

## 北の達人 コーポレーション

2930 東証 1 部

<http://www.kitanotatsujin.com/ir/>

2016 年 5 月 20 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

[企業情報はこちら >>>](#)

## ■ 海外からのネット注文やインバウンド需要が拡大

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。オリジナルブランド「北の快適工房」のサイトにて、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」が同社の成長をけん引してきた。また、最近では、保湿ケア商品「みんなの肌潤糖」シリーズや、台湾及び香港など外国人からの評判も高い洗顔料「二十年ほいつぶ」が新たな収益柱として同社の成長スピードを高めている。2015 年 11 月 24 日には東京証券取引所市場第 2 部から同市場第 1 部銘柄へ 1 年での指定替えとなった。

2016 年 2 月期の業績は、売上高が前期比 14.5% 増の 2,222 百万円、営業利益が同 13.5% 減の 397 百万円と 2 ケタの増収ながら減益となった。売上高は、戦略的な広告宣伝費の投入等により主力商品群がそれぞれ順調に拡大している。特に、「二十年ほいつぶ」が旺盛な国内需要に加えて、海外からのネット注文やインバウンド需要（訪日外国人によるドラッグストア等への指名買い）の拡大によって増収に大きく寄与した。一方、広告宣伝費の増加は想定内であったものの、将来を見据えた組織強化等への先行投資が減益を招く要因となった。なお、新商品については 3 商品をリリースしたが、そのうち、目の下のクマを改善するクリーム「アイキララ」（11 月 10 日リリース）が爆発的なヒット商品となっており、主力商品の一角を占める勢いで伸びている。

2017 年 2 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 18.5% 増の 2,633 百万円、営業利益を同 27.5% 増の 507 百万円と大幅な増収増益と見込んでいる。売上高は、「二十年ほいつぶ」をはじめとして、主力商品群が概ね好調に推移することに加えて、順調に立ち上がった「アイキララ」が大きく伸長する見通しである。新商品についても年間 7 から 14 商品程度のリリースを予定している。一方、利益面では先行投資の一巡や増収による費用の吸収等により利益率の回復を見込んでいる。弊社では、同社の新規会員獲得のための広告投資手法がうまく機能していることやインバウンドを含めた海外からの需要の拡大等により主力商品群が好調に推移していること、新商品「アイキララ」が足元で順調に伸びていることから同社の業績予想は達成可能とみている。

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、圧倒的な商品力を生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。弊社では、「カイケキオリゴ」の持続的な成長に加えて、「二十年ほいつぶ」や「アイキララ」のような売上高 3 億円規模のニッチトップ商品を多教育することが目標達成に向けてカギを握るものとみている。アジア展開の本格化や今後予定されている新商品の進展のほか、強固な財務基盤を活用した投資戦略（特に M&A）などにも注目したい。

## Check Point

- ・「二十年ほいっぷ」が新たな収益柱として成長スピードを高める
- ・主力商品群が順調に拡大し増収、組織強化等への追加投資で減益
- ・新商品「アイキララ」が大きく伸長し、17/2 期は増収増益の見通し



## 会社概要

### 「二十年ほいっぷ」が新たな収益柱として成長スピードを高める

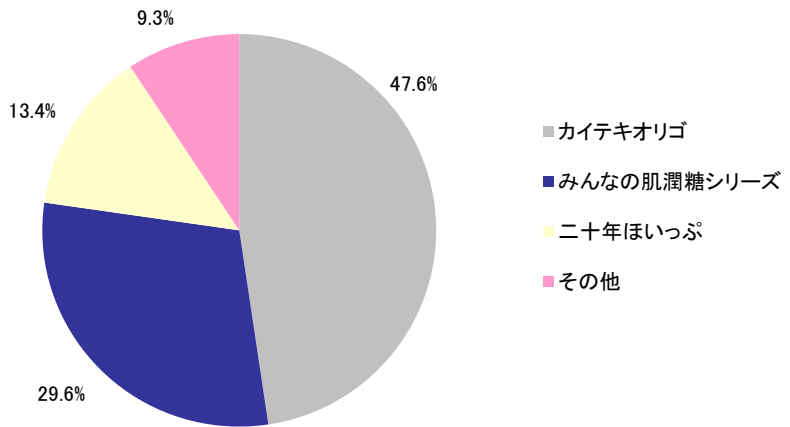
#### (1) 事業内容

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」のサイトでの、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」が同社の成長をけん引してきた。最近では、保湿ケア商品「みんなの肌潤糖」シリーズや、台湾及び香港など外国人からの評判も高い洗顔料「二十年ほいっぷ」が新たな収益柱として同社の成長スピードを高めている。

北海道産のてん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「カイトキオリゴ」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、14 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、「カイトキオリゴ」が 47.6%、「みんなの肌潤糖」シリーズが 29.6%、「二十年ほいっぷ」が 13.4% となっており、上位 3 商品群で 90.7% を占めている（2016 年 2 月期実績）。以前は「カイトキオリゴ」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。

商品別売上構成比率(2016年2月期実績)



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。   |
| ずきしらずの実     | 夏白菊（フィーバーフュー）、オオイタドリ、にがり（塩化マグネシウム）を配合した健康食品。   |
| みんなの肌潤ろーしょん | 北海道産のビート（甜菜）から作られた砂糖を主原料とし、やりピジュア、スクワラン、セラミドなどの保湿成分を配合した化粧水。   |

出所：有価証券報告書 2015 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、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。2015 年 8 月末にはアジア現地市場での通販強化のための拠点として台湾支社を設立した。

(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）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）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、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 1 部

<http://www.kitanotatsujin.com/ir/>

2016 年 5 月 20 日（金）

※ 1 新たな事業領域に挑戦する起業家の努力と功績を称える国際的な表彰制度。日本では 2001 年より EY アントレプレナー・オブ・ザ・イヤー ジャパンとしてスタートし、全国から選ばれた起業家を毎年紹介している。

※ 2 国際品評会モンドセレクション 2016 において、出品した 7 商品全てが受賞したほか、「カイトキオリゴ」は 5 年連続で「北のブランド 2016（食品部門）」の認証を受けた。

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シ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。さらには 2014 年 11 月に東京証券取引所市場第 2 部へ重複上場を果たすと、2015 年 11 月 24 日には同市場第 1 部銘柄へ指定替えとなり、4 年連続での新規上場及び市場変更等を達成した。

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% 子会社のオーダーコスメジャパンを設立。また、2015 年 8 月末には台湾支社を設立し、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。2015 年 9 月には、国際的な起業家表彰制度である「EY アントレプレナー・オブ・ザ・イヤー」※ 1 において、北海道ブロック代表に同社代表取締役社長の木下氏が選出された。

## ■ 企業特長

### 品質優先主義の商品開発やアフターフォローで顧客満足度最大化

#### (1) 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（忠実さ）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ニング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等において数々の受賞歴※ 2 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。

### (2) 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。

### (3) 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施策であるが、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。

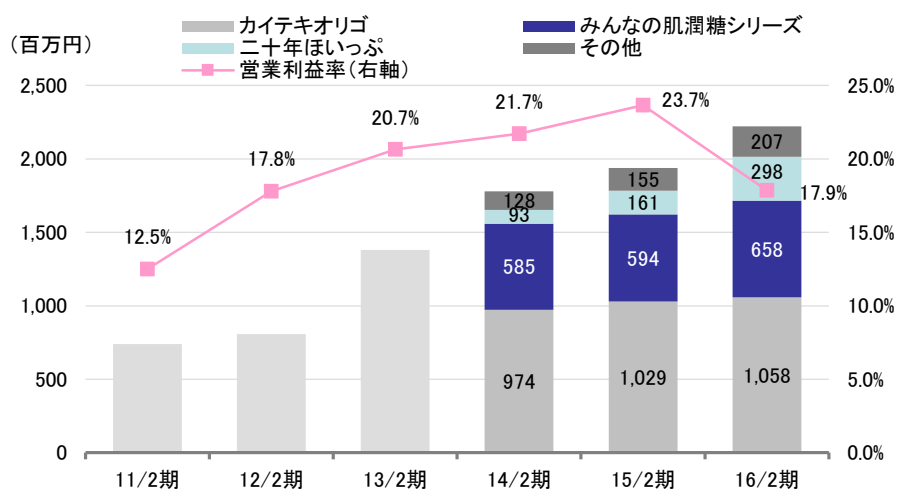
## ■ 決算動向

### 主力商品群が順調に拡大し増収、組織強化等への追加投資で減益

#### (1) 過去の業績推移

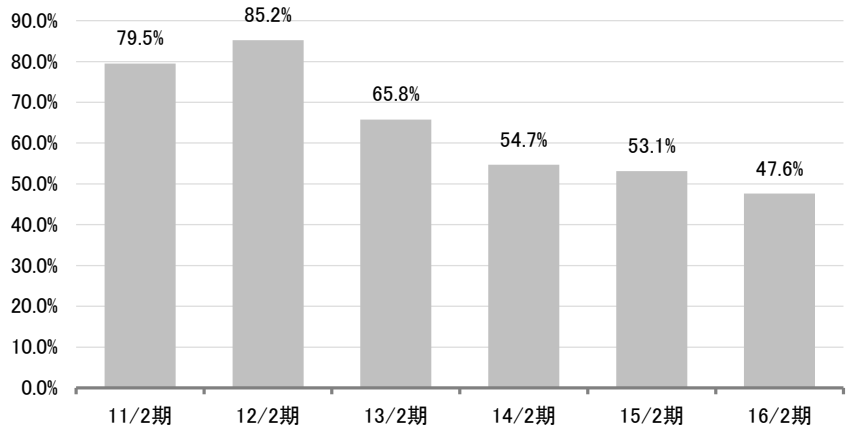
同社の過去の業績を振り返ると、会員数の拡大に伴って業績が伸びているが、特に 2013 年 2 月期からの業績の伸びが大きい。これは、それまで「カイトキオリゴ」への業績依存度が高かったところから、新たな収益の柱となった「みんなの肌潤糖」シリーズの業績貢献が始まったことに起因する。さらに、2015 年 2 月期以降は、「二十年ほいっふ」による業績貢献も上乘せされている。したがって、ここ数年は「カイトキオリゴ」の依存度を引き下げながら、新たな収益柱の伸長により同社の業績が大きく拡大してきたと言える。

過去の(商品別)売上高、及び営業利益率の推移





### 「カイトキオリゴ」依存度の推移

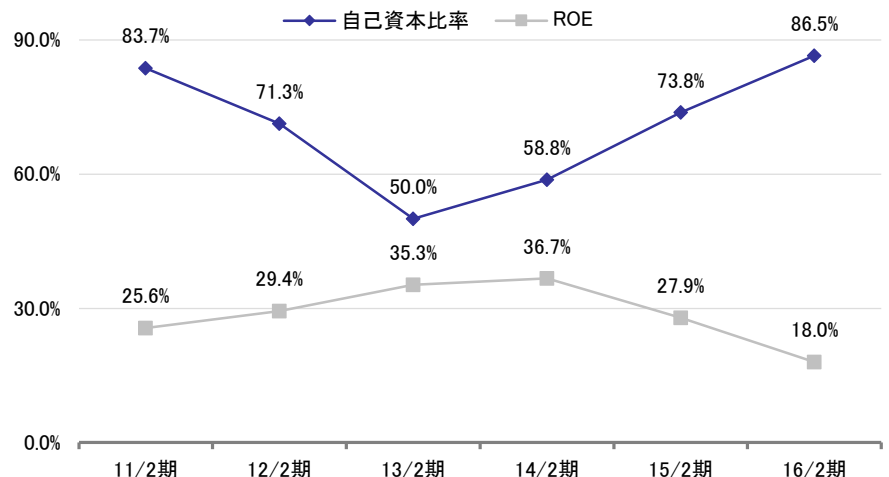


また、利益面も、広告宣伝費の効果的な投入により、売上高の拡大に伴って営業利益率も 20% を超える高い水準に上昇してきた。ただ、2016 年 2 月期は、将来を見据えた先行投資等により一旦低下する格好となっている。

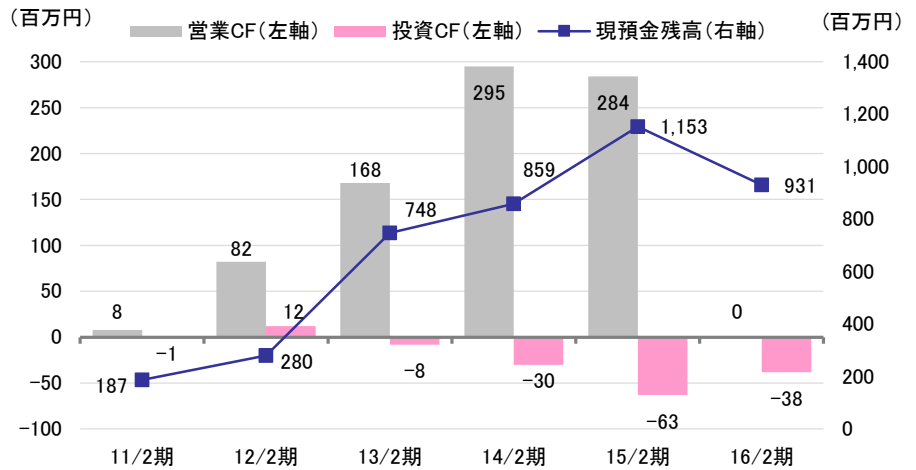
一方、財務基盤の安定性を示す自己資本比率も、将来の成長のための先行投資に備えて有利子負債を増やしたことから 2013 年 2 月期に 50% まで低下したものの、公募増資や内部留保の積み上げによって 2016 年 2 月期は 86.5% の高い水準となっている。また、資本効率を示す ROE（自己資本当期純利益率）についても、2016 年 2 月期には子会社の減損処理等により一旦低下する格好となったが、高い収益力に支えられて高水準で推移しており、同社の財務内容は極めて優良と評価することができる。

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きた。ただ、2016 年 2 月期は、広告宣伝費の投入や将来を見据えた先行投資に加えて、売上高の拡大に伴う商品在庫の積み増しから営業キャッシュフローは減少したが、一過性のものとして捉えるのが妥当と考えられる。今後は、強固な財務基盤を今後の成長に向けていかに活かしていくのが課題となってくるだろう。

### 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



## (2) 2016 年 2 月期決算の概要

2016 年 2 月期の業績は、売上高が前期比 14.5% 増の 2,222 百万円、営業利益が同 13.5% 減の 397 百万円、経常利益が同 11.9% 減の 393 百万円、当期純利益が同 15.6% 減の 226 百万円と 2 ケタの増収ながら減益となった。期初会社予想に対しても、売上高はほぼ計画どおりで推移したものの、将来を見据えた組織強化への先行投資等により想定を下回る減益となった。

売上高は、主力商品群の「カイトキオリゴ」、「みんなの肌潤糖」シリーズ、「二十年ほいっぷ」がそれぞれ順調に拡大している。2014 年 11 月に公募増資によって調達した資金を広告宣伝費へ戦略的に投入したことで新規会員獲得（及びリピート化）に成功したことや各種キャンペーン施策が奏功したようだ。特に、「二十年ほいっぷ」が旺盛な国内需要に加えて、海外からのネット注文やインバウンド需要（訪日外国人によるドラッグストア等への指名買い）の拡大によって増収に大きく寄与した。

一方、利益面では、戦略的な広告宣伝費（約 407 百万円）の投入に加えて、将来を見据えた組織強化（人件費や外注費等の運営費）等に追加的な投資（約 138 百万円）を行ったことが減益を招き、売上高営業利益率も 17.9%（前期は 23.7%）に低下した。もっとも、広告宣伝費の増加は想定内とみられ、売上総利益から新規集客費（広告宣伝費等）を差し引いた利益指標※1 では前期比でプラスとなっていることから、売上高の伸びで十分に吸収できていると言える。よって、減益となった理由は、組織強化等への追加的な投資によるものとして捉えるのが妥当であろう。また、100% 出資子会社（非連結子会社）である（株）オーダークスメジヤパンについては、当初事業計画との乖離が生じたことから同社株式の減損処理を行い、特別損失として約 46 百万円※2 を計上した。

財務面では、現預金が若干減少したことなどにより総資産が 1,536 百万円（前期末比 4.8% 減）に縮小した一方、自己資本は内部留保の積み上げにより 1,329 百万円（前期末比 11.7% 増）に増加したことから自己資本比率は 86.5%（前期は 73.8%）に上昇した。また、流動比率も 702.2% と極めて高い水準である。その一方で、資本効率を示す ROE も子会社の減損処理等の影響で 18.0%（前期は 27.9%）に一旦低下する格好になったが、依然として高い水準を維持している。

※1 同社では「販売利益」と定義して重視している。

※2 関係会社株式評価損の 10 百万円と貸倒引当金繰入額の約 36 百万円。

## 2016 年 2 月期決算の概要

(単位：百万円)

|         | 15/2 期<br>実績 |       | 16/2 期<br>実績 |       | 増減  |        | 16/2 期<br>期初予想 |       | 差異    |
|---------|--------------|-------|--------------|-------|-----|--------|----------------|-------|-------|
|         |              | 構成比   |              | 構成比   |     | 増減率    |                | 構成比   |       |
| 売上高     | 1,940        |       | 2,222        |       | 281 | 14.5%  | 2,281          |       | 97.4% |
| カイトキオリゴ | 1,029        | 53.1% | 1,058        | 47.6% | 28  | 2.8%   |                |       |       |
| 肌潤糖シリーズ | 594          | 30.6% | 658          | 29.6% | 63  | 10.8%  |                |       |       |
| 二十年ほいっぷ | 161          | 8.3%  | 298          | 13.4% | 137 | 85.1%  |                |       |       |
| その他     | 155          | 8.0%  | 207          | 9.3%  | 52  | 33.7%  |                |       |       |
| 売上原価    | 524          | 27.0% | 609          | 27.4% | 84  | 16.2%  |                |       |       |
| 販管費     | 956          | 49.3% | 1,215        | 54.7% | 259 | 27.1%  |                |       |       |
| 営業利益    | 459          | 23.7% | 397          | 17.9% | -61 | -13.5% | 506            | 22.2% | 78.6% |
| 経常利益    | 446          | 23.0% | 393          | 17.7% | -53 | -11.9% | 483            | 21.2% | 81.4% |
| 当期純利益   | 268          | 13.8% | 226          | 10.2% | -41 | -15.7% | 312            | 13.7% | 72.4% |
| 販売利益（注） | 937          |       | 1,011        |       | 74  | 7.9%   |                |       |       |

※販売利益とは、売上総利益から新規集客費（広告宣伝費等）を差し引いた指標（同社定義）

|        |       |  |       |  |       |       |
|--------|-------|--|-------|--|-------|-------|
| 総資産    | 1,613 |  | 1,536 |  | -76   | -4.8% |
| 自己資本   | 1,190 |  | 1,329 |  | 139   | 11.7% |
| 自己資本比率 | 73.8% |  | 86.5% |  | 12.7% |       |

|             |       |  |     |  |      |  |
|-------------|-------|--|-----|--|------|--|
| 営業 CF       | 284   |  | 0   |  | -284 |  |
| 投資 CF       | -63   |  | -38 |  | 25   |  |
| 現金及び現金同等物残高 | 1,153 |  | 931 |  | -222 |  |

主力商品群別の販売実績は以下のとおりである。

「カイトキオリゴ」は、売上高が前期比 2.8% 増の 1,058 百万円と着実な伸びとなり、若干の減収を見込んでいた期初予想を上回った。各種メディアで取り上げられ注目を集めている腸内フローラの改善という角度からの集客に成功した。ただ、他の主力商品群が大きく伸びていることから、本商品に対する業績依存度は 47.6%（前期は 53.1%）に低下した。

「みんなの肌潤糖」シリーズは、売上高が前期比 10.8% 増の 658 百万円と伸長した。特に、シリーズの 1 つである「みんなの肌潤糖クリア」において、子供のニキビトラブルに悩む母親世代を対象としたプロモーション活動が奏功し、これまで想定していなかった 10 代からのリピート注文を獲得できたことが大きかった。

「二十年ほいっぷ」は、売上高が前期比 85.1% 増の 298 百万円と大きく伸びた。旺盛な国内需要に加えて、インバウンドを含めた海外からの需要の拡大が業績の伸びを後押ししている。台湾の著名人を用いたプロモーション展開※1 に成功したことに加えて、アジア観光客が多く立ち寄るエリア・店舗に限定※2 したドラッグストア等向けの卸チャンネル数を拡大し、取扱い店舗数が増加した（100 店舗を超えた）ことが寄与した。引き続き多くの小売店、問屋から引き合いが増えており、今後も取扱い店舗は増える傾向にあるようだ。

また、新商品に関しては、1) 「みんなの肌潤糖」シリーズから、うるおい密閉保湿ケア入浴剤「みんなの肌潤風呂」（4 月 21 日リリース）、2) 目の下のクマを改善するクリーム「アイキララ」（11 月 10 日リリース）、3) 育毛サプリメント「モサイン」（12 月 17 日リリース）の 3 商品となった。特に「アイキララ」については、事前キャンペーンを効果的に実施したことが奏功して、発売初月売上高が過去最高額を記録するほどのヒット商品となった。前期決算への業績寄与は限定的（売上高は約 17 百万円と推定）とみられるが、現在も最速のペースで伸びており、主力商品群の一角を占める勢いとなっている。

※1 商品紹介記事の SNS（Facebook や中国国内に向けた Weibo 等）による拡散等。

※2 同社は、原則として商品ブランドを維持する目的から店舗販売を行っていない。



## 新商品「アイキララ」が大きく伸長し、17/2 期は増収増益の見通し

### (3) 成長に向けた施策とその進展

#### a) ブランディング強化

同社ブランド「北の快適工房」のロゴマーク、商品パッケージ、ショッピングサイトのリニューアルを実施した。ロゴマークについては、海外からの需要拡大を考慮して、英名ブランド表記「J NORTH FARM」を追加するとともに、商品パッケージについても、これまで商品間で必ずしも統一されていなかったパッケージデザインを一新し、ブランドとしての統一感を演出した。また、ショッピングサイトについては、ユーザビリティを意識し、より使いやすいサイトへ改良した上で、商品パッケージと同様にデザインの変更を行っている。

#### 商品パッケージ及びロゴマーク



出所：会社 HP



北の快適工房  
 J NORTH FARM

出所：会社資料

#### b) アジア展開の本格化に向けた取り組み

インバウンドを含めて海外からの需要が拡大していることを受けて、アジアのマーケットを意識した施策に取り組むとともに、2015 年 8 月末にはアジア現地市場での通販強化のための拠点として台湾支社を設立した。具体的には、台湾の著名人を用いて「二十年ほいつぶ」のプロモーション展開を行った結果、台湾、香港などで新規会員の獲得に成功。また、インバウンド需要の拡大に対応するため、アジア観光客が立ち寄るエリア・店舗を中心としてドラッグストア向けの卸チャネル数の拡大を図るとともに、2015 年 8 月 26 日には、札幌市の中心部に位置する観光・買物スポット「狸小路商店街」に同社初となるショールーム兼店舗（アンテナショップ）をオープンした。同社の全商品を取り揃え、ブランド認知や商品の魅力を発信することにより、土産品として購入してもらうことはもちろん、海外におけるリピーターとして囲い込むところに狙いがある。

一方、12 月 21 日より本格的に稼働を開始した台湾支社についても、海外からのネット注文に対して、これまでは日本からの送料が商品代金と比べて割高となっていたところにネックがあったため、そこが解消される効果は大きいと考えられる。また、今後は、海外拠点を中心にアジア展開を本格化する方針である。

### c) 将来を見据えた組織強化のための先行投資

同社は、今後を見据えた組織強化及び業務効率化のため、運営費（人件費及び外注費など）に約 138 百万円の投資を行った。モチベーションアップのためのベースアップを含め、マーケティングや商品開発、機能性表示対策、生産管理、管理会計といった機能強化のための人員増強のほか、基幹システム関連やその他不足機能の外注による増強を実施した。

#### 運営費の内訳

（単位：百万円）

|             | 15/2 期<br>実績 | 16/2 期<br>実績 | 増減  |        |
|-------------|--------------|--------------|-----|--------|
|             |              |              | 増減  | 増減率    |
| 運営費         | 475          | 614          | 138 | 29.2%  |
| 人件費         | 270          | 333          | 63  | 23.3%  |
| セールスマーケティング | 36           | 59           | 22  | 62.8%  |
| 商品開発        | 12           | 28           | 15  | 121.0% |
| 管理          | 29           | 59           | 30  | 104.0% |
| 物流          | 14           | 29           | 15  | 103.0% |
| その他         | 45           | 53           | 7   | 16.9%  |
| 外注費         | 12           | 45           | 33  | 269.7% |
| 採用費         | 9            | 16           | 7   | 77.3%  |
| その他         | 183          | 218          | 35  | 19.3%  |

#### (4) 2017 年 2 月期の業績見通し

2017 年 2 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 18.5% 増の 2,633 百万円、営業利益を同 27.5% 増の 507 百万円、経常利益を同 29.9% 増の 510 百万円、当期純利益を同 51.5% 増の 343 百万円と増収増益と見込んでいる。

売上高は、引き続き好調な「二十年ほいっぷ」をはじめとして、主力商品群が概ね好調に推移することに加えて、順調に立ち上がった新商品「アイキララ」が大きく伸長する見通しである。新商品についても年間 7 から 14 商品程度のリリースを予定している。なお、現時点で既に、バリア型フットケア商品「クリアフットヴェール」（4 月 12 日リリース）と薬用デオドラントフットクリーム「ノーノースメル」（4 月 21 日リリース）の 2 商品の発売を開始しているが、そのうち「ノーノースメル」は同社初の医薬部外品として登録されている。

利益面でも、新規顧客獲得のための広告宣伝費の戦略的投入は継続するものの、前期決算の利益を圧迫した先行投資が一巡することや、増収により費用増を吸収することで大幅な損益改善を図る想定となっており、営業利益率も 19.3%（前期は 17.9%）に回復する見通しである。また、ROE も利益率の回復に伴って 30% 弱程度まで上昇する見込みとしている。

弊社では、同社の新規会員獲得のための広告投資手法がうまく機能していることや、インバウンドを含めた海外からの需要の拡大等により主力商品群が好調を持続していることに加えて、新商品「アイキララ」が足元で順調に伸びていることから同社の業績予想は達成可能とみている。なお、2016 年 4 月は過去最高の月間売上高を更新したようだ。特に、「アイキララ」については、月間売上高が 20 百万円を超える水準にまで伸びており、年間売上高 3 億円規模の主力商品にまで育つ可能性は十分に高いと考えられる。また、今期予定している新商品の中から新たなヒット商品が生まれることが業績の上振れ要因となる可能性も否定できない。

■ 決算動向

一方、下期偏重型の業績予想となっているところには注意が必要である。広告宣伝費の戦略投入による効果や新商品による業績寄与が年度後半に向けて上乘せされる想定となっているようだ。また、広告宣伝費のかけ方（タイミング）による一時的な損益の振れにも注意したい。

2017 年 2 月期の業績予想

（単位：百万円）

|       | 16/2 期<br>実績 |       | 17/2 期<br>会社予想 |       | 増減  |       |
|-------|--------------|-------|----------------|-------|-----|-------|
|       |              | 構成比   |                | 構成比   |     | 増減率   |
| 売上高   | 2,222        |       | 2,633          |       | 411 | 18.5% |
| 営業利益  | 397          | 17.9% | 507            | 19.2% | 119 | 27.5% |
| 経常利益  | 393          | 17.7% | 510            | 19.4% | 117 | 29.9% |
| 当期純利益 | 226          | 10.2% | 343            | 13.0% | 116 | 51.5% |

■ 成長戦略

台湾支社の開設によりアジア展開を本格化

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うえで毎期コンスタントに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の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。主力商品群の持続的な成長に加えて、年間 10 程度の新商品をコンスタントにリリースし、その中から売上高 3 億円規模のニッチトップ商品を数多く育てることができれば、売上高 100 億円、営業利益 30 億円も視野に入ってくるものと考えられる。また、強固な財務基盤を活かして、今後は M&A などでも検討していく方針のようだ。

なお、現在開発中の商品は 20 種類あり、化粧品 15 種類及び健康食品 5 種類の内訳となっている。その中から、今期は 7 から 14 商品程度のリリースを予定しており、今後の進捗状況や業績へのインパクトが注目される。また、機能性表示の規制緩和※への対応については、現在のところ、これからリリースされる 1 商品に対して申請中であり、実現すれば同社第 1 号ということになる。また、他にも既存商品 1、新商品 1 についても準備を進めており、同社にとってさらなる追い風となる可能性がある。

さらには台湾支社の開設によるアジア展開の本格化についても、同社の成長を後押しするものとみている。インバウンド需要の勢いをアジア展開へ拡散することによるポテンシャルの高さに期待ができることから、今後の海外売上高の伸びにも注目したい。

※ 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。

2016 年 5 月 20 日（金）

※1 同社は 2015 年 6 月 1 日付で株式分割（1：2）を実施している。

※2 発行済株式総数（自己株式を除く）に対する割合は 3.61%。

※3 2016 年 2 月末より、前回の QUO カード 1,000 円分から「二十年ほいっぷ」に制度内容を変更した。

## ■ 株主還元

### 今後も利益成長に伴う増配余地は大きい

同社は、経営基盤の強化に向けた内部留保の充実を図りながら、会社業績の動向に応じて株主への利益還元に取り組んでいくことを基本方針としている。2016 年 2 月期は、前期比 0.25 円（分割調整後）※1 の増配となる 1 株当たり 8.5 円（配当性向 41.4%）を決定した。また、2017 年 2 月期も前期比 1.0 円増配の 1 株当たり 9.5 円配を予定（配当性向 30.6%）している。同社は、配当性向 30% を目処とした安定的な配当を目指しているが、今後も利益成長に伴う増配の余地は大きい。

また、2016 年 4 月 14 日には、資本効率の向上を通じた株主への利益還元を図ることを目的として、自己株式取得を決定した。取得する株式数は 40 万株（上限）※2 であり、取得価額の総額は 2 億円（上限）となっている。

2015 年 2 月末からは、毎年 2 月末日の株主を対象とした株主優待制度も導入している。1 単元（100 株）以上を保有する株主に対して、くすみ用洗顔料「二十年ほいっぷ」（120g、1 ヶ月分）を贈呈する内容となっている※3。

#### 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・表示したのですが、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