

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

シュッピン

3179 東証 1 部

企業情報はこちら >>>

2019 年 1 月 17 日 (木)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 2019 年 3 月期第 2 四半期決算は増収減益で着地。カメラの買い控えが影響	01
2. プラットフォームとパーソナルレコメンドの完成で売上高拡大にまい進する体制が整う	01
3. 通期見通しを下方修正。 交換レンズを巡る懸念で新型カメラの買い替えの遅れという一時的要因が主因	02
■ 業績の動向	03
1. 2019 年 3 月期第 2 四半期決算の概要	03
2. 主要 KPI の動向	04
3. 事業セグメント別動向	06
■ 中長期成長に向けた施策と進捗状況	07
1. 成長への取り組みの流れ	07
2. 売上拡大のための仕組みづくり	08
3. 今後の取り組み：マーチャンダイジングの強化	12
■ 今後の見通し	14
■ 株主還元	18
■ 情報セキュリティ	19

■ 要約

マーケティングの中核施策であるパーソナルレコメンドが完成。 売上拡大のプラットフォームと合わせて顧客を活性化させ、 収益拡大を目指す

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 EC (e コマース) 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。

1. 2019 年 3 月期第 2 四半期決算は増収減益で着地。カメラの買い控えが影響

同社の 2019 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上高 16,362 百万円 (前年同期比 13.4% 増)、営業利益 682 百万円 (同 7.4% 減) と増収減益での着地となった。期初予想との比較では売上高は計画どおりだったものの営業利益は計画を 16.2% (131 百万円) 下回った。弊社ではこの結果に対して失望や懸念の必要はないと考えている。2019 年 3 月期第 2 四半期の営業利益の計画未達の要因はカメラの買い控えが発生するなか、中古カメラの販売を強化するために各種施策を行ったことで、中古カメラの利益率が低下したことが原因だ。要因が明確でその要因が取り除かれれば利益率の改善も期待される。2019 年 3 月期第 2 四半期は時計事業が大きく伸長してカメラの不振を補った。この点はもっと評価されても良いと弊社では考えている。

2. プラットフォームとパーソナルレコメンドの完成で売上高拡大にまい進する体制が整う

同社はここ数年、One-to-One マーケティングのための施策に取り組んできたが、最終段階の Phase 3.0 (パーソナルレコメンド) を 2018 年 3 月期までに完了した。SNS やブログ等を活用して顧客を誘引・滞留させるプラットフォームも完成しており、2019 年 3 月期からはパーソナルレコメンドをフル活用してプラットフォーム上の顧客を活性化させ、売上高拡大の実現に注力している。さらに 2019 年 3 月期は、Phase 4.0 としてマーチャンダイジングの改革に取り組んでいる。これは業務効率化を図り利益率を向上させることを目的としている。同社はこれらの施策によって売上高の規模で 500 億円程度までは十分に対応可能だとしている。同社は現行中期経営計画において 2021 年 3 月期に売上高 47,053 百万円、営業利益 2,860 百万円の収益目標を掲げているが、この実現が視野に入ってきたということだ。

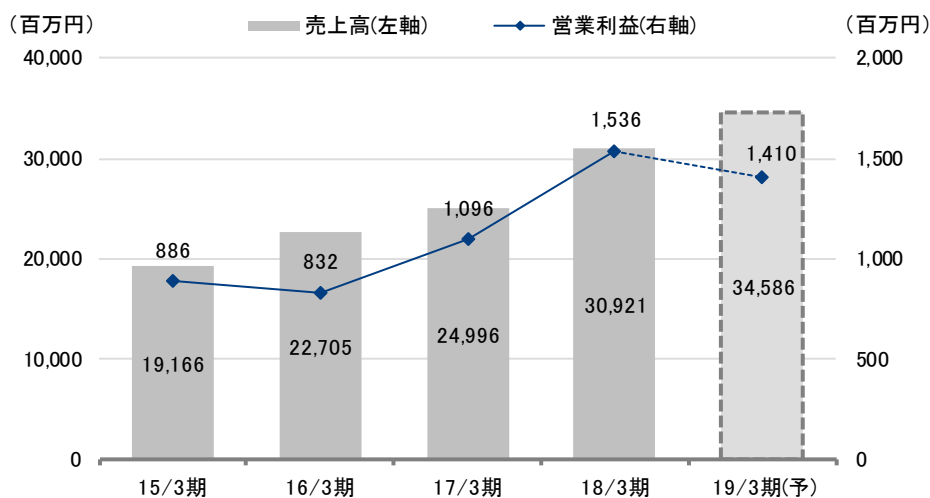
3. 通期見通しを下方修正。交換レンズを巡る懸念で新型カメラの買い替えの遅れという一時的要因が主因

2019 年 3 月期通期について同社は、業績見通しを下方修正した。新しい予想は売上高 34,586 百万円（前期比 11.9% 増）、営業利益 1,410 百万円（同 8.3% 減）と増収減益となっている。下方修正の主因は新品カメラの販売が需要期の第 3 四半期（10-12 月期）に入っても想定したほどに回復しなかったことだ。大手カメラメーカー 2 社は新型のフルサイズミラーレスカメラを 10、11 月に発売した。第 2 四半期にはそれを控えて買い控えが見られたものの、第 3 四半期には買い替えが進むと期待された。しかし新型カメラの交換レンズのラインアップがまだ不十分であることがカメラ愛好家の買い替えを躊躇させたとみられる。この点については今後徐々に解消され、買い替えは着実に進むと弊社ではみている。マウントアダプタを介して既存保有レンズを使用しても問題ないことや小型軽量化のメリットが SNS 等で拡散しつつあるためだ。交換レンズを巡る懸念が払しょくされれば、過去のパターンに倣って買い替えが進むと期待される。以上のような背景から、今回の下方修正は構造的な問題ではなくあくまで一時的な要因によるものであり、過度な懸念は不要だというのが弊社の見方だ。

Key Points

- ・ Phase 3.0 が終了し、売上拡大のためのプラットフォームが完成
- ・ 2019 年 3 月期は Phase 4.0 として中古の買取・販売価格の自動化に取り組む
- ・ 売上拡大プラットフォームの完成で、売上高は年 15% 前後、経常利益は年 20% 台の成長を目指す

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

業績の動向

増収減益で着地。 新製品発売を控えた買い控えでカメラ事業が伸び悩み

1. 2019 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

同社の 2019 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上高 16,362 百万円（前年同期比 13.4% 増）、営業利益 682 百万円（同 7.4% 減）、経常利益 679 百万円（同 7.0% 減）、四半期純利益 462 百万円（同 8.1% 減）と増収減益で着地した。

売上高はほぼ期初予想どおりとなったが、営業利益は期初予想に対して 16.2%（131 百万円）の未達となった。

2019 年 3 月期第 2 四半期の概要

（単位：百万円）

	18/3 期			19/3 期			
	2Q 累計 実績	下期 実績	通期 実績	2Q 累計 予想	2Q 累計 実績	前年同期比	期初予想比
売上高	14,435	16,486	30,921	16,366	16,362	13.4%	-0.0%
売上総利益	2,418	2,686	5,105	-	2,674	10.6%	-
販管費	1,681	1,886	3,568	-	1,992	18.5%	-
営業利益	736	800	1,536	814	682	-7.4%	-16.2%
売上高営業利益率	5.1%	4.9%	5.0%	5.0%	4.2%	-	-
経常利益	730	790	1,521	809	679	-7.0%	-16.1%
当期純利益	503	574	1,077	549	462	-8.1%	-15.8%

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高は前年同期比 13.4%（1,927 百万円）増となった。主力のカメラが同 9.6%（976 百万円）増にとどまったが時計が同 25.3%（965 百万円）増と伸びて 15% 近い伸びを達成した。売上総利益率は同 10.6%（256 百万円）の増益にとどまった。売上総利益率が前年同期の 16.8% から 2019 年 3 月期第 2 四半期は 16.3% に若干低下したことが響いた。売上総利益率の低下は、利益率の高いカメラの売上が伸び悩む一方、カメラよりも利益率の低い時計が売上を伸ばしたことによる売上高構成比率の変化と、商品ラインナップを増やし、新規顧客を増やすためセールを強化したことが要因だ。

販管費は前年同期比 18.5%（310 百万円）増加し、売上高販管費率も前年同期の 11.7% から 2019 年 3 月期第 2 四半期は 12.2% に上昇した。カメラの販売刺激策としてポイント付与や割引クーポンの配布を積極化したことで販促費が拡大したことが主な要因だ。これらの結果営業利益は前年同期比 7.4%（54 百万円）減の 682 百万円となった。

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
 3179 東証 1 部 | https://www.syuppin.co.jp/ir/

業績の動向

販管費の内訳推移

(単位：百万円)

	18/3 期					19/3 期		
	2Q 累計	下期	通期	前期比増減	売上比	2Q 累計	前年同期比増減	売上比
人件費	532	616	1,148	66	3.7%	550	18	3.4%
広告宣伝費	26	27	53	-9	0.2%	26	0	0.2%
販売促進費	270	275	545	144	1.8%	360	90	2.2%
業務委託費	76	91	167	36	0.5%	97	20	0.6%
支払手数料	352	395	747	120	2.4%	410	58	2.5%
減価償却費	94	101	195	-1	0.6%	106	11	0.6%
地代家賃	105	113	218	7	0.7%	131	25	0.8%
その他	224	268	492	99	1.6%	309	84	1.9%
販管費	1,681	1,887	3,568	462	11.5%	1,992	310	12.2%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

第 2 四半期(7 月－9 月期)に入り、一眼レフ市場を二分してきたニコン<7731>とキヤノン<7751>がそろって、ミラーレス一眼の新型機を 2018 年秋に発売することを発表したため一眼レフカメラの買い控えが起こり、カメラの新品売上高は伸び悩んだ。同社はカメラの中古品の販売量確保に注力し、カメラ中古品は計画どおりの販売を行った。結果的にカメラ全体の売上高は前年同期比では増収を確保したものの、計画に対しては下回った。この分を時計の売上拡大で補い、全社売上高は期初予想の線で着地した。

一方利益面では、カメラ新品における買い控えの影響をカメラ中古の販売で補うべく、販売促進策を積極化した。具体的にはポイントの付与や、購入時に金券として利用できるクーポンの配布を積極的に行った。これにより、カメラ事業の営業利益が低下し、前年同期比では増益を確保したものの計画に対しては未達となった。一方時計は、売上高は計画を上回ってカメラの未達分をカバーしたが、利益については計画線で着地した。カメラ同様、販売促進費が利益の伸びを抑えた。結果的にカメラの未達分が全社ベースの未達分として残った形となった。

販売チャネル別構成比や中古品比率、中古カメラ買取額など、各指標は順調に進捗

2. 主要 KPI の動向

(1) チャネル別・新品・中古別売上高の動向

販売チャネルのうち、2019 年 3 月期第 2 四半期の EC 売上高は、10,264 百万円(前年同期比 15.6% 増)となった。主力のカメラ、時計両事業で順調に販売が伸びたことが寄与した。全社売上高に占める EC 売上高の比率は 62.7% で、前年同期の 61.5% から上昇した。

EC 売上高のうち、越境 EC は 2019 年 3 月期第 2 四半期に 160 百万円となった。越境 EC は前年下期からのスタートで、米国 EC モールの eBay に出店し、北米向けに販売している。現在はカメラのみの取扱いとなっている。2018 年 9 月時点では月商 30 百万円を超えており、順調に拡大してきている。

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
3179 東証 1 部 | https://www.syuppin.co.jp/ir/

業績の動向

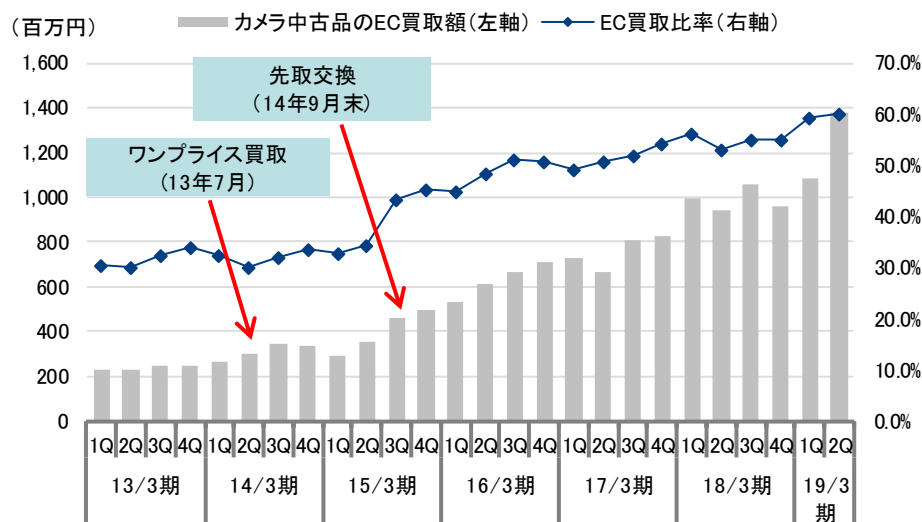
新品・中古品の別では、2019 年 3 月期第 2 四半期決算では中古品比率が前期通期に比べて上昇した。第 1 四半期が 46.4%、第 2 四半期（7 月－9 月期）が 48.2% でいずれも 1 年前よりも高くなっている。この背景は、カメラ事業で買い控えにより新品の売上が伸びず、中古品でそれを補うことに注力したことがある。一般的には中古品の方が新品よりも利益率が高いが、2019 年 3 月期第 2 四半期決算では、上記のような事情から意図して中古品を拡大したため通常よりも利益率が低下したとみられる。

インバウンド需要を表す免税売上高は、2019 年 3 月期第 2 四半期は 1,747 百万円（前年同期比 35.4% 増）と大幅に伸びた。同社は収益予想の中ではインバウンド売上について 1 億円～1.5 億円 / 月と控え目に想定しているが 2017 年 3 月期第 2 四半期を底として戻りつつある状況だ。商品別では時計が過半を占めている。

(2) 中古カメラ買取額の状況

中古カメラの買取は順調な拡大が続いており、2019 年 3 月期第 2 四半期は 2,462 百万円（前年同期比 26.8% 増）となった。同社自身が物流スペース拡張を実施していたところに、新品カメラで買い控えが起きたこともあり、中古カメラの積極的買取に取り組んだ結果、買取額が大きく伸長した。買取ルートでは、同社が進める EC 買取が着実に構成比を上げ、第 2 四半期（7 月－9 月期）は 60.2% に達した

カメラ事業の中古品EC買取額の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
 3179 東証 1 部 | https://www.syuppin.co.jp/ir/

業績の動向

カメラ事業の伸び悩みを時計事業の大幅増収でカバー

3. 事業セグメント別動向

事業セグメント別売上高・営業利益詳細

(単位：百万円)

		2017 年 3 月期		2018 年 3 月期		2019 年 3 月期	
		2Q 累計	前年同期比	2Q 累計	前年同期比	2Q 累計	前年同期比
カメラ	EC	5,660	23.7%	7,140	26.2%	8,276	15.9%
	店舗	2,523	-25.9%	2,998	18.8%	2,838	-5.3%
	売上高合計	8,184	2.5%	10,138	23.9%	11,114	9.6%
	セグメント営業利益	640	7.8%	821	28.3%	855	4.1%
	売上高営業利益率	7.8%	-	8.1%	-	7.7%	-
時計	EC	1,093	34.1%	1,397	27.8%	1,645	17.7%
	店舗	1,475	-15.5%	2,422	64.2%	3,140	29.6%
	売上高合計	2,569	0.3%	3,820	48.7%	4,785	25.3%
	セグメント営業利益	104	-15.7%	228	118.9%	250	9.5%
	売上高営業利益率	4.1%	-	6.0%	-	5.2%	-
筆記具	EC	163	17.7%	195	19.5%	165	-15.4%
	店舗	77	2.7%	85	10.9%	70	-17.5%
	売上高合計	240	12.4%	281	16.7%	236	-16.0%
	セグメント営業利益	24	0.1%	22	-10.0%	1	-94.5%
	売上高営業利益率	10.3%	-	7.9%	-	0.5%	-
自転車	EC	124	-1.6%	144	15.9%	177	23.1%
	店舗	42	-43.2%	50	17.6%	48	-3.9%
	売上高合計	167	-17.2%	194	16.4%	225	16.1%
	セグメント営業利益	-5	-	-0	-	-5	-
	売上高営業利益率	-3.1%	-	-0.4%	-	-2.4%	-
全社	EC	7,041	24.5%	8,877	26.1%	10,264	15.6%
	店舗	4,119	-22.3%	5,557	34.9%	6,098	9.7%
	売上高合計	11,161	1.8%	14,435	29.3%	16,362	13.4%
	営業利益	472	9.1%	736	55.8%	682	-7.4%
	売上高営業利益率	4.2%	-	5.1%	-	4.2%	-

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(1) カメラ事業

カメラ事業の 2019 年 3 月期第 2 四半期は、売上高 11,114 百万円（前年同期比 9.6% 増）、営業利益 855 百万円（同 4.1% 増）と増収増益となった。営業利益率は 7.7% で前年同期の 8.1% から低下した。一眼レフカメラ市場を二分してきたニコンとキヤノンが 2018 年秋にミラーレス一眼の新型機種を発売することを第 2 四半期中に発表したため、そこから買い控えが起き、カメラ新品の販売が減速した。両社とも新型機においてレンズマウントを変更してきたためカメラ本体のみならずレンズ資産にも影響が出る懸念が生じ、同社の在庫を回す必要があったことや、中古カメラ市場でのトップシェア維持のニーズもあり、中古カメラの販売増に注力した。結果的に、中古カメラの販売量は目的を達成した。しかし、新品カメラの減速を埋めきれず増収率は 1 ケタにとどまったほか、利益率もセールの強化などの影響で低下した。

シュッピン

3179 東証 1 部

2019 年 1 月 17 日 (木)

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

業績の動向

(2) 時計事業

時計事業の今第 2 四半期は、売上高 4,785 百万円（前年同期比 25.3% 増）、営業利益 250 百万円（同 9.5% 増）と増収増益となった。営業利益率は 5.2% で、前年同期の 6.0% から低下した。同社は時計の在庫について量的拡充と戦略的ラインアップの構築に注力してきたがそれが奏功して売上高の拡大につながった。店頭ではインバウンド売上高も好調だった（インバウンド売上の約 4 分の 3 を時計が占める）。2018 年 7 月からは中古品すべての商品詳細ページに、商品の立体感や動きを伝える動画を掲載、また YouTube にも動画を掲載したことで、消費者が商品の質感などを正確に把握できるようになり、EC 売上高の拡大につながった。利益面では、シェア拡大や新規顧客の取り込み強化、EC の強化等の目的でセールを強化した影響で利益率が低下し、増益率が一ケタにとどまった。利益率は低下したものの、前述のように売上高が前年同期比 25% を超える増収となったことで、所期の目的は果たしたと評価できよう。

(3) 筆記具事業

筆記具事業の今第 2 四半期は、売上高 236 百万円（前年同期比 16.0% 減）、営業利益 1 百万円（同 94.5% 減）と減収減益となった。売上高は EC サイトの機能強化やメーカーとのコラボ企画の実施、保証の強化などの施策を行ったが、客数・客単価の回復には至らなかった。また、中古品の減少も響いた。利益面では売上減に加えて 2018 年 9 月に店舗リニューアルを行ったために一時的な費用が発生し、大幅な減益となった。

(4) 自転車事業

自転車事業の今第 2 四半期は、売上高 225 百万円（前年同期比 16.1% 増）、営業損失 5 百万円（前年同期は 0.7 百万円の損失）と増収ながら営業損失が拡大した。店舗売上高は横ばいにとどまったが EC 売上高は EC サイトの強化のほか「Yahoo! 店」の出店効果もあって順調に拡大した。内容的には利幅が大きい、中古の高額完成車の販売台数が伸び悩んだ。利益面では販売強化のための先行費用を賄いきれず、営業損失が拡大した。

■ 中長期成長に向けた施策と進捗状況

EC 特化型という事業モデルを生かす効果的な施策を継続的に実施。
2018 年 3 月期までに収益拡大のための仕組みが出そう

1. 成長への取り組みの流れ

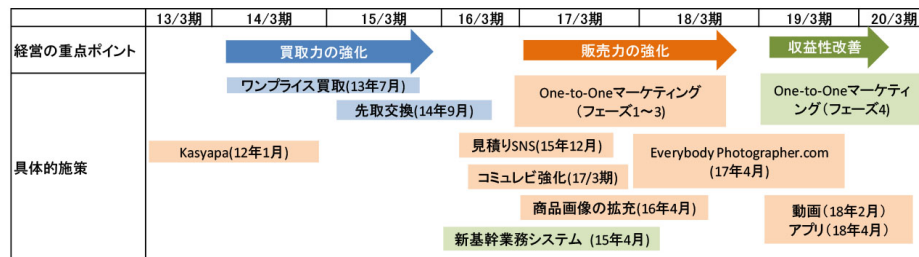
同社の事業モデルの特長・強みは、1) リユース事業者に分類されるが取扱商材を“価値あるもの”に絞り込んでいる、2) 店舗を最小限に抑えた EC 特化型モデルである、3) 中古品と新品の両方を伸ばすことで成長を目指している、の 3 点にあると弊社では理解している。対象とする商材を吟味し、店舗型小売りから EC へという時代の変化を取り込み、精密かつロジカル（論理的）に練り上げられた事業モデルとなっているというのが弊社の評価だ。

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
3179 東証 1 部 | <https://www.syuppin.co.jp/ir/>

中長期成長に向けた施策と進捗状況

その上で同社は、自社の事業モデルの強みを最大限に生かして中長期的成長を実現するための仕組みづくりに取り組み、複数年に渡って段階的かつ着実に実行してきている。これは経営陣の経営力の高さを表すものと弊社では考えている。この点は同社の 4 つ目の特長・強みと位置付けることもできるだろう。

シュッピンの成長に向けた取り組みの流れ



出所：会社資料よりフィスコ作成

同社はワンプライス買取や先取交換で買取機能の強化にまず取り組んだ。これは中古品を新品販売の触媒として活用するという同社のモデルに照らせば極めて妥当かつ重要な施策だ。中古品は新品と異なり、仕入れが安定しない。中古品の仕入れを安定化させる仕組みをまず確立することが同社の事業モデルを存続させるうえでの大前提となるためだ。

その後同社は、売上拡大に舵を切り、様々な施策を矢継ぎ早に繰り出してきた。同社は EC 特化型の事業モデルと相性が良い CGM（Consumer Generated Media、消費者生成メディア）マーケティングに早期から注目し、その活用に取り組んできた。具体的には、「見知り SNS」や「コミュレビ」のローンチが挙げられる。また、EC の生命線とも言える商品画像については、精密画像の採用と画像点数の大幅アップを実施した。これらの目に見える施策の裏側で、業務の効率性アップを図って基幹システムの一新も行った。そして 2017 年 3 月期からは、個人に向けたマーケティングの強化と、顧客の消費行動のサイクルのすべてに同社が関与する体制の構築を目指した。

『One-to-One マーケティング』の Phase 3.0 が終了し、売上拡大のためのプラットフォームが完成

2. 売上拡大のための仕組みづくり

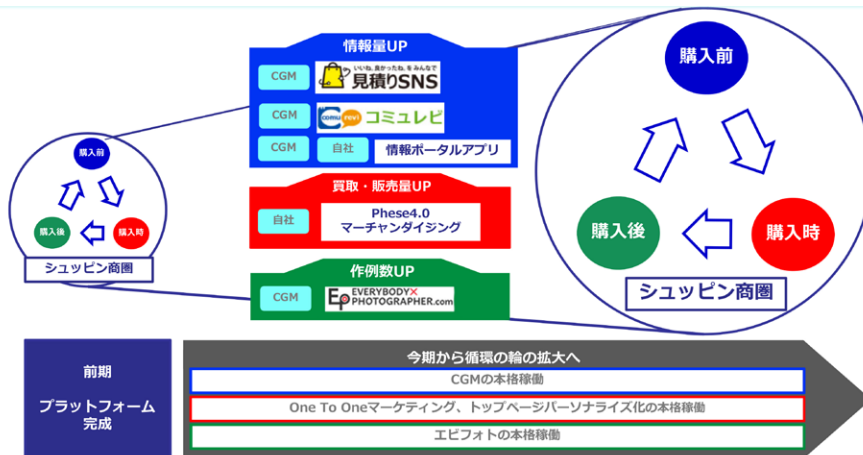
同社が 2017 年 3 月期と 2018 年 3 月期の 2 期にわたり注力してきたのは、売上高拡大のための仕組みづくりだ。その仕組みは、顧客を引き寄せ、囲い込むための“プラットフォーム”と、顧客を活性化させるための“One-to-One マーケティング”の 2 つから成っている。2018 年 3 月期までにこれらがともに完成し、同社が収益拡大にまい進できる仕組みが整った。

同社のプラットフォームの全容と、同社がやろうとしていることのすべてはこの図に集約されている。これは最も売上構成比が高いカメラ事業を念頭において作られているが、基本的なアプローチは時計やその他の商材も同じだ。

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
3179 東証 1 部 | https://www.syuppin.co.jp/ir/

中長期成長に向けた施策と進捗状況

売上拡大のためのプラットフォームと、それによる収益拡大のイメージ図



出所：決算説明会資料より掲載

(1) プラットフォームについて

同社は、顧客の行動について“購入前⇒購入時⇒購入後”と段階を分けて考え、それぞれの段階において同社がどのように関わっていけば顧客を引き寄せ、囲い込めるかに取り組んできた。その結果同社が導入したのが、“購入前”については機種選定に有効なブログ（スタッフブログ「Map Times」）やフォトレビューサイト（「Kasyapa」）、であり、“購入時”については質の高い口コミ情報「コミュレビ」、「見積り SNS」や「下取交換」や「先取交換」の導入などだ。そして“購入後”に向けてはカメラで撮影した写真をアップできる場としての「EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.com」（略称「エビフォート」）をローンチした。エビフォートに自身で撮影した写真をアップして楽しむと同時に、そこで他者からの刺激や新たな情報を受けることで、また新たなカメラや交換レンズの購入意欲を刺激し、次の取引につなげようというのがプラットフォームの概略だ。プラットフォームのポイントは、1) 顧客の消費行動を“購入前⇒購入時⇒購入後”という直線運動から“購入前⇒購入時⇒購入後⇒購入前⇒・・・”という円運動に変えることと、2) 消費の円運動を“シュッピン商圏”上において発生させ、かつ留め置く、という2つだ。

カメラ購入サイクルにかかるプラットフォーム



出所：決算説明会資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
 3179 東証 1 部 | https://www.syuppin.co.jp/ir/

中長期成長に向けた施策と進捗状況

(2) One-to-One マーケティングについて

エビフォートのローンチで完成したプラットフォームは、それだけでは収益拡大につながりにくい。プラットフォームで引き寄せ、囲い込んだ顧客を、活性化するために同社が導入したのが「パーソナルレコメンド」だ。これは同社のプラットフォーム上で滞留する顧客の行動から顧客のニーズを読み取り、ニーズに合った商品や関連商品などをレコメンドする仕組みだ。個人のニーズに直接ヒットする形でのレコメンデーションを行う点に着目して同社はこれを「One-to-One マーケティング」と呼称してきた。その最終ゴールはこのパーソナルレコメンドにあるが、一足飛びにそれは実現できないと考えた同社は、「グループターゲット」（過去の取引データをもとにした顧客のグループ化。Phase 1.0 と位置付け）、「パーソナルリクエスト」（顧客が「欲しいリスト」に入れた商品について価格変更や入荷案内情報などを提供。Phase 2.0 と位置付け）と段階を踏んで導入し、最終的に Phase 3.0 であるパーソナルレコメンドを 2018 年 3 月期に完成させた。前述した同社の経営の緻密さ、周到さはこうした進め方にも如実に表れている。なお、2019 年 3 月期の取組みである Phase 4.0 については後述する。

One-to-One マーケティングの概要

2017年3月期		2018年3月期	2019年3月期
Phase1.0 グループ ターゲット	Phase2.0 パーソナル リクエスト	Phase3.0 パーソナル レコメンド	Phase4.0 マーチャン ダイジング
過去の取引履歴のビッグデータを元に、顧客をグループ化。それぞれのグループのニーズに合わせたイベント情報を、メールでご案内。	お客様の潜在ニーズに応える。「欲しいリスト」に入っている商品の価格変更、入荷情報などをご案内。	お客様の潜在ニーズに応える。関連商品のご案内や、人気商品などをレコメンドすることにより欲しいものを見つけやすくする。	需要と供給のバランスをみて、適切な買取・販売価格をタイムリーに行う業務をオートメーション化。在庫がない場合は、その商品を持っているお客様に買取の通知をすることで、買取を促進。
お客様にとって関心の薄いメールをむやみに打たずに、必要な情報を渡すことができる。 メーカー交渉や仕入れ強化が効果的に 行える	過剰なセールを行う必要がなくなる。また、買取に関しても需給関係を考慮した 適正な取引価格を設定 できる	お客様に合わせた優先順位で表示をコントロールすることで、 コンバージョン率を向上 させることができる	オートメーション化により、適切な粗利での価格コントロールの自動化が可能になり、 取引機会の創出、取引量を拡大 することができる

出所：決算説明会資料より掲載

(3) 売上拡大プラットフォームの効果

前述のように、売上拡大プラットフォーム（ここでは One-to-One マーケティングも含んだ広義の意）が完成したことで、同社の KPI も変わってきている。それぞれの KPI の内容は以下に詳述するが、ポイントは、1) それぞれの KPI が期待どおりの推移をしていることと、2) 先行指標的な意味合いを持つものが多く将来の動向を示唆するものとして重要だということだ。

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
3179 東証 1 部 | https://www.syuppin.co.jp/ir/

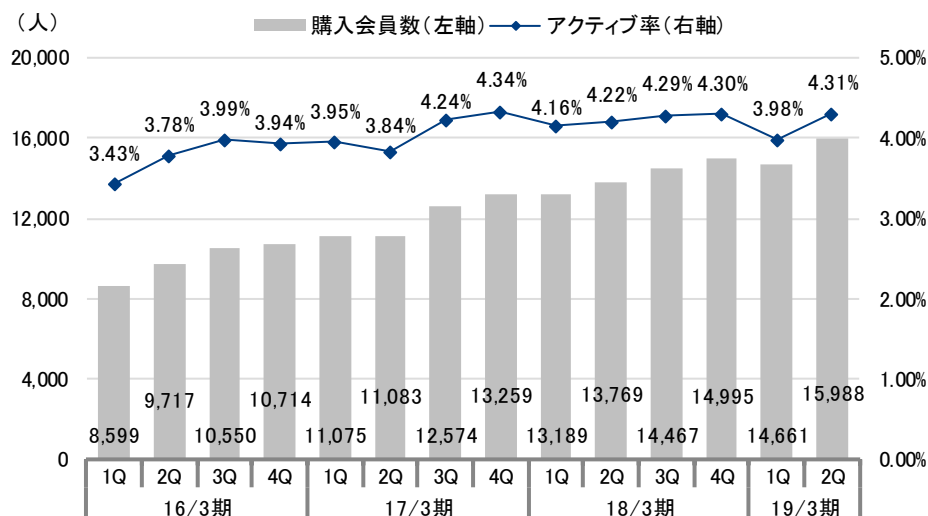
中長期成長に向けた施策と進捗状況

a) 購入会員数とアクティブ率

同社は同社のサイトで会員登録した顧客を「会員」としており、一度会員になると基本的にそのまま会員としてのステータスが維持される。したがって“会員数の伸び”というのはその増加分が新規購入者（新規会員）を意味する。この会員数増加の重要度は今も昔も変わってはいないが、同社が現在取り組むのは既存会員の活性化だ。前述の売上拡大プラットフォームはそのための仕組みだ。同社が既存会員の活性化に注力する理由は、効率性の高さだ。同社は 2018 年 9 月末時点で 382,760 人の会員を有している。月間 3,000 人台のペースで増加しているが 1 年間で 10% 弱の増加でしかない。他方、既存会員で現にアクティブな会員がもう 1 回購入を増やしてくれるだけで同社の売上高は 30% 増という計算が成り立つ。

この観点で同社が注目しているのが購入会員数とアクティブ率という指標だ。購入会員数は、各四半期に同社の自社サイトで購入した会員のうち新規会員を除いた数、すなわち既存会員の中の現に購入した会員ということだ。アクティブ率は各四半期初めの会員数に対するその四半期の購入会員数の割合だ。これまでの推移を見ると、購入会員数は着実に右肩上がり推移している。アクティブ率は分母の会員数自体も増加しているため購入会員数ほど明確ではないが、こちらもトレンドラインは緩やかに右肩上がりとなっていることが読み取れる。

購入会員数とアクティブ率の推移



注 1：「購入会員数」＝各四半期に自社サイトでの購入した会員数（各四半期に新規入会した会員を除く）

注 2：「アクティブ率」＝アクティブ会員数 ÷ 各四半期初の会員数

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

b) 欲しいリスト商品登録状況と入荷お知らせメール登録数

アクティブ率上昇に貢献しているのが「欲しいリスト」への商品登録と「入荷お知らせメール」への登録だ。欲しいリストは実際に購入されるとリストから外してリセットするので上下しているが、安定的に 4 万人前後が登録していることがわかる。入荷お知らせメール登録者数も毎月 1,500 人前後が安定的に積み上がっている状況にある。欲しいリストも入荷お知らせメールもともに、既存会員が購入方向の興味を有しているサインであり、これに向けて最後の一押しの情報（価格変動情報など）を提供することでコンバージョン率上昇につなげている。

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
3179 東証 1 部 | https://www.syuppin.co.jp/ir/

中長期成長に向けた施策と進捗状況

「欲しいリスト」と「入荷お知らせメール」の登録状況



「One-to-One マーケティング Phase 4.0」として 買取力の強化に取り組む

3. 今後の取り組み：マーチャンダイジングの強化

2019 年 3 月期において同社が取り組むのはマーチャンダイジングの強化だ。前述のように同社は One-to-One マーケティングを進めてきており Phase 3.0 までは完了している。このうち Phase 1.0 から Phase 3.0 までは売上高拡大の取り組みであるが、最後の Phase 4.0 は「マーチャンダイジング」すなわち買取力の強化だ。

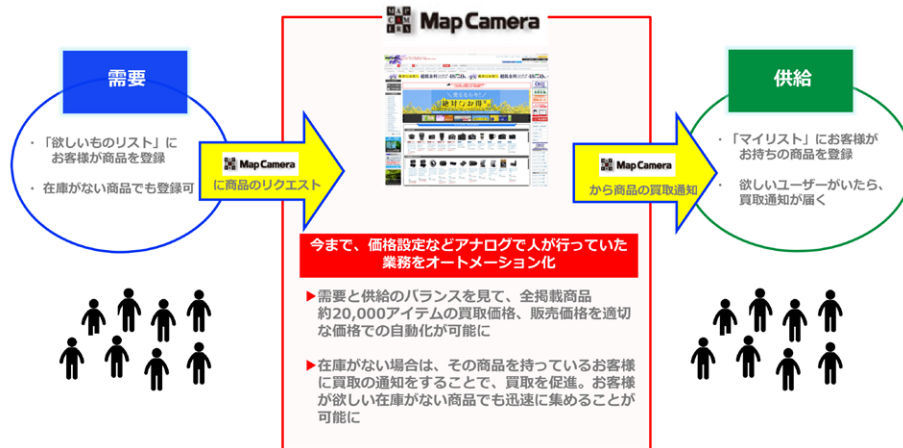
買取については、これまで「下取交換」や「先取交換」といった施策を導入してその強化を実現してきた。しかしながら今回のマーチャンダイジングの強化で目指すのは、需給バランスを見ながら買取価格と販売価格をタイムリーに変更する業務のオートメーション化だ。これまではこの作業を人間が行っていた。同社が扱う約 20,000 アイテムについて、この作業を継続的に人手で行うことは決して効率的とは言えない。この点に改善のためのメスを入れたことは、1 つの大きな転換点になると弊社では考えている。

Phase 4.0 は業務効率の改善を図る、バックヤード側の施策だ。それが One-to-One マーケティングに組み込まれている理由は、Phase 4.0 の実現のために、Phase 1.0 ～ 3.0 の施策で得られた情報を最大限に活用するためだ。例えば Phase 4.0 で実現を目指す適正な値付けには、同社のシステム上を流れる物流量だけでなく、「欲しいリスト」や「入荷お知らせメール」、「買取価格変更メール」の登録状況も活用されるような仕組みとなる。要は、同社は潜在的買い手と潜在的売り手の情報を有しており、市場価格や取引実績のデータも蓄積しているため、それらをフル活用することで、売り手と買い手をマッチングさせる潜在力有している。これを実行に移す仕組みが Phase 4.0 ということだ。こうした仕組みの構築の仕方や、フロントとバックのバランスの取れた強化を図るということにも、同社の経営力の高さを見て取ることが出来ると弊社では考えている。

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
 3179 東証 1 部 | <https://www.syuppin.co.jp/ir/>

中長期成長に向けた施策と進捗状況

One-to-One マーケティング



出所：決算説明会資料より掲載

Phase 4.0 のポイントである業務のオートメーション化は、価格設定（仕入価格と販売価格の両方）の部分で実施される。同社の業容が拡大する中で、鍵を握るのは中古商材の商品化だ。中古商材の商品化のプロセスは、仕入価格の設定から始まり、買取後には検品（状態確認や付属品等のチェックなど）の上で評価・値付けを行い、クリーニングや商材の撮影などのプロセスを経て初めて商品として（ネット上の）店頭と並べられる。これら一連のプロセスのなかで最も重要なのは価格設定だ。この部分をオートメーション化することで、今後アイテム数が増大しても機会損失を防ぐことが可能となる。業績へのインパクトとしては、損益計算書の各段階で効果が期待される。機会損失の減少は売上高拡大に、価格設定のスピードアップは商品回転率上昇や適正な価格設定を通じた売上総利益率の上昇にそれぞれつながるものと期待される。

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
3179 東証 1 部 | https://www.syuppin.co.jp/ir/

■ 今後の見通し

新品カメラの販売不振で通期見通しを下方修正。 交換レンズを巡る一時的な要因であって、過度な懸念は不要と考える

2019 年 3 月期通期について同社は、2019 年 1 月 8 日に業績見通しの下方修正を発表した。新しい業績予想は、売上高 34,586 百万円（前期比 11.9% 増）、営業利益 1,410 百万円（同 8.3% 減）、経常利益 1,400 百万円（同 8.0% 減）、当期純利益 955 百万円（同 11.4%）で、増収増益予想から一転し、減益予想となっている。

2019 年 3 月期業績見通しの概要

（単位：百万円）

	18/3 期			19/3 期						
	2Q 累計 実績	下期 実績	通期 実績	2Q 累計 実績	下期 予想	前年 同期比	通期 期初予想	通期 修正予想	前期比	期初 予想比
売上高	14,435	16,486	30,921	16,363	18,223	10.5%	35,381	34,586	11.9%	-2.2%
営業利益	736	800	1,536	682	727	-9.0%	1,842	1,410	-8.2%	-23.5%
売上高営業利益率	5.1%	4.9%	5.0%	4.2%	4.0%		5.2%	4.1%		
経常利益	730	790	1,521	679	720	-8.8%	1,833	1,400	-8.0%	-23.6%
当期純利益	503	574	1,077	462	492	-14.2%	1,251	955	-11.4%	-23.7%

出所：決算短信よりフィスコ作成

下方修正の理由について同社は、新品カメラの販売不振を主因に挙げている。前述のように、2019 年 3 月期第 2 四半期決算では主力のカメラ事業は計画を下回った。これは 10 月 - 11 月の新型機の発売を控えて買い控えが発生したことが主な要因だ。新型機は逐次予定通り発売されており、11 月下旬ですべて出そろった。これを受けて同社は、今下期には第 2 四半期の遅れを取り戻して通期ベースでは期初予想を達成できると見込んだ。しかしながら、新型のフルサイズミラーレスカメラ用の交換レンズが十分に出揃っていないことから新型モデルへの買い替えが想定ほどには加速せず、売上高の下方修正に至った。

今回の下方修正については弊社は、想定範囲内のことであり、過度な懸念は不要だと考えている。まず、同社の下方修正リリースで明確に述べられているように、時計事業とカメラ事業のなかの中古カメラの販売は今第 2 四半期に引き続き、順調な状況が続いている。この点は、同社の事業モデルや競争環境などには変化はないことを示唆していると言えよう。

見込み違いだったのは新品カメラの販売動向だが、この点は弊社にとっては想定範囲内だ。今回の新型フルサイズミラーレスの発売が発表された際リスク要因として浮上したが、ニコン、キヤノンの両社がレンズのマウントの規格を既存の一眼レフカメラから変更したことだ。これは、例えばニコンの一眼レフカメラのユーザーがニコンの新型フルサイズミラーレス機を購入しても、手持ちのレンズをそのままでは使用できないことを意味する。マウントアダプタを介することで利用可能とはなるが、新型ミラーレス機に対する“純正”レンズではないため、機能に制約が出る可能性を懸念して、ユーザーが購入に及び腰になるリスクがある。今回はこの懸念が現実化したということだ。この点はカメラの専門家である同社自身が誰も強く認識していたはずだが、一方で新型機の高性能やミラーレス化による小型・軽量化などが評価されることで従来と同じペースで買い替えが進むと判断したことが結果的に見込み違いとなって現れたものと思われる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

シュッピング

3179 東証 1 部

2019 年 1 月 17 日 (木)

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

今後の見通し

しかしながら、フルサイズミラーレスへの買い替えは、今後徐々に進む可能性が高いと弊社ではみている。カメラ愛好家の各種サイトや口コミ情報などを見ていると、マウントアダプタを介して既存レンズを使用しても機能の制約がないことや期待意通りの性能を発揮していることが日々拡散している状況だ。また、ミラーレス化による小型・軽量化については誰にでも実感できる効果として全面的に高い評価を獲得している状況にある。今回の下方修正の主因は、第 2 四半期（7-9 月期）に見られた買い控えが想定よりも長期化したという、いわば“時間の問題であって構造的な問題ではない”ことが、弊社が過度な懸念は不要と考える理由だ。

利益面では、営業利益が期初予想から 23.5%（432 百万円）引き下げられ、前期比 8.2%（126 百万円）の減益予想に修正された。この理由については、前述の新品カメラの販売不振とそれをカバーすべく買替えの促進、セールの実施等による中古カメラの買取・販売を強化したこと、優待チケット・ポイント還元等の販促施策強化による費用増加がマージンを圧迫したことが要因だ。こうした構図も今第 2 四半期決算と同様であり、同社の事業モデルや競争力に変化が生じたものではない。今回、前期比減益予想に転じたことはそれなりのネガティブサプライズをもたらしたことは間違いないが、先行投資的費用の増加などの一時的要因による減益は過去にも経験していることだ。同社の 2018 年 3 月期決算が前期比 40.1% 増と大きく伸びて 2019 年 3 月期の増益のハードルが高くなっていたことも減益の大きな要因だったと考えている。

業績下方修正はあったものの、ポジティブに評価できるポイントは多数残されている。一つは増収基調を依然として維持していることだ。また、その内容として時計事業の順調な拡大が継続しておりカメラ事業に続く 2 本目の事業の柱が着実に太くなりつつあるのは心強い。12 月の月次売上開示を見ると新規会員数は +4,251 人となり前年同月を上回っている。この点は同社が進めるマーケティング施策が順調に機能していることを示唆していると弊社では考えている。利益に関して、今通期の営業利益率が 4.1% と 4% 台を確保している点も、同社の低コスト構造と時機に適ったコストコントロール力の高さが維持されていることを示すものと考えている。

現在同社が直面する問題点は非常にはっきりしている。その問題点である新品カメラの買い替えが具体的にいつから加速するのかを予想するのは難しいが、いずれにしても時間が解決する問題であると考えられる。同社としても新品カメラが売れ始めれば、中古カメラの過度の仕入れが不要となり、また Phase4.0 の推進により改善が図れるとしており、弊社の見解と一致している。今後の推移を見守りたいと考えている。

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
 3179 東証 1 部 | <https://www.syuppin.co.jp/ir/>

今後の見通し

損益計算書

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期	
					2Q 累計	通期 (予)
売上高	19,166	22,705	24,996	30,921	16,362	34,586
YOY	22.8%	18.5%	10.1%	23.7%	13.4%	11.9%
カメラ事業	13,758	16,572	18,131	21,937	11,114	-
時計事業	4,680	5,301	6,013	7,974	4,785	-
筆記用具事業	363	470	511	573	236	-
自転車事業	363	360	339	436	225	-
売上総利益	3,348	3,729	4,202	5,105	2,674	-
売上総利益率	17.5%	16.4%	16.8%	16.5%	16.3%	-
販売費・一般管理費	2,461	2,897	3,105	3,568	1,992	-
売上高販管費率	12.8%	12.8%	12.4%	11.5%	12.2%	-
営業利益	886	832	1,096	1,536	682	1,410
YOY	26.4%	-6.1%	31.8%	40.1%	-7.4%	-8.3%
売上高営業利益率	4.6%	3.7%	4.4%	5.0%	4.2%	4.1%
経常利益	870	821	1,078	1,521	679	1,400
YOY	26.2%	-5.6%	31.3%	41.1%	-7.0%	-8.0%
当期純利益	563	560	741	1,077	462	955
YOY	44.5%	-0.6%	32.3%	45.4%	-8.1%	-11.4%
分割調整後						
1 株当たり利益 (円)	23.54	23.41	30.96	45.00	19.32	39.39
1 株当たり配当金 (円)	3.50	4.00	6.00	10.00	0.00	14.00
1 株当たり純資産 (円)	94.83	114.74	141.69	180.68	-	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
 3179 東証 1 部 | <https://www.syuppin.co.jp/ir/>

今後の見通し

貸借対照表

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期 2Q
流動資産	4,024	4,905	5,727	7,692	8,428
現金及び預金	492	506	644	1,268	985
売上債権	917	1,327	1,612	1,851	1,751
棚卸資産	2,222	2,757	3,209	4,194	5,301
固定資産	1,085	1,001	949	1,088	1,256
有形固定資産	159	137	123	136	152
無形固定資産	607	530	468	443	433
投資その他の資産	318	333	356	508	670
資産合計	5,110	5,907	6,676	8,780	9,684
流動負債	2,260	2,585	2,954	3,353	4,039
支払債務	656	940	823	1,045	1,329
短期借入金等	871	1,215	1,428	1,474	1,956
固定負債	579	568	322	1,095	1,081
長期借入金、社債	577	568	322	1,095	1,081
株主資本	2,270	2,746	3,392	4,325	4,558
資本金	508	508	508	508	513
資本剰余金	408	408	408	408	413
利益剰余金	1,352	1,829	2,474	3,408	3,631
自己株式	-	-	-	-0	-0
新株予約権	-	6	6	5	5
純資産合計	2,270	2,753	3,399	4,331	4,564
負債・純資産合計	5,110	5,907	6,676	8,780	9,684

出所：決算短信よりフィスコ作成

キャッシュフロー計算書

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期 2Q
営業活動によるキャッシュフロー	157	90	388	134	-242
投資活動によるキャッシュフロー	-262	-333	-122	-184	-268
財務活動によるキャッシュフロー	154	257	-128	675	228
現預金換算差額	-	-	-	-1	-
現預金増減	50	14	137	624	-283
期首現預金残高	441	492	506	644	1,268
期末現預金残高	492	506	644	1,268	985

出所：決算短信よりフィスコ作成

シュッピン | 2019 年 1 月 17 日 (木)
3179 東証 1 部 | https://www.syuppin.co.jp/ir/

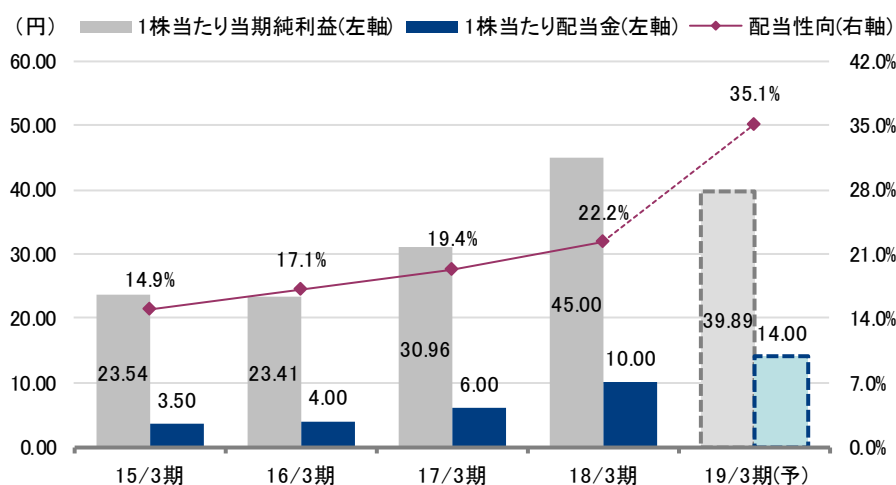
株主還元

2019 年 3 月期は 4 円増配の 14 円配の配当予想を維持

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。2017 年 3 月 14 日付で同社は配当方針の変更を発表した。従来は安定配当継続を行うとしていた配当方針を、2017 年 3 月期からは目標とする配当性向を設定しそれに沿った配当を行う方針へと変更した。今回の変更では、“20% ～ 30% の配当性向を当面の目標”としつつ“将来的には更なる積極的な利益還元を行う方針”とも述べている。

2019 年 3 月期については、前期比 4 円増配の 14 円の配当予想を公表している。前述のように業績見通しは下方修正されたが、配当予想については現時点では変更はない。修正後の予想一株当たり利益 39.89 円に基づく配当性向は 35.1% となる。配当については期末にかけて再度検討されるものとみられるが、今回の業績修正の要因が構造的なものではなく一時的要因によるものであることから、期初予想がこのまま維持される可能性はありとみている。

1 株当たり当期純利益、1 株当たり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

■ 情報セキュリティ

セキュリティソフトの更新を適切に管理し、 最新の状態を維持することに注力

同社は不特定多数の個人消費者を対象とする EC 企業であり、また、約 38 万人の会員を抱えるだけに、情報セキュリティには極めて高い意識を持って臨んでいる。最もリスクが高いと考えられるクレジットカード情報は、取引の決済に外部のシステムを活用しているため、そもそも同社には存在しておらず、漏洩リスク等はない。一般的な個人情報の管理においては、セキュリティソフトの活用は言うまでもないが、その更新をきちんと行うことでセキュリティシステムをフレッシュな状態に保ち、新手の攻撃にも隙を作らないことに注力している。

重要事項（ディスクレーマー）

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