

シュッピン

3179 東証 1 部

<http://www.syuppin.co.jp/ir/>

2017 年 1 月 10 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
浅川 裕之

[企業情報はこちら >>>](#)

■ インバウンドの影響を完全払拭し、増収増益基調を回復

シュッピン<3179>はカメラや高級時計など「価値あるもの」に特化したeコマース(EC)企業。中古品と新品のそれぞれのニーズの違いや商品特性の違いを生かし、中古品と新品が相互に刺激し合って新品・中古両方の売上拡大していくポジティブ・スパイラルの流れを創ることに成功して、業容を急拡大させている。

弊社では、2017 年 3 月期第 2 四半期決算について、好決算であったと評価している。同社は、2016 年 3 月期においてインバウンド需要の急拡大とその後の急激な縮小に翻弄されたことを受け、2017 年 3 月期はインバウンド需要に頼らない収益構造の確立を目指してスタートした。売上拡大に向けた各種施策が奏功し、インバウンド需要の落ち込みを完全に吸収して増収増益を達成した。

同社は今期からトップライングロス（売上の成長）に向けた各種施策を加速させている。会員の情報を収集分析して的確な情報を提供する Web マーケティングが中心だが、その他にもレビューや検索機能、画像情報などを充実し、利用者の利便性向上に向けた細かな施策が多数実行されている。これらは今下期以降も着実に継続していく方針だ。これらの施策の効果は KPI（重要業績評価指標）の数値に明確に現れ始めている。

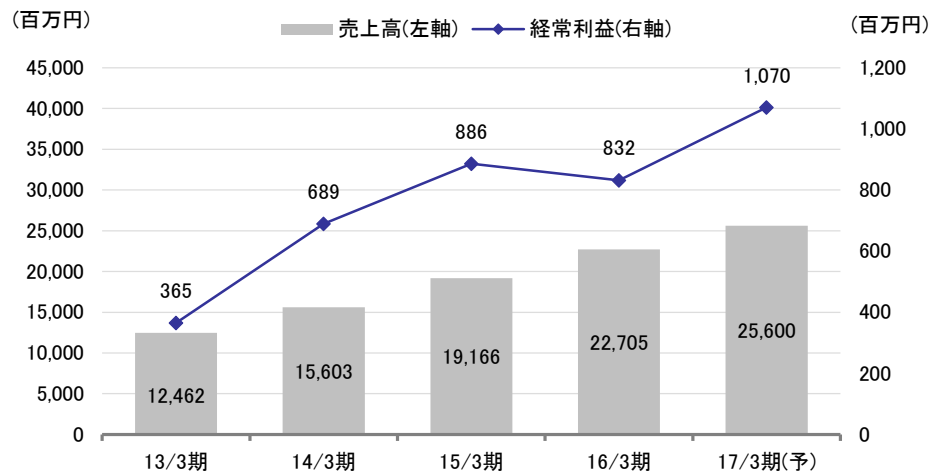
インバウンド需要に頼らない経営は、2017 年 3 月期だけでなく今 3 ヶ年中期経営計画を通したテーマと言える。初年度の 2017 年 3 月期でその目的を達成できたことで、続く 2 年間ににおいても中期経営計画業績計画の達成可能性に期待が持てると弊社では考えている。同社がインバウンド需要をスパッと切り捨てることができたのは、同社の本質が EC 企業であるということと深い関連がある。前述した同社の売上拡大に向けた取り組みも EC 領域のものであり、EC 企業としてのぶれない経営姿勢が、同社の将来性への信頼感を高めていると弊社では考えている。

国内カメラ市場は単年度の出荷額が大幅な減少となっているが、同社の成長性には直接は影響しないと弊社では考えている。同社の特長の 1 つは中古品の取扱いにある。中古品を取り扱っていることで、同社にとっての重要なマクロ指標は単年度出荷額ではなく、言わば“国内カメラ蓄積量”とでもいうべきものだ。これは依然として毎年蓄積が進んでいる。同社が進めるトップライングロスへの取り組みは、中古品の流通を活性化することを目指すものでもあり、同社の成長ポテンシャルは依然として高いと弊社では考えている。

■ Check Point

- ・ 17/3 期 2Q は増収増益、免税売上高の落ち込みを EC 売上高がカバー
- ・ カメラ市場自体は縮小傾向が続くも、同社の成長は続く
- ・ 下期は上期に打ち出した施策のフル寄与が期待される

業績の推移



■ 2017 年 3 月期第 2 四半期決算の詳細

17/3 期 2Q は増収増益、免税売上高の落ち込みを EC 売上高がカバー

2017 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上高 11,161 百万円（前年同期比 1.8% 増）、営業利益 472 百万円（同 9.1% 増）、経常利益 466 百万円（同 9.6% 増）、四半期利益 319 百万円（同 13.0% 増）と増収増益で着地した。

期初予想との比較では、売上高は 6.1% の未達だったが、営業利益以下の各利益項目はいずれも期初予想を上回っての着地となった。売上高が未達となった要因は、熊本地震の影響で新製品の高級機種の入荷が滞ったことによる機会損失だ。この問題は下期のスタートまでには解消されている。

2017 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

（単位：百万円）

	16/3 期		17/3 期			
	2Q 累計	通期	2Q 累計		前年同期比	期初予想比
			期初予想	実績		
売上高	10,961	22,705	11,888	11,161	1.8%	-6.1%
売上総利益	1,852	3,729	-	1,917	3.5%	-
販売費・一般管理費	1,418	2,897	-	1,444	1.8%	-
営業利益	433	832	448	472	9.1%	5.4%
売上高営業利益率	4.0%	3.7%	3.8%	4.2%		
経常利益	425	821	440	466	9.6%	5.9%
四半期純利益	283	560	298	319	13.0%	7.1%

出所：決算短信よりフィスコ作成

弊社では、今第 2 四半期決算について、好決算であったと評価している。理由は、インバウンド需要（免税売上高）の落ち込みを EC 売上高でほぼ完全に埋め合わせ、増益を達成できた点にある。同社は、2016 年 3 月期においてインバウンド需要の急拡大とその後の急激な縮小に揺さぶられた。2017 年 3 月期はインバウンド需要に頼らない収益構造の確立を目指したが、それを着実にやり遂げたということだ。詳細は後述するが、期初に掲げた売上拡大のための各種施策を計画どおり実行し、一定の成果が好決算となって現れたと考えている。



シュッピン

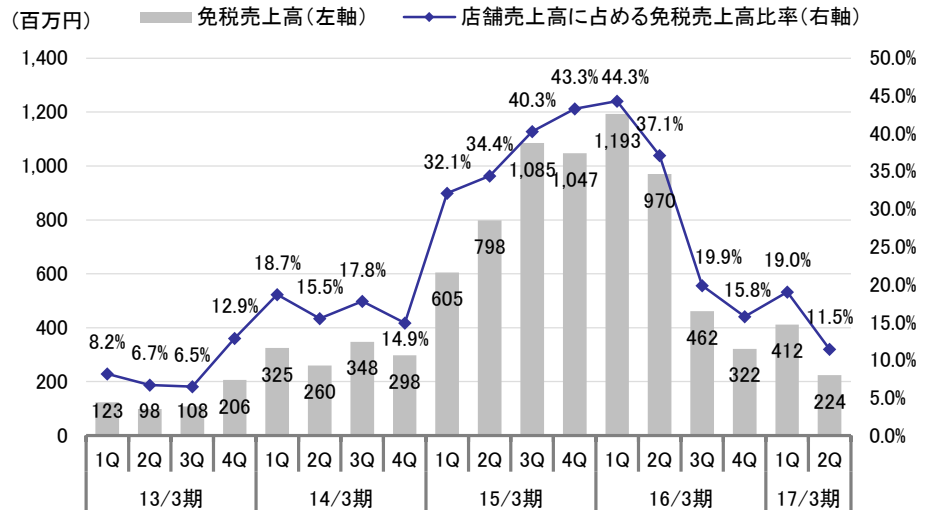
3179 東証 1 部

<http://www.syuppin.co.jp/ir/>

2017 年 1 月 10 日（火）

同社の免税売上高は 2016 年 3 月期第 2 四半期が半期ベースでのピーク（四半期ベースでは 2016 年 3 月期第 1 四半期がピーク）だったが、今第 2 四半期の免税売上高は前年同期比 70.6% 減の 636 百万円となった。前述のように、同社はインバウンド売上高に頼らない収益構造の確立を掲げ、免税売上高については過去の実績に基づいて月間 100 百万円と想定して事業計画を立てている。今第 2 四半期はその想定どおりで推移した。同社の収益構造の中核を成す EC 売上高及び免税売上高を除いた店舗売上高、はそれぞれ、前年同期比 24.5% 増、10.9% 増となり、堅調な推移を示した。

免税売上高の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

事業部門別動向は以下のとおり。

(1) カメラ事業

大手メーカーのフラッグシップ機の新製品投入で売上拡大が期待されたが、熊本地震の影響で入荷が滞り、機会損失が生じた。しかしそれを吸収し、EC 売上高は前年同期比 23.7% 増となった。EC の販売増は、レビューページの充実や『見積り SNS』、商品画像の充実といった従来からの販売促進策に加え、今期から開始した Web マーケティングが奏功した結果と考えられる。また、中古品の仕入れに当たる買取りも、先取交換や買取りリピーター等の施策で、順調に推移した。店舗売上高は同 25.9% 減となっているが、免税売上高を除いたベースでは前年同期比で増収を確保できたもようだ。利益面でも中古品比率の上昇で売上総利益率（粗利益率）が上昇し、同 7.9% 増となった。

(2) 時計事業

EC 売上高が前年同期比 34.1% 増と順調に伸びた。店舗売上高は同 15.5% 減となったがこれはカメラ事業と同じく免税売上高の増減の影響だ。利益面で同 15.4% 減となったのは、円高が原因だ。為替レートの収益影響はプラス・マイナス両方向に働き得るが、今第 2 四半期は急速に円高が進んだことがマイナス方向で作用した。時計事業でも EC 販売増に注力しており、今第 2 四半期はブランドごとの買取専用ページや入荷情報ページを開設した。また安心して購入できるよう、商品画像の増量に加えて超高解像度写真の採用などを行った。



シュッピン

3179 東証 1 部

<http://www.syuppin.co.jp/ir/>

2017 年 1 月 10 日（火）

(3) 筆記具事業

EC 売上高が前年同期比 17.7% 増と着実に伸長したほか、店舗売上高も微増収を確保した。オリジナルインクや人気シリーズのインクに加え、人気ブランドの万年筆や書斎の各種小物の品ぞろえを充実させて、専門店としての特色を打ち出したことが奏功した。また、6 月に「KINGDOM NOTE Yahoo! ショッピング店」を出店したことも EC 販売増に寄与した。

(4) 自転車事業

EC 売上高が前年同期比 1.6% 減、店舗売上高が同 44.0% 減と、ともに減収となった。正規取扱メーカーの拡充や保険の無料付帯サービスなどを打ち出すとともに、コンテンツの拡充やスマートフォン用画面の改修を行ったことで EC 客数は大幅に増加した。しかし、販売品目のミックス悪化で客単価が下落したため減収となった。

事業部門別売上高内訳

(単位：百万円)

		16/3 期			17/3 期		
		2Q 累計	EC 比率	通期	2Q 累計	前年同期比	EC 比率
カメラ	EC	4,576	57.3%	10,609	5,660	23.7%	69.2%
	店舗	3,406		5,962	2,523	-25.9%	
	売上高合計	7,983		16,572	8,184	2.5%	
	セグメント営業利益	593		1,168	640	7.9%	
	売上高営業利益率	7.4%		7.0%	7.8%	-	
時計	EC	815	31.8%	1,869	1,093	34.1%	42.5%
	店舗	1,746		3,431	1,475	-15.5%	
	売上高合計	2,562		5,301	2,569	0.3%	
	セグメント営業利益	123		231	103	-15.4%	
	売上高営業利益率	4.8%		4.4%	4.0%	-	
筆記具	EC	139	65.0%	312	163	17.7%	67.9%
	店舗	75		158	77	2.7%	
	売上高合計	214		470	240	12.4%	
	セグメント営業利益	24		54	24	0.0%	
	売上高営業利益率	11.2%		11.5%	10.0%	-	
自転車	EC	126	62.7%	240	124	-1.6%	74.3%
	店舗	75		119	42	-44.0%	
	売上高合計	201		360	167	-16.9%	
	セグメント営業利益	2		-7	-5	-	
	売上高営業利益率	1.0%		-1.9%	-3.0%	-	
全社	EC	5,657	51.6%	13,032	7,041	24.5%	63.1%
	店舗	5,303		9,672	4,119	-22.3%	
	売上高合計	10,961		22,705	11,161	1.8%	
	営業利益	433		832	472	9.1%	
	売上高営業利益率	4.0%		3.7%	4.2%	-	

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

全社ベースの営業利益は前述のように前年同期比 9.1% 増となり、計画に対しても上振れとなった。同社の営業利益の動向を占う上で見るべきポイントは 2 つだ。1 つは新品と中古品の構成比だ。粗利益率は中古品のほうが高い。一方、新製品はメーカーへの発注から顧客に販売までの管理が比較的簡易であるのに対し、中古品は買取りから検品、メンテナンス、保証付け等、作業量が多くなる。すなわち、中古品は販管費の負担割合が高くなる傾向にある。

今第 2 四半期は、中古品比率が前年同期に比べて明確に上昇した。免税売上高ははく落した要因は大きい、前年度下期に比較しても水準が切り上がっていることがわかる。これは、主力のカメラにおいて中古品の買取りが順調に進捗し、機会ロスなく需要に応えることができたことも大きいと弊社ではみている。



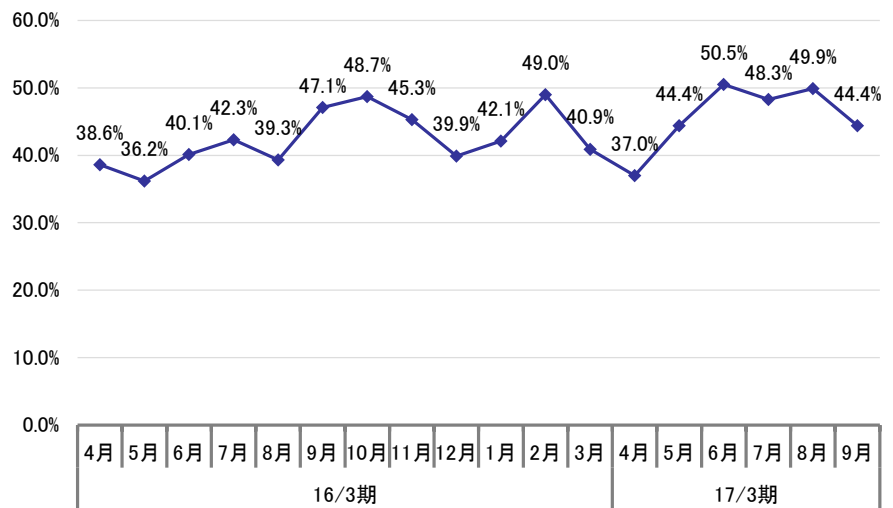
シュッピン

3179 東証 1 部

<http://www.syuppin.co.jp/ir/>

2017 年 1 月 10 日（火）

全売上高に占める中古品比率の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

もう一つのポイントである販管費の管理も順調だ。売上高販管費比率は、順調に右肩下がりトレンドを描いている。同社は 2015 年 3 月期に大規模なシステム投資を行った。前述のように、中古品についてのメンテナンスを含めた単品個体管理は人手がかかるが、取扱量が増加しても所要人員数の増加を抑えられるような体制を構築済みだ。今第 2 四半期の販管費は前年同期比 1.8% 増に抑制され、売上高比率は横ばいの 12.9% となっている。増加分の中身は支払手数料で、これは他社サイト（いわゆる EC の支店）での販売増に伴うものである。これをその他経費や業務委託費の削減で一部吸収し、1.8%（25 百万円）の増加に抑えた。

販管費の内訳の推移

（単位：百万円）

	16/3 期		17/3 期		
	2Q 累計	売上比	2Q 累計	前年同期比増減	売上比
販売費・一般管理費	1,418	12.9%	1,444	25	12.9%
人件費	491	4.5%	493	1	4.4%
広告宣伝費	30	0.3%	32	2	0.3%
販売促進費	169	1.5%	177	8	1.6%
業務委託費	83	0.8%	67	-15	0.6%
支払手数料	242	2.2%	293	50	2.6%
減価償却費	92	0.8%	97	5	0.9%
地代家賃	105	1.0%	105	0.4	0.9%
その他	204	1.9%	176	-27	1.6%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成



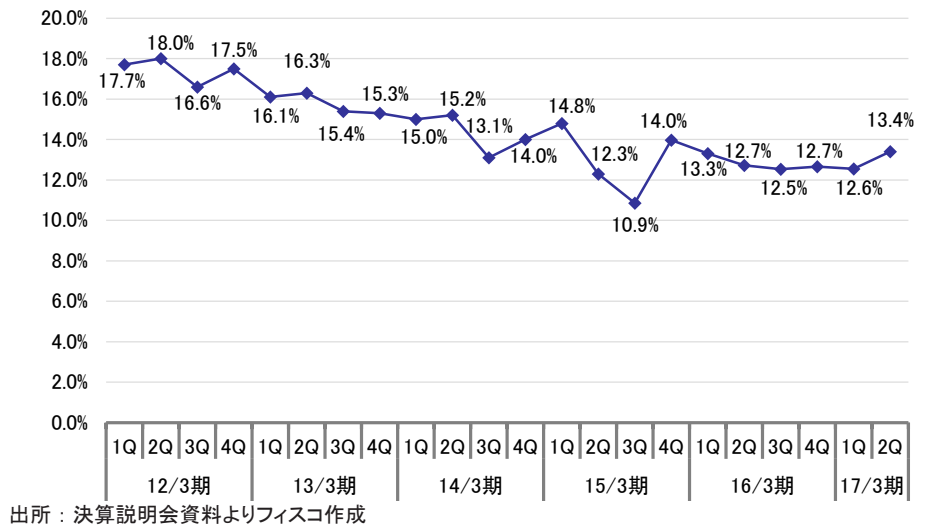
シュッピン

3179 東証 1 部

<http://www.syuppin.co.jp/ir/>

2017 年 1 月 10 日（火）

売上高販管費比率の推移



■ トップライングロースに向けた各種施策の取り組みと進捗

矢継ぎ早に施策を打ち出し、トップライングロースを加速

同社の特長は“価値ある”商品領域に特化した EC 企業であることと、中古品を取り扱うということだ。これら 2 つの特長を生かして収益成長を図るべく、同社は様々な施策を行ってきた。中古品の売上高を拡大させるためには中古品の仕入が重要になるが、この点については 2015 年 3 月期までに「ワンプライス買取」（2013 年 7 月開始）、「先取交換」（2014 年 9 月末開始）などを行い、中古品の EC 買取りを一定規模にまで拡大することに成功している。現在はトップライングロース（売上の拡大）に主眼を置いて様々な施策を行っているところだ。

2015 年 12 月にはその第 1 弾として『見積り SNS』を開始した。これは同社のスタッフやエキスパート・レベルのユーザー（セミプロユーザーや自前でブログ等を立ち上げているヘビーユーザーなど）に、「おすすめセット」の提案を発信してもらい、まとめ買い需要を喚起しようという取り組みだ。具体例としては、星空撮影のためのレンズと三脚、フィルターのセットの提案などがある。使い勝手のポイントとしては、購入希望者はワンクリックでカートに品物がそろった点などが挙げられる。

2017 年 3 月期に入って、同社はトップライングロースに向けた取り組みを一気に加速させてきている。企画や準備は 2016 年 3 月期時点から進めてきているが、今期に入って一気にそろった状況だ。以下に主要なものを紹介する。

(1) 2017 年 3 月期第 2 四半期の施策

a) Web マーケティング Phase1（3 月末）

これは、同社が 2016 年 3 月末に導入した「Web マーケティング」の第 1 弾だ。Phase が進むにつれてターゲットと情報がより細分化され、ピンポイントの情報が届くようにすることを目指している。Phase1 は過去の商品購入履歴等から顧客をグループ化、グループごとにターゲットメールを配信していくというものだ。

従来は同社の全登録顧客に同一のメールマガジンを送付していたのを、例えば、キヤノン〈7751〉のデジタル一眼レフカメラ保有者グループには対応する中古レンズのキャンペーン案内を送るといったものだ。効果は明白で、送付したメールの開封率が、メールマガジン時代の約 17% から、グループ別平均では 40% 前後に上昇するなど顕著な改善を示した。ある特定のモデルのケースでは開封率が 83% にも達し、施策の有効性は十分に確認することができている。

b) EC サイトの商品詳細ページの充実（4 月）

これは商品掲載画像を、各サイトとも業界最大の 30 カットに増加させる施策だ。中古品 EC においては、状態が 1 品ごとに異なるため、画像による詳細情報の提供はコンバージョン率向上に大きな効果を発揮すると期待されるほか、他社との差別化にも貢献が期待される。

これまでの効果としては、カメラに比べてより“一品もの”の色彩が強い時計において、自社 EC サイト売上比率が今年 4 月－9 月には 69.7% に達し、前年 4 月－9 月の 49.6% から大幅に上昇したことが特筆される。

c) “コミュレビ”（商品ユーザーレビュー）の一覧ページ・検索機能の追加（8 月）

これまで同社は、個別の商品ごとに商品レビューを掲載してきたが、投稿されたレビュー数が約 5,600 件にまで蓄積されてきたため、レビューについて“コミュレビ”としてページを独立させ、レビュー自体を検索しやすくした。また、画像投稿機能や項目ごとの 5 段階評価機能も付加し、レビューをする側と利用する側双方の使い勝手向上を図った。

レビュー情報は購入の際の最後の一押しとなるケースも多く、こうした施策は、地味ながらも重要な施策と弊社では考えている。

d) 「My Page Dashboard」機能の追加（7 月）

EC サイト下部に「My Page Dashboard」機能を追加した。これは検索して気になった商品についての保存や購入商品の確認が容易にできるようにしたものだ。利用者にとって利便性向上につながる一方、同社側にとっては、各会員がどのような商品を保有、もしくは興味を有しているかを知る手掛かりとなり、後述する Web マーケティング Phase2 へとつながる重要な仕掛けだ。

e) リアルタイム注文情報の表示（7 月）

EC サイト下部に、注文情報がリアルタイムで表示される仕掛けだ。「〇〇県のお客様から△△△△（商品名）のご注文」といった情報が表示される。顧客に対して、取引が活発に行われているという安心感を提供することを狙った施策だ。

f) 各種商材のサブセグメント別 TOP ページの作成

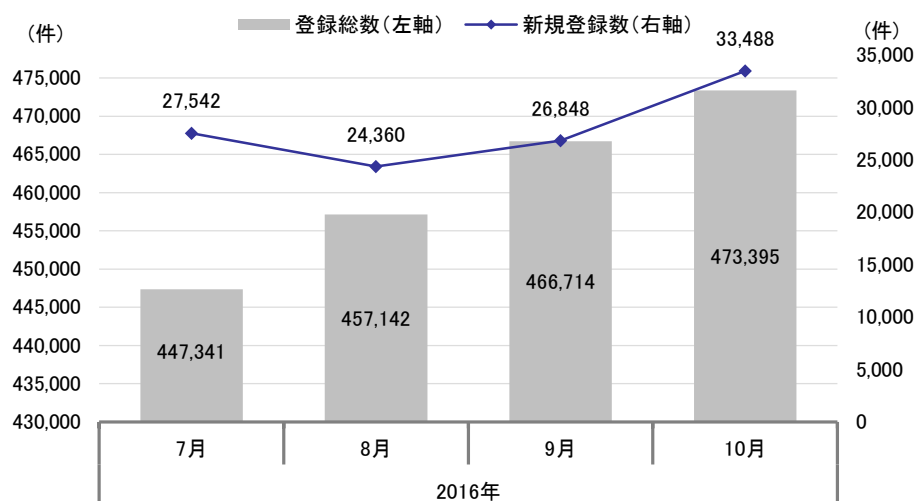
今第 2 四半期は、各商品セグメントで、サブセグメントごとにトップページを作成している。例えばカメラであればアクセサリ専用ページ、時計であれば主要ブランド別買取ページやレディース専用トップページなどだ。狙いはサイトの使い勝手向上とそれによるコンバージョン率アップだ。カメラアクセサリは 4 月に専用 TOP ページを作成したが、4 月－9 月の売上高は前年同期比 30% 増と大きな伸びを示した。

(2) 2017 年 3 月期下期の施策

a) Web マーケティング Phase2（10 月）

同社は 10 月から Web マーケティング Phase2 を開始した。Phase1 がグループ別アプローチであったのに対して Phase2 は One to One アプローチが特長となる。具体的には、欲しいリスト登録者約 49,000 人に、同登録商品数約 47 万点について、価格変更、コミュレビ追加、買取価格変更などの情報を送るというものだ。送付する情報については今後も充実を図る方針だ。また、買取りのアプローチも行い、同社がマッチングする形で CtoBtoC の商流もビジネスチャンスとして狙っている。

「欲しいものリスト」の新規登録数と登録総数の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

b) ユーザー参加型 (CGM) マーケティング (2017 年 3 月予定)

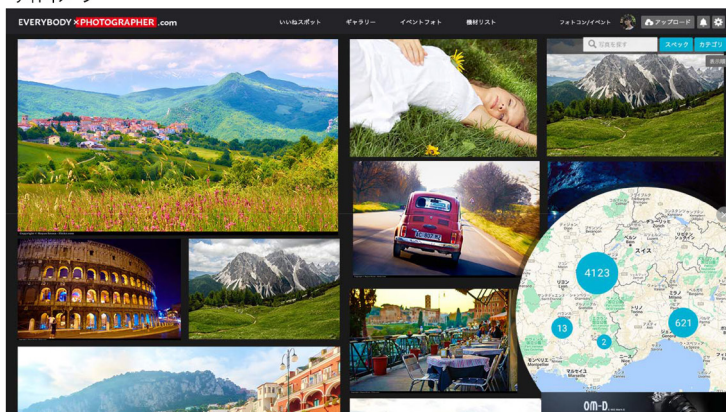
CGM (Consumer Generated Media) マーケティングとは消費者が内容を生成していくメディア (CGM) を活用したマーケティングのことだ。CGM にはブログ、口コミサイト Q&A コミュニティ等様々なものがある。

同社はカメラ愛好家が自身の作品をアップする場として「EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.COM」(仮称) をローンチする計画だ。これはカメラユーザーの満足度を高め、既存会員のロイヤルカスタマー化や新規会員の増加を図るのを目的としており、将来的にはメディア収益や有料サービス導入も目指している。

CGM マーケティングのイメージ

仮称「EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.COM」(言語: 日、英に対応)

サイトイメージ



出所：決算説明会資料より掲載

弊社ではユーザー参加型マーケティングは Web マーケティングと並んで非常に重要な取り組みだと考えている。カメラを使った楽しさを広めることがカメラ需要を継続的に刺激するうえでは重要であり、特に同社が得意とするレンズ交換式カメラは趣味性が強いだけに、なおさらだと考えているからだ。今回までの発表では、カメラ愛好家が自分の写真をアップする場の提供までにとどまっているが、将来的には収益化 (同社とカメラ愛好家の双方にとっての収益化) も含めて様々な発展可能性があると同社では推測している。まずはどの程度の枚数の写真が蓄積されるか、推移を見守りたいと考えている。

α) 「いつまでも安心保証」の導入（2017 年 3 月末予定）

同社はさらに、「いつまでも安心保証」サービスを導入する計画だ。これは、同社で購入した商品について、保証期間が終了した後、同社のコンディショニング・チェックを受けた後、一定の掛け金で保証期間を延長するというものだ。延長保証期間は 1 年で、毎年更新していく流れとなる。

『いつまでも安心保証』のサービスイメージ



出所：決算説明会資料より掲載

弊社では、この施策のポイントは 2 つあると考えている。1 つは保証料という直接的な収入の獲得だ。もう 1 つは延長保証サービスの働きかけを通じて同社との関係をキープし、当該商品が下取り・買い取り品として同社に戻ってくる道筋を確保するというものだ。弊社では収益事業としての側面よりも、顧客との関係維持と商材還流ルートの確保という後者の効果にむしろ注目している。サービス開始は 2017 年 3 月末が予定されているため、実質的な収益インパクトは 2018 年 3 月期以降からとなる。同社はカメラと時計からこのサービスを開始する計画だ。

■カメラ市場の現状とシュッピンの成長戦略

カメラ市場自体は縮小傾向が続くも、同社の成長は続く

同社は 4 商品を扱っているが、現状ではカメラが経営の中核を担っている。そのカメラは、特に国内において、マイナス成長が顕著となっている。一般社団法人カメラ映像機器工業会の統計によれば、2016 年 4 月～9 月の国内出荷金額は、デジタルカメラ全体が前年同期比 31.1% 減、同社が得意とするレンズ交換式が同 24.2% 減といずれも減少となっている。

デジタルカメラ・レンズの国内出荷金額の動向

（単位：百万円）

	2015 年	2016 年	
	4-9 月累計	4-9 月累計	前値同期比伸び率
デジタルカメラ合計	63,163	43,522	-31.1%
レンズ一体型	24,350	14,107	-42.1%
レンズ交換式	38,813	29,415	-24.2%
一眼レフ	23,622	20,784	-12.0%
ノンフ렉ス	15,190	8,630	-43.2%

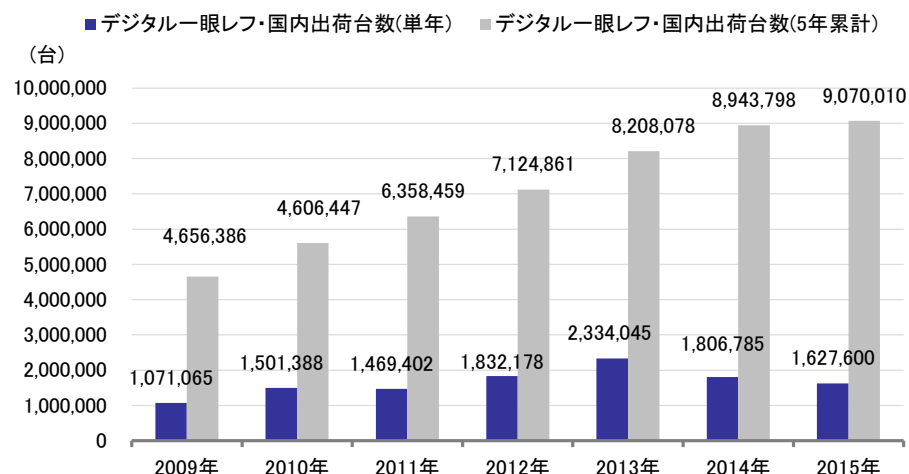
出所：一般社団法人カメラ映像機器工業会の統計よりフィスコ作成

結論から言えば、弊社では、このような国内の新品カメラ市場の現状にあっても、同社のカメラ事業の成長性は当面 15% ～ 20% 前後の高い成長率を維持できるものと考えている。そう考える理由は、同社が新品のみならず中古品を取り扱っている点にある。カメラは高級機械式時計などと異なり、工業製品としての価値が問われている点がまず特徴として挙げられる。すなわち、より高性能の新製品がリリースされれば、一定の層は新製品を購入する。その際それまで保有していたカメラを下取りに出すという行動が起こる。同社が創業以来取り組んできたのは、こうしたサイクルを如何に自社のビジネスとして取り込むか、ということである。その結果同社は、新品と中古品とが互いに相乗効果をもたらして販売を促進する仕組みを確立した。

そうした同社の成長性を判断するうえで重要なのは、単年度のカメラの出荷金額（あるいは台数）ではなく、国内の市場に蓄積したカメラの台数であると弊社では考えている。同社のカメラ事業で主として取り扱っているレンズ交換式カメラの国内出荷台数について、直近 5 年の累計台数の推移を見ると、依然として増加基調にある。カメラの性能向上のスピードを考慮して 5 年単位としたが、実際の使用年齢はもっと長い。したがって、同社のカメラ事業にとっての“市場”は下のグラフ以上に拡大が続いていると弊社では推測している。

また、カメラ市場の縮小はスマートフォンとの競合の影響とされるが、その影響をより直接的に受けるのは、レンズ一体型のコンパクトデジタルカメラ（コンデジ）というタイプだと弊社では考えている。同社のコンデジの取扱構成比は 6% で、市場全体の 20% よりも大幅に小さい。これは同社がコンデジの中でも 10 万円を超えるような高級機を主体に扱っているためであり、この営業姿勢は今後も続くと思われている。スマートフォンとカメラの競合に話を戻すと、スマートフォンのカメラでは満足できない部分を埋め合わせるものとしてレンズ交換式カメラが買われているという状況もある。すなわちレンズ交換式カメラはスマートフォンと共存していくものと弊社では考えている。

レンズ交換式デジタルカメラの出荷台数の推移（単年及び5年累計）

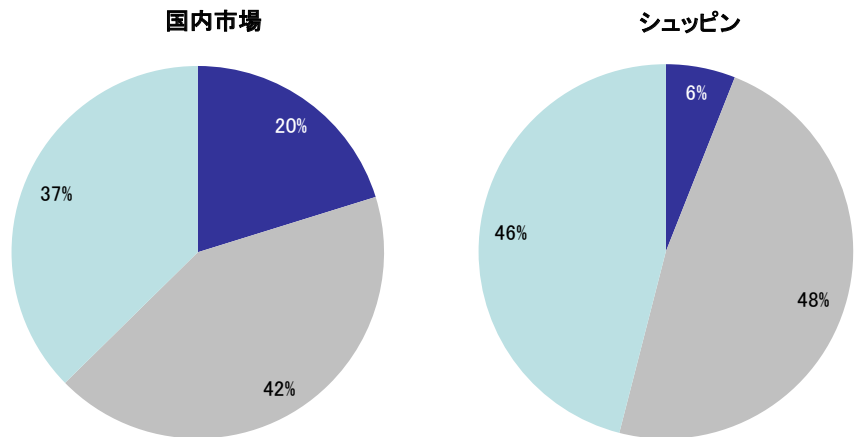


出所：一般社団法人カメラ映像機器工業会の統計よりフィスコ作成

加えて、Web マーケティングの強化や情報提供の充実、サイトの使い勝手の向上など、トップラインを目指す取り組みにも余念がない。そうした経営努力と、新品と中古品を合わせた市場の拡大とがあいまって、前述のように、今第 2 四半期のカメラ事業売上高は前年同期比 2.5% の増収を達成した。免税売上高の影響が及ばない EC 売上高の増収率は 23.7% に達しており、むしろこの数値が同社の実力に近いと弊社では考えている。

新品の商品別構成比（2016 年 4 月－9 月累計）

■コンデジ ■レンズ交換式 ■交換レンズ



出所：会社資料よりフィスコ作成

■業績予想

下期は上期に打ち出した施策のフル寄与が期待される

(1) 2017 年 3 月期通期業績見通し

同社は 2017 年 3 月期通期について、売上高 25,600 百万円（前期比 12.8% 増）、営業利益 1,085 百万円（同 30.4% 増）、経常利益 1,070 百万円（同 30.4% 増）、当期純利益 724 百万円（同 29.2% 増）を予想している。これらの予想値は期初から変更はない。

2017 年 3 月期通期見通しの概要

（単位：百万円）

	16/3 期	17/3 期	
	通期実績	通期予想	前期比
売上高	22,705	25,600	12.8%
営業利益	832	1,085	30.4%
売上高営業利益率	3.7%	4.2%	—
経常利益	821	1,070	30.4%
当期純利益	560	724	29.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

弊社では、2017 年 3 月期通期の業績予想は十分達成可能であると考えている。下期の営業利益予想は 613 百万円で、第 2 四半期からの比較で 29.7%、前年同期比で 53.5% の大幅増益予想となっている。言うまでもなく下期には年末・年度末の需要があるため、通常であれば下期の収益規模は上期よりも大きくなる。この原則が崩れたのが 2016 年 3 月期であった。免税売上高が第 2 四半期に大きく膨らんで、反対に下期に急減速した影響で、全社ベースの利益水準が通常よりも低下した。2017 年 3 月期は期初から、免税売上高が同社にとっての通常のペースに戻った。それゆえ、今下期の前年同期比の伸び率が誇張されているに過ぎないというのが弊社の理解だ。



シュッピン

3179 東証 1 部

<http://www.syuppin.co.jp/ir/>

2017 年 1 月 10 日（火）

前述のように、同社は第 2 四半期に引き続き、今下期もトップライングロースに向けた様々な施策を実施予定だ。今下期に実施予定のものは実質的には 2018 年 3 月期から収益寄与が貢献されるものも多いが、Web マーケティング Phase2 は既に稼働しているほか、今下期は第 2 四半期に打ち出した施策がフルに寄与してくるため、第 2 四半期対比ではプラス効果が期待できると考えている。

また、今第 2 四半期にみられた熊本地震の影響は完全に解決している。この影響を受けたのはニコン〈7731〉とキヤノンの一眼レフカメラのフラッグシップ機で、ともに本体価格が 60 万円超のモデルであるため、売上高インパクトは無視できない。新品の粗利益率は中古品に比べて低いため粗利益率低下を危惧する考え方もあるだろうが、弊社ではむしろこうした高級機を買うために下取りに出すという動きが拡大し、同社の中古品流通額の拡大という形で最終的に同社のメリットになると考えている。

2017 年 3 月期のもう 1 つのポイントはセールだ。2016 年 3 月期と 2017 年 3 月期の大きな違いは、セールにおいて 2016 年 3 月期は無理をしたため粗利益率を下げたしまったが、今期はこれまでのところきっちりとコントロールが効いているという点だ。今下期のセールにおいてもコントロールできれば、売上高の拡大に伴い利益もきちんとついてくると考えている。

(2) ローリング中期経営計画の業績見通し

同社は向こう 3 ヶ年の中期経営計画を策定し、毎年ローリング（見直し）している。今 2017 年 3 月期は 2019 年 3 月期を最終年度とする 3 ヶ年中期経営計画に取り組んでいる。その業績計画を見ると、売上高は年 15% の成長、営業利益は年 30% の成長が計画されているのがわかる。

今中期経営計画における最大のテーマは、2016 年 3 月期に免税売上高の急拡大と急減少に翻弄されたことからの完全な脱却にあるというのが、弊社の理解だ。同社は本質が EC 企業であり、店舗を 4 業態各 1 店舗（実質的に 2 拠点）という最低限の店舗体制で運営していることもあって、免税売上高に頼らない経営に一気に舵を切った。今第 2 四半期までのところはその戦略が奏功し、免税売上高の落ち込みを完全に埋め合わせることができている。前述の、EC におけるトップライングロースの施策の充実で、現在の流れは今中期経営計画を通じて継続すると弊社では考えている。

2017 年 3 月期－2019 年 3 月期の 3 ヶ年中期経営計画の業績計画

（単位：百万円）

	中期経営計画（2017 年 3 月期～2019 年 3 月期）					
	17/3 期		18/3 期		19/3 期	
	2016 計画	前期比	2016 計画	前期比	2016 計画	前期比
売上高	25,600	12.8%	29,450	15.0%	33,850	14.9%
カメラ事業	18,790	13.4%	21,832	16.2%	25,280	15.8%
時計事業	5,873	10.8%	6,535	11.3%	7,315	11.9%
筆記具事業	537	14.3%	621	15.5%	720	15.9%
自転車事業	398	10.6%	460	15.5%	533	15.9%
売上総利益	4,389	17.7%	5,060	15.3%	5,858	15.8%
販売費・一般管理費	3,303	14.0%	3,648	10.4%	4,044	10.9%
営業利益	1,085	30.4%	1,411	30.1%	1,813	28.5%
経常利益	1,070	30.4%	1,400	30.8%	1,805	29.0%
当期純利益	724	29.2%	947	30.8%	1,221	29.0%

出所：会社資料よりフィスコ作成



シュッピン

3179 東証 1 部

<http://www.syuppin.co.jp/ir/>

2017 年 1 月 10 日（火）

弊社では、売上高の 15% 成長が達成できるならば営業利益の 30% 成長は自ずと達成されてくると考えている。その理由は、まず第 1 に同社が EC 企業であることで売上増に対する費用増加の割合が相対的に少ないと考えられることがある。次に、主力のカメラにおいて中古品の売上構成比が高まると考えられることがある。逆に言えば中古品の販売をしっかりと伸ばさないと、カメラ事業において期初の計画を達成できない可能性がある。それは前述のカメラの新品市場の趨勢が示している。いずれにしろ、カメラ事業で期初の計画を達成することは中古品売上が伸びることであり、それは粗利益率の増大につながるというのが弊社の見方だ。

販管費は業務システムの導入が完了しており、当面の取扱量の増大には人員増を極力抑制して対応可能な状況になっている。さらには、ここ数年、販管費の費目の中で支払手数料が増加している。これは他社 EC モールに出店した支店経由の販売増に伴うものだ。同社が行っている販売促進策やサイトの改良は自社（本店）サイトに関するものだ。こうした施策が奏功して本店サイトでの販売比率が今後高まっていけば、支払手数料の伸びも抑制されることが期待される。このように、全体として同社の販管費は抑制される方向にあり、売上高販管費率についてはまだ低下余地があると考えている。

簡略化単独損益計算書

（単位：百万円）

	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	
				2Q 累計	通期（予）
売上高	15,603	19,166	22,705	11,161	25,600
YOY	25.2%	22.8%	18.5%	1.8%	12.8%
カメラ事業	11,333	13,758	16,572	8,184	18,790
時計事業	3,640	4,680	5,301	2,569	5,873
筆記用具事業	309	363	470	240	537
自転車事業	320	363	360	167	398
売上総利益	2,926	3,348	3,729	1,917	4,389
売上総利益率	18.8%	17.5%	16.4%	17.2%	17.1%
販売費・一般管理費	2,225	2,461	2,897	1,444	3,303
売上高販管費率	14.3%	12.8%	12.8%	12.9%	12.9%
営業利益	701	886	832	472	1,085
YOY	80.0%	26.4%	-6.1%	9.1%	30.4%
売上高営業利益率	4.5%	4.6%	3.7%	4.2%	4.2%
経常利益	689	870	821	466	1,070
YOY	88.4%	26.2%	-5.6%	9.6%	30.4%
当期純利益	390	563	560	319	724
YOY	68.3%	44.5%	-0.6%	13.0%	29.2%
分割調整後					
1 株当たり利益（円）	32.90	47.08	46.81	26.72	60.50
1 株当たり配当金（円）	5.00	7.00	8.00	-	7.00
1 株当たり純資産（円）	147.58	189.66	229.47	-	-

貸借対照表

（単位：百万円）

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期 2Q
流動資産	2,952	3,475	4,024	4,905	4,984
現預金	571	441	492	506	562
売上債権	844	1,049	917	1,327	1,073
棚卸資産	1,362	1,790	2,222	2,757	3,142
固定資産	533	787	1,085	1,001	990
有形固定資産	109	101	159	137	136
無形固定資産	120	210	607	530	496
投資等	304	476	318	333	357
資産合計	3,487	4,263	5,110	5,907	5,975
流動負債	1,495	1,906	2,260	2,585	2,466
支払債務	510	727	656	940	902
短期借入金等	610	650	871	1,215	1,123
固定負債	620	589	579	568	531
長期借入金、社債	612	584	577	568	531
株主資本	1,371	1,766	2,270	2,746	2,970
資本金	485	508	508	508	508
資本剰余金	385	408	408	408	408
利益剰余金	500	849	1,352	1,829	2,053
新株予約権	-	-	-	6	6
純資産合計	1,371	1,766	2,270	2,753	2,977
負債・純資産合計	3,487	4,263	5,110	5,907	5,975

キャッシュ・フロー計算書

（単位：百万円）

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	85	79	157	90	367
投資活動によるキャッシュ・フロー	-129	-225	-262	-333	-86
財務活動によるキャッシュ・フロー	234	16	154	257	-224
現預金増減	190	-130	51	14	56
期首現預金残高	380	571	441	492	506
期末現預金残高	571	441	492	506	562

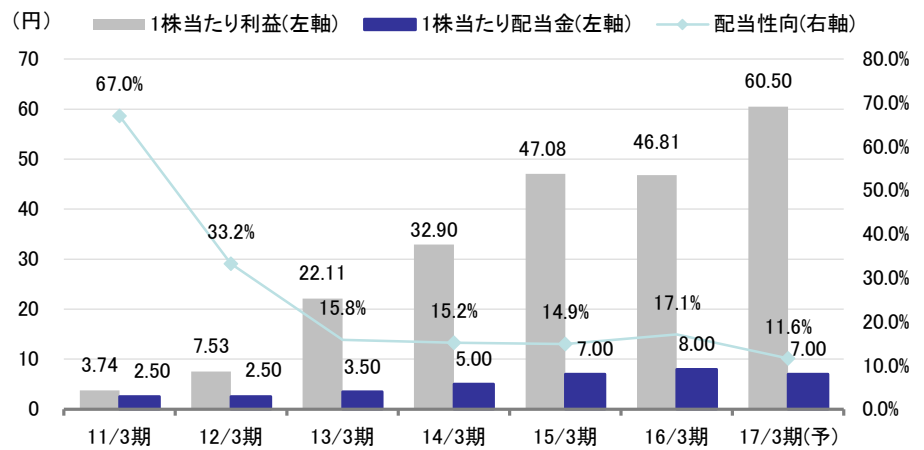
■株主還元

総合的に勘案し、安定かつ継続的な配当を実施

同社は株主還元を重要な経営課題として位置付け、配当による還元を基本方針としている。しかしながら、公約配当性向などは設けておらず、業績見通し、事業展開のための内部留保の必要額などを総合的に勘案しながら、安定かつ継続的な配当を実施することに力点を置いている。

2017 年 3 月期について同社は、7 円配の配当予想を公表している。2016 年 3 月期は普通配当 7 円と記念配当 1 円の計 8 円配だったため、表面上は 1 円の減配となる。2017 年 3 月期は 1 株当たり利益が 60.5 円と予想されており、それに基づく配当性向は 11.6% だ。同社は配当性向で配当額を決定するようなスキームは導入していないが、業績予想が順調に達成された場合には、それに見合った配当の上積みも期待できると弊社ではみている。

1株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

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