

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
2016年2月26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 20160223

ジェネレーションパス(3195 東証マザーズ)

発行日: 2016/2/26

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 16年10月期に中国への越境EC市場への展開が本格化するかに着目

> 要旨

◆ 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。

◆ 15年10月期(10カ月決算) 決算は会社計画を上回る

- ・15/10期決算は、売上高 4,338 百万円、営業利益 63 百万円となり(10 月決算のため前期比はない)、期初の会社計画(売上高 4,150 百万円、営業利益 53 百万円)を上回った。
- ・EC マーケティング事業での出店店舗数と取扱商品数の増加と、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や配送費上昇が継続したほか、人件費も増加したが、広告宣伝費や販売促進費の抑制で、営業利益は会社計画を超過した。

◆ 16年10月期は中国越境EC市場への展開が売上高を牽引しよう

- ・16/10期通期について、同社は売上高 7,592 百万円、営業利益 120 百万円を予想している(15/10 期が 10 月決算のため前期比はない)。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、16/10 期の業績予想を、売上高 7,969 百万円、営業利益 187 百万円へと修正した。今回より中国越境 EC 関連を含めたことで売上高を大きく増額修正した一方、販売管理費の増額を織り込み利益を減額修正した。

◆ 今後の注目点

- ・15/10 期に開始した中国の越境 EC 市場への展開は、関連するプレイヤーが多いこともあり流動的な部分が残る。ポテンシャルが大きい一方、スケジュール進捗およびスキーム変更の有無を注視したい。
- ・15/10 期に黒字化した営業キャッシュフローの動向に引き続き着目する。中国の越境 EC 関連の拡販のために積極的に自社在庫を持つ方針であることから、当センターでは、16/10 期にいったん赤字となり、17/10 期に再度黒字化するものと予想する。

【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)
2014/12	4,413	20.3	93	19.7	93	12.1	57	11.3	38.7	352.7	0.0
2015/10	4,338	—	63	—	62	—	40	—	21.8	729.6	0.0
2016/10 CE	7,592	—	120	—	121	—	76	—	37.2	—	0.0
2016/10 E	7,969	—	187	—	189	—	121	—	59.1	788.8	0.0
2017/10 E	10,091	26.6	302	61.5	304	60.8	194	60.3	94.7	883.5	0.0
2018/10 E	12,000	18.9	384	27.2	386	27.0	247	27.3	120.2	1,003.7	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想 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

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

【主要指標】

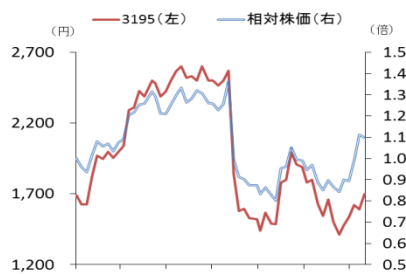
	2016/2/19
株価(円)	1,698
発行済株式数(株)	2,061,510
時価総額(百万円)	3,500

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	77.9	28.7	17.9
PBR(倍)	2.3	2.2	1.9
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(%)	10.6	-4.8	-13.9
対TOPIX(%)	22.6	16.4	1.6

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2015/1/30

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。商品を介在してづくり手（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、づくり手の方に寄り添うのが同社のスタンスである。

◆ 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が、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)。

【図表 1】セグメント別売上高・営業利益

(単位: 百万円)

セグメント		売上高				営業利益				
		13/12期	14/12期	15/10期 (10ヵ月)		13/12期	14/12期	15/10期 (10ヵ月)		営業利益率
					前期比				前期比	
報告 セグメント	ECマーケティング事業	3,638	4,395	3,742	-	-	-	121	-	3.2%
	商品企画関連事業	-	-	584	-	-	-	77	-	13.2%
	その他	31	18	11	-	-	-	7	-	63.6%
全社費用		-	-	-	-	-	-	-143	-	-
合計		3,670	4,413	4,338	-	78	93	63	-	1.5%

(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

◆ 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同社の顧客（パートナー企業）は、リコメン堂への商品出品者であり、同社にとっては商品の仕入先となる。出品された商品に対し、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。

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。15/10 期末時点での出店数は42店(14/12 期末比5店増)である。

◆ 出品時はパートナー企業には費用はかからない

パートナー企業(商品出品者、同社にとっては商品の仕入先)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方法である。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40～50%が自社在庫の模様である。

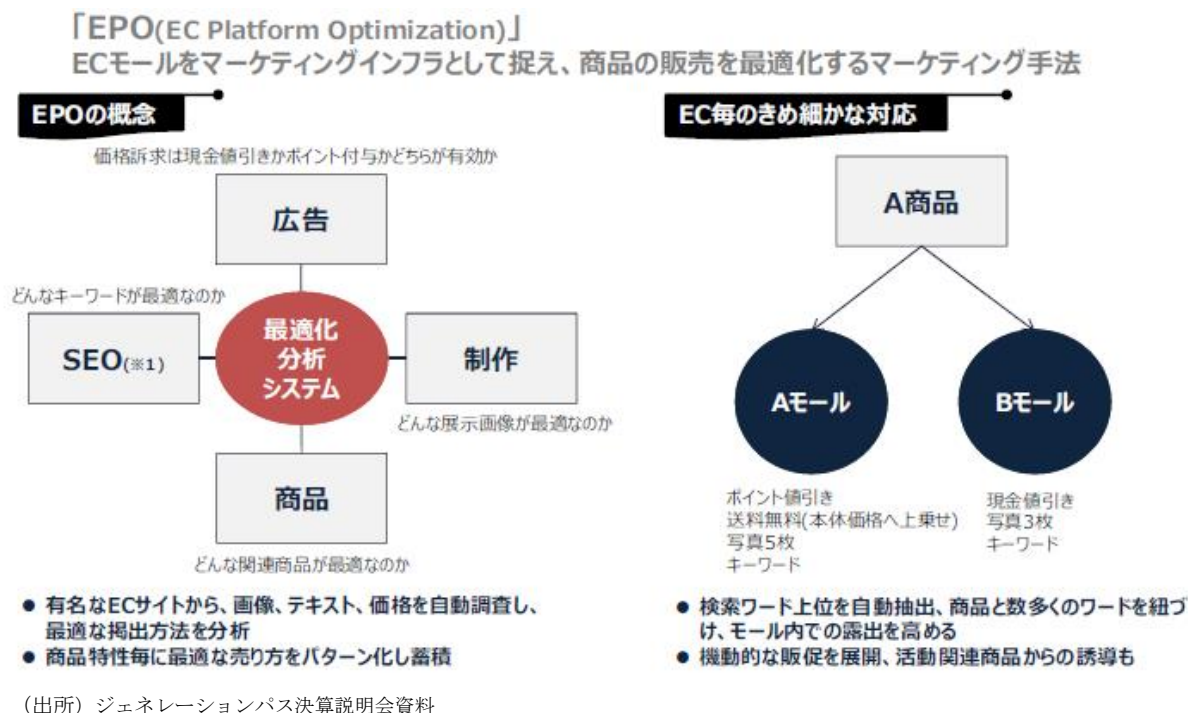
DS方式では、商品が物理的に同社を経由しなくても、会計上は原価として仕入れが発生する。売値と仕入値の差である粗利益を、同社では成功報酬と位置づけている。

◆ 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



◆ 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。その結果、家具やインテリアの構成比は低下傾向にある。

◆ 15 年 10 月期から越境 EC ビジネスに参入

15/10 期から、上海の経済特区を活用する方法での中国の越境 EC ビジネスに参入した。

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。

一方、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ことから、経済特区で在庫を持つことが必要となるが、税関処理が優先的に行われるため、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。

◆ 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スキームには、多くの企業が関係する(図表 3)。

【図表 3】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(8001 東証一部)、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1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(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(15年4月基本合意、同年10月正式調印)。

同社は、この構図の延長線上で組み込まれる形となる。この越境 EC ビジネスへの展開に先立ち、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。

◆ 越境 EC ビジネスの最初の舞台は 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、取り扱われている商材の大半が日本からの商品である。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 社も出店していなかった。そのため、15 年 11 月に、同社が日本企業第 1 号として出店した。また、15 年 8 月に締結したディノス・セシールとの業務提携に基づき、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発展していく可能性がある。

◆ 販売データを活用して自社で商品開発をする商品企画関連事業

EC マーケティング事業≡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、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。

> 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 4 のようにまとめられる。機会の項目に自社開発商品の拡販を、脅威の項目に中国市場への展開のリスク要因を追加した。

【 図表 4 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・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)	・ECマーケティング事業の低い収益性 ・在庫回転日数の長期化および営業キャッシュフローに与える影響 ・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)	・国内ECマース市場の拡大（特にEC化率の上昇） ・自社開発商品（商品企画関連事業）の拡販 ・ビッグデータの活用に対するニーズの拡大 ・中国の越境EC市場へのアプローチ
脅威 (Threat)	・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 ・中国での越境ECビジネスにおけるスキームの変更または進捗遅延の可能性

（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 5 に示し、KPI の数値をアップデートした。

【 図表 5 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI		
			項目	数値（前回） 15/6期上期時点	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	429社	432社
			・取扱商品数	1,157,876アイテム	1,297,514アイテム
		・購入者	・注文件数	303,591件（15/10期上期半年）	548,431件（15/10期の10カ月間）
			・エンドユーザー数	非開示	-----
			・月間ユニークユーザー(UU)数	280万UU（15年7月）	285万UU（15年10月）
	ブランド	・自社コマースサイト「リコメン堂」	・出店数	41店	42店
			・PV数	前年同期比18%増	前年同期比ほぼ横ばい（注）
	ネット ワーク	・国内大手ECモール	・大手ECモール5社への出店数	25店	25店
			・売上高ロイヤリティ比率	3.2%	3.4%
		・国内分散倉庫による リスクマネジメント	・倉庫拠点数	7拠点	-----
・共同開発商品		・商品企画関連事業の売上	15/10期第1四半期以降売上計上	15/10期584百万円	
・中国展開		・パートナー企業	CPグループ	-----	
		・出店	KJT.com	-----	
組織資本	プロセス	・マーケティング情報分析システム「MIS」	・キャンセル率	6.64%（15年1～7月平均）	6.31%（15年10月単月）
		・ローコストオペレーションシステム「GPMS」			6.25%（15年8～10月平均）
			・売上高人件費率	3.6%	3.8%
			・受発注要員数	3名	-----
	知的財産 ノウハウ	・商品画像の自社提供 （14年2月に開始）	・再撮商品の売上	月平均8,200万円 （14年比で2.5倍）	月平均1億円強
		・EPO（EC Platform Optimization）の概念	・システム開発元	自社開発	-----
		・マーケティング情報分析システム「MIS」			
		・ローコストオペレーションシステム「GPMS」			
	・販売データ	・取扱商品数	1,157,876アイテム	1,297,514アイテム	
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 ・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	809,800株（47.46%） 社長保有株の有償譲渡により 10,200株減少	765,800株（47.46%） 社長保有分が45,000株減少 親族1名分が1,000株増加
			・役員（社長以外）の持株数	335,200株（19.65%） 社長保有株の有償譲受により 10,200株増加	295,200株（14.36%）
		従業員	・ベンチャーゆえの若い平均年齢	・従業員数	41名（15年5月末）
			・平均年齢	32.31歳（15年5月末）	32.04歳
	・インセンティブ		・ストックオプション対象株式数	17,200株（1.00%） （15年6月16日時点）	16,800株（0.81%）

(注) 特に記載がない場合、KPIの数値は、前回は 15/10 期上期または 15/10 期上期末、今回は 15/10 期または 15/10 期末のもの
前回と変更ないものは-----と表示

前年まではシステムによるクロールによる PV が含まれていたが、今年からクロールによる PV 数は除かれており、実質的には
前年同期比はプラスである。

(出所) ジェネレーションパス 有価証券報告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

注1) MIS

Marketing Information Systemの略。

自社店舗だけでなくウェブ全体からビッグデータを収集して分析などを行う自社開発のシステム。

日々変化する情報の中から収集したデータをもとに、ネット上で売れている商品ジャンル、使用画像・テキスト、価格、消費者からの評判などを自動で収集・分析することができる。

注2) GPMS

GENEPA Management Systemの略。

注文件数の増加に対応するために人員を増加せざるをえず、人件費がかさんだ12/12期は、前期比増収減益となった。この反省を踏まえ、翌13/12期に自社開発で導入されたのがGPMSで、この導入により、少人数でも注文件数の増加に対応することが可能となった。

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 注1」やローコストオペレーションのための「GPMS 注2」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 月期は売上高・利益とも会社計画を上回る

15/10 期決算は、売上高が 4,338 百万円、営業利益が 63 百万円、経常利益が 62 百万円、当期純利益が 40 百万円となった。10 カ月決算のため前年同期との比較はできない。

15/10 期の会社計画に対する達成率は、売上高は 104.5%、営業利益は 118.0%、経常利益は 113.6%、当期純利益は 113.4%であり、売上高および利益とも会社計画を上回った。

EC マーケティング事業での出店店舗数と取扱商品数の増加と、新規の商品企画関連事業の立ち上がり、増収を牽引した。あくまで参考値となるが、15 年 10 月度月次公開資料によると、15/10 期の 10 カ月の売上高は、14 年 1～10 月の累計売上高 3,447 百万円に対して 25.6% 増となった（図表 6）。

一方、円安に伴う仕入コスト上昇や配送費上昇が継続したほか、人件費の増加（上場後の給与上昇および人員増）があり、営業利益率は 14/12 期の 2.1%に対し、1.5%まで低下した。それでも、売上高が計画を上回ったことや、ビッグデータの活用でプロモーション効率化が進んで広告宣伝費や販売促進費が抑制されたことにより、営業利益は会社計画を上回った。

◆ 月次売上高の推移

15 年 10 月までの月次売上高の推移は図表 6 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きた。

【図表 6】 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	11月	12月	下期計	通期計
当期	460	365	464	456	-	-	1,746	4,330
前期	314	277	430	371	-	-	1,392	3,447
増減額	146	88	34	85	-	-	354	882
増減率	46.4%	32.0%	7.9%	23.0%	-	-	25.4%	25.6%

（出所）ジェネレーションパス 15 年 10 月度月次公表資料

◆ 3つの KPI (主要指標) の確認

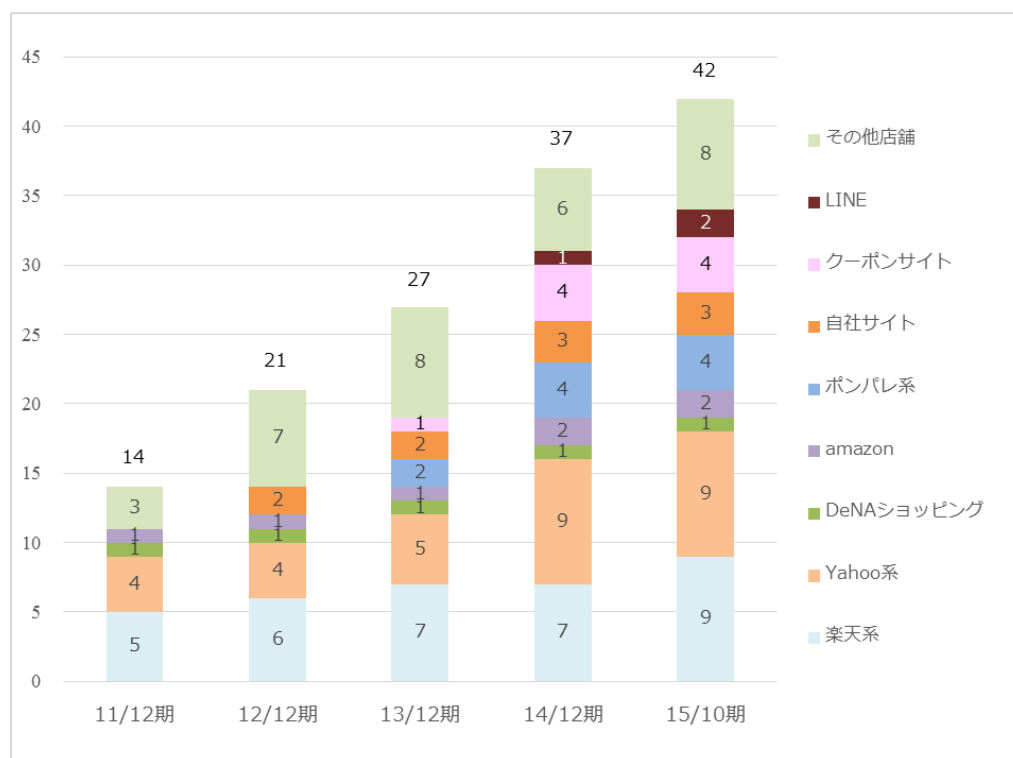
同社の EC マーケティング事業の売上高の動向を見る上での KPI (主要指標) は、以下の3つと考える。

- (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、42 店 (15/10 期末時点) で、14/12 期末比 5 店増となった (図表 7)。増加した 5 店舗の内訳は、楽天系 2 店舗、LINE1 店舗、その他 2 店舗である。それに伴い、15/10 期の 10 カ月間の注文件数は 548,431 件と拡大傾向にある (図表 8)。

【図表 7】出店店舗数の推移

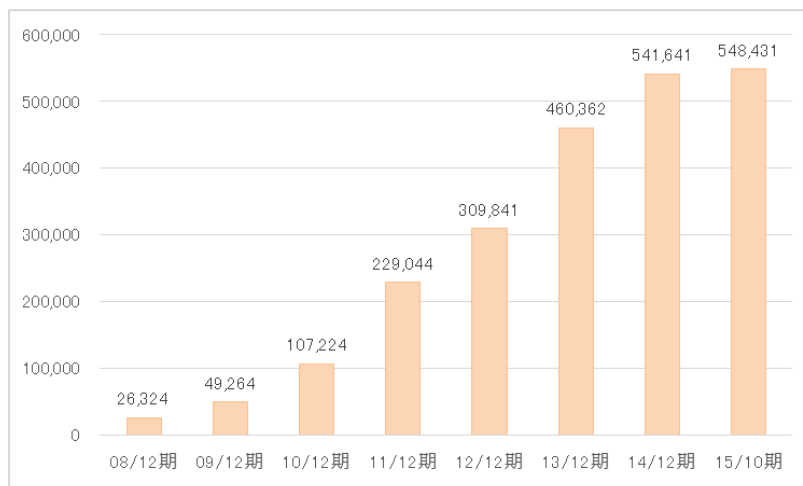
(単位：店)



(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 8 】 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9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 9 】 ジェネレーションパスの業績の主要指標

		12/12期	13/12期	14/12期	15/10期
ECマーケティング事業売上高	百万円	—	3,638	4,395	3,742
パートナー企業数	社	188	260	351	432
出店数	店	21	27	37	42
取扱商品数 (期末)	アイテム	423,031	592,110	945,394	1,297,514
取扱商品数 (期中平均)	アイテム	361,471	507,571	768,752	1,121,454
売上高÷パートナー企業数 (期中平均)	百万円	—	16.2	14.4	9.6
1カ月あたり換算	百万円	—	1.4	1.2	1.0
売上高÷出店数 (期中平均)	百万円	—	151.6	137.3	94.7
1カ月あたり換算	百万円	—	12.6	11.4	9.5
売上高÷取扱商品数 (期中平均)	百万円	—	7,167	5,717	3,337
取扱商品数÷パートナー企業数 (期中平均)	アイテム	2,231	2,266	2,516	2,865
取扱商品数÷出店数 (期中平均)	アイテム	20,655	21,149	24,024	28,391

(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

過去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、過去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は黒字に転換

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 期連続の赤字だったが、15/10 期は 86 百万円の黒字となった。

図表 10 の運転資本分析で見ると、売上債権回転日数が 14/12 期の 47.7 日から 15/10 期の 40.4 日へ 7.3 日短くなったことで、運転資本回転日数の改善につながった。

一方、在庫回転日数が 14/12 期の 19.5 日から 15/10 期の 25.3 日まで 5.8 日長くなっており、さらに長期化している。10 月がちょうど年末商戦に向けて在庫を積み上げる時期であること、自社開発の在庫を保有する必要がある商品企画関連事業が拡大してきたことが要因として考えられる。

なお、今後本格化する中国の越境 EC ビジネスでは、原則として在庫は自社保有となる。そのため、今後さらに自社在庫の割合が高まることが予想されるため、引き続き運転資本回転日数には留意しておきたい。

【 図表 10 】 運転資本分析

		14/12期 上期	14/12期 下期	15/10期 上期	15/10期 下期	12/12期	13/12期	14/12期	15/10期
売上高	百万円	2,080	2,333	2,586	1,752	2,835	3,670	4,413	4,338
当期純利益	百万円	48	9	34	6	32	52	57	40
営業キャッシュフロー	百万円	-89	-82	-112	198	37	-144	-171	86
売掛金 (売上債権)	百万円	-	635	569	517	429	516	635	517
在庫	百万円	-	329	433	394	41	144	329	394
買掛金 (仕入債務)	百万円	-	274	314	305	209	211	274	305
売上債権回転数	回	-	-	4.3	3.2	-	7.8	7.7	7.5
在庫回転数	回	-	-	6.8	4.2	-	39.3	18.7	12.0
仕入債務回転数	回	-	-	8.8	5.7	-	17.4	18.2	15.0
売上債権回転日数	日	-	-	42.1	38.1	-	47.1	47.7	40.4
在庫回転日数	日	-	-	26.7	29.1	-	9.3	19.5	25.3
仕入債務回転日数	日	-	-	20.6	21.7	-	20.9	20.1	20.3
運転資本回転日数 (Cash Conversion Cycle)	日	-	-	48.2	45.5	-	35.4	47.0	45.4

(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

> 今後の業績見通し

◆ 16 年 10 月期会社計画

12 カ月決算に戻る 16/10 期の会社計画は、売上高 7,592 百万円、営業利益 120 百万円、経常利益 121 百万円、当期純利益 76 百万円である（15/10 期は 10 カ月決算のため前期比はなし）（図表 11）。

【図表 11】ジェネレーションパスの 16 年 10 月期の業績計画（単位：百万円）

	13/12期	14/12期	15/10期 (10カ月)	16/10期 会社計画
売上高	3,670	4,413	4,338	7,592
ECマーケティング事業	3,638	4,395	3,742	6,734
商品企画関連事業	-	-	584	818
その他事業	31	18	11	44
売上総利益	1,035	1,269	1,193	2,101
売上総利益率	28.2%	28.8%	27.5%	27.7%
営業利益	78	93	63	120
営業利益率	2.1%	2.1%	1.5%	1.6%
ECマーケティング事業	-	-	121	268
商品企画関連事業	-	-	77	58
その他事業	-	-	7	15
調整額	-	-	-143	-221
経常利益	83	93	62	121
経常利益率	2.3%	2.1%	1.4%	1.6%
当期純利益	52	57	40	76

(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

主力の EC マーケティング事業は、国内で取扱商品数の増加が増収を牽引するほか、中国越境 EC 事業で 10 億円上乗せされる見込みとしている。一方、取扱商品数やパートナー企業の増加に加え、中国越境 EC 事業の本格化に伴い、人員増強などを行うため、販売管理費は 1,981 百万円を見込むため、営業利益率は 15/10 期並みの 1.6%の想定となっている。

◆ 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）の実績を踏まえて、16/10 期以降の業績予想を見直すとともに、18/10 期の業績予想を新たに策定した。

16/10 期は売上高 7,969 百万円（前回 6,897 百万円）、営業利益 187 百万円（同 255 百万円）、経常利益 189 百万円（同 257 百万円）、当期純利益 121 百万円（同 154 百万円）と予想する（図表 12）。前回予想まで織り込んでいなかった中国の越境 EC 関連の売上高を含めたため、全体の売上高は増額となったが、販売管理費を増額したことで、利益を引き下げる形となった。それでも、売上高、利益とも会社計画を上回る水準となった。

当センターでは、業績予想を策定する上で、次の点に留意した。

(1) 売上高については、国内に関しては、パートナー企業数を 530 社 (15/10 期末は 432 社)、期末取扱商品数を約 205 万アイテム (同約 129 万アイテム) と予想する。商品ジャンルの多様化により、高額の家具・インテリアの売上高構成比の低下が全体の商品単価を低下させる一方、取扱商品数が増加するものと想定した。国内の売上高に加えて、中国越境 EC 関連の売上高として約 10 億円を見込んだ。

(2) 売上総利益率は会社計画の 27.7%と同水準を予想する。中国の越境 EC 関連を含め、同社が在庫を持つ販売が増えることで、15/10 期より若干上昇するものと見込む。販売管理費は、会社計画とほぼ同金額とするが、売上高が会社計画を上回ると想定しているため、営業利益率は会社計画の 1.6%に対し、2.3%まで上昇すると予想する。

17/10 期以降の売上高も、商品単価の低下、パートナー企業と取扱商品数の増加が継続し、国内においては年平均約 15%の増収を見込む。一方、中国の越境 EC 関連の売上高は、17/10 期 18 億円、18/10 期 25 億円と予想する。売上総利益率は 16/10 期の水準で推移し、増収効果により販売管理費率が低下する展開となろう。その結果、17/10 期には営業利益率は 3.0%に達するものと予想する。

なお、中国の越境 EC 関連の拡販のため、16/10 期は積極的に在庫仕入を増やす方針となっている。そのため、15/10 期に黒字化した営業キャッシュフローは、16/10 期にいったん赤字となり、17/10 期に再度黒字転換するものと予想する。

【 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)

	14/12期	15/10期	16/10期CE	16/10期E (今回)	17/10期E (前回)	17/10期E (今回)	18/10期E (前回)	18/10期E (今回)
	10カ月変動							
計算書								
売上高	4,413	4,338	7,592	7,969	6,897	10,091	7,567	12,000
前期比	20.3%	-	-	-	-	26.6%	9.7%	18.9%
ECマーケティング事業	4,395	3,742	6,734	7,025	5,512	8,847	6,048	10,456
商品企画関連事業	-	584	818	900	1,378	1,200	1,512	1,500
その他事業	18	11	44	44	7	44	7	44
売上総利益	1,269	1,193	2,101	2,207	1,917	2,795	2,118	3,324
前期比	22.6%	-	-	-	-	26.6%	10.5%	18.9%
売上総利益率	28.8%	27.5%	27.7%	27.7%	27.8%	27.7%	28.0%	27.7%
販売管理費	1,175	1,129	1,981	2,020	1,662	2,493	1,834	2,940
販売管理費率	26.6%	26.0%	26.1%	25.3%	24.1%	24.7%	24.2%	24.5%
営業利益	93	63	120	187	255	302	284	384
前期比	19.7%	-	-	-	-	61.5%	11.3%	27.2%
営業利益率	2.1%	1.5%	1.6%	2.3%	3.7%	3.0%	3.8%	3.2%
経常利益	93	62	121	189	257	304	286	386
前期比	12.1%	-	-	-	-	60.8%	11.2%	27.0%
経常利益率	2.1%	1.4%	1.6%	2.4%	3.7%	3.0%	3.8%	3.2%
当期純利益	57	40	76	121	154	194	171	247
前期比	11.3%	-	-	-	-	60.3%	11.2%	27.3%

(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)

	14/12	15/10期 10カ月変則	16/10期CE	16/10期E (今回)	(前回)	17/10期E (今回)	(前回)	18/10期E (今回)
貸借対照表								
現預金・短期有価証券	88	1,009	—	285	371	431	432	556
受取手形および売掛金	635	517	—	923	863	900	877	1,071
棚卸資産	329	394	—	609	456	661	476	850
その他	13	57	—	50	17	50	17	50
流動資産	1,066	1,978	—	1,869	1,708	2,043	1,803	2,528
有形固定資産	3	3	—	3	4	3	4	3
無形固定資産	7	11	—	51	571	91	611	91
投資その他の資産	61	24	—	561	61	561	61	561
固定資産	72	39	—	615	636	655	676	655
資産合計	1,139	2,017	—	2,485	2,344	2,699	2,479	3,184
支払手形および買掛金	274	305	—	655	403	671	363	906
短期借入金	0	0	—	0	0	0	0	0
その他	261	211	—	220	260	220	260	220
流動負債	535	516	—	875	663	891	623	1,126
社債および長期借入金	0	0	—	0	0	0	0	0
その他	2	2	—	2	2	2	2	2
固定負債	2	2	—	2	2	2	2	2
純資産合計	601	1,499	—	1,620	1,674	1,815	1,846	2,062
(自己資本)	601	1,499	—	1,620	1,674	1,815	1,846	2,062
キャッシュフロー計算書								
税金等調整前当期純利益	93	62	—	189	257	304	286	386
減価償却費	2	3	—	3	2	3	2	3
売上債権の増減額 (－は増加)	-118	118	—	-406	-215	23	-14	-171
棚卸資産の増減額 (－は増加)	-184	-65	—	-215	-44	-51	-19	-188
仕入債務の増減額 (－は減少)	63	30	—	350	107	15	-39	235
その他	8	-25	—	0	0	0	0	0
法人税等の支払額	-36	-37	—	-68	-103	-109	-114	-138
営業活動によるキャッシュフロー	-171	86	—	-147	4	185	100	125
有形固定資産の取得による支出	-1	-1	—	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-6	-5	—	-39	-540	-40	-40	0
投資有価証券の取得による支出	0	-12	—	-536	0	0	0	0
その他	0	-1	—	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-8	-20	—	-576	-540	-40	-40	0
短期借入金の増減額 (－は減少)	-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
株式の発行による収入 (株式公開費用の支出控除後)	299	853	—	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	199	853	—	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (－は減少)	19	921	—	-723	-535	145	60	125
現金及び現金同等物の期首残高	68	88	—	1,009	906	285	371	431
現金及び現金同等物の期末残高	88	1,009	—	285	371	431	432	556

(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。16/10 期の配当は行わない予定であり、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。

◆ 決算期変更の影響

15 年より 12 月決算から 10 月決算へと決算期を変更している。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。

◆ 営業キャッシュフローの動向

15/10 期は黒字となったものの、引き続き営業キャッシュフローの動向には留意しておきたい。収益性の低さに加え、運転資本分析のところで触れたが、在庫の持ち方が影響をしていると考えられる。さらに、16/10 期は中国の越境 EC 事業の拡大に伴い、自社在庫を積極的に増やす方針である。

当センターでは、営業キャッシュフローは 16/10 期にいったん赤字となり、17/10 期に再度黒字転換するものと予想するが、売上高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を指摘しておきたい。

◆ 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、当スキームの進捗と予定が変更される可能性がある。

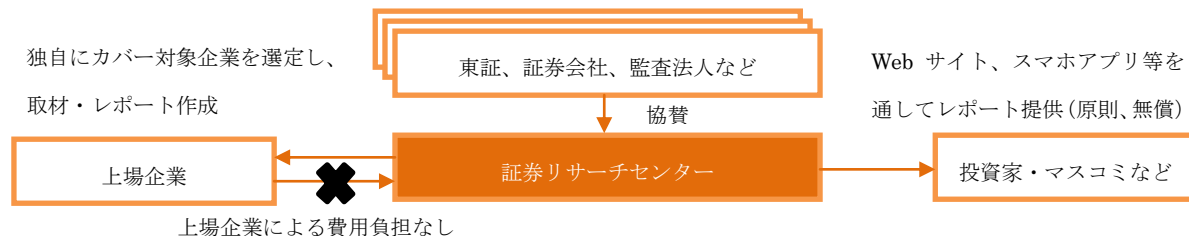
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

ジェネレーションパス (3195 東証マザーズ)

発行日 2016/2/26

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

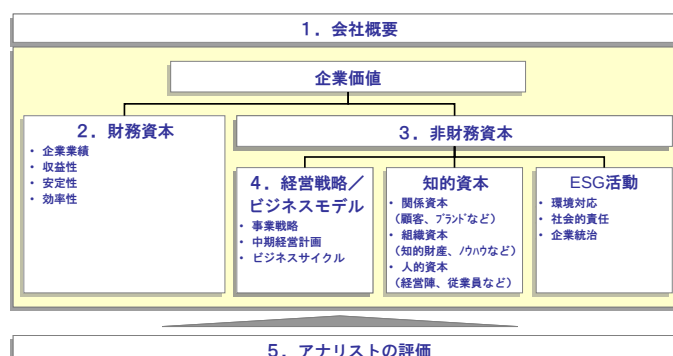
本レポートの構成

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算するための評価指標 (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。