

ホリスティック企業レポート

GA technologies

3491 東証マザーズ

ベーシック・レポート
2020年10月30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 20201029

不動産流通プラットフォーム「RENOSY」を基点に投資用中古区分マンションを販売 DX 推進で事業効率を最大化するビジネスモデルの他領域への展開に期待

1. 会社概要

- GA technologies(以下、同社)は、中古不動産中心の不動産流通プラットフォーム「RENOSY(リノシー)」の運営を梃子にして事業を展開している。

アナリスト:藤野敬太
+81(0)3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

2. 財務面の分析

- 創業来 19/10 期まで 6 期連続増収で年平均増収率は 145.6%であった。同期間、経常利益は年平均 60.1%のペースで拡大した。16/10 期に経常損失を計上したのは、人員増強による人件費の増加や株式上場に向けた管理体制強化のための採用教育費等の増加が要因である。
- 同社の特徴と類似点のある不動産業界の上場企業との比較では、成長性の高さが目立つ一方、売上高営業利益率や流動比率は下回っており、高成長を求めて積極的に投資している状況がうかがえよう。

【主要指標】

	2020/10/29
株価 (円)	3,100
発行済株式数 (株)	29,393,115
時価総額 (百万円)	91,119

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	163.2	117.0	77.1
PBR (倍)	15.2	13.9	11.8
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

- 同社の知的資本の源泉は、RENOSY iBuyer 事業で利益を生み出せるビジネスモデルを確立した代表取締役社長のリーダーシップ(人的資本)にある。DXを最大限活用するために必要な開発体制も、そのリーダーシップのもとで作り上げられてきた。こうして構築されたビジネスモデルの上で営業体制を増強し、関係資本の顧客を拡大してきた。

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	7.8	47.4	215.3
対TOPIX (%)	7.8	35.7	223.3

4. 経営戦略の分析

- 対処すべき課題として、「RENOSY」の認知度向上と、現在投資フェーズにある RENOSY Living 事業と ITANDI 事業の黒字化が挙げられる。
- 同社は不動産業界全体の DX(デジタルトランスフォーメーション)を志向しており、そのために既存事業の強化と自社サービスの外販を戦略として据えている。また、中長期的には不動産業界の隣接業界への展開も目指している。

【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では、DX による「質」の改善を進めた上で、人員という経営資源の投入により、取引の「量」の拡大を進める RENOSY iBuyer 事業での成功モデルを評価する。同社が試みているこの成功モデルの RENOSY Living 事業への横展開の成否に注目していきたい。

【3491 GA technologies 業種: 不動産業】

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)
2018/10	20,126	110.6	678	90.4	641	90.7	399	54.2	17.7	96.4	0.0
2019/10	39,286	95.2	1,193	75.9	1,019	59.1	510	27.8	19.0	203.4	0.0
2020/10 CE	61,000	55.3	1,800	50.9	1,530	50.0	770	50.9	26.8	-	未定
2020/10 E	61,097	55.5	1,811	51.8	1,594	56.4	778	52.6	26.5	222.4	0.0
2021/10 E	75,062	22.9	2,371	30.9	2,147	34.7	1,181	51.7	40.2	262.6	0.0
2022/10 E	90,396	20.4	3,361	41.7	3,154	46.9	1,734	46.9	59.0	321.7	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、18年7月の上場時に600,000株(現行株式数ベースで3,600,000株)の公募増資を実施
20年10月31日に1:3の株式分割を実施(権利落ち日は20年10月29日)。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正
2019/10期より連結業績の開示を開始。2019/10期の前期比は18/10期の単体業績との比較

ベーシック・レポート

2/33

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

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・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 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

◆ 不動産流通プラットフォーム「RENOSY」を梃子に事業展開

GA technologies(以下、同社)は、中古不動産を中心に扱う不動産流通プラットフォーム「RENOSY(リノシー)」の運営を梃子にして事業を展開している。

不動産流通プラットフォームを運営する企業は他にもあるが、他社の多くは、マッチングまたは顧客の送客によって手数料を得る、ネット上の「メディア」の運営に留まっている。それに対して同社は、ネットの「メディア」を通じて集客した顧客に対し、自社で仕入れた物件を販売して収益を得ている。「メディア」運営と不動産の「実業」の両方を自社で展開していることが、同社の最大の特徴となっている。

同社にとっては DX^{注1}の推進が成長を支える根幹をなすため、自社で多くのエンジニアを抱え、システムやAIの開発を続けている。現時点では、同社の不動産流通プラットフォームにおいて投資用の中古区分マンションの取り扱いが中心となっているが、不動産業界の様々な領域の中で、DX推進で業務効率を最大化でき、競争優位性を確立するのに最も適した領域だったためである。同社は、DX推進をベースとした成長モデルの構築を、居住用不動産の売買や賃貸の領域でも行おうとしている。

◆ 売上高の大半は RENOSY iBuyer 事業によるもの

同社の報告セグメントは、「RENOSY」事業とその他の事業に分類されているが、19/10期の売上高の99.7%を「RENOSY」事業が占めている。

同社では、20/10期より「RENOSY」事業を、投資用の中古マンションの買取再販を行う RENOSY iBuyer 事業、居住用不動産の売買や賃貸の仲介を行う RENOSY Living 事業、不動産事業者向けのサービスを提供する ITANDI(イタンジ)事業の3つに分類している。3つの事業の売上高の内訳の開示はないが、RENOSY iBuyer 事業が売上高の大半を占めているものと推察される。

注1) DX

日本語では「デジタルトランスフォーメーション」と言われる。ITの浸透によって人々の生活をあらゆる面で良い方向に変化させること、またはその概念。企業経営においては、IoTやAI、ビッグデータ・アナリティクス等のデジタル技術を活用して、新たな製品やサービス、新しいビジネスモデルから価値を創出して、競争上の優位性を確立することを指す。

> ビジネスモデル

◆ 事業ポートフォリオ

同社は様々な不動産業務を行っているが、「借りる」「(自分が住むために)買う・売る」「投資する」という、個人顧客の不動産の利活用の行動を基軸に事業を整理すると理解しやすい(図表1)。

【図表1】GA technologiesの事業ポートフォリオ

不動産に関わるステージごとに分類した事業とその概要

不動産に関するステージ	「借りる」	「(自分が住むために)買う・売る」	「投資する」
事業の名称	ITANDI事業	RENOSY Living事業	RENOSY iBuyer事業
ビジネスモデル	賃貸BtoB / 賃貸BtoC	不動産仲介	買取再販
顧客(売上先)	居住者 不動産業者	居住者	投資家
主な顧客接点	各サービス	RENOSY	RENOSY
売上の種類	手数料 / 月額利用料 (ストック型が中心)	仲介手数料 (フロー型)	物件販売金額 (フロー型)
1件当たりの売上規模	小	中	大
売上総利益率	高	中	低(仕入原価が発生)

グループ企業の役割

事業の名称	ITANDI事業	RENOSY Living事業	RENOSY iBuyer事業
担当する企業	イタンジ	GA technologies Modern Standard 神居秒算	GA technologies イエスリノベーション 神居秒算
ステージ横断的な 役割を持つ企業	Renosy Finance (ファイナンスサポート) RENOSY ASSET MANAGEMENT (不動産管理の総合ソリューション) Renosy X (不動産取引業務に関するBtoBサービス)		

(出所) GA technologies 決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

◆ RENOSY iBuyer 事業

RENOSY iBuyer 事業は、投資用の中古マンションを主な対象とした不動産流通プラットフォーム「RENOSY」の運営をベースに展開している。「RENOSY」は、家探しからリノベーション、資産活用、購入後の管理、売却までを一気通貫で提供する不動産流通プラットフォームとして運営されている。

不動産流通プラットフォームの運営をベースに展開する企業は他にもあるが、他社の場合、不動産仲介業者への送客や、買い手と売り手のマッチングに留まるケースが多い。一方、同社の場合、自社で中古不動産を買い取って仕入れ、不動産投資家に販売する買取再販までを手掛けている。

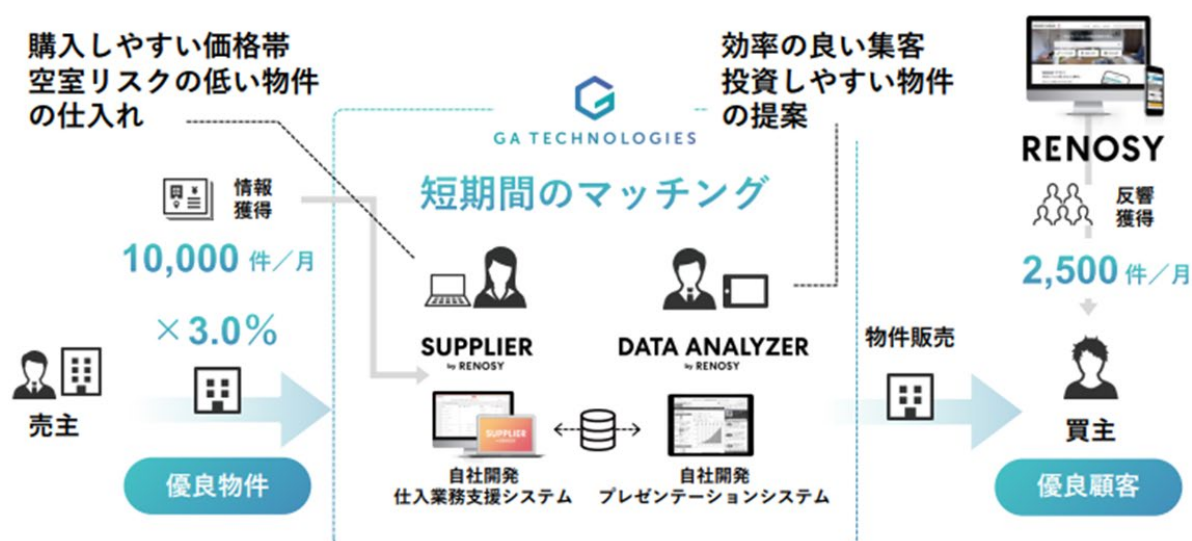
取り扱う物件のうち、顧客へ販売するまでの時間が長くなる傾向にあるファミリータイプのマンションについては、同社が物件を取得しない売買仲介で取り扱うケースが多い。同社の買取再販の対象となるものは、以下の4つの条件に合う物件である。

- (1) 築10年以上の中古物件
- (2) 50㎡までの区分マンション
- (3) 首都圏、大阪、名古屋、福岡の物件
- (4) 1981年以降の新耐震基準に基づいて建てられた物件

また、必要に応じてはリノベーションを行ってから販売するため、同社自身が建設業の認可を取得しており、工事の設計や施工も行うことができる。

RENOSY iBuyer 事業の最大の特徴は、「不動産取引をワンクリックで行うこと」を目指し、仕入から投資家への販売、さらに契約後のフォローまでの一連の取引プロセスを最大限 IT 化することにより、省力化と高い生産性を実現している点にある（図表 2）。そうすることで、仕入から販売までの期間を短縮化し、在庫と負債を過度に抱えないビジネスモデルに仕上げている。

【図表 2】RENOSY iBuyer 事業での不動産取引の DX

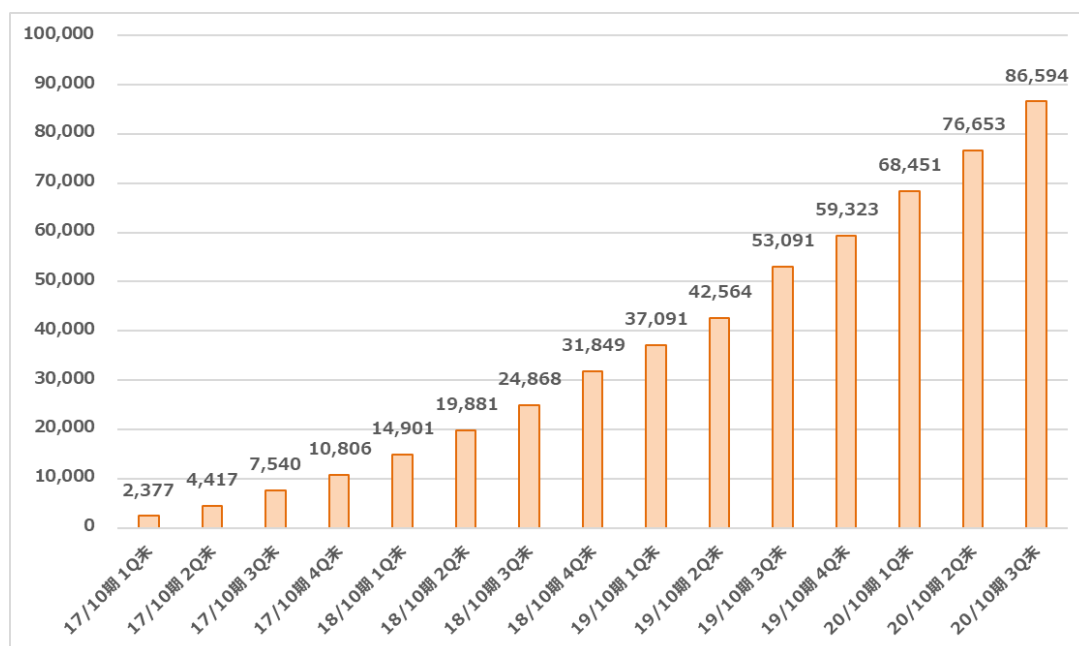


(出所) GA technologies 決算説明会資料

16 年 8 月に「RENOSY」をリリースした後、買い手側となる会員数は増加し続けており、20 年 7 月末の時点で 86,594 名に達している（図表 3）。また、会員数の増加に応じて成約数も増加しているが、四半期ベースでの期中平均会員数に対する成約率は 1%前後で推移している（図表 4）。

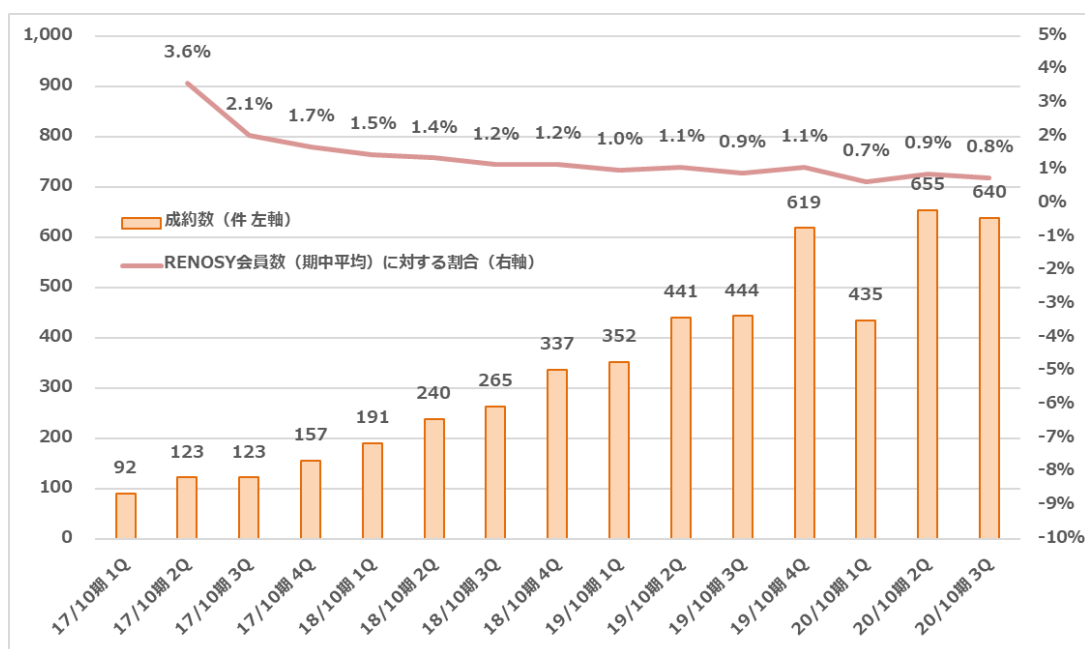
【 図表 3 】「RENOSY」の登録会員数の推移

(単位:人)



(出所) GA technologies 決算説明会資料

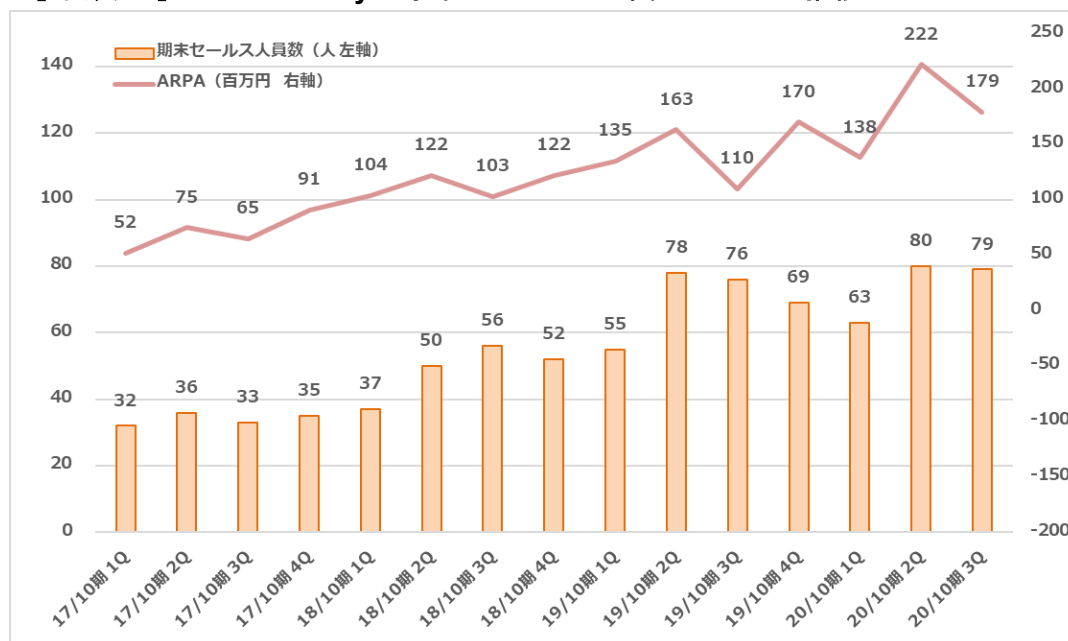
【 図表 4 】RENOSY iBuyer 事業の成約数の推移



(出所) GA technologies 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

一方、成約数の増加を支えているのは、更なる IT 化による業務プロセスの高速化(質の改善)と、成約に導くセールス人員の増員(量の拡大)である。後者を見ると、四半期ごとの増減はあるものの、セールス人員及び ARPA(セールス人員 1 人当たり収入)の両方が伸びている(図表 5)。

【図表 5】RENOSY iBuyer 事業のセールス人員と ARPA の推移



(出所) GA technologies 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ RENOSY Living 事業

RENOSY iBuyer 事業が、「投資する」ための物件に関するサービスを提供するのに対し、RENOSY Living 事業は、「自分が住む」ための物件の売買または賃貸に関するサービスを提供している。RENOSY iBuyer 事業で培ったリソースやノウハウを最大限活用するというのが基本方針だが、自社で物件を仕入れて販売する RENOSY iBuyer 事業とは異なり、RENOSY Living 事業は仲介業のビジネスモデルを採用している。

売買については、住まいに関するコンサルティングとして、戸建やマンション、新築や中古といった物件の種類による垣根を越えてワンストップで対応するのが特徴であるが、対象とする物件の主な条件は以下の 3 点である。

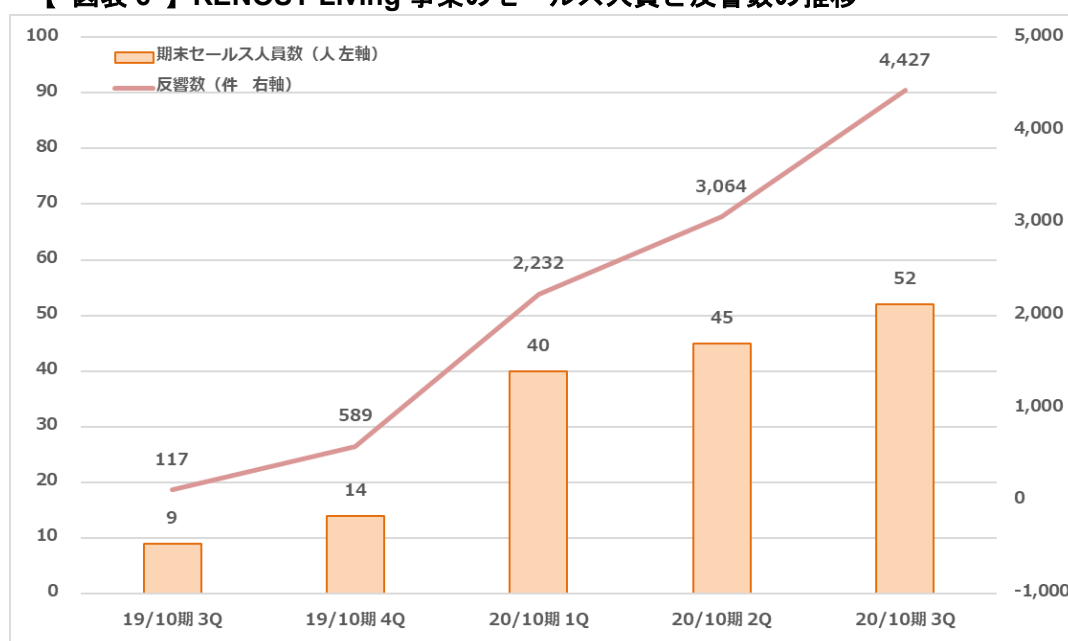
(1) 中間所得者層向けの住まい

- (2) 東京 23 区、神奈川、千葉、埼玉
- (3) 新築マンション、新築戸建、中古マンション、
中古リノベーションの物件

「RENOSY」のほか、19 年 12 月に経営権を取得した、高所得者層への賃貸仲介を主な事業とする Modern Standard のウェブサイトで集客を行っている。両方を合わせて月間約 250 万ページビュー、約 70 万ユニークユーザーの訪問を集めている。

これらのサイトを通じた集客に対し、反響数も増加している。反響数の増加に対応するために、同社ではセールス人員を増やしている(図表 6)。

【図表 6】RENOSY Living 事業のセールス人員と反響数の推移



(出所) GA technologies 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ ITANDI 事業

ITANDI 事業は、18 年 11 月のイタンジの買収で加わった事業で、「不動産を借りる」プロセスに関するサービスを提供している。管理会社向け SaaS サービスの展開を開始した後、管理会社向け SaaS システムを通して集まるリアルタイム物件データを活用して、サービスの種類を増やしてきた。

現在は、管理会社向け SaaS^{※2}や仲介会社向け SaaS といったシステムの利用に対して事業者から収益を得るサービスと、セルフ内見型賃

注2) SaaS

Software as a Serviceの略。

必要な機能を必要な分だけ

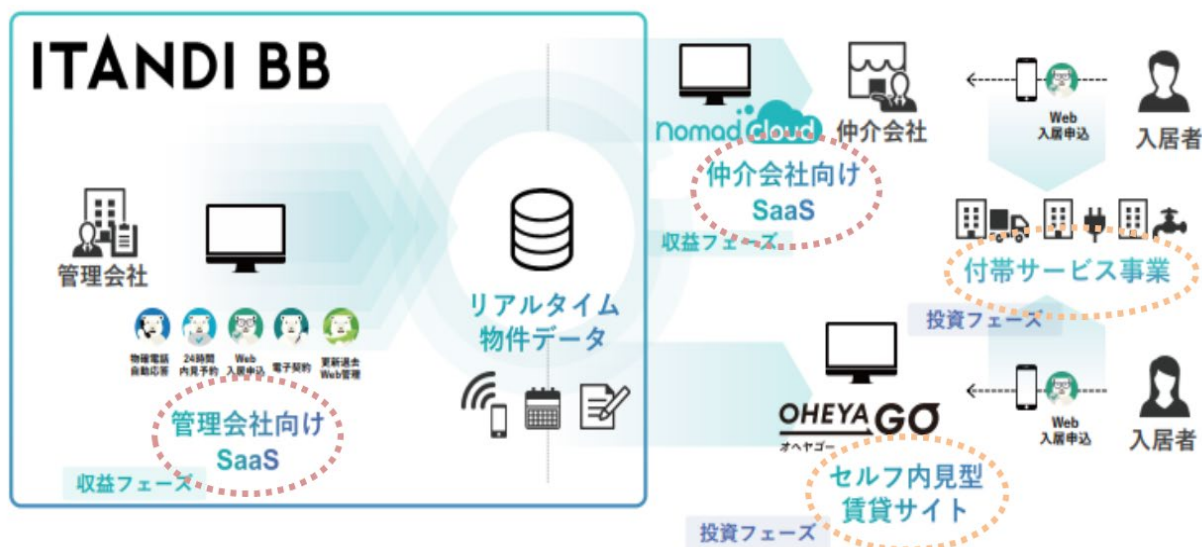
サービスとして利用できるように

したソフトウェア、もしくはその

提供形態のことを指す。

貸サイト (OHEYA GO) や付帯サービス事業といった入居者の行動により収益が発生するサービスを展開している (図表 7)。

【 図表 7 】 ITANDI 事業のサービス

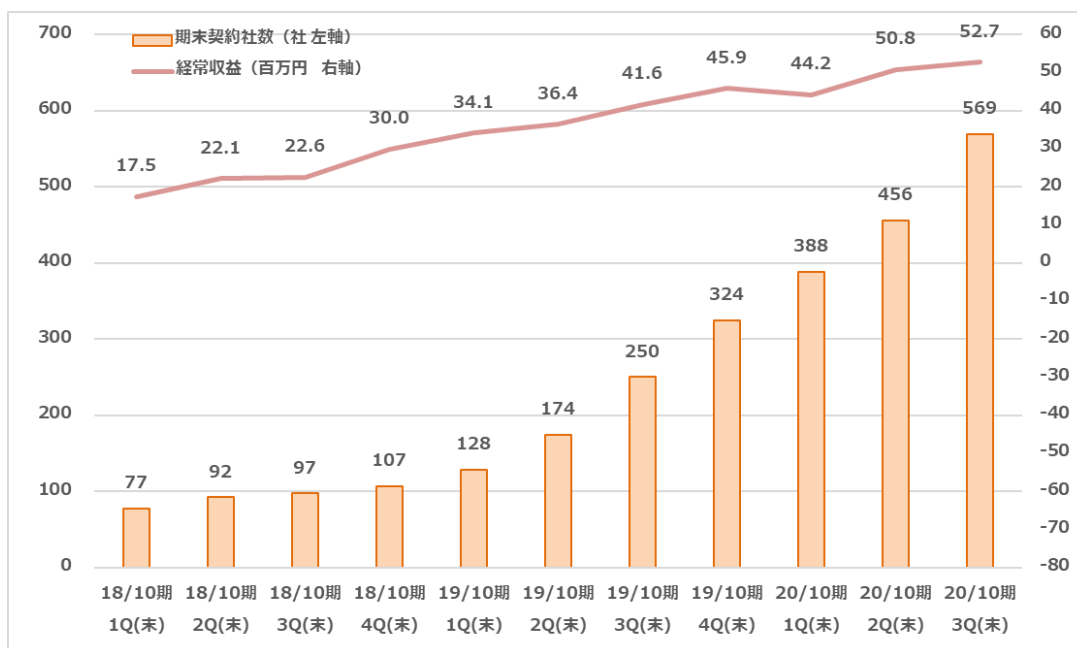


(出所) GA technologies 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

管理会社向け SaaS は、物件確認電話自動応答、24 時間内見予約、Web 入居申込、電子契約、更新退去 Web 管理といった、「ITANDI BB」シリーズとして展開されている管理会社向けのツールを SaaS で提供するものである。システム契約している管理会社に対して月額で課金するものであり、契約社数の増加とともに経常収益が積み上がっている。20/10 期第 3 四半期末の契約社数 569 社に対し、20/10 期第 3 四半期累計期間において 147.7 百万円の経常収益を得ている (図表 8)。

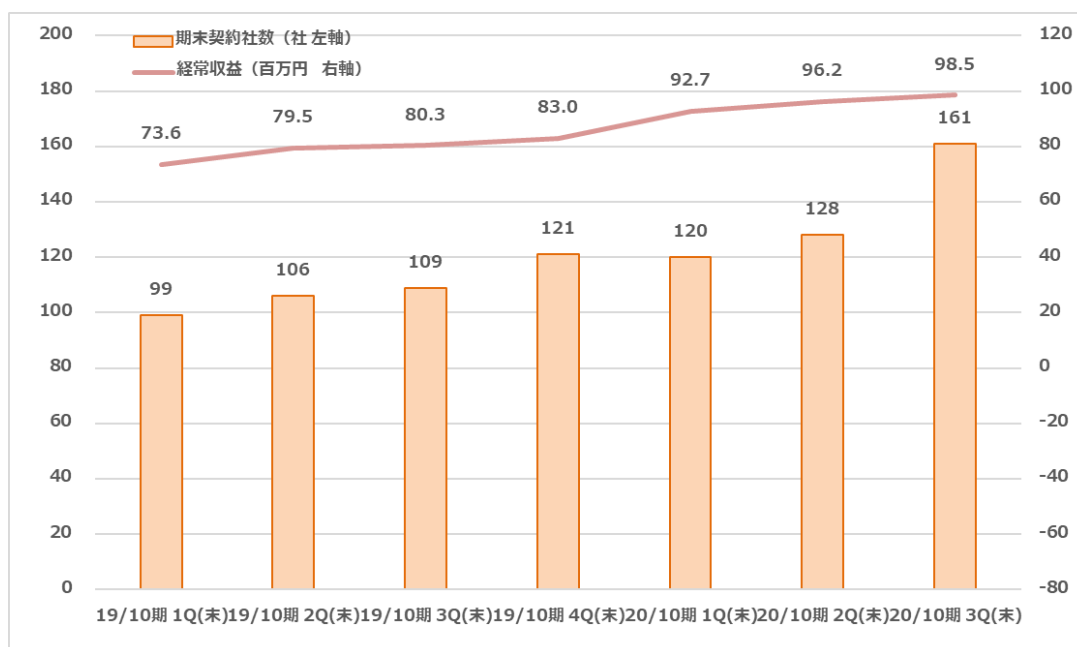
仲介会社向け SaaS は「Nomad cloud」の名称で展開しており、管理会社向け SaaS と同様のビジネスモデルで、契約している仲介会社数の増加とともに経常収益が積み上がっている。20/10 期第 3 四半期末の契約社数 161 社に対し、20/10 期第 3 四半期累計期間では 287.4 百万円の経常収益を得ている (図表 9)。

【図表8】ITANDI事業の管理会社向けSaaSの契約社数と経常収益の推移



(出所) GA technologies 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表9】ITANDI事業の仲介社向けSaaSの契約社数と経常収益の推移



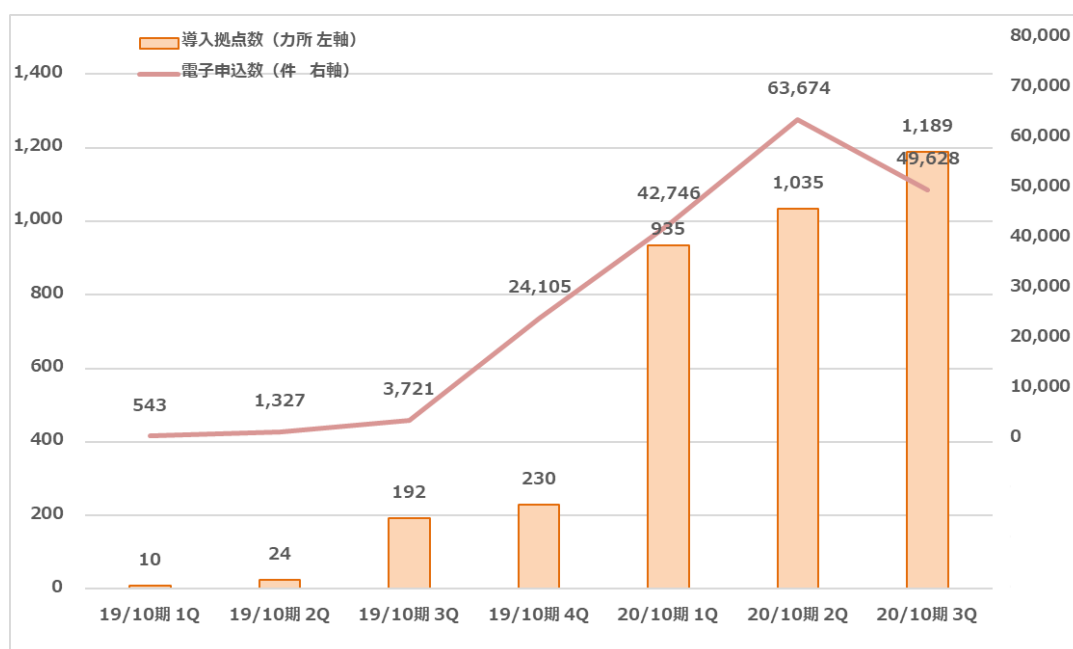
(出所) GA technologies 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

セルフ内見型賃貸サイト (OHEYA GO) は 19 年 10 月に始まったサービスである。サイト経由で入居者が内見を申し込み、不動産業者の立ち合いなしで入居者が内見を行い、気に入ったら入居を申し込みというサービスである。入居申し込み後に仲介が成約した時点で同社は収益を認識する。

申込管理会社向け SaaS の導入社数の増加に連動して掲載物件数が順調に拡大している。掲載物件数は、サービスを開始したばかりの 19/10 期末時点で 823 件だったが、20/10 期第 3 四半期末には 6,221 件まで増加している。

付帯サービス事業は、「Web 入居申込」のサービスを利用して入居した人が、付帯サービスとしてインターネット回線や電気、ガス等のサービスを申し込んだ場合に、同社が送客手数料を得る事業で、引越需要に影響を受けやすい。20/10 期第 3 四半期末の導入拠点数は 1,189 カ所まで増加し、20/10 期第 3 四半期の 3 カ月間の電子申込数は 49,628 件となっている (図表 10)。

【 図表 10 】 ITANDI 事業の付帯サービス事業の導入拠点数と電子申込数の推移



(注) 導入拠点数は各期末時点の数値、電子申込数は各四半期の数値

(出所) GA technologies 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 積極的な M&A

不動産業界全体の DX の推進に向けて、同社は M&A を積極的に行っている。具体的な目的として、同社は、提携不動産業者獲得、優良顧

客獲得、メディア強化、サービスカバレッジ拡大、既存事業強化の5点を挙げている。

同社としては上記の目的に合っているかどうかを検証するとともに、代表取締役社長が被買収会社のマネジメントに入ることを必須条件とするなど、M&A後の展開を見据えて可否を決定している。その結果、18年7月の上場後、5社のM&Aを実施した(図表11)。

【図表11】上場後のM&Aの事例

被買収企業		イタンジ	リーガル賃貸保証	イエスリノベーション	Modern Standard	神居秒算
買収完了年月		18年11月	18年11月	19年9月	20年1月	20年9月
事業内容		不動産事業者向けシステム	家賃債務保証	リノベーションサービス	高級賃貸サービスサイト	中国の投資家向けの日本不動産のプラットフォーム
M&A の 目的	提携不動産業者獲得	✓				✓
	優良顧客獲得				✓	✓
	メディア強化	✓			✓	✓
	サービスカバレッジ拡大	✓	✓	✓	✓	✓
	既存事業強化	✓	✓	✓	✓	✓

(出所) GA technologies決算説明会資料、プレスリリースより証券リサーチセンター作成

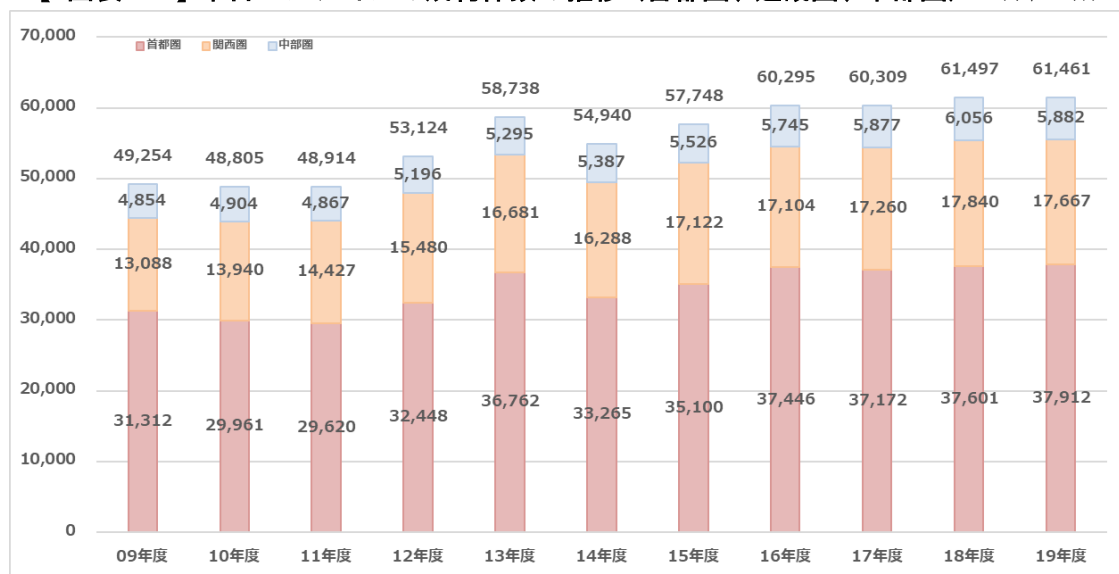
> 業界環境と競合

◆ 中古マンション市場の動向

現在の同社の売上高と利益は、「RENOSY」をベースとした投資用中古マンションの販売によるものが中心であるため、中古マンション市場の動向を確認しておきたい。

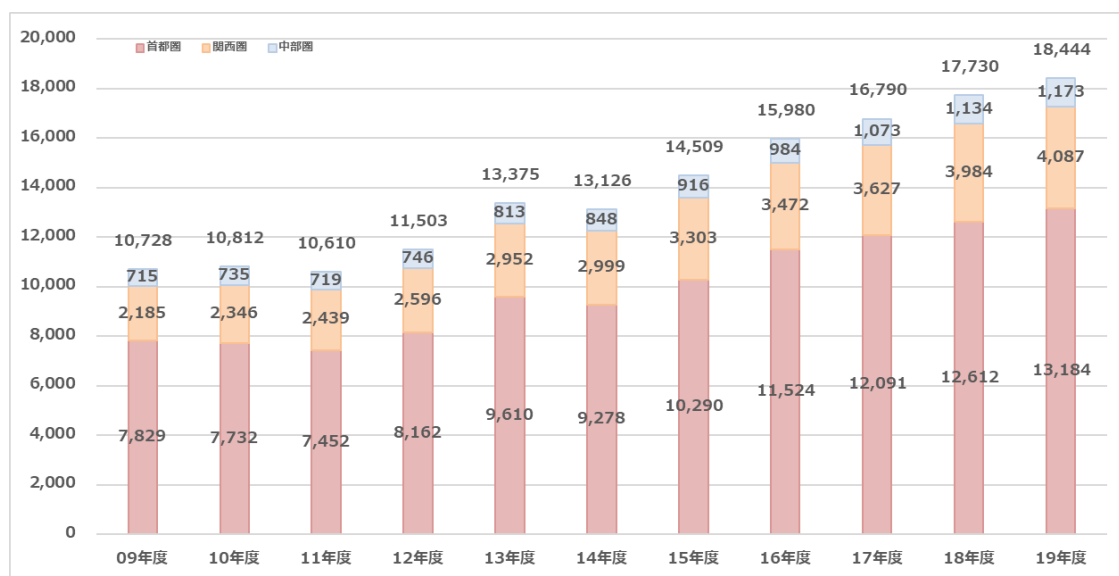
東日本不動産流通機構、近畿圏不動産流通機構、中部圏不動産流通機構がまとめた「中古マンションの基本指標」によると、19年度の首都圏、近畿圏、中部圏の3大都市圏の中古マンションの成約件数は61,461件、成約金額は1兆8,444億円である(図表12、図表13)。居住目的で購入される物件や、投資目的であっても同社がメインターゲットとしていないファミリー向け物件も含まれるが、ここ数期間の成約件数は60,000~61,000件台で推移する一方で、成約金額の増加が続いている状況にある。

【図表 12】中古マンションの成約件数の推移(首都圏、近畿圏、中部圏) (単位: 件)



(出所) 東日本不動産流通機構、近畿圏不動産流通機構、中部圏不動産流通機構「中古マンションの基本指標」より証券リサーチセンター作成

【図表 13】中古マンションの成約金額の推移(首都圏、近畿圏、中部圏) (単位: 億円)



(出所) 東日本不動産流通機構、近畿圏不動産流通機構、中部圏不動産流通機構「中古マンションの基本指標」より証券リサーチセンター作成

◆ 事業者向けの不動産テック市場

18年に実施された矢野経済研究所の国内の不動産テック市場に関する調査によると、情報通信技術を活用して不動産業務に関する課題を解決する、いわゆる不動産テックと言われるサービスのうち、17年度の事業者向けサービスの市場規模は861億円と推計している。これ

が年平均成長率 32.8%のペースで拡大し、20 年度には 2,015 億円になると予測している。

◆ 競合 (1) ～ 不動産流通プラットフォーム

同社の特徴のひとつである「RENOSY」のような不動産流通プラットフォームは他にも存在する。

総合的に展開しているものとしては、リクルートホールディングス (6098 東証一部) のグループ会社のリクルート住まいカンパニー (東京都港区) が運営する「SUUMO」や、L I F U L L (2120 東証一部) が運営する「ホームズ」がある。

また、領域を絞って展開しているものとしては、ソニー (6758 東証一部) と Z ホールディングス (4689 東証一部) が主要株主である S R E ホールディングス (2980 東証マザーズ) が運営する売主と買主をダイレクトにつなげる不動産売買プラットフォームの「おうちダイレクト」や、ファーストロジック (6037 東証一部) が運営する投資用不動産サイト「楽街」、ツクルバ (2978 東証マザーズ) が運営する中古住宅仲介サイト「cowcamo」等が挙げられる。

◆ 競合 (2) ～ 中古区分マンション投資

同社は、不動産流通プラットフォームを運営するのと同時に、投資用の中古区分マンションの仕入・販売も行っており、収益の多くを依存している。このため、同社のようにテクノロジーに重点を置かず、旧来の方法で投資用の区分マンションの販売を行っている企業とも競合関係にあると言えよう。

その観点では、東京 23 区と横浜に集中してマンション開発・販売を手掛け、建物管理事業も行うプロパティエージェント (3464 東証一部) を筆頭に、東京 23 区の中古ワンルームマンション投資を手掛ける日本財託 (東京都新宿区)、東京と横浜中心に新築・中古ワンルームマンションの販売を手掛ける湘建 (神奈川県横浜市)、東京 23 区の中古ワンルームマンション投資やリノベーション投資を手掛けるリズム (東京都渋谷区) 等が競合先になることが考えられる。

◆ 競合 (3) ～ ITANDI 事業で手掛ける不動産事業者向けサービス

ITANDI 事業で提供している不動産事業者向け SaaS サービスの領域では、いい生活 (3796 東証二部) が運営する「ES いい物件 One」が一部機能面で競合先となりえよう。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ～ 現代表取締役社長が創業

代表取締役社長の樋口龍氏は、サッカー選手として世界を目指していたが、怪我の影響等によりサッカーの世界から離れることとなった。実業の世界に移るにあたって、厳しい環境に身を置きたいということで選んだのが不動産業界であり、07 年から約 5 年、中堅のデベロッパー会社に勤めた。

実業の世界に移る早い時点から IT に強い関心を持っていた樋口氏は、不動産業界の IT 化が遅れていることを痛感した。同時に、不動産業界のアナログな業務プロセスにテクノロジーを実装していくことに大きな事業機会があることに確信を持ち、13 年 3 月に GA を設立した。

社名の GA は、Genuine (「本物の、真の」) と Ambition (「大望、大志」) の頭文字をとったものであり、日本国内にとどまらず、世界を目指す志が込められている。なお、社名は 14 年 1 月に Global GA に、16 年 7 月には現在の GA technologies へと変更されてきた。

◆ 沿革 2 ～ 開発体制の整備

不動産業界での IT 化に事業機会を見出したとは言え、IT ビジネスの経験がなかった樋口氏は、システム開発体制の構築から始めなくてはならなかった。

エンジニアを採用するなど約 2 年かけてシステム開発部門を整えた後、AI (人工知能) の開発体制の整備に着手した。その成果は早くに出て、現在の社名に変更した 16 年 7 月に、横浜国立大学及び首都大学東京のそれぞれと AI の共同研究を開始するに至った。

◆ 沿革 3 ～ 「RENOSY」の開始

不動産業界と言ってもいくつもの分野があるが、同社が最初に着目したのは、不動産投資の分野である。それは、市場規模が大きい一方で寡占状態になるほどの大きなシェアを持っている会社が存在しておらず、参入した際の勝機があると判断したためである。

さらに、不動産投資分野の業務の IT 化と並行して、中古不動産に特化した不動産流通のためのポータルサービス「RENOSY」を 16 年 8 月に開始した。なお、同じタイミングで同社は一般建設業許可を取得しており、リノベーションを含めた不動産に関わる全業務を一気通貫で提供していくという姿勢が表れている。

翌 17 年 6 月には大阪支社を、18 年 5 月には名古屋営業所を開設し、

営業エリアを広げていった。そして、18年7月には東京証券取引所マザーズに上場した。

◆ 沿革4 ～ M&A 等による事業領域の拡大

上場時、同社の事業は「RENOSY」をベースとした投資用不動産の買取再販が中心で、居住者自身が住むための物件の不動産仲介は本格化し始めた段階であった。しかし、上場後は、M&A も活用しながら、事業領域の拡大が加速していった。

具体的には、18年11月にイタンジをグループ化して、不動産賃貸分野向けのサービスに新規参入するとともに、19年12月には高級賃貸サービスサイトを運営する Modern Standard をグループ化して、居住用物件の不動産仲介分野への展開を本格化していった。また、新サービスの展開を加速することを目的とした18年11月のリーガル賃貸保証のグループ化や、既存の「RENOSY」のサービスの強化を目的に19年9月にイエスリノベーションのグループ化を行った。

同社は M&A だけではなく、自律的な拡大も追求してきた。18年11月に不動産に関するクラウドファンディングを行うための RENOSY FINANCE を、19年11月に不動産取引に関わる様々な業務を IT で再構築した BtoB サービス提供を目指す RENOSY X(リノシー・クロス) を設立し、業務領域を広げていった。

◆ 沿革5 ～ 相次ぐ新規サービスの投入

また、同社の得意技である、実務にテクノロジーを実装したサービスも相次いで投入されている。具体的には、19年1月開始の不動産オーナー向けアプリ、19年4月開始のオンライン融資申込・審査システム「Mortgage Gateway (モーゲージ ゲートウェイ)」、19年5月開始の中古マンション売却サービス「RENOSY SELL (リノシーセル、現 RENOSY スマート売却)」等がある。また、グループ会社のイタンジでも、19年7月開始の電子契約サービス「電子契約くん」、19年9月にサイトオープンとなったセルフ内見型お部屋探しサイト「OHEYAGO (オヘヤゴー)」等を相次いで投入してきた。

こうして、賃貸、仲介、投資といった住宅系不動産に関わる領域での事業拡大が続いている。

◆ 企業理念

同社は、経営理念として「テクノロジー×イノベーションで、人々に感動を。」を掲げ、「ユーザーが未だ体験したことがない、世界を変えるようなサービスを創る」ことと、「常識にとらわれず、既存の枠組

みを積極的に変え、ユーザーに新しい価値を提供する」ことを不動産業界で実現していくことを目指している。

◆ 株主

上場前の18年6月時点と20年4月末時点の上位株主の状況は図表14の通りである。

20年4月末時点で、代表取締役社長の樋口龍氏が筆頭株主で39.23%を保有している。第2位の樋口氏の資産管理会社である合同会社GGAの19.20%と合わせると、58.43%の保有となる。

役員関係では、第6位に社外取締役の久野良木健氏の2.63%、第7位に専務取締役の清水雅史氏の2.50%、第9位に樋口龍氏の実弟である取締役の樋口大氏の1.90%の保有が見られる。

なお、上場前には事業会社やファンドの保有が見られたが、その大半は既に売却されている模様である。

【 図表 14 】 大株主の状況

	上場前(18年6月)			20年4月末時点 (20年10月31日の株式分割前)			20年4月末時点 (20年10月31日の株式分割後株数換算)			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (千株)	割合	順位	株数 (千株)	割合	順位	
樋口 龍	1,900,000	52.64%	1	3,800	39.23%	1	11,400	39.23%	1	代表取締役社長CEO
合同会社GGA	930,000	25.77%	2	1,860	19.20%	2	5,580	19.20%	2	代表取締役の資産管理会社
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	0	0.00%	-	680	7.02%	3	2,040	7.02%	3	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口9)	0	0.00%	-	377	3.90%	4	1,131	3.90%	4	
THE BANK OF NEW YORK MELLON 140051	0	0.00%	-	356	3.68%	5	1,068	3.68%	5	
久野良木 健	127,560	3.53%	4	255	2.63%	6	765	2.63%	6	社外取締役
清水 雅史	100,000	2.77%	6	242	2.50%	7	726	2.50%	7	専務取締役
THE BANK OF NEW YORK 133652	0	0.00%	-	196	2.02%	8	588	2.02%	8	
樋口 大	0	0.00%	-	184	1.90%	9	552	1.90%	9	取締役 代表取締役社長CEOの実弟
松田 啓介	0	0.00%	-	122	1.27%	10	366	1.27%	10	
株式会社TATERU	335,180	9.29%	3	-	-	-	-	-	-	
NTTインベストメント・パートナーズファンド 投資事業組合	106,000	2.94%	5	-	-	-	-	-	-	
株式会社チェンジ	60,000	1.66%	7	-	-	-	-	-	-	
みずほ成長支援第2号投資事業有限責任組合	41,880	1.16%	8	-	-	-	-	-	-	
スガントパートナーズ株式会社	8,500	0.24%	9	-	-	-	-	-	-	
(大株主上位10名)	3,609,120	100.00%	-	8,074	83.35%	-	24,222	83.35%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	502,700	13.93%	-	913	9.43%	-	2,739	9.43%	-	
発行済株式総数	3,609,120	100.00%	-	9,686	100.00%	-	29,060	100.00%	-	

(注) 上場前の発行済株式総数には 642,260 株(上場時株数ベース)の自己株式は含めていない。

18 年 9 月 30 日付で 1:2 20 年 10 月 31 日付で 1:3 の株式分割を実施。上場前は株式分割前の、20 年 4 月末時点は 18 年 9 月 30 日付の株式分割後の株数を記載。

(出所) GA technologies 有価証券届出書、四半期報告書、会社ヒアリング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、創業した 13/10 期以降の数値が開示されており、19/10 期から連結業績も開示されている。

創業来 19/10 期まで 6 期連続の増収で、年平均増収率は 145.6%であった。同期間、経常利益も年平均 60.1%のペースで拡大したが、16/10 期に経常損失を経験している。これは人員増強による人件費の増加や株式上場を目指しての管理体制強化のために採用教育費等を増やしたことが要因である。

◆ 19 年 10 月期は当期純利益以外では期初計画を超過

19/10 期は、売上高が 39,286 百万円（前期比 95.2%増）、営業利益が 1,193 百万円（同 75.9%増）、経常利益が 1,019 百万円（同 59.1%増）、親会社株主に帰属する当期純利益が 510 百万円（同 27.8%増）となった（前期比は 18/10 期の単体との比較）。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 120.3%、営業利益は 114.6%、経常利益は 104.2%となったが、親会社株主に帰属する当期純利益は 78.0%に留まり、期初計画の水準には届かなかった。

売上高の面では、イタンジが新たに連結子会社になったこともあるが、主力事業である RENOSY iBuyer 事業において、セールス人員の新入社員が戦力化してきたこととセールス人員の配置転換による業務効率化が進んだ結果、成約数が予想以上に増加したことが高い増収率をもたらした。この増収効果により、19/10 期第 2 四半期の大幅増員と、成長投資を前倒しで実行したことによる費用増を吸収し、営業利益は大幅増益となった。ただし、売上高営業利益率は前期比 0.4%ポイント低下の 3.0%となった。

資金調達関係の手数料が営業外費用として計上されたため、経常利益の伸びは営業利益の伸びよりも低かった。また、本社移転に伴って発生した旧本社の減損損失と、解約による違約金が特別損失として計上されたため、親会社株主に帰属する当期純利益が期初計画に届かなかった。

◆ 上場時の公募増資により自己資本は改善

18 年 7 月の上場時に公募増資及び自己株式処分を行った結果、17/10 期末に 33.6%であった自己資本比率は、18/10 期末には 55.2%まで改善した。その後、事業拡大のための借入の増加等により、連結ベースの自己資本比率は 19/10 末には 48.6%まで低下した。

> 他社との比較

◆ 不動産業界の中で同社の特徴と類似性がある上場企業と比較

不動産業界の中で、同社の事業の特徴との類似性を持つ上場企業と財務指標を比較した。

自社でエンジニアを抱える不動産テック企業のうち、自ら物件の仕入・販売も行っている企業としてSREホールディングスを選定した。

「RENOSY」のような不動産流通プラットフォームの運営を行っている企業としてはファーストロジックを、同社の売上高、利益の中心である投資用の区分マンションの販売を行っている企業として、プロパティエージェント、ムゲンエステート(3299 東証一部)を選んだ(図表15)。

指標を比較して最も目立つのが、同社の売上高及び総資産の成長性の高さであり、他社を大きく上回っている。一方、他社を大きく下回っているのが、収益性を示す売上高営業利益率(直近期が赤字のツクルバを除く)と、財務の安全性を示す流動比率である。これらから、成長を求めて積極的に投資している状況がうかがえよう。すなわち、成長のために費用をかけたことで売上高営業利益率が低下し、キャッシュを投資に回したことで流動比率が低下しているものと考えられる。

【図表15】財務指標比較：不動産業界で類似の特徴を持つ企業

項目	銘柄		GA technologies	SRE ホールディングス	ファーストロジック	ツクルバ	プロパティ エージェント	ムゲンエステート
		コード	3491	2980	6037	2978	3464	3299
		直近決算期	19/10期	20/3期	20/7期	20/7期	20/3期	19/12期
類似性のある特徴			-----	自社エンジニア 物件の仕入・販売	不動産流通 プラットフォーム	不動産流通 プラットフォーム	投資用不動産販売	中古不動産 買取・再販
規模	売上高	百万円	39,286	3,850	1,671	1,718	22,674	39,677
	経常利益	百万円	1,019	717	867	-159	1,545	2,493
	総資産	百万円	11,839	8,054	3,942	2,162	24,724	68,512
収益性	自己資本利益率	%	12.5	9.2	16.4	-33.9	17.0	7.6
	総資産経常利益率	%	12.5	11.8	23.0	-7.9	6.5	3.7
	売上高営業利益率	%	3.0	19.4	51.9	-8.8	8.4	8.0
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	94.1	23.0	-2.3	70.5	23.1	-11.6
	経常利益（同上）	%	—	—	1.1	—	18.3	-24.1
	総資産（同上）	%	154.0	35.5	13.9	63.1	19.1	5.6
安全性	自己資本比率	%	48.6	88.0	94.2	49.6	24.5	33.2
	流動比率	%	202.3	853.9	1,565.2	543.3	223.3	528.2
	固定長期適合率	%	69.4	14.5	9.0	27.1	4.4	7.4

(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(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)
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)
GA technologiesは19/10期より、SREホールディングスは19/3期より連結決算のため、3期前は単体の数値を使用
GA technologies、SREホールディングス、ツクルバの3期前は経常損失で、経常利益の成長性はなし。
(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、創業当初より不動産テック企業としてのビジネスモデル構築を進めてきた代表取締役社長の存在にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 16 に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本の「経営陣」に属する、代表取締役社長の存在にあると考えられる。RENOSY iBuyer 事業で利益を創出できるようになったのは、IT 化の進んでいない不動産業界において、DX を最大限活用してビジネスモデルを構築、強化し続けてきたためだが、創業来一貫してそれを推し進めることができたのは、代表取締役社長の強力なリーダーシップによるところが大きい。

そのビジネスモデルの構築、強化を支えてきたのが、DX を推進してきたシステム及び AI の開発を行う開発体制の存在である。エンジニア出身ではない代表取締役社長が、リーダーシップをもって一から開発体制をつくり上げていった。そして、そのビジネスモデルの上で営業体制を増強することにより、関係資本である顧客が積み上がっていった。

【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	・RENOSY iBuyer事業の顧客	・「RENOSY」登録会員数	59,323人(19/10期末) 86,594人(20/10期3Q末)
			・「RENOSY ASSET」のウェブサイトへのアクセス	月間約50万のページビュー(PV) 約40万のユニークユーザー(UU)
			・RENOSY iBuyer事業の成約数	1,856件(19/10期) 1,730件(20/10期3Q累計)
		・RENOSY Living事業の顧客	・「RENOSY」の関連サービスと「MODERN STANDARD」のウェブサイトへのアクセス	月間約200万のページビュー(PV) 約30万のユニークユーザー(UU)
			・RENOSY Living事業の反響数	9,522件(20/10期3Q累計)
		・ITANDI事業の顧客	・SaaSサービスを利用する管理会社	324社(19/10期末) 569社(20/10期3Q末)
			・SaaSサービスを利用する仲介会社	121社(19/10期末) 161社(20/10期3Q末)
			・OHEYA GOの掲載物件数	823件(19/10期末) 6,221件(20/10期3Q末)
			・付帯サービス事業のWeb入居申込の電子申込数	156,048件(20/10期3Q累計)
	ブランド	・サービスブランドの知名度	・「RENOSY」ブランドの知名度	具体的な数値はないが、 まだ知名度の上昇余地は大きいと推察
組織資本	プロセス	・RENOSY iBuyer事業の体制	・不動産事業者に対する「ITANDI」ブランドの知名度	具体的な数値はなし
			・AI技術に関する共同研究	首都大学東京 横浜国立大学
			・外注先	詳細の開示なし
		・RENOSY Living事業の体制	・RENOSY iBuyer事業のセールス人員数	69人(19/10期末) 79人(20/10期3Q末)
			・RENOSY iBuyer事業のARPA	110百万円(19/10期3Q) 179百万円(20/10期3Q)
			・RENOSY iBuyer事業の在庫回転率	約27.6回/年
		・ITANDI事業の体制	・RENOSY Living事業のセールス人員数	14人(19/10期末) 52人(20/10期3Q末)
			・イタンジの従業員数	23人
			・国内の本社、支社、営業所	6カ所(東京 大阪 札幌 横浜 名古屋 福岡)
	知的財産 ノウハウ	・エリア展開	GA X-Tech BASE 国内の本社、支社、営業所以外の拠点	RENOSY STAND SHIBUYA
人的資本	経営陣	・開発体制	・エンジニアの人数	約130名 全社員の30%強(20/10期3Q末時点)
			・創業以来の年数	13年3月より7年経過
			・創業以来の年数	13年3月より7年経過
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	11,400千株(39.23%) *資産管理会社の持分を含むと 16,980千株(58.43%)
			・代表取締役社長以外の取締役による保有 *監査等委員は除く	1,665千株(5.88%)(19/10期末)
			・役員報酬総額(取締役) *社外取締役、監査等委員は除く	105百万円(6名)(19/10期)
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結347名 単体314名(19/10期末)
			・平均年齢	30.5歳(単体)(19/10期末)
			・平均勤続年数	1.6年(単体)(19/10期末)
		・インセンティブ	・従業員持株会	あり
			・ストックオプション	2,730,360株(9.39%)*取締役保有分も含む (20/10期3Q末)

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は20/10期上期、または20/10期上期末のものとする

20年10月31日時点で1:3の株式分割を実施。株数は株式分割後ベースに直している。

(出所) GA technologies 有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の IR 資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

不動産業界が抱える、情報の非対称性、IT 化の遅れ、低い中古不動産流通量という 3 つの課題に対し、同社は、自社のビジネスモデルを業界全体に展開していく方針である。そのことが、業界全体の DX を進め、ひいては社会への貢献に資すると考えている。

本業とは別に、SDGs や ESG にも積極的に取り組んでいる。具体的には、川崎フロンターレのオフィシャルスポンサーや、日本ブラインドサッカー協会のパートナーとして、スポーツ団体を支援している。また、スポーツ選手のキャリア支援も行っている。

また、女性の社会進出への支援も積極的に行っている。その結果、同社の女性社員比率は 31.5%と、不動産業界全体の平均の 7.2%を大きく上回る水準になっている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は 8 名の取締役で構成されている。20 年 1 月 28 日開催の株主総会をもって、監視等委員会設置会社に移行している。取締役の久夛良木健氏と取締役監査等委員 3 名の合計 4 名が社外取締役である。

久夛良木健氏は、ソニー・コンピュータエンタテインメント（現ソニー・インタラクティブエンタテインメント）の代表取締役やソニーの取締役副社長兼 COO 等を歴任してきた。現在は、サイバーアイ・エンタテインメントの代表取締役 CEO、楽天（4755 東証一部）の社外取締役、アセントロボティックスの代表取締役社長兼 CEO、スマートニュースの社外取締役等を兼任している。

中島和人氏は、東急不動産に長く勤め、いくつもの東急不動産のグループ会社の監査役を歴任し、東急不動産ホールディングス（3289 東証一部）の常勤監査役も経験した。その後、東急不動産の顧問にも就任した。

松葉知久氏は弁護士であり、増田パートナーズ法律事務所のパートナーである。現在は GMO ドメインレジストリの社外監査役を兼任している。

猿渡裕子氏は公認会計士及び税理士であり、東陽監査法人に所属して

いる。現在はカーセブンディベロップメントの社外取締役を兼任している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 「RENOSY」の認知度向上とブランディング強化

同社の競争力の源泉のひとつが不動産流通プラットフォーム「RENOSY」であり、新規会員の増加をはじめ「RENOSY」の更なる活性化が今後の成長には必要不可欠である。同社では、「RENOSY」の認知度向上及びブランディング強化を主要な課題としており、その一環として、展開しているサービスの多くに「RENOSY」の名称をつけるなど、統一ブランドとして育成する意向を示している。

また、現在はまだ行っていないが、「RENOSY」をオープン化し、外部の第三者に開放してシステム連携ができるようにする予定であり、これも認知度向上に資するものと同社は期待している。

◆ RENOSY Living 事業と ITANDI 事業の黒字化

RENOSY iBuyer 事業は利益を生み出すフェーズに入っているが、RENOSY Living 事業と、SaaS サービス以外の ITANDI 事業はまだ事業拡大を優先する投資フェーズにあり、費用先行のために現時点では利益貢献していない。両事業の規模拡大を通じた黒字化に向け、投資を行っていく方針である。

> 今後の事業戦略

◆ 不動産業界全体の DX が戦略の根幹

同社は、情報の非対称性、IT 化の遅れ、中古不動産流通量の少なさといった不動産業界が抱える課題を解消するために、業界全体に DX が必要と考えている。そのために、同社は、既存の RENOSY 事業の強化とともに、自社サービスの外販を行っていくとしている。

◆ 既存事業の強化と自社サービスの外販

既存の RENOSY 事業の強化については、(1)「RENOSY」等のメディア強化による優良顧客の獲得、(2)リアルとテックの更なる融合、(3)サービスカバレッジの拡大を進めていくとしている。

自社サービスの外販については、(1) 優良顧客が集まるメディアのオープン化、(2) リアルとテックの融合による業界全体の DX の推進を想定している。

◆ 中長期的には不動産業界の隣接業界への進出

また中長期的には、不動産業界の DX のノウハウをベースに、建設業界や金融業界、保険業界といった不動産業界の隣接領域への進出を目指すとしている。

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)	・DXをフルに活用したビジネスモデルの確立（RENOSY iBuyer事業） - テクノロジーとリアル（不動産）との融合の体現 - DXによる各業務プロセスにかかる労力省力化と効率性向上 - 仕入から販売までの時間短縮及び在庫回転の速さ→資金効率の向上 ・不動産流通プラットフォーム「RENOSY」のメディアパワー - 中古不動産の掲載件数の多さ ・内製化しているシステム開発力 - 社内のエンジニアの多さ ・AIに関する知見とノウハウの蓄積 - 大学との共同研究や産学連携等 ・スピード感のある経営
弱み (Weakness)	・「RENOSY」ブランドの認知度がまだ高い状況 ・代表取締役社長への依存度の高い事業運営
機会 (Opportunity)	・IT化が遅れている不動産業界におけるDX進展による変化（業界のDXシフト） ・規制緩和の推進、不動産業界の商習慣の変化、業界構造の変化 ・中古住宅流通市場の拡大 ・不動産テック市場の拡大 ・現在投資フェーズにあるITANDI事業とRENOSY Living事業の黒字化 ・AIを活用した新サービスの投入 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	・競争の激化の可能性 - 中古不動産 - 不動産事業者向けSaaSサービス ・「RENOSY」の登録者が増えない可能性 ・不動産業界を取り巻く外部環境の変化 - 景気悪化や地価下落等 ・M&Aにおいて期待したほどの成果が得られない可能性 ・必要な人材が集まらない可能性 - 特に開発と営業 ・新型コロナウイルス禍の影響が長期化する、または悪化する可能性 - RENOSY iBuyer事業における金融機関の稼働の低下や、各事業での営業の停滞

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ RENOSY iBuyer 事業の高成長の要因分解

不動産取引の方法は歴史や商習慣に深く根ざしたものであり、取引の安全性や利便性を目的に、多くの人が関与する分業のような仕組みが採られてきた。それが不動産取引の効率性を阻害する要因となってお

り、不動産業界の IT 化が進まなかった理由のひとつと考えられる。

同社は不動産業界における IT 化の遅れに対する問題意識をベースに創業された。IT 化、今で言う DX によって、不動産の仕入から販売までの各業務プロセスで人が介在する部分を最小化し、業務プロセス全体の効率の最大化、すなわちビジネスモデルの「質」を改善し続けてきた。RENOSY iBuyer 事業においては、業務プロセス全体の効率最大化が相当に進行し、在庫回転期間の短縮という目に見える形での成果を上げている。

そして、この効率性の高い業務プロセスの下で、セールス人員を増やすことで、取引の「量」の拡大も追求できるようになっている。つまり、RENOSY iBuyer 事業は、DX による「質」の改善を進めた上で、人員という経営資源の投入による取引の「量」の拡大という 2 面での成長が見込める状況になっている。同社は 20 年 8 月に、経済産業省と東京証券取引所が共同で選定した「デジタルトランスフォーメーション銘柄 2020」の 35 銘柄のうち、唯一東証マザーズ市場の銘柄として選出された理由はこの点にあると考えられる。

◆ DX 推進をベースとした成功パターンの横展開の成否に着目

同社の次の目標は RENOSY iBuyer 事業の成功パターンを RENOSY Living 事業に展開していくことである。RENOSY iBuyer 事業が物件の買取販売、RENOSY Living 事業が仲介であるという大きな違いはあるが、DX による「質」の改善と経営資源の投入による取引の「量」の拡大を進めるという基本コンセプトは変わらない。RENOSY Living 事業への横展開が、今後の同社の展開領域がどこになるかを左右する可能性もあるため、RENOSY Living 事業の黒字化のタイミング及び黒字化後の利益貢献の度合いに注目していきたい。

> 今後の業績見通し

◆ 20 年 10 月期会社計画

20/10 期の会社計画は、売上高 61,000 百万円（前期比 55.3%増）、営業利益 1,800 百万円（同 50.9%増）、経常利益 1,530 百万円（同 50.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 770 百万円（同 50.9%増）である。

利益は期初計画の数値が据え置かれているが、売上高は期初計画の 55,000 百万円（前期比 40.0%増）から上方修正されている（図表 18）。

事業ごとの詳細の開示はないが、既存事業では、RENOSY iBuyer 事業の規模拡大と、ITANDI 事業の SaaS サービスの利用増が、全体の増収に貢献する展開が想定されている。さらに、RENOSY Living 事業に関連して、Modern Standard のグループ会社化による増収効果も

見込まれる。一方、RENOSY Living 事業と ITANDI 事業はまだ投資フェーズにあり、費用が先行する状況が続くものと考えられる。

これらの結果、修正後の 20/10 期の売上高営業利益率は、前期と同じ 3.0%になると同社は予想している。期初計画の 3.3%よりは 0.3%ポイントの低下となるが、これは、新型コロナウイルス感染症に係る影響を考慮したためと考えられる。

なお、配当は 19/10 期まで無配だったが、20/10 は未定である。

【図表 18】GA technologies の 20 年 10 月期の業績計画

(単位: 百万円)

	17/10期 単体実績	18/10期 単体実績	19/10期 連結実績	20/10期連結 会社計画			
				期初		1Q時修正	
					前期比		前期比
売上高	9,557	20,126	39,286	55,000	40.0%	61,000	55.3%
売上総利益	1,753	3,522	6,580	-	-	-	-
売上総利益率	18.3%	17.5%	16.8%	-	-	-	-
営業利益	356	678	1,193	1,800	50.9%	1,800	50.9%
売上高営業利益率	3.7%	3.4%	3.0%	3.3%	-	3.0%	-
経常利益	336	641	1,019	1,530	50.0%	1,530	50.0%
売上高経常利益率	3.5%	3.2%	2.6%	2.8%	-	2.5%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	258	399	510	770	50.9%	770	50.9%
売上高当期純利益率	2.7%	2.0%	1.3%	1.4%	-	1.3%	-

(出所) GA technologies 有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 20 年 10 月期第 3 四半期決算

20/10 期第 3 四半期累計期間は、売上高 39,790 百万円（前年同期比 53.8%増）、営業利益 684 百万円（同 50.9%増）、経常利益 522 百万円（同 73.0%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 142 百万円（同 30.3%増）であった。

第 1 四半期に上方修正された 20/10 期会社計画に対する進捗率は、売上高が 65.1%、営業利益が 38.0%である。新型コロナウイルス感染症に関連して発出された緊急事態宣言による影響で、RENOSY iBuyer 事業において金融機関の業務縮小による稼働減があった。その影響で、売上高の進捗にやや遅れがあったようである。なお、売上高より営業利益の進捗率が低いのは季節要因によるところが大きく、主力の RENOSY iBuyer 事業において、第 2 四半期に新たに加わる営業人員が本格的に戦力化するのが第 4 四半期になる関係で、第 2、第 3 四半期では営業効率が低下するためである。

◆ 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 20/10 期業績について、売上高 61,097 百万円（前期比 55.5%増）、営業利益 1,811 百万円（同 51.8%増）、経常利益 1,594 百万円（同 56.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 778 百万円（同 52.6%増）と、会社計画を若干上回る水準を予想した（図表 19）。

当センターでは、20/10 期の業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 事業ごとの売上高の開示がないため、RENOSY iBuyer 事業の売上高は、期末セールス人員数や ARPA といった KPI と齟齬がないかどうかを確かめつつ、成約数と 1 成約当たり売上高を推測して算出した。20/10 期は、成約数が前期比 40.6%増となり、1 成約当たり売上高は約 5%増加するものとした。RENOSY iBuyer 事業の売上高は、全売上高の約 94%を占めるものとした。

(2) RENOSY Living 事業の売上高は、期末セールス人員数とセールス 1 人 1 月当たり売上高を推測して予想した。ITANDI 事業の売上高は、管理会社向け SaaS の経常収益、仲介会社向け SaaS の経常収益、SaaS の経常収益以外の収益の合計とした。これらの結果、RENOSY Living 事業の売上構成比は 4.9%、ITANDI 事業の売上構成比は 1.1%と予想した。

(3) 売上総利益率は、第 3 四半期までの推移を勘案しながら、前期比 1.6%ポイント低下の 15.8%と予想した。ソフトウェアの減価償却費の増加等を考慮した。また、販管費は同 38.6%増としたが、増収効果により売上高販管費率は 1.6%ポイント低下するものとした。売上総利益率の悪化と売上高販管費率の改善が拮抗し、20/10 期の売上高営業利益率は前期と同じ 3.0%と予想した（会社計画も 3.0%）。

21/10 期以降について、21/10 期は前期比 22.9%増収、22/10 期は同 20.4%増収、23/10 期は同 18.6%増収と予想した。RENOSY iBuyer 事業の増収が全体を牽引する状況は変わらないが、RENOSY iBuyer 事業以外の事業の売上成長ペースの方が高くなるものとしたため、RENOSY iBuyer 事業の売上構成比は僅かながら低下していくものとした。売上総利益率は緩やかな低下が続くが、増収効果によって売上高販管費率が改善し、売上高営業利益率は 21/10 期 3.2%、22/10 期 3.7%、23/10 期 4.1%へと上昇していくものと予想した。

【 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)

	17/10期単	18/10期単	19/10期連	20/10期連 CE(1Q修正)	20/10期連 CE(期初)	20/10期連E	21/10期連E	22/10期連E	23/10期連E
損益計算書									
売上高	9,557	20,126	39,286	61,000	55,000	61,097	75,062	90,396	107,192
前期比	77.9%	110.6%	95.2%	55.3%	40.0%	55.5%	22.9%	20.4%	18.6%
RENOSY iBuyer事業	-	-	-	-	-	57,420	70,354	84,645	100,327
前期比	-	-	-	-	-	-	22.5%	20.3%	18.5%
売上構成比	-	-	-	-	-	94.0%	93.7%	93.6%	93.6%
期末セールス人員数(人)	35	52	69	-	-	75	85	95	105
ARPA	-	575	744	-	-	832	938	995	1,056
成約数(件)	495	1,033	1,856	-	-	2,610	3,162	3,762	4,410
RENOSY Living事業	-	-	-	-	-	2,970	3,720	4,554	5,472
前期比	-	-	-	-	-	-	25.3%	22.4%	20.2%
売上構成比	-	-	-	-	-	4.9%	5.0%	5.1%	5.1%
期末セールス人員数(人)	-	-	14	-	-	55	62	69	76
セールス1人当たり1月当たり売上高	-	-	-	-	-	4.50	5.00	5.50	6.00
ITANDI事業	-	-	-	-	-	707	988	1,197	1,393
前期比	-	-	-	-	-	-	39.7%	21.2%	16.4%
売上構成比	-	-	-	-	-	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%
管理会社向けSaaS(経常収益)	-	-	-	-	-	213	298	336	378
期末契約社数(社)	-	107	324	-	-	650	750	850	950
仲介会社向けSaaS(経常収益)	-	-	-	-	-	394	540	661	765
期末契約社数(社)	-	82	121	-	-	165	210	240	270
上2つ以外のサービス	-	-	-	-	-	100	150	200	250
売上総利益	1,753	3,522	6,850	-	-	9,653	11,784	14,101	16,614
前期比	100.4%	100.9%	94.5%	-	-	40.9%	22.1%	19.7%	17.8%
売上総利益率	18.3%	17.5%	17.4%	-	-	15.8%	15.7%	15.6%	15.5%
販売費及び一般管理費	1,397	2,843	5,657	-	-	7,842	9,413	10,740	12,210
売上高販管費率	14.6%	14.1%	14.4%	-	-	12.8%	12.5%	11.9%	11.4%
営業利益	356	678	1,193	1,800	1,800	1,811	2,371	3,361	4,404
前期比	-	90.4%	75.9%	50.9%	50.9%	51.8%	30.9%	41.7%	31.0%
売上高営業利益率	3.7%	3.4%	3.0%	3.0%	3.3%	3.0%	3.2%	3.7%	4.1%
経常利益	336	641	1,019	1,530	1,530	1,594	2,147	3,154	4,211
前期比	-	90.7%	59.1%	50.0%	50.0%	56.4%	34.7%	46.9%	33.5%
売上高経常利益率	3.5%	3.2%	2.6%	2.5%	2.8%	2.6%	2.9%	3.5%	3.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	258	399	510	770	770	778	1,181	1,734	2,316
前期比	-	54.2%	27.8%	50.9%	50.9%	52.6%	51.7%	46.9%	33.5%
売上高当期純利益率	2.7%	2.0%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) GA technologies 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 20 】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)

	17/10期単	18/10期単	19/10期連	20/10期連 CE(1Q修正)	20/10期連 CE(期初)	20/10期連E	21/10期連E	22/10期連E	23/10期連E
貸借対照表									
現金及び預金	460	2,020	4,279	-	-	5,272	5,553	6,622	8,278
売掛金	0	3	37	-	-	61	75	90	107
販売用不動産	96	425	682	-	-	1,038	1,276	1,536	1,822
未成工事支出金	3	22	3	-	-	6	7	9	10
貯蔵品	1	10	22	-	-	36	45	54	64
前渡金	46	138	203	-	-	317	390	470	557
前払費用	21	153	198	-	-	311	382	461	546
その他	15	56	84	-	-	84	84	84	84
流動資産	646	2,830	5,512	-	-	7,128	7,814	9,329	11,471
有形固定資産	66	221	1,072	-	-	1,076	1,079	1,082	1,086
無形固定資産	116	636	4,330	-	-	6,260	6,222	6,184	6,146
投資その他の資産	169	723	923	-	-	1,200	1,200	1,200	1,200
固定資産	352	1,581	6,327	-	-	8,537	8,502	8,468	8,433
資産合計	998	4,412	11,839	-	-	15,666	16,317	17,797	19,905
買掛金	-	-	-	-	-	0	0	0	0
短期借入金	-	253	100	-	-	300	300	300	300
1年内返済予定の長期借入金	74	100	734	-	-	739	593	560	286
1年内償還予定の社債	-	-	40	-	-	50	50	50	50
未払金	101	405	640	-	-	855	1,013	1,175	1,339
未払法人税等	89	197	378	-	-	381	483	709	947
その他	161	487	830	-	-	1,400	1,400	1,400	1,400
流動負債	427	1,444	2,724	-	-	3,726	3,839	4,195	4,323
社債	-	-	150	-	-	2,100	2,050	2,000	1,950
長期借入金	154	423	2,179	-	-	2,273	1,679	1,119	833
その他	79	107	1,028	-	-	1,028	1,028	1,028	1,028
固定負債	234	530	3,358	-	-	5,401	4,758	4,147	3,811
純資産合計	336	2,436	5,757	-	-	6,538	7,719	9,454	11,770
(自己資本)	335	2,435	5,754	-	-	6,538	7,719	9,454	11,770
(新株予約権)	0	0	2	-	-	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	332	621	899	-	-	1,541	2,147	3,154	4,211
減価償却費	25	51	230	-	-	476	526	526	526
のれん償却費	-	-	235	-	-	343	376	376	376
売上債権の増減額 (ーは増加)	-3	-7	-13	-	-	-23	-13	-15	-16
前渡金の増減額 (ーは増加)	-37	-91	-65	-	-	-114	-72	-79	-87
棚卸資産の増減額 (ーは増加)	69	-337	-257	-	-	-372	-247	-271	-297
仕入債務の増減額 (ーは減少)	14	7	-	-	-	0	0	0	0
未払金の増減額 (ーは減少)	5	164	224	-	-	214	157	161	164
法人税等の支払額・還付額	15	-136	-278	-	-	-759	-864	-1,192	-1,657
その他	45	205	260	-	-	568	40	33	26
営業活動によるキャッシュ・フロー	467	478	1,235	-	-	1,874	2,050	2,693	3,246
有形固定資産の取得による支出	-23	-117	-425	-	-	-80	-80	-80	-80
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-68	-471	-1,194	-	-	-1,441	-900	-900	-900
無形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	0	0	0	0
敷金及び保証金の差入による支出	-42	-595	-	-	-	-46	0	0	0
投資有価証券の買付・売却・償還による収支	-	-	-196	-	-	-231	0	0	0
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による	-	-	-1,589	-	-	-920	0	0	0
その他	5	24	-35	-	-	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-128	-1,160	-3,441	-	-	-2,718	-980	-980	-980
短期借入金の増減額 (ーは減少)	-83	253	-153	-	-	200	0	0	0
長期借入金の増減額 (ーは減少)	-136	293	2,305	-	-	103	-593	-560	-286
社債の増減額 (ーは減少)	-	-	185	-	-	1,954	-196	-82	-324
株式の発行による収入	-	-	-	-	-	0	0	0	0
自己株式の取得・処分による収支	61	1,700	0	-	-	4	0	0	0
新株予約権の発行・行使による収入	-	0	2,115	-	-	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	0	0	0	0
その他	-5	-3	-38	-	-	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-162	2,244	4,414	-	-	2,263	-789	-643	-610
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (ーは減少)	176	1,562	2,207	-	-	1,419	280	1,069	1,655
現金及び現金同等物の期首残高	279	456	2,018	-	-	4,226	5,646	5,927	6,997
現金及び現金同等物の期末残高	456	2,018	4,226	-	-	5,646	5,927	6,997	8,652

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) GA technologies 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ M&A について

同社は M&A に積極的であり、18 年 7 月の上場後、5 件の M&A を実行しており、業績が見通しづらい要因のひとつとなっている。

また、20/10 期第 3 四半期末ののれんは 2,802 百万円で、総資産の 17.9% を占めている。その割合は決して高いわけではないが、今後、事業の収益力が低下した場合、のれんの減損損失の計上を通じて、同社の経営成績及び財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 有利子負債依存度の高さについて

20/10 期第 3 四半期末の同社の借入金は 3,772 百万円、社債は 2,160 百万円となり、両者の負債純資産合計に占める比率は 38.0%となっている。今後の増収ペース、または M&A の実行の有無次第では、有利子負債依存度が上昇する可能性がある。

◆ 新型コロナウイルス禍の影響

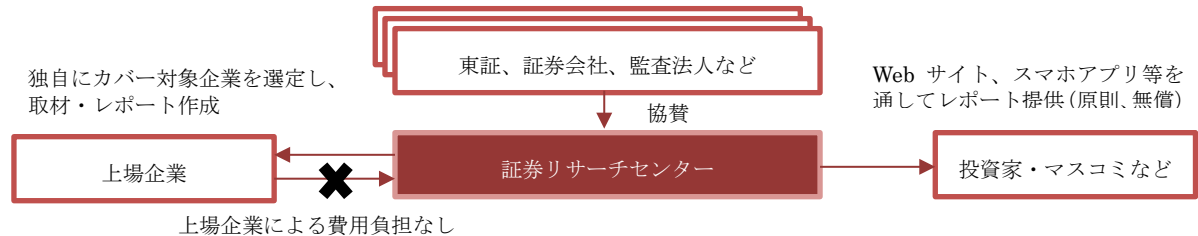
新型コロナウイルス感染症の感染拡大は、20/10 期の第 2 四半期から第 3 四半期にかけて、同社の業績に多少の影響を及ぼした。具体的には、RENOSY iBuyer 事業での金融機関の稼働減による販売活動の停滞、RENOSY Living 事業での管理会社の営業停滞による仲介可能物件の減少、ITANDI 事業の付帯事業の電子申込の利用減が起きた模様である。

非対面販売体制の確立や業界全体の DX シフト等により大きな影響は回避できたとしているが、今後、新型コロナウイルス禍が長期化したり、悪化したりした場合、同社の業績に影響が及ぶ可能性がある。

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■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

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

(賛助)

日本証券業協会
宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人

三優監査法人

日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

大和証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人

太陽有限責任監査法人

監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社
株式会社 ICMG

株式会社 SBI 証券

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、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。