

北の達人 コーポレーション

2930 東証 2 部

2015 年 5 月 22 日（金）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
柴田 郁夫

■ 健康食品や化粧品を販売する e コマース事業を展開

北の達人コーポレーション〈2930〉は、インターネットにて一般消費者向けに健康食品や化粧品を販売する e コマース事業を展開している。同社オリジナルブランド「北の快適工房」にて、便秘やアトピー、ニキビなど、体の悩みのサポートに特化した商品の開発及び販売を主力とし、特にオリゴ糖を原料とする「カイトキオリゴ」がヒット商品となっている。品質優先主義の商品開発コンセプトと徹底した顧客満足度の追求により、定期会員数の拡大を図ってきたことが同社の成長をけん引してきた。高いリピート率による安定性やデータ分析力を活かしたマーケティングに基づく収益性の高さに特徴がある。2014 年 11 月には東京証券取引所市場第 2 部へ上場（札幌証券取引所本則市場との重複上場）。

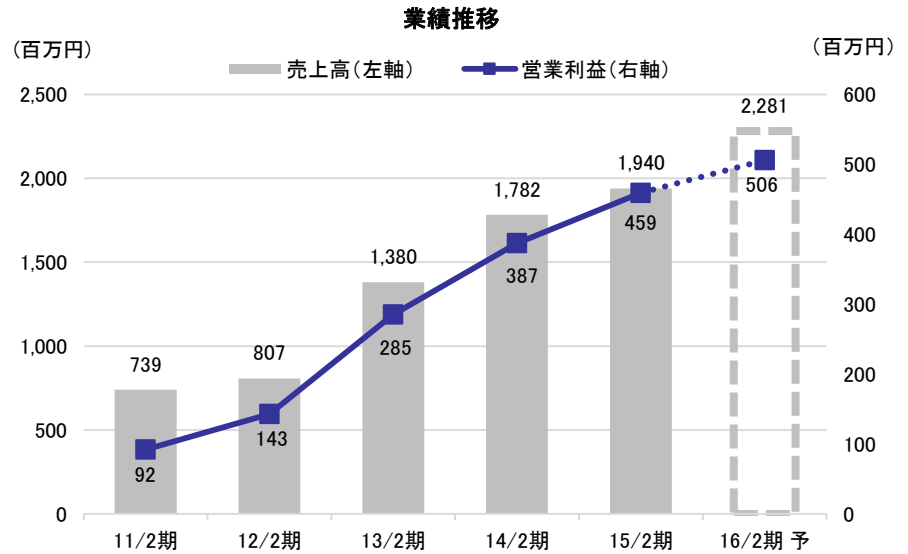
2015 年 2 月期の業績は、売上高が前期比 8.9% 増の 1,940 百万円、営業利益が同 18.6% 増の増収増益であったものの、期初会社予想を若干下回る結果となった。期初に予定していた新商品の販売開始が翌期に持ち越されたことが理由である。ただ、主力の「カイトキオリゴ」の着実な伸びに加え、新たな収益柱である「みんなの肌潤糖シリーズ」や「二十年ほいっぷ」は順調に伸長している。特に、台湾及び上海を中心として外国人からの評判が高い「二十年ほいっぷ」は、インターネットを通じた海外からの注文に加えて、インパウンドによる需要（外国人旅行者によるドラッグストア等への指名買い）が拡大しているようだ。

同社は 2016 年 2 月期の業績予想として、売上高を前期比 17.6% 増の 2,281 百万円、営業利益を同 10.1% 増の 506 百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。弊社では、前期からの持ち越しとなった新商品のリリースが期初の早い段階から相次いで予定されていることや、「二十年ほいっぷ」に対するインパウンド需要が拡大していること等から判断して同社の業績予想は固めの水準とみている。

同社の成長戦略は、これまで同様、健康・美容等の悩みに対して効果を実感しやすく、リピートされやすい商品分野に対して、圧倒的な商品力を活かしたニッチトップを狙うことで、安定的な業績の伸びを実現することである。中長期的には売上高 100 億円、営業利益 30 億円規模の高収益企業を目指している。

■ Check Point

- ・ 体の悩みのサポートに特化した商品の開発及び販売が主力
- ・ 2015 年 2 月期の業績は、期初予想を下回るも増収増益で着地
- ・ 圧倒的な商品力と効果的なマーケティング手法が同社成長の源泉



■ 事業概要

体の悩みのサポートに特化した商品の開発及び販売が主力

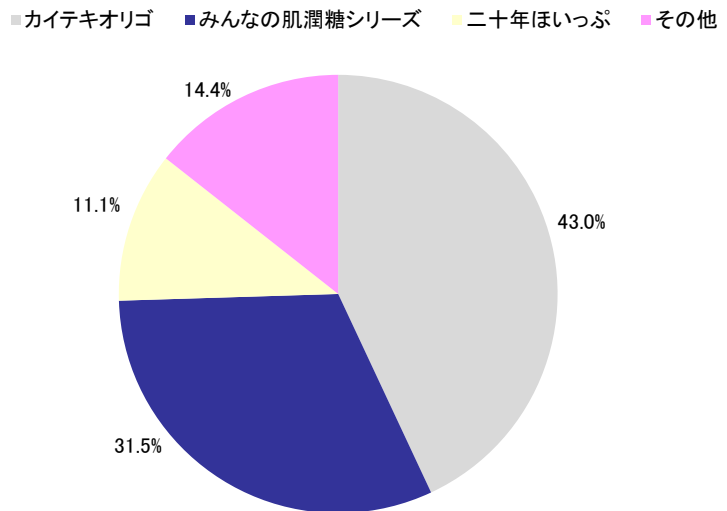
(1) 事業内容

同社は、インターネットにて一般消費者向けに健康食品や化粧品を販売する e コマース事業を展開している。北海道を拠点としたオリジナルブランド「北の快適工房」にて、便秘やアトピー、ニキビなど、体の悩みのサポートに特化した商品の開発及び販売を主力とし、特にオリゴ糖を原料とする「カイケキオリゴ」がヒット商品となったことが同社の成長をけん引してきた。最近では、「みんなの肌潤糖シリーズ」や「二十年ほいっぷ」が新たな収益の柱として同社の成長スピードを高めている。

事業セグメントは、e コマース事業の単一である。北海道産の甜菜などを主原料として複数種のオリゴ糖を配合した高純度・高品質の（便秘に効く）健康食品である「カイケキオリゴ」のほか、北海道産のてん菜から作られた砂糖を主原料とした保湿ケア商品である「みんなの肌潤糖シリーズ」、直火釜練り製法という独自製法を用い、保湿成分であるホエイを原料に加えたくすみ用の洗顔料である「二十年ほいっぷ」など、11 種類の商品を取り扱っている。

商品別の売上高構成比率では、「カイケキオリゴ」が約 43%、「みんなの肌潤糖シリーズ」が約 31%、「二十年ほいっぷ」が約 11% となっており、上位 3 商品で約 85% を占めている。依然「カイケキオリゴ」への依存度の高さが課題となっていたが、この数年はその状況が徐々に解消される傾向にある。

商品別の売上高構成比率



主な商品の概要

品目	商品の概要
カイテキオリゴ	北海道産のビート（甜菜）から抽出・精製された高純度結晶オリゴ糖（ラフィノース）を原料に多く使用し、その他にも 3 種類の高純度オリゴ糖を独自配合した健康食品。
みんなの肌潤糖	北海道産のビート（甜菜）から作られた砂糖を主原料とした 100% 植物由来成分の保湿ケア商品。
紅珠漢	低分子ポリフェノールを主原料とし、ヒアルロン酸（保湿成分）やビタミン C・L-シトルリンなどを加えた健康食品。
カイテキどかスリム茶	腸のぜん動運動を徹底研究して開発した独自の複合自然ハーブと、その他の自然植物を配合した健康食品。
二十年ほいっぷ	直火釜練り製法という独自製法を用い、保湿成分であるホエイを原料に加えたくすみ用の洗顔料。
みんなの肌潤糖クリア	北海道産のビート（甜菜）から作られた砂糖を主原料とし、ラベンダー、ハッカ等の植物性オイルでコーティングしたニキビ予防用のスキンケア商品。
えぞ式すーすー茶	くしゃみや鼻水、鼻詰まりといったアレルギー症状を抑えるバラ科の甜茶（てんちゃ）に北海道で古くから薬草として用いられてきたクマザサ、赤紫蘇の 3 種類の茶葉をバランスよくブレンドした、同社が独自に開発した健康食品。
「北の大地の夢しずく	北海道産のアスパラガスから独自技術により抽出した休息成分誘発物質を含むエキスを主原料としている新発想の休息サポート飲料。

出所：有価証券報告書 2014 年 2 月期

グループ会社には、2013 年 6 月に設立した（株）オーダーコスメジャパンがあるが、現時点で重要性に乏しいことから連結対象とはなっていない。また、商品の製造については、OEM 先に対する製造委託が中心であるため生産拠点は有していない。

ヒット商品「カイテキオリゴ」が成長をけん引

(2) 沿革

同社は、2002 年 5 月に現代表取締役社長の木下勝寿（きのしたかつひさ）氏によって株式会社北海道シーオー・ジェイピーとして設立された（2009 年 3 月に現在の株式会社北の達人コーポレーションに商号変更）。ただ、創業の経緯としては 2000 年 5 月にまで遡り、リクルート出身の木下氏が EC 市場の拡大を視野に入れ、EC サイト「北海道・シーオー・じえいぴー」を立ち上げると、北海道特産食品のインターネット販売を開始したところからスタートする。



北の達人 コーポレーション

2930 東証 2 部

2015 年 5 月 22 日（金）

最初の転機は、競合する EC サイトが増加するなかで差別化を図るため、2007 年 7 月に健康美容商品の販売総合サイト「カイトキフレンドクラブ（現「北の快適工房」）」を開設するとともに、同年 9 月にはアウトレット（規格外品）の食品販売に特化した Web サイト「北海道わけあり市場」を開設したことである。特に、当時としては珍しかった「北海道わけあり市場」は、多くのマスコミや TV 番組で取り上げられ、大きな注目を集めた。しかしながら、こちらも比較的模倣されやすい事業であったことから、注目されるほど一気に競合が厳しくなった。

そこで 2 つ目の転機となったのが、他社が簡単には模倣できない圧倒的な品質や機能で勝負することを決断したことである。「北海道・しーおー・じえいぴー」及び「北海道わけあり市場」の運営を譲渡するとともに、自社ブランド「北の快適工房」による健康美容商品の開発及び販売に軸足を移した。

そのような経緯の中から「カイトキオリゴ」がヒット商品となり、順調に定期会員基盤の拡大を図りながら同社の成長をけん引してきた。2012 年 5 月に札幌証券取引所アンビジャス市場に上場すると、翌年 3 月には同本則市場に市場変更、さらに 2014 年 11 月には、東京証券取引所市場第 2 部へ重複上場を果たした。

2013 年 6 月には、利用者に応じたオーダーメイド化粧品を取り扱う 100% 子会社オーダーコスメジャパンを設立した。また、最近では「カイトキオリゴ」以外の商品による業績貢献も大きくなっており、新たな成長ステージに向けて事業基盤が整ってきた。

なお、同社の収益性や成長性などが評価されたことから、米国の経済誌フォーブスアジア版（2014 年 8 月号）において、アジア太平洋地域で売上高 10 億ドル以下の企業を対象とした優良企業 200 社に贈られる Asia's 200 Best Under A Billion 賞を受賞している。また、東洋経済 ONLINE で 2015 年 3 月に発表された「新・企業ランキング」トップ 200 においても、銀行、証券、保険、その他金融を除く上場企業 3,334 社中、総合 78 位、業種別（食料品）では 1 位という評価となった。

商品力の高さ、安定性、効果的なマーケティング手法に特徴

(3) 特徴

圧倒的な商品力の高さ

同社がこれまで成長できた理由は、圧倒的な商品力の高さによりロイヤリティの高い顧客基盤を拡大してきたことに他ならない。消費者にとって最も切実となる体の悩みのサポートに特化するとともに、品質最優先主義の商品開発コンセプトや徹底したアフターフォローによる顧客満足度の最大化が、数々のヒット商品を生み出してきた。「カイトキオリゴ」が特に大きく伸びたことから目立たないものの、販売開始した各商品は、それぞれのニッチトップのポジションにより息の長い需要に支えられている。食品分野を中心に商品の品質を審査する国際評価機関であるモンドセレクションにおいて数々の受賞歴があることも、同社の商品力の高さを示していると言える。

また、消費者から支持されるヒット商品を生み出す秘訣は、精度の高いテストマーケティングにある。数多くの商品企画の中から、具体的に効果を体感しやすくリピート使用されやすいものを選定するとともに、試作品のモニター調査を行った上で売れる見込みの高いものだけを商品化する方針を貫いている。



北の達人
コーポレーション

2930 東証 2 部

2015 年 5 月 22 日（金）

定期購入による安定性

同社は他の EC 事業者と同様、会員基盤の拡大が業績をけん引する成長モデルである。ただ、同社の場合は、継続利用を前提とした商品であることに加えて、切実な悩みを抱えたロイヤリティの高い会員によって構成されていることから、定期購入の割合が高く、それが経営の安定性をもたらしているところに特徴がある。今後も複数商品によりニッチトップを狙う戦略を継続する意向であり、一過性となりがちな爆発的な業績拡大（ブーム）は想定しておらず、それぞれの市場で着実に息の長い需要を取り込むとともに、リスク分散を図ることで安定した業績の伸びを目指していく。

効果的なマーケティング手法

同社の綿密なデータ分析によるマーケティング手法にも特徴がある。マーケット、商品、広告、Web ページなど各段階において複数種類の販売テストを行い、比較検討した上で確実な「勝ちパターン」を見つけ出し、本格的な販売を開始する。特に、広告投資については、EC 事業者にとって売上高に直結する重要な政策であるが、媒体ごとの広告投資効果を顧客の生涯価値レベルまで測定した上で判断を行っている。したがって、広告投資により一時的に会員数や売上高が増える見込みがあっても、その後の継続率の想定によっては投資を見送ることもあるようだ。その背景には、徹底した利益重視の考え方があり、それが同社の収益率の高さにも反映されている。

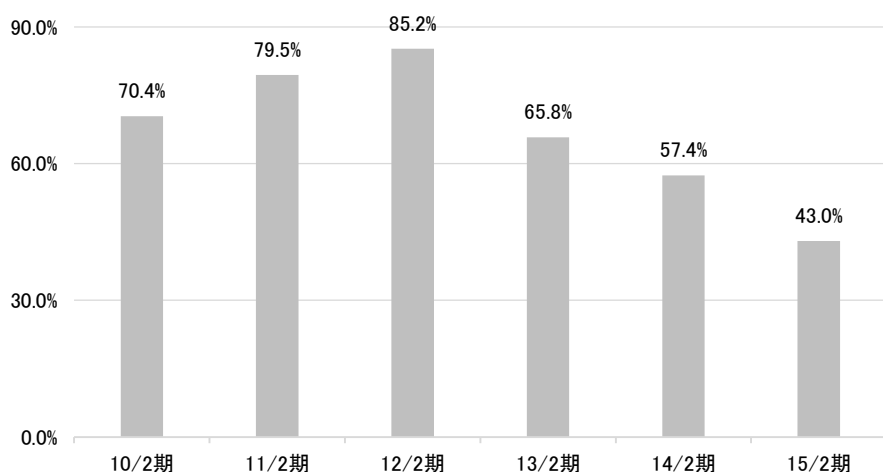
業績推移

新たな収益柱の伸長により業績が大きく拡大、財務内容は優良

同社の過去の業績を振り返ると、会員数の拡大に伴って業績が伸びているが、特に 2013 年 2 月期からの業績の伸びが大きい。これは、それまで「カイトキオリゴ」への業績依存度が高かったところから、新たな収益の柱となった「みんなの肌潤糖」シリーズの業績貢献が開始されたことに起因する。さらに、2015 年 2 月期には、「二十年ほいつぷ」による業績貢献も上乘せされている。したがって、2013 年 2 月期以降は、「カイトキオリゴ」の依存度を引き下げながら、新たな収益柱の伸長により同社の業績が大きく拡大してきたと言える。

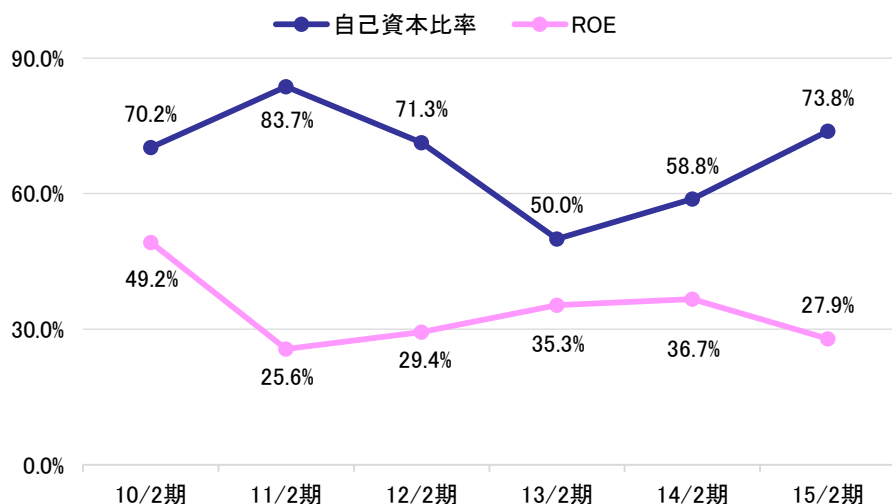
なお、2015 年 2 月期に会員数や売上高の伸びが若干鈍化しているのは、想定していた新商品のリリースが翌期に持ち越しになったことや広告宣伝費の投入をコストパフォーマンスの判断からやや抑制したことが影響しているが、重視している営業利益の伸び率は高い水準を維持している。

「カイトキオリゴ」依存度の推移

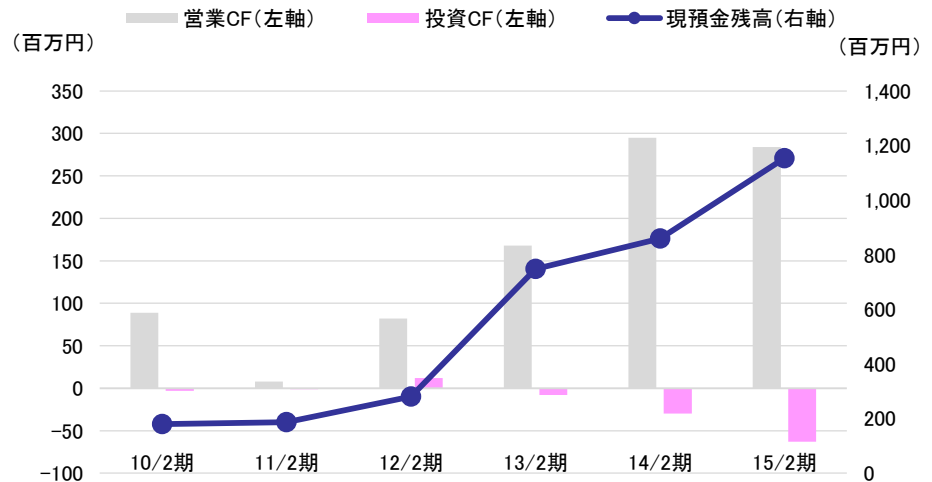


一方、財務基盤の安定性を示す自己資本比率も、将来の成長のための先行投資に備えて有利子負債を増やしたことから 2013 年 2 月期に 50% まで低下したものの、内部留保の積み上げや公募増資によって 2015 年 2 月期には 73.8% まで改善を図っている。また、資本効率を示す ROE (自己資本利益率) も高い収益力に支えられて 25% 超の水準を維持しており、同社の財務内容は極めて優良と評価することができる。

自己資本比率、ROEの推移



営業キャッシュフロー、投資キャッシュフロー、 現預金残高の推移



キャッシュフローの状況も、大きな設備投資を必要としない事業特性から投資キャッシュフローは、潤沢な営業キャッシュフローの範囲内に収まり、現預金の残高は大きく積み上がっており、今後の成長戦略の中でどのように有効活用を図っていくのが注目される。

■決算概要

2015 年 2 月期の業績は、期初予想を下回るも増収増益で着地

(1) 2015 年 2 月期決算の概要

2015 年 2 月期の業績は、売上高が前期比 8.9% 増の 1,940 百万円、営業利益が同 18.6% 増の 483 百万円、経常利益が同 15.6% 増の 456 百万円、当期純利益が同 14.2% 増の 283 百万円と増収増益となった。ただし、期初会社予想との対比では、売上高、利益ともに計画を若干下回る結果となった。

主力の「カイトキオリゴ」が着実に伸びたことに加えて、「みんなの肌潤糖シリーズ」及び「二十年ほいっぷ」が著名なイメージキャラクターの起用や、Facebook・Twitter・LINE などによるプロモーション展開の奏功により順調に拡大した。特に、「二十年ほいっぷ」の伸長は、台湾及び上海を中心とした外国人からの需要拡大がけん引しているようだ。なお、期初会社予想を下回ったのは、期初に予定していた新商品の販売が翌期に持ち越されたことが理由である。

利益面では、東証 2 部上場関連費用 (約 18 百万円) や人件費増などのコスト要因があったものの、増収に伴う固定費の吸収に加えて、広告宣伝費をやや抑え気味としたことにより営業利益率は 23.7% (前期は 21.7%) と上昇しており、同社が重視している利益の伸びにつながっている。

財務面では、内部留保の積み増し (268 百万円) に加えて、公募増資 (265 百万円) により純資産が 1,191 百万円 (前期末比 62.0% 増) と大きく増加したことから、財務基盤の安定性を示す自己資本比率は 73.8% (前期末は 58.8%) と大幅な改善となった。一方、資本効率を示す ROE (自己資本利益率) は、自己資本比率の大幅な改善に伴って 27.9% (前期は 36.7%) に低下したものの、依然高い水準を維持している。

2015 年 2 月期決算の概要

(単位：百万円)

	14/2 期		15/2 期		増減		16/2 期		計画比
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	1,782	-	1,940	-	158	8.9%	1,989	-	97.5%
原価	491	27.6%	524	27.0%	33	6.8%	-	-	-
販管費	903	50.7%	956	49.3%	52	5.9%	-	-	-
営業利益	387	21.7%	459	23.7%	72	18.6%	483	24.3%	95.0%
経常利益	386	21.7%	446	23.0%	60	15.6%	456	22.9%	97.8%
当期純利益	236	13.2%	268	13.8%	32	13.8%	283	14.2%	94.7%
主力商品群の売上高									
カイトキオリゴ	974	54.7	1,029	53.1	55	5.7			
みんなの肌潤糖シリーズ	585	32.9	594	30.6	8	1.5			
二十年ほいっふ	93	5.2	161	8.3	67	72.4			
総資産	1,247	-	1,613	-	365	29.3%			
純資産	735	-	1,191	-	456	62.0%			
自己資本比率	58.8%	-	73.8%	-	-	-			
ROE	36.7%	-	27.9%	-	-	-			

2016 年 2 月期も引き続き増収増益を見込む

(2) 2016 年 2 月期の業績予想

2016 年 2 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 17.6% 増の 2,281 百万円、営業利益を同 10.1% 増の 506 百万円、経常利益を同 8.3% 増の 483 百万円、当期純利益を同 16.4% 増の 312 百万円と引き続き増収増益を見込んでいる。

主力商品群の伸びに加えて、前期からの持ち越し分を含めた新商品のリリースによる業績貢献が増収に寄与する見通しである。特に主力商品群については、台湾及び香港を中心として外国人からの評判が高い「二十年ほいっふ」が、インターネットを通じた海外からの注文に加えて、インバウンドによる需要（外国人旅行者によるドラッグストア等への指名買い）が拡大しているようだ。

利益面では、将来の成長に向けた体制整備のための人材確保及び育成、広告宣伝費の積極投入などによる先行費用の増加を計画しているが、増収により吸収することで増益（営業利益率は若干低下）となる見込みである。

弊社では、前期から持ち越しとなった新商品が期初の早い段階から相次いでリリース予定であることや、「二十年ほいっふ」に対するインバウンドによる注文が殺到している状況等から判断して、同社の業績予想は固めの水準とみている。したがって、新商品の進捗や「二十年ほいっふ」の販売動向に注目したい。

2016 年 2 月期業績予想

(単位：百万円)

	15/2 期		16/2 期		増減	
		構成比		構成比		増減率
売上高	1,940	-	2,281	-	341	17.5%
営業利益	459	23.7%	506	22.2%	47	10.1%
経常利益	446	23.0%	483	21.2%	37	8.3%
当期純利益	268	13.8%	312	13.7%	44	16.4%

※ 2015 年 4 月 1 日から施行された新しい制度で、今まで不可能だった健康食品の機能性表示が日本で解禁となった。これをきっかけにサプリメントなどの健康食品の市場が拡大するとの見方がされている。

■ 成長戦略

圧倒的な商品力と効果的なマーケティング手法が同社成長の源泉

同社は、具体的な中期経営計画を公表していないが、中長期的な成長イメージとして、売上高 100 億円、営業利益 30 億円（営業利益率 30%）を目標としているようだ。特に営業利益 30 億円の早期達成を重視しており、必ずしも売上高拡大にはこだわっていない。したがって、これまで同様、ニッチトップを狙った商品を十分なテストマーケティングを行った上で毎期 3～4 種類ずつリリースするとともに、効果的な広告宣伝費の投入により着実に需要を積み上げることが同社の成長をけん引するものとみられる。また、化粧品などの分野では日本ブランドへの信頼や人気が高いアジアへの展開も、インバウンド需要も含めて同社の成長を後押しするものと考えられる。

同社成長の源泉は、圧倒的な商品力（品質及び機能）と効果的なマーケティング手法（顧客開拓力）の両輪によるものと分析しているが、特に商品力の高さによる安定した需要の積み上げが、同社の中長期的な成長を支えていくものとみている。現在の主力商品群の伸びに加えて、それらに並ぶ商品をあと 5～6 種類増やすことができれば、売上高 100 億円、営業利益 30 億円も視野に入ってくると考えられる。また、EC 市場の拡大はもちろん、インバウンド需要の拡大や機能性表示の規制緩和※などの外部環境も同社にとって追い風となる可能性が高く、同社成長戦略の進捗に注目したい。

■ 株主還元

配当性向 30% 前後を継続、利益成長に基づく増配の余地は大きい

同社は、株主に対する利益還元を経営上の重要な課題の 1 つとして認識しており、事業投資やキャッシュフローの状況等を総合的に勘案しながら、配当による株主への利益還元に努めることを基本方針としている。2015 年 2 月期は、東証 2 部上場に伴う記念配当の 0.5 円を含め、1 株当たり年 16.5 円配（配当性向 32.3%）を決定した。2016 年 2 月期は、年 17.0 円配（配当性向 30.1%）を予定している。

同社は配当性向 30% 前後の配当水準を継続しており、今後も利益成長に基づく増配の余地は大きいと考えられる。

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ