

ホリスティック企業レポート スノーピーク 7816 東証マザーズ

アップデート・レポート
2015年10月9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 20151006

スノーピーク(7816 東証マザーズ)

発行日: 2015/10/9

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
日本と台湾が牽引して 15 年 12 月期上期は高い進捗

> 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、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 月期上期決算の概要

- ・15/12 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上高が 3,800 百万円(前年同期比 38.3%増)、営業利益が 274 百万円(同 76.3%)と大幅な増収増益となった。
- ・日本と台湾が全体の売上高の伸びを牽引したが、韓国での苦戦が続いた。円安による調達コスト増加により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。

◆ 15 年 12 月期の業績予想

- ・15/12 期業績について同社は、期初予想を据え置き、売上高 6,480 百万円(前期比 16.6%増)、営業利益 442 百万円(同 91.4%増)を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、上期実績等から前回予想を据え置き、売上高 6,599 百万円(前期比 18.7%増)、営業利益 460 百万円(同 99.1%増)と、会社計画を上回る着地を見込む。

◆ 中期業績予想

- ・当センターでは、中期業績予想についても前回予想を据え置いた。
- ・15/12 期以降は増収と売上高販売管理費率の抑制というシナリオが継続し、16/12 期以降は、売上高が年 15~18%程度の成長率で増加するとともに、営業利益率が 10%台に乗る展開を予想する。

【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

2/16

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。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。

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】

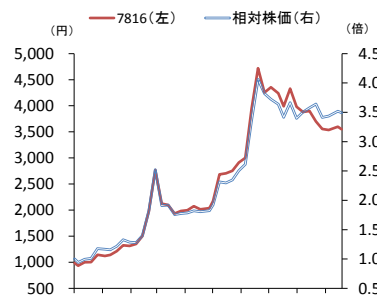
	2015/10/2
株価 (円)	3,550
発行済株式数 (株)	7,040,000
時価総額 (百万円)	24,992

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	159.5	97.6	62.0
PBR (倍)	10.8	10.7	9.9
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 (%)	1.4	-11.0	n.a.
対TOPIX (%)	2.1	2.2	n.a.

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/12/19

> 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のメーカーである。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、同社製品へ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、製品の大半の生産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、15/12期上期とも86.3%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期上期は44.1%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	14/12	15/12上	前年同期比		構成比	
					14/12	15/12上	14/12	15/12上
オートキャンプ製品	テント/タープ	1,696	2,246	1,674	32.4%	—	40.4%	44.1%
	クックウェア	412	494	315	19.9%	—	8.9%	8.3%
	テーブルウェア	435	495	328	13.8%	—	8.9%	8.6%
	ファニチャー	357	456	289	27.7%	—	8.2%	7.6%
	ファイアブレイス	268	414	252	54.5%	—	7.4%	6.6%
	ライティングギア	259	262	144	1.2%	—	4.7%	3.8%
	スリーピングギア	195	228	142	16.9%	—	4.1%	3.7%
	ヒーティングギア	170	203	134	19.4%	—	3.7%	3.5%
		3,792	4,798	3,278	26.5%	—	86.3%	86.3%
アパレル		695	138	121	—	—	2.5%	3.2%
その他（登山・バックパッキング製品）			623	399	—	—	11.2%	10.5%
合計		4,487	5,559	3,800	—	—	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 期上期の地域別売上高構成比は、日本が 71.1%、海外が 28.9% という構成であり、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、売上高構成比は米国と肩を並べるまで成長してきた。一方、韓国は苦戦が続き、15/12 期上期は前年同期比 32.8%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の取り扱いはない。(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						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	14/12上	15/12上	14/12	15/12上	14/12	14/12上	15/12上
日本	○	○	○	3,733	1,759	2,703	27.4%	53.9%	67.2%	64.0%	71.1%
韓国	○	○	○	754	478	321	-8.8%	-32.8%	13.6%	17.4%	8.4%
台湾	○	○	○	426	201	388	97.2%	93.0%	7.7%	7.3%	10.2%
米国	×	○	○	645	308	387	25.5%	25.6%	11.6%	11.2%	10.2%
合計				5,559	2,748	3,800	23.9%	38.3%	100.0%	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が、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、「自らもユーザー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1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14年末までに、累計127会場で開催され、約2.5万人が参加している。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 45%にのぼる。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（所属企業 520 社）の代表を務め、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。14/12 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 27 年のマルチスタンド AD、同 26 年の FD チェアワイド、同 18 年の焚火台、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また、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あるほか、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、14/12 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、販売管理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の推移は、13/12 期 0.44%、14/12 期 0.44%、15/12 期上期 0.39%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			店舗数 (店)					店舗面積 (坪)	売上高		構成比		
				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	14/12	15/12上
エンドユーザー	小売	直営店	○	○	14	9	3	1	1	30~120	771	544	14%	14%
		ECサイト	○	○	-	○	○	x	○	-	200	137	4%	4%
法人 (ディーラー)	卸売 小売	インストア	○	○	52	46	0	6	0	30	1,873	1,286	34%	34%
		ショップインショップ	x	○	96	55	41	0	0	15~20	851	616	15%	16%
	卸売	ディーラー店舗	x	x	-	-	-	-	-	-	1,862	1,215	33%	32%
合計			-	-	162	110	44	7	1	-	5,559	3,800	100%	100%
15/12期上期の売上高に占める割合			51.8%	68.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(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や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届出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52%を占める。

同社スタッフによる接客を重視する姿勢は、坪あたり売上の高さに結びついている。同社によると、1坪あたりの売上高は、インストアの場合は年220~230万円(常駐スタッフは平均1人)、直営店の場合は年170~180万円(常駐スタッフは平均3人)とのことである。インストアが入るスポーツ量販店等の母体店の平均の年100万円超の水

準と比較すると、直営店の販売スペースの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 期上期末の総会員数 13.3 万人のうち、ロイヤルカスタマーの比率は 7.0%で、14/12 期末の 6.5%より上昇している。一方、15/12 期上期の半年間の新規会員の 2.0 万人のうち、ロイヤルカスタマーの比率は 6.7%であった（14/12 期の 1 年間の新規会員の 2.85 万人のうち、ロイヤルカスタマーの比率は 7.3%）。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る状況がうかがえる。

> 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。

【 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 ・ 熱烈なファン（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 ・ 改善の余地がある財務体質 ・ 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。

【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11.5万人	約13.3万人		
			・ロイヤルカスタマー比率 （ゴールド会員以上の比率）	6.5%	7.0%		
			・一購買当たり客単価	約22,000円	約25,000円		
			・Snow Peak Way （キャンプイベント）参加人数	約2.5万人（98年以降累計）	-----		
			・Snow Peak Club（SNS） 参加者数	約7万人	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!	約13.1万いいね!		
			・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)	-----		
		・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%	0.39%		
	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%	29%			
・社数			主要協力会社は7社	-----			
・燕三条の地場の協力メーカー			・三条工業会会員社数 520社 ・自社製品500品目中の 燕三条での製造比率 45%	----- ----- -----			
組織資本	プロセス	・製品開発	・担当社員数（アウトドア製品） ・新規開発品目数	8人 71品目	----- -----		
		・顧客との直接接点	・Snow Peak Way （キャンプイベント）開催数	127会場（98年以降累計）	-----		
		・販売	・直営店	11店舗（日本7 韓国3 米国1）	14店舗 （日本9 韓国3 台湾1 米国1）		
			・インストア	51店舗（日本46 台湾5）	52店舗（日本46 台湾6）		
			・ショップインショップ	53店舗（日本38 韓国15）	96店舗（日本55 韓国41）		
			・自社スタッフ運営による 販売形態の売上構成比	52%	52%		
			・差別化された占有売場の 売上構成比	67%	68%		
	知的財産 ノウハウ	・ライフスタイル提案の視点 ・顧客視線でのビジネス思考 ・研究開発	・ミッションステートメント ・ミッションステートメント ・研究開発費	特になし 特になし 76百万円	----- ----- -----		
		人的資本	経営陣	・山井家による経営	・特になし	特になし	-----
				・インセンティブ	・社長と社長の二親等以内の 血族の保有	957,000株（54.4%）	-----
	・親族以外の取締役の持株数 （監査役は除く）				19,000株（1.08%）	-----	
・役員報酬総額（取締役） *社外取締役は除く	128百万円（4名）				-----		
従業員	企業風土		・従業員数	192名（派遣社員等除く）（連結）	-----		
		・平均年齢	36.1歳（単体）	-----			
		・平均勤続年数	4.4年（単体）	-----			
		・インセンティブ	・従業員持株会 ・ストックオプション	30,000株（1.70%）（IPO時） なし	----- -----		

(注) 特に記載がない場合は、KPIの数値は、前回は14/12期末、今回は15/12期上期末のもの 前回と変更しないものは「-----」と表示

(出所) スノーピーク有価証券届出書および決算説明会資料、ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

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。

> 決算概要

◆ 15 年 12 月期上期は順調な進捗

15/12 期第 2 四半期累計（以下、上期）決算は、売上高が前年同期比 38.3%増の 3,800 百万円、営業利益が同 76.3%増の 274 百万円、経常利益が同 2.1 倍の 272 百万円、当期利益が同 2.5 倍の 142 百万円という着地となった（前年同期の数値は監査法人の四半期レビューを受けていない参考情報）。

15/12 期上期の会社計画は開示されていなかったが、15/12 期会社計画に対する進捗率は、売上高が 58.6%、営業利益が 62.0%、経常利益が 63.0%、当期利益が 62.0%であり、総じて順調な推移だったと考えられる。

日本の売上高は前年同期比 53.9%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 34.5%増で推移したことが貢献している。

海外では、アウトドアブームを背景に台湾が同 93.0%増と大きく伸びた一方、韓国は同 32.8%減と苦戦が続いている。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模様である。

利益面では、円安による調達コスト増と、原価率が相対的に低い海外売上高の構成比率の低下により、売上総利益率は前年同期の 49.4%に対して 45.6%まで低下した。一方、オペレーション効率化が奏功し、営業利益率は前年同期の 5.7%に対して 7.2%まで上昇した。

> 今後の業績見通し

◆ 15 年 12 月期会社計画は二桁増収増益で据え置き

15/12 期通期の会社計画は、期初計画が据え置かれ、売上高 6,480 百万円（前期比 16.6%増）、営業利益 442 百万円（同 91.4%増）、経常利益 432 百万円（同 58.8%増）、当期純利益 229 百万円（同 97.1%増）である（図表 6）。

【図表 6】スノーピークの 15 年 12 月期の業績計画

	13/12 実績	14/12 実績	14/12上 実績	14/12下 実績	15/12上 実績	15/12下 計画	15/12 会社計画	前期比
売上高	4,486	5,559	2,748	2,811	3,800	2,680	6,480	16.6%
売上総利益	2,222	2,709	1,357	1,352	1,733	-	-	-
売上総利益率	49.5%	48.7%	49.4%	48.1%	45.6%	-	-	-
営業利益	113	231	155	76	274	168	442	91.4%
営業利益率	2.5%	4.2%	5.7%	2.7%	7.2%	6.3%	6.8%	-
経常利益	288	272	128	144	272	160	432	58.8%
経常利益率	6.4%	4.9%	4.7%	5.1%	7.2%	6.0%	6.7%	-
当期純利益	177	116	58	58	142	87	229	97.1%

（注）14/12 期上期は参考数値 14/12 期下期と 15/12 期下期は通期の数値から上期の数値を差し引いて算出。

（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

同社が 15/12 期の売上高を前期比 16.6%増と予想するのは、日本と台湾を中心に既存のアウトドア事業が続伸することに加え、アパレル事業の上乗せを見込んでいるためである。

営業利益率は 14/12 期の 4.2%に対し、15/12 期は 6.8%を目標としている。出店に伴う固定費の増加はあるものの、オペレーションの改善により利益率の改善を図ることと、苦戦している韓国で収支均衡まで損益が改善することを見込んでいる。韓国の苦戦は続くが、15/12 期上期の営業利益率は、前年同期の 5.7%に対し 1.5%ポイント上昇の 7.2%となっており、通期会社計画の達成が射程圏内に入る進捗であった。

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 期の配当金は 2.5 円（15 年 7 月 1 日付けの 1：4 の株式分割を考慮後）で据え置かれ、連結当期純利益に対する配当性向は 7.1%（14/12 期は 11.2%）となる計画である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでも従来予想を据え置き、15/12 期業績を、売上高 6,599 百万円（前期比 18.7%増）、営業利益 460 百万円（同 99.1%増）、経常

利益 450 百万円 (同 65.4%増)、当期純利益 238 百万円 (同 105.2%増)と、会社計画を上回る水準を予想する (図表 7)。

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、中でも直営店の伸びを高めにより予想した。既に予定されている直営店の出店のほか、既存店でのアパレル製品の販売やアパレル事業単独フォーマットの店舗の出店によるアパレル事業の拡大を見込んでのことである。その結果、15/12 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、14/12 期の 66.5%に対して、68.9%まで上昇するものと予想した (15/12 期上期は 68.0%)。また、地域別の構成比は、日本は 67.5%と、14/12 期の 67.2%と比較して若干上昇するものと想定している。

(2) 15/12 期の売上総利益率は 48.4%で、14/12 期の 48.7%に対し若干の低下を予想する。エントリーモデルの製品が増加することを見越してのことである。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売管理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 6.8%をやや上回る水準である 7.0%と予想する。

16/12 期以降は、売上高は年 15~18%程度の増加とともに、営業利益率が 10%台に乗る展開を予想し、業績予想を据え置く。15/12 期から続く増収と売上高販売管理費率の抑制というシナリオが継続するものと考ええる。

【 図表 7 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位: 百万円)

	13/12	14/12	15/12CE	15/12E	16/12E	17/12E
損益計算書						
売上高	4,486	5,559	6,480	6,599	7,754	8,953
前期比	21.5%	23.9%	16.6%	18.7%	17.5%	15.5%
販売形態別	-	-	-	-	-	-
直営店	-	771	-	953	1,160	1,361
ECサイト	-	200	-	220	240	260
インサイト	-	1,873	-	2,220	2,660	3,120
ショップインショップ	-	851	-	1,156	1,494	1,862
ディーラー店舗	-	1,862	-	2,050	2,200	2,350
地域別	-	-	-	-	-	-
日本	2,930	3,733	-	4,350	4,454	5,195
韓国	826	754	-	846	857	930
台湾	216	426	-	672	692	891
米国	513	645	-	583	593	736
売上総利益	2,222	2,709	-	3,193	3,737	4,297
前期比	25.3%	21.9%	-	17.9%	17.0%	15.0%
売上総利益率	49.5%	48.7%	-	48.4%	48.2%	48.0%
販売管理費	2,108	2,478	-	2,733	3,044	3,355
販売管理費率	47.0%	44.6%	-	41.4%	39.3%	37.5%
営業利益	113	231	442	460	692	941
前期比	207.1%	104.2%	91.4%	99.1%	50.4%	36.0%
営業利益率	2.5%	4.2%	6.8%	7.0%	8.9%	10.5%
経常利益	288	272	432	450	682	931
前期比	31.8%	-5.7%	58.8%	65.4%	51.6%	36.5%
経常利益率	6.4%	4.9%	6.7%	6.8%	8.8%	10.4%
当期純利益	177	116	229	238	375	512
前期比	33.6%	-34.3%	97.1%	105.2%	57.6%	36.5%

(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届出書および有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 8 】 証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書)

	13/12	14/12	15/12CE	15/12E	16/12E	17/12E
貸借対照表						
現預金	245	913	-	416	217	347
受取手形および売掛金	493	560	-	669	762	895
棚卸資産	902	903	-	1,085	1,166	1,286
その他	118	99	-	100	100	100
流動資産	1,759	2,475	-	2,270	2,247	2,629
有形固定資産	2,034	1,957	-	1,981	2,003	2,021
無形固定資産	242	236	-	245	260	260
投資その他の資産	326	319	-	320	320	320
固定資産	2,604	2,514	-	2,546	2,583	2,601
資産合計	4,363	4,990	-	4,816	4,830	5,230
支払手形および買掛金	94	57	-	105	107	113
短期借入金	710	585	-	585	585	585
1年以内返済予定の長期借入金	184	206	-	206	206	184
その他	320	403	-	350	350	350
流動負債	1,309	1,253	-	1,247	1,248	1,233
社債および長期借入金	1,118	907	-	700	493	309
製品保証引当金	89	114	-	143	177	216
その他	503	551	-	560	560	560
固定負債	1,712	1,573	-	1,403	1,230	1,085
純資産合計	1,342	2,164	-	2,165	2,350	2,912
(自己資本)	1,342	2,164	-	2,165	2,350	2,912
キャッシュフロー計算書						
税金等調整前当期純利益	280	260	-	450	682	931
減価償却費	265	264	-	261	269	276
売上債権の増減額 (－は増加)	150	-62	-	-108	-93	-132
棚卸資産の増減額 (－は増加)	-247	15	-	-182	-81	-119
仕入債務の増減額 (－は減少)	-55	-48	-	48	1	6
デリバティブ評価損益 (－は益)	-120	0	-	0	0	0
その他	90	203	-	150	100	100
法人税等の支払額	-117	-114	-	-211	-307	-418
営業活動によるキャッシュフロー	247	518	-	407	571	642
有形固定資産の取得による支出	-273	-158	-	-635	-446	-250
無形固定資産の取得による支出	-48	-38	-	-46	-100	-40
その他	-38	-25	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-360	-223	-	-681	-546	-290
短期借入金の増減額 (－は減少)	190	-125	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (－は減少)	-24	-189	-	-206	-206	-206
株式の発行による収入 (株式公開費用の支出を含む)	0	708	-	0	0	0
配当金の支払額	-12	-12	-	-16	-16	-16
財務活動によるキャッシュ・フロー	140	367	-	-223	-223	-223
現金及び現金同等物の増減額 (－は減少)	40	667	-	-496	-198	129
現金及び現金同等物の期首残高	204	245	-	913	416	217
現金及び現金同等物の期末残高	245	913	-	416	217	347

> 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 45%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た場合、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。

◆ 将来的な資金調達の可能性

14 年 12 月の東証マザーズ上場では自己株式処分が行われた。同社は非キャンペーを取り込むための新規事業の本格化を模索しており、それらの事業の本格展開の目途が立った頃に、自己株式処分や公募増資等による資金調達が行われる可能性がある。

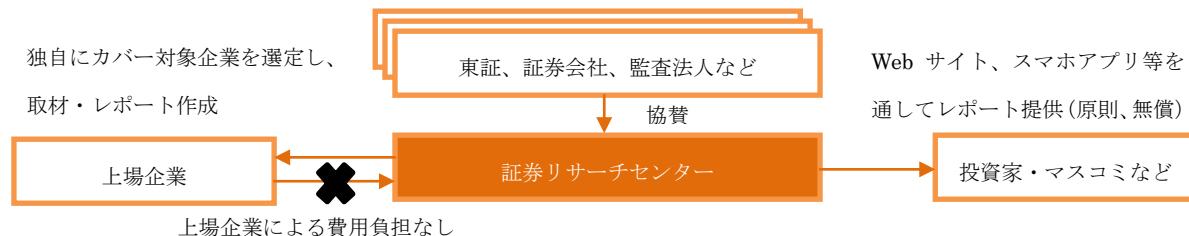
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

スノーピーク (7816 東証マザーズ)

発行日:2015/10/9

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算するための評価指標 (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。