基本方針に掲げている。配当性向は、16/2 期は 33.2%、17/2 期は 27.3%であった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、17/2 期の実績を踏まえて、同社の 18/2 期以降の業績予想を見直すとともに、20/2 期の業績予想を新たに策定した。

18/2 期は、売上高 3,304 百万円(前期比 23.3%増)、営業利益 957 百万円(同 38.9%増)、経常利益 955 百万円(同 37.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 664 百万円(同 47.1%増)と予想した(図表 10)。17/2 期の状況を受け、売上高、利益とも前回予想よりも大幅に引き上げた。なお、18/2 期会社計画よりは若干上回る水準となった。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) エスクローサービス事業は、売上高で前期比 47.0%増、売上総利益で同 36.9%増と予想した。EAJ 信託を経由したサービスが拡大し、

大幅増収につながるという考え方は従来からの業績予想と同じだが、17/2 期の BPO 事業の業務量増加により、システム利用件数の増加が加速するものとした。

一方、売上高の伸びに対して売上総利益の伸びが低く見えるのは、相続案件を中心に本格化させる方針である不動産オークション (EAJ 信託を経由したサービスのひとつ) において、手数料の支払いが発生し、それが原価の増加につながることを考慮したためである。それでも、不動産オークション以外の部分での売上総利益率の上昇を加味し、18/2 期のエスクローサービス事業の売上総利益率は、17/2 期の 83.8% に対し、78.0%までの低下に留まるものと予想した。

(2) BPO 事業は、売上高で前期比 5.8%増、売上総利益で同 0.5%減と予想した。17/2 期の業績好調の背景となった、マイナス金利による借換需要の増加が一服するためであり、かつ、会社計画と同様、事務センターの設置による原価増を織り込んだためである。18/2 期の BPO 事業の売上総利益率は、17/2 期の 32.8%に対し、30.8%まで 2.0%ポイント低下するものと予想した。

(3) 全体の売上総利益率は 17/2 期の 54.4%に対し、54.7%まで若干上昇するものと予想した。利益率の高いエスクローサービス事業の売上構成比の上昇によるものである。販管費は人員増による人件費等の増加を織り込んだものの、会社計画を若干下回る水準とした。結果として、売上高営業利益率は 29.0% (17/2 期は 25.7%、18/2 期会社計画は 28.3%) になるものと予想した。

19/2 期以降は、売上高は年 17%~20%の増加、営業利益は年 24~28%の増加が続くものと予想した。高利益率のエスクローサービス事業の売上構成比が 60%に向けて徐々に上昇し、それにつれて売上総利益率も上昇していく展開を基本シナリオとした。販管費の増加は続くものの、増収と売上総利益率の上昇がカバーし、売上高営業利益率は 19/2 期に 30%台に乗るものと予想した。

ただし、消費税率の引き上げといった外部環境が大きく変化するタイミングや、新しい需要が発生した時には、BPO 事業でまず案件を多く獲得する展開が考えられる。今回の当センターの業績予想では、そのような状況は織り込んでいないが、その状況が顕在化した場合には、売上高の増加に比べて、売上総利益の増加が緩やかになる可能性が高いことに留意しておきたい。

【 図表 10 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期CE	18/2期E (今回)	18/2期E (前回)	19/2期E (今回)	19/2期E (前回)	20/2期E
損益計算書									
売上高	1,204	1,687	2,680	3,277	3,304	2,738	3,881	3,209	4,665
前期比	-5.7%	40.1%	58.8%	22.2%	23.3%	13.9%	17.5%	17.2%	20.2%
セグメント別									
エスクローサービス	497	660	1,138	-	1,673	1,363	2,176	1,772	2,720
BPO	707	1,026	1,541	-	1,630	1,375	1,705	1,437	1,945
売上総利益	598	902	1,458	-	1,807	1,571	2,234	1,888	2,724
前期比	-9.6%	50.9%	61.5%	-	24.0%	16.3%	23.6%	20.2%	21.9%
売上総利益率	49.7%	53.5%	54.4%	-	54.7%	57.4%	57.6%	58.8%	58.4%
セグメント別									
エスクローサービス	426	562	954	-	1,305	1,104	1,697	1,399	2,121
BPO	172	340	505	-	502	467	537	488	603
販売費及び一般管理費	394	500	768	-	850	900	1,010	1,040	1,205
売上高販管費率	32.7%	29.6%	28.7%	-	25.7%	32.9%	26.0%	32.4%	25.8%
営業利益	203	402	689	928	957	671	1,224	848	1,519
前期比	-38.3%	97.4%	71.2%	34.6%	38.9%	17.5%	27.8%	26.4%	24.1%
売上高営業利益率	16.9%	23.9%	25.7%	28.3%	29.0%	24.5%	31.5%	26.4%	32.6%
セグメント別									
エスクローサービス	397	501	839	-	1,138	954	1,501	1,205	1,904
BPO	172	340	458	-	456	453	489	474	554
調整額(全社費用)	-365	-438	-608	-	-636	-736	-766	-830	-938
経常利益	197	403	694	926	955	672	1,222	849	1,517
前期比	-40.0%	104.6%	72.2%	33.4%	37.7%	17.7%	27.9%	26.3%	24.1%
売上高経常利益率	16.4%	23.9%	25.9%	28.3%	28.9%	24.6%	31.5%	26.5%	32.5%
親会社株主に帰属する当期純利益 (16/2期までは当期純利益)	106	244	451	647	664	457	849	577	1,054
前期比	-46.5%	129.6%	85.0%	43.3%	47.1%	17.7%	27.9%	26.3%	24.1%
売上高当期純利益率	8.8%	14.5%	16.8%	19.7%	20.1%	16.7%	21.9%	18.0%	22.6%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

15/2期から連結決算 15/2期の前期比は14/2期単体との比較

(出所) エスクロー・エージェント・ジャパン有価証券報告書、決算説明会資料短信より証券リサーチセンター作成

【 図表 11 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期CE	18/2期E (今回)	18/2期E (前回)	19/2期E (今回)	19/2期E (前回)	20/2期E (今回)
貸借対照表									
現預金	1,434	1,613	2,086	-	2,549	2,047	3,213	2,495	4,168
売掛金	151	167	284	-	294	306	385	361	432
仕掛品	-	-	0	-	0	0	0	0	0
その他	25	65	47	-	60	100	80	120	100
流動資産	1,611	1,845	2,419	-	2,904	2,453	3,679	2,977	4,701
有形固定資産	9	10	98	-	110	15	115	16	120
無形固定資産	45	15	83	-	78	21	78	22	80
投資その他の資産	44	222	165	-	270	270	270	270	270
固定資産	99	248	348	-	458	306	463	308	470
資産合計	1,711	2,093	2,767	-	3,363	2,760	4,142	3,286	5,171
買掛金	36	62	76	-	104	80	107	95	147
短期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0	0
1年内償還予定の社債	-	-	-	-	0	0	0	0	0
リース債務	-	-	-	-	0	0	0	0	0
未払法人税等	34	109	182	-	218	64	279	81	347
その他	125	155	228	-	229	175	229	190	228
流動負債	196	327	487	-	553	320	616	366	723
長期借入金	-	-	-	-	-	-	-	-	-
社債	-	-	-	-	-	-	-	-	-
リース債務	-	6	30	-	20	-	11	-	3
その他	5	-	48	-	48	6	48	6	48
固定負債	5	6	78	-	69	6	60	6	52
純資産合計	1,509	1,760	2,200	-	2,740	2,434	3,465	2,913	4,395
(自己資本)	1,509	1,744	2,187	-	2,726	2,419	3,452	2,898	4,382
(少数株主持分及び新株予約権)	0	15	13	-	13	15	13	15	13
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	194	376	684	-	955	672	1,222	849	1,517
減価償却費	10	18	22	-	25	12	35	13	40
売上債権の増減額 (-は増加)	-26	-15	-99	-	-10	-12	-91	-55	-46
棚卸資産の増減額 (-は増加)	6	0	-1	-	0	0	0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	28	25	13	-	28	11	2	14	40
未払金 未払費用の増減額 (-は減少)	-33	45	24	-	0	0	0	0	0
法人税等の支払額	-118	-71	-180	-	-255	-205	-311	-254	-395
その他	20	22	43	-	-12	-5	-20	-5	-20
営業活動によるキャッシュ・フロー	82	402	508	-	732	473	838	561	1,136
有形固定資産の取得による支出	-2	-2	-53	-	-20	-5	-25	-5	-30
有形固定資産の売却による収入	0	-	58	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-6	-15	-8	-	-12	-10	-15	-10	-18
投資有価証券の取得による支出	-	-	-40	-	0	0	0	0	0
投資有価証券の売却による収入	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	-109	-103	15	-	-104	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-118	-120	-27	-	-136	-15	-40	-15	-48
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-85	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0	0	0
リース債務の返済による支出	-8	-9	-11	-	-8	0	-9	0	-9
株式の発行による収入 (上場費用控除後)	37	-	-	-	0	0	0	0	0
自己株式の処分による収入	149	-	-	-	0	0	0	0	0
自己株式の取得による支出	-	0	-	-	0	0	0	0	0
新株予約権の行使による株式発行による収入	24	26	70	-	0	0	0	0	0
新株予約権の発行による収入	0	15	-	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-51	-35	-81	-	-124	-90	-124	-98	-124
財務活動によるキャッシュ・フロー	151	-3	-107	-	-133	-90	-133	-98	-133
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	116	278	373	-	462	368	664	448	955
現金及び現金同等物の期首残高	1,018	1,134	1,412	-	1,786	1,479	2,249	1,847	2,913
現金及び現金同等物の期末残高	1,134	1,412	1,786	-	2,249	1,847	2,913	2,295	3,868

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

15/2期から連結決算 15/2期の前期比は14/2期単体との比較

(出所) エスクロー・エージェント・ジャパン有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 政府の経済政策の影響を受ける可能性

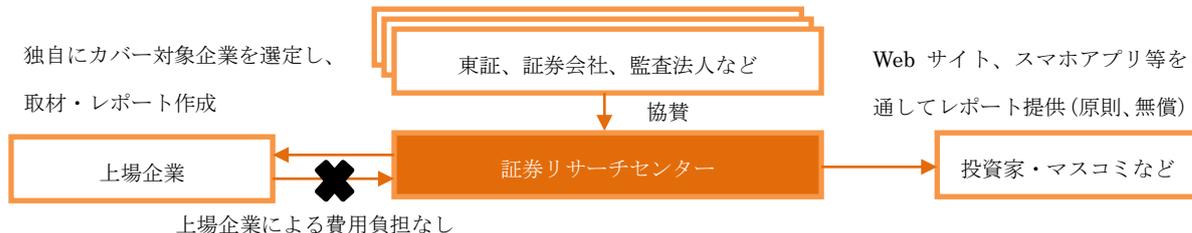
消費税率引き上げをはじめ、政府の経済政策の変更は、同社の業務量の変動を通じて、業績に影響を及ぼす可能性がある。15/2期の会社計画の大幅未達、16/2期の期初会社計画の大幅超過達成、17/2期の期初計画の大幅上方修正と修正後の計画を更に上回る実績を上げたことは、いずれも、消費税率引き上げや政府の経済対策、日本銀行によるマイナス金利の導入といった経済政策の影響を受けたものであり、同社業績のボラティリティの高さにつながった。今後もこうした経済政策により、業績が大きく変動する可能性には留意しておきたい。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を15年12月18日より開始いたしました。

同社は16年6月24日に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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。



■ 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
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

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

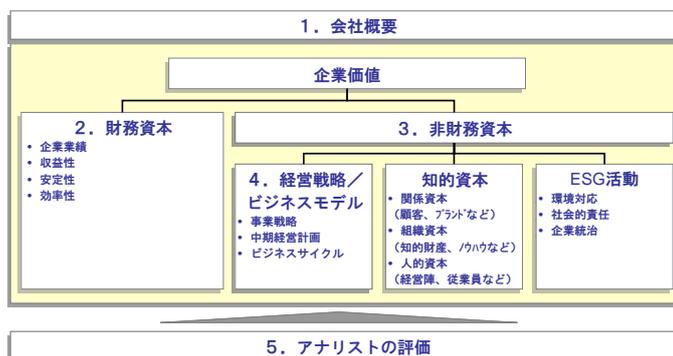
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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 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と、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。