

ホリスティック企業レポート ジェネレーションパス 3195 東証マザーズ

フル・レポート
2015年3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 20150310

ネット通販ウェブサイトであるリコメン堂を運営 ウェブ販売のマーケティング支援でメーカーに寄り添うサービス企業

1. 会社の概要

・ジェネレーションパス(以下、同社)は、ネット通販サイトの「リコメン堂」を運営する、小売業種の企業とされているが、本質はメーカーに寄り添ってウェブでのマーケティング支援を行うサービス企業である。

アナリスト:藤野敬太
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

2. 財務面の分析

・14/12期までの5期間の売上高は年平均42.2%の成長となり、EC市場をはるかに上回るペースで拡大してきた。
・収益のほとんどが、リコメン堂でのドロップシッピング方式を中心とした商品販売によるものであるため、採算性の低さはどうしても否めない。

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、自らをEC企業ではなく、ECマーケティング企業であるというポジショニングを明確にしている事業モデルにあり、競争力の源泉が販売データにあると経営陣が強く認識している。
・テスト販売の場としての「リコメン堂」、情報分析やローコストオペレーションを支える一連の自社開発システム等、実際に商品が販売されるまでのプロセスの随所に価値創造のポイントが設けられている。

4. 経営戦略の分析

・リコメン堂での商品販売とは別の収益源の構築に動き出している。具体的には、手数料収入ベースのビジネスの模索であり、パートナー企業との協同商品開発である。

5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターは、中期的にはEC市場並の売上成長、その中での二桁利益成長は十分に可能と考える。しかし、(1)決算期の変更で業績の進捗が見えにくくなる、(2)低い収益性と在庫の急増で営業キャッシュフローが2期連続で赤字である、(3)大手の顧客との契約終了で足元の月次売上高が前年割れのトレンドにある、(4)14年9月の上場時に公表した14/12期計画に未達で終わったように業績の振れが大きい、といった点には十分に留意する必要がある。

【主要指標】

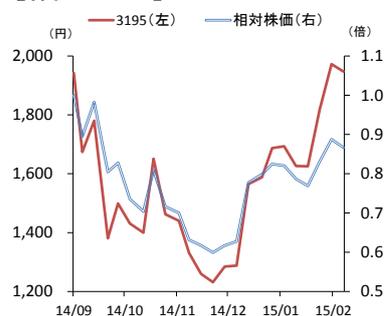
	2015/3/6
株価(円)	1,947
発行済株式数(株)	1,705,010
時価総額(百万円)	3,320

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	50.3	101.9	34.3
PBR(倍)	5.5	5.2	4.5
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(%)	-1.3	51.2	—
対TOPIX(%)	-2.4	38.1	—

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2014/9/26

【3195 ジェネレーションパス 業種:小売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/12	2,835	—	52	—	55	—	32	—	29.1	112.2	0.0
2013/12	3,670	29.4	78	50.5	83	50.3	52	62.5	37.6	166.4	0.0
2014/12	4,413	20.3	93	19.7	93	12.1	57	11.3	38.7	352.7	0.0
2015/10 CE	4,150	—	53	—	54	—	35	—	20.5	-	0.0
2015/10 E	4,087	—	49	—	50	—	32	—	19.1	371.8	0.0
2016/10 E	6,226	—	149	—	151	—	96	—	56.7	447.8	0.0
2017/10 E	7,020	12.8	196	31.5	198	31.1	126	31.3	74.3	522.1	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、12/12期より連結決算に移行。14年9月24日に216,000株の第三者割当増資を実施、決算期変更のため15/10期は10カ月変則決算

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆本質はウェブでのマーケティング支援を行うサービス企業

ジェネレーションパス(以下、同社)は、ネット通販サイトの「リコメン堂」を運営する、小売業に属する企業である。これだけであれば、多くあるEコマースサイトの会社の1つということになる。

しかし、同社の付加価値の本質は、良い製品・商品を持っているが、それらをウェブ経由でどのように販売すれば良いかが分からない事業者に対して、ウェブでの販売促進及びマーケティングを支援するところにある。商品を介在してつくり手(メーカー)とつかい手(消費者及び購入者)がいるというように単純化して考えた場合、つくり手の方に寄り添うのが同社のスタンスである。

◆リコメン堂はテスト販売の場という位置づけ

たとえば、中小の家具メーカーがウェブで家具を販売したいと考えたとする。その時、どのEコマースサイトを使うとよいか、どのような値づけをしたらよいか、どのような見せ方をすればよいかなど検討すべきことが多岐にわたる上に、それが適正かどうか分からないケースが多い。

同社は、そのような事業者に対し、リコメン堂での商品販売と販売データの蓄積及び分析を通じて、キーワード、商品画像、価格などの適正化を図り、ウェブでの販売を増やしていく。同社ではこの一連の流れをEPO(EC Platform Optimization)と呼んでおり、このプロセスにおいては、リコメン堂は「テスト販売の場」という位置づけとなる。

◆当面はEC事業≒リコメン堂

同社の事業は、14年9月の上場時点では、ECマーケティング事業の単一セグメントとなっている(その他事業も存在するが重要性が乏しいため開示がない)。

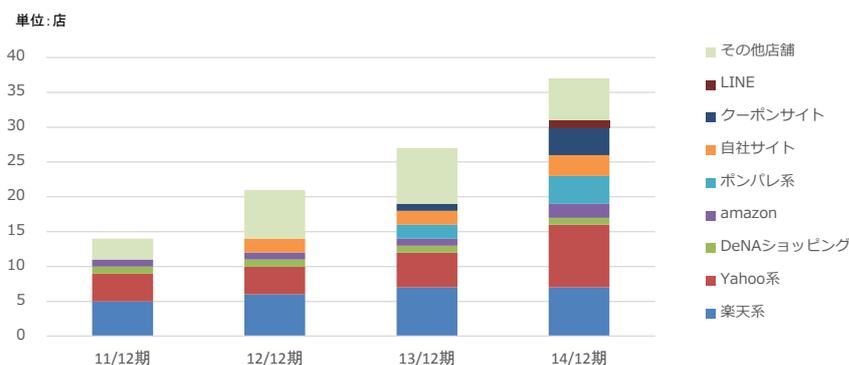
ECマーケティング事業は、さらにEC事業(=リコメン堂等の運営)とECサポート事業に分けられる。ECサポート事業は今後成長を目指す分野であり、現時点ではほとんど売上が立っていない。従って、業績の観点では当面は、「同社の事業≒EC事業≒リコメン堂等のネット通販サイトの運営」となる。

◆大手ECモールを中心に37店を出店

同社は、リコメン堂(以下、リコメン堂と記載する場合は、特に言及がない場合、同社が運営するネット通販サイト全体のことを指す)という名称のショップを中心に、自社サイトのほか、楽天やYahoo!ショッピング、amazon等の大手ECモールに出店をしており、14/12期

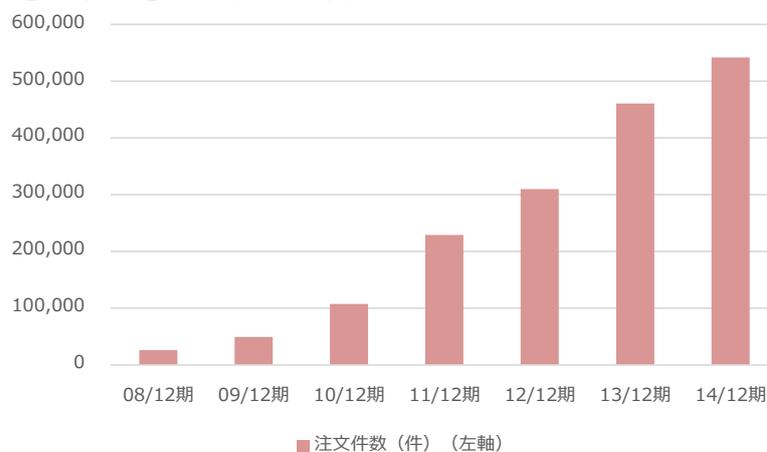
末時点での出店数は 37 店（前期末比 10 店増）である（図表 1）。それに伴い、14/12 期の年間ページビュー（PV）は 6,844 万 PV（前期比 20.9%増）、年間注文件数は 541,641 件（同 17.7%増）と拡大している（図表 2）。

【 図表 1 】 出店数の推移



(出所) ジェネレーションパス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 2 】 注文件数の推移



(出所) ジェネレーションパス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 現在の収益源はリコメン堂の運営

同社の付加価値の本質は、パートナー企業に対して、ウェブでの販売促進及びマーケティングを支援するところにある。しかし、現時点では、テスト販売の場として位置づけられているリコメン堂の運営からの収益が同社の収益源となっている。

◆ **出品時はパートナー企業には費用はかからない**

同社のパートナー企業とは、ネットで物を売りたい事業者、すなわち商品出品者であり、同社にとっては商品の仕入先となる。このパートナー企業がリコメン堂に出品する時点では、一切の費用はかからない。実際に売れた時に、同社にとっての成功報酬としての手数料が発生する形となる（料率は商材によって異なり一律ではない）。

◆ **仕入れはドロップシッピング方式が中心**

商材の仕入れは、ドロップシッピング方式（以下、DS方式）が中心である。DS方式とは、リコメン堂に出品された商品に注文が入ってから、パートナー企業から商品を直送するやり方である。インテリア及び家具などの大型商材の場合は、直送の方がトータルの運送コストが抑えられるなどのメリットがある。

一方、DS方式では、同社には在庫リスクはない分、売上総利益率は低くなる。そのため、販売の機会ロスをなくすことと、同社の売上総利益率を高めることを目的に、一部の売れ筋商品については、同社が在庫リスクをとって自社在庫とする商材も増えてきている。現在は、商材のジャンルの多様化により家具以外の小型商品が増えてきたこともあって、金額ベースで50%近くが自社在庫になっている模様である。

DS方式では、商品が物理的に同社を経由しなくても、会計上は原価として仕入れが発生する。売値と仕入れ値の差である粗利益を、同社では成功報酬と位置づけている。

自社システムによるビッグデータ分析が強み。

◆ **自社システムによる EPO が得意分野**

パートナー企業の商材がリコメン堂で出品され、一定期間の販売データが蓄積されると、同社が独自に収集しているビッグデータとともに活用して、ウェブでの販売方法の適正化が図られる。特に、どのECモールを使ったらよいかというEPO（EC Platform Optimization）の部分が同社の得意分野である（図表3）。

同社は、マーケティングの基礎となるビッグデータを、自社サイトのリコメン堂のほか、楽天、Yahoo!ショッピング、Amazon等のECモールやインターネット全体から収集及び分析している。この収集及び分析の部分は自社開発のシステム（MIS = Marketing Information System）で行われており、このシステムの存在こそが、同社の競争力の源泉となっている。

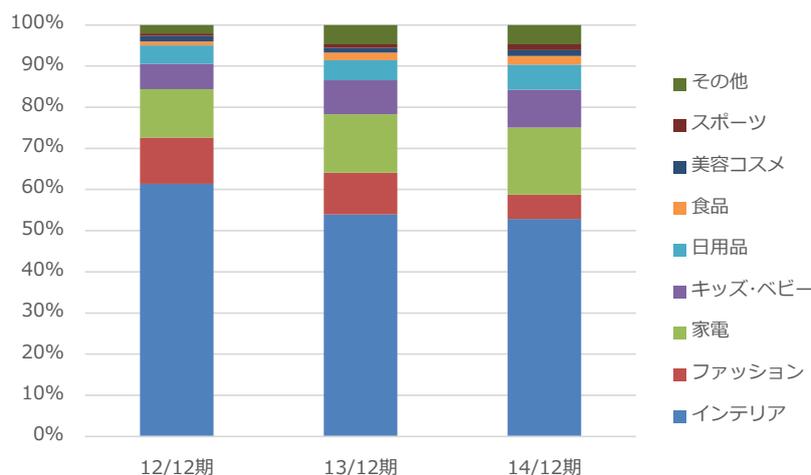
【 図表 3 】 EPO の概念



◆ 商品ジャンルにこだわらないのも特徴

同社の手法は商品ジャンルに特化したものではなく、汎用性がある点も大きな特徴である。同社がEC事業に参入した経緯から、インテリアの構成比が大きいが、現在では、取り扱う商品のジャンルは、家電、キッズ・ベビー用品、日用品、ファッションと多岐にわたる(図表4)。

【 図表 4 】 商品ジャンル構成比



(出所) ジェネレーションパス決算説明会資料

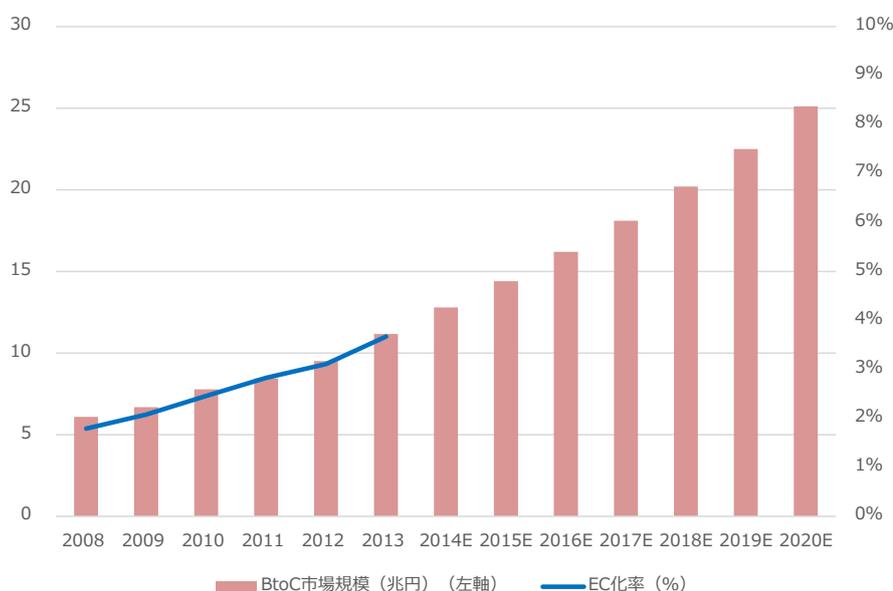
> 業界環境と競合

◆ EC化率を考えるとEコマース市場はまだまだ成長する

経済産業省の「電子商取引に関する市場調査」によれば、13年のB to C(消費者向け)のEC市場の規模は11兆1,660億円でEC比率は3.67%、過去5年間の成長率は年率12.9%となっており、伸びはここ数年加速傾向にあり、スマートフォンの普及が追い風になっているものと考えられる。

また野村総合研究所の予測によると、20年にはB to C市場は25兆円にまでなり、年平均で12.3%成長の二桁成長が見込まれている(図表5)。

【図表5】B to C(消費者向け)のEC市場規模の推移



(注) 2014年以降は野村総合研究所予測
 (出所) 「平成25年度電子商取引に関する市場調査報告書」(経済産業省)、「ITナビゲーター2015年版」(野村総合研究所)

◆ 競合

同社のビジネスモデルの特徴を表す要素は以下の4点と言えるが、これらすべての要素を兼ね備える企業は見当たらない。

- (1) 複数の商材ジャンルにわたって、
- (2) 実際に売場を持ち、
- (3) 自社開発のシステムでビッグデータを利活用し、
- (4) ウェブでの販売促進・マーケティングを支援する

(1)と(2)を合わせた事業者としては、楽天(4755 東証一部)、ヤフー(4689 東証一部)、amazonなどの大手ECモールが挙げられるが、同社はこれらECモールすべてに出店しており、ECモールにとって同社は競合先というよりは、顧客となる。

(2)と(3)を合わせた事業者としては、ZOZOタウンを展開するスタートトゥデイ(3092 東証一部)が挙げられる。ただし、スタートトゥデイの場合は、アパレルという単独の商材ジャンルで、会員囲い込みが戦略の基本となっており、会員囲い込みにこだわらない同社とは発想が異なる。

(2)と(3)を合わせた事業者としては、個人向け日用品通販である「LOHACO」を展開しているオフィス通販大手のアスクル(2678 東証一部)も挙げられる。アスクルは14年2月に、「LOHACO ECマーケティングラボ」を設立し、「LOHACO」のデータを分析し、日用品メーカーの商品開発に活かすサービスを立ち上げており、上の(4)の領域に進みつつある。

(1)と(3)と(4)を合わせた事業者としては、パイブドピッツ(3831 東証一部)やブレインパッド(3655 東証一部)が挙げられる。両社とも、顧客自身が持つデータを使うという点が同社とは異なるが、ビッグデータを処理・分析して顧客のマーケティングのために活用するサービスを展開する点では類似する。

> 沿革と経営理念

◆ 創業事業は個人の思い出写真のアーカイブサービス業

代表取締役の岡本洋明氏は、日本信販株式会社で通販事業を立ち上げる等の経験を積んだ後、営業支援システムとコンサルティングを行うソフトブレイン株式会社の取締役として、経営と営業を統括していた。その後、02年に独立し、個人の思い出の写真等のアーカイブ化を事業とする会社を設立した。アーカイブ化を通じて、「世代を超えて個人の中の思い出の橋渡しをする」という想いを込め、社名はジェネレーションパスとなった。

◆ ある家具下請メーカーからの依頼が契機

思い出写真のアーカイブ化の事業での顧客(家具下請メーカー)から、インターネットでの家具販売について手伝うように依頼されたことが、同社の方向を大きく変えるきっかけとなった。この試行錯誤の過程で、商品の単品販売の限界に気づき、周辺商材を集めていくことによる拡販という方法で成功をおさめた。これが同社のシステムの源流となった。

◆ EC 市場への参入

この成功体験をもとに、メーカーに対する EC でのマーケティング支援を行うべく、07 年に「リコメン堂」の運営を開始した。同年に Yahoo! ショッピング、DeNA ショッピングへ、翌 08 年には楽天に出店し、EC 市場へ本格的に参入した。

その後、「リコメン堂」は、09 年の独自のマーケティング技術の導入、10 年のシステム化によるオペレーション省力化、11 年のモール内多店舗化とカスタマーサポート自社内設置、13 年のマーケティング情報分析システムの開発等、着実にシステム化、マーケティング機能の強化を進めてきている。

なお、この過程で、12 年にトリプルダブルを完全子会社化した。トリプルダブルはシステム構築を行う企業であり、システムの自社開発力の強化に大きな役割を果たしている。そのため、現在 4 名の取締役のうち 2 名が、トリプルダブルの出身者である。

◆ 経営理念

「優良な商材を創るヒトの大切な思いを、消費者へ伝える橋渡し役として社会に貢献する」というのが企業理念である。パートナー企業の商品を、同社が持つマーケティングデータの収集と分析力を通じて最適な消費者に届けることをコアビジネスとし、その結果として、より豊かで、より便利な生活の橋渡し役を担う企業となることを志向している。

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は 09/12 期以降の分が開示されている。14/12 期までの 5 期間は連続増収で、売上高は年平均 42.2% 成長で拡大してきた（途中 12/12 期以降は連結となっているが連単の差が軽微のため、09/12 期と 14/12 期の単体の売上から算出）。同社の売上は、リコメン堂の流通額とほぼ合致する。

同時期の楽天の国内流通総額の年平均が 17.5% 成長であることと比べると、B to C 市場全体よりもはるかに高い成長を遂げてきたと言える。

同社の売上の動向を見る上での KPI（主要指標）は、以下の 3 つと考える。

- (1) 取扱商品数
- (2) パートナー企業数
- (3) 店舗数

これらの KPI の推移は図表 6 の通りである。1 パートナー企業あたり、1 店あたり、1 商品あたりの売上がそれぞれ低下していることは、商材単価が低下していることを示している。ジャンルの多様化によって家具及びインテリアといった高単価ジャンルの売上の割合が低下しているためと推察される。一方、1 パートナー企業あたり、1 店あたりの商品数がそれぞれ増加していることは、取扱商品数の増加が売上成長の主要ドライバーになっていることを示唆している。

【 図表 6 】 同社業績の主要指標

	11/12期	12/12期	13/12期	14/12期
売上（単体）（百万円）	2,187	2,835	3,592	4,374
パートナー企業数（社）	136	188	260	351
出店数（店）	14	21	27	37
取扱商品数（四半期平均）（点）	213,346	356,295	542,389	781,870
売上÷パートナー企業数期中平均（百万円）	-	18	16	14
売上÷出店数期中平均（百万円）	-	162	150	137
売上÷取扱商品数（百万円）	-	7,958	6,624	5,594
取扱商品数÷パートナー企業数期中平均（点）	-	2,199	2,421	2,559
取扱商品数÷出店数期中平均（点）	-	20,360	22,600	24,433

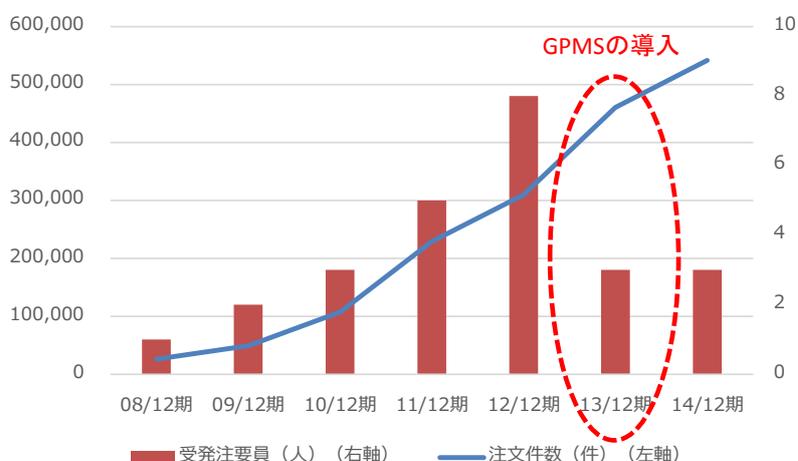
（注）取扱商品数は各四半期アイテム数から年換算の平均を算出したもの、12/12 期より連結決算となったが、連単の差が大きくないため、トレンドをみるため売上は単体を表示

（出所）ジェネレーションパスの会社資料より証券リサーチセンター作成

増収を続けた 09/12 期～14/12 期の 5 期の間、12/12 期のみ経常減益となっている。これは、注文件数の増加に対応するために受発注のための人員を増加せざるをえず、人件費がかさんだ結果である。

この反省を踏まえ、翌 13/12 期には GPMS (GENEPA Management System) というローコストオペレーションシステムを自社開発し投入した。その結果、図表 7 の通り、少人数でも注文件数の増加に対応することが可能となり、増益基調を回復することとなった (図表 7)。

【 図表 7 】 注文件数と受発注要員の推移



(出所) ジェネレーションパスの会社資料、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

◆ 14 年 12 月期は最高売上達成も当初計画比で売上・利益とも未達

東証マザーズ上場後初の決算であった 14/12 期は、売上が前年比 20.3%増の 4,413 百万円、営業利益は同 19.7%の 93 百万円であり、売上・利益ともに過去最高での着地となった。

ただし、14 年 9 月の新規上場時に発表していた会社計画に対しては、売上は 4.2%、営業利益は 31.8% 下回った。計画に未達となった主な要因は、急激な円安により商材を提供できなくなったパートナー企業 (仕入先) からの出荷キャンセルによる売上減、円安による仕入価額の上昇や送料の大幅値上げの 2 点である。

14/12 期の売上総利益率は 28.8%で、13/12 期 28.2%に対し 0.6%ポイント上昇した。売れ筋商品の在庫保有によるところが大きいのが大きいのが、一部商品においてパートナー企業との協同開発が進んだことも貢献している模様である。

販売費及び一般管理費の対売上高比率は 26.6%で、13/12 期の 26.1% に対し 0.5%ポイント上昇した。システム化推進による人件費上昇の抑制や販売促進費の抑制があったものの、送料値上げによる運賃及び荷造費の増加、スマートフォン比率の上昇によるロイヤリティ支払いの増加をカバーしきれなかった格好である。

これらの結果、営業利益率は 2.1%となり、前期比横ばいとなった。

◆ 営業キャッシュフローの赤字が続く

営業キャッシュフローは、13/12 期が 144 百万円の赤字、14/12 期が 172 百万円の赤字と 2 期連続の赤字となっている。

図表 8 の運転資本分析で見ると、在庫回転日数が 13/12 期の 9.3 日から 14/12 期の 19.5 日まで 10.2 日長くなっており、収益性の低さに加え、在庫の積み上がり営業キャッシュフローの赤字の主要因と考えられる。自社在庫の割合が高まっていることに加え、2 月の春節向け商戦に備えて 12 月から在庫を確保していることが背景にあるが、今後の運転資本回転日数には留意をしておきたい。

【 図表 8 】 運転資本分析

		12/12期	13/12期	14/12期
売上高	百万円	2,835	3,670	4,413
当期純利益	百万円	32	52	57
営業キャッシュフロー	百万円	37	-144	-171
売掛金 (売上債権)	百万円	429	516	635
在庫	百万円	41	144	326
買掛金 (仕入債務)	百万円	209	211	274
売上債権回転数	回	-	7.8	7.7
在庫回転数	回	-	39.3	18.7
仕入債務回転数	回	-	17.4	18.2
売上債権回転日数	日	-	47.1	47.7
在庫回転日数	日	-	9.3	19.5
仕入債務回転日数	日	-	20.9	20.1
運転資本回転日数 (Cash to Cash Cycle Time)	日	-	35.4	47.0

(出所) ジェネレーションパス有価証券届出書及び決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

◆ 東証マザーズ上場による資金調達で自己資本増強

14 年 9 月の東証マザーズ上場により、約 3 億円の資本調達が行われた結果、同社の自己資本比率は、13/12 期末の 30.9%に対して 14/12 期末は 52.8%にまで上昇した。また、13/12 期末にあった 1 億円の有利子負債は 14/12 期末は 0 になっている。

▶ 同業他社との比較

◆ 全くの同業と言える競合上場企業は見当たらない

前述の通り、同社には全くの同業と言える上場企業はないが、同社の特徴に一部重なる企業4社を類似企業として選定し、比較した(図表9)。

実際に売場を持ち、ビッグデータを利活用するという2点に着目してスタートトゥデイ(3092 東証一部)、アスクル(2678 東証一部)を、複数の商材ジャンルにわたり、自社開発のシステムでビッグデータを利活用し、ウェブでの販売促進及びマーケティングを支援するという3点に着目して、パイプドピッツ(3831 東証一部)とブレインパッド(3655 東証一部)を取り上げてみた。

【図表9】類似企業との財務諸表比較

項目	銘柄	コード	ジェネレーション	スタート	アスクル	パイプドピッツ	ブレインパッド
			パス	トゥデイ			
		直近決算期	3195	3092	2678	3831	3655
			14/12期	14/3期	14/5期	14/2期	14/6期
規模	売上高	百万円	4,413	38,580	253,408	2,517	2,541
	経常利益	百万円	93	12,429	4,449	565	153
	総資産	百万円	1,139	33,188	119,976	2,643	1,837
収益性	自己資本利益率		13.8%	50.0%	3.8%	18.1%	5.9%
	総資産経常利益率		9.8%	43.6%	3.9%	23.4%	9.4%
	売上高営業利益率		2.1%	32.1%	1.7%	22.4%	7.1%
成長性	売上高(3年平均成長率)		26.4%	17.5%	8.7%	23.8%	23.6%
	経常利益(同上)		13.1%	28.4%	-5.5%	32.1%	-5.9%
	総資産(同上)		40.6%	26.9%	18.5%	23.8%	30.9%
安全性	自己資本比率		52.8%	56.6%	48.0%	77.8%	62.8%
	流動比率		199.1%	212.2%	150.1%	370.3%	198.4%
	固定長期適合率		12.0%	31.0%	60.2%	23.6%	62.3%

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出
 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)
 (出所) 各社有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

事業規模が小さいことも影響していると思われるが、この中では、同社の売上と総資産の成長性は最も高い。

一方で収益性は決して高くはない。仕入が発生するビジネスモデルのためだと考えられるが、特に売上高営業利益率はアスクル以外の他社と比較すると非常に低い。ビジネスモデルのあり方も含め、収益性の上昇が今後の課題となろう。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ EC マーケティング企業である事業モデルが知的資本の源泉

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 10 に示した。同社の知的資本の源泉は、自らを EC 企業ではなく、EC マーケティング企業であるというポジショニングを明確にしている事業モデルにある。これはひとえに、岡本社長をはじめとする経営陣の人的資本によるものである。

その結果、競争力の源泉が販売データにあることが強く認識されている。テスト販売の場で、かつ販売データを得るための「リコメン堂」、マーケティング情報分析のための「MIS」やローコストオペレーションのための「GPMS」といった自社開発システム、在庫管理のための倉庫拠点、販売促進を目的とした商品撮影のためのスタジオ等、実際に商品が販売されるまでのプロセスの随所に価値創造の工夫が施されている。

【 図表 10 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・パートナー企業 (商材提供企業)	・パートナー企業数	351社
			・取扱商品数	945,394点
	ブランド	・購入者	・注文件数	541,641件
			・エンドユーザー数	非開示
	ネットワーク	・自社コマースサイト「リコメン堂」	・月間ユニークユーザー(UU)数	400万UU (2014年7月)
			・出店数	37店
・大手ECモール		・PV数	68百万PV	
		・国内分散倉庫によるリスクマネジメント	・大手ECモール5社への出店数	23店
・共同開発商品	・売上高ロイヤリティ比率	3.4%		
組織資本	プロセス	・商品企画関連事業の売上	15/12期以降	
		・マーケティング情報分析システム「MIS」	・キャンセル率	7.37% (2014年12月単月)
		・ローコストオペレーションシステム「GPMS」	・売上高人件費率	3.9%
	知的財産 ノウハウ	・商品画像の自社提供 (2014年2月に開始)	・受発注要員数	3名 (2013年12月)
		・EPO (EC Platform Optimization) の概念	・再撮商品の売上	2014年2月比で1.5倍
		・マーケティング情報分析システム「MIS」	・システム開発元	自社開発
人的資本	経営陣	・販売データ	・取扱商品数	945,394アイテム
		・社長を筆頭とした自社の事業ポジションに対する深い認識 ・ECおよびシステムに長けた経営陣	・特になし	特になし
			・インセンティブ	・社長 (親族含む) の持株数
	従業員	・ベンチャーゆえの若い平均年齢	・役員 (社長以外) の持株数	325,000株 (19.1%) 社長保有株の有償譲渡で最大10,200株増加する可能性あり
			・従業員数	36名 (IPO時 = 2014年9月)
		・インセンティブ	・平均年齢	30.2歳 (IPO時)
		・ストックオプション対象株式数	15,900株 (0.93%)	

(注) KPI の数値は記載がない場合は 14/12 期末のもの

(出所) ジェネレーションパス有価証券届出書および決算説明会資料、ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態は小売業に属するがウェブ上でのサービスということもあり、IR 資料等の中で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「優良な商材を創るヒトの大切な思いを、消費者へ伝える橋渡し役」となることを経営理念に掲げ、その立ち位置で社会に貢献する方針をとっている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は4名(社外取締役は0名)で構成されている。

一方、監査役会は3名で構成され、常勤監査役1名、非常勤の社外監査役2名で構成されている。社外監査役の次廣秀成氏は金融業界出身で現在は独立系コンサルティング会社の社長、内山和久氏は公認会計士である。

14/12 期末の株主の上位は、役員とその家族で占められている。代表取締役社長の岡本洋明氏が34.6%、取締役の3名合計で19.1%、岡本氏の親族4名合計で13.5%となっている。株主上位には取引先と思われる2社が名を連ねるが、ベンチャーキャピタルは入っていない。

4. 経営戦略

> 対処すべき課題

◆ ドロップシッピング方式による制約

ドロップシッピング方式は、同社にとって在庫リスクがない点がメリットであるが、通常仕入の場合よりも売上総利益率が低いことと、機会ロスが発生することがデメリットである。

デメリットを改善するために、同社では、売れ筋商品の自社在庫化、パートナー企業とのシステム結合による在庫情報の共有等を図っている。また、配送コストの最適化のために、ハマキョウレックス(9037 東証一部)との提携倉庫を含め、全国 7 カ所に倉庫機能を構築している。

◆ 脱・既存大手 EC モール

同社の収益は、大手 EC モールに出店した店舗からのものが大半を占めている。EC モールへ支払う手数料を考えると、自社サイト経由の販売より価格競争力はどうしても弱くなる。また、14/12 期においては、スマートフォン経由での販売の増加に伴い、手数料率の差によって同じ商品を販売しても利益率が下がるという問題も生じている。こうした点は同社も強く認識しており、EC モールへの料率交渉を継続するほか、自社サイトへのシフトを図っている。

◆ 小売業態からの脱却

同社は、商品の販売によって売上と仕入が発生する現在の小売業態から脱却し、データの収集及び分析と、それらのデータを活用することによって生じる手数料をベースとしたビジネスを志向している。そのためには、現在のリコメン堂における販売契約の見直しを進めるのと同時に、リコメン堂での商品販売以外のビジネスモデルの追加を構築している。

> 今後の事業戦略

◆ リコメン堂での更なる拡販

リコメン堂での拡販を継続する方針は変わらない。同社が特に注力しているのが、商品ジャンルの多様化である。商品ジャンルの多様化は、店舗数とパートナー企業の増加につながり、それに伴い販売データが蓄積されるという好循環を生むことになる。最近ではスポーツの割合が上昇して 1 つのジャンルとして確立してきたが、そのようなジャンルが今後どれだけ積み上げられるかが重要となる。

◆ 蓄積したデータのマネタイズ（収益化）

リコメン堂はあくまでテスト販売の場であり、販売を通じて得られたデータそのものが付加価値の源泉である。90 万点近い商材を扱うま

でになったことで、その価値はますます増しており、同社もこれらのデータをマネタイズすることを強く意識している。

具体的には、以下の2つの事業を新たな収益源とする方針である。

1. 14/12期からのECサポート事業
2. 15/12期からの商品企画関連事業

◆ ECサポート事業で手数料収入ベースのビジネスを模索

14/12期より、ECマーケティング事業のセグメントの中に、ECサポート事業が新設された。ECサポート事業では、リコメン堂での商品販売から得られたビッグデータをもとに、同社のEPO、MIS、GPMS等の自社開発システムで最適化された販売手法を作成する。こうして得られたマーケティング情報そのものが同社の商品となり、他のEC事業者へ提供され、手数料収入を得ることが想定されている。手数料収入であるため、主力のEC事業に比べればどうしても売上規模は小さく目立ちにくいですが、利益貢献は大きいと考えられる。

◆ 新規の商品企画で進めるのはパートナー企業との協同商品開発

15/12期からの新規事業として、商品企画関連事業を推進する。パートナー企業との協同商品開発が中心となる。具体的な開示はないが、決算説明会資料を見る限り、家電系メーカーとの協業が進行しているものと推察される。

また、協同商品開発とあわせ、海外工場との直接提携による生産管理体制の構築を進めている。こちらはカンボジアにて縫製関連商品、ベトナムにて家具関連商品の体制を構築していることから、同社の主要カテゴリーにおいて、協同商品開発の話が同時並行で進んでいる可能性もある。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 11 のようにまとめられる。

【 図表 11 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手 EC モールへの出店実績 ・パートナー企業との連携 ・自社開発のマーケティング情報分析システム ・(受発注量が増えても人員が増えない) 自社開発のローコスト受発注システム ・EPO (EC Platform Optimization) などの独自概念の確立 ・ウェブ販売に関するノウハウの蓄積
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・低い収益性 ・営業キャッシュフローの赤字 または運転資本回転日数の長期化 ・為替が大きく変動する際の対応 ・特定人物への依存度が高い事業運営
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・E コマース市場の拡大 (特に EC 化率の上昇) ・ビッグデータの活用に対するニーズの拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・類似サービス出現の可能性 ・EC サイト自体は参入障壁が低く競争が激化する可能性 (特に過当な価格競争) ・EC サイトでの販売におけるトラブルの発生と評判リスク ・パートナー企業との関係の悪化

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ マーケティング分析の価値を認識している点を評価

同社の経営戦略の中で最も評価される点は、リコメン堂から得られる販売データとウェブ上のビッグデータを得られるマーケティング分析の価値を、同社自身が十分に認識している点である。それを支えるのが自社開発の一連のシステムであり、また、その分析を実際の拡販につなげるためのツール（倉庫機能や自社撮影スタジオ等）を揃えていくことによって、商品のつくり手に向けてマーケティング支援を行うというスタンスを明確にしている。

とは言え、外部からは同社の付加価値の本質が十分に理解されているとは言い難い。それは、現在の収益がリコメン堂での商品の販売による収益でほぼ説明がつくためである。上場時の業種が「小売」に分類されていることも、その状況に拍車をかけているように見受けられる。

同社もその点に対応する形で、リコメン堂での商品販売以外の収益源の構築に動き出している。それが、EC サポート事業での手数料収入ベースのビジネスの模索であり、商品企画関連事業でのパートナー企業との協同商品開発である。

財務的な観点に目を移すと、現在の同社の課題は、収益性が低いことと、営業キャッシュフローの赤字が続いていることにあると考える。仕入を伴うがゆえにリコメン堂での販売が低収益性のビジネスになること、また、自社在庫を増やすというリスクを取っている局面にあることが要因と考えられる。その点を踏まえると、今後の方針は、売上の増加で低収益性をカバーするのか、それとも、売上の伸びはある程度緩やかにしても高収益性のビジネスに転換していくのかの 2 つに大別されるが、おそらく、同社の考え方は後者であろう。

現在はマーケティング支援に対する手数料を主な収益とする企業になれるかどうかの過渡期にあると言える。その過程において、同社の成長(特に売上成長)がいったんゆるくなるように見える可能性がある点には留意すべきである。この場合、売上成長と利益成長の関係が従来通りなのか、そうでないのか、また、同社のマーケティング支援の影響を受けた流通総額(売上とは限らない)がどのように推移していくかで、進捗状況を垣間見ることができるのではないかと考える。

> 業績予想

◆ 決算期変更

同社はこれまで 12 月決算であったが、15 年より 10 月決算に変更する予定である(ただし、15 年 3 月 27 日開催予定の定時株主総会で承認されることが条件)。

決算期変更の理由について、同社からは、パートナー企業の急増と相まって、繁忙期の 12 月末に数値を確定することでパートナー企業に過度の負担を強いており、そうした状況を改善するため、という説明がなされている。

◆ 決算期変更前の 15 年 12 月期会社計画は二桁増収増益

同社の 15/12 期の会社計画は、売上高 5,365 百万円(前期比 21.6%増)、営業利益 103 百万円(同 10.8%増)、経常利益 105 百万円(同 12.9%増)、当期純利益 67 百万円(同 17.5%増)であり、二桁増収増益を続ける内容となっている。なお、決算期変更となった場合の 15/10 期(10 ヶ月決算)の会社計画は、売上高 4,150 百万円、営業利益 53 百万円、経常利益 54 百万円、当期純利益 35 百万円である。

【 図表 12 】 ジェネレーションパスの 15 年度業績計画 (単位：百万円)

	13/12	14/12	15/12	15/10	
	実績	実績	会社計画	前年比	会社計画 10カ月変則
売上高	3,670	4,413	5,365	21.6%	4,150
ECマーケティング事業	3,638	4,395	4,621	5.1%	3,549
商品企画関連事業	—	—	727	—	576
その他事業	31	18	16	-11.1%	25
売上総利益	1,035	1,269	1,474	16.2%	1,124
売上総利益率	28.2%	28.8%	27.5%	—	27.1%
営業利益	78	93	103	10.8%	53
営業利益率	2.1%	2.1%	1.9%	—	1.3%
ECマーケティング事業	—	84	83	-1.2%	38
商品企画関連事業	—	—	12	—	7
その他事業	—	9	8	-11.1%	8
経常利益	83	93	105	12.9%	54
経常利益率	2.3%	2.1%	2.0%	—	1.3%
当期純利益	52	57	67	17.5%	35

(出所) 有価証券届出書、ジェネレーションパスの決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

主力の EC マーケティング事業は、売上が前期比 5.1%増、営業利益が同 1.2%減となっている。一部商品企画関連事業に付け替えられた部分もあるが、EC マーケティング事業の伸びが緩やかになっているところを、15/12 期からの新規事業である商品企画関連事業の売上 727 百万円、営業利益 12 百万円でカバーする内容となっている。

EC マーケティング事業の伸びを緩やかに見ている要因は、主要取引先の取引終了と、積極的事業投資に伴う費用増の 2 点にある。

主要取引先の取引終了は、14 年 12 月 29 日のリリースにある通り、あるパートナー企業との間で取引方針の違いが発生したことが原因である。このパートナー企業からの仕入高は、13/12 期の売上原価の 24.3%を占めており、しばらくは売上を押し下げる要因となる。実際、15 年 1 月の月次売上は前年同期比 15.5%減となっている。同社によると、この取引先の分を除くと、月次売上は同 15%増程度の伸びとなっているとのことである。

積極的な事業投資とは、自社撮影スタジオの強化、ロジスティクスの強化、システムの強化である。

新規事業である商品企画関連事業に関しては、パートナー企業との協同商品開発に向け、商品企画部を新設するというリリースが出されている。このために、人件費を中心に 55 百万円の費用をかけることも公表している。ただし、開発された商品は、当初はリコメン堂で販売されるものと思われ、当面は、収益モデルとしては従来と変わらないものと推察される。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 15/12 期業績を、売上高 5,297 百万円（前期比 20.0%増）、営業利益 101 百万円（同 7.1%増）、経常利益 103 百万円（同 9.3%増）、当期純利益 65 百万円（同 13.0%増）と予想した。また、決算期変更となった場合の 15/10 期（10 カ月決算）の業績は、売上高 4,087 百万円、営業利益 49 百万円、経常利益 50 百万円、当期利益 33 百万円と予想した。いずれも、会社計画を若干ながら下回る水準での予想となった。

当センターでは、業績予想を作成する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高については、パートナー企業数が 420 社程度になるものと予想した（14/12 期末は 351 社）。特に営業活動をしなくてもパートナー企業が増える状況が続く一方、商品ジャンルの多様化により、現在の売上の半分程度を占める家具・インテリアよりは商品単価が低くなる状況を想定している。
- (2) 売上総利益率や売上販売管理費率は、会社計画に近い水準で推移するものと想定している。

16/10 期以降の業績は、決算期変更の影響もあってどうしても読みづらいが、17/10 期の頃には、EC 市場全体の成長と同程度の売上成長、その中で利益成長の度合いの方が高くなるという状況を想定している。売上成長を EC 市場並みに据えたのには、ビジネスモデルが変わる過渡期に差し掛かり、そのためにいったん売上成長が緩くなる可能性があることを織り込む意味も持たせている。一方、販管費の伸びが抑制されることによって、利益成長が高くなる状況を想定している。

【 図表 13 】 証券リサーチセンターの業績予想 (単位：百万円)

	13/12期	14/12期	15/12期CE	15/12期E	15/10期CE 10カ月変則	15/10期E 10カ月変則	16/10期E	17/10期E
損益計算書								
売上高	3,670	4,413	5,365	5,297	4,150	4,087	6,226	7,020
前期比	29.4%	20.3%	21.6%	20.0%	-	-	-	12.8%
ECマーケティング事業	3,638	4,395	4,621	4,489	3,549	3,447	5,278	5,953
商品企画関連事業	—	—	727	792	576	627	931	1,050
その他事業	31	18	16	16	25	12	16	16
売上総利益	1,035	1,269	1,474	1,456	1,124	1,107	1,730	1,965
前期比	36.5%	22.6%	16.2%	14.8%	-	-	-	13.6%
売上総利益率	28.2%	28.8%	27.5%	27.5%	27.1%	27.1%	27.8%	28.0%
販売費及び一般管理費	957	1,175	1,371	1,356	1,071	1,058	1,581	1,769
販売費及び一般管理費率	26.1%	26.6%	25.6%	25.6%	25.8%	25.9%	25.4%	25.2%
営業利益	78	93	103	100	53	49	149	196
前期比	50.5%	19.7%	10.8%	7.1%	-	-	-	31.5%
営業利益率	2.1%	2.1%	1.9%	1.9%	1.3%	1.2%	2.4%	2.8%
経常利益	83	93	105	102	54	50	151	198
前期比	50.3%	12.1%	12.9%	7.1%	-	-	-	31.1%
経常利益率	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%	1.3%	1.2%	2.4%	2.8%
当期純利益	52	57	67	65	35	32	96	126
前期比	62.6%	11.3%	17.5%	13.0%	—	—	—	31.1%
貸借対照表								
現預金・短期有価証券	68	88	—	121	—	125	177	250
受取手形および売掛金	516	635	—	815	—	708	894	913
棚卸資産	144	326	—	239	—	265	263	255
その他	32	16	—	17	—	17	17	17
流動資産	763	1,066	—	1,194	—	1,116	1,352	1,436
有形固定資産	4	3	—	4	—	4	4	4
無形固定資産	2	7	—	8	—	8	8	8
投資その他の資産	0	61	—	61	—	61	61	61
固定資産	6	72	—	73	—	73	73	73
資産合計	770	1,139	—	1,267	—	1,190	1,425	1,509
支払手形および買掛金	211	274	—	334	—	290	426	381
短期借入金	100	0	—	0	—	0	0	0
その他	219	261	—	260	—	260	260	260
流動負債	530	535	—	594	—	550	686	641
社債および長期借入金	0	0	—	0	—	0	0	0
その他	2	2	—	2	—	2	2	2
固定負債	2	2	—	2	—	2	2	2
純資産合計	237	601	—	666	—	633	763	890
(自己資本)	237	601	—	666	—	633	763	890
キャッシュフロー計算書								
税金等調整前当期純利益	83	93	—	102	—	50	151	198
減価償却費	4	2	—	2	—	2	2	2
売上債権の増減額 (△は増加)	-87	-118	—	-180	—	-73	-185	-19
棚卸資産の増減額 (△は増加)	-103	-184	—	86	—	60	2	7
仕入債務の増減額 (△は減少)	1	63	—	60	—	15	136	-44
その他	-23	8	—	0	—	0	0	0
法人税等の支払額	-19	-36	—	-37	—	-17	-54	-71
営業活動によるキャッシュフロー	-144	-171	—	34	—	37	52	72
有形固定資産の取得による支出	0	-1	—	0	—	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	0	-6	—	0	—	0	0	0
その他	0	-0	—	0	—	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	0	-8	—	0	—	0	0	0
短期借入金の増減額 (△は減少)	100	-100	—	0	—	0	0	0
長期借入金の増減額 (△は減少)	0	0	—	0	—	0	0	0
株式の発行による収入 (株式公開費用の支出を含む)	30	299	—	0	—	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	130	199	—	0	—	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (△は減少)	-13	19	—	33	—	37	52	72
現金及び現金同等物の期首残高	82	68	—	88	—	88	125	177
現金及び現金同等物の期末残高	68	88	—	121	—	125	177	250

(出所) ジェネレーションパス有価証券届出書および決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点**◆ 無配が続く状況**

同社は、株主に対する利益還元と同時に、財務体質及び競争力の強化を経営の重要課題として位置づけ、これまで内部留保の充実を優先してきた。そのため、会社設立以来、配当による利益還元を実施していない。現時点においては配当実施時期については未定としている。

◆ 決算期変更

前述の通り、これまで2015年から12月決算から10月決算へと変更となる予定である。このため、16/10期が終わるまでは前期比ベースで見たトレンドが分かりづらい状況が続くことになる。同社はIRの情報開示で工夫する意向を示しており、そちらに期待をしたい。

◆ 営業キャッシュフローの赤字

13/12期と14/12期の2期連続で営業キャッシュフローが赤字となった。収益性の低さに加え、運転資本分析のところでも触れたが、在庫の持ち方が影響をしていると思われる。意図した在庫(リスクをとる在庫の増加、または季節要因での在庫の増加)か、意図していない在庫(売れ残り等)かを見極める必要がある。今後の四半期ごとの在庫水準の推移には留意をしておきたい。

当センターでは今後の見通しとして15/10期以降の営業キャッシュフローが黒字になるものと予想はしているが、営業キャッシュフローの振れが大きい状況が続く可能性は指摘しておきたい。

◆ 業績の振れの大きさ

14年9月の上場時に発表された会社計画に対し、14/12期は大幅未達での着地となった(営業利益の達成率は68.2%)。また、前述の通り、主要パートナー企業との契約終了によって、月次売上高は前年同期比マイナスで推移している(15年1月は前年同期比15.5%減)。これらの点から、当面は同社の業績の振れが大きいものと考えられる。

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

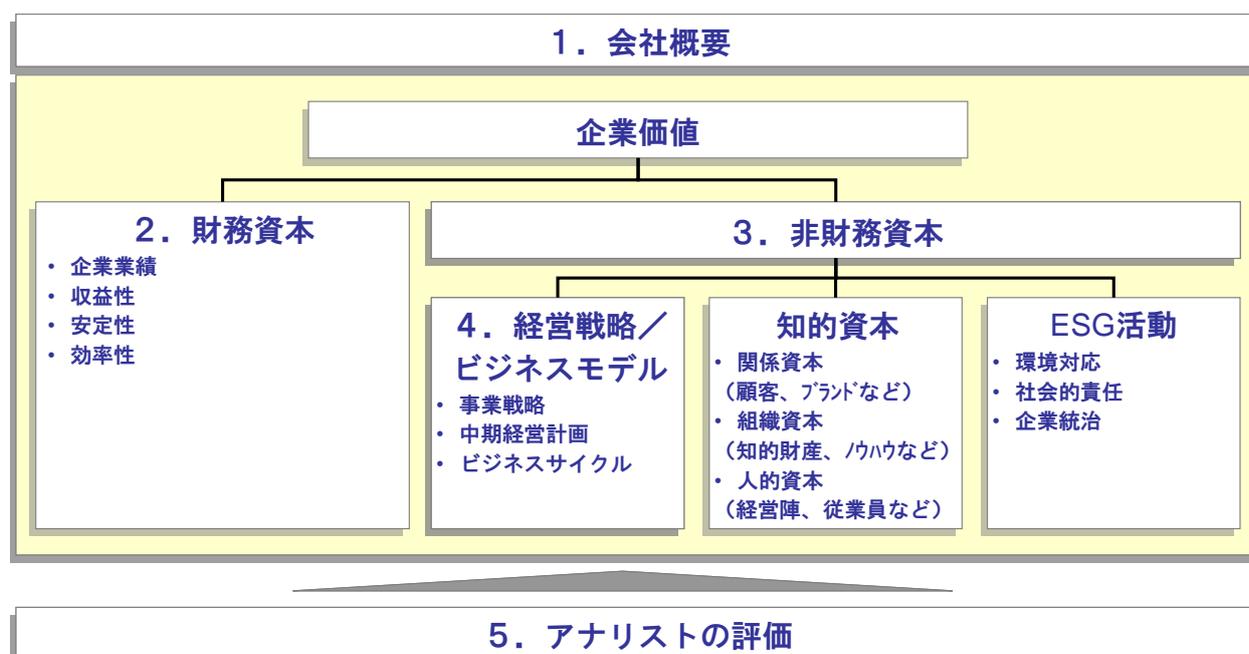
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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。
- 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。