

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

シュッピン

3179 東証プライム市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2023年6月21日(水)

執筆：客員アナリスト

柴田郁夫

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
1. 2023年3月期の業績	01
2. 2024年3月期の業績予想	02
3. 今後の成長戦略	02
■ 事業概要	03
■ 企業特長	04
1. 成長モデル	04
2. 同社の特長（強み）	05
■ 決算概要	06
1. 2023年3月期決算の概要	06
2. 事業別の業績	08
3. グローバル展開	09
4. 四半期業績とKPIの推移	09
5. 2023年3月期の総括	12
■ 業績予想	12
1. 2024年3月期の業績予想	12
2. 弊社の見方	13
■ これまでの業績推移	13
■ 中長期の成長戦略	15
1. 環境認識	15
2. 中期経営計画	16
3. 2024年3月期の取り組み	17
4. SDGsへの取り組み	18
5. 中長期的な注目点	19
■ 株主還元	19

■ 要約

2023年3月期は価格相場下落により「時計事業」が苦戦するも、「カメラ事業」はAI活用などが奏功して順調に拡大。2024年3月期も好調なECを軸に増収増益を見込む。

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活かし、中古品と新品が相互に作用し合いながら会員基盤の拡大や業績の伸びを実現してきた。最近では、独自のEC買取やOne to Oneマーケティング、CGMの活用などにも取り組み、プラットフォーム型事業モデルとして進化を続けている。この数年間は、新型コロナウイルスの感染拡大（以下、コロナ禍）により店舗売上が低調に推移したほか、戦略的な在庫投資に取り組んできた「時計事業」については、世界的な価格相場下落を受けて一時的に落ち込んだものの、主軸である「カメラ事業」はAI活用による新たな機能の導入※などによりECを軸に順調に伸びており、事業モデルの進化という点においては明らかに一段上のステージに入ってきたと言える。

※ AIMD（AI技術を用いたマーチャライジングシステム）や、AIコンテンツレコメンド（同社が作成し保有している大量のコンテンツ記事をAIが顧客の嗜好性分析して配信）など。

1. 2023年3月期の業績

2023年3月期の業績は、売上高が前期比5.0%増の45,618百万円、営業利益が同21.6%減の2,463百万円と増収減益となったが、売上高は過去最高、営業利益は過去2番目の水準を確保した。主力の「カメラ事業」については、AIを活用したOne to Oneマーケティングが奏功したことや、カメラメーカー各社からの大型新製品の販売により市場全体が活況を呈したことも手伝って大きく拡大した。ただ、もうひとつの柱である「時計事業」が、中国のロックダウンなど国際情勢等の影響を受けて免税売上（店舗売上）が低調に推移したことに加え、グローバル価格相場の大幅な下落により落ち込んだ。もっとも、足元では「時計事業」も回復傾向にあるようだ。利益面でも、「カメラ事業」が高い売上総利益率を維持した一方、「時計事業」における赤字販売の実施や商品評価損の計上などが利益を圧迫し営業減益となり、営業利益率も5.4%（前期は7.2%）に低下した。活動面では、越境ECの強化やレディースブランドサロン「BRILLER（ブリエ）」のリニューアルオープンなど、将来を見据えた取り組みにおいて一定の成果を残すことができた。

2. 2024年3月期の業績予想

2024年3月期の業績について同社は、売上高を前期比9.7%増の50,028百万円、営業利益を同26.8%増の3,122百万円と増収増益を見込んでいる。引き続き好調な「カメラ事業」がECを軸に増収に大きく寄与する。一方、前期に落ち込んだ「時計事業」については、価格相場に回復の兆しがあるうえ、インバウンド需要（免税売上）の戻りも期待できるものの、保守的な水準（若干の減収）を想定している。利益面でも、「カメラ事業」の伸びや「時計事業」の損益改善が増益に大きく寄与する。特に、AIMDの導入効果（バージョンアップを含む）に加え、「時計事業」の一過性要因（赤字販売の実施や評価損の計上）の解消により、売上総利益率は18.0%（前期は17.0%）にV字回復する想定である。また、販管費については、今後の事業拡大に向けた人的資本の強化や基幹システムの更新などに伴い増加するものの、売上総利益の伸びで吸収することで営業増益を実現し、営業利益率も6.2%（前期は5.4%）に改善する。

3. 今後の成長戦略

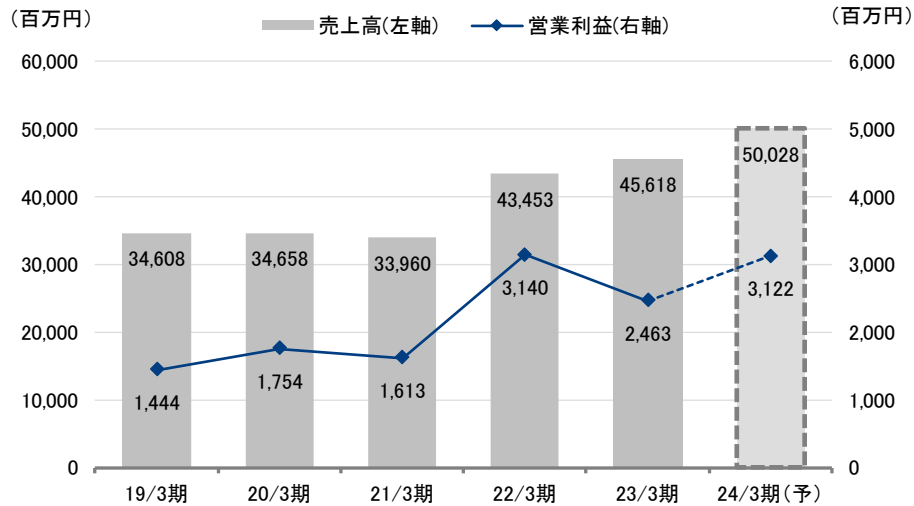
同社は、毎年、向こう3ヶ年の中期経営計画を更新（ローリング）しており、2023年5月に新たな中期経営計画を公表した。引き続き、カメラ・時計のさらなる成長と越境ECによるグローバル展開の活性化などに取り組む方向性であり、シェア拡大に伴うEC売上の持続的成長をドライバーとして位置付けている。また、AI活用による利益率の改善とスリムな経営による販管費率の低減により、売上高の成長以上に利益成長を重視する方針としており、最終年度となる2026年3月期の目標として、売上高63,141百万円（3年間の年平均成長率11.4%）、営業利益4,827百万円（営業利益率7.6%）を目指していく。2024年3月期については、AIMDのバージョンアップによるカメラの在庫回転率の改善に加え、「時計事業」についてもMDをサポートするAIシステムの構築により相場変動に左右されない「仕組み化」などに取り組む。

Key Points

- ・ 2023年3月期は増収減益ながら過去最高の売上高、過去2番目の営業利益水準を確保
- ・ 世界的な価格相場下落により「時計事業」が落ち込むも、足元では回復傾向
- ・ 2024年3月期は「カメラ事業」の成長と「時計事業」の損益改善により増収増益を見込む
- ・ 中期経営計画では、カメラ・時計のさらなる成長と越境ECによるグローバル展開の活性化にも取り組み、EC売上の持続的成長とAI活用による利益率の改善を実現していく方針

要約

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業概要

カメラや高級腕時計など価値ある「新品と中古品」に特化した EC 事業を展開。AI 技術の積極活用により独自の進化を継続

同社は、カメラや高級腕時計など「価値あるもの（新品と中古品）」に特化した EC（e コマース）企業である。EC 市場の拡大等を追い風として、専門性の高い商材に特化したポジショニングやインターネットを活用した独自の事業モデルの確立により、高い成長を実現してきた。最近では、AIMD（AI 技術を用いたマーチャングイングシステム）や、AI コンテンツレコメンド（同社が作成し保有している大量のコンテンツ記事を AI が顧客の嗜好性分析して配信）の導入など、テクノロジーを駆使した専門性の高い EC サイトとして進化を続けている。

現在の Web 会員数は約 62 万名に上る（2023 年 3 月末時点）。毎月 4,000 名を超える新規会員獲得により順調に積み上げてきた。一方、店舗数は 1 商材 1 店舗を基本方針とし、東京都内に 5 店舗を構えている。店舗も一定の業績貢献をしているが、情報発信基地として EC 事業を補完する機能を果たしている。また、「新品」と「中古品」の売上比率はおおむね 1：1 で安定しているが、それぞれに重要な役割を担っており、相互に作用しながら相乗効果を生み出してきた。

事業概要

事業セグメントは、「カメラ事業」「時計事業」「筆記具事業」「自転車事業」の4つ※で構成されており、主力の「カメラ事業」が売上高の約70%を占めている。一方、「時計事業」については、世界的な高級腕時計相場の下落による影響を受けて一時的に苦戦しているが、相場に左右されない「仕組み化」を進めつつも、戦略的商品ラインナップの拡充とグローバル展開により成長を加速する方針に変わりはない。

※ カメラ事業は「Map Camera」、時計事業は「GMT」及び「BRILLER」(レディースブランドサロン)、筆記具事業は「KINGDOM NOTE」、自転車事業は「CROWN GEARS」の屋号にて展開している。

■ 企業特長

独自の EC 買取や One to One マーケティング、AI 活用など、プラットフォーム型事業モデルに強み

1. 成長モデル

同社の売上高は、Web 会員数の拡大とともに成長してきた。すなわち、効果的な EC マーケティングを通じて新規顧客を獲得するとともに、会員として囲い込み、継続購入を促していくことが、売上高の伸びにつながるストック型ビジネスと言える。したがって、新規会員獲得数や総会員数に加え、購入会員数及びアクティブ率※が重要な KPI となっている。現在の Web 会員数は約 62 万名に上るが、今後も独自の事業モデルを通じて、若年層や女性会員の増強、関東圏以外でのシェア拡大など、まだまだ新規会員獲得(及び会員数拡大)の余地は大きい。また、アクティブ率の維持・向上による購入会員数の拡大についても、業績の底上げやコスト面でのメリットが期待できる。さらには、「商品」(中古品在庫)の積み上げも将来の売上増につながる重要な KPI である。同社は、同業他社(リユース、リサイクル等)が多額の広告宣伝費を使って中古品を集めているのとは違い、独自の EC 買取の仕組みや目利き、さらには AI の活用等により、同社のコアバリューである「価値ある財庫」を集めることに注力しており、それが新規会員獲得や継続購入に結びついてきたと言える。

※ 同社では、各四半期はじめの会員数に対するその四半期の購入会員数(新規での購入会員は除く)をアクティブ率と定義している。

2. 同社の特長（強み）

(1) 独自の EC 特化型モデル

同社は、創業以来、「価値あるもの」に限定した EC 特化型モデルにこだわってきた。すなわち、高付加価値商材に対する専門性と EC による利便性により、独自のポジショニングを確立してきたと言える。特に、固定費を抱えないことにより景気変動に柔軟に対応できるうえ、規模拡大に向けてボトルネックが少ないこと、売上高の伸びとともに高い収益性を実現できるところに着目し、そのメリットを享受している。また、同業他社が他社モールへの依存度が高いことに対して、独自サービスの提供により、自社サイト比率（約 80%）を高めてきたところにも強みがあり、それによって手数料負担の軽減はもちろん、後述するプラットフォーム型の事業モデルを可能としてきた。一方、店舗についても、この数年間はコロナ禍の影響を受けてきたものの、インバウンド需要（免税売上）などの追い風もあって一定の業績貢献や情報発信基地としての役割を担ってきた。同社では、これからも EC（特に、プラットフォームとしての自社サイト）を軸とした事業を展開していく方針である。

(2) 新品と中古品による相乗効果

売上高全体に占める「新品」と「中古品」の比率はおおむね 1:1 で推移している。同社にとって、それぞれに重要な役割があり、相互に作用し合いながら会員基盤の拡大や業績の伸びに貢献してきた。すなわち、一品ものが多く、利益率の高い「中古品」に対して、競争の激しい「新品」を取り扱うことの意義は、業績への貢献はもちろん、新規会員の獲得（新たな顧客の囲い込み）や「中古品」を下取りする機会を得るところにある。特に、新製品の発売時は、業績インパクトが大きいうえ、新規会員獲得の最大のチャンスとなっている。したがって、「中古品」の販売拡大のために「新品」の取り扱いが触媒として機能している一方、「新品」の販売にとっても、顧客の所有する「中古品」の下取り（納得のいく買取金額の提示）により差別化を図ることができ、相乗効果を生み出している。

(3) 「価値ある財庫」を集める仕組み

同社の成長は、前述のとおり、いかに「価値ある財庫」（中古品）を集めるかにかかっている。良質な在庫をとりそろえることは、同社のブランド価値を高め、買い手をひきつけることはもちろん、売り手の信頼にもつながり、さらに良質な在庫を集める正の循環を生み出す。同社は、1) 細かい査定基準により商品価値に見合った納得の買取金額を提示していること、2) 新品を取り扱うことで下取りニーズに対応していること、3) ネット上で手軽に買取目安金額が検索できること、などの機能充実を図ることで、他社との差別化を実現してきた。また、「ワンプライス買取」※1 や「先取交換」※2 など、独自の EC 買取の仕組みを導入しているところも、売り手の利便性をさらに高め、EC 買取額の拡大に結び付いている。AI 活用にも積極的であり、AI 顔認証によるオンライン本人確認※3 や AIMD※4 の導入による効率化（機会損失の削減）にも取り組んでいる。

※1 同社が指定した商品に関して定額買取金額を保証するサービス（2013年7月より開始）。

※2 所有するカメラで下取（交換）に出して、新たに商品を購入する際に、先に顧客が商品を受け取ることができるサービス（2014年9月より開始）。

※3 従来、本人確認には、利用者の本人確認書類（住民票写しの原本）を郵送する必要があったが、利用者の顔と身分証の画像確認の一致が可能なシステムの導入により、オンライン上で本人確認が完結する（さらに、2回目以降の買取については、IDとパスワードだけで本人確認手続きが完了）。

※4 AIを活用した中古カメラの買取価格・販売価格の自動アシストシステムである。従来は約2万アイテムを超える取扱品目をすべて人手によって価格を決めてきた。ただ、タイムリーな価格決定は一部に限られ、結果的に機会損失となるケースも多い。本システムは価格を全自動で決めることができようとするものであり、適正かつタイムリーな価格決定により、機会損失を減らすことが期待される。

企業特長

(4) プラットフォーム型事業モデル

購入前→購入時→購入後の流れのなかで、価値ある情報を提供し、継続購入を促すプラットフォーム型の事業モデルを構築してきたところも特長と言える。すなわち、カメラを楽しむ情報（購入前）→購入しやすいサービス（購入時）→購入後に楽しめるサービス（購入後）といった循環をつくり、その輪を大きくすることで、会員基盤の拡大と活性化、さらには業績の伸びに結び付けていく戦略である。特に、購入時のサービスについては、ECサイトのパーソナライズ化（欲しいリスト、入荷お知らせメール、パーソナルレコメンド等）により、One to One マーケティングを実現。また、情報の充実やファンの醸成等を目的として CGM^{※1}の活用や Web マガジン^{※2}の配信にも取り組んでおり、日本最大級のカメラ専門のポータルサイトを目指している。最近では、AIMD、さらには AI コンテンツレコメンド^{※3}といった、AI 活用による独自機能の導入により、同社ならではの進化を続けている。

- ※1 Consumer Generated Media の略。掲示板や口コミサイトなど一般ユーザーが参加してコンテンツができるメディアのこと。
- ※2 オンライン上で閲覧できる雑誌のこと。同社では、月間 100 万 PV 以上の 4 つのコンテンツを集約した Web マガジン「StockShot」（ストックショット）を配信している。
- ※3 AI エンジンの活用により、顧客の閲覧履歴や購買履歴をもとに、「オススメの StockShot 記事」を LINE やメールマガジン、アプリプッシュにより自動配信するサービスである。顧客は価格の高い、安いだけではなく、顧客の求める機能や性能、嗜好などに見合った対価であるかどうかを判断する情報を得ることができる。

■ 決算概要

2023年3月期は価格相場下落により「時計事業」が苦戦するも、好調な「カメラ事業」の伸びにより高い業績水準を確保

1. 2023年3月期決算の概要

(1) 決算の概要

2023年3月期の業績は、売上高が前期比 5.0% 増の 45,618 百万円、営業利益が同 21.6% 減の 2,463 百万円、経常利益が同 23.5% 減の 2,439 百万円、当期純利益が同 23.1% 減の 1,697 百万円と増収減益となったが、売上高は過去最高、営業利益は過去 2 番目の水準を確保した。ただ、期初予想に対しては、「時計事業」の落ち込みにより下回る着地となっている（2023年2月7日公表の修正計画に対しては超過）。

主力の「カメラ事業」については、AI を活用した One to One マーケティングが奏功したことや、カメラメーカー各社からの大型新製品の販売により市場全体が活況を呈したことも手伝って大きく拡大した。ただ、全社業績が期初予想を下回ったのは、もうひとつの柱である「時計事業」の落ち込みによるものである。中国のロックダウンなど国際情勢等の影響を受けて免税売上（店舗売上）が低調に推移したことに加え、下期に入ってからグローバル価格相場の大幅な下落が業績の低迷を招いた。したがって、「時計事業」の想定外の落ち込みを「カメラ事業」の伸びでカバーし、業績全体では高い水準を維持した格好と言える。もっとも、足元では「時計事業」も回復傾向にあるようだ。また、「筆記具事業」及び「自転車事業」については堅調に推移している。

決算概要

利益面でも、「カメラ事業」が高い売上総利益率を維持した一方、「時計事業」における赤字販売の実施や商品評価損の計上などが利益を圧迫し、全体での売上総利益率は17.0%（前期は18.5%）に大きく低下した。また、給与ベースアップに伴う人件費やクレジット手数料の増加等により販管費率も11.6%（前期は11.3%）に上昇した結果、営業利益率は5.4%（前期は7.2%）に低下した。

財政状態については、「現金及び預金」や「商品」在庫の増加等により総資産は前期末比4.6%増の15,066百万円となった。一方、自己資本は内部留保の積み増しにより同18.5%増の6,477百万円となったことから、自己資本比率は42.9%（前期末は37.9%）に改善した。なお、「商品」在庫については8,812百万円（前期末比5.8%増）と前期末比では若干増えているものの、年末商戦により一旦膨らんだ12月末の残高（11,234百万円）からは大きく圧縮を図っているほか、在庫の入れ替え等により仕入原価も下がっているようだ。

(2) 売上総利益率及び販管費の状況

2023年3月期の売上総利益率（全体）は17.0%（前期は18.5%）に大きく低下した。前述のとおり、「カメラ事業」についてはAIMDの安定稼働により高い売上総利益率を維持したものの、「時計事業」における価格相場下落に合わせた販売価格の見直しや在庫整理（適正化）を目的とする赤字販売の実施、棚卸商品評価損の計上などが利益を圧迫したことが理由であり、同社の事業モデル自体の収益性が低下しているわけではないことに注意が必要である。したがって、在庫の適正化が一巡した2024年3月期の売上総利益率については再び18.0%に回復する見通しとしている。また、販管費についても給与ベースアップに伴う人件費の増加に加え、売上高連動の販売促進費やクレジット利用手数料、新たなシステム開発投資に伴う運用費等が増加し、販管費率は11.6%（同11.3%）に若干上昇したが、11%台でコントロールできているという見方が妥当と言える。

販管費の内訳

（単位：百万円）

	22/3期		23/3期		増減	
	実績	売上比	実績	売上比	金額	増減率
販管費	4,894	11.3%	5,290	11.6%	396	8.1%
人件費	1,545	3.6%	1,645	3.6%	100	6.5%
広告宣伝費	47	0.1%	36	0.1%	-11	-23.1%
販売促進費	895	2.1%	939	2.1%	44	4.9%
業務委託費	354	0.8%	370	0.8%	15	4.5%
支払手数料	1,001	2.3%	1,157	2.5%	156	15.7%
減価償却費	187	0.4%	193	0.4%	6	3.2%
地代家賃	349	0.8%	352	0.8%	3	0.9%
その他	512	1.2%	593	1.3%	80	15.8%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 事業別の業績

(1) カメラ事業 (EC 比率 : 86.2%)

売上高は前期比 17.3% 増の 32,721 百万円、セグメント利益は同 20.8% 増の 3,810 百万円と順調に拡大し、過去最高業績を更新した。前期から取り組んでいる AIMD、AI コンテンツレコメンドといった、AI 活用による独自機能やサービスによる One to One マーケティングが奏功し、EC 売上が好調に推移している。特にメール、アプリに加え、2022 年 5 月からは LINE でのお知らせ機能（プッシュ通知）を開始し、スマートフォンでの利便性をさらに高めたことや、カメラメーカー各社から新製品が発売され市場全体が活況を呈したことも追い風となったようだ。店舗売上についても、新製品効果も手伝ってコロナ禍による落ち込みから順調に回復してきた。利益面では、AIMD の安定稼働により中古カメラの売上総利益率が改善し、大幅な増益を実現するとともに、高水準にあるセグメント利益率も 11.7%（前期は 11.3%）とさらなる改善を図ることができた。

(2) 時計事業 (EC 比率 : 50.5%)

売上高は前期比 19.2% 減の 11,603 百万円、セグメント損失は 191 百万円（前期は 1,129 百万円の利益）と減収減益となりセグメント損失に陥った。前期から取り組んできた戦略的商品ラインナップの拡充として、人気ブランド「ロレックス」の買取強化による国内最大級の在庫量確保と、EC サイトでの圧倒的な品ぞろえに注力した。ただ、中国政府による「ゼロコロナ」政策により、免税売上（店舗売上）が低調に推移したことに加え、高級腕時計の価格相場※が国際的に下落した影響を受けて業績は大きく落ち込んだ。特に、年末商戦に向けて戦略的在庫投資を増やしたことで価格相場の低迷が重なったことが拍車をかける格好となり、12 月以降はやむなく原価を下回る価格水準での販売（赤字販売）を行い在庫水準の適正化を図ったことに加え、期末の商品在庫に対して評価損（219 百万円）を計上したことが利益を大きく圧迫する要因となった。もっとも、2023 年 2 月以降の価格相場は緩やかながらも回復の途にあり、免税売上もインバウンド需要の復活とともに戻りつつある。

※ 欧州における地政学リスクの長期化や、各国の金融政策による急激な為替、商品価格の変動等に伴う世界的なインフレーションの進行等の余波を受け、期中を通じて腕時計価格は大幅に下落し、特に、ロレックス等の人気商品においては 30% 強の下落となった。

(3) 筆記具事業 (EC 比率 : 76.9%)

売上高は前期比 12.2% 増の 438 百万円、セグメント利益は同 593.2% 増の 38 百万円と増収増益となった。メーカーとの協業によるオリジナル商品の企画・販売に加え、レアモデルの万年筆等を多数取り揃えるなど、独自の商品ラインナップを充実させたことや、中古品の買取強化などが増収に寄与した。利益面でも、適切な販売価格の設定や売り場改装を通じた生産性の向上等により大幅な増益となった。

(4) 自転車事業 (EC 比率 : 63.7%)

売上高は前期比 7.8% 増の 854 百万円、セグメント利益は同 36.1% 増の 55 百万円と増収増益となった。コロナ禍における需要増が一巡したものの、スマートフォンアプリによる日常的な情報発信や EC サイト上での様々な営業施策が奏功したことに加え、店舗では世界的に人気の高い日本メーカーのパーツに対する免税需要が高まったこともあり、増収となった。利益面でも、引き続き効率性を重視した運営により収益性の改善も着実に進んできた。

決算概要

3. グローバル展開

越境 EC については、2017 年 8 月に「Map Camera」（カメラ事業）にて世界最大級のオンラインマーケットプレイス「eBay」へ出店したほか、「GMT」（時計事業）についても、2019 年 5 月に世界最大級の高級腕時計マーケットプレイス「Chrono24」、2020 年 7 月には「eBay」にも出店し、事業拡大に向けた体制を着実に整えてきた。加えて、サービスの質を重視した展開が奏功し、海外でのブランド力も確立されてきており、2023 年 3 月期の越境 EC 売上は約 25 億円(前期比約 1.6 倍)と順調に拡大してきた。特に「Map Camera」については、「eBay Japan Awards 2022」で最優秀賞を受賞している。また、2022 年 11 月 7 日には新たに「Buyee Connect」（海外向け購入サポートサービス）※の導入を開始し、自社サイトを通じて、筆記具、ロードバイクを含むすべての取扱い商材が世界 118 の国 / エリア（約 330 万人の会員）において購入が可能となった。

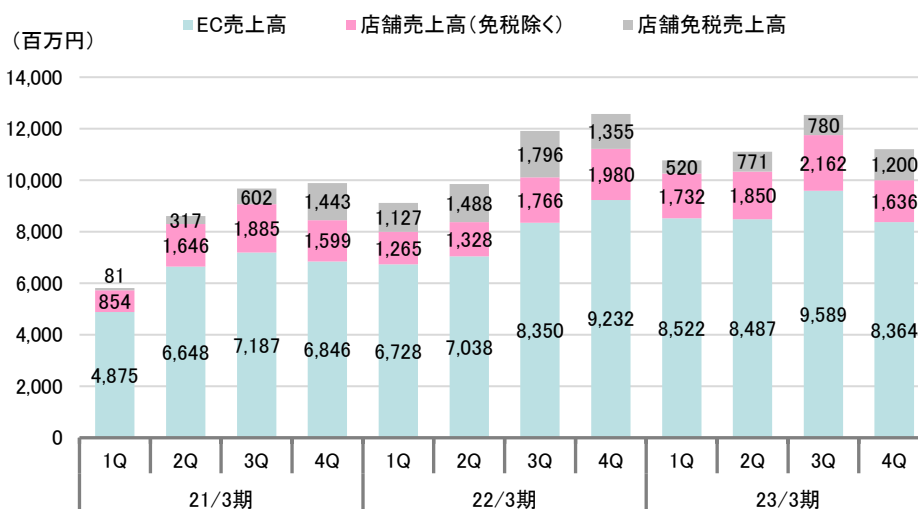
※ BEENOS<3328>の連結子会社である tenso(株)が運営する海外向け購入サポートサービス。

4. 四半期業績と KPI の推移

(1) 四半期業績の推移

2021 年 3 月期からの四半期推移を見ると、コロナ禍の影響により 2021 年 3 月期第 1 四半期に大きく落ち込んだものの、第 2 四半期からは「巣ごもり需要」による追い風や各施策の効果もあり、EC 売上が好調に推移し、コロナ禍前を上回る水準に伸びてきた。2022 年 3 月期も、コロナ禍の影響が続かなかで、EC 売上が順調に拡大したほか、戦略的な商品ラインナップの拡充により「時計事業」の免税売上も大きく貢献し、第 4 四半期は過去最高水準（四半期ベース）を更新した。2023 年 3 月期に入ってから、中国におけるロックダウンの影響などを受けて免税売上が低迷したことに加え、世界的な価格相場下落により「時計事業」が落ち込むも、「カメラ事業」は引き続き拡大基調にあり、全体では EC 売上を中心に高い水準を維持してきた。

四半期売上高の推移



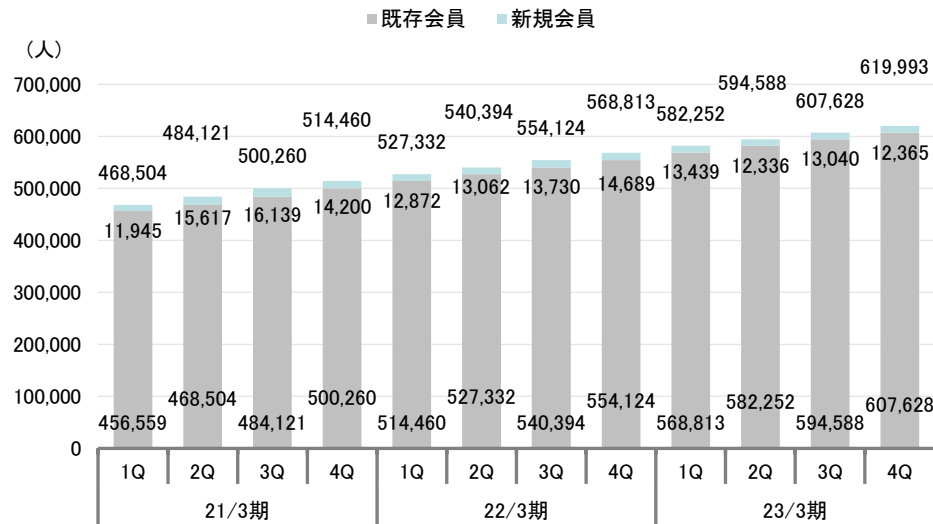
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

決算概要

(2) Web 会員数

2023年3月末のWeb会員数は60万名を突破し、619,993名(前期末比51,180名増)と順調に伸び続けている。コロナ禍に伴う外出制限をきっかけとして、手頃で身近な趣味としてカメラを始める人が増えたことや、これまでのEC強化策が軌道に乗り、同社ブランドや運営サイトの認知度が高まってきたことが背景にあると考えられる。世代別の構成比を見ると、年齢層は幅広いが、10代~30代の割合は40.7%を占め、インスタグラムなどのSNSの普及により、10代~30代の女性比率は23.1%と他年代と比べて高く、新たなターゲット層となっている。また、若い世代の構成比が増加しているなかでも、利用平均単価は維持されているところも特筆すべき傾向と言える。

Web会員数の四半期推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(3) 購入会員数とアクティブ率

購入会員数とアクティブ率についても、新規会員数が純増するなか、引き続き高い水準を維持している。「欲しいリスト登録数」※1や「入荷お知らせメール登録数」も順調に伸びており、それらのOne to Oneマーケティング施策もアクティブ率を高い水準で維持する要因になっているようだ。特に、「入荷お知らせメール登録数」については、メールやアプリだけでなく、2022年5月からはLINEでのお知らせ機能を開始し、配信数が大幅に増加※2したほか、One to OneマーケティングとAIMD、さらにはAIコンテンツレコメンドとの掛け合わせにより、リクエスト配信数※3も堅調に推移しており、これらも取引機会の拡大に大きく寄与している。

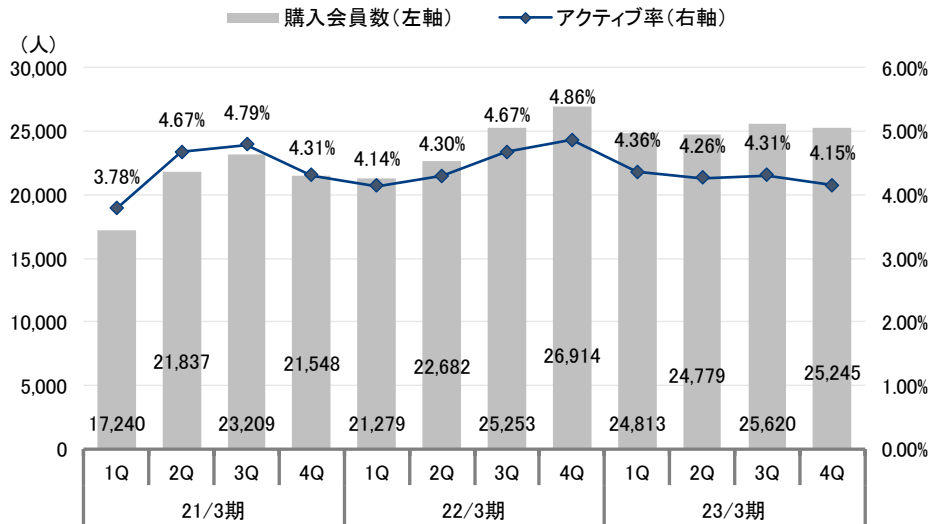
※1 「欲しいリスト」の登録商品数は直近で7~8万件/月と増加傾向にあり、2023年3月末には1,978,392件(前期末比276,364件増)に拡大している。

※2 「入荷お知らせメール」の登録数についても123,393件(前期末比21,705件増)と12万人を突破するとともに、月平均配信数は40万件に上っており、アクティブ率の維持・向上に貢献している。

※3 スマートフォン向けに月平均400万配信を実現している。同社のリアル店舗(新宿)の来店客数が月平均1万5,000人程度であることから、260店舗を超える情報発信力及び顧客接点を生み出していることになる。

決算概要

購入会員数とアクティブ率の推移

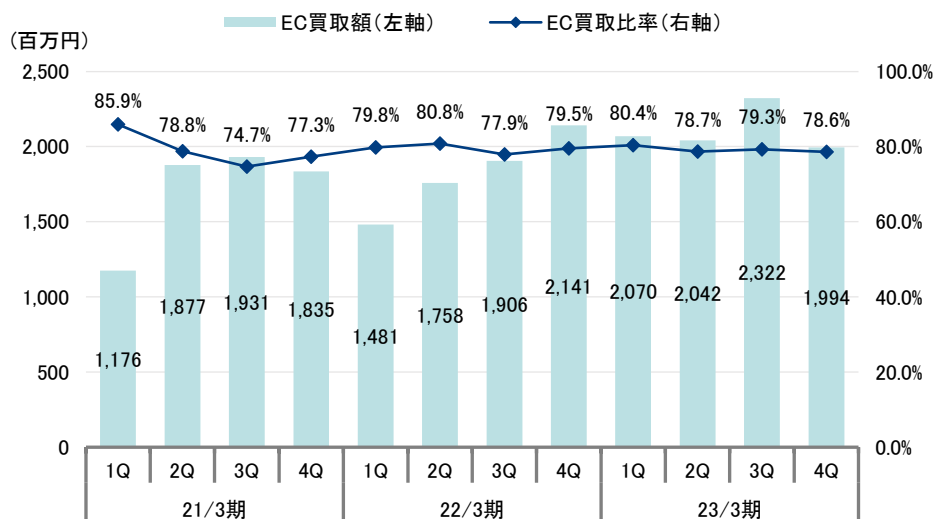


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(4) 中古カメラ買取額

中古カメラ買取額についても、これまでの AI 顔認証システム (2020 年 6 月) や AIMD (2021 年 3 月) に加え、AI コンテンツレコメンドの導入 (2022 年 3 月) など EC 強化を図ってきたことが奏功し、EC での買取比率は 80% 近い水準で推移している。また、様々な差別化要因のひとつである先取交換や下取交換も好調に推移しており、EC 買取比率の底上げに寄与している。

EC買取額及びEC買取比率の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

5. 2023年3月期の総括

以上から、2023年3月期を総括すると、「時計事業」の落ち込みは想定外であったものの、AI活用を含む各EC施策の効果発現により「カメラ事業」が順調に拡大し、高い業績水準を確保したところは評価すべきポイントと言える。特に、重視する各KPIが四半期ごとに好調に推移しており、同社の事業モデルそのものは順調に進化を続けているとの見方が妥当であろう。また、業績の足を引っ張った「時計事業」についても、思い切って在庫の適正化（仕入原価の引き下げ）に踏み切ったところは、V字回復に向けた決断として前向きに評価したい。また、活動面では、越境ECの強化やレディースブランドサロン「BRILLER（ブリエ）」のリニューアルオープン※など、将来を見据えた取り組みにおいて一定の成果を残すことができた。

※2022年11月1日に「BRILLER（ブリエ）」を“レディースブランドサロン”としてリニューアルオープンした。詳細については前回フィスコレポート（2022年12月21日発行）を参照。

業績予想

2024年3月期もECを軸とした「カメラ事業」の伸びや、「時計事業」の損益改善により増収増益を見込む。

1. 2024年3月期の業績予想

2024年3月期の業績について同社は、売上高を前期比9.7%増の50,028百万円、営業利益を同26.8%増の3,122百万円、経常利益を同26.8%増の3,092百万円、当期純利益を同25.7%増の2,133百万円と増収増益を見込んでいる。

引き続き好調な「カメラ事業」がECを軸に増収に大きく寄与する。一方、前期に落ち込んだ「時計事業」については、その原因となった価格相場が下げ止まり、回復の兆しがあるうえ、インバウンド需要（免税売上）の戻りも期待できるものの、期初時点では保守的な水準（若干の減収）を想定している。また、「筆記具事業」及び「自転車事業」についてはそれぞれ着実な伸びを継続する見通しである。

利益面でも、「カメラ事業」の伸びや「時計事業」の損益改善が増益に大きく寄与する。特に、AIMDの導入効果（バージョンアップを含む）のほか、「時計事業」における一過性要因（赤字販売の実施や評価損の計上）の解消により、売上総利益率は18.0%（前期は17.0%）にV字回復する想定である。また、販管費については、売上高に連動する費用（販売促進費やクレジット利用手数料など）の増加に加え、今後の事業拡大に向けた人的資本の強化や基幹システムの更新など先行投資により拡大するものの、売上総利益の伸びで吸収することで営業増益を実現し、営業利益率も6.2%（前期は5.4%）に改善する。

業績予想

2024年3月期の業績予想

(単位：百万円)

	23/3 期		24/3 期		増減	
	実績	構成比	予想	構成比	金額	増減率
売上高	45,618		50,028		4,409	9.7%
原価	37,864	83.0%	41,027	82.0%	3,162	8.4%
売上総利益	7,753	17.0%	9,001	18.0%	1,248	16.1%
販管費	5,290	11.6%	5,879	11.8%	588	11.1%
営業利益	2,463	5.4%	3,122	6.2%	658	26.8%
経常利益	2,439	5.3%	3,092	6.2%	652	26.8%
当期純利益	1,697	3.7%	2,133	4.3%	435	25.7%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

2. 弊社の見方

弊社でも、不安定な経済環境や相場変動による影響には引き続き注意が必要であるものの、ECを軸とする事業モデルが順調に進化し続けていることや、「時計事業」における一過性のマイナス要因が解消することを勘案すれば、同社の業績予想の達成は十分に可能であると見ている。特に、高級腕時計の価格相場が安定し、インバウンド需要が戻ってくれば、保守的な水準となっている業績予想の上振れ要因となる可能性もあるだろう。注目すべきは、AIMDのバージョンアップ（カメラ事業）やAIシステムによるMDサポート（時計事業）など、テクノロジーを駆使した新たな取り組みとその効果にある。今回の反省を踏まえた「時計事業」へのAI導入を始め、事業モデルのさらなる進化をいかに業績の伸びにつなげていくのか、今後の道筋をフォローしたい。

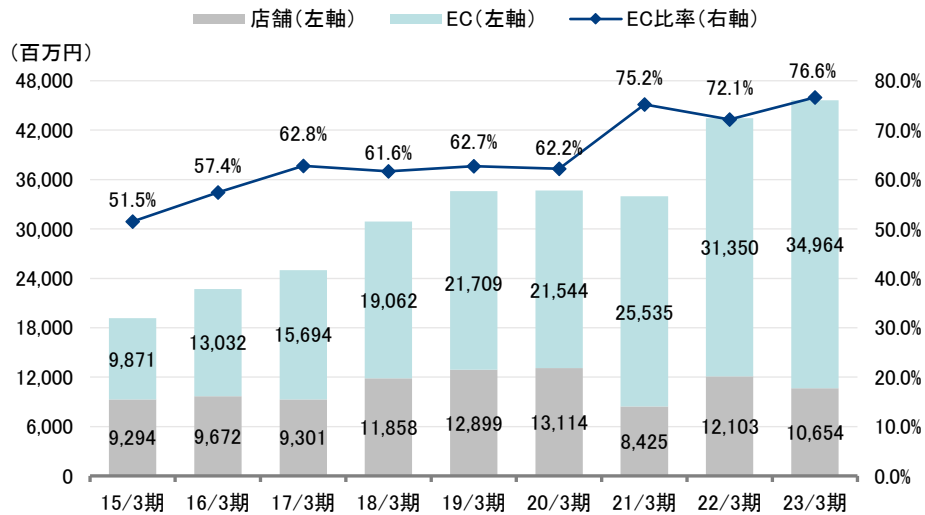
■ これまでの業績推移

AI活用を含む、独自のEC施策を通じたWeb会員数の拡大により右肩上がりの成長を実現

前期までの業績を振り返ると、売上高はWeb会員数の拡大やEC売上の伸びとともに右肩上がりの成長を実現してきた。2020年3月期以降は、売上成長よりも粗利率改善を重点課題として取り組んだことや消費増税の影響、さらにはコロナ禍に伴う店舗売上の落ち込みにより2期連続で伸び悩んだものの、2022年3月期は各EC施策（AIMDの導入を含む）の効果や戦略的在庫投資による「時計事業」の伸びにより大幅な増収を実現した。上場した2013年3月期から2023年3月期までの10年間の年平均成長率は13.86%（そのうち、EC売上高の年平均成長率は18.81%）に上る。また、利益面（営業利益）でも、売上高の伸びとともにおおむね増益基調をたどってきた。営業利益率は、しばらく4%～5%のレンジ内で推移してきたが、2022年3月期はAIMD導入による売上総利益率の改善や販管費の抑制により、大幅な利益率の向上を実現。2023年3月期は「時計事業」の一時的な落ち込みがあったなかで、営業利益率は5.4%の水準を確保しており、実質的な収益力の底上げは図られていると言える。

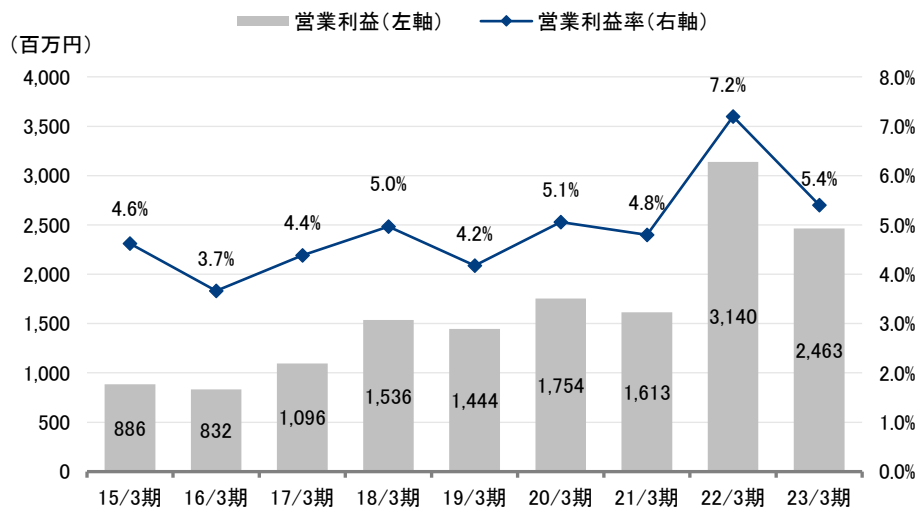
これまでの業績推移

売上高(店舗、EC)及びEC比率の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

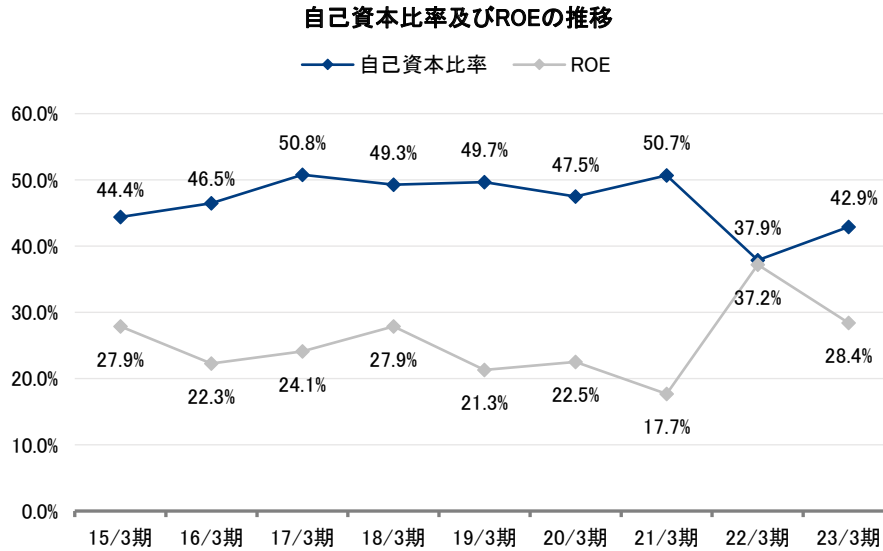
営業利益及び営業利益率の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

一方、財務面については、自己資本比率はしばらく 50% 水準で安定推移してきたが、2022年3月期は創業者からの自社株式の取得により 37.9% に低下した。一方、資本効率を示す ROE は 37.2% に上昇し、2023年3月期も 30% 近い水準を維持している。

これまでの業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略

新たに中期経営計画（ローリング方式）を公表。
 カメラ・時計のさらなる成長と越境 EC に取り組みとともに、
 AI 活用やスリム経営により利益成長を目指す方向性に変更はない。

1. 環境認識

(1) カメラ市場

カメラ市場は、スマートフォンの台頭によりしばらく縮小傾向が続いてきたが、2020 年度よりフルサイズミラーレスカメラへの本格移行が始まったことや、メーカー各社から注目の新製品が発売されたことで活況を呈しており、カメラ専門店にとっては追い風となっている。特に 2022 年前半までの半導体不足解消に伴い、フルサイズミラーレスカメラへの本格移行の波が加速することが予想されている。また、カメラを本格的な趣味にしたり、映像関連の仕事をしたりする人も年々増加傾向にあり、より専門性を求めて量販店から専門店に流れ込む動きもあるようだ。中古品市場についても、新製品の発売に伴って世代前のモデルが中古品として販売されるため、しばらく好調な市場環境が続く見通しである。同社の試算によれば、新品市場における同社シェアは約 10%、中古品シェアは約 20～23% と推定され、中古品シェアではトップクラスにある。

(2) 時計市場

日本国内の輸入腕時計市場（2022年）は、コロナ禍によるインバウンド需要（免税売上）の低迷や高級腕時計の世界的な価格下落のなかで、価格を下げてでも販売を行う動きが強かったこともあり、7,381億円（前年比26%増）の規模に拡大した（一般社団法人日本時計協会「2022年1月～12月日本の時計市場規模（推定）」）。もっとも、一時的な相場変動による影響を除いても、継続して成長トレンドにあることから、今後も魅力的な市場であるとの見方に変わりはない。特にシェア約2%程度の会社にとっては、伸びしろの大きな市場と言える。同社では、2021年9月からロレックスで日本一を目指す方針を打ち出し、戦略的な在庫投資を行ってきた。2021年12月末にはロレックスの取扱いで国内最大級にまで拡大し、さらなるラインナップの拡充を図ってきたが、その積極姿勢が相場下落の影響を受ける格好となり一時的な苦戦を強いられた。ただ、2023年1月には市場価格が下げ止まり、2月には免税売上高も大幅に回復に転じている。

2. 中期経営計画

同社は、毎年、向こう3ヶ年の中期経営計画を更新（ローリング）しており、2023年5月に新たな中期経営計画を公表した。2023年3月期の業績が「時計事業」の低迷により計画を下振れたことから、2022年に公表した前中期経営計画を減額修正[※]するとともに、新たに2026年3月期の計画を策定した。ただ、今後3年間の平均成長率として売上高を11.4%、営業利益を25.2%と見込んでおり、高い成長率を持続する見通しとなっている。

[※] 2022年に公表した前中期経営計画と比較すると、2024年3月期の売上高を53,936百万円→50,028百万円、営業利益を4,500百万円→3,122百万円、2025年3月期の売上高を60,385百万円→56,173百万円、営業利益を5,091百万円→3,893百万円とそれぞれ減額修正した。「時計事業」の見直しによるところが大きい。

引き続き、新たなテクノロジーの活用によりECに注力する方針であり、主軸となる「カメラ事業」のさらなる成長と「時計事業」の回復からの拡大、越境ECによるグローバル展開の活性化などに取り組む方針である。特に、1) AI活用による売上高、利益の最大化、2) スリムな経営による販管費率の低減により、売上高の成長以上に利益成長を重視しており、1) については、AIMDのバージョンアップによるカメラ中古品の回転率向上に加え、「時計事業」についてもMDをサポートするAIシステムの構築により相場変動に左右されない「仕組み化」を推進する。2) については、取引量の拡大に伴って一部ロジに係る費用負担が増加するものの、システム導入とデータ基盤の強化を通じた業務効率化により、固定費の抑制と変動費の低減につなげていく計画である。さらには、生産性や業務効率改善のためのIT投資により、2026年3月期までに1人当たり売上高1.25倍を実現し、それらの結果、最終年度となる2026年3月期の目標として、売上高63,141百万円（3年間の年平均成長率11.4%）、営業利益4,827百万円（営業利益率7.6%）を目指していく。

中長期の成長戦略

新中期経営計画の概要

(単位：百万円)

	23/3 期		24/3 期		25/3 期		26/3 期		平均 成長率
	実績	構成比	計画	構成比	計画	構成比	計画	構成比	
売上高	45,618		50,028		56,173		63,141		11.4%
カメラ	37,721	71.7%	37,196	74.3%	41,347	73.6%	45,982	72.8%	6.8%
時計	11,603	25.4%	11,345	22.7%	13,083	23.3%	15,116	23.9%	9.2%
筆記具	438	1.0%	507	1.0%	597	1.1%	705	1.1%	17.2%
自転車	854	1.9%	980	2.0%	1,144	2.0%	1,337	2.1%	16.1%
売上総利益	7,753	17.0%	9,001	18.0%	10,160	18.1%	11,461	18.2%	13.9%
販管費	5,290	11.6%	5,879	11.8%	6,267	11.2%	6,633	10.5%	7.8%
営業利益	2,463	5.4%	3,122	6.2%	3,893	6.9%	4,827	7.6%	25.1%
経常利益	2,439	5.3%	3,092	6.2%	3,863	6.9%	4,797	7.6%	25.3%
当期純利益	1,697	3.7%	2,133	4.3%	2,665	4.7%	3,310	5.2%	24.9%
従業員※	263		285		286		287		3.0%
1人当たり売上高	176		182		196		220		7.7%

※派遣・アルバイトを含む

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

3. 2024年3月期の取り組み

これまで取り組んできた4つの価値の「シンカ」※のそれぞれの視点に「バリューチェーン・シナリオプランニング」をかけあわせ、以下の施策を推進していく方針である。

※ 1) 進価（進む価値）、2) 深価（知識を深める価値）、3) 真価（真実の価値）、4) 新価（新しい価値）の4つのシンカを、同社のすべての取り組みと全社員の行動目標に紐づけ、人材の育成やエンゲージメントの強化、業務の見直しなどに活かすとともに、生産性（1人当たりの売上高）の向上につなげていく考え。

(1) AIMDのバージョンアップ（カメラ事業）

AIMDの価格変更タイミングを増やすことにより、顧客と会社のスイートスポット（均衡点）をより確実に探り当て、不必要な値下げや機会ロスを防ぎ、中古品の売上高、回転率、粗利益をさらに高めていく。

(2) 時計MDサポートAIシステムの構築（時計事業）

金融工学的アプローチによりMDの意思決定を支援するシステム構築に取り組む（12月商戦に向けてパイロット運用を予定）。時計の価格変動を商品別に分析し、騰落トレンドを推定、タイムリーに把握することで、「時計事業」の利益向上、在庫水準の適正化につなげていく。

(3) オンライン買取見積の強化（時計事業）

オンライン買取見積を業界最多の4,000アイテム（現行は2,600アイテム）に拡大し、リアルタイムでの買取・買い替えを一層推進していく（第2四半期での実装を予定）。

(4) LINE・YouTubeコンテンツの強化（全事業）

特に「カメラ事業」において、コンテンツ専門部署として「コンテンツクリエイト部」を新設し、YouTubeを中心に動画コンテンツを積極配信してZ世代の獲得を目指す。

(5) フライカメラサービスとの協業推進（カメラ事業）

2022年1月26日に資本業務提携したフライカメラサービスとの協業をさらに推進していく。具体的には、買取からWEB掲載までの同社業務において、すでにアウトソーシングをしている業務（修理、コンディション・チェック）に加え、新たに商品化プロセスの一部をアウトソーシングすることにより、生産性向上、カメラ修理の専門性向上、商品在庫増加に伴う保管スペース対応を進める。

(6) データ基盤の強化（全事業）

基幹システム構築と合わせ、データウェアハウス※¹・BIツール※²を刷新し、MD支援や本社機能など現行業務の生産性向上と、中長期的な新サービス開発※³・業務効率化への貢献を目指す。2024年3月期のIT投資は4.9億円を予定している（3年間の設備投資合計は9.3億円を計画）。

※¹ データ分析に特化したシステムであり、大量データの保存や集計に優れている。

※² 蓄積されたデータを分析及び可視化するためのツール

※³ 生成系AIや各種AI-Techの活用などにより、例えば、API経由で商品価格の外部提供や新しいレコメンド手法の開発、リアルタイムのWeb接客などを計画しているようだ。

4. SDGs への取り組み

投資家からの関心も高いSDGs（持続可能な開発目標）については、これまで同様、「価値ある大切な商品の新たな創造事業」と「働きやすい職場づくり」を通じて、社会課題の解決に向けた取り組みを自らの企業価値向上につなげていく方針である。特に、「価値ある大切な商品の新たな創造事業」については具体的な取り組みの1つとして、商品の梱包材や名刺など、使用する紙は環境に配慮したものに変更した。また、2022年はTCFD※¹に準拠した環境開示のほか、CDP質問書※²への回答も開始するなど情報開示の充実を図るとともに、2022年7月には（一社）障がい者自立推進機構※³とオフィシャルパートナー契約を結び、障がい者アーティストを支援する「パラリンアート」の活動にも参画した。2023年以降、SDGsの取り組みを多面的に展開予定である。

※¹ 企業に気候変動がもたらす財務的影響の把握、開示を促すために、金融安定理事会（FSB）によって設立された組織であり、2017年6月に情報開示のあり方に関する提言を公表している。

※² ESG投資を行う機関投資家やサプライヤーエンゲージメントに熱心な大手購買企業の要請に基づき、企業の環境情報を得るために送付されるもの。

※³ 障がい者アーティストの経済的な自立を目的として、アート作品（絵画・デザイン等）を利用してもらう活動を行っている。

5. 中長期的な注目点

弊社でも、AIの活用や様々な価値の追求により、特定分野でさらにプレゼンスを高め、利益成長を重視していく戦略には合理性があると評価している。一方、アップサイド（上乗せ要因）として注目されるのは、M&Aや事業提携を含む、海外への本格展開、ならびに新たな収益源の創出にある。すでにテストマーケティング的取り組み、「時計事業」を中心に認知度が上がってきた海外展開については、利用者から高い評価を受けており、国内と同様、海外（現地）での買取の仕組みを確立することで新たな成長の軸となる可能性は大きい。特に、一定の顧客基盤を持つ現地企業との連携により、同社の成功モデルを融合することができれば具現性はさらに高まるものと期待できる。今回の「Buyee Connect」の導入についても、自社サイトを通じた海外販路の拡大という点においては非常に理にかなった戦略と言え、まずは市場の開拓と認知度の向上を図っていく考えのようだ。また、新たな収益源の創出（例えば、情報力及び会員基盤を活かした有料サービスの導入やメディア事業への展開等）についても、ロイヤリティ（熱量）が高く、質・量ともに充実した会員基盤をはじめ、愛好者にとって魅力的なコンテンツ情報が集まる仕組みを、いかに収益化に結び付けていくのかがカギを握ると見ており、外部資源の活用を含め、同社ならではの事業モデルの確立に注目したい。

■ 株主還元

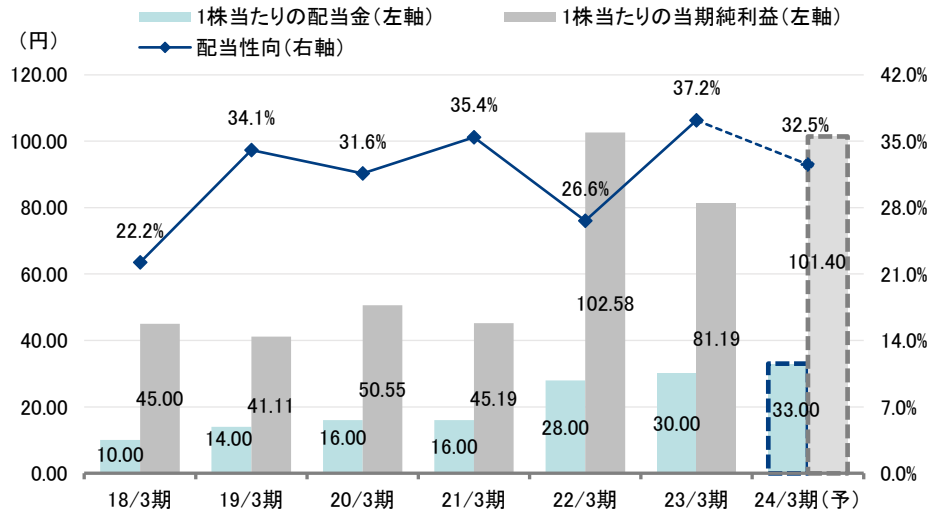
2024年3月期は前期比3円増となる1株当たり33円配を予定

同社は株主還元を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。従来は安定配当を継続してきたが、2017年3月期からは配当性向を基準とした配当方針に変更した。現在は25%～35%の配当性向を当面の目標としている。

2023年3月期の配当については、前期比2円増配となる1株当たり30円の期末配当に決定した（配当性向は37.2%）。2024年3月期は同3円増配となる1株当たり33円を予定しており、実現すれば3期連続の増配となる。

株主還元

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

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。

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・表示したのですが、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 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp