

# ホリスティック企業レポート

## GA technologies

### 3491 東証グロース

アップデート・レポート  
2022年5月13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 20220510

# GA technologies (3491 東証グロース)

発行日: 2022/5/13

**得意の DX の積極活用により不動産売買マーケットプレイス「RENOSY」を運営  
22年10月期はシェア拡大を優先するため、当期損失が継続する見込み**

## > 要旨

### ◆ 会社概要

・GA technologies(以下、同社)は、DXを積極活用して構築した不動産売買マーケットプレイス「RENOSY(リノシー)」を運営している。

### ◆ 21年10月期決算

・21/10期決算は、売上高85,388百万円(前期比35.4%増)、営業損失39百万円(前期は1,888百万円の利益)、親会社株主に帰属する当期純損失1,269百万円(同903百万円の利益)となった。売上高は期初計画通りだったが、外部環境の変化により、物件仕入の競争が激しくなり、主力の投資物件販売の収益性が低下したことが影響した。

### ◆ 22年10月期業績予想

・国際財務報告基準に移行した22/10期業績について、同社は売上収益110,000百万円(前期比46.9%増)、営業利益57百万円(前期は1,114百万円の損失)、親会社の所有者に帰属する当期損失700百万円(同1,269百万円の損失)と計画している(国際財務報告基準に基づいた21/10期業績をもとに前期比または前期数値を表示)。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、22/10期の業績を、売上収益116,991百万円(前期比56.3%増)、営業利益453百万円(前期は1,114百万円の損失)、親会社の所有者に帰属する当期損失250百万円(同1,269百万円の損失)と予想した。主力の投資物件販売が増収を牽引する展開を想定しているが、買収企業の業績貢献を織り込んだ分、会社計画を上回る予想となった。

### ◆ 今後の注目点

・当センターでは、23/10期は前期比36.1%増収、24/10期は同21.6%増収で、売上収益営業利益率は24/10期に1.5%まで上昇すると予想した。  
・市場シェア拡大に向けた増収を優先している同社は、売上総利益率の低下や当期損失を容認し、M&Aも積極的に実施している。これらの動向とともに、売上総利益率が上昇に転じるタイミングにも注目したい。

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】

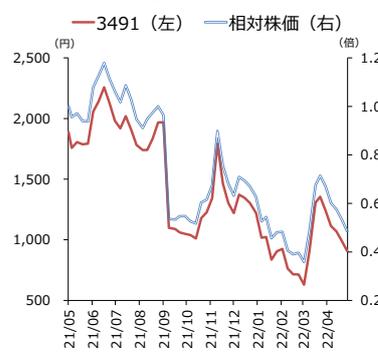
	2022/5/6
株価(円)	908
発行済株式数(株)	36,431,175
時価総額(百万円)	33,080

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	—	—	26.0
PBR(倍)	1.7	1.8	1.7
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(%)	-8.5	23.4	-49.6
対TOPIX(%)	-9.2	21.5	-49.4

### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2021/5/7

### 【3491 GA technologies 業種: 不動産】

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)
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	85,388	35.4	-39	-	-431	-	-1,269	-	-37.8	532.7	0.0
2022/10 CE	110,000	-	57	-	-	-	-700	-	-19.8	-	未定
2022/10 E	116,991	-	453	-	-	-	-250	-	-6.9	501.1	0.0
2023/10 E	159,210	36.1	2,031	347.5	-	-	1,273	-	34.9	536.0	0.0
2024/10 E	193,674	21.6	2,939	44.7	-	-	1,882	47.8	51.7	587.7	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  
2022/10期よりIFRS導入。売上高は売上収益、経常利益はなし。会計基準が異なるため2022/10期の前期比はなし  
2021年11月1日付で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

### アップデート・レポート

2/28

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。

## ➤ 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、ネット上の「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」運営と実際の「不動産の売買・仲介」の両方を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 の推進が成長を支える根幹をなすため、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が、現時点では、同社の不動産流通プラットフォームにおける投資用中古区分マンションの売買が収益の中心となっている。投資用中古区分マンションの領域は、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本格的に行おうとしており、投資用物件の取り扱いとともに、「RENOSY」ブランドのもとで展開している。

### ◆ 事業セグメント

同社はセグメント別の開示を省略していたが、22/10 期より、「RENOSY マーケットプレイス事業」と「ITANDI (イタンジ) 事業」の 2 つの報告セグメントで開示するようになった。21/10 期の売上構成比をその区分で表すと、RENOSY マーケットプレイス事業が 97.9%、ITANDI 事業が 1.4%、その他が 0.7%となる。また、21/10 期の営業損失 39 百万円の内訳は、RENOSY マーケットプレイス事業 3,778 百万円、ITANDI 事業 14 百万円、その他マイナス 83 百万円、調整額 (全社費用やのれん・無形資産の償却額、取得関連費用等) マイナス 3,749 百万円である。

### ◆ 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、個人顧客の不動産の利活用 of 行動を基軸に事業を整理すると理解しやすい。

RENOSY マーケットプレイス事業は、「(自分の居住のための物件を) 買う・売る」、「(他人が住む物件に) 投資する」というプロセスに関わるサービスを、ITANDI 事業は、「借りる」というプロセスに焦点

を当てたサービスをそれぞれ行っている (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」	「(自分が住む物件を) 買う・売る」	「(他人が住む物件に) 投資する」	—
事業	ITANDI事業	RENOSY マーケットプレイス事業		
		(旧 RENOSY Living事業)	(旧 RENOSY iBuyer事業)	—
ビジネスモデル	BtoBまたはBtoC (賃貸関連)	BtoC (不動産仲介)	BtoC (買取再販)	BtoC
顧客 (売上先)	居住者 不動産業者	居住者	投資家	物件オーナー (主に投資家)
主な顧客接点	各サービス	RENOSY	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)	月額利用料等のサブスクリプション (ストック型が中心)
1件当たりの売上規模	小	中	大	小
売上総利益率	高	中	低 (仕入原価が発生)	高

(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 マーケットプレイス事業

RENOSY マーケットプレイス事業は、不動産流通プラットフォーム「RENOSY」のブランドのもとで、主に不動産売買に関する事業を行っている。

従来は、取り扱う不動産物件の特徴やビジネスモデルの違いにより、「(他人が住む物件に) 投資する」旧 RENOSY iBuyer 事業と、「(自分の居住のための物件を) 買う・売る」旧 RENOSY Living 事業に分類されていた。しかし、「RENOSY」の認知度向上及びブランディング強化のために 20 年 12 月に実施したサイトリニューアルを経て、21/10 期第 2 四半期以降、投資または居住の目的に関わらず、RENOSY マーケットプレイス事業として統合されている。

また、不動産売買から派生する事業も現れてきている。同社では、22/10 期以降、同事業を、事業領域ごとに、オンライントランザクション、サブスクリプション、サードパーティーサービスに分類している。

#### ◆ RENOSY マーケットプレイス / オンライントランザクション (1) : 投資物件販売

RENOSY マーケットプレイスのオンライントランザクションは、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。サイトリニューアル前の「RENOSY」は、投資用の中古区分マンションを主な対象とした、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たが、サイトリニューアルに伴う「Modern Standard」のサイトとの統合後は、新築物件や海外物件の売買、高級賃貸物件の仲介等、サービスラインナップの拡充が進んでいる。

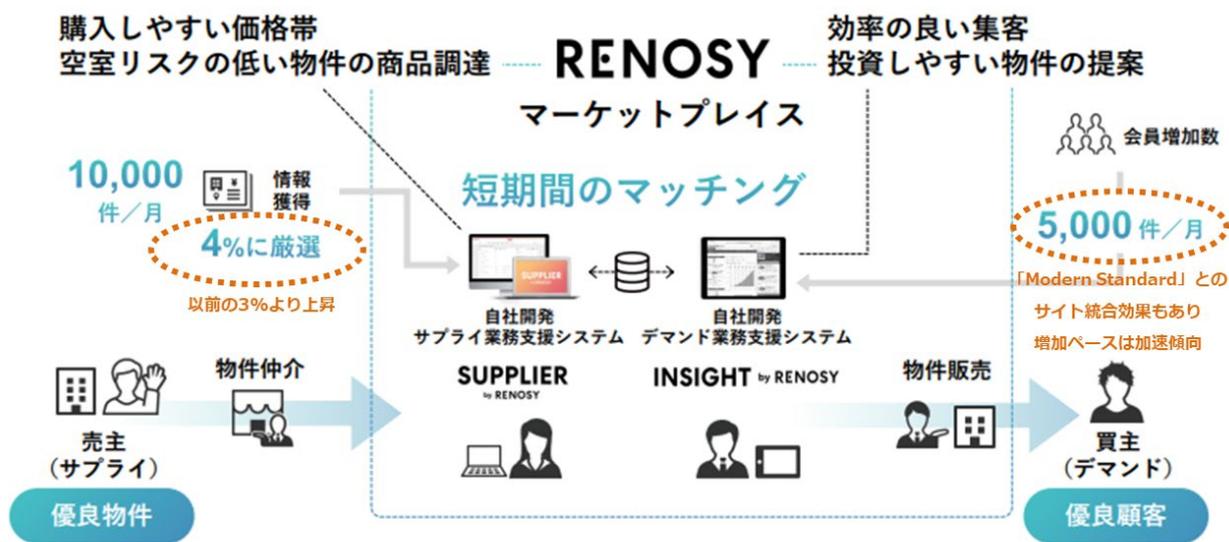
今も同社の主力サービスである投資物件の販売は、送客やマッチングに留まる他社サービスとは異なり、自社で中古不動産を仕入れ、不動産投資家に販売する買取再販のスタイルを基本としている。しかし、顧客へ販売するまでの時間が長くなる傾向にあるファミリータイプのマンションについては、物件を取得せず売買仲介で取り扱うこともある。現時点で、同社の買取再販の主要な対象となるものは、以下の4つの条件に合う物件が大半を占める。なお、将来的には、50㎡以上の物件も取り扱っていく方針を示している。

- (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。

同社の投資物件販売の最大の特徴は、「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 マーケットプレイス/オンライントランザクションでの投資物件取引の DX



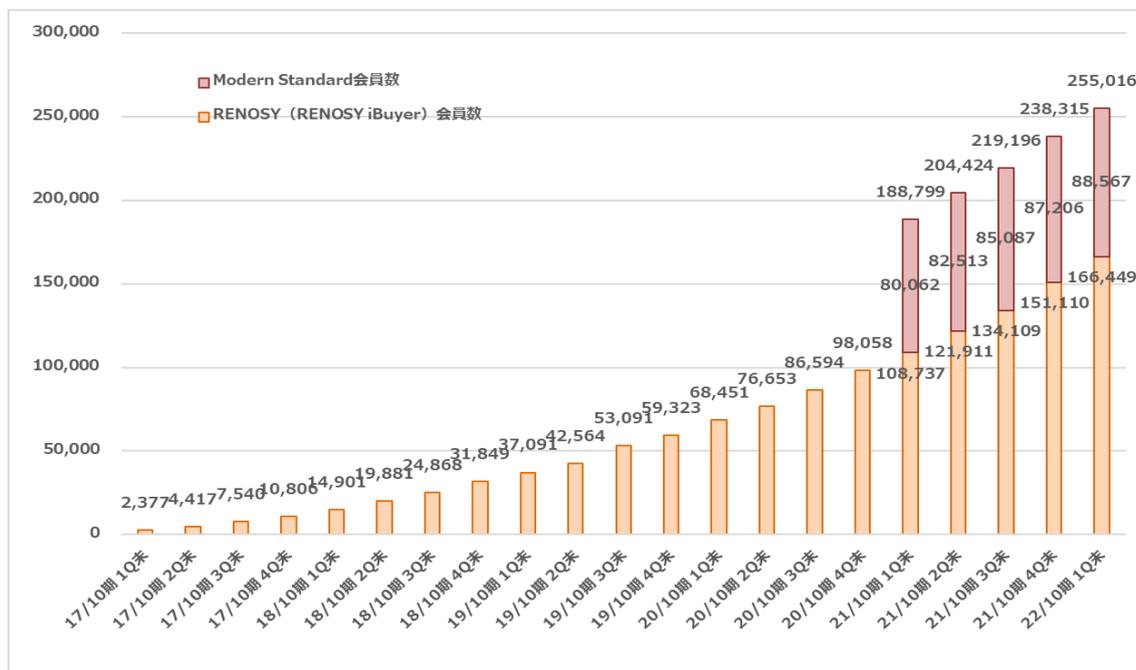
(出所) GA technologies 決算説明会資料

「RENOSY」は16年8月のリリース以降、買い手側となる会員ストック数が順調に増加し続けている。20年12月にサイト統合をした「Modern Standard」の会員数が加わり、22年1月末の会員ストック数は255,016人に達している(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。ただし、四半期ベースでの期中平均会員ストック数に対する成約率は、「Modern Standard」の会員数が加わった21/10期に入り低下しており、0.3~0.5%で推移している(図表4)。

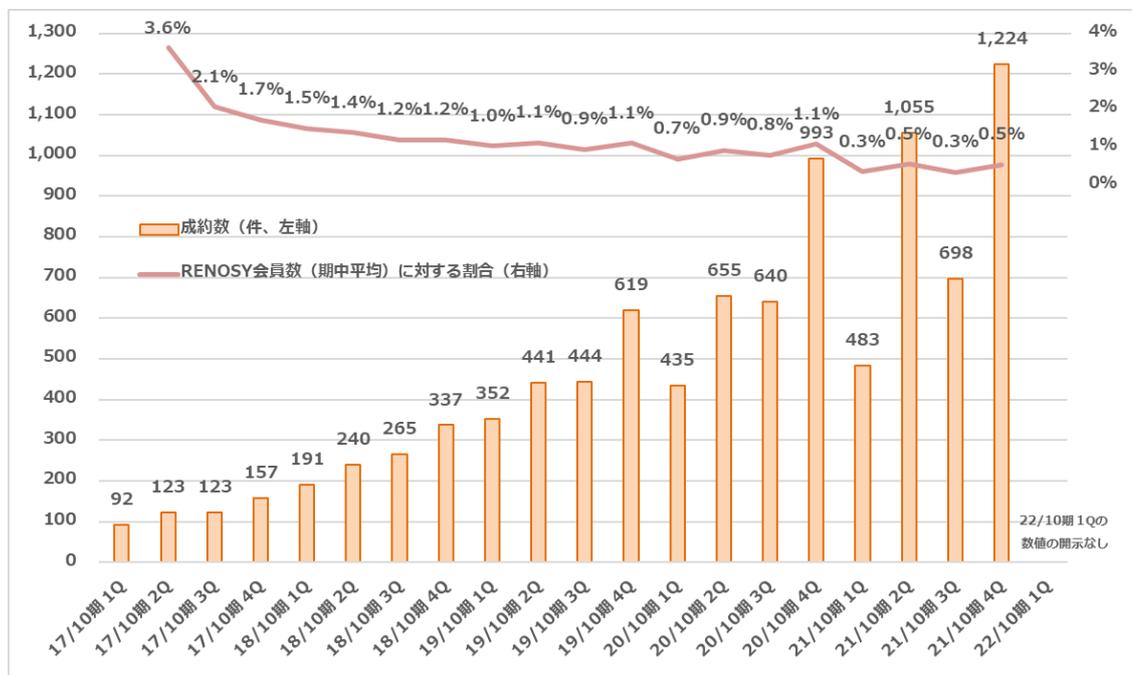
【図表3】RENSOYマーケットプレイス会員ストック数の推移

(単位:人)



(出所) GA technologies 決算説明会資料

【図表4】RENSOYマーケットプレイス/オンライントランザクション 成約数の推移

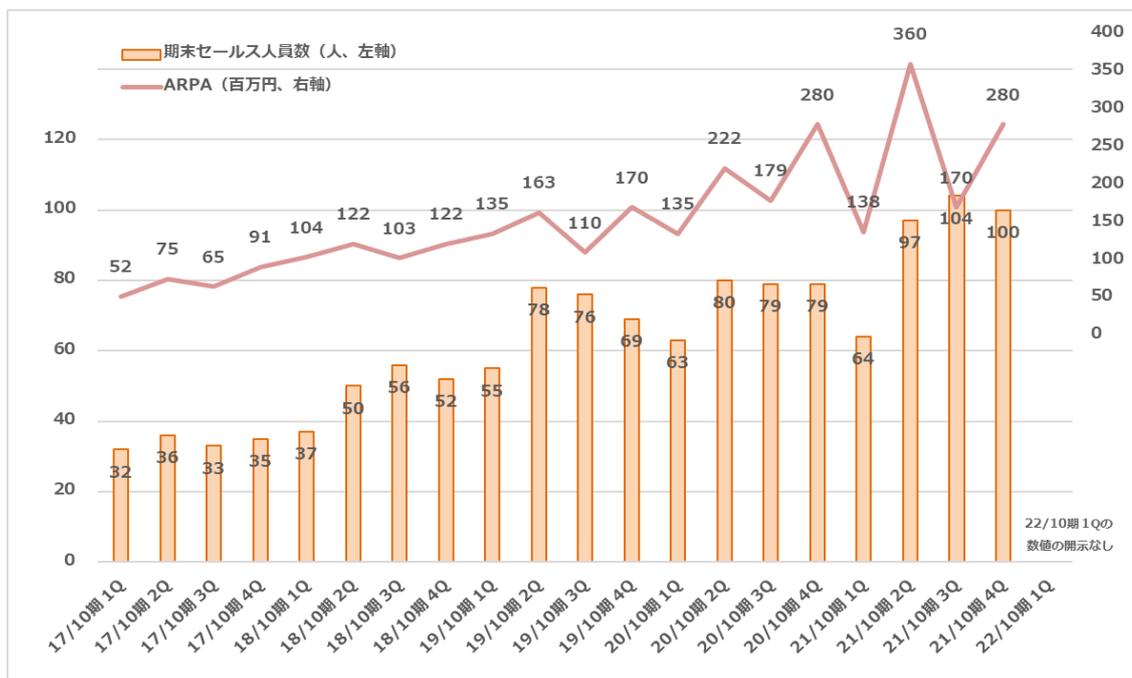


(注) 「RENSOY 会員数 (期中平均) に対する割合」は「Modern Standard」の会員数を含めて算出

(出所) GA technologies ファクトブック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、セールス人員は 21/10 期第 2 四半期に大幅増員され、その影響で、ARPA（セールス人員 1 人当たり収入）は第 3 四半期以降前年同期比で微減または横ばいで推移している（図表 5）。

【図表 5】RENOSY マーケットプライス/オンライントランザクションセールス人員と ARPA の推移



(出所) GA technologies ファクトブックより証券リサーチセンター作成

◆ RENOSY マーケットプライス / オンライントランザクション (2) : 居住物件売買・賃貸

RENOSY マーケットプライスでは、「(他人が住む物件に) 投資する」ための物件のほか、「(自分の居住のための物件を) 買う・売る」ための物件の売買または賃貸に関するサービスも提供している。投資物件の販売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である。

自社で物件を仕入れて販売する投資物件販売とは異なり、居住物件の売買または賃貸では仲介業のビジネスモデルを採っている。仲介手数料が売上収益となるため、投資物件販売と比べ、売上収益は小さいものの、利益率は高いという特徴がある。

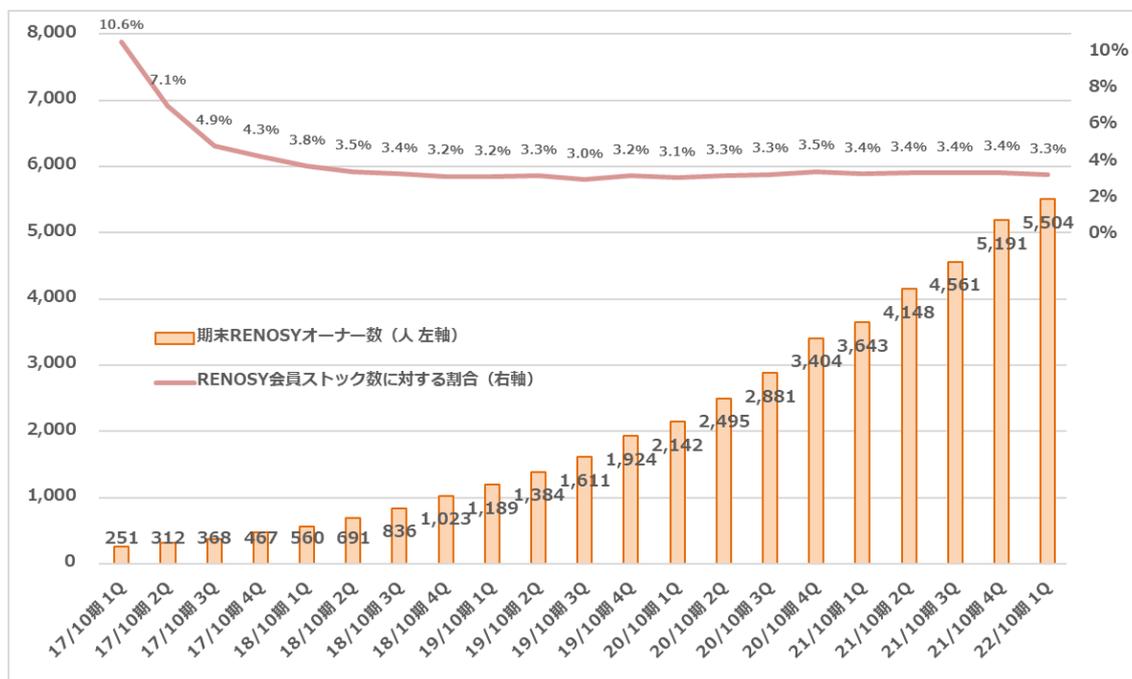
売買については、住まいに関するコンサルティングとして、戸建やマンション、新築や中古といった物件の種類を問わずワンストップで対応するのが特徴であるが、以下の3条件に合致した物件を対象としている。

- (1) ファミリー向け (50 m<sup>2</sup>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)

同社は投資物件販売を中心に展開してきた経緯から、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く。

投資物件販売、居住物件売買を合わせ、RENOSYを通じて物件を取得したオーナーは22年1月末時点で5,504人となっている。会員ストック数に対する割合は3.3%で、18/10期以降3%台を維持している(図表6)。

【図表6】RENOSYオーナー数の推移



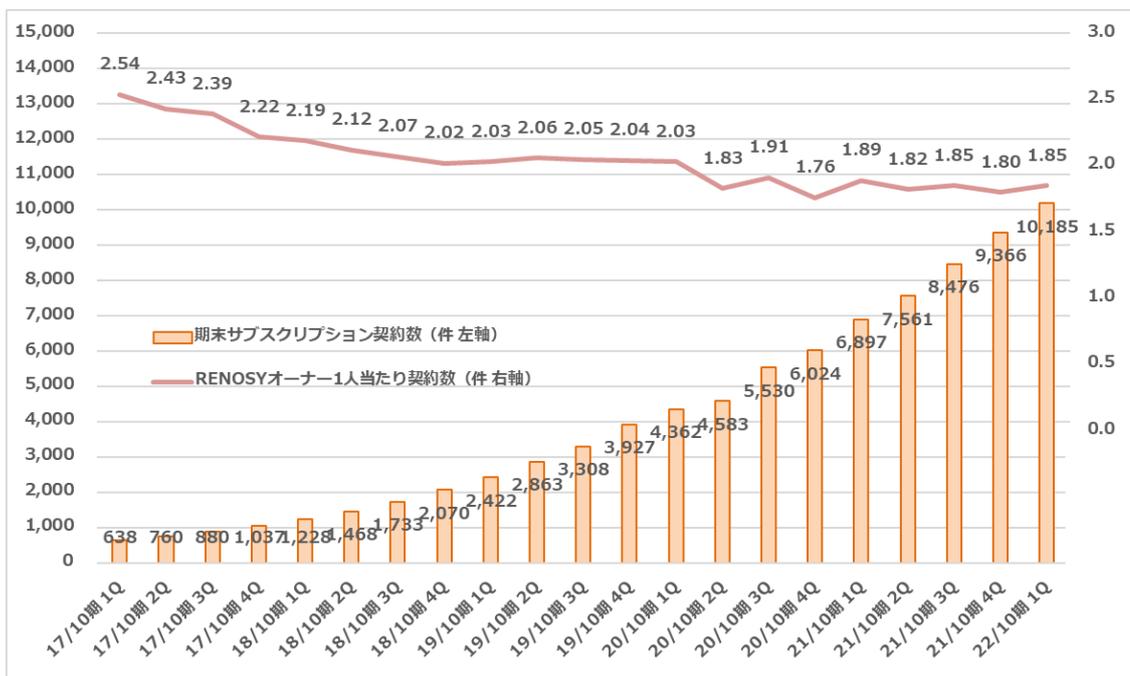
(出所) GA technologiesファクトブックより証券リサーチセンター作成

◆ RENOSY マーケットプレイス / サブスクリプション

オーナーに対するサービスメニューとして物件の資産価値を守るためのサービスを複数取り揃えており、定額サービス（サブスクリプションサービス）の形態で提供している。

サブスクリプション契約は22年1月末時点で10,185件まで増加してきた。直近1年間は、オーナー1人当たり1.8件台の契約数で推移している（図表7）。

【図表7】RENOSY サブスクリプション契約数の推移



(出所) GA technologiesファクトブックより証券リサーチセンター作成

◆ RENOSY マーケットプレイス / サードパーティーサービス

サードパーティーサービスは、RENOSY の会員向けに、他社の商品やサービスを紹介するサービスである。紹介先で成約となった際に、同社は一定の手数料を得る。収益額が小さいが、費用がかからないため、利益率は高いサービスである。

◆ ITANDI

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 の提供から開始し、管理会社向け SaaS の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。

ITANDI 事業は、(1)「ITANDI BB+」のサービスブランドのもと、不動産事業者から収益を得る SaaS、(2) 不動産会社向け業者間サイト「ITANDI BB」とセルフ内見型賃貸サイト「OHEYAGO (オヘヤゴー)」で構成されるマーケットプレイスで構成されている (図表 8)。

【図表 8】ITANDI 事業のサービス

SaaS		
サービス	管理会社向けSaaS	仲介会社向けSaaS
サービス名	ITANDI BB+	ITANDI BB+ Nomad cloud
サービスのタイプ	BtoB	BtoB
収益発生のトリガー	管理会社との契約	仲介会社との契約
収益モデル	アカウント数×月額利用料	アカウント数×月額利用料
主要KPI	月間経常収益 (MRR) 導入社数	月間経常収益 (MRR) 導入社数
マーケットプレイス		
サービス	業者間リアルタイム物件データベース	セルフ内見型賃貸サイト
サービス名	ITANDI BB	OHEYAGO (オヘヤゴー)
サービスのタイプ	BtoB	BtoBtoC
収益発生のトリガー	(仲介会社との契約)	入居者の内見
収益モデル	無償提供	仲介成約数×送客手数料
主要KPI	仲介店舗数 PV数	掲載物件数

(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

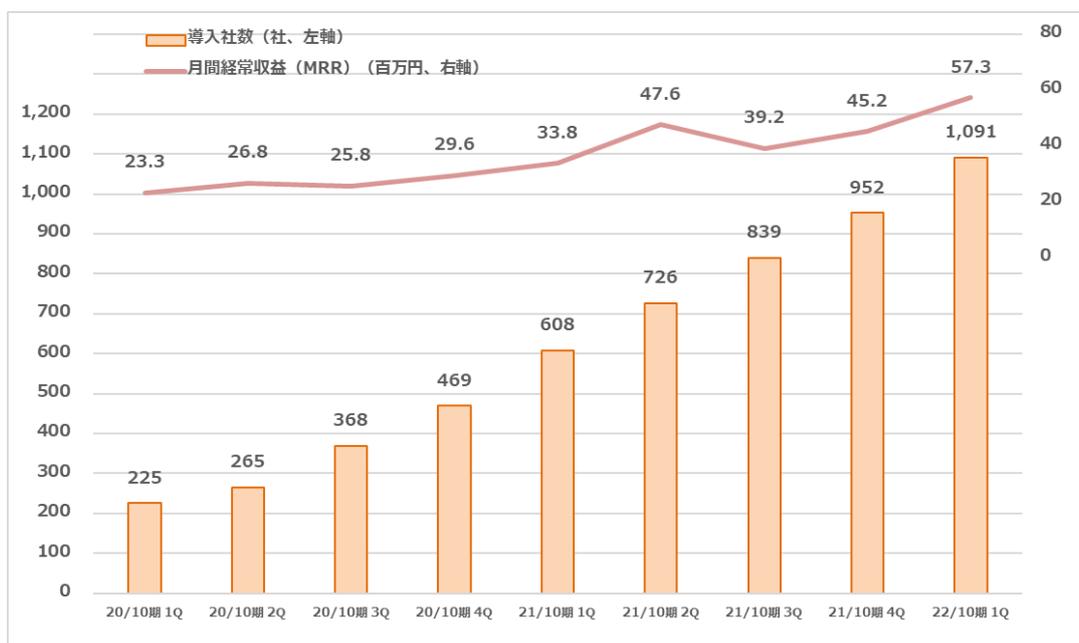
#### ◆ ITANDI / SaaS

ITANDI の SaaS は、管理会社向けと仲介会社向けに分けられる。

管理会社向け SaaS は、「ITANDI BB+」シリーズとして、管理会社向けのツールを SaaS で提供するものである。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 管理等のサービスがある。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、導入社数の増加とともに経常収益が積み上がっている。導入社数は 21/10 期末が 952 社、22/10 期第 1 四半期末が 1,091 社、月間経常収益 (MRR) は 21/10 期第 4 四半期が 45.2 百万円、22/10 期第 1 四半期が 57.3 百万円となった (図表 9)。

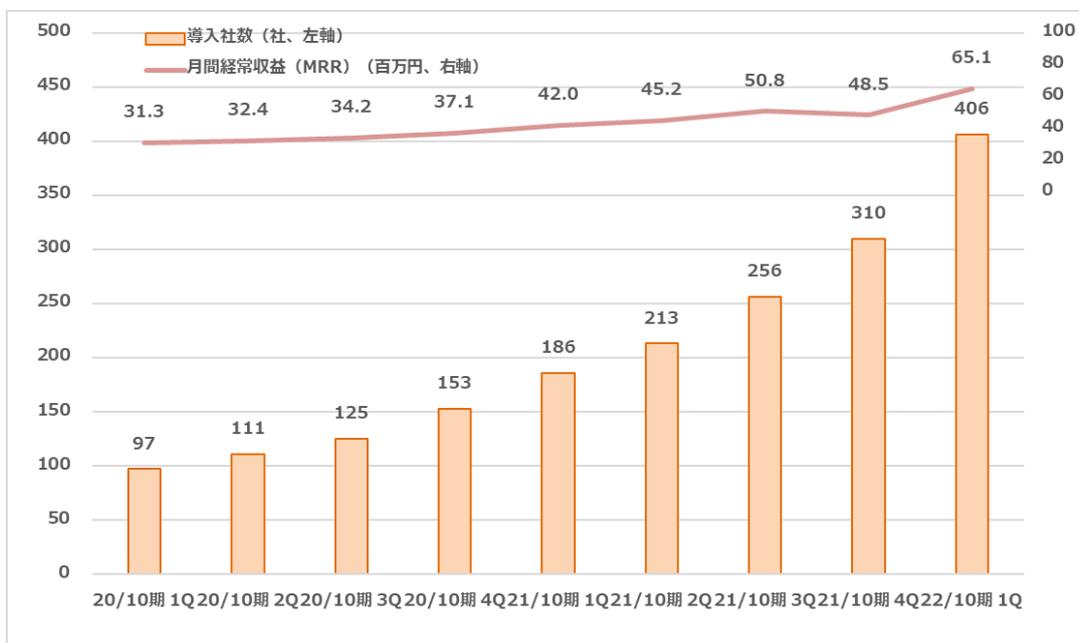
仲介会社向け SaaS は「ITANDI BB+ Nomad cloud」の名称で展開しており、管理会社向け SaaS と同様のビジネスモデルで、導入社数の増加とともに経常収益が積み上がっている。導入社数は 21/10 期末が 310 社、22/10 期第 1 四半期末が 406 社、月間経常収益 (MRR) は 21/10 期第 4 四半期が 48.5 百万円、22/10 期第 1 四半期が 65.1 百万円となった (図表 10)。

【図表9】ITANDI事業の管理会社向けSaaSの導入社数と月間経常収益の推移



(出所) GA technologies 決算説明会資料、ファクトブックより証券リサーチセンター作成

【図表10】ITANDI事業の仲介社向けSaaSの導入社数と月間経常収益の推移



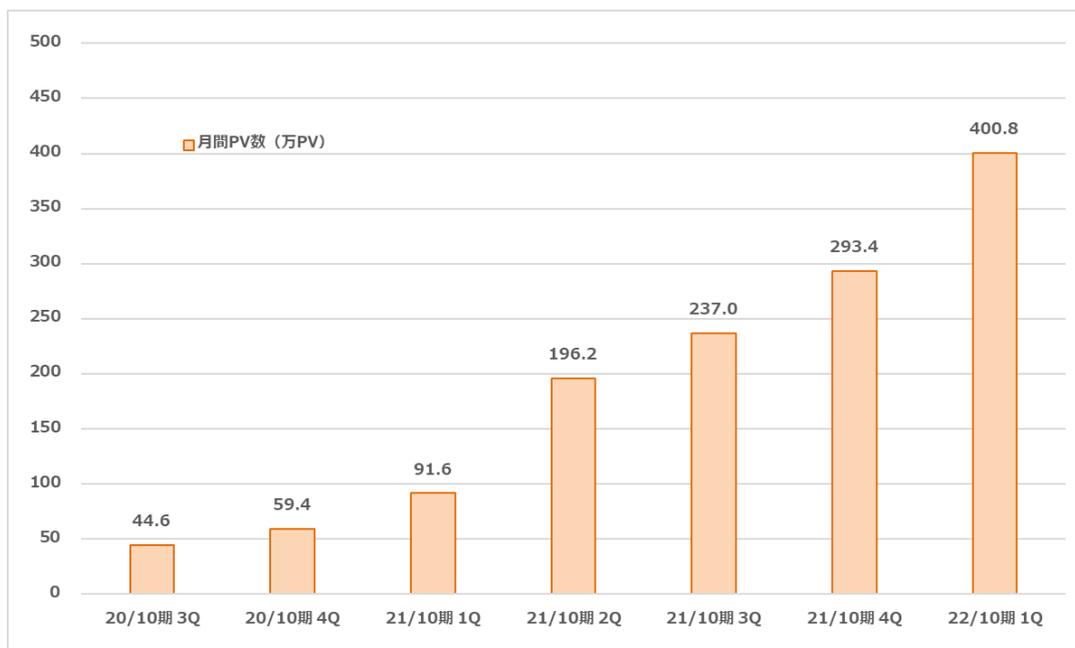
(出所) GA technologies 決算説明会資料、ファクトブックより証券リサーチセンター作成

◆ ITANDI / マーケットプレイス

業者間リアルタイム物件データベース「ITANDI BB」は、空室物件を掲載する管理会社と、消費者に物件を紹介したい仲介会社をマッチングするマーケットプレイスである。管理会社向け SaaS のサービスを通じて蓄積されていくデータを仲介会社が活用するサービスであり、管理会社が増えるにつれて「ITANDI BB」のデータベースの価値が高まっていく。一方、仲介会社に対しては、リアルタイム物件確認や内見予約、電子申込、電子契約といった機能を搭載して差別化を図り、利用を促してきた。その結果、現在は 43,000 店舗の仲介会社が利用している。

KPIである月間ページビュー (PV) 数は、21/10期第4四半期が293.4万PV、22/10期第1四半期が400.8万PVとなった(図表11)。

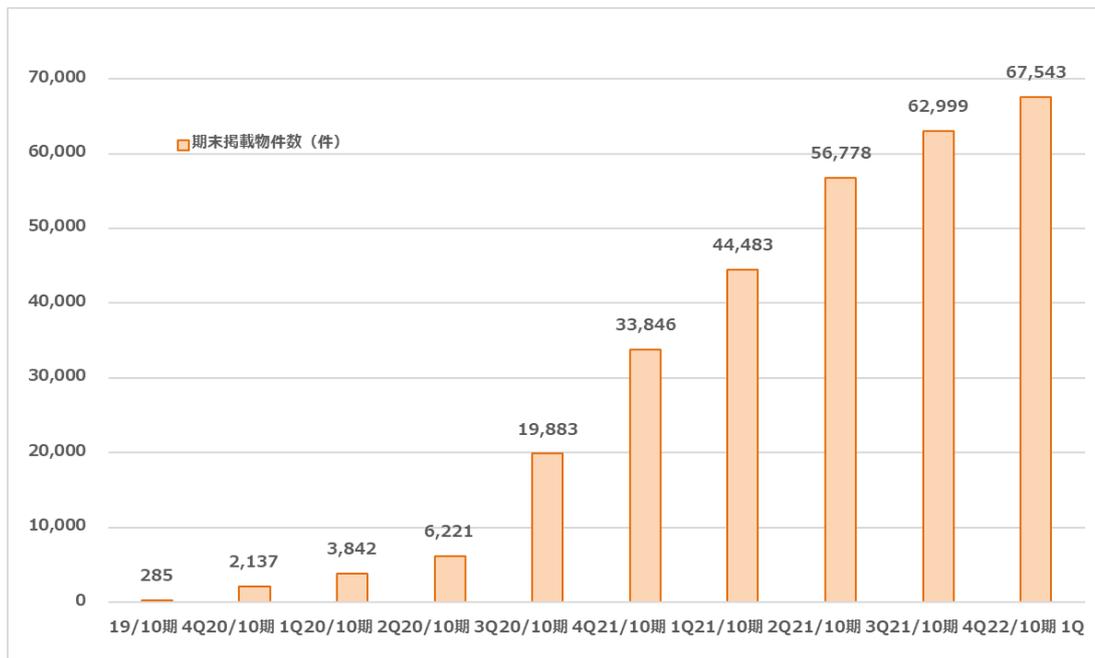
【図表11】ITANDI 事業の「ITANDI BB」の月間ページビュー (PV) 数の推移



(出所) GA technologies 決算説明会資料、ファクトブックより証券リサーチセンター作成

マーケットプレイスのうち、19年10月に開始したセルフ内見型賃貸サイト(OHEYAGO)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、21/10期末62,999件、22/10期第1四半期末67,543件と増加している(図表12)。

【図表 12】 ITANDI 事業の「OHEYAGO」の掲載物件数の推移



(出所) GA technologies 決算説明会資料、ファクトブックより証券リサーチセンター作成

#### ◆ その他 (新規事業)

RENOSY マーケットプレイス事業に関連した新規事業がその他に分類されている。住宅ローン申込プラットフォームの運営や、子会社の神居秒算による中国圏最大級の日本不動産プラットフォームの運営が含まれている。

#### ◆ 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、8 件の M&A を実施した (図表 13)。

【図表 13】 上場後の M&A の事例

M&A案件	買収完了年月	事業内容	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
イタンジ	18年11月	不動産事業者向けシステム	✓		✓	✓	✓
リーガル賃貸保証	18年11月	家賃債務保証				✓	✓
イエスリノベーション	19年9月	リノベーションサービス				✓	✓
Modern Standard	20年1月	高級賃貸サービスサイト		✓	✓	✓	✓
神居秒算 積愛科技(上海)有限公司	20年9月	中国の投資家向けの 日本不動産のプラットフォーム	✓	✓	✓	✓	✓
パートナーズ	21年6月	資産運用総合アドバイジング	✓	✓		✓	✓
リコルディ	22年3月	不動産や資産形成のコンサルティング 新築の資産運用型マンションの販売等	✓	✓		✓	✓
DLホールディングス	22年5月	タイにおける外国人向け賃貸仲介	✓	✓		✓	✓

(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 14 のようにまとめられる。

【図表 14】SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・DXをフルに活用したビジネスモデルの確立（RENOSYマーケットプレイス事業）                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- テクノロジーとリアル（不動産）との融合の体現</li> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul> </li> <li>・不動産流通プラットフォーム「RENOSY」のメディアパワー                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 中古不動産の掲載件数の多さ</li> </ul> </li> <li>・内製化しているシステム開発力                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 社内のエンジニアの多さ</li> </ul> </li> <li>・AIに関する知見とノウハウの蓄積                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 大学との共同研究や産学連携等</li> </ul> </li> <li>・スピード感のある経営</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「RENOSY」ブランドの認知度がまだ高くない状況</li> <li>・代表取締役社長への依存度の高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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）</li> <li>・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</li> <li>・中古住宅流通市場の拡大</li> <li>・不動産テック市場の拡大</li> <li>・現在投資フェーズにあるサービスの黒字化</li> <li>・AIを活用した新サービスの投入</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・競争の激化の可能性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 中古不動産</li> <li>- 不動産事業者向けSaaSサービス</li> </ul> </li> <li>・「RENOSY」の登録者が増えない可能性</li> <li>・不動産業界を取り巻く外部環境の変化                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 景気悪化や地価下落等</li> </ul> </li> <li>・M&amp;Aにおいて期待したほどの成果が得られない可能性</li> <li>・必要な人材が集まらない可能性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 特に開発と営業</li> </ul> </li> <li>・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                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- オンライントランザクション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</li> </ul> </li> </ul>

(注) セグメントの名称等の変った部分は変更をしているが、内容は前回レポートと変わっていない  
(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 15 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。RENOSY マーケットプレイス事業のオンラ

イントランザクション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 15 】 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」会員ストック数 *統合した「Modern Standard」を含む	204,424人	238,315人 (21/10期末) 255,016人 (22/10期1Q末)		
		・オンライントランザクションの成約数	1,538件	3,460件		
		・「RENOSY」のオーナー数		(今回新規) 5,191人 (21/10期末) 5,504人 (22/10期1Q末)		
		・サブスクリプション契約数		(今回新規) 9,366件 (21/10期末) 10,185件 (22/10期1Q末)		
		・SaaSサービスを利用する管理会社	726社 (前回掲載の契約社数は971社)	952社 (21/10期末) 1,091社 (22/10期1Q末)		
			・SaaSサービスを利用する仲介会社	213社 (前回掲載の契約社数は252社)	310社 (21/10期末) 406社 (22/10期1Q末)	
	・OHEYAGOの掲載物件数		44,483件	62,999件 (21/10期末) 67,543件 (22/10期1Q末)		
	・付帯サービス事業の Web入居申込の電子申込数		242,319件 (21/10期上期累計) *前回掲載の195,024件から修正	488,973件 (21/10期通期累計) 177,837件 (22/10期1Q)		
	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	-----	
			・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	・オンライントランザクションのセールス人員数	97人	100人 (21/10期末) 22/10期1Q末は開示なし		
		・オンライントランザクションのARPA	222百万円 (20/10期2Q) 360百万円 (21/10期2Q)	280百万円 (20/10期4Q) 280百万円 (21/10期4Q)		
		・オンライントランザクションの在庫回転率	約15.9回/年 (20/10期)	開示なし		
		・ITANDI事業の体制	・イタジの従業員数	59人 (20/10期末)	112人 (20/10期末)	
	・エリア展開	・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)	-----		
		・国内の本社、支社、営業所以外の拠点	なし	-----		
	知的財産 ノウハウ	・開発体制	・エンジニアの人数	186名 全社員の約28%	177名 全社員の約24%	
		・不動産業界でのDXの推進	・創業以来の年数	13年3月より8年経過	13年3月より9年経過	
	人的資本	経営陣	・「RENOSY」に関する研究活動	・研究開発費	5百万円 (20/10期)	47百万円 (21/10期)
			・代表取締役社長の存在	・創業以来の年数	13年3月より8年経過	13年3月より9年経過
・代表取締役社長による保有				11,400株 (33.10%) *資産管理会社の持分を含むと 16,980株 (49.30%)	10,759株 (30.60%) *資産管理会社の持分を含むと 16,339株 (46.47%)	
・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				2,270株 (7.72%) (20/10期末)	1,588株 (4.52%) (21/10期末)	
従業員		・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役、監査等委員は除く	62百万円 (4名) (20/10期末)	58百万円 (4名)		
		・企業風土	・従業員数	連結571名 単体479名 (20/10期末)	連結739名 単体558名	
			・平均年齢	31.1歳 (単体) (20/10期末)	30.3歳 (単体)	
		・インセンティブ	・平均勤続年数	1.6年 (単体) (20/10期末)	2.2年 (単体)	
			・従業員持株会	あり	-----	
		・ストックオプション	1,600,220株 (4.64%) *取締役保有分も含む	1,238,960株 (3.52%) *取締役保有分も含む		

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は21/10期上期または21/10期上期末、今回は21/10期または21/10期末のもの  
前回と変更ないものは-----と表示

セグメントの名称等の変った部分に変更をしている。また前回レポートで会社からの開示がなくなった項目は削除  
(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****◆ 21年10月期は計画通りの増収も、営業損失**

21/10 期業績は、売上高 85,388 百万円（前期比 35.4%増）、営業損失 39 百万円（前期は 1,888 百万円の利益）、経常損失 431 百万円（同 1,654 百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純損失 1,269 百万円（同 903 百万円の利益）となった。

売上高の期初会社計画に対する達成率は 100.5%だったものの、期初の営業利益 2,455 百万円の計画に対し、39 百万円の営業損失となった。なお、第 3 四半期決算時に下方修正した計画では 490 百万円の営業損失としていたため、修正後計画の水準よりは巻き返した格好となった。

売上高の大半を占める RENOSY マーケットプレイス事業のオンライントランザクションにおいて以下の 2 つの要因が重なり、第 3 四半期を中心に投資不動産の販売が伸び悩んだ。

- (1) 新たに導入したウェブ商談予約システムに慣れるのに時間がかかり、一時的に成約率が低下した時期があった
- (2) 物件の管理手数料（サブスクリプション収益）の値上げにより投資利回りが低下し、物件への投資妙味が薄れて販売が伸び悩んだ

売上総利益率は前期比 2.2%ポイント低下の 13.4%となった。外部環境では「ウッドショック」があり、資材不足によって竣工が遅れた新築物件を取り扱う不動産事業者が、収益を確保するために中古物件の取り扱いに参入してきた。そのため、物件の仕入競争が激しくなり、調達価格が上昇した。そうした中で、同社は市場シェア拡大を急いで取引量を増やした結果、仕入価格高騰によりマージンが低くなった取引が多く発生し、売上総利益率の低下につながった。

販管費は、21/10 期第 2 四半期と第 3 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前期比 44.1%増となり、売上高販管費率は同 0.9%ポイント上昇の 13.5%となった。これらの結果、39 百万円の営業損失となった。

経常損失が 431 百万円と営業損失を大きく上回ったのは、支払手数料や株式交付費等の営業外費用が増加したことが要因である。また、経常損失に比べて親会社株主に帰属する当期純損失が拡大したのは、ソフトウェアの減損と投資有価証券評価損により 752 百万円の特別損失を計上したためである。

## > 最近の変化

### ◆ リコルディの完全子会社化

同社は 22 年 3 月 1 日にリコルディを完全子会社化した。

リコルディは不動産や資産形成のコンサルティング事業を行っており、新築の資産運用型マンションの販売や賃貸を多く手掛けている。21/6 期は売上高 6,976 百万円、営業利益 117 百万円と利益を出している企業である。

統合により、(1) 新築投資物件の商品ラインナップの拡充、(2) RENOSY マーケットプレイスのシェア拡大、(3) 販売の効率化と人員強化、(4) 新築投資物件が増えることによる手数料率の改善といった効果が得られるとしている。

同社の 22/10 期業績には、リコルディの業績の一部が上乗せされる可能性がある。売上高を 6,270 百万円、売上総利益を 1,190 百万円、営業利益を 360 百万円、それぞれ上乗せされる可能性がある。

### ◆ DL ホールディングスの完全子会社化

同社は 22 年 5 月 1 日に DL ホールディングスを完全子会社化した。

DL ホールディングスは、タイにおける外国人向け賃貸仲介を行う「ディアライフ」を運営する会社である。日系大手企業の駐在員を主な顧客としており、タイにおける日本人向け仲介サービスではトップシェアを有している。20/12 期の売上高は 246 百万円であった。

統合により、タイの日本人駐在員への同社の投資物件の販売等のクロスセルが期待できる。さらに、DL ホールディングスを東南アジアへの進出拠点としていく方針である。今回の統合により、同社の海外展開が具体的にになっていくことが予想される。

## > 今後の業績見通し

### ◆ 22 年 10 月期会社計画

同社は 22/10 期から国際財務報告基準（以下、IFRS）を任意適用することにしており、売上収益 110,000 百万円（前期比 46.9%増）、EBITDA4,000 百万円（前期の数値なし）、営業利益 57 百万円（前期は 1,114 百万円の損失）、親会社の所有者に帰属する当期損失 700 百万円（同 1,269 百万円の損失）を計画している（図表 16）（前期比または前期の数値は、IFRS ベースに置き換えた 21/10 期業績の数値との比較または金額）。

第 1 四半期決算公表時点において、期初計画は据え置かれている。なお、22 年 3 月に完全子会社化したリコルディの業績は 22/10 期第 2

四半期から連結業績に組み込まれる予定としているが、現時点の会社計画には反映されていない。

21/10 期の IFRS ベースでの事業別売上収益の開示がないため前期比はないが、RENOSY マーケットプレイス事業では、主力のオンライントランザクションが市場の拡大を上回るペースで売上収益を拡大させていくものとしている。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、売上総利益率を前期比 1.7%ポイント低下の 12.0%としている。オンライントランザクションにおいて、シェア拡大を優先して、手数料率が低下した物件も取り扱っていく方針のためである。また、投資フェーズにあるサービスが多くあるという認識のもと、積極的に費用を投じていく方針としている。これらより、22/10 期の売上収益営業利益率は 0.1%と、営業利益ではほぼ収支均衡を計画している

これに、支払利息等の金融費用がかかるため、親会社の所有者に帰属する当期損失 700 百万円を見込んでいる。

【図表 16】GA technologies の 22 年 10 月期の連結業績計画

(単位：百万円)

日本基準 (旧基準)	19/10期 実績	20/10期 実績	21/10期 実績	IFRS (新基準)	21/10期 実績	22/10期	
						会社計画	前期比
売上高	39,286	63,070	85,388	売上収益	74,867	110,000	46.9%
売上総利益	6,580	9,861	11,447	売上総利益	10,234	13,200	29.0%
売上総利益率	16.8%	15.6%	13.4%	売上総利益率	13.7%	12.0%	-
営業利益	1,193	1,888	-39	営業利益	-1,114	57	-
売上高営業利益率	3.0%	3.0%	0.0%	売上収益営業利益率	-1.5%	0.1%	-
経常利益	1,019	1,654	-431	税引前当期利益	-1,543	-	-
売上高経常利益率	2.6%	2.6%	-0.5%	売上収益税引前利益率	-2.1%	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	510	903	-1,269	親会社の所有者に帰属する当期利益	-854	-700	-
売上高当期純利益率	1.3%	1.4%	-1.5%	売上収益当期利益率	-1.1%	-0.6%	-

(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

#### ◆ 22 年 10 月期第 1 四半期業績

22/10 期第 1 四半期業績は、売上収益 17,339 百万円 (前年同期比 67.9%増)、EBITDA17 百万円 (同 861.9%増)、営業損失 669 百万円 (前年同期は 722 百万円の損失)、親会社の所有者に帰属する四半期損失 561 百万円 (同 587 百万円の損失) となった。

売上収益の会社計画に対する進捗率は 15.8%に留まるが、同社では売上収益、利益とも計画通りと認識している。

セグメント別には、RENOSY マーケットプレイス事業は、売上収益が前年同期比 67.6%増、セグメント利益が同 95.9%増、ITANDI 事業は、売上収益が同 69.4%増、セグメント利益が 58 百万円（前年同期は 0 百万円の損失）となった。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：22 年 10 月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、22/10 期第 1 四半期業績を受けて、23/10 期までの業績予想を修正するとともに、24/10 期の業績予想を新たに策定した。

当センターでは、同社の 22/10 期業績について、売上収益 116,991 百万円（前期比 56.3%増）、営業利益 453 百万円（前期は 1,114 百万円の損失）、親会社の所有者に帰属する当期損失 250 百万円（同 1,269 百万円の損失）と予想した（図表 16、図表 17）。前期比または前期の数値は、IFRS ベースに置き換えた 21/10 期業績との比較または金額である。

なお、22 年 3 月に連結子会社にしたリコルディについては、8 カ月分の業績が上乘せされるものとした。その結果、売上収益、利益とも会社計画を上回る水準とした。

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) RENOSY マーケットプレイス事業の売上収益は、オンライントランザクションとそれ以外に分けて予想した。なお、リコルディの業績貢献はオンライントランザクションに含めている。

オンライントランザクションは、成約数と 1 成約当たり売上収益等と齟齬がないかどうかを確かめつつ、期末セールス人員数と ARPA を予想して算出した。22/10 期は、期末セールス人員数が前期比 30.0%増、ARPA 同 10.3%増の 1,110 百万円とした。この結果、オンライントランザクションの売上収益は 111,000 百万円となり、全売上収益の 95%弱を占める状況は大きく変わらない。

RENOSY マーケットプレイス事業のオンライントランザクション以外の売上収益は 3,432 百万円と予想し、RENOSY マーケットプレイス事業の売上構成比は 97.8%（会社計画は 97.5%）とした。

- (2) ITANDI 事業は、管理会社向け SaaS、仲介会社向け SaaS、SaaS 以外に分けて予想した。SaaS はそれぞれ期末導入社数、期末最終月 MRR を見立てて予想したが、両者とも導入社数の増加が増収の主要因となるものとした。ITANDI 事業の売上構成比は会社計画と同じ 1.5%とした。また、その他の売上収益を 800 百万円とした。
- (3) 売上総利益率は、前期比 1.2%ポイント低下の 12.5%と予想した(会社計画は 12.0%)。オンライントランザクションにおける手数料率の低下の可能性を考慮した一方、相対的に利益率が高いリコルディの業績貢献もいくらか織り込んだ。また、販管費は同 31.4%増としたが、増収効果により売上収益販管費率は同 2.3%ポイント低下の 12.0%になるものとした。これらより、22/10 期の売上収益営業利益率は同 1.9%ポイント上昇の 0.4%と予想した(会社計画は 0.1%)。
- (4) 金融費用は 704 百万円を見込んだため、親会社の所有者に帰属する当期損失は 250 百万円と予想した。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23 年 10 月期以降

23/10 期以降の業績について、23/10 期は前期比 36.1%増収、24/10 期は同 21.6%増収と予想した。RENOSY マーケットプレイス事業のオンライントランザクションが全体の売上収益を牽引する構図は変わらないものとした。売上総利益率は22/10期と同じ水準で推移するものとしたが、増収効果によって売上収益販管費率が改善し、売上収益営業利益率は23/10期1.3%、24/10期1.5%へと上昇していくものと予想した。

IFRS ベースでは、21/10 期末時点で利益剰余金はマイナス 419 百万円である。22/10 期末にはマイナス 1,230 百万円までマイナス幅が拡大するが、23/10 期末にプラス 42 百万円、24/10 期末にプラス 1,925 百万円になるものと予想した。

【図表 17】証券リサーチセンターの連結業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

日本基準 (旧基準)	19/10期	20/10期	21/10期	22/10期E (前回)	23/10期E (前回)
<b>損益計算書</b>					
売上高	39,286	63,070	85,388	111,678	133,156
前期比	95.2%	60.5%	35.4%	25.0%	19.2%
【22/10期から開示のセグメントによる区分】					
RENOZY マーケットプレイス事業	—	—	83,616	—	—
売上構成比	—	—	97.9%	—	—
ITANDI事業	—	—	1,165	—	—
売上構成比	—	—	1.4%	—	—
その他	—	—	607	—	—
売上構成比	—	—	0.7%	—	—
RENOZY マーケットプレイス事業 / RENOZY iBuyer事業	—	—	—	104,394	124,312
前期比	—	—	—	25.0%	19.1%
売上構成比	—	—	—	93.5%	93.4%
期末セールス人員数 (人)	69	79	100	115	130
ARPA	744	868	1,056	1,043	1,080
成約数 (件)	1,856	2,723	3,600	4,278	4,992
パートナーズ (21/10期第3四半期~)	—	—	—	6,000	7,000
RENOZY マーケットプレイス事業 / RENOZY Living事業	—	—	—	5,940	7,200
前期比	—	—	—	23.8%	21.2%
売上構成比	—	—	—	5.3%	5.4%
期末セールス人員数 (人)	14	67	80	90	100
セールス1人当たり月間売上高	—	3.88	5.00	5.50	6.00
ITANDI事業	—	—	—	1,344	1,644
前期比	—	—	—	32.4%	22.3%
売上構成比	—	—	—	1.2%	1.2%
管理会社向けSaaS (経常収益)	—	201	336	432	513
期末契約社数 (社)	324	700	1,050	1,350	1,600
仲介会社向けSaaS (経常収益)	—	394	579	712	831
期末契約社数 (社)	121	180	240	300	360
上2つ以外のサービス	—	—	100	200	300
売上総利益	6,850	9,861	11,447	16,807	20,173
前期比	94.5%	43.9%	16.1%	25.5%	20.0%
売上総利益率	17.4%	15.6%	13.4%	15.1%	15.2%
販売費及び一般管理費	5,657	7,973	11,487	12,995	15,105
売上高販管費率	14.4%	12.6%	13.5%	11.6%	11.3%
営業利益	1,193	1,888	-39	3,812	5,067
前期比	75.9%	58.2%	—	51.9%	32.9%
売上高営業利益率	3.0%	3.0%	0.0%	3.4%	3.8%
経常利益	1,019	1,654	-431	3,518	4,834
前期比	59.1%	62.2%	—	60.3%	37.4%
売上高経常利益率	2.6%	2.6%	-0.5%	3.2%	3.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	510	903	-1,269	1,706	2,344
前期比	27.8%	77.0%	—	60.3%	37.4%
売上高当期純利益率	1.3%	1.4%	-1.5%	1.5%	1.8%

(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 18】証券リサーチセンターの連結業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

IFRS (新基準)	21/10期	22/10期 CE	22/10期E (今回)	23/10期E (今回)	24/10期E (今回)
<b>損益計算書</b>					
売上収益	74,867	110,000	116,991	159,210	193,674
前期比	-	46.9%	56.3%	36.1%	21.6%
RENOSYマーケットプレイス	-	107,261	114,432	155,729	189,473
前期比	-	-	-	36.1%	21.7%
売上構成比	-	97.5%	97.8%	97.8%	97.8%
オンライントランザクション	-	-	111,000	149,500	180,000
期末セールス人員数 (人)	100	-	130	150	170
ARPA	1,006	-	1,110	1,150	1,200
オンライントランザクション以外	-	-	3,432	6,229	9,473
ITANDI	-	1,691	1,758	2,381	2,801
前期比	-	-	-	35.5%	17.6%
売上構成比	-	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
管理会社向けSaaS (経常収益)	-	-	657	861	1,023
期末導入社数 (社)	1,050	-	1,451	1,851	2,171
最終月MRR	45	-	64	79	91
仲介会社向けSaaS (経常収益)	-	-	705	865	937
期末導入社数 (社)	240	-	646	906	1,126
最終月MRR	48	-	69	75	81
SaaS以外	-	-	395	654	840
その他	-	1,048	800	1,100	1,400
前期比	-	-	-	37.5%	27.3%
売上構成比	-	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%
売上総利益	10,234	13,200	14,623	19,901	24,209
前期比	-	29.0%	42.9%	36.1%	21.6%
売上総利益率	13.7%	12.0%	12.5%	12.5%	12.5%
販売費及び一般管理費	10,689	-	14,050	17,750	21,150
売上収益販管費率	14.3%	-	12.0%	11.1%	10.9%
事業利益	-454	-	573	2,151	3,059
営業利益	-1,114	57	453	2,031	2,939
前期比	-	-	-	347.5%	44.7%
売上収益営業利益率	-1.5%	0.1%	0.4%	1.3%	1.5%
税引前当期利益	-1,543	-	-250	1,415	2,353
前期比	-	-	-	-	66.3%
売上収益税引前利益率	-2.1%	-	-0.2%	0.9%	1.2%
親会社の所有者に帰属する当期利益	-1,269	-700	-250	1,273	1,882
前期比	-	-	-	-	47.8%
売上収益当期利益率	-1.1%	-0.6%	-0.2%	0.8%	1.0%

(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 19】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

日本基準 (旧基準)	19/10期	20/10期	21/10期	22/10期E (前回)	23/10期E (前回)
<b>貸借対照表</b>					
現金及び預金	4,279	6,386	15,393	15,952	18,349
売掛金	37	147	185	256	306
販売用不動産	682	1,386	2,795	2,456	2,929
未成工事支出金	3	8	21	11	13
貯蔵品	22	48	32	89	106
前渡金	203	137	230	245	292
前払費用	198	270	263	480	572
その他	84	71	486	71	71
<b>流動資産</b>	<b>5,512</b>	<b>8,453</b>	<b>19,405</b>	<b>19,563</b>	<b>22,641</b>
有形固定資産	1,072	1,230	1,354	1,342	1,335
無形固定資産	4,330	7,449	7,937	8,842	8,303
投資その他の資産	923	1,450	1,480	1,450	1,450
<b>固定資産</b>	<b>6,327</b>	<b>10,130</b>	<b>10,772</b>	<b>11,635</b>	<b>11,089</b>
<b>資産合計</b>	<b>11,839</b>	<b>18,584</b>	<b>30,177</b>	<b>31,199</b>	<b>33,730</b>
買掛金	-	-	-	0	0
短期借入金	100	1,503	300	1,503	1,503
1年内返済予定の長期借入金	734	949	1,147	761	485
1年内償還予定の社債	40	40	2,050	40	30
未払金	640	988	1,558	1,753	2,090
未払法人税等	378	661	1	1,739	2,390
その他	830	1,582	1,858	1,582	1,582
<b>流動負債</b>	<b>2,724</b>	<b>5,723</b>	<b>6,914</b>	<b>7,379</b>	<b>8,080</b>
社債	150	2,110	405	30	0
長期借入金	2,179	2,383	2,722	756	271
その他	1,028	1,229	1,402	1,150	1,150
<b>固定負債</b>	<b>3,358</b>	<b>5,722</b>	<b>4,529</b>	<b>1,936</b>	<b>1,421</b>
<b>純資産合計</b>	<b>5,757</b>	<b>7,137</b>	<b>18,733</b>	<b>21,883</b>	<b>24,228</b>
(自己資本)	5,754	7,137	18,724	21,883	24,228
(新株予約権)	2	0	9	0	0
日本基準 (旧基準)	19/10期	20/10期	21/10期	22/10期E (前回)	23/10期E (前回)
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>					
税金等調整前当期純利益	899	1,592	-1,183	3,518	4,834
減価償却費	230	629	968	676	676
のれん償却費	235	344	537	427	427
売上債権の増減額 (-は増加)	-13	-87	-33	-51	-49
前渡金の増減額 (-は増加)	-65	66	-31	-49	-47
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-257	-420	-1,274	-512	-491
仕入債務の増減額 (-は減少)	-	-	-	0	0
未払金の増減額 (-は減少)	224	144	329	351	337
法人税等の支払額・還付額	-278	-517	-1,092	-1,157	-1,839
その他	260	561	1,389	15	19
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>1,235</b>	<b>2,312</b>	<b>-390</b>	<b>3,219</b>	<b>3,867</b>
有形固定資産の取得による支出	-425	-212	-227	-70	-70
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	0	0
無形固定資産の取得による支出	-1,194	-1,100	-1,076	-1,350	-600
無形固定資産の売却による収入	-	-	-	0	0
敷金及び保証金の差入による支出	-53	-341	-10	0	0
投資有価証券の買付・売却・償還による収支	-196	-231	-124	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	-492	0	0
その他	17	62	-29	0	0
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-3,441</b>	<b>-3,766</b>	<b>-1,958</b>	<b>-1,420</b>	<b>-670</b>
短期借入金の増減額 (-は減少)	-153	1,400	-1,220	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	2,305	-37	273	-866	-761
社債の増減額 (-は減少)	185	1,938	298	-2,040	-40
株式の発行による収入	-	-	11,975	0	0
自己株式の取得・処分による収支	0	0	0	0	0
新株予約権の発行・行使による収入	2,115	49	35	0	0
配当金の支払額	-	-	-	0	0
その他	-38	195	-56	0	0
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>4,414</b>	<b>3,545</b>	<b>11,305</b>	<b>-2,906</b>	<b>-801</b>
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	2,207	2,091	8,956	-1,106	2,396
現金及び現金同等物の期首残高	2,018	4,226	6,318	16,991	15,884
現金及び現金同等物の期末残高	4,226	6,318	15,275	15,884	18,281

(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 20】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位: 百万円)

IFRS (新基準)	21/10期	22/10期 CE	22/10期E (今回)	23/10期E (今回)	24/10期E (今回)
<b>貸借対照表</b>					
現金及び現金同等物	15,275	-	11,477	10,764	11,368
営業債権及びその他の債権	284	-	350	477	581
棚卸資産	2,891	-	3,977	5,413	6,584
その他の金融資産	173	-	303	303	303
その他の流動資産	829	-	979	979	979
流動資産	19,453	-	17,087	17,937	19,816
有形固定資産	1,400	-	1,526	1,552	1,578
投資不動産	15,222	-	14,748	14,748	14,748
のれん	5,082	-	7,002	7,002	7,002
無形資産	3,451	-	4,314	5,114	5,914
使用権資産	1,773	-	2,644	2,644	2,644
その他の金融資産	1,527	-	2,426	2,426	2,426
繰延税金資産	647	-	835	835	835
その他の非流動資産	36	-	55	55	55
非流動資産合計	29,140	-	33,550	34,376	35,202
資産合計	48,594	-	50,637	52,313	55,018
営業債務及びその他の債務	1,531	-	2,105	2,865	3,486
契約負債	269	-	350	477	581
社債及び借入金	3,497	-	1,340	1,112	754
リース負債	3,979	-	3,980	3,946	3,927
その他の金融負債	1,410	-	1,252	1,252	1,252
未払法人所得税	1	-	1	142	613
その他の流動負債	447	-	485	485	485
流動負債合計	11,137	-	9,514	10,280	11,098
社債及び借入金	3,043	-	2,003	1,191	737
リース負債	15,579	-	15,503	15,461	15,438
引当金	432	-	432	432	432
その他の金融負債	461	-	475	475	475
繰延税金負債	207	-	168	168	168
その他の非流動負債	60	-	63	63	63
非流動負債合計	19,783	-	18,644	17,790	17,313
資本合計	17,672	-	18,254	19,527	21,410
資本金・資本剰余金	18,084	-	19,440	19,440	19,440
利益剰余金	-419	-	-1,230	42	1,925
その他	7	-	45	45	45
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>					
税引前当期利益	-	-	-250	1,415	2,353
減価償却費及び償却費	-	-	1,381	324	324
減損損失	-	-	11	0	0
固定資産除却損	-	-	7	0	0
棚卸資産の増減額	-	-	-1,086	-1,435	-1,171
金融収益	-	-	0	0	0
金融費用	-	-	704	616	586
営業債権及びその他の債権の増減額 (-は増加)	-	-	-66	-126	-103
営業債務及びその他の債務の増減額 (-は減少)	-	-	574	759	620
法人所得税の支払額	-	-	0	0	0
その他	-	-	-147	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	-	-	1,127	1,553	2,608
有形固定資産の取得による支出	-	-	-250	-150	-150
無形資産の取得による支出	-	-	-1,063	-1,000	-1,000
その他	-	-	-	-	-
投資活動によるキャッシュ・フロー	-	-	-1,509	-1,150	-1,150
短期借入金の純増減額	-	-	0	0	0
長期借入れによる収入	-	-	0	0	0
長期借入金の返済による支出	-	-	-1,147	-990	-772
社債の発行による収入	-	-	0	0	0
社債の償還による支出	-	-	-2,050	-50	-40
株式の発行による収入	-	-	0	0	0
リース負債の返済による支出	-	-	-75	-76	-42
配当金の支払額	-	-	0	0	0
その他	-	-	-144	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-	-	-3,416	-1,116	-854
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-	-	-3,797	-712	604
現金及び現金同等物の期首残高	-	-	15,275	11,477	10,764
現金及び現金同等物の期末残高	-	-	11,477	10,764	11,368

(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、8 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、のれんは、IFRS ベースの 21/10 期末で 5,082 百万円（総資産の 10.5%）を占めている。今後、事業の収益力が大きく低下した場合には、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。

### ◆ 利益剰余金がマイナスであることについて

IFRS ベースでは、21/10 期末時点で利益剰余金はマイナス 419 百万円である。現行の会社計画通りの業績となると、22/10 期末にはマイナス幅は拡大することが想定される。利益剰余金のマイナスの状態の解消が同社の課題のひとつである。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 20 年 10 月 30 日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

## 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

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
太陽有限責任監査法人  
PwC 京都監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ  
株式会社プロネクサス

SMB C 日興証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
有限責任監査法人トーマツ  
エイチ・エス証券株式会社  
仰星監査法人  
日本証券業協会

大和証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
株式会社 SBI 証券  
いちよし証券株式会社  
監査法人アヴァンティア  
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社  
株式会社 ICMG  
三優監査法人  
宝印刷株式会社

### 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。