

ホリスティック企業レポート スノーピーク 7816 東証一部

アップデート・レポート
2016年5月20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 20160517

スノーピーク(7816 東証一部)

発行日: 2016/5/20

オートキャンプ文化を日本に根づかせたハイエンドアウトドア製品メーカー
日本国内の直営店販売の好調により 16 年 12 月期も高成長を見込む

> 要旨

◆ 熱烈なユーザーを持つ新潟・燕三条のアウトドア製品メーカー

- ・スノーピーク(以下、同社)は、オートキャンプの文化を根づかせたアウトドア製品メーカーである。同社のブランドは、「スノーピーカー」と呼ばれる熱烈なユーザーを生み出している。
- ・過半の製品の製造を協力会社に依頼していることから、同社はプロデューサー、あるいは、新しいライフスタイルや新しい市場のクリエイターと捉えられよう。

◆ 15 年 12 月期決算

- ・15/12 期決算は、売上高が 7,854 百万円(前期比 41.3%増)、営業利益が 568 百万円(同 145.7%)と大幅な増収増益となった。
- ・日本での売上高が前期比 55.5%増と好調のほか、アウトドアブームが続く台湾も増収に貢献した一方、韓国での苦戦が続いた。円安による調達コスト増加で売上総利益率は低下したが、オペレーションの効率化により営業利益率は 7.2%にまで上昇した。

◆ 16 年 12 月期の業績予想

- ・16/12 期業績について、同社は売上高 9,500 百万円(前期比 21.0%増)、営業利益 950 百万円(同 67.1%増)を予想している。
- ・証券リサーチセンターでは、16/12 期の業績について、売上高 9,746 百万円(前期比 24.1%増)、営業利益 1,008 百万円(同 77.5%増)へ予想を引き上げた。アウトドア製品の日本国内での直営店販売が好調に推移することを予想に織り込み、会社計画を上回るものと予想した。

◆ 今後の注目点

- ・中期的にも増収と売上高販管費率の抑制というシナリオが継続しよう。17/12 期以降も直営店の売上高増を中心に、年 16~20%程度の増収とともに、営業利益率が 12%台まで上昇する展開を予想する。

アナリスト: 藤野敬太

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【主要指標】

	2016/5/13
株価(円)	3,625
発行済株式数(株)	7,040,000
時価総額(百万円)	25,520

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	83.7	41.3	30.5
PBR(倍)	6.3	5.5	4.7
配当利回り(%)	0.1	0.1	0.1

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	0.8	3.0	34.0
対TOPIX(%)	2.4	1.2	69.9

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2015/5/15

【7816 スノーピーク 業種: その他製品】

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)
2013/12	4,486	21.5	113	207.1	288	31.8	177	33.6	34.6	262.0	2.5
2014/12	5,559	23.9	231	104.2	272	-5.7	116	-34.3	22.3	330.1	2.5
2015/12 CE	6,480	16.6	442	91.4	432	58.8	229	97.1	35.0	—	2.5
2015/12 E	6,599	18.7	460	99.1	450	65.4	238	105.2	36.4	330.3	2.5
2016/12 E	7,754	17.5	692	50.4	682	51.6	375	57.6	57.2	358.5	2.5
2017/12 E	8,953	15.5	941	36.0	931	36.5	512	36.5	78.1	444.1	2.5

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

14年9月に1:20の株式分割を実施 14年12月の上場時に328,600株の第三者割当による自己株式処分を実施(オーバーアロットメントの48,600株を含む)

15年7月1日付で1:4の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は現在の株式数を過去に遡及して修正

アップデート・レポート

2/17

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 事業内容

◆ オートキャンプというライフスタイルをつくり上げたメーカー

スノーピーク（以下、同社）は、オートキャンプ向けを中心としたアウトドア製品メーカーである。アウトドアと言えば登山が主流であった1986年に「スノーピーク」をオートキャンプ分野のブランドとするリニューアルを開始し、88年までに高価格だが高品質で何度も繰り返し使えるキャンプ製品を市場に本格投入した。そのことは、当時普及し始めてきた四輪駆動のSUV（Sport Utility Vehicle）に乗ってキャンプに出かけるオートキャンピングという新しいライフスタイルの提案として捉えられ、同社製品の熱烈なファンの獲得に成功した。同社がオートキャンピングの文化をつくり上げたと言っても過言ではなく、オートキャンプ分野のハイエンド製品としてのブランドを確立している。

同社は、過半の製品の製造を協力会社に依頼している。このことから、同社をメーカーというよりプロデューサーとして捉えることもできる。別の言い方をすれば、新しいライフスタイルや新しい市場のクリエイターである。このポジションを可能とする仕組みは、ビジネスモデルのところで詳述する。

◆ 売上高の大半がオートキャンプ製品

同社の売上高に占めるオートキャンプ製品の割合は14/12期は86.3%、15/12期は82.5%である。初めてキャンプに出かける人にとって、まずはドーム（テント）やタープ（日除け）が必要となる。その後何度かキャンプに出かけるようになると、快適性を追い求めて、様々な製品を買いそろえていくのが通常である。そのため、同社の売上もテント/タープが中心となり、全体の売上高に対して14/12期は40.4%、15/12期は41.0%を占めている（図表1）。

【図表1】商品別売上高

(単位：百万円)

カテゴリー	主要製品	13/12期	14/12期	15/12期	前期比		構成比	
					14/12期	15/12期	14/12期	15/12期
オートキャンプ製品	テント/タープ	1,696	2,246	3,221	32.4%	43.4%	40.4%	41.0%
	クックウェア	412	494	611	19.9%	23.7%	8.9%	7.8%
	テーブルウェア	435	495	656	13.8%	32.5%	8.9%	8.4%
	ファニチャー	357	456	615	27.7%	34.9%	8.2%	7.8%
	ファイアブレイス	268	414	508	54.5%	22.7%	7.4%	6.5%
	ライティングギア	259	262	303	1.2%	15.6%	4.7%	3.9%
	スリーピングギア	195	228	271	16.9%	18.9%	4.1%	3.5%
	ヒーティングギア	170	203	290	19.4%	42.9%	3.7%	3.7%
		3,792	4,798	6,475	26.5%	35.0%	86.3%	82.5%
アパレル		695	138	394	—	185.5%	2.5%	5.0%
その他（登山・バックパッキング製品）			623	981	—	57.5%	11.2%	12.5%
合計		4,487	5,559	7,854	23.9%	41.3%	100.0%	100.0%

(出所) スノーピーク決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 海外は3カ国に進出

15/12 期の地域別売上高構成比は、日本が 73.9%、海外が 26.1%である。日本の構成比は 14/12 期比で 6.7%ポイント上昇し、日本での成長が全体を牽引している。

海外では、台湾の伸びが著しく、売上高は韓国を抜き、米国に並ぶ水準にまで成長してきた。一方、韓国は苦戦が続き、15/12 期は前期比 27.6%減収となっている。韓国と台湾では、日本と同様に全カテゴリーを取り扱う一方、米国ではオートキャンプ製品は取り扱っていない。(図表 2)。

【図表 2】地域別売上高

(単位: 百万円)

地域	取扱製品カテゴリー			14/12期		前年同期比		構成比	
	オート キャンプ	登山・ バックパッキング	アパレル	14/12期	15/12期	14/12期	15/12期	14/12期	15/12期
日本	○	○	○	3,733	5,805	27.4%	55.5%	67.2%	73.9%
韓国	○	○	○	754	545	-8.8%	-27.6%	13.6%	6.9%
台湾	○	○	○	426	714	97.2%	67.5%	7.7%	9.1%
米国	×	○	○	645	787	25.5%	22.1%	11.6%	10.0%
合計				5,559	7,854	23.9%	41.3%	100.0%	100.0%

(出所) スノーピーク決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

➤ ビジネスモデル

◆ 複層的なビジネスモデルが生み出す競争優位性

同社のビジネスモデルは以下のように分解できる。

1. スノーピーカー（ヘビーユーザー）を生む徹底した顧客目線
2. 一気通貫の開発体制
3. 地元密着型の量産体制
4. 高品質の象徴であるロングセラー製品と永久保証制度
5. 対面の接客を重視する販売
6. ポイントカード会員システムによるランク別の顧客情報管理

ビジネスモデルを構成するそれぞれのパーツはシンプルである。しかし、それらを複層的に統合することで、ハイエンドブランド製品を生み出す仕組みを構築し、競争優位性につなげている。その根幹には、四半世紀前に作成されたミッションステートメントによって全社に浸透している、ライフスタイル提案の視点と顧客目線でのビジネス思考がある。

◆ ビジネスモデル - 1 :

スノーピーカー（ヘビーユーザー）を生む徹底した顧客目線

同社の「The Snow Peak Way」という企業理念の中に、「自らもユーザ

一であるという立場で考え」というフレーズがある。同社では、自分たちが欲しいと考えるものしか作らないというスタンスを強調している。

同社の製品は、ハイエンドの価格帯に位置する。オートキャンプというひとつのアウトドアのスタイルが確立された 88 年頃、9,800 円前後と 19,800 円前後の価格のテントしか存在しないキャンプ用品の市場に、168,000 円のテントを投入した。当時、他社製品は数回使えば壊れてしまう程度の品質だった。これに対して同社の製品は、高価格ではあったが、「壊れにくくて何度も使える」高い性能を誇り、繰り返しキャンプに出かける顧客目線での付加価値の訴求に成功した。その結果、「スノーピーカー」と呼ばれる、同社製品のヘビーユーザーが登場した。

スノーピーカーは、同社製品のファンとして別の新規ユーザーを呼び込む役割も担うことになり、それが、ユーザー同士のコミュニティの形成につながっている。

コミュニティの形成に寄与しているのが、同社が主催する「スノーピークウェイ」と名づけられたキャンプイベントである。初回の 98 年以降 15 年末までに、累計 135 会場で開催され、約 3 万人が参加している。このキャンプイベントでは、顧客同士がつながるほか、顧客と同社の社員が直接の接点を持つ機会となっている。現在同社では、新潟県三条市の本社脇に直営のキャンプ場を保有するほか、大阪府箕面市、大分県日田市には、同社がプロデュースするキャンプ場があり、「スノーピークウェイ」の会場としても活用されている。

◆ ビジネスモデル - 2 : 一気通貫の開発体制

アウトドア製品の開発担当者は、新潟県三条市の本社に常駐している。担当者自身がキャンパーであるだけでなく、本社隣接のキャンプ場に来場する顧客とともにキャンプをする機会も多い。このことは、顧客目線での製品開発力の向上につながっている。

アウトドア製品の開発担当者は現在 8 名だが、同じ担当者が、企画からデザイン、量産までを一貫して担当する。言い方を変えれば、各担当者が製品プロデューサーとしての役割を担うということである。この体制が採用されている要因として、以下の 3 点が挙げられる。

- ・ アウトドア製品は比較的部品点数が少ない
- ・ 高付加価値化に向けて機能とデザインの両立が必要である
- ・ 量産の依頼先である地場メーカーとの価格面および性能面での交渉が必要である

◆ ビジネスモデル - 3 : 地元密着型の量産体制

同社のアウトドア製品は、少なくとも金属部分については、地場メーカーへ製造委託されることが多い。約 500 品目の自社製品のうち、地元の燕三条のメーカーによって製造されるものは 41%を占める。本社内にある自社工場では、象徴的なロングセラー製品のひとつである焚火台のみが製造されている。

同社が本社を置く新潟県三条市は、隣接する燕市とともに、様々な種類の金属加工メーカーが集積している。燕三条の金属加工工業は、江戸時代での和釘作りがその発祥であり、現在でも金属加工分野では国内屈指の一大産地である。同社は、7 社の主要製造委託先との連携をベースに、200 社を超える関係先とのネットワークを構築している模様である。その関係もあって、同社の社長である山井太氏は三条工業会（組合員企業 520 社）の理事長を務め、人的にも産地内のネットワークの中心に存在している。

◆ ビジネスモデル - 4 :

高品質の象徴であるロングセラー製品と永久保証制度

徹底した顧客目線や一気通貫の開発体制、地元密着型の量産体制に加え、度重なるフィールドテストも高品質な製品を支える要因である。

同社では約 500 品目の自社製品が販売されている。15/12 期の 1 年間の開発点数が 71 品目だったことを考えると、1 品目あたりの販売期間が長いことは想像に難くない。同社の製品には、販売期間 28 年の FD チェアワイド、同 20 年の焚火台、同 20 年の携帯箸といったようなロングセラー製品が存在する。

アフターサービスで永久保証を謳っていることも、品質についての自信の表れである。同社の永久保証制度とは、製造上の欠陥が原因の場合は無料で修理または交換し（ただし素材の経年劣化は対象外）、その他の場合でも適正な価格で修理を行うという内容である。修理は、本社に専任の担当者がいるほか、簡単な内容であれば各店舗の店頭で対応できるようになっている。

同社によれば、15/12 期は、永久保証制度にかかる費用は売上高の 0.15%程度だったとのことである。また、販売費及び一般管理費(以下、販管費)の項目にある製品保証引当金繰入額の売上高に占める比率は、14/12 期 0.44%、15/12 期 0.32%と低い水準で推移しており、製品の品質の高さの 1 つの証左となっている。

◆ ビジネスモデル - 5 : 対面の接客を重視する販売

同社の製品は、以下の 5 種類のチャネルで購入することができる。顧客へのライフスタイルの提案のため、また、他社よりも高い価格帯が正当な付加価値であることを説明する必要性のため、対面販売に重点

を置くスタンスをとっている (図表 3)。

- ・ 直営店 :
同社が直接運営する店舗で、同社のスタッフが接客
- ・ EC サイト :
同社が運営するオンラインストアで、同社スタッフが運営
- ・ インストア :
スポーツ量販店等の母体店の中の占有コーナーで、同社のスタッフが接客
- ・ ショップインショップ :
母体店の中の占有コーナーで、母体店のスタッフが接客
- ・ ディーラー店舗 :
ディーラーが運営する店舗で、ディーラーのスタッフが接客

【 図表 3 】 販売形態別売上高

(単位：百万円)

同社の販売先	販売形態			店舗面積 (坪)	期	店舗数(店)					売上高		
			同社スタッフ が接客・運営			占有の売場 かどうか		日本	韓国	台湾	米国	金額	構成比
エンドユーザー	小売	直営店	○	○	30~120	14/12期	11	7	3	0	1	771	14%
						15/12期	18	11	4	1	2	1,302	17%
		ECサイト	○	○	-	14/12期	-	○	○	x	○	200	4%
						15/12期	-	○	○	x	○	345	3%
法人 (ディーラー)	卸売 小売	インストア	○	○	30	14/12期	51	46	0	5	0	1,873	34%
						15/12期	53	47	0	6	0	2,592	33%
	卸売	ショップインショップ	x	○	15~20	14/12期	53	38	15	0	0	851	15%
						15/12期	99	65	34	0	0	1,048	13%
		ディーラー店舗	x	x	-	14/12期	-	-	-	-	-	1,862	33%
						15/12期	-	-	-	-	-	2,565	33%
合計			-	-	-	14/12期	115	91	18	5	1	5,559	100%
						15/12期	170	123	38	7	2	7,854	100%
15/12期の売上高に占める割合			53%	66%	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(注) 販売形態の「卸売小売」とは、同社から見た販売先がディーラーだが、売場の運営を同社スタッフが行っていることで実態としては小売に近いことを意味する分類である。

(出所) スノーピーク決算説明会資料および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

図表 3 の通り、同社のスタッフが接客・運営する販売形態 (直営店、EC サイト、インストア) による売上高が、全体の 54%を占める。

同社スタッフによる接客を重視する姿勢は、1 店あたり売上高の高さに結びついている。同社によると、1 店あたりの平均売上高は、直営店は年 90 百万円 (常駐スタッフは平均 3 人)、インストアは年 50 百万円 (同平均 1 人) である。ショップインショップが年 14 百万円であることと比較すると、直営店の販売効率の高さが目立つ。

◆ ビジネスモデル - 6 :

ポイントカード会員システムによるランク別の顧客情報管理

同社独自のポイントカード会員システムにより、会員ランク別の顧客情報が管理されている。以下の通り、購入金額に応じて5つの会員ランクに分かれ、ゴールド会員以上をロイヤルカスタマーと位置づけている。

- ・ レギュラー会員：購入金額が年間 10 万円未満
- ・ シルバー会員：同年間 10 万円以上 20 万円未満
- ・ ゴールド会員：同年間 20 万円以上 30 万円未満
- ・ プラチナ会員：同年間 30 万円以上
- ・ ブラック会員：購入金額が累積 100 万円以上

15/12 期末の総会員数 15.6 万人のうち、15/12 期に新たに会員になったのは 4.0 万人である。また、ロイヤルカスタマーの比率は 7.1%で、14/12 期末の 6.5%より 0.6%ポイント上昇した。最初にまず購入するアメニティドームのユーザーに対する提案営業が機能し、リピーターを生み出していく展開がうかがえる。

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 4 のようにまとめられる。これまで「弱み」の 1 つとしてあげていた「改善の余地がある財務体質」は、自己資本比率が 13/12 期の 30.8%、14/12 期の 43.4%に対し、15/12 期は 59.4%まで上昇し、大幅に改善されたことから、「弱み」より削除した。

【 図表 4 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・ミッションステートメントの共有 ・文化またはライフスタイルを生み出す市場創造力 ・ハイエンド製品としての高いブランド力 ・付加価値の高い製品を生み出す企画開発力 ・熱烈的ファン（スノーピーカー）の存在 ・量産を支える地場メーカーとのつながり
弱み (Weakness)	・韓国市場での苦戦 ・現社長への依存度が高い事業運営
機会 (Opportunity)	・国内におけるアウトドア参加人口の底打ち傾向 ・海外における都市人口の増加（先進国化）に伴う自然回帰の風潮 ・上場による人材確保の容易化
脅威 (Threat)	・ハイエンド価格帯での競合先の登場 ・ミドルレンジ価格帯に下りていった時の他社との競合 ・国内の拠点の集中による災害リスク ・自然災害等の発生によるレジャー自粛の風潮の可能性 ・アウトドアブームの変調の可能性 ・新規コンセプトの不調の可能性

（出所）証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は全社に浸透のミッションステートメント

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 5 に示し、KPI の数値をアップデートした。

同社の知的資本の源泉は、関係資本（顧客、ブランド、ネットワーク）および組織資本（プロセス）における、それぞれのシンプルなビジネスモデルを複層的に積み上げることにより競争優位性を確立している点にある。その複層的な積み上げは、ミッションステートメントによって全社に浸透されたライフスタイル提案の視点と顧客目線でのビジネス思考に支えられている。

【 図表 5 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI		
			項目	数値 (前回)	数値 (今回アップデート)
関係資本	顧客	顧客のロイヤリティの高さ	・ポイントカード総会員数	約11.6万人 (14/12期末) 約13.3万人 (15/12期上期末)	約15.6万人
			・ロイヤルカスタマー比率 (ゴールド会員以上の比率)	6.5% (14/12期末) 7.0% (15/12期上期末)	7.1%
			・一購買当たり客単価	約24,000円 (14/12期末) 約25,000円 (15/12期上期末)	約27,000円
			・Snow Peak Way (キャンペーン)参加人数	約2.5万人 (98年以降14年末まで)	約3万人 (98年以降15年末まで)
			・Snow Peak Club (SNS) 参加者数	ポイントカード会員と facebookに集約中	-----
			・facebook いいね!数	約11万いいね! (14/12期末) 約13.1万いいね! (15/12期上期末)	146,513いいね!
			・市場シェア	・国内アウトドア用品 (ハードグッズ) に対するシェア	10% (同社推定)
	ブランド	・デザイン	・受賞歴	米Back Packer誌：4製品 Good Design賞： 52製品(90～14年合計)	米Back Packer誌：4製品 Good Design賞： 58製品(90～15年合計)
		・永久保証	・製品保証引当金繰入額の 売上高に占める比率	0.44% (14/12期) 0.39% (15/12期上期)	0.32%
	ネットワーク	・グローバル展開	・海外拠点のある国の数	3カ国 (韓国 台湾 米国)	-----
			・海外売上比率	33% (14/12期) 29% (15/12期上期)	26%
		・燕三条の地場の協力メーカー	・社数	主要協力会社は7社 (14/12期末)	-----
			・三条工業会会員社数	520社 (14/12期末)	-----
			・自社製品500品目中の 燕三条での製造比率	45% (14/12期)	41%
組織資本	プロセス	・製品開発	・担当社員数 (アウトドア製品)	8人 (14/12期末)	8人
		・顧客との直接接点	・新規開発品目数	71品目 (14/12期)	71品目
			・Snow Peak Way (キャンペーン)開催数	127会場 (98年以降14年末まで)	135会場 (98年以降15年末まで)
		・販売	・直営店	11店舗 (日本7 韓国3 米国1) (14/12期末) 14店舗 (日本9 韓国3 台湾1 米国1) (15/12期上期末)	18店舗 (日本11 韓国4 台湾1 米国2)
			・インストア	51店舗 (日本46 台湾5) (14/12期末) 52店舗 (日本46 台湾6) (15/12期上期末)	53店舗 (日本47 台湾6)
			・ショッピングインショップ	53店舗 (日本38 韓国15) (14/12期末) 96店舗 (日本55 韓国41) (15/12期上期末)	99店舗 (日本65 韓国34)
			・自社スタッフ運営による 販売形態の売上構成比	52% (14/12期) 52% (15/12期上期)	54%
			・差別化された占有売場の 売上構成比	67% (14/12期) 68% (15/12期上期)	67%
		知的財産 ノウハウ	・ライフスタイル提案の視点	・ミッションステートメント	特になし
			・顧客視線でのビジネス思考	・ミッションステートメント	特になし
			・研究開発	・研究開発費	76百万円 (14/12期) 49百万円
			・山井家による経営	・特になし	特になし
			・社長と社長の二親等以内の 血族の保有	957,000株 (54.4%) (14/12期)	2,864,000株 (40.7%) *15年7月1日に1:4の株式分割実施
人的資本	経営陣	・インセンティブ	・親族以外の取締役の持株数 (監査等委員は除く)	19,000株 (1.08%) (14/12期)	88,000株 (1.25%) *15年7月1日に1:4の株式分割実施
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	128百万円 (4名) (14/12期)	137百万円 (4名)
			・業績連動型株式報酬制度	なし	役員向け株式交付信託導入 (16年5月導入)
			・従業員数	192名 (派遣社員等除く) (連結) (14/12期)	198名 (派遣社員等除く) (連結)
			・平均年齢	36.1歳 (単体) (14/12期)	33.3歳 (単体)
	従業員	・インセンティブ	・平均勤続年数	4.4年 (単体) (14/12期)	4.4年 (単体)
			・従業員持株会	30,000株 (1.70%) (IPO時)	少数のため開示なし
			・ストックオプション	なし	従業員向け株式交付信託導入 (16年6月導入予定)

(注) 特に記載がない場合は、KPIの数値は、前回は 15/12 期上期または 15/12 期上期末、今回は 15/12 期または 15/12 期末のもの
前回と変更ないものは「-----」と表示

(出所) スノーピーク有価証券報告書および決算説明会資料、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 15 年 12 月期は期初会社計画を大きく超過して増収増益

15/12 期決算は、売上高が前期比 41.3%増の 7,854 百万円、営業利益が同 145.7%増の 568 百万円、経常利益が同 90.3%増の 517 百万円、当期純利益が同 144.6%の 284 百万円となった。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高が 121.2%、営業利益が 128.6%、経常利益が 119.9%、当期純利益が 124.4%であり、売上高、利益ともに大幅に計画を上回った。

日本の売上高は前期比 55.5%増と好調だった。新規出店効果のほか、国内既存店（同社のスタッフが接客・運営する直営、EC サイト、インストアの出店形態が対象）の売上高が同 34.0%増で推移したことが貢献した。既存店売上高の増加は、ポイントカードで囲い込んだ顧客に対する提案営業を通じて、顧客との親密度を上げるというアプローチが効果を発揮したことによるところが大きい。

海外では、アウトドアブームを背景に台湾の売上高が同 67.5%増と大きく伸びた一方、韓国の売上高は同 27.6%減と苦戦が続いた。韓国は市場全体として在庫過剰の状況が続き、同業他社による断続的な値引き販売が続いている。同社も貸し倒れのリスクを避けるため、取引先によっては取引を縮小するという対応を行ってきた模様である。

利益面では、円安による調達コスト増と、売上総利益率が相対的に高い海外売上高の構成比率の低下により、15/12 期の売上総利益率は 45.9%と、14/12 期の 48.7%に対して 2.8%ポイント低下した。一方、増収とオペレーションの効率化で人件費等の固定費の増加を吸収し、15/12 期の営業利益率は 7.2%となり、14/12 期の 4.2%に対して 3.0%ポイント上昇した。

> 今後の業績見通し

◆ 16 年 12 月期会社計画

16/12 期の会社計画は、売上高 9,500 百万円（前期比 21.0%増）、営業利益 950 百万円（同 67.1%増）、経常利益 942 百万円（同 82.0%増）、当期純利益 579 百万円（同 103.3%増）である（図表 6）。

【図表 6】スノーピークの 16 年 12 月期の業績計画

(単位：百万円)

	13/12期 実績	14/12期 実績	15/12期 実績	16/12期 会社計画	前期比
売上高	4,486	5,559	7,854	9,500	21.0%
売上総利益	2,222	2,709	3,605	—	—
売上総利益率	49.5%	48.7%	45.9%	—	—
営業利益	113	231	568	950	67.1%
営業利益率	2.5%	4.2%	7.2%	10.0%	—
経常利益	288	272	517	942	82.0%
経常利益率	6.4%	4.9%	6.6%	9.9%	—
当期純利益	177	116	284	579	103.3%
当期純利益率	4.0%	2.1%	3.6%	6.1%	—

(出所) スノーピーク決算短信および決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

16/12 期の前期比 21.0%の増収を牽引するのは、引き続き日本国内での既存のアウトドア事業としている。特に、同社のスタッフが接客・運営する直営店で、顧客との親密度を上げていく提案営業の効果の浸透を見込んでいる。

営業利益率は 15/12 期の 7.2%に対し、16/12 期は 10.0%を目標としている。出店に伴う人件費を中心とした固定費の増加はあるものの、増収および、一部製品のカタログ価格値上げ、業務効率化による販管費の抑制により、営業利益率の上昇を見込んでいる。

株主還元に関して、配当性向 20%を目指すとしているが、内部留保とのバランスをとる方針である。15/12 期の配当金 5.0 円（期末に普通配 2.5 円、東証一部上場記念配 2.5 円）に対し、16/12 期は期末のみの 2.5 円とする計画である。会社計画の連結当期純利益に対する配当性向は 3.0%（15/12 期は 11.5%）である。

◆ 16 年 12 月期の第 1 四半期は前年同期より高い進捗

16/12 期の第 1 四半期は、売上高が 2,022 百万円（前年同期比 29.5%増）、営業利益が 122 百万円（同 544.6%増）、経常利益が 110 百万円（前年同期は 1 百万円の黒字）、四半期純利益が 47 百万円（前年同期は 28 百万円の赤字）となった。

通期の会社計画に対する進捗は、売上高は 21.3%、営業利益は 12.9% である。主力がオートキャンプ用品のため、春から秋にかけての売上が多くなる傾向にあり、どうしても第 1 四半期の売上高と利益は低い水準となる。それでも、前年同期の通期実績に対する進捗が、売上高は 19.9%、営業利益が 3.3%であったことと比べると、昨年より高い進捗であることがうかがえる。2 月中旬から 3 月末にかけての東証一部上場謝恩セールなど、春からのキャンプシーズンに向けての販売が進み、その増収効果により営業利益率は前年同期の 1.2%から 6.0%まで上昇したことが高い進捗率につながった。

通期の会社計画は据え置かれた。なお、これまでは通期の計画のみの公表だったが、今回より、第 2 四半期累計期間と第 3 四半期累計期間の会社計画が新たに公表された (図表 7)。

【図表 7】スノーピークの四半期業績推移および会社計画

(単位: 百万円)

	15/12期				16/12期			
	第1四半期 実績	第2四半期 実績	第3四半期 実績	第4四半期 実績	第1四半期 実績	第2四半期 会社計画	第3四半期 会社計画	第4四半期 会社計画
売上高	1,561	2,239	2,141	1,911	2,022	2,560	2,724	2,193
前年同期比	—	—	—	—	29.5%	14.3%	27.2%	14.7%
通期に対する割合	19.9%	28.5%	27.3%	24.3%	21.3%	27.0%	28.7%	23.1%
売上総利益	730	1,002	990	881	962	—	—	—
前年同期比	—	—	—	—	31.6%	—	—	—
売上総利益率	46.8%	44.8%	46.3%	46.1%	47.6%	—	—	—
営業利益	18	255	219	74	122	254	424	149
前年同期比	—	—	—	—	544.6%	-0.4%	93.3%	99.9%
営業利益率	1.2%	11.4%	10.2%	3.9%	6.0%	9.9%	15.6%	6.8%
通期に対する割合	3.3%	45.0%	38.6%	13.1%	12.9%	26.8%	44.6%	15.7%
経常利益	1	271	185	59	110	266	422	143
前年同期比	—	—	—	—	—	-1.8%	128.1%	138.9%
経常利益率	0.1%	12.1%	8.6%	3.1%	5.5%	10.4%	15.5%	6.5%
当期純利益	-28	171	113	29	47	182	259	90
前年同期比	—	—	—	—	—	6.9%	129.1%	208.0%
当期純利益率	-1.8%	7.6%	5.3%	1.5%	2.3%	7.1%	9.5%	4.1%

(注) 通期に対する割合は、15/12 期は通期実績に対する割合、16/12 期は通期会社計画に対する割合を算出

(出所) スノーピーク四半期報告書および決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター (以下、当センター) では、15/12 期および 16/12 期第 1 四半期の実績を踏まえて、16/12 期以降の業績予想を見直すとともに、18/12 期の業績予想を新たに策定した。

16/12 期業績は、売上高 9,746 百万円 (前期比 24.1%増)、営業利益 1,008 百万円 (同 77.5%増)、経常利益 999 百万円 (同 93.2%増)、当期純利益 614 百万円 (同 116.2%増) と予想する (図表 8)。15/12 期の好調な業績を反映させて、売上高、利益ともに前回予想 (15 年 10 月公表)

より引き上げた。会社計画に対しても、売上高、利益とも上回る水準となった。

当センターでは、業績を予想する上で、以下の点に留意した。

(1) すべての販売チャネルとも売上高が伸びると予想しているが、中でも日本の直営店の伸びを高めにより予想した。提案営業の浸透による既存店の増収のほか、ディベロッパーにとっての同社直営店店舗の魅力が上昇し、出店条件が良くなっていることを考慮した。直営店にはアパレル主体のフォーマットも加わり、アパレル事業の拡大も見込んだ。その結果、16/12 期の差別化された占有売場（ディーラー店舗以外の売場）の売上高構成比は、15/12 期の 67.3%に対して、68.2%まで上昇するものとし、また、地域別の構成比において、日本は 75.2%（15/12 期は 73.9%）まで上昇するものと予想した。

(2) 16/12 期の売上総利益率は 45.5%（前回予想は 48.2%）とし、15/12 期の 45.9%に対し若干低下するものと予想した。一部製品でのカタログ価格の値上げの浸透や、想定為替レートよりも円高水準にあることによる一部原材料の仕入価格の低下といったプラス要因がある一方、原価率の高い日本の売上高構成比がさらに上昇すると想定したためである。また、出店増による固定費の増加はあるものの、売上高の増加によって売上高販管費率の低下も見込まれるため、営業利益率は会社計画の営業利益率 10.0%と同じ水準まで上昇するものと予想した。

17/12 期以降は、売上高は年 16～20%程度の増加を予想する。販売形態別では直営店が牽引し、18/12 期の直営店の売上高構成比は 20%台となろう。一方、地域別では、日本の売上高構成比は 74%～75%の水準に高止まりすると見ている。利益面では、18/12 期に向けて営業利益率が 12%台まで上昇する展開を予想する。15/12 期から続く増収と売上高販管費率の抑制というシナリオが継続すると考えられるためである。

【 図表 8 】 証券リサーチセンターの業績等の予想

(損益計算書)

(単位：百万円)

	13/12期	14/12期	15/12期	16/12期CE	16/12期E (今回)	17/12期E (前回)	17/12期E (今回)	18/12期E (前回)	18/12期E
損益計算書									
売上高	4,486	5,559	7,854	9,500	9,746	7,754	11,663	8,953	13,516
前期比	21.5%	23.9%	41.3%	21.0%	24.1%	17.5%	19.7%	15.5%	15.9%
販売形態別	-	-	-	-	-	-	-	-	-
直営店	-	771	1,302	-	1,776	1,160	2,280	1,361	2,808
ECサイト	-	200	345	-	420	240	500	260	560
インストア	-	1,873	2,592	-	3,190	2,660	3,843	3,120	4,488
ショッピングインショップ	-	851	1,048	-	1,260	1,494	1,540	1,862	1,760
ディーラー店舗	-	1,862	2,565	-	3,100	2,200	3,500	2,350	3,900
地域別	-	-	-	-	-	-	-	-	-
日本	2,930	3,733	5,805	-	7,328	4,454	8,735	5,195	10,082
韓国	826	754	545	-	613	857	699	930	810
台湾	216	426	714	-	877	692	1,084	891	1,297
米国	513	645	787	-	925	593	1,142	736	1,324
売上総利益	2,222	2,709	3,605	-	4,434	3,737	5,306	4,297	6,149
前期比	25.3%	21.9%	33.1%	-	23.0%	17.0%	19.7%	15.0%	15.9%
売上総利益率	49.5%	48.7%	45.9%	-	45.5%	48.2%	45.5%	48.0%	45.5%
販売費および一般管理費	2,108	2,478	3,037	-	3,426	3,044	3,942	3,355	4,488
販管費率	47.0%	44.6%	38.7%	-	35.2%	39.3%	33.8%	37.5%	33.2%
営業利益	113	231	568	950	1,008	692	1,364	941	1,660
前期比	207.1%	104.2%	145.7%	67.1%	77.5%	50.4%	35.3%	36.0%	21.7%
営業利益率	2.5%	4.2%	7.2%	10.0%	10.3%	8.9%	11.7%	10.5%	12.3%
経常利益	288	272	517	942	999	682	1,355	931	1,652
前期比	31.8%	-5.7%	90.3%	82.0%	93.2%	51.6%	35.6%	36.5%	21.9%
経常利益率	6.4%	4.9%	6.6%	9.9%	10.3%	8.8%	11.6%	10.4%	12.2%
当期純利益	177	116	284	579	614	375	833	512	1,016
前期比	33.6%	-34.3%	144.6%	103.3%	116.2%	57.6%	35.7%	36.5%	22.0%
当期純利益率	4.0%	2.1%	3.6%	6.1%	6.3%	4.8%	7.1%	5.7%	7.5%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) スノーピーク有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 9 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書) (単位: 百万円)

	13/12期	14/12期	15/12期E	16/12期CE	16/12期E	16/12期E	17/12期E	17/12期E	18/12期E
貸借対照表									
現金	245	913	2,108	-	1,470	217	1,552	347	2,296
受取手形および売掛金	493	560	815	-	893	762	1,087	895	1,208
棚卸資産	902	903	1,065	-	1,230	1,166	1,421	1,286	1,652
その他	118	99	110	-	110	100	110	100	110
流動資産	1,759	2,475	4,100	-	3,704	2,247	4,171	2,629	5,266
有形固定資産	2,034	1,957	2,036	-	2,933	2,003	3,206	2,021	3,068
無形固定資産	242	236	306	-	340	260	352	260	361
投資その他の資産	326	319	398	-	420	320	450	320	480
固定資産	2,604	2,514	2,742	-	3,693	2,583	4,008	2,601	3,910
資産合計	4,363	4,990	6,842	-	7,397	4,830	8,180	5,230	9,176
買掛金	94	57	122	-	128	107	140	113	170
短期借入金	710	585	485	-	485	585	485	585	485
1年以内返済予定の長期借入金	184	206	180	-	180	206	158	184	90
未払法人税等	66	98	158	-	263	-	357	-	435
その他	253	305	476	-	480	350	480	350	480
流動負債	1,309	1,253	1,423	-	1,537	1,248	1,620	1,233	1,662
社債および長期借入金	1,118	907	605	-	424	493	266	309	175
製品保証引当金	89	114	139	-	173	177	214	216	261
その他	503	551	609	-	620	560	620	560	620
固定負債	1,712	1,573	1,354	-	1,217	1,230	1,100	1,085	1,056
純資産合計	1,342	2,164	4,065	-	4,642	2,350	5,459	2,912	6,457
(自己資本)	1,342	2,164	4,065	-	4,642	2,350	5,459	2,912	6,457
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	280	260	515	-	999	682	1,355	931	1,652
減価償却費	265	264	286	-	226	269	300	276	341
売上債権の増減額 (-は増加)	150	-62	-257	-	-77	-93	-194	-132	-120
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-247	15	-172	-	-165	-81	-190	-119	-230
仕入債務の増減額 (-は減少)	-55	-48	70	-	5	1	12	6	30
デリバティブ評価損益 (-は益)	-120	0	0	-	0	0	0	0	0
法人税等の支払額	-117	-114	-164	-	-279	-307	-428	-418	-557
その他	90	203	102	-	48	100	40	100	47
営業活動によるキャッシュ・フロー	247	518	380	-	756	571	896	642	1,162
有形固定資産の取得による支出	-273	-158	-270	-	-1,122	-446	-574	-250	-204
無形固定資産の取得による支出	-48	-38	-27	-	-33	-100	-11	-40	-9
その他	-38	-25	-71	-	-21	0	-30	0	-30
投資活動によるキャッシュ・フロー	-360	-223	-369	-	-1,177	-546	-615	-290	-243
短期借入金の増減額 (-は減少)	190	-125	-100	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-24	-189	-328	-	-180	-206	-180	-206	-158
株式の発行による収入 (株式公開費用の支出を含む)	0	708	1,641	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-12	-12	-15	-	-35	-16	-17	-16	-17
その他	-12	-12	-11	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	140	367	1,185	-	-215	-223	-198	-223	-175
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	40	667	1,193	-	-636	-198	82	129	743
現金及び現金同等物の期首残高	204	245	913	-	2,106	416	1,470	217	1,552
現金及び現金同等物の期末残高	245	913	2,106	-	1,470	217	1,552	347	2,296

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) スノーピーク 有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 自然災害のリスク

同社の本社は新潟県三条市にあり、管理機能のほか、開発担当者が常駐している。また、自社製品約 500 品目のうち約 41%が燕三条の協力会社で製造されており、同社の事業の多くの機能が三条市に集中していると言える。そのため、三条市近辺で大きな自然災害が起きた場合、同社の業績に大きな影響を与える可能性がある。

また、三条市近辺でなくとも、噴火や地震などの大きな自然災害が発生してアウトドアに出かける意欲が削がれる場合、アウトドア参加人口に影響を与える可能性もある。なお、16 年 4 月に発生した熊本地震に関して、近隣にある大分県日田市のキャンプ場には直接の被害はなかったとのことである(支援物資の仕分け拠点として活用された)。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 15 年 5 月 15 日より開始いたしました。

15 年 12 月に同社株式は、東京証券取引所マザーズ市場から東京証券取引所市場第一部に市場変更となったことや、新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

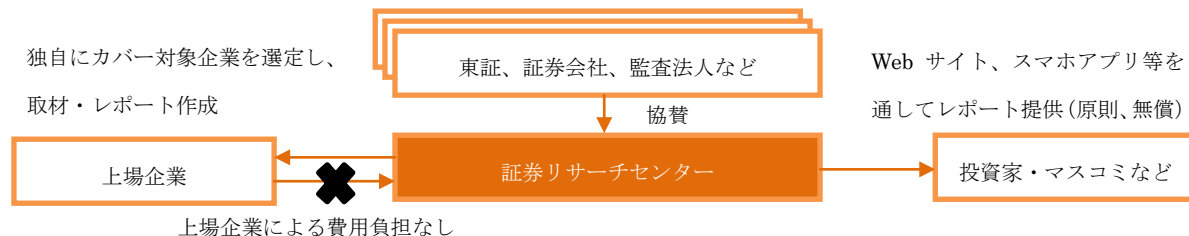
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

スノーピーク (7816 東証マザーズ)

発行日:2016/5/20

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

新日本有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 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

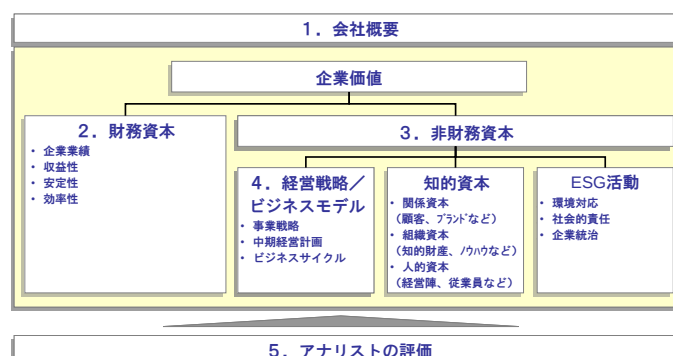
本レポートの構成

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、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。