

ホリスティック企業レポート

Casa

7196 東証二部

新規上場会社紹介レポート

2017年11月6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 20171102

幅広い大手不動産管理会社と取引する大手家賃債務保証会社 不動産管理会社を利用しない家主にも取引対象を広げて、更なる成長を目指す

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

【7196 Casa 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)
2014/1	-	-	-	-	-193	-	-194	-	-45.8	462.7	0.0
2015/1	6,389	-	-	-	1,615	-	1,219	-	234.6	697.3	0.0
2016/1	7,139	11.7	1,561	-	1,700	5.3	875	-28.3	168.3	865.6	0.0
2017/1	8,022	12.4	1,168	-25.1	1,263	-25.7	632	-27.7	121.6	987.2	0.0
2018/1予	8,315	3.7	1,259	7.7	1,303	3.2	805	27.3	153.2	-	44.5

- (注) 1. 2018/1期の予想は会社予想
2. 2017年9月12日付けで1:100の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正。
3. 2013年8月27日にC41Hとして設立され、14年2月1日を効力発生日として旧Casaを吸収合併し、同日付でCasaに商号変更。

	【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	2,265円 (2017年11月2日)	本店所在地 東京都新宿区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数	5,420,000株	設立年月日 2013年8月27日	SMBC日興証券
時価総額	12,276百万円	代表者 宮地 正剛	【監査人】
上場初値	2,331円 (2017年10月31日)	従業員数 319人 (2017年8月)	監査法人トーマツ
公募・売出価格	2,270円	事業年度 2月1日～1月31日	
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎事業年度終了後3カ月以内	

> 事業内容

◆ 家賃債務保証サービスを展開

Casa(以下、同社)は、入居者から賃貸住宅等の賃貸借契約に関する家賃債務保証を引き受け、賃貸人に対して家賃債務の連帯保証サービスを提供している。10カ所の事業拠点(東京、札幌、仙台、千葉、静岡、名古屋、大阪、岡山、高松、福岡)を設け、約20,000店舗(17年8月末)からなる不動産管理会社6,910社(17/1期末)を代理店として活用し、全国で事業を展開している。

同社は毎年1回の保証料を受領する形態の家賃債務保証商品を中心に展開している(保証料を毎月受領する契約も少しだけ存在している)。売上高は、保証委託契約を結んだ賃借人から契約時に受領する初回保証委託料(以下、初回保証料)と、入居後一年ごとに受領する年間保証委託料(以下、年間保証料)などによって構成される。17/1期における売上構成比は、初回保証料58.1%、年間保証料40.7%、その他売上(毎月受領する月額保証料など)1.2%である(図表1)。

同社の経営成績に影響を与える主要な経営指標としては、代理店社数と継続契約件数があり、同社はその増加を図ってきた結果、初回保証料と年間保証料が増加している。

家賃債務保証市場は、住宅の賃貸借に係る入居希望者、賃貸人、不動産管理会社の3者からのニーズが高まっていることから拡大しており、同社は未提携の不動産管理会社等に対する代理店契約の増加を目指している。

【 図表 1 】 売上区分と主要経営指標の推移

売上区分	2015/1期		2016/1期		2017/1期	
	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上高 (百万円)	前期比 (%)
初回保証料	3,584	—	4,074	13.7	4,663	14.5
年間保証料	2,732	—	2,969	8.7	3,262	9.9
その他	73	—	95	30.8	95	-0.6
合計	6,389	—	7,139	11.7	8,022	12.4
新規契約申込件数	130,221	—	148,658	14.2	157,724	6.1
継続契約件数	355,969	—	390,493	9.7	426,216	9.1
新規代理店獲得社数	598	—	621	3.8	566	-8.9
代理店社数合計	5,723	—	6,344	10.9	6,910	8.9

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

また、同社は既存顧客である賃借人や不動産管理会社等のニーズに沿った商品・サービスを提供することにより、家賃債務保証契約における継続契約件数の増加にも取り組んでいる。

◆ 賃借人から保証料を受け取るビジネスモデル

同社が行っている家賃債務保証サービスは、代理店となる不動産管理会社を介して、同社が提供するサービスの利用者である賃借人と賃借人にアプローチし、賃貸人とは賃貸保証契約を、賃借人とは保証委託契約を締結し、賃借人が家賃を滞納した場合、賃貸人またはその代理人である不動産管理会社に代位弁済を実行し、賃借人に対して滞納家賃の督促を行い、回収を図るビジネスである。

同社は賃借人から保証料を受領し、その一部を業務委託している不動産管理会社に支払手数料として還元している。代位弁済した金額の多くは、早期に回収が図られているものの、売掛金と、代位弁済実行額のうち決算期末における未回収分である求償債権に対して貸倒引当金を計上している。

初回保証料と年間保証料については、受領時から1年に亘って按分して売上計上されている一方、不動産管理会社に対する支払手数料については支払い時に一括して費用に計上されている。

主力商品である毎年受領するタイプの料金については、初回保証料は家賃の50%程度、年間保証料は年1万円程度となっている模様である。

◆ 経営破綻したリプラスの家賃債務保証事業を前身としている

同社の前身である旧 Casa は、02年9月に設立され、08年9月に経営破綻したリプラス(当時東証マザーズ上場)の事業の中でも市場ニーズが強く、成長分野である家賃債務保証事業のみを承継するため、08年10月にレントゴー保証株式会社として設立された(10年12月、Casaに商号変更)。

その後、事業のより一層の成長を目指して、プライベート・エクイティの投資会社であるアント・キャピタル・パートナーズ株式会社が運用するアント・カタライザー4号投資事業有限責任組合及びCatalyzer Partners IV GP, Ltd.が運用するCatalyzer Partners IV, L.P. をスポンサーとして、MBO が実行された。

具体的には、同社は、MBO 実行のための特別目的会社であるシー・フォー・ワン・ホールディングスとして13年8月に設立され、旧Casaを13年9月30日に完全子会社とした上で、14年2月1日付で旧Casaを吸収合併すると同時に、商号をCasaに変更した。

> 特色・強み

◆ 家賃債務保証事業において長年の経験とノウハウを持つ

同社の特色及び強みは、家賃債務保証事業によって培われた長年の経験とノウハウによって形成されている。

具体的には、(1)6,910社の不動産管理会社を代理店として活用し、全国でサービスを展開していること、(2)管理戸数1万個以上の大手不動産管理会社を代理店とする取引が売上高(17/1期)の55.5%を占めること、(3)前身の旧Casa時代より蓄積してきた賃借人の属性、家賃支払状況等に係る約198万件(17年8月末)の審査データベースを活用できること、(4)年間保証料を中心としたストック型収益の構成比が高く、安定した収益基盤を確保していること、(5)不動産管理会社を利用しない家主(以下、自主管理家主)に対するサービス提供を強化していること、(6)入居者向けに情報を提供するWebサービスや、小規模な不動産管理会社向けに入居促進を支援する業務など、他社との差別化を目的とする取り組みを行っていることなどが挙げられる。

> 事業環境

◆ 拡大する家賃債務保証市場において自主管理家主マーケットを狙う

日本の総人口は減少しているものの、賃貸住宅に入居する単身、夫婦のみの世帯数が増加する中、連帯保証を依頼する家族、親族、知人が見つけられない賃借人が増加していることから、家賃債務保証市場は拡大している。

家賃債務保証会社は、家主から賃貸住宅の管理等を受託している不動産管理会社等に対する営業を中心に行ってきたため、家賃債務保証市場の中でも、こうした「不動産管理会社マーケット」においては、既に競合がひしめき、価格競争の動きが顕在化している。

同社は、不動産管理会社マーケットに対しては、新商品・サービスの提供による既存代理店との取引拡大や新規代理店の獲得に注力する方針である。

一方、「自主管理家主マーケット」において、家主の多くは、家賃債務保証会社よりも連帯保証人を求める傾向があったため、家賃債務保証会社にとって未開拓の市場であった。家主の世代交代が進み、会社員や公務員を兼務し

ながら IT を活用して賃貸経営を行う自主管理家主が増加している状況に対応し、同社は、「家主ダイレクト」や、「大家カフェ」を提供することで、同マーケットを新たな収益の柱に育成する戦略を打ち出している。

家主ダイレクトとは、賃料の集金代行と家賃保証がセットになった事前立替型商品であり、自主管理家主に対して16年4月から提供を開始した。リコーリース(8566 東証一部)と東京海上ホールディングス(8766 東証一部)の連結子会社である東京海上日動火災保険との連携によって開発された。

大家カフェとは、IT 技術を活用して賃貸物件を管理できる不動産管理支援サービスである。自主管理家主が抱える課題である①入居者募集、②家賃管理、③リフォーム業務など機能を持ち、17年5月から提供を開始している。

◆ 登録制の導入と民法改正は大手にとってよりポジティブ

家賃債務保証事業については、直接的に業者を規制する法令等は存在していないが、国土交通省は17年10月2日に家賃債務保証業者の登録制度を創設した。登録を受けたことが何か特別な保証を得るものではないものの、不健全な業者の営業を抑制する効果が想定され、同社を始めとする業界大手にとってはポジティブな出来事と言えよう。

また、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見通しとなった。改正民法の施行日は20年前半と想定されており、連帯保証人を利用している不動産オーナーの多くが、それまでに家賃債務保証業者の利用に移行すると見られるが、知名度の高い業界大手がその候補になるものと思われる。

◆ 競合

同社と事業分野及び事業モデルが類似している会社としては、上場会社ではジェイリース(7187 東証マザーズ)、イントラスト(7191 東証マザーズ)、あんしん保証(7183 東証マザーズ)、未上場では日本セーフティー(本社:東京都、大阪府)、日本賃貸保証(本社:千葉県)、全保連(本社:東京都、沖縄県)が挙げられる。

家賃債務保証会社は、各社で提供する商品やサービスが異なるだけでなく、会計方針にも違いがあるため、単純な比較は難しいものの、先行して事業を開始した未上場会社が、同社を除いた上場企業よりも売上高のランキングで上位に位置している模様である。

既に上場している3社の17/3期決算と同社の17/1期決算を比較すると、売上高では、3社中トップのジェイリースが同社の約半分、営業利益でも、3社中首位のイントラストが同社の半分程度にとどまる(図表2)。

【 図表 2 】 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	のれん償却前 営業利益率	従業員数	一人当たり 売上高	系列会社/大株主
7196	Casa	2017年1月期	8,022	1,168	14.6%	17.8%	323	25	アント・カタライザー4号投資事業有限責任組合
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、一人当たりの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、届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

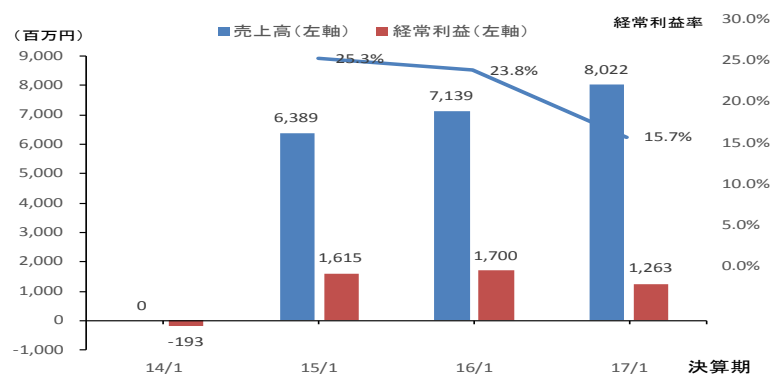
営業利益率では、変動費の負担が少ないソリューションサービスを主力事業としているイントラストの数値が同社を大きく上回るが、のれん償却額を加算した営業利益率ではその差はかなり縮小する。

> 業績

◆ 過去の業績推移

届出目論見書には同社の設立後 1 期目にあたる 14/1 期からの業績と、旧 Casa の設立後 4 期目にあたる 12/1 期から 14/1 期までの業績が記載されている。設立 1 期目である 14/1 期は、旧 Casa との合併前であるため、同社としては売上高が計上されておらず、経常損益も赤字となった(図表 3)。

【 図表 3 】 Casa 設立後の業績推移



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

14/1 期は同社としては赤字であっても、実際の事業を行っていたのは旧 Casa であるため、旧 Casa の 12/1 期から 14/1 期までと、同社の 15/1 期以降を繋げて業績の推移を見る必要がある。

旧 Casa 時代においては、12/1 期の売上高 5,154 百万円、経常利益 1,290 百万円から、14/1 期には、売上高 5,963 百万円、経常利益 1,985 百万円へと、業績は順調に拡大した(図表 4)。

【 図表 4 】 旧 Casa 時代からの業績推移 (単位:百万円)

	12/1	13/1	14/1	15/1	16/1	17/1
売上高	5,154	5,263	5,963	6,389	7,139	8,022
うち初回保証料	3,496	3,369	3,405	3,584	4,074	4,663
うち年間保証料	1,588	1,862	2,505	2,732	2,969	3,262
うちその他売上	69	30	52	73	95	95
経常利益	1,290	1,370	1,985	1,615	1,700	1,263
経常利益率	25.0%	26.0%	33.3%	25.3%	23.8%	15.7%
のれん償却額	—	—	—	257	266	261
のれん償却前経常利益	1,290	1,370	1,985	1,872	1,967	1,524
のれん償却前経常利益率	25.0%	26.0%	33.3%	29.3%	27.6%	19.0%

(注) 12/1 期から 14/1 期までは旧 Casa の数値

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

MBO 後の 15/1 期は、MBO 以前の 14/1 期を比べて増収減益となった。のれんの償却開始が理由の一つであるが、その要因を除いても経常利益率は悪化している。16/1 期も増収ながら経常利益率が低下したが、その原因についても明らかにされていない。

売上高の内訳を見ると、12/1 期から 15/1 期までは、初回保証料が横ばい圏で推移する中、年間保証料が成長ドライバーとなっていたが、16/1 期と 17/1 期は初回保証料の伸びが年間保証料の伸びを上回っている。

◆ 17 年 1 月期

17/1 期は、売上高 8,022 百万円(前期比 12.4%増)、営業利益 1,168 百万円(同 25.1%減)であった。保証料の種類別売上高では初回保証料は 4,663 百万円(同 14.5%増)、年間保証料は 3,262 百万円(同 9.9%増)、月額保証料などのその他は 95 百万円(同 0.6%減)となった。

売上高の増加は、代理店社数の増加を背景に、新規契約申込件数、継続契約件数が共に増えたことで、初回保証料と年間保証料が順調に拡大したためである。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)の伸びを前期比 5.1%増に抑制したものの、代理店等への支払手数料(前期比 23.3%増)や、家主が賃借人に対して提起する明渡訴訟に関して同社が保証する費用(同 134.5%増)、貸倒引当金繰入額(同 78.0%増)の増加に伴い、売上総利益率が 16/1 期の 78.2%から 67.3%に低下したため、営業利益は減益を余儀なくされた。

◆ 18 年 1 月期第 2 四半期累計期間

18/1 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の売上高は 4,154 百万円、営業利益は 491 百万円となった。売上高の内訳は、初回保証料が 2,297 百万円(構

成比 55.3%)、年間保証料が 1,790 百万円(同 43.1%)、その他が 66 百万円(同 1.6%)である。売上高営業利益率が 11.8%と 17/1 通期の 14.6%に比べ低下しているのは、貸倒引当金繰入額や明渡訴訟費用の負担増などによるものと推測される。

◆ 18 年 1 月期の会社計画

18/1 期の会社計画は、売上高 8,315 百万円(前期比 3.7%増)、営業利益 1,259 百万円(同 7.7%増)、経常利益 1,303 百万円(同 3.2%増)、当期純利益 805 百万円(同 27.3%増)である。

初回保証料の売上高は 4,608 百万円(同 1.2%減)、年間保証料の売上高は 3,699 百万円(同 13.4%増)と計画している。

18/1 期の新規契約件数は 120,833 件(同 4.4%増)を計画しているものの、18/1 期上期の新規契約件数が前年同期比 4.5%減少したことを受けて、初回保証料の売上高がやや減少すると想定している。18/1 期末の継続契約件数は 461,939 件(前期比 8.3%増)を計画している。

売上原価は 2,696 百万円(同 2.8%増)を計画している。

上期に前年同期比 18.2%減となった代理店等への支払手数料は、下期以降の大手不動産管理会社への営業活動の強化を通じた新規契約件数の回復を前提に、18/1 期通期では 595 百万円(前期比 7.5%減)を計画している。

上期に前年同期比 43.9%増となった明渡訴訟費用は、訴訟依頼件数が既に減少に転じていることから、18/1 期通期では 503 百万円(前期比 16.7%増)を計画している。

上期に前年同期比 24.7%増となった貸倒引当金繰入額は、18/1 期通期では 1,462 百万円(前期比 12.0%増)を計画している。

広告宣伝費などの増加を計画している販管費は、4,359 百万円(同 3.1%増)を見込んでいます。

> 経営課題/リスク

◆ 自主管理家主マーケットの開拓が成長に向けた経営課題

同社は、自主管理家主マーケットを競合が少ない未開拓市場として重視しており、16 年以降、家主ダイレクトや大家カフェといった新商品・サービスの提供を相次いで開始した。しかしながら、広告宣伝施策の不足などから自主管理家主の認知度が高まっておらず、同市場の開拓が今後の成長に向けた重要な経営課題であると認識している。

◆ 景気の悪化などによって代位弁済が急拡大する可能性

同社は代位弁済を抑制するため、賃借人の属性や家賃支払状況等に係る顧客データベースを活用した属性分析による独自の与信管理体制を構築している。しかしながら、経済環境や雇用環境等が著しく悪化し、賃借人の家賃支払いに影響した場合、代位弁済が急拡大し、同社の業績や財政状態に影響を与える可能性がある。

◆ のれんに減損が生じる可能性

同社は、13年9月に旧 Casa を吸収合併したことに伴って計上したのれんについて、その効果が発現する期間を個別に見積り、償却期間において均等償却を行っている。17/1 期末において、のれんの残高は4,365百万円であり、業績の悪化等により、のれんに対して減損損失を計上する必要が生じた場合、同社の経営成績及び財政状態に大きな影響を及ぼす可能性がある。

◆ 大株主の株式売却に伴うリスク

17年9月26日時点において、発行済株式総数の74.4%を保有していたアント・カタライザー4号投資事業有限責任組合は、上場前の売出しによる所有株式の減少や、オーバーアロットメントによる売出しに伴う所有株式の一部貸出しなどにより、その保有比率は発行済株式総数の14.4%に低下した。その保有株は、上場日から18年1月28日までの期間においてロックアップの対象となっているものの、ロックアップ期間の終了後、同組合は同社株を売却する可能性がある。

◆ 新株予約権行使の影響

17年9月26日現在の新株予約権による潜在株式数は、潜在株式を含む株式総数の9.0%に相当する。新株予約権が権利行使された場合、同社の株式が新たに発行され、既存の株主が有する株式価値の希薄化や株式売買の需給への影響をもたらす可能性がある。

【 図表 5 】 財務諸表

損益計算書	2016/1		2017/1	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	7,139	100.0	8,022	100.0
売上原価	1,553	21.8	2,622	32.7
売上総利益	5,586	78.2	5,399	67.3
販売費及び一般管理費	4,025	56.4	4,230	52.7
営業利益	1,561	21.9	1,168	14.6
営業外収益	164	2.3	108	1.3
営業外費用	24	0.3	14	0.2
経常利益	1,700	23.8	1,263	15.7
税引前利益	1,700	23.8	1,263	15.7
当期純利益	875	12.3	632	7.9

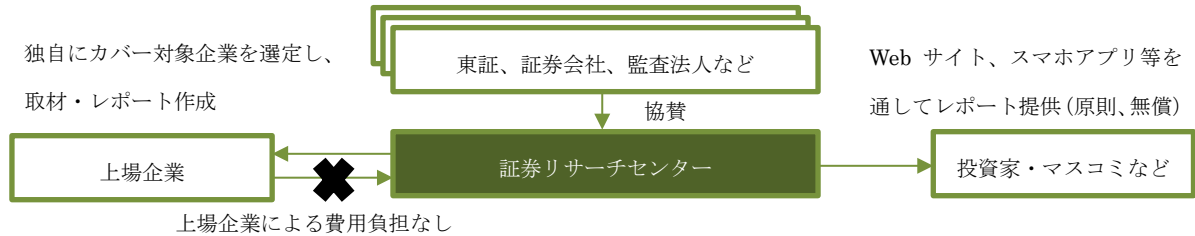
貸借対照表	2016/1		2017/1	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	5,820	52.5	5,895	54.0
現金及び預金	2,047	18.5	1,512	13.9
売掛金	850	7.7	924	8.5
求償債権	1,786	16.1	2,602	23.8
繰延税金資産	1,533	13.8	1,568	14.4
貸倒引当金	-830	-7.5	-1,311	-12.0
固定資産	5,263	47.5	5,016	46.0
有形固定資産	132	1.2	100	0.9
無形固定資産	4,954	44.7	4,632	42.5
投資その他の資産	176	1.6	282	2.6
総資産	11,083	100.0	10,912	100.0
流動負債	5,525	49.9	5,142	47.1
前受金	3,599	32.5	3,801	34.8
固定負債	1,055	9.5	634	5.8
純資産	4,503	40.6	5,135	47.1
自己資本	4,500	40.6	5,133	47.0

キャッシュ・フロー計算書	2016/1		2017/1	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
営業キャッシュ・フロー	1,226		88	
減価償却費	129		154	
のれん償却額	266		261	
投資キャッシュ・フロー	-161		-182	
財務キャッシュ・フロー	-831		-441	
配当金の支払額	—		—	
現金及び現金同等物の増減額	232		-535	
現金及び現金同等物の期末残高	2,047		1,512	

(出所) 届出目論見書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)

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人

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

優成監査法人

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

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接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ため、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。