

## シュッピン

3179 マザーズ

2014年6月27日（金）

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

## ■ カメラ事業をけん引役に事業モデル完成と収益の一段の拡大へ

2014年3月期はシュッピン<3179>にとって、非常に重要な意味を持つ1年だったとみている。前回の同社レポートにおいて、弊社ではトップライン・グロースが全てのカギであると述べた。Eコマースに特化している同社の収益構造は、売上高が増収となっても費用、特に固定費の伸びが限定的で、利益が増収につながり易いためである。2014年3月期は2つの重要なことが確認できた。すなわち、(1) 上記のような売上高と利益のメカニズムがきちんとワークしていることと、(2) 中古買取強化策が想定通りの効果を挙げ、2015年3月期以降の増収トレンド加速の準備が整ったということだ。

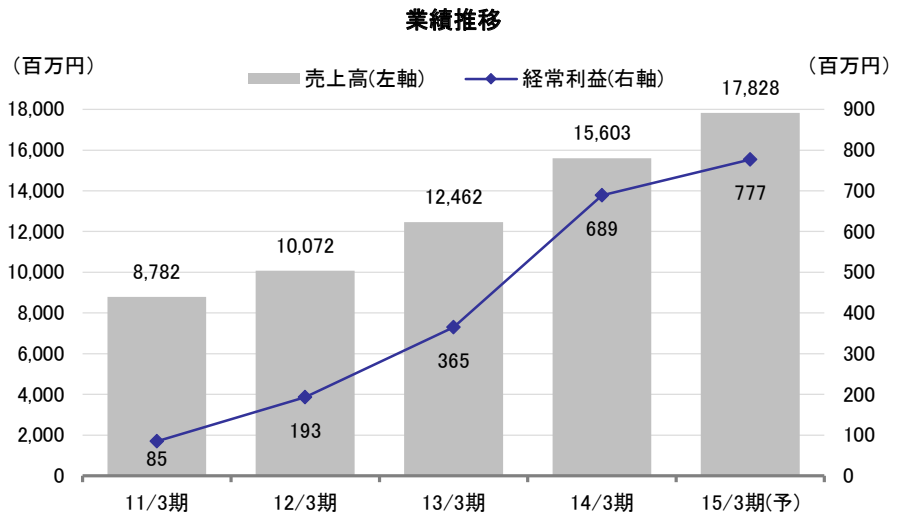
同社は中期経営計画をローリングし、新たに2015年3月期からの3か年計画を策定した。そこでは業績目標が前回の中計に比べて大幅に上方修正された。同社自身、今後の増収トレンド加速の道筋に自信を深めたためと思われる。この中期経営計画が達成された場合には、ROEを始めとする経営指標は一段と向上し、高成長企業、高収益企業、ハイクオリティ企業としての評価が定着していくと期待される。また、そうした評価は株価バリュエーションの面でも好影響を及ぼすと期待される。

同社の主たる商材である高額品・高価値品の市場においては、中古品と新品の価値の差がほとんどなく、「中古品」であることにネガティブな意味がほとんどない。同社の価値は、「価値ある中古品」の取引に特化し、買取・再販の仕組みを提供することで、本質的に動きの鈍い高額・高価値商品を流動化させ、あるいは回転のスピードを上げることに貢献している点にある。現状、同社が行っている増収に向けた各種の施策は、巨大なカメラ・時計のセカンダリー市場を自社にとってのブルーオーシャン市場とし、自社の成長につなげていくことができると思われる。

## ■ Check Point

- ・ 新中期計画の業績目標は従来計画比で大幅に上方修正
- ・ 2014年3月期決算は業績予想を上回って着地
- ・ 株主還元を重要な経営課題と位置付け、配当による還元が基本方針

2014年6月27日（金）



出所：会社資料からフィスコ作成

## ■ 2014年3月期決算での確認点

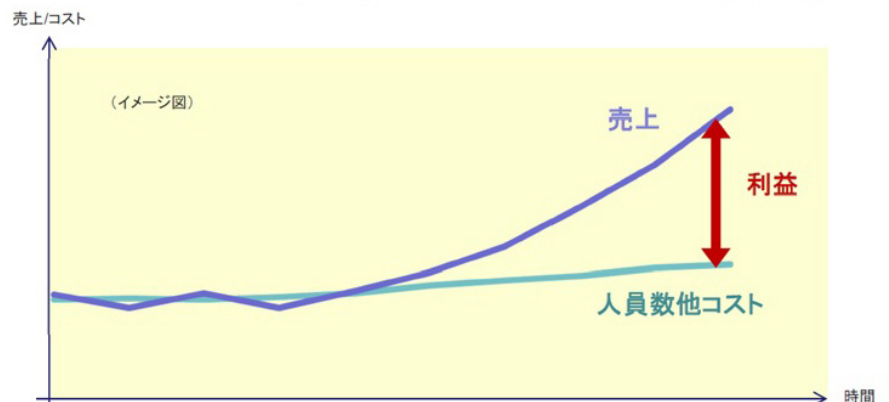
**固定費の増大を抑制しながら売上高を伸ばし、増収分を着実に利益へ**

(1) 「売上増収⇒利益率上昇」の収益構造が定着しつつある

同社はインターネットを利用したEコマースによる取引にフォーカスすることを創業当初から経営方針としているが、その背景には下の図のような収益イメージ図がある。Eコマース中心の体制にすることで、固定費の増大を抑制しながら売上高を伸ばし、増収分を着実に利益につなげるということだ。

売上高と利益のイメージ図

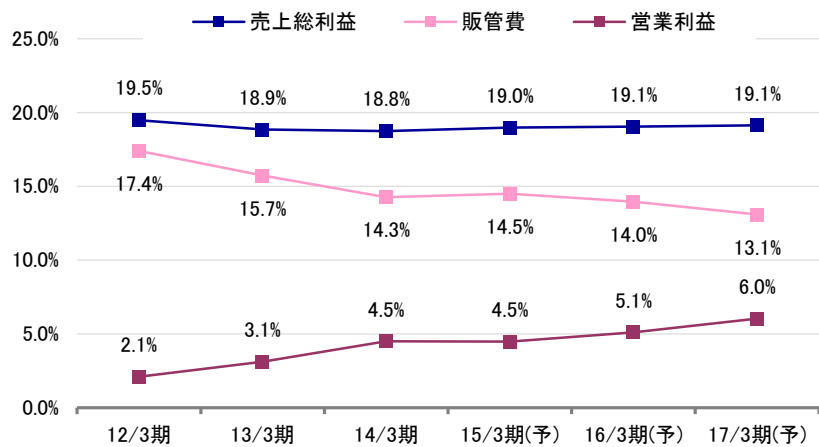
**人員の伸びは微増に抑えることで利益率増加を図る**



出所：会社説明会資料より引用

2014年6月27日（金）

費用には固定費以外に変動費（直接の仕入原価など）があるため、売上高を売上総利益に置き換え、販管費及び営業利益の3項目間の関係を見る方が理解しやすい。下のグラフはそれら3項目の対売上高比率の推移を表したものである。売上総利益率は、創業当初のころからは売上高構成比の変化等により低下しているがここ3期ほどは19%台でほぼ一定している。他方、売上高販管費率は、売上高の増収ペースを下回る増加に抑えられたため、順調に低下の一途をたどっており、2014年3月期には14%台にまで低下した。そのため営業利益率は、かつては1~2%台で推移していたものが明確に上昇トレンドに転じ、4%台にまで上昇してきている。このように、販管費の抑制がきちんとできており、狙い通りの収益構造が実現できていることがグラフで見ると明確に理解できる。後述するように、新たな中期経営計画においてもこの基調が続き販管費率の一段の低下と営業利益率のさらなる上昇が想定されているが、これまでの実績を見る限り、実現可能性は高いといえよう。弊社ではeコマース企業としての想定通りの収益構造が、この中期経営計画の期間中に完全に定着するであろうとみている。

 売上総利益、販管費及び営業利益の  
 対売上高比率の推移


出所：会社資料からフィスコ作成

## 四半期ベースのEC買取額では中古買取強化策が大きく貢献

### (2) EC買取強化策と効果

同社の事業モデルの本質は、本来的に動きの鈍い高額品の市場において流動性を提供し、売買のスピードを上げることである。同社の事業モデルでは中古品がスピードアップのための触媒であり、中古品を確保することが何より大事である。新品の仕入、新品の販売、中古品の買取、中古品の販売の4つは密接につながっており、どれか一つが滞ると他に影響がおよび、反対にどこか一つを加速させることができれば、他に効果が波及するという関係にある。この循環関係が当てはまり易いのが、最も売上高構成比高いカメラ事業だ。同社は2014年3月期に2つの中古品買取強化策を打ち出した。ワンプライス買取とスムーズ買取である。



シュッピン

3179 マザーズ

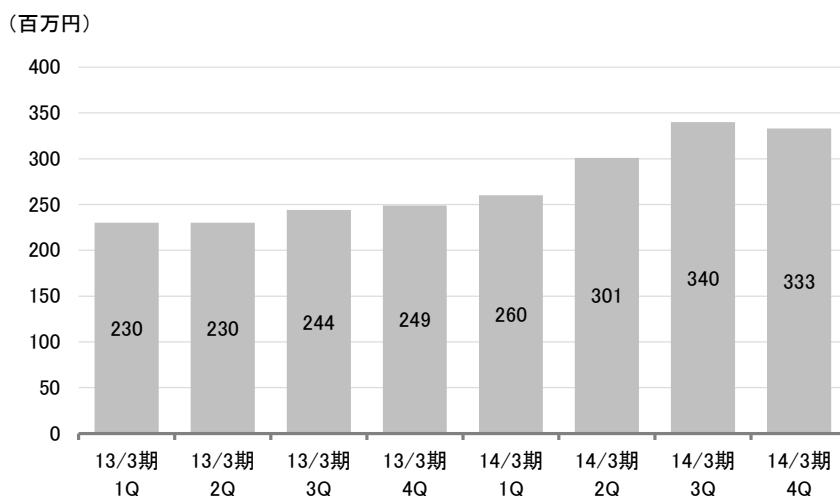
2014年6月27日（金）

※ 同社でEC取引をする場合にはWeb会員とならねばならない。取引をしなくても会員となることは可能であるが、そうした会員は極少数であるため、Web会員の動向が取引動向を表象しているといえる。

ワンプライス買取は2013年7月に導入した。同一モデルであれば買取価格は一定とし、価格交渉の手間をなくした。買取価格自体は同業他社のレンジの上限前後に設定し、競争力ある買取価格設定としている。スムーズ買取は2013年11月に導入したもので、中古品買取のプロセスにおいて住民票送付のプロセスをなくした手法だ。役所で住民票を取得し郵送する手間と費用を省略でき、ワンプライス買取と合わせて同社の選好度を高める効果がある。

こうした施策の効果だけを純粋に抽出して測定することは難しいが、ワンプライス買取の利用率が約80%、スムーズ買取の利用率が約50%ということで、消費者に受け入れられていると評価できる。実際の買取動向をみると、四半期ベースのEC買取額が2013年3月期の第2四半期(7-9月期)以降、300百万円台に台替わりしたこと、WEB会員数(注)が着実に伸びていること、特に四半期ごとの新規会員数が増加トレンドにあることには、これらの中古買取強化策が大きく貢献しているとみられる。

カメラ事業における中古品EC買取額の推移



出所：会社資料からフィスコ作成

Web会員数の推移



出所：会社資料からフィスコ作成

2014年6月27日（金）

同社はEC買取強化を時計、筆記具、自転車等に順次強化していく予定である。ただし、商材ごとに特性があるため、当面はEC買取査定データベースの構築が具体的なアクションとなる。

## ■ 新中期計画について

### 新中期計画の業績目標は従来計画比で大幅に上方修正

同社は2013年5月に策定した中期経営計画のローリングを行い、2015年3月期から2017年3月期の3か年計画を策定した。新たな中期経営計画では、業績目標が従来計画比で大幅に上方修正されている。前述したように、2014年3月期に大幅増収増益を達成したことに加え、Web会員数増加や中古品買取り量の増大、サイト内検索システムのリニューアル投資の手応えなど、将来につながる指標や諸施策が全般的に好調に推移していることがその要因であろう。

増収計画の中味も興味深い。2014年3月期から2017年3月期の増収額は9,016百万円であるが、そのうち68%にあたる6,126百万円がカメラ事業、26%にあたる2,315百万円が時計事業となっている。筆記具と自転車の増収額はそれぞれ、254百万円、322百万円とごく低い貢献度となっている。これは後述するように、同社の目指すEコマースモデルにカメラ・時計の商材はぴたりと当てはまる一方、筆記具と自転車は商慣行や市場特性などで、まだ改善の余地があるためであると弊社では考えている。

#### 新中期経営計画(2015年3月期~2017年3月期)

(単位:百万円)

	2014年3月期		中期経営計画(2015年3月期~2017年3月期)				
	予想(3Q時)	実績	2015年3月期		2016年3月期		2017年3月期
			旧予想	新予想	旧予想	新予想	予想(今回)
売上高	15,190	15,603	15,510	17,828	17,504	20,994	24,619
カメラ事業	-	11,333	-	12,777	-	14,953	17,459
時計事業	-	3,640	-	4,302	-	5,051	5,955
筆記具事業	-	309	-	358	-	449	563
自転車事業	-	320	-	391	-	501	642
営業利益	659	701	658	800	887	1,088	1,485
経常利益	643	689	642	777	876	1,061	1,473
当期純利益	379	390	398	499	543	677	948
(営業利益率)	4.3%	4.5%	4.2%	4.5%	5.1%	5.1%	6.0%

出所:会社資料からフィスコ作成

新たな中期経営計画の実現可能性の検討は後述するが、それが達成された場合、同社の財務指標がどのように変わるかを先にみてみよう。同社の業績予想値に加えて、弊社では下表のような前提に基づいて貸借対照表の主要項目を推計し、それらの値を用いて財務指標を試算した。

前提の大きな流れとして、同社は今後3年間で収益の高成長を実現すると予想している。2014年3月期を起点とし2017年3月期までの3年間の年平均成長率は、売上高が16.4%、営業利益が28.4%、当期純利益が34.5%だ。2012年3月期から2015年3月期までの3年間のそれに比べて成長率が鈍化しているのは事実であるが、収益の水準が高くなってきているため違和感はない。売上高で年16.4%成長、営業利益で年28.4%成長という値自体、十分に高い成長率と評価できる。



シュッピン

3179 マザーズ

2014年6月27日（金）

自己資本利益率 (ROE) は 2017 年 3 月期末で 29.5% と試算される。また、ROA (総資産経常利益率) は 24.1% と試算される。ROE で約 30% という値は日本企業として称賛される水準であり、世界標準でも文句なしに合格点を得られる水準だ。一般に ROE と株価バリュエーションに正の相関がみられるため、同社の ROE の高さへの認識が広まれば株価バリュエーションへのプレミアム付与も期待できよう。

同社の高 ROE が高い ROA からもたらされていることは明白だが、高 ROA は高い資産回転率からもたらされている。同社の総資産回転率は約 4 回と極めて高くなっている。今回の試算では総資産回転率が 2014 年 3 月期実績 (期首期末平均ベース) の値が横ばいで続くとしている。この値がどう変わるかで、財務指標はいかようにも変わり得る。したがって、重要なことは、売上高の成長 (トップライン・グロース)こそが全てを決するという点だ。

財務分析指標予想

		12/3 月期	13/3 月期	14/3 月期	15/3 月期	16/3 月期	17/3 月期	備考	
主要数値	売上高	百万円	10,072	12,462	15,603	17,828	20,994	24,619	会社予想
	販管費	百万円	1,752	1,961	2,225	2,585	2,933	3,224	会社予想
	営業利益	百万円	211	389	701	800	1,088	1,485	会社予想
	経常利益	百万円	193	365	689	777	1,061	1,473	会社予想
	当期純利益	百万円	75	231	390	499	677	948	会社予想
	総資産	百万円	2,810	3,487	4,263	4,585	5,834	6,384	2014/3 期総資産回転率 (平残ベース) 横ばいと仮定
	株主資本	百万円	893	1,371	1,766	2,205	2,801	3,635	配当性向 12% 相当の配当金のみを社外流出として考慮
	有利子負債	百万円	1,227	1,222	1,234	1,234	1,234	1,234	2014/3 期末比横ばい
	減価償却費	百万円	55	49	65	120	220	220	取材に基づく FISCO 推定
	EBITDA	百万円	266	438	766	920	1,288	1,705	営業利益 + 減価償却費
収益性・効率性	自己資本利益率	%	8.7	20.5%	24.9%	25.1%	27.0%	29.5%	
	総資産経常利益率	%	7.4	11.6%	17.8%	17.6%	20.2%	24.1%	
	資産回転率 (回 / 年)	回 / 年	3.87	3.96	4.03	4.03	4.03	4.03	
	売上高経常利益率	%	1.9%	2.9%	4.4%	4.4%	5.0%	6.0%	
	売上高販管費率	%	17.4%	15.7%	14.3%	14.5%	14.0%	13.1%	
	売上高営業利益率	%	2.1%	3.1%	4.5%	4.5%	5.1%	6.0%	
	EBITDA マージン	%	2.6%	3.5%	4.9%	5.2%	6.1%	6.9%	
成長性	売上高	%	-	-	-	21.0%	-	16.4%	直前 3 期間の年平均成長率
	営業利益	%	-	-	-	55.9%	-	28.4%	直前 3 期間の年平均成長率
	当期純利益	%	-	-	-	88.1%	-	34.5%	直前 3 期間の年平均成長率

出所：会社資料からフィスコ作成

■増収シナリオの考察

目指す事業モデルに最もフィットする商材のカメラが収益成長エンジン

同社が扱う商材はカメラ、時計、筆記具及び自転車の 4 点となっている。これらのうち新たな中期経営計画の中で、収益成長の主エンジンはカメラで、時計がサブ、自転車と筆記具が自然体という位置づけだ。こうした成長シナリオに至った背景には、流通量が大きく新品・中古品のモノの流れが軌道に乗っているのがカメラで、軌道に乗りつつあるのが時計である、という事情があるものと思われる。カメラの方が時計よりも平均的に価格が低く、工業品であり (高級時計は「工芸品」)、下取り比率が高いため、同社の目指す事業モデルに最もフィットする商材となっており、現実に事業の成長スピードもカメラが時計を上回っている。以下ではカメラについての施策を中心に考察する。



## アクティブ・シニア層が顧客層としてのプレゼンスを増すことに期待

### (1) 市場規模の潜在成長性

カメラについては、総務省の社会生活基本調査の結果をもとに、エントリー層を含めたターゲット層が男女合わせて約1,500万人存在し、メインターゲットとなる男性コアユーザーを312万人と当社では推計している。メインターゲットたる男性コアユーザーの定義は、趣味としての写真の撮影・プリントを月に2日～3日以上行う男性、というものだ。

カメラとスマホの競合が言われて久しいが、同社のメインターゲットとするミドル、ハイエンドカメラは、スマホとは全く競合しない領域なので、この点の懸念はない。リタイア後の趣味としてカメラを選択する人の割合は多い。旅行や登山を第一の趣味する人も、やはりカメラは重要だ。今後しばらくは、資金的に余裕があって活動的なアクティブ・シニア層が増加していくと予想される。ミドル・ハイエンドカメラについては、これらアクティブ・シニア層が顧客層としてのプレゼンスを増してきて追い風として機能してくれると期待される。

同社のWeb会員数（意味するところは当社での取引経験者数とほぼ同義）は現在約22万人だ。同社は中長期の会員目標を75万人とおいているが、現状の新規会員増加ペースが続いたとしても7年間3万人が新規会員となるレベルだ。したがって開拓余地は大きいといえる。

#### カメラ事業の潜在顧客数規模



2014年6月27日（金）

## 更なる認知度向上の余地、カメラ・時計が成長エンジンに

### (2) 同社の課題と対策

同社はECに軸足を置いた事業モデルであり、インターネットを通じて買取と販売を行うことを基本にしている。しかしながら、現状では、買取希望者における認知度と、購入希望者における認知度にはギャップがあるようだ。

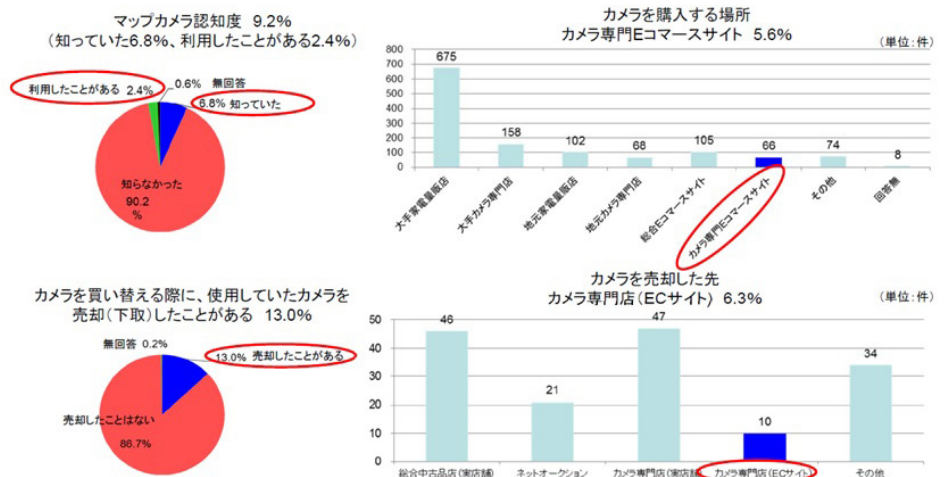
下の図は同社が独自に行った調査結果であるが、同社の認知度は9.2%、カメラ購入場所としてカメラ専門Eコマースサイトを挙げた人は5.6%にとどまった。しかし、この結果は同社にとって、潜在的成長余地が大きいことを示している。総合Eコマースサイトからの購入者は約10%存在していることになり、ここから専門サイトである同社のサイトに誘導することは実店舗での購入を基本としている人を誘導するよりもはるかにハードルが低いはずだ。

### 認知度調査結果

#### 【調査概要】

実施時期:2014年2月

回答者数:1,000名



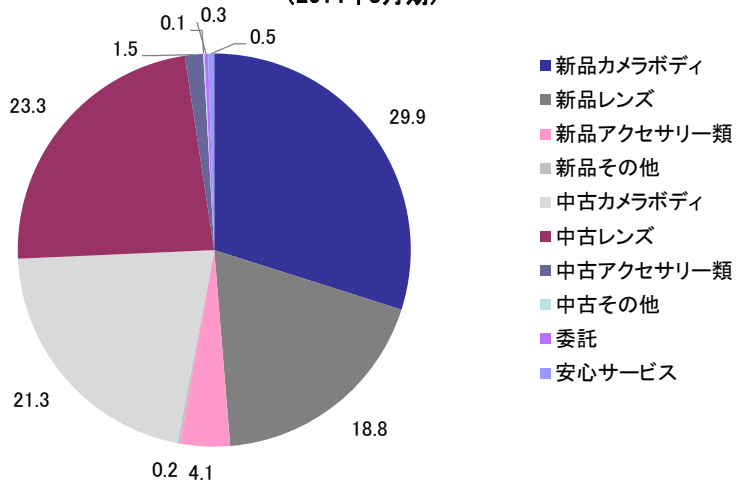
出所:決算説明会資料(2014年3月期)から引用

この対策として、同社は新品アクセサリ類の品ぞろえを増やし、「Map Camera」サイトで買い物が完結する体制を整える。中古品買取において同社は一定の認知度を獲得しており、ワンプライス買取などの施策の効果も上がっている。買取で訪れた客にそのまま Map Camera で購入してもらうためには、客を他に逃がさないことが重要であり、品ぞろえの拡充は非常に的を得た対応といえよう。2014年3月のカメラ事業における品目別売上高構成比をみると、新品・中古品、ボディ本体、レンズ、アクセサリがまんべんなく購入されていることがわかる。また、同社ではレンズ交換式カメラにおける重要パーツのレンズマウントアダプターの専用サイトを4月にオープンした。この効果は2015年3月期以降になるが、消費者にとって利便性が大きく向上すると期待され、結果として増収にもつながると期待される。



2014年6月27日(金)

カメラ事業品目別売上高構成比  
(2014年3月期)



出所: 会社資料からフィスコ作成

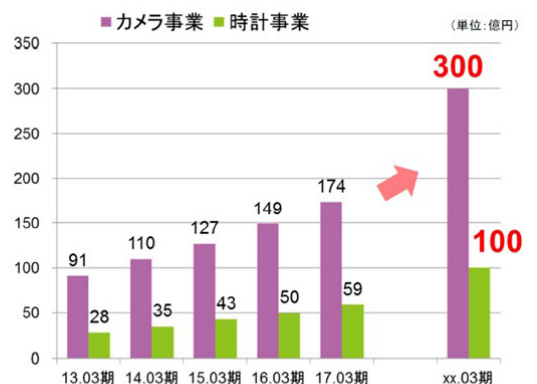
新たな中期経営計画の増収のメイン・エンジンがカメラと時計であることは前述のとおりであるが、この両製品については中長期的に更なる成長を本社では見込んでいる。カメラ事業については30,000百万円、時計事業については10,000百万円の売上規模が目標値だ。弊社はこれら中長期目標値の実現可能性について高いと考えている。その理由は以下の通りだ。

当社が扱う高額品・高価値品の分野では、中古品と新品の価値の差はほとんどなく、「中古品」であることにネガティブな意味はほとんどない。同社は現実的に新品も扱っており、新品の流通と中古品の流通をうまく融合させて、本来は動きの鈍い高額品・高価値品の動きを速め、売上高を高めて利益を稼いでいくというのが同社の本質的なモデルである。この点で同社は、日常品の中古品を扱う業者と本質的に異なっている。

この同社のモデルを完遂するには二つの重要なポイントがある。一つは言うまでもなく中古品の仕入だ。これは前述のようにワンプライス買取などの施策が奏功して順調である。もう一つは新品の仕入だ。これはメーカーや正規ディーラーとの関係が絡むため、同社自身の努力だけではいかんともし難いケースもある。ただ、幸いなことにカメラについては、新品の仕入がほぼ思いどおりにできる状況にある。また時計については、並行輸入となるが、マーケットが大きいため、仕入経路は多くある。それゆえ、同社の創意工夫で増収が期待できる状況にあり、弊社が同社の新たな中期経営計に対して強気な理由はここにある。

中長期目標

20xx年3月期  
 カメラ事業売上高 300億円  
 時計事業売上高 100億円  
 経常利益率 8%  
 Web会員数 75万人



Web会員数 22万人(14.03期)

**75万人**

出所: 決算説明会資料(2014年3月期)より引用

## 継続的なサイトリニューアルが効果的な販促策に

### (3) 販売促進策の内容

販売促進策の最も重要な施策として同社は、Map Camera サイト内検索システムを一新した。上級者向けに「こだわり検索」を導入したほか、初心者向けには「スペック検索」や「イメージ検索」といった機能を導入した。この結果、使い易さが大きく向上したほか、関連商品を顧客向けに自動的にオファーするような仕組みを取り入れて商機を逃すリスクを大きく減少させた。

また、スタッフらによるブログを積極的に活用している点も興味深い。「Kasyapa」では、メーカーや機種ごとに記事が掲載され、記事中の写真に撮影データを表示して、読者に機材選びに有用な情報を提供している。「LensTaste365」では毎日更新型のブログで読者をデイリーベースでまずはサイトに呼び寄せる仕組みづくりを狙っている。カメラファンにとってはブックマークに登録しておこうという内容に仕上がっている。さらには、異なるメーカー間のカメラ本体とレンズを組み合わせる際に必要なレンズマウントアダプターの専用サイトを4月にオープンした。これも消費者の購買意欲を刺激する面白い試みといえる。

サイト以外では、「先取交換」の導入が期待される。これは Map Camera で購入した商品を下取りに出して新たな商品を購入する際に、購入した新しい商品を先に顧客に送付するという仕組みだ。このサービスは返品自由などという性質のものではなく、「手元から一時的にせよカメラがなくなってしまう状況がさびしい」という、コアなユーザー向けのサービスであるが、同社ではこうしたエモーショナルな部分へのアピール効果も大きいはずとみている。

弊社ではこれら販売促進への努力は、それなりに効果を発揮して増収という成果をもたらすものと考えている。特に継続的なサイトリニューアルの効果は、ブログも含めて非常にユーザーフレンドリーに上がっており、効果が大きいと想定される。これらに加えて今後同社が検討すべき販促策としては、一般大衆に対する中古品取引への心理的ハードルを更に下げる努力であろう。ちょっと良いカメラを買おうと思った時に、新品と中古品を同じ目線で検討するだけの価値があるということ、その場として Map Camera や GMT が最適である、ということをやコアユーザー以外にも幅広く知らしめることは中長期目標の実現に不可欠ではないかということだ。販管費を抑制しながら広告宣伝を効率的に打つということは簡単ではないが、チャレンジしても良い時期に差し掛かっているように思われる。

## ■ 2014年3月期決算の詳細分析

### 2014年3月期決算は業績予想を上回って着地

#### (1) 2014年3月期決算

2014年3月期は売上高 15,603 百万円（前期比 25.2% 増）、営業利益 701 百万円（同 80.0% 増）、経常利益 689 百万円（同 88.4% 増）、当期純利益 390 百万円（同 68.3% 増）となった。同社は第3四半期（2013年10-12月期）の決算発表時に期初の業績予想を上方修正したが、実績値はその上方修正後の予想をさらに上回って着地した。ただし、消費税増税前の駆け込み需要による上乗せも発生しており、同社も手放しで喜んでいるわけではない。

## 事業別売上高・営業利益内訳

	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	14/3期 4Q	通期	
カメラ													
EC	926	992	1,229	1,460	4,607	1,337	1,453	1,640	4,430	40.8%	1,759	6,189	
店舗	1,144	1,092	1,178	1,154	4,568	1,223	1,236	1,352	3,811	11.6%	1,332	5,143	
売上高合計	2,070	2,083	2,406	2,614	9,176	2,560	2,688	2,993	8,242	25.6%	3,090	11,333	
セグメント営業利益	176	133	195	216	720	220	211	263	694	37.7%	292	986	
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%		9.4%	8.7%	
時計													
EC	313	325	368	322	1,328	322	348	448	1,118	11.1%	481	1,599	
店舗	326	336	440	407	1,509	477	403	547	1,427	29.5%	614	2,041	
売上高合計	639	661	808	729	2,838	800	750	994	2,545	20.7%	1,095	3,640	
セグメント営業利益	16	13	18	36	83	53	29	48	130	176.6%	42	172	
売上高営業利益率	2.5%	2.0%	2.2%	4.9%	2.9%	6.6%	3.9%	4.8%	5.1%		3.8%	4.7%	
筆記具													
EC	30	29	37	36	132	39	41	44	124	29.3%	49	173	
店舗	19	20	27	25	91	30	30	38	98	48.8%	37	135	
売上高合計	50	49	62	60	223	70	70	81	222	37.3%	86	309	
セグメント営業利益	0	-1	0	1	1	4	1	6	11	-	4	15	
売上高営業利益率	0.4%	-1.2%	0.6%	1.7%	0.4%	5.7%	1.4%	7.3%	5.0%		4.6%	4.9%	
自転車													
EC	39	40	43	49	171	69	74	60	203	65.9%	58	261	
店舗	14	16	11	12	53	9	14	16	39	-5.1%	20	59	
売上高合計	54	54	54	60	224	79	87	75	242	48.0%	77	320	
セグメント営業利益	-8	-5	-7	-7	-27	-7	-11	-1	-19	-	-4	-23	
売上高営業利益率	-14.8%	-9.1%	-13.0%	-11.5%	-12.1%	-8.9%	-12.6%	-1.3%	-7.9%		-5.1%	-7.2%	
全社													
EC	1,310	1,385	1,676	1,867	6,239	1,769	1,915	2,191	5,876	34.4%	2,347	8,224	
店舗	1,505	1,463	1,655	1,599	6,223	1,741	1,681	1,954	5,377	16.3%	2,002	7,379	
売上高合計	2,815	2,849	3,332	3,465	12,462	3,510	3,597	4,145	11,253	25.1%	4,350	15,603	
営業利益	101	57	105	125	389	172	129	217	518	96.1%	182	701	
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%	-	4.2%	4.5%	

出所：会社資料からフィスコ作成

カメラ部門売上高は11,333百万円（前期比23.5%増）、セグメント営業利益は986百万円（同36.9%増）となった。インターネットによるEC売上高が34.3%増と特に大きな伸びを示した。従来からカメラはEC取引との親和性が高かったが、ワンプライス買取やスムーズ買取などの諸施策導入の効果が最もよく表れたのがこのカメラEC取引部門だったといえる。

時計部門売上高は3,640百万円（前期比28.3%増）、セグメント営業利益は172百万円（同107.5%増）だった。EC売上高が前期比20.4%増の1,599百万円だったのに対して店舗売上高が同35.2%増の2,041百万円とカメラとは逆の動きとなった。これは時計の中古品取引にあつては価格が高額になるため、ネットで検索をしたうえで、店頭で現物を確認して購入するというパターンが多いためである。新品の時計については逆に、店頭で現物や価格をチェックしたうえでネット購入するという「ショールーミング化」の流れが着実に根付いてきている。表面上のEC売上高比率の低さにこだわる必要はないといえよう。

筆記具は売上高が309百万円（前期比38.8%増）、セグメント営業利益が15百万円（同19倍）となり黒字が定着した。自転車は売上高が320百万円（同42.6%増）と伸びたが、セグメント営業損益は23百万円の赤字（前期は27百万円の赤字）となった。自転車はブレークオープンまであと一息というところだが、新品と中古品のバランスがうまく取れていないことが売上高の伸びを抑えているという状況だ。

費用面では、販管費の前期比増加率が13.5%増と、売上高の増収率に比べて低く抑えられた。その結果、売上高販管費率は前期の15.7%から14.3%に一段と低下した。反対に売上高営業利益率は3.1%から4.5%へ改善した。

業績好調を支えた裏側に、中古品の買取が好調だったことは見逃せない。中古品の豊富な在庫が顧客を引き付け、売上高増加につながっているからである。2014年3月期中に同社はワンプライス買取とスムーズ買取という、中古品売却希望者にとって有効性のあるサービスを開始した。他社は似たような制度をほとんど採用していないため、売却希望者の注目を集めたとなった。



シュッピン  
3179 マザーズ

2014年6月27日(金)

簡略化単独損益計算書

(単位:百万円)

	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期(予)
売上高	10,072	12,462	15,603	17,828
カメラ事業	7,205	9,176	11,333	12,777
時計事業	2,497	2,838	3,640	4,302
筆記用具事業	199	223	309	358
自転車事業	168	224	320	391
営業利益	211	389	701	800
経常利益	193	365	689	777
当期純利益	75	231	390	499
分割調整後				
1株当たり利益(円)	15.05	44.22	65.79	83.37
1株当たり配当金(円)	5.00	7.00	10.00	10.00
1株当たり純資産(円)	178.76	232.75	295.16	-

出所:会社資料からフィスコ作成

簡略化貸借対照表

(単位:百万円)

	12/3期	13/3期	14/3期
流動資産	2,284	2,952	3,475
現預金	380	571	441
売上債権	587	844	1,049
棚卸資産	1,198	1,362	1,790
その他	118	174	193
固定資産	524	533	787
有形固定資産	117	109	101
無形固定資産	109	120	210
投資等	296	303	475
資産合計	2,810	3,487	4,263
流動負債	1,247	1,495	1,906
支払債務	339	510	727
短期借入金等	557	610	650
その他	349	374	529
固定負債	669	620	589
長期借入金、社債	669	612	584
その他	0	8	5
株主資本	893	1,371	1,766
資本金	350	485	508
資本剰余金	250	385	408
利益剰余金	293	500	849
自己株式	0	0	0
その他の包括的利益類型額	0	0	0
純資産合計	893	1,371	1,766
負債・純資産合計	2,810	3,487	4,263
有利子負債残高	1,227	1,222	1,234

出所:会社資料からフィスコ作成

キャッシュフロー計算書

(単位:百万円)

	12/3期	13/3期	14/3期
営業活動によるキャッシュフロー	182	85	79
投資活動によるキャッシュフロー	-55	-129	-225
財務活動によるキャッシュフロー	13	234	16
現預金換算差額	0	0	0
現預金増減	140	190	-130
期首現預金残高	240	380	571
期末現預金残高	380	571	441

出所:会社資料からフィスコ作成



## 絶対値では文句なしに高 ROE 企業といえる水準

### (2) 財務分析

同社の2014年3月期末自己資本利益率(ROE、期首期末平均ベース)は24.9%と、前期末の20.5%からさらに上昇した。絶対値では文句なしに高 ROE 企業といえる水準であり、同じ中古品取引に携わる(モデルは異なる)企業を大きく引き離している点は言うまでもない。

ROEはROAと財務レバレッジからなるが、同社のROA(総資産経常利益率)は17.8%とこれも非常に高い値となっている。前期比較でも11.6%から6.2%ポイントの改善となっており、ROEの改善のほとんどはROAの改善からもたらされたといえる。

ROAの構成要素であるマージン(売上高経常利益率)とターンオーバー(総資産回転率)は、それぞれ4.4%と4.03回/年で、4回を超える非常に高い資産回転率が同社の高ROAを寄与していることがわかる。マージンについては、前期比較では改善の主要因ではあったが水準自体は決して高い値でない。

#### 財務分析比較

会社名		シュッピン				キタムラ				コメ兵				
証券コード		3179				2719				2780				
決算期		3月				3月				3月				
		12/3期	13/3期	14/3期	15/3期(予)	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期(予)	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期(予)	
主要数値	売上高	百万円	10,072	12,462	15,603	17,828	135,052	139,307	152,077	147,500	28,914	34,368	40,212	42,000
	販管費	百万円	1,752	1,961	2,225	-	50,898	50,350	50,311	-	6,766	8,531	9,627	-
	営業利益	百万円	211	389	701	800	665	2,059	2,536	2,150	1,368	2,103	2,999	3,100
	経常利益	百万円	193	365	689	777	1,256	2,256	2,676	2,300	1,369	2,096	2,988	3,100
	当期期利益	百万円	75	231	390	499	429	931	1,098	1,000	761	1,251	1,834	1,900
	総資産	百万円	2,810	3,487	4,263	-	59,173	60,717	66,180	-	18,912	20,170	23,306	-
	株主資本	百万円	893	1,371	1,766	-	17,263	18,026	19,504	-	12,376	13,441	15,046	-
	有利子負債	百万円	1,227	1,222	1,234	-	18,811	17,167	15,251	-	3,285	3,454	4,145	-
	減価償却費	百万円	55	49	65	-	2,219	2,150	2,2037	-	344	524	620	-
	EBITDA	百万円	266	438	766	-	3,542	4,881	5,226	-	1,712	2,627	3,619	-
収益性・効率性	自己資本利益率	%	-	20.5%	24.9%	-	-	5.2%	5.8%	-	-	9.7%	12.9%	-
	総資産経常利益率	%	-	11.6%	17.8%	-	-	3.8%	4.2%	-	-	10.7%	13.7%	-
	資産回転率	回/年	-	3.57	3.66	-	-	2.32	2.31	-	-	1.76	1.85	-
	売上高経常利益率	%	1.9%	2.9%	4.4%	4.4%	0.9%	1.6%	1.8%	1.6%	4.7%	6.1%	7.4%	7.4%
	売上高総利益率	%	19.5%	18.9%	18.8%	-	38.2%	37.6%	34.8%	-	28.1%	30.9%	31.4%	-
	売上高販管費率	%	17.4%	15.7%	14.3%	-	37.7%	36.1%	33.1%	-	23.4%	24.8%	23.9%	-
	売上高営業利益率	%	2.1%	3.1%	4.5%	4.5%	0.5%	1.5%	1.7%	1.5%	4.7%	6.1%	7.5%	7.4%
EBITDA マージン	%	2.6%	3.5%	4.9%	-	2.6%	3.5%	3.4%	-	5.9%	7.6%	9.0%	-	
成長性	売上高	%	12/3期~14/3期の成長率		15.7%	-	12/3期~14/3期の成長率		4.0%	-	12/3期~14/3期の成長率		11.6%	-
	営業利益	%			49.1%	-			56.2%	-			29.9%	-
	当期期利益	%			73.1%	-			36.8%	-			34.1%	-

出所:各社決算短信等からフィスコ作成

同社の高い資産回転率は言うまでもなく、同社の総資産が小さいためであり、店舗を最小限に抑えてECに事業の軸足を置いている同社ならではの特徴といえる。カメラ販売大手のキタムラ<2719>との比較がわかりやすい。全国に店舗を展開するキタムラは、売上高こそ同社の約10倍だが、利益で3~4倍で、総資産が15倍以上だ。このため、マージンでもターンオーバーでも同社を下回り、両者を掛け合わせたROAの段階では、4倍以上の差が開いている。同様のことはコメ兵<2780>にも当てはまる。コメ兵はマージンこそ同社を上回っているが、売上高が2.5倍であるのに対して総資産で5倍を超えており、総資産回転率が半分以下の水準だ。そのためROAでも大きく水をあけられている。

事業規模は現状では3社中で同社が最も小さい。今後、売上高および利益規模、資産規模が成長していく過程でも現状のバランスを維持して行けるかが同社に課せられた今後の課題といえるであろう。

## ■ 株主還元策

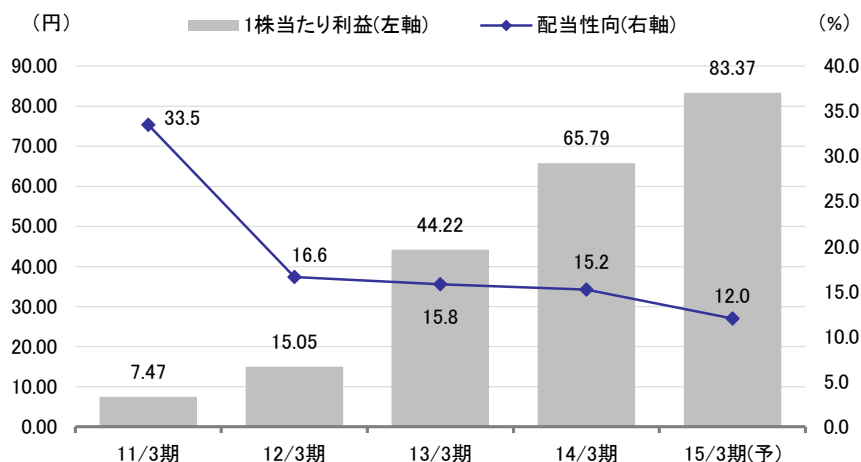
### 株主還元を重要な経営課題と位置付け、配当による還元が基本方針

同社は株主還元を重要な経営課題と位置付けて配当による還元を基本方針としている。ただし、公約配当性向などは設けておらず、中長期の業績見通しや事業展開などを勘案しながら、安定的かつ継続的な配当を実現することに力点を置いている。

同社は依然として高成長中で、その成長の確度を高め、あるいは加速させるための、システム投資等の資金需要は大きい。したがって表面的には配当性向が低くなってしまっても正当化されよう。

同社はまた、株主還元の一部として株主優待制度を設けている。これは全株主に保有に関わらず優待券が1枚贈呈されるものだ。優待券を商品の購入もしくは売却の際に利用すると、購入の場合5,000円割引、売却の場合5%上乘せ（最大5万円まで）といった優待が受けられる。

1株当たり配当金と配当性向の推移





#### 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