

## シュッピン

3179 東証マザーズ

2014年12月26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

### ■ EC 比率の向上は想定通り、インバウンド売上増は想定外

シュッピン〈3179〉の事業モデルの特徴は2つだ。1つはインターネットを活用する一方で店舗投資を極力少なくし、徹底したローコストオペレーションを実践することであり、もう1つは中古品と新品を化学反応させることで商品の回転を上げ売上高拡大に結び付けることだ。この事業モデルに適した商材としてカメラ、時計、高級筆記具、ロードバイクの4つに絞って事業を展開している。この点も同社の経営哲学が一貫しているという点で特徴の1つに数えることができよう。

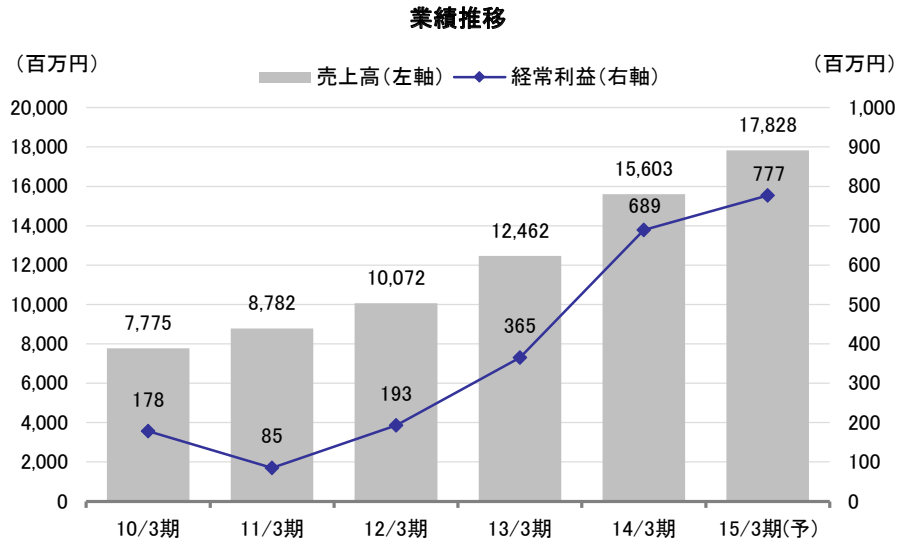
2015年3月期の第2四半期は、注目ポイントが2つあったと弊社では考えている。1つはEC（電子商取引）売上高比率が着実に上昇して、創業時に目指した収益成長モデルが実践できているということだ。免税利用者の増加で店舗売上高比率が増大したため、この部分が見えにくくなっているが、実質的な値を分析すると上記のことは明白だ。

もう1つの注目ポイントは、その免税品売上高で、インバウンド（訪日外国人）観光客による売上高となる。彼らは口コミで同社の存在を認識したと考えられるが、今第2四半期には規模が急激に膨らんで、店舗売上高を大きく押し上げた。購入品が新品に多く、また中古品の購入が少ないなど、日本人利用者とは消費行動が大きく異なるため、同社自身も多少戸惑った感はあるが、中期的に大きな収益源になる可能性があるため、同社の今後の取り組みが注目される。

収益拡大のメインシナリオはEC売上高の拡大であることには振れがない。この点、同社の施策は首尾一貫している。中古品の買取、特にEC買取強化に向けて、9月に「先取交換」をスタートし、買取3施策が出そろった。今後はこの施策の適用範囲を着実に拡大させていくことで買取額の増加を狙っている。また、コンテンツの拡充という点でも超高画質画像の掲載など注目される内容がラインナップされており、中期的な正常進化が期待される。

### ■ Check Point

- ・カメラ事業は買い取りのEC比率増加が販売に結びつく理想的なモデル
- ・質の高い高ROE、株価バリュエーションへのプレミアも
- ・観光立国の政策でインバウンド観光客は増加し成長が続く見通し



## ■ 2015年3月期第2四半期の注目点

### EC 売上高の比率が向上、イメージ通りのモデルで成長

2015年3月期の第2四半期決算では、大きな注目点として2つを挙げる事ができる。1つはEC売上高が着実に上昇し、創業以来の収益成長モデルのイメージを実践してきていることだ。実質EC売上高比率は9月単月で62.7%、10月単月で66.3%と、全売上高の3分の2近くまで上昇した。もう1つは、インバウンド観光客による免税売上高の急増だ。従来からある程度の免税品を買うインバウンド観光客は来店していたが、今第2四半期はその規模が急激に拡大し、約1,400百万円に達した。

#### (1) EC 売上構成比が着実に上昇

2015年3月期の第2四半期の売上高は8,547百万円だったが、そのうちEC売上高は4,348百万円で、EC売上高比率は50.9%となった。しかし、今第2四半期は免税品を求める訪日外国人観光客（インバウンド観光客）が同社の店舗売上高を大きく押し上げた。このインバウンド観光客の免税売上高約1,400百万円を除いたEC売上高比率は60.9%となり、半期ベースで過去最高水準に達した。

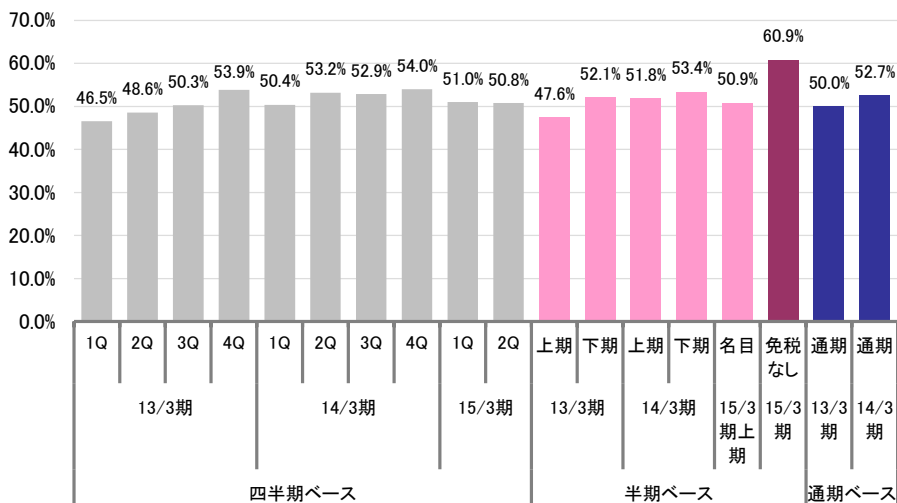


シュッピン

3179 東証マザーズ

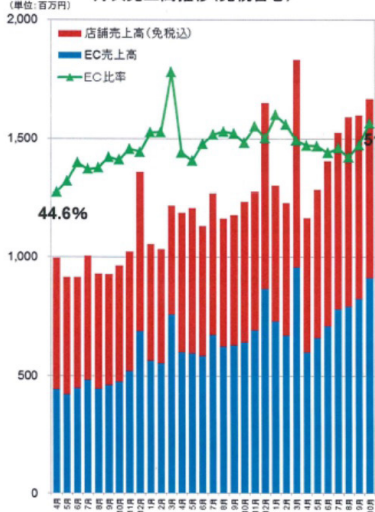
2014年12月26日（金）

四半期別・半期別・年度別EC売上高比率の推移

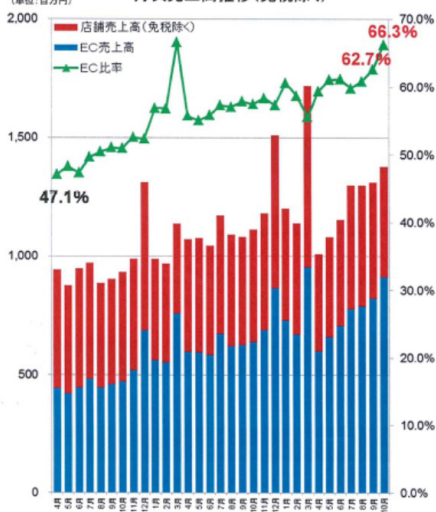


月次売上高数値を見ると、EC売上高比率は月ごとにばらつきはあるものの、基本的には右肩上がりでも推移しており、直近の2014年10月月次においては、インバウンド観光客の免税売上高を除いたベースで66.3%と、全体の売上高の3分の2に達した。

月次売上高推移(免税含む)



月次売上高推移(免税除く)



弊社がEC売上高の上昇を評価する理由は簡単だ。それが同社の事業モデルの根本であり収益力を測る最良のKPI（Key Performance Indicator、重要業績評価指標）だからである。

同社の事業モデルの特徴は、大きく2つある。1つはインターネットでの取引を中心に据えたローコストオペレーションの徹底である。リアル店舗で商品を確認し実取引はインターネットで行うショールーミング化という消費者行動の変化に合わせたものだ。同社の鈴木社長は過去のパソコンショップ経営の体験から、店舗による販売には、店舗拡大競争という際限のない競争が待ち受けており、店舗に頼った小売には勝者がいなくなると考えており、これがインターネット主体のビジネスモデル推進の大きな原動力となっている。



シュッピン

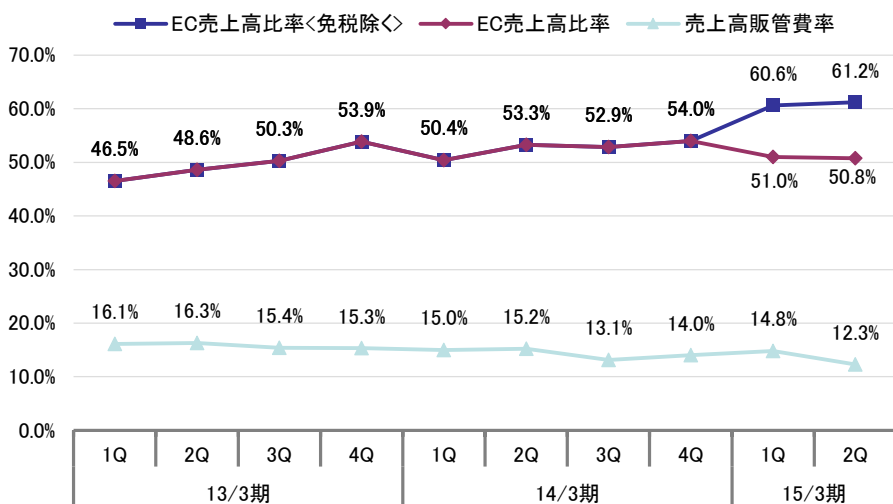
3179 東証マザーズ

2014年12月26日（金）

もう一つは、元来は異なる市場メカニズム（市場性や消費者ニーズなど）で動いている中古品と新品を組み合わせることで、両者を化学反応させてそれぞれの市場性・流通性を高めて自社の売上高拡大に結び付けていることである。これが最も良く機能している商材はカメラで、「中古品を触媒にして新品の流通（販売）を促進する」という流れをほぼ確立したと言える。同社の顧客は、新品購入動機が先に来て、その際に手持ちのものを売却して新品購入資金に充てるという流れが中心である。同社はその点をよく理解し、消費者が中古品を手放しやすい環境（すなわち、新品を買いやすい環境）を整えている。

同社が採用するこの事業モデルにおいては、売上高が増加しても、それに伴う人件費や店舗費など商品原価以外の費用の増加は極力抑えることができる。同社の損益計算書においてはそれらの費用は販管費という形で計上されるため、売上高販管費率の推移を見ることで、同社の事業モデルが狙いどおりの成果を出しているかどうかを判断することができる。下の図にあるように、EC売上高比率と売上高販管費率は逆相関の関係にあることが明白で、同社はeコマース企業として想定したとおりの収益成長シナリオを実践していると言える。

EC売上高比率と売上高販管費率の推移(四半期ベース)



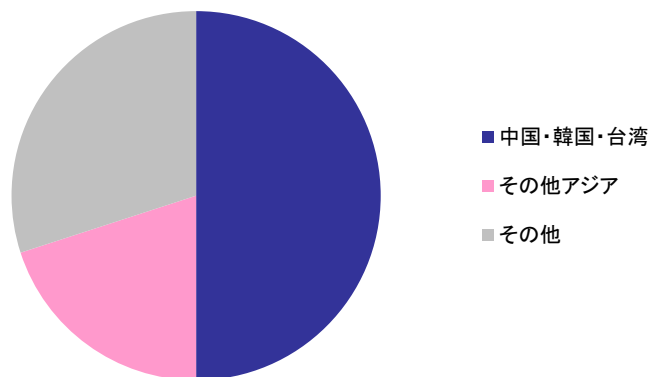
## インバウンド観光客向け売上高が増加、想定外だが合格の対応策が注目される

### (2) インバウンド観光客の売上高急増と今後の取り組み

今第2四半期に突如として存在感を増したのがインバウンド観光客だ。同社のインバウンド客の属性特徴は、現状、以下のようになっているとみられる。

- ・ 国別には中国・韓国・台湾のアジア3ヶ国・地域合計で約50%を占める
- ・ 新宿の同社店舗において購入（免税措置を受けるため）
- ・ 新品の購入が基本。中古品の割合は低い
- ・ 中古品の買取などはほとんどない

### カメラ事業における免税利用者の地域別比率のイメージ



出所：取材から弊社推定・作成

同社はこれまで海外客についてはあまり積極的な対応を行ってこなかった。したがって、インバウンド観光客が店頭に押し寄せた要因を一部の広告効果＋「ロコミ」によるものと分析している。同社は積極的な施策を行ってこなかったにもかかわらず新品を求める客が急増したということは、ロコミによるという分析もあながちの外れではないであろう。こうした状況を受けて同社は自社サイトも多言語化対応とした。

今後同社がインバウンド観光客や外国人への対応をどれだけ拡大するかは、これからの検討課題と言える。インバウンド客は店頭購入となるが、同社はあくまでeコマース企業であることにこだわっており、店舗拡大などは考えていない。EC販売に対する海外からの注文については、サイトを多言語化対応とはしたもののデリバリーの問題もあるほか、免税にならないため、そもそも需要が拡大しないという見方もできる。インバウンド観光客及びECサイトへの越境注文（海外からの注文）に対しては、あまり前のめりにならずに自然体で対応していくのではないかと、弊社では推測している。

上記のような同社の対応は、現状で最良であると弊社では考えている。しかし、中期的成長を考えた場合には、インバウンド観光客の需要は、ただ見過ごすにはあまりにも大きい。同社は1商材1店舗の原則を守るとしており、この方針がぶれることはないであろう。一方で、現実需要を着実に取り込むために、外国語のできる店員の採用などで、人件費の増加が発生する可能性はある。これら費用をコントロールして、知名度や顧客満足度を高めながら、どのように売り上げを伸ばしていくのか、今後の店舗販売政策が大いに注目されるころだ。

## ■ 事業別動向

### カメラ事業は買い取りの EC 比率増加が販売に結びつく理想的なモデル

#### (1) カメラ事業

カメラ事業の 2015 年 3 月期の第 2 四半期売上高は 6,269 百万円（前年同期比 19.4% 増）、セグメント営業利益は 521 百万円（同 21.1% 増）となった。4 月、5 月は消費増税の反動が予想以上に厳しかったが、インバウンド観光客の免税売上が予想以上に急伸し、結果的に堅調な伸びを示した。

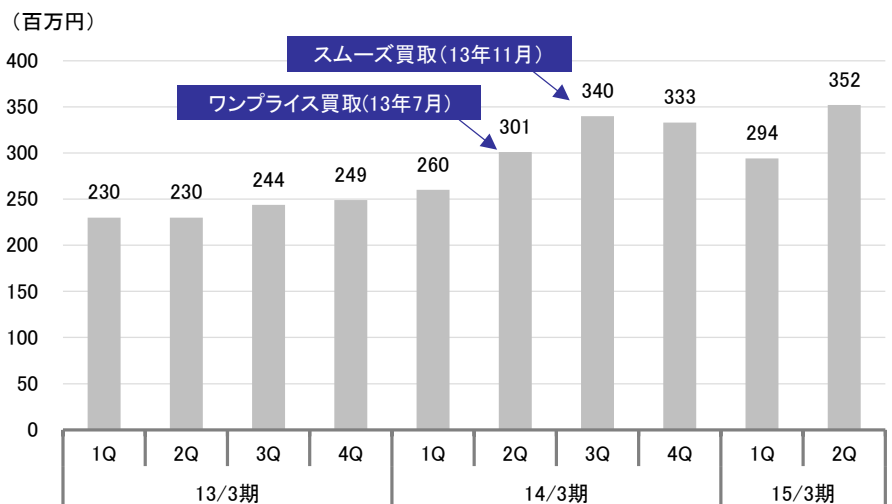
#### カメラ事業の業績詳細

（単位：百万円）

	13/3 期		14/3 期		15/3 期	
	2Q 累計	通期	2Q 累計	通期	2Q 累計	2QYOY
カメラ						
EC 売上高	1,918	4,607	2,790	6,189	3,401	21.9%
店舗売上高	2,236	4,568	2,459	5,143	2,868	16.6%
売上高合計	4,154	9,176	5,249	11,333	6,269	19.4%
セグメント営業利益	309	720	431	986	521	20.9%
売上高営業利益率	7.4%	7.8%	8.2%	8.7%	8.3%	

カメラは一品物の工芸品ではなく大量生産される工業品であること、マニア層が多く存在すること、高額商品であること、レンズ交換などで発展性があること、新品の仕入が制限なくできること、中古品市場がすでに存在していることなど様々な要件に照らして、同社が目指す事業モデルに最もフィットする商材だ。その特性を生かして同社は、「ワンプライス買取」、「スムーズ買取」、「先取交換」などによる消費者の利便性向上によって中古品売却⇒新品（もしくは上位品の中古機）購入のサイクルをより円滑化する施策を打ってきた。その結果、中古品買取額は着実に増加基調をたどり、それが売上高の増加につながるという好循環に入っている。買取において、EC 買取額が増加していることも注目される。販売のみならず買取においても同社が目指すインターネットの活用が良く機能していることがカメラ事業の特徴と言える。

#### カメラ事業のEC買取額の推移（四半期別）



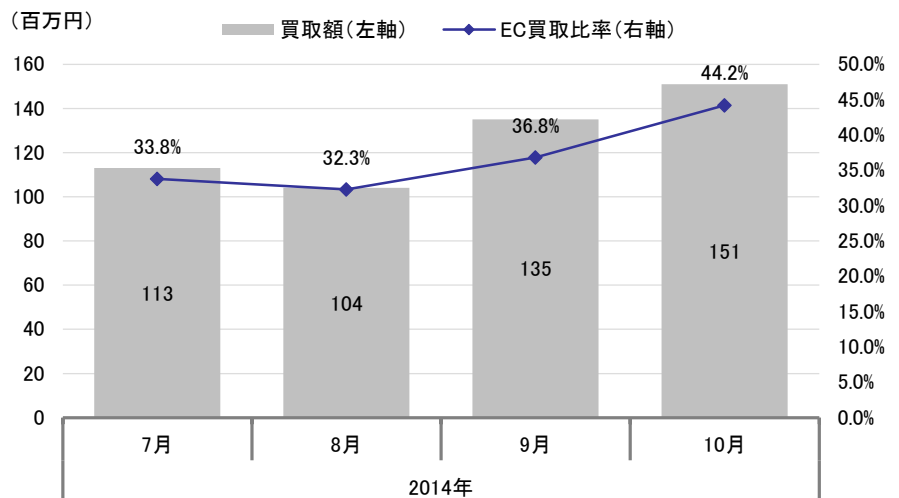
2014年12月26日（金）

一方、販売においては、EC 販売比率が 54.3% となった。前述のインバウンド観光客の免税売上分を除けばこの比率は 70% 近いと推定され、順調に EC 化が進展していることがうかがえる。新品と中古品の比率は、EC ではほぼ半々、店頭では新品が多いという状況にあるようだ。特に 2015 年 3 月期の第 2 四半期においては店頭で新品の割合が免税売上の増加によって急伸したとみられる。利益率について一般に、中古品の方が新品よりも高いとみられるため、新品の比率の上昇をネガティブにとらえる向きもあるかもしれないが、弊社の理解は異なる。店舗での中古品販売の絶対額も順調に伸びている中で、免税売上が急伸したことは、純粋に粗利益を押し上げたポジティブに解釈すべきというのが弊社の見解だ。

今後の重点施策としては、買取 3 施策の本格開始で買取量の増加を目指すほか、中古品の掲載点数を増加させることや、商品画像の充実で消費者の EC 活用を刺激していく方針だ。また、レンズマウントアダプタの専門サイトの拡充などで、マニア層の取り込みと顧客囲い込みをさらに加速させていく方針だ。カメラ事業の中期的な売上目標 30,000 百万円は従来どおりで変更はない。

足元の動向は、買取と販売の両面で、同社の目指す通りの動きとなっているようだ。特に弊社が注目するのは、買取ペースが 2015 年 3 月期の第 2 四半期後半から第 3 四半期の足元にかけて加速しつつある点だ。買取額の増加と、買取における EC 比率の増加という、同社にとって理想的な形で伸びている点が、今後の販売増加につながっていくものと弊社では期待している。

カメラ中古品買取額の月次動向



## 時計もサイトの認知度向上で売上高が差実に増加

### (2) 時計事業

時計事業の 2015 年 3 月期の第 2 四半期売上高は 1,906 百万円（前年同期比 22.9% 増）、セグメント利益は 55 百万円（同 31.8% 減）となった。サイト及びシュッピン自体の認知度向上で売上高は着実に増加している。減益となったのは前年上期に高額時計特需があつて利益が押し上げられたことの反動である。

## 時計事業の業績詳細

(単位:百万円)

	13/3期		14/3期		15/3期	
	2Q累計	通期	2Q累計	通期	2Q累計	2QYOY
時計						
EC売上高	638	1,328	670	1,599	689	2.8%
店舗売上高	662	1,509	880	2,041	1,216	38.2%
売上高合計	1,300	2,838	1,551	3,640	1,906	22.9%
セグメント営業利益	29	83	82	172	55	-32.9%
売上高営業利益率	2.2%	2.9%	5.3%	4.7%	2.9%	

時計は高額品になると生産本数がきわめて限定的になり工芸品の色彩を帯びてくる。ここが大量生産の工業製品であるカメラとの大きな違いだ。カメラが使用価値に重点が置かれるのに対して時計は所有価値に重点が置かれる傾向がある。この差は表面のキズなどに対するスタンスの差となって出てくる。そしてこれが販売・買取のEC化比率の差となって出てくる。しかしながらこの点はネガティブに捉える必要はない。高額品の度合いが時計の方がはるかに高いからである。すなわち、店頭取引や対面取引(出張も含む)の費用を十分に賄えるだけの価格帯の商品が数多く流通しているということだ。

今第2四半期のEC売上高比率は36.1%と、前年同期の43.2%から低下した。ここにも店頭での免税品売上の影響が出ていると思われるが、それ以上に、中古品の比率が上昇していることの影響が大きいと推定される。前述のように、中古品においてはキズの程度を目で確認したいという顧客が多く、店頭での取引が多くなるためである。表面的なEC化率の変動に惑わされず、取引内容の吟味が分析上重要だと弊社では考えている。

時計についての今後の施策で注目されるのは、超高画質画像の掲載だ。前述の様に時計は高額品になるほど表面のキズや内部のメカニズムを確認したいという要求が強まる傾向にあり、その消費者ニーズをつかむための施策である。また、カメラで効果を発揮している買取3施策の適用モデルを拡大させて、EC化を高めていく方針だ。おおよそ100万円を境に、それ以下の価格帯の時計はカメラと同様のEC化率を達成できるポテンシャルがあるとみられるため、そこを目指すことで経営効率を一段と高めていく方針だ。

## 高級筆記も増収増益、「書斎で映えるもの」に取扱いを拡充へ

## (3) 高級筆記具事業

筆記具事業の2015年3月期の第2四半期売上高は177百万円(前年同期比26.2%増)、セグメント営業利益は14百万円(同147.4%増)となった。EC売上高が順調に伸長したほか店舗売上高も健闘した。売上高が伸長する一方で費用の伸びが抑制されたため、セグメント利益は大幅増益となった。

## 筆記具事業の業績詳細

(単位:百万円)

	13/3期		14/3期		15/3期	
	2Q累計	通期	2Q累計	通期	2Q累計	2QYOY
筆記具						
EC売上高	59	132	80	173	106	32.5%
店舗売上高	39	91	60	135	71	18.3%
売上高合計	99	223	140	309	177	26.4%
セグメント営業利益	-0	1	5	15	14	180.0%
売上高営業利益率	-0.4%	0.4%	3.6%	4.9%	7.9%	



筆記具事業は、市場規模がカメラや時計に比べて小さいのは確かだが、万年筆を中心とした高級筆記具に対する一定の需要が存在する一方、中古品をきちんと扱う業者は極めて少ないとみられる。同社は、カメラ同様に新品と中古品を取り扱っており、カメラと同じように、中古品買取を触媒にして新品（もしくは上位の中古品）購入を誘発するサイクルの形成に成功している。

今第2四半期はEC売上高が伸長したため、EC売上高比率も59.9%に上昇した。買取3施策の適用範囲を筆記具でも拡大させていく方針であり、今後も買取と販売においてEC比率が高まっていくものと予想される。今後の施策としては品揃えの拡充を計画している。これまでは筆記具（万年筆など）、インク、ペンケース、ノート等にとどまっていたが、今後は「書斎で映えるもの」を拡充していく方針だ。数量的には多くを期待しにくいが高単価のものが増えてくると予想され、売上規模の拡大には一定の効果が期待できると弊社ではみている。

## 自転車は赤字が縮小、ブレークイーブンまであと一歩

### (4) 自転車事業

自転車事業の2015年3月期の第2四半期売上高は193百万円（前年同期比15.9%増）、セグメント営業損失は8百万円（前年同期は18百万円の損失）となった。前年同期は店舗改装で店舗売上高が落ち込んだ反動で、今第2四半期の店舗売上高は大きく増加した。売上高の増収に伴って損失は着実に減少してきており、ブレークイーブンまであと一歩のところまで来ている。

#### 自転車事業の業績詳細

（単位：百万円）

	13/3期		14/3期		15/3期	
	2Q累計	通期	2Q累計	通期	2Q累計	2QYOY
EC売上高	79	171	143	261	152	6.3%
店舗売上高	30	53	23	59	41	78.3%
売上高合計	109	224	166	320	193	16.3%
セグメント営業利益	-13	-27	-18	-23	-8	-
売上高営業利益率	-11.9%	-12.1%	-10.8%	-7.2%	-4.1%	

自転車事業のEC売上高比率は78.8%と4商材の中で最も高い。今後売上高が一定水準を超えてくればセグメント営業利益の黒字化が合理的に期待できる収益構造となっていると評価できる。

自転車事業の構造的な問題として弊社が以前から指摘したことは、中核パーツである外国製高級ブランドのフレームの仕入の問題だ。新品と中古の化学反応で売り上げを拡大させるという事業モデルは自転車においてもまったく同じであるため、新品の仕入の確保は最も重要なポイントだ。同社は従来から仕入れルートの拡大に注力しているが、今第2四半期では劇的な変化は起こっていないようだ。一方で、自転車においてもワンプライス買取を行うなど業界唯一とも言えるサービスで同社の認知度は着実に上昇しており、収益拡大ペースは今後も続くものと弊社ではみている。

## ■財務分析と業績動向

### 質の高い高 ROE、株価バリュエーションへのプレミアムも

#### (1) 財務分析

同社の2014年3月期末のROE（自己資本利益率）は24.9%と非常に高い値であった。これは世界的な標準に照らしても高いと言える水準だ。内容を見るとROA（総資産経常利益率）が17.8%と高く、質の高いROEとなっていると言える。

総資産回転率は4.03回／年と非常に高い値となっている。これは同社が店舗投資を極力抑えたeコマース型企业であることに由来している。前年との比較では総資産回転率が上昇しているが、これは売上高が成長する裏側で、資産の伸びが適度にコントロールされていたためと推測できる。

同社は2017年3月期までの中期3ヶ年経営計画を策定済みだ。その業績計画と一定の仮定で算出したバランスシート項目に基づいて予想ROEを試算したところ、2017年3月期のROEは29.5%に上昇すると結果が得られた。一般に、ROEと株価バリュエーションには正の相関が見られるため、今後、同社のROEの高さや中期的な一段の上昇可能性が認識される過程では、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。

財務分析表

		13/3 月期	14/3 月期	15/3 月期 予想	16/3 月期 予想	17/3 月期 予想	備考	
主要数値	売上高	百万円	12,462	15,603	17,828	20,994	24,619	会社予想
	販管費	百万円	1,961	2,225	2,585	2,933	3,224	会社予想
	営業利益	百万円	389	701	800	1,068	1,485	会社予想
	経常利益	百万円	365	689	777	1,051	1,473	会社予想
	当期純利益	百万円	231	390	499	677	948	会社予想
	総資産	百万円	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	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	1,222	1,234	1,234	1,234	1,234	2014/3 期末比横ばい
	減価償却費	百万円	49	65	120	220	220	取材に基づく FISCO 推定
	EBITDA	百万円	438	766	920	1,288	1,705	営業利益 + 減価償却費
収益性・ 効率性	ROE	%	20.5%	24.9%	25.1%	27.0%	29.5%	
	ROA	%	11.6%	17.8%	17.6%	20.2%	24.1%	
	資産回転率(回/年)	回/年	3.96	4.03	4.03	4.03	4.03	
	売上高経常利益率	%	2.9%	4.4%	4.4%	5.0%	6.0%	
	売上高総利益率	%	18.9%	18.8%	19.0%	19.1%	19.1%	
	売上高販管費率	%	15.7%	14.3%	14.5%	14.0%	13.1%	
	売上高営業利益率	%	3.1%	4.5%	4.5%	5.1%	6.0%	
成長性	EBITDA マージン	%	3.5%	4.9%	5.2%	6.1%	6.9%	
	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

### 2Q は消費増税の影響も吸収、インバウンドが想定外の伸び

#### (2) 2015年3月期の第2四半期末実績

2015年3月期の第2四半期決算は、売上高8,547百万円（前年同期20.2%増）、営業利益342百万円（同13.5%増）、経常利益333百万円（同13.7%増）、当期純利益211百万円（同1.5%増）で着地した。計画対比では売上高が205百万円増、営業利益が4百万円減、経常利益が1百万円減、当期純利益が4百万円減と、ほぼ計画どおりの着地となった。



## シュッピン

3179 東証マザーズ

2014年12月26日（金）

今第2四半期は消費増税の反動減の影響で4月-5月に当社が当初見込んでいた以上に需要が落ち込んだとみられる。同社も積極的にセールを打ち出して対応した。特徴的な動きとしては、海外旅行客が同社の店頭売り上げを大きく押し上げたことだ。店舗でのカメラや時計の新品売り上げが大きく増加した。

上記のような形で売上高は急速に回復したが、表面上の粗利益率は低下する形となった。粗利益率は中古品よりも新品の方が低いため、新品の売上構成比上昇は粗利益率の点ではプロダクトミックスの悪化ということになる。またセールも粗利益率を低下させることにつながる。しかし一方で、販管費の抑制がなされて売上高販管費率は前年同期の15.1%から13.5%に低下し、営業利益率段階では前年同期の4.2%に対して今第2四半期は4.0%と挽回することができた。

今第2四半期は結果的にインバウンド観光客の特需が消費増税の反動減を補った格好になったが、これが無かったら同社の決算が厳しいことになったかということ、決してそうではなかっただろうと弊社では見ている。2Qに入ってカメラのEC買取額が急回復したことがその具体的な根拠だ。同社の場合、買い取りと新品販売が同時に行われることが多い。すなわち、1Qは反動減が確かに大きかったが、2Qに入ってからは新品への需要が回復し、それに絡んで買取額が回復したと考えられるのである。

インバウンド観光客の増加は表面上プロダクトミックスを悪化させるが、これも同社にとってマイナスでない。同社自身は元来、こうした需要をあてにしておらず、広告宣伝費等の費用もほとんどかけていない。したがって、こうしたインバウンド客の増加は純粋に収益上乘せ要因であるし、仮にインバウンド客が今後なくなったとしても、同社の中期計画上には織り込まれていなかった部分なので、影響がほとんどないと弊社では見ている。

### 簡略化単独損益計算書

(百万円)

	13/3期			14/3期			15/3期		
	上期	下期	通期	上期	下期	通期	上期	下期(予)	15/3期(予)
売上高	5,664	6,798	12,462	7,108	8,495	15,603	8,547	9,281	17,828
YOY	-	-	-	25.5%	25.0%	25.2%	20.2%	9.3%	14.3%
カメラ事業	4,154	5,022	9,176	5,249	6,084	11,333	6,269	6,508	12,777
時計事業	1,300	1,538	2,838	1,551	2,089	3,640	1,906	2,396	4,302
筆記用具事業	99	124	223	140	169	309	177	181	358
自転車事業	109	115	224	166	154	320	193	198	391
売上総利益	1,076	1,274	2,350	1,372	1,554	2,926	1,492	1,893	3,385
売上総利益率	19.0%	18.7%	18.9%	19.3%	18.3%	18.8%	17.5%	20.4%	19.0%
販売費・一般管理費	917	1,044	1,961	1,071	1,154	2,225	1,150	1,435	2,585
売上高販管費率	16.2%	15.4%	15.7%	15.1%	13.6%	14.3%	13.5%	15.5%	14.5%
うち人件費	-	-	833	430	491	921	455	-	-
うち地代家賃	-	-	186	92	93	185	84	-	-
うち販売促進費	-	-	185	102	118	220	121	-	-
営業利益	159	230	389	301	400	701	342	458	800
YOY	-	-	-	89.5%	73.9%	80.0%	13.6%	14.5%	14.1%
売上高営業利益率	2.8%	3.4%	3.1%	4.2%	4.7%	4.5%	4.0%	4.9%	4.5%
経常利益	148	217	365	293	396	689	333	444	777
YOY	-	-	-	96.9%	82.5%	88.4%	13.7%	12.1%	12.8%
当期純利益	98	133	231	178	212	390	211	288	499
YOY	-	-	-	81.9%	59.4%	68.3%	18.5%	35.8%	28.0%

2014年12月26日（金）

## 観光立国の政策でインバウンド観光客は増加し成長が続く見通し

### (3) 2015年3月下期以降の業績の考え方

上期に見られた消費増税の反動減は7月－9月期で完全に解消し、月次売上高の前年同月比伸び率が加速してきている状況だ。円安の影響でインバウンド客の売上高も好調が続いており、業績面での不安要素は小さいとみられる。

すでに好評を博しているワンプライス買取の対象商品拡充に加えて、前述したように、9月からカメラ事業において「先取交換」サービスを開始した。これにより消費者が中古品を手放しやすい環境（すなわち、新品に買い替えやすい環境）が一段と整い、同社の新品を中心にした売り上げ増加に貢献するものと期待される。

eコマースの生命線ともいえるサイトについても内容充実を図っている。社員によるブログの活用は軌道に乗ってきたが、今下期は「超高画質商品紹介画像」の充実を図る予定だ。これは超高画質で内部のメカニズムなどを見たいユーザーが多い時計事業からのスタートとなる予定だ。

具体的な売上計画としては第3四半期を前年同期比19.1%増、第4四半期を同4.6%増と計画している。4Qは2014年3月の駆け込み需要が非常な高水準だったために、その影響で伸び率が減少するが、それでも前年同期比プラスの達成に自信を見せている。

2016年3月期以降も成長が続くという方向性には変化がないと弊社ではみている。同社が目指すカメラ30,000百万円、時計10,000百万円という売上規模の水準は、それぞれの市場規模や類似企業の業容などから判断して、通過点に過ぎない水準というのが弊社の判断だ。加えて今第2四半期に突然存在感を増したインバウンド観光客の需要などは、観光立国という政策にも支えられて、東京オリンピックの2020年に向けて右肩上がりで推移することも十分期待できよう。その意味では、インバウンド客の取り込みに対する今後の同社の取り組みが注目される。

### 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

2014年12月26日（金）

## 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

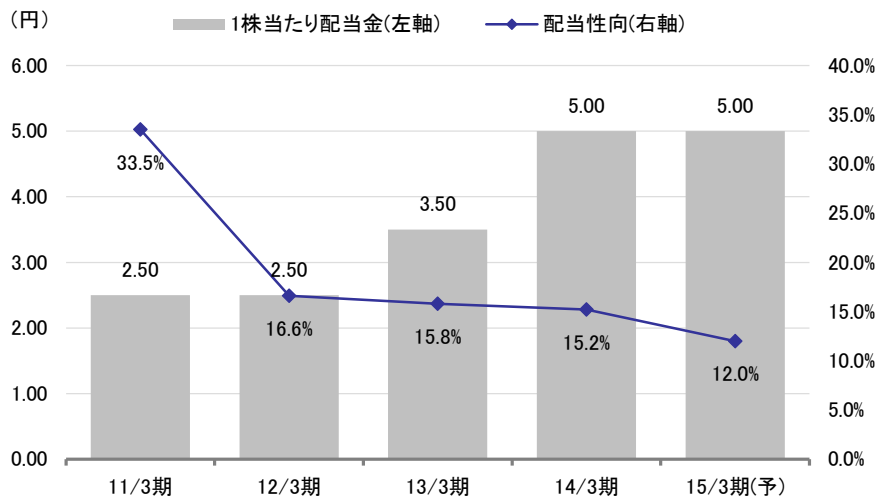
## ■株主還元

## 安定的かつ継続的な配当を志向

同社は株主還元策を重要な経営課題として位置付け、配当による株主還元を基本方針としている。同社は公約配当性向などを設定しておらず、中期業績見通しや事業展開の計画などを勘案しながら、安定的かつ継続的な配当を行うとしている。

2015年3月期末の配当は現時点では前期並みの5円が予定されている（同社は2015年1月に1株から2株への株式分割を予定している）。

1株当たり配当金と配当性向の推移



同社は株主重視の姿勢の表れとして、株主優待策も制度化している。これは全株主に保有株数にかかわらず、同社で商品を購入もしくは買取を行う際に利用できる5,000円の割引券を配布するものだ。

#### 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