

(7191・東証1部)

## イントラスト

単身世帯の増加や改正民法、新分野保証の寄与により10%超の増収定着を予想

投資判断

買い

目標株価

900円 (今回)

株価	753円 (7/11)
時価総額	167億円
PBR(2018/3)	6.8倍
ROE(2019/3予想)	22.8%
配当利回り(2019/3予想)	0.9%

■ 当部の目標株価は900円とし、投資判断「買い」でカバレッジを開始する。目標株価は2020/3期当部予想EPS×約28倍で計算した。適用バリュエーションは2017年4月から2018年6月まで1年超の平均PERを採用。同業他社（あんしん保証、ジェイリース、Casa）の平均PERと比較するとやや高いバリュエーションを適用することとなるが、これは同社の高い生産性や採算性、良好な財務体質などを評価したため。

■ 同社は2006年に設立された家賃債務保証会社（不動産管理会社経由で入居者の連帯保証人になるビジネス）。2016年に東証マザーズへ上場し、2017年には東証1部へ市場変更となった。事業内容は主に家賃債務保証を行っている保証事業と、保証事業で同社が行っている業務（審査や督促など）を切り出して不動産管理会社へ提供しているソリューション事業に分類される。

■ 注目点は、①単身世帯の増加や2020年に施行される改正民法（保証極度額の明記が義務化されることで、高額な極度額では個人に頼みにくくなり、家賃債務保証会社へ連帯保証人を頼むケースが増えると予想される。）による好影響、など市場環境が追い風であること、②同業他社と比較して高い生産性と採算性、財務体質を誇る点、③家賃債務保証以外にも医療費用保証や介護費用保証など新しい分野の保証商品の開発が進んでいること、の3点。

■ 2019/3期の会社計画は以下の通り。大和リビングの契約切り替え（保証事業⇒ソリューション事業）の影響はあるが、新分野（医療費用・介護費用・養育費保証など）が立ち上がる計画。人材採用や広告宣伝費の積極投下などにより、営業利益率の改善は前期から若干に留まる。2019/3期以降の当部予想は下表の通り。保証事業は大和リビング向けの契約切り替えの影響が2021/3期以降も続く想定だが、大和リビング以外の不動産管理会社の伸びと、新分野の堅調な拡大を予想。一方、ソリューション事業は大和リビングを中心として堅調に伸びる想定とした。

■ リスク要因は、債務不履行の増加、大和ハウスグループ向けの売上依存度が高いこと、競争環境の激化、賃貸住宅の減少、財務体質の悪化、など。

小堀 徹  
03(3238)2345  
内線 2718

## 単独業績推移

	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS (円)	PER (倍)	配当金 (円)
	(百万円)	(伸び率)	(百万円)	(伸び率)	(百万円)	(伸び率)	(百万円)	(伸び率)			
2017/3期実績	2,713	2%	608	12%	598	11%	409	▲22%	23.0	-	4.0
2018/3期実績	2,951	9%	772	27%	752	26%	508	24%	23.0	-	5.0
2019/3期会社	3,440	17%	925	20%	925	23%	630	24%	28.4	26.5	7.0
2019/3期予想	3,350	14%	900	17%	900	20%	610	20%	27.5	27.3	7.0
2020/3期予想	3,800	13%	1,050	17%	1,050	17%	715	17%	32.3	23.3	9.0
2021/3期予想	4,300	13%	1,220	16%	1,220	16%	830	16%	37.5	20.1	11.5

注: 予想EPSは自己株式を除く発行済株式数で計算(潜在株式は除く)。過去2期間の株式分割(2018年3月付けで1→2の株式分割を実施)。予想は全て丸三証券調査部。

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的に作成されています。投資を行うにあたりましては、重要な注意事項を最終ページに記載しておりますので必ずご参照ください。

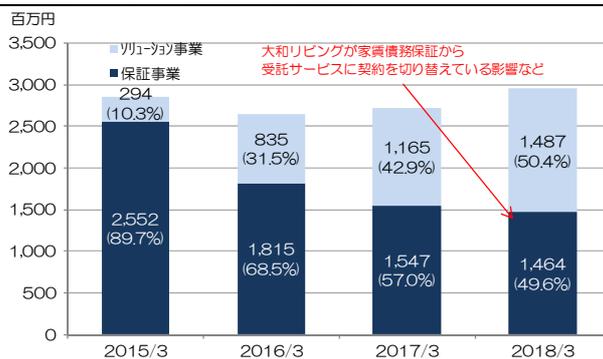
## 会社概要：入居者の連帯保証人になるビジネス

- 2006年に設立された家賃債務保証会社（不動産管理会社経由で入居者の連帯保証人になるビジネス）。社名のイントラスト（Entrust）は「任せる・ゆだねる」という意味。同社は事業再生などを手掛ける（8789）フィンテック グローバルの子会社として設立され、2010年にBPO（顧客業務の部分的な受託）を手掛ける（4290）プレステージ・インターナショナルの連結子会社となった。2018/3 期末でプレステージ社の持ち株比率は57%（フィンテック社は大株主に名前が無い）。2016年に東証マザーズへ上場し、2017年には東証1部へ市場変更。
- 同社の成長の起点は設立直後の2007年であったと当部では捉えている。2007年に同社は、その後も継続的な大口顧客となり、同社の事業の土台作りに貢献したと考えられる大和リビング（大和ハウスグループのマンション・アパート管理会社）と提携した。同社は大和リビング向けに家賃債務保証商品「D-Support」を開発。これをきっかけとして住宅管理会社オリジナルの債務保証商品の開発を手掛けていき、現在の強みの1つとなった。2018/3 期において大和リビング向けは売上高の31%を占め、また、大和ハウスフィナンシャル（大和ハウスグループのクレジットカード会社）向けは約41%を占める。

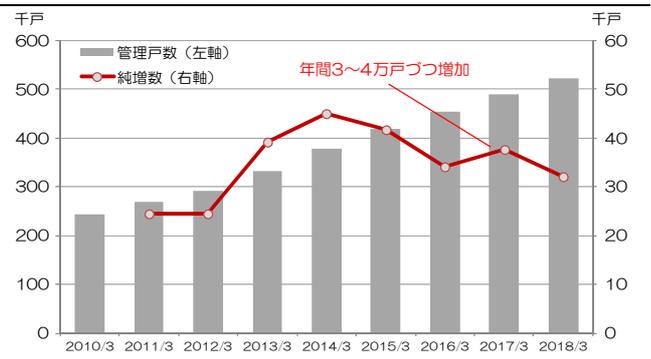
## 事業内容：保証事業とソリューション事業を展開

- 同社の事業は①保証事業と②ソリューション事業の2つに分類される。なお、大和リビングは従来保証サービス（保証事業）を利用していたが、「連帯保証不要制度」を導入したことから、受託サービス（ソリューション事業）へ契約を切り替えている。

■ 同社の事業別売上高推移



■ 大和リビングの管理戸数推移



左図出所：決算説明会資料より当部作成 注：( ) 内は売上高構成比  
右図出所：大和ハウス工業の公表資料より当部作成

- ①保証事業：家賃債務保証を中心に、介護費用保証、医療費用保証などを行う。家賃債務保証は不動産管理会社からの紹介により、マンションの賃貸契約時に同社が借主の連帯保証人になることで、保証料を受け取

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的に作成されています。投資を行うにあたりましては、重要な注意事項を最終ページに記載しておりますので必ずご参照ください。

(7191・東証1部) イントラスト

2018年7月11日

るビジネス。不動産管理会社毎に個別の保証商品を設計（保証範囲や保証料の設定など）していることに強みがある。これは地域の商慣行や各社の管理戸数によって不動産管理会社の経営状態や経営方針が違うため。家賃債務保証会社の多くは画一化された商品を扱っていると見られる。

- ②ソリューション事業：保証事業で同社が行っている業務を切り出して提供している事業。例えば、入居申込受付業務や審査業務、未入金案内業務など。特に審査業務は（3636）三菱総研と開発した同社独自のシステムを基に行っており、高い精度でスピーディに審査結果を出すことができる。そのほか、ショートメッセージサービスの一括送信業務（Doc-onサービス）や不動産管理会社向けの保険デスクサービスも同事業に含まれる。なお、事業ごとの具体的な利益率や利益額は開示されていないが、採算性は保証事業よりも高いと見られる。

### 注目点1：市場は単身世帯増や民法改正などで追い風が吹く

- 国内は核家族化、晩婚化による単身者の増加により、世帯数全体に占める単身世帯数は2015年の35%から2040年には39%まで拡大すると予想される（国立社会保障・人口問題研究所）。また、従来日本人は持ち家志向が強かったが、単身世帯の増加を背景に賃貸住宅戸数も着実に増加している。
- 住宅を賃借する際、従来であれば連帯保証人を親や親族などにするのが一般的であった。しかし、賃借人の高齢化に伴い、親や親族も高齢化が進み、連帯保証人になれないケースも増えている。そのため、保証料を支払うことで連帯保証人になってくれる家賃債務保証会社の重要性が増している。公益財団法人日本賃貸住宅管理協会の調べによれば、民間賃貸住宅における保証会社の利用率は2010年に39%だったものが、2014年には56%まで増加した。
- 更に市場に追い風になると期待されるのが2020年に施行される改正民法だ。債権関係の規定が抜本的に改正されるのは実に120年ぶり。不動産賃貸契約に関する改正では、連帯保証人に関する規定が含まれ、個人の連帯保証人の「極度額」を予め書面に定めることになった。この影響により、高額な「極度額」では連帯保証人を頼みにくくなり、低額な「極度額」では連帯保証人の意味が無くなってしまう。そのため、確実に担保できる同社のような家賃債務保証会社が更に選好されるようになると予想される。

#### ■改正民法の影響の考察

根拠条文	内容
465条の2	個人を連帯保証人にする場合は、予め連帯保証人の責任極度額を書面で定めないと無効になる。 賃料が増額した場合、増額分は連帯保証人の保証額に及ばない。

#### 当部の見解

高額な極度額では連帯保証人を頼みにくくなる。一方、低額な極度額では不動産管理会社や不動産オーナーに対する保証の担保価値が低下する。

不動産の入居者、不動産管理会社・オーナーは家賃債務保証会社を選好する

出所：当部作成

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的に作成されています。投資を行うにあたりましては、重要な注意事項を最終ページに記載しておりますので必ずご参照ください。

(7191・東証1部) イントラスト

2018年7月11日

## 注目点2：大手・中堅を中心に提携し効率の良く事業を展開

- 同社は大手・中堅の不動産管理会社（大和リビングを始め、三井ホームエステート、パナホーム不動産など）を中心に提携している。中小の不動産管理会社は国内に無数にあるが、これらを開拓するには営業人員を多く割く必要があり、且つ1件当りの管理戸数も少ない。一方、大手・中堅であれば、新規開拓は難しいものの、営業人員を多く割かずとも、効率良く多くの保証案件を獲得することができる。同社が大手・中堅と取引ができる理由は、大和リビングで積み上げた実績による部分が大きいと当部では捉えている。大手に認められているという信頼性に加えて、その提携で学んだ商品設計（顧客毎のカスタマイズ）が好評を得ていると当部では見ている。

### ■ 同業他社比較

決算期	イントラスト (7191)		あんしん保証 (7183)		ジェイリース (7187)		Casa (7196)	
	(金額)	(構成比)	(金額)	(構成比)	(金額)	(構成比)	(金額)	(構成比)
売上高	2,952	100.0	2,742	100.0	5,023	100.0	8,293	100.0
営業利益	772	26.2	90	3.3	408	8.1	1,167	14.1
与信コスト	84	2.8	388	14.1	127	2.5	1,592	19.2
1人当り売上高	33.7		32.6		16.4		25.7	
1人当り営業利益	8.8		1.1		1.3		3.6	
期末従業員数	92		88		326		322	
期中平均従業員数	88		84		307		323	
自己資本比率	69.6		66.8		21.8		50.9	
D/Eレシオ	0.0		0.2		1.3		0.1	
提携先不動産管理会社数	250~300		2,201		13,000		7,556	

出所：各社有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に当部作成

注1：1人当り指標は期中平均従業員数で計算

注2：あんしん保証の売上高は営業収益

注3：与信コストは貸倒引当金繰入額+保証履行引当金繰入額で当部試算

注4：Casaの自己資本比率及びD/Eレシオは2019/1期10末の数字

注5：提携先不動産管理会社数は、あんしん保証は加盟店数、ジェイリースは協定件数、Casaは代理店社数

- 上表は上場している同業他社（家賃債務保証会社）の比較である。各社会計処理が異なるため、一概に比較するのは難しいものの、同社は営業利益率が高く、また、従業員1人当り売上高及び営業利益が高いと言える。同社は与信コスト（保証債務に対して将来一定確率で起こる滞納を予め費用として計上したもの）を低水準に抑えており、且つ少数の大手・中堅不動産管理会社に絞り、効率よく営業を行っていると言える。加えて、同社の場合、採算性の高いソリューション事業の割合が売上の過半を占めていることも高い営業利益率の理由と当部では考えている。なお、中小まで幅広く取引しているジェイリースの例から、大手・中堅不動産管理会社の取引割合と与信コストに大きな関連性はないと当部では捉えている。また、保証会社にとって重要な財務指標（自己資本比率、D/Eレシオなど）も他社に比べて良好と言えよう。

## 注目点3：新しい保証商品による将来への種まきが進む

- 同社は不動産管理会社向けにオリジナルの保証商品を開発してきた。そのノウハウを活かして、現在は家賃債務保証以外の新たな分野へ進出を始めてい

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的に作成されています。投資を行うにあたりましては、重要な注意事項を最終ページに記載しておりますので必ずご参照ください。

る。その例が①医療費用保証、②介護費用保証、③養育費保証の3つである。これらの売上規模はまだ小さいものの、2021/3期を最終年度とする現中期経営計画の期間中に徐々に立ち上がる見通しだ（最終年度に全体の売上高50億円のうち、医療・介護費用保証・その他で5億円程度の売上を計画していると見られる）。このような他社があまり手掛けていない保証分野が立ち上がれば、家賃債務保証会社としてではなく、総合保証サービス会社として確固たる地位を築くことができよう。

- 同社は特に①医療費用保証の伸びに期待している模様。現在、医療機関では医療費の未収入金が問題となっている。そのようななか、2017年4月以降の事業年度から大手医療機関の会計監査が義務化された。そのため、費用を保証してくれる同社と医療機関の提携は増加していくと予想される。また、同社は(6099)エランと提携し、エランが入院患者向けに提供する「CSセット（衣類やタオル類を日額支払いでレンタルするサービス）」に同社の医療費用保証商品「虹」を付加することで普及拡大を狙う（商品名「CSセットR」）。これらが追い風となり医療費用保証は拡大していこう。なお、今年6月にジェイリースが医療費用保証への参入を発表している。市場はこれから拡大が見込まれるため、競争環境の激化よりも、市場の活性化や医療費用保証の認知度向上による好影響の方が大きいと当部では捉えている。

### ■ 中期経営計画による成長イメージと家賃債務保証以外の保証商品



出所：同社資料を基に当部作成

### 当部予想：医療費用保証など新分野の立ち上がり注目

- 2018/3期実績: 売上高29.5億円(前期比+9%)、営業利益7.7億円(同+27%)。大和リビングが保証事業からソリューション事業へ契約を切り替えている影響により、保証事業の売上高は減少したものの、ソリューション事業が伸長して増収となった。また、増収効果や、採算性の良いソリューション事業の増加などにより大幅な営業増益を達成した。
- 2019/3期会社計画: 売上高34.4億円(前期比+17%)、営業利益9.3億円(同+20%)。売上高の内訳は開示されていないものの、大和リビングの契約切り替え影響が保証事業にマイナス影響となる一方、医療費用保証や介護費用保証などが売上寄与する想定。また、ソリューション事業は引き続き大和リビングの影響で大きく伸びる。営業利益率が26.9%(前期は26.2%)と小幅

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的に作成されています。投資を行うにあたりましては、重要な注意事項を最終ページに記載しておりますので必ずご参照ください。

(7191・東証1部) イントラスト

2018年7月11日

な改善に留まるのは、人件費や広告宣伝費の増加などを見込むため。

- **2019/3期当部予想**：売上高 33.5 億円（前期比+14%）、営業利益 9.0 億円（同+17%）。家賃債務保証は大和リビングの影響により引き続き減収となるが、新分野（医療費用・介護費用・養育費保証）の立ち上がりにより保証事業全体では 1%程度の小幅な減収に留まる想定とした。新分野では特にエランとの提携による医療費用保証の伸びに期待している。一方、ソリューション事業は大和リビング向けの増加により前期並みの力強い成長を見せると想定。なお、当部では家賃債務保証の減少を 2018/3期並みと見込んでいることが、会社計画との主な差異と推測している。
- **2020/3期以降の当部予想**：二桁増収の定着を予想する。保証事業は大和リビングの契約減少により減収が継続するものの、新規分野の貢献により 2020/3期には保証事業全体で増収へ転じると予想している。加えて、2021/3期以降は改正民法が追い風となろう。また、ソリューション事業は引き続き大和リビングの契約切り替えをドライバーとして堅調に拡大すると予想した。同社は中期経営計画で 2021/3期に売上高 50.0 億円、営業利益 12.5 億円を目指すとしている。現時点の当部予想では、売上高は未達ながら、営業利益は目標値に近い形で着地を想定している。今後、大和リビング以外の手動不動産管理会社との取引拡大や新たな保証商品の市場投入などに期待したい。

#### ■ 当部の業績予想

	2018/3期 実績	2019/3期 予想	2020/3期 予想	2021/3期 予想	2019/3期 会社計画
売上高 (百万円)	2,951	3,350	3,800	4,300	3,440
保証事業 (百万円)	1,464	1,450	1,500	1,600	/
家賃債務保証 (百万円)	-	1,350	1,250	1,200	
新分野 (百万円)	-	100	250	400	
ソリューション事業 (百万円)	1,487	1,900	2,300	2,700	
営業利益 (百万円)	772	900	1,050	1,220	925
与信コスト (百万円)	84	102	105	112	

出所：同社資料を基に当部作成

注1：予想は当部

注2：与信コスト=貸倒引当金繰入額+保証履行引当金繰入額で計算

### 目標株価：900円でカバレッジを開始

- 当部の目標株価は 900 円とし、投資判断「買い」でカバレッジを開始する。目標株価は 2020/3期当部予想 EPS×約 28 倍で計算した。適用バリュエーションは 2017 年 4 月から 2018 年 6 月まで 1 年超の会社計画を基にした平均 PER を採用。上場してまだ 1 年半程度であることから、ヒストリカルに採れるバリュエーション期間は短い。一方、上場（2016 年 12 月）後約 4 ヶ月間のバリュエーションを省いたのは、新規上場企業の株価は上場直後に需給バランスが大きく崩れているケースが見られるため。
- 同社の目標株価算出に使ったバリュエーションは、同業他社（あんしん保証、ジェイリース、Casa）平均よりもやや高い。これは①営業利益率や従業員 1 人当り指標などから高い採算性と生産性、②自己資本比率や D/E レシオから

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的に作成されています。投資を行うにあたりましては、重要な注意事項を最終ページに記載しておりますので必ずご参照ください。

(7191・東証1部) イントラスト

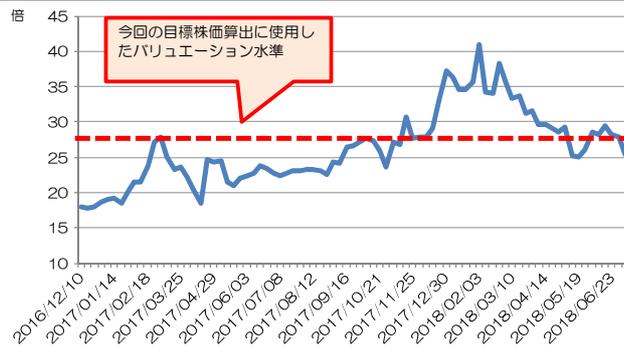
2018年7月11日

財務体質の安全性、などを評価したため。同社はしっかりとした土台を基に中長期に亘って高い成長が期待できると当部では考えている。単身世帯の増加と改正民法を追い風とした家賃債務保証市場の堅調な拡大に加えて、他社があまり参入していない新分野の保証拡大により、総合保証サービス会社として確固たる地位を築くと期待される同社に注目したい。

### ■ 同業他社の PER の推移



### ■ イントラストの PER の推移と適用バリュエーション



出所：AstraManager より当部作成 注：会社計画、週次、終値ベース

## リスク要因

- リスク要因は、保証委託者による債務不履行の増加、大和ハウスグループ向けの比率が高いこと、競争環境の激化、賃貸住宅の減少、財務体質の悪化など。ただし、同社は2018/3 期末で有利子負債がなく、総資産の約75%は現預金。また、自己資本比率も69.6%と高水準。

#### 【丸三証券調査部における投資判断の定義】

買い：当初投資判断時から1年間で、株価が15%程度以上上昇するとアナリストが予想する場合  
 中立：当初投資判断時から1年間で、株価が±15%未満の変動とアナリストが予想する場合  
 売り：当初投資判断時から1年間で、株価が15%程度以上下落するとアナリストが予想する場合  
 NR：投資判断を付与しない  
 注1) 投資判断及び目標株価の有効期限は、レポート発行日より6ヵ月間とする。なお当該銘柄に関するレポートを新たに発行した場合には、新しいレポートの投資判断及び目標株価を優先する。  
 注2) 目標株価は投資判断を買いとする銘柄のみ付与するものとする。

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的に作成されています。投資を行うにあたりましては、重要な注意事項を最終ページに記載しておりますので必ずご参照ください。

## 【重要な注意事項】

### 〔当社の概要〕

商号等 丸三証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第167号  
加入協会 日本証券業協会

### 〔手数料等について〕

1. 「株式」に関する手数料等について
  - (1) 募集、売出し等
    - ・ 株式を募集等により取得する場合には、購入対価のみお支払いいただきます。
  - (2) 委託取引
    - ・ 株式の売買取引には、約定代金に対し、最大税込み1.2420%（2,700円に満たない場合には、2,700円）の委託手数料をいただきます。
    - ・ 外国株式の外国取引にあたっては、約定代金に対し、最大税込み0.864%の国内取次手数料をいただきます。また外国金融商品取引所等における売買手数料及び公租公課その他の賦課金が発生します。現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。
  - (3) 信用取引
    - ・ 信用取引を行うにあたっては、上記委託手数料のほかに、管理費及び権利諸費用等をいただきます。また買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付株式等に対する貸株料及び品貸料をいただきます。
2. 「債券」に関する手数料等について
  - (1) 募集、売出し等又は相対取引
    - ・ 債券を購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。
  - (2) 委託取引
    - ・ 転換社債型新株予約権付社債を委託取引で売買する場合は、約定代金に対して、最大税込み1.080%の委託手数料をいただきます。
3. 「株価指数先物・オプション」に関する手数料等について
  - ・ 先物取引には、約定金額に対し、最大税込み0.0864%（2,700円に満たない場合は2,700円）を、またオプション取引には約定価額に対し、最大税込み4.320%（2,700円に満たない場合には、2,700円）の委託手数料をいただきます。また、所定の委託証拠金が必要となります。

### 〔リスクについて〕

1. 「株式のリスク」
  - ・ 株価の変動等によって損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等によっても損失が生じるおそれがあります。また、信用取引は、少額の保証金で当該保証金の額を上回る取引を行うことから、委託保証金の額を上回る多額の損失が発生する可能性があります。
2. 「債券のリスク」
  - ・ 債券の価格は、市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、償還前に換金する場合には、損失が生じるおそれがあります。外貨建債券は、為替相場の変動等によっても損失が生じるおそれがあります。
3. 「株価指数先物・オプションのリスク」
  - ・ 対象とする株価指数の変動等によって、損失が生じるおそれがあります。株価指数先物取引は、少額の証拠金で当該証拠金の額を上回る取引を行うことから、委託証拠金の額を上回る多額の損失が発生する可能性があります。また株価指数オプション取引は、その変動率が現実の株価指数に比べて大きくなる傾向があり、場合によっては委託証拠金の額を上回る多額の損失が発生する可能性があります。またオプションを行使できる期間には制限があります。

本資料は投資判断の参考となる情報提供を目的とし、信頼できると思われる各種データに基づき作成したものです。正確性・完全性を保証するものではありません。本資料に記載された意見・予測等は、作成時点における当社判断に基づくもので、今後予告なしに変更される可能性があります。投資に関する最終決定はご自身の判断で行ってください。丸三証券及びその関連会社、役員が、本資料に記載されている証券もしくは金融商品について、自己売買または委託売買取引を行うことがあります。このレポートのいかなる部分も一切の権利は丸三証券株式会社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送等を行うことを禁じます。