

シュッピン

3179 東証 1 部

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

2016 年 7 月 8 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

[企業情報はこちら >>>](#)

■ インバウンドに頼らない経営で、2017 年 3 月期は成長軌道を回復へ

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活用し、言わば、中古品に新品販売拡大のための触媒の役割を果たさせて、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、2016 年 3 月期の業績停滞は一過性のものであり、2017 年 3 月期には増収増益基調に戻ってくるとみている。同社の中期経営計画業績計画は達成される可能性は十分高いということだ。そう考える直接的な理由は、EC 売上が高水準の伸びを続けていることだ。その背景には Web 会員の堅調な増加があり、それをもたらしているのは同社の効果的なマーケティング施策だ。すなわち、EC ビジネスにおいては、依然として正のスパイラルが維持されているということだ。これこそが同社の強みの象徴だと考えている。

2016 年 3 月期は期中に下方修正を行い、前期比増収減益で着地した。減益の要因は過度なセールであり、それが売上総利益率の低下をもたらした。同社は、期初のシステムトラブルと年央からのインバウンド売上高の急減で、売上計画に未達となった分を挽回するために、通常を上回る規模のセールを行った。販管費においては減価償却費、地代家賃、支払手数料などが増加し、売上総利益率の低下をカバーできなかった。

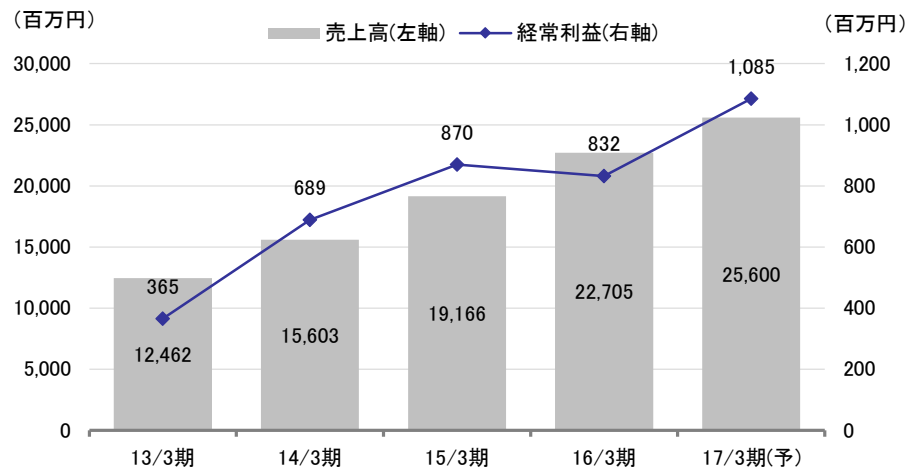
同社は新 3 か年中期経営計画（ローリング中期経営計画）の業績計画を引き下げた。インバウンド売上高の想定を引き下げたことが主たる要因だ。それを反映して店舗売上高の成長率はマイナス 2% からプラス 5% に引き下げられた。一方で EC 売上高については 20% 成長が続くという想定が維持されている。その結果、全社ベースの売上高の成長率は年 15% のペースとなり、前回予想の年 18% ～ 20% 成長の想定に比べて、より現実的な計画となった。

同社は売上高の拡大のための施策として、2016 年 3 月期には Web マーケティングと『見積り SNS』をスタートした。2017 年 3 月期はさらに、『いつまでも安心保証』（仮称）と情報マーケティング（CGM マーケティング）の導入を予定している。弊社ではこれらの施策は有効に機能し、収益拡大に貢献するものと期待している。

■ Check Point

- ・ 中古品と新品を同時・並列に扱うことがビジネスモデルの特徴
- ・ Web マーケティングを Phase2 へと進める
- ・ 見積り SNS や Web マーケティング、情報マーケティングなどが中期的に奏功するか

業績の推移



2016 年 3 月期決算の分析

16/3 期は増収減益で着地

(1) 決算の概要

2016 年 3 月期決算は、売上高 22,705 百万円（前期比 18.5% 増）、営業利益 832 百万円（同 6.1% 減）、経常利益 821 百万円（同 5.6% 減）、当期純利益 560 百万円（同 0.6% 減）と、増収減益で着地した。計画対比では、期初予想に対して営業利益は 25.6% の未達となったほか、第 3 四半期決算発表時の下方修正後の利益見通しに対しても若干未達で終わった。

売上高は前期比 18.5% 増であり、期初予想に対しても 1.8%（416 百万円）の未達と、一見すると順調に推移したように見える。しかし、売上高を確保するための努力が、後述するように、結果的には利益を減らすことにつながった。この点が、2016 年 3 月期決算の最大のポイントであると弊社では考えている。

2016 年 3 月期決算の概要

(単位：百万円)

	2015 年 3 月期	2016 年 3 月期				
		通期				
		期初 予想	修正 予想	実績	前期比	期初 予想比
売上高	19,166	23,121	22,670	22,705	18.5%	-1.8%
売上総利益	3,348	-	-	3,729	11.4%	-
販売費・一般管理費	2,461	-	-	2,897	17.7%	-
営業利益	886	1,118	910	832	-6.1%	-25.6%
売上高営業利益率	4.6%	4.8%	4.0%	3.7%	-	-
経常利益	870	1,100	890	821	-5.6%	-25.4%
当期純利益	563	734	585	560	-0.6%	-23.7%

出所：会社資料からフィスコ作成



シュッピン

3179 東証 1 部

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

2016 年 7 月 8 日（金）

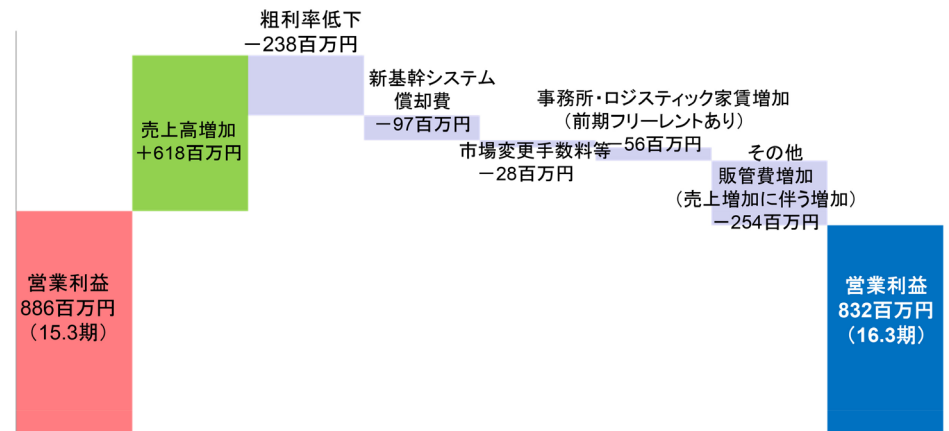
2016 年 3 月期は売上高を押し下げる要因が期初から相次いだ。最初のもは同社が業務効率化の切り札として導入した、業務系の新基幹システムのトラブルだ。これは顧客管理もカバーするものであるため、このトラブルにより、売上において約 60 百万円規模の機会ロスが発生した。同社はこれを 7 月のセールでカバーした。もう 1 つはインバウンド需要の急激な落ち込みだ。高水準が続いていたインバウンド売上（店舗における免税売上高）が 10 月以降は急激に落ち込んだ。この分をカバーするために 12 月商戦でセールを行った。

セール自体は同社にとっては通常の販促活動であるが、2016 年 3 月期の 7 月と 12 月のセールでは、通常のセールでは対象としない人気商品をもセール対象品とした。人気商品は仕入れ値が高く粗利益率は低めになっている（その代わり回転が効く）。ここをセール対象とした結果、売上高売上総利益率（粗利益率）が大きく削られる結果となった。

また、特に輸入品が多い時計において、為替の円高も粗利益率低下要因となった。為替が円安時に仕入れた在庫品を、足元の円高が進行した為替レートで値付けをして販売することになるためだ。

これらの要因の結果、売上高売上総利益率は前の期 1.1% ポイント低下して 16.4% にとどまった。増収要因として 618 百万円の利益押し上げ効果があった。しかし、1.1% ポイントの粗利益率低下で 238 百万円押し下げられ、さらに販管費が全体で 435 百万円増加した結果、営業利益は前期比 54 百万円の減益となった。

営業利益の増減分析



出所：決算説明会資料

(2) EC 売上高の動向

e コマース (EC) 企業の同社にとっては、EC 売上高こそが最大の KPI (重要経営指標) と言える。EC 売上高は 2016 年 3 月期を通じて高水準の伸びを維持した。四半期ベースでは各四半期とも前年同期比 20% 台 ~ 30% 台の伸びとなり、通期ベースでは前期比 32% 増に達した。



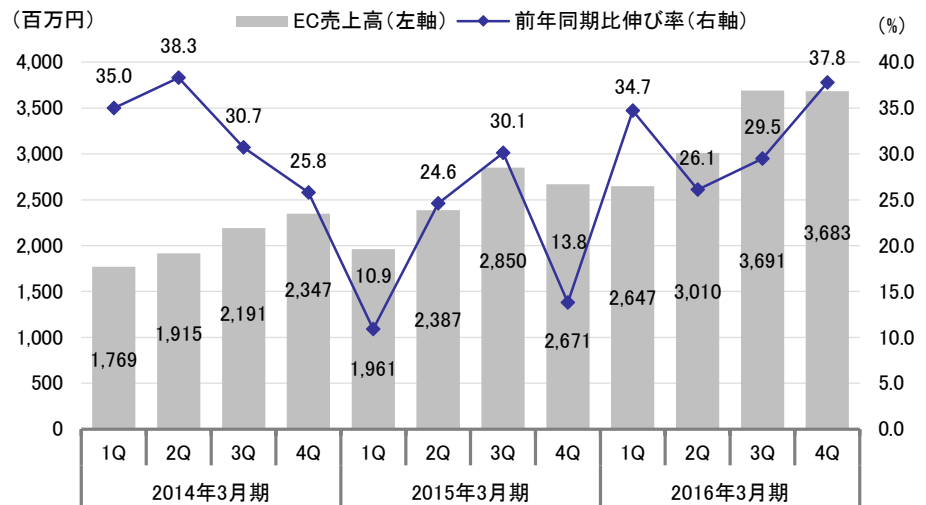
シュッピン

3179 東証 1 部

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

2016 年 7 月 8 日 (金)

EC売上高の四半期推移



出所：会社資料からフィスコ作成

前述のように、2016 年 3 月期は通常よりも対象商品を拡大したセールを行い、売上を創りにいった面がある。その効果額を厳密に測定することは困難だが、同社がそうした通常を超えるセールを行った要因などから逆算して、500 百万円程度ではないかと弊社では推測している。また、第 4 四半期においては高級カメラの新機種発売で売上高が大きく押し上げられた。その影響は約 200 百万円と弊社では推測している。2016 年 3 月期の年間 EC 売上高 13,032 百万円から 700 百万円を差し引くと 12,332 百万円となる。これは前期比 24.9% 増ということになり、実体ベースでも EC 売上高の成長率の勢いは衰えていないことが推察される。

なお、2016 年 4 月の EC 売上高は前年同月比※ 66.2% 増の 1,268 百万円となった。これはまた別の高級カメラの新型機が発売されたためだ。この新製品効果の影響を除いたベースでは前年同月比伸び率は 30% 前後ではないかと弊社では考えている。

(3) 事業セグメント別動向

主力のカメラは、売上高 16,572 百万円（前期比 20.5% 増）、営業利益 1,168 百万円（同 3.4% 減）と増収減益で着地した。カメラは前述のセールのメイン商材であり、セール対象商品拡大の影響が営業利益の減益につながったとみられる。EC 比率は 64.0% で前期の 56.7% から上昇した。EC 比率の上昇は、実体的な EC 販売の増加に加え、インバウンド売上高（店頭の免税売上高）が下期に急減したためだ。詳細は別途後述するが、カメラについては中古品の買取及び販売と新品の販売とが好循環を形成しており、商品在庫回転率も同社が目指す水準を維持しているもようだ。

時計は、売上高 5,301 百万円（前期比 13.3% 増）、営業利益 231 百万円（同 6.5% 増）と増収増益となった。時計では円高の影響が利益圧迫要因として働いた。時計は輸入品の割合が高いことと、時計の在庫回転率は約 30% 程度であるためここ数年の円安局面で仕入れた在庫も残っていたことが、背景にある。同社は販売時点での為替レートに基づいた値付けをするため、商品によっては為替のレート差が粗利益をヒットし、マージン縮小につながった。しかし時計も実体的な需要動向には大きな変化はなく、特に EC で流通が多い中価格帯のもの動きは堅調が続いている。

※ 2015 年 4 月はシステム入替時のトラブルにより、EC サイトが休業していた期間があった。



シュッピン

3179 東証 1 部

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

2016 年 7 月 8 日（金）

高級筆記具は、売上高 470 百万円（前期比 29.5% 増）、営業利益 54 百万円（同 157.1% 増）と大幅増収増益となった。高級文具市場は、カメラや時計ほど一般的ではないが、ファン層は一定数存在している。また高級文具のファン層は、時計やカメラを趣味にする層と重なる部分が多いとみられる。モノに対するこだわりが強い人々が多いと考えられるからだ。そうした状況にあって、同社はカメラと時計の EC 市場で高い認知度を確立し、高級文房具で豊富な品揃えを誇っているため、高級文具の EC サイト「Kingdom Note」の知名度・認知度も必然的に高くなっている状況だ。さらには有力な競合相手がいないことも同社の高級文具の収益拡大につながっている。

自転車は、売上高 360 百万円（前期比 0.7% 減）、営業損失 7 百万円（前期は営業損失 15 百万円）となった。第 2 四半期時点では黒字化したものの、季節要因から下期に収益が悪化して通期では営業損失が続いた。自転車は安全性の面から店舗で試乗やサイズチェックするというニーズが強いため、EC よりも店頭販売へのニーズが強いことが、EC 企業の同社にとってはマイナスに働いていると言える。2016 年 3 月期の EC 売上高が前期比 11.4% 減となった点がそれを象徴している。ここをブレイクスルーできれば、自転車事業も軌道に乗ってくるものと弊社では期待している。

事業セグメント別業績詳細

（単位：百万円）

		2015 年 3 月期	2016 年 3 月期		
		通期	通期	前期比	EC 比率
カメラ	EC	7,805	10,609	35.9%	64.0%
	店舗	5,952	5,962	0.2%	
	売上高合計	13,758	16,572	20.5%	
	セグメント営業利益	1,209	1,168	-3.4%	
	売上高営業利益率	8.8%	7.0%	-	
時計	EC	1,570	1,869	19.1%	35.3%
	店舗	3,110	3,431	10.3%	
	売上高合計	4,680	5,301	13.3%	
	セグメント営業利益	217	231	6.5%	
	売上高営業利益率	4.6%	4.4%	-	
筆記具	EC	223	312	39.6%	66.4%
	店舗	139	158	10.3%	
	売上高合計	363	470	29.5%	
	セグメント営業利益	21	54	157.1%	
	売上高営業利益率	5.8%	11.5%	-	
自転車	EC	271	240	-11.3%	66.7%
	店舗	91	119	30.4%	
	売上高合計	363	360	-0.7%	
	セグメント営業利益	-15	-7	-	
	売上高営業利益率	-4.1%	-1.9%	-	
全社	EC	9,871	13,032	32.0%	57.4%
	店舗	9,294	9,672	4.1%	
	売上高合計	19,166	22,705	18.5%	
	営業利益	886	832	-6.1%	
	売上高営業利益率	4.6%	3.7%	-	

出所：会社資料からフィスコ作成



シュッピン

3179 東証 1 部

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

2016 年 7 月 8 日（金）

(4) 販管費の動向

2016 年 3 月期の販管費は前期比 435 百万円増の 2,897 百万円となったが、売上高比率は 12.8% で 2015 年 3 月期と同じだった。内訳を見ると、支払手数料が前期比 125 百万円増加しているのが目立つ。これは楽天<4755> や Yahoo!<4689> などの支店サイトでの売上高に応じて支払うものだ。2016 年 3 月期はこれらのモールの支店の売上高が、カメラの新品を中心に大きく伸びたため、支払手数料が増加した。

減価償却費の増加は、新基幹システムが稼働したことで、償却がフルに発生したことによる。また、地代家賃の増加は、2015 年 3 月期にあった地代家賃のフリーレントの分が 2016 年 3 月期からはなくなったことによる増加だ。

最大費目の人件費は、前期から 16 百万円減少した。これは、同社が業績連動型賞与を採用している中、2016 年 3 月期は減益となって業績連動型賞与が発生しなかったことによるものだ。費用の抑制という点では効果を出したが、従業員のモチベーションという点ではマイナス影響を及ぼさないか、弊社では注意深く見守りたいと考えている。

販管費の内訳

（単位：百万円）

	15/3 期	16/3 期	前期比 増減額
人件費	1,004	987	-16
広告宣伝費	42	66	24
販売促進費	261	352	90
業務委託費	106	148	41
支払手数料	433	558	125
減価償却費	84	189	104
地代家賃	169	210	40
その他	358	383	24
販売費・一般管理費	2,461	2,897	435
売上高販管费率	12.8%	12.8%	-

出所：説明会資料からフィスコ作成

同社の売上高販管费率はこれまで着実に低下してきたが、2016 年 3 月期は低下が止まったようにも見える。弊社ではこの点については懸念する必要はないと考えている。

新基幹システムの稼働の最大のメリットは、導入前と比べて、売上高の成長に応じた人件費の伸びのペースを抑制できる点にある。すなわち、より少ない人数で同規模の売上に対応できるということだ。地代家賃は店舗型小売業ではないため、売上が増大しても原則としては増えない。減価償却費は今後漸減していくことが見込まれる。

支払手数料はここにきて急速に存在感が増してきているが、売上連動の費用であるため、変動費の性格を有するものだ。同社として直接的な広告宣伝費を最小限に抑える代わりに、集客力のある EC モールに出店することで売上拡大を図る戦略を採用したということであり、支払手数料は広告宣伝費の代わりという割り切りだ。モールの持つ高い集客力を活用するという戦略は正しいと弊社では評価している。同社は EC モールの活用と同時に本店サイトの魅力度アップにも投資を継続しており、支払手数料の相対的な割り合いは空気の的には低下していくものと弊社では考えている。

以上のような視点から、弊社では、同社の販管費の対売上高比率は低下余地が依然として大きく、中長期的には 10% 程度までは十分下げ余地があると考えている。



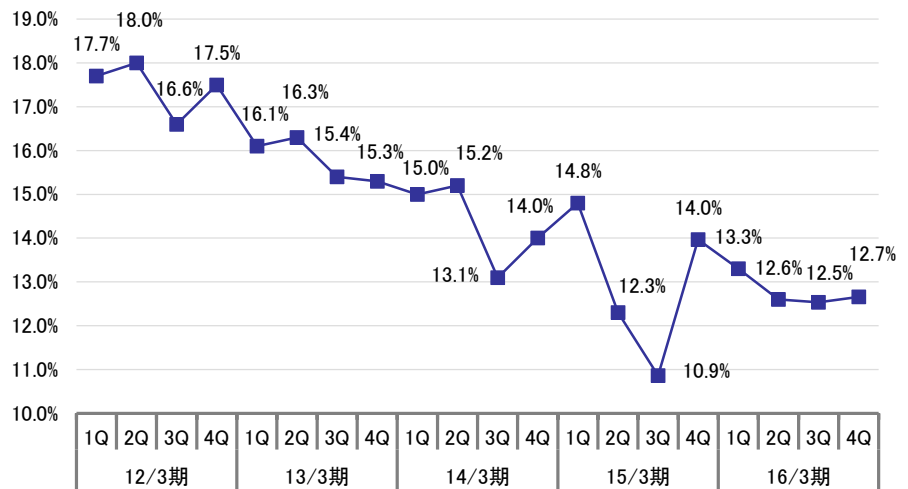
シュッピン

3179 東証 1 部

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

2016 年 7 月 8 日 (金)

売上高販管費率の推移



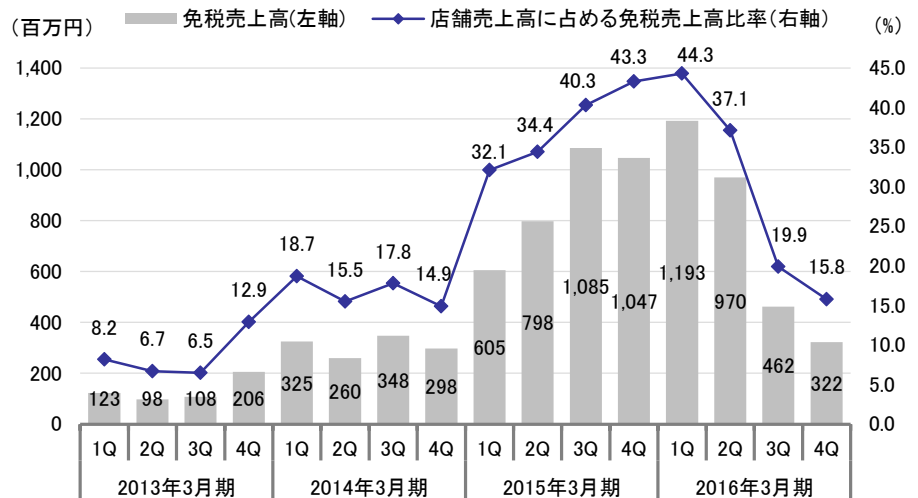
出所：会社資料からフィスコ作成

(5) インバウンド売上高の動向

同社は店舗における免税売上高をいわゆるインバウンド売上高と認識して集計している。元来、同社は EC 企業であり、インバウンド需要に対しては決して前のめりではなかった。しかし、2015 年 3 月期に急速に拡大した免税売上高のインパクトが非常に大きく、無視できない存在となったことから、2016 年 3 月期を迎えるに当たっては、それなりのインバウンド需要への期待値が同社の中に醸成され、業績予想の中にもある程度織り込まれていたとみられる。

現実には、2016 年 3 月期のインバウンド需要は急速に縮小した。同社の月次売上高を見ると、結果的には 5 月にピークをつけた後は月を追うごとに減少し、期初の売り上げ計画と実績の間にかい離が生じた。それを埋め合わせるために、通常とは異なるセールを行い、それが粗利益率の悪化につながったことは前述のとおりだ。同社は 2016 年 3 月期下期に臨むにあたり、10 月の免税売上高（約 150 百万円 / 月）が下期を通じて続くという“厳しい”前提で臨んだが、実際はそれをさらに下回る売上高で着地した。

免税売上高の推移



出所：説明会資料からフィスコ作成

2016 年 3 月期の実績を踏まえて同社は、インバウンド売上高の規模について、月間 100 百万円を業績予想及び中期経営計画業績計画の前提とした。詳細は後述するが、中期経営計画業績計画の下方修正分は、インバウンド需要の収益インパクト見通しの変更でほぼ説明がつく状況となっている。同社がインバウンド対応の設備投資を最小限に抑えたことは、今回のインバウンド需要見通しの大胆な変更に踏み切れた大きな要因だと弊社では考えている。

弊社では、中国当局の関税変更などにより、インバウンド需要の調整局面は長引くと考えている。同社の月 100 百万円という前提は、中国人による“爆買い”を除いた通常の来日外国人観光客による消費額に見合った売上高という認識だが、これを下回る実績になる可能性も否定はできない。しかし、仮にそうなった場合でも、期待値が十分低い水準まで引き下げられているため、ダメージは深刻にはならないと考えている。

■ 成長軌道回復に向けた取り組み

中古品と新品を同時・並列に扱うことがビジネスモデルの特徴

(1) 中古品買取加速のための施策と現状のアップデート

同社のビジネスモデルの特徴は中古品と新品を同時・並列に扱うことにある。消費者の視点からは高品質廉価の中古品と新品を比べながらベストミックスの買い物ができる。一方、同社の視点からは、中古品を触媒にして新品の販売を拡大させ、新品だけあるいは中古品だけを扱うケースと比較した場合に比べ、より速いペースでの成長を実現できるというメリットがある。したがって、同社のビジネスモデルで最も重要な点は、中古品の確保にある、というのが弊社の理解だ。

同社は中古品の買取強化策として、2013 年 7 月に「ワンプライス買取」を、2014 年 9 月に「先取交換」を導入した。「ワンプライス買取」は機種ごとの買取価格を明示することで、交渉の余地をなくし、ネットでの買取でも不利を排し、また交渉の時間を省けるという環境づくりを目指したものだ。「先取交換」は手持ちの機材を下取りに出して購入する場合、先に購入品が届いてから下取品を渡せば良いという仕組みだ。これは手元から機材がなくなる状況をなくすることでユーザーの不安を取り除き、取引を促進させることを狙ったものだ。これらの施策はカメラと時計において適用されている（ワンプライス買取は高級文具と自転車でも適用）。

2 つの施策はいずれも明確な効果を発揮し、カメラの EC 買取額は、実額及び EC 買取率（カメラの全買取額に占める EC 買取額の割合）の両方において、明確に右肩上がりのトレンドを描いている。



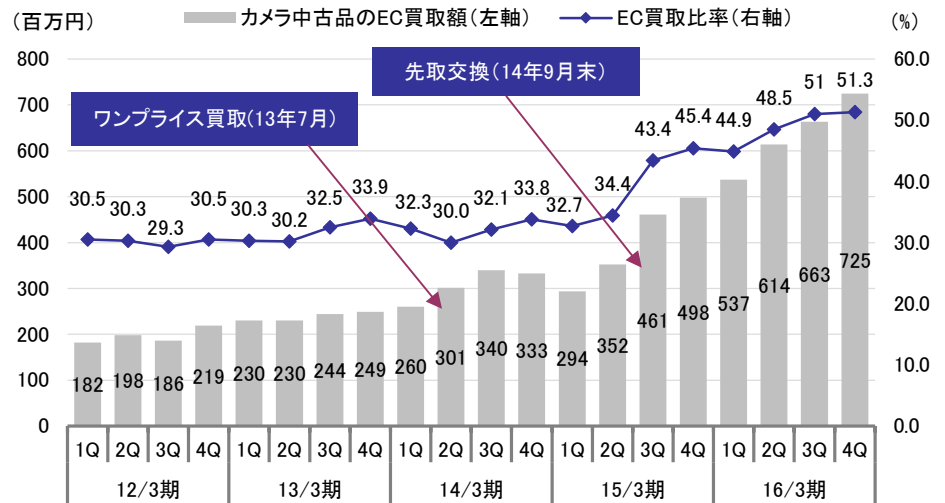
シュッピン

3179 東証 1 部

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

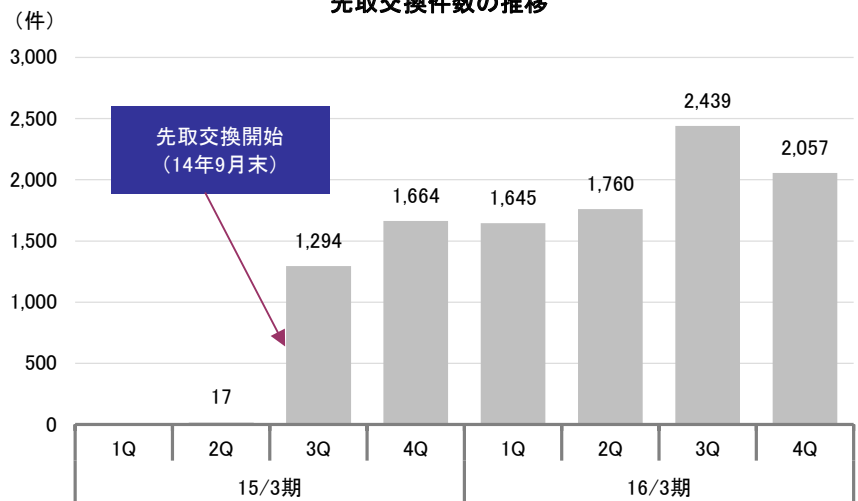
2016 年 7 月 8 日 (金)

カメラ買取額の推移



出所：説明会資料からフィスコ作成

先取交換件数の推移



出所：説明会資料からフィスコ作成

同社の中古買取のペースは新製品の販売にリードされるケースもある。大型新製品が発売されたタイミングで下取り需要が増えるためだ。2016 年 3 月と 4 月に、ニコン〈7731〉から D5、キヤノン〈7751〉から 1D X MarkII というフラッグシップ機が発売された。ともにカメラボディが 60 万円台の高級機であり、同社にも数百台 / 月の単位で注文が来ているもようだ。これらは一時的に新品比率を押し上げる（粗利益率には押し下げ圧力）ことになる。しかしながら、これらの大型機種の販売の裏側では、下取り需要も着実に取り込めているもようで、今後の中古機販売に弾みがつくと期待される。

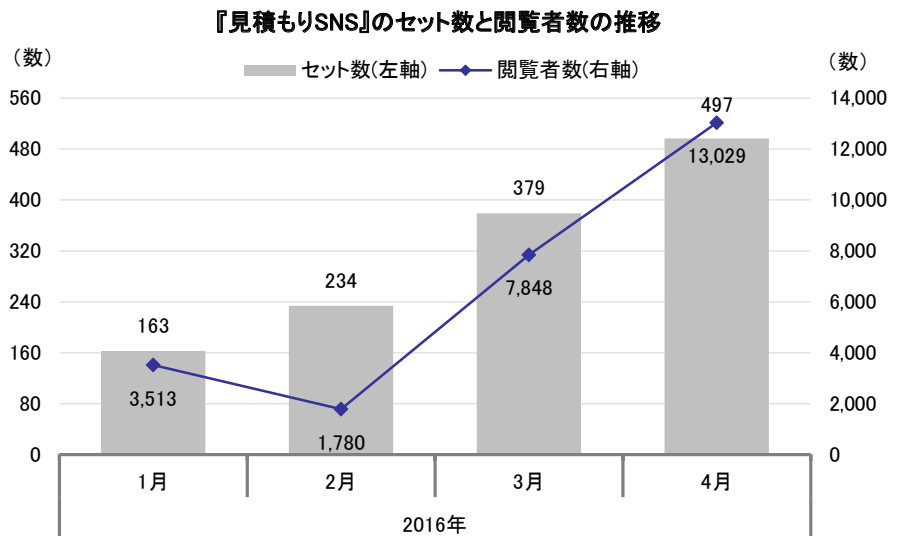
まとめ買い需要を喚起

(2) 見積り SNS

同社は 2016 年 3 月期からマーケティングの強化に積極的に取り組んでいる。その第一歩が 2015 年 12 月にローンチした『見積り SNS』だ。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。カメラ本体とそれに合うレンズの組み合わせ提案などが典型例と考えられるが、目的別提案（星空撮影のためのレンズと三脚、フィルターの提案等）など組み合わせは無数に考えられる。使い勝手のポイントは提案に納得した人はワンクリックでショッピングカートに品物がそろうという点だ。

見積り SNS のサイトは現在はバージョン 2 に当たり、写真投稿機能や評価機能などの追加を行った。今後は、見やすさやセットの作り方に改良を加えたバージョン 3 にアップグレードを予定している。

これまでの実績を見ると、提案されたセット数が 2015 年 12 月に 104 だったものが 2016 年 4 月の段階では 497 に増え、同様に、閲覧者数は 3,707 人から 13,029 人へと増加してきている。同社は、閲覧者数は順調だが、セット数をもっと増やすことと、コンバージョン率（実際に購入に至る割合）をもっと上げるための施策を強化するとしている。



出所：説明会資料からフィスコ作成

弊社では、この仕組みは特に初心者、入門者レベルのユーザーには非常に有効だと考えていた。弊社ではこれまでのところは一定の効果が出ていると評価している。最もポジティブに評価しているのは閲覧者数だ。弊社では、見積り SNS で提案されたセット内容（カメラのボディとレンズ 3 本セット）を見たうえで、そのセットの構成パーツを 1 つずつ買うケースも多いのではないかとみている。要は、見積り SNS が、「口コミ」の 1 つとして活用されているということだ。同社はコンバージョン率に対してはまだ低いと満足していないが、“見えないコンバージョン率”というものもあるのではないかと弊社では考えている。今後のセット数や閲覧者数の推移を見守りたいと考えている。

Web マーケティングを Phase2 へと進める

(3) Web マーケティング

2016 年 3 月期からのもう 1 つのマーケティング強化策は、Web マーケティングであった。同社は 2016 年 3 月下旬に Phase1 として、28 万人超の会員について、顧客情報に基づいてグループ化し、グループ別に最適な企画・施策のアプローチを手動で行うことを開始した。具体的には、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、キャノンのデジタル一眼レフカメラ保有者グループには対応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平均 17% から、グループ別平均では 37.6% へと 20% ポイント以上の改善を示した。Phase1 のグループアプローチは今後も継続していく予定だ。

2017 年 3 月期中は、Web マーケティングを Phase2 へと進める予定だ。これは CRM（顧客情報管理）及びリコメンドメール配信システムを導入したのち、顧客情報に基づいて一人ひとりのニーズに合ったアプローチを自動で行うものだ。Phase1 のグループアプローチに比較して、開封率、コンバージョン率の一段のアップを狙っている。現状では 2016 年 9 月末から 10 月前半ころに開始が予定されている。

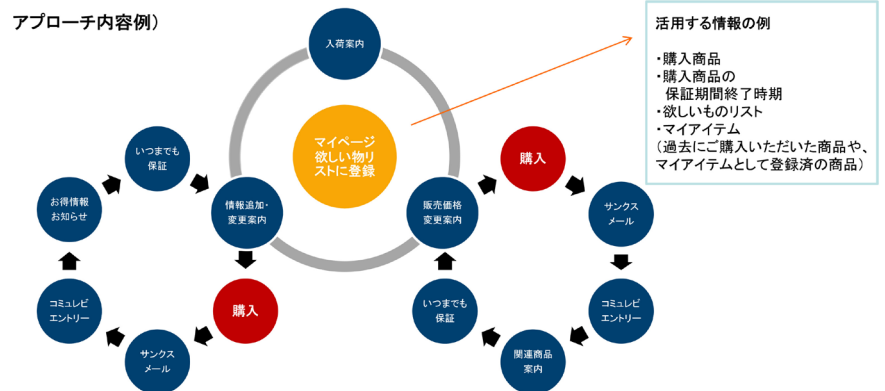
Web マーケティング Phase2 のイメージ図

オートメーションのOne To Oneアプローチ(17.03期 2Q末展開予定)

CRM及びリコメンドメール配信システムの導入(2Q末予定)

- ・お客様の情報をもとに、ひとりひとりのニーズに合ったアプローチを自動で行う
- ・アプリ導入を17.03期4Qに計画しており、導入後はアプリでもプッシュ予定

アプローチ内容例)



* CRM：主に情報システムを用いて顧客の属性や接触履歴を記録・管理し、それぞれの顧客に応じたきめ細かい対応を行うことで長期的な良好な関係を築き、顧客満足度を向上させる取り組み。（IT用語辞典より抜粋）

出所：決算説明会資料

弊社では Web マーケティングの取り組みは極めて重要な取り組みであると考えている。成否の評価については今後の推移を待たねばならないが、弊社は成功する可能性は十分高いと考えている。Phase2 は、Phase1 と異なり対象数が膨大となるため、手動による対応ではなく自動（機械化）対応となる点がポイントだ。真に有効な個別化された発信情報を生成するためには、データベース内の情報量と質に加え、個別マーケティング情報を生成するためのアルゴリズムの完成度が大きなカギを握ることになる。データベースの量と質の点では同社の創業以来の実績があり、アルゴリズムについては同社スタッフが有する深い商品や技術への造詣がある。両者が組み合わさることで、高品質な個別対応のマーケティング情報が提供されるものと弊社では期待している。

2016 年 7 月 8 日（金）

来期以降の収益への寄与に期待

(4) 『いつまでも安心保証』（仮称）

2017 年 3 月期からの新しい施策として、同社は『いつまでも安心保証』（仮称）の導入を予定している。同社は自社の販売商品に対して保証期間を設けているが、保証期間終了は買い換え、下取りなどの 1 つの契機でもある。しかし当初保証期間を過ぎても購入品を愛用し続ける顧客も多く、そうした顧客を対象に保証期間の延長サービスを提供するというのがその内容だ。

この施策のポイントは 2 つあると弊社では考えている。1 つは保証料という直接的な収入だ。もう 1 つは延長保証サービスを通じて同社との関係をキープし、当該商品が下取り・買取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、顧客と商材の囲い込み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 月期第 4 四半期が予定されているため、実質的な収益インパクトは来期以降からとなる。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。

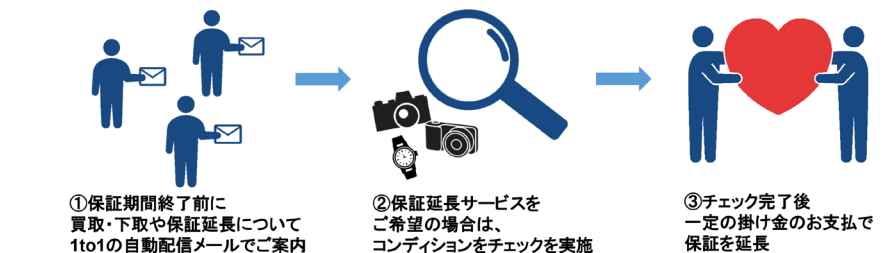
『いつまでも安心保証』（仮称）のサービスイメージ図

いつまでも安心保証(仮称) 4Q導入予定

現在、保証が切れた段階で下取・買取のご案内をしているが、さらに「継続して商品を使用する」お客様に向けた新たなサービスを提供。

当社で購入された商品の購入時の保証期間が終了した後、当社基準のコンディションチェックを受けていただき、一定の掛け金にて保証を延長するサービス。

カメラはセンサーやレンズのクリーニング、時計はオーバーホールなど必要に応じたメンテナンス後に保証延長。



出所：決算説明会資料

(5) 情報マーケティング

同社は EC 企業として 4 商材それぞれに EC の本店サイトを展開している。カメラ事業では“Map Camera”がそれだ。それらに加えて同社は、カメラのモデルごとに作例を集めた「Kasyapa」やレビュー専門の「コミュレビ」など、専門性の高い EC サイトを複数展開している。同社は、これら各 EC サイトを情報プラットフォームに発展させて CGM（Consumer Generated Media、消費者が内容を生成していくタイプのメディア、消費者の情報発信をデータベース化、メディア化した Web サイト）マーケティングを実施し、収益源化していく計画だ。

具体的な例としては、写真展などのイベントに特化したサイトを開設し、その中の枠を写真展主催者に有料で販売するようなケースが考えられる。また、撮影スポット情報のサイトの開設なども考えられている。PV（ページビュー）数が増加してサイトの価値が高まれば、様々な形で有料サービスへと発展させることも狙っている模様だ。

2016 年 7 月 8 日（金）

弊社では、この取り組みもまた Web マーケティング同様、重要な取り組みだと考えている。ポイントは、それぞれの専門 EC サイトに、Map Camera と連関・連動することについて“必然性”を付加することができるかどうかだと考えている。例えば、上述の“撮影スポット情報”サイトで星空撮影スポットを紹介⇒“見積り SNS”（星空撮影に最適なカメラセットを見積り SNS で提供）⇒“Map Camera”（商品の購入）という流れだ。あるいは、カメラ・写真関連の総合ポータルサイトとして No. 1 を目指すという方向性もあるだろう。他社との連携・コラボレーションも含めて、今後の推移を見守りたいと考えている。

情報マーケティングのサービスイメージ図

EC 主軸は変わらず、専門性の高い各 EC サイトを情報プラットフォームに発展させて、集客・アクセス数の増加を図るためのユーザー参加型(CGM)マーケティングを実施。

* 多額の広告費を投下せずに(販管費比率を低下させながら)、新規会員の増加が図れる状況に。また、将来的には、有料コンテンツやバナー広告などでの収益増加を目指します。

※CGM・・・消費者の情報発信をメディア化するWebサイト



出所：決算説明会資料

■ 中期経営計画と業績見通し

見積り SNS や Web マーケティング、情報マーケティングなどが中期的に奏功するか

(1) 中期経営計画

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。今回、2017 年 3 月期と 2018 年 3 月期について昨年の計画から修正し、2019 年 3 月期を新規策定した、2017 年 3 月期～2019 年 3 月期の3ヶ年中期経営計画を発表した。

2017 年 3 月期の予想売上高は、前回の 27,046 百万円から 25,600 百万円に、2018 年 3 月期は 31,815 百万円から 29,450 百万円に、それぞれ引き下げられた。経常利益も同様に、2017 年 3 月期は 1,512 百万円から 1,070 百万円に、2018 年 3 月期は 2,027 百万円から 1,400 百万円に、引き下げられた。



シュッピン

3179 東証 1 部

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

2016 年 7 月 8 日（金）

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

（単位：百万円）

	実績	前期比	中期経営計画（2017 年 3 月期～2019 年 3 月期）					
			2017 年 3 月期		2018 年 3 月期		2019 年 3 月期	
			2016 計画	前期比	2016 計画	前期比	2016 計画	前期比
売上高	22,705	18.5%	25,600	15.0%	29,450	15.0%	33,850	14.9%
カメラ事業	16,572	20.5%	18,790	13.4%	21,832	16.2%	25,280	15.8%
時計事業	5,301	13.3%	5,873	11.3%	6,535	11.3%	7,315	11.9%
筆記具事業	470	29.5%	537	15.5%	621	15.5%	720	15.9%
自転車事業	360	-0.7%	398	15.5%	460	15.5%	533	15.9%
売上総利益	3,729	11.4%	4,389	17.7%	5,060	15.3%	5,858	15.8%
販管費	2,897	17.7%	3,303	14.0%	3,648	10.4%	4,044	10.9%
営業利益	832	-6.1%	1,085	30.4%	1,411	30.1%	1,813	28.5%
経常利益	821	-5.6%	1,070	30.4%	1,400	30.8%	1,805	29.0%
当期純利益	560	-0.5%	724	29.2%	947	30.8%	1,221	29.0%

出所：説明会資料からフィスコ作成

弊社では、EC が順調に拡大を続ける現状に照らして、2017 年 3 月期以降の業績計画を上方修正してくる可能性も考えていたが、実際には大幅な下方修正となった。この最大の要因は、インバウンド売上高（店舗免税売上高）の想定を大きく引き下げたことにある。2016 年 3 月期のインバウンド売上高は、5 月にピークを付けた後は急速に減少し、第 4 四半期には月商 100 百万円ペースまで縮小した。これを受けて、今回のローリング中期経営計画においては、インバウンド売上高の想定を月商 100 百万円にまで落として計画に織り込んだ。

インバウンド売上高の想定引き下げも含めて、新中期経営計画では店舗売上高の前期比伸び率を－2% から＋5% で前提を置いている。反対に EC 売上高については、従来同様、年 20% の成長が続くことを前提としている。その結果として売上高全体では年率 15% としている（2017 年 3 月期は 12.8% 増）。

費用については、楽天市場店及び Yahoo! ショッピング店での売り上げ拡大を想定し、それに伴う支払手数料の増加を見込んでいる。人員については、業容拡大に伴って絶対数は増加を見込むが、新基幹システムの稼働で増加ペースはより緩やかなものになると想定している。これらの要素を織り込み、結果的に売上高販管費率は、2019 年 3 月期において 11.9% にまで低下すると予想している。

現実の動きとしても 2016 年 3 月期において EC は堅調な伸びを示しているのは前述のとおりだ。弊社では、EC 分野の本質的部分、すなわち、顧客への訴求力や他店との競争力（価格だけでなくサービスを含めた総合的な魅力度、の意味）、及び将来の成長ポテンシャルの点では、従来から全く変わっていないと考えている。

今回の業績計画の引き下げは、今後の業績回復にとってプラスに働く可能性があると考えられている。理由は、社員のモチベーションアップだ。同社は業績連動型ボーナスを採用しているが、2016 年 3 月期は業績未達であったためにボーナスは支払われなかった。社員の落胆は想像に難くない。今回のローリング中期経営計画で示された業績計画は、より現実的な数字であり、一度失われたモチベーションを復活させることができると弊社では考えている。

この業績計画実現のための具体的な諸施策は「成長軌道回復に向けた取り組み」の項で前述したとおりだ。中古品買取策は順調に機能しているほか、見積もり SNS や Web マーケティング、情報マーケティングなど、短期～中期で次々と施策が奏功する形で中期経営計画の業績計画の達成に貢献してくると弊社では期待している。



シュッピン

3179 東証 1 部

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

2016 年 7 月 8 日（金）

(2) 2017 年 3 月期業績見通し

2017 年 3 月期の業績予想の内容は前述のとおりであるが、業績面での注目ポイントは売上総利益率（粗利益率）の回復にあると弊社では考えている。2016 年 3 月期に業績が踊り場入りした直接的な原因は粗利益率の低下にあるからだ。

粗利益率に対するポジティブ要因とネガティブ要因を整理すると、2017 年 3 月期の足元は新製品売上高が急伸しているもようだ。理由はニコンとキヤノンの 2 大メーカーから、両社のフラッグシップ機が相次いで発売されたためだ。この結果、特に第 1 四半期は新品比率が高まり、粗利益率の押し下げられる可能性がある。しかしながら、これらは高額機種だけに、下取りの中古品も順調に入ってきているもようで、第 2 四半期以降は潤沢な在庫を背景に、中古品売上高が伸びることが期待される。

もう 1 つの視るべきポイントはやはりセールであろう。同社は常にセールを実施しており、その中で商品在庫回転率と粗利益率をコントロールしている。しかし 2016 年 3 月期は売上高を創るために通常はセールの対象とはしない商品まで拡大してセールを行い、それが粗利益率をヒットした。今期はこのような事態に陥ることがないかがポイントだ。予想増収率を従来予想から引き下げているため、前期よりはそのリスクは小さくなっていると弊社ではみている。

粗利益率に対する主なポジティブ要因とネガティブ要因

粗利益率押し上げ（＋）要因	粗利益率押し下げ（－）要因
中古品売上比率上昇	新品売上比率上昇
EC 売上比率上昇	店舗売上比率上昇
	インバウンド売上比率上昇 （店頭・新品売上比率が高まるため）
セールの回数・領域の削減	セールの回数・対象領域の拡大
仕入⇒販売の期間における円安進行	仕入⇒販売の期間における円高進行

出所：フィスコ作成

弊社では、第 1 四半期については前述の要因から粗利益率の明確な改善が見られない可能性はあるものの、第 2 四半期以降は着実に改善が進むと考えている。EC の本質的な強さは変わっておらず、実際に EC 売り上げが力強い伸びを続けていることと、前期に打ち出した各種マーケティング策が奏功して、過度なセールを行うことはなくなると想定しているためだ。

同社の業績について弊社が強気で見ているもう 1 つの理由は Web 会員数の推移にある。新規会員数はこのところ、毎四半期 7,000 ～ 8,000 人ずつ増加している。同社における会員の定義は同社で商品を購入した人となっており、新規会員数というのは新規顧客数を意味している。順調な会員の積み上がりを反映して、EC 客数も着実に増加している。客単価も安定的に推移しており、これまでの成長モデルが依然としてワークしていることを示していると弊社では考えている。この傾向は 2017 年 3 月期及び今中期経営計画期間においても継続するとみている。

2016 年 7 月 8 日（金）

簡略化単独損益計算書

（単位：百万円）

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	
					2Q 累計	通期 - 予
売上高	12,462	15,603	19,166	22,705	11,888	25,600
YOY	23.7%	25.2%	22.8%	18.5%	8.5%	12.8%
カメラ事業	9,176	11,333	13,758	16,572	-	18,790
時計事業	2,838	3,640	4,680	5,301	-	5,873
筆記用具事業	223	309	363	470	-	537
自転車事業	224	320	363	360	-	398
売上総利益	2,350	2,926	3,348	3,729	-	4,389
売上総利益率	18.9%	18.8%	17.5%	16.4%	-	17.1%
販売費・一般管理費	1,961	2,225	2,461	2,897	-	3,303
売上高販管費率	15.7%	14.3%	12.8%	12.8%	-	12.9%
営業利益	389	701	886	832	448	1,085
YOY	84.4%	80.2%	26.4%	-6.1%	3.4%	30.4%
売上高営業利益率	3.1%	4.5%	4.6%	3.7%	3.8%	4.2%
経常利益	365	689	870	821	440	1,070
YOY	88.8%	88.4%	26.2%	-5.6%	3.6%	30.4%
当期純利益	231	390	563	560	298	724
YOY	208.0%	68.3%	44.5%	-0.5%	5.3%	29.2%
分割調整後						
1 株当たり利益（円）	22.11	32.90	47.08	46.81	24.91	60.50
1 株当たり配当金（円）	3.50	5.00	7.00	8.00	-	7.00
1 株当たり純資産（円）	116.38	147.58	189.66	229.47	-	-

貸借対照表

（単位：百万円）

	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期
流動資産	2,284	2,952	3,475	4,024	4,905
現預金	380	571	441	492	506
売上債権	587	844	1,049	917	1,327
棚卸資産	1,199	1,362	1,790	2,222	2,757
固定資産	524	533	787	1,085	1,001
有形固定資産	117	109	101	159	137
無形固定資産	109	120	210	607	530
投資等	296	303	475	318	333
資産合計	2,810	3,487	4,263	5,110	5,907
流動負債	1,247	1,495	1,906	2,260	2,585
支払債務	339	510	727	656	940
短期借入金等	557	610	650	871	1,215
固定負債	669	620	589	579	568
長期借入金、社債	669	612	584	577	568
株主資本	893	1,371	1,766	2,270	2,746
資本金	350	485	508	508	508
資本剰余金	250	385	408	408	408
利益剰余金	293	500	849	1,352	1,829
新株予約権	-	-	-	-	6
純資産合計	893	1,371	1,766	2,270	2,753
負債・純資産合計	2,810	3,487	4,263	5,110	5,907

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	15/3 期	16/3 期
営業活動によるキャッシュフロー	182	85	79	157	90
投資活動によるキャッシュフロー	-55	-129	-225	-262	-333
財務活動によるキャッシュフロー	13	234	16	154	257
現預金増減	140	190	-130	50	14
期首現預金残高	240	380	571	441	492
期末現預金残高	380	571	441	492	506

■ 株主還元

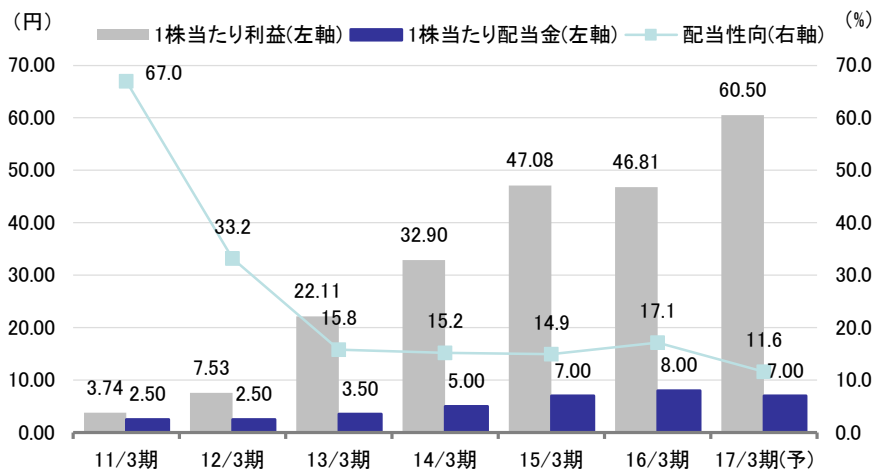
安定的かつ継続的な配当を実施

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、安定的かつ継続的な配当を実施することに力を置いている。

2016 年 3 月期は前期比 1 円増配の 8.00 円とした。これは普通配当 7 円に、同社が 2015 年 12 月に東証 1 部に指定替えとなったことについての記念配 1.00 円を加えたものだ。2016 年 3 月期の 1 株当たり利益は 46.81 円であり、これに基づく配当性向は 17.1% となった。

2017 年 3 月期について同社は、7 円の配当の配当予想を公表している。同年の 1 株当たり利益は 60.50 円が予想されており、それに基づく配当性向は 11.6% だ。同社は対外的に配当性向の目標値設定をしてはいないが、重要な指標として意識しており、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：短信からフィスコ作成

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