

ジェネレーションパス 3195 東証マザーズ

http://genepa.com/ir/

2017年1月24日(火)

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート 執筆 客員アナリスト 山田 秀樹

企業情報はこちら>>>

■中国税制変更や為替の影響で 2016 年 10 月期業績は 計画値を下回るが、引き続き成長事業の越境 EC など に注力

ジェネレーションパス <3195> は、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である。小売業の業種に分類されているが、同社の基本的なビジネスモデルは、商材メーカーに寄り添って、独自の Web マーケティング手法(以下、EPO: EC Platform Optimization(最適化分析システム))を活用して拡販支援サービスを行うものである。

事業セグメントとしては、1) EC マーケティング事業 (「リコメン堂」 及び大手 EC モールへの出店による商材の販売)、2) 商品企画関連事業 (EC 市場へ出品する商材の企画支援)、3) その他 (システム開発事業など) の3 事業領域である。

同社は12月15日、2016年10月期の連結決算を発表した。売上高6,501百万円(前期比49.9%増)、営業利益83百万円(同31.3%増)、経常利益67百万円(前期比7.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益45百万円(同14.5%増)であった。同社は前期に決算時期を変更したため、厳密な意味での前期比増減率ではないが、傾向的には積極的な成長投資により、売上高・利益ともに拡大基調である。ただ、年初計画値からは各指標ともに下回る結果となった。売上高が年初計画値に未達だった要因は、注力している新規事業の海外越境EC事業において、2016年4月の中国税制変更の影響と2016年前半の急激な円高による海外での競争力低下により、事業目標を大きく下回ることとなったためである。利益指標については、上述の売上減少によるものと、販管費の増加、急激な円高進行による保有外貨建資産の為替差損の発生が未達の要因である。

同社は、EC 市場全体としては、国内外ともに個人消費者の購買状況は上昇傾向にあり、中国の税制変更の影響についても一時的なものであり、今後は 2015 年 11 月に開始した上海保税区型越境 EC サイトに加え、直貿型越境 EC サイトへ参入して、在庫リスクを極力抑える直販体制構築に注力することなどで 2017 年 10 月期以降の売上高拡大が期待できるとしている。

同時に発表された 2017 年 10 月期の連結業績予想は、売上高 8,500 百万円(前期比 30.7% 増)、営業利益 130 百万円(同 56.6% 増)、経常利益 130 百万円(同 94.0% 増)、親会社株主に帰属する当期純利益 88 百万円(同 95.6% 増)としている。

今後の中長期戦略でもある 2017 年 10 月期の重点施策では、同社は「『メタ EC カンパニー』に向けて、3 軸で成長」し、2020 年 10 月期の連結売上高 500 億円を目指している。目標達成には積極的な M&A 投資が必要と考えられるが、EC 事業を起点として、関連するインターネット企業他、様々な領域に積極投資を図るとしている。

Check Point

- 16/10 期は 2 ケタ増収営業増益で着地
- 17/10 期は更なる成長のための M&A を含む事業投資を計画
- ・「メタEC カンパニー」に向けて、3軸で成長

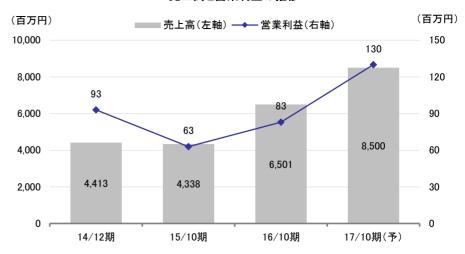


3195 東証マザーズ

http://genepa.com/ir/

2017年1月24日(火)

売上高と営業利益の推移



注: 2015 年 10 月期は決算時期変更のため 10ヶ月決算

■2016 年 10 月期決算状況

16/10 期は2ケタ増収営業増益で着地

12月15日発表の2016年10月期連結決算の業績は、売上高6,501百万円(前期比49.9%増)、営業利益83百万円(同31.3%増)、経常利益67百万円(同7.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益45百万円(同14.5%増)であった。同社の属するEC市場においては、国内外ともに個人消費者の購買状況は引き続き上昇傾向にあり、業績は拡大基調である。マーケットニーズに沿った「ECマーケティング事業」の展開を推進し、既存モールでの「EPO」を推進・強化し、販売サイトのリニューアルや各種集客と売上拡大策を実施し、増収増益傾向を維持している。

主要管理指標である出店数は 2016 年 10 月末時点で 2015 年 12 月末比 8 店舗増の 49 店舗となるなど、順調に拡大している。その他、ページビュー数と受注件数、パートナー企業数も順調に拡大している。取扱商品数のみが前期比でやや減少しているが、これは顧客満足度向上のために、デリバリー等のシステム対応ができない商品を一時的に販売停止にしたことが理由であり、取扱商品入れ替え後は再び拡大が見込まれている。

なお、前期に決算時期を変更したことにより、商材によっては販売上の季節変動のずれなどもあるため、単純な前期比較は困難である。



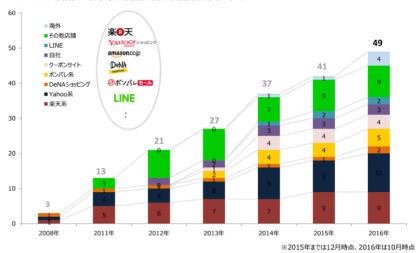
3195 東証マザーズ

http://genepa.com/ir/

2017年1月24日(火)

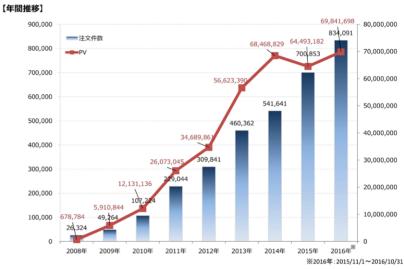
出店数の推移

Yahoo 2 店舗、海外系3店舗、他3店舗新規オープン



出所:会社資料

ページビュー数と受注件数



出所:会社資料

パートナー企業数・取扱商品数の推移



【パートナー企業数】【商品数】 ※2014年までは12月時点、2015年以降は10月時点

出所:会社資料

2016年減少理由 取扱商品は、顧客満足度向上のために、デリバリー等のシステム対応ができない商品を一時的に販売停止したため減少



3195 東証マザーズ

http://genepa.com/ir/

2017年1月24日(火)

2016年10月期決算

(単位:百万円)

	(十位:日2011						ш/эгэ/	
	15/10 期 上期(15/1 ~ 15/6)	16/10 期上期 16/10 期下期 (15/11~16/4) (16/5~16/10)		16/10 期 (15/11 ~ 16/10)				
	実績	実績	前期比 増減	実績	上期比 増減	実績	前期比	年初計画 値達成率
売上高	2,586	3,141	554	3,360	219	6,501	49.9%	85.6%
売上原価	1,896	2,241	344	2,478	237	4,720	50.1%	86.0%
売上原価率	73.3%	71.4%	-2.0P	73.8%	2.4P	72.6%	0.1P	-
販管費	637	811	173	887	75	1,698	50.3%	85.7%
販管費率	24.6%	25.8%	1.2P	26.4%	0.6P	26.1%	0.1P	-
営業利益	52	88	36	-5	-93	83	31.3%	69.6%
営業利益率	2.0%	2.8%	0.8P	-0.2%	-3.0P	1.3%	-0.2P	-
経常利益	57	85	27	-18	-103	67	7.4%	55.4%
経常利益率	2.2%	2.7%	0.5P	-0.5%	-3.2P	1.0%	-0.4P	_
親会社株主に帰属する 当期純利益	34	57	23	-11	-69	45	14.5%	59.8%
当期純利益率	1.3%	1.8%	0.5P	-0.3%	-2.1P	0.7%	-0.2P	_

出所:短信、説明会資料からフィスコ作成

同社の業績は傾向的には増収増益基調であるが、年初計画値から比較すると各指標とも大幅に下回る結果となった。特に、上期(第1・第2四半期)と下期(第3・第4四半期)を比較すると、下期に収益性が悪化していることがわかる。売上高が年初計画値に未達だった要因は、注力している新規事業の海外越境 EC 事業において、2016 年4月の中国税制変更の影響と2016年前半の急激な円高による海外での競争力低下により、初年度海外事業売上目標の10億円に対し、実績が約1億円にとどまったためである。利益指標については、上述の売上減少によるものと、販管費の増加(前期比568百万円)、急激な円高進行による保有外貨建資産の為替差損の発生(通期21百万円)が未達の要因である。

販管費については、人件費(前期比77百万円増)で従業員のモチベーションアップのために4月に給料を大幅改定したことを除けば、荷造包装費(同227百万円増)、ロイヤリティ(同72百万円増)、広告宣伝費(同51百万円増)、販売促進費(同40百万円増)など、主な前期比増加要因の大半が売上高増加見合いの経費と考えられる。

販管費の内訳

(単位:百万円)

	15/10期 (15/1~15/10)		16/10期 (15/11~16/10)			
	実績	対 売上高比	実績	対 売上高比	増減要因	
人件費	163	3.8%	240	3.7%	4 月からの給料の大幅改定により前年比で増加するものの、対売上高比ではほぼ一定。	
荷造包装費	346	8.0%	573	8.8%	送料の継続的な上昇による影響	
広告宣伝費	86	2.0%	137	2.1%	概ね昨年と同様	
販売促進費	109	2.5%	149	2.3%	主にポイント付与率が低下	
ロイヤリティ	149	3.4%	221	3.4%	主に楽天市場のロイヤリティ上昇の影響があるが概ね昨年と同様	
その他	274	6.3%	375	5.8%		
合計	1,129	26.0%	1,698	26.1%		

出所:会社資料からフィスコ作成



3195 東証マザーズ

http://genepa.com/ir/

2017年1月24日(火)

(1) セグメント別

セグメント別の売上高・営業利益(前期比較)

(単位:百万円)

		EC マーケ ティング 事業	商品企画 関連事業	その他	調整額 (一般 管理費)	全社合計
15/10 期	売上高	3,742	584	11	_	4,338
$(2015/1 \sim 2015/10)$	セグメント利益	121	77	7	-143	63
16/10 期	売上高	5,353	1,104	44	-	6,501
(2015/11 ~ 2016/10)	セグメント利益	159	89	21	-185	83

注:調整額は各セグメントに帰属しない一般管理費

出所:短信、説明会資料からフィスコ作成

セグメント別の売上高・営業利益 (四半期推移)

(単位:百万円)

16/10 期		EC マーケ ティング 事業	商品企画関連事業	その他	調整額 (一般 管理費)	全社合計
第1四半期	売上高	1,349	164	3		1,517
$(15/11 \sim 16/1)$	セグメント利益	61	11	1	-43	31
第2四半期	売上高	1,261	333	28		1,623
(16/2 ~ 16/4)	セグメント利益	36	47	19	-46	57
第3四半期	売上高	1,307	340	2		1,650
$(16/5 \sim 16/7)$	セグメント利益	32	10	-1	-50	-9
第 4 四半期	売上高	1,434	265	10		1,710
(16/8 ~ 16/10)	セグメント利益	27	19	2	-45	4

注:調整額は各セグメントに帰属しない一般管理費

出所:短信、説明会資料からフィスコ作成

同社の事業ドメインは、1) EC マーケティング事業、2) 商品企画関連事業、3) その他(システム開発事業)の3カテゴリーである。

1) EC マーケティング事業

「リコメン堂」及び大手 EC モールへの出店による商材の販売で、同社の売上高の 8 割以上を占める中核事業である。店舗数、取引社数、商品数などの拡大により、今後とも同社の成長の中心とみられる。2016 年 10 月期は、ビッグデータの分析によるマーケティング施策の推進、新規取引先との契約件数増加による商品取扱数の増加、他社 EC に関するサポート事業など、引き続き好調に推移している。

システム面でも、同社独自開発のオペレーションシステム(GPMS: Generation Pass Management System)や EPO を推進するためのビッグデータ収集及びその分析システム (MIS: Marketing Information System)の改善・実装などの基盤設備投資を行った。

売上高・利益の実績数値としては、中国越境 EC 事業が現地税制変更やオペレーション の混乱等により、当初年間計画を下回る結果となった。しかし、これは基本的には一時的なものであり、2017年10月期以降は大幅な伸長が期待される。中国越境 EC の事業については、詳細を後述する。

2) 商品企画関連事業

2015 年 2 月にスタートした新規事業である。EC マーケティング事業で培ったマーケティング手法「EPO」と MIS の分析データから、売れ筋となる見込み商材を、試作品作成から商品試験などのテストを行い開発していく事業である。商材、取引社数などの拡大により、事業開始後 1 年で同社の売上高の 1 割強を占めるまでになっている。



3195 東証マザーズ

http://genepa.com/ir/

2017年1月24日(火)

無借金経営で財務は極めて安定的

(2) 財務状況

財務状況は良好である。

2016 年 10 月期末の自己資本比率は 71.0% であり、過去から蓄積した内部留保が手厚い。 現預金残高も一定水準あり、財務面ではまったく問題ない。売掛金と棚卸資産が前期末比で計 4 億円ほど増加し、キャッシュ・フロー上でのマイナス要因になっているが、基本的には売上拡大に伴うものであり、特に問題ではない。また、2016 年 5 月に株式分割(1 株→4 株)を行い、株式流動性向上を図ったことで、将来の1 部上場への準備と積極的な M&A 投資のための資金調達を図っているものと考えられる。

貸借対照表

(単位:百万円)

	15/10期	16/10期
流動資産	1,978	2,135
現金及び預金	1,009	734
売掛金	517	669
固定資産	39	46
有形固定資産	3	16
無形固定資産	11	15
投資その他の資産	24	14
資産合計	2,017	2,182

	15/10期	16/10期
流動負債	516	621
支払手形及び買掛金	305	368
1年以内に返済予定の 長期借入金	-	_
固定負債	2	12
長期借入金	-	_
負債合計	518	634
株主資本	1,499	1,549
純資産合計	1,499	1,548
負債純資産合計	2,017	2,182

キャッシュ・フロー計算書

(単位:百万円)

	15/10期(15/1~15/10)	16/10期(15/11~16/10)
営業活動によるキャッシュ・フロー	86	-251
投資活動によるキャッシュ・フロー	-20	-9
財務活動によるキャッシュ・フロー	853	2
現金及び現金同等物の期末残高	1,009	734

■2017 年 10 月期予想

17/10 期は更なる成長のための M&A を含む事業投資を計画

同社は、決算発表と同時に 2017 年 10 月期の業績見通しを公表した。それによると、売上高 8,500 百万円(前期比 30.7% 増)、営業利益 130 百万円(同 56.6% 増)、経常利益 130 百万円(同 94.0% 増)、親会社株主に帰属する当期純利益 88 百万円(同 95.6% 増)である。

増収増益傾向の継続はもちろんのこと、更なる飛躍のために積極的に M&A を含む事業投資を行うとしている。特に、初年度計画が未達に終わった中国 EC 事業について積極投資で売上拡大を図り、目標値としては 3 億円を掲げている。初年度が 10 億円の目標に対して実績が約 1 億円にとどまり、いまだ中国の新税制の実際のオペレーションに不透明感がある現在、やや慎重な目標設定にならざるを得ないだろう。また、EC 関連の新規事業の基盤確立を行うとしている。日本国内の EC 市場は順調に拡大しており、同社の出店数などの主要管理指標も伸長しているため、全社的には売上高・利益ともに十分達成可能な計画値であろう。同社は、2017 年 10 月期の重点施策を発表したが、詳細は次項「中長期の成長戦略」で述べる。



3195 東証マザーズ

http://genepa.com/ir/

2017年1月24日(火)

2017年 10 月期業績見通し

(単位:百万円)

	16/10 期 実績	17/10 期 予算	前期比
売上高	6,501	8,500	30.7%
売上原価	4,720	6,200	31.4%
売上総利益	1,781	2,300	29.1%
販管費	1,698	2,170	27.8%
営業利益	83	130	56.6%
経常利益	67	130	94.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	45	88	95.6%

出所:会社資料からフィスコ作成

■中長期の成長戦略

「メタ EC カンパニー」に向けて、3 軸で成長

同社は、今後の展望として、「『メタ EC カンパニー』に向けて、3 軸で成長」というスローガンを掲げている。2017 年 10 月期の重点施策としているが、2020 年 10 月期までの中長期計画とみてよいだろう。

「メタ EC カンパニー」とはつまり、国内 EC を主軸としながらも、EC に関連して海外展開・自社商品開発・そして非物販事業(データ・メディア)などへ、多面的な拡大を行う、という姿である。数値目標として、2020 年 10 月期に連結売上高 500 億円を掲げている。目標達成のために積極的な M&A 投資は欠かせないと思われる。対象領域については、基本的には既存事業とのシナジーが発揮できる領域での投資を優先しつつ、取扱商品範囲の拡大に伴い、あらゆる領域を検討するとしている。具体的には、インターネット関連でポイント・決済業務やシステム・Web 制作会社、さらに取扱商材の範囲が拡大していけば、関係する商材メーカー、貿易会社など、サプライチェーン上の上流から下流まで広範囲に対象とすることが考えられる。また、M&A 投資規模としては最大で年間 100 億円を想定しているようである。

コア事業 EC 事業

『メタECカンパニー』に向けて、3軸で成長。

国内 E Cを主軸としながらも、E Cに関連して海外展開・自社商品開発・ そして非物販事業(データ・メディア)などへ、多面的な拡大を行う。



出所:会社資料



3195 東証マザーズ

http://genepa.com/ir/

2017年1月24日(火)

(1) 第 1 軸: 地理的展開 (中国・そしてアジアへ)

当面は中国越境 EC 事業に注力・推進する。現在の上海市政府運営の「KJT」、北京 MNC の「洋桃派」に加え、中国最大の EC モール Taobao にも出店し、マルチチャネル展開を加速させている。さらに ASEAN 地域への展開を図るとしている。具体的には、ベトナムを始め、インドネシア、タイ、マレーシア、シンガポールなどである。ここでは、既に資本提携している Charoen Pokphand (チャロン・ポカパン) グループの東アジア地域でのネットワークカを生かして、現地での体制構築や関係先の情報紹介の機能を期待している。中期経営計画の連結売上高 500 億円を達成するためには、海外事業を国内事業の 3 倍程度に拡大するという想定をしており、今後最も注力する施策と言えるだろう。

地理的展開

『中国クロスボーダー事業の推進、さらにASEANへ。』

- ・急成長する中国EC市場。
- ・国境をまたぐ越境ECの急伸。国別ランキングで日本が一位に。
- ・さらにASEAN地域へも展開。





出所:会社資料

(2) 第 2 軸: バーチカル展開(商品開発・ブランド開発)

現在の小売業という枠を超えて、「自社の商品開発・ブランド開発を展開」するとしている。

商品企画関連事業としては、現在強みとしている家具・ファブリックに加えて、寝具・家電などその他の商材に拡大する。また、取引社数・提携工場の拡大、取扱商品種類の拡充を図る。

自社ブランド開発については、まず家電領域でメーカーとの共同開発となる自社ブランド「Simplus」を2016年末にシリーズ投入した。

なお、自社商品開発・ブランド開発に当たっては、基本的には既存のパートナーとの共同 開発や既存取扱商品のノウハウが活用できるものを中心にするとのことである。



3195 東証マザーズ

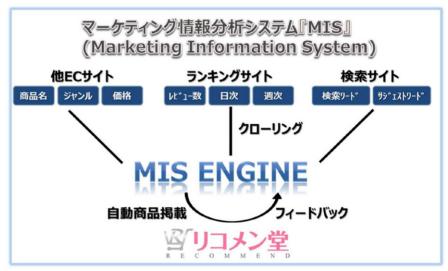
http://genepa.com/ir/

2017年1月24日(火)

(3) 第3軸:水平展開(データ事業・メディア事業)

従来の EC 事業の取扱商品に関わらない、同社が長年社内用に蓄積してきたコアのノウハウとも言える売れ筋情報・評価情報などのビッグデータをビジネス化するものである。現在は、マーケティング情報分析システム (MIS) を活用して、コンシューマ向け及び企業向けの両面での収益事業化を検討中とのことである。具体的には、2015 年 11 月より開始した中国越境 EC 事業において、中国企業向けの販売を開始しており、さらにコンシューマ向けメディア事業等への展開も進めている。一般的な EC 事業のところでは、まず取扱商品を増やして売上規模を拡大することが第 1 目標であるが、将来的には同社が強みとするマーケティングのノウハウ自体を事業化することで収益性の向上につなげることができるだろう。

マーケティング情報分析システム



出所:会社資料

■中国越境 EC 事業の現状

越境 EC 市場は年々拡大

2015 年 11 月に上海市政府出資企業が運営する「KJT.com」に出店しスタートした中国越境 EC 事業だが、2016 年 4 月 8 日に改正された新税制の影響で、輸出入業者を始めオペレーション上の混乱が生じている。中国政府は当面の混乱を鎮静化させるために、2017 年 5 月まで新税制の適用を保留することとしているが、いまだ流動的な状況のようである。かかる状況の中で、同社は初年度の売上目標 10 億円に対し、実績は約 1 億円であった。

中国の個人消費者向け越境 EC は、1) 日本国内の倉庫から中国ユーザーに個配で直送するモデル (国際郵便) と、2) 保税区などを利用して貿易通関し、中国国内の倉庫から配送するモデル (一般商業貨物) の 2 つに大別される。

1) 国際郵便の場合は、税関の判断で税額が確定する賦課課税方式のため、税金がかかりにくく日本国内売価に近い価格で販売ができる。比較的小規模取引の場合で一般的な EC と言える。この場合、「行郵税」(個人携帯輸入物品や個人輸入郵送品に対して課税される税金)の税率変更はあったが、それ以外は変わらず、課税額 50 元以下は免税適用となる。



3195 東証マザーズ

http://genepa.com/ir/

2017年1月24日(火)

■中国越境 EC 事業の現状

2) 一般商業貨物の場合は、比較的大規模の取引であるが、保税区を使った個人向け越境 EC であり、上記の「行郵税」が廃止され、新税率が適用される。したがって、保税区の運用ルールが変わること、商品によっては取扱いできないもの・逆に実質税率が上昇するものなどがある。などで物流機能が混乱しているようである。

同社が出店した上海の「KJT.com」は 2) の一般商業貨物のモデルであるが、1) の直貿型モデルとして 2016 年 8 月に「洋桃派」でサービス開始、同 9 月には中国最大の EC モール Taobao に出店するなど、マルチチャネル化によってリスク分散を図っている。保税区モデルは中国国内に在庫を保有するので、注文後短納期でユーザーに配送できるが、在庫リスクが日本側にあるので売れ筋商品に限定される。一方、直貿型モデルは日本側からの配送のためデリバリーに時間を要するが、在庫リスクはなく、日本で流通するほぼすべての商材が対象にできる。中国での売れ筋商品としては、おむつ、台所用品、その他日用品などが多いそうだが、野菜を洗う洗剤など中国独自の慣習によるものもあるとのことである。

いずれにしても、中国の中間所得層の旺盛な購買意欲は今後も衰えることはないものと考えられ、一時的な運用の混乱は生じても、越境 EC 事業としては今後とも大きく拡大していくことが期待される。

① KJT.com



② 洋桃派



3 Taobao



出所:会社資料

中国越境 EC に対する実質税率の変更(2016年4月8日改正)

	商品価格	4月7日以前	4月8日以降	
食品、健康食品、雑貨類など	500 元(8,500 円)以下	免税	11.9%	
艮四、健康艮四、椎貝類は乙	501 元(8,517 円)以上	10.0%	11.970	
コー・・・・・ 悪ル制日から	250 元(4,250 円)以下	免税	11.00/	
ファッション、電化製品など	251 元(4,267 円)以上	20.0%	11.9%	
化粧品など	100 元(1,700 円)以下	免税	32.9%	
	101 元(1,717 円)以上	50.0%	32.9%	

注:1元17円で計算

出所:日本ネット経済新聞 news

■配当、1部上場の計画

成長のための投資を優先するため無配

同社では、マザーズ市場においては成長投資優先で、当面は配当を行わない方針である。 前述のように、2020 年 10 月期には連結売上高 500 億円という遠大な目標を掲げており、こ の目標達成が見えてくれば 1 部上場及び配当実施も実現は近いものと考える。



ディスクレーマー (免責条項)

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・ 大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。"JASDAQ INDEX"の指数値及び商標は、 株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願いします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ