

# GA technologies (3491 JP)

高い利益成長と資本効率の大幅な改善が見込まれる局面へ

## エグゼクティブサマリー

2025 年 12 月 12 日

GA technologies は、アナログな不動産投資のデジタル化により巨大な市場を開拓することで飛躍的な成長を遂げている。同社の成長余地は極めて大きく、高い利益成長の継続が見込まれる。加えて、同社のエコノミック・スプレッドはプラスに転じ、大幅な拡大を続ける局面を迎えており、CGS では、同社の EV/EBITDA マルチプルは客観的に見て割安感が強いと分析している。

本レポートでは、同社のエクイティストーリーを主に以下の 3 つのポイントから考察し、解説していく。また、投資家の方々により深くエクイティストーリーを理解していただくために、代表取締役 社長執行役員 CEO の樋口龍氏との議論の記録も掲載している。

**①不動産投資のデジタル化が生み出す膨大な成長余地。** 同社が飛躍的な成長を続ける背景には、①デジタルを活用した圧倒的な利便性の提供による顧客基盤の拡大、②巨大市場が生み出す膨大な成長機会、③成長機会の獲得に向けた商品ラインナップの拡充と戦略的な M&A、がある。デジタル化によりアナログな不動産投資に変革をもたらす同社の提供価値の魅力は、ネットワーク効果によりさらに高まりつつある。

**②高利益成長と ROIC の顕著な上昇が見込まれる局面へ。** CGS は、2028 年 10 月期までの 3 年間の売上収益と事業利益の年平均成長率をそれぞれ 27%、50% と予想する。高水準のトップライン成長に加えて、売上総利益率の緩やかな改善と販管費率の有意な低下が、高い利益成長を牽引するだろう。ROIC は、今後数年間で 20% 超の水準まで上昇することが見込まれる。

**③質の高い利益成長が示唆するマルチプル改善の余地。** CGS が重視する利益成長 1%あたりの Valuation を、4 つのドライバー（資本効率、CF 転換率、利益成長のボラティリティ、及びキャピタルアロケーションの質）で分析した。同社の Incremental ROI および ROIC は、改善が続くだろう。利益成長のボラティリティは低く、安定した FCF の創出が見込まれる。国内外の同業他社の FCF 創出力と比較した場合、同社の期待 EBITDA 成長 1%あたりのマルチプルは大幅にディスカウントされており、上昇余地が残されていると CGS は考える。

## 株式会社 Capital Growth Strategies

チームリサーチ

research@capital-gs.co.jp

## 株式会社 GA technologies (3491 JP)

株価 (2025 年 12 月 11 日) 1,960 円

時価総額 804 億円

年度(10 月決算)	F25E	F26E	F27E	F28E
EPS	86	153	231	334
P/E	23	13	9	6
EV/EBITDA	9	7	5	4
P/B	2.5	2.0	1.6	1.4
配当利回り	0%	1%	1%	2%
ROIC	9%	15%	21%	26%
ROE	12%	17%	21%	25%
FCF 転換率*	138%	76%	79%	78%
Incremental ROI**	56%	-1%	31%	37%

\*FCF 転換率 = FCF ÷ 当期純利益

\*\*Incremental ROI = FCF 増加額 ÷ 投下資本増加額

## 目次

エグゼクティブサマリー	01
エクイティストーリー① 不動産投資のデジタル化が生み出す膨大な成長余地	03
エクイティストーリー② 高利益成長と ROIC の顕著な上昇が見込まれる局面へ	10
エクイティストーリー③ 質の高い利益成長が示唆するマルチプル改善の余地	15
会社概要	23
リスク要因	27
CEO との対談	28
CGS による業績予想モデル	33

\*CGS による業績予想

## エクイティストーリー①；不動産投資のデジタル化が生み出す膨大な成長余地

サマリー：GA technologies が飛躍的な成長を続ける背景には、①デジタルを活用した圧倒的な利便性の提供による顧客基盤の拡大、②巨大市場が生み出す膨大な成長機会、③成長機会の獲得に向けた商品ラインナップの拡充と戦略的な M&A、がある。デジタル化によりアナログな不動産投資に変革をもたらす同社の提供価値の魅力は、ネットワーク効果によりさらに高まりつつある。

### デジタル化によりアナログな不動産投資に変革をもたらすビジネスモデル

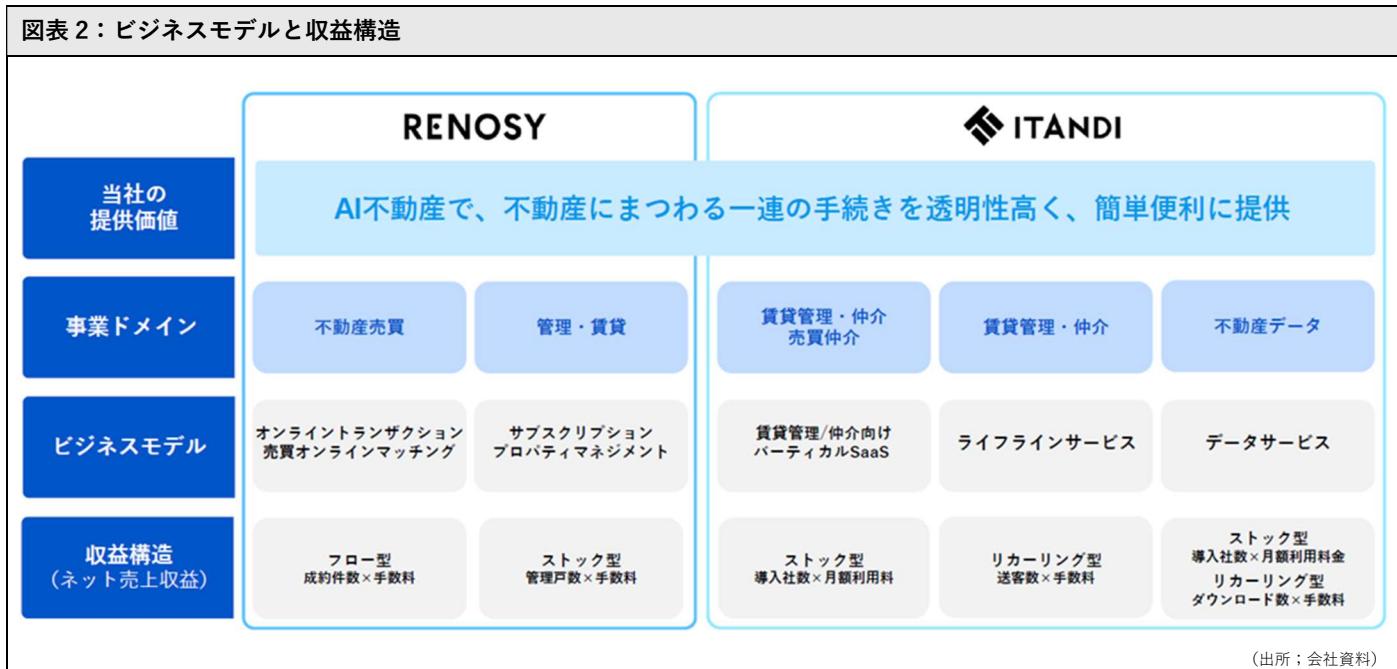
○GA technologies は、アナログな不動産投資をデジタル化することで取引の利便性、透明性、安心感を飛躍的に高め、不動産投資をより身近な存在とすることにより、巨大な市場を開拓している。「紙と対面」を前提とする伝統的な不動産取引では、不動産投資家は物件探し、比較検討、契約、管理における情報収集と手続きに膨大な時間と労力を要していた。同時に、情報開示や説明（重要事項説明の不足、誤認誘導など）、利益相反や取引慣行（両手仲介、囲い込みなど）、契約実務（書類・契約上の不備、説明責任の欠如など）、営業活動（しつこい勧誘や過度なセールストークなど）等に関連する一部の仲介業者と顧客とのトラブルが、潜在的な不動産投資家を慎重にさせてきたと考えられる。GA technologies は、不動産の投資、管理、賃貸を 1 つのオンラインプラットフォームに統合し、一連の手続きを透明性高く簡単便利に提供する。アナログな不動産投資が抱えてきた負の遺産を取り除くことで、巨大な市場を開拓し、高い成長を続けている（図表 1 参照）。

図表 1：GA technologies が主導する不動産投資のデジタル化



○GA technologies の事業は、大きく 2 つに分類される（図表 2 参照）。RENOSY マーケットプレイス事業は、不動産物件の売り手と買い手に対して、売買をオンラインで完結するマーケットプレイスを提供している。さらに、買い手である物件のオーナーに対して、購入物件の入居者募集、家賃の集金・送金、クレーム対応などの賃貸管理サービスを提供する。ITANDI 事業は、不動産仲介業者や管理会社に対し、賃貸管理、賃貸仲介、売買仲介などプロセスをオンラインで完結させるシステムとともに、不動産に関する調査・分析システムやデータを提供している。

図表 2：ビジネスモデルと収益構造



(出所：会社資料)

○GA technologies の収益モデルは、事業により異なる。RENOZY マーケットプレイス事業では、オンライントランザクションがフロー型（成約件数×手数料）、賃貸管理サービスがストック型（管理戸数×手数料）である。ITANDI 事業では、ストック型（導入社数×月額利用料）とリカーリング型（送客数／ダウンロード数×手数料）の組み合わせとなっている。2024 年 10 月期の売上総利益のうち、オンライントランザクションが 4 分の 3 程度、サブスクリプションと ITANDI がそれぞれ 1 割強となっている。

### RENOZY の飛躍的な成長とそのメカニズム

○RENOZY の飛躍的な成長は、①ネットワーク効果による好循環、②良質な物件を適正価格でスピーディーに売買できる仕組み、③膨大なデータベースとその活用、④異例の高在庫回転、に集約される。

#### ① ネットワーク効果による好循環

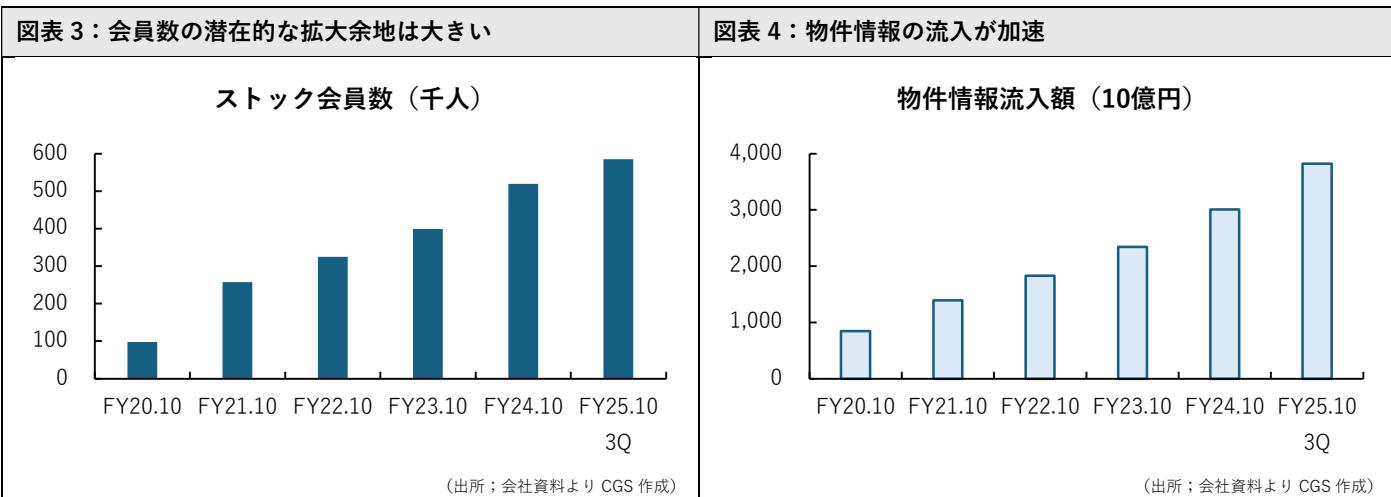
○RENOZY マーケットプレイスの成長は目覚ましい。GA technologies は、2013 年の設立から僅か 10 年強で中古マンション投資売上・マッチング件数で 5 年連続でシェア No.1、その後参入した新築マンションやアパートを含めても 2 年連続で No.1 という確固たる地位を確立している（東京商工リサーチ調べ）。

○RENOZY マーケットプレイスのプレゼンス拡大は、買い手が売り手を呼び込み、売り手が買い手を呼び込む好循環を生み出している。潜在的な買い手である同社の会員数は、2020 年 10 月末の約 9.8 万人から僅か 5 年弱で 58 万人超（2025 年 7 月末時点）まで増加した（図表 3 参照）。CGS は、将来的に会員数は 500 万人程度まで増加する余地があるとみており、潜在的な拡大余地は大きい。一方、法人及び個人の売り手から持ち込まれる不動産物件情報は、2010 年 10 月末時点の約 0.9 兆円から 2025 年 7 月には 3.8 兆円まで増加している（図表 4 参照）。ネットワーク効果による RENOSY のプレゼンス拡大は、今後さらに進むものと考えられる。

#### ② 良質な物件を適正価格でスピーディーに売買できる仕組み

○RENOZY マーケットプレイスの魅力は、その利便性の高さだけではない。良質な物件を適正な価格でスピーデ

イーに売買できることが、RENOSY マーケットプレイスの成功を陰で支えている。これらを実現するために、GA technologies は物件を仲介するのではなく、自らが不動産物件を適正な価格で購入し、自社のバランスシート上に一時的に在庫として抱え、適正なマージンを確保した上で販売している。当事者として売買に関与することにより、同社は良質な物件を厳選すると同時に、価格交渉に費やされる時間を短縮することで、スピーディーかつ適正な価格での売買を実現させている。



### ③ 膨大なデータベースとその活用

○不動産売買の際の物件評価に際し、GA technologies は後述する ITANDI 事業を通じて獲得した賃貸市場における膨大な成約賃料データを活用している。日本の不動産市場において、成約賃料データを統合的に収集する公表されたデータベースは存在しない。RENOSY マーケットプレイス事業を通じて蓄積された売買データに加え、ITANDI 事業が保有する賃貸市場の動向をリアルに把握するユニークなデータの活用は、投資用不動産物件の適正価格を担保するうえで同社固有の差別化要因となっている。膨大なデータを用いて適正価格を実現することにより、赤字による売却を強いられる物件の割合は、全体の 0.1%以下に抑えられている模様である。

### ④ 異例の高在庫回転

○スピーディーな売買は、資本効率性とリスク管理の両面において重要な役割を果たしている。バランスシートに在庫に抱えることは、資本効率性を低下させるだけでなく、不動産の価格変動リスクへのエクスポージャーを高めることにつながり得る。しかし、RENOSY マーケットプレイスのマッチング日数（物件情報を掲載してから購入申し込みまでの期間）は平均で 4 日間、キャッシュ・コンバージョン・サイクル (CCC) は 20 日程度と極めて短い（2024 年 10 月期実績）。不動産業界では異例の高在庫回転は、在庫のバランスシートへの負荷を最小化すると同時に、不動産市況の変動に対する柔軟性を高めている。GA technologies は、在庫回転期間を重要な KPI として管理している。CGS は、今後の事業拡大においてもその規律は遵守されると考えている。

○自ら不動産売買を行う RENOSY マーケットプレイスのビジネスモデルは、潜在的に瑕疵物件の販売に起因するリスクを抱えている。こうしたリスクを回避するために、GA technologies では物件の購入にあたり、担当部署が現地にて物件を審査している。万が一、物件の販売後に瑕疵が認められた場合、GA technologies は契約不適合責任を負うが、同様の責任を売り手に遡求することが可能となる。このため、GA technologies は実質的に当該リスクを負っていないと CGS は考える。

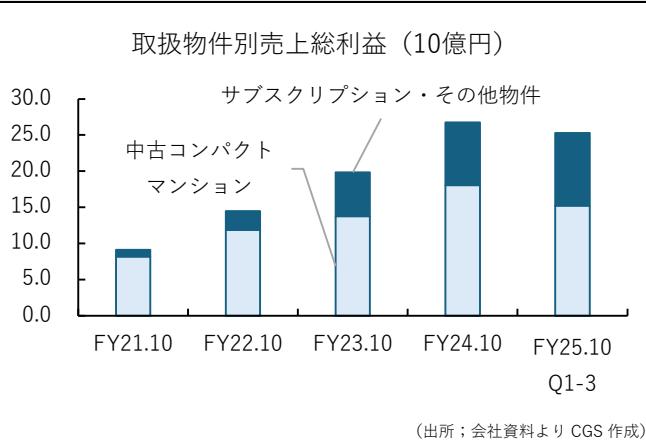
## 巨大な不動産投資市場における膨大な成長機会

○国内不動産投資市場では、依然としてアナログ的な取引や業務プロセスが中心であり、デジタル化により不動産投資に変革をもたらす GA technologies の成長余地は極めて大きい。RENO SY マーケットプレイスの主たる取扱物件である首都圏エリアの中古マンションの SAM (Serviceable Available Market) は、約 7 兆円と想定される（東京カンティ調べ）。2025 年 10 月期の RENOSY マーケットプレイス事業の売上収益が約 2,400 億円であることを考慮すれば、見通せる将来において市場規模の制約から RENOSY マーケットプレイスが成長の限界に直面する事態は想定されない。さらに、新築物件や戸建てを含めた国内賃貸住宅市場の TAM (Total Addressable Market) はおよそ 40 兆円に達する（ニッセイ基礎研究所調べ）。

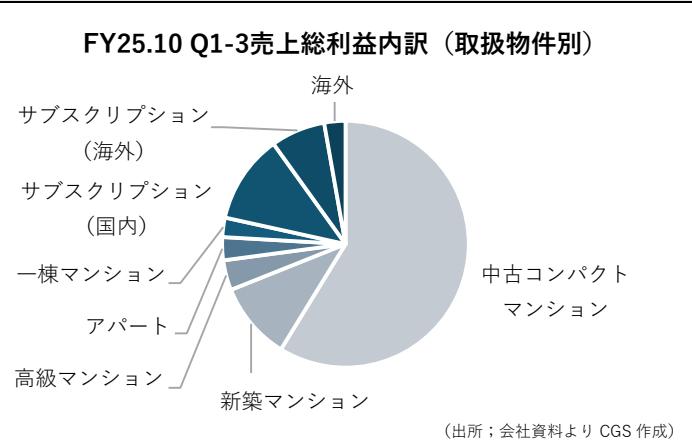
## 取扱物件の多角化による成長機会の加速

○GA technologies は、取扱物件を多様化することで巨大な国内賃貸住宅へのアクセスを強化し、成長を加速している。2021 年 10 月期から 2024 年 10 月期までの 3 年間で、RENO SY マーケットプレイス事業の売上総利益は 2.9 倍に増加した。このうち、中古コンパクトマンションが 2.2 倍に拡大したことに加え、サブスクリプションや中古コンパクトマンション以外の物件からの利益が約 9.3 倍に拡大している（図表 5 参照）。この結果、RENO SY マーケットプレイス事業の売上総利益に占める中古コンパクトマンション以外からの利益の割合は年々上昇し、2025 年 10 月期 1~3 四半期累計では 40% に達している（図表 6 参照）。物件別では、中古コンパクトマンション、新築マンション（構成比 10%）、高級マンション（同 4%）、アパート（同 3%）と続く。また、賃貸管理サービスから得られるサブスクリプション収益が国内と海外でそれぞれセグメント売上総利益の 12% と 7% を占めている。

図表 5：取扱物件の多角化により成長はさらに加速



図表 6：RENO SY マーケットプレイス事業の利益構成



## 将来を見据えた海外展開

○さらに、GA technologies は将来的なグローバル展開を見据え、慎重に海外にも事業領域を広げている。同社は、創業から 10 年に満たない 2020 年頃から、現地拠点の開設や M&A を通じて、中国、香港、台湾、タイ、米国、マレーシアに進出してきた。国内に膨大な成長機会があることから、当面、同社の成長を牽引するのは国内事業であると考えられる。しかし、同社は長期的な視点のもと、将来的なグローバル展開を見据えた知見の蓄積、体制の整備、組織文化の醸成といった種まきを行っていると CGS は理解している。

○海外事業において核となるのは、世界最大の不動産市場である米国である。GA technologies は、2024 年 3 月に米国内でプロパティマネジメントおよび投資用不動産マーケットプレイス事業を展開する RW OpCo を約 16.6 億円で買収した。傘下の Renters Warehouse が運営するオンラインマーケットプレイスは、SFR (Single-Family Rental) において米国で第 2 位の規模を誇る。日本と同様、米国においても不動産取引のデジタル化は進んでいるとは言えない。RW OpCo の買収は、アナログな不動産投資市場をデジタル化により変革する同社のストーリーを世界最大の不動産市場である米国において展開する第一歩となる。さらに、日本の不動産投資家に米国の物件をマッチングすることによるシナジー効果が発現しつつある。買収直前の 2022 年 12 月期の RW OpCo の最終利益は約 8.4 億円の赤字であったが、買収後に実施した構造改革やフランチャイズの M&A などにより、収益性は大幅に改善している模様である。CGS は、近い将来米国事業が通期ベースで黒字に転じ、同社の利益成長に貢献し始めると予想している。

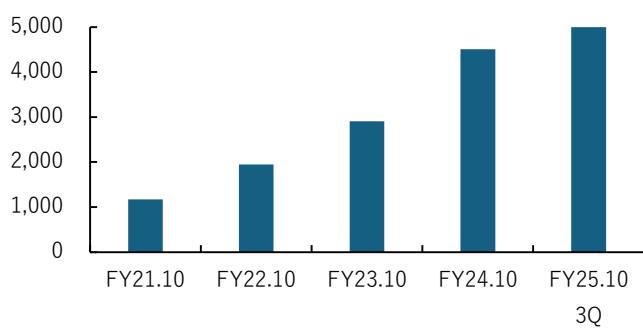
### 不動産仲介会社・管理会社のデジタル化をリードする ITANDI のポテンシャル

○ITANDI は、不動産仲介業者及び管理会社のデジタル化を牽引する情報インフラ・プロバイダーとして、その存在感を高めている。同社のプロダクトは、内見予約／入居申込／電子契約における仲介会社利用率 No.1 (3 年連続)、管理会社に導入してほしい業者間流通サイト No.1、仲介会社利用率 No.1 (3 年連続) を獲得するなど、その利便性が高く評価されている (リーシング・マネジメント・コンサルティング及び産業マーケティングコンサルティング調べ)。足元の月次チャーンレートは 0.3%台で推移しており、ITANDI のプロダクトに対する顧客の満足度の高さが伺われる。

○ITANDI のプレゼンスは、プロダクト導入社数の増加、賃貸管理会社から提供される取扱物件情報の増加、仲介会社からのアクセスの増加、更なるプロダクト導入社数の増加という好循環により拡大を続けている。2025 年 7 月末時点での導入社数は 4,994 社に達し、過去 3 年間で 2.9 倍に増加した (図表 7 参照)。また、導入プロダクト数は 2025 年 7 月末時点で 15,318 プロダクトに達し、過去 3 年間で 3.3 倍となった (図表 8 参照)。導入社数の増加に加え、1 社当たりの平均導入プロダクト数が 2.7 から 3.1 に増加したことが寄与している。1 社当たり平均導入プロダクト数の増加は、導入企業が同社のプロダクトを高く評価し、新たなプロダクトを追加的に購入していることを示している。

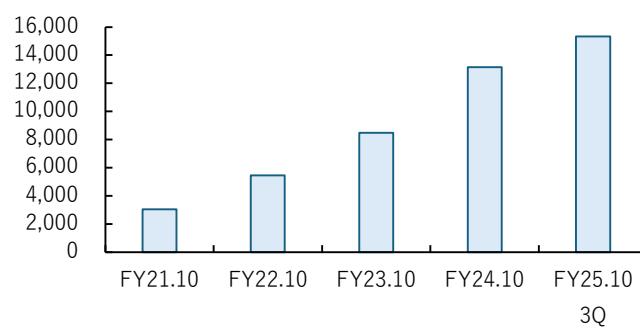
図表 7：導入社数は過去 3 年間で 2.9 倍に増加

導入社数



図表 8：顧客基盤の拡大とクロスセルが成長を牽引

導入プロダクト数



## ITANDI の成長を支える同社固有の強み

○ITANDI の急速な成長の背景には、ネットワーク効果によるプレゼンスの拡大に加え、GA technologies に固有の 2 つの大きな強みがある。第 1 に、一連の取引を網羅するプロダクト・ラインナップの豊富さである（図表 9 参照）。賃貸領域では、集客から賃貸管理に至る一連の業務プロセスに対応するプロダクトを有しており、あらゆるニーズに対応できる体制を整えている。これらすべてのラインナップを揃えている競合他社は存在しない。一方、売買領域では、現段階においてすべての業務プロセスを網羅してはいない。これは将来的な「伸び代」として捉えられよう。既存プロダクトの多くはまだ比較的新しく、拡販の余地がある。今後、既存プロダクトを拡販しつつ、空白領域を埋めるプロダクトの開発が進むものと想定される。第 2 に、外部評価が証明する卓越した UI/UX である。プロダクト開発にグループが有する賃貸管理の豊富な経験とノウハウを活用することができる点は、他社にはない同社ならではの強みである。さらに、UI/UX に優れたプロダクトを複数の業務領域においてシームレスに使用できることが、同社ならではの網羅的なプロダクト・ラインナップをさらに魅力的なものとしている。

図表 9 : ITANDI 事業におけるプロダクト・ラインナップ



○RENOSY マーケットプレイス事業と同様、ITANDI 事業の成長余地もまた巨大である。同事業における導入社数 4,994 社（2025 年 7 月末時点）に対し、国内には 11 万社超の宅建業者法人が存在する。GA technologies は、同事業が対象とする市場規模（Serviceable Available Market, SAM）を 3,630 億円、アプローチ可能な顧客の市場規模を 1,450 億円と推計している。2025 年 10 月期の売上収益がおよそ 60 億円と比較すれば、潜在的な市場がいかに大きいかが分かる。

○こうした潜在市場へのアプローチの一環として、ITANDI 事業の中核会社であるイタンジは、公益社団法人全日本不動産協会（全日）と提携した。全日は、不動産の売買・賃貸・管理・仲介などを行う 3.5 万社もの宅地建物取引業者が所属する業界団体である。具体的には、2023 年 4 月にリリースされた全日の会員向け物件情報システムに、ITANDI のシステムが採用された。これにより、全日のシステムと ITANDI のシステムが相互利用可能となった。全日との提携は、不動産業界における ITANDI の存在感と信頼感を高めると同時に、システムの標準

化をリードすることでネットワーク効果を高めるものである。このチャンネルを通じ、ITANDI は低成本で安定的に顧客を獲得することができると CGS は評価している。

○さらに、GA technologies は 2025 年 5 月よりこれまで管理会社及び仲介会社向け無償で提供してきた物件検索プラットフォームである ITANDI BB に、オプション機能を充実させた有償プランを追加した。検索機能の強化や帯替え（募集図面の下部に掲載される仲介会社の社名・連絡先などを、自社情報に置き換える作業）を備えたこのプランは、同業他社に比べて競争力のある価格で提供される。これは、同社がマーケットシェアを重視すべき局面からシェア拡大と単価向上による LTV 拡大を同時に目指すことが可能な局面に移行したことを示すものと CGS は理解している。

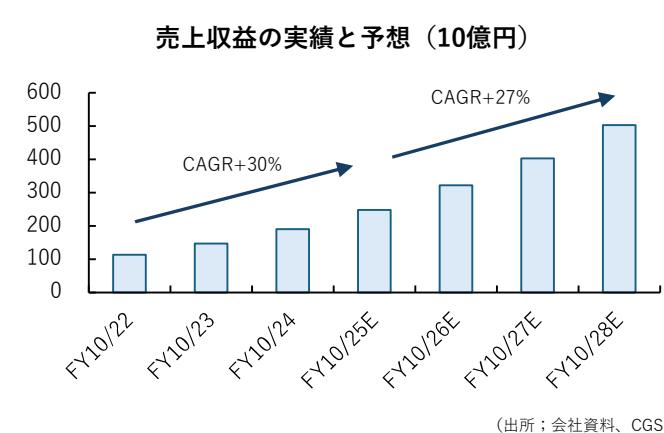
## エクイティストーリー②；高利益成長と ROIC の顕著な上昇が見込まれる局面へ

サマリー：CGS は、GA technologies の 2025 年 10 月期から 2028 年 10 月期までの 3 年間の売上収益と事業利益の年平均成長率をそれぞれ 27%、50% と予想している。高水準のトップライン成長に加え、売上総利益率の緩やかな改善と販管費率の有意な低下が、高い利益成長を牽引するだろう。さらに、同社は ROIC の顕著な上昇が見込まれる局面を迎える。CGS は、同社の ROIC は今後数年間で 20% 超の水準まで上昇すると予想している。

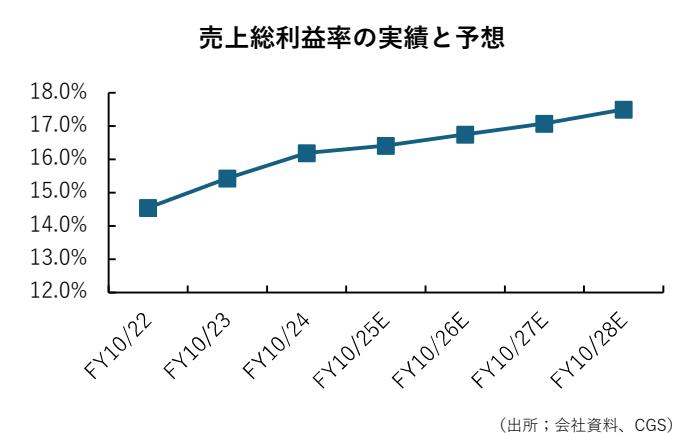
### トップラインと利益の高成長が見込まれる

○GA technologies の売上収益は、2025 年 10 月期から 2028 年 10 月期までの 3 年間に年平均成長率 27% のペースで成長すると CGS は予想する（図表 10 参照）。これは、過去 3 年間（年平均成長率 30%）と同水準の高成長が今後も継続することを意味している。巨大な不動産投資市場のデジタル化には、膨大な成長機会が存在する。同社は、比較的新しい商品の拡販、さらなる商品ラインナップの拡充、ネットワーク効果による集客力の強化、規律ある M&A（詳細は後述）により、こうした成長機会の獲得に成功するだろう。

図表 10：高水準のトップライン成長が継続



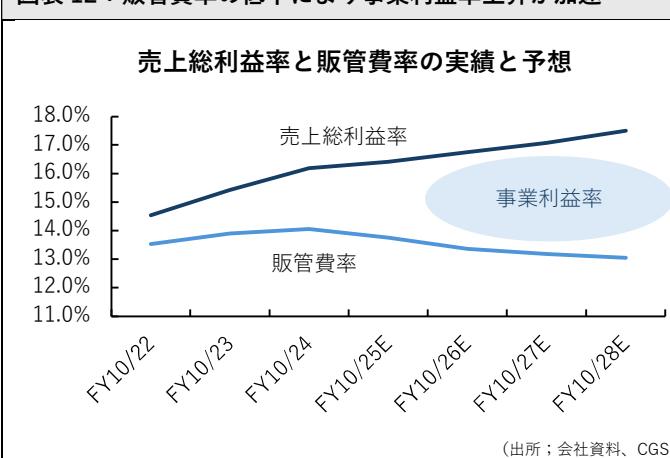
図表 11：売上総利益率は緩やかな改善が続く



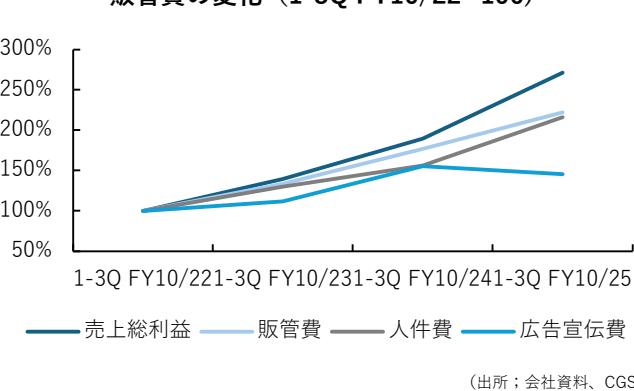
○売上総利益率は、緩やかな改善傾向が継続すると予想する（図表 11 参照）。売上総利益率の改善は、RENOSY マーケットプレイス事業における新築物件など比較的マージンの厚い新商品カテゴリーの拡大により、ミックスが改善することが主因である。RENOSY マーケットプレイスのプレゼンス拡大は、不動産売買市場における GA technologies の価格コントロール力の向上を意味する。しかし、同社は価格コントロール力の向上を背景としたティクレートの引き上げを意図してはいない模様である。

○売上総利益率が緩やかに改善する一方で、販管費率は有意に低下し、事業利益率を押し上げるだろう（図表 12 および図表 13 参照）。コスト効率の改善はすでに顕在化している。2025 年 10 月期 1-3Q までの 3 年間に売上総利益は 2.7 倍に増加する一方、販管費の増加は 2.2 倍にとどまる。販管費のうち最大の支出項目である人件費と人件費に次いで大きな広告宣伝費の増加が抑制されているためである。デジタルを駆使した効率的なオペレーションと不動産業界における認知度の向上が、事業規模の拡大に伴うコスト効率の改善をもたらしている。

図表 12：販管費率の低下により事業利益率上昇が加速



図表 13：認知度向上が広告宣伝費の抑制に寄与



図表 14：CGS の中長期業績予想

(単位 10 億円、円)	FY10/23	FY10/24	FY10/25E	FY10/26E	FY10/27E	FY10/28E	CAGR*
売上収益	146.6	189.9	248.0	322.1	402.3	502.6	27%
RENOSY マーケットプレイス	143.2	184.8	240.5	312.7	390.8	488.5	27%
ITANDI	3.2	4.5	6.5	8.3	10.3	12.9	26%
その他（ネット）	0.3	0.6	1.0	1.2	1.2	1.2	6%
事業利益	2.2	4.1	6.6	10.6	15.7	22.3	50%
RENOSY マーケットプレイス	6.6	8.9	12.1	16.4	22.0	29.3	34%
ITANDI	0.7	1.3	1.2	1.6	2.2	2.6	28%
その他（ネット）	-5.1	-6.1	-6.7	-7.5	-8.4	-9.5	13%
当期利益	1.0	1.8	3.5	6.3	9.5	13.7	57%
EPS	27.0	49.6	85.6	152.8	230.9	334.1	57%

\*FY10/25~FY10/28までのCAGR  
(出所；会社資料、CGS)

○高い売上収益の成長、売上総利益率の緩やかな改善、販管費率の有意な低下の結果、GA technologies の事業利益は、2025 年 10 月期以降の 3 年間に年平均成長率 50% のペースで成長すると CGS は予想する（図表 14 参照）。

## M&A を通じた成長の加速

○GA technologies は、巨大な成長機会の獲得を加速するために、戦略的に M&A を活用している。同社はこれまで、14 件の M&A を実施してきた（図表 15 参照）。同社の M&A は、①事業基盤の強化を目的としたロールアップ型と②取扱商品の拡大、シェアおよびチャネルの拡大、新規事業の展開を目的とした「新領域参入型」に大別される。過去に手掛けた 14 件の内訳は、RENOSY マーケットプレイス事業が手掛ける投資用不動産領域におけるロールアップ型が 2 件、新領域参入型が 3 件、ITANDI 事業が手掛ける不動産賃貸および不動産 SaaS の領域で新領域参入型が 5 件、海外において新領域参入型が 3 件、その他の領域において 1 件である。

○M&A は、GA technologies の成長に大きく貢献してきた。2021 年 10 月期から 2024 年 10 月期の 3 年間に、同社の売上総利益は 205 億円増加した。このうち、オーガニック成長による増益額は 96 億円であり、残る 109 億円が買収および買収企業のその後の成長によるものである。

図表 15 : M&amp;A の実績一覧

買収時期	買収企業名	事業領域	タイプ	主な業務内容
2018年11月	リーガル賃貸保証	投資用不動産	ロールアップ型	家賃債務保証
2018年11月	イタンジ	不動産 SaaS	新領域参入型	不動産仲介・管理向け SaaS
2019年8月	イエスリノベーション	投資用不動産	新領域参入型	賃貸物件向けリノベーション
2020年1月	Modern Standard	不動産賃貸	新領域参入型	高級賃貸仲介サイト運営
2020年9月	神居秒算	海外	新領域参入型	中国人向け日本不動産販売
2021年6月	パートナーズ	投資用不動産	新領域参入型	資産運用アドバイザリー
2022年3月	リコルディ	投資用不動産	新領域参入型	不動産・資産形成コンサルティング
2022年5月	DL ホールディングス	海外	新領域参入型	タイの外国人向け不動産賃貸仲介
2022年9月	ダンゴネット	不動産 SaaS	新領域参入型	不動産向けソフトウェアパッケージ
2023年7月	スピカコンサルティング	M&A 仲介	新領域参入型	M&A 仲介
2023年11月	Core Asset Management	投資用不動産	ロールアップ型	不動産オーナー向け管理サービス
2024年1月	Housmart	不動産 SaaS	新領域参入型	不動産仲介会社向け SaaS
2024年3月	RW OpCo (米国)	海外	新領域参入型	プロパティマネジメント・投資用不動産マーケットプレイス
2024年8月	マーキュリーリアルテックイノベーター	不動産 SaaS	新領域参入型	不動産データベース・分析

(出所: 会社資料、CGS)

○CGS は、GA technologies が高い規律のもとで戦略的な M&A を継続すると予想する。同社が注力する領域は、①RENOSY マーケットプレイス事業における商品ラインナップの更なる拡充と顧客基盤の獲得、②ITANDI 事業における商品ラインナップの拡充、③海外事業の拡大と CGS は理解している。過去数年間、同社は平均で年間約 15 億円規模の買収を行ってきた。比較的大型の買収を複数実施した 2024 年 10 月期には、年間で約 30 億円を M&A に投じている。同社の M&A 戦略は金額ありきではないことから、その規模について信頼性の高い見通しは困難である。このため、CGS の予想は年間 30 億円の M&A によるキャッシュアウトを見込む一方、その収益への貢献を保守的に織り込んだ。

○GA technologies の M&A プロセスは、高い規律のもとに実施されていると CGS は評価している。同社は、買収ターゲットを選定するにあたり、中長期戦略に照らした必要性に基づき自らロングリストを作成し、対象企業にアプローチしている。買収ターゲットの選定条件として、事業の規模と領域の拡大だけでなく、中長期的に同社の ROIC 向上に寄与することが重視される。案件の検討やデューデリジェンスは M&A チームが担い、投資委員会を経て、取締役会において審議及び決議される。取締役会では、経験豊富な独立社外取締役がシナジー効果や価格の妥当性について厳しく検証される。

## ROIC は顕著な上昇が見込まれる局面へ

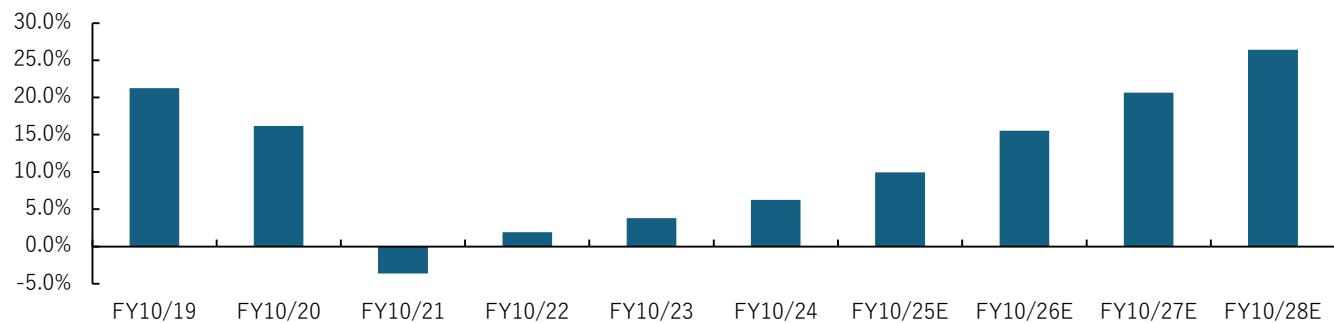
○GA technologies は、高い利益成長に加えて、ROIC の顕著な上昇が見込まれる局面を迎えていると CGS は考えている。2020 年 10 月期以前は高水準で推移していた同社の ROIC (除く現金) は、2021 年 10 月期に大幅に低下した。その後、同比率は過去に比べて低水準ではあるものの、着実な改善基調にある (図表 16 参照)。CGS は、同社の ROIC は今後数年間で 20% 超の水準にまで上昇すると予想している。

○ROIC の上昇は、税後営業利益率と投下資本回転率の双方の改善によりもたらされる (図表 17 および 18 参照)。税後営業利益率の改善は、RENOSY マーケットプレイス事業において比較的高マージンの新商品カテゴリ

一の拡大によるミックスの改善、デジタルを駆使した効率的なオペレーションと不動産業界における認知度の向上による人件費及び広告宣伝費の抑制が主因である。投下資本回転率の改善は、賃貸管理事業において 2021 年 11 月に導入された新しい賃貸管理プランによる事業拡大のバランスシートへの負荷軽減が主因である。

図表 16： ROIC は今後 3 年間で 20% 超への上昇が見込まれる

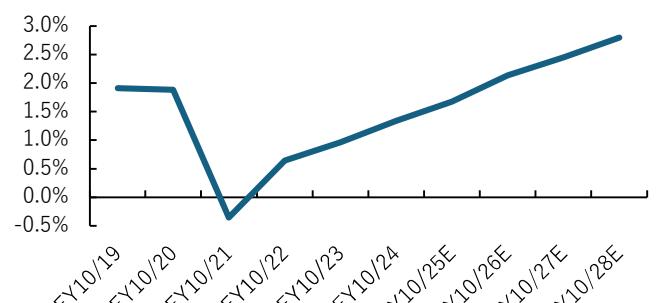
ROIC (除く現金) の実績と予想



注：FY10/19 および FY10/20 は日本基準  
(出所：会社資料、CGS)

図表 17：税後営業利益率は過去を大幅に上回る水準へ

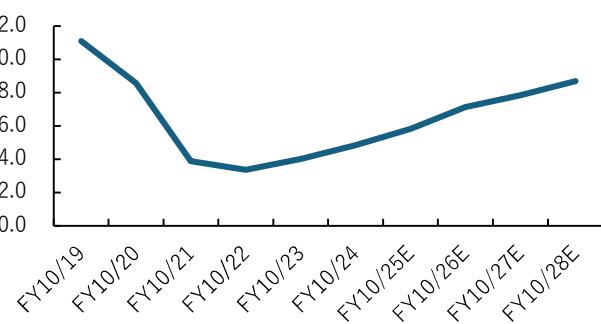
税後営業利益率の実績と予想



注：FY10/19 および FY10/20 は日本基準  
(出所：会社資料、CGS)

図表 18：資本効率改善の取り組みにより回転率は上昇

投下資本回転率の実績と予想 (回)



注：FY10/19 および FY10/20 は日本基準  
(出所：会社資料、CGS)

○GA technologies は、賃貸管理事業としてオーナーが所有する賃貸物件に対して、入居者の募集、家賃の回収、設備故障の対応など賃貸管理に関する一連の業務を代行するサービスを提供している。旧来のマスタープランでは、マスターリース契約に基づきオーナーが管理会社である GA technologies に物件を賃貸し、同社が入居者に再賃貸していた。マスタープランは 5 年契約であり、同社のバランスシートには 5 年間分の物件の使用権の現在価値が使用権資産として計上されていた。これに対し、「NEO インカム」と呼ばれる新しい賃貸管理プランでは、オーナーと同社は管理委託契約および将来集合債権譲渡契約を結ぶ。契約は毎年年初に更新されることから、同社の年度末（10 月末）のバランスシートには残存する賃料債権の 2 か月分のみが金融資産として計上される。同社の賃貸管理プランは、2021 年 11 月以降すべて新プランに移行しており、賃貸管理事業の成長がバランスシートに与える負担は大幅に軽減されている。さらに、契約期間が満了した旧来のマスタープランも順次新しいプランに置き換えられており、投下資本回転率の上昇に寄与しつつある。

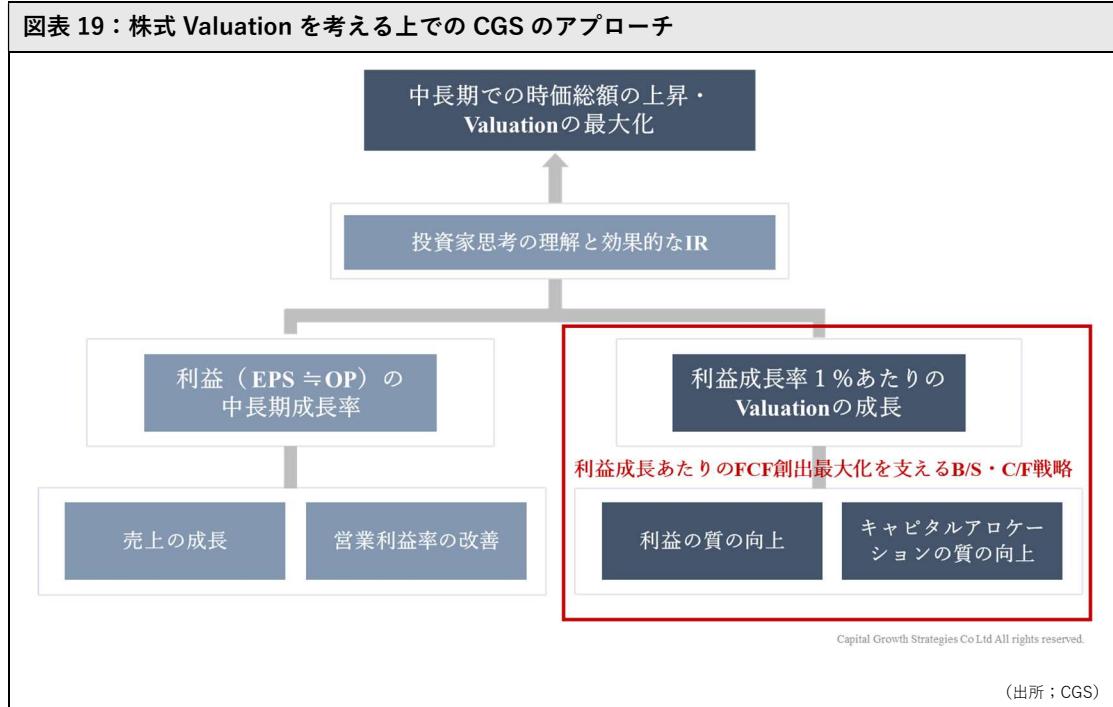
○CGS は、GA technologies の CCC は引き続き短期で推移し、高い運転資本回転率を下支えすると予想する。同社の在庫回転期間は、同業他社に比べて大幅に短い。一方で、商品ラインナップの拡充伴う大型物件の取扱いの増加を主因に、数年間に比べてやや長期化している。但し、こうした影響はすでに一巡しつつある。さらに、同社は今後必要に応じて在庫期間が相対的に長い大型物件の流動化（オフバランス化）を検討している模様である。結果として、CCC は引き続き同社が中期目標として掲げる 30 日以内を大幅に下回る水準で推移すると CGS は予想している。

## エクイティストーリー③；質の高い利益成長が示唆するマルチプル改善の余地

サマリー：利益成長率 1%あたりの Valuation ドライバーを 4 つの指標；資本効率、CF 転換率、利益成長のボラティリティ、キャピタルアロケーションの質で分析。CGS では、今後規律のとれたキャピタルアロケーションにより、GA technologies の Incremental ROI は今後平均 38%まで改善すると予想する。同時に、同社の ROIC（除く現金）は WACC を上回る水準で改善を続け、今後数年間で 20%超の水準に達すると予想する。利益成長のボラティリティは引き続き低く、中長期的に安定した FCF の創出が見込まれる。CGS では、同社と同様に調達プラットフォーム業界で成長を続けるグローバル企業の FCF 創出力と比較した場合、同社の期待 EBITDA 成長1%あたりのマルチプルは大幅にディスカウントされており、上昇余地が残されていると考える。

○ここからは、GA technologies の期待成長率（CGS 予想）に対して、株式市場が将来的にどの程度のマルチプルを許容し得るかという点について考えていく。これを考える上で、CGS 経営陣がこれまで長年に渡る投資プロフェッショナル経験上重要視しているのは、同社の利益成長率 1%あたりに株式市場が払うマルチプルである（図表 19 参照）。

図表 19：株式 Valuation を考える上での CGS のアプローチ



○中長期での期待利益成長率が年率 10%の企業群をとっても、ある企業は EV/EBITDA で 15 倍の評価が許容され、また別の企業は EV/EBITDA が 7 倍しか許容されない。これは、それぞれの利益成長率 1%に対して株式市場が許容するマルチプルが異なるため、またそれが変化するためである。利益の期待成長率だけ見て投資検討を行うと、過去対比や競合対比で株式 Valuation のロジックが見えづらくなるのはこの利益成長率 1%あたりの Valuation が主な要因であり、中長期投資家にとって非常に重要な分析項目となる。

○CGS では、この利益成長率 1%あたりの Valuation のドライバーを図表 20 の通りに定義している。これらは、言い換えるならば利益成長 1%あたりのフリーキャッシュフロー（FCF）創出力のドライバーであり、同じ年率

10%の利益成長でも、より FCF 創出力が高く安定的な企業が株式市場から高いマルチプルを許容される。CGS では、このアプローチを用いて、各調査対象企業の経営陣が目指す中長期成長率に対し、現金利環境下で株式市場が許容し得るマルチプルをフェアに分析する。尚、これらは CGS 独自の投資分析に基づく中長期投資家視点の見解であり、各 Valuation ドライバーや財務モデルに対する調査対象企業の意向は一切含まれていない。

図表 20 : CGS が重要視する「利益成長 1%あたりの Valuation」のドライバー

**利益の質 :**

- ① 対バランスシートでの収益性（資本効率）
- ② キャッシュフロー（CF）転換率
- ③ 利益成長のボラティリティ

**キャピタルアロケーションの質 :**

- ④ キャッシュの使い方の変化 & 投下資本増加分に対する、CF ベースの ROI の変化

（出所 : CGS）

○それでは、今後の中長期的な GA technologies の利益成長 1%あたりの Valuation ドライバーについて分析していく。

**① 対バランスシートでの収益性（資本効率）**

まず、資本効率について見ていく。特に ROIC については、企業の期待利益を創出するために、将来の営業 CF からどの程度投下資本に投資する必要があるか（=将来 FCF をどの程度残せるか）を評価できる指標であるため、利益成長あたりの FCF 創出力の観点から CGS として非常に重要視している。

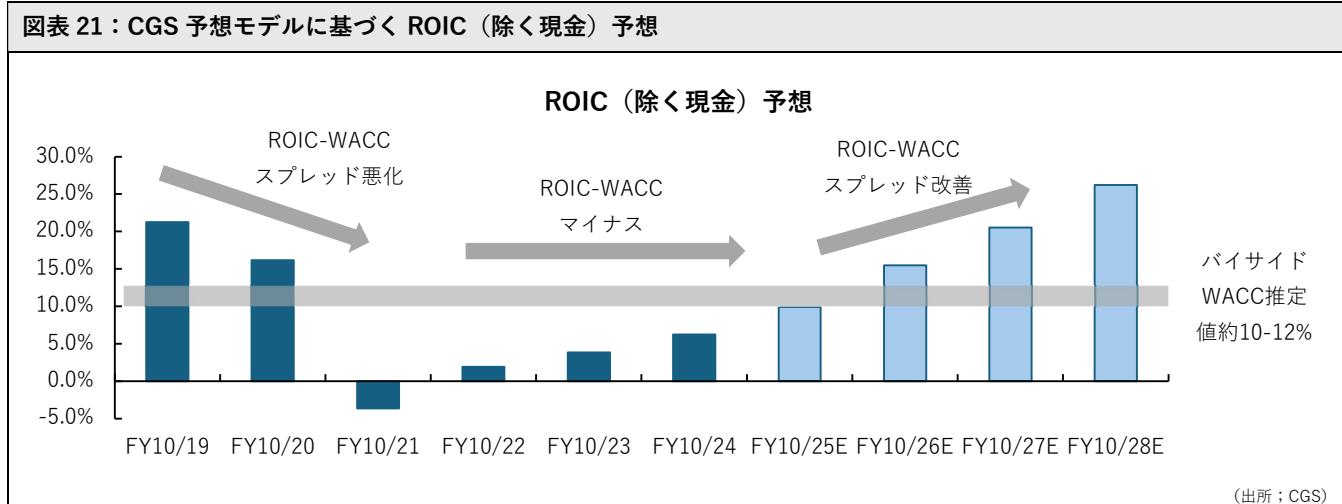
GA technologies の ROIC は、2019 年 10 月期（日本基準）には 20%超と高い CF 創出力を記録し、利益成長 1%あたりでも高い株式マルチプルを許容していた。その後、RENOSY マーケットプレイス事業における手数料の低下による利益の減少に加え、（依然として極めて短いものの）CCC の上昇、M&A に伴うのれんの計上、IFRS への移行に伴うリース資産・負債のオンバランス化の影響などにより投下資本が大幅に増加したことと、ROIC は 1 衍台まで低下した。

一方、長期投資家にとって重要なのは過去への評価ではなく、ここから先の変化である。GA technologies の ROIC は、2021 年 10 月を底に回復基調にある（図表 21 参照）。今後の CGS の予想では、同社の税後営業利益は年率約 50%で成長し、2028 年 10 月期には約 140 億円を見込む。投下資本は、事業の拡大に伴う運転資本の増加や M&A によるのれんの増加の一方、賃貸管理プランの切り替えによる固定資産の縮減効果や資産のオフバランス化により、年率約 10%の増加にとどまり、2028 年 10 月期には約 912 億円を予想する。この結果、同社の ROIC は改善を続け、2028 年 10 月期には約 26%まで上昇すると CGS は予想する。会計制度の違いから単純な比較はできないものの、これは同比率が大幅に低下した 2021 年 10 月期以前の水準を上回る水準である。

尚、同社の ROIC 26%という水準について、これは後に紹介するグローバルの比較対象企業の資本効率と肩

を並べる水準であり、現実的な改善期待値と言える。そして、同社の Valuation を考える上でより重要な点は、同社の WACC 対比のスプレッド（エコノミック・スプレッド）が今後中長期的に改善するということである。CGS では、現グローバル金利環境に基づく同社のバイサイド WACC（日本の金利水準を基に計算される理論 WACC 値とは異なり、グローバル投資家がグローバル金利ベースで日本企業に求める WACC 値）を約 10~12%と考えている。上場企業としての経済付加価値指標となる ROIC-WACC スプレッドはマイナスからプラスに転じつつあり、今後数年間はエコノミック・スプレッドが拡大する局面に入ると見込まれることから、利益成長 1%あたりの FCF 創出力の拡大（=株式マルチプルの拡大）に寄与できると考えている。

図表 21 : CGS 予想モデルに基づく ROIC（除く現金）予想



一方で、同社の ROIC にとってのリスクは、分子よりも分母の拡大ペースであると我々は考えている。具体的なリスク要因としては、大型かつ割高な M&A の実施、買収先 PMI の不振による買収 ROI 低下、および連結される買収先の資本集約度合いである。また、現在極めて短い CCC が長期化する場合、利益成長が時価総額の拡大に繋がりにくくなるだろう。こうしたリスクに対し、同社の経営陣は M&A に関する投資、モニタリング、撤退の基準を事業毎に定め、厳格に適用している。また、CCC に対する経営陣の意識は極めて高いと CGS は評価している。

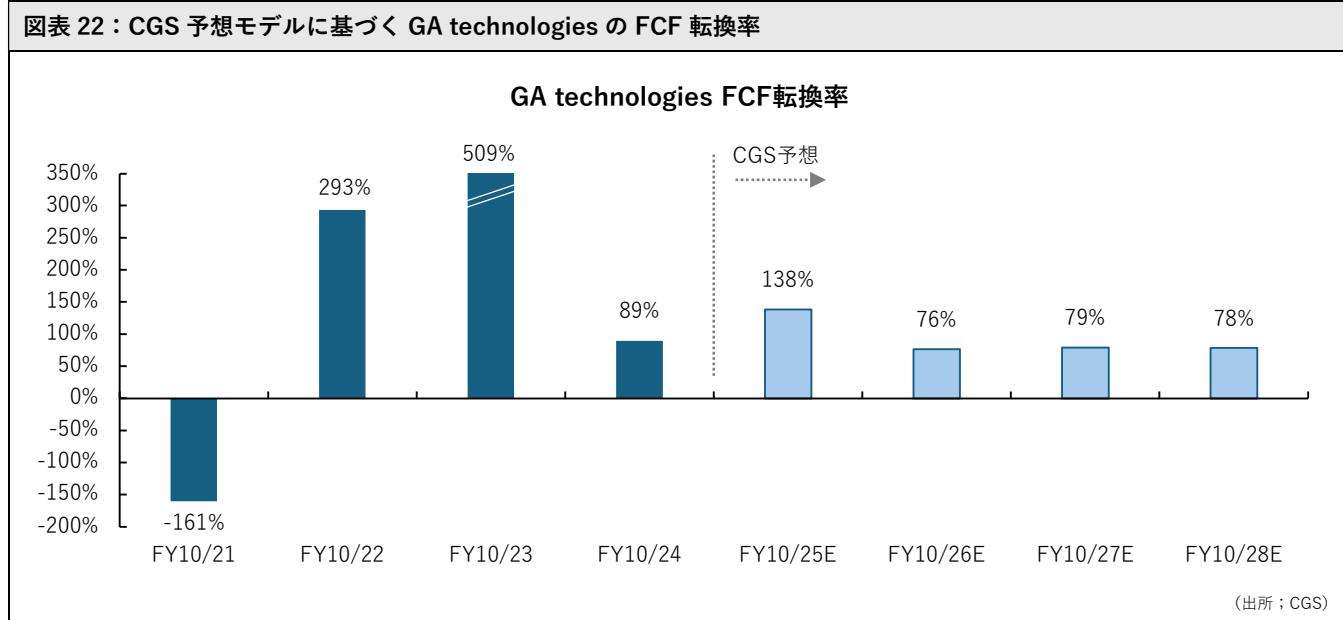
## ② キャッシュフロー (CF) 転換率

損益計算書の利益はノンキャッシュ項目を多く含んでいる会計上の利益であり、CF とはイコールにならない。この損益計算書上の会計利益を、いかに実際の CF として創出できるかを評価する指標が CF 転換率であり、特に海外の中長期投資家が、利益成長あたりの FCF 創出力を計る上で重要視している。具体的には、EBITDA から営業 CF への転換率（営業 CF/EBITDA 転換率）や当期純利益から FCF への転換率（FCF 転換率）を評価し、これらの主なドライバーは CCC である。尚、FCF は営業 CF - 設備投資と定義して分析している。

GA technologies の FCF 転換率は、IFRS ベースで比較可能な過去 4 年間の平均で約 180%と高水準にある（図表 22 参照）。キャッシュ化の速度が非常に速い同社のビジネスモデルが、高水準の FCF 転換率を支えている。過去数年間の FCF 転換率のボラティリティは高いが、主因は事業拡大に伴う棚卸資産の増加とキャッシュ化のタイミングが年度により異なってきたためである。今後について、CGS は 2028 年 10 月期までの 3

年間の FCF 転換率を平均 78% と予想している。CGS の予想には、CCC の若干の長期化と事業の拡大に伴う設備投資の増加を保守的に織り込んでいる。一方で、今後、同社の CF 転換率を考える上で投資家として注目すべきリスクは、将来の M&A によって同社の設備投資（システム投資含む）の必要性や CCC のキャッシュ・シユ化速度を、我々の想定以上に大幅に変化させる事業を連結するかどうかである。これまでの同社経営陣との議論に基づけば、同社が M&A のターゲットとしているのは、RENOSY マーケットプレイス事業および ITANDI 事業の商品ラインナップの拡充とアメリカにおける事業基盤拡大が中心であり、現時点では設備投資や CCC を急激に悪化させる買収の可能性は低いとみている。よって、CGS は、高水準の CF 転換率はこれらのリスクが顕在化しない限り持続すると予想しており、利益成長率 1%あたりの Valuation に対しても影響はほぼニュートラルと考えている。

図表 22 : CGS 予想モデルに基づく GA technologies の FCF 転換率



### ③ 利益成長のボラティリティ

次は、利益成長のボラティリティについてである。5 年後に営業利益が 2 倍になる企業であっても、リニアに増益し 2 倍を達成する場合と、増益・減益を繰り返し、5 年目のみ営業利益が 2 倍になって達成する場合では、同期間の FCF 創出額が当然異なる（結果、業績ボラティリティの違いが資本コストに影響する）。同じ期待成長率でも、シクリカル業界の Valuation が、非シクリカル業界のそれと比べてディスカウントされがちなのは主にこのためであり、利益成長率 1% の FCF 創出力（Valuation）にとっての重要な要素である。この点について、CGS では売上と限界利益率のボラティリティを評価する。

近年、GA technologies の売上収益は、年率 30% 弱の高水準で安定的に成長を続けている。同社は、デジタル化によりアナログな不動産投資に変革をもたらすビジネスモデルのもと、顧客基盤の拡大と商品ラインナップの拡充を通じて高成長を継続させている。RENOSY マーケットプレイス事業が手掛けるマッチングは、不動産市況の変化による投資家の需要の変動に影響を受け得る。しかし、潜在的な市場規模に比べて GA technologies の事業規模は依然として小さく、相対的にマクロ経済環境の影響を受けにくいと考えられる。また、RENOSY マーケットプレイス事業におけるプロパティマネジメントや ITANDI 事業における SaaS ビジネスなどのストック収益の拡大は、収益の安定化に寄与している。

また、GA technologies の売上総利益率は緩やかな改善を伴いつつ、15%前後で安定的に推移している。安定的な利益率は、RENOSY マーケットプレイス事業のマッチング・ビジネスにおける同社の規律、売買における優れた物件評価能力、価格支配力とともに、ストック収益の安定性を反映している。販管費率は、コスト効率の改善により低下する局面を迎えており、事業利益率は引き続き緩やかな上昇が見込まれる。

これらのことから、株式市場が同社の業績ボラティリティをリスク視している可能性は極めて低く、利益成長率 1%あたりの Valuation に対してもリスク要因にはなっていないと考える。

#### ④ キャッシュの使い方の変化 & CF ベースの ROI の変化

最後に、今後のキャピタルアロケーションの質の変化を見ていく。CGS では、今後のキャピタルアロケーションを通じて、まず同社のキャッシュの使い方がどう変化するか、そしてその結果、追加的に増加する投下資本に対し、CF をどれだけ増加させることができそうか (Incremental ROI) に注目している。

まずキャッシュの使い方の変化についてみていく。GA technologies にとって、営業 CF の主な使い道は、設備投資と M&A であった。同社の場合、バランスシートはネットデットではあるが、その水準は EBITDA の 2 倍以下であり、改善傾向が続いている。このため、有利子負債の返済が営業 CF の用途を圧迫する状況ではないと判断される。2024 年 10 月期までの過去 3 年間をみると、同社は営業 CF の約 38%を設備投資、36%を M&A に投じてきた。成長を重視し、オーガニック成長とインオーガニック成長にバランスよく投資してきたことが確認される。

今後に関して、同社は 2025 年第 3 四半期決算発表時に FCF 創出力最大化の方針を掲げ、その一環であるキャピタルアロケーションの質の向上に向けて、①投資領域を厳選しての AI システム開発投資、②既存事業とのシナジーを前提とした規律ある M&A の実施、③精緻なキャッシュ管理に基づく成長投資と株主還元の両立を目指すとした。この方針に従い、2025 年 10 月期に配当を開始している。この背景には、同社が成長投資と株主還元の両立が可能となったと判断したことがある。新しい株主還元方針は、成長投資とのバランスを取りつつ、安定かつ持続可能な配当を実施し、自己株式取得を含めた総還元性向を重視する。この方針は、同社が高成長から安定成長に移行することを意図したものではないと CGS は理解している。同社は、引き続き国内外に膨大な成長余地を見出している。CGS では、厳格な規律のもと、引き続き設備投資と M&A を営業 CF の主な投資先とするキャピタルアロケーションが維持されると予想している。

さて、キャピタルアロケーションの変化を理解した上で投資家が注目すべきは、それらの投資がどれだけの追加リターンをもたらすか、である。これを計るために、投下資本の増加分に対する CF ベースの Incremental ROI が、過去から将来にわたってどう変化し得るかを分析していく。

まず過去の Incremental ROI の推移をみていく。GA technologies の投下資本は、2021 年 10 月期から 2024 年 10 月期までの過去 3 年間で約 140 億円増加している。これに対し、FCF は年度によりボラティリティがあるものの、平均で約 13 億円増加している。したがって、この期間の FCF ベースの Incremental ROI は平均 9%程度である。同社の過去の投下資本の増加は、主に RENOSY マーケットプレイス事業において在庫期

間が相対的に長い大型物件の増加を伴う商品ラインナップの拡充の結果、（依然として短期であるものの）CCCが長期化したことによると考えられる。こうした影響は、足元では一巡している。

次に、今後の Incremental ROI の予想をみていく。CGS では、2028 年 10 月期までの 3 年間に、事業拡大に伴う棚卸資産の増加を中心に、同社の投下資本（除く現金）が約 155 億円増加する予想をしている。一方、その 3 年間で追加的に創出される FCF は、トップライン成長と収益率改善により 60 億円弱の増加を見込んでいる。これはつまり Incremental ROI で約 30% 以上ということであり、全体の ROIC 改善を持続的に牽引できるキャピタルアロケーションの質が期待できると考えている。今後、同社のキャピタルアロケーションによる Incremental ROI が CGS の予想数値に達しない可能性をもたらす主なリスク要因は、CCC の大幅な長期化と M&A の質であろう。CCC については、経営陣が高い規律のもとで管理しており、今後必要に応じて在庫期間が相対的に長い大型物件の流動化（オーバーランス化）が行われると CGS は期待している。成長産業である IT 業界における M&A を、事業ポートフォリオ戦略上の買収ターゲットに含めている分、大型且つ割高な買収 Valuation が、同社の Incremental ROI にとってリスクとなり得る。中長期投資家は、この点を含め引き続き同社のキャピタルアロケーションの執行に注目されたい。

○以上の分析から GA technologies の今後の利益成長あたりの FCF 創出力（= 利益成長 1%あたりの Valuation ドライバー）について予想を行った結果は、図表 23 のとおりである。Base Case の考え方は前述の通り。Bull Case は、Base Case の想定以上にオーガニック及びノンオーガニックによるトップライン成長が加速し、利益率が上昇する一方で、CCC は改善すると想定した。一方、Bear Case においては、成長率と利益率の改善がより緩やかなものにとどまると同時に、CCC の悪化を反映させた。

図表 23 : GA technologies の利益成長 1%あたりの Valuation (FCF 創出力) ドライバー予想

GA technologies (現在)		Base Case	Bull Case	Bear Case
ROIC (除く現金)	24/10期 6% (23/10期 4%)	26% (28/10期予想)	34% (28/10期予想)	18% (28/10期予想)
FCF 転換率	24/10期 89%	平均 78%	平均 83%	平均 53%
利益成長 ボラティリティ	低	低	低	低
FCF 増加額 ÷ 投下資本増加額	平均 9%	平均 38%	平均 65%	平均 9%
* CGS 予想		改善・強い	現在の実力 値と同程度	悪化・弱い
(出所 : CGS)				

○最後に、同社の利益成長あたりの FCF 創出力プロファイルに対し、現在の金利環境下で株式市場がどの程度のマルチプルを許容し得るかを分析していく。エクイティストーリーに共通部分が多い同業界の競合で、成長率と利益成長あたりの FCF 創出力が同社の CGS 予想値と似ている企業を抽出し、それらに対して、株式市場が許容しているマルチプルから許容レンジを考える。

○GA technologies の比較対象企業として、オーストラリアの REA Group、ドイツの Scout24、スウェーデンの Hemnet Group、日本のカチタスを採用した（図表 24 参照）。REA Group、Scout24、Hemnet Group は住宅を中心とした不動産マーケットプレイスを展開しており、GA technologies とビジネスモデル上の類似性が高い。また、日本における同業他社比較の対象としたカチタスは、中古住宅の取得・再生・販売を主要事業としており、不動産の流通を価値創造の源泉に 20%超の ROIC を維持しながら高成長を実現している点において今後の GA technologies と重なる。比較対象企業の現在の利益成長 1%あたりの Valuation (FCF 創出力) ドライバーを、GA technologies の CGS 予想値と比較したものを纏めている。

図表 24 : GA technologies の利益成長 1%あたりの FCF 創出力・Valuation 比較					
	GA technologies (Base Case)	REA Group	Scout24	Hemnet Group	カチタス
時価総額(\$bn)	\$0.5bn (2025年11月現在)	\$18.0bn	\$8.0bn	\$2.0bn	\$1.4bn
EV/EBITDA (NTM)	6x (2025年11月現在)	20x	15x	20x	12x
期待EBITDA CAGR (3~5年予想)	約34% (CGS予想)	15%	20%	20%	12%
EBITDA成長1%あたり のマルチプル	0.2x (2025年11月現在)	1.0x	0.8x	1.0x	1.0x
ROIC (除く現金)	26% (FY10/28予想)	30%	15%	25~30%	20%
FCF転換率	平均78% (CGS 3~4年予想)	100%	~100%	~110%	40-50%
利益成長 ボラティリティ	低	高	高	低	中
FCF増加額 ÷ 投下資本増加額	38% (CGS 3~4年予想)	30~40%	~50%	~50%	15~20%
*比較対象企業の予想値はBloomberg上のコンセンサスを使用。			GA technologies 対比優秀	概ね同程度	GA technologies 対比弱い
(出所 : CGS)					

○今回、GA technologies の比較対象とした 4 社は、中長期の期待成長率が年率 12~20%と幅があり、それぞれに株式市場が許容している EV/EBITDA マルチプルについても、REA Group や Hemnet Group の 20x からカチタスの 12x まで大きく異なっている。しかし、これを期待成長 1%あたりの EV/EBITDA マルチプルで見てみると概ね 1x 前後であり、4 社の間で大きな格差が生じているとは言えない。これはつまり、比較対象企業の EV/EBITDA マルチプルは、各社の期待成長率を反映していると考えられる。他方、CGS が重視する資本効率、CF 転換率、利益成長のボラティリティ、投下資本増加額に対する CF ベースの ROI の変化は、各社とも一長一短である。こうした要因もまた、期待成長 1%あたりの EV/EBITDA マルチプルの格差が小さいことにつながっている可能性がある。

○一方、GA technologies は、CGS 予想に基づく期待 EBITDA 成長率は年率約 34%、EV/EBITDA マルチプルは約 6 倍であり、利益成長 1%あたりのマルチプルでは他社比で大きくディスカウントされている。さらに、同社の FCF 創出力は、前述の通り今後 ROIC や Incremental ROI の拡大サイクルに入ることで中長期的に改善していくと予想している。CGS 予想に基づけば、3~4 年後の GA technologies の資本効率は比較対象企業と遜色のない水準まで上昇する。また、FCF 創出力の姿は現在の国内同業他社を上回り、海外同業他社の水準に近づくことが見込まれる。さらに、同社の利益成長のボラティリティは引き続き相対的に低いと考えられる。一方で、同社の流通時価総額は同業他社を下回ることから、GA technologies には流動性ディスカウントを考慮する必要があるだろう。しかし、それを考慮しても現在株式市場が GA technologies に許容している EBITDA 成長 1%あたりのマルチプル (0.2x) は割安であり、今後の期待成長率を踏まえれば、現在の EV/EBITDA マルチプルには大きなアップサイドが存在し得ると CGS は考えている。

## 会社概要

### 事業概要と沿革

○GA technologies は、2013 年に設立された不動産テック企業である。「テクノロジー×イノベーションで驚きと感動を生み、世界を前進させる。」をパーソス／ミッションに掲げ、デジタル化によりアナログな不動産投資に変革をもたらしている。設立から 3 年後の 2016 年、同社は現在の主力事業である中古不動産流通プラットフォーム「RENOSY」をリリースした。その後順次取り扱い物件を拡充し、現在では中古コンパクトマンション、中古アパート、中古一棟マンション、中古戸建て、新築アパート、新築一棟マンションなど多様な不動産物件のマッチング・サービスを提供している。

○同時に、同社は 2018 年のイタンジの買収など、M&A を活用しつつ事業の規模と領域を拡大してきた。現在では、オーナー向けの賃貸管理サービスに加え、不動産仲介会社や管理会社に対するソフトウェア等を提供している。また、同社は 2020 年の中華圏向け日本不動産プラットフォーム「神居秒算」の買収により海外に進出し、2024 年には RW OpCo の買収により米国市場への参入を果たしている。現在では、日本に加えて、中国、香港、台湾、タイ、米国、マレーシアの海外 6 か国・地域において事業を展開している。

### 収益構造

○GA technologies の事業部門は大きく RENOSY マーケットプレイス事業と ITANDI 事業、その他の事業に大別される。収益の多くは、祖業である RENOSY マーケットプレイス事業である（図表 25 参照）。同事業のオンライントランザクションでは、物件の売却が売上収益、取得が売上原価に計上されていることから、同社の売上収益を大きくさせている。2024 年 10 月期の売上総利益のうち、オンライントランザクションが 4 分の 3 程度、サブスクリプションと ITANDI がそれぞれ 1 割強となっている。セグメント別の事業利益に全社費用は配賦されていないことから、連結事業利益に対する各事業の構成比率が高く見える。

図表 25：事業別収益構造（2024 年 10 月期）

（単位 10 億円）	売上収益		売上総利益		事業利益		構成比
		構成比		利率	構成比	利率	
RENOSY マーケットプレイス	184.8	97.3%	26.7	14.5%	87.0%	8.9	4.8%
オンライントランザクション	173.8	91.5%	22.6	13.0%	73.5%	8.3	4.8%
サブスクリプション	11.0	5.8%	4.2	37.8%	13.5%	0.6	5.7%
国内	7.8	4.1%	2.5	32.5%	8.2%	1.4	17.9%
海外	3.2	1.7%	1.6	50.5%	5.3%	-0.8	-23.5%
ITANDI	4.5	2.4%	3.6	80.8%	11.9%	1.3	29.2%
その他	0.6	0.3%	0.4	61.6%	1.3%	0.0	4.2%
調整額	0.0	0.0%	0.0	110.3%	-0.1%	-6.2	-
連結	189.9	100.0%	30.7	16.2%	100.0%	4.1	2.1%
（出所：会社資料をもとに CGS 作成）							

### 中期経営計画

○GA technologies は 3 年間の中期経営計画（中期経営計画 2026）を策定しており、2026 年 10 月期が現在の中計の最終年度となる。中計では、不動産 DX エコシステム完成（コア事業の強化）、グローバル化加速（コア事業の海外展開）、テクノロジー戦略強化（第三の収益の柱創出）が掲げられ、詳細な財務・非財務目標が設定され

ている。図表 26 は全社の財務目標、図表 27 は事業別の主な目標である。同社が高い成長にコミットし、その実現に向けて強固な事業基盤の構築を戦略的に進めていることが確認される。

図表 26：中期経営計画 2026 の財務目標

		2026 年 10 月期	3 年間の成長率
全社	売上収益	3,230 億円	2.2 倍 (CAGR+30%)
	売上総利益	541 億円	2.4 倍 (CAGR+34%)
	事業利益	100 億円	4.6 倍 (CAGR+66%)
	EPS	135 円	5.0 倍 (CAGR+70%)
RENOSY マーケットプレイス事業	売上収益	3,137 億円	2.2 倍 (CAGR+30%)
	事業利益	165 億円	2.5 倍 (CAGR+36%)
ITANDI 事業	売上収益	840 億円	2.6 倍 (CAGR+38%)
	事業利益	14.6 億円	2.1 倍 (CAGR+28%)

(出所；会社資料をもとに CGS 作成)

図表 27：中期経営計画 2026 の事業別主要目標

	具体的な取り組み	重要 KPI
RENOSY マーケットプレイス事業		
オンライントランザクション	主力中古マンション市場でのシェア拡大 デジタルマーケティングによる集客強化 AI 査定活用による不動産売却獲得強化	マーケットシェア 20%以上 認知度 70%以上 直接調達比率 50%以上
サブスクリプション（国内）	ノンオーガニック含めた管理戸数拡大 スケールメリットを生かした生産性向上	管理戸数 5 万戸以上 事業利益率 25%以上
ITANDI 事業		
ITANDI	注力エリアにおける賃貸管理 SaaS 利用のマーケットシェア 拡大	全国シェア 37% (利用管理戸数約 720 万戸)
売買仲介（Housmart 他）	プラットフォームパワーの醸成及びクロスセル効果の発現 売買仲介 SaaS 利用のマーケットシェア拡大 Sales 増強による高成長率の実現	導入プロダクト数 1.5 万プロダクト以上 全国シェア率 10%前後 (売買契約数約 12 万件) 事業売上 CAGR50%以上
グローバル化加速		
欧米市場	米国 RW OpCo の利益成長加速 進出地域の拡大	事業利益率 10% 1 カ国 ⇒ 3 カ国
アジア市場	顧客獲得強化（累計仲介件数） 進出地域の拡大	約 2 万件 ⇒ 約 2.5 万件 5 つの国と地域 ⇒ 8 つの国と地域
グループシナジー	クロスボーダー不動産取引強化	海外売上 100 億円以上
テクノロジー戦略強化		
データマネタイズ	データマネタイゼーション	データ活用ビジネス売上収益 20 億円以上
テクノロジーカ向上	AI による最適な顧客提案 個人の業務ノウハウの形式化と自動化	商談成約率 20%向上 賃貸管理定型業務 90%以上削減
テクノロジー投資	テクノロジー人材採用及び育成強化	テクノロジー投資率 10%以上 (対ネット売上収益比)

(出所；会社資料をもとに CGS 作成)

## コーポレート・ガバナンス

○GA technologies は、監査等委員会設置会社である。取締役会は 9 名の取締役により構成され、うち過半数となる 5 名が社外取締役である。取締役会の議長は樋口 CEO が務める。監査等委員会は 3 名の社外取締役により構成されている。指名委員会または報酬委員会に相当する任意の委員会は設置されていない。取締役の報酬額は株主総会において総枠が決議され、各取締役の報酬額は樋口 CEO に一任されている。監査等委員の報酬額は監

査等委員会で決定している。

○GA technologies の社内および社外取締役は、同社の事業に密接にかかわる不動産業界および AI を中心に、多様な知見と経歴を有していると CGS は評価する（図表 28 及び 29 参照）。3 名の社外取締役（監査等委員）は、それぞれ法務、金融、税務において豊富な経験を有している。

図表 28 : 取締役の主な職歴

主な職歴		
代表取締役 社長執行役員 CEO	樋口 龍	2013 年に GA technologies を設立
取締役 会長 兼 Strategic Advisor	櫻井 文夫	元三井不動産リアルティ取締役専務執行役員。2021 年に同社に参画、2022 年に取締役就任
取締役 専務執行役員	樋口 大	大手不動産デベロッパーを経て、2013 年に同社に参画、2014 年に取締役就任
取締役 常務執行役員 CTO	後藤 正徳	富士通研究所を経てグーグルにて技術開発本部長。2024 年に同社に参画、2025 年に取締役就任
社外取締役	久夛良木 健	元ソニー取締役副社長兼 COO。2018 年に社外取締役就任
社外取締役	グジバチ・ピヨートル・フェリクス	連続起業家、投資家、経営コンサルタント、執筆者。Google にて人材開発、組織改革、リーダーシップ開発に従事。2022 年に社外取締役
社外取締役 監査等委員	松葉 知久	弁護士。金融庁および弁護士事務所にて会社法務・M&A・組織再編、金融規制に携わる。2020 年に社外取締役（監査等委員）就任
社外取締役 監査等委員	桑原 利郎	三井住友銀行を経て、SMBC ファイナンスサービス代表取締役専務執行役員。2021 年に社外取締役（監査等委員）就任
社外取締役 監査等委員	庄司 愛	税理士ファーム、KJR マネジメントを経て、アキュイティーにて経営企画部長、ESG 部長、取締役。2025 年に社外取締役（監査等委員）就任

（出所：会社資料をもとに CGS 作成）

図表 29 : 取締役のスキルマトリックス

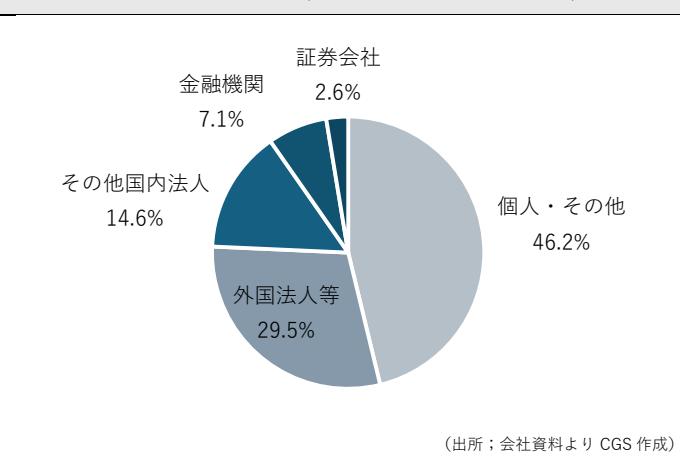
	経営全般	業界知識	財務・会計	法務	技術・イノベーション	プロダクト開発	コミュニケーション	マーケティング	組織・人事	新規事業・PMI	グローバル	ESG・サステナビリティ
代表取締役 社長執行役員 CEO	○	○						○	○	○	○	○
取締役 会長 兼 Strategic Advisor	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	
取締役 専務執行役員	○	○							○			
取締役 常務執行役員 CTO				○	○	○	○	○	○	○	○	○
社外取締役	○		○		○				○	○	○	○
社外取締役	○	○	○				○	○				
社外取締役 監査等委員	○											
社外取締役 監査等委員	○		○					○	○			
社外取締役 監査等委員	○	○						○	○			○

（出所：会社資料をもとに CGS 作成）

## 株主構成

○GA technologies の株式の半分近くは個人・その他により保有されており、外国法人、その他国内法人、金融機関と続く（図表 30 参照）。大株主は、同社の取締役および信託銀行により構成されている（図表 31 参照）。第 2 位の株主である合同会社 GGA は、樋口 CEO の資産管理会社である。

図表 30：所有株式の割合（2025 年 10 月 31 日現在）



図表 31：大株主の状況（2025 年 10 月 31 日現在）

大株主	割合
樋口 龍	29.1%
合同会社 GGA	13.1%
バンク・オブ・ニューヨーク 133612	5.7%
バンク・オブ・ニューヨーク 133652	4.2%
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	4.1%
日本カストディ銀行（信託口）	2.3%
日本マスタートラスト信託銀行（信託口）	2.2%
福田俊孝	2.1%
樋口大	2.1%
久多良木 健	2.1%

（出所：会社資料より CGS 作成）

## リスク要因

GA technologies の事業及び CGS の見通しに対する主なリスクは、以下の通りである。

○オーガニック成長の伸びが鈍化するリスク。潜在的な市場規模に比べて GA technologies の事業規模は依然として小さく、相対的にマクロ経済環境の影響を受けにくいと考えられる。また、RENOSY マーケットプレイス事業におけるプロパティマネジメントや ITANDI 事業における SaaS ビジネスの拡大は、収益の安定化に寄与している。さらに、RENOSY マーケットプレイス事業における高い在庫回転率は、在庫のバランスシートへの負荷を最小化すると同時に、不動産市況の変動に対する柔軟性を高めている。しかし、不動産市況が長期にわたり低迷する場合、CGS が予想する利益成長及び資本効率の改善が実現しない可能性がある。

○割高な Valuation で大型の M&A が実行され、ROIC など資本効率が悪化するリスク。GA technologies は M&A に際して厳格な規律と意思決定プロセスを有しているものの、案件次第では同社の資本効率性に大きな影響を及ぼし得ることから、潜在的なリスクとして認識される。

○システムトラブルのリスク。サイバー攻撃などによる個人情報の流出や稼働停止、その他の原因によるシステム障害は、同社のプラットフォームとしての信頼感を損ね、期待される成長が実現しないリスクがある。

○海外事業における法的、政治的、社会的リスク。GA technologies の収益に占める海外事業の割合は限定的であるものの、進出国の経済動向に加え、日本とは異なる法制度、商習慣、労使関係および政治的・社会的安定性が事業の成長性や継続性に影響を及ぼすリスクは否定できない。これらのリスクが海外買収子会社とのれんの減損や訴訟による巨額の損害賠償額として顕在化する場合、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

## CEO との対談（議事録）

### サマリー：

○**オーガニック成長戦略**；GA technologies は、2018 年の上場以降、中核事業である RENOSY および ITANDI の両事業において、継続的に高い売上成長と利益成長を実現してきた。この間、ストック収益の拡大に伴い、ビジネスモデルの転換も着実に進展している。ネットワーク効果によるマーケットシェアの拡大に加え、不動産投資・管理・賃貸事業間でのシナジー、および“ネットとリアル”を組み合わせたユニークな事業モデルが、高い競争優位性と強固な参入障壁の構築に寄与している。2024 年に買収した米国グループ会社は、2025 年 10 月期に単月黒字化、2026 年 10 月期には通期黒字化を見込む。

○**ROIC の改善**；GA technologies は、従来の高成長・シェア拡大を優先するフェーズから、資本効率性の改善を同時に追求するフェーズへと移行しつつある。利益率の改善を伴う売上拡大と、CCC（キャッシュ・コンバージョン・サイクル）に関する厳格な管理により、中期的には ROIC20%以上への上昇が期待できる水準となっている。

○**M&A・キャピタルアロケーション戦略**；M&A は、引き続き国内における商品ラインナップ拡充を軸とし、資本効率性の改善に資する案件を優先的に検討する。優先順位は国内が高いものの、中長期的な成長と資本効率の観点から、米国市場への投資も重要な選択肢となる。魅力的な M&A 案件が存在せず、フリーキャッシュフローが潤沢で、かつ株価が会社の考える適正水準を下回る場合には、自社株買いも選択肢となる。

**CGS 信実**：本日は、株式会社 GA technologies 代表取締役 社長執行役員 CEO の樋口様をお招きし、中長期投資家が投資を検討する際に気になる可能性の高いトピックについて、我々のレポートに加えて経営陣の声を反映させるため、対談のお時間をいただいております。



対談時の写真：左から GA technologies CEO 樋口社長、CGS 信実

**CGS 信実：**御社は 2018 年の上場後、不動産投資のオンラインマーケットプレイスである RENOSY を主軸に、過去 3 年間で事業利益が 6 倍超となる高成長を遂げてきました。今後 3 年から 5 年を見据えた際に、利益成長のドライバー、これまでとの変化、そして今後変えていかなければならない要素について教えてください。

**樋口社長：**まず、当社は RENOSY と ITANDI という 2 つの事業を展開しております。RENOSY ではオンラインの不動産投資マーケットプレイス、ITANDI では不動産会社様向けに SaaS プロダクトを提供しております。今後数年間では、RENOSY と ITANDI の両方が成長ドライバーになると想っています。両事業とも重要指標であるネット売上収益を年率 30% 以上、事業利益も年率 50% 近い成長を目指しております。また、US 事業は第 3 の柱として、今後 3 年から 5 年の利益成長に大きく貢献する事業になると見込んでいます。

上場時から変化した点として、RENOSY のマーケットプレイスでは、マッチング後のプロパティマネジメント、当社のセグメントではサブスクリプションと呼ぶストック収益が拡大しています。ITANDI も不動産会社様向けの SaaS であり、ストック収益型の事業です。今期（2025 年 10 月期）は 12 期目の決算となります。ストックビジネスの粗利益は 100 億円を超える見通しです。上場時はサブスクリプション型の粗利益はほぼゼロでしたので、この 7 年間でビジネスモデルの大きな転換を進めてきたことになります。

**CGS 信実：**今後もストック収益の比率の向上や収益性の改善といった質の高い成長が続くということですね。ここでオーガニック成長戦略について、投資家が特に気にする点の一つとして、大きな資本を持つ企業の参入リスクがあります。ITANDI の SaaS 事業および海外事業における競合の参入障壁と、参入があっても御社が高成長を維持できる要因について教えてください。

**樋口社長：**まず、RENOSY、ITANDI ともにネットワーク効果が非常に重要です。このため、上場以来、一貫してマーケットシェアを高める戦略を取ってきました。その結果、RENOSY の GMV（流通取引総額）は約 2,500 億円に達する見込みで、不動産投資マーケットプレイスとして財閥系を含めてもトップの規模です。RENOSY の認知度も 50% に達しています。物件数が多いから買い手が集まり、買い手が集まるから物件も増えるという好循環が生まれており、ネットワーク効果が強固に働いています。仮に大手が参入しても、この優位性を崩すのは容易ではないと考えています。

ITANDI についても同様です。日本の賃貸契約申込件数は年間約 300 万件と言われていますが、そのうち約 100 万件が当社のプロダクトを通じて処理されています。また、日本には約 2,000 万戸の管理物件がありますが、そのうち 550 万戸に当社の SaaS が導入されています。いずれもネットワーク効果が強く働いており、高い参入障壁を築いていると考えています。

また、当社の事業はデジタル完結型ではなく、「ネットとリアル」を掛け合わせたユニークなビジネスモデルである点も強みです。従来の不動産メディアは物件掲載のみでしたが、当社は Amazon のようにメディアから実際の取引までワンストップで提供しています。物件の調達やマッチングにはリアルなオペレーションが不可欠であり、ピュアな IT 企業が容易に参入できる領域ではありません。ITANDI の最大の顧客であるプロパティマネジメント事業を RENOSY 側で自社展開し、約 3 万 5 千室の管理を行っていることも強みです。この現場の知見を反映し

た辛いところに手が届くプロダクトを提供できていることが選ばれる理由となっており、参入障壁の高さにつながっています。

**CGS 信実**：新規参入は実際にどの程度あったのでしょうか。また、それらは御社にとって脅威となりましたか。

**樋口社長**：RENOSY の領域では、日本に不動産会社が約 12 万社ありますが、多くは小規模企業です。財閥系など大手企業は、主に実需や開発が中心であり、不動産投資には参入してきませんでした。当社はそこでマーケットプレイスという新しい市場を構築しました。

ITANDI 側では、プロパティマネジメント自体は何十年も前から存在し、基幹システムや CRM も 20 年以上前から提供されていました。しかし、物件確認、内見予約、申し込み、契約といった募集領域のプロセスをテクノロジーで効率化するプレイヤーは存在せず、まさにブルーオーシャンでした。当社がこの領域を広げた結果、短期間で年間 100 万件の申込に達しました。その後多くの企業が参入してきましたが、当社は既に 3 割のマーケットシェアを確保しており、脅威にはなっていません。

**CGS 信実**：では、海外事業における競争リスクについてはいかがでしょうか。御社が海外でも高成長を続けられる要因は何でしょうか。

**樋口社長**：まず、日本で構築した RENOSY と ITANDI のモデルをアメリカでも展開したいと考えています。日本人は一生に約 1.5 回しか不動産を売買しませんが、アメリカ人は約 7 回売買するというデータがあります。当初はアメリカでは不動産投資が一般的だと思っていたが、1 年半ほど前に現地で買収検討を進める過程で、自分が住む家の売買が中心であり、不動産投資が当たり前ではないことに気付きました。逆に言えば、マーケットプレイス型のプレイヤーが存在しない市場であり、十分に参入余地があると判断しました。

当社が勝てる理由は、日本同様、マーケットプレイスで投資家と物件をマッチングした後にプロパティマネジメントまで一気通貫でサービスを提供する点にあります。アメリカでは、プロパティマネジメントで業界 2 位の Renters Warehouse 社を M&A し、約 1 万室を管理しています。この強みと約 60 万人もの RENOSY の投資家ネットワークを掛け合わせることで、ゼロからではなく既存の強みを活かす形で事業を開始しています。M&A 時は赤字だったこの会社は、すでに単月黒字化し、2026 年 10 月期には通期黒字化を見込んでいます。

今後は、マッチング件数の拡大に加え、アメリカ国内の投資家開拓、さらに日本同様にプロパティマネジメント会社向けにも横展開することで、同じビジネスモデルを構築していく方針です。

**CGS 信実**：ここからは、利益の質の向上、特に資本効率性についてお伺いします。弊社は、利益成長と同時にキャッシュフロー創出の効率性、すなわち同じ利益でもいかに効率的にキャッシュフローを生み出すかを重視しています。御社は 2025 年 10 月期第 3 四半期の決算説明資料において、フリーキャッシュフロー創出力最大化の方針として ROIC の改善を掲げていらっしゃいました。現在の御社の ROIC は一桁半ばから後半ですが、中長期的にはどの程度まで改善可能と考えているか、その主要ドライバーとともに教えてください。

**樋口社長**：2018年の上場後は、まずはマーケットシェアを高めることを重視し、M&Aや新規事業に積極的に投資してきました。この結果、ROICは低下しましたが、当時は経営としてもそこまで重視していませんでした。一定のシェア獲得が進んだ現在は、資本効率の改善に注力できるフェーズに入ったと考えています。2025年10月期には5年ぶりにROICが10%を超える見込みであり、2026年10月期には15%近く、さらにその先では20%を超える水準も目指せると考えています。

その理由は、先述したように一定のマーケットシェア獲得やストック収益の増加により、利益額と利益率の両面で成長が可能となっている点です。また、RENOSYでは規模が拡大してもCCC（キャッシュ・コンバージョン・サイクル）を30日以内に抑制する方針のため、投下資本の増加も抑えられます。この結果、中期的にはROIC20%以上も十分実現可能だと考えています。

**CGS信実**：収益性の改善とCCCの抑制というPLとBS両面からROIC向上を目指していることが理解できました。資本効率性の改善と関連して、キャピタルアロケーションについて教えてください。2025年10月期第3四半期に初の配当を発表されましたが、その背景と、今後のキャピタルアロケーションの方針についてお聞かせください。

**樋口社長**：これまでのキャピタルアロケーションは、新規事業投資であるM&Aがほぼ唯一の選択肢でした。現在は、マーケットシェアも一定程度確立され、フリーキャッシュフローも安定的に創出できるようになったため、今後は自社株買い、M&A、配当など複数の選択肢から、株式価値の最大化につながるキャピタルアロケーションを行っていきたいと考えています。こうした考えから、第3四半期に初めてキャピタルアロケーション方針を公表しました。

**CGS信実**：今後の営業キャッシュフローを含めたキャッシュインの使い方の優先順位と、その規律について具体的に教えてください。

**樋口社長**：資本効率の向上に資するM&Aをしっかり検討することが最優先だと考えています。当社はグロース銘柄である以上、PLの成長も重視しています。そのため、自社株買いや配当が必ずしも最優先ではありません。魅力的なM&Aの機会がなく、かつ株価が当社の考える適正水準に満たない場合には、自社株買いも選択肢となります。常に株式価値最大化という観点で意思決定する方針です。

**CGS信実**：先ほどの話にも関連しますが、御社がM&Aで重視しているシナジーや買収対象の企業像について、もう少し具体的に教えてください。

**樋口社長**：当社の基本方針は以前から変わらず、商品ラインナップの拡充を重視しています。ラインナップを拡充することで、広告効率の改善、コンバージョンレートの上昇、LTVの向上などを通じてPLの改善につながる事業を優先的に検討しています。アメリカにおいても、先ほど申し上げた戦略に合致する企業のM&Aを通じ、事業の拡大を図っていきます。

**CGS信実**：国内と海外では、どちらにキャピタルアロケーションの主軸を置いているのでしょうか。

**樋口社長**：現時点では国内の優先順位が高いです。ただし、将来的な成長性や資本効率性を考えると、当然アメリカも有力な選択肢になります。短期と中長期の両軸で意思決定を行っていく方針です。

**CGS 信実**：ここまで中長期投資家の投資判断に関わる主要なトピックについて幅広く伺いましたが、最後に投資家の皆様へのメッセージをお願いします。

**樋口社長**：当社は、RENOSY と ITANDI の領域で国内のマーケットシェアをさらに高める余地があると考えております、国内を中心にしっかりと売上と利益を成長させていきます。中長期では、巨大な海外市場にも積極的に投資し、高い成長を実現しつつ、資本効率を意識した経営で ROIC を高めていく方針です。これにより株式価値を高め、当社の掲げる「テクノロジー×イノベーションで驚きと感動を生み、世界を前進させる」というパーカス／ミッションを実現してまいります。

**CGS 信実**：本日は、株式会社 GA technologies 代表取締役 社長執行役員 CEO の樋口様をお招きし、中長期投資家が投資判断の際に関心を持つポイントについて議論させていただきました。本日はありがとうございました。

## CGSによる業績予想モデル

(百万円)	22年度	23年度	24年度	25年度E	26年度E	27年度E	28年度E	28年度E		
								Base Case	Bull Case	Bear Case
<b>損益計算書:</b>										
売上高	113,569	146,647	189,883	248,000	322,115	402,344	502,630	502,630	564,418	445,534
売上原価	97,050	124,025	159,148	207,292	268,163	333,657	414,669	414,669	457,178	378,704
総利益	16,519	22,622	30,735	40,708	53,952	68,686	87,960	87,960	107,239	66,830
販売管理費	15,498	20,377	26,678	34,115	43,350	53,029	65,616	65,616	78,669	49,771
営業利益	1,014	2,211	3,878	6,593	10,602	15,657	22,344	22,344	28,571	17,059
税前利益	542	1,585	3,143	5,870	9,948	15,032	21,747	21,747	27,974	16,462
税金	92	566	1,288	2,348	3,681	5,562	8,046	8,046	10,350	6,091
少数株主持ち分	0	-7	-12	13	0	0	0	0	0	0
当期利益	384	1,010	1,841	3,509	6,267	9,470	13,701	13,701	17,624	10,371
EBIT	1,014	2,211	3,878	6,593	10,602	15,657	22,344	22,344	28,571	17,059
減価償却費・のれん代償却	4,685	5,257	5,600	5,574	5,689	5,927	6,813	6,813	6,813	6,813
EBITDA	5,828	7,502	9,630	12,167	16,291	21,584	29,156	29,156	35,383	23,872
希薄化後期末株式数	37	37	37	41	41	41	41	41	40	41
GAAP EPS	11	27	50	86	153	231	334	334	438	253
配当金	0	0	0	8	15	23	33	33	88	0
Payout Ratio	0%	0%	0%	9%	10%	10%	10%	10%	20%	0%
売上高原価比率	85.5%	84.6%	83.8%	83.6%	83.3%	82.9%	82.5%	82.5%	81.0%	85.0%
売上高総利益率	14.5%	15.4%	16.2%	16.4%	16.7%	17.1%	17.5%	17.5%	19.0%	15.0%
売上高販売管理費比率	13.6%	13.9%	14.0%	13.8%	13.5%	13.2%	13.1%	13.1%	13.9%	11.2%
売上高営業利益率	0.9%	1.5%	2.0%	2.7%	3.3%	3.9%	4.4%	4.4%	5.1%	3.8%
売上高EBITDA比率	5.1%	5.1%	5.1%	4.9%	5.1%	5.4%	5.8%	5.8%	6.3%	5.4%
<b>キャッシュフロー表:</b>										
当期利益	395	1,010	1,841	3,509	6,267	9,470	13,701	13,701	17,624	10,371
減価償却費・のれん代償却	4,672	5,257	5,600	5,574	5,689	5,927	6,813	6,813	6,813	6,813
運転資金増減	-4,080	-577	-3,608	-1,122	-3,864	-4,322	-5,475	-5,475	-3,546	-6,758
営業CF	2,238	6,798	3,635	7,961	8,092	11,075	15,038	15,038	20,890	10,426
設備投資	-1,111	-1,657	-1,990	-3,105	-3,300	-3,600	-4,300	-4,300	-4,300	-4,300
FCF(営業CF-設備投資)	1,127	5,141	1,645	4,856	4,792	7,475	10,738	10,738	16,590	6,126
買収資金	-1,212	-449	-2,902	-1,700	-3,000	-3,000	-3,000	-3,000	-3,000	-3,000
配当金支払い	0	0	0	-328	-627	-947	-1,370	-1,370	-3,525	0
FCF(営業CF-投資CF-配当金)	-774	4,746	-1,158	2,828	1,166	3,528	6,368	6,368	10,065	3,126
自社株買い	0	0	198	5,057	0	0	0	0	0	0
有利子負債増減	-3,079	1,010	2,758	0	0	0	0	0	0	0
現預金増減	-3,432	5,610	1,873	7,885	1,166	3,528	6,368	6,368	10,065	3,126
<b>CF転換率</b>										
営業CF/EBITDA	38%	91%	38%	65%	50%	51%	52%	52%	59%	44%
FCF/当期利益	293%	509%	89%	138%	76%	79%	78%	78%	94%	59%
<b>貸借対照表:</b>										
現預金	11,842	17,452	19,325	27,210	28,376	31,903	34,744	34,744	39,875	29,974
売掛債権	329	316	845	908	1,375	1,961	2,754	2,754	1,546	3,662
在庫	8,055	10,183	13,949	15,904	20,819	26,206	32,946	32,946	31,314	34,239
流動資産	22,863	31,141	38,702	48,606	55,152	64,654	75,027	75,027	77,318	72,458
有形固定資産・使用権資産	3,711	3,267	4,019	4,390	4,600	4,373	3,961	3,961	3,961	3,961
投資不動産	14,607	11,303	10,689	5,700	3,700	2,200	700	700	700	700
無形固定資産	11,172	12,237	20,202	21,562	23,962	26,362	28,762	28,762	28,762	28,762
固定資産	32,289	30,211	38,445	35,187	35,797	36,470	36,958	36,958	36,958	36,958
総資産	55,152	61,352	77,147	83,792	90,949	101,124	111,985	111,985	114,276	109,415
短期有利子負債	5,918	10,447	14,089	14,089	14,089	14,089	0	0	14,089	14,089
リース負債	4,794	4,579	5,478	3,981	3,591	3,201	2,811	0	2,811	2,811
買掛債務	2,073	3,516	4,102	4,999	6,515	8,167	10,225	10,225	12,525	8,300
その他流動負債	3,467	5,279	10,541	10,541	10,541	10,541	10,541	10,541	10,541	10,541
流动負債	16,251	23,820	34,209	33,610	34,736	35,998	37,666	37,666	39,967	35,742
長期有利子負債	2,937	4,496	9,283	9,283	9,283	9,283	0	0	9,283	9,283
リース負債	15,080	10,819	9,250	5,758	4,848	3,938	0	0	3,028	3,028
固定負債	19,585	16,948	19,707	16,216	15,306	14,396	13,486	13,486	13,486	13,486
総負債	35,836	40,768	53,916	49,826	50,042	50,394	51,152	51,152	53,452	49,227
純資産	19,316	20,584	23,231	33,967	40,907	50,730	60,833	60,833	60,823	60,188
負債純資産合計	55,152	61,352	77,147	83,792	90,949	101,124	111,985	111,985	114,276	109,415
<b>CCC</b>										
売上債権回転日数	1	1	1	1	2	2	2	2	1	3
在庫回転日数	21	27	28	28	29	29	29	29	25	33
買掛債務回転日数	7	8	9	9	9	9	9	9	10	8
運転資金日数(CCC)	14	19	20	21	21	22	22	22	16	28
ROE	2%	5%	8%	12%	17%	21%	25%	25%	32%	19%
ROIC (incl. Cash)	2%	3%	4%	6%	9%	13%	16%	16%	21%	12%
ROIC (ex. Cash)	2%	4%	6%	9%	15%	21%	26%	26%	36%	19%
ネット有利子負債/EBITDA	2.4	2.0	1.6	1.0	0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.0
1株当たりネットキャッシュ	-458.4	-344.2	-505.9	-143.9	-83.8	33.9	134.9	134.9	265.3	18.6

## Disclaimer

---

本レポートは、対象となる企業（以下「対象企業」といいます。）の依頼を受けて株式会社 Capital Growth Strategies（以下「株式会社 CGS」といいます。）が作成したものです。株式会社 CGS は、レポート作成以外の業務で対象企業から報酬を得る可能性があります（株式会社 CGS は、対象企業から、本レポートの作成に係る業務の報酬を得ています）。

本レポートは、対象企業に関して参考となる情報提供を目的として作成されており、投資の勧誘・推奨・助言を行うものではなく、またそれらを意図したものではありません。投資に関する決定は、投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。本レポートに記載されている仮説、見解、分析、業績予想等は、公表資料や取材等を通じた情報をもとに株式会社 CGS が作成したものであり、当該企業によるものではありません。株式会社 CGS は、本レポートに記載された情報の正確性、完全性を保証するものではありません。本レポート記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果としてお客様に何らかの損害が発生した場合においても、株式会社 CGS はいかなる責任も追いません。

本レポートの著作権を含む知的財産権は、株式会社 CGS に帰属しており、株式会社 CGS の事前の書面による承認なしに複製、修正・加工、販売、表示、送信、配布することは固く禁止されます。株式会社 CGS の取締役、従業員は、対象企業の証券を保有している場合があります。本レポートの内容は、今後予告なしで変更される場合があります。