

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
浅川 裕之

■売上高とともに利益成長は一段と加速へ Eコマース企業としての評価の高まりに期待

シュッピンはインターネットを中心としてカメラ、時計、筆記具、自転車の4つの商材で中古品の買取と中古品及び新品の販売を行っている。同社を見る上で重要な視点は、店舗で展開することが主流である中古品流通業において、インターネットを最大限活用し最小限の店舗で、低コスト運営を徹底しているEコマース（EC）企業であるということである。

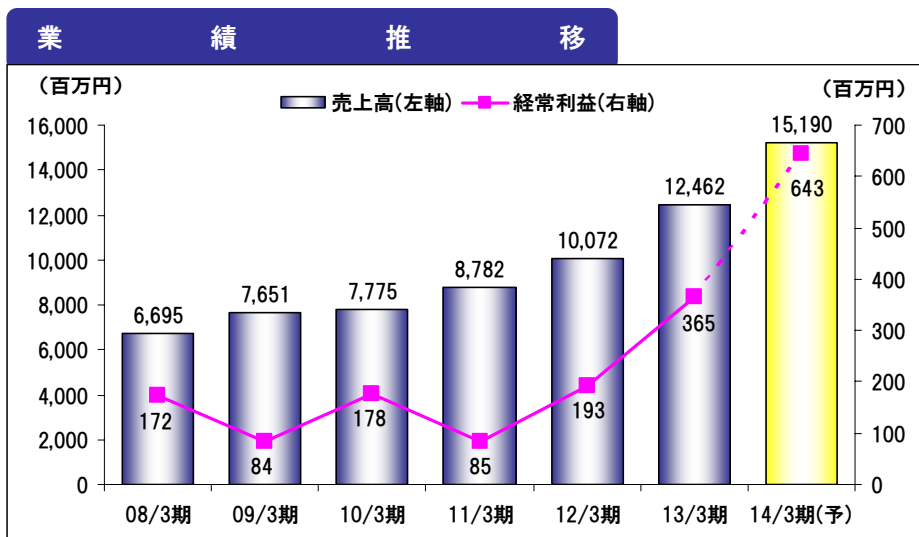
同社がEコマース企業としてさらに発展するための仕組みの大枠は出来上がっていると評価できる。インターネット中心の低コスト運営ゆえに、売上高が伸びるに従い利益成長は一段と加速するという収益構造が、財務分析等から明確に読み取れる。今後の課題は売上高の拡大であるが、これまでの実績では、「ワンプライス買取」「スムーズ買取」といった消費者へのアピール度の高く、EC化を加速させる施策が着実に効果を上げている。

現在の証券市場では、同社を「中古品流通業者」という視点で評価する向きが主流のようだ。しかし今後は、同社の売上高が伸長し収益性が改善していく過程で、中古品流通業者としての評価から、Eコマース企業としての評価という本来の姿へと変化していくものと予想される。評価の視点の変化は、同社の中期成長性の判断や、投資におけるバリュエーションの判断に影響を与えよう。

2014年3月期の第3四半期（2013年3-12月）累計決算は、商材全般にわたって販売が好調であり、2014年3月期の通期見通しを上回った。これを受けて同社は、2014年3月期見通しを上方修正しており、売上高が前期比21.9%増の15,190百万円、営業利益が同69.2%増の659百万円、経常利益が同75.8%増の643百万円、当期純利益が63.6%増の379百万円としている。ちょうど、中計予想を1年前倒しで達成した形となっている。この状況を受けて同社は中期計画の見直しに着手しており、新中計は2014年3月期決算発表のころに公表される見通しである。

■Check Point

- ・カメラ事業で創業、インターネットを主軸に事業を拡大
- ・価値ある商品とインターネット商流による低コスト運営で安定成長を実現
- ・中期予想を前倒しで達成、今後のトップライン・グロースの動向に注目



出所：会社資料からフィスコ作成
 ※予想は会社予想

■ 会社概要

カメラ事業で創業、インターネットを主軸に事業を拡大

(1) 沿革

同社は代表取締役社長の鈴木慶（すずき けい）氏が1994年8月に「Map Camera」の屋号でカメラ事業を開始したことがそもそものスタートだ。鈴木氏はパソコンの買取・販売を行うソフマップの創業者でもある。その後、2005年8月に会社としての同社が設立され、インターネットを主軸にした現在のカメラ事業が整った。

同社はその後、2006年6月に「GMT」ブランドで時計事業を、2008年4月に「KINGDOM NOTE」ブランドで筆記具事業を、それぞれ開始した。また、2008年11月に「map sports」ブランドでスポーツ自転車に進出した。スポーツ自転車を主に扱う自転車事業は、2013年7月に「CROWN GEARS」にブランドを変更して現在に至っている。証券市場には、2012年12月に東証マザーズに上場した。

沿革表

会社沿革	
1994年 8月	屋号「Map Camera」としてカメラ事業を開始
2005年 8月	シュッピン株式会社設立
2006年 6月	屋号「GMT」でGMT時計事業部として時計の買取・販売事業を開始
2008年 4月	屋号「KINGDOM NOTE」でKINGDOM NOTE営業部として筆記具の買取・販売事業を開始
2008年 11月	スポーツ自転車の買取・販売事業を開始
2012年 12月	東証マザーズに上場
2013年 7月	自転車事業の屋号を「CROWN GEARS」に変更
2013年 7月	「ワンプライス買取」を導入
2013年 12月	「スムーズ買取」を導入

出所：フィスコ作成



■会社概要

「価値ある中古品」をニーズに合わせて販売するEコマース企業

(2) 経営理念と事業モデル

同社の事業目的は「インターネットを利用して価値ある中古品の安心・安全なお取引を行うこと」である。事業モデルは「中古品流通事業者」という見方をされることが多いかもしれない。しかし、簡単な財務分析をするだけで、同社がEコマース企業であることが数字となって明確に現われてくる。

同社は創業時から中古品を扱っているが、重要な点は中古品を扱うかどうかではなく、扱う商材にどれだけ自社の競争力を持たせられるか、他社との差別化を図れるか、ということであろう。ソフマップの創業者でもある鈴木氏は、ソフマップでのパソコンの販売を通じてパソコンの技術進歩のスピードと、それともなう価格下落スピードの激しさを体験したという。これは同時に「店舗」の持つ固定費負担の重さの体験でもある。一方で同氏は、自身が好きなカメラを通して、「価値ある商品は中古でも価格が下がらない」ことを発見し、「Map Camera」の開業に至った。「価値ある商品」という視点は同社の商材の選択に一貫している。「新製品の発売サイクルの長い商品」を「価値ある商品」と位置付け、同社の事業は「リユースではなく“リバリュー”」「価値ある大切な商品の新たな創造事業」であると説明している。

元来が「インターネットを利用して」ということが同社の出発点であるが、実際の売買に際しては店頭で担当者と話をしながら行いたいという消費者ニーズもある。とくに「1点もの」であるカメラや時計など、こだわりのある中古品の流通においてはなおさらであろう。そうした現実を踏まえて、同社は各事業分野で1店舗ずつリアル店舗を展開している。同社にとってリアル店舗は、インターネットを用いた取引を補足する「ショールーム」という位置づけだ。したがって同社は、将来的に店舗の増設は考えていない。

■事業の詳細

価格推移の安定した商材に特化、ECの比率は拡大傾向

(1) 現在の概況

現在同社は、カメラ、時計、自転車、筆記具の4つの商材である。インターネットを中心としながら店舗も併用している。中古品の買取と、それら買い取った中古品並びに新品の販売を行っている。インターネットで商品を探して、店舗で購入する消費者もいることから、店舗での売上比率も、ある程度の割合ではある。ただ、過去からの推移を見ると、着実にECの比率が上昇してきている。(12年3月期1Q: 43.2%から14年3月期3Q: 52.9%) 同社の経営努力もEC比率の上昇ということに、集中的に注がれている。

■事業の詳細

4事業部門の概況一覧

事業部門	ブランド	事業の内容	14/3期第3Q 累計売上高(百万円)	
			EC売上	店舗売上
カメラ	Map Camera	デジタルカメラ、フィルムカメラ、交換レンズ、アクセサリ類の買取、新品・中古品の販売、委託販売	EC売上	4,430
			店舗売上	3,811
時計	GMT	高級海外機械式腕時計を中心に買取、新品・中古品の販売、委託販売	EC売上	1,118
			店舗売上	1,427
筆記具	KINGDOM NOTE	万年筆、ボールペンを中心に買取、新品・中古品の販売、委託販売	EC売上	124
			店舗売上	98
自転車	CROWN GEARS	スポーツ自転車の完成品、部品、関連用具について、買取、新品・中古品の販売、委託販売	EC売上	203
			店舗売上	39

出所：フィスコ作成

同社の事業モデルを考えるうえでのもう1つの重要な視点は、その商材エリアのあり方だ。EC業界における同社の立ち位置という表現に置き換えることも可能であろう。同社は「価値ある商品」「価値ある中古品」というところにフォーカスすることで他社との差別化をはかっている。この差別化のポイントは「価格下落が起きにくい」という点だ。新品から中古に至る過程で価格は下落するが、一旦中古になってしまえばそのあとは、比較的安定した価格推移が期待できる商材を扱いたいというのが、同社が最もこだわっている点だ。安定的な価格推移が期待できる商材で、且つ現実にビジネスが成り立つ市場規模などを考えたとき、カメラ、時計、自転車、筆記具という現状の4事業分野構成は、説得力のある体制となっていると評価できよう。

カメラ事業と時計事業で売上の95%超を創出

(2) 各事業部門の詳細

(a) カメラ事業 売上高構成比率：73.2%（2014年3月期第3四半期累計実績）

カメラ事業はいわば同社の創業事業であり、現在の収益構造の中心でもある。同事業の売上高営業利益率は8.4%（2014年3月期の第3四半期（2013年3-12月）累計実績）に達した。カメラ営業部は107人で4事業の中でも最も多い。カメラは工業製品であり、新しいもの、高性能なものに価値が見出されることが多い。一方で、高性能なものは高額であるため、性能がきちんと維持されている限りは中古品で構わないという顧客層も少なからず存在する。そのため、同社の「インターネットを利用した中古品の流通」というビジネスモデルには、最も良くなじむ商材であるといえよう。かつては店舗売上がEC売上を上回っていたが、ここに来て同社の認知度向上もあって、EC売上高が店舗売上高を明確に上回ってきた。後述する「先取交換」の新サービスも、カメラに最もマッチするサービスといえ、今後もEC売上の拡大が期待される。

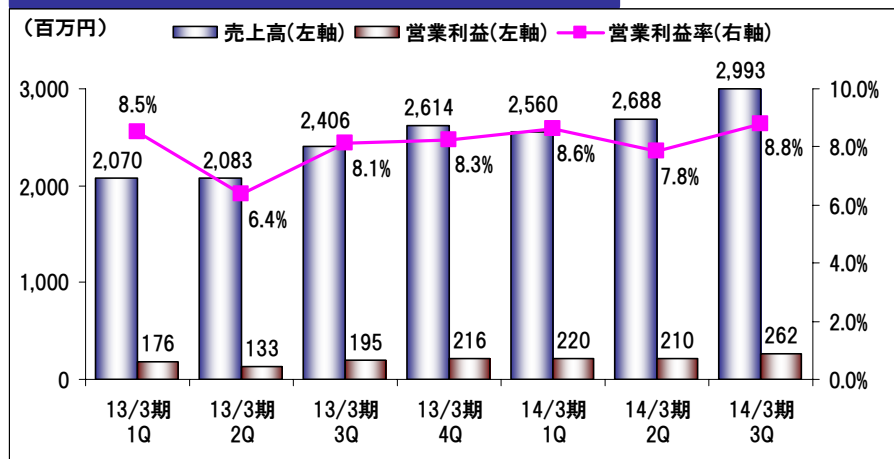
カメラ事業の競争は決してやさしくはない。キタムラ<2719>など大手チェーンもあれば街の個人店舗のようなところも数多くある。そんな中で、同社の「マップカメラ」ブランドは着実に浸透しつつある。インターネットで「カメラ、中古」や「カメラ、買取」などで検索すると、検索結果においてほぼ第2位で顔を出してくる状況だ。知名度はおそらく「シュッピン」以上であろう。



■事業の詳細

カメラ事業の将来性について、同社は非常に大きいと期待しており、時期は明言しないが「当面の」売上目標を30,000百万円としている。カメラ分野においては、ファンが多いこと、工業製品として機能進化が続くこと、レンズなどパーツ類、アクセサリ類の種類が多いこと、中古品の流通量が多いこと、などを考え合わせれば、同社の売上目標には説得力がある。

カメラ事業の業績推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

(b) 時計事業 売上高構成比率：22.6%（2014年3月期第3四半期累計実績）

同社が扱う時計は基本的には機械式高級時計だ。カメラが工業製品であるのに対して、この領域の時計は「工芸品」的な色彩を色濃く帯びる。工芸品的であるがゆえに、数も少なく中古品でも価値が失われにくい。

一口に機械式高級時計といっても価格帯はカメラ以上に幅広い。1本数千万円を超えるものから数十万円単位のものまで様々だ。大まかにいえば100万円以上の時計とそれ以下の時計とでは、顧客層も異なり、買い方も異なっている。ボリュームゾーンは50万円前後とみられ、これらの領域においては、インターネット販売がもっと拡大していくものと期待される。反対に、100万円を超えるような商品については、インターネット上で在庫を確認した上で、店舗に来店する顧客への販売も併用していく方針だ。これらの価格帯になると、対面型販売であっても十分に採算が合う。

一部の高額時計のインターネット買取・販売は対面取引のニーズが特に高いが、新品や定番の中古品においてはインターネットでの取引は非常に活発だ。直近期においても店舗売上高がEC売上高を上回っているのは、カメラに比べれば対面取引の割合が高いことが影響していると推測されるが、今後同社の売上高が拡大していく過程においては、カメラ同様にEC売上高が成長ドライバーとなり、結果的に時計においてもEC売上高比率が高まっていくものと予想される。

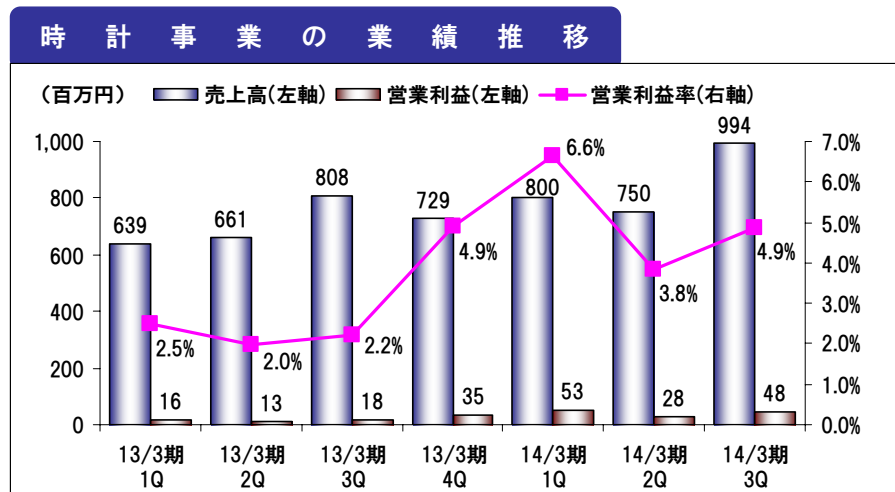
時計事業の利益率は、5.1%となっている（2014年3月期の第3四半期（2013年3-12月）累計実績）。これは、EC比率よりも、売上高の絶対値がまだ低いことが主たる要因と思われる。今後売上高が伸長するに従って、利益率も改善してくると期待される。



■事業の詳細

売上高はこれまでのところ順調に増大基調を歩んでいるが、まだ拡大余地があるようだ。インターネットで「時計、中古」「時計、買取」などで検索しても、同社の「GMT」は検索結果の上位には顔を出してこない。この点は同社も十分に認識しており、インターネット広告出稿やSEO対策などに加えて、ブログやFacebookなどを活用したプロモーション活動を行っている。それ以上に重要なことは、時計マニアを惹きつける品揃えだろう。その点では豊富な資金力や「ワンプライス買取」や「スムーズ買取」などのユーザーフレンドリーなサービスを打ち出している同社は、高い競争力があるといえる。

同社の分析では、時計の中古流通分野でのトップは東京・中野の「ジャックロード」である。ジャックロードは推定年商10,000百万円で、事業モデル的にも店舗を絞ってインターネット中心でやっている点で同社の「GMT」と非常に近い。同社は時計事業の目標をジャックロードに定め、ここを抜くことを当面の目標に置いている。この目標設定についても十分説得力があると思われる。現時点では売上高で約3倍の開き（10,000百万円対3,000百万円）があるが、ジャックロードが1987年創業であるのに対して、GMTは2006年の創業である。成長スピードはGMTのほうが高い。また、ジャックロードは非公開であるのに対して同社は上場企業で信用力、資金力の面で優位に立っている。こうした点で説得力があり実現可能性が高いと評価するポイントである。なお、他の時計の中古流通業者は多店舗展開型が多く、同社の直接的な比較対象企業としては適さない。この点も同社がジャックロードを目標に据えている理由である。



出所：会社資料よりフィスコ作成

(c) 筆記具事業 売上高構成比率：2.0%（2014年3月期第3四半期累計実績）

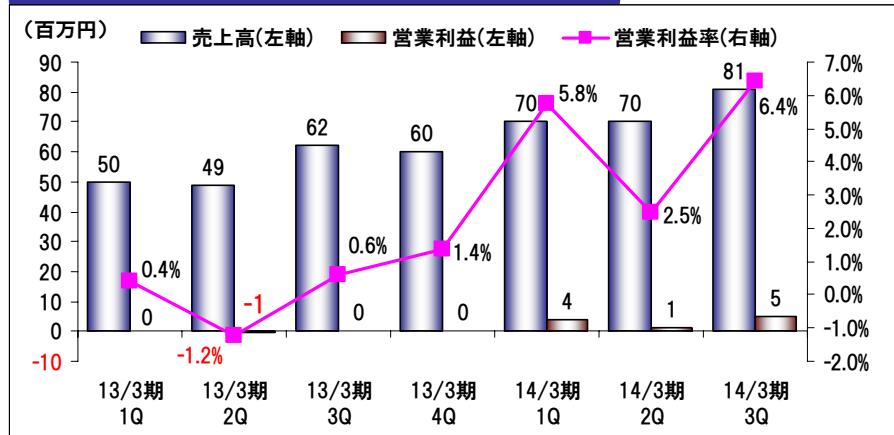
筆記具については市場の小さい点が懸念ポイントだが、市場規模が小さいがゆえに時計やカメラと違って競合が少ない利点もある。また、筆記具もやはり「工芸品」の価値を持つものであり、根強いファンが存在する。そうした状況ゆえに、事業が大きく成長することは期待しにくい、きちんと利益を出して同社の収益の足を引っ張ることなく、むしろ、同社の商品ラインナップを飾るという点で存在価値を見出していくことは十分可能であろう。

同社は、筆記具事業に関して具体的な中長期的な収益目標は出していない。現状の売上高の絶対値がまだ小さいのでしばらくは5%~10%の成長が続く可能性があるが、500百万円が当面の目標ということになるかと思われる。



■事業の詳細

筆記具事業の業績推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

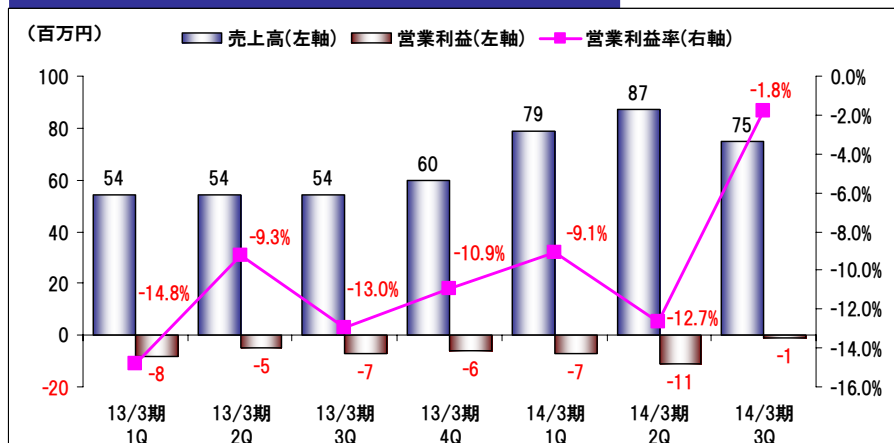
(d) 自転車事業 売上高構成比率：2.2%（2014年3月期第3四半期累計実績）

自転車は愛好者も多く市場自体は大きい。製品単価もフレームなどは数十万円するのも珍しくはない。今後、筆記具以上の収益規模になっていくものと考えられ、成長期待の大きな事業分野である。自転車事業は筆記具から遅れること約半年の2008年11月にスタートしたが、実際に売上高が目に見える形で計上されてきたのは2011年3月期からで、筆記具事業に対して2年間遅れた。今現在の売上規模も、鈴木氏が当初思い描いていた成長カーブに対しては、アンダーパフォームとなっているものと思われる。

売上高が伸び悩んでいる大きな理由は、新品の、特にフレームの仕入れにある。同社は中古品を手掛けているため、メーカーとの関係づくりにもどうしても困難を伴う状況にある。現在も交渉を継続中で、独自の対応策なども検討中のようなのである。自転車事業は新品フレームの仕入問題が解決されると一気に伸びる可能性を秘めているといえる。

以上のような状況のため、自転車事業の収益貢献はこれからの課題の一つだ。売上高こそ筆記具と並ぶ所まで来たが、営業利益では18百万円の営業損失だった（2014年3月期上期実績）。この営業損失には、店舗改装に伴う休業ロスの影響も含まれている。プラス面ではECが大きく伸びて、2013年12月の端月の収支は営業黒字となったことが挙げられる。このように、ECの伸びで着実に収益は改善方向にあることはプラスに評価できるが、一段の収益性アップには新品仕入問題の解決が大きな転機となってくるものと予想される。

自転車事業の業績推移



出所：会社資料よりフィスコ作成



■事業の詳細

まずは強みを生かしてカメラと時計のシェア拡大を目指す**(3) 商材についての中期的な考え方**

同社がEコマース企業として着実に成功を収めるためには、商材の選択は非常に重要であり、この点に注目が集まっている。この点について同社では、現在のカメラと時計の中期売上目標の達成にまずは全力を挙げるとしており、新商材の投入はその後になるだろうと見込まれる。これは、カメラと時計の市場規模が非常に大きい中で、同社の強みを活かしシェア拡大を図ることが、最適と考えていることにある。

上記のような鈴木氏の回答とは別に、同社の経営理念からも商材の拡大はそう簡単には起こらないであろうとの推測が可能だ。すなわち、同社は「リユースではなくリバリュー」という点を強調している。この意味は、中古品であっても価値が下がらない物、下がりにくいもの、あるいは価値が上がるものに光を当てて、その流通の中核を担おうというものだ。そしてこの場合のバリューとはオリジナリティと言い換えることが可能である。この条件に適う商材は、無数にあるわけではない。商材の拡大は、同社にとっては業容拡大のチャンスであると同時に、障害になる可能性もあると考えられるが、同社が安易に新商材を手掛ける「リスク」は低いものと思われる。

同社が目指す事業モデルの確立には、それぞれの商材における“目利き”の人材が不可欠である。このことが、参入障壁や差別化というプラス面をもたらすことにつながるが、自らが新規に商材を拡大しようという場合には、障害ともなりえる。同社が東証マザーズに上場したことは、知名度向上や企業としての信頼性向上に寄与し、人材獲得の上で有力な武器になるものと期待される。現状は、カメラを筆頭に各商材とも、十分な目利き、が確保されている模様だ。今後流通量の拡大に応じて目利きの拡大を図っていくことになろう。

■財務分析**価値ある商品とインターネット商流による
低コスト運営で安定成長を実現****(1) 過去の業績推移**

本レポートの表紙のグラフに掲げたように、同社の業績は極めて順調に右肩上がりの成長を続けている。数多くの企業が経験したリーマンショックの影響や東日本大震災の影響なども、同社にあっては相対的に軽微なものにとどまった。

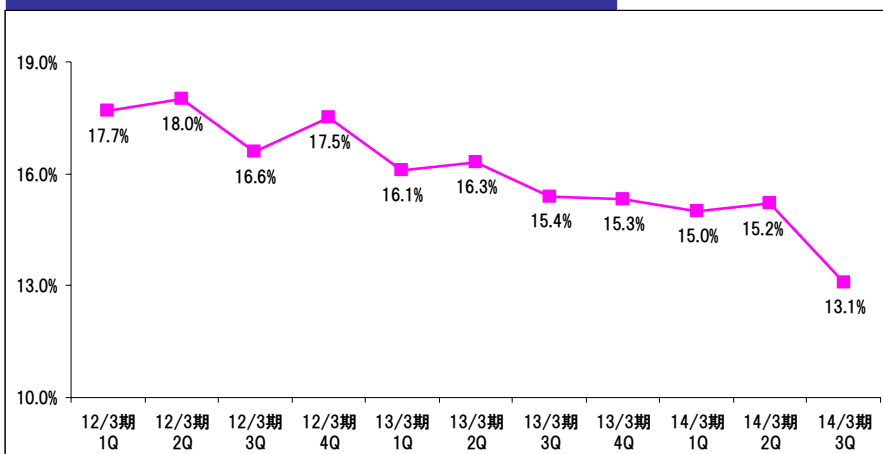
このような同社の安定成長が可能であったのは、(1) 扱う商材が景気変動に左右されにくい「価値ある商品」にフォーカスしていたこと、(2) 成長著しいインターネットによる商流にこだわる一方、店舗を最小限に抑えたため低コスト運営が実行されていたこと、の2つの要因が特に大きかったと考えられる。

こうした同社の強みは財務諸表上に明確に出ている。最も典型的なのが、売上高販管費率だ。類似企業比較は後述するが、10%台半ばという水準は絶対値として低いと評価できるものであり、また、この比率が売上高の成長に呼応して、右肩下がりで推移している点も注目すべきポイントだ。

また、販管費の中身についても固定費的な要素が中心だ。変動費的な色彩が強い広告宣伝費および販促費は、両者合計で売上高の2%を目安に管理している(2014年3月期3Q累計実績では1.8%)。

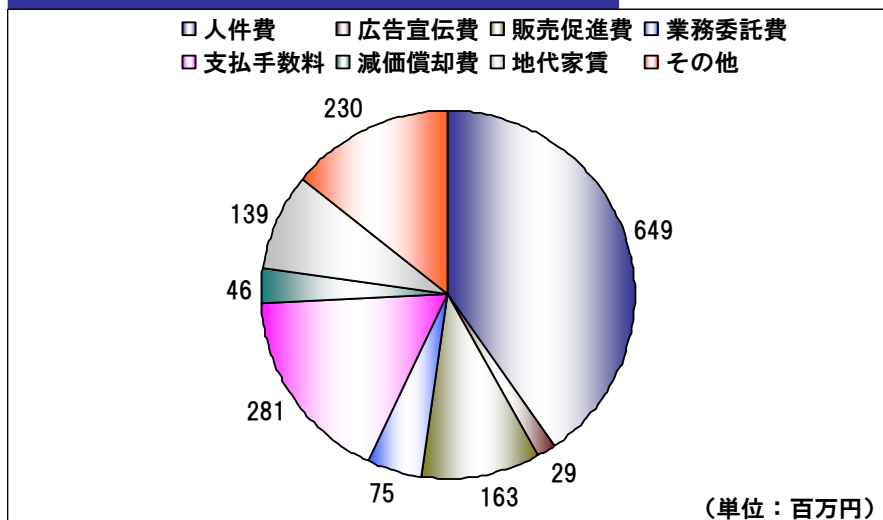
■財務分析

四半期ベース売上高販管費率の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

販管費の内訳（2014年3月期3Q累計実績）



出所：会社資料よりフィスコ作成

高い経営効率性で売上高の伸長による利益成長余地は大きい

(2) 同業他社比較

現状では、EC関連の上場企業は、モール事業者やECのサポートを手がける企業（システム開発・運営、ソフトウェア開発など）が中心で、純粋な小売業者としてのEコマース関連企業はさほど多くはない。こうした現実と、シュッピンが中古品流通を手掛けているということもあって、同社を「中古品流通業者」のグループに分類して、その対比で理解しようという向きが、現在の証券市場の主流のように思われる。



■財務分析

専門性の高い商品を扱うという点でコメ兵<2780>やキタムラ<2719>を、比較対象とするのは理に適っているようにも見えるが、事業のコスト構造が大きく異なる。それは扱い商品やプライシング戦略などで大きな違いとなって表れてくる。一方、同社がインターネット主体で事業を展開している点に着目して、ヤフー<4689>や楽天<4755>を比べるのは、モール事業者と小売業者とでは収益構造が決定的に異なるため適当ではないであろう。

シュッピンの比較対象企業としてはスタートトゥデイ<3092>などがより適合すると思われる。同社は収益の中心はアパレルのモール「ZOZOTOWN」の運営で、その意味では楽天に近いようにも思われるが、同社も中古品及び新品の仕入れ販売事業を手掛けており、これはまさにシュッピンの事業と重なる。現状では、収益（特に利益面）でのモール事業の構成比が圧倒的に大きいため、数値を比べて直接比較する意義は低いようにも見える。しかしながら、同社は買取事業の売上高を公表しているほか、モール事業における取扱高など付随的なデータも公表しているため、比較分析の対象としての資格は十分であろう。

EC事業における業界構造の概念図



※会社資料をもとに、フィスコが加筆・作成

同社と類似業種他社の財務分析比較表

(単位：百万円)

会社名	シュッピン		コメ兵		キタムラ		スタートトゥデイ	
証券コード	3179		2780		2719		3092	
決算期	3月		3月		3月		3月	
	13/3期	14/3期(予)	13/3期	14/3期(予)	13/3期	14/3期(予)	13/3期	14/3期(予)
売上高	12,462	15,190	34,368	38,000	139,307	141,000	35,050	36,800
販管費	1,961	-	8,531	-	50,350	-	19,629	-
営業利益	389	659	2,103	2,600	2,059	2,300	8,529	10,320
経常利益	365	643	2,096	2,600	2,256	2,400	8,570	10,320
当期利益	231	379	1,251	1,550	931	1,000	5,360	6,320
総資産	3,487	-	20,170	-	60,717	-	23,873	-
株主資本	1,371	-	13,441	-	18,026	-	12,385	-
有利子負債	1,222	-	3,454	-	17,167	-	-	-
自己資本利益率	20.5%	-	9.7%	-	5.2%	-	43.3%	-
総資産経常利益率	11.6%	-	10.7%	-	3.7%	-	35.9%	-
資産回転率(回/年)	3.57	-	1.70	-	2.29	-	1.47	-
売上高営業利益率	3.1%	4.3%	6.1%	6.8%	1.5%	1.6%	24.3%	28.0%
売上高総利益率	18.9%	-	30.9%	-	37.6%	-	80.3%	-
売上高販管費率	15.7%	-	24.8%	-	36.1%	-	56.0%	-
売上高(※)	19.6%	-	15.4%	-	-0.8%	-	15.6%	-
営業利益(※)	103.7%	-	39.9%	-	15.4%	-	20.8%	-
当期利益(※)	117.2%	-	43.5%	-	11.8%	-	26.8%	-

出所：各社の決算短信等からフィスコ作成

※成長性は10年度から13年度(予想)までの3年間の年間平均成長率。予想はすべて会社予想。



■財務分析

資本の収益性を示す自己資本利益率（ROE）について、同社は16.8%と非常に高い値を獲得している。高いROEの内訳として、総資産経常利益率（ROA）を見ると、同社のそれは10.5%となっている。このROAの値は日本企業の平均をしのぎ、企業経営としては合格点といえる水準と評価できよう。このROAと財務レバレッジの効果が結合して17%近いROEを実現している。

高いROAをさらに分析すると、それはマージン（売上高営業利益率）よりも、総資産回転率によってもたらされたものであることが分かる。同社の売上高営業利益率は3.1%と4社中3位にとどまっているのに対して、総資産回転率は3.57回/年と、今回の比較対象企業群において群を抜いて高く、これがROAを押し上げているのは明白である。

同社はインターネットを活用して低い運営コストの業態の実現を事業目的の重要な一部として掲げているが、それが経営分析指標においても極めて明白に表れている。このことは、同社の経営陣の経営能力あるいは管理能力の高さとして評価できる部分といえよう。

一方で、売上高営業利益率の更なる向上は今後の課題であるといえよう。要因としては、もっとも端的な要因としては、カメラ事業は7.8%という高い売上高営業利益率を実現している一方で、時計事業が売上高の成長に伴って、カメラに次ぐ収益の柱となる過程にあることにある。今後、カメラ事業の継続的な利益率向上とともに、時計事業の採算性をどう高めるかが注目される。

採算性に関して最も注目すべきは、売上高販管費率である。店舗を各事業分野で1店舗しか保有していないため、15.7%と比較対象企業を大きく下回っている。同社は、将来的に多店舗展開はしないとしている。したがって、今後売上高が増加すれば、この比率は一段と低下していくと期待される。

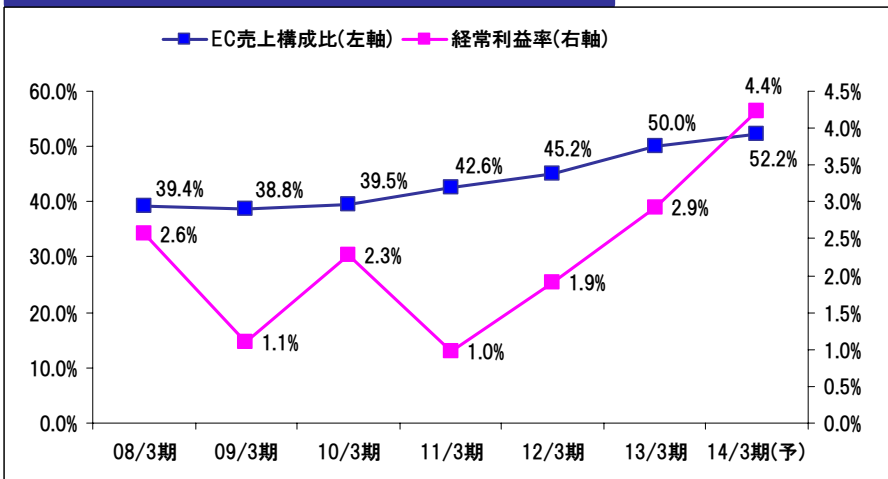
同社を見る上で最も注意すべき経営指標は増収率、すなわち売上高の伸びということになる。また、年々上昇を続けているEC売上高比率の状況は重要なポイントではある。EC売上高比率は、2013年3月期に初めて50%（実績は50.1%）を超え、2014年3月期は4月から2014年1月までの累計は52.6%とさらに伸長している。同社はこの流れをさらに加速すべく、2013年12月に「スムーズ買取」を導入したほか、2014年3月にはECサイトにおいて最先端の検索技術を導入するなど、EC販売増加に向けた取り組みを継続的に実施している。

スタートトゥデイの高い利益率の鍵は、売上高の約60%がモールへの出品企業からうけとる受託販売手数料となっている点である。モールの取扱高は2013年3月期実績で75,820百万円だった。同社との比較をしやすくするため、決算上の売上高35,050百万円を取扱高（95,879百万円）に代えて売上高営業利益率を計算すると、9.1%となる。同社の3.1%よりは高い。一方で、スタートトゥデイの売上高販管費率は56.0%と圧倒的に高い。しかし、取扱高を用いて試算すると同社の15.7%には及ばないが21.0%に低下する。同社とスタートトゥデイの売上高販管費率から見えてくることは、店舗運営コストがいかに企業のマージンを圧迫してしまうかということだ。

以上のように、同社は売上高営業利益率の低さにおいて見劣りがする一方、販管費の低さなど、経営効率性の点では、比較企業と比べ優位性を見て取れる。利益率の低さは同社の売上高が、まだ低い水準にとどまっているためであり、今後売上高が伸長すれば、利益率も自ずと改善していくものと期待できる。

■財務分析

EC売上高構成比と経常利益率の推移

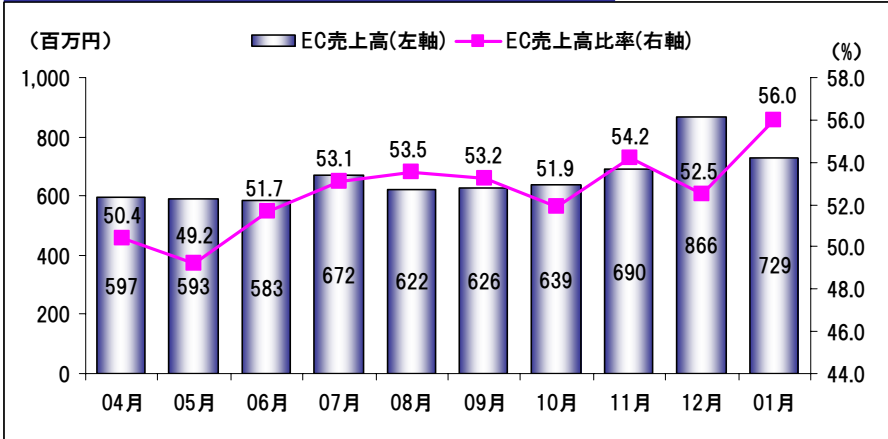


出所：会社資料をもとにフィスコ作成
 ※2014年3月期のEC売上高構成比は4-12月の9ヶ月間の累積値、経常利益率は会社予想値

前述のように、同社の売上高の成長は、EC売上高と店舗売上高の双方から来ているが、EC売上高の成長が早い。この傾向は今後も加速すると予想される。EC売上高比率の上昇は、全社の利益率の改善に寄与していることが、傾向として読み取れる。

EC売上高の伸長は、足元も順調に続いている。2014年1月単月では56%にまで上昇した。2014年3月期通期でも、このペースが続けば53.4%程度まで上昇すると試算できる。これは言うまでもなく過去最高の水準だ。

EC売上高の月次推移



出所：会社資料よりフィスコ作成



好調な決算を背景に今期の見通しを上方修正、 来期予想値の改定も

(3) 業績動向

2月5日に発表された2014年3月期の第3四半期（2013年3-12月）累計決算は、売上高が前年同期比25.1%増の11,253百万円、営業利益が同96.1%の518百万円、経常利益が同108.0%増の507百万円、四半期純利益が同98.3%増の310百万円となり、利益はいずれの段階でも、期初発表の通期見通しを上回った。これを受けて同社は、2014年3月期の見通しを上方修正した。

第3四半期決算が好調だった要因は、商材全般にわたって販売が好調だったことが挙げられる。主力2部門のうち、カメラ事業は前年同期比25.6%増収、時計事業は同20.7%増収となった。大幅増益の要因は、端的に言えば増収要因だが、内容を詳しく見ると、カメラ事業におけるEC売上高が同40.8%増収となったことが特に効いている。EC販売は限界利益率が高いためだ。また、時計事業の好調も増益要因で営業利益は前年同期比で83百万円の営業増益となって、全社利益押し上げに大きく貢献した。

また、2014年3月期の見通しについては、不安要因は少ない。むしろ、2013年7月に導入した「ワンプライス買取」や、同12月に導入した「スムーズ買取」が一段と消費者に浸透すると期待されるため、さらに予想を上回ってくる可能性もある。

2015年3月期について、まだ会社予想は示されていない。現中期経営計画での予想は2014年3月期に前倒し達成されるため、改定は必至の状況だ。ポイントには従来と同じで、カメラ・時計の主力2事業の伸びがどの程度になるか、特にそのうちEC販売比率がどの程度に高まるか、ということになるだろう。2015年3月期に効果が期待されるのが、2014年3月に開始予定の「先取交換」だ。これは特にカメラのマニア層にアピールする施策と思われ、同社の中核事業に直接ヒットしてくると期待される。

事業別業績比較

(単位：百万円)

	2013年3月期					2014年3月期				
	13/3期 1Q	13/3期 2Q	13/3期 3Q	13/3期 4Q	通期	14/3期 1Q	14/3期 2Q	14/3期 3Q	3Q累計	3Q累計 YOY比較
カメラ										
EC	926	992	1,229	1,460	4,607	1,337	1,453	1,640	4,430	40.8%
店舗	1,144	1,092	1,178	1,154	4,568	1,223	1,236	1,352	3,811	11.6%
売上高合計	2,070	2,084	2,407	2,614	9,176	2,560	2,688	2,993	8,242	25.6%
セグメント営業利益	176	133	195	216	720	220	210	262	694	37.7%
売上高営業利益率	8.5%	6.4%	8.1%	8.3%	7.8%	8.6%	7.8%	8.8%	8.4%	-
時計										
EC	313	325	368	322	1,328	322	348	448	1,118	11.1%
店舗	326	336	440	407	1,509	477	403	547	1,427	29.5%
売上高合計	639	661	809	729	2,838	800	750	994	2,545	20.7%
セグメント営業利益	16	13	18	35	83	53	28	48	130	176.6%
売上高営業利益率	2.5%	2.0%	2.2%	4.9%	2.9%	6.6%	3.8%	4.9%	5.1%	-
筆記具										
EC	30	29	37	36	132	39	41	44	124	29.2%
店舗	19	20	27	25	91	30	30	38	98	48.5%
売上高合計	50	49	63	60	223	70	70	81	222	37.0%
セグメント営業利益	0	-1	0	0	1	4	1	5	11	-
売上高営業利益率	0.4%	-1.2%	0.6%	1.4%	0.4%	5.8%	2.5%	6.4%	5.0%	-
自転車										
EC	39	40	43	49	171	69	74	60	203	66.4%
店舗	14	16	11	12	53	9	14	16	39	-4.9%
売上高合計	54	55	54	60	224	79	87	75	242	48.5%
セグメント営業利益	-8	-5	-7	-6	-27	-7	-11	-1	-19	-
売上高営業利益率	-14.8%	-9.1%	-13.0%	-9.9%	-12.1%	-8.8%	-12.6%	-1.3%	-7.9%	-
全社										
EC	1,310	1,385	1,677	1,867	6,239	1,769	1,916	2,191	5,876	34.4%
店舗	1,505	1,463	1,656	1,599	6,223	1,741	1,681	1,955	5,377	16.3%
売上高合計	2,815	2,849	3,333	3,465	12,462	3,510	3,598	4,145	11,253	25.1%
営業利益	101	58	105	125	389	172	129	217	518	96.2%
売上高営業利益率	3.6%	2.0%	3.2%	3.6%	3.1%	4.9%	3.6%	5.2%	4.6%	-

出所：会社資料よりフィスコ作成



■財務分析

損益計算書

(単位：百万円)

	08/3期	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期(予)
売上高	6,695	7,651	7,775	8,782	10,072	12,462	15,190
営業利益	181	98	192	95	211	389	659
経常利益	172	84	178	85	193	365	643
当期純利益	92	30	5	37	75	231	379
1株当たり利益(円)	18.49	6.16	1.01	7.47	15.05	44.22	63.95
1株当たり配当金(円)	5.00	0.00	5.00	5.00	5.00	7.00	10.00
自己資本比率(%)	41.1	35.3	36.2	35.2	31.8	39.3	-
1株当たり純資産(円)	164.07	165.24	166.25	168.72	178.76	232.75	-

出所：会社資料よりフィスコ作成、2012年8月に株式分割を実施、1株当りの数値は分割前の値
 ※予想は会社予想

■中期経営計画

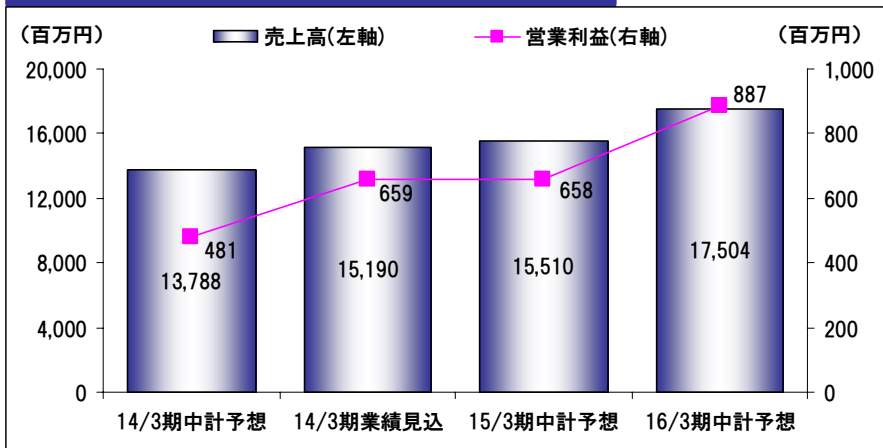
中期予想を前倒しで達成、
 今後のトップライン・グロースの動向に注目

同社は2013年5月に中期経営計画の数値を発表している。これは2014年3月期を初年度とし2016年3月期を最終年度とする3ヶ年計画だ。最終年度における数値目標は売上高17,504百万円、営業利益887百万円、経常利益876百万円、当期利益543百万円となっている。2012年3月期実績を基準とする2016年3月期目標値までの年間平均成長率(CAGR)は、売上高が14.8%、営業利益が43.2%と非常に高い値となっている。しかし、2016年3月期中計目標値の売上高営業利益率が5.1%であることを考えれば、上記の数値目標は、実現可能性の高い現実的な目標と評価できる水準のものといえよう。

実際、同社は2014年3月期の第3四半期(2013年3-12月)決算発表時に、通期業績見通しを上方修正した。修正後の2014年3月期予想では、売上高15,190百万円、営業利益659百万円、経常利益643百万円、当期利益379百万円となっており、ちょうど、中計予想を1年前倒しで達成した形となっている。この状況を受けて同社は中期計画の見直しに着手しており、新中計は2014年3月期決算発表のころに公表される見通しである。

現時点では同社の新中期計画の発表を待つよりないが、現在の事業環境や過去の経験などに照らして、現状の事業モデルで最大限可能と思われる中長期的な売上高の目安はカメラで30,000百万円、時計で10,000百万円などを想定し得る。また、同社のEC中心という販売構造からすれば、売上成長速度に対して固定費増加の速度は非常に低いため、利益率は急速に改善していくだろう。なお、新中計の初年度である2015年3月期については、既に公表している本社・営業事務所を集約する移転費用や、2015年3月期に導入予定の基幹システムリニューアルコストが、通常費用とは別に必要にはなる。

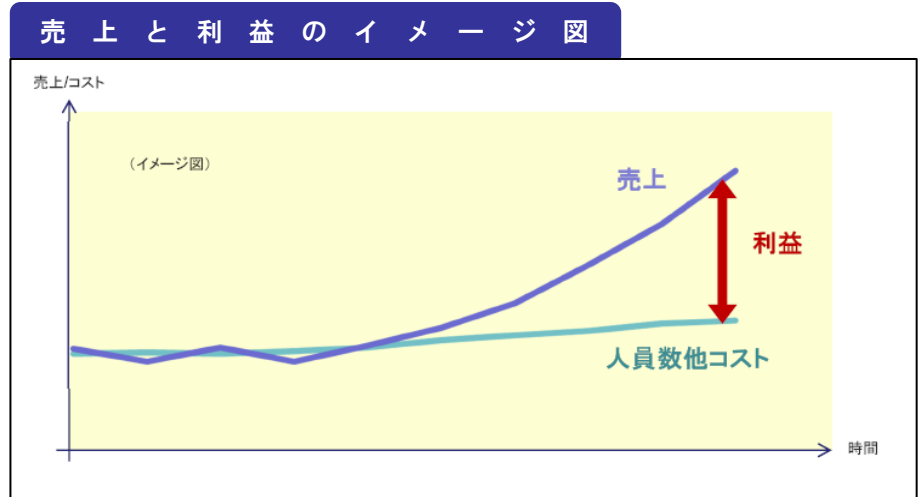
2014年3月期業績見通しと現行の中期計画



出所：会社資料よりフィスコ作成
 ※予想は会社予想



■中期経営計画



出所：会社説明会資料(2013年3月期)から転載

財務分析の項で述べたように、店舗拡大を行わない同社は、売上高の伸長の一方で販管費に代表される固定費の伸びは抑制される。そのため、利益の成長率は売上高のそれを上回る収益構造となっている。したがって、利益の中期的な成長に対するリスクは、同社の店舗政策の転換ということが第一に挙げられよう。この点については、同社はかつてソフマップを創業し成功に導いた鈴木氏に率いられている企業であり、同氏がシュッピンを創業するに至った経緯や経営理念、あるいはコスト管理も含めた経営スキルといった点で、今後数年間のうちにブレが出てくるようなリスクは小さいものと思われる。したがって、いかにしてトップライン・グロースを実現していくのか、の1点に注目しておけばよいと思われる。

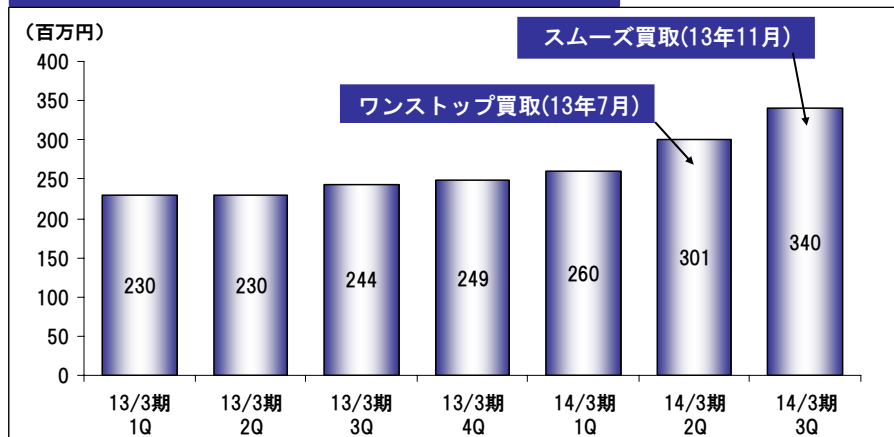
これまで同社が打ち出した諸施策は、いずれも増収効果が数字となって具体化してきており、今後も効果が持続すると期待できるものだ。同社は2013年9月に「ワンプライス買取」を導入した。主力のカメラ事業においては対象機種種の範囲が広く、買取価格も同業他社のレンジの上限付近に設定されており、消費者からみた魅力度は高いと思われる。また、2013年12月には「スムーズ買取」を導入した。これは買取フローにおいて、住民票の送付を不要にするものである。これも消費者からすれば役所に行く時間と費用が節約できてメリットが大きい制度であるといえる。そして今年3月にはさらに「先取交換」を導入予定だ。これは消費者が中古品を下取に出して新品を購入しようとする場合、消費者は先に購入品を受け取れるようにし、下取品は後で発送し差額は後払いとするものである。これによって消費者は、手元から一時的にせよ愛用品がなくなってしまうという状況を排除できる。こうした消費者心理は同社の主要顧客層であるマニア層においては特に重要なポイントであるとのことだ。

これらの制度はいずれも消費者へのアピール度が高く、現実に数字にもつながっている。カメラ事業のEC買取額の推移を見ると、ワンプライス買取を開始した2014年3月期の第2四半期の買取額は301百万円で、前四半期比16%増となった。また、スムーズ買取を導入した同第3四半期の買取額は340百万円で、第2四半期からさらに13%増加した。このように、諸施策が奏功して買取数量を増えていくことで、中古品流通における同社の認知度及びシェアが上昇し、ひいては同社の中長期的な経営目標の実現に近づいていくことになる。



■中期経営計画

カメラ事業におけるEC買取額の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

また、ECの生命線とも言うべき各商材のサイトについては、継続的にリニューアルや商品検索性向上の改善を行っている。SEO対策やインターネット広告などへの出稿なども当然行っている。また、ブログやFacebookを活用してサイトに誘導してくる工夫なども行っており、同社各サイトの認知度、アクセス数は着実に上昇しているようだ。主力のカメラについては検索ではほぼ2位に顔を出さず状況となっている。時計は検索結果という意味ではまだ上位に顔を出すには至っていないが、いずれ上記のようなプロモーション活動の結果が具現化してくると期待される。

注意を要するのは、ECサイトの運営コストの管理だ。店舗コストを抑えたとしてもECサイトの運営コストを野放図に増大させては意味がない。同社はこの点に対する対策にも手を打っている。具体的には、コンテンツマネジメントシステム（CMS）を導入して、ECサイトの制作・管理を社内で迅速に行うことや、ECサイト上の諸施策についての効果測定を可能とした。また、基幹システムのリニューアルを2015年3月期に予定しており、人員増加を抑制しながらも売上高増加に対応できる体制整備を進めている。

EC販売強化策の具体例

◎EC販売チャネルの多様化

- ・様々なシーンでお買物、お品物の売却が可能
- ・ショッピングサイトだけでなく、ブログ等の様々なチャネルで商品を紹介



◎ECサイトの継続的機能強化

- ・新機能の実装
お客様がECサイトでより便利にお買い物ができる環境を継続して開発
(例：レンズマウント検索、登録商品価格配信等)

出所：会社説明会資料(2013年3月期)から転載

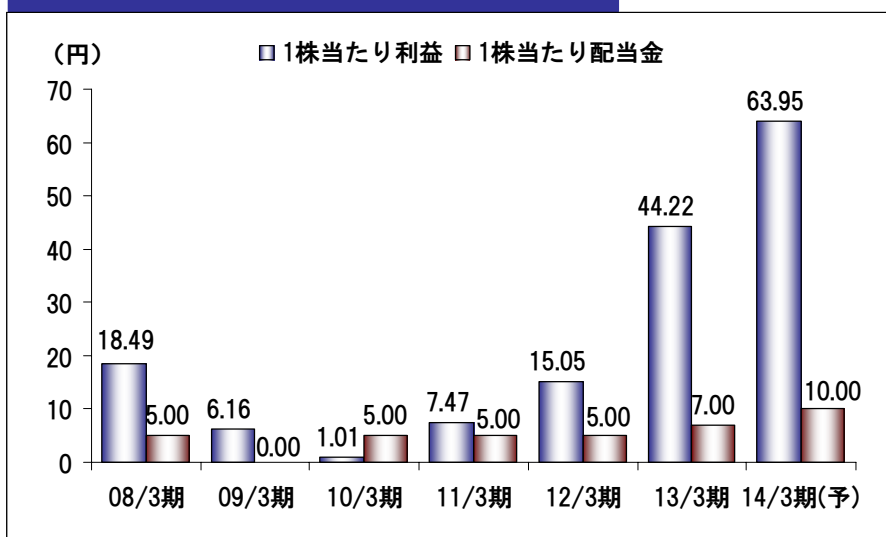


■株主還元

業績見通しの上方修正に際して配当見通しも引き上げ

同社は、2014年3月期の業績見直し上方修正に際して配当見直しについても7円から10円に引き上げた。同社は、いわゆる公約配当性向は発表していないが、配当を株主還元を中心に据えて、安定配当と利益に応じた配当を、バランスを取りながら実行していく方針である。

1株当たり利益と配当の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

ディスクレマー（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・大阪証券取引所・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、企業との面会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致します。

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