

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

アップデート・レポート
2015年9月18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 20150918

ネット通販サイト「リコメン堂」を運営するマーケティング支援サービス企業 15年10月期上期は増収減益だが、会社計画に対しては高い進捗

◆ 会社概要

・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」を運営している。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

◆ 15年10月期上期決算は前年同期比増収減益

・15/10期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高2,586百万円(前年同期比24.3%増)、営業利益52百万円(同31.7%減)となった。期初では15/10期通期の会社計画しか公表されていなかったが、上期の利益は通期の会社計画に達する水準であった。

・ECマーケティング事業での出店店舗数の増加と、商品企画関連事業の立ち上がりが増収を牽引した。一方、円安に伴う仕入コスト上昇のほか、海外への販売体制構築および商品企画関連事業の立ち上げのためのコストがかかり、前年同期比で減益となった。

【主要指標】

	2015/9/11
株価(円)	1,596
発行済株式数(株)	2,055,010
時価総額(百万円)	3,280

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	41.3	48.8	21.2
PBR(倍)	4.5	2.2	2.0
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

◆ 15年10月期(10カ月決算)は会社計画据え置き

・15/10期通期(10カ月)について、同社は期初予想を据え置き、売上高4,150百万円、営業利益53百万円を予想している(変則決算期のため前年同期比はない)。

・証券リサーチセンターでは、上期の実績を反映する形で、15/10期の業績予想を、売上高4,336百万円(前回4,087百万円)、営業利益100百万円(同49百万円)へと増額修正した。

【株価パフォーマンス】

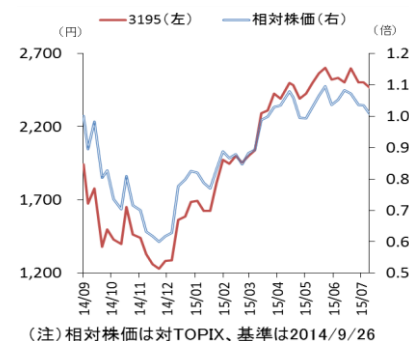
	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-14.0	-37.7	-6.0
対TOPIX(%)	-10.7	-31.3	-15.8

◆ 今後の注目点

・15年7月実施の第三者割当増資を契機に、中国の越境EC市場への展開を開始した。今後の同社の業績を大きく変える可能性を秘めるだけでなく、ニュースフロー自体が株価変動要因となりえよう。

・営業キャッシュフローの赤字が続くことには留意が必要である。低い収益性、売上成長局面のほか、自社在庫の増加が要因だが、黒字化のタイミングなど、営業キャッシュフローの動向に留意したい。

【株価チャート】



【3195 ジェネレーションパス 業種:小売業】

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)
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	-	23.1	-	0.0
2015/10 E	4,336	-	100	-	100	-	60	-	32.7	739.5	0.0
2016/10 E	6,897	-	255	-	257	-	154	-	75.2	814.7	0.0
2017/10 E	7,567	9.7	284	11.4	286	11.3	171	11.0	83.7	898.3	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のため前期比なし

決算期変更のため15/10期は10カ月変則期 そのため15/10期と16/10期の前期比はなし

2014年9月24日に216,000株の第三者割当増資を実施 2015年7月2日に350,000株の第三者割当増資を実施

15/10期のEPSの算出には期中平均株式数1,845,471株を使用 15/10期のBPSの算出には15年7月2日の増資後の株式数2,055,010株を使用
証券リサーチセンターの15/10期のEPSとBPSの算出にはこの期中平均株式数を適用 会社予想EPSは15/10上期決算短信の公表値を表示

アップデート・レポート

2/18

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

> 事業内容

◆ 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ひと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

ウェブで自社の製品を販売したいが、ウェブ販売を適正化する方法が分からない中小事業者が同社の顧客である。具体的には、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。

リコメン堂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 モールに出店している。15 年 6 月末時点での出店数は 41 店 (14/12 期末比 4 店増) である。

◆ 15 年 10 月期から 3 事業での開示

リコメン堂の運営は EC マーケティング事業に分類される。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だった。15/10 期からは商品企画関連事業が立ち上がってきた。これに従来は重要性が乏しく詳細な開示がなされていなかったその他事業も加わり、15/10 期からは 3 事業での開示となった (図表 1)。

商品企画関連事業は、同社の販売データの分析をもとに行われる事業である。具体的には、顧客 (パートナー企業) との共同商品開発や、海外工場との直接提携によるメーカーとの共同企画などが該当する。従来の EC マーケティング事業よりも利益率は高いため、同社が育成を急ぐ事業である。

【 図表 1 】セグメント別売上高

(単位：百万円)

	13/12	14/12	15/10上期	15/10会社計画	
				構成比	(10カ月) 構成比
ECマーケティング事業	3,638	4,395	2,147	83.0%	3,549 85.5%
商品企画関連事業	-	-	435	16.8%	576 13.9%
その他事業	31	18	3	0.2%	25 0.6%
合計	3,670	4,413	2,586	100.0%	4,150 100.0%

(出所) ジェネレーションパス有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ EC マーケティング事業の中心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。これまでは、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きた。

◆ 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）。

◆ 仕入はドロップシッピング方式が中心

商材の仕入は、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%近くが自社在庫である模様である。

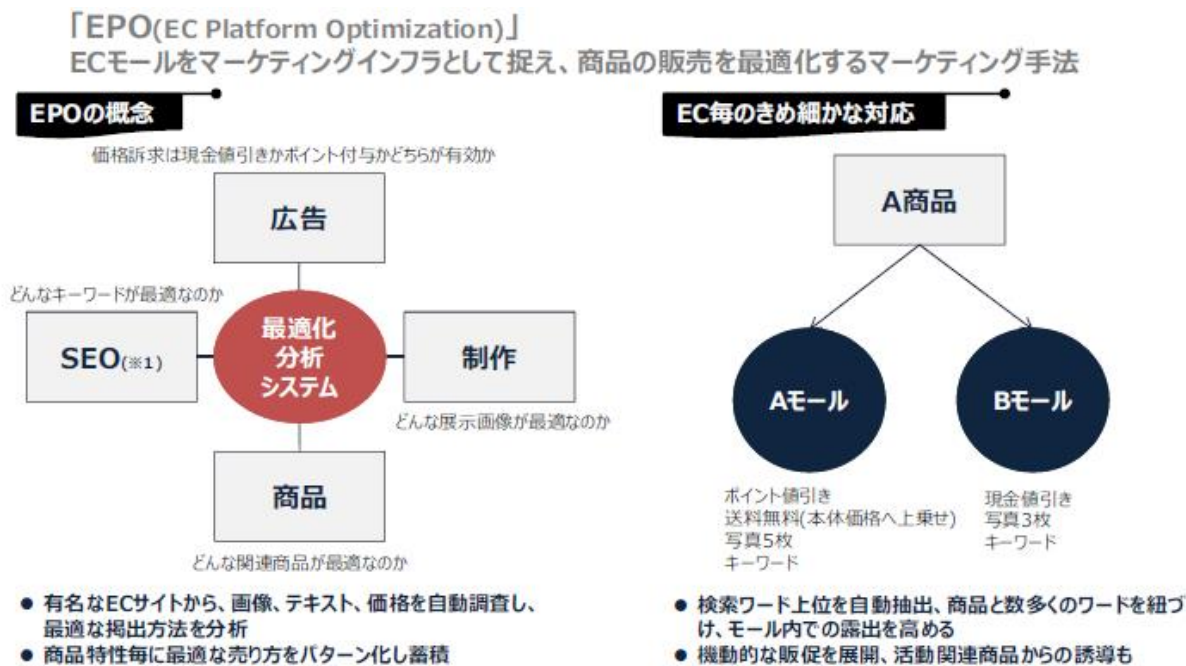
DS方式では、商品が物理的に同社を経由しなくても、会計上は原価として仕入れが発生する。売値と仕入値の差である粗利益を、同社では成功報酬と位置づけている。

◆ 自社システムによる 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 2)。

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 2 】 EPO の概念



(出所) ジェネレーションパス決算説明会資料

◆ **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のが、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。

◆ **販売データを活用する商品企画関連事業が立ち上がる**

EC マーケティング事業はリコメン堂の収益構造は、EC サイトの運営のため、仕入れたものを販売する小売業と同じである。上述の通り、同社の事業の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であり、また同社も小売業態からの脱却を強く意識している。そのため、同社に蓄積された膨大な販売データを活用する事業の展開を模索してきた。その結果 15/10 期より立ち上がったのが、商品企画関連事業であり、顧客（パートナー企業）との共同商品開発や、海外工場との直接提携によるメーカーとの共同企画などを開始している。仕入と販売を伴うものの、従来の EC マーケティング事業よりも利益率が高く、15/10 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）の段階で、商品企画関連事業の営業利益は EC 事業マーケティング事業と同程度となっている。

> **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 3 のようにまとめられる。中国市場への展開が加わったため、中国市場へのアプローチを「機会」の項目に追加した

【 図表 3 】 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"> ・国内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 ・中国市場へのアプローチ
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） ・大手ECモールの方針変更（出店ポリシーや料率など） ・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

> 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 4 に示し、KPI の数値をアップデートした。先般発表のあった中国市場への展開については、新規に項目を追加した。

【 図表 4 】 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	・パートナー企業 (商材提供企業)	・パートナー企業数 351社	429社		
		・購入者	・取扱商品数 945,394アイテム	1,157,876アイテム		
			・注文件数 541,641件 (14/12期年間)	303,591件 (15/10期上期半年)		
			・エンドユーザー数 非開示	-----		
	ブランド	・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 (14年7月) (注)	280万UU (15年7月)		
			・出店数 37店	41店		
	ネットワーク	・国内大手ECモール	・PV数 68百万PV	前年同期比18%増		
			・大手ECモール5社への出店数 23店	25店		
		・国内分散倉庫による リスクマネジメント	・売上高ロイヤリティ比率 3.4%	3.2%		
			・共同開発商品	・倉庫拠点数 7拠点	7拠点	
・中国展開			・商品企画関連事業の売上 15/12期以降	15/10期第1四半期以降売上計上		
・パートナー企業 (前回なし)			CPグループ			
組織資本	プロセス	・マーケティング情報分析システム「MIS」	・出店 (前回なし)	KJT.com		
		・ローコストオペレーションシステム「GPMs」	・キャンセル率 7.37% (14年12月単月)	6.64% (15年1~7月)		
		・商品画像の自社提供 (14年2月に開始)	・売上高人件費率 3.9%	3.6%		
		・再撮商品の売上 14年2月比で1.5倍	-----			
	知的財産ノウハウ	・EPO (EC Platform Optimization) の概念	・再撮商品の売上 14年2月比で1.5倍	月平均8,200万円 (14年比で2.5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	-----		
		・ローコストオペレーションシステム「GPMs」	・取扱商品数 945,394アイテム	1,157,876アイテム		
		・販売データ	・従業員数 36名 (IPO時=14年9月)	41名 (15年5月末)		
		人的資本	経営陣	・社長を筆頭とした自社の事業ポジション への深い認識	・特になし	-----
				・インセンティブ	・社長 (親族含む) の持株数 820,000株 (48.1%) 社長保有株の有償譲渡により 最大10,200株減少する可能性あり	809,800株 (47.46%) 社長保有株の有償譲渡により 10,200株減少
・役員 (社長以外) の持株数 325,000株 (19.1%) 社長保有株の有償譲受により 最大10,200株増加する可能性あり	335,200株 (19.65%) 社長保有株の有償譲受により 10,200株増加					
従業員	・ベンチャーゆえの若い平均年齢		・平均年齢 30.2歳 (IPO時)	32.31歳 (15年5月末)		
	・インセンティブ		・ストックオプション対象株式数 15,900株 (0.93%)	17,200株 (1.00%) (15年6月16日時点)		

(注) 特に記載がない場合、KPI の数値は、前回は 14/12 期末、今回は 15/10 期上期末のもの 前回と変更ないものは-----と表示、14 年 7 月 は一部 EC モールでシステムによるクロールが行われていた影響が含まれる この影響を除くと実質 200 万 UU (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

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。

> 決算概要

◆ 15年10月期上期は前年同期比増収減益

15/10 期上期決算は、売上高が前年同期比 24.3%増の 2,586 百万円、営業利益が同 31.7%減の 52 百万円、経常利益が同 26.0%減の 57 百万円、当期利益が同 28.8%減の 34 百万円となった。EC マーケティング事業での出店店舗数の増加と、新規の商品企画関連事業の立ち上がりが増収を牽引した。一方、円安に伴う仕入コスト上昇のほか、海外への販売体制構築および商品企画関連事業の立ち上げのためのコストがかかり、前年同期比で減益となった。

15/10 期上期の会社計画は公表されておらず、会社計画に対する達成率は不明だが、増収効果により、想定以上の利益が確保できたとしている。15/10 期の会社計画に対する進捗率は、売上高は 62.3%であったが、営業利益は 97.4%、経常利益は 104.9%、当期利益 97.7%であり、利益については高い進捗率となっている。

◆ 月次売上高の推移

15年7月までの月次売上高の推移は図表5の通りである。14年12月に開示のあった、13/12期の連結売上原価に占める割合が24.3%という主要取引先(仕入先)との契約終了の影響が年初には見られたものの、その影響は短期間で終息した。4月以降は、前年同月比で安定的に大きな伸びを続けている。

【図表5】 15年10月期の月次売上高の推移 (単位:百万円)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	上期計
当期	314	336	512	461	430	531	2,583
前期	365	270	485	290	259	384	2,055
増減額	-52	66	26	171	171	147	528
増減率	-14.2%	24.3%	5.4%	58.8%	65.8%	38.2%	25.7%

	7月	8月	9月	10月	-	-	下期計
当期	458				-	-	458
前期	314				-	-	314
増減額	143				-	-	143
増減率	45.6%				-	-	45.6%

(出所) ジェネレーションパスのニュースリリースより証券リサーチセンター作成

◆ 3つの KPI (主要指標) を確認する

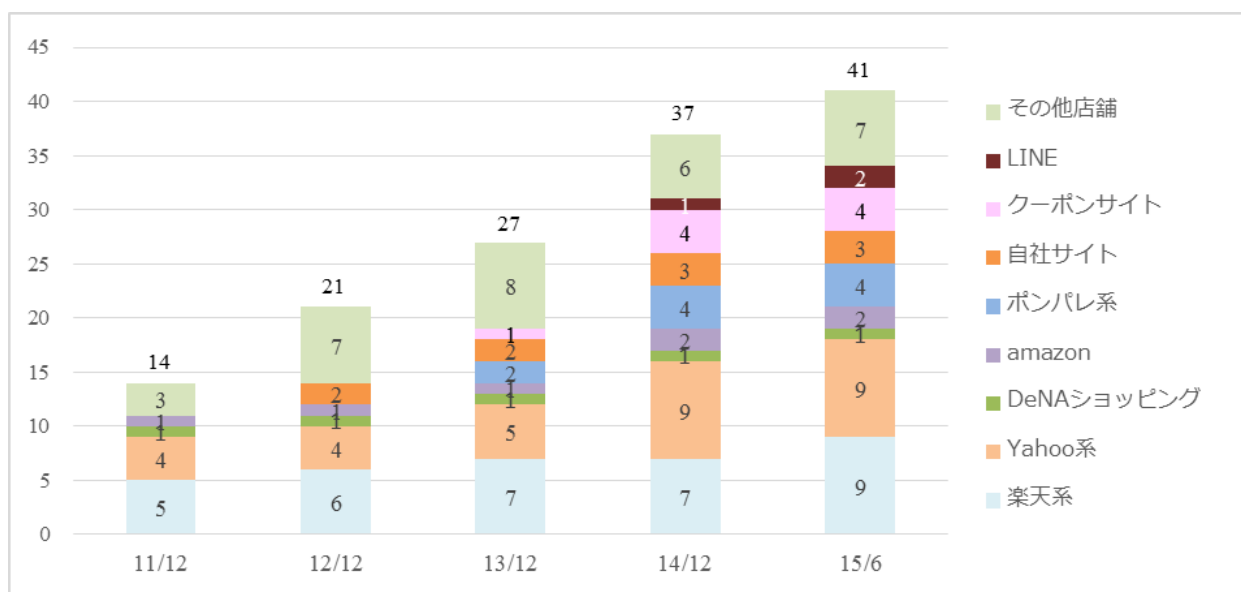
同社の EC マーケティング事業の売上高の動向を見る上での KPI (主要指標) は、以下の3つと考える。

- (1) 出店店舗数
- (2) 取扱商品数
- (3) パートナー企業数

EC マーケティング事業では、リコメン堂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いる。KPI の 1 つである出店店舗数は、41 店(15/10 期末時点)で、14/12 期末比 4 店増となった(図表 6)。それに伴い、注文件数は 303,591 件 (前年同期比 36.7%増) と拡大している (図表 7)。

【 図表 6 】 出店店舗数の推移

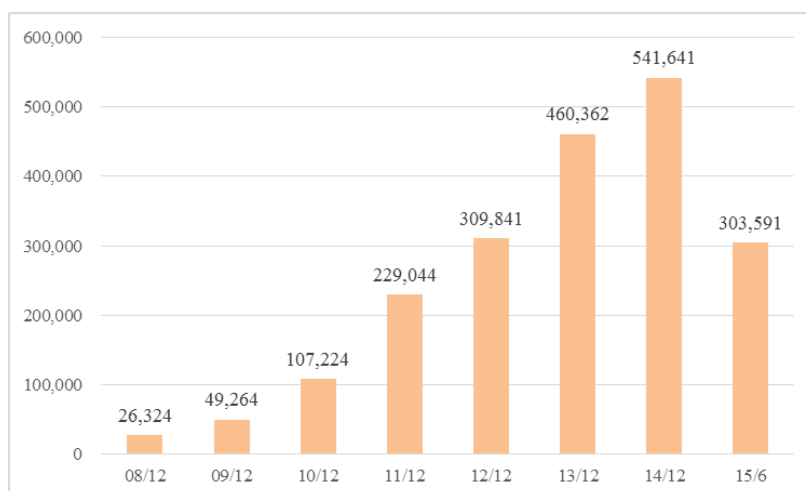
(単位：店)



(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 7 】 注文件数の推移

(単位：件)



(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

出店店舗数を含めた3つのKPIの推移は図表8の通りである。1パートナー企業あたり、1店あたり、1商品あたりの売上高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高比率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 8 】 ジェネレーションパスの業績の主要指標

		13/12期	14/12期	15/10期上期
ECマーケティング事業売上高	百万円	3,638	4,395	2,147
パートナー企業数	社	260	351	429
出店数	店	27	37	41
取扱商品数 (期末)	アイテム	592,110	945,394	1,157,876
取扱商品数 (期中平均)	アイテム	507,571	768,752	1,051,635
売上÷パートナー企業数 (期中平均)	百万円	16	14	11
売上÷出店数 (期中平均)	百万円	150	137	112
売上÷取扱商品数 (期中平均)	百万円	7,079	5,690	4,159
取扱商品数÷パートナー企業数 (期中平均)	アイテム	2,266	2,516	2,697
取扱商品数÷出店数 (期中平均)	アイテム	21,149	24,024	26,965

(注) 取扱商品数の期中平均は、前期末と今期末の数値の平均を算出。前回レポートでは各四半期末の数値の平均で算出していたため、14/12期までの取扱商品数に関する指標は、前回レポートの数値と異なる場合がある。

(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

◆ 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 171 百万円の赤字と 2 期連続の赤字となっている。15/10 期上期は 112 百万円の赤字であり、14/10 期上期の 89 百万円の赤字から拡大している。

図表 9 の運転資本分析で見ると、在庫回転日数が 14/12 期の 19.5 日から 15/10 期上期の 26.7 日まで 7.2 日長くなっており、収益性の低さに加え、在庫の積み上がりが営業キャッシュフローの赤字の主要因と考えられる。売上成長の局面で、かつ、自社在庫の割合が高まっ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 9 】 運転資本分析

		14/12 上期	14/12 下期	15/10 上期	12/12	13/12	14/12
売上高	百万円	2,080	2,333	2,586	2,835	3,670	4,413
当期純利益	百万円	48	9	34	32	52	57
営業キャッシュフロー	百万円	-89	-82	-112	37	-144	-171
売掛金 (売上債権)	百万円	-	635	569	429	516	635
在庫	百万円	-	329	433	41	144	329
買掛金 (仕入債務)	百万円	-	274	314	209	211	274
売上債権回転数	回	-	-	4.3	-	7.8	7.7
在庫回転数	回	-	-	6.8	-	39.3	18.7
仕入債務回転数	回	-	-	8.8	-	17.4	18.2
売上債権回転日数	日	-	-	42.1	-	47.1	47.7
在庫回転日数	日	-	-	26.7	-	9.3	19.5
仕入債務回転日数	日	-	-	20.6	-	20.9	20.1
運転資本回転日数 (Cash Conversion Cycle)	日	-	-	48.2	-	35.4	47.0

(出所) ジェネレーションパス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 中国の越境 EC の事業への第一歩に踏み出す

中国を相手とする越境 EC には、(1)物品を日本から中国の消費者に直接送る輸入代行に似た方法と、(2)中国の経済特区を活用する方法、の 2 種類がある。

物品を日本から直接送ると、逐一税関を通る必要がある。月単位の日数がかかると同時に、税関を通ってみないと関税金額が分からない。つまり、送ってみないと、関税コストと配送日が分からないという難点がある。

しかし、経済特区を活用する場合、物品自体を経済特区にまとめて送り込む。経済特区で在庫を持つことが必要となるが、税関処理が優先されて行われるため、上記の問題が解消され、中国国内 EC と同様のスピードでの配送が可能となる。

今回の同社の展開は、上海の経済特区を活用する方法がベースとなっている。

◆ 上海の経済特区を活用するスキームを取り巻く企業は多い

上海の経済特区を活用する今回のスキームに関係する主な企業は多い(図表 10)。

【 図表 10 】 上海の経済特区に関係する主な企業

企業名	詳細
中国中信集团有限公司 (CITIC Group)	中国政府が保有するコングロマリット 金融中核子会社のCITIC Limitedは中国国内大手の信託会社、証券会社、銀行を傘下に持つ CITIC LimitedはCT Bright Holdings Limitedの出資を受ける (23.4%)
Charoen Pokphand Group Company Ltd. (CPG)	タイのコングロマリット 中国進出に積極的 14年7月に伊藤忠商事と資本業務提携を締結 伊藤忠商事に出資(合併会社を通じた持分も含め4.7%) 伊藤忠商事と折半出資のCT Bright Holdings Limitedを通じてCITIC Limitedに出資
中国移动通信集团公司 (China Mobile)	中国最大の移動通信キャリア CPG傘下のタイの通信会社True Corporationに出資(18%)
上海市信息投資股份有限公司 (Shanghai Information Investment)	上海市政府が保有する企業 越境ECサイト"KJT.COM"を運営
伊藤忠商事	CPGと資本業務提携 CPGの出資を受ける(合併会社を通じた持分も含め4.7%) CP Pokphand (CPGの農業子会社)に出資(25.0%) CPGと折半出資のCT Bright Holdings Limitedを通じてCITIC Limitedに出資
ジェネレーションパス	CT Bright Holdings Limitedが出資(17.03%)

(出所) ジェネレーションパス、伊藤忠商事等の発表資料をもとに証券リサーチセンター作成

大きな枠組みは、農業や食品、流通、金融、情報通信まで幅広く手掛けるタイのコングロマリットの Charoen Pokphand (チャロン・ポカパン) グループ(以下、CPG)、伊藤忠商事、中国のコングロマリットである中国中信集団(CITIC Group)の3社の提携である。CPGと伊藤忠商事が14年7月に資本業務提携を締結し、その後、3社の資本業務提携(15年3月)となった。

この3社の提携に、中国最大の移動体通信会社である中国移动通信集団(China Mobile)と上海市政府が保有する上海市信息投資股份(以

下、SII) が加わった 5 社により、上海経済特区を活用する EC 事業が展開されるという構図となる。同社もこの構図の延長線上で組み込まれる形となる。

◆ 今回のスキームのための第三者割当増資の実施

今回の越境 EC への展開に先立ち、CPG と伊藤忠商事の合併である CT Bright Holdings Limited (以下、CTB 社) への第三者割当増資を実施した(15年7月に払込完了)。その結果、CTB 社が同社株式の 17.03% を保有する第 2 位の株主となった。

調達資金 8.5 億円の使途は、中国企業との資本提携または買収に 5 億円、運転資金に 2.5 億円、システム開発に 1 億円を予定している。

◆ 最初の舞台は KJT.COM

上海市政府が所有する SII を通じて、KJT.COM (以下、KJT) という越境 EC モールが運営されている。KJT はサービスが開始されて日が浅いが、現在月 6 億円程度の流通が発生しているとのことである。その大半が日本の商材である。同社の役割の 1 つは、この KJT に対するマーケティング支援である。

取り扱いの大半が日本の商材であるにも関わらず、日本企業は 1 社も出店していない。そのため、同社が日本企業第 1 号として出店する。また、ディノス・セシールとの業務提携は、この出店に関係する。具体的には、ディノス・セシールが同社が出店するサイトに商品を提供することになる。

KJT.COM は現在は SII によって運営されているが、今後、上海経済特区に関わる上述の企業が関係するスキームに変形していく可能性があるため、今後の公表内容には留意したい。

> 今後の業績見通し

◆ 15年10月期会社計画は期初計画据え置き

15年3月27日開催の定時株主総会での承認を経て、15年より10月決算に変更された。15/10期(10カ月決算)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(前期比はなし)。期初発表の内容と変更はない(図表11)。

【図表11】ジェネレーションパスの15年10月期の業績計画

	13/12	14/12	15/10上期	通期に対する	15/10 会社計画 (10カ月)
				進捗率	
売上高	3,670	4,413	2,586	62.3%	4,150
ECマーケティング事業	3,638	4,395	2,147	60.5%	3,549
商品企画関連事業	-	-	435	75.5%	576
その他事業	31	18	3	12.0%	25
売上総利益	1,035	1,269	689	61.2%	1,124
売上総利益率	28.2%	28.8%	26.7%	-	27.2%
営業利益	78	93	52	97.4%	53
営業利益率	2.1%	2.1%	2.0%	-	1.3%
ECマーケティング事業	-	-	66	-	-
商品企画関連事業	-	-	66	-	-
その他事業	-	-	2	-	-
調整額	-	-	-82	-	-
経常利益	83	93	57	104.9%	54
経常利益率	2.3%	2.1%	2.2%	-	1.3%
当期純利益	52	57	34	97.7%	35

(出所) ジェネレーションパス決算短信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

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、15/10期(10カ月決算)業績予想を増額修正した。売上高4,336百万円(前回4,087百万円)、営業利益100百万円(同49百万円)、経常利益100百万円(同50百万円)、当期利益60百万円(同32百万円)と予想する(図表12-13)。従来は会社計画を若干下回ると予想していたが、15/10期上期決算の好調な進捗状況を反映させた結果、変更されていない会社計画を上回る水準となった。

当センターでは、業績予想を作成する上で、次の点に留意した。

アップデート・レポート

15/18

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。

(1) 売上高については、前回はパートナー企業数が 420 社程度 (14/12 期末は 351 社) になるものと予想していたが、15/6 上期末時点で 429 社まで増えたことから、15/10 期末で 460 社程度へ変更した。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っていく想定は据え置いている。

(2) 売上総利益率や販売管理費率は、会社計画に近い水準で推移するものと想定していた。売上総利益率の想定は変更していないが、販売管理費率は 15/10 期上期の内容を反映して、25.9%から 24.9%へ引き下げた。

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状況という想定は変えていない。販管費の伸びが抑制されることで、利益成長が高くなる想定を維持している。一方、中国の越境 EC への展開から得られる売上高および利益については、今回の業績予想には織り込まず、増資によって得られた資金使途の費用のみを予想に含むことにした。

【 図表 12 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位：百万円)

	13/12	14/12	15/10CE 10カ月変則	15/10E (今回)	(前回)	16/10E (今回)	(前回)	17/10E (今回)	(前回)
損益計算書									
売上高	3,670	4,413	4,150	4,336	4,087	6,897	6,226	7,567	7,020
前期比	29.4%	20.3%	-	-	-	-	-	9.7%	12.8%
ECマーケティング事業	3,638	4,395	3,549	3,575	3,447	5,512	5,278	6,048	5,953
商品企画関連事業	-	-	576	755	627	1,378	931	1,512	1,050
その他事業	31	18	25	5	12	7	16	7	16
売上総利益	1,035	1,269	1,124	1,179	1,107	1,917	1,730	2,118	1,965
前期比	36.5%	22.6%	-	-	-	-	-	10.5%	13.6%
売上総利益率	28.2%	28.8%	27.1%	27.2%	27.1%	27.8%	27.8%	28.0%	28.0%
販売管理費	957	1,175	1,071	1,079	1,058	1,662	1,581	1,834	1,769
販売管理費率	26.1%	26.6%	25.8%	24.9%	25.9%	24.1%	25.4%	24.2%	25.2%
営業利益	78	93	53	100	49	255	149	284	196
前期比	50.5%	19.7%	-	-	-	-	-	11.3%	31.5%
営業利益率	2.1%	2.1%	1.3%	2.3%	1.2%	3.7%	2.4%	3.8%	2.8%
経常利益	83	93	54	100	50	257	151	286	198
前期比	50.3%	12.1%	-	-	-	-	-	11.2%	31.1%
経常利益率	2.3%	2.1%	1.3%	2.3%	1.2%	3.7%	2.4%	3.8%	2.8%
当期純利益	52	57	35	60	32	154	96	171	126
前期比	62.6%	11.3%	-	-	-	-	-	11.2%	31.1%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

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

【 図表 13 】 証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書)

	13/12	14/12	15/10CE 10カ月変則	15/10E (今回)	(前回)	16/10E (今回)	(前回)	17/10E (今回)	(前回)
貸借対照表									
現預金・短期有価証券	68	88	-	906	125	371	177	432	250
受取手形および売掛金	516	635	-	648	708	863	894	877	913
棚卸資産	144	329	-	412	265	456	263	476	255
その他	32	13	-	17	17	17	17	17	17
流動資産	763	1,066	-	1,984	1,116	1,708	1,352	1,803	1,436
有形固定資産	4	3	-	4	4	4	4	4	4
無形固定資産	2	7	-	31	8	571	8	611	8
投資その他の資産	0	61	-	61	61	61	61	61	61
固定資産	6	72	-	96	73	636	73	676	73
資産合計	770	1,139	-	2,080	1,190	2,344	1,425	2,479	1,509
支払手形および買掛金	211	274	-	295	290	403	426	363	381
短期借入金	100	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	219	261	-	260	260	260	260	260	260
流動負債	530	535	-	555	550	663	686	623	641
社債および長期借入金	0	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	2	2	-	2	2	2	2	2	2
固定負債	2	2	-	2	2	2	2	2	2
純資産合計	237	601	-	1,519	633	1,674	763	1,846	890
(自己資本)	237	601	-	1,519	633	1,674	763	1,846	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	-	100	50	257	151	286	198
減価償却費	4	2	-	2	2	2	2	2	2
売上債権の増減額 (-は増加)	-87	-118	-	-12	-73	-215	-185	-14	-19
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-103	-184	-	-83	60	-44	2	-19	7
仕入債務の増減額 (-は減少)	1	63	-	21	15	107	136	-39	-44
その他	-23	8	-	0	0	0	0	0	0
法人税等の支払額	-19	-36	-	-40	-17	-103	-54	-114	-71
営業活動によるキャッシュフロー	-144	-171	-	-11	37	4	52	100	72
有形固定資産の取得による支出	0	-1	-	0	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	0	-6	-	-23	0	-540	0	-40	0
その他	0	0	-	0	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	0	-8	-	-23	0	-540	0	-40	0
短期借入金の増減額 (-は減少)	100	-100	-	0	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	0	0	-	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控除後)	30	299	-	853	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	130	199	-	853	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-13	19	-	818	37	-535	52	60	72
現金及び現金同等物の期首残高	82	68	-	88	88	906	125	371	177
現金及び現金同等物の期末残高	68	88	-	906	125	371	177	432	250

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ジェネレーションパス有価証券報告書、決算短信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

15年より12月決算から10月決算へと決算期を変更する。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情報の開示を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。

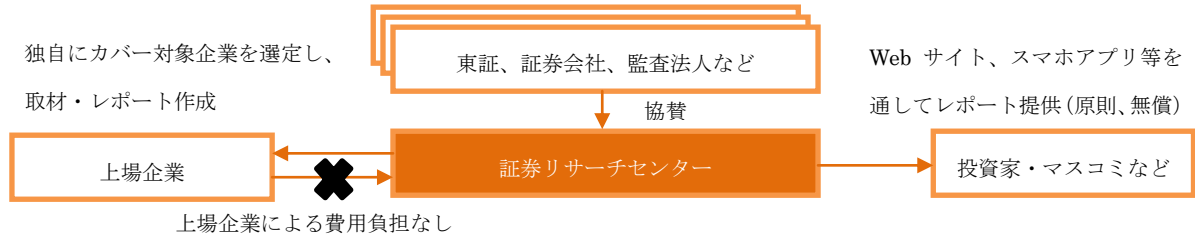
当センターでは、16/10期に営業キャッシュフローの黒字転換を予想はしているが、売上成長に対する在庫保有の方針と中国展開の状況次第では、営業キャッシュフローの振れが大きい状況が続く可能性は指摘しておきたい。

◆ 中国越境 EC 市場への展開

上述の通り、中国越境 EC 市場への展開には、多くの企業が関わっている。そのため、同社のコントロールの及ばない関係する企業の個々の事情によって、当スキームの進捗が予定と変わる可能性がある。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「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

■ 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

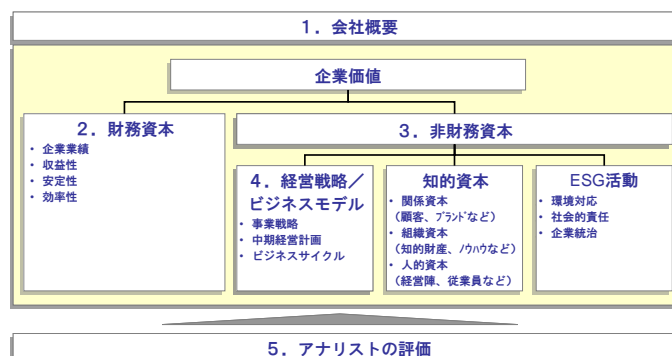
本レポートの構成

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。