

ホリスティック企業レポート

GA technologies

3491 東証マザーズ

アップデート・レポート
2021年2月19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 20210216

GA technologies(3491 東証マザーズ)

発行日: 2021/2/19

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 主力の RENOSY iBuyer 事業の牽引が続き 21 年 10 月期も高成長の会社計画

> 要旨

◆ 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。

◆ 20 年 10 月期決算

・20/10 期決算は、売上高 63,070 百万円(前期比 60.5%増)、営業利益 1,888 百万円(同 58.3%増)となった。売上高の大半を占める RENOSY iBuyer 事業において、緊急事態宣言発出により金融機関の業務縮小で成約件数が伸び悩んだが、採用したセールス人員の戦力化で第 4 四半期に予想以上の成約数となり、計画を上回った

◆ 21 年 10 月期業績予想

・21/10 期業績について、同社は、売上高 85,000 百万円(前期比 34.8%増)、営業利益 2,455 百万円(同 30.0%増)を計画している。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、21/10 期の業績を、売上高 86,815 百万円(前期比 37.6%増)、営業利益 2,509 百万円(同 32.9%増)と予想した。引き続き、主力の RENOSY iBuyer 事業が増収を牽引する展開を想定し、同事業における成約数を前期比 32.2%増、1 成約当たり売上高を同 2.2%増と予想した。売上高営業利益率は同 0.1%ポイント低下の 2.9%とした。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、22/10 期は前期比 21.7%増収、23/10 期は同 19.4%増収となり、売上高営業利益率は 23/9 期に 4.0%まで上昇すると予想した。
・同社は 20 年 12 月に各サービスを「RENOSY」ブランドに統合した。これを梃子に、主力の RENOSY iBuyer 事業のみならず、RENOSY Living 事業の拡大を図っていくとしており、ブランド統合効果を見る上でも、RENOSY Living 事業の拡大ペース及び収益化への道程に注目していきたい。

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

【主要指標】

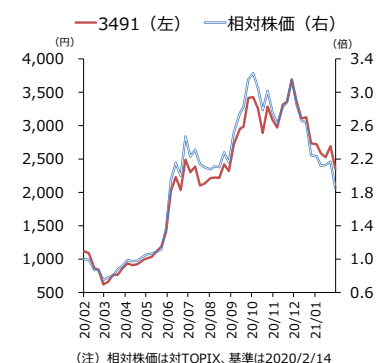
	2021/2/12
株価 (円)	2,356
発行済株式数 (株)	34,437,255
時価総額 (百万円)	81,134

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	75.3	73.4	48.1
PBR (倍)	9.7	9.9	8.2
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-6.7	-34.6	172.8
対TOPIX (%)	-12.8	-40.6	113.1

【株価チャート】



【3491 GA technologies 業種: 不動産】

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)
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	63,070	60.5	1,888	58.3	1,654	62.3	903	77.2	31.3	242.8	0.0
2021/10 CE	85,000	34.8	2,455	30.0	2,060	24.5	1,000	10.6	33.7	-	未定
2021/10 E	86,815	37.6	2,509	32.9	2,194	32.7	1,064	17.9	32.1	238.4	0.0
2022/10 E	105,678	21.7	3,772	50.3	3,478	58.5	1,687	58.5	49.0	287.5	0.0
2023/10 E	126,156	19.4	4,994	32.4	4,761	36.9	2,309	36.9	67.1	354.6	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、2021年1月に5,002,500株(オーバーアロットメント分の652,500株を含む)の公募増資を実施

2020年10月31日に1:3の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

2019/10期より連結業績の開示を開始、2019/10期の前期比は2018/10期の単体業績との比較

アップデート・レポート

2/22

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。

> 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^{※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、20/10 期の売上高の 99.8%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 積愛科技(上海)	GA technologies イエスリノベーション 神居秒算 積愛科技(上海)
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。

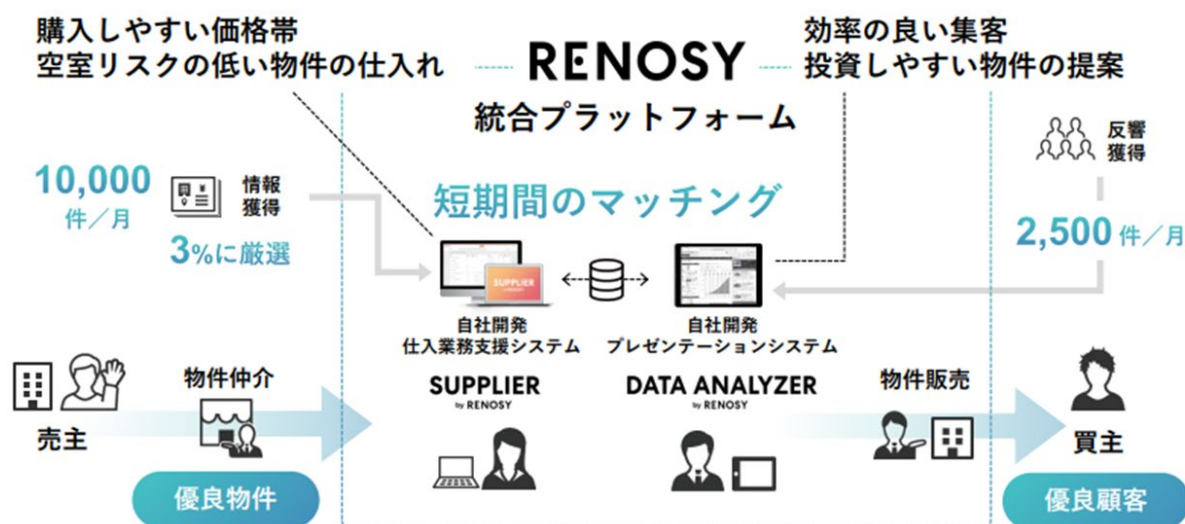
- (1) 築10年以上の中古物件
- (2) 50㎡までの区分マンション

- (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

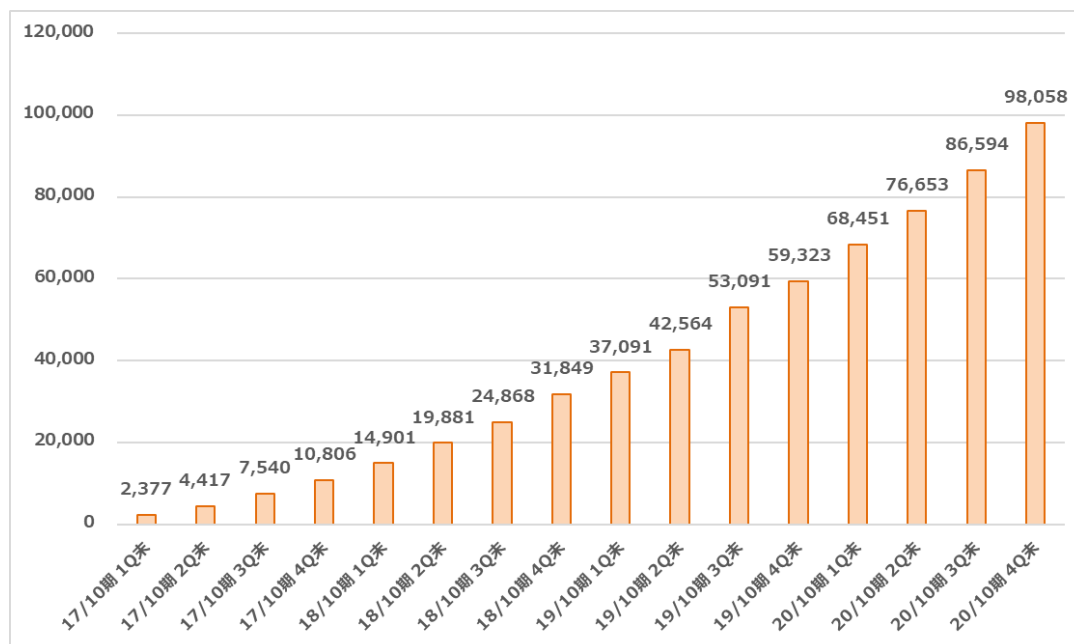


(出所) GA technologies 決算説明会資料

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 10 月末の時点で 98,058 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、直近 2 年ほどは 1% 前後で推移している（図表 4）。

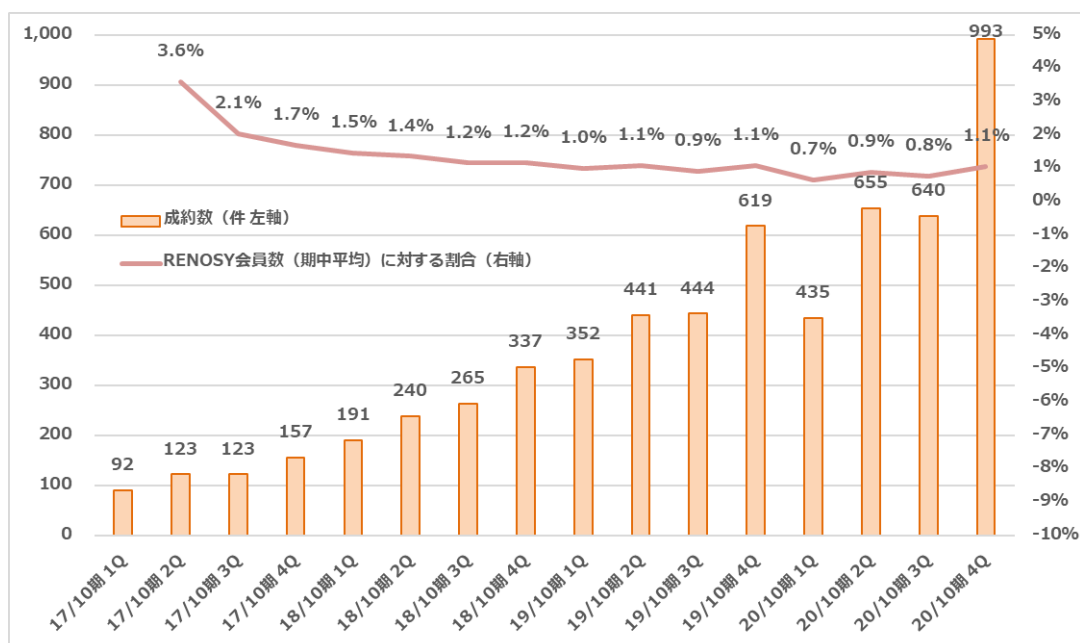
【 図表 3 】「RENOSY」の登録会員数の推移

(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

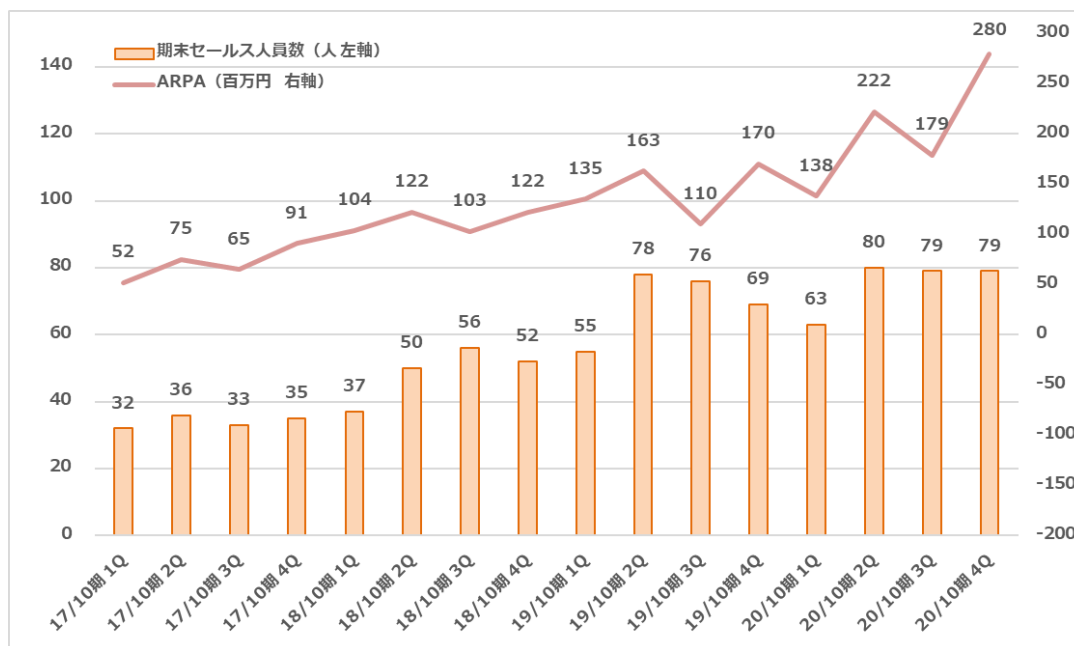


(出所) GA technologies 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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。

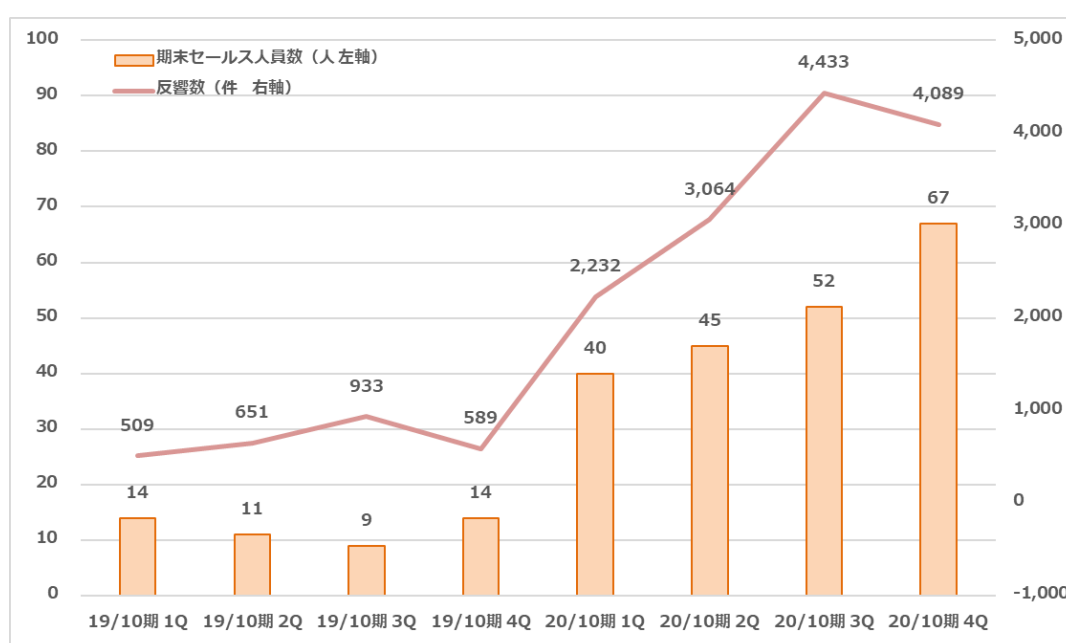
売買については、住まいに関するコンサルティングとして、戸建やマンション、新築や中古といった物件の種類による垣根を越えてワンストップで対応するのが特徴であるが、対象とする物件の主な条件は以下の3点である。

- (1) ファミリー向け (50㎡以上が目安)
- (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 (築30年までが目安)

「RENOSY」は主に中間所得者層向けを対象としていたが、19年12月に経営権を取得した Modern Standard を通じて、高所得者層への賃貸仲介も取り扱うようになっている。現在は月間約280万ページビュー、約80万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 サービスの提供を開始した後、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)。

注2) SaaS

Software as a Serviceの略。

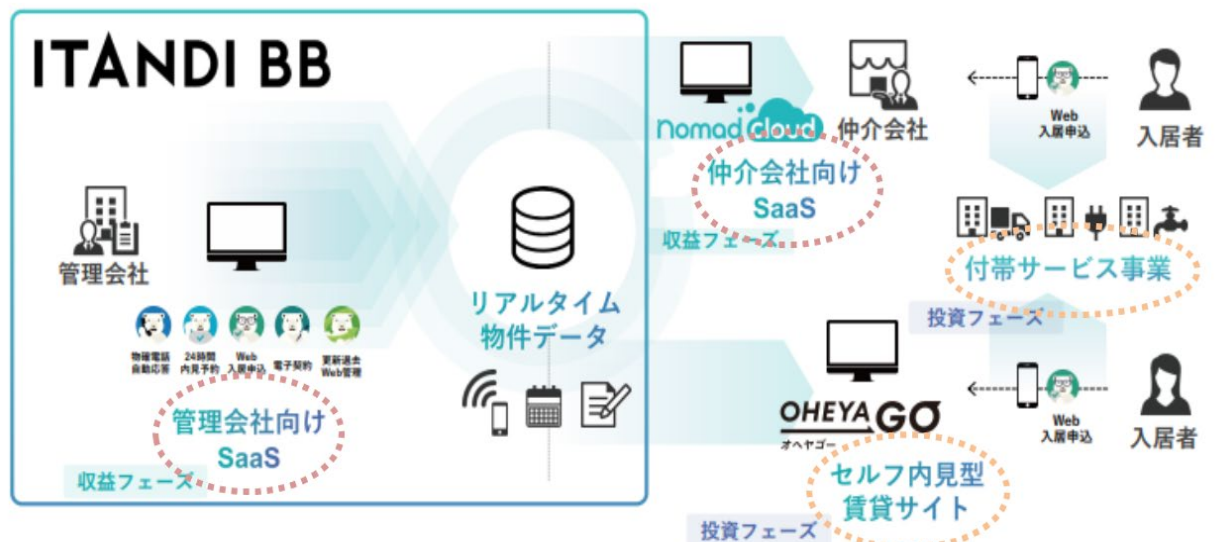
必要な機能を必要な分だけ

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。

【 図表 7 】 ITANDI 事業のサービス

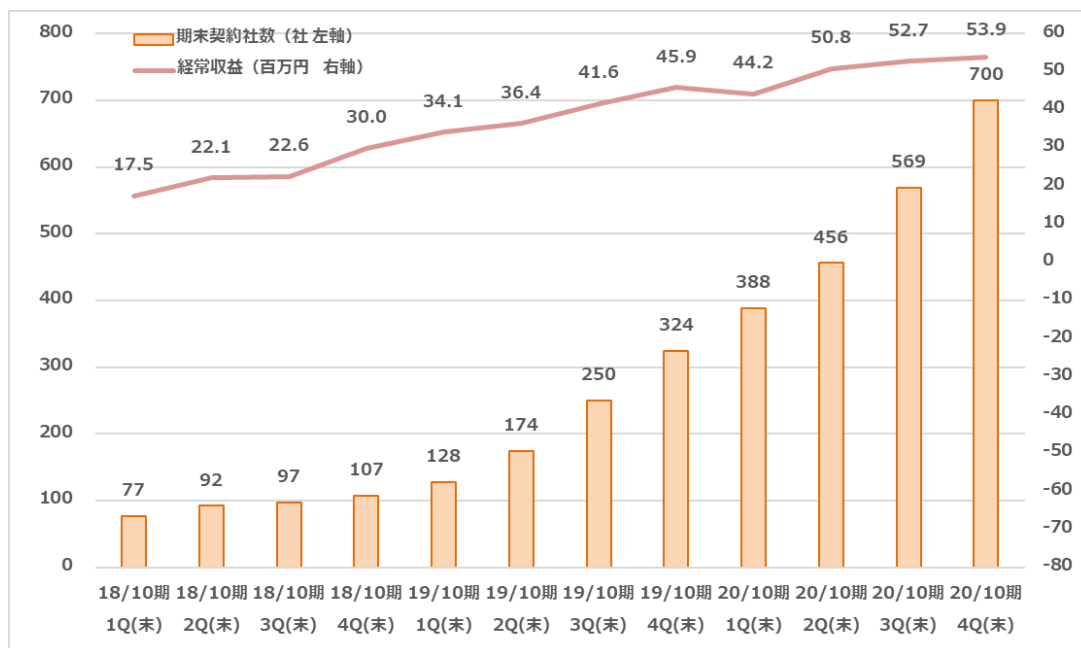


(出所) GA technologies 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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 期は期末契約社数が 700 社、経常収益が 201 百万円となった（図表 8）。

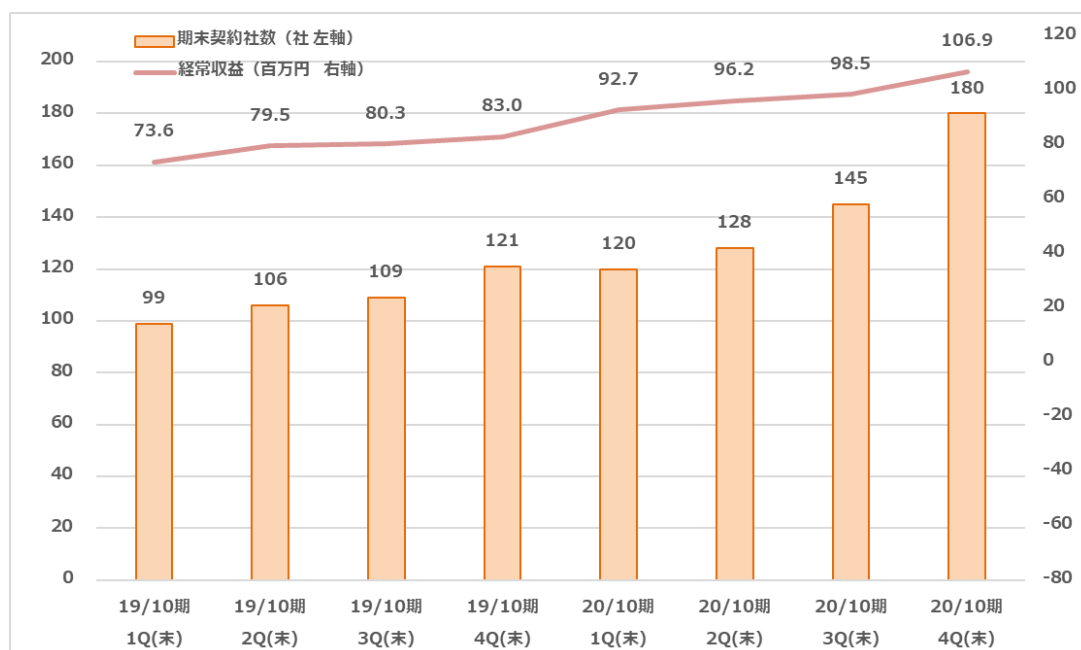
仲介会社向け SaaS は「Nomad cloud」の名称で展開しており、管理会社向け SaaS と同様のビジネスモデルで、契約している仲介会社数の増加とともに経常収益が積み上がっている。20/10 期は期末契約社数が 180 社、経常収益が 394 百万円となった。

【 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



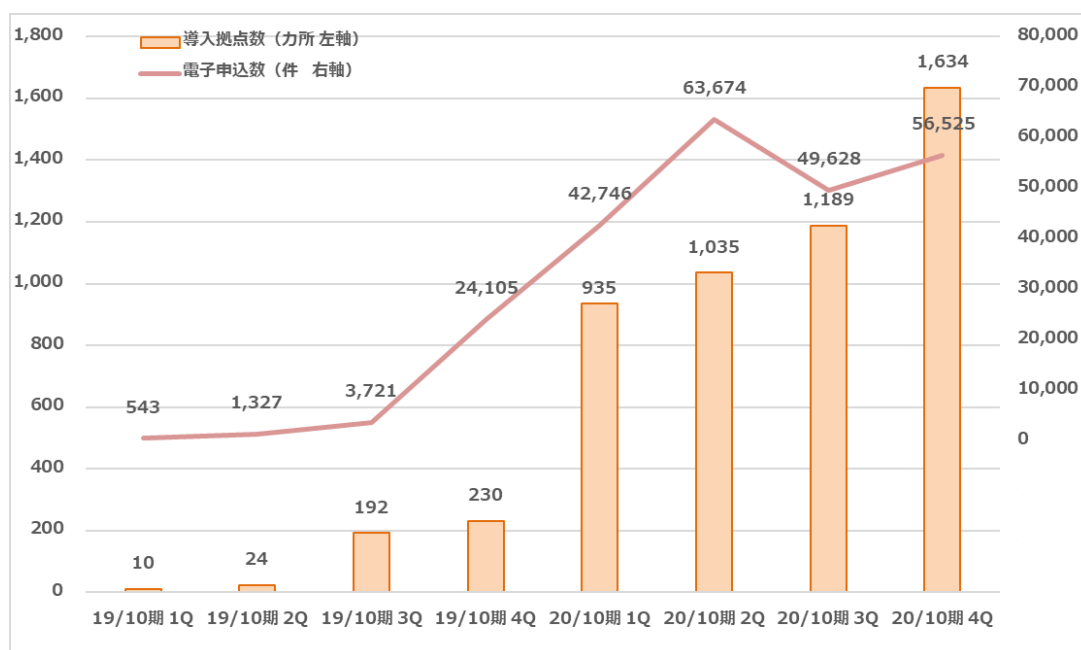
(出所) GA technologies 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

19年10月に開始したセルフ内見型賃貸サイト(OHEYA GO)は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む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。

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期末には19,883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期末の導入拠点数は1,634カ所まで増加し、20/10期第4四半期の3カ月間の電子申込数は56,525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 件の 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 積愛科技(上海)有限公司
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	✓	✓	✓	✓	✓

(注) 神居秒算の M&A に際し、その子会社だった積愛科技（上海）有限公司も買収して連結子会社としている

(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

> 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 12 のようにまとめられる。

【 図表 12 】 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くない状況 ・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

> 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 13 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 13 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)
関係資本	顧客	・「RENOSY」登録会員数	59,323人 (19/10期末) 86,594人 (20/10期3Q末)	98,058人
		・「RENOSY ASSET」のウェブサイトへのアクセス *20年12月に「RENOSY」に統合	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」に統合した後の数値) 月間約280万のページビュー (PV) 約80万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)	2,723件
	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 *20年12月に「RENOSY」に統合	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」に統合した後の数値) 月間約280万のページビュー (PV) 約80万のユニークユーザー (UU)
		・RENOSY Living事業の反響数	9,729件 (20/10期3Q累計)	13,818件 (20/10期累計)
	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)	700社
		・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)	180社
		・OHEYA GOの掲載物件数	823件 (19/10期末) 6,221件 (20/10期3Q末)	19,883件
		・付帯サービス事業のWeb入居申込の電子申込数	156,066件 (20/10期3Q累計)	212,591件 (20/10期累計)
	ブランド	・「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	-----
		・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	-----
	ネットワーク	・共同研究や産学連携	・AI技術に関する共同研究	首都大学東京 横浜国立大学
		・リノベーション工事の建築工事業務	・外注先	詳細の開示なし
組織資本	プロセス	・RENOSY iBuyer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 約15.9回/年
		・RENOSY Living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)
			・ITANDI事業の体制	・イタジの従業員数
			・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	・国内の本社、支社、営業所以外の拠点	GA X-Tech BASE RENOSY STAND SHIBUYA
			・開発体制	・エンジニアの人数
			・創業以来の年数	13年3月より7年経過
		・「RENOSY」に関する研究活動	・不動産業界でのDXの推進	2,395百万円 (20/10期3Q末) 別途120百万円のソフトウェア仮勘定あり
			・貸借対照表に計上のソフトウェア	2,542百万円 別途57百万円のソフトウェア仮勘定あり
			・研究開発費	16百万円 (19/10期)
人的資本	経営陣	・代表取締役社長の存在	・創業以来の年数	13年3月より7年経過
			・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	34,200千株 (38.79%) *資産管理会社の持分を含むと 50,940千株 (57.77%)
		・インセンティブ	・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役、監査等委員は除く	1,665千株 (5.88%) (19/10期末) 2,270千株 (7.72%)
			・従業員数	105百万円 (6名) (19/10期)
			・従業員数	62百万円 (4名)
	従業員	・企業風土	・従業員数	連続347名 単体314名 (19/10期末)
			・平均年齢	連続571名 単体479名
			・平均勤続年数	30.5歳 (単体) (19/10期末)
		・インセンティブ	・平均勤続年数	31.1歳 (単体)
			・従業員持株会	1.6年 (単体)
			・ストックオプション	あり

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合、前回は 20/10 期上期または 20/10 期上期末、今回は 20/10 期または 20/10 期末のもの
前回と変更しないものは-----と表示。

(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

> 決算概要

◆ 20 年 10 月期は主力の RENOSY iBuyer 事業の成約増により 売上高、利益とも会社計画を超過

20/10 期業績は、売上高が 63,070 百万円（前期比 60.5%増）、営業利益が 1,888 百万円（同 58.3%増）、経常利益が 1,654 百万円（同 62.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益が 903 百万円（同 77.2%増）となった。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 114.7%、営業利益は 104.9%、経常利益は 108.1%、親会社株主に帰属する当期純利益は 117.3%となった。なお、第 1 四半期決算開示時に売上高のみ 55,000 百万円から 60,000 百万円へ上方修正されたが、上方修正後の売上高に対する達成率は 105.1%であった。

売上高の大半を占める RENOSY iBuyer 事業において、20/10 期の第 2 四半期から第 3 四半期にかけて緊急事態宣言が発出され、金融機関の融資業務が縮小したことで成約件数が伸び悩んだ。しかし、第 4 四半期に金融機関の業務が平常状態に戻ったところで、期の前半で採用したセールス人員が戦力化して成約数が予想以上に増加し、最終的には売上高は期初計画を上回った。

売上総利益率は前期比 1.8%ポイント低下の 15.6%となった。元々利益率の低い iBuyer 事業の売上構成比が上昇したことに加え、第 3 四半期から販売費及び一般管理費（以下、販管費）に計上されていた Living 事業のセールス人員の人件費が原価として計上されるように変更となったことが要因である。また、販管費は、20/10 期第 2 四半期を中心とした大幅増員による人件費や採用費の増加と、広告宣伝費の増加等により同 40.9%増となったが、増収効果により売上高販管費率は同 1.8%ポイント低下の 12.6%となった。これらの結果、売上高営業利益率は前期と同じ 3.0%となった。

> 期中の変化

◆ RENOSY iBuyer 事業の好調な増収を支える会員数の増加の背景

主力の RENOSY iBuyer 事業の売上高の決定要因のひとつである成約数を増やすためには、RENOSY 会員数の増加が欠かせない。図表 3 に RENOSY 会員数の各四半期末の推移を示したが、20/10 期に入って四半期ごとの増加数は拡大傾向にあり、20/10 期第 4 四半期末の会員数は前四半期末比 11,464 人増と過去最高の増加数となった。

同社は、新型コロナウイルス禍が世の中に影響を及ぼすようになった 20 年 2 月以降、投資家のマインドはむしろ活発になったと捉えている。RENOSY 会員は元々 20～30 代の世代が多く、その世代において、
(1) 現在の職業での将来の見通しの不透明感が増して複数の収入源

を求めるようになった、(2) 外出自粛等により不動産での資産運用を勉強する時間が得られたといったことが会員数の増加につながった。

◆ 「RENOSY」へのブランド統合

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、「RENOSY」の認知度向上及びブランディング強化を主要な経営課題としている。

その一環として、従来、「RENOSY 住まいの窓口」、「RENOSY スマート売却」、「RENOSY ASSET」といった別々に運営されていたサイトと買収した「Modern Standard」を「RENOSY」のサイトに統合し、「住まい探しと資産運用を、もっとカンタンに。」をコンセプトとしたサービスとして、20 年 12 月にリニューアルを行った。

今回のリニューアルを通じて、利用者の入り口を一本化し、利用者が持つ複数の需要を取りこぼさないようにしていくことを方針としている。

> 今後の業績見通し

◆ 21 年 10 月期会社計画

21/10 期について、同社は、売上高 85,000 百万円（前期比 34.8%増）、営業利益 2,455 百万円（同 30.0%増）、経常利益 2,060 百万円（同 24.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,000 百万円（同 10.6%増）と計画している（図表 14）。

事業ごとの詳細の開示はないが、RENOSY iBuyer 事業と RENOSY Living 事業ではセールス人員の増員をベースとした規模拡大を想定している。セールス人員は、RENOSY iBuyer 事業では前期末比 21 名増の 100 名、RENOSY Living 事業では同 13 名増の 80 名を計画している。また、ITANDI 事業の SaaS サービスの導入社数の増加が続くものとしている。

利益面では、RENOSY Living 事業と ITANDI 事業はまだ投資フェーズにあるため、費用が先行する状況が続くものと考えられる。そのため、21/10 期の売上高営業利益率は、前期比 0.1%ポイント低下の 2.9%になると同社は予想している。

営業利益や経常利益の増益率に比べて、親会社株主に帰属する当期純利益の増益率が低いのは、20/10 期において繰延税金資産の追加計上があって法人税の課税が少なかったが、21/10 期は追加計上を見込まず、通常の法人税課税に戻るためである。

なお、配当は 20/10 期まで無配だったが、21/10 期は未定としている。

【図表 14】GA technologies の 21 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 連結実績	21/10期連結	
					会社計画	前期比
売上高	9,557	20,126	39,286	63,070	85,000	34.8%
売上総利益	1,753	3,522	6,580	9,861	-	-
売上総利益率	18.3%	17.5%	16.8%	15.6%	-	-
営業利益	356	678	1,193	1,888	2,455	30.0%
売上高営業利益率	3.7%	3.4%	3.0%	3.0%	2.9%	-
経常利益	336	641	1,019	1,654	2,060	24.5%
売上高経常利益率	3.5%	3.2%	2.6%	2.6%	2.4%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	258	399	510	903	1,000	10.6%
売上高当期純利益率	2.7%	2.0%	1.3%	1.4%	1.2%	-

(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

◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ～ 21 年 10 月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では 21/10 期以降の業績予想を見直した。

当センターでは、同社の 21/10 期業績について、売上高 86,815 百万円（前期比 37.6%増）、営業利益 2,509 百万円（同 32.9%増）、経常利益 2,194 百万円（同 32.7%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,064 百万円（同 17.9%増）とし、売上高、利益とも会社計画を上回る水準を予想した（図表 15）。

当センターでは、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予想して算出した。21/10 期は、成約数が前期比 32.2%増となり、1 成約当たり売上高は同 2.2%増加するものとした。RENOSY iBuyer 事業の売上高は、全売上高の約 93%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 人当たり月間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 5.5%、ITANDI 事業の売上構成比は 1.2%と予想した。

- (3) 売上総利益率は、前期比 0.6%ポイント低下の 15.0%と予想した。相対的に利益率が低い RENOSY iBuyer 事業の売上構成比がさらに上昇すると予想したことに加え、費用項目としては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 31.9%増としたが、増収効果により売上高販管費率は 0.5%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ほぼ拮抗し、21/10 期の売上高営業利益率は同 0.1%ポイント低下の 2.9%と予想した(会社計画も 2.9%)。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ～ 22 年 10 月期以降

22/10 期以降の業績について、22/10 期は前期比 21.7%増収、23/10 期は同 19.4%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。売上総利益率は僅かながら上昇していくとともに、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 22/10 期 3.6%、23/10 期 4.0%へと上昇していくものと予想した。

【 図表 15 】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)

	18/10期単	19/10期連	20/10期連	21/10期連CE	21/10期連E (今回)	21/10期連E (前回)	22/10期連E (今回)	22/10期連E (前回)	23/10期連E (今回)	23/10期連E (前回)
損益計算書										
売上高	20,126	39,286	63,070	85,000	86,815	75,062	105,678	90,396	126,156	107,192
前期比	110.6%	95.2%	60.5%	34.8%	37.6%	22.9%	21.7%	20.4%	19.4%	18.6%
RENOSY iBuyer事業	-	-	-	-	81,000	70,354	98,394	84,645	117,312	100,327
前期比	-	-	-	-	-	22.5%	21.5%	20.3%	19.2%	18.5%
売上構成比	-	-	-	-	93.3%	93.7%	93.1%	93.6%	93.0%	93.6%
期末セールス人員数(人)	52	69	79	-	100	85	115	95	130	105
ARPA	575	744	868	-	1,025	938	983	995	1,020	1,056
成約数(件)	1,033	1,856	2,723	-	3,600	3,162	4,278	3,762	4,992	4,410
RENOSY Living事業	-	-	-	-	4,800	3,720	5,940	4,554	7,200	5,472
前期比	-	-	-	-	-	25.3%	23.8%	22.4%	21.2%	20.2%
売上構成比	-	-	-	-	5.5%	5.0%	5.6%	5.1%	5.7%	5.1%
期末セールス人員数(人)	-	14	67	-	80	62	90	69	100	76
セールス1人当たり月間売上高	-	-	3.88	-	5.00	5.00	5.50	5.50	6.00	6.00
ITANDI事業	-	-	-	-	1,015	988	1,344	1,197	1,644	1,393
前期比	-	-	-	-	-	39.7%	32.4%	21.2%	22.3%	16.4%
売上構成比	-	-	-	-	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理会社向けSaaS(経常収益)	-	-	201	-	336	298	432	336	513	378
期末契約社数(社)	107	324	700	-	1,050	750	1,350	850	1,600	950
仲介会社向けSaaS(経常収益)	-	-	394	-	579	540	712	661	831	765
期末契約社数(社)	82	121	180	-	240	210	300	240	360	270
上2つ以外のサービス	-	-	-	-	100	150	200	200	300	250
売上総利益	3,522	6,850	9,861	-	13,022	11,784	15,904	14,101	19,112	16,614
前期比	100.9%	94.5%	43.9%	-	32.1%	22.1%	22.1%	19.7%	20.2%	17.8%
売上総利益率	17.5%	17.4%	15.6%	-	15.0%	15.7%	15.1%	15.6%	15.2%	15.5%
販売費及び一般管理費	2,843	5,657	7,973	-	10,513	9,413	12,132	10,740	14,118	12,210
売上高販管費率	14.1%	14.4%	12.6%	-	12.1%	12.5%	11.5%	11.9%	11.2%	11.4%
営業利益	678	1,193	1,888	2,455	2,509	2,371	3,772	3,361	4,994	4,404
前期比	90.4%	75.9%	58.2%	30.0%	32.9%	30.9%	50.3%	41.7%	32.4%	31.0%
売上高営業利益率	3.4%	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%	3.2%	3.6%	3.7%	4.0%	4.1%
経常利益	641	1,019	1,654	2,060	2,194	2,147	3,478	3,154	4,761	4,211
前期比	90.7%	59.1%	62.2%	24.5%	32.7%	34.7%	58.5%	46.9%	36.9%	33.5%
売上高経常利益率	3.2%	2.6%	2.6%	2.4%	2.5%	2.9%	3.3%	3.5%	3.8%	3.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	399	510	903	1,000	1,064	1,181	1,687	1,734	2,309	2,316
前期比	54.2%	27.8%	77.0%	10.7%	17.9%	51.7%	58.5%	46.9%	36.9%	33.5%
売上高当期純利益率	2.0%	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.6%	1.6%	1.9%	1.8%	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 有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

【 図表 16 】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)

	18/10期単	19/10期連	20/10期連	21/10期連CE	21/10期連E (今回)	21/10期連E (前回)	22/10期連E (今回)	22/10期連E (前回)	23/10期連E (今回)	23/10期連E (前回)
貸借対照表										
現金及び預金	2,020	4,279	6,386	-	6,125	5,553	4,984	6,622	7,293	8,278
売掛金	3	37	147	-	199	75	243	90	290	107
販売用不動産	425	682	1,386	-	1,909	1,276	2,324	1,536	2,775	1,822
未成工事支出金	22	3	8	-	8	7	10	9	12	10
貯蔵品	10	22	48	-	69	45	84	54	100	64
前渡金	138	203	137	-	190	390	232	470	277	557
前払費用	153	198	270	-	373	382	454	461	542	546
その他	56	84	71	-	71	84	71	84	71	84
流動資産	2,830	5,512	8,453	-	8,948	7,814	8,405	9,329	11,364	11,471
有形固定資産	221	1,072	1,230	-	1,349	1,079	1,342	1,082	1,335	1,086
無形固定資産	636	4,330	7,370	-	7,630	6,222	7,892	6,184	7,404	6,146
投資その他の資産	723	923	1,450	-	1,450	1,200	1,450	1,200	1,450	1,200
固定資産	1,581	6,327	10,051	-	10,429	8,502	10,684	8,468	10,189	8,433
資産合計	4,412	11,839	18,505	-	19,377	16,317	19,089	17,797	21,554	19,905
買掛金	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
短期借入金	253	100	1,503	-	1,503	300	1,503	300	1,503	300
1年内返済予定の長期借入金	100	734	949	-	866	593	761	560	485	286
1年内償還予定の社債	-	40	40	-	2,040	50	40	50	30	50
未払金	405	640	988	-	1,363	1,013	1,659	1,175	1,980	1,339
未払法人税等	197	378	661	-	1,085	483	1,719	709	2,354	947
その他	487	830	1,582	-	1,582	1,400	1,582	1,400	1,582	1,400
流動負債	1,444	2,724	5,723	-	8,439	3,839	7,265	4,195	7,934	4,323
社債	-	150	2,110	-	70	2,050	30	2,000	0	1,950
長期借入金	423	2,179	2,383	-	1,517	1,679	756	1,119	271	833
その他	107	1,028	1,150	-	1,150	1,028	1,150	1,028	1,150	1,028
固定負債	530	3,358	5,643	-	2,737	4,758	1,936	4,147	1,421	3,811
純資産合計	2,436	5,757	7,137	-	8,201	7,719	9,888	9,454	12,198	11,770
(自己資本)	2,435	5,754	7,137	-	8,201	7,719	9,888	9,454	12,198	11,770
(新株予約権)	0	2	0	-	0	0	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	621	899	1,592	-	2,194	2,147	3,478	3,154	4,761	4,211
減価償却費	51	230	629	-	676	526	676	526	676	526
のれん償却費	-	235	344	-	376	376	376	376	376	376
売上債権の増減額(ーは増加)	-7	-13	-87	-	-52	-13	-43	-15	-47	-16
前渡金の増減額(ーは増加)	-91	-65	66	-	-53	-72	-41	-79	-45	-87
棚卸資産の増減額(ーは増加)	-337	-257	-420	-	-546	-247	-431	-271	-468	-297
仕入債務の増減額(ーは減少)	7	-	-	-	0	0	0	0	0	0
未払金の増減額(ーは減少)	164	224	144	-	375	157	296	161	321	164
法人税等の支払額・還付額	-136	-278	-517	-	-706	-864	-1,156	-1,192	-1,817	-1,657
その他	205	260	561	-	8	40	30	33	23	26
営業活動によるキャッシュ・フロー	478	1,235	2,312	-	2,272	2,050	3,184	2,693	3,780	3,246
有形固定資産の取得による支出	-117	-425	-212	-	-197	-80	-70	-80	-70	-80
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-471	-1,194	-1,100	-	-1,350	-900	-1,350	-900	-600	-900
無形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
敷金及び保証金の差入による支出	-595	-53	-341	-	0	0	0	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	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支出	-	-1,589	-1,944	-	0	0	0	0	0	0
その他	24	17	62	-	0	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,160	-3,441	-3,766	-	-1,547	-980	-1,420	-980	-670	-980
短期借入金の増減額(ーは減少)	253	-153	1,400	-	0	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額(ーは減少)	293	2,305	-37	-	-949	-593	-866	-560	-761	-286
社債の増減額(ーは減少)	-	185	1,938	-	-40	-196	-2,040	-82	-40	-324
株式の発行による収入	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
自己株式の取得・処分による収支	1,700	0	0	-	0	0	0	0	0	0
新株予約権の発行・行使による収入	0	2,115	49	-	0	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
その他	-3	-38	195	-	0	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	2,244	4,414	3,545	-	-989	-789	-2,906	-643	-801	-610
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	3	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額(ーは減少)	1,562	2,207	2,091	-	-260	280	-1,141	1,069	2,309	1,655
現金及び現金同等物の期首残高	456	2,018	4,226	-	6,318	5,646	6,057	5,927	4,916	6,997
現金及び現金同等物の期末残高	2,018	4,226	6,318	-	6,057	5,927	4,916	6,997	7,225	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 有価証券報告書、決算短信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 期末ののれんは 3,911 百万円で、総資産の 21.1%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 期末の同社の借入金は 4,835 百万円、社債は 2,150 百万円となり、両者の負債純資産合計に占める比率は 37.7%となっている。21 年 1 月に公募増資を実施したため、有利子負債依存度は一旦低下するとみられるが、今後、RENOSY iBuyer 事業の売上拡大に伴って運転資本が更に増加していく場合や、新たな M&A が行われた場合には、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

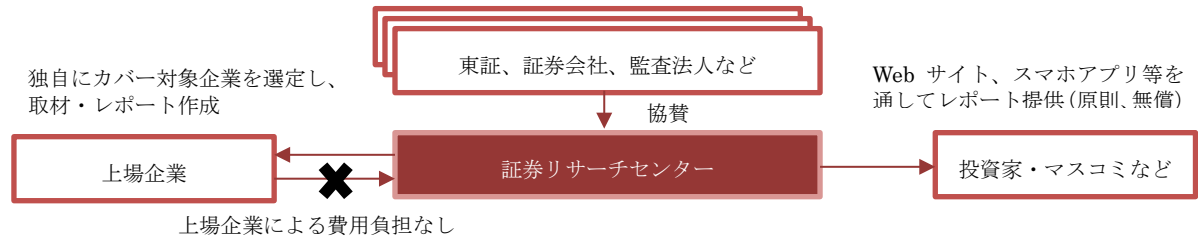
新型コロナウイルス感染症の感染拡大は、20/10 期の第 2 四半期から第 3 四半期にかけて、同社の業績に多少の影響を及ぼした。具体的には、RENOSY iBuyer 事業における緊急事態宣言中の金融機関の業務縮小に伴う販売活動の停滞、RENOSY Living 事業における管理会社の営業停滞による仲介可能物件の減少、ITANDI 事業の付帯事業の電子申込の利用減が起きた。

現在、10 都府県に緊急事態宣言が発出されて感染拡大の第 3 波を抑え込もうとしている段階にある。今後、ワクチン接種が進んで集団免疫を獲得していくことで収束に向かうと考えられる一方、変異株の発生も取り沙汰されており、再度感染が拡大することも考えられる。非対面販売体制の普及や業界全体の DX シフト等で影響を回避できる可能性もあるが、新型コロナウイルス禍の動向が今後の同社の事業や業績にどのような影響を及ぼすかについて、不透明な部分が残ることには留意しておきたい。

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。