

## ジェネレーションパス

3195 東証マザーズ

<http://genepa.com/ir/>

2016年6月27日（月）

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 >>>](#)

## ■ Web マーケティングによる拡販支援サービスで急成長、越境 EC など成長投資に注力

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、a)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）、b)商品企画関連事業（EC 市場へ出品する商材の企画支援）、c)その他（ブライダル映像関連事業など）の3事業領域。

前年度（2015年10月期）の連結業績は、売上高が4,338百万円（通期予算達成率104.5%）、営業利益が63百万円（同118.0%）であった。今年度（2016年10月期）は売上高7,592百万円（前年比141.4%）、営業利益120百万円（同116.5%）を見込んでいる。なお、前年度が決算時期を変更（12月決算から10月決算）した後の初年度で10ヶ月決算だったため、単純な前年比較は困難（比較の場合は前年数値を12ヶ月のみなし数値に換算するなど）である。

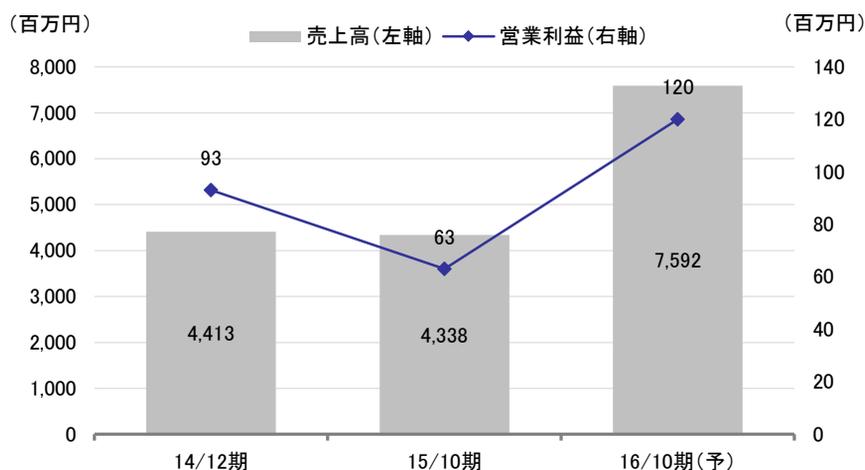
今年度の重点施策として、a)海外事業への展開（中国クロスボーダー事業2016年度目標10億円）、b)既存事業の拡充（取扱ベースで前年比146%成長目標）、c)ビッグデータ分析による新規事業スタートの3点を掲げている。

6月13日発表の2016年10月期第2四半期（2015年11月－2016年4月）決算の連結業績は、売上高3,141百万円（前年同期比21.4%）、営業利益88百万円（同69.1%）と順調に推移している。

## ■ Check Point

- ・積極的な M&A による成長投資により、売上高・利益ともに大幅に伸びる
- ・中国への越境 EC は、現地税制変更による影響は一時的で、大幅な成長が期待される
- ・株式分割による株式流動化で将来的な一部上場と配当開始に備える

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

## ■ 会社概要

### 商材メーカーに寄り添った Web マーケティング拡販支援サービスを提供する

#### (1) 沿革

同社は、2002年の会社設立当初（当時の本社は東京都千代田区紀尾井町3番地）は、思い出写真のアーカイブ化や映像化システムの製造販売事業でスタートした。その後、岡本洋明（おかもとひろあき）社長の米国ビジネス業界での経験や「自由な発想でまずやってみる」を信条とした事業展開方針により、今後はEC市場が急拡大するとの読みから、2007年に同社サイトの「リコメン堂」によりネットマーケティング事業に新規参入した。さらに、2015年11月より越境ECとして中国EC市場に参入している。

## 会社沿革

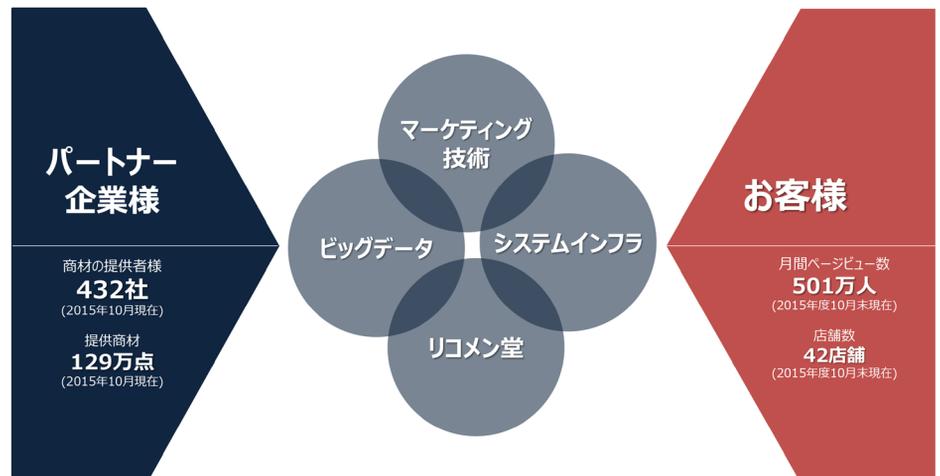
年月	沿革
2002年 1月	思い出写真のアーカイブ化、映像化システムの製造販売にて会社設立
2002年 2月	デジタルフォトアルバムプログラム作成装置及び記録媒体に関する特許申請
2002年 6月	個人情報のストレージサービスの提供開始
2002年12月	写真の映像化システム「G-ALBUMCreator」販売開始
2002年12月	富山県及び岐阜県に業務提携により、ジェネパ北陸、ジェネパ岐阜を設置
2003年 1月	東京都新宿区西新宿 6-12-1 に本社移転
2003年 2月	ブライダル専門映像自社サイト「ブライダル DVD」事業スタート
2005年 4月	ブライダル事業を除く映像事業の業務提携を解消し、BtoC 事業へ特化
2007年 6月	ネットマーケティング事業「リコメン堂」開始
2007年 7月	EC モールへの出店開始 (Yahoo! ビッターズ)
2008年 7月	楽天 <4755> 市場出店開始
2011年 7月	経済産業省中小企業庁発行第 177 回国会 (常会) 提出中小企業白書 2011「起業後急速に売上高を伸ばしている企業」として紹介
2011年 7月	次世代型農業を目指す新進気鋭株式会社和郷と提携
2012年 3月	中国大手インターネット通販企業「VANCL」社とパートナーシップ提携
2012年12月	システム構築企業「株式会社トリプルダブル」を完全子会社化
2013年 1月	ネットマーケティング事業を EC マーケティング事業とし、合わせて、EC サポート事業の開始
2013年 2月	中国大手インターネット通販「VANCL」の日本国内店スタート
2013年 3月	農業組合法人和郷園の EC 店「OTENTO」スタート
2014年 9月	東京証券取引所マザーズ市場に上場
2015年 7月	世界有数の大手複合企業 Charoen Pokphand (チャロン・ポカパン) Group Company Limited と資本提携
2015年 7月	資本金を 6 億 2212 万円に増資
2015年11月	中国の「KJT.com」(中国 (上海) 自由貿易試験区正定魯 530 号) に出店し、中国 EC 市場へ参入
2016年 5月	株式を普通株式 1 株に対し 4 株の割合で分割

出所：会社資料よりフィスコ作成

## (2) 事業内容

ヤフー<4689>など大手サイトのモールが一般消費者向けであるのに対し、同社の EC 事業は商材メーカー側に寄り添って、インターネット上でビッグデータを分析し、拡販のための最適なマーケティング手法を実践・提案するものである。

## 同社のビジネスモデル

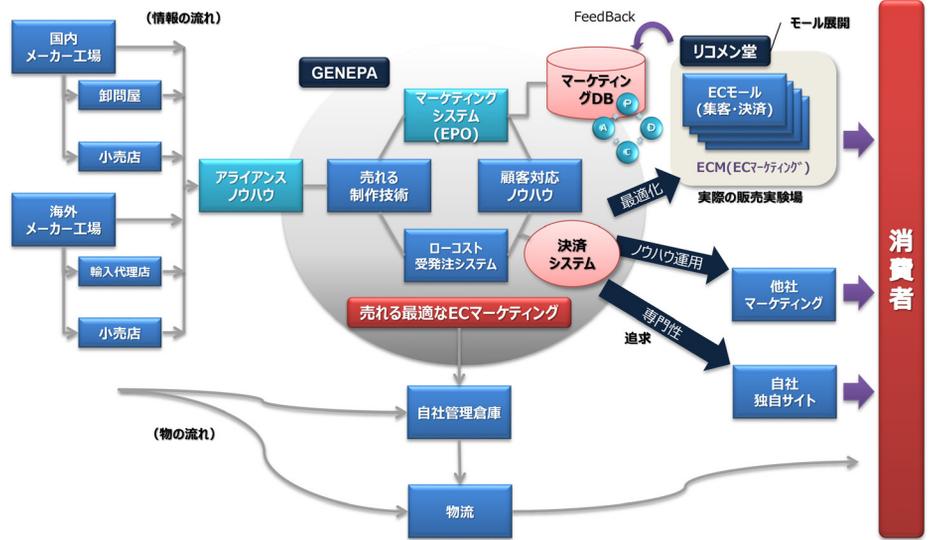


出所：会社資料

2016年6月27日(月)

同社サイト「リコメン堂」は、新商材のマーケティングデータ分析を目的としたテスト販売の場という位置付けであり、独自に構築したマーケティング手法「EPO」をベースとした情報システムとローコストオペレーションにより、提携大手モールも含めた最適な拡販施策を推進していくというものである。したがって、同社の手法は商材のジャンルにこだわらず、汎用性があることが特徴だ。現時点では、同社がEC事業に参入した経緯から、家具・インテリア用品が比較的多いが、家電、宝飾品、日用品、ファッションなどと多岐にわたっている。

EC事業の全体図



出所：会社資料

EPOの仕組み

EPOの概念

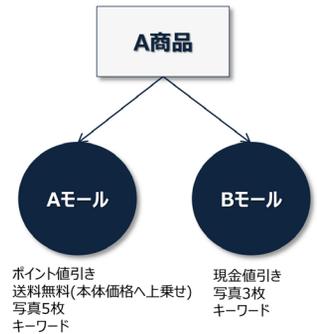
価格訴求は現金値引きかポイント付与かどちらが有効か



- 有名なECサイトから、画像、テキスト、価格を自動調査し、最適な掲出方法を分析
- 商品特性毎に最適な売り方をパターン化し蓄積

出所：会社資料

EC毎のきめ細かな対応



- 検索ワード上位を自動抽出、商品と数多くのワードを紐づけ、モール内での露出を高める
- 機動的な販促を展開、活動関連商品からの誘導も

商材提供者であるパートナー企業には、出品時に手数料はかからない。また、仕入れは一部の売れ筋の商材以外は、基本的に注文ベースでパートナー企業から消費者へ商品を直送するドロップシッピング方式(以下DS方式)にて行われるので、同社に在庫リスクはない。会計上は仕入品の原価を算入し、売値と仕入値の差が粗利益となる。一部の売れ筋の商材の場合は、在庫がないことによる受注機会損失を防止するために同社で在庫保有する。



ジェネレーションパス

3195 東証マザーズ

<http://genepa.com/ir/>

2016年6月27日（月）

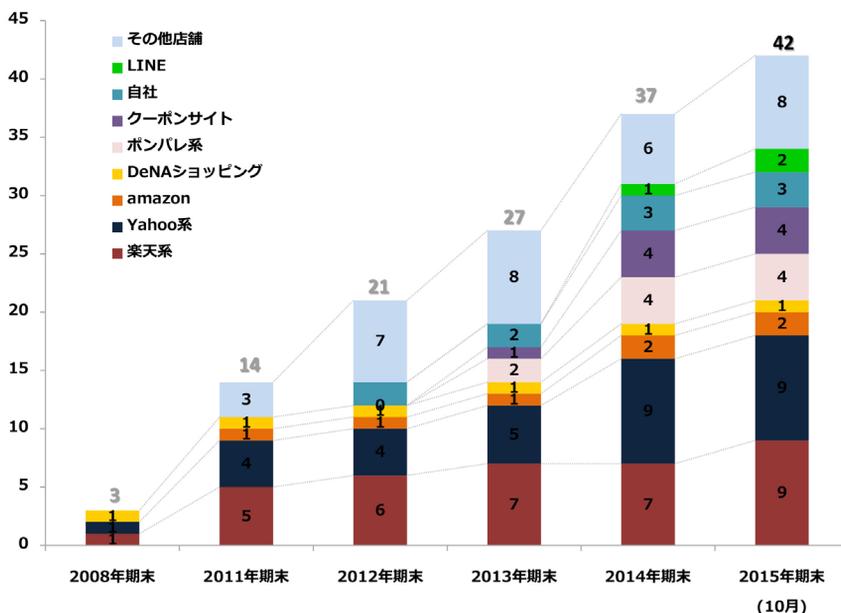
(3) 事業ドメイン

同社の事業ドメインは、a)EC マーケティング事業、b) 商品企画関連事業、c) その他（ブライダル映像関連事業）の3カテゴリーである。

a) 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9割近く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。しかし、DS方式の商材は利益率が低く、利益率の高い売れ筋商材も在庫リスクがあるため、システム強化等によってこれらをバランスよく効率的に取り扱って利益率を向上させていくことが課題の1つと考えられる。また、2015年11月より開始した中国越境 EC ビジネスの今後の動向も注目される。

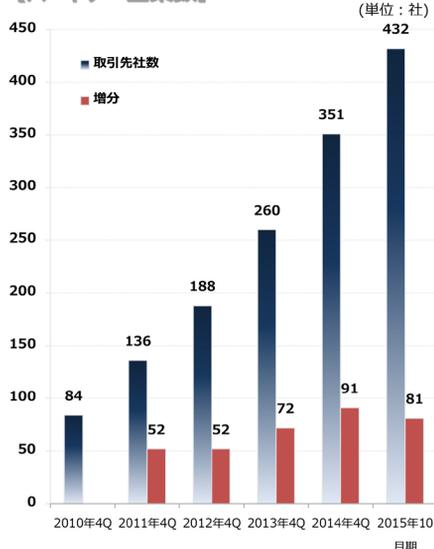
出店数の推移



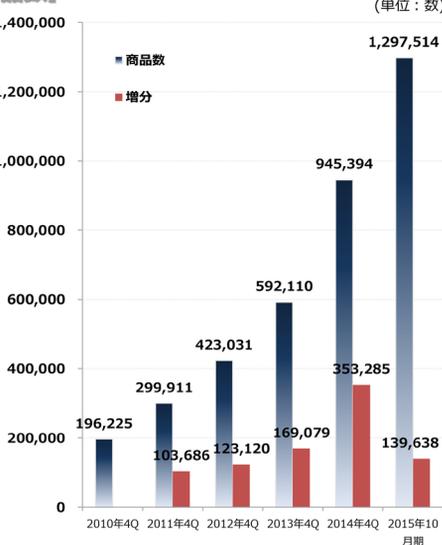
出所：会社資料

パートナー企業数と商品数の推移

【パートナー企業数】



【商品数】



出所：会社資料



## ジェネレーションパス

3195 東証マザーズ

<http://genepa.com/ir/>

2016年6月27日(月)

## b) 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(マーケティングインフォメーションシステム)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成長している。

## c) その他(プライダル映像関連事業)

同社設立時のメモリアル写真のアーカイブ化や映像化システム事業の流れをくむ。現在は、年間売上高で数千万円の規模である。

## ■ 2016年10月期第2四半期決算と年間見通し

## 16/10期は増収増益で着地

(単位:百万円)

	15/10期2Q	16/10期2Q		16/10期
	実績	実績	増減	予想
売上高	2,586	3,141	12.4%	7,592
営業利益	52	88	69.1%	120

出所:短信等からフィスコ作成

6月13日に発表された2016年10月期第2四半期連結決算の業績は、売上高が3,141百万円(前年同期比21.4%増)、営業利益が88百万円(同69.1%増)であった。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、主要管理指標である出店数も4月30日時点で前期末(2015年10月末)比3店舗増の45店舗となるなど、順調に拡大している。既存モールでの「EPO」を推進し、集客と売上拡大策を実施し、増加傾向を維持している。なお、前年に決算時期を変更したことにより、商材によっては販売における季節変動のずれなどもあるため、単純な前年比較は困難である。

## (1) セグメント別

(単位:百万円)

	15/10期2Q		16/10期2Q			
	売上高	セグメント利益	売上高	前年同期比	セグメント利益	前年同期比
ECマーケティング事業	2,147	66	2,611	21.6%	98	47.8%
商品企画関連事業	435	66	498	14.5%	59	-10.6%
その他	3	2	31	933.3%	20	900.0%
調整額(一般管理費)	-	-82	-	-	-89	8.5%
全社合計	2,586	52	3,141	21.4%	88	69.1%



## ジェネレーションパス

3195 東証マザーズ

<http://genepa.com/ir/>

2016 年 6 月 27 日 (月)

## (a) EC マーケティング事業

EC マーケティング事業については、ビッグデータ分析によるマーケティング施策の実施や各モールでの取扱商品数の増加、新規取引先との契約件数の増加などで売上が拡大している。また、商品の販売価格の見直しや自社スタジオ強化による商品コンテンツの拡充などで利益率の改善を図り、今期の営業利益拡大に貢献している。

また、2015 年 11 月から中国越境 EC 事業に参入し、上海跨境国際貿易有限公司が運営する中国の EC モール「KJT.com」に新規出店して運営開始している。2016 年 4 月の中国当局による税制改正・販売規制から影響を受け、取扱商品の見直しなどでやや売上の伸び悩みがあったが、影響は一時的なものとみられる。

システム面では、同社が独自開発したオペレーションシステム（GPMS：Generation Pass Management System）の機能改善や追加機能実装など、売上拡大及び利益改善のための基盤整備を行っている。さらに、「EPO」推進のためのビッグデータ収集・分析システム（MIS：Marketing Information System）の実装により、2015 年 11 月から解析情報の提供としてビッグデータ販売を開始している。

## (b) 商品企画関連事業

昨年度開始した新規事業である商品企画関連事業については、家具・雑貨の受注に加え、2016 年 1 月から引き続き取扱商品の拡大として寝具の受注が加わった。さらに、品質向上のための試作品作成や商品試験テストに注力し、受注拡大を推進している。取扱商品の拡大で売上高は順調に推移したが、検品費用及び試作品作成に関わる費用計上のため、損益上では前年同期比 7 百万円の減益となった。

## 中国 EC 事業の伸長がカギ

## (2) 2016 年 10 月期見通し

(単位：百万円)

	15/10 期	16/10 期	
	年間	第二四半期	年間（見込み）
売上高	5,368	3,141	7,592
半期対年間比	-	41.4%	-
営業利益	103	88	120
半期対年間比	-	73.3%	-

注：15/12 みなし期は年間比較のための実際の 10 カ月決算値を 12 カ月数値に換算

同社の 2016 年 10 月期の年間連結業績見通しは、売上高 7,592 百万円、営業利益 120 百万円で、当初の年間予算数値どおりである。前期で決算時期が変更となったため、単純な前年比較は困難であるが、売上高についてはややハードルが高く感じられる。更なる飛躍のために、中国越境 EC 事業、ビッグデータ関連の新規事業、EC サポート事業、その他 M&A 戦略など、積極的な成長投資・事業拡大を行い、目標達成を狙っている。その中でもやはり、中国 EC 事業の伸長（年間目標 10 億円）が全社目標達成のカギと考えられる。

営業利益については、取扱商材ミックスによって利益率が変動するなどのリスク要因はあるものの、管理システム強化等で利益率向上・平準化を進めることに加え、第 2 四半期で年間比 74% の到達率でもあるので、年間予算達成は十分可能と考えられる。

## 中国越境 EC

### 中国越境 EC とは年率 20% 増の急成長を遂げる

日本国内では少子高齢化・人口減少が進み個人消費も停滞するなかで、同社は 13 億人もの人口を抱え、中間富裕層の拡大で加速的に消費が拡大する中国の越境 EC 事業に参加した。これは、既存の国内 EC 事業で培ったノウハウを海外展開すること、急激な為替変動への 1 つのリスクヘッジ対策などの意味がある。

ジェネレーションパス

3195 東証マザーズ

<http://genepa.com/ir/>

2016 年 6 月 27 日 (月)

各国越境 EC 市場規模推計 (2014 年～ 2018 年)

(単位: 億円)

消費国	販売国	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2018/2014
日本	米国	1,889	2,074	2,258	2,448	2,647	-
	中国	197	216	235	255	276	-
	(合計)	2,086	2,290	2,493	2,703	2,923	140.1%
米国	日本	4,868	5,534	6,250	7,006	7,803	-
	中国	3,266	3,713	4,193	4,700	5,235	-
	(合計)	8,134	9,247	10,443	11,706	13,038	160.3%
中国	日本	6,064	8,006	9,994	12,047	13,943	-
	米国	6,290	8,305	10,366	12,496	14,463	-
	(合計)	12,354	16,311	20,360	24,543	28,406	229.9%

出所: 経済産業省「電子商取引に関する市場調査」2015 年

経済産業省の調査によると、越境 EC 市場は、日本、米国、中国とも今後大幅な伸長が見込まれるが、中でも中国は年率 20% 増の急成長を遂げるものとみられている。2016 年 4 月の中国税制改正は、一部の少額商品の免税措置が廃止されたことなどから、取引上で一時的に混乱が見られたもようである。しかし、適用税率が簡素化されることで通関手続きが効率化され、高額の商品や電化製品などが大幅減税になるなど、中国の消費者の購買意欲を喚起し、EC 市場の活性化につながるものと考えられる。

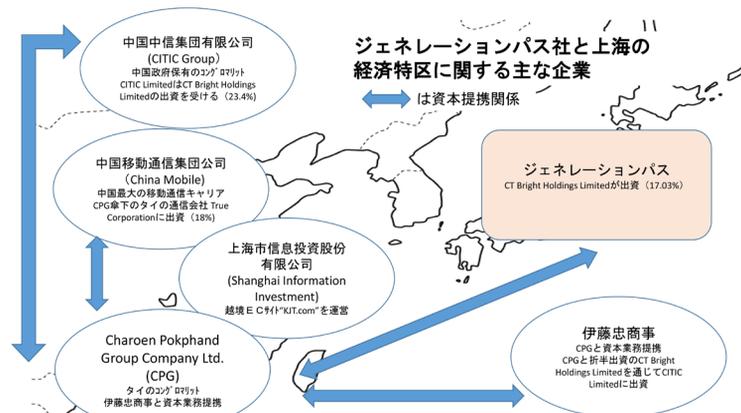
中国越境 EC に対する実質税率の変更 (2016 年 4 月 8 日改正)

	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 (8500 円) 以下	免税	11.9%
	501 元 (8517 円) 以上	10.0%	
ファッション、電化製品など	250 元 (4250 円) 以下	免税	11.9%
	251 元 (4267 円) 以上	20.0%	
化粧品など	100 元 (1700 円) 以下	免税	32.9%
	101 元 (1717 円) 以上	50.0%	

注: 1 元 17 円で計算

出所: 日本ネット経済新聞 news

### 上海経済特区に関する主な企業



出所: 会社資料をもとにフィスコ作成

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〉、中国のコングロマリットである中国中信集団（CITIC Group）の3社の資本提携に、中国最大の移動体通信会社である中国移动通信集团公司（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事業を2015年11月より展開している。

CPGとの提携については、タイのコングロマリットとして、農業、食品、流通、金融、情報通信など幅広く手掛けており、EC事業のパートナーとして適切との判断である。また、将来的にさらにASEAN地区に事業展開することも想定している。

当面は、上海市政府が保有するSIIを通じて、KJT.comという越境ECモールで運営を行う。商材の大半は日本からの商品である。在庫リスクについては、2015年8月に業務提携した（株）ディノス・セシールについてはディノス・セシールが負担するが、それ以外は同社が負担（付保あり）する。

日本国内のEC事業で培ったマーケティング・ノウハウや分析データの応用も当然ながら行うにしても、中国の消費者の嗜好や独特の商習慣などに柔軟に対応していくことが求められる。今後の展開に注目である。

## ■ キャッシュフローの管理

### 3.3 億円の支出増

#### 営業活動キャッシュフロー

（単位：百万円）

	15/10期		16/10期
	第二四半期	年間	第二四半期
売上債権（増）減	66	118	-116
棚卸資産（増）減	-104	-65	-337
利息・法人税等	-21	-37	-10
営業活動キャッシュフロー	-112	86	-330

注：15/12みなし期は年間比較のための実際の10カ月決算値を12カ月数値に換算

2016年10月期第2四半期の営業キャッシュフローを見ると、331百万円の支出増となっており、棚卸資産の増加が主要因であった。これは、国内EC事業の主に売れ筋商品、及び中国越境EC事業の在庫分（ディノス・セシール取扱品を除く）の増加によるものと考えられる。季節変動の大きい商材などの影響や、取扱商材の拡大に伴う在庫増加なども考えられるが、今後は自社在庫保有率が高まることも予想され、またM&Aのための資金確保などもあり、キャッシュフローの管理は1つの課題と考えられる。

2016年6月27日（月）

## ■ 人材の確保・育成

### 少数精鋭で事業拡大を追求

2016年4月末時点で同社の社員数は69名である。事業の拡大に伴い、体制整備のために各部門で人材採用を進めている。特に、EC事業の商品仕入れや新規取引先開拓、取引メーカーや卸売業者との価格交渉や売買戦略を担当するバイヤーが不足している。また、ECサイトの企画・開発・運用・保守などを担当するシステム・エンジニアやプログラマ、Webの企画などを担当するデザイナー、管理スタッフなども募集しており、いずれも経験者優先で即戦力を求めている。少数精鋭で事業拡大を追求する同社の方針と考えられる。

## ■ 配当について

### 当面は行わない方針

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。2020年に売上高500億円という目標を掲げており、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が近いものとする。

#### 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。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・加工することは強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・譲渡することは強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お願いいたします。

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