

ホリスティック企業レポート イントラスト 7191 東証マザーズ

フル・レポート
2017年9月29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 20170926

高効率、高収益を誇る家賃債務保証会社 大手不動産管理会社からの業務受託への移行により業態は変貌を遂げつつある

1. 会社概要

- ・イントラスト(以下、同社)は、賃貸住宅等の家賃債務や、入院費用、介護費用などに対して、利用者とサービス提供者の間に入って保証サービスを提供するプレステージ・インターナショナル傘下のノンバンクである。
- ・大手取引先が家賃滞納リスクを自ら負担する方針としたことに伴い、保証業務以外の各種業務をサービス提供者から受託するソリューションサービスを事業の柱に据えたところ、契約件数が急拡大し、従来型の家賃保証会社から高効率、高収益の新しい業態へと変貌を遂げつつある。

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】

	2017/9/22
株価(円)	1,030
発行済株式数(株)	11,043,861
時価総額(百万円)	11,375

2. 財務面の分析

- ・13/3期～17/3期の期間では、大手取引先を通じた契約件数の拡大などにより、売上高は年平均10.0%、経常利益は同70.2%増加した。
- ・収益性、安全性、成長性の観点で他社に比べ魅力的な水準にある。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	22.4	21.2	17.4
PBR(倍)	5.5	4.6	3.8
配当利回り(%)	0.8	1.0	1.2

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、大手企業のニーズに対応した機動的な事業展開力にある。

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	8.6	17.0	22.6
対TOPIX(%)	5.6	13.3	11.4

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、家賃債務保証サービスにおいては大手不動産管理会社からの受注に注力するとともに、保証サービスにおける新分野での商品の拡充、ソリューションサービスの他業種への展開を成長戦略の骨子としている。

【株価チャート】



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、保証サービスの減収率の縮小と、ソリューションサービスの拡大を見込み、18/3期は会社計画を上回る前期比12.4%増収、32.2%営業増益を予想している。19/3期以降も、ソリューションサービスの好調な伸びが続くと想定し、19/3期は前期比19.8%営業増益、20/3期は同16.1%営業増益を見込んでいる。
- ・当センターは、同社が進めるソリューションサービスの不動産管理業界以外への展開について、リスク管理の観点だけでなく、潜在成長力の視点からも大いに期待している。

【7191 イントラスト 業種: その他金融業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2016/3	2,650	-6.9	541	—	541	—	524	—	65.1	45.4	0.0
2017/3	2,713	2.4	608	12.3	598	10.6	409	-21.9	46.0	186.4	8.0
2018/3 CE	2,891	6.6	671	10.3	649	8.5	427	4.4	38.7	—	8.0
2018/3 E	3,049	12.4	804	32.2	792	32.4	536	31.1	48.6	222.9	10.0
2019/3 E	3,379	10.8	963	19.8	963	21.6	653	21.8	59.2	270.1	12.0
2020/3 E	3,717	10.0	1,118	16.1	1,118	16.1	760	16.2	68.8	326.9	14.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

フル・レポート

2/39

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
- － 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

◆ 保証サービスとソリューションサービスを提供するノンバンク

イントラスト（以下、同社）は、家賃債務保証を中心とした「保証サービス」とその派生ビジネスである「ソリューションサービス」を展開するユニークなノンバンクである。

元々は、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サービスを、賃借人、不動産オーナー（貸主）、不動産管理会社の間に入って提供する普通の家賃債務保証会社であった。しかし、近年、保証リスクを負担しない形態で、不動産管理会社を中心とした法人顧客に対し、各種業務の受託サービスを提供するソリューションサービスに成長源が移行した結果、収益構造を大きく変えながら高い成長を実現している。

同社は06年にフィンテックグローバル（8789 東証マザーズ）の子会社として設立された後、10年にプレステージ・インターナショナル（4290 東証一部）の傘下に入っている。

なお、不動産オーナーに対して、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サービスはこれらサービスとは異なるものである。

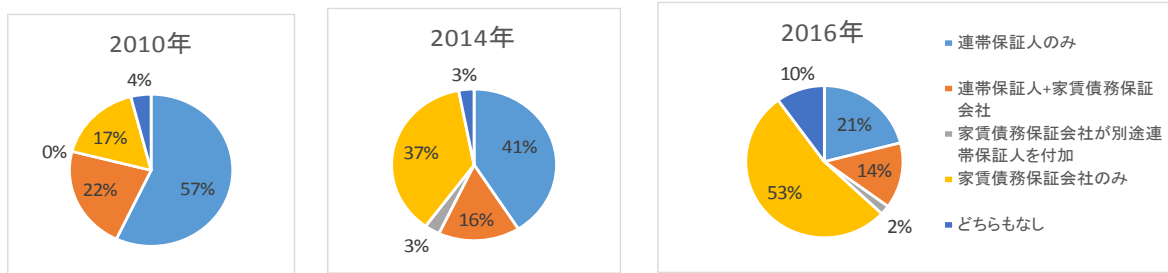
◆ 家賃債務保証サービスは賃貸住宅市場のインフラに成長した

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おり、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ら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いった比率が57%と過半を占めていたが、16年においては、保証会社のみ利用が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1）。

【 図表 1 】 家賃債務保証会社の利用状況の推移



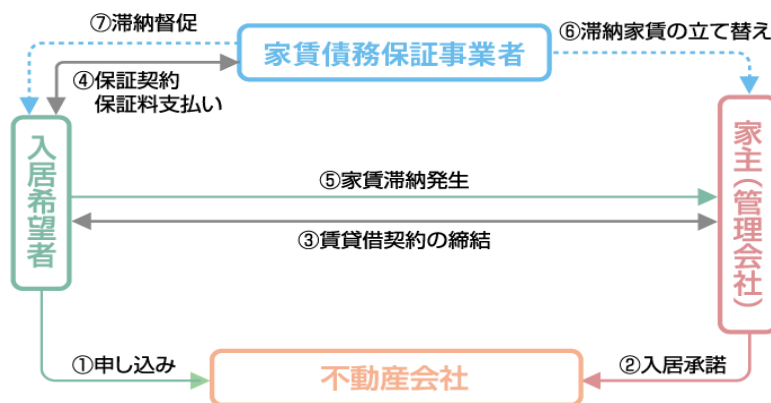
(出所) 国土交通省住宅局「家賃債務保証の現状」、公益財団法人日本賃貸住宅管理協会「家賃債務保証会社の実態調査報告書」より証券リサーチセンター作成

◆ 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委託契約が結ばれる。

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 2）。

【 図表 2 】 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。

賃借人にとっての家賃債務保証のメリットとしては、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。

◆ 大和ハウス工業グループとの取引が事業展開を支えている

会社設立の翌年である 07 年に大和ハウス工業（1925 東証一部）の連結子会社で賃貸住宅の管理会社である大和リビングが管理する物件に向けて家賃債務保証商品の提供を開始したことが同社の飛躍のきっかけとなった。15/3 期までの売上高の拡大は、大和リビングの管理物件向けの家賃債務保証が牽引役であった。

14 年に大和ハウス工業グループが連帯保証人不要制度を導入し、自ら家賃滞納リスクを負担する方針へ転換したことに伴い、同社は大和ハウス工業グループと新たな業務提携契約を同年 7 月に締結し、保証業務以外のその周辺業務（入居申込受付業務、審査業務、契約管理業務、未入金案内業務、債権管理支援業務など）を一括して提供する「特化型ソリューションサービス」を開始した。

保証業務が外れたことで、同商品の賃貸借契約 1 件当たりの単価は通常の家賃債務保証商品に比べて低下している一方、家賃債務保証商品では不動産管理会社に支払っている手数料が不要となっている。

特化型ソリューションサービスの収入は、賃貸者契約時に受領するイニシャル売上（月額賃料の 10%程度）と、契約の翌月から毎月受領するランニング売上（同 1%程度）によって構成されている。

大和ハウス工業グループ向けの特化型ソリューションサービスは、17/3 期に掛けて急拡大し、同社の新しい成長の柱となっている。

短期間で特化型ソリューションサービスが急拡大した理由としては、1) 大和リビングの新規管理物件が毎年、増加を続けたこと、2) 保証

サービスを利用していた物件において賃借人が退去し、新しい賃借人が入居することで、ソリューションサービス契約への移行が每期、着実に進んだこと、3) 同社の担当エリアにおける新規賃貸借契約において、連帯保証人不要制度導入前は、同社の保証サービスの利用率が約6割にとどまっていたのに対し(残りは、連帯保証人を利用していたなどと推測される)、同制度導入後は、同社のソリューションサービスの利用率が100%となったことが挙げられる。

◆ 保証サービスは家賃債務保証を中心とした商品展開

保証サービスの中心である家賃債務保証は、代位弁済型保証商品と家賃決済クレジットサービス付商品に大別される。

代位弁済型保証商品は、保証委託契約締結時において、同社の審査システムに基づく審査を実施し、賃料等の滞納発生時に、同社が代位弁済を実施するものである。審査システムについては、三菱総合研究所(3636 東証一部)と10年に共同開発した。17年3月には『「家賃保証審査モデル」に関するノウハウ』を共同で特許を出願しており、この審査モデルを活用したビジネス展開を模索している。

同商品の中心となっているのは、入居者が保証料を毎年支払う形式のものである。料金については、契約時に受領する新規保証料が概ね月額総賃料の40~60%、その後、1年毎に受領する更新保証料が1万円程度のタイプが多いようである。

一方、家賃決済クレジットサービス付商品は、同社と業務提携した大手クレジットカード会社(以下、信販会社)が審査を実施し、入居者の登録口座から信販会社が家賃等の引き落としを行うものである。管理会社等への送金は、原則として口座引落の前に実施される。

滞納発生時においては、最初の3カ月相当分(一部商品は6カ月相当分)までは信販会社が代位弁済と回収活動を行うが、3カ月を超えると信販会社から当該立替金が移管され、その後の代位弁済は同社が実施する。

保証サービスにおいては、家賃債務保証のほか、介護費用保証と医療費用保証も手掛けている。

介護費用保証とは、サービス付き高齢者住宅向けを中心に、有料老人ホームや特別養護老人ホームなどの介護施設の利用者と同社において保証委託契約を締結し、同社が連帯保証人となることで、介護サービスの利用料等の滞納リスクを引き受ける商品である。介護費用保証については、「太陽」という商品名で14年から販売が開始された。

医療費用保証とは、医療機関の入院患者と同社において保証委託契約を締結し、入院患者が保証料を支払い、同社が連帯保証人となることで、入院費用の自己負担分等に係る滞納リスクを引き受ける商品であり、「虹」という商品名で15年から販売が開始された。

多くの医療機関では、入院患者の一部が入院費を支払えず、未収金となってしまう「未収金問題」を抱えている。そのため、入院手続きの際、患者に対して入院費用に関する連帯保証人を求めることが一般的である。一部の医療機関では、連帯保証人を提示できない場合には、入院預り金の支払いや、クレジットカード番号の登録により入院を認める場合もあるが、抜本的な解決には至っていない。

保証会社が連帯保証人となることで、入院費用が滞納された場合でも、保証会社が医療機関に立替払いされるため、医療機関は未収金に対する督促・回収業務から解放され、入院患者には保証人の依頼や、入院預り金の支払いが不要になるメリットがある。

保証サービスにおける商品別の売上高は開示されていないが、立ち上げ段階である介護費用保証及び医療費用保証の17/3期における売上高構成比は1%に達していない模様である。また、17/3期の家賃債務保証の売上高に占める代位弁済型商品と家賃決済クレジットサービス付商品の割合は概ね6:4と同社は説明している。

◆ 業務委託契約を結ぶ不動産会社は大手や中堅に限定

同社と不動産会社の間で結ばれる業務委託契約とは、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、同社は現在、大手や中堅の不動産管理会社を中心に約250社と契約を締結している。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ている。

同社には、契約する不動産会社の社数を大きく拡大する方針はなく、既存の大手顧客との取引拡大や、まだ取引がない大手不動産管理会社の開拓を経営戦略としている。

◆ ソリューションサービスでは「Doc-on」と「保険デスク」も展開

ソリューションサービスの中では特化型ソリューションサービスが事業の柱であるが、「Doc-on」サービス、「保険デスク」サービスも展開している。

Doc-on サービスにおいては、利用者に対して各種案内の送付業務を

行う法人顧客(中心は、不動産管理会社と保険会社)に対して、SMS(ショートメッセージサービス)の一括送信業務や、SMSの一括送信業務にクレジットカード決済機能を付加した「楽クレ」サービス、SMSの一括送信業務にコールセンター機能を付加したサービス等を提供している。

保険デスクサービスにおいては、不動産管理会社に対して、火災保険などの保険募集に係る業務受託サービスを提供している。

◆ 主要取引先の方針変更でソリューションサービスへの移行が進む

主要取引先である大和ハウス工業グループの方針転換と同社の迅速な対応により、サービス別売上高構成比は、15/3期の保証サービス89.7%、ソリューションサービス10.3%から、17/3期においては、保証サービス57.0%、ソリューションサービス43.0%へと大幅に変化した(図表3)。

【図表3】イントラストの業績推移

(単位:千円)

	サービス別	15/3期		16/3期	17/3期		
			構成比		増減率	構成比	
売上高		2,845,934	100.0%	2,650,728	2,713,146	2.4%	100.0%
	保証サービス	2,551,829	89.7%	1,815,685	1,547,778	-14.8%	57.0%
	ソリューションサービス	294,104	10.3%	835,042	1,165,367	39.6%	43.0%
営業利益		18,335	—	541,876	608,465	12.3%	—
営業利益率		0.6%	—	20.4%	22.4%	—	—

(出所) イントラスト有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

サービス別売上高構成比が急速に変化したのは、大和リビングが管理する物件を賃借していた入居者の退去に伴い、家賃債務保証の保有契約数が減少する一方、その減少幅以上に、大和ハウス工業グループ向けが大半を占める特化型ソリューションサービスの保有契約数が増加したためである(図表4)。

【図表4】主要サービスの保有契約数の推移

主要サービス別保有契約数	16/3期末	17/3期末	増減率
家賃債務保証(件)	133,604	117,759	-11.9%
特化型ソリューションサービス(件)	99,185	148,374	49.6%
合計(件)	232,789	266,133	14.3%

(注) 家賃債務保証と特化型ソリューションサービスについては、同社の開示資料では、単に「保証」「ソリューション」と記載されているが、家賃債務保証と特化型ソリューションサービスの数値であることを確認した

(出所) イントラスト決算説明会資料(17/3期、18/3期1Q)とヒアリングにより証券リサーチセンター作成

◆ 大和ハウス工業グループ関連の売上高の内訳は大幅に変化

有価証券報告書や届出書によると、大和リビングの管理物件にかかわる保証サービスの全売上高に占める割合が、17/3期において、前期の42.8%から31.1%に低下する一方、大和ハウス工業グループにおいてクレジットカード業務や家賃債務保証業務などを手掛ける大和ハウスフィナンシャル向け販売高の全売上高に対する割合は、同30.7%から40.6%に上昇した(図表5)。

【図表5】大和ハウス工業グループ関連の売上高推移

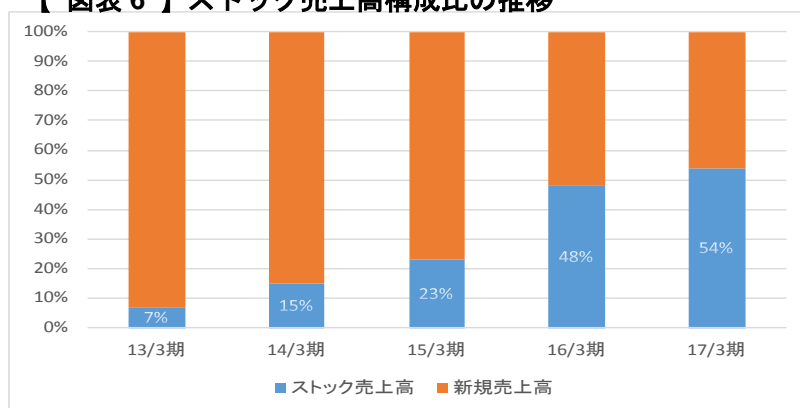
(単位:百万円)

内訳	16/3期		17/3期		
	全売上高に 対する割合		増減率	全売上高に 対する割合	
大和ハウス工業グループ関連売上高	73.5%	1,949	-0.2%	71.7%	1,946
大和リビング関連	42.8%	1,134	-25.6%	31.1%	843
大和ハウスフィナンシャル	30.7%	814	35.3%	40.6%	1,102
その他の売上高	26.5%	701	9.4%	28.3%	767
全売上高	100.0%	2,650	2.4%	100.0%	2,713

(出所) イントラスト有価証券報告書、届出書を基に証券リサーチセンター作成

特化型サービスソリューションの保有契約数の伸びに対して、大和ハウスフィナンシャル向けの販売高の伸び率が低いのは、売上高に占めるストック売上高(契約が終了するまで、継続的に発生する手数料収入)の比率が上昇し、保有契約1件当たりの売上高が低下しているためである(図表6)。

【図表6】ストック売上高構成比の推移



(出所) イントラスト決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

ストック売上高は、保証サービスにおける更新保証料と特化型ソリューションサービスのランニング売上によって構成されている。

◆ 代位弁済の発生や回収は健全な水準

家賃債務保証事業については、代位弁済の発生は避けられないが、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）は、5～6%程度で推移している模様である。

公益財団法人日本賃貸住宅管理協会（以下、日管協）の「日管協短観」による業界平均滞納率 6.75%（直近において公表済みのデータである 16 年度上期の 6.9%と 16 年度下期の 6.6%を平均した値）を下回っているため、健全なレベルと言えよう。

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については 97～98%程度であると同社は説明している。また、同社においては、大手不動産管理会社の物件が中心であることから入居者の可処分所得は高い傾向にあり、滞納から 1 カ月以内に支払う場合がほとんどであるとしている。

> ビジネスモデル**◆ カスタマイズと新商品開発等に特徴を持つ保証サービス**

同社の保証サービスは、カスタマイズ、新商品開発、コンプライアンスの徹底を特徴としている。

同社の家賃債務保証商品は、代位弁済型商品と家賃決済クレジットサービス付商品に大別されるものの、画一的な商品パッケージは存在していない。同社では、取引先の不動産管理会社毎の要望に沿って、保証内容（保証の範囲や期間、保証料の支払い頻度、保証料率と事務手数料のバランスなど）及び保証業務に関する業務フローなどについてカスタマイズを行い、不動産管理会社毎にオリジナル保証商品として提案している。

結果として、保証料の支払い頻度による分類では、1 年更新である毎年支払型を主体として、家賃決済クレジットサービス付商品が含まれる毎月支払型を加えた 2 タイプに大別される一方、保証期間については、2 年から 10 年まで、多様な期間に対応している。

創業時においては、契約締結時に新規保証料だけを受領する一括支払型が多かったが、現在においてはほとんどない模様である。

同社は、実効性と利便性を追求した新商品の開発に積極的に取り組んでいる。10 年に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）と提携して、家賃決済クレジットサービス付商品を開発したほか、14 年には MS&AD インシュアランスグループホールディングス（8725 東証一部）の連結子会社である三井住友海上火災保険と提携し、業界に先駆けて、介護費用保証商品「太陽」、医療費用保証商品「虹」の提供を開始した。

同社は、督促・回収行為において、弁護士の指導のもと、不動産管理会社と業務フローを共有している。督促・回収行為の管理のため、コールセンターにおいては電話対応の録音、会話内容等の記録も実施している。長期滞納については、法的な対応・手続きにおいて、全国で12法人の弁護士事務所と提携し、法令を遵守して対応している。

◆ 保証サービスには特有なコストが存在する

同社は総合保証サービス事業の単一セグメントとしているため、セグメント別の損益は開示していない。そこで、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、保証サービスには特有なコストが有価証券報告書、届出書において個別項目として開示されていることに着目して保証サービスの収益構造を分析した。

開示されている保証サービスに特有なコストとしては、売上原価に計上される業務委託手数料、再保証料、支払手数料と、販売費及び一般管理費(以下、販管費)に計上される貸倒引当金繰入額、保証履行引当金繰入額が挙げられる。

業務委託手数料の中では、保証料収入を原資に、不動産管理会社に支払う手数料が大半を占めるが、家賃決済クレジットサービス付商品において、信販会社に支払う収納代行手数料も含まれている。

再保証料とは、保証契約に伴う貸倒リスクをヘッジする際、再保証契約の相手となる海外の再保証会社に支払う手数料である。自社の回収力が向上したことや、保証サービスからソリューションサービスへ成長ドライバーが移行したことに伴い、再保証契約を解約した結果、17/3期には再保証料が計上されていない。

売上原価に計上される支払手数料とは、立替金の法的移管に伴う弁護士費用や長期滞納者を退去させるために生じた費用などである。

貸倒引当金繰入額と保証履行引当金繰入額は、保証サービスに関する貸倒関連費用であるが、詳しくは後述する。

保証サービスにかかるその他の費用としては、売上原価に計上される労務費及びその他の経費と、販管費に計上される人件費とその他の経費が挙げられる。

債権管理(コールセンターなど)、審査、業務(契約管理)を行う部門の人件費は売上原価の労務費に、営業及び管理部のスタッフの人件費は販管費に計上されるが、各部門は両方のサービスを担当しているため、分析の対象からは除外した。

通信費、オフィス賃料、各種システムなどの減価償却費、保守費などによって構成されている売上原価のその他と、人件費以外のその他の販管費についても、管理会計上のサービス別の配分は不明であるため、分析の対象外とした。

◆ **保証サービスの収益性は16年3月期に急改善したと推測される**
保証サービスに特有なコストの数値を基に、保証サービスの収益構造の推移をまとめたのが図表7である。

【図表7】保証サービスの収益構造の推移 (単位:千円)

	内訳	15/3期		16/3期		17/3期		
			構成比		構成比	増減率	構成比	
売上高①		2,551,829	100.0%	1,815,685	100.0%	1,547,778	-14.8%	100.0%
売上原価	業務委託手数料	1,112,839	43.6%	720,996	39.7%	621,098	-13.9%	40.1%
	支払手数料	—	—	179,658	9.9%	195,179	8.6%	12.6%
	再保証料	612,311	24.0%	1,903	0.1%	—	—	—
販売費及び一般管理費	貸倒引当金繰入額	169,760	6.7%	171,756	9.5%	120,478	-29.9%	7.8%
	保証履行引当金繰入額	127,098	5.0%	-4,595	-0.3%	-40,363	—	-2.6%
固有費用合計②		2,022,008	79.2%	1,069,718	58.9%	896,392	-16.2%	57.9%
①-②		529,821	20.8%	745,967	41.1%	651,386	-12.7%	42.1%

(出所) イントラスト有価証券報告書、届出書より証券リサーチセンター作成

売上原価には、労務費に加えて、業務委託手数料、支払手数料、再保証料以外のその他の経費が含まれており、保証サービスに関するその他の経費が期によって大きく変動している可能性はあるものの、特有なコストの増減から、当センターでは、16/3期の保証サービスの収益性は前期に比べ大きく改善したと推測している。

最大の要因が、再保証契約の解約による再保証料の削減による収益性の改善効果であり、契約解約を受けて前期に比べて大きく増えた支払手数料の増加による収益性の悪化の影響を上回っている。

立替金の回収力が増したことに伴い、保証履行引当金が前期の127百万円の繰入から4百万円の戻入に転じたことも収益性の改善に貢献した。

◆ **保証サービスの売上高と費用は期間按分して計上**
更新期間が1年の毎年支払型の場合、新規保証料と更新保証料は、受領時に一括して売上計上されるのではなく、受領月から毎月、12等分して売上計上される。

受領した保証料のうち、決算期末において売上計上されていない分のうち、1年以内に売上計上される部分は、前受収益として流動負債に計上され、1年を超えて売上計上される部分は、長期前受収益として固定負債のその他に計上されている。なお、流動負債に計上されている前受金とは、保証サービス以外に係る前受分である。

また、流動資産に計上されている前払費用は、業務委託手数料の前払い分である。同社においては、受領した保証料に対応した業務委託手数料を不動産管理会社等に一括して支払う一方、業務委託手数料についても、会計上は対応する売上高に一致させて費用計上しているため、まだ費用化されていない金額について、1年以内に費用化される部分を前払費用に、1年を超えて費用化される部分を投資その他の資産の長期前払費用に計上している。

◆ ソリューションサービスは限界利益率が高いと推測される

ソリューションサービスに関しては、売上原価において個別の項目として開示されるような変動費はないため、限界利益率が極めて高いビジネスであると推測される。

その他の経費の中には、Doc-on サービス等で計上される通信費などがあるものの、大きなコスト負担はないと思われる。

労務費、売上原価のその他、販管費のその他については、展開を強化しているソリューションサービスの固定費を増やしていると推測されるが、それでも、保証サービスに比べて高い利益率となっていることは間違いないと考えられる。

◆ 全体の販管費は人件費や貸倒引当金繰入額などの固定費が中心

全体の販管費の中心を占めるのは、従業員の給料及び賞与、賞与引当金繰入額、役員報酬などの人件費や、保証サービスに係る貸倒引当金繰入額及び保証履行引当金繰入額によって構成される貸倒関連費用などの固定費である。

◆ 保証サービスの縮小に伴い貸倒関連指標は全体的に改善傾向

貸倒引当金は、借入者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立替金（流動資産）に対して設定されている。具体的には、滞納が4カ月未満の立替金については、貸倒実績率に基づいた低率の貸倒引当金を計上し、滞納が4カ月以上となった立替金は弁護士による管理に移管し、100%の引当が行われている。

加えて、同社では、立替が発生している契約において将来発生する可能性がある追加の立替に関する回収不能見込み額を保証履行引当金として流動負債に計上している。具体的には、滞納が4カ月未満の立替金については、将来、追加の立替が発生し、回収不能となる確率に基づいた低率の保証履行引当金を計上し、4カ月以上滞納している立替金については、月額賃料に、滞納事案(裁判所による強制退去)の退去までの平均月数から当該案件の滞納月数を控除して算出した月数を乗じて引当金を計上している。

貸倒引当金が既に発生している立替金に対する備えであるため、流動資産の控除項目として計上されているのに対し、保証履行引当金は、今後発生すると予想される損失見込み額であるため、流動負債に計上されていることに注意したい。

家賃決済クレジットサービス付商品においては、家賃等の滞納が3カ月(一部商品は6カ月)までの場合、提携する信販会社が立替を行うため、同社が計上する立替金の金額は抑制されるが、滞納期間が4カ月以上となって同社による立替に切り替わった際には、ほぼ回収不能の状態となっているため、結果的に立替金に対する貸倒引当金の比率は高い水準となっている(図表8)。

【図表8】貸倒関連指標の推移

(単位:千円)

	15/3期	16/3期	増減率	17/3期	増減率
①立替金	407,317	495,397	21.6%	694,653	40.2%
②貸倒引当金	169,760	341,517	101.2%	426,806	25.0%
②÷①	41.7%	68.9%	—	61.4%	—
③貸倒引当金控除後の立替金	237,557	153,880	-35.2%	267,847	74.1%
④保証履行引当金	127,098	122,502	-3.6%	82,139	-32.9%
④÷③	53.5%	79.6%	—	30.7%	—
保証極度相当額	331,364,867	290,842,484	-12.2%	258,493,855	-11.1%

(出所) イントラスト有価証券報告書、届出書より証券リサーチセンター作成

過去2期において、保証サービスの売上高は減少傾向にあるものの、立替金の残高は大幅に増加している。これは、新規の立替金発生額はピークアウトしているものの、貸倒引当金を計上している滞納4カ月以上の立替金の残高が積み上がっているためであり、貸倒引当金を控除した立替金(滞納4カ月未満が中心)の17/3期末の残高は15/3期末に比べ大きくは増加していない。

立替金残高に対する貸倒引当金の比率は、15/3 期末に対して 16/3 期末は大幅に上昇しているが、15/3 期末の立替金のうち、再保証金により回収されたものが1億円強あったことが影響しており、実態としての引当率に大きな変動はなかったと同社は説明している。

一方、既に立替が発生した案件において、追加して生じる損失の見積額である保証履行引当金については、貸倒引当金を控除した立替金（滞納4カ月未満）の増加抑制と、損失率の低下を受けて、17/3 期に洗替による戻入額が計上されたため、残高が減少した。

なお、同社は有価証券報告書、届出書において、偶発債務として家賃債務保証に係る保証極度相当額の金額を注記している（貸借対照表には計上されていない）。保証極度相当額とは、月額の保証限度額に保証期間を乗じて算出した総保証契約額に相当するものである。同社の場合、保証期間は2年から10年の間で様々なタイプがあるようだが、4年と6年のタイプが多いようである。平均期間を5年と仮定した場合、17/3 期末の月額の保証極度相当額は43億円程度と試算される。

保証極度相当額は、潜在的な負債ではあるものの、対象契約が多数に分散していることや、督促による回収が出来なかった立替案件については、弁護士への法的移管、裁判所による強制退去を通じて、保証期間よりも大幅に短かい期間で立替金の新規発生が止まるスキームが確立されていることから、過大に不安視する必要はない。

保証極度相当額の残高は、家賃債務保証サービスの保有契約件数の減少に伴い、過去2期においては、年率10%強のペースで減っている。

> 業界環境と競合

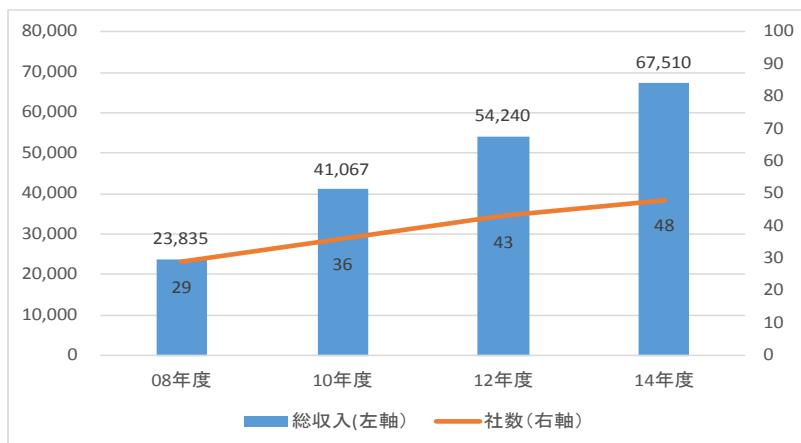
◆ 家賃債務保証サービス市場は約1,000億円と言われている

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9）。

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。

また、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。

【図表9】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イントラスト成長可能性に関する開示資料より証券リサーチセンター作成

◆ 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12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位がジェイリース (7187 東証マザーズ) 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、同社で3%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して上場している保証会社では、ジェイリースが売上高でトップに位置し、2位が同社、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 10)。

【 図表 10 】 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
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
7187	ジェイリース	2017年3月期	4,121	337	8.2%	288	14	-
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

同社とあんしん保証は、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、ジェイリース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、同社が首位となり、ジェイリースが2位、あんしん保証が小差の3位で続いている。

ジェイリースは、全国各地に支店を展開し、主に中小規模の不動産管理会社 (約 11,000 社) を通じて様々な家賃債務保証プランを提供している。大分県を発祥の地とし、九州を中心とした西日本地域の売上高が多かったが、近年、東日本地域での出店を積極化させてきたため、17/3 期の東日本地域における売上高構成比が 46.5%に達し、収益の拡大が顕著となっている。

(注 1) 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 2) 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 1}」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 2}」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、セディナなどの大手・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は開示されていない。

◆ 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、ジェイリース、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17年8月1日時点で57社が属している。

この内、全保連や、リクルートフォレントインシュア、ジェイリースなどは、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。

(注3) 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。

◆ 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3}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。

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移行する可能性もあるだろう。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 桑原社長がスポンサー2社と06年に設立

同社社長の桑原豊氏は、81年にスイスの損害保険会社であるINA保険会社(現 Chubb 損害保険株式会社)に入社し、主に代理店営業を担当した。90年にチューリッヒ保険会社日本支社の営業部長に転じた後は、通販や再保険なども含めて幅広く損害保険業務に携わった。

99年に独立、個人会社を設立し、保険や共済に関するコンサルティングや、再保険の取次などを行っていた。家賃債務保証事業に進出するにあたり、資金不足への対応から、ビジネスを通じて知己があったフィンテックグローバルと、リスクヘッジの手配支援業務などを展開する株式会社トリニティジャパン(非上場、東京都)に出資を仰ぎ、桑原社長の資金も加えて、06年にフィンテックグローバルの子会社として同社を設立した。

◆ リーマンショック後に親会社が交替した

07年に大和リビングとの取引が始まり、契約件数や売上高が急拡大したが、まだ債権の回収力が不十分な中で、代位弁済も急速に増加したため、資金繰り難に陥った。08年にリーマンショックが起これば、親会社であったフィンテックグローバルも不動産、金融市場の混乱によって同社を金融面で支える余裕がなくなっていった。

プレステージ・インターナショナルは、家賃債務保証事業の拡大方針を持っていたが、代表取締役社長執行役員の玉上進一氏が桑原社長と長年の知り合いであったこともあり、フィンテックグローバルから保有株式を取得する形で、10年2月に同社を子会社化した。

◆ 家賃決済クレジットサービス付商品を10年に開始した

10年10月にセディナと業務提携を締結して、家賃決済クレジットサービス付商品の提供を開始した。同商品の滞納に対する立替は、3カ月(一部商品は6カ月)までは信販会社が行うため、同商品の拡販は、資金繰りの改善に貢献した。

大和リビングの管理物件を中心とする保証契約の回収業務の増加に対応するため、11年に秋田、東京(2カ所)、名古屋、大阪、福岡、13年に富山、14年に岡山と相次いで営業所を開設した。

◆ 取引先の方針変更を機に14年にソリューションサービスに進出

大和リビングの親会社である大和ハウス工業は、総合住宅不動産会社として強力な金融力を保有していたことから、自らが保証業務を担当することで業界に先駆けて連帯保証人不要制度を導入することを検討していた。

その際、同社は、大和ハウス工業グループの方針変更に対応し、保証業務を除いた保証周辺業務を一括して受託するソリューションサービスのスキームを作り上げ、14年7月から提供を開始した。

◆ 新サービスを相次いで開始

14年6月に新たな保証商品の開発に向けて三井住友海上火災保険と業務提携を締結した後、同年8月に介護費用保証商品「太陽」の販売が始まり、15年5月に医療費用保証商品「虹」の販売が開始された。

ソリューションサービスにおいては、14年10月にDoc-onサービスを、16年9月に保険デスクの提供を開始した。

16年12月、同社は東京証券取引マザーズ市場に上場した。

◆ 社内取締役の出身業界は様々である

同社の社内取締役6名のうち、社長とプレステージ・インターナショナルの代表取締役兼執行役員を兼務する玉上進一氏以外の4名の出身業界は様々である。

取締役執行役員第1営業部長の高堂潔氏は、三井ホーム(1868 東証一部)及びその関連会社で長年勤務した後、16年に同社に転じた。

取締役執行役員財務経理部長の太田博之氏は、中央監査法人(現みずほ監査法人)などに勤務し、14年に同社に入社した。

取締役執行役員債権管理部長である藤森武氏は、武富士(10年に上場廃止)で債権管理業務などを担当し、12年に同社に加わった。取締役執行役員法務・情報管理部長である川島俊忠氏はデルコンピュータ株式会社などを経て、09年に同社に入社した。

◆ 経営理念

同社は、創業以来、「お客様から選ばれる企業であり、お客様のご満足を第一に考え、責任ある自由のもと、社員の心の充実も同時に実現する」を企業理念とすると共に、「お客様に三つの価値(ニーズ、安心、喜び)を提供する」ことを経営姿勢として掲げている。

なお、同社の社名には、顧客に安心して「Entrust(任せる/ゆだねる)」してもらい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11の通りである。

17年3月末時点において、親会社のプレステージ・インターナショナルが完全子会社である Prestige International (S) Pte Ltd. (シンガポール)を通じて発行済株式総数の62.5%を保有している。代表取締役社長桑原豊氏は、同氏の資産管理会社による保有分と合わせ、同11.8%を所有している。その他の株主には、機関投資家、金融機関などが名を連ね、大株主上位10名で87.5%の株式を保有している。

【 図表 11 】 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	
Prestige International (S) Pte Ltd.	6,905,797	62.54%	1	プレステージ・インターナショナルの完全子会社
桑原豊	1,052,364	9.53%	2	代表取締役社長
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	533,900	4.84%	3	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	258,000	2.34%	3	
株式会社桑原トラスト	250,000	2.26%	5	代表取締役社長の資産管理会社
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN(CASHPB)	175,000	1.58%	6	
株式会社トリニティジャパン	172,000	1.56%	7	設立時からの株主
野村信託銀行株式会社(投信口)	142,300	1.29%	8	
日本証券金融株式会社	109,500	0.99%	9	
株式会社SBI証券	64,800	0.59%	10	
(大株主上位10位)	9,663,661	87.51%	-	
発行済株式総数	11,042,361	100.00%	-	

(出所) イントラスト有価証券報告書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 12/3 期以降の数値が開示されている。12/3 期は再保証料の負担が重く、経常赤字であったことから、経常黒字であった 13/3 期と 17/3 期を用いて業績の推移を見ると、大和ハウス工業グループとの取引拡大や、貸倒関連費用の減少などにより、売上高は年平均 10.0%、経常利益は同 70.2%増加した (図表 12)。

【 図表 12 】 イントラストの業績推移

(単位:百万円)

	12/3期単	13/3期単	14/3期単	15/3期単	16/3期単	17/3期単
売上高	1,285	1,851	2,131	2,845	2,650	2,713
売上総利益	—	—	—	636	1,245	1,280
売上総利益率	—	—	—	22.4%	47.0%	47.2%
販売費及び一般管理費	—	—	—	618	703	671
販管費率	—	—	—	21.7%	26.5%	24.8%
営業利益	—	—	—	18	541	608
営業利益率	—	—	—	0.6%	20.4%	22.4%
経常利益	-67	71	9	13	541	598
	-5.3%	3.9%	0.4%	0.5%	20.4%	22.0%
当期純利益	-80	70	-3	-171	524	409
従業員数 (人)	47	45	45	60	83	83
ほか、平均臨時雇用人員数 (人)	9	19	20	23	30	33

(注) 12/3 期から 14/3 期までは未監査、16/3 期に保証サービスの会計基準を変更したため、15/3 期以前は遡及処理後の数値を記載 (出所) イントラスト有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

15/3 期の当期純損益が赤字となったのは、同社の回収力が向上したことや、成長ドライバーがソリューションサービスへシフトしたことから、再保証契約を解約し、違約金 (160 百万円) を特別損失に計上したためである。

◆ 17 年 3 月期決算は前期比 2.4%増収、12.3%営業増益

17/3 期決算は、売上高が前期比 2.4%増の 2,713 百万円、営業利益が同 12.3%増の 608 百万円、経常利益が同 10.6%増の 598 万円、当期純利益が同 21.9%減の 409 百万円となった (図表 13)。

16 年 12 月 7 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 100.0%、営業利益は 100.8%、経常利益は 101.0%、当期純利益は 107.3%であった。売上高については、保証サービス、ソリューションサービス共にほぼ計画通りであった。営業利益については、売上原価の経費の一部が計画を上回ったものの、販管費に計上している貸倒関連費用が計画を下回ったため、計画をやや上回った。

【 図表 13 】 17 年 3 月期の業績

(単位:千円)

	サービス別	16/3期	17/3期				増減率	
		通期	上期	第3四半期	第4四半期	下期		通期
売上高		2,650,728	1,306,530	661,101	745,515	1,406,616	2,713,146	2.4%
	保証サービス	1,815,685	781,057	383,958	382,763	766,721	1,547,778	-14.8%
	ソリューションサービス	835,042	525,473	277,143	362,751	639,894	1,165,367	39.6%
売上総利益		1,245,423	603,904	302,012	374,395	676,407	1,280,311	2.8%
売上総利益率		47.0%	46.2%	45.7%	50.2%	48.1%	47.2%	-
販売費及び一般管理費		703,547	331,965	179,166	160,714	339,880	671,845	-4.5%
販管費率		26.5%	25.4%	27.1%	21.6%	24.2%	24.8%	-
営業利益		541,876	271,938	122,846	213,681	336,527	608,465	12.3%
営業利益率		20.4%	20.8%	18.6%	28.7%	23.9%	22.4%	-
経常利益		541,001	269,965	116,418	211,809	328,227	598,192	10.6%
経常利益率		20.4%	20.7%	17.6%	28.4%	23.3%	22.0%	-
当期(四半期)純利益		524,066	173,862	68,890	166,422	235,312	409,174	-21.9%

(出所) イントラスト決算短信、有価証券届出書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

保証サービスの売上高の減少に伴い、不動産管理会社などに支払う業務委託手数料が大幅に減少したため、労務費や支払手数料の増加を吸収し、売上総利益率は前期の 47.0%から 47.2%に上昇した。

販管費においては、人件費は増加したものの、立替金の新規発生が減ったことに伴い、貸倒引当金繰入額が前期の 171 百万円から 120 百万円に減少したのに加え、保証履行引当金の戻入額が前期の 4 百万円から 40 百万円に増加したことから、販管費率は前期の 26.5%から 24.8%に改善したため、営業利益率は前期の 20.4%から 22.4%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(10 百万円)を計上した。

前期においては、繰延税金資産に係る評価性引当額の減少に伴い、3.1%にとどまっていた見掛け上の税率が、法定実効税率に近い 31.6%に上昇した。当期純利益は前期比 21.9%減少した。

◆ サービス別ではソリューションサービスへのシフトが進む

サービス別の売上高では、保証サービスが前期比 14.8%減収、ソリューションサービスが同 39.6%増収であった。

保証サービスについては、主力取引先である大和リビングが管理する賃貸物件を対象とした保証商品「D-Support」において、入居者の退去に伴い契約件数の減少が継続したため、大幅減収を余儀なくされた。

14年8月に販売を開始した介護費用保証商品「太陽」と、15年5月に販売を始めた「虹」については、業務提携する介護事業者や医療機関を大きく増やしたものの、利用者との保証委託契約についてはまだまとまった件数に達していないため、保証サービスの売上高に占める比率は1%未満にとどまった模様である。

一方、ソリューションサービスについては、同社の営業エリア内で大和リビングが管理する物件の入居者が入れ替わった際、全ての新規賃貸借契約が同社の特化型ソリューションサービスの対象となることから、大幅増収となった。

14年10月に提供を開始した Doc-on サービスと、16年9月にサービスを始めた保険デスクについては、契約社数の増加により大幅増収となり、ソリューションサービスの売上高に占める比率も拡大した模様である。

◆ 18年3月期第1四半期は前年同期比10%増収、41%営業増益

18/3期第1四半期決算は、前年同期の数値は監査証明を受けていないため前年同期比は参考数値となるが、売上高が前年同期比10.1%増の721百万円、営業利益が同41.3%増の192百万円、経常利益が同41.1%増の192百万円、四半期純利益が同42.8%増の124百万円となった(図表14)。

【図表14】18年3月期第1四半期の業績 (単位:百万円)

	サービス別	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	通期	18/3期		
							増減率	第1四半期	増減率
売上高		655	651	661	745	2,713	2.4%	721	10.1%
	保証サービス	—	—	383	382	1,547	-14.8%	381	—
	ソリューションサービス	—	—	277	362	1,165	39.6%	339	—
売上総利益		—	—	302	374	1,280	2.8%	361	—
売上総利益率		—	—	45.7%	50.2%	47.2%	—	50.2%	—
販売費及び一般管理費		—	—	179	160	671	-4.5%	169	—
販管費率		—	—	27.1%	21.6%	24.8%	—	23.5%	—
営業利益		136	135	122	213	608	12.3%	192	41.3%
営業利益率		20.8%	20.9%	18.6%	28.7%	22.4%	—	26.7%	—
経常利益		136	133	116	211	598	10.6%	192	41.1%
経常利益率		20.8%	20.5%	17.6%	28.4%	22.0%	—	26.7%	—
当期(四半期)純利益		86	87	68	166	409	-21.9%	124	42.8%

(出所) イントラスト有価証券届出書、決算短信、18/3期第1四半期決算説明会資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

社内計画に対する達成率は、売上高が 102.5%、営業利益は 125.7%、経常利益は 125.7%、四半期純利益は 132.0%とのことである。売上高については、保証サービスの家賃債務保証が想定ほどには減少しなかったため、計画をやや上回った。営業利益については、売上高が計画よりも好調であったことに加え、貸倒関連費用や、人件費などの費用も計画を下回ったため、計画を大きく上回った。

サービス別売上高では、保証サービスが 381 百万円、ソリューションサービスが 339 百万円であった。ソリューションサービスにおいては、特化型ソリューションサービスと Doc-on サービスが順調に拡大したほか、保険デスクも売上高に貢献した模様である。

なお、18/3 期第 1 四半期のソリューションサービスの売上高が 17/3 期第 4 四半期よりも減少しているのは、主として特化型ソリューションサービスにおいて、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し、第 4 四半期に同サービスのイニシャル売上の計上が増える季節性があるためである。

◆ 増資と利益蓄積によって自己資本比率は大幅に上昇

17/3 期末の自己資本比率は、新規上場時の公募増資や、利益蓄積などによって、前期末の 25.8%から 64.9%へと大幅に上昇した。

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 1,270 百万円増）や、利益剰余金の増加（同 409 百万円増）などを受けて、16/3 期末の 384 百万円から 2,058 百万円に急増した。

負債サイドでは、税負担の増加から未払法人税等が前期末の 25 百万円から 200 百万円に増えたものの、大和ハウス工業グループ向けの取引が保証サービスからソリューションサービスへシフトしていることに伴い、前受収益が前期末の 670 百万円から 606 百万円に減少した結果、負債合計は前期末の 1,076 百万円から 1,109 百万円への増加にとどまった。

> 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、ジェイリース及び、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 15）。

【 図表 15 】 競合企業との財務指標比較

項目	銘柄	コード	イントラスト	ジェイリース	あんしん保証	オリエント	アプラス
			7191	7187	7183	コーポレーション	フィナンシャル
		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	2,713	4,121	2,323	213,693	71,869
	経常利益	百万円	598	312	326	33,515	7,644
	総資産	百万円	3,168	5,568	2,479	5,329,058	1,055,781
収益性	自己資本利益率	%	33.6	32.7	11.9	9.9	7.5
	総資産経常利益率	%	25.8	6.6	13.9	0.6	0.7
	売上高営業利益率	%	22.4	8.2	11.4	15.7	9.8
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	8.4	26.8	16.1	1.0	4.4
	経常利益 (同上)	%	298.5	53.8	0.9	7.8	11.7
	総資産 (同上)	%	25.1	58.5	18.6	3.7	4.7
安全性	自己資本比率	%	64.9	19.1	77.9	5.7	8.9
	流動比率	%	284.9	116.7	420.9	120.1	124.0
	固定長期適合率	%	9.9	43.4	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) イントラスト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、ジェイリースが同社及びあんしん保証を上回っているが、経常利益においては、収益性に優れる同社が優位にある。

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社とジェイリースの水準は低い。あんしん保証に比べるとやや低いものの、その他金融業全体の中では同社の財務健全性は高いと言えよう。

収益性については、同社が最も良好であり、あんしん保証、ジェイリースが後に続く。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いため、資産や資本に対する収益性が低くとどまっている。

成長性については、売上高と総資産においては、ジェイリースが最も高い数値となったものの、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同社に軍配が上がった。

以上のことから、全体的には、収益性、安全性、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

◆ 大手企業のニーズに対応した機動的な事業展開力に注目

同社の知的資本の源泉は、大手企業のニーズに合ったサービスを提供する機動的な事業展開力にあると当センターでは考えている（図表16）。

【図表16】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・大手顧客との取引拡大により、特化型ソリューションサービス (SS) の契約が増加中	・特化型SSの保有契約数、前期比増減率	148,374、+49.6%
		・大手顧客との取引が他サービスに移行しており、家賃債務保証の契約は減少傾向	・家賃債務保証の保有契約数、前期比増減率	117,759、-11.9%
		・医療費用保証で業務提携する医療機関数は急拡大している	・提携する医療機関数、前期比増減率	59、+293%
		・介護費用保証で業務提携する介護事業者数は急拡大している	・提携する介護事業者数、前期比増減率	117、+154%
	ブランド	・提携している不動産事業者や、保険会社、信販会社との関係は良好であるものの、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	11年
			・上場からの経過年数	1年
	事業パートナー	・大手不動産管理会社をターゲットとして業務委託契約を締結している	・契約を締結している不動産管理会社数	約250社
		・大和ハウス工業グループを通じた取引が収益の柱となっている	・大和ハウス工業グループ関連の売上高構成比	71.7%
		・介護費用保証、医療費用保証の開発に当たり、大手損害保険会社と提携契約を締結	・契約先～三井住友海上火災保険	
		・家賃債務保証において、外部提携により、家賃決済クレジットサービス付商品を提供	・主要提携先～セディナ	
組織資本	プロセス	・大手顧客の固有ニーズに合った高品質で高コストパフォーマンスのソリューションサービスの提供に注力	・ソリューションサービスの売上高構成比	43%
		・大手企業との取引拡大や新商品の拡販により、1人当たりの売上高の向上を目指す	・従業員1人当たり売上高	32百万円
		・継続収入であるストック売上高の増加に注力している	・ストック売上高構成比	54%
	知的財産ノウハウ	・『「家賃保証審査モデル」に関するノウハウ』を共同開発先と特許出願中	・共同開発先～三菱総合研究所	
		・家賃債務保証のスキームを他業種にも応用し、展開している	・提携する介護事業者数	91介護事業者
		・保証サービスで培ったノウハウを、大手企業のニーズに応じて組み替えて提供	・提携する医療機関数、病床数	34医療機関、7,406病床
			・ソリューションサービスの顧客社数	18社
人的資本	経営陣	・社長の金融業界における長年の経験は、大手企業との提携や新商品の開発に活かされている		
		・社長による高い経営へのコミットメント	・社長とその資産管理会社の保有株数	1,302千株 (11.8%)
本	従業員	・インセンティブ制度	・ストックオプション	139千株 (1.3%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は17/3期または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) イントラスト有価証券届出書、報告書、決算説明会資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、桑原社長が保険会社勤務時代に培った経験や人脈をベースに設立されたが、07年に大和リビングと数カ月に亘って専用商品を一緒に作り上げたことが会社を発展させる契機となった。同業他社の多くは、自前の定型保証商品を中心に提供していたため、後発ではあったが、同社が固有ニーズへの対応を求める大手企業の契約を獲得することができた。

同社は、その後も、大手、中堅不動産管理会社に対して専用商品を提供し、業容を拡大させていたが、14年に大和ハウス工業グループが連帯保証人不要制度の導入に舵を切ると、保証業務を除いた各種関連

業務を一括して受託する特化型ソリューションサービスを構築し、保証サービスの受け皿としたことで、主力サービスの円滑な移行にも成功した。

同社は、保証会社であるものの、自社の強みが保証能力という金融力にあるのではなく、審査、契約管理、未入金案内、滞納管理などの保証周辺業務のノウハウにあることを熟知していたため、金融業からサービス業にシフトすることで、大手顧客とのビジネスを維持するだけでなく、より大きなマーケットへの道を開いた。

サービスソリューションで手掛ける Doc-on サービスや保険デスクも、従来から実施している業務の一部や周辺にあるサービスをニーズに応じて、既存の大手顧客や関連業種の見込み客に提供するものであり、同社の基本姿勢が反映されていると言えよう。

特定の大手顧客に照準を当てる同社の姿勢は、効率性、高収益性に繋がっている半面、大手顧客を通じた取引への依存度を高める点でリスク要因にもなっているが、同社の機動的な事業展開力はリスクに対するヘッジ機能を果たしていると当センターでは評価している。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、保証サービスなどの無形商品を事業対象としていることを理由に、現時点においては環境に対する具体的な取り組みをしていないとしている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「保証スキームで、日本の未来を支える」という大命題のもと、様々な分野において保証スキームを活用して、社会への貢献を目指したいとしている。具体的には、従来は住宅の賃貸借契約を結ぶのが容易ではなかった高齢者に対して賃貸借契約の可能性を高めた新しい家賃債務保証商品の提供を 17 年 8 月に開始した。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、取締役 7 名(うち、社外取締役は 1 名)で構成されている。

社外取締役の山中正竹氏は、企業での取締役としての経験や大学教授としての経験を持っている。現在、一般社団法人全日本野球協会理事を兼務しており、15 年 10 月に同社の社外取締役に就任している。

監査役会は、監査役 4 名(うち、社外監査役は 2 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佐藤智之氏は証券業界で

長年の職務経験並びに監査役としての経験を持っている。もう1人の社外監査役である坂田美穂子氏は弁護士であり、15年10月に社外監査役に就任した。坂田氏は、クラス銀座法律事務所代表及び防衛省再就職等監察官を兼務している。

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、山中取締役、佐藤監査役、坂田監査役はいずれも全18回に出席した。17/3期中に開催された13回の監査役会においては、佐藤監査役、坂田監査役共に全13回に出席しており、経営の監督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

◆ 保証サービス事業の拡販

同社は、近年、大手取引先である大和ハウス工業グループの方針変更により、保証サービスの売上高が減少傾向にあるものの、大和ハウス工業グループ以外の不動産管理会社が管理する物件向けの家賃債務保証商品を、新規取引先の開拓や既存取引先との取引拡大により、拡販したいとしている。

加えて、新商品である介護費用保証商品「太陽」や医療費用保証商品「虹」についても、家賃債務保証商品に並ぶ主力商品となるよう育成する方針である。当センターも、大手取引先への依存度低下や収益源の多様化に繋がる同社の方針を高く評価しており、その動向に注目している。

◆ 新たなソリューションサービスの提案・提供

同社は、ソリューションサービスにおいて、既に特化型ソリューション、Doc-on サービス、保険デスクなどを展開するが、顧客の業務上の課題を解決する新たな専門的な業務支援サービスを今後も生みだしたいとしている。ソリューションサービス事業は、同社が持つ様々なノウハウを取引先のニーズに応じて組み替えて提供することに特徴があり、当センターでは同社が今後もユニークなサービスを創造できるかに期待している。

> 今後の事業戦略

◆ 家賃債務保証市場における大手不動産管理会社へのフォーカス

同社は、20年の施行が予定されている民法改正に向けて家賃債務保証市場が継続的に拡大すると予想している。また、不動産管理会社の上位500社中、トップ20社の保有戸数シェア（現在59%）と、対前年の増加戸数シェア（同77%）が、更に上昇する想定している。

こうした中、同社はまだ開拓できていない大手不動産管理会社をターゲットとして、2つのアプローチで攻略を目指している。保証リスクを外部に転嫁する姿勢を維持する大手不動産管理会社に対しては、カスタマイズした保証商品（保証サービス）による開拓努力を継続する戦略である。一方、大和ハウス工業グループのように、保証リスクを自社で負担する体制を整備した大手不動産管理会社に対しては、相手の状況に合わせた特化型ソリューションサービスの提供を進めていく方針である。

◆ 保証サービスにおける新分野での商品の拡充

同社は、保証サービスにおいて家賃債務保証以外の分野へ積極展開する方針を持っており、既に介護・医療分野に進出している。

一方、事業の中心である賃貸不動産分野の保証サービスにおいても、17年5月に事業者向けの新商品である「事業用賃料債務保証商品」の販売を始めたほか、同年8月に大和リビングの管理物件に対し、概ね65～75歳の高齢者を対象とした新製品である「D-Support SS」の販売を開始した。

◆ ソリューションサービスの他業種への展開

特化型ソリューションサービスと保険デスクは、現時点では不動産管理会社を対象としている一方、Doc-on サービスは業種が限定されていないものの、不動産管理会社と保険会社が主体となっている。

同社は、自社が保有する各種のノウハウや機能は、不動産管理会社や保険会社だけではなく、銀行やクレジットカード会社などの金融や、通信会社、教育機関、人材派遣会社、医療機関・介護施設などの他業種にも提供可能と考えており、今後の本格展開を検討している。

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 17 のようにまとめられる。

【 図表 17 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手企業の固有ニーズへの対応して商品を作り上げるカスタマイズ力 ・介護費用保証や医療費用保証など保証サービスにおける新商品の開発力 ・大手不動産管理会社の組織力を活用した効率的な事業展開 ・高いストック売上高構成比に裏打ちされる収益の安定性 ・強固な財務体質
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・非上場の競合大手に対する事業規模の小ささ ・総合保証サービス会社としては賃貸住宅関連分野に業務が偏っていること
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手顧客向けの取引切替によるソリューションサービスの拡大 ・改正民法の施行による家賃債務保証市場の拡大 ・介護費用保証、医療費用保証などの新商品の拡販
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ティ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

◆ 大手不動産管理会社の開拓方針は妥当

同社の経営リソースや経営姿勢を踏まえると、家賃債務保証関連分野において大手不動産管理会社の開拓を営業の中心に据える戦略を継続することは妥当であると当センターは考えている。

一般的に大手不動産管理会社の開拓には時間が掛かるものの、一旦開拓に成功すると、長期に亘って収益への貢献が期待できるのに加え、従業員一人当たりの売上高の向上にもつながりやすい。同社においては、効率的な組織体制を維持することが収益性の更なる向上に向けた鍵となると当センターは見えており、同社の方針を高く評価している。

◆ 保証サービスにおける新分野の展開は長い目で見たい

保証サービスで開始した介護費用保証や医療費用保証において、採用された介護事業者や医療機関での利用率はまだ低水準にとどまっている模様である。

介護施設においては、利用者の平均入居期間が 5 年程度と長いため、施設との契約から同社商品の利用が増えるまでにタイムラグがあるためである。一方、医療機関においても、保証料がかかる同社による保証よりも、保証料が不要な連帯保証人制度を利用する患者がまだ多いためと見られる。

新しい保証サービスの普及に努力する同社の方針を当センターでは評価しているものの、業績への貢献については長い目で見るべきと考えている。

◆ ソリューションサービスの他業種への展開に期待したい

同社のソリューションサービスは、自社が持つ各種のノウハウや機能の中から顧客が必要とするものを選び、組み合わせて提供できることに特色がある。従って、保証サービスと同様に不動産管理会社を中心にとなっている現在の顧客業種の構成は、将来的には大幅に変化する可能性を秘めていると言えよう。

ソリューションサービスにおける顧客業種の分散を図ることに成功すれば、リスク管理上の効果だけではなく、潜在成長力の向上に直結するため、当センターではその動向に大いに期待している。

➤ 今後の業績見通し

◆ 18年3月期会社計画は6.6%増収、10.3%営業増益

18/3期の会社計画は、売上高2,891百万円(前期比6.6%増)、営業利益671百万円(同10.3%増)、経常利益649百万円(同8.5%増)、当期純利益427百万円(同4.4%増)である(図表18)。

【図表18】イントラストの過去の業績と18年3月期の計画 (単位:百万円)

	サービス別	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	
		実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		2,845	2,650	2,713	2,891	6.6%
	保証サービス	2,551	1,815	1,547	—	—
	ソリューションサービス	294	835	1,165	—	—
売上総利益		636	1,245	1,280	—	—
売上総利益率		22.4%	47.0%	47.2%	—	—
販売費及び一般管理費		618	703	671	—	—
販管費率		21.7%	26.5%	24.8%	—	—
営業利益		18	541	608	671	10.3%
営業利益率		0.6%	20.4%	22.4%	23.2%	—
経常利益		13	541	598	649	8.5%
経常利益率		0.5%	20.4%	22.0%	22.4%	—
当期純利益		-171	524	409	427	4.4%

(出所) イントラスト有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

同社は、大手取引先の管理物件を対象とした保証サービスがソリューションサービスへと移行するため、ソリューションサービスの対象契約者数の増加が見込まれるとしているものの、サービス別の売上高やKPIの数値などの計画は全く開示していない。費用面では、人件費等の増加を想定しているが、計画の詳細は不明である。

◆ 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 3,049 百万円（前期比 12.4%増）、営業利益 804 百万円（同 32.2%増）、経常利益 792 百万円（同 32.4%増）、当期純利益 536 百万円（同 31.1%増）と予想する（図表 19）。

【 図表 19 】 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	2,650	2,713	2,891	3,049	3,379	3,717
前期比	-6.9%	2.4%	6.6%	12.4%	10.8%	10.0%
サービス別	-	-	-	-	-	-
保証サービス	1,815	1,547	-	1,520	1,510	1,510
ソリューションサービス	835	1,165	-	1,529	1,869	2,207
売上総利益	1,245	1,280	-	1,557	1,796	2,037
売上総利益率	47.0%	47.2%	-	51.1%	53.2%	54.8%
販売費及び一般管理費	703	671	-	753	833	919
販管費率	26.5%	24.8%	-	24.7%	24.7%	24.7%
営業利益	541	608	671	804	963	1,118
前期比	-	12.3%	10.3%	32.2%	19.8%	16.1%
営業利益率	20.4%	22.4%	23.2%	26.4%	28.5%	30.1%
経常利益	541	598	649	792	963	1,118
前期比	-	10.6%	8.5%	32.4%	21.6%	16.1%
経常利益率	20.4%	22.0%	22.4%	26.0%	28.5%	30.1%
当期純利益	524	409	427	536	653	760
前期比	-	-21.9%	4.4%	31.1%	21.8%	16.2%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想
(出所) イントラスト決算短信を基に証券リサーチセンター作成

会社計画に対しては、売上高は 158 百万円、営業利益は 133 百万円上回ると見込んでいる。

サービス別売上高は、保証サービスが 1,520 百万円(前期比 1.8%減)、ソリューションサービスが 1,529 百万円(同 31.2%増)と予想した。

保証サービスの売上高は、大和リビングの管理物件に対する家賃債務

保証が減少するものの、17年4月から開始された住友不動産(8830 東証一部)の管理物件向け家賃債務保証が貢献するほか、介護・医療費用保証の拡大で概ねカバーできると考えた(図表20)。

【図表20】16年9月以降の主要新規案件

	顧客名	サービス内容	受注月
保証	大和リビング	介護費用保証商品 「D-Support-Care」	2017年2月
		高齢者向け家賃債務保証商品 「D-Support SS」	2017年8月
	住友不動産	家賃債務保証商品 「S-Trustプラス」	2017年4月
ソリューション	三井ホームエステート	保険デスク	2016年9月
	コスモスイニシア	Doc-onサービス	2016年12月
	パナホーム不動産	保険デスク	2017年1月
	スターツグループ	Doc-onサービス	2017年1月
		楽クレ	2017年2月
大和リビング	保険デスク	2017年5月	

(出所) イントラスト決算説明会資料、プレスリリースを基に証券リサーチセンター作成

ソリューションサービスの売上高は、大和ハウス工業グループ向けの特化型ソリューションサービスが大幅に伸長するのに加え、Doc-onサービスや保険デスクも顧客数の拡大により大きく増加すると見込んだ。

原価率が低いソリューションサービスの売上高構成比の上昇により、売上総利益率は、前期の47.2%から51.1%に改善すると予想した。一方、販管費については、人件費等の増加を見込んだほか、前期においては戻入が発生していた保証履行引当金が繰入になると想定し、貸倒関連費用全体としても増加すると予想した。

19/3期は、売上高3,379百万円(前期比10.8%増)、営業利益963百万円(同19.8%増)、20/3期は、売上高3,717百万円(前期比10.0%増)、営業利益1,118百万円(同16.1%増)と見込んだ。

サービス別売上高は、19/3期では、保証サービスが1,510百万円(前期比0.7%減)、ソリューションサービスが1,869百万円(同22.2%増)、20/3期では、保証サービスが1,510百万円(前期比横ばい)、ソリューションサービスが2,207百万円(同18.1%増)と予想した。

保証サービスの売上高は、20 年春までに予定される改正民法の施行を前に、19/3 期下期あたりから、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一方、大和リビングの管理物件に対する家賃債務保証の落ち込みの影響を考慮した。

ソリューションサービスの売上高は、引き続き、大和ハウス工業グループ向けの特化型ソリューションサービスや、Doc-on サービス、保険デスクをけん引役に好調な伸びが期待できると考えた。

売上総利益率の改善や、販管費の増加を見込む要因は 19/3 期の想定と同じである。

なお、18/3 期一株当たり年間配当金について、同社は 8 円と計画しているが、同社計画を上回る当期純利益を見込む当センターでは 10 円を予想する。19/3 期、20/3 期については、当センターの業績予想を前提に、12 円、14 円と見込んでいる。

【 図表 21 】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	681	2,259		2,480	2,874	3,349
立替金	495	694		815	965	1,145
その他	395	429		478	527	576
貸倒引当金	-341	-426		-487	-557	-637
流動資産	1,230	2,957		3,287	3,810	4,433
有形固定資産	61	48		62	82	70
無形固定資産	50	42		49	82	155
投資その他の資産	118	120		120	120	120
固定資産	230	210		232	285	345
資産合計	1,461	3,168		3,520	4,095	4,779
未払法人税等	25	200		140	170	197
前受収益	670	606		600	600	600
保証履行引当金	122	82		95	118	147
その他	177	149		150	151	152
流動負債	996	1,037		985	1,039	1,097
資産除去債務	32	33		33	33	33
その他	47	38		38	38	38
固定負債	80	71		71	71	71
純資産合計	384	2,058		2,462	2,983	3,610
(自己資本)	377	2,057		2,462	2,983	3,610
(非支配株主持分+新株予約権)	6	0		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	541	598		792	963	1,118
減価償却費	19	28		33	42	59
貸倒引当金の増減額 (-は減少)	171	85		60	70	80
立替金の増減額 (-は増加)	-88	-199		-120	-150	-180
その他	-143	-128		-41	-24	-18
法人税等の支払額	-31	-40		-315	-280	-331
営業活動によるキャッシュ・フロー	469	343		408	621	727
有形及び無形固定資産の取得による支出	-56	-30		-55	-95	-120
その他	-98	0		0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-155	-30		-55	-95	-120
長期借入金の返済による支出	-290	-		-	-	-
株式発行による収入	135	1,025		0	0	0
配当金の支払額	-	-		-132	-132	-132
その他	6	239		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-148	1,265		-132	-132	-132
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	165	1,577		221	393	475
現金及び現金同等物の期首残高	515	681		2,259	2,480	2,874
現金及び現金同等物の期末残高	681	2,259		2,480	2,874	3,349

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) イントラスト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

◆ 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

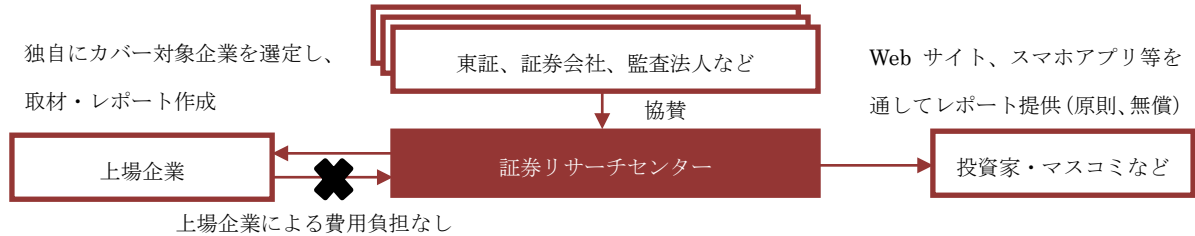
家賃債務保証業界は、業界に対する法規制が少なく、参入障壁も低いことから、競争激化による影響を受けやすい業界構造になっていると当センターでは考えている。

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。

ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

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
みずほ証券株式会社
優成監査法人

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社 ICMG

大和証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社
新日本有限責任監査法人

(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
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

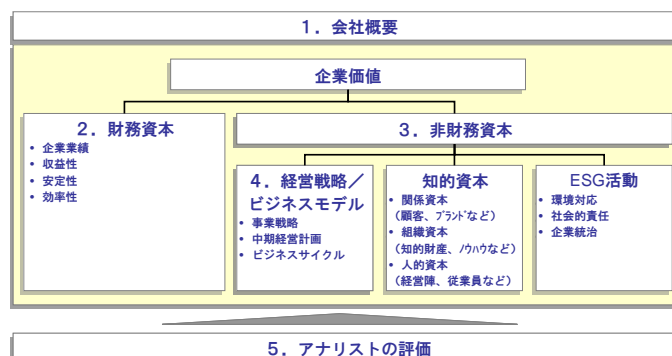
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。