

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 7 月 9 日 (火)

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月期は中古カメラの利益率低下などにより増収減益で着地	01
2. 緻密なビジネスモデルに強み。 今期は中古カメラの粗利改善において AIMD の導入などに取り組む	01
3. 2020年3月期からはレディース事業を本格展開、クロスメディア部も発足	01
■ 業績の動向	02
1. 2019年3月期決算の概要	02
2. 事業セグメント別動向	04
3. 主要 KPI の状況	05
■ 中長期の成長戦略	08
1. 中長期の成長戦略の全体像	08
2. AIMD の導入	09
3. CGM マーケティングの本格稼働	10
4. レディース事業の本格展開	11
5. 海外戦略	12
6. 中期経営計画	13
■ 今後の見通し	14
● 2020年3月期の業績見通し	14
■ 株主還元	17

■ 要約

これまでに完成した売上拡大の仕組みをフル活用して収益拡大を図るステージに移行。さらにはレディース事業や時計の越境 EC などの新たな取り組みもスタート

シュッピン <3179> はカメラや高級腕時計など「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・中古両方の売上を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 月期は中古カメラの利益率低下などにより増収減益で着地

同社の 2019 年 3 月期決算は、売上高 34,608 百万円 (前期比 11.9% 増)、営業利益 1,444 百万円 (同 6.0% 減) と増収減益で着地した。同社は第 3 四半期までの進捗の遅れから 2019 年 1 月に通期業績見通しを下方修正したが、その修正予想に対しては売上・利益ともに上回った。下方修正に至った要因は、中核のカメラ事業において新製品販売の伸び悩みを中古カメラの販売で補う形となり、それに際してのセール等の販促策や中古カメラの仕入強化などの施策が売上総利益率の低下を招いたことだ。増収効果によって売上総利益は前期比 507 百万円の増益となったが、販売施策の強化によって販管費は同 600 百万円増加したため、営業利益は同 92 百万円減少した。しかし、この点について弊社では深刻に捉える必要はないと考えている。新製品の遅れはメーカー側の問題であるが 2019 年には解決されてくる見通しだ。中古カメラの買取りや販促策における同社自身の課題もすでに解決されている。

2. 緻密なビジネスモデルに強み。今期は中古カメラの粗利改善において AIMD の導入などに取り組む

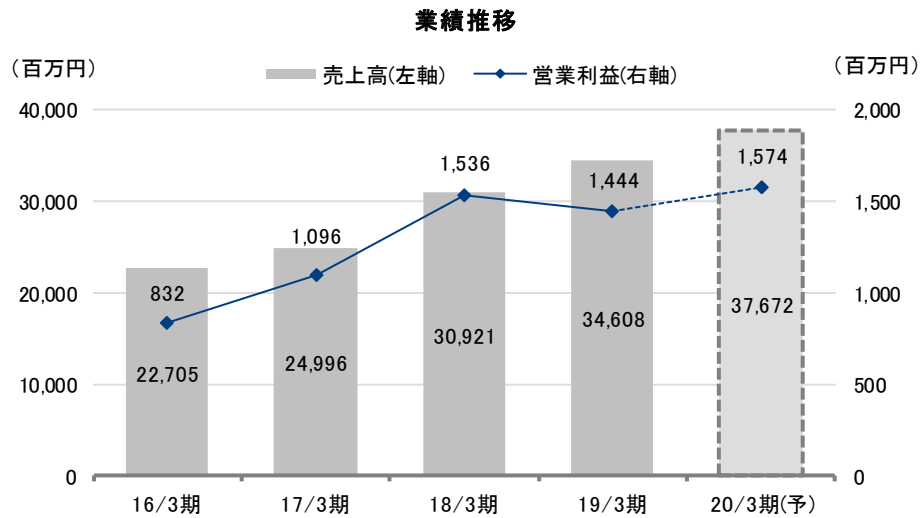
同社は“価値あるもの (新品・中古品) を EC 特化型で販売する”というユニークなビジネスモデルを採用している。さらに、非常に緻密かつ論理的に考えられた施策を次々と導入し、ビジネスモデルを磨き上げてきた。これが同社の最大の強みであり、また、中長期的成長のための原動力でもある。同社は 2019 年 3 月期までに One-to-One マーケティングのシステムを完成し、売上拡大のプラットフォームを完成させたが、進化はまだ終わっていない。2020 年 3 月期は中古カメラの粗利改善では AIMD (AI を活用したマーチャングイングのシステム) の導入を計画するほか、販売面では CGM マーケティングの一段の活性化に取り組む計画だ。これらの施策によって、トップライングロース (売上高の成長) と収益性の改善を図り、中長期の自足的成長実現を目指す方針だ。

3. 2020 年 3 月期からはレディース事業を本格展開、クロスメディア部も発足

同社は 2020 年 3 月期の新規事業として、レディース事業の本格展開を打ち出した。時計の国内市場規模は約 8,200 億円 (2018 年度) とカメラの約 4 倍の大きさだ。これまで『GMT』は男性用の高級機械式腕時計主体で成長を続けているが、女性向け高級腕時計の取扱量が増加してきたことや GMT の中でも女性用時計も含めて様々な知見が蓄積されてきたことから、時計事業部のスピンアウトとしてレディース事業部を立ち上げる。また CGM マーケティング強化の実行部隊としてクロスメディア部も発足させる方針だ。海外展開も着実に成長している。基本的には将来への試行錯誤の時期という位置付けだが、カメラについては着実に顧客数と取引国が拡大してきている。時計についても 2020 年 3 月期から越境 EC をスタートさせた。

Key Points

- ・骨格となるビジネスモデルに、様々な仕組みによる肉付けのプロセスが成長戦略
- ・戦略的に計画を策定し実行できる優れた経営陣が最大の強み
- ・AIMD、CGM マーケティング強化、レディース事業、時計の越境 EC、の4点が今期の注目点



出所：決算短信よりフィスコ作成

業績の動向

カメラ新製品を巡る思惑で中古カメラの利益率が低下し、増収ながら減益で着地

1. 2019年3月期決算の概要

同社の2019年3月期決算は、売上高 34,608 百万円（前期比 11.9% 増）、営業利益 1,444 百万円（同 6.0% 減）、経常利益 1,433 百万円（同 5.8% 減）、当期純利益 982 百万円（同 8.8% 減）と増収・減益となった。

同社は第3四半期の帰趨が明らかになった2019年1月8日付で通期の業績見通しを下方修正したが、最終的にはその修正予想を若干上回って着地した。

業績の動向

2019年3月期決算の概要

(単位:百万円)

	18/3期		19/3期		前期比
	実績	期初予想	修正予想	実績	
売上高	30,921	35,381	34,586	34,608	11.9%
営業利益	1,536	1,842	1,410	1,444	-6.0%
売上高営業利益率	5.0%	5.2%	4.1%	4.2%	-
経常利益	1,521	1,833	1,400	1,433	-5.8%
当期純利益	1,077	1,251	955	982	-8.8%

出所:決算短信よりフィスコ作成

下方修正した理由は主としてカメラ事業だ。同社の主戦場であるレンズ交換式カメラの領域では、一眼レフからフルサイズのミラーレスカメラへのシフトが進みつつある。この分野ではソニー <6758> が先行し、一眼レフカメラにおける2強(ニコン <7731>、キヤノン <7751>)は2018年秋からフルサイズ・ミラーレスカメラを投入した(発表は2018年春)。これに反応して消費者は買い控えや様子見となり、新品カメラの販売が鈍化した。こうした状況を受けて同社は中古カメラの拡販で売上を作るべく、中古カメラの調達と、販促を強化した。こうした事情は業界全体に共通であり、中古カメラの仕入価格(買取価格)が上昇し、利益を圧迫した。これが下方修正の背景及び直接の要因だ。

売上高は、最終的に、筆記具事業を除いた3事業で前期比増収を確保し、前期比3,687百万円の増収となった。利益面では、売上総利益率が前期の16.5%から2019年3月期は16.2%に0.3%ポイント低下した。この結果売上総利益は前期比507百万円の増益にとどまった。販管費は人件費や販促費、店舗リニューアル費用等の増加により前期比600百万円の増加となった。これらの結果、営業利益は前期比92百万円減益の1,444百万円で着地した。

以上のような2019年3月期決算であったが、弊社では悲観する必要はないと考えている。まず、今回の下方修正をもたらした要因は構造的なものではなく、一過性の要因に過ぎないということだ。利益圧迫の直接の要因となった中古カメラの買取価格についても、第2四半期(7月-9月期)、第3四半期(10月-12月期)の高値圏から第4四半期(1月-3月期)には上昇前の水準にまで戻り、中古カメラ事業の利益率は従前の状態に回復してきている。

時計事業が大きく伸長。 カメラ事業も買い控えの影響をこなして増収増益を確保

2. 事業セグメント別動向

事業セグメント別の動向詳細

(単位: 百万円)

	2017年3月期		2018年3月期		2019年3月期		
	実績	前期比	実績	前期比	実績	前期比	
カメラ	EC	12,802	20.7%	15,545	21.4%	17,526	12.7%
	店舗	5,328	-10.6%	6,391	19.9%	6,249	-2.2%
	売上高合計	18,131	9.4%	21,937	21.0%	23,776	8.4%
	セグメント営業利益	1,442	23.4%	1,833	27.1%	1,886	2.8%
	売上高営業利益率	8.0%	-	8.4%	-	7.9%	-
時計	EC	2,288	22.4%	2,784	21.7%	3,445	23.8%
	店舗	3,725	8.6%	5,190	39.3%	6,414	23.6%
	売上高合計	6,013	13.4%	7,974	32.6%	9,860	23.7%
	セグメント営業利益	307	33.0%	475	54.5%	543	14.3%
	売上高営業利益率	5.1%	-	6.0%	-	5.5%	-
筆記具	EC	348	11.5%	395	13.7%	351	-11.2%
	店舗	163	2.8%	177	8.9%	140	-21.0%
	売上高合計	511	8.6%	573	12.2%	491	-14.3%
	セグメント営業利益	46	-14.4%	39	-15.6%	16	-58.2%
	売上高営業利益率	9.2%	-	6.8%	-	3.3%	-
自転車	EC	255	6.1%	337	32.1%	385	14.2%
	店舗	83	-29.9%	99	18.0%	95	-3.9%
	売上高合計	339	-5.8%	436	28.6%	480	10.1%
	セグメント営業利益	-14	-	-4	-	-5	-
	売上高営業利益率	-4.2%	-	-0.9%	-	-1.0%	-
全社	EC	15,694	20.4%	19,062	21.5%	21,709	13.9%
	店舗	9,301	-3.8%	11,858	27.5%	12,899	8.8%
	売上高合計	24,996	10.1%	30,921	23.7%	34,608	11.9%
	営業利益	1,096	31.8%	1,536	40.1%	1,444	-6.0%
	売上高営業利益率	4.4%	-	5.0%	-	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

カメラ事業は売上高 23,776 百万円 (前期比 8.4% 増)、営業利益 1,886 百万円 (同 2.8% 増) と、増収増益となった。前述のように、ニコン、キヤノンのフルサイズ・ミラーレスの新製品をめぐる買い控えによって、新品カメラの販売は伸び悩んだが、中古カメラの拡販によって前期比増収を確保した。中古カメラの拡販に際しては仕入価格の上昇によって利益率が低下したものの、営業利益は前期比増益を確保した。チャンネル別では、EC 売上高が前期比 12.7% 増となったのに対して店舗売上高は同 2.2% 減となった。インバウンド売上高が前期比約 2 割の増収となったことに照らすと、店舗売上高の減収は買い控えの影響と弊社ではみている。

業績の動向

(2) 時計事業

時計事業は売上高 9,860 百万円（前期比 23.7% 増）、営業利益 543 百万円（同 14.3% 増）と、大幅増収増益で着地した。同社は昨年来、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、それが奏功した。また、EC 販売強化に向けた商材紹介の動画の掲載や YouTube 配信なども貢献した。利益面では、前期比増益となった一方、営業利益率は前期の 6.0% から当期は 5.5% に低下した。これは、新規客の取り込みやシェア拡大、EC 強化等の目的でセールを積極的に実施したことが要因だ。しかしこれは想定内のことであり、前述のように売上高が前期比 25% 近い増収となったことで、当初の目的は十分達成されたと言えるだろう。同社は 2020 年 3 月期からのレディース事業と、時計の越境 EC を開始すると発表しているが、2019 年 3 月期までの時計事業の各種施策は、これら新規事業を想定した先行投資だったとも考えられる。

(3) 筆記具事業

筆記具事業は売上高 491 百万円（前期比 14.3% 減）、営業利益 16 百万円（同 58.2% 減）と、減収減益となった。売上高については、EC サイトの機能強化（検索機能の向上、掲載画像の増量、動画の掲載等）やメーカーとのコラボ企画、オリジナル商品（万年筆、インク）の充実などの施策を実施したが、客数、客単価とも回復に至らず前期比減収となった。利益面では、売上高の減収に加え、業務効率改善を目的に店舗のリニューアルを実施した影響もあり、前期比減益となった。

(4) 自転車事業

自転車事業は売上高 480 百万円（前期比 10.1% 増）、営業損失 5 百万円（前期は 4 百万円の営業損失）で着地した。前期の商品画像の増量、スマートフォンアプリによる情報ポータルサイトの展開に続き、当期は動画の掲載開始を行った。一方、店舗では商談会などを定期的で開催し、その後の販売につなげるオムニ戦略を推進した。これらが全般に効果を発揮し、売上高は 2 ケタ増収となった。利益面では、販売増に伴う費用増により、営業損失が前期比拡大した。

Web 会員数、アクティブ率、 中古カメラ買取額の主要 KPI はいずれも順調に進捗

3. 主要 KPI の状況

同社が 2017 年 3 月期と 2018 年 3 月期にわたり、売上高の拡大のための施策として取り組んできたのが One-to-One マーケティングだ。これは、一般的には不特定多数の顧客に画一的に行われているマーケティング活動を、“パーソナライズ”すなわち、各個人のニーズに合わせて必要な情報を提供する形にするというものだ。そのためには顧客ニーズを把握する仕組みから作り上げる必要があり、同社は 2 年間をかけて段階を踏んで仕組みづくりに取り組んできた。最終的に、2018 年 3 月期に“パーソナルレコメンド”の仕組みが完成し、One-to-One マーケティングの全体が完成した（One-to-One マーケティングを始めとする同社の売上拡大プラットフォームの詳細については、2019 年 1 月 17 日付レポートを参照）。

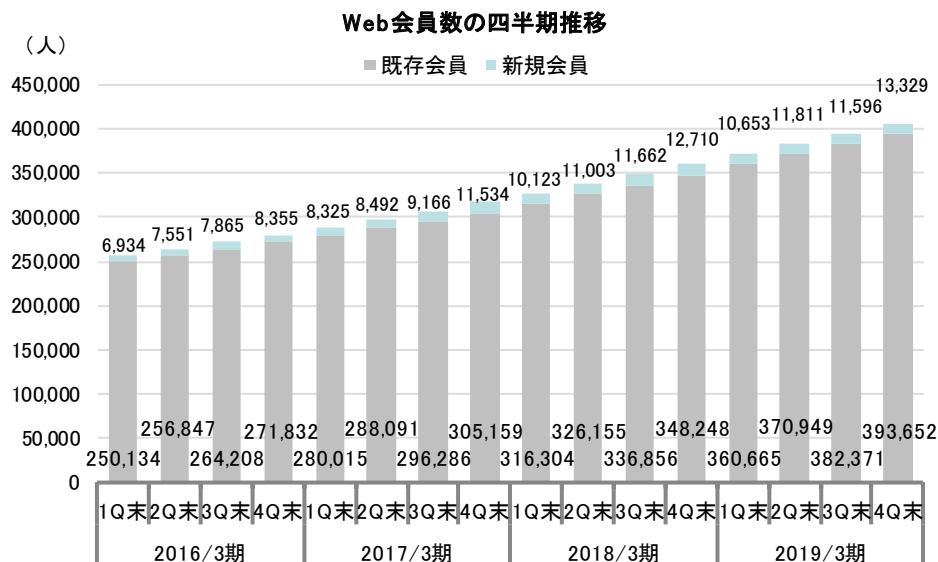
業績の動向

One-to-One マーケティングの完成で売上拡大のためのプラットフォームは大きく進化した。それに伴い、同社の状況をモニターするための KPI（重要経営評価指標）も変わってきている。かつては中古品比率や販売チャネル別（EC か店舗か）の動向などに注目していたが、同社の収益モデルが進化した現在、それらはもはや“結果”以上の意味はないと弊社では考えている。現状分析に有効な、あるいは先行性のある KPI として以下の指標に注目している。

(1) Web 会員数

同社は、取引する顧客を「Web 会員」として管理している。Web 会員数の動向については以下の 2 つの点が重要と弊社では考えている。1 つは新規会員、すなわち新規顧客数の動向だ。セールなどの販売促進策や EC システムの仕組みづくりなどの営業努力の成果がここに表れると考えられる。もう 1 つは総（累計）会員数だ。これは同社が積み重ねてきたアセットと言える。会員は継続的・反復的に取引するアクティブ会員と、一定期間以上取引実績のない非アクティブ会員とに分けられるが、総会員数の一定割合がアクティブ会員になるといふ仮説が成立する条件においては、総会員数は大きな意味を持つことになる。

2019 年 3 月期は、各四半期の新規会員数が継続して 10,000 人を超え、第 4 四半期には 13,000 人超と、四半期ベースでの過去最高を更新した。その結果、期末の総会員数は 406,981 人と 40 万人を突破した。EC サイトにおける情報の充実や、後述する CGM マーケティングのための施策ともあいまって、同社の各商材のブランドは着実に認知度・知名度が高まっており、新規会員の増加ペースが加速しつつある。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

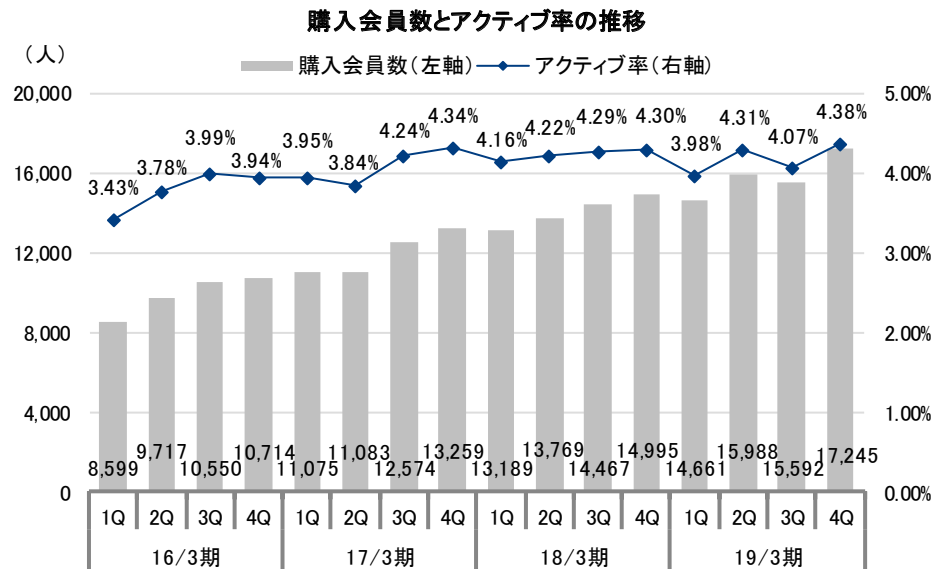
(2) 購入会員数とアクティブ率

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始めの会員数に対するその四半期の購入会員数の割合だ。

業績の動向

同社は総会員数の増大に伴い、既存会員の活性化により大きな期待をかけている。理由は効率性の高さだ。目下、月間3,000人台のペースで新規会員が増加しているが、総会員数が40万人を超えた今、新規会員の増加率は年間10%弱（すなわち増収率も10%弱）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回購入を増やした場合には、売上高を30%押し上げるとの試算結果を得ている。購入会員数とアクティブ率をトラックする意味はここにある。

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形で推移している。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、4%台をキープしながら、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。

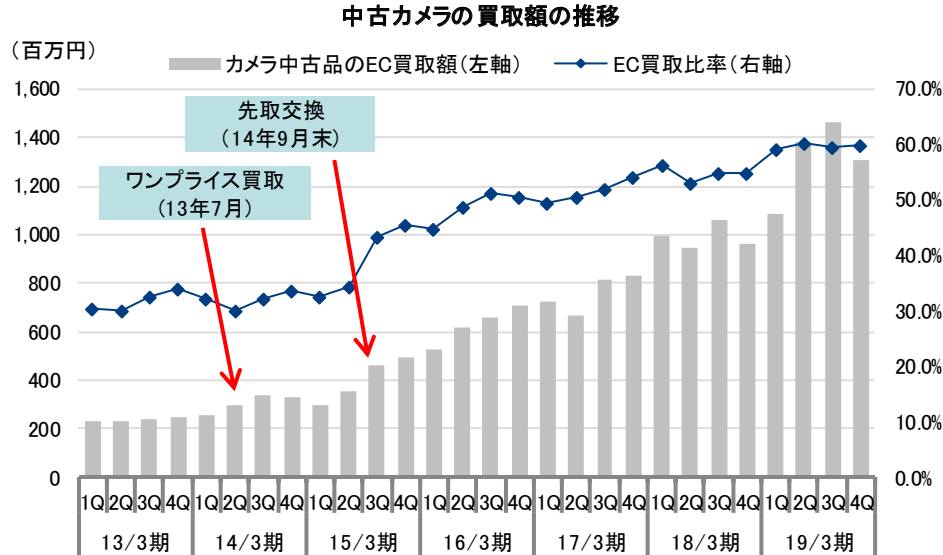


(3) 中古カメラ買取額の状況

中古カメラの買取額は、同社の中核ビジネスであるカメラ事業の動向を見る上で非常に重要だと考えている。同社のビジネスモデルの特長は、中古品が新品販売のカタリスト（触媒）として働き、新品と中古品の売上を拡大させていく点にあると考えているが、これは純粋な工業製品であるカメラにこそ良く当てはまる。

2019年3月期は、新品カメラの伸び悩みを補うために中古カメラの買取りに注力した。具体的には本来の価格よりも買取価格を引き上げる施策を実施した。その結果、買取額、買取件数は狙い通りの水準を達成したが、反面、それは仕入原価上昇による利益率の低下につながった。買取価格が通常よりも割高な状況は第2、第3四半期の間続き、買取額も上昇したが、第4四半期には適正な水準に戻した。

業績の動向



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略

骨格となるビジネスモデルに、 様々な仕組みによる肉付けのプロセスが成長戦略

1. 中長期の成長戦略の全体像

同社の事業モデルは2つの特徴がある。1つはEC特化型で店舗は1商材につき1店舗で運営、もう1つは新品と中古品の両方を扱うことだ。

中古品を取り扱うことに着目して同社をリユース事業者と捉える向きもあるが、その理解の仕方は同社の実力や価値を見誤る恐れがあると考え。同社において中古品の事業は、新品の販売を加速するためのカタリストの役割を担っているというのが弊社の理解だ。しかし同時にまた、同社にとっての中古品ビジネスは、新品のビジネスと同様に、重要な収益源かつ成長エンジンでもある。新品と中古品のビジネスはそれぞれ特徴や収益モデルが異なる。まったく別の個性を持つ2つのビジネスを有機的に結び付け（前述のカタリスト関係と同じ意味）、全体としての収益成長を極大化させることを目指している点に、同社の事業モデルの独創性や強みがあると弊社では考えている。

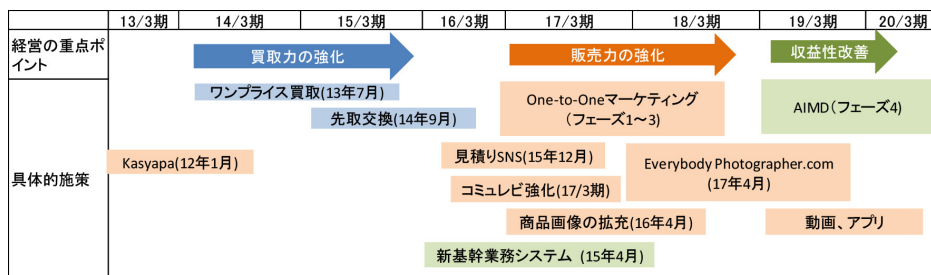
中長期の成長戦略

こうした事業モデルは、一朝一夕には構築できない。同社も創業以来、様々な施策を積み重ねて今日に至っている。ここで言う“施策”とはキャンペーンや一時的な販売促進策ではなく、収益成長のための仕組みづくりのことだ。同社の成長戦略とは、1) 価値あるもの（新品と中古品）を、2) ECで販売する、という2つからなる「骨格」に、「筋肉」に相当する収益拡大の様々な仕組みづくりとすることができる。

具体的な例としては、中古品の買取り（すなわち仕入れ）強化のための「ワンプライス買取り」や「先取交換」、販売力強化のための「見積もりSNS」や「コミュレビ」のローンチなどが挙げられる。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や動画の掲載を実施した。

販売力強化に向けた取り組みでは、「One-to-Oneマーケティング」について、フェーズ1～3に分けたうちの最後の仕上げに当たる“パーソナルレコメンド”の仕組みを完成させた。

シュッピンの成長に向けた取り組みの流れ



出所：フィスコ作成

2019年3月期までの進捗を受けて、2020年3月期は主として以下の4点に取り組む方針だ。すなわち、1) AIMDの導入による、売上拡大と収益性改善の取り組み、2) 売上拡大のプラットフォームをより活性化させる取り組み、3) レディース事業（新規事業）の本格展開、4) 海外展開、の4点だ。

それぞれの詳細を以下に述べる。

中古カメラの買取価格・販売価格決定プロセスにAIを導入し、機会損失の低減、収益性改善を目指す

2. AIMDの導入

AIMDはAIを活用した中古カメラの買取価格・販売価格の自動化システムだ。従来は“One-to-OneマーケティングPhase4.0”として紹介されてきたが、実体に応じてAIMDという呼び方へ変わった。同社は現在、人手によって買取価格・販売価格を決めている。同社の取扱品目は約20,000アイテム以上に上るが、タイムリーな価格決定ができていないのは、一部に限られ（約400～500アイテム程度と推定）、結果的に機会損失になるケースが増加している。AIMDの導入は、AIを活用して自動化することで、タイムリーな値付けができるアイテム数を増やし、機械損失を減らすのが狙いだ。

AIMD 導入により、適正な価格での販売、買取りが可能となり、同社の粗利益率改善につながることを期待される。また適正価格での取引は消費者を引き付けると期待されるほか、セールや販促に際しても、最適なセール対象アイテムの選出、売上げの確保、及び適切な利益率の確保などに貢献すると期待される。

AIMD の開発を今期からスタートする。価格決定の精度を上げるには取引事例が一定数以上あることが必要なため、AIMD 導入後もタイムリーに価格決定されるのは 2,000 アイテム程度になるとみられる。総アイテム数(約 20,000)の 10 分の 1 ではあるが現行の約 5 倍であり、実際の取引量を考えれば、機械損失はかなり削減されると期待される。

クロスメディア部を発足させ、 CGM 関連コンテンツの有機的結合によるシナジー効果を目指す

3. CGM マーケティングの本格稼働

売上高を拡大するための仕組みを同社は“プラットフォーム”と称している。顧客を引き寄せ、あるいは囲い込むための様々な仕組みの総称と考えればよいだろう。その仕組みづくりにおいて、同社は消費者(Consumer)の参加を誘導し、消費者が発信する情報をマーケティングに活用する仕組みを多用している。こうしたマーケティング手法は CGM (Consumer Generated Media、消費者生成メディア) マーケティングと呼ばれ、スマートフォンの普及や SNS の利用拡大に伴い、非常に幅広く活用されている。

同社は主力商材であるカメラについて CGM マーケティングに関する様々なサービスや仕組みをリリースし、それらを主体とした売上拡大のためのプラットフォームを完成させている。具体的には、“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」)やレビュー(「Kasyapa」)、口コミ情報の提供などがある。また、“購入時”については「見積もり SNS」や「下取交換」・「先取交換」の導入などがある。そして“購入後”につい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「エビフォト」)をローンチしている。エビフォ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狙いだ。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⇒購入時という直線運動から“購入前⇒購入時⇒購入後⇒購入前⇒・・・”というサイクルに変えることと、2) 消費のサイクルを“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。

中長期の成長戦略

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

2020年3月期の取り組みは、このプラットフォームをもっと活性化させようということが主眼だ。同社の現状について、個々の仕組みはそれなりに有効に機能しており、所期の狙いを実現できていると認識している。1つの例としてはエビフォトには5万点を超える一般ユーザーからの写真がアップされており、それらはECサイトの各カメラのページにヒモ付けられている。購入を検討中のユーザーはエビフォトにアップされた作例を見た上で購入の判断ができることになる。これは同社がエビフォトに期待した狙いどおりの状況だ。しかしながら、上述した複数のコンテンツのすべてが、エビフォトのように効果的な連携までには至っていない。同社は各コンテンツのすべてが効率よく集客数の増加及び売上拡大につながるよう改善していく計画で、これがCGMマーケティングの本格稼働への取り組みということだ。

具体的には、専門部隊として「クロスメディア部」の創設を進めている。当初はプロジェクトチームという形でスタートして、作業内容や組織の方向性が固まった段階で正式に部として発足させる予定だ。効果の度合いや、効果発現の時期などについては明らかにされていないが、同社が提供している個々の仕組み・機能は、単独でも想定どおりの効果を挙げているものが多い。これらが有機的に連携しあったときにどのような化学反応が起こり、収益拡大につながっていくか、注目したい。

時計事業部から女性向けビジネスをスピンアウトし、レディース事業部を発足。 時計から始まり、宝飾品・ジュエリーへの展開も視野

4. レディース事業の本格展開

同社は時計事業からのスピンアウトとして女性向け時計を主軸としたレディース事業を本格的に開始する計画だ。女性顧客と女性スタッフの双方が拡大したことで、時計事業の屋号である『GMT』から独立させて、別屋号で展開することを決定した。

中長期の成長戦略

取扱商材の主軸は時計だが、女性用高級腕時計はジュエリーとしての面を持つことも多いため、レディース事業ではジュエリー・宝飾品にも取扱カテゴリーを拡大する方針だ。

初年度の2020年3月期については収益規模の目標を掲げていないが、2年目の2021年3月期については約20億円という見通しを公表している（中期経営計画の項を参照）。非常にアグレッシブな目標にも見えるが、一方でこれまでも女性向け時計を扱ってきた実績があるため、ロケットスタートは十分可能という見方もできる。今後の展開が注目される。

カメラの越境 EC では高評価を確立。2020年3月期からは時計も越境 EC を開始。将来の本格展開を睨んだ事前準備が着実に進捗

5. 海外戦略

同社の海外戦略は、グローバル戦略部が担当している。同社は海外展開の第1歩として越境 EC を2017年8月にカメラで開始した。北米の EC モールである eBay（イーベイ）に出店し、4ヶ国（米国、カナダ、香港、オーストラリア）を対象にして事業をスタートさせた。その後順次対象国が拡大し、2019年3月末時点では西欧や中近東、東南アジアなど対象国は20ヶ国に達している。取引量は順調に拡大し、2019年3月期は約480百万円の売上げを記録した。

2020年3月期は時計の越境 EC を開始する。カメラ同様、海外の EC モールへの出店となるが、時計では高級腕時計の世界最大級のマーケットプレイスである「クロノ24」に出店する予定だ。当初は米国と香港を対象にスタートし、順次エリアを拡大させていくとみられる。

同社が現状進める海外展開は、“将来の本格展開に向けた市場調査”的な意味合いが強い。同社が海外展開のアクセルを踏み込まない理由はいくつかあり、収益性の低さがまず挙げられる。運賃や損害保険料の負担が大きいためだ。もう1つは、本格的に海外事業を展開する場合には、中古品の仕入れも現地で行う、現地調達・現地販売体制が不可欠と考えていることがある。日本においては良品の中古品が良品のまま流通することが期待できるが海外に一旦流出すると、それが日本に戻ってくることは期待しにくい。ましてや状態の保全是なおさらだ。そうしたなかで現状、越境 EC を行うのは、前述の市場調査と、いざ本格展開を決定した際にスムーズに事業を展開できるよう、ブランディング（ブランドの浸透を図ること）が主な目的だ。

同社の海外展開は eBay においてはほぼ満点に近い高評価を獲得するなど順調に進捗している。前述のように対象国も20ヶ国にまで拡大している。同社は今後、グローバル戦略部をさらに増員・強化し、海外事業の本格展開の時期や市場などを模索していくものと考えられる。

2022年3月期までの業績計画で、売上高47,542百万円・営業利益2,322百万円・経常利益2,312百万円を見込む

6. 中期経営計画

同社はいわゆる固定式の3ヶ年中期経営計画は策定していないが、毎年、向こう3ヶ年の中期業績計画を公表している。

2019年5月に公表した業績計画では、最終年度の2022年3月期において売上高47,542百万円、営業利益2,322百万円、経常利益2,312百万円を計画している。2019年3月期が増収減益決算となった影響からか、1年前の中期業績計画と比較して、各年の収益の水準が全体的に1年先送りされた形だ。

2020年3月期～2022年3月期の中期経営計画

(単位：百万円)

	2019 ロールリング中計 (2020年3月期～2022年3月期)							
	19/3期 実績	2020年3月期		2021年3月期		2022年3月期		年平均成長率 (注)
		計画	前期比	計画	前期比	計画	前期比	
売上高	34,608	37,673	8.9%	42,359	12.4%	47,542	12.2%	11.2%
カメラ事業	23,776	25,391	6.8%	28,382	11.7%	32,067	12.9%	10.5%
時計事業	9,860	11,206	13.7%	12,808	14.2%	14,159	10.5%	12.8%
筆記具事業	491	530	7.8%	575	8.5%	645	12.2%	9.5%
自転車事業	480	545	13.3%	594	9.0%	671	13.0%	11.8%
売上総利益	5,612	6,170	9.9%	7,022	13.8%	8,095	15.3%	13.0%
売上総利益率	16.2%	16.4%	-	16.6%	-	17.0%	-	-
販管費	4,168	4,596	10.2%	5,162	12.3%	5,774	11.9%	11.5%
販管費率	12.0%	12.2%	-	12.2%	-	12.1%	-	-
営業利益	1,444	1,574	9.0%	1,860	18.2%	2,322	24.8%	17.2%
営業利益率	4.2%	4.2%	-	4.4%	-	4.9%	-	-
経常利益	1,433	1,564	9.2%	1,851	18.3%	2,312	24.9%	17.3%
当期純利益	982	1,023	4.1%	1,211	18.3%	1,512	24.9%	15.5%
グローバル戦略部	-	601	-	780	29.7%	1,014	30.0%	-
レディース時計	-	-	-	1,953	-	2,343	20.0%	-

注：年平均成長率は、19/3期を起点に22/3期までの3年間の年平均成長率

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

カメラ事業は、2019年3月期基準として2022年3月期までの3年間の売上高のCAGR（年平均成長率）を10.5%と計画している。2020年3月期は大手2社のフルサイズミラーレスへの移行期が続くため慎重にみており、それが3年間のCAGRを抑え込んでいるという形だ。注目されるのは海外の越境ECで、年率30%近い高成長を見込んでいる。

時計事業は、売上高のCAGRについて12.8%と予想している。足元の成長率からすると控え目な印象だ。レディース事業で2021年3月期に急成長を計画していることから逆算するとメンズの時計事業が急減速することになる。ここ数年時計事業は堅調な成長が続いていることや海外展開の開始もあるため、メンズとレディースを合わせた全体ではもう少し伸びるような印象だ。

筆記具事業と自転車事業はそれぞれ、売上高のCAGRを9.5%、11.8%と計画している。これまでどおり新規顧客の獲得と、既存顧客の活性化に取り組み、収益を拡大させる計画だ。着実に知名度や認知度が上がってきているため、十分達成可能な計画と弊社では考えている。

■ 今後の見通し

2020年3月期は一過性の要因がなくなり増収増益に戻る見通し。 施策面ではAIMDの進捗に注目

● 2020年3月期の業績見通し

2020年3月期について同社は、売上高37,672百万円（前期比8.9%増）、営業利益1,574百万円（同9.0%増）、経常利益1,564百万円（同9.2%増）、当期純利益1,023百万円（同4.1%増）と増収増益を予想している。

2020年3月期業績見通しの概要

（単位：百万円）

	19/3期			20/3期					
	2Q累計実績	下期実績	通期実績	2Q累計予想	前期比	下期予想	前期比	通期予想	前期比
売上高	16,362	18,246	34,608	18,277	11.7%	19,395	6.3%	37,672	8.9%
営業利益	682	761	1,444	741	8.6%	833	9.3%	1,574	9.0%
売上高営業利益率	4.2%	4.2%	4.2%	4.1%	-	4.3%	-	4.2%	-
経常利益	679	754	1,433	736	8.4%	828	9.8%	1,564	9.2%
当期純利益	462	520	982	481	4.1%	542	4.2%	1,023	4.1%

出所：決算短信よりフィスコ作成

各事業セグメントの内訳は中期業績計画の項で掲げたところと重なるため、以下では2020年3月期のポイントだけを簡潔に述べる。

カメラ事業は、ニコン/キヤノンの新製品の販売動向がまず注目される。両社から交換レンズのロードマップが示されたことで、前期よりも活発化すると期待されるが、今期もミラーレス移行期であることは間違いないので、過度な期待は禁物だ。新品市場が停滞した場合は前期同様、中古カメラに期待が集中する。これに関してはAIMDの導入で収益性を確保できるかが注目点だ。

AIMDは中古カメラの買取における業務効率改善の施策で、トップライングロースに直接つながる施策ではないと理解されがちだが、決してそうではない。同社のビジネスモデルにおける中古カメラの果たす重要性に鑑みれば、その買取強化につながる施策は極めて重要であることは明白だ。仕入が出来なければ売り上げも立たないという意味で、AIMDもまたトップライングロースへの施策と言える。

今後の見通し

カメラ事業についてはCGMマーケティングの活性化も重要な視点だ。しかしこれらは外部からはわかりにくく、四半期決算におけるカメラ事業の収益動向を通じてモニターしていくことになるだろう。

時計事業は大きく2つが注目点だ。1つはレディース事業であり、もう1つは越境ECだ。レディース事業は初年度の2020年3月期は収益目標を公表していない。しかし、2年目に当たる2021年3月期については約20億円という目標を公表しているため、初年度もある程度の売上げを狙っていると考えられる。越境ECについてはカメラでの経験が生きるのか、それとも時計とカメラでは別な動き方をするのか注目だ。テストという位置付けであり、同社自身は収益貢献を期待していないと考えられるが、カメラが軌道に乗りつつある現在、仮に時計が好調裡にスタートできれば、本格的な海外展開への決断にも影響を与える可能性があると思われ、弊社ではみている。

筆記具事業と自転車事業についても、同社は商品画像の充実や動画の配信など、収益拡大に向けた取り組みを着実にやっている。同社が関わる市場セグメントが狭い（文房具ではなく“高級筆記具”、自転車ではなく“ロードバイク”）ため、収益の急拡大は期待しにくいだが、安定的な売上成長と利益貢献の実現に注目したい。

損益計算書

(単位：百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期(予)
売上高	22,705	24,996	30,921	34,608	37,672
前期比	18.5%	10.1%	23.7%	11.9%	8.9%
カメラ事業	16,572	18,131	21,937	23,776	25,391
時計事業	5,301	6,013	7,974	9,860	11,206
筆記用具事業	470	511	573	491	530
自転車事業	360	339	436	480	545
売上総利益	3,729	4,202	5,105	5,612	6,170
売上総利益率	16.4%	16.8%	16.5%	16.2%	16.4%
販管費	2,897	3,105	3,568	4,168	4,596
販管費率	12.8%	12.4%	11.5%	12.0%	12.2%
営業利益	832	1,096	1,536	1,444	1,574
前期比	-6.1%	31.8%	40.1%	-6.0%	9.0%
営業利益率	3.7%	4.4%	5.0%	4.2%	4.2%
経常利益	821	1,078	1,521	1,433	1,564
前期比	-5.6%	31.3%	41.1%	-5.8%	9.2%
当期純利益	560	741	1,077	982	1,023
前期比	-0.6%	32.3%	45.4%	-8.8%	4.1%
分割調整後					
1株当たり当期純利益(円)	23.41	30.96	45.00	41.11	43.34
1株当たり配当金(円)	4.00	6.00	10.00	14.00	14.00
1株当たり純資産(円)	114.74	141.69	180.68	206.90	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

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
流動資産	4,024	4,905	5,727	7,692	8,656
現金及び預金	492	506	644	1,268	1,403
売上債権	917	1,327	1,612	1,851	1,916
棚卸資産	2,222	2,757	3,209	4,194	4,781
固定資産	1,085	1,001	949	1,088	1,214
有形固定資産	159	137	123	136	156
無形固定資産	607	530	468	443	377
投資その他の資産	318	333	356	508	680
資産合計	5,110	5,907	6,676	8,780	9,871
流動負債	2,260	2,585	2,954	3,353	3,943
支払債務	656	940	823	1,045	1,206
短期借入金等	871	1,215	1,428	1,474	1,831
固定負債	579	568	322	1,095	1,018
長期借入金、社債	577	568	322	1,095	1,018
株主資本	2,270	2,746	3,392	4,325	4,903
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	4,151
自己株式	-	-	-	-0	-175
新株予約権	-	6	6	5	5
純資産合計	2,270	2,753	3,399	4,331	4,909
負債・純資産合計	5,110	5,907	6,676	8,780	9,871

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
営業活動によるキャッシュ・フロー	157	90	388	134	689
投資活動によるキャッシュ・フロー	-262	-333	-122	-184	-419
財務活動によるキャッシュ・フロー	154	257	-128	675	-135
期首現金及び預金残高	441	492	506	644	1,268
期末現金及び預金残高	492	506	644	1,268	1,403

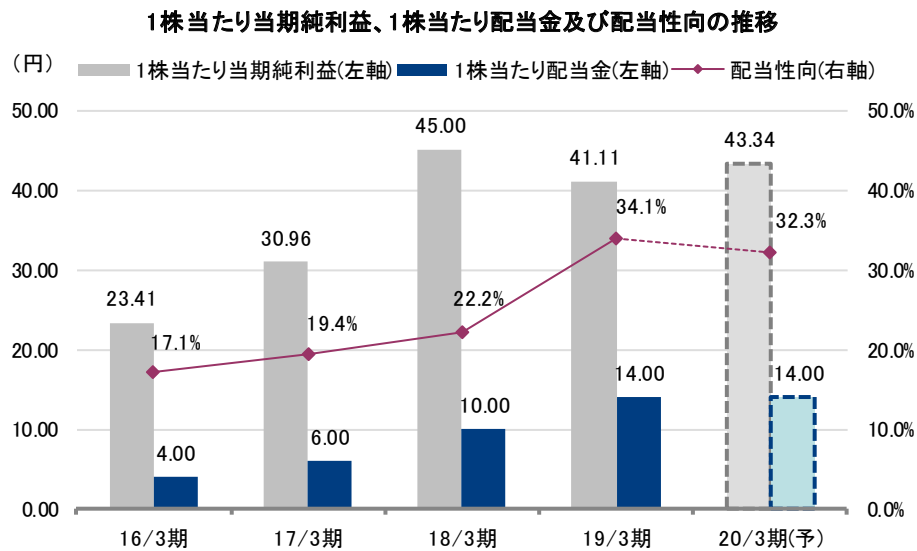
出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 株主還元

2020年3月期については、前期比横ばいの14円配の配当予想を公表

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。従来は安定配当継続を基本方針としていたが、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。現在は“25%～35%の配当性向を当面の目標”としている。

2019年3月期については、期初の予想どおり、前期比4円増配の14円配の配当を決定している。期中に業績見通しの下方修正を行ったが、配当については期初予想が維持された。配当性向は34.1%となった。2020年3月期については、前期比横ばいの14円配の配当予想を公表している。予想1株当たり当期純利益43.44円に基づく配当性向は32.3%となる。



出所：決算短信よりフィスコ作成

免責事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp