

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

フル・レポート
2015年5月15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 20150512

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 キャンパー市場の深掘りと、非キャンパー向け事業育成による成長持続に期待

1. 会社の概要

- ・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」と呼ばれる熱狂的なユーザーを生み出している。
- ・製品の過半を協力会社に生産依頼していることで、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。

2. 財務面の分析

- ・09/11 期～14/12 期に売上高は年平均 16.4%の成長率で拡大した。
- ・他社との比較では、収益性の一部でやや物足りない水準にある項目がある。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、複数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。ライフスタイル提案の視点と顧客視点でのビジネス思考が根幹にある。

4. 経営戦略の分析

- ・既存のアウトドア製品では、キャンパーとして初心者段階からユーザーとして獲得することを目指し、戦略的低価格でのエントリーモデルの拡販で、市場の拡大とシェアアップの両立を図っている。
- ・非キャンパーを取り込むため、アパレル、アーバンアウトドア、フィールドスイートの3つの新規事業を始めている。

5. アナリストの評価

- ・既存のアウトドア事業での戦略的低価格のエントリーモデル投入による新規キャンパーの顧客化とシェア上昇、新規事業での非キャンパー向けの新しい市場創出を通じて、持続的成長を図る方針である。
- ・強いブランドを持つ企業としては収益性が高いとは言えない。新市場の創出と同時に目指すことになる収益性向上のペースには留意しておきたい。

【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	138.4	1,048.1	10.0
2014/12	5,559	23.9	231	104.2	272	-5.7	116	-34.3	89.0	1,320.3	10.0
2015/12 CE	6,480	16.6	442	91.4	432	58.8	229	97.1	140.1	—	10.0
2015/12 E	6,599	18.7	460	99.1	450	65.4	238	105.2	145.5	1,321.1	10.0
2016/12 E	7,754	17.5	692	50.4	682	51.6	375	57.6	228.9	1,433.9	10.0
2017/12 E	8,953	15.5	941	36.0	931	36.5	512	36.5	312.3	1,776.3	10.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、1株指標は分割修正後

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】

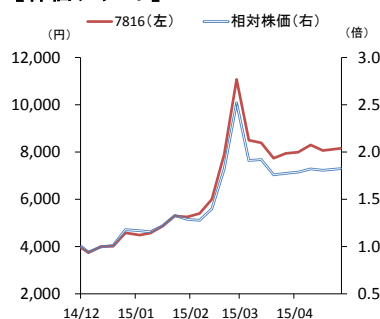
	2015/5/8
株価(円)	8,150
発行済株式数(株)	1,760,000
時価総額(百万円)	14,344

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	91.6	56.0	35.6
PBR(倍)	6.2	6.2	5.7
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(%)	-0.2	35.8	—
対TOPIX(%)	0.1	30.4	—

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/12/12

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較

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

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 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、同社製品への熱狂的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ーターである。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

同社の売上高の86.3%がオートキャンプ製品である。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、全体の売上高の40.4%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	構成比	前期比
オートキャンプ製品	テント/タープ	1,696	2,246	40.4%	32.4%
	クックウェア	412	494	8.9%	19.9%
	テーブルウェア	435	495	8.9%	13.8%
	ファニチャー	357	456	8.2%	27.7%
	ファイアブレイス	268	414	7.4%	54.5%
	ライティングギア	259	262	4.7%	1.2%
	スリーピングギア	195	228	4.1%	16.9%
	ヒーティングギア	170	203	3.7%	19.4%
		3,792	4,798	86.3%	26.5%
登山・バックパッキング製品		695	761	13.7%	9.5%
合計		4,487	5,559	100.0%	23.9%

（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

地域別には、日本が67.2%、海外が32.8%という構成である。韓国と台湾ではオートキャンプ製品とバックパッキング製品を取り扱い、米国では登山・バックパッキング製品のための取り扱いとなっている（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		13/12期	14/12期	構成比	前期比
	オートキャンプ	登山・バックパッキング				
日本	○	○	2,930	3,733	67.2%	27.4%
韓国	○	○	827	754	13.6%	-8.8%
台湾	○	○	216	426	7.7%	97.2%
米国	×	○	514	645	11.6%	25.5%
合計			4,487	5,559	100.0%	23.9%

(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視点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

全文は後述するが、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

一貫通貫の開発体制

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、12/12 期 0.37%、13/12 期 0.44%、14/12 期 0.44%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
エンドユーザー	小売	直営店	○	○	11	7	3	0	1	30～120	771	14%
		ECサイト	○	○	－	○	○	×	○	－	200	4%
法人（ディーラー）	卸売	インストア	○	○	51	46	0	5	0	30	1,873	34%
	小売	ショップインショップ	×	○	53	38	15	0	0	15～20	851	15%
	卸売	ディーラー店舗	×	×	－	－	－	－	－	－	1,862	33%
売上高に占める割合			51.2%	66.5%	115	91	18	5	1		5,559	100%

(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、坪あたり売上の効率性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、同社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

14/12 期末の総会員数 11.5 万人のうち、ロイヤルカスタマーの比率は 6.5%である。一方、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%であったことから、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。

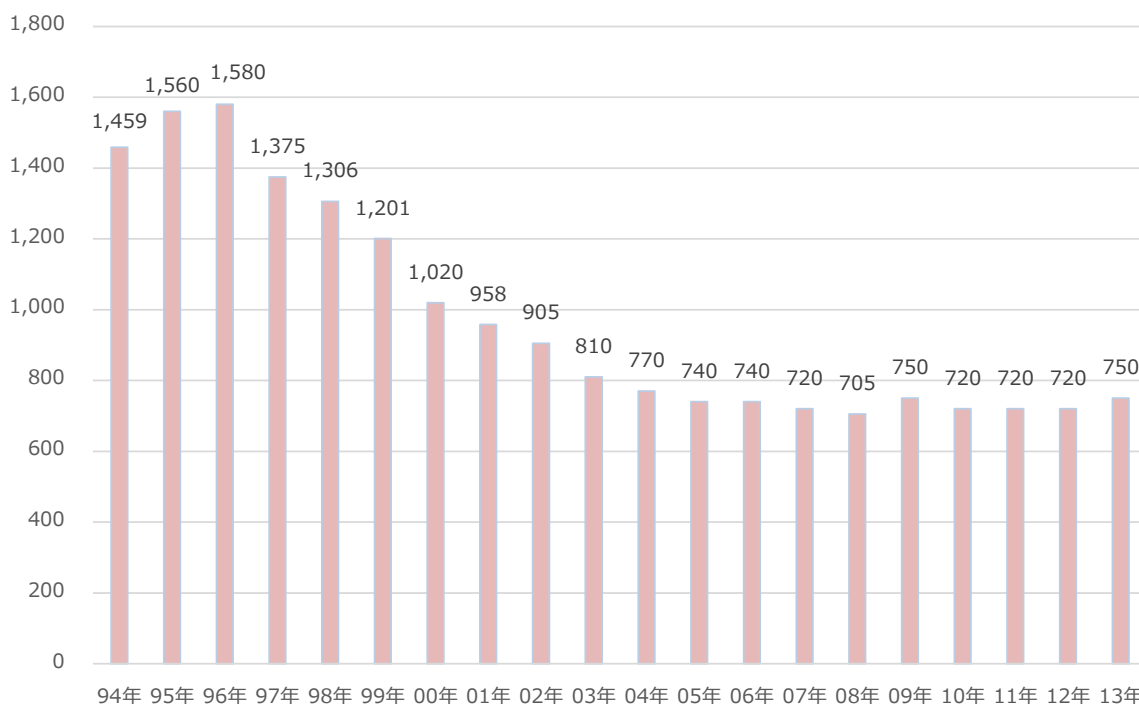
> 業界環境と競合

◆ 顧客の状況

オートキャンプ人口（1 年間に 1 回以上キャンプをした人数）は、96 年の 1,580 万人をピークに減少が続いた。10 年からの 3 年間は 720 万人で横ばいに推移してきたが、13 年は 750 万人となり、4 年ぶりに増加となった（図表 4）。

【図表 4】オートキャンプ参加人口の推移

(単位：万人)



(出所) 日本オートキャンプ協会「オートキャンプ白書 2014」

4年ぶりの増加となった要因の一つには、人口動態が影響している可能性がある。13年のキャンパーの平均年齢は41.5歳である。13年に41.5歳の人が生まれた年は70年であり、1年間に約200万人が出生した団塊ジュニア世代にあたる。この世代がファミリー世代となって新規キャンパーとなっているとすれば、今後数年は人口動態上の要因が追い風になると予想される(図表5)。

【図表5】キャンパーの平均年齢と人口規模の推移

	キャンパーの 平均年齢 (歳)	平均年齢の 誕生年 (端数切り捨て)	平均年齢の 誕生年の出生数 (万人)
01年	38.3	62年	161
02年	39.3	62年	161
03年	38.7	64年	171
04年	38.6	65年	182
05年	39.4	65年	182
06年	39.2	66年	136
07年	40.0	67年	193
08年	40.4	67年	193
09年	40.0	69年	188
10年	40.0	70年	193
11年	40.9	70年	193
12年	40.7	71年	200
13年	41.5	71年	200
—	—	72年	203
—	—	73年	209
—	—	74年	202
—	—	75年	190

(出所) 日本オートキャンプ協会「オートキャンプ白書2014」、
厚生労働省「人口動態統計」より証券リサーチセンター作成

◆ 国内の市場規模

国内のスポーツ用品の分野別市場規模を見ると、アウトドア製品(登山用品を含む)は、ゴルフ、スポーツシューズに次ぐ3番目の規模となっている(図表6)。

特筆すべきは、09年から15年までの年平均成長率を見ると、アウトドア用品が5.2%で最も伸びている分野と予想されている点である(平均は1.7%)。これは、宿泊を伴うキャンプや登山に参加するファミリーが増加し、ファミリー層における用品需要が拡大していることが背景にあると考えられる。

ただし、アウトドア用品の14年から15年の予想成長率は1.8%であり、成長が鈍化しているように見える。データの出所である矢野経済研究所は、14年夏の天候不順（長梅雨、例年以上の台風の通過）が影響して夏場の活動機会が失われ、エントリー需要が減少すると予測している。

【図表6】スポーツ用品分野別国内市場規模の推移

(単位：百万円)

	09年	10年	11年	12年	13年	14年 (見込)	15年 (予測)	年平均成長率 (09年→15年)	成長率 (14年→15年)
アウトドア	136,000	142,490	156,230	163,670	174,190	181,200	184,500	5.2%	1.8%
サイクルスポーツ	30,300	31,600	33,780	32,450	32,280	37,180	40,050	4.8%	7.7%
スポーツシューズ	177,930	179,720	173,860	185,910	197,630	219,610	234,290	4.7%	6.7%
バスケットボール	19,770	19,540	20,030	20,890	22,060	23,760	25,090	4.1%	5.6%
バドミントン	11,410	11,810	11,430	11,840	12,580	13,270	13,410	2.7%	1.1%
サッカー・フットサル	59,790	58,290	58,990	63,740	64,810	69,420	68,380	2.3%	-1.5%
フィットネス	13,440	13,690	14,360	15,530	14,890	14,780	15,260	2.1%	3.2%
卓球	9,505	9,505	9,100	9,790	10,480	10,620	10,790	2.1%	1.6%
ラグビー	2,280	2,140	2,250	2,260	2,360	2,410	2,460	1.3%	2.1%
アスレチックウェア	167,440	165,290	164,920	167,770	170,370	173,560	176,820	0.9%	1.9%
釣り	124,980	119,870	112,430	116,130	121,910	125,170	129,310	0.6%	3.3%
野球・ソフトボール	76,890	75,230	74,360	72,880	74,850	76,600	78,940	0.4%	3.1%
バレーボール	10,090	9,760	9,770	10,380	10,170	10,280	10,320	0.4%	0.4%
ゴルフ	268,050	258,930	242,410	251,420	262,960	256,740	264,550	-0.2%	3.0%
テニス	58,690	56,280	53,810	55,170	55,570	55,450	56,090	-0.8%	1.2%
スキー・スノーボード	54,770	52,650	51,560	51,980	52,590	52,010	51,200	-1.1%	-1.6%
武道	12,610	12,980	12,780	12,700	12,200	11,700	11,560	-1.4%	-1.2%
スイム	25,200	24,320	22,950	21,810	22,190	22,080	22,770	-1.7%	3.1%
合計	1,259,145	1,244,095	1,225,020	1,266,320	1,314,090	1,355,850	1,395,790	1.7%	2.9%

(注) メーカー出荷金額ベース 見込は見込み値、予測は15年3月時点の予測値

(出所) 矢野経済研究所「スポーツ用品市場に関する調査結果 2015」「同 2014」をもとに証券リサーチセンター作成

◆ 主なキャンプ用品メーカー

キャンプ用品メーカーは未上場の企業ばかりで売上高などの正確なデータはない。キャンプの初心者がテントを購入しようとした時に、検討する可能性がある主だったキャンプ用品のメーカーを列挙する(図表7)。

出自となる製品が様々で、海外ブランドも散見されるが、比較的低・中価格で提供するメーカーが多く、同社以上の高価格での提供される製品は少ないような印象を受ける。また、テントの老舗として100年の歴史を持つ小川キャンパル(未上場)は15年3月に破産手続きを開始した。淘汰が起きている業界であることもうかがえる。

【図表7】スポーツ用品分野別国内市場規模の推移

(単位：百万円)

メーカー名		本拠	特徴
コールマン	Coleman	アメリカ	ランタンレンタル・製造が出自 量販ブランドで最大手
ロゴス	LOGOS	大阪	船舶用品問屋が出自で海洋レジャー用品を経てキャンプ用品へ 防災用品のブランドも持つ
小川キャンパル	OGAWA CAMPAL	東京	1914年創業のテントの老舗 集会用テントでも高い知名度 小川キャンパルは15年3月25日に破産手続開始決定 15年3月24日設立のキャンパルジャパンに事業譲渡し、営業継続を予定
モンベル	Montbell	大阪	登山用具が出自 道具よりウェア、レジャー系より登山系という印象
エムエスアール	MSR	アメリカ	登山用ストーブ、クックウェアが強い
ケシュア	Quechua	フランス	欧州最大規模の総合アウトドアブランド 簡単設営が特徴のポップアップテントなどを有する
ユニフレイム	UNIFLAME	新潟	スノーピークと同様、燕三条のメーカー ガスヒーターやガスバーナーが出自
ヒルバーグ	HILLBERG	スウェーデン	テント製造が出自 インナーとフライシートが一体となった世界初のテントを開発
サウスフィールド	SOUTH FIELD	愛知	アルペングループのアウトドアブランド リーズナブルな価格帯

(出所) 各社ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

> 沿革・経営理念・株主

◆現社長の父である山本幸雄氏が創業

1958 年に創業された金物問屋の山井幸雄商店が、同社のストーリーの始まりである。登山を趣味とし、当時の登山用品に常々不満を持っていた創業者の山井幸雄氏は、翌 59 年、オリジナル登山用品を開発し、全国へ販売を開始した。64 年には有限会社山井商店として法人化し、76 年には新潟県三条市で自社工場を設立して自社生産を開始するなど、アウトドアレジャー用品メーカーとしての基礎が築かれていった。

◆ 現代表取締役の山井太氏の登場

現代表取締役の山井太氏が同社に入社したのは 86 年である。入社後に手掛けたことは、「スノーピーク」のブランドをオートキャンピングブランドとしてリニューアルし、ハイエンドのオートキャンプ用品を本格的に市場投入することであり、これが成功した。アウトドアと言えば登山が主流であった時代、普及し始めてきた四輪駆動の SUV に乗ってキャンプに出かけるというオートキャンプのスタイルは、同社が作り上げた文化と言っても過言ではない。

初代の山井幸雄氏逝去後、一時期、母の山井トキ氏が社長を務めたが、96 年に山井太氏が代表取締役に就任した際に、社名も株式会社スノーピークに変更された。

オートキャンプのブームが一巡した 93 年をピークに業績が悪化し、同社は 6 年連続で減収となっていた。その対策のため、顧客の声を直接聞く機会として、ユーザーを招いてのキャンプ大会「スノーピークウェイ」を 98 年に開催した。この場で山井社長は顧客とキャンプを共にし、得られた顧客の声を反映させるべく、問屋経由の取引の全廃と直接販売への移行、販売先を絞り込んだ上で接客のための社員の常駐、品質を維持したままの値下げといった改革を断行した。これを機に同社の業績は回復した。

96 年に米国のオレゴン州に拠点を設立するなど、山井太氏が代表取締役役に就任するのと同じタイミングで海外市場への志向を強めていく。08 年に韓国、13 年に台湾に拠点を設立し、14 年 12 月時点で、日本以外では 3 カ国に拠点を有している。その結果、売上の 33%は海外が占めるまでとなっている。

◆ 経営理念

同社は「The Snow Peak Way」と名づけられたミッションステートメントを掲げている。その内容は以下の通りである。

- ・ 私達スノーピークは、一人一人の個性が最も重要であると自覚し、同じ目標を共有する真の信頼で力を合わせ、自然指向のライフスタイルを提案し実現するリーディングカンパニーをつくり上げよう。
- ・ 私達は、常に変化し、革新を起こし、時代の流れを変えていきます。
- ・ 私達は、自らもユーザーであるという立場で考え、お互いが感動できるモノやサービスを提供します。
- ・ 私達は、私達に関わる全てのものに、良い影響を与えます。

キーワードは、「自然指向のライフスタイルを提案」と「自らもユーザーであるという立場」という点である。

◆ 株主

上場前の有価証券届出書と 14/12 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 8 の通りである。

14 年 12 月末時点で、社長の山井太氏が 28.3%を保有する筆頭株主であり、第 2 位の東京中小企業投資育成と、第 4 位の日本トラスティ・サービス信託銀行以外は、親族または親族が関係する会社が大株主に名を連ねる。

14年12月の上場では自己株式処分のみ行い、新株の発行はなかった。自己株式は、政府系ベンチャーキャピタルの東京中小企業投資育成が創業者一族の相続対策のために保有していた株式の半分以上を、上場を検討する段階で同社が買い取ったことによって積み上がっていた。自社株の比率は、上場直前の25.5%から14/12月末の6.9%にまで低下した。また、東京中小企業投資育成は今回の上場時に保有分の一部を売却しており、保有割合は7.5%にまで低下している。

上場直前の時点では、東京中小企業投資育成以外のファンドによる保有はない。また、親族以外の役員の保有割合は、14年12月末時点で、取締役2名合計で1.08%、監査役1名で0.23%であり、大きな保有割合ではない。

【図表8】大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			14年12月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	株数(株)	割合	順位	
山井太	497,880	28.3%	1	497,880	28.3%	1	代表取締役社長
東京中小企業投資育成株式会社	176,000	10.0%	2	132,000	7.5%	2	上場時に44,000株を売り出し
山井佑馬*	121,560	6.9%	3	121,560	6.9%	3	
株式会社スノーピーク	449,220	25.5%	—	120,620	6.9%	—	自己株式 上場時に売り出し
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	0	0.0%	—	107,600	6.1%	4	
株式会社雪峰社	80,000	4.5%	4	80,000	4.5%	5	資産管理会社
渡邉美栄子*	61,860	3.5%	5	61,860	3.5%	6	社長の実妹 常務取締役
山井佳子*	61,860	3.5%	5	61,860	3.5%	6	社長の実妹 内部監査室長
山井隆介*	58,740	3.3%	7	58,740	3.3%	8	
山井梨沙*	45,880	2.6%	8	45,880	2.6%	9	従業員
山井夏実*	45,880	2.6%	8	45,880	2.6%	9	
山井多香子*	43,340	2.5%	10	—	—	—	社長の妻 14年12月末は10位以下で開示なし
(大株主上位10位)	1,236,340	70.2%	—	884,660	50.3%	—	
(社長と社長の二親等以内の血族の保有)	957,000	54.4%	—	957,000	54.4%	—	14年12月末は上位10位以下の2名の持分が変動していないと仮定して算出
(新株予約権による潜在株式数)	0	0.0%	—	0	0.0%	—	
発行済株式総数	1,760,000	100.0%	—	1,760,000	100.0%	—	

(注) *がついているのは社長の二親等以内の血族であることを示す

(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より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、売上高が 14.3 億円であった 00/12 期以降、増収基調で推移してきた。詳細は 09/11 期以降の分が開示されているが、09/11 期～14/12 期まで年平均 16.4%で売上高が拡大してきた(12/12 期以降は連結決算となっており、09/11 期の単体の売上高と 14/12 期の連結の売上高から算出)。09/11 期から 12/12 期までは年 3～4 億円の増収幅だったが、13/12 期以降は年 8～11 億円と増収ペースが拡大している。

一方、出店費用の増減や為替差損益等が影響することもあり、一本調子での経常増益とはなっていない。09/11 期以降の経常利益を見ると、09/11 期の 1.7 億円から 11/12 期には 0.5 億円まで低下したが、12/12 期に 2.1 億円を計上して以降は 2 億円台で推移してきた。

◆ 14 年 12 月期は会社計画上振れも前年比増収・経常減益で着地

東証マザーズ上場後初の決算であった 14/12 期は、売上高が前年比 23.9%増の 5,559 百万円、営業利益が同 104.2%増の 231 百万円、経常利益が同 5.7%減の 272 百万円、当期利益が同 34.3%減の 116 百万円という着地となった。

14 年 12 月の新規上場時に発表していた会社計画に対する達成率は、売上高が 102.8%、営業利益は 108.5%、経常利益は 136.0%、当期純利益は 175.8%となった。国内や台湾での販売が好調だったことと、円安が進んだことによる海外売上高の増加と為替差益の計上が要因であった。

出店に伴う固定費の増加はあったが、オペレーションの改善等でカバーした結果、営業利益率は 4.2%となり、前年の 2.5%に対して 1.7%ポイントの上昇となった。

営業利益が増益にも関わらず経常利益が減益となっているのは、13/12 期にあったデリバティブ評価益 120 百万円が剥落したことによるところが大きい。加えて、韓国子会社の業績悪化に伴う負担税率の上昇があり、当期純利益は大幅減益となった。

◆ 東証マザーズ上場による自己株式処分で自己資本増強

14 年 12 月の東証マザーズ上場により自己株式処分が行われた結果、長期借入金の返済が進んだこととも相まって、同社の自己資本比率は、13/12 期の 30.8%から 14/12 期の 43.4%にまで上昇し、財務面での安全性は高まっている。

> 他社との比較

◆ スポーツ用品企業及びハイエンドカテゴリ創出企業と比較

国内において、キャンプ製品での競合は存在するが、キャンプ製品専門の上場企業は見当たらない。直接競合はしないが、スポーツ用品の分野で高いブランド力を持つ企業と比較する。自転車部品で世界的なシェアを持つシマノ (7309 東証一部)、釣り関連で世界首位のグローバルライド (7990 東証一部)、中高級のゴルフクラブシャフトのメーカーであるグラファイトデザイン (7847 東証 JQS)、バドミントンやテニス向け製品で高いシェアを持つヨネックス (7906 東証二部)、スポーツシューズで強いブランド力を持つアシックス(7936 東証一部)、スポーツ全般で知名度が高いミズノ (8022 東証一部) を比較対象企業として選定した (図表 9)。

【図表 9】財務指標比較：スポーツ用品関連

項目	銘柄	コード	スノーピーク	シマノ	グロースライ	グラファイト	ヨネックス	アシックス	ミズノ
		直近決算期	7816 14/12	7309 14/12	7990 14/3	7847 15/2単	7906 14/3	7936 14/3	8022 14/3
規模	売上高	百万円	5,559	333,168	67,383	4,024	42,850	329,464	183,204
	経常利益	百万円	272	71,019	1,750	1,032	2,139	26,999	5,816
	総資産	百万円	4,990	396,967	61,534	5,599	39,841	317,528	166,786
収益性	自己資本利益率	%	6.6	17.1	25.1	16.0	3.9	11.2	3.1
	総資産経常利益率	%	5.8	19.8	3.1	18.6	5.4	9.6	3.7
	売上高営業利益率	%	4.2	19.8	3.4	23.2	3.8	8.0	3.1
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	19.6	14.5	4.0	-0.3	5.3	11.9	6.9
	経常利益 (同上)	%	74.7	30.8	23.9	6.9	20.8	11.5	9.2
	総資産 (同上)	%	7.4	22.5	6.8	11.7	1.1	16.5	9.1
安全性	自己資本比率	%	43.4	83.2	22.5	75.6	74.6	49.9	52.4
	流動比率	%	197.6	470.0	132.2	401.4	454.5	296.0	226.6
	固定長期適合率	%	67.3	37.1	72.6	22.4	43.0	32.8	51.6

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出 (前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出

流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

スノーピークは12/12期から連結のため3期前は単体の数値 グラファイトデザインは12/12期まで連結のため3期前は連結の数値

(出所) スノーピーク有価証券報告書および有価証券届出書、各社有価証券報告書および決算短信より証券リサーチセンター作成

また、スポーツ用品分野以外で、属する業界の中で比較的高級のカテゴリを創出している企業とも比較してみた。比較対象として、「うかい鳥山」などの高級レストランを展開するうかい (7621 東証 JQS)、高級フランス料理店を展開するひらまつ (2764 東証一部)、オイスターバーという業態の先駆けとなったヒューマンウェブ (3224 東証マザーズ)、中高級品を主体とした紳士服や婦人靴のメーカーであるリーガルコーポレーション (7938 東証 JQS)、中国製の安価な靴下が席卷する中で日本製にこだわるタビオ (2668 東証二部) を挙げる (図表 10)。

【 図表 10 】 財務指標比較：スポーツ用品以外でハイエンドのカテゴリーを創出している企業

項目	銘柄		スノーピーク	うかい	ひらまつ	ヒューマンウェブ	リーガル コーポレーション	タピオ
		コード 直近決算期	7816 14/12	7621 14/3単	2764 14/3	3224 14/3	7938 14/3	2668 15/2
規模	売上高	百万円	5,559	10,490	5,659	3,164	37,503	16,811
	経常利益	百万円	272	327	1,420	216	3,389	775
	総資産	百万円	4,990	11,532	11,852	1,497	30,163	8,912
収益性	自己資本利益率	%	6.6	6.0	20.2	38.3	12.9	7.0
	総資産経常利益率	%	5.8	2.8	13.4	16.6	11.2	9.1
	売上高営業利益率	%	4.2	3.7	25.2	7.0	8.5	4.4
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	19.6	-3.9	-	15.5	4.2	2.6
	経常利益（同上）	%	74.7	82.6	-	75.7	48.2	-3.5
	総資産（同上）	%	7.4	-2.5	-	26.6	2.0	1.3
安全性	自己資本比率	%	43.4	41.2	44.6	35.3	41.6	62.8
	流動比率	%	197.6	73.4	157.8	147.6	158.9	147.2
	固定長期適合率	%	67.3	105.6	75.0	75.0	58.1	77.3

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出（前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出）

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出

流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷（自己資本＋固定負債）

スノーピークは12/12期から連結のため3期前は単体の数値、うかいは11/3期まで連結のため3期前は連結の数値

ひらまつは決算期変更があるため3期前の数値はなし、ヒューマンウェブは13/3期から連結のため3期前は単体の数値

(出所) スノーピーク有価証券報告書および有価証券届出書、各社有価証券報告書および決算短信より証券リサーチセンター作成

事業分野や事業規模に違いがあるので単純な比較はできないが、直近期については、同社の成長性は高いものの、収益性については必ずしも優位にあるとは言えない。特に自己資本利益率（ROE）は、14/12期の当期利益減益の影響もあって低く見えている。13/12期のROEが14.1%あったことを考えると、今後の改善ペースに期待したい。

3. 非財務面の分析

> 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 11 に示した。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視点でのビジネス思考に支えられている。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI		
			項目	数値	
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	
			・ロイヤルカスタマー比率（ゴールド会員以上の比率）	6.5%	
			・一購買当たり客単価	約22,000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	
			・facebook いいね!数	約11万いいね!	
		・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%	
	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%	
		・燕三条の地場の協カメーカー	・社数	主要協力会社は7社	
			・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）	8人	
			・新規開発品目数	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）
				・インストア	51店舗（日本46 台湾5）
				・ショップインショップ	53店舗（日本38 韓国15）
				・自社スタッフ運営による販売形態の売上構成比	52%
				・差別化された占有売場の売上構成比	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	
	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	30,000株（1.70%）（IPO時）	
・ストックオプション	なし				

（注）KPIの数値は、特に記載がない場合は14/12期末のものとする

（出所）スノーピーク有価証券報告書及びヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

コンサベーション・アライアンス・ジャパン(アウトドア自然保護基金)の活動に、03 年より参加している。同団体は、アウトドア業界の企業が、ビジネスで得た利益の一部を自然環境保護のために還元することを目的に 2000 年に設立された団体で、もともとは米国が発祥である。参加企業から売上規模によって年会費として基金を集め、自然保護のために活動している環境団体に活動資金の援助として基金を提供する活動を行っている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、アウトドア産業は先進国で成り立つものと認識している。すなわち、人間が文明化して都市に居住するようになると、ストレスの増大によって本来持つ人間性が低下するため、人間性を回復したいという欲求が高まるものと考えている。同社は、アウトドアライフスタイルを提供することを通じて、人間性を回復することを事業目的に据えており、その立ち位置で社会に貢献する方針をとっている。

また、100%子会社であるスノーピークウェルは障がい者の就労支援を行っており、地元の福祉や雇用にも貢献している。

◆ 企業統治 (Governance)

同同社の取締役会は5名(社外取締役は1名)で構成されている。社外取締役の村田育生氏はガリバーインターナショナル(7599 東証一部)の代表取締役副社長を経験し、現在は村田作戦の代表取締役社長とネクステージ(3186 東証一部)の監査役と兼任している。

監査役会は3名で構成され、内訳は、常勤監査役1名、監査役2名(2名とも社外監査役)である。社外監査役のうち、高橋一夫氏は三条市長の経験者で、株式会社高儀の取締役会長との兼任である。田辺進二氏は新日本有限責任監査法人の出身で、田辺進二公認会計士事務所の所長との兼任である。

4. 経営戦略

> 対処すべき課題

◆ 韓国の立て直し

海外にある同社の拠点は台湾、韓国、米国の3カ国だが、韓国は苦戦を強いられている。14年4月のセウォル号の沈没事故でレジャー意欲が低減したという背景もあるが、オートキャンプ市場の拡大以上に供給プレイヤーが増え、業界の需給バランスが悪くなっている模様である。

同社としては、14/12期初に47名いた人員を14/12期末は22名にまで減らして固定費を下げるなどの改善策をとり、15/12期での収支均衡を目指している。これにより一旦は採算を改善できると考えられるが、業界の需給バランス悪化という構造的な問題に根ざしているため、黒字基調が順調に定着するか、その推移を見ていく必要がある。

◆ 人員の確保

今後の事業戦略の1つとして、販売チャネルの拡大を目指している。同社は、対面販売による提案型営業を重視しているため、出店増加ペースに見合うだけの販売人員を確保できるかが、成長のペースを左右しよう。加えて、今後の出店には、これまでにないアパレル単独フォーマットや、アウトドア事業と新規事業の複合フォーマットも含まれており、フォーマットの多様化にも対応していくことが求められる。

> 今後の事業戦略

◆ 新規キャンパーの獲得による既存事業の拡大

これまでの新規キャンパーは、他社の低価格の製品でキャンプを始め、キャンプに何度か出かけるうちに、ハイエンドの同社製品にたどり着くというパターンが多かった。しかし、用品に対する不満が原因でキャンプを続けない人が一定数存在するという考えに立ち、エントリーモデルを提供することで、新規キャンパーの段階から同社製品のユーザーになってもらうことに注力し始めている。同社では、この戦略により、キャンパー人口の増加と定着、ひいては市場そのものの拡大とともに、同社のシェアの拡大につながると考えている。

同社のエントリーモデルであるファミリーテント「アメニティドーム」は戦略的低価格で提供されている。12年まで33,143円だったものが、13年には28,381円、14年には29,800円となっている。この結果、14年には国内で20,000張を販売した模様である。

この戦略をさらに推進することで、現在の10%のシェアを19年頃までに20%近くまで引き上げることを目標に据えている(図表12)。

【 図表 12 】 スノーピークのシェア

			09年	⇒	12年	13年	14年	⇒	19年
アメニティドーム販売価格			円		33,143	33,143	28,381	29,800	—
国内アウトドア用品	市場全体の	億円	290		320	340	360		市場拡大
	出荷規模								
	同社売上高	億円	21		25	29	36		増加
	同社シェア	%	7.2%		7.8%	8.5%	10.0%		20.0%

(出所) スノーピーク決算説明会資料及びヒアリングより証券リサーチセンター作成

◆ 非キャンパーを取り込むための新規事業の推進

非キャンパーを取り込むため、以下の3つの新規事業の展開を開始している。

- ・ アパレル事業
- ・ アーバンアウトドア事業
- ・ フィールドスイート事業

アパレル事業では、「都市と自然を行き来する服」をコンセプトとしている。日常(home)でも自然(tent)でも動きやすく着心地の良い服を提案し、新しい市場創出を目指す。14年秋冬物からの本格的立ち上げとなったが、日本と米国のセレクトショップでの取り扱い始めている(国内では「アーバンリサーチ」、「ZOZOTOWN」、「BEAMS」等)。これらのセレクトショップへの拡販のほか、既存のアウトドア事業の直営店やインスタ等の店舗での販売を強化し、既存店の坪あたり売上高の上昇を図る方針である。

アーバンアウトドア事業では、自宅の庭、バルコニー、屋上、公園など都市空間における屋外シーンでのアウトドアを提案し、アウトドアの機会が少ない都市部の顧客開拓を目指す。現在、住宅メーカーのセキスイハイムと共同で『『野遊び基地』で暮らそう』というコンセプトでの住宅提案を共同開発中である。この一環で、屋上アウトドア設備については innovation 社と協業している。

フィールドスイート事業は、大自然の中の絶景地に移動式宿泊棟のテントを設置し大自然のスイートルームを提供する事業である。テントのデザインには、建築家の隅研吾氏がプロデューサーとして関わっている。まだ開発段階であり、販売は直営展開からの開始となるが、将来的にはフランチャイズ展開を視野に入れている模様である。

◆ 販売チャネルの拡大

EC サイトを除く同社の占有の売場（直営店、インストア、ショッピングインショップ）の出店戦略は以下の通りである。

直営店は、三大都市圏を中心に出店を強化する。その際、これまでのアウトドア事業専門の店舗以外に、アウトドア事業と新規事業との複合フォーマット、アパレル事業単独フォーマット、飲食併設フォーマット等を展開していく。現在 7 店舗の国内の直営店は、今後 5 年で 30 店舗まで拡大する予定だが、増加店舗の半分はアパレル事業単独フォーマットの予定である。

現在国内に 46 店舗あるインストアは、政令指定都市を中心に出店し、今後 5 年で 100 店まで増加する計画である。国内に 38 店舗のショッピングインショップは、地方都市中心の出店で、今後 5 年で 150 店まで増加する予定である。従来のスポーツ量販店以外に、カメラ量販店などの異業態での売場の確保も目指していく。

5. アナリストの評価

> 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 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】 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 ・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 ・国内の拠点集中による災害リスク ・自然災害等の不幸な事故など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

> 経営戦略の評価

◆ 国内のキャンパー人口のすそ野を広げる

既存のアウトドア事業においては、エントリーモデルを提供することで、新規キャンパーの獲得を目指す戦略を開始している。他社製品の低価格帯が 9,800 円前後、中価格帯が 19,800 円前後であるところに、同社のエントリーモデルの「アメニティドーム」は 29,800 円の価格を提示している。新規キャンパーのリピーター化によりキャンパー人口の増加・定着を促すことで、市場のすそ野とシェアの拡大を同時に目指すというのは、ハイエンドブランドを有するプレイヤーが打てる正攻法的な戦略である。

14/12 期は 20,000 張の「アメニティドーム」を販売した。このペースが維持できるかどうか、また、エントリーしてきた新規キャンパーに他の製品アイテムの購入をつなげられるかどうかは、対面販売を行う

スタッフの質にかかっている。つまり、新規キャンパーに対して、繰り返しキャンプに出かけることを促せる提案ができるかどうかにかかっている。質を落とさずに、計画する出店ペースに見合うスピードで販売スタッフをそろえられるかが同社の戦略成功の鍵となろう。

また、エントリーモデルであっても他社製品とはまだ価格差があるため、ハイエンドのブランドイメージは守られていると考えるが、今後さらに価格を下げる局面があるかどうかについては留意しておきたい。さらに価格を下げた場合のブランドイメージへの影響や競合状況の変化には注意が必要である。場合によっては、低価格の別ブランドを立てることも検討の余地があるかもしれない。

◆ 新規事業は新しいライフスタイルの提案

約 30 年前に同社がしたことは、普及し始めてきた四輪駆動の SUV に乗ってキャンプに出かけるというオートキャンプのスタイルの提案と、繰り返し使っても壊れないハイエンドの製品を提供することで、キャンプに出掛けるリピーターを増やし同社のユーザーとして獲得することであった。

今後展開していく新規事業の成否は、顧客目線で新しい市場を創出するという同社の成功パターンの再現になるかどうかにかかっている。同社の製品開発力をもってすれば、高性能な製品を提供することはさほど大きな問題ではないが、まだ世の中に存在していない新しいライフスタイルの「見せる化」が鍵を握ることになる。

◆ 収益性の改善

同社は財務面での中期目標を特に明示していない。他社との比較のところでも指摘したが、事業分野や事業規模に違いがあるので一概には言えないものの、強いブランドを持つ企業の割には、収益性は決して高いとは言えない。

証券リサーチセンター（以下、当センター）の業績予想では、売上高営業利益率や自己資本利益率（ROE）は今後改善していくものと予想しているが、一方で 3 つの新規事業を抱えていることから、展開次第によっては、その改善のペースが変動する可能性があると考ええる。

> 今後の業績見通し

◆ 15 年 12 月期会社計画は二桁増収増益

15/12 期の会社計画は、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）であり、2 桁の増収増益を見込む内容となっている（図表 14）。

【 図表 14 】 スノーピークの 15 年度業績計画 (単位：百万円)

決算期	13/12 実績	14/12 実績	15/12 会社計画	前年比
売上高	4,486	5,559	6,480	16.6%
売上高総利益	2,222	2,709	-	-
売上総利益率	49.5%	48.7%	-	-
営業利益	113	231	442	91.4%
営業利益率	2.5%	4.2%	6.8%	-
経常利益	288	272	432	58.8%
経常利益率	6.4%	4.9%	6.7%	-
当期純利益	177	116	229	97.1%

(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。出店に伴う固定費増加はあるものの、オペレーションの改善による利益率上昇を図る計画である。特に苦戦している韓国では収支均衡まで収益が改善することを見込んでいる模様である。

株主還元に関して、近未来の目標として配当性向 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 10 円で据え置かれ、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

当センターでは、同社の 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での着地を予想する (図表 15)。

当センターでは、業績予想を作成する上で、以下の点に留意した。

(1) 売上高については、すべての販売チャネルとも売上高が伸びるが、中でも直営店の伸びを高めて予想した。既に予定されている直営店の開店のほか、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) の売上構成比が 31.1%へ若干低下するものと予想した

(14/12 期 33.5%)。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 7.0%まで上昇すると予想する。会社計画の営業利益率 6.8%をやや上回る水準である。

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する。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されるものとする。

【図表 15】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)

決算期	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
ショッピングインショップ	-	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、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 16 】 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)

決算期	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

(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 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、発行済株式数は増えていない。同社は非カンパニ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

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

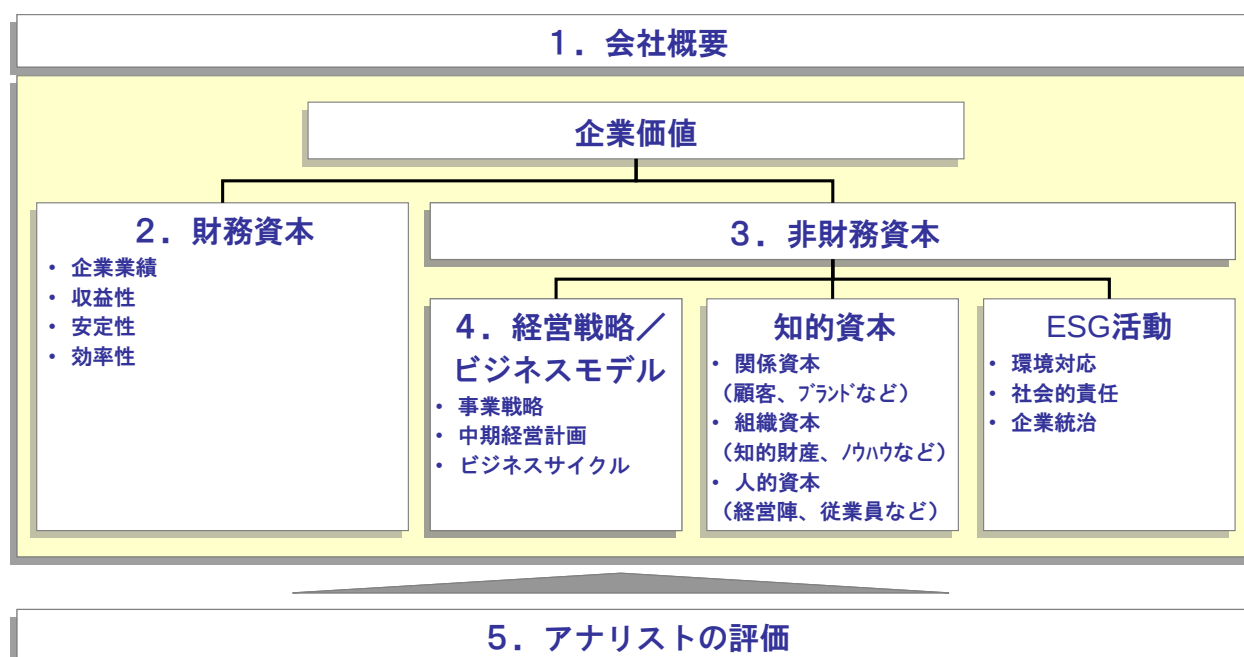
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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、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。