

# ホリスティック企業レポート シュッピン 3179 東証マザーズ

フル・レポート  
2013年9月27日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20130924

要旨

1. 会社概要

- ・シュッピン(以下、同社)は、インターネット及び店舗にてカメラや時計等の中古品売買の他、新品販売も手掛けている。
- ・専門性の高い商材へ特化したポジショニングとインターネットを活用した利便性等で差別化を図り、高い成長性を実現してきた。

アナリスト: 柴田 郁夫  
+81 (0) 3-6858-3216  
ishibata@stock-r.org

2. 財務面の分析

- ・EC 売上の拡大が同社の成長を牽引してきた。13/3 期も主力のカメラ事業を中心に EC 売上が伸長し、売上高で前期比 23.7%増、営業利益で同 84.0%増の大幅な増収増益となった。
- ・14/3 期についても、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、売上高で前期比 13.9%増、営業利益で同 28.5%増を見込んでいる。これは、期初の同社予想を上回る水準で、カメラ事業の伸び率に対する同社の見方がやや保守的であると判断したためである。

【主要指標】

	2013/9/20
株価(円)	1,023
発行済株式数(株)	5,892,500
時価総額(百万円)	6,028

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	—	—	15.1
PBR(倍)	1.2	0.6	0.6
配当利回り(%)	0.7	0.7	0.9

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は、豊富な知識や経験をもつエキスパートによる専門性と、ネット活用による利便性等によって形成され、それが顧客満足度を高めて同社の成長を支えている。

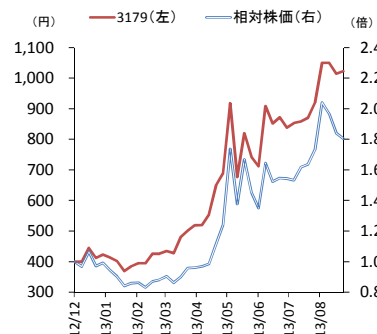
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-2.6	43.7	—
対TOPIX(%)	-11.6	33.6	—

4. 経営戦略

- ・同社の成功要因は、取扱商材を限定することによりターゲット層を絞り込み、そのウォンツに的確に答えてきたことに他ならない。その手段としてネットを活用したことが奏功したと言えよう。
- ・今後の戦略課題は、成長を持続させるために、いかにネットならではのマーケティング手法を駆使してターゲット層を捉え、ロイヤルカスタマーを囲い込んでいくかにあると考えられる。

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/12/24

5. アナリストの評価

- ・当センターでは、16/3 期までの成長率として、売上高で年率 13.0%、営業利益で同 32.7%を予想している。
- ・同社のブランド認知がネットを通じてターゲット層に広がることで、中期的な会員数拡大の余地は十分にあると考えられる。

【3179 シュッピン 業種:小売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/3	10,072	14.7	211	122.1	193	126.6	75	101.4	15.1	178.8	5.0
2013/3	12,462	23.7	389	84.0	365	88.8	231	208.0	44.2	232.8	7.0
2014/3 CE	13,788	10.6	481	23.5	460	25.8	278	20.0	47.2	—	7.0
2014/3 E	14,200	13.9	500	28.5	480	31.5	300	29.9	50.9	1,669.2	7.0
2015/3 E	16,000	12.7	670	34.0	650	35.4	400	33.3	67.9	1,730.1	9.0
2016/3 E	18,000	12.5	910	35.8	900	38.5	550	37.5	93.3	1,814.5	11.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し
- － 中期業績見通し

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 中長期戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ インターネットによるカメラや時計等の中古品売買が主力

シュッピン(以下、同社)はインターネット及び店舗にてカメラや時計等の中古品売買を行うとともに、新品販売も手掛けている。現在、取り扱っている商材は、カメラ、時計、筆記具、自転車の4種類に限定している。ネットオークション市場が拡大する中で、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利便性による差別化で高い成長を遂げてきた。

現在の Web 会員数は約 20.7 万人(13 年 8 月末現在)。一方、店舗数は 1 商材 1 店舗の出店方針から東京都内に 4 店舗を構えている。インターネットと店舗の売上高は概ね 1:1 であるが、インターネットによる中古品売買を中核領域としており、店舗は EC 事業を補完する機能のひとつとして位置付けている。また、中古品と新品の金額ベースの取扱高も概ね 1:1 となっているが、新品販売は中古品の下取りや新たな顧客を囲い込むための機会と捉えている。

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73%、セグメント利益(調整後)の90%を占める。同社は、高品質なサービスを提供するために、事業ごとに異なった屋号で事業を展開している。事業ごとの屋号と事業概要は図表1の通りとなっている。なお、連結子会社は存在しない。

【図表1】各事業の概要

事業名	屋号	概要
カメラ事業	Map Camera	国内や海外のデジタルカメラ、フィルムカメラ、交換レンズなどのカメラ関連の中古品、新品を取り扱う 取扱社数: 142社
時計事業	GMT	海外の機械式時計を中心に、中古品、新品を取り扱う 取扱社数: 24社
筆記具事業	KINGDOM NOTE	世界各国のブランド万年筆やボールペンなどの筆記具関連の中古品、新品を取り扱う 取扱社数: 50社
自転車事業	CROWN GEARS	ロードバイク、小径自転車、マウンテンバイクなどの自転車、関連パーツ、アクセサリの中古品、新品を取り扱う 取扱社数: 130社

(出所) 各種資料やヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

## > ビジネスモデル

### ◆ 専門性と利便性等による差別化

同社が、カメラや時計等の中古品売買で、後発ながら高成長を実現できたのは、高付加価値商材に特化した高い専門性と、インターネットを活用した利便性及びローコスト運営により、独自のポジショニングを確立し、ネットによる「価値ある中古品」売買という新しい市場を創造してきたからと考えられる。これは、幅広い中古品売買のニーズを仲介という立場で結び付けるネットオークションや、いわゆる不用品を買い取って販売（リユース）する事業を多店舗展開している企業とは一線を画している。価値ある中古品を、安心かつ手軽に、納得のいく価格で買取及び販売する同社のサービスは、頻繁に売買を繰り返す愛好者などを中心に顧客満足度やブランド認知を高め、業績の伸びに繋がったと考えられる。

### ◆ 価値ある中古品を集める仕組み

同社ビジネスの成功は、いかに価値ある中古品を集めるかにかかっている。良質な在庫を取り揃えることは、同社のブランド価値を高め、買い手を惹きつけることはもちろん、売り手の信頼にも繋がることで、更に良質な在庫を集める正の循環を成立させる。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などECサイトが充実していること、などにより他社との差別化を図っている。

また、13年9月からは、同社が指定した商品に関して、定額買取金額を保証する「ワンプライス買取」というサービスを開始した。これによって、売り手は、交渉の煩わしさや期待していた価格が提示されなかった場合の不安や不快感から解放され、より簡単に安心して取引ができる。これらの仕組みは、同社の高い専門性とネット活用による利便性によって可能となるものであるが、同社の1商材1店舗という出店方針についても、ローコスト運営により適正金額での買取及び販売を実現するとともに、専門スタッフの分散を防ぐことが、その仕組みを支える要因のひとつとなっている。

### ◆ 専門性を活かした鑑定力等で取引の不安を解消

ネットによる中古品売買の最大の課題は、物件の状態や品質、本物かどうか等を確認できないところにあり、コピー商品、不当表示、商品不具合等のトラブルの原因ともなっている。同社は、専門的な知識や経験をもったエキスパートにより、中古品を適正に鑑定した上で買い取りを行い、本物の商品であることの保証をしている。また、ネット上で、商品の鮮明な画像を掲載することはもちろん、商品コンディションを6段階で評価するなど、中古品の状態がはっきりとわかる商品説明を行っている。

◆ 循環型モデルによりロイヤルカスタマーを創出

EC 事業を中核領域とする同社は、Web での会員獲得が業績を牽引している。特に、頻繁に売買を繰り返す愛好者など、ロイヤルカスタマー<sup>注1</sup>の囲い込みが重要となる。同社は、新品を含めた豊富な品揃えや情報提供の充実、信頼性の高さなどにより顧客満足度の向上を図るとともに、仕入と販売が相互に作用し合う循環型モデルにより、ロイヤルカスタマーの創出を図っている。当月売買した既存会員の約30%は、過去3カ月以内にも売買した実績があり、高いリピート率を誇っている。なお、同社が楽天市場に出店している時計専門店「GMT」が、「楽天市場 EXPO 賞 2013 成功のコンセプト賞・顧客満足の最大化」を受賞したことも同社が顧客から高い評価を受けている証左と言えよう。

注1) ロイヤルカスタマー  
継続して商品やサービスを  
購入してくれる顧客を指す。

> 市場構造とポジション

◆ ECの普及によりネットオークション市場が拡大

カメラ及び時計等の中古品売買を行う業界は、図表2のように大きく4つのグループに分類することができる。縦軸を専門性(専門店か、総合店か)、横軸を運営コスト(ネット型か、店舗型か)によって分類すると、同社は専門性が高く運営コストの低いグループAに属している。なお、グループBは、カメラや時計等の専門店を多店舗展開するグループであり、キタムラ(2719 東証二部)が中古品売買も取り扱っている他、中古ブランド品に特化したコメ兵(2780 東証二部)などが属している。Cグループは、総合リサイクルショップチェーンが該当し、ハードオフコーポレーション(2674 東証一部)やトレジャー・ファクトリー(3093 東証マザーズ)、買取王国(3181 東証JQS)などが属している。Dグループは、いわゆるネットオークション企業であり、主なプレーヤーとしては、圧倒的なシェアを占めるヤフー(4689 東証一部)や楽天(4755 JASDAQ)などがあげられる。

【図表2】業界構造の概念図



(出所) シュッピン資料より抜粋

同社成長の土壌となってきたネットオークション市場については、現在約8千億円を超える規模と推定されており、今後もスマートフォンの普及などにより一層身近な存在になっていくものと考えられる。ただし、ネット経由で手軽に出品ができる利便性が評価されている半面、クレームやトラブルも多発しており、取引の安全性が課題としてあげられている。

## > 沿革と経営理念

### ◆ 沿革

同社は、05年8月に、中古パソコン販売のソフマップ（現在はビックカメラの子会社）の創業者である鈴木慶氏によって設立された。鈴木社長は、ソフマップの代表を務めていた94年から、「Map Camera」の屋号でカメラ買い取り販売事業を行っていたが、ソフマップ退職後、カメラ事業に限らず、価値ある中古品をインターネットで安心、安全に適正価格で流通させることにより新たな事業モデルを構築したいとの目的で同社を立ち上げた。

06年6月には、「GMT」の屋号で専門店を開設して、時計販売の店舗買取り・販売事業も開始した。そして、08年4月には、取り扱う商材の幅を広げるために、「KINGDOM NOTE」の屋号で筆記具の買取り及び販売事業を開始するとともに、同年11月には、(株)MGより(株)マップスポーツの全株式を譲受け子会社化し、スポーツ自転車の買取り・販売事業も開始した。なお、子会社となった(株)マップスポーツは10年9月に解散したが、同社がその事業を譲受け、「map sports」（13年7月から「CROWN GEARS」に変更）の屋号にて事業を継続している。12年12月に東証マザーズに上場した。

### ◆ 経営理念

同社は、『企業は社員と社会に対し、夢を与え続けなければ、存在価値はない。やる気こそ会社発展の動力であり、実績に対し、適切な利益配分がされなくてはならない。』を経営理念に掲げるとともに、『インターネットを利用して「価値ある中古品」を安心、安全に取り扱えるマーケットを創造し社会貢献すること』を経営目標としている。

## 2. 財務面の分析

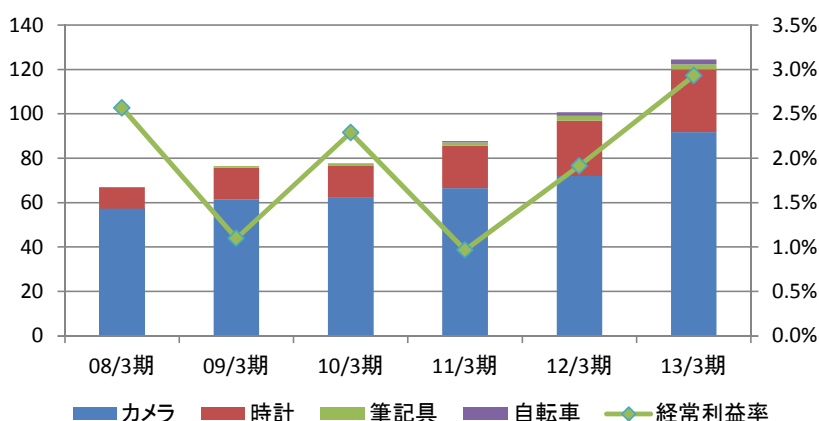
### > 過去の業績推移

#### ◆ EC 売上比率の上昇が成長を加速

同社の業績を振り返ると、主力のカメラ事業が成長を牽引してきた(図表3)。特に、11/3期からEC売上比率の上昇とともに本格的な増収基調に入ってきたと言えよう(図表4)。利益面では、新規商材(筆記具及び自転車)の取り扱いに伴う費用が発生した09/3期と、上場に向けた体制整備や販促費用の増加等により11/3期に落ち込みがあったものの、12/3期以降は、売上高の拡大とともに経常利益率も改善傾向にある。

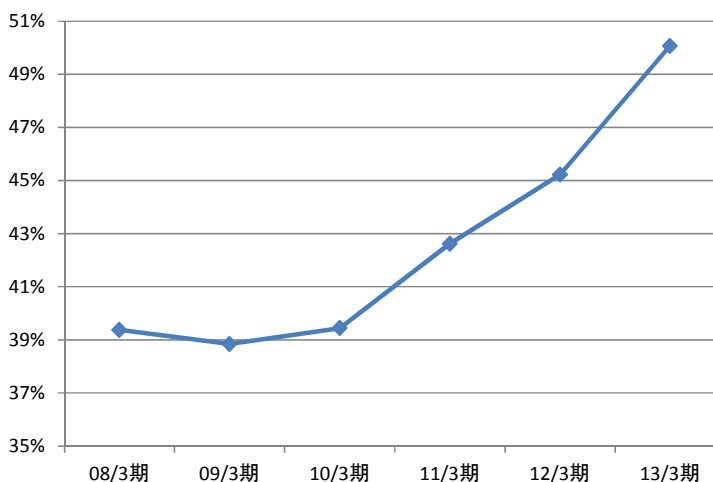
【図表3】業績推移

(億円)



(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

【図表4】EC 売上比率の推移



(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成



◆ 13年3月期決算は増収増益

13/3期は、売上高 12,462 百万円 (前期比 23.7%増)、営業利益 389 百万円 (同 84.0%)、経常利益 365 百万円 (同 88.8%増)、純利益 231 百万円 (同 208.0%増) と大幅な増収増益決算となった (図表 5)。事業セグメント別売上高では、カメラ事業が 9,176 百万円 (前期比 27.3%増)、時計事業が 2,838 百万円 (同 13.6%増)、筆記具事業が 223 百万円 (同 11.7%増)、自転車事業が 224 百万円 (同 33.2%増) と各事業が伸長した。特に主力のカメラ事業が大きく増収に寄与した。なお、EC 売上は 6,239 百万円 (同 37.0%増) となり、EC 売上比率は 12/3期の 45.2%から 50.1%へ上昇し、初めて EC 売上が店舗売上を上回った。

利益面では、新品販売の比率が高かったことから原価率が若干上昇したが、増収効果による固定費負担の吸収に加えて、EC 売上比率向上により販売効率が上がったことから、営業利益率が 3.1%と前期比 1.0%ポイント改善した。なお、セグメント利益は、カメラ事業が 720 百万円 (前期比 44.1%増)、時計事業が 83 百万円 (同 76.9%増)、筆記具事業は 0.8 百万円 (同 93.9%減)、自転車事業は 27 百万円の赤字 (前期は 33 百万円の赤字) となった。

【図表 5】13年3月期決算の概要

百万円	12/3期		13/3期		増減	増減率
		構成比		構成比		
売上高	10,072		12,462		2,390	23.7%
カメラ事業	7,205	71.5%	9,176	73.6%	1,971	27.3%
時計事業	2,497	24.8%	2,838	22.8%	341	13.6%
筆記具事業	199	2.0%	223	1.8%	24	11.7%
自転車事業	168	1.7%	224	1.8%	56	33.2%
売上原価	8,108	80.5%	10,112	81.1%	2,004	24.7%
売上総利益	1,963	19.5%	2,350	18.9%	387	19.7%
販管費	1,752	17.4%	1,961	15.7%	209	11.9%
		利益率		利益率		
営業利益	211	2.1%	389	3.1%	178	84.0%
カメラ事業	500	6.9%	720	7.8%	220	44.1%
時計事業	47	1.9%	83	2.9%	36	76.9%
筆記具事業	13	6.5%	1	0.4%	-12	-93.9%
自転車事業	-33	-	-27	-	6	-
調整	-315		-387			
		12/3期 (実績)		13/3期 (実績)		
EC売上比率		45.2%		50.1%		
カメラ事業		44.8%		50.2%		
時計事業		44.1%		46.8%		
筆記具事業		53.8%		59.2%		
自転車事業		67.9%		76.3%		

(出所) 決算短信、シュッピン決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 同業他社との比較

◆ 原価率の高さと販管費率の低さに特徴

同社の比較対象企業として、総合リユース事業からトレジャー・ファクトリー (3093 東証マザーズ) とコメ兵 (2780 東証二部)、カメラ販売 (中古品売買を含む) 事業からは写真専門店チェーンのキタムラ (2719 東証二部)、EC 事業からは有機野菜などの高付加価値食品の宅配サービスを展開するオイシックス (3182 東証マザーズ) を選定した (図表 6)。

【図表 6】 主要な財務指標の他社比較

銘柄 証券コード 決算期	シュッピン 3179東証マザーズ 3月	トレジャー・ファクトリー 3093東証マザーズ 2月	コメ兵 2780東証二部 3月	キタムラ 2719東証二部 3月	オイシックス 3182東証マザーズ 3月	
規模	売上高(百万円)	12,462	7,984	34,368	139,307	14,575
	営業利益(同上)	389	628	2,103	2,059	733
	総資産(同上)	3,487	3,577	20,170	60,717	4,712
	総資産回転率(回)	3.6	2.2	1.7	2.3	3.1
収益性	売上高営業利益率	3.1%	7.9%	6.1%	1.5%	5.0%
	(売上原価率)	81.1%	34.1%	69.1%	62.4%	52.0%
	(販管費率)	15.7%	58.0%	24.8%	36.1%	43.0%
	自己資本利益率	20.5%	19.6%	9.7%	5.2%	15.5%
	総資産経常利益率	11.6%	18.6%	10.7%	3.7%	18.1%
成長性	売上高(3年成長率)	17.0%	15.1%	13.0%	-0.4%	27.9%
	経常利益(同上)	27.0%	21.4%	31.1%	29.3%	44.3%
	純資産(同上)	18.2%	26.7%	5.6%	2.3%	41.5%
安全性	自己資本比率	39.3%	57.6%	66.7%	29.9%	60.2%
	流動比率	197.5%	176.6%	289.9%	110.3%	206.3%
	インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	21.2	31.7	42.5	14.9	8586.5

(出所) 各社資料より証券リサーチセンター作成

収益性

同社の売上高営業利益率は、総合リユース事業や EC 事業を展開する他社と比べて低い。店舗数を限定してローコスト運営を標榜しているにもかかわらず営業利益率が低いのは、原価率の高い新品販売を手掛けていることや、中古品に対する適正価格への拘りの中で利幅が他社よりも抑えられていることが理由である。すなわち、同社の利益構造は、原価率が高い一方で、販管費率が低いところに特徴があると言える。

同社は、EC 売上の拡大により、販管費率を更に低下させることで営業利益率の改善を目指している。なお、同社の資本効率性 (自己資本利益率) が高いのは、総資産回転率の高さを反映したものであり、店舗など固定資産を持たないことが主因と言えよう。

### 成長性

同社の成長性は、EC 売上の拡大により高い伸びを示している。オキシックスと同様、EC 市場の拡大を自社の成長に結びつけていると言えよう。

### 安全性

他社との比較では、自己資本比率および流動比率ともに低いが、同社の財務基盤の安定性や短期の支払能力には問題ない水準である。今後、在庫やシステム以外に大きな投資案件等は想定されず、利益成長に伴う内部留保によって財務の安定性も徐々に改善されるものと考えられる。ただし、大規模な M&A などを実施される場合には、資本構成の変化に注意する必要がある。

## > 今後の業績見通し

### ◆ 14年3月期の同社予想は増収増益を見込む

14/3 期について同社は、売上高 13,788 百万円 (前期比 10.6%増)、営業利益 481 百万円 (同 23.5%増)、経常利益 460 百万円 (同 25.8%増)、純利益は 278 百万円 (同 20.0%増) を見込んでいる。

事業セグメント別売上高では、カメラ事業が 9,743 百万円 (前期比 6.2%増)、時計事業が 3,439 百万円 (同 21.2%増)、筆記具事業が 294 百万円 (同 32.0%増)、自転車事業が 312 百万円 (同 39.0%増) と、それぞれ伸長する見通しである。カメラ事業の伸び率がこれまでの実績に比べて控え目になっているのは、13/3 期の伸び率が高かったことの反動減を保守的に見積もっていることが理由のようだ。なお、EC 売上比率は 54.1%を想定している。一方、利益面では、増収効果と EC 売上比率向上により営業利益率が 3.5%に改善する見込みである。

なお、8月5日に発表された第1四半期決算では、各事業が順調に進捗していることが確認された (図表 7)。特に主力のカメラ事業が引き続き EC 売上を中心に大きく伸長していることや、時計事業でも、円安による外国人旅行客の増加等を背景に免税品の店舗売上が好調に推移していることが増収に寄与したようだ。一方、利益面でも、原価率及び販管費率ともに低下しており、営業利益率は 4.9%に改善している。なお、EC 売上比率は 50.4%となった。

また、9月10日に、同社は第2四半期累計期間の業績予想を増額修正した。第1四半期決算の状況を見ても明らかなように、カメラ事業における EC 売上が想定を上回って伸びていることが主因である。ただし、通期業績予想に関しては、現時点で外部環境等に不確定要素があるという理由で従来予想を据え置いた。

【図表 7】 14/3 期第 1 半期決算の概要

	13/3期第1四半期 (実績)		14/3期第1四半期 (実績)		増減率
	百万円	構成比		構成比	
売上高	2,815	100.0%	3,510	100.0%	24.7%
カメラ事業	2,070	73.5%	2,560	72.9%	23.7%
時計事業	639	22.7%	800	22.8%	25.2%
筆記具事業	50	1.8%	70	2.0%	39.7%
自転車事業	54	1.9%	79	2.3%	44.9%
売上原価	2,260	80.3%	2,812	80.1%	24.4%
売上総利益	555	19.7%	697	19.9%	25.5%
販管費	454	16.1%	525	15.0%	15.7%
		利益率		利益率	
営業利益	101	3.6%	172	4.9%	70.3%

(注) 13/3 期第 1 四半期の数値は、監査法人の監査を受けていない参考値  
(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

## > 中期業績見通し

### ◆ 証券リサーチセンターの 14 年 3 月期業績予想

当センターでは、過去の実績や 14/3 期第 1 四半期決算の状況などを踏まえ、14/3 期の通期予想を、売上高 14,200 百万円（前期比 13.9% 増）、営業利益 500 百万円（同 28.5% 増）と見込んでいる。これは、同社予想を上回る水準となっている。主力のカメラ事業の伸び率を同社予想よりも高めに想定していることが主な要因である。同事業のこれまでの伸び率や足元の状況などから、同社予想を上回る可能性が高いと判断した。

### ◆ 中期経営計画

同社は、中期経営計画を公表している（図表 8）。EC 売上の拡大が同社の成長を牽引する計画となっている。また、事業別では、主力であるカメラ事業や時計事業の安定的な伸びに加えて、筆記具事業及び自転車事業での高い伸び率を想定している。なお、16/3 期の EC 売上高比率は 62.6% を想定している。

【図表 8】 中期経営計画

百万円	13/3期 実績	14/3期 予想	15/3期 予想	16/3期 予想	成長率
売上高	12,462	13,788	15,510	17,504	12.0%
伸び率	23.7%	10.6%	12.5%	12.9%	
カメラ事業	9,176	9,743	10,697	11,826	8.8%
伸び率	27.3%	6.2%	10.6%	10.6%	
時計事業	2,838	3,439	4,060	4,760	18.8%
伸び率	13.6%	21.2%	18.0%	17.4%	
筆記具事業	223	294	358	420	23.5%
伸び率	11.7%	32.0%	21.6%	17.4%	
自転車事業	224	312	396	497	30.4%
伸び率	33.2%	39.0%	26.8%	25.4%	
営業利益	389	481	658	887	31.6%
利益率	3.1%	3.5%	4.2%	5.1%	
EC売上比率	50.1%	54.1%	58.5%	62.6%	

(注) 予想はシュッピン予想

(出所) 同社資料に基づき証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

当センターでは、16/3期までの業績見通しを図表9のように予想した。EC売上比率の会社計画が達成されることを前提として、3年間の成長率は、売上高が年率13.0%、営業利益が同32.7%と予想した。これは、同社の中期経営計画よりも高い成長率となる。前述の通り、14/3期のカメラ事業の伸び率を会社予想よりも高めに想定したことが主な要因であるが、15/3期以降の伸び率については、ほぼ会社計画と同水準となっている。なお、カメラ事業以外については、会社計画とほぼ同じ成長率を予想している。

【図表 9】 中期業績予想

百万円	13/3期 実績	14/3期 予想	15/3期 予想	16/3期 予想	成長率
売上高	12,462	14,200	16,000	18,000	13.0%
伸び率	23.7%	13.9%	12.7%	12.5%	
カメラ事業	9,176	10,100	11,100	12,300	10.3%
伸び率	27.4%	10.1%	9.9%	10.8%	
時計事業	2,838	3,450	4,050	4,800	19.1%
伸び率	13.7%	21.6%	17.4%	18.5%	
筆記具事業	223	300	350	400	21.5%
伸び率	12.1%	34.5%	16.7%	14.3%	
自転車事業	224	300	400	500	30.7%
伸び率	33.3%	33.9%	33.3%	25.0%	
営業利益	389	500	670	910	32.7%
利益率	3.1%	3.5%	4.2%	5.1%	

(注) 予想は証券リサーチセンター予想

(出所) 証券リサーチセンター

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 専門性や利便性による顧客満足度の高さが成長を支える

同社の知的資本は、豊富な知識や経験をもつエキスパートによる専門性に加えて、ネット活用による利便性及びローコスト運営の両面を兼ね揃えることにより形成され、それが顧客からの信頼や支持に結び付き、同社の成長を支えている（図表 10）。

【図表 10】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	数値
<b>関係資本</b>			
顧客	<ul style="list-style-type: none"> <li>・拡大する顧客基盤</li> <li>・ロイヤルカスタマーの数</li> </ul>	①Web会員数 ②リピート率	①約20.7万人(13年8月末) ②約30%
ブランド	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1商材ごとに異なる屋号</li> <li>・高い専門性によるブランド認知</li> </ul>	①屋号数 ②ブランド認知度	①4種類 ②非開示
事業パートナー	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ライカ社とのコラボレーション</li> <li>・楽天市場への出店</li> </ul>	①ライカブティック ②楽天市場での売上高	①1コーナー(13年2月より) ②非開示
<b>組織資本</b>			
プロセス	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中古品の買取と販売が相互に作用し合う循環型の価値創造</li> <li>・ネットを活用した利便性とローコスト運営</li> <li>・中古品売上の信頼性を担保する仕組み</li> </ul>	①在庫残高 ②販管费率 ③顧客満足度 ④クレーム、トラブル数	①約15億円(13年6月末) ②15.7% ③非開示 ④非開示
知的財産・ノウハウ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・カメラ及び時計等、特定商材に関する専門知識</li> <li>・きめ細かい査定基準による買取ノウハウ</li> </ul>	①関連するデータベース ②査定項目数	①非開示 ②非開示
<b>人的資本</b>			
経営陣	<ul style="list-style-type: none"> <li>・創業者として事業にかける思い</li> <li>・わかりやすい経営理念とブレない経営方針</li> </ul>	—	—
従業員	<ul style="list-style-type: none"> <li>・専門的な知識及び経験をもつエキスパートの存在</li> <li>・エキスパートを育てる企業風土や教育体制</li> <li>・専門性を活かせる仕事に対するモチベーション</li> </ul>	①エキスパートの数 ②教育、研修時間 ③離職率	①約30人 ②非開示 ③非開示

(注) 開示データは 13/3 期末

(出所) 各種資料やヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

#### > ESG活動の分析

#### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は、13年7月にリニューアルオープンした店舗(CROWN GEARS)にLED照明を設置するなど、今後も店舗や事務所の改装・移転等に合わせ、様々な省エネ対策を検討していく方針である。

◆ 社会的責任 (Society)

商品や決済などを巡るトラブルが絶えないインターネットによる中古品市場において、同社は利用者が「価値ある中古品」を安心、安全に取引できるマーケットを創造することで社会貢献することを経営目標としている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は5名で構成されているが、社外取締役は存在しない。一方、監査役会4名のうち3名が社外監査役(全員が独立役員)で構成されている。なお、社外監査役である尾崎成孝氏は日本エアシステム出身、畑尾和成氏は税理士、山科光男氏は三和銀行(現:三菱東京UFJ銀行)出身でソフマップの社長も務めた。

一方、株主構成は、創業者であり、代表取締役である鈴木慶氏が、資産管理会社であるマップグループと合わせて約44.1%を保有している(図表11、12)。なお、13年3月末現在で上位10株主に登場するベンチャーキャピタル5社だけでも19.5%を保有しており、ベンチャーキャピタルの売りが一巡した後の株主構成の変化に注目する必要がある。

【図表 11】 大株主の状況

	(%)
鈴木 慶	39.03
前川 正美	5.09
株式会社マップグループ	5.09
SBI・リアル・インキュベーション <sup>1</sup> 号投資事業 有限責任組合	5.09
日本アジア投資株式会社	4.34
信金キャピタル二号投資事業有限責任組合	4.19
ジャフコ・スーパーV <sup>3</sup> 共有投資事業有限責任 組合	3.39
安田企業投資 <sup>3</sup> 号投資事業有限責任組合	2.50
江頭 訓	1.88
渡辺 薫	1.56
合計	72.18

(出所) 有価証券報告書(13年3月末現在)

【図表 12】 所有者別状況

	(%)
金融機関等	3.95
法人	10.09
外国人等	0.14
個人その他	85.82
合計	100.0

(出所) 有価証券報告書(13年3月末現在)

## 4. 経営戦略

### > 当面の課題と戦略

注 2) CMS

CMS (コンテンツマネジメントシステムの略) 導入により、EC サイト制作や管理を自社内にて迅速、かつ効率的に行うことが可能となる。

#### ◆ EC 売上拡大に対応した体制整備が急務

同社は、EC を主軸とした成長戦略を掲げているが、当面の課題は、EC 売上拡大に対応した体制整備を早急に進めることである。特に、基幹システムのリニューアルによる業務効率化や消費者動向分析の精度を高めるとともに、CMS 導入<sup>注2</sup>により EC サイトの充実や各営業施策に対する効果測定の仕組みづくりに取り組んでいる。また、収益基盤が未だ脆弱である自転車事業のテコ入れも喫緊の課題である。同社は、今年の7月に屋号変更(「map sports」から「CROWN GEARS」)とともに、欧州風の店舗に改装するなど、ブランドイメージの向上を図っている。

### > 中長期戦略

#### ◆ 販売チャネルの多様化等により集客力を高める戦略

同社は、EC を主軸とした成長により利益率の向上を図ることを中期目標としているが、そのための戦略として、前述した「EC 売上拡大に対応した体制整備」の他、「継続した利便性の追求」を掲げている。なお、後者については、①EC 販売チャネルの多様化、②EC サイトの継続的機能強化を挙げている。

##### ① EC 販売チャネルの多様化

ショッピングサイトだけでなく、ブログ等の様々なチャネルで商品を紹介していくことで同社のブランド認知を高めるとともに、Web 会員数の増加に結び付ける戦略である。具体的には、スマートフォンやタブレットパソコン向けの最適化サイトや、超高画像商品紹介ブログ、外国語インフォメーションページなどに取り組んでいる。

##### ② EC サイトの継続的機能強化

検索や、登録商品価格配信等、新機能の実装により、顧客が便利に買い物できる環境を継続して開発していく。



## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ 顧客基盤拡大に強みを発揮するも収益性には改善余地あり

同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）の状況を整理すると図表 13 のようにまとめられる。

【図表 13】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・専門的な知識や経験をもったエキスパート</li> <li>・ネットを活用した利便性及びローコスト運営</li> <li>・高い信頼性やサービス評価、豊富な品揃えによる顧客満足度</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・収益性に改善余地あり</li> <li>・店舗が少ないことによる制約(店頭でのサービスやブランド認知等)</li> <li>・取り扱い商材の偏り</li> <li>・新商材(自転車等)の立ち遅れ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ネットオークション市場の拡大</li> <li>・リユース市場の拡大</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・類似会社の出現による競争の激化</li> <li>・消費税の引き上げや景気後退等による消費マインドの冷え込み</li> <li>・外国人旅行者の減少(免税品売上高の減少)</li> <li>・中古品売買におけるトラブルの発生</li> <li>・業界に対する規制強化や同社への風評被害の影響</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ ネットならではのマーケティングの成果に注目

同社が、カメラや時計等の中古品売買で後発ながら高成長を遂げたのは、その市場に特化することによりターゲットを絞り込み、そのウォンツ(満たされていない欲求)に的確に答えてきたことに他ならない。すなわち、それぞれの商品価値に見合った納得のいく価格で、手軽に安心して売買できる市場を創造してきたことが愛好者層の支持を得てきたと考えられる。そして、その実現のために、何を捨て、何に特化するのか、メリハリのある戦略を採用し、他社とは違うポジショニングを確立したことが成功に繋がったと評価できよう。

一方、今後の戦略課題は、成長性をどこまで維持できるかにある。特定市場に特化してこそ、強みを発揮してきたが、その市場規模には限界があり、また、同社の成功を見て、模倣する参入者の出現も考えられる。現在の会員構成が関東中心（約 51.8%）で構成されていることから、地方での会員獲得を含めて会員数拡大の余地はまだ十分にあると考えられるが、出店を前提としない同社が、どのようにターゲット層にリーチし、その支持を得ていくのか、ソーシャルメディアの活用などネットならではのマーケティングの成果に注目したい。

顧客流出を防ぐための顧客側のスイッチングコスト（他社に乗り換えることにより発生するコスト）をいかに高めていくのかも重要な戦略となろう。一方で、取り扱う商材を増やしていくという選択肢もあげられる。ただし、カメラや時計のように「価値ある中古品」市場が存在する商材を見つけ出し、それを育成するのは簡単ではないであろう。失敗すれば業績の足を引っ張るとともに既存会員のロイヤリティを下げられる可能性も懸念されるため、試行錯誤の中にも慎重な対応が必要とあると考えられる。

## > 利益還元策

### ◆ 14年3月期も年7円配を予想

同社は、「当期、中長期の業績見通し、将来の事業展開を勘案し、安定継続配当を行う」ことを基本方針としている。具体的な数値目標の開示はないが、13/3期は年7円（配当性向 17.8%）を配当した。また、14/3期の同社予想でも年7円配（配当性向 14.8%）を予定しているが、当センターでも年7円配は可能であると判断している。なお、同社は自社ファンづくりを目的として、同社専門店で利用できる優待券（購入時は5,000円割引、売却時は買取価格5%上乘せ）による株主優待制度を導入している。

## > バリュエーション比較

### ◆ 低いバリュエーション

株価バリュエーションの比較対象企業として、財務指標で採用した4社を選定した。予想基準 PER 及び実績基準 PBR は、オイシックスを除く類似業種3社との比較では高い水準となっている。これは、オイシックスには及ばないものの、EC売上高の伸びに牽引された同社の成長性と資本効率(ROE)の高さを反映した水準であると考えられる。

【図表 14】 株価バリュエーション

銘柄 証券コード 決算期	シュッピン 3179東証マザーズ 3月	トレジャーファクトリー 3093東証マザーズ 2月	コメ兵 2780東証二部 3月	キタムラ 2719東証二部 3月	オイシックス 3182東証マザーズ 3月
売上高予想 百万円	14,200	9,240	36,745	141,000	16,351
(営業利益率予想)	3.5%	7.4%	6.2%	1.6%	5.1%
純利益予想 百万円	300	371	1,251	931	500
純資産 百万円	1,371	2,061	13,453	18,220	2,838
ROE	20.5%	19.6%	9.7%	5.2%	18.1%
PER(今期予想基準) 倍	21.7	11.0	11.2	10.6	42.0
PBR(前期実績基準) 倍	4.4	2.0	1.1	0.6	7.4
予想配当利回り	0.7%	1.2%	1.6%	3.2%	0.0%
過去3年成長率	17.0%	15.1%	13.0%	-0.4%	27.9%
同 経常利益	27.0%	20.6%	30.8%	-	44.3%
株価 円	1,023	1,495	1,368	626	3,840
時価総額 百万円	6,028	3,999	15,400	11,217	20,998

(注) シュッピンの予想は証券リサーチセンター予想、他4社の予想は会社予想  
(出所) 証券リサーチセンター

## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

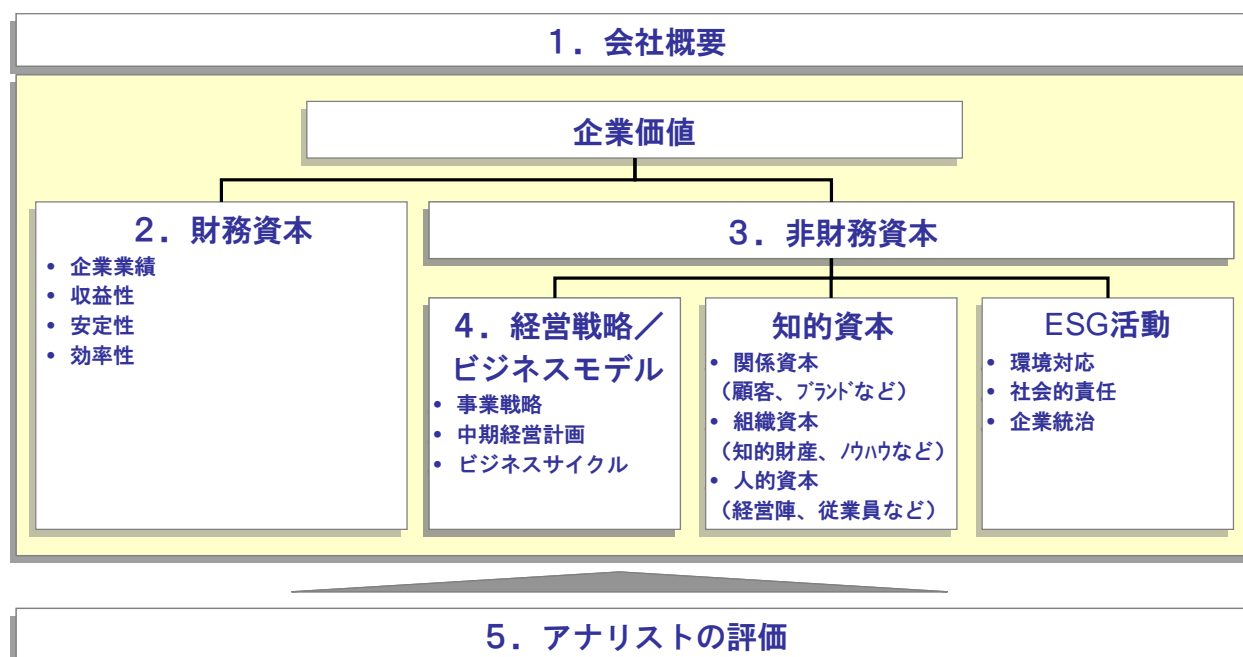
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment：環境、Society：社会、Governance：企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。