

ホリスティック企業レポート

ジェイリース

7187 東証マザーズ

フル・レポート
2017年7月21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 20170718

九州から全国への進出を目論む独立系家賃債務保証会社 民法改正を追い風に長期的な成長が見込まれる

1. 会社概要

- ・ジェイリース(以下、同社)は、賃貸住宅等における家賃債務保証事業を中心に、不動産賃貸にかかわる各種支援サービスを賃借人、貸主、不動産賃貸仲介会社の間に入って提供する独立系のノンバンクである。
- ・大分県を発祥の地として九州で地盤を築いてきたが、近年、東日本を中心とした都市圏への進出を強化しており、受取保証料に占める東日本地域の比率は17/3期において46.5%に達している。

2. 財務面の分析

- ・12/3期～17/3期の期間では、出店地域の拡大による営業強化などにより、売上高は年平均27.4%、経常利益は同28.7%増加した。
- ・他社との比較では、成長性の観点で魅力的な水準にある。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、数多くの取引関係者のニーズに柔軟に対応する姿勢にある。

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、大都市での店舗網の拡充によって市場シェアを拡大し、前期比1,000百万円程度の増収を20/3期に掛けて継続することを成長戦略の骨子としている。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、新規出店効果と既存店舗の収益拡大を見込み、18/3期は会社計画を上回る前期比23.8%増収、24.0%営業増益を予想している。19/3期以降は、家賃債務保証市場の伸びが徐々に高まると想定し、19/3期は前期比22.5%営業増益、20/3期は同26.8%営業増益を見込んでいる。
- ・当センターは、20年春までに予定される改正民法の施行を前に、19/3期下期あたりから、これまで家賃債務保証会社の利用を避けていた貸主の姿勢が変化し、家賃債務保証市場の拡大が加速すると想定している。

アナリスト: 大間知淳

+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】

	2017/7/14
株価(円)	1,022
発行済株式数(株)	4,272,400
時価総額(百万円)	4,366

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	18.8	15.6	12.6
PBR(倍)	4.1	3.2	2.6
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	7.2	18.0	43.2
対TOPIX(%)	6.3	11.2	16.6

【株価チャート】



【7187 ジェイリース 業種: その他金融業】

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)
2016/3	3,209	29.0	207	187.7	203	194.0	87	—	25.7	83.4	0.0
2017/3	4,121	28.4	337	62.7	312	53.5	220	152.0	54.5	249.0	0.0
2018/3 CE	5,069	23.0	396	17.5	360	15.5	247	12.4	58.1	—	0.0
2018/3 E	5,102	23.8	418	24.0	409	30.9	281	27.3	65.7	314.6	0.0
2019/3 E	6,210	21.7	512	22.5	503	23.0	346	23.4	81.1	395.7	0.0
2020/3 E	7,632	22.9	649	26.8	640	27.2	441	27.2	103.2	498.7	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

16年2月15日付で1:100、16年10月1日付及び17年7月1日で1:2の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正。

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
- － 競合他社との比較

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

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 賃貸住宅オーナー等に家賃債務保証などの各種サービスを提供

ジェイリース（以下、同社）は、賃貸住宅などの入居時や家賃滞納が生じた場合に連帯保証人が果たしてきた役割を担う家賃債務保証事業を中心に、不動産賃貸にかかわる各種支援サービスを賃借人、不動産オーナー（貸主）、不動産賃貸仲介会社の間に入って提供する独立系のノンバンクである。同社が家賃債務保証事業を運営するほか、連結子会社あすみらいが不動産仲介事業を行っている。

なお、不動産オーナーに対しては、賃貸物件を管理転貸するサブリースというサービスを提供する不動産会社等が、空室が発生しても家賃設定額の8～9割程度の家賃の支払いを保証するビジネスについても「家賃保証」という用語が使用されることもあるが、同社が展開する家賃債務保証事業はこれらサービスとは異なるものである。

17/3期の売上高構成比（外部顧客ベース）は、主力事業である家賃債務保証事業が97.6%、不動産仲介事業が2.4%となっている（図表1）。

【図表1】ジェイリースの17年3月期のセグメント別業績（単位：千円）

	セグメント別	16/3期		17/3期	
				増減率	構成比
売上高		3,209,286	4,121,082	28.4%	100.0%
	家賃債務保証事業	3,121,464	4,023,590	28.9%	97.6%
	不動産仲介事業	87,822	97,491	11.0%	2.4%
営業利益		207,156	337,144	62.7%	100.0%
営業利益率		6.5%	8.2%	—	—
	家賃債務保証事業	200,559	332,100	65.6%	98.5%
	不動産仲介事業	6,597	5,043	-23.6%	1.5%

(注) セグメント別売上高は外部顧客ベース

(出所) ジェイリース決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 家賃債務保証サービスは賃貸住宅市場のインフラに成長した

日本における住宅の賃貸借契約については、従来、連帯保証人が求められることが一般的となっていて、親子を始めとする親族が主に引き受けていた。しかしながら、高齢者、単身世帯の増加などを背景に連帯保証人を見つけれない人が増えたことや、家族関係の希薄化により連帯保証人を頼みたくない人が増えたこと、保証人自体の高齢化によって保証能力が低下したことから、法人による保証サービスが誕生した。

こうした家賃債務保証サービスを提供する法人は家賃債務保証会社（以下、保証会社）と呼ばれており、そのサービスはここ20年ほど

で賃貸住宅市場のインフラというべき存在に成長してきている。

各種の調査によると、10年においては、連帯保証人のみを利用しての比率が57%と過半を占めていたが、16年においては、保証会社だけの利用が53%に達しており、連帯保証人との併用なども含めると、現在では約7割の不動産オーナーは保証会社を利用している(図表2)。

【図表2】家賃債務保証会社の利用状況の推移



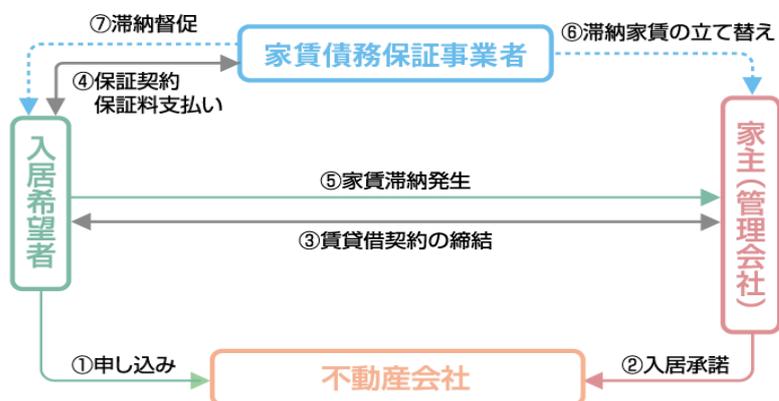
(出所) 国土交通省住宅局「家賃債務保証の現状」、公益財団法人日本賃貸住宅管理協会「家賃債務保証会社の実態調査報告書」より証券リサーチセンター作成

◆ 家賃債務保証は関係者にとってメリットが多い仕組み

家賃債務保証の仕組みとしては、まず、不動産オーナーである家主と不動産会社の間で賃貸借契約の仲介業務及び管理業務の委託契約が締結され、その後、保証会社と不動産会社の間で管理物件に関する家賃債務保証についての業務協定が結ばれる。

対象物件の入居募集が開始され、①入居希望者(賃借人)が不動産会社に申し込みを行うと、②家主は不動産会社に入居承諾を伝え、③家主と賃借人は賃貸借契約を締結する(図表3)。

【図表3】家賃債務保証の仕組み



(出所) 公益財団法人日本賃貸住宅管理協会

④賃借人と保証会社の間では保証契約(正確には保証委託契約。保証会社と家主の間で保証契約が締結される)が結ばれ、賃借人は保証会社に保証料を支払い、保証会社は不動産会社に事務手数料を支払う。

⑤家賃滞納が発生すると、⑥保証会社は家主に滞納家賃の立替え(代位弁済)を行い、⑦保証会社は賃借人に滞納家賃の督促を行う。

家賃債務保証のメリットとしては、賃借人にとっては、連帯保証人が確保できなくても入居が可能となる点や、事故や病気によって一時的に支払が遅延した際も保証会社による立替払いが実施されることでオーナーとの関係悪化を防ぐことができる点が挙げられる。

家主にとっては、従来は入居が困難であった人にも賃貸できるようになるため、空室率の抑制が期待できる点や、滞納発生時に保証会社が代位弁済を実施するため、安定的な家賃収入が見込める点がメリットとして挙げられる。

不動産会社にとっては、住宅の賃貸借が活性化することで仲介手数料の増加が期待できる点や、新たな収益源として保証会社からの事務手数料収入が得られる点が挙げられる。

◆ 不動産会社との協定の増加を通じて保証料は拡大中

同社と不動産会社の間で結ばれる業務協定とは、同社が締結する貸主との保証契約及び賃借人との保証委託契約について、不動産会社に説明などの業務を委託するものであり、不動産会社1社につき1件の契約となっている。同社の営業は、入居希望者や貸主に対しては行われず、入居希望者と貸主を仲介する不動産会社に対して実施されるため、協定件数の増加が KPI (主要業績指標) として重視されている。

17/3 期末の協定件数は 11 千件 (前期末比 21.7%増) に達しており、新規出店の効果などにより、過去 2 期において、年 2 千件のペースで増加している (図表 4)。

【 図表 4 】 KPI と家賃賃債務保証事業の業績の推移

	15/3期	増減率	16/3期	増減率	17/3期	増減率
協定件数 (千件)	7	27.4%	9	28.0%	11	21.7%
申込件数 (千件)	95	13.9%	123	29.9%	151	22.6%
受取保証料 (百万円)	2,305	18.4%	3,001	30.2%	3,772	25.7%
家賃債務保証事業売上高 (百万円)	2,429	21.7%	3,121	28.5%	4,023	28.9%

(注) 「受取保証料」については、同社の開示資料では、「契約保証料」と記載されている箇所が多いが、証券リサーチセンターではその実態を考慮し、「受取保証料」という呼称を使用している
(出所) ジェイリース有価証券届出書、報告書より証券リサーチセンター作成

KPIとして開示されている申込件数とは、入居希望者が同社に対して保証委託契約を申し込んだ件数であり、協定件数の伸びにやや遅行して拡大している。

同社は家賃債務保証の契約件数や保証した利用者数などのデータを開示していないが、申込件数に対する承認率は9割程度、契約率は7～8割程度と説明している。承認したのにも関わらず契約に至らない場合があるのは、特に東京などにおいては、手続きを代行する不動産会社が複数の保証会社に同時に申込を行い、承認された保証会社の中から不動産会社が選択したり、一番早く承認した保証会社を利用したりすることがあるためである。

図表4からは、協定件数の増加によって申込件数が拡大し、受取保証料の増加を通じて、家賃債務保証事業の売上高が成長する構図が読み取れる。

なお、「受取保証料」について、同社の開示資料では、一部の記載を除いて「契約保証料」という呼称を使用している。しかしながら、開示している数値には、新規契約時に受領する保証料だけではなく、過去の契約に基づいて受領した保証料も含まれているため、受取保証料という呼称の方が実態に合うと証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えており、以下の記載では、受取保証料という呼称を使用している。

同社が提供するサービスプランは、保証料の支払形態別では、一括支払型、毎年支払型、毎月支払型に分類される。同社は、一括支払型では契約締結時に初回保証料だけを受領するが、毎年支払型と毎月支払型では、初回保証料に加えて、保証期間内に毎月または毎年受領する保証料(継続保証料)を受領する。

受取保証料は、各期に同社が受領した初回保証料、及び継続保証料による収入の総額であり、保証料収入のキャッシュ・フロー(入金額)を意味している。

他方、一括支払型と毎年支払型の家賃債務保証サービスの売上高は、受取保証料とは異なった基準で計上されている。

一括支払型と毎年支払型の初回保証料は、受領時に一括して計上されるのではなく、契約時に提供するサービスの対価に相当する部分(信用補完相当分)として契約時に売上高に計上する部分と、保証期間に亘って提供するサービスの対価に相当する部分(賃料保証相当分)として保証期間に亘って按分して売上高に計上する部分に区分して計上されている。

継続保証料は、毎月支払型では受領月に計上されている一方、毎年支払型では受領した月から 12 カ月に亘り、毎月の売上高として按分して計上される。

結果として、受取保証料の金額は、期中に売上高に計上された金額と、期末時点において前受金として流動負債に計上された金額を合計したのものとなる。契約の増加局面においては、受取保証料の増加率は、売上高として計上される保証料よりも高い伸びを示すことになる。ただし、同社の家賃債務保証事業の売上高には、保証料以外のその他の売上高も含まれており、その他の売上高の伸びが高いことから、契約の増加局面にあるにも関わらず、15/3 期と 17/3 期においては、家賃債務保証事業の増収率が受取保証料の伸び率を上回っている。

◆ 東日本への進出による全国展開を推進

同社は大分県を発祥の地として 09 年までは九州での地盤づくりに注力してきたが、東京支社（11 年に大分との 2 本社体制に移行）を設立した 10 年以降は東日本を中心とした都市圏への進出を強化しており、受取保証料に占める東日本地域の比率は、17/3 期において 46.5% に達している（図表 5）。

【 図表 5 】 地域別受取保証料の推移 (単位：百万円)

	16/3期	構成比	17/3期	構成比	18/3期会社計画	構成比
東日本	1,121	37.4%	1,744	46.5%	2,271	51.1%
西日本	1,879	62.6%	2,006	53.5%	2,174	48.9%
合計	3,001	100.0%	3,750	100.0%	4,445	100.0%

(注) 17/3 期の受取保証料の数値は決算短信に記載されている 3,772 百万円であるものの、図表 5、11、14、26 では各支店に分解できない分を除外した決算説明会資料の数値を使用
(出所) ジェイリース決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

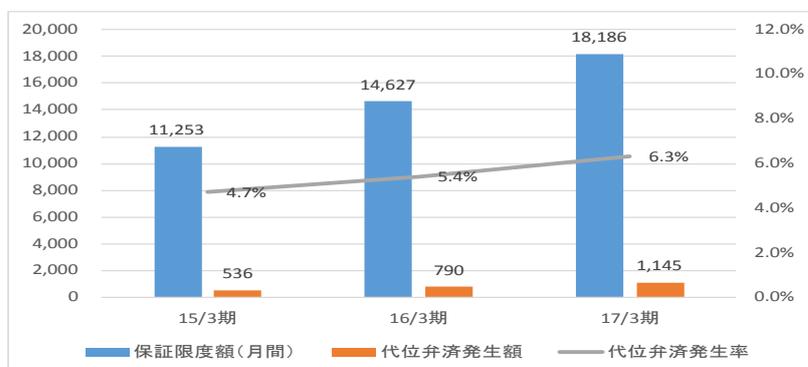
◆ 代位弁済の発生や回収は健全な水準を維持している

家賃債務保証事業の拡大に伴い、代位弁済の発生額が増加するのは避けられないが、同社の場合は、代位弁済発生率（月間の保証限度額に対する月平均の代位弁済発生額の比率）が 16/3 期から 2 期連続して上昇しており、事業拡大のほかにも代位弁済が増えている要因が存在する（図表 6）。

これは、都市圏の営業を強化したことによって生じている。通常、不動産会社は複数の保証会社と業務協定を締結している。最優先で利用される保証会社は優良な申込者が多くなり、結果として代位弁済発生率も低くなる傾向がある（同社でも、大分など、以前から営業している地域では、最優先の保証会社となる場合が多く、代位弁済発生率が低い模様である）。一方、優先度が劣る保証会社では最優先の保証会

社の審査を通らなかった申込者からの申込みが増えることから、審査を厳しく行っても、代位弁済発生率がやや高くなる傾向がある。

【 図表 6 】代位弁済の発生状況(月平均)の推移(単位:百万円)



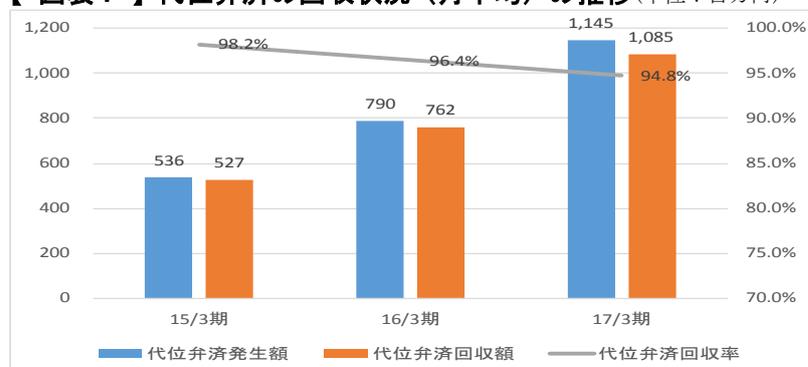
(出所) ジェイリース決算補足説明資料、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同社は東日本を中心とした都市圏では後発であるため、最優先で利用されなくても、まずは不動産会社との協定を締結することを目標としており、結果として、代位弁済発生率の上昇に繋がっている。

しかしながら、代位弁済発生率の水準は、17/3期において6.3%にとどまっており、公益財団法人日本賃貸住宅管理協会「日管看短観」による業界平均滞納率7.1%(直近において公表済みのデータである15年度下期の7.3%と16年度上期の6.9%を平均した値)を下回っているため、健全なレベルを維持していると言えよう。

代位弁済の期中発生額に対する当該期での回収額(当該期以前の発生分を含む)の比率である代位弁済回収率は、都市圏の営業を強化したためやや悪化傾向にあるものの、特別懸念される水準ではないと同社は説明している(図表7)。

【 図表 7 】代位弁済の回収状況(月平均)の推移(単位:百万円)



(出所) ジェイリース決算補足説明資料、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

代位弁済が発生すると、保証会社は賃借人に督促を行うが、多くの場合、短期で回収しているようである。同社の場合、代位弁済の発生から1ヵ月で約9割を回収している。

◆ 不動産仲介事業はまだ収益基盤を確立できていない

連結子会社あすみらいは、東京と福岡において、外国人を対象として、賃貸住宅の仲介を中心に事業を展開している。また、不動産オーナーから賃貸管理を受託する賃貸管理業務や、アジア圏などの海外投資家による国内不動産の売買を対象とした仲介業務も行っている。

不動産仲介事業は、事業を開始してから5年だが、業績が開示されている14/3期と15/3期は営業赤字であり、16/3期と17/3期の営業利益も10百万円未満にとどまっている。

> ビジネスモデル

◆ 家賃債務保証の保証料収入が収益の柱

家賃債務保証事業の売上高は、家賃債務保証に係る保証料収入が中心であるが、その他の収入も含まれている。その内訳は開示されていないものの、代位弁済した家賃を賃借人から回収する際、代位弁済額に上乗せして徴収する代位弁済手数料や、貸主に対して提供している収納代行サービスにおいて、家賃に付加して賃借人から徴収する収納代行立替手数料が大部分を占めている模様である。

(注1) TRCとは、トランクルーム・コンテナ等の総称である。

主力サービスである家賃債務保証には、保証対象別に、住宅、事務所・営業所、学生、駐車場・TRC^{注1}の4つのプランを提供している。家賃債務保証サービスの売上高に占める比率(17/3期)は、住宅が8割弱、事業所・営業所が2割弱、学生と駐車場・TRCがそれぞれ5%未満となっている模様である。

◆ 住宅用の主要商品プランは3種類

サービスの中核を占める住宅用の主要商品プランには、一括支払型のJサポート、毎年支払型のJウィング、毎月支払型のJフラットNEOがあり、賃借人が同社に支払う保証料と同社が不動産会社に支払う事務手数料(同社の売上原価となる)の料金体系は図表8の通りである。

【図表8】主要商品プラン別料金体系

商品名	Jサポート	Jウィング	JフラットNEO
保証料支払形態	一括支払型	毎年支払型	毎月支払型
初回保証料	月額総賃料の80%	月額総賃料の50%	10,000円
継続保証料	—	毎年10,000円	毎月総賃料の2%
事務手数料	月額総賃料の10.284%	月額総賃料の10.284%	2,057円
保証限度額	月額総賃料の24ヵ月分		

(出所) ジェイリース成長可能性に関する説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

◆ 同じ家賃では Jサポートより他の 2 プランの収益は小さくなる

同社が受領する保証料は、プランの違いだけではなく、月額総賃料(家賃のほか、共益費、管理費、駐車場代など家賃と一緒に支払う料金を含む)の金額によっても変動するため、当センターでは、入居期間を 20 カ月、月額総賃料を 50,000 円として、売上高と売上総利益の総額が、プランによってどのように異なるかを比較した(図表 9)。

【 図表 9 】主要商品プランにおける売上高と売上総利益の総額の例

(例) 月額総賃料50,000円、入居期間20ヵ月 (単位:円)

商品名	Jサポート	Jウィング	JフラットNEO
総売上高	40,000	35,000	30,000
売上原価	5,142	5,142	2,057
原価率	12.9%	14.7%	6.9%
売上総利益	34,858	29,858	27,943

(出所) ジェイリース成長可能性に関する説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

売上高、売上総利益共に、Jサポートが最も多く、Jウィング、JフラットNEOの順に少なくなっている。この例では、売上高に関しては、JフラットNEOはJサポートの75%に過ぎないが、原価率が低いため、売上総利益では80%にとどまっている。なお、入居期間を20カ月としたのは、同社利用者の平均入居期間が20カ月であることを考慮したためである。

◆ Jウィングは契約を締結した期の売上総利益率が低い

売上原価である事務手数料は契約時に一括して計上される一方、JサポートとJウィングの初回手数料は契約した期の翌期以降にも按分計上されるため、当センターでは、契約月を3月、月額総賃料を50,000円として、契約した期の売上高と売上総利益が、プランによってどのように異なるかについても比較した(図表 10)。

【 図表 10 】主要商品プランにおける契約締結の期の売上高と売上総利益の例

(例) 月額総賃料50,000円、3月入居 (単位:円)

商品名	Jサポート	Jウィング	JフラットNEO
当期売上高	21,000	15,833	11,000
当期売上原価	5,142	5,142	2,057
原価率	24.5%	32.5%	18.7%
当期売上総利益	15,858	10,691	8,943

(出所) ジェイリース成長可能性に関する説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

J サポートの売上高は、初回保証料である月額総賃料の 80%である 40,000 円のうち、50%に当たる 20,000 円を信用補完相当分として一括計上し、残りの 20,000 円を平均入居期間である 20 カ月に亘って按分計上する。3 月入居の場合、残りの 20,000 円の 20 分の一である 1,000 円が当該期に計上されるため、合計した 21,000 円が売上高となる。売上原価である事務手数料は月額総賃料の 10.284%であるため、5,142 円 (原価率 24.5%) となる。

J ウィングの売上高は、初回保証料である月額総賃料の 50%である 25,000 円のうち、契約月から 12 カ月に亘って按分計上する 10,000 円を除いた 15,000 円を信用補完相当分として一括計上し、残りの 10,000 円を 12 カ月に亘って按分計上する。3 月入居の場合、残りの 10,000 円の 12 分の一である 833 円が当該期に計上されるため、合計した 15,833 円が売上高となる。売上原価である事務手数料は月額総賃料の 10.284%であるため、5,142 円 (原価率 32.5%) となる。

◆ **J ウィングの売上高構成比の上昇をネガティブに見る必要はない**
 同社の原価率が 15/3 期以降、悪化しているのは、大都市圏進出に伴う J ウィングの売上高構成比の上昇が背景となっている (図表 11)。しかしながら、J サポートと J ウィングの原価率の差は平均入居期間である 20 カ月を通してみると大きなものではない。

【 図表 11 】 主要商品プラン別の受取保証料の推移 (単位:百万円)

商品名	15/3期	構成比	16/3期	構成比	17/3期	構成比	18/3期会社計画	構成比
Jサポート	1,732	75.2%	1,991	66.4%	2,130	56.8%	2,213	49.8%
Jウィング	493	21.4%	853	28.4%	1,355	36.1%	1,848	41.6%
JフラットNEO	79	3.4%	156	5.2%	264	7.1%	383	8.6%
合計	2,305	100.0%	3,001	100.0%	3,750	100.0%	4,445	100.0%

(出所) ジェイリース決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

大都市圏の月額総賃料は九州よりも高い水準にあると推測されることや、大都市圏では後発である同社は積極的な価格戦略を採用することから、同社の料金設定は妥当と思われる。また、どちらのプランであっても、新規契約を締結した翌期以降の売上総利益率は 100%であり、新規契約の伸びが落ち着くと全社ベースの原価率は改善に向かうと判断されるため、J ウィングの売上高構成比の上昇をネガティブに見る必要はないと当センターは考えている。

◆ **プランによってキャッシュの受け取り時期は変動する**

契約するプランによって、期ごとのキャッシュ・フローは、売上高や売上総利益以上に大きく変動することにも注意が必要である。月額総

賃料が 50,000 円、ある期（以下、T 期）の 3 月から 20 カ月入居したケースでキャッシュ・フローを比べると、J サポートは T 期のみ 40,000 円を受け取るのに対し、J ウィングは T 期に 25,000 円（初回保証料）、T+1 期に 10,000 円（継続保証料）を受け取る（図表 12）。J フラット NEO は、T 期に 11,000 円（1,000 円の継続保証料を含む）、T+1 期に 12,000 円（継続保証料）、T+2 期に 7,000 円（同）を受け取ることになる。

【 図表 12 】 主要商品プラン別のキャッシュ・フロー

(例) 家賃50,000円、T期3月から20カ月入居 (単位:円)

	T期	T+1期	T+2期	合計
Jサポート	40,000	0	0	40,000
Jウィング	25,000	10,000	0	35,000
JフラットNEO	11,000	12,000	7,000	30,000

(出所) ジェイリース成長可能性に関する説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同じ例を用いて、売上高がどのように計上されるのかを図表 13 に示している。

【 図表 13 】 主要商品プラン別の売上高

(例) 家賃50,000円、T期3月から20カ月入居 (単位:円)

	T期	T+1期	T+2期	合計
Jサポート	21,000	12,000	7,000	40,000
Jウィング	15,833	10,000	9,167	35,000
JフラットNEO	11,000	12,000	7,000	30,000

(出所) ジェイリース成長可能性に関する説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

J フラット NEO は毎月支払型であるため、売上高の計上とキャッシュ・フローは完全に一致している。

J ウィングと J フラット NEO の取り扱いが増えているため、受取保証料に占める継続保証料の比率が上昇傾向にある（図表 14）。当然のことではあるが、継続保証料の比率が上昇することは、キャッシュ・フローのみならず、売上高や営業利益の安定化に繋がるため、当センターでは今後もプラン毎の取り扱い状況を注意深くフォローしていくつもりである。

【 図表 14 】 種類別受取保証料の推移 (単位:百万円)

種類	15/3期	構成比	16/3期	構成比	17/3期	構成比	18/3期会社計画	構成比
初回保証料	2,201	95.5%	2,785	92.8%	3,303	88.1%	3,784	85.1%
継続保証料	104	4.5%	216	7.2%	447	11.9%	661	14.9%
合計	2,305	100.0%	3,001	100.0%	3,750	100.0%	4,445	100.0%

(出所) ジェイリース決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ **販管費は人件費や減価償却費などの固定費が中心**

販売費及び一般管理費（以下、販管費）の中心を占めるのは、従業員の給料及び手当、賞与引当金繰入額、役員報酬などの人件費や、減価償却費などの固定費である。

◆ **貸倒損失の実績率が低下したため引当率も低下**

貸倒引当金は、借入人の家賃滞納時に不動産オーナーに対して支払った後、まだ回収されていない債権である代位弁済立替金（流動資産）に対して設定するものと、破産更生債権等（固定資産）に対して設定するものが中心となっている。代位弁済立替金は、発生から回収できずに3年を経過すると破産更生債権等に振り替えられ、100%の引当が実施される。

同社の場合、代位弁済立替金に計上されても貸倒損失となるケースは比較的少ない。また、過去2期においては、代位弁済立替金に対する引当率は低下している(図表15)。16/3期は貸倒損失の実績率の低下、17/3期は家賃収納代行サービスの資金スキーム変更による口座引落不能額の代位弁済立替金への計上が主因である。

【 図表 15 】 貸倒引当金の推移 (単位: 千円)

	15/3期	引当率	16/3期	引当率	17/3期	引当率
代位弁済立替金	297,649	—	636,008	—	1,997,909	—
貸倒引当金	-20,000	6.7%	-33,000	5.2%	-76,880	3.8%
未収保証料	139,295	—	201,410	—	433,568	—
貸倒引当金	—	—	—	—	-260	0.1%
破産更生債権等	38,622	—	37,101	—	40,660	—
貸倒引当金	-38,622	100.0%	-37,101	100.0%	-40,660	100.0%
貸倒引当金合計	-58,622	—	-70,101	—	-117,540	—

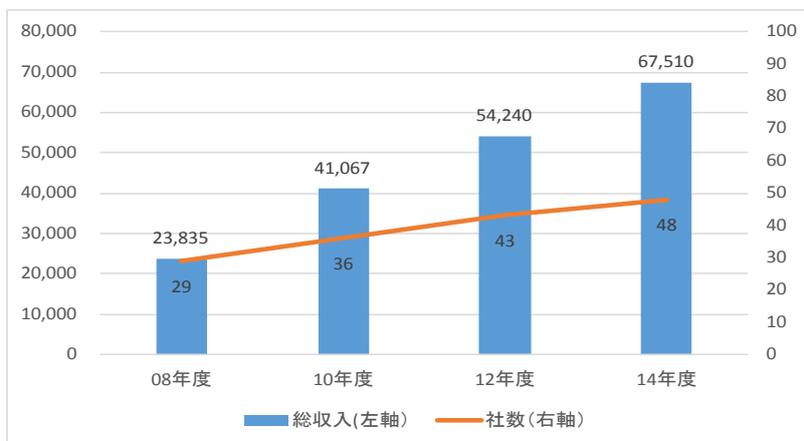
(出所) ジェイリース有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> **業界環境と競合**

◆ **家賃債務保証市場は約1,000億円と言われている**

同社の主力事業である家賃債務保証サービスの市場規模は約1,000億円と推測されている。帝国データバンクの公表資料によると、家賃債務保証を主力事業とする保証会社の総収入は、08年度の23,835百万円(会社数29社)から、14年度には67,510百万円(同48社)に急増した(図表16)。同調査は、調査対象を家賃債務保証を主力事業としている保証会社に限定し、家賃債務保証を主力事業とはしていないノンバンクなどは対象から除外している。その後も市場が拡大していると見られることから、対象を広げた場合、現在の総市場規模は1,000億円程度と言われている。

【 図表 16 】家賃債務保証サービスの市場規模の推移 (単位: 百万円)



(出所) 帝国データバンクの公表資料に基づいたジェイリース決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

また、日本賃貸住宅管理協会（以下、日管協）による家賃保証会社へのアンケート調査によれば、回答した48社の16年3月末の総契約数は347万件、15年4月から16年3月までの新規契約数は119万件に達している。

◆ 家賃債務保証は非上場会社が業界上位を占めている

家賃債務保証会社については、国土交通省がその状況を調査した資料を公表しているものの、正式な監督官庁ではなく、業界統計も整備されていない。当センターでは、日管協の資料などから業界構造を調べてみた。

16年6月に公表された日管協の調査によれば、1都道府県のみで事業所を展開する保証会社が全体の55%（社数ベース）を占め、40都道府県以上に事業所を持って全国展開を行う事業者は4%に過ぎないとしており、小規模な会社が多い市場となっている。売上高では、回答した47社中、収入が1億円以下の保証会社が19社を占める一方、100億円以上は0社、50～100億円は2社、20～50億円は7社となっている。

保証会社各社のホームページなどの情報によると、家賃債務保証サービスを主力事業とする保証会社の売上高ベースの順位は、1位が日本セーフティー（非上場、本社東京都、大阪府）、2位が日本賃貸保証（非上場、同千葉県）、3位が全保連（非上場、同東京都、沖縄県）、4位がCasa（非上場、同東京都）、5位がリクルートホールディングス（6098 東証一部）のグループ企業であるリクルートフォレントインシュア（非上場、同東京都）、6位が同社であると当センターでは推測している。

売上高ベースの市場シェアでは、1位の日本セーフティーで10%強、6位の同社で4%程度と思われる。

◆ 上場企業では同社が売上高で首位に立つ

一方、家賃債務保証事業を主力事業とする保証会社では、同社が売上高でトップに位置し、2位がプレステージ・インターナショナル(4290 東証一部)の連結子会社であるイントラスト(7191 東証マザーズ)、3位がアイフル(8515 東証一部)のグループ企業であるあんしん保証(7183 東証マザーズ)であった(図表17)。

【図表17】家賃債務保証サービスを主力事業とする上場企業 (単位:百万円)

銘柄コード	企業名	決算期	売上高	営業利益	営業利益率	従業員数	一人当たり売上高	系列会社
7187	ジェイリース	2017年3月期	4,121	337	8.2%	288	14	-
7191	イントラスト	2017年3月期	2,713	608	22.4%	83	32	プレステージ・インターナショナル
7183	あんしん保証	2017年3月期	2,323	264	11.4%	80	32	アイフル

(注) 売上高と営業利益、一人当たり売上高の数値は家賃債務保証以外の事業も含む

(出所) 各社の有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

イントラストとあんしん保証は、大手企業との提携を積極的に行うことで従業員の増加を抑制しており、同社に比べ高い営業利益率を確保している。そのため、営業利益の順位では、イントラストが首位となり、同社が2位、あんしん保証が小差の3位で続いている。

イントラストは、保証サービスとして、家賃債務保証のほか、介護施設の利用料等を対象とした介護費用保証や、医療機関の入院費用等を対象とした医療費用保証も手掛けている。家賃債務保証では、大和ハウス工業(1925 東証一部)の連結子会社である大和リビングと業務委託契約を結んでおり、大和リビングが管理している賃貸物件の管理にかかる保証サービスの売上高は、イントラストの17/3期売上高の31.1%を占めている。

また、イントラストは、不動産管理会社等から保証サービスに関連する各種業務の受託を中心とするソリューションサービスも展開しており、同サービスの大手ユーザーであり、大和ハウス工業の連結子会社でもある大和ハウスフィナンシャルに対する売上高の比率が17/3期において40.6%に達している。

(注2) 滞納報告型とは、家賃の滞納が発生してから代位弁済を行う形式をいう。

(注3) 事前立替型とは、入居者が家賃を支払う前に保証会社が不動産会社(賃貸人を含む)に全額立替払いを行う形式をいう。

あんしん保証は、業界の主流である「滞納報告型^{注2}」保証商品ではなく、同社が業界に先駆けて販売を始めた「事前立替型^{注3}」保証商品を中心に展開している。事前立替型商品の業務提携先で、アイフル

の連結子会社であるライフカードに対する売上高の比率が 17/3 期において 24.0%に達している。

家賃債務保証事業を主力事業としていない上場企業や上場企業のグループ会社の中では、オリエントコーポレーション(8585 東証一部)、アプラスフィナンシャル(8589 東証一部)、ジャックス(8584 東証一部)、丸井グループ(8252 東証一部)の連結子会社であるエポスカード、三井住友フィナンシャルグループ(8316 東証一部)の連結子会社であるセディナ(11年に上場廃止)などの大手・準大手のノンバンクが家賃債務保証事業を展開しているが、同事業の売上高は基本的に開示されていない。

◆ 多くの事業者が業界団体に属していない

国土交通省の調査によれば、16年9月時点で、把握できている保証会社は147社存在するが、3つある業界団体のいずれにも加盟していない事業者は92社もあり、いずれかに属している事業者(55社)を上回っている。

加盟社数が最大なのは、日管協の内部組織である家賃債務保証事業者協議会であり、同社の他、日本セーフティー、全保連、日本賃貸保証、リクルートフォレントインシュア、インラスト、あんしん保証、オリエントコーポレーション、ジャックス、エポスカード、アプラスなど16年12月1日時点で54社が属している。

この内、同社や、全保連、リクルートフォレントインシュアなどは、一般社団法人全国賃貸保証業協会(LICC)を09年に設立し、家賃(代位弁済)情報データベースを構築し、会員に対して情報の照会を行っている。16年12月時点の加盟社数は13社である。

同じく09年に設立された一般社団法人賃貸保証機構(LGO)は、会員に対する家賃(代位弁済)情報の照会を行っていない模様である。17年4月末時点で、日本セーフティー、Casa、ハウスリーブなど5社が加盟している(うち日本セーフティー、ハウスリーブの2社のみが、家賃債務保証事業者協議会に加盟している)。

16年9月末時点における業界団体未加盟の92社の中には、建設業や不動産業、金融業などの上場企業のグループ企業もあるが、その多くは小規模な事業者であると推測される。

保証会社による家賃債務保証が普及する一方、保証会社を規制する法律はないため、悪質業者に対する相談や苦情などトラブルが増加している。このため、悪質業者の排除を目的として、国土交通省は近いうちに保証会社に任意の登録制を導入すると報道されている。

保証会社の業界団体ではないが、あんしん保証や信販系の保証会社の多くは、クレジットカード会社の共同出資によって 84 年に設立された指定信用情報機関である株式会社シー・アイ・シー (CIC) に加盟し、個人信用情報を利用した審査を実施している。

◆ 民法の改正は保証会社に追い風になると期待される

17 年 5 月に債権関係規定 (債権法) に関する改正民法が成立したことにより、個人による連帯保証制度の利用が厳しく制限されることになった。具体的には、個人が過剰な保証債務を背負い込み、自己破産や貧困に陥るのを防ぐため、公証人が作成する公正証書で保証人の自発的な意思を確認することや、根保証契約^{注 4}を締結する場合は、保証の極度額を設定することが義務づけられることになる。

(注 4) 根保証契約とは、債務残高が増加しても、保証人に保証を求める契約をいう。現行民法においては、主たる債務が貸金などの場合を除き、保証する債務の最高限度額である極度額を設定しなくてもよく、不動産の賃貸借契約に関する根保証では極度額の設定についての規定がなかった。

今回の改正によって、保証人が守られる方向に向かうと思われるものの、想定される手続きの煩雑さから保証人のなり手が減少し、債務者にとっては、保証人探しが困難になると見られる。一方、これまで連帯保証人制度を利用していた不動産オーナーにとっても、同制度にこだわっていると入居者が確保しにくくなると見込まれ、今後は保証会社の利用に踏み切ると予想される。

改正民法は公布から 3 年以内に施行されるため、施行日は 20 年の 1 月 1 日か、4 月 1 日になるとの見方が多いようである。それまでは、連帯保証人制度を利用している不動産オーナーの多くが、同制度の利用を継続する可能性もあるものの、将来の改正を踏まえて、前倒しで保証会社の利用に大きく移行する可能性もあるだろう。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 中島社長が仲間と家賃債務保証事業を目的として 04 年に設立

同社社長の中島拓氏は、80 年に実家が経営していたノンバンクである株式会社拓成に入社した。拓成は現在では不動産担保ローンを主力商品とするが、当時は商工ローンや消費者ローンの取り扱いが多かったようである。

30 歳からは大分青年会議所で地域社会での奉仕活動にも積極的に取り組んだが、年齢制限により 40 歳で退所した。時間に余裕が出来た中島拓氏は、社会に貢献できるビジネスの立ち上げを目指していたところで、家賃債務保証事業に出会った。青年会議所時代の仲間ら 50 人が賛同して共同出資者となり、04 年 2 月に同社を大分県に設立し、代表取締役社長兼最高執行役員に就任した。創業時の役員は 20 人近くいたものの、従業員は 2 人だけであり、手探りの状態での船出であったようである。

◆ 創業5年ほどで家賃債務保証事業が軌道に乗った

同社を設立したと言っても、当時の中島拓氏にとって、仕事の中心は拓成にあり、07年には拓成の代表取締役役に就任した(同社の上場を控え、15年に拓成の代表取締役は退任した)。

創業当初は、九州での住宅賃貸借においては連帯保証人による保証が一般的であり、家賃債務保証会社による保証スキームはなかなか普及しなかった。しかしながら、04年12月に宮崎に、05年に熊本、06年に長崎、佐賀と、九州各地で地道に支店の開設を進めたところ、09年頃から徐々に認知度が向上し、事業が軌道に乗りだした。

◆ 10年に開設した東京支社を皮切りに全国展開を開始

上場を視野に入れた中島社長は、自身の軸足を同社の経営に移して、組織の強化と拡充に取り組み、九州以外への進出に踏み切った。10年に東京支社、新潟支店、宇都宮支店を開設し、全国展開を開始した。11年には群馬と長野に支店を開設すると共に、東京支社を本社に変更して、大分との2本社体制に移行した。

◆ 12年に外国人向けの不動産仲介事業にも進出

12年6月に外国人向けの不動産仲介事業を始めるにあたり、連結子会社のあすみらいを設立した。

同社は12年以降も、年1~3店の支店開設を継続している。

16年6月、同社は東京証券取引マザーズ市場に上場した。

◆ 社長以外の4名の社内取締役も金融機関の出身

同社の社内取締役6名のうち、社長以外の4名も銀行や消費者金融などの金融機関での勤務経験を有している。

取締役副社長の山岡満成氏は、株式会社レイク(現新生フィナンシャル)や拓成を経て、04年に同社の設立に参画した。もう1人の取締役副社長の日野真俊氏は、大分銀行(8392 東証一部)の支店長や人事部長を歴任し、14年に同社の取締役副社長に就任した。

取締役専務であり、中島社長の長男でもある中島士氏は、アコム(8572 東証一部)、拓成を経て、11年に同社に入社した。取締役常務である中島重治氏は、消費者金融や事業者金融を展開していたニッシン(12年に上場廃止)を経て、10年に同社に入社した。

◆ 経営理念

同社は、「私たちは、社会の安定と発展に貢献する責任を自覚し、公正かつ誠実な企業活動を基盤とした創造的なサービスの提供を通して、全社員と私たちに関わる全ての人の幸せを追求します」という企業理念を有している。

なお、ジェイリースという社名には、賃貸不動産に対してテナント(借主)の仲介を行う不動産リーシング市場において、入居者、不動産オーナー、不動産会社の三方の信頼を繋ぐ(Joint)会社でありたいという想いが込められている。

◆ 株主

17/3 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 18 の通りである。

17 年 3 月末時点において、代表取締役社長中島拓氏は、同氏の資産管理会社による保有分と合わせ、発行済株式総数の 39.0%を所有する。その他の株主には、金融機関、従業員持株会、同社の監査役、元取締役、機関投資家が名を連ね、大株主上位 10 名で 58.1%の株式を保有している。

【 図表 18 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	17年3月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
NHホールディングス株式会社	640,000	29.98%	1	代表取締役社長の資産管理会社 代表取締役社長 監査役 元取締役
中島拓	191,800	8.98%	2	
株式会社豊和銀行	80,000	3.75%	3	
株式会社大分銀行	80,000	3.75%	3	
ジェイリース従業員持株会	61,700	2.89%	5	
株式会社SBI証券	59,900	2.81%	6	
林昌也	40,000	1.87%	7	
阿部兼三	30,200	1.41%	8	
日本証券金融株式会社	28,700	1.34%	9	
BNY FOR GCM CLIENT ACCOUNTS (E) BD	28,000	1.31%	10	
(大株主上位10位)	1,240,300	58.10%	-	
発行済株式総数	2,134,800	100.00%	-	

(出所) ジェイリース有価証券報告書、株主総会招集通知より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は 10/8 期以降の数値が開示されている。13/3 期までは同社単体の数値であるものの、連結子会社の影響は軽微であることから、決算期変更による影響が一巡した 12/3 期の単体決算と 17/3 期の連結決算を用いて業績の推移を見ると、出店地域の拡大による営業強化などにより、売上高は年平均 27.4%、経常利益は同 28.7%増加した(図表 19)。

【図表 19】ジェイリースの業績推移

(単位:百万円)

	10/8期単	11/3期単	12/3期単	13/3期単	14/3期連	15/3期連	16/3期連	17/3期連
売上高	744	571	1,230	1,585	2,022	2,487	3,209	4,121
売上総利益	—	—	—	—	1,730	2,090	2,637	3,259
売上総利益率	—	—	—	—	85.5%	84.0%	82.2%	79.1%
販売費及び一般管理費	—	—	—	—	1,639	2,018	2,429	2,922
販管費率	—	—	—	—	81.0%	81.1%	75.7%	70.9%
営業利益	—	—	—	—	90	71	207	337
営業利益率	—	—	—	—	4.5%	2.9%	6.5%	8.2%
経常利益	34	5	88	67	85	69	203	312
	4.6%	1.0%	7.2%	4.3%	4.2%	2.8%	6.3%	7.6%
当期純利益	19	-7	24	27	-9	2	87	220
従業員数(人)	82	98	119	149	189	226	272	288

(注) 10/8 期から 13/3 期までは未監査、11/3 期は決算期変更による 7 ヶ月決算

(出所) ジェイリース有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 17 年 3 月期決算は前期比 28.4%増収、62.7%営業増益

17/3 期決算は、売上高が前期比 28.4%増の 4,121 百万円、営業利益が同 62.7%増の 337 百万円、経常利益が同 53.5%増の 312 万円、当期純利益が同 152.0%増の 220 百万円となった(図表 20)。

16 年 6 月 22 日の上場時に公表された期初計画に対する達成率は、売上高が 104.3%、営業利益は 102.2%、経常利益は 97.7%、当期純利益は 103.4%であった。売上高については、投資不動産の売買仲介の不振により、不動産仲介事業が計画比 10 百万円の未達となったものの、Jウィングの新規契約が好調であったことから家賃債務保証事業が計画を 179 百万円上回った。営業利益については、採算が良好な投資不動産の売買仲介が未達となり不動産仲介事業が計画を 12 百万円下回ったものの、家賃債務保証事業が計画を 20 百万円上回ったため、全体では計画を上回った。

【 図表 20 】 17 年 3 月期の業績

(単位:千円)

	セグメント別	16/3期	17/3期							増減率
		通期	第1四半期	第2四半期	上期	第3四半期	第4四半期	下期	通期	
売上高		3,209,286	965,129	948,479	1,913,608	976,050	1,231,424	2,207,474	4,121,082	28.4%
	家賃債務保証事業	3,121,464	941,192	927,443	1,868,635	957,837	1,197,118	2,154,955	4,023,590	28.9%
	不動産仲介事業	87,822	23,937	21,035	44,972	18,214	34,305	52,519	97,491	11.0%
売上総利益		2,637,139	767,732	767,812	1,535,544	781,575	942,817	1,724,392	3,259,936	23.6%
売上総利益率		82.2%	79.5%	81.0%	80.2%	80.1%	76.6%	78.1%	79.1%	-
販売費及び一般管理費		2,429,983	733,530	717,656	1,451,186	728,510	743,096	1,471,606	2,922,792	20.3%
販管費率		75.7%	76.0%	75.7%	75.8%	74.6%	60.3%	66.7%	70.9%	-
営業利益		207,156	34,201	50,157	84,358	53,064	199,722	252,786	337,144	62.7%
営業利益率		6.5%	3.5%	5.3%	4.4%	5.4%	16.2%	11.5%	8.2%	-
	家賃債務保証事業	200,559	35,615	53,070	88,685	54,832	188,583	243,415	332,100	65.6%
	不動産仲介事業	6,597	-1,414	-2,912	-4,326	-1,768	11,137	9,369	5,043	-23.6%
経常利益		203,387	19,976	47,908	67,884	49,582	194,799	244,381	312,265	53.5%
経常利益率		6.3%	2.1%	5.1%	3.5%	5.1%	15.8%	11.1%	7.6%	-
当期(四半期)純利益		87,467	10,497	28,331	38,828	33,069	148,562	181,631	220,459	152.0%

(注) セグメント別売上高は外部顧客ベース

(出所) ジェイリース決算短信を基に証券リサーチセンター作成

都市部での営業拡大に伴い、新規契約時の事務手数料率が高くなるJウィングの構成比が高まったことから、売上総利益率は前期の82.2%から79.1%に低下したものの、人件費の抑制などから販管費率は前期の75.7%から70.9%に改善したため、営業利益率は前期の6.5%から8.2%に上昇した。

また、東京証券取引所マザーズ市場への上場に伴い、営業外費用として上場関連費用(5百万円)と株式交付費(9百万円)を計上したことなどから、営業外収支の赤字は前期の3百万円から24百万円へと拡大した。

同社には第4四半期に収益が偏重する季節性が存在するが(投資に際しての留意点で後述)、17/3期第1四半期の経常利益については、一時的な費用計上で31百万円の減益要因が発生している。内訳としては、退職給付債務の算出方法の変更による販管費の増加(19百万円)、上場関連費用(5百万円)及び株式交付費(6百万円)の営業外費用への計上である。

なお、16年4月に発生した熊本地震に対する定量的な利益へのインパクトは不明であるが、被災地域での家賃債務保証については、破格の条件で契約を承認した結果、損益にはマイナスの影響が生じた模様である。

◆ セグメント別では家賃債務保証事業が好調を持続

セグメント別の業績(外部顧客への売上高ベース)は、家賃債務保証事業が前期比 28.9%増収、65.6%営業増益、不動産仲介事業が同 11.0%増収、23.6%営業減益であった。

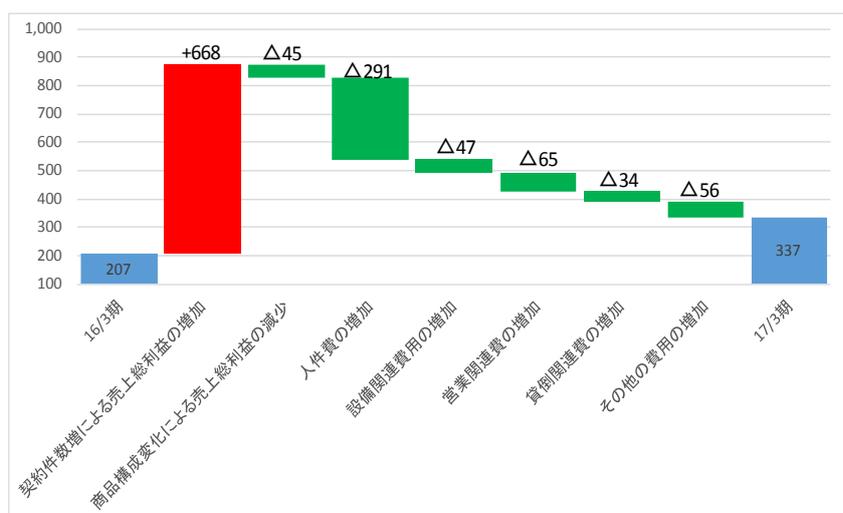
家賃債務保証事業の売上高は、16年7月に新店した埼玉と横浜を中心に東日本地域での伸びが顕著であった。営業利益については、商品構成の変化に伴う売上総利益率の悪化や、販管費の増加を、増収効果で吸収し、大幅な増加となった。

不動産仲介事業については、円高の影響を受けて海外投資家による国内不動産売買に関する仲介収入が落ち込んだものの、主力分野である賃貸住宅の仲介収入が堅調に推移したため、増収を維持した。一方、好採算分野である売買仲介収入の減少と営業コストの増加により、営業利益は減少を余儀なくされた。

◆ 契約件数増加が減益要因を吸収

営業利益の要因別増減分析をみると、売上総利益については、商品構成の変化(45百万円)による減益要因を、契約件数増加(668百万円)による増益要因で吸収し、622百万円増加した(図表21)。販管費の増加(492百万円)の内訳については、人件費291百万円、減価償却費や支払家賃などの設備費関連費47百万円、広告宣伝費や通信費などの営業関連費65百万円、貸倒関連費34百万円、その他の費用56百万円であった。

【図表21】17年3月期の営業利益増減要因分析 (単位:百万円)



(出所) ジェイリース決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 増資と家賃収納代行のスキーム変更によって貸借対照表は大きく変化

17/3 期末のバランスシートは、新規上場時の公募増資と、家賃収納代行サービスのスキーム変更によって大きく変化した。

純資産については、公募増資やストックオプションの権利行使による資本金及び資本剰余金の増加（前期末比 560 百万円増）や、利益剰余金の増加（同 220 百万円増）などを受けて、16/3 期末の 283 百万円から 1,063 百万円に急増した。

同社は、家賃収納代行サービスにおいて、17 年 3 月に芙蓉総合リース（8424 東証一部）との間で家賃収納代行サービスにおける回収金引渡債権譲取引を開始した。従来は、同社が委託する収納代行会社からの賃料等の回収金は、月末を越えて同社に入金されていたため、月末までに不動産オーナーに送金する契約となっていた分に関し、月末時点で同社として資金調達が必要となっていた。同社が収納代行会社に対して有する回収金引渡債権を芙蓉総合リースに真正譲渡する形態に取引のスキームを変更した結果、同社の資金調達負担が抑制され、月末・期末の短期借入金の圧縮と、営業キャッシュ・フローの改善が図られた。

スキームの変更などを受けて、資産サイドにおいては、1) 収納代行立替金が 16/3 期末の 1,672 百万円から 263 百万円に減少した（銀行口座からの引落し不能などの事態を考慮し、収納代行立替金の一定比率は芙蓉総合リースに譲渡しない契約となっている）。2) 家賃債務保証件数の拡大による立替金の増加に加え、家賃収納代行サービスのスキーム変更による口座引落し不能分（649 百万円）が計上され、代位弁済立替金が同 636 百万円から 1,997 百万円に増加した。

負債サイドにおいては、3) 短期借入金が同 1,950 百万円から 1,610 百万円に減少したほか、4) 収納代行未払金が 17/3 期末に 936 百万円、新たに計上された。

自己資本比率は、16/3 期末の 7.2%から 19.1%に大きく改善した。

◆ 家賃収納代行のスキーム変更によって営業キャッシュ・フローも大幅改善

営業キャッシュ・フローについては、代位弁済立替金の増加（▲1,365 百万円）を、収納代行立替金の減少（1,408 百万円）、収納代行未払金の増加（936 百万円）などで吸収したため、16/3 期の 1,009 百万円の赤字から 1,294 百万円の黒字に大幅に改善した。

> 競合他社との比較

◆ 家賃債務保証サービスを提供する企業と比較

家賃債務保証サービスを主力事業とする企業として、イントラスト及び、あんしん保証を、家賃債務保証サービスも手掛けるリテール向けノンバンクとして、オリエン트コーポレーション及び、アプラスフィナンシャルを比較対象として選定した(図表 22)。

【 図表 22 】 競合企業との財務指標比較

項目	銘柄		ジェイリース	イントラスト	あんしん保証	オリエン コーポレーション	アプラス フィナンシャル
		コード	7187	7191	7183	8585	8589
		直近決算期	17/3期	17/3期	17/3期	17/3期	17/3期
規模	売上高	百万円	4,121	2,713	2,323	213,693	71,869
	経常利益	百万円	312	598	326	33,515	7,644
	総資産	百万円	5,568	3,168	2,479	5,329,058	1,055,781
収益性	自己資本利益率	%	32.7	33.6	11.9	9.9	7.5
	総資産経常利益率	%	6.6	25.8	13.9	0.6	0.7
	売上高営業利益率	%	8.2	22.4	11.4	15.7	9.8
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	26.8	8.4	16.1	1.0	4.4
	経常利益 (同上)	%	53.8	298.5	0.9	7.8	11.7
	総資産 (同上)	%	58.5	25.1	18.6	3.7	4.7
安全性	自己資本比率	%	19.1	64.9	77.9	5.7	8.9
	流動比率	%	116.7	284.9	420.9	120.1	124.0
	固定長期適合率	%	43.4	9.9	12.3	22.9	10.9

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) ジェイリース及び各社の決算短信、有価証券報告書、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

規模については、信販や貸付などの個人向け金融サービスを幅広く手掛けているリテール向けノンバンク 2 社が、保証会社 3 社を大きく上回る。保証会社の中では、売上高と総資産においては、同社が他 2 社を上回っているが、経常利益においては、収益性に優れるイントラストが優位にある。

安全性に関しては、当センターがその他金融業を分析する上で最も重視している自己資本比率において、リテール向けノンバンク 2 社が低く、保証会社の競合 2 社は高い。同社はその中間であるため、その他金融業全体の中では平均的なポジションにあると言えよう。

収益性については、イントラストが最も良好であり、あんしん保証が 2 番手、同社が 3 番手に位置する。同社は自己資本利益率の数値こそ良好であるが、自己資本比率の低さがその理由である。リテール向け

ノンバンク 2 社は自己資本や総資産が大きいことから、自己資本利益率や総資産経常利益率が低くとどまっている。

成長性については、積極的な新規出店効果から、売上高と総資産において、同社が最も高い数値となった。当センターが重視している経常利益の伸び率では、利益率が急改善する段階にあったイントラストが最も高く、同社は 2 番手に位置している。総合的に見れば、同社が最も成長性では良好な数値を示していると言えよう。

以上のことから、全体的には、成長性で魅力的な水準にあると言えよう。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 取引関係者のニーズに柔軟に対応する姿勢に注目

同社の知的資本の源泉は、数多くの取引関係者（全国各地の利用者や零細不動産オーナー、中小不動産会社）のニーズに柔軟に対応する姿勢にあると当センターでは考えている（図表 23）。

【 図表 23 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値		
関係資本	顧客	・家賃債務保証の年間申込件数は着実に増加している	・年間申込件数、前期比増減率	151千件、+22.6%	
		・大都市への進出に伴い、東日本地域での売上高構成比が上昇している	・東日本地域の売上高（受取保証料ベース）比率	46.5%	
	ブランド	・業務協定を締結している不動産事業者や保証契約を結んでいる不動産オーナーとの関係は良好であるものの、首都圏では後発であるのに加え、上場から日が浅く、会社名に対する利用者の認知度は高いとは言えない	・業歴	13年	
		事業パートナー	・業務協定を締結している不動産事業者と強固な関係を築いている	・東京進出からの経過年数	7年
			・家賃収納代行サービスで回収金引渡債権譲渡契約を締結	・上場からの経過年数	1年
			・家賃債務保証事業における審査、債権管理業務などでの提携契約を締結	・協定を締結している不動産事業社数	11千社
組織資本	プロセス	・外部との提携により、家賃等の支払いにおけるクレジットカード決済サービスを提供	・契約先～芙蓉総合リース		
		・九州では一括支払型の比率が高かったが、大都市への進出に伴い、ニーズが高い毎月支払型や毎月支払型の取り扱いを積極化	・契約先～アプラス		
		・個別ニーズの発掘によりサービスを拡充し、1人当たりの売上高の向上を目指す	・提携先～ベリトランス		
	知的財産ノウハウ	・保証委託契約に係る審査において、LICCの家賃弁済情報データベースを活用	・毎月支払型と毎月支払型の比率	36.1%、7.1%	
		・顧客属性を自動判定する新与信システムが17年1月に稼働	・従業員1人当たり売上高	14百万円	
		・厳格な審査により代位弁済の発生率を抑制している	・代位弁済発生率	6.3%	
人的資本	経営陣	・債権管理体制の強化により代位弁済回収率を抑制している	・代位弁済回収率	94.8%	
		・社長の金融業界経験は37年に達し、業界団体であるLICCの常務理事を兼務している			
	従業員	・取締役の多くは、地方銀行やノンバンクの出身者で、営業や審査・債権回収の経験が豊富			
		・インセンティブ制度	・従業員持株会	61千株 (2.8%)	
			・ストックオプション	122千株 (5.7%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は17/3期末または17/3期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は、同社の取締役の保有分を含む

(出所) ジェイリース有価証券届出書、報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、中島社長を中心とした大分青年会議所の出身者が社会貢献事業として設立した企業であることから、短期的な利益や効率性よりも、賃貸住宅の利用者、オーナー、仲介会社によって構成される多数の取引関係者のニーズへの対応を優先する社風が強い。

通常、多様なニーズに次々と対応していくと、効率が悪化し、収益性の悪化を招くが、同社の場合、長期的な観点で収益性の悪化を回避する商品設計や、アライアンスによる低コストでのサービス拡充を心掛けていることから、商品プランやサービスの増加が収益性を犠牲にすることなく、収益の拡大に繋がっている。

特定少数の顧客にフォーカスするのではなく、不特定多数の取引関係者のニーズへの対応を基本方針に据える同社の創業時からの姿勢は今後も変わらないと考えられるが、収益性の維持、向上との両立が継続できるかに当センターでは注目している。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は現時点において環境に対する対外的な活動を行っておらず、今後においても具体的な計画はないとしている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は企業としての成長により、雇用と納税の面で地域に貢献したいとしているが、17/3 期末において4名の障害者も雇用している。

また、Jリーグに加盟する「大分トリニータ」のオフィシャルパートナーを11年から務めるなど、地元のサッカーチームの応援を通じて地域の社会活動への貢献を目指している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、取締役8名(うち、社外取締役は2名)で構成されている。

社外取締役の首藤浩氏は、長年の企業経営や経営コンサルティングの経験を持っている。株式会社あいるコンサルティングファームの代表取締役であり、15年7月に同社の社外取締役に就任している。もう1人の社外取締役である堂下浩氏は、東京情報大学教授としてベンチャービジネス論及び金融論等の研究をしており、17年6月に同社の社外取締役に就任した。

監査役会は、監査役5名(うち、社外監査役は3名)で構成されている。常勤監査役であり、社外監査役でもある築山洋一氏は豊和銀行(8559 福証)の元取締役である。もう1人の常勤監査役であり、社外監査役でもある佐藤修平氏も同行の元常務取締役であり、17年6月に社外監査役に就任した。社外監査役の野中俊秀氏はクリーニング業などを営む株式会社大分白屋の代表取締役及び同社子会社あすみらいの監査役を兼務している。

17年3月期の株主総会招集通知によれば、17/3 期に開催された18回の取締役会において、首藤取締役は17回、築山監査役は全18回、野中監査役は16回に出席した。17/3 期中に開催された14回の監査役会においては、築山監査役は全14回、野中監査役は13回に出席しており、経営監視体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 市場シェアの拡大

同社は、近年、積極的な新規出店により、これまで手薄だった東日本地域での売上高を伸ばしてきているものの、大商圏である首都圏での市場シェアが低いため、国内市場における同社の売上高シェアは4%程度にとどまっていると推測される。同社は、家賃債務保証事業者間や同事業に参入する異業種の企業との競争を優位に進めるためにも、市場シェアの拡大を最大の課題として認識している。当センターも、商品面での差別化が難しい家賃債務保証事業で生き残るためには、市場シェアの拡大と現在6位と見込まれる業界順位の引き上げは必須と考えている。

◆ 債権管理体制の強化

同社は、保証する家賃債務の不履行によって生じる代位弁済に関して、毎月、多額の立替えと回収を実施している。17/3期(月平均)の代位弁済の発生額は1,145百万円、回収額は1,085百万円に達しており、損益面だけでなく、資金管理面からも、債権管理体制の強化は継続的に取り組むべき課題である。

> 今後の事業戦略

◆ 20年3月期に向けた数値目標を公表

同社は、20/3期に向けて、以下の数値目標を公表した。

1) 売上高	前期比 1,000 百万円程度の増加を継続
2) 営業利益率	8%程度を継続 (17/3期 8.2%)
3) 一人当たり売上高	18 百万円 (同 14 百万円)
4) 株主還元	配当の早期実施

上記目標の達成に向け、以下の3つの戦略を掲げている。

1.家賃債務保証への経営資源の集中

同社は、単身世帯の増加による世帯数の増加や、民放改正による個人保証規制の強化といった社会的背景を追い風に家賃債務保証サービスが拡大すると見ており、同事業に経営資源を集中するとしている。

2.営業力の強化

同社は、市場シェアの拡大を図るため、営業力の強化に取り組んでおり、1) 大都市への出店による店舗網の拡充 (17/3 期末 20 店→19/3 期末目標 25 店)、2) 東日本地域の売上高 (受取保証料ベース) 比率の拡大 (17/3 期 46.5%→20/3 期目標 56%)、3) 地域密着型営業の深化による一人当たり売上高の向上 (17/3 期 14 百万円→20/3 期 18 百万円)、4) 他業種とのアライアンスによる新サービスの開発を目指している。

3.収益性の向上

同社は、収益性の向上策として、1) 与信システムの開発と審査体制の効率化(17年1月に新システムを稼働)、2) 債権管理の強化(債権管理業務の集約化と、弁護士・司法書士等との連携強化による中長期立替債権の削減)、3) 他業種とのアライアンスによる効率的な事業運営を挙げている。

◆ 「生活サポートの総合商社」を目指す

中長期的には、同社は家賃債務保証サービスを核としつつ、不動産オーナーや不動産会社が提供し、入居者が利用する賃貸生活環境を、今後、同社が生み出す様々な新サービスを通じてサポートしたいとしている。同社は、この構想を「生活サポートの総合商社」と称している。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 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 24 のようにまとめられる。

【 図表 24 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・地域に密着したきめ細かい営業体制 ・入居者や不動産オーナーの多様なニーズに対応した商品プランを提供 ・数多くの地場不動産会社と取引関係を持つ ・厳格かつ迅速な審査と高い回収率を両立
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・大商圏である首都圏での市場シェアの低さ ・非上場の競合大手に対する事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・東日本地域での市場シェアの向上 ・改正民法の施行による家賃債務保証市場の拡大 ・家賃債務保証の周辺に位置する新サービスの提供
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・失業率の大幅上昇を伴うような景気悪化による代位弁済の急拡大 ・競争激化による保証料率の低下や利用者の減少 ・家賃債務保証業界や賃貸不動産業界を対象とするバッシングが激化すること

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 20年3月期の数値目標は概ね達成可能と見られる

同社の設定した向こう3期に亘る中期目標は、過去3期の成長実績の延長線上にあると当センターでは捉えており、その達成は概ね可能であると考えている。

近年の成長は、東日本地域を中心とする大都市への新規出店と人員増強に加え、JウィングやJフラットNEOの拡販が大きく寄与したと考えられるが、同社の店舗拡大は18/3期に入っても順調に進んでいることや、最近進出した地域での売上高は今後本格的に拡大すると見られることから、20/3期に掛けての増収額や一人当たり売上高は、ほぼ同社の目標並みが期待できると当センターは考えている。

一方、営業利益率については、一人当たり売上高の拡大が実現できれば、20/3期においては、現状よりやや改善する可能性が高いと見ており、同社の目標は多少控え目であると感じている。

◆ 営業力の強化についての目標も達成が視野に

新規出店による店舗数の増加と東日本地域の売上高比率の拡大は相互に関連しているが、どちらの目標も妥当なものであり、達成が視野に入っていると当センターは考えている。東日本地域では、Jウィン

グやJフラット NEO など継続保証料が発生する商品プランの販売が多いため、新規契約を積み上げることで一人当たり売上高の引き上げも順調に進むと予想している。

◆ 本格的な収益性の向上は 21 年 3 月期からに期待

同社は収益性の向上に向けた取り組みを進めるものの、20/3 期までの営業利益率は現状維持を目標としている。18/3 期において、中長期立替債権の削減を目指して経費を積み増す方針であることから、収益性の向上策の効果は一部相殺されると同社が想定しているためと見られる。

一方、当センターでは、一人当たり売上高の引き上げの効果が、20/3 期頃から営業利益率にポジティブな影響を及ぼし、21/3 期からは本格的な収益性の向上も期待できるのではないかと考えている。

> 今後の業績見通し

◆ 18 年 3 月期会社計画は 23.0%増収、17.5%営業増益

18/3 期の会社計画は、売上高 5,069 百万円 (前期比 23.0%増)、営業利益 396 百万円 (同 17.5%増)、経常利益 360 百万円 (同 15.5%増)、当期純利益 247 百万円 (同 12.4%増) である (図表 25)。

【 図表 25】ジェイリースの過去の業績と 18 年 3 月期の計画

(単位: 百万円)

	セグメント別	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	
		実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		2,022	2,487	3,209	4,121	5,069	23.0%
	家賃債務保証事業	1,996	2,429	3,121	4,023	4,958	23.2%
	不動産仲介事業	26	58	87	97	111	14.5%
売上総利益		1,730	2,090	2,637	3,259	3,966	21.7%
売上総利益率		85.5%	84.0%	82.2%	79.1%	78.2%	-
販売費及び一般管理費		1,639	2,018	2,429	2,922	3,569	22.1%
販管費率		81.0%	81.1%	75.7%	70.9%	70.4%	-
営業利益		90	71	207	337	396	17.5%
営業利益率		4.5%	2.9%	6.5%	8.2%	7.8%	-
	家賃債務保証事業	160	91	200	332	392	18.3%
	不動産仲介事業	-71	-20	6	5	3	-34.2%
	調整額	1	0	-	-	-	-
経常利益		85	69	203	312	360	15.5%
経常利益率		4.2%	2.8%	6.3%	7.6%	7.1%	-
当期純利益		-9	2	87	220	247	12.4%

(注) セグメント別売上高は外部顧客ベース

(出所) ジェイリース有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は、業績予想の前提として、1) 世帯数の増加見通しを背景とした家賃債務保証市場の堅調な成長、2) 札幌 (5 月)、岡山 (7 月) の

出店効果と、首都圏を中心とした大都市での営業強化による新規契約の拡大、3) 商品構成の変化による売上総利益率の低下、4) 中長期立替債権の削減への注力による経費（販管費）の増加を挙げている。

セグメント別（外部顧客への売上高ベース）では、家賃債務保証事業が前期比 23.2%増収、18.3%営業増益、不動産仲介事業が同 14.5%増収、34.2%営業減益と見込んでいる。

家賃債務保証事業の KPI の計画は以下の通りである（図表 26）。

【 図表 26 】 家賃債務保証事業の KPI の会社計画

	16/3期	増減率	17/3期	増減率	18/3期会社計画	増減率
協定件数 (千件)	9	28.0%	11	21.7%	13	-
申込件数 (千件)	123	29.9%	151	22.6%	168	-
受取保証料 (百万円)	3,001	30.2%	3,750	-	4,445	-
(内訳)						
地域別	16/3期	構成比	17/3期	構成比	18/3期会社計画	構成比
東日本	1,121	37.4%	1,744	46.5%	2,271	51.1%
西日本	1,879	62.6%	2,006	53.5%	2,174	48.9%
商品別	16/3期	構成比	17/3期	構成比	18/3期会社計画	構成比
Jサポート	1,991	66.4%	2,130	56.8%	2,213	49.8%
Jウィング	853	28.4%	1,355	36.1%	1,848	41.6%
JフラットNEO	156	5.2%	264	7.1%	383	8.6%
種類別	16/3期	構成比	17/3期	構成比	18/3期会社計画	構成比
初回保証料	2,785	92.8%	3,303	88.1%	3,784	85.1%
継続保証料	216	7.2%	447	11.9%	661	14.9%

(出所) ジェイリース有価証券報告書、決算補足説明資料、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 18/3 期業績を、売上高 5,102 百万円（前期比 23.8%増）、営業利益 418 百万円（同 24.0%増）、経常利益 409 百万円（同 30.9%増）、当期純利益 281 百万円（同 27.3%増）と予想する（図表 27）。

会社計画に対しては、売上高は 33 百万円、営業利益は 22 百万円上回ると見込んでいる。

セグメント別には、家賃債務保証事業が売上高 4,991 百万円、営業利益 415 百万円、不動産仲介事業は売上高 111 百万円、営業利益 3 百万円と予想した。

【 図表 27 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位: 百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期CE	18/3期E	19/3期E	20/3期E
損益計算書						
売上高	3,209	4,121	5,069	5,102	6,210	7,632
前期比	29.0%	28.4%	23.0%	23.8%	21.7%	22.9%
セグメント別 (外部顧客への売上高)	-	-	-	-	-	-
家賃債務保証事業	3,121	4,023	4,958	4,991	6,089	7,501
不動産仲介事業	87	97	111	111	121	131
営業利益	207	337	396	418	512	649
前期比	187.7%	62.7%	17.5%	24.0%	22.5%	26.8%
営業利益率	6.5%	8.2%	7.8%	8.2%	8.2%	8.5%
セグメント別						
家賃債務保証事業	200	332	392	415	508	644
不動産仲介事業	6	5	3	3	4	5
経常利益	203	312	360	409	503	640
前期比	194.0%	53.5%	15.5%	30.9%	23.0%	27.2%
経常利益率	6.3%	7.6%	7.1%	8.0%	8.1%	8.4%
当期純利益	87	220	247	281	346	441
前期比	-	152.0%	12.4%	27.3%	23.4%	27.2%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想
(出所) ジェイリース決算短信を基に証券リサーチセンター作成

家賃債務保証事業の売上高は、札幌支店や岡山支店などの今期の新規出店の効果に加え、近年出店した既存店舗での新規契約の伸びを見込み、会社計画を 33 百万円上回ると想定した。売上高が同社の計画を上回ると予想していることから、営業利益についても会社計画を 23 百万円上回ると予想した。

不動産仲介事業は、事業環境に大きな変化はないと考え、会社計画と同じ数値を見込んだ。

19/3 期は、売上高 6,210 百万円 (前期比 21.7%増)、営業利益 512 百万円 (同 22.5%増) と見込んだ。

セグメント別には、家賃債務保証事業が売上高 6,089 百万円、営業利益 508 百万円、不動産仲介事業は売上高 121 百万円、営業利益 4 百万円と予想した。

家賃債務保証事業の売上高は、20 年春までに予定される改正民法の施行を前に、下期あたりから、これまで保証会社の利用を避けていた貸主の姿勢が変化し、家賃債務保証市場の拡大が加速すると想定した。営業利益については、人件費や各種経費の伸びを見込んだが、前期比で売上高と同程度の伸びは期待できると考えた。

不動産仲介事業は、コストの伸びが増収率程度に落ち着いてくると考えた。

20/3 期は、売上高 7,632 百万円 (前期比 22.9%増)、営業利益 649 百万円 (同 26.8%増) と見込んだ。

セグメント別には、家賃債務保証事業が売上高 7,501 百万円、営業利益 644 百万円、不動産仲介事業は売上高 131 百万円、営業利益 5 百万円と予想した。

家賃債務保証事業の売上高を予想する際に、下期に掛けて、家賃債務保証市場の成長率が一段と高まることを前提とした。営業利益については、人件費や各種経費の伸びを見込んだが、前期比で売上高よりも高い伸びが期待できると考えた

不動産仲介事業は、19/3 期並の伸びは見込めると考えた。

【 図表 28 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期CE	18/3期E	19/3期E	20/3期E
貸借対照表						
現預金	665	1,972		1,696	1,381	1,366
代位弁済立替金	636	1,997		2,819	3,842	5,114
収納代行立替金	1,672	263		500	900	1,500
その他	526	783		635	670	727
流動資産	3,499	5,018		5,651	6,794	8,708
有形固定資産	161	132		143	115	100
無形固定資産	110	153		259	340	289
投資その他の資産	182	263		334	420	609
固定資産	454	550		736	876	1,000
資産合計	3,953	5,568		6,387	7,671	9,708
短期借入金	1,950	1,610		1,610	1,610	1,610
1年内償還予定の社債	60	60		30	0	0
1年内返済予定の長期借入金	10	10		3	0	0
収納代行未払金	—	936		1,400	2,100	3,000
未払法人税等	129	114		70	86	109
前受金	984	1,192		1,377	1,616	2,196
その他	269	377		394	416	501
流動負債	3,403	4,300		4,885	5,829	7,416
社債	90	30		0	0	0
長期借入金	13	3		0	0	0
その他	163	170		158	151	161
固定負債	266	204		158	151	161
純資産合計	283	1,063		1,344	1,690	2,130
(自己資本)	283	1,063		1,344	1,690	2,130
(非支配株主持分+新株予約権)	—	—		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	198	312		408	502	639
減価償却費	66	77		101	124	133
代位弁済立替金の増減額 (—は増加)	-336	-1,365		-821	-1,023	-1,272
収納代行立替金の増減額 (—は増加)	-1,056	1,408		-236	-400	-600
前受金の増減額 (—は減少)	175	208		184	239	579
収納代行未払金の増減額 (—は減少)	—	936		463	700	900
その他	-13	-81		121	-68	-120
法人税等の支払額	-43	-201		-171	-140	-175
営業活動によるキャッシュ・フロー	-1,009	1,294		51	-65	84
有形固定資産の取得による支出	-22	-17		-58	-18	-18
無形固定資産の取得による支出	-41	-73		-160	-160	-50
その他	29	-1		-15	-15	-15
投資活動によるキャッシュ・フロー	-34	-92		-233	-193	-83
短期借入金の純増減額 (—は減少)	1,450	-340		0	0	0
長期借入金の返済による支出	-10	-10		-10	-3	0
社債の返済による支出	-115	-60		-60	-30	0
株式発行による収入	—	551		0	0	0
その他	-36	-26		-24	-23	-16
財務活動によるキャッシュ・フロー	1,288	114		-94	-56	-16
現金及び現金同等物の増減額 (—は減少)	244	1,317		-276	-315	-15
現金及び現金同等物の期首残高	410	655		1,972	1,696	1,381
現金及び現金同等物の期末残高	655	1,972		1,696	1,381	1,366

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ジェイリース決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 当面は配当が見送られる公算が大きい

同社は、株主への利益還元を経営の最重要課題の一つとして位置付けているものの、当面は財務体質の強化や事業拡大のための内部留保の充実を優先するため、18/3期においても無配を予定している(株主優待制度は17/3期に導入を開始)。

将来的には、安定的かつ継続的に配当を実施する方針を持っているものの、配当を実施する条件となる内部留保の水準や、配当を開始する時期の目安などは公表しておらず、配当というかたちでの株主への還元は、しばらくは見送られる公算が大きいと予想される。

◆ 景気の悪化によって代位弁済が急拡大する可能性

同社における利用者の家賃滞納は、現在においては不注意による支払いの遅延や口座残高の不足によるものがほとんどであり、代位弁済で生じた立替金の大部分は短期で回収がなされている。

しかしながら、失業率が大幅に上昇するような景気の悪化が生じた際には、同社の利用者の一部においても家賃の支払い能力が大幅に低下すると見込まれ、結果として、代位弁済の発生額が大きく増加する一方、回収率も低下すると予想される。代位弁済発生額の増加は営業キャッシュ・フローの悪化に繋がり、代位弁済回収率の低下は営業利益にネガティブな影響を与えるため、景気や失業率の動向には注意が必要である。

◆ 競争激化による保証料率の低下や利用者の減少

家賃債務保証業界は、業界に対する法規制が少なく、参入障壁も低いことから、競争激化による影響を受けやすい業界構造になっているという同社の認識は正しいと当センターは考えている。

家賃債務保証市場は当面、堅調に拡大し、競争環境も比較的落ち着いて推移すると見込まれるものの、将来、成長にブレーキがかかると、競争が激化し、月額家賃に対する受取保証料の比率である保証料率が低下したり、利用者が他社に奪われたりすることが懸念される。その際は、同社の業績に悪影響が及ぶ可能性があり、注意が必要である。

◆ 第4四半期に収益が偏る季節性

同社が展開する両事業においては、2月から4月に掛けての引越しシーズンに住宅の賃貸借契約が増加する傾向にあるため、第4四半期に契約件数が多くなる季節性がある(図表29)。

【 図表 29 】 ジェイリースの四半期業績の推移

(単位:百万円)

	16/3期					17/3期				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高	746	741	779	942	3,209	965	948	976	1,231	4,121
構成比	23.3%	23.1%	24.3%	29.4%	100.0%	23.4%	23.0%	23.7%	29.9%	100.0%
家賃債務保証事業	726	721	758	914	3,121	941	927	957	1,197	4,023
同	23.3%	23.1%	24.3%	29.3%	100.0%	23.4%	23.1%	23.8%	29.8%	100.0%
不動産仲介事業	19	20	20	27	87	23	21	18	34	97
同	22.2%	22.9%	23.4%	31.5%	100.0%	24.6%	21.6%	18.7%	35.2%	100.0%
営業利益	42	31	38	94	207	34	50	53	199	337
同	20.3%	15.0%	18.4%	45.4%	100.0%	10.1%	14.9%	15.7%	59.2%	100.0%
家賃債務保証事業	—	—	—	89	200	35	53	54	188	332
同	—	—	—	44.5%	100.0%	10.7%	16.0%	16.5%	56.8%	100.0%
不動産仲介事業	—	—	—	5	6	-1	-2	-1	11	5
同	—	—	—	80.3%	100.0%	-28.0%	-57.7%	-35.1%	220.8%	100.0%

(出所) ジェイリース有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

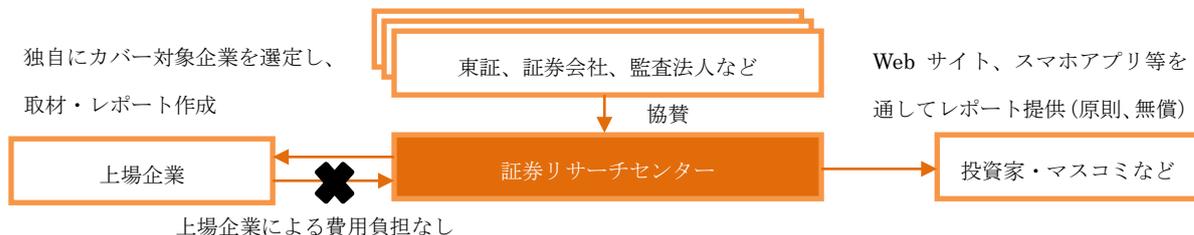
同社が利用者から受領する受取保証料には、契約締結時に受領する初回保証料と、保証期間内に毎月または毎年受領する継続保証料がある。継続保証料は受領月、または対応する各月に売上高として計上するのに対し、初回保証料は、契約時に提供するサービスの対価に相当する部分(信用補完相当分)として契約時に売上高に計上する部分と、保証期間にわたって提供するサービスの対価に相当する部分(賃料保証相当分)として保証期間にわたって按分して売上高に計上する部分に分けているため、売上高の四半期変動は新規契約の四半期変動に比べれば小さくなる。

しかしながら、それでも第4四半期の売上高は他の四半期よりもやや増える傾向があるのに対し、四半期毎の固定費負担はほぼ一定であるため、営業利益については第4四半期の構成比が更に高くなる季節性が存在している。

第4四半期に収益が偏重する季節性は、総受取保証料に占める初回保証料の比率が低いJウィング(毎年支払型)やJフラットNEO(毎月支払型)の取扱比率が上昇を続けると、今後は徐々に軽減していくと考えられるが、季節性がなくなる可能性は低いと見られ、注意が必要であろう。

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、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。