

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 >>>](#)

2017 年 6 月 26 日 (月)

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. 2017年3月期は順調な決算。時計事業の本格的収益拡大の兆候が見られた	01
2. 3つの成長戦略の施策に注目。ローリング中期経営計画の業績計画は従来から不変	01
3. “カメラ・レンズ蓄積量”が成長源。流動化のための諸施策で高成長が続く	01
■ 会社概要	02
1. 沿革	02
2. 事業の特長と強み	03
■ 業績の動向	04
1. 2017年3月期決算の概要	04
2. 事業セグメント別動向	08
■ 成長戦略	09
1. 成長戦略の全体像とローリング中期経営計画業績計画	09
2. 注目の取り組み：One to One マーケティングの取り組み	10
3. 注目の取り組み：『EVERYBODY×PHOTOGRAPHER.com』	12
4. 注目の取り組み：越境 EC	13
5. 時計事業の成長ポテンシャル	13
6. カメラ市場の動向とシュッピンの成長ポテンシャルについて	15
■ 今後の見通し	16
■ 株主還元策	19

■ 要約

One to One マーケティング強化で成長が持続。 時計事業も本格拡大期に入ってきた

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. 2017年3月期は順調な決算。時計事業の本格的収益拡大の兆候が見られた

同社の2017年3月期決算は、売上高24,996百万円（前期比10.1%増）、営業利益1,096百万円（同31.8%増）と増収増益で着地した。インバウンド需要を見込まずEC売上高の拡大による成長を目指したが、その目標は達成できた。EC企業としてECの深耕に努めるなか、全般にEC比率が高まった。なかでも時計事業において自社サイト比率の向上など、今後のECを核とした収益本格拡大のステージに入ってきていることをうかがわせる兆候が見られたのは大きな収穫と言える。

2. 3つの成長戦略の施策に注目。ローリング中期経営計画の業績計画は従来から不変

中長期の成長戦略として1)One to One マーケティングの推進、2)EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.comのローンチ、3)越境ECの開始、の3つの施策に注目している。One to One マーケティングはローリング中期経営計画の業績計画達成の大きなカギを握っている。後の2つはより長い時間軸で同社の成長が継続するかどうかに大きく貢献してくる施策と弊社では考えている。今回発表された2020年3月期までのローリング中期経営計画の業績計画は、売上高で年率約15%、利益で同25%の成長を目指すもので、従来計画が延長された形となっている。

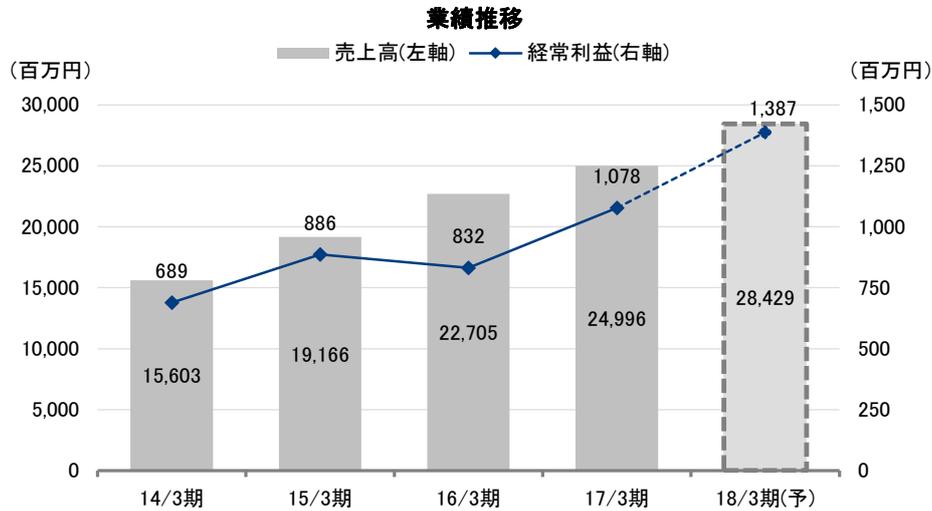
3. “カメラ・レンズ蓄積量”が成長源。流動化のための諸施策で高成長が続く

同社の収益モデルは国内の“カメラ・レンズ蓄積量”を成長の源泉とするものだ。国内に蓄積されたカメラやレンズの中古品を流動化させ、同社のサイト上で取引される仕組みを作り上げることができれば、同社の成長は長期的に持続すると期待される。過去の各種施策から今後予定されているOne to One マーケティングのPhase 4や越境ECまで、同社の施策はこの視点で貫かれている。いわゆるデジカメ市場の縮小の影響や、個人間取引アプリの影響などは今後も無縁だと弊社では考えている。

Key Points

- ・ One to One マーケティングではパーソナルリクエストやレコメンドなど新たな施策がスタート
- ・ 単年度の出荷台数の伸びではなく、カメラ蓄積量こそが重要。それを流動化させることが同社の成長の根幹
- ・ 2018年3月期の業績予想は充分達成可能。成長戦略の各施策の進捗に注目

要約



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

ソフマップ創業者の鈴木氏が、その経験を生かして設立

1. 沿革

同社は現・代表取締役会長の鈴木慶（すずきけい）氏が1994年8月にMap Cameraの商号で現在のカメラ事業を開始したことに始まる。その後2005年8月に会社組織としてシュッピンが設立された。鈴木氏はパソコンショップの「ソフマップ」の創業者で、同氏はソフマップ時代に得た経験や教訓を最大限に生かして、EC特化型のシュッピンの事業モデルに行き着いた。

2000年代に入ると時計、高級筆記具、高級スポーツ自転車を取扱商材に加え、4事業を展開して現在に至っている。株式市場には2012年12月に東証マザーズに上場後、2015年12月に東証1部に上場した。

2016年3月に、代表取締役を2人にして経営体制を強化するとともに、経営の執行スピードを上げることを目的として、鈴木氏が代表取締役会長に、小野尚彦（おのなおひこ）氏が代表取締役社長にそれぞれ就任した。

会社概要

沿革表

1994年 8月	屋号「Map Camera」としてカメラ事業を開始
2005年 8月	シュッピン株式会社設立
2006年 6月	屋号「GMT」として時計の買取・販売事業を開始
2008年 4月	屋号「KINGDOM NOTE」として筆記具の買取・販売事業を開始
2008年11月	スポーツ自転車の買取・販売事業を開始
2012年12月	東証マザーズに上場
2013年 7月	自転車事業の屋号を「CROWN GEARS」に変更
2013年 7月	「ワンプライス買取」を導入
2013年12月	「スムーズ買取」を導入
2014年 9月	「先取交換」を開始
2015年 3月	web 会員数 25 万人突破
2015年12月	東京証券取引所第1部に市場変更
2016年 3月	web マーケティングを開始
2016年11月	web 会員数 30 万人突破
2017年 4月	『EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.com』をローンチ

出所：会社資料よりフィスコ作成

EC 特化、“価値ある商品”、中古品と新品両方の取扱い、の3点が強みの源泉

2. 事業の特長と強み

同社の事業モデルの特長・強みを理解するキーワードは、(1)EC(e コマース)に特化、(2)“価値ある商品”に特化、(3)中古品と新品の両方を扱う、の3点だと弊社では理解している。

(1) EC 特化

販売面及び中古品の買取りの双方において、ECに特化しているということだ。店舗を持つメリットよりもデメリットの方が大きいという、鈴木氏がソフマップ経営の経験から学んだ信念から来ている。EC特化型とすることで、店舗投資や店頭在庫が不要となり、人員も抑制できる。また労働時間のシフトなども融通を利かせやすい。その結果、売上高の増加に対して費用の伸びを低く抑えられ、売上高の伸びを着実に利益の増加に結び付けることができるという収益構造を実現している（現実には店頭取引を希望する顧客の利便性を考えて、各商材につき小規模なものを1店舗ずつ展開しているが、今後店舗を拡大するつもりはまったくないとしている）。

(2) “価値ある商品”に特化

これも鈴木氏のソフマップ時代の経験からきている。同氏はパソコン価格の下落スピードの速さに悩まされた経験を持つ。商品の価値が機能や性能だけだと、新製品が出れば旧モデルの価格は大きく下落する。そこで同氏は、所有することに価値を見いだせる商材や、機能や性能のものさしが主観的で、価値がなくなりにくい商品に限って取り扱うこととした。その答えが、カメラ（ただしレンズ交換式の高級機主体）、時計（外国製機械式高級時計主体）、高級筆記具（高級万年筆など）自転車（高級ロードスポーツモデル主体）の4分野だ。

会社概要

シュッピンの商材と EC ブランドの一覧

事業部門	店舗ブランド	事業の内容	17/3 期売上高 (百万円)	売上構成 比
カメラ	Map Camera	デジタルカメラ、フィルムカメラ、交換レンズ、 アクセサリ類の買取、新品・中古品の販売、委託販売	EC 12,802	72.5%
		店舗：新宿区西新宿 1-12-5	店舗 5,328	
時計	GMT	高級海外機械式腕時計を中心に買取、新品・中古品の販売、委託販売	EC 2,288	24.1%
		店舗：新宿区西新宿 1-12-5	店舗 3,725	
筆記具	KINGDOM NOTE	万年筆、ボールペンを中心に買取、新品・中古品の販売、委託販売	EC 348	2.0%
		店舗：新宿区西新宿 1-12-5	店舗 163	
自転車	CROWN GEARS	スポーツ自転車の完成品、部品、関連用具について、買取、 新品・中古品の販売、委託販売	EC 255	1.4%
		店舗：渋谷区千駄ヶ谷 3-12-15	店舗 83	

出所：会社資料よりフィスコ作成

(3) 中古品と新品の両方を扱う

弊社ではここが同社の強みの源泉の1つだと考えている。中古品だけでは調達が不安定なため安定成長は難しい。一方、新品だけ扱うのでは普通の小売業として価格競争や店舗拡大競争に巻き込まれる可能性が高い。同社は中古品と新品の両方をただ扱うのではなく、中古品を新品の販売を加速させる触媒の役割として機能させる事業モデルを確立した点が他社と異なり、差別化や強みにつながっている。ここに、前述した(2)の“価値ある商品”に特化している点に加わり、(2)と(3)が相互に強みを増幅させ合って、他社とはまったく異なる事業モデルを作り上げている。スマートフォンの普及と個人間売買アプリの登場で中古品買取事業、特に店舗型買取事業が大きな逆風に見舞われているのは良く知られたことではあるが、同社の事業はその影響とはまったく無縁な状況にある。

業績の動向

EC 売上高の順調な拡大と中古品比率の上昇で、 期初予想通りの増益を達成

1. 2017年3月期決算の概要

同社の2017年3月期決算は、売上高 24,996 百万円（前期比 10.1% 増）、営業利益 1,096 百万円（同 31.8% 増）、経常利益 1,078 百万円（同 31.3% 増）、当期純利益 741 百万円（同 32.2% 増）と増収増益で着地した。

期初予想との比較では、売上高が若干未達となったものの、営業利益以下の各利益項目は期初予想を上回った。売上高が未達になった要因は、上半期において、熊本地震の影響により新製品の高級機種の入荷が滞ったことが原因だ。下半期についてはこうした要因が払拭され、売上高も含めて予想どおりの推移となった。

業績の動向

2017年3月期決算の概要

(単位：百万円)

	16/3期		17/3期		
	通期	通期 予想	通期 実績	前期比	予想比
売上高	22,705	25,600	24,996	10.1%	-2.4%
売上総利益	3,729	-	4,202	12.7%	-
販売費・一般管理費	2,897	-	3,105	7.2%	-
営業利益	832	1,085	1,096	31.8%	1.1%
売上高営業利益率	3.7%	4.2%	4.4%	-	-
経常利益	821	1,070	1,078	31.3%	0.8%
当期純利益	560	724	741	32.2%	2.3%

出所：決算短信よりフィスコ作成

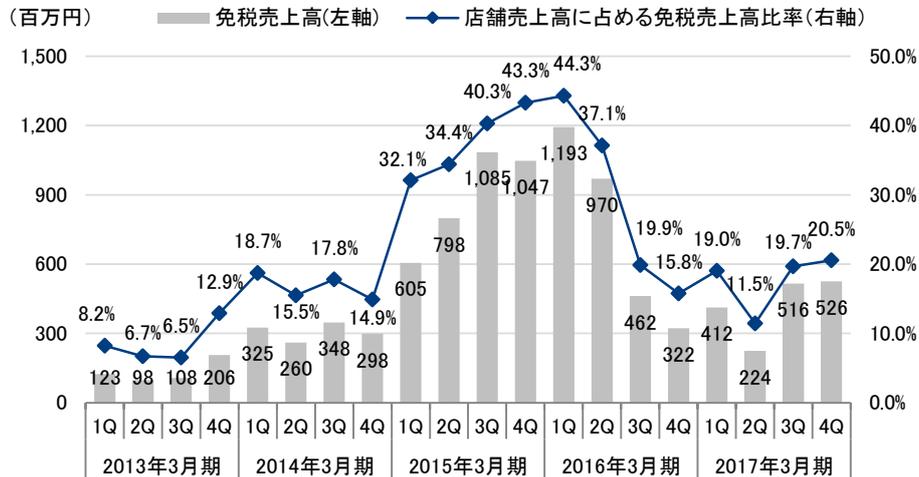
2017年3月期において弊社が注目していたことの1つに、インバウンド需要に頼らない収益構造の確立がある。逆に言えば、EC売上高を順調に伸ばせることができるかどうかだ。この点、2017年3月期のEC売上高は前期比20.4%増の15,694百万円に達し、店舗売上高が前期比3.8%減の9,301百万円にとどまったのとは対照的な結果となった。EC売上高の増加の背景には、同社が進めるOne to Oneマーケティングの効果や、時計事業において、EC取引がこれまでよりも成長のステージを一段上がったとみられることなどがあると弊社では考えている（これらについての詳細は後述する）。

一方、店舗売上高が前期比減収となったのはインバウンド売上高（インバウンド売上高の把握方法としては免税売上高を訪日外国人によるものとしている）の変動減の影響だ。同社は2016年3月期の反省から、2017年3月期については、インバウンド売上高に関しては月間100百万円～150百万円程度で推移すると予算に織り込んだ。結果的には2017年3月期通期の免税売上高は1,678百万円（前期比43.1%減）となり、想定を多少上回って着地した。

なお、店舗売上高から免税売上高を除いた金額は、2016年3月期の6,725百万円に対して2017年3月期は7,623百万円となり、前期比13.4%増となった。国内居住者を中心とした新製品及び中古品への需要は、店頭においても着実に成長していることが見て取れる。

業績の動向

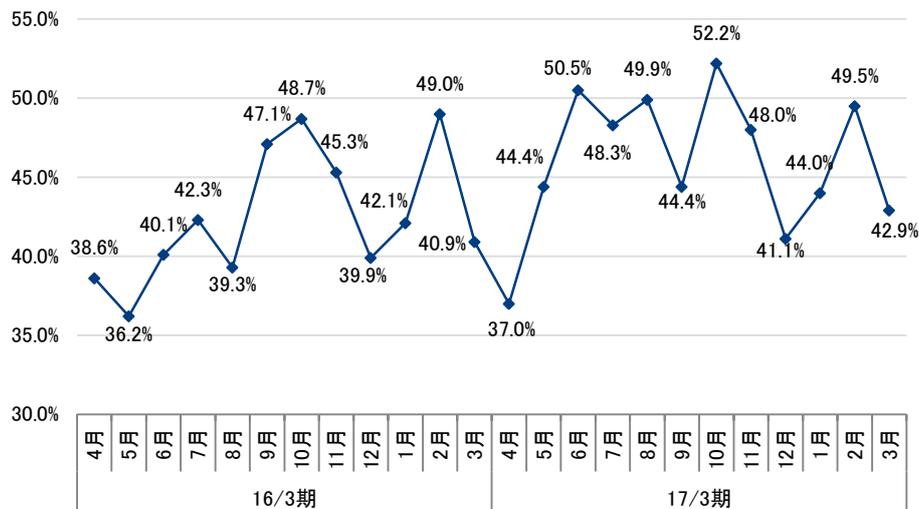
免税売上高の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

同社を見る上でのもう一つのポイントである、中古品比率は、2017年3月期の全社ベースでは45.7%となり、2016年3月期の42.3%から3.4%ポイント上昇した。同社はECの深耕の取り組みとして、商品掲載画像数の30カットへの増加やコメントの充実などの施策に取り組んだ。加えて買取りも順調に進捗して在庫を拡充できたことが、中古品比率の上昇につながった。2017年3月期の注目すべき動きとしては、従来、カメラに比較して中古品比率が低かった時計が、2017年3月期は42.9%にまで高まったことがある(2016年3月期は36.8%)。前述したように画像やコメントを充実させて商品説明力を高めたことが信頼感を上昇させ、中古品販売増加につながったとみられる。

中古品比率の推移



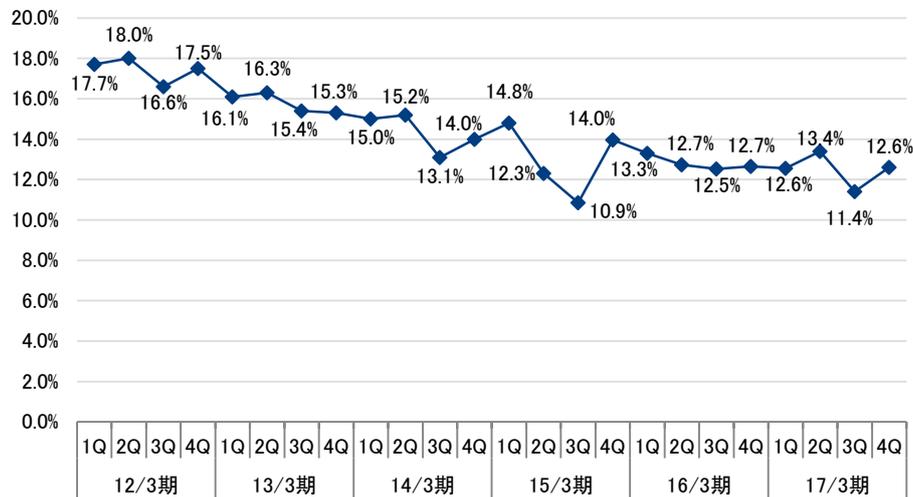
出所：会社資料よりフィスコ作成

業績の動向

同社の収益構造では販管費がポイントになる。販管費の対売上高比率は順調に右肩下がりのトレンドを歩んでおり、同社が創業時から目指している EC 特化型収益モデルを想定どおりに実践できている。

2017年3月期の販管費は前期比7.2%（208百万円）増の3,105百万円だった。増加分のうち93百万円は人件費だが、これは成果ボーナス分が大きいとみられる。次に増加幅大きかったのは支払手数料で、これはECモデルでの売上高増加にリンクしたものだ。3番目の増加項目は販売促進費で48百万円の増加となった。これらの増加要因はすべて売上高（業績）の拡大の裏付けがあつての増加であり、それ以外の費用項目は前期比横ばい圏で推移している。こうした費用構造が売上高販管費率の継続的な低下につながっている。

売上高販管費比率の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

主力のカメラ、時計はともに順調に拡大。 時計事業において自社サイト比率向上など注目すべき変化

2. 事業セグメント別動向

事業セグメント別詳細

(単位：百万円)

	2016年3月期			2017年3月期			
	通期	前期比	EC比率	通期	前年同期比	EC比率	
カメラ	EC	10,609	35.9%	64.0%	12,802	20.7%	70.6%
	店舗	5,962	0.2%		5,328	-10.6%	
	売上高合計	16,572	20.5%		18,131	9.4%	
	セグメント営業利益	1,168	-3.4%		1,442	23.4%	
	売上高営業利益率	7.0%	-		8.0%	-	
時計	EC	1,869	19.0%	35.3%	2,288	22.4%	38.1%
	店舗	3,431	10.3%		3,725	8.6%	
	売上高合計	5,301	13.3%		6,013	13.4%	
	セグメント営業利益	231	6.5%		307	33.0%	
	売上高営業利益率	4.4%	-		5.1%	-	
筆記具	EC	312	39.9%	66.4%	348	11.5%	68.1%
	店舗	158	13.7%		163	2.8%	
	売上高合計	470	29.5%		511	8.6%	
	セグメント営業利益	54	157.1%		46	-14.4%	
	売上高営業利益率	11.5%	-		9.0%	-	
自転車	EC	240	-11.4%	66.7%	255	6.1%	75.2%
	店舗	119	30.8%		83	-29.9%	
	売上高合計	360	-0.8%		339	-5.8%	
	セグメント営業利益	-7	-		-14	-	
	売上高営業利益率	-1.9%	-		-4.1%	-	
全社	EC	13,032	32.0%	57.4%	15,694	20.4%	62.8%
	店舗	9,672	4.1%		9,301	-3.8%	
	売上高合計	22,705	18.5%		24,996	10.1%	
	営業利益	832	-6.1%		1,096	31.8%	
	売上高営業利益率	3.7%	-		4.4%	-	

出所：会社資料よりフィスコ作成

(1) カメラ事業

セグメント業績は売上高 18,131 百万円（前期比 9.4% 増）、営業利益 1,442 百万円（同 23.4% 増）となった。期初に大手カメラメーカーのフラッグシップ機が発売され、新製品販売を押し上げると期待されたが熊本地震の影響で入荷が停滞し、機会ロスとなった。この要因は下半期には完全に払拭されたが、上半期の機会ロス分はそのまま残った形で、売上高は前期比 9.4% 増にとどまった。EC 売上高は前期比 20.7% 増となった。レビューページの充実や商品画像の充実（30 カットに増加）に加え、新たに開始した One to One マーケティングも貢献し、EC 売上高を押し上げたとみられる。店舗売上高の減収は前期にあったインバウンド需要（免税売上高）の反動減が原因で、国内ユーザーベースではきちりと増収を確保した。

業績の動向

(2) 時計事業

セグメント業績は売上高 6,013 百万円（前期比 13.4% 増）、営業利益 307 百万円（同 33.0% 増）となった。EC 売上高が順調に伸びて前期比 22.4% 増となった。第 2 四半期からスタートしたブランド毎の買取専用ページや入荷ページの作成に加え、カメラ同様、画像、コメントの充実や在庫の拡充などが貢献したとみられる。また、これらの施策は EC 販売に占める自社サイト比率の上昇にも貢献し、自社サイト比率は前期の 50.4% から 2017 年 3 月期は約 70.1% に高まった。EC モールに対する支払手数料を節約できるため、自社サイト比率の向上は利益にも貢献し、営業利益の大幅増益につながった。

(3) 筆記具事業

セグメント業績は売上高 511 百万円（前期比 8.6% 増）、営業利益 46 百万円（同 14.4% 減）と増収減益だった。同社はオリジナルインクや人気シリーズのインクの充実に加え、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て販売増に努めた。そうしたなか、2016 年 6 月に「KINGDOM NOTE Yahoo! ショッピング店」を出店したことが奏功して EC 売上高が前期比 11.5% と伸びた。利益面では売上増に向けた経費が増加したため、同 14.4% の減益となった。

(4) 自転車事業

セグメント業績は、売上高 339 百万円（前期比 5.8% 減）、営業損失 14 百万円（前期は 7 百万円の損失）と、減収・損失拡大で着地した。EC 売上高は前期比 6.1% 増と回復したが、他社ポータルサイト店での販売が増えた結果、支払手数料が増加し、利益に対してはマイナスインパクトとなった。店舗売上は客数・単価ともに下落し、同 29.9% 減と低迷した。

■ 成長戦略

One to One マーケティングなどの施策の充実により、 売上高で年率約 15%、利益で年率約 25% の継続的な成長を目指す

1. 成長戦略の全体像とローリング中期経営計画業績計画

同社の事業内容は“EC 特化型で価値ある新品と中古品を安心安全に取引できる場を提供する”という至ってシンプルなものであり（その仕組みづくりや工夫においては他社が簡単にはまねができないものとなっているのは前述のとおり）、収益モデルとしては典型的な EC モデルだ。したがって同社の成長戦略とは売上高（特に EC 売上高）をいかに拡大・成長させていくかに尽きる。EC モデルの特長として費用構造として固定費の増加が売上高の伸びに比べて緩やかになるため、売上高が一定割合で成長すれば、利益の成長率はそれ以上になることが期待できるためだ。

成長戦略

売上高成長のための施策は大きなものから小さなものまで、様々な工夫が凝らされているが、現在力を入れているのは One to One マーケティングだ。また、注目される新しい施策としては「EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.com」のローンチがある。前者の施策は 2016 年 3 月末(実質的には 2017 年 3 月期の期初)の開始以来、明確な効果が発現している。また後者については、中期的にマーケティングのみならず、事業展開の観点でも大きな可能性を秘めていると弊社では考えている。

具体的業績計画については、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。2018 年 3 月期の期初に発表された向こう 3 ヶ年の業績計画では、売上高は年 15% 前後の成長を、営業利益は年 25% 前後の成長が計画されている。これらのトレンドについてはここ数年変化はない。1 年前のローリング中期経営計画の業績計画との比較では、売上高は 2018 年 3 月期、2019 年 3 月期ともに約 10 億円下方修正された形となっているが、利益計画はほぼ同じとなっている。売上高の修正の要因は、2017 年 3 月期売上着地からの策定によるもので、同社の収益の根幹を成す EC 売上高の成長性については、従来からまったく変わっていないと弊社では考えている。

中期業績計画：2018 年 3 月期 - 2020 年 3 月期

(単位：百万円)

	2018 年 3 月期		2017 ローリング中計(2018 年 3 月期～2020 年 3 月期)					
	実績	前期比	2018 年 3 月期		2019 年 3 月期		2020 年 3 月期	
			予想	前期比	計画	前期比	計画	前期比
売上高	24,996	10.1%	28,429	13.7%	32,620	14.7%	37,575	15.2%
カメラ事業	18,131	9.4%	20,400	12.5%	23,654	16.0%	27,517	16.3%
時計事業	6,013	13.4%	7,016	16.7%	7,794	11.1%	8,696	11.6%
筆記具事業	511	8.6%	618	20.9%	713	15.3%	825	15.8%
自転車事業	339	-5.8%	395	16.5%	460	16.4%	537	16.8%
売上総利益	4,202	12.7%	4,930	17.3%	5,671	15.0%	6,548	15.5%
販管費	3,105	7.2%	3,527	13.6%	3,848	9.1%	4,305	11.9%
営業利益	1,096	31.8%	1,402	27.9%	1,822	30.0%	2,243	23.1%
経常利益	1,078	31.3%	1,387	28.7%	1,811	30.6%	2,235	23.4%
当期純利益	741	32.2%	950	28.2%	1,241	30.6%	1,531	23.4%

出所：会社資料よりフィスコ作成

パーソナルリクエストやパーソナルレコメンドなど 新たな施策がスタート

2. 注目の取り組み：One to One マーケティングの取り組み

同社は 2016 年 3 月末から、「One to One マーケティング」(従来は Web マーケティングと呼称)をスタートさせた。メールを使ったマーケティングや Web サイトをより高度化して、EC を中心としたトランザクションをより活発化させようというものだ。具体的には、2017 年 3 月期から 2018 年 3 月期の 2 年間で費やして、Phase1 から Phase4 までの 4 段階に分けて、マーケティングの手法や内容を順次深化させていく計画だ。

One to One マーケティングのロードマップ

2017年3月期		2018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。	お客様の顕在ニーズに応える。「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。	売りたい人と買いたい人をマッチングする。当社に在庫がない商品でも、該当商品を持っているユーザーがいれば買取・販売が行える。
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	すべてオートメーションで、在庫がなくても持っているお客様に人手を介さずご案内することで 取引機会を創出 できる

出所：決算説明会資料より掲載

2017年3月期においてはPhase1とPhase2が実施された。Phase1の内容は、会員をテーマごとにグループ分けし、そのグループに適した商品やイベントをメールで案内するというものだ。これはメール開封率の向上という形で明確な効果があった。

2017年3月期下半期（2016年10月）に導入したPhase2からは“パーソナル”を特徴とするOne to Oneアプローチが本格的にスタートした。具体的手法としては、顧客のマイページ内にある「欲しいリスト」に登録された商品の価額変更時等に自動でお知らせを送ったり、あらかじめマイページ内で設定した条件に合致する商品の入荷時に入荷お知らせメールを送ったりするものだ。

Phase2の効果は商品登録状況の増加という形で明確に現れている。商品を登録するためには会員になる必要があるため、会員数の増加数にも当然反映されている。このサービス開始前までは、同社における会員とは商品購入者とほぼ同義であった（いざ商品を買う段階まで会員になる意味合いが乏しかった）。しかしこのサービス開始によって、消費者側は実際の購入前に会員になるメリットを得られることになり、同社側としては潜在顧客の囲い込みにおいて進捗したということになる。

2018年3月期においては、Phase3、Phase4を順次開始予定だ。Phase3はOne to Oneマーケティングの内容が一步進んで、パーソナルレコメンド(推奨)機能を有する点が特徴だ。これはAIを活用した機械学習によって、顧客のページ閲覧などの情報を蓄積・分析して、その顧客にあった商品をレコメンドするというものだ。ショッピングサイトで良くみられる“この商品を買った人はこんな商品も見ています”という情報提供は、関連商品等のいわゆる“ついで買い”を誘引するものだ。同社のレコメンド機能はコンバージョン率を上げることを目的に顧客の背中を後押しする“接客レコメンド”（店頭において店員から受けるアドバイスと同等のもの）を目指している点が大きな特長だ。

Phase3は2018年3月期第2四半期末導入予定であり、どのような効果を発現してくるか注目される。同社はこのソフトを自社開発（実際の作業は外部ベンダーに委託）しており、効果が実証されれば、更なる事業発展の可能性もあると弊社ではみている。

カメラ購入後にカメラを楽しめる“場を”ローンチ

3. 注目の取り組み：『EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.com』

同社はかねてからの計画どおり、2017年4月に「EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.com」をローンチした。これは、カメラ愛好家が自身の作品をアップする場であり、同社の顧客にとってはカメラやレンズを購入後に、それらを駆使して写真を楽しむ場所という位置付けだ。

同社は、同社のカメラ EC ショップ「Map Camera」の利用者に対して、購入前、購入時のために様々なサービスを開発、提供している。今回の「EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.com」で購入後のサービスが提供されたことになり、パズルの最後のピースがはまったと言える。

シュッピンが提供するカメラ購入者へのサービス一覧



出所：決算説明会資料より掲載

しかし、「EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.com」のローンチで最も重要なことは、購入前→購入時→購入後→購入前の流れを確立することだ。この点は同社自身も強く意識しており、それは「EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.com」を情報マーケティングに活用しようとしている点に表れている

ここでいう情報マーケティングとは、写真に含まれる情報（位置情報や撮影データなど）を活用してサイト閲覧者を刺激し、カメラの愛好者や利用頻度を高めることで市場の活性化、ひいては同社の売上増加につなげようというものだ。具体的な情報利用の在り方については様々なケースが考えられるが、具体的な内容はまだ明らかにされていない。

「EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.com」において同社が当面注力するのは、サイトにアップされた写真コンテンツの充実だ。高品質の写真を多数集めて、サイトのブランド価値や知名度を高めることが第一歩だという位置付けだ。その次のステージとしては、アプリ化（アプリを開発して利用の簡便性、アクセス性の向上）、フォトコンテスト、法人会員機能などを盛り込みながら、ユーザー満足度向上につなげ、新規会員数増加とサイトのPV数上昇に伴う広告収入や有料サービスの導入などへとつなげていく方針だ。

弊社では前述した流れをより直接的に確立するための策として、「EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.com」にアップされた写真を商業利用等でマネタイズして、得られた対価をユーザーに還元するような仕組み作りが考えられるとみている。そこで得られたお金やポイントを Map Camera の中で活用できる（例えばポイントでカメラやレンズを買える）仕組みができれば、前述した流れは確実に太くなると期待している。

越境 EC を開始へ。長期的には重要な意味を持つてくる可能性

4. 注目の取り組み：越境 EC

同社は 2018 年 3 月期中に取り組む新たな施策として越境 EC の開始を表明した。「価値ある商品」は世界のどこでもニーズがあるという信念と、EMS（国際郵便サービス）の質向上などから越境 EC がカメラや時計など高額品でも十分実現可能だと判断したもようだ。当面は北米地域を対象に、2018 年 3 月期第 2 四半期末からのスタートを計画している。具体的には Amazon や eBay などのモールに出店し、販売していく方針だ。これは自社サイトよりも EC モールを活用した方が集客上有利との判断による。

同社は越境 EC に乗り出す理由として、価値ある中古品の相場の維持や販売促進を挙げている。具体的には、100 万を超えるライカの中古レンズを国内顧客だけを相手に販売するよりも、世界を対象にすれば富裕層のライカファンはたくさんおり、値下げやセールをすることなく販売できるというようなことだ。

弊社では、越境 EC は相場維持目的の以外にも、超長期的には意味合いが極めて重要になってくると考えている。詳細は後述するが、同社の成長の根源は国内の“カメラ・レンズ蓄積量”の存在にあるというのが弊社の考えだ。この蓄積量が物理的に減少することはあまり考えにくいだが、固定化・固着化することは考えられる。愛好家が減少してカメラ・レンズ資産が死蔵化されてしまう状況だ。そうなれば同社の事業モデルはワークしなくなる恐れがある。その時に、海外市場（カメラ愛好家）へのアクセスを確立しておけば国内のカメラ・レンズ資産を流動化させ、自社の成長につなげることができる。また、国内で同社が行っている事業モデルは国外で実践する（すなわち、“事業モデルの輸出”）ことが可能だとも考えている。弊社ではそうした観点から同社の越境 EC には大いに注目しており、今後の展開を見守りたいと考えている。

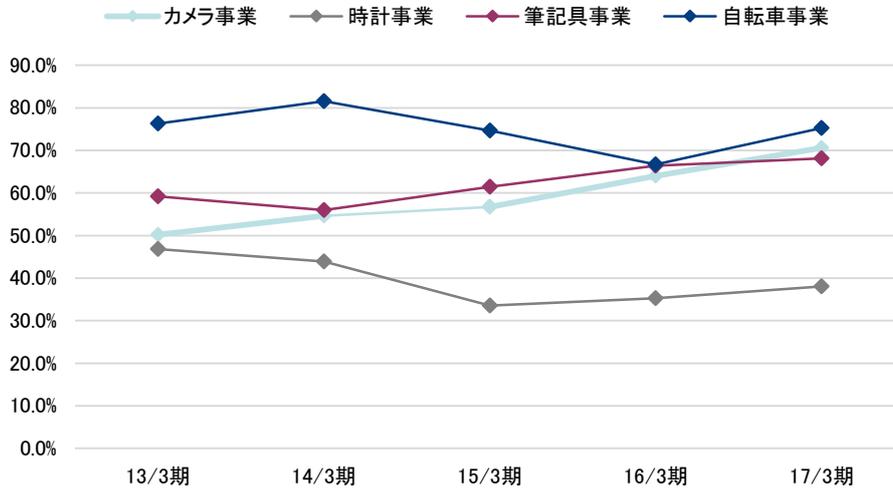
自社 EC サイト販売比率がカメラ並みに上昇。 EC 取引の本格化で時計事業の成長に期待が高まる

5. 時計事業の成長ポテンシャル

時計はカメラと並ぶ同社の事業の柱であるが、時計とカメラとではこれまでは収益構造が多少異なっていた。具体的には、時計はカメラに比べて EC 比率が低く（すなわち店舗売上高の比率が高い）、仕入れ（買取）においても同様に店頭・対面の取引が多いということだ（同社の店舗が新宿に 1 店舗しかないことを考慮すると、この店舗売上高の比率の高さ及び金額の大きさは別な意味ですごいとも評価できるが）。

成長戦略

時計事業と他事業のEC比率比較



出所：会社資料よりフィスコ作成

この理由は比較的容易に説明がつく。カメラは工業製品であり、機能性が担保されていれば外観の傷などにはあまりこだわらないという客層が多いのに対し、時計、とくに同社が扱う高級機械式時計は、工芸品やアクセサリと捉えられているケースが多いため、機能に加えて外観にもこだわりを持つ客層が多いということだ。こうした傾向は同社に限った話ではなく、世の中の時計の販売はカメラに比べて店頭取引が中心であるということだ。

したがって、同社の時計事業の成長戦略としては、消費者の固定概念を崩して『ECで高級時計を買っても安心・安全だ』ということを浸透させることだと考えられる。この点に関し、2017年3月期において注目される動きがあった。1つはEC販売に占める自社サイト比率が前期の50.4%から比べて大きく上昇して70.1%に達したことだ。もう1つは時計の中古品比率が前期の36.8%から2017年3月期は42.9%に上昇したことだ。

時計事業のEC関連指標の変化

		2016年3月期	2017年3月期
ECにおける自社サイト比率	時計事業	50.4%	70.1%
	カメラ事業	約70%	約70%
売上高に占める中古品比率	時計事業	36.8%	42.9%
	全社平均	42.3%	45.7%

出所：会社資料よりフィスコ作成

この原因は同社の自社サイトのコンテンツの充実にあると考えられる。同社は画像の高精細化に加え画像数を30カットに増やした。その結果として状態や傷の確認がサイト上で十分できるようになった。また、2015年12月の東証1部上場で企業としての知名度や信用力も一段と高まったことも一因と考えられる。こうした様々な要因が重なり、同社は、高級時計を“シュッピン (GMT) から”ECで取引(購入、買取)することは安心・安全である、との評判を確立したと弊社では考えている。

前述のように2017年3月期の時計事業のEC売上高は前期比22.4%の伸びを示し、4事業のうちで最も高かった。EC取引が順調に拡大すれば、同社が当面の区切りと考える売上高100億円規模には早晩到達できると弊社では期待している。

単年度の出荷台数の伸びではなく、カメラ蓄積量こそが重要。 それを流動化させることが同社の成長の根幹

6. カメラ市場の動向とシュッピンの成長ポテンシャルについて

2016年のデジタルカメラ全体の国内出荷台数は3,520,377台で前年比28.1%の減少だった。このうち、同社が主として取り扱うレンズ交換式デジタルカメラは1,283,243台で同21.2%減となった。こうした動向を踏まえて、同社の事業の成長性に懸念を持つ向きもあるが、そうした懸念はまったく不要であり、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との弊社の考えは従来からまったく変わっていない。

その理由は同社が新品のみならず中古品を取り扱っていることにある。カメラは工業製品としての価値が問われている点が決定的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いか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。

もう1つの重要な視点は、同社が取り扱うカメラは基本的にレンズ交換式だという点だ。すなわち、カメラ本体のみならず、レンズもまた商材として大きなウエイトを占めている。正確な統計はないが、レンズ交換式カメラの愛好家の消費支出は、カメラ本体よりもレンズのほうが大きいとみられる。1台のカメラ本体に対して複数のレンズをそろえるためだ。

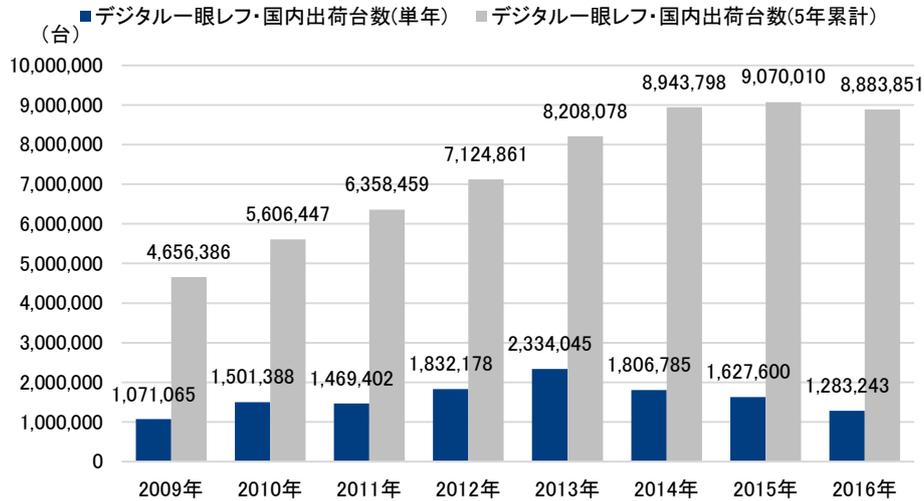
レンズ交換式カメラユーザーのそうした消費行動からは、それが中古品であれ新品であれ、その人自身にとってはすべてが“新製品”だということが浮かび上がってくる。“自分にとっての新製品”をECで安心安全に取り引く場としてMap Cameraの知名度及びブランド力は既に確立したというのが弊社の評価だ。そうした同社の成長性を判断する上で重要なのは、単年度の伸びではなく、市中の“カメラ・レンズ蓄積量”であると弊社では考えている。

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、900万台前後の水準が続いている。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、同社がターゲットとするカメラ・レンズ蓄積量はグラフが示唆する以上に大きいと弊社では考えている。

同社の成長戦略の根幹は、“カメラ・レンズ蓄積量”を活性化、流動化させて自社のECサイトを通じて取り引きしてもらうことだ。そのために同社が様々な仕組みづくりや施策を打っていること、及びその効果が数字としてきちんと出ていることは、前述したとおりだ。これまでの進捗をみる限り、同社の成長性を疑う理由が見当たらないというのが弊社の考えだ。

成長戦略

レンズ交換式デジタルカメラの出荷台数と蓄積量の推移



出所：一般社団法人カメラ映像機器工業会の資料よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2018年3月期の業績予想は充分達成可能。 成長戦略の各施策の進捗に注目

2018年3月期通期について同社は、売上高 28,429 百万円（前期比 13.7% 増）、営業利益 1,402 百万円（同 27.8% 増）、経常利益 1,387 百万円（同 28.6% 増）、当期純利益 950 百万円（同 28.2% 増）と、引き続いての増収増益を予想している。

2018年3月期決算の概要

(単位：百万円)

	17/3 期		18/3 期			
	2Q 累計 実績	通期 実績	2Q 累計 予想	前年同期比	通期 予想	前期比
売上高	11,161	24,996	12,913	15.7%	28,429	13.7%
営業利益	472	1,097	586	23.9%	1,402	27.8%
売上高営業利益率	4.2%	4.4%	4.5%	-	4.9%	-
経常利益	466	1,078	579	24.2%	1,387	28.6%
当期純利益	319	741	396	23.8%	950	28.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

シュッピン | 2017年6月26日(月)
 3179 東証1部 | <http://www.syuppin.co.jp/ir/>

今後の見通し

弊社では2018年3月期の業績予想については、十分達成可能だと考えている。今期は2017年3月期第4四半期に導入したOne to OneマーケティングPhase 2が期初から効果を発揮すると期待されるほか、第2四半期末からはレコメンド機能のPhase 3がスタート予定だ。これらに加えカメラ事業では、カメラ購入後に参加できる場のEVERYBODY × PHOTOGRAPHER.comがローンチされ、それによるカメラ愛好者の活性化が期待される。また時計事業でもGMTの自社サイトの認知度向上と自社に対する信頼性の高まりが組み合わさってEC売上高が大きく拡大するステージに入ってきたと期待される。2018年3月期においても、カメラと時計がけん引する形で、前期比10%～15%の増収は充分期待できるだろう。

利益面では、前述のようにEC特化型の収益構造のため、売上高の拡大ペースに対して費用のそれは緩やかであるため、増収分が利益に反映され易い。売上高が10%～15%の増収を遂げれば、利益の25%～30%の成長はおのずと達成されると弊社では考えている。

2018年3月期の注目点としては、成長戦略の項で触れた、One to Oneマーケティング、EVERYBODY × PHOTOGRAPHER.com、越境ECの進捗やユーザーの反応だと考えている。それらの状況次第で、3年～5年の中長期的成長に一段と確信を深めることができると期待している。

損益計算書

(単位：百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	
				2Q累計(予)	通期(予)
売上高	19,166	22,705	24,996	12,913	28,429
YOY	22.8%	18.5%	10.1%	15.7%	13.7%
カメラ事業	13,758	16,572	18,131	-	-
時計事業	4,680	5,301	6,013	-	-
筆記用具事業	363	470	511	-	-
自転車事業	363	360	339	-	-
売上総利益	3,348	3,729	4,202	-	-
売上総利益率	17.5%	16.4%	16.8%	-	-
販売費・一般管理費	2,461	2,897	3,105	-	-
売上高販管費率	12.8%	12.8%	12.4%	-	-
営業利益	886	832	1,096	586	1,402
YOY	26.4%	-6.1%	31.8%	23.9%	27.8%
売上高営業利益率	4.6%	3.7%	4.4%	4.5%	4.9%
経常利益	870	821	1,078	579	1,387
YOY	26.2%	-5.6%	31.3%	24.2%	28.6%
当期純利益	563	560	741	396	950
YOY	44.5%	-0.6%	32.2%	23.8%	28.2%
分割調整後					
1株当たり利益(円)	47.08	46.81	61.91	33.08	79.36
1株当たり配当金(円)	7.00	8.00	12.00	-	18.00
1株当たり純資産(円)	189.66	229.47	283.38	-	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

シュッピン | 2017年6月26日(月)
 3179 東証1部 | <http://www.syuppin.co.jp/ir/>

今後の見通し

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
流動資産	2,952	3,475	4,024	4,905	5,727
現預金	571	441	492	506	644
売上債権	844	1,049	917	1,327	1,612
棚卸資産	1,362	1,790	2,222	2,757	3,209
固定資産	533	787	1,085	1,001	949
有形固定資産	109	101	159	137	123
無形固定資産	120	210	607	530	468
投資等	304	476	318	333	356
資産合計	3,487	4,263	5,110	5,907	6,676
流動負債	1,495	1,906	2,260	2,585	2,954
支払債務	510	727	656	940	823
短期借入金等	610	650	871	1,215	1,428
固定負債	620	589	579	568	322
長期借入金、社債	612	584	577	568	322
株主資本	1,371	1,766	2,270	2,746	3,392
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	2,474
新株予約権	-	-	-	6	6
純資産合計	1,371	1,766	2,270	2,753	3,399
負債・純資産合計	3,487	4,263	5,110	5,907	6,676

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)

	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期
営業活動によるキャッシュ・フロー	85	79	157	90	388
投資活動によるキャッシュ・フロー	-129	-225	-262	-333	-122
財務活動によるキャッシュ・フロー	234	16	154	257	-128
現預金増減	190	-130	51	14	137
期首現預金残高	380	571	441	492	506
期末現預金残高	571	441	492	506	644

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 株主還元策

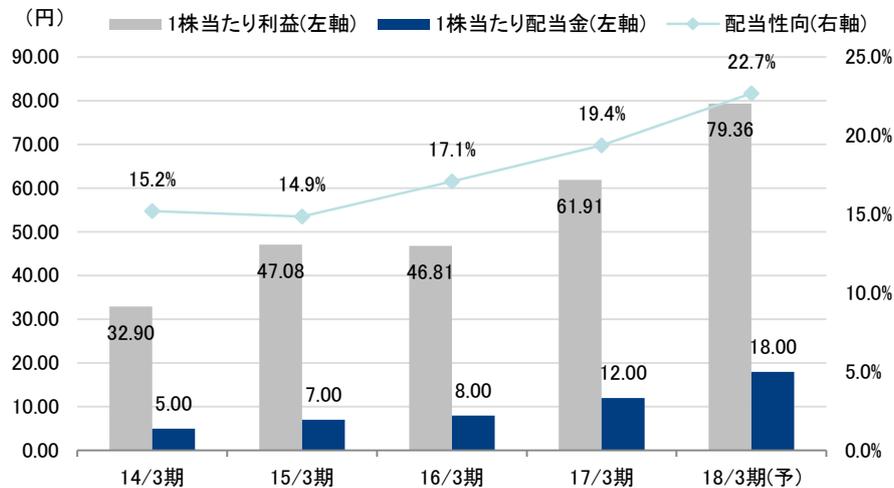
同社は株主還元を重要な経営課題として位置付け、配当による還元を基本方針としている。2017年3月14日付で同社は配当方針の変更を発表した。

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。

この方針変更を反映して2017年3月期の配当は従来の7円配の予想から12円配へと大幅に引き上げられた。前期比では4円の増配となる。配当金総額は143百万円となり、当期純利益741百万円に対する配当性向は19.4%となる。

2018年3月期について同社は、前期比6円増配の18円の配当予想を公表している。予想1株当たり利益が79.36円のため、予想配当性向は22.7%となる。

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

重要事項（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。“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・加工することは堅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・譲渡することは堅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