

|| 企業調査レポート ||

北の達人コーポレーション

2930 東証1部・札証

[企業情報はこちら >>>](#)

2020年7月6日(月)

執筆：客員アナリスト

柴田郁夫

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
■ 会社概要	03
1. 事業内容	03
2. 沿革	05
■ 企業特長	06
1. 圧倒的な商品力の高さ	06
2. 定期購入による安定性	06
3. 効果的なマーケティング手法	07
■ 決算概要	07
1. 過去の業績推移	07
2. 2020 年 2 月期決算の概要	09
■ 活動実績及び課題認識	10
1. 主な活動実績	10
2. 課題認識	11
■ 業績見通し	12
■ 成長戦略	13
■ 株主還元	14

■ 要約

2020 年 2 月期業績は「刺す化粧品」シリーズの大ヒットにより増収増益。

2021 年 2 月期は「組織体制立て直しの 1 年」と位置づけ、業績面ではいったん後退を見込む

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「カイトキオリゴ」が同社の成長をけん引してきた。また、足元では、大ヒットとなっている「刺す化粧品」シリーズが大きく伸びており、従来の「健康食品」中心から「基礎化粧品」の構成比が高まっていることに伴って、アンチエイジングを意識する男性の中高年齢層など会員属性の幅も広がってきた。

2020 年 2 月期の業績は、売上高が前期比 21.4% 増の 10,093 百万円、営業利益が同 56.6% 増の 2,915 百万円と増収増益により過去最高業績を更新し、売上高は 100 億円を突破した。一方、期初予想に対しては、売上高が下回ったものの、利益面では上回る着地となっている。「刺す化粧品」シリーズの大ヒットが増収に大きく寄与。特に、「ヒアロディーブパッチ」が想定を上回るペースで伸びており、商品別構成においても存在感を増している。また、新たにリリースした「刺す化粧品」シリーズの 2 商品についても順調に立ち上がってきたようだ。ただ、売上高が計画を下回ったのは、1) 爆発的なヒットを記録した「ヒアロディーブパッチ」の生産キャパシティ不足により発送遅延が発生したこと（ただし、2019 年 12 月には完全に解消）、2) 年度後半において新規獲得件数に伸び悩みが生じたことなどが理由である。一方、営業利益が計画を上回ったのも、「ヒアロディーブパッチ」の発送遅延等に伴って広告宣伝費を抑制したことが理由であり、その点も一過性のもつと捉えるのが妥当である。また、新規獲得の伸び悩みや新商品リリースの遅れなどでは課題を残した。

2021 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% 減の 8,227 百万円、営業利益を同 31.2% 減の 2,006 百万円と組織体制の立て直し等により減収減益を見込んでいる。2020 年 2 月期同様、「刺す化粧品」シリーズの伸びやその他主力商品の継続需要が期待できるものの、前述した課題解決とともに長期的成長を見据えた「組織体制立て直しの 1 年」と位置づけ、業績面ではいったん後退する見通しである。すわなち、2020 年 2 月期に浮き彫りとなった課題の解決に向けて「クリエイティブ部門の強化」及び「商品開発部門の強化」を図るものの、両課題の解消による影響や新商品の売上は加味しない保守的な前提となっている。

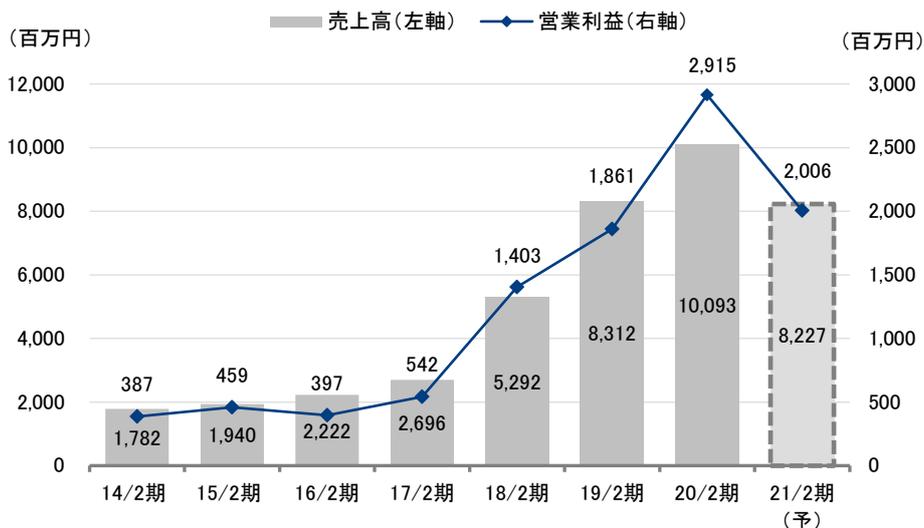
要約

同社はこれまで、競合の少ないニッチなマーケットにおいて 1 商品 10 億円～ 20 億円の商品を複数展開することで利益率の高いビジネスを行い、合計 100 億円の事業規模を目指してきた。その結果、2020 年 2 月期の売上高は 100 億円を突破し、営業利益率も高い水準を維持することができた。加えて、高い利益率のまま、50 億円程度の商品を運用するノウハウが身につけてきたことから、今後は、市場の大きなマスマーケットにおいて 1 商品 50 億円～ 100 億円規模を複数展開し、将来的には売上高 1,000 億円、営業利益 300 億円を目指す戦略を描いている。具体的には、「刺す化粧品」シリーズのような新たな市場の創出に加え、オールインワンゲルやシャンプーなど市場の大きなカテゴリーをイメージしているようだ。一方、海外展開についても、すでに黒字化している台湾事業の拡大をはじめ、さらなる拡張を視野に入れており、水平展開を行いやすいインターネット販売に特化して推進する方針である。弊社でも、長期目線（10 年スパン）で年率 30% 成長を続けていくことを前提とすれば、売上高 1,000 億円については十分に到達できる水準であり、同社はそのポテンシャルを有していると評価している。また、規模の経済を活かし、同社主導型の大型 M&A も取り得る戦略であり、規模拡大ペースが速まる可能性もある。いかに同社らしさを失わずに進化を図っていくのか、そこが経営手腕の見せどころと言える。

Key Points

- ・ 2020 年 2 月期の業績は、「刺す化粧品」シリーズの大ヒットにより増収増益（過去最高業績）
- ・ 一方、新規獲得件数の伸び悩みや新商品リリースの遅れなどでは課題が浮き彫りに
- ・ 2021 年 2 月期は、次のステージに向けた「組織体制立て直しの 1 年」と位置づけ、業績面ではいったん減収減益となる見通し
- ・ 市場の大きなマスマーケットにおいて、1 商品 50 億円～ 100 億円規模を複数展開し、将来的には売上高 1,000 億円、営業利益 300 億円の企業を目指す

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

オリジナルブランド「北の快適工房」による e コマース事業を展開

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美容商品等を販売する 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」のサイトにおいて、健康や美容上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、オリゴ糖を原料とする「カイトキオリゴ」が同社のこれまでの成長をけん引してきた。また、足元では大ヒットとなっている「刺す化粧品」シリーズ第 1 弾の「ヒアロディーブパッチ」が大きく伸びている。最近では「健康食品」中心から「基礎化粧品」へと商品構成が変化するに伴って、アンチエイジングを意識する男性中高年層など会員属性の幅も広がってきた。

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）機能性表示食品（詳細は後述）である「カイトキオリゴ」のほか、ヒアルロン酸のマイクロサイズの針が目周りの小じわの深部に届き、潤いを集中補充する「ヒアロディーブパッチ」、目の下のクマを改善するクリーム「アイキララ」、美しく健康的な爪へと導く浸透力特化型ネイルケア商品「クリアネイルショット アルファ」など、購入者の具体的なニーズに応える 31 品目の商品を取り扱っている（2020 年 2 月末現在）。

会社概要

商品の概要 (発売順)

品目	概要
カイトキオリゴ	日本初となる、5 種類もの便通改善成分を含む「機能性表示食品」であり、便秘改善に有効な高純度・高品質なオリゴ糖食品。
紅珠漢	低分子化ライチポリフェノールを主原料とし、ヒアルロン酸やビタミン C・L-シトルリンなどを加えた同社初の機能性表示食品。
みんなの肌潤糖 アトケアタイプ	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。
カイトキどかスリム茶	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 クリアタイプ	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	睡眠促進ホルモンを増やし、睡眠の質を高める機能性表示食品。
ずきしらずの実	夏白菊 (フィバーフュー)、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、リビジュア、スクワラン、セラミドなどの保湿成分を配合した化粧水。
みんなの肌潤風呂	北海道産のビート (甜菜) から作られた砂糖のほか、湯の花エキスやサジーなどを配合した、うるおい密閉保湿ケア入浴剤。
アイキララ	コラーゲンをサポートするビタミン C 誘導体の一種である MGA、血液をサラサラにする天然ビタミン K を豊富に含んだ植物油等を配合した、目の下のクマを改善するクリーム。
クリアフットヴェール	ムズムズを繰り返す足のお悩み専用バリア型フットケア。
ノーノースメル	今あるニオイの悩みを抑えながら、同時に足の肌環境を整えて「ニオイが発生しにくい足」へと導く薬用デオドラントフットクリーム。
黒梅日和	身体環境を正常化し、内側から守ることで、悩みとは無縁の生活へと導く健康食品。
クリアネイルショット アルファ	根深い悩みのタネまでしっかり浸透することで、美しく健康的な爪へと導く、浸透力特化型ネイルケア商品。
ケアナノバック	キュッと目立たない毛穴へと導く、毛穴集中対策スリーピングバック。
ヒアロディーブパッチ (「刺す化粧品」シリーズ第 1 弾)	ヒアルロン酸のマイクロサイズの針が目周りの小じわの深部に届いて、潤いを集中補充する、プレミアムナイトケア商品。
メイミーホワイト 60	速効型美白と深層アプローチ型美白の W 美白効果によって、60 秒で理想の美白へと導く、速効型美白クリームバック。
ルミナピール	紫外線トラブルが気になる「手」の老化の悩みに向けて開発されたハンドピーリングジェル。
リンキーフラット	塗って 1 分でシワが伸びて若見え肌へと導く速効型シワ対策美容ジェル。
リッドキララ	塗ってすぐに引き締める「速効性」と、使い続けることで土台を引き上げる「継続性」で、上まぶたをスッキリと引き締め、本来の肌を取り戻す上まぶた専用美容ジェル。
ビルドメイク 24	1 回分に HMB を 1,750mg 配合し、ボディメイクの超効率化にフォーカスしたハイブリッドプロテイン。
リモサボン	独自の W コーティング成分で洗うたびに衣類の繊維を包み込み、ベットの抜け毛が付きにくく、付いても取れやすく、を実現する洗濯洗剤。同社初の「雑貨」としての販売。
ハンドビュレナ	手肌に集中的にアプローチし、使ううちに“ふっくら”を実感する、エイジングハンドケアクリーム。
ネックエステミスト	ミストをひと吹きするだけで首の年齢サインに引き締めとハリをもたらす、首元のエイジングケアミスト。
メンズアイキララ	男性の肌質に合わせて作られた、目の下用アイショットクリーム。
おこさま用カイトキオリゴ	子どもの腸内のビフィズス菌バランスに合わせてオリゴ糖のブレンド配合を行った粉末オリゴ糖食品。
ミケンディーブパッチ (「刺す化粧品」シリーズ第 2 弾)	ヒアルロン酸等の美容成分を凝縮した針を直接眉間に刺すことで、凝り固まった肌を柔らかくし、若見えへと導く眉間専用のエイジングケア化粧品。
オデコディーブパッチ (「刺す化粧品」シリーズ第 3 弾)	ヒアルロン酸等の美容成分を凝縮した針を直接額の溝に刺すことで、美容成分を角質層まで直接届け、ハリとツヤのある肌へと導く額専用のエイジングケア化粧品。
アセスケア	だらだら・ベタベタのお悩みに飲んで内側からアプローチする男性専用サプリメント。自律的な働きをサポートする 5 つの成分を複合的に配合しているほか、男性特有の体質に合わせ、ニオイ対策にも対応している。

出所：有価証券報告書及び各商品リリースよりフィスコ作成

商品の製造については、OEM 先に対する製造委託 (原材料を同社が買い付け製造を外部委託する方法) が中心であるため自前での生産拠点は有していない。一方、2015 年 12 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、2019 年 1 月には海外企業への製造委託を推進するため韓国連絡事務所を設立している。

会社概要

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、リクルートホールディングス <6098> 出身の木下氏が e コマース市場の拡大を視野に入れ、EC サイト「北海道・シーオー・ジェイピー」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。

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「カイケキフレンドクラブ（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・シーオー・ジェイピー」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「カイケキオリゴ」がヒット商品となり、順調に定期購買会員基盤の拡大を図りながら高成長を継続してきた。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、2013 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。

その後も、台湾支社の設立（2015 年 12 月末）のほか、商品開発体制や集客体制（自社広告システムの導入等）を含めた組織強化に着手するとともに、韓国連絡事務所の設置（2019 年 1 月）、本社移転（2019 年 3 月）、東京支社の開設（2019 年 4 月）など、成長加速に向けた事業基盤の整備にも取り組んでいる。

一方、社外からの評価としては、2015 年 9 月に、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。2017 年 2 月には、独立行政法人中小企業基盤整備機構が主催（後援：経済産業省中小企業庁ほか）する表彰制度「Japan Venture Awards 2017」※2において、同じく木下氏が「e コマース推進特別賞」を受賞した。

※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 革新的かつ潜在成長力の高い事業や地域の活性化に資する事業を行う、志の高いベンチャー企業の経営者を称える制度。

最近においても、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『Forbes』のアジア版である『ForbesAsia』（2019 年 7 月 / 8 月号）において、アジア太平洋地域で売上高 10 億ドル未満の企業を対象とした優良企業 200 社を選出する「Asia's 200 Best Under A Billion」に選ばれた（3 回目）ほか、2019 年 7 月 9 日付の日本経済新聞全国版にて、「直近 3 年間の平均 ROE が高い中堅上場企業（NEXT1000）」として、3 年平均 ROE40.8% の同社が掲載されるなど、様々な面で高い評価を受けている。直近では「アジア通販サミット 2019 インターネットショッピング賞」を受賞したほか、東洋経済 ONLINE にて『投資家必見！市場が評価した経営者ランキング』と題した 2019 年 10 月 4 日付の記事で、木下代表取締役社長が第 1 位に選出された。

会社概要

2019 年 8 月 7 日には、「JPX 日経中小型株指数」※の構成銘柄に 2 年連続で選定された(2019 年 8 月 31 日適用)。

※(株)東京証券取引所及び(株)日本経済新聞社が共同で算出している株価指数。JPX 日経インデックス 400 で導入した「投資者にとって投資魅力の高い会社」を構成銘柄とするとのコンセプトを中小型株に適用することで、資本の効率的活用や投資者を意識した経営を行っている企業を選定するとともに、こうした意識をより広範な企業に普及・促進を図ることを目指すものである(JPX 日本取引所グループ Web サイトより)。

企業特長

顧客満足度の高い定期購入商品と効果的なマーケティングに強み

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ほかならない。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。ロングランの「カイトキオリゴ」など主力商品のほか、足元で大ヒットとなっている「刺す化粧品」シリーズ第 1 弾の「ヒアロディーブパッチ」の伸びが大きい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等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。

※国際品評会「モンドセレクション 2019」において、出品した商品すべてが受賞した。特に、「カイトキオリゴ」は 8 年連続、「みんなの肌潤糖アトケアタイプ」が 7 年連続、「みんなの肌潤糖クリアタイプ」が 5 年連続で最高金賞を受賞。また、「二十年ほいっぷ」が 7 年連続、「アイキララ」が 4 年連続、「ヒアロディーブパッチ」、「クリアネイルショットアルファ」が 3 年連続、「クリアネイルショットアルファ」が 3 年連続金賞を受賞したほか、「ハンドビュレナ」「メンズアイキララ」「おこさま用カイトキオリゴ」がそれぞれ金賞を初受賞した。

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長がある。また、これまでは複数商品によりニッチトップ(1 商品 10 億円～20 億円)を狙う戦略が奏功してきたが、今後は市場の大きなマスマーケット(1 商品 50 億円～100 億円)にも展開していく意向である。ただ、一過性となりがちな爆発的な業績拡大(ブーム)を追わずに、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ことに変わりはない。

※定期購入が売上高の約 7 割を支えている。

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長がある。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。最近においても、自社広告システムの運用開始や BI ツール※¹ の導入、RPA ※² との組み合わせなどにより、更なる効率化や精度向上にも取り組んでいる。

※¹ 社内の様々な情報システムに蓄積された情報を集めて分析・加工し、経営戦略の検討や迅速な意思決定を助けるための有用な情報に変換するシステム。

※² Robotic Process Automation の略。ロボット（人工知能等の認知技術）を活用した業務自動化のこと。

決算概要

積極的かつ適切な広告投資（運用）により、定期購買会員数の拡大を図りながら高成長を実現

1. 過去の業績推移

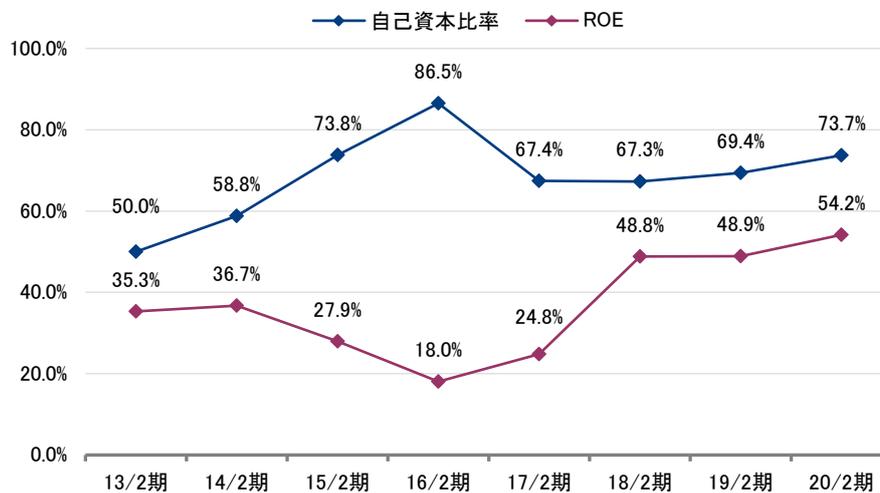
同社の過去の業績を振り返ると、定期購買会員数の拡大に伴って業績が伸びているが、とりわけ 2013 年 2 月期からの業績の伸びが大きい。これは、それまで「カイトキオリゴ」への業績依存度が高かったところから、「みんなの肌潤糖」シリーズや「二十年ほいっぷ」の定着、さらには「アイキララ」などの新商品群による業績貢献に起因する。また、足元では「刺す化粧品」シリーズが大きく伸びている。したがって、「カイトキオリゴ」への依存度を引き下げながら、新たな収益柱の伸長によりバランスよく成長してきたと言える。

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は 25% を超える高い水準に上昇してきた。2019 年 2 月期は 22.4% といったん低下しているが、機会ロスの回避や新規会員獲得の増加を図るため、計画を上回る広告投資を戦略的に実施したことが理由である。逆に、2020 年 2 月期は、広告投資を意図的に抑えたことから 28.9% に大きく上昇したが、こちらも一過性要因によるところが大きいと考えるのが妥当であろう（詳細は後述）。

一方、財務基盤の安定性を示す自己資本比率も、公募増資や内部留保の積み上げによって 2016 年 2 月期には 86.5% の高い水準に到達。2017 年 2 月期は長期借入金による手元流動性の確保を行ったことから 67.4% といったん低下したものの、その後は再び上昇傾向にある。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、高い収益力に支えられて 50% 水準となっており、同社の財務内容は極めて優れていると評価できる。

決算概要

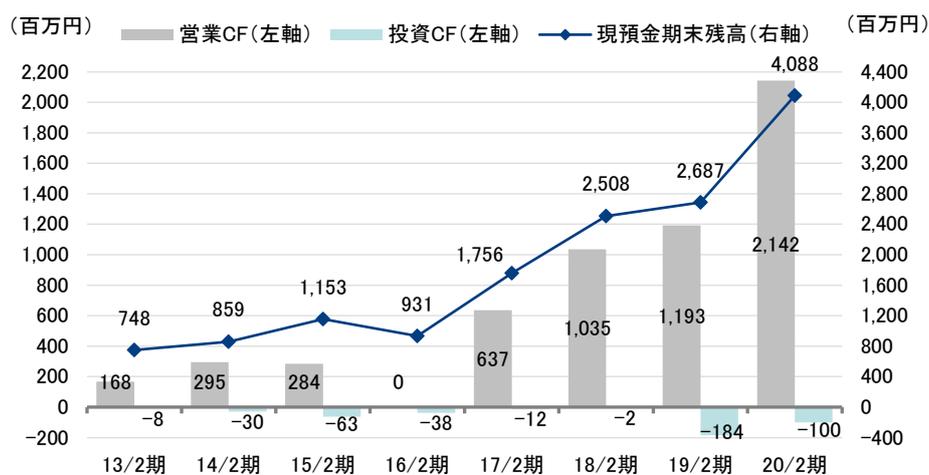
自己資本比率及びROEの推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

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、現金及び現金同等物の期末残高は大きく積み上がってきた。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在庫投資により一時的に営業キャッシュ・フローが落ち込んだが、2017年2月期以降は再び大幅なプラスで推移している。したがって、強固な財務基盤や潤沢な営業キャッシュ・フローを、これからの成長に向けていかに生かしていくのかも課題となってくるだろう。

営業キャッシュ・フロー、投資キャッシュ・フロー、現預金期末残高の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

決算概要

2. 2020 年 2 月期決算の概要

2020 年 2 月期の業績は、売上高が前期比 21.4% 増の 10,093 百万円、営業利益が同 56.6% 増の 2,915 百万円、経常利益が同 57.1% 増の 2,923 百万円、当期純利益が同 52.7% 増の 1,974 百万円と増収増益により過去最高業績を更新し、売上高は 100 億円を突破した。一方、期初予想に対しては、売上高が下回ったものの、利益面では上回る着地となっている。

「刺す化粧品」シリーズの大ヒットが増収に大きく寄与した。特に、「ヒアロディーブパッチ」が想定を上回るペースで伸びており、商品別構成においても存在感を増している。新たにリリースした「ミケンディーブパッチ」(第 2 弾/2019 年 7 月リリース)や「オデコディーブパッチ」(第 3 弾/2019 年 9 月リリース)も順調に立ち上がってきた。ただ、売上高が計画を下回ったのは、1) 爆発的なヒットを記録した「ヒアロディーブパッチ」の生産キャパシティ不足により発送遅延が発生したこと(ただし、2019 年 12 月には完全に解消)や、2) 年度後半において新規獲得件数に伸び悩み(詳細は後述)が生じたことなどが理由である。

一方、利益面については、商品ミックスの変化※1により原価率が若干悪化するとともに、販売費及び一般管理費についても体制強化(人員増強や本社移転など)に伴って増加したものの、増収効果により大幅な営業増益を実現。営業利益率も 28.9%(前期は 22.4%)に大きく上昇した。もっとも、営業利益が計画を上回ったのは、前述のとおり、「ヒアロディーブパッチ」の発送遅延等※2に伴って広告宣伝費を抑制したことが理由であり、その点は一過性のもので捉えるのが妥当である。

※1 「刺す化粧品」シリーズは相対的に原価率が高い。

※2 その他、営業利益の上振れ要因としては、年度後半において、1) 集客部門のリソースを将来に向けた体制整備に振り向けたことや、2) 広告投資効率を示す指標が改善されたこともあり、結果的に新規獲得のための広告投資を抑制したことがあげられる。ただ、2)については、数値化の遅れにより、広告投資を拡大すべきタイミングを逸したとの見方もでき、新規獲得の機会損失を招いた点においては反省材料にもなっている。

財政状態については、売上高の拡大に伴って「現金及び預金」が大きく増加したことや本社移転に伴って固定資産が増えたことにより、総資産は前期末比 39.2% 増の 5,902 百万円に拡大した。一方、自己資本も内部留保の積み増しにより同 47.8% 増の 4,347 百万円に大きく拡大したことから、自己資本比率は 73.7%(前期末は 69.4%)に上昇した。資本効率を示す ROE も 54.2%(前期は 48.9%)と極めて高い水準を維持しており、同社の財務基盤は優れた状態が続いている。

2020 年 2 月期決算の概要

(単位：百万円)

	19/2 期		20/2 期		増減		20/2 期		差異	
	実績	構成比	実績	構成比	金額	増減率	期初予想	構成比	金額	達成率
売上高	8,312	-	10,093	-	1,780	21.4%	10,939	-	-846	92.3%
原価	1,852	22.3%	2,449	24.3%	596	32.2%	-	-	-	-
販管費	4,590	55.2%	4,730	46.9%	139	3.0%	-	-	-	-
営業利益	1,861	22.4%	2,915	28.9%	1,053	56.6%	2,702	24.7%	212	107.9%
経常利益	1,861	22.4%	2,923	29.0%	1,062	57.1%	2,703	24.7%	220	108.1%
当期純利益	1,293	15.6%	1,974	19.6%	681	52.7%	1,890	17.3%	84	104.4%

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 活動実績及び課題認識

「刺す化粧品」シリーズが好調であった一方、次のステージに向けた課題も浮き彫りに

1. 主な活動実績

(1) 「刺す化粧品」シリーズの大ヒット

2020 年 2 月期は、「刺す化粧品」として注目を集め、大ヒット商品となった「ヒアロディーブパッチ」（2016 年 9 月リリース）が想定を上回るペースで急拡大し、業績の伸びをけん引した。さらに「刺す化粧品」シリーズとして 2 商品をリリース。そのうち、眉間専用の化粧品「ミケンディーブパッチ」（7 月 9 日リリース）については、発売時点での累計販売枚数が 2 万個を突破したうえ、発売初月の売上高は過去最高を更新した。また、額専用の化粧品「オデコディーブパッチ」（9 月 27 日リリース）も順調に立ち上がっているようだ。2021 年 2 月期に入ってから、2020 年 3 月 31 日には、第 4 弾として毛穴専用の化粧品「チークポアパッチ」※を発売している。「刺す化粧品」シリーズは、医療にも用いられるマイクロニードル技術を応用し、針状に固めた美容成分を直接肌に刺すという新発想の化粧品である。同社では、注目されているマイクロニードル化粧品市場で、価格・品質の面で圧倒的な地位を確立したと言える。また、「刺す化粧品」等の複数のキーワードをあらかじめ商標取得しており、後発の類似品が登場したとしても、他社が同社登録商品と類似した表示を使用できないよう対策を講じている。

※ 毛穴が密集していて目立ちやすい“チークポアゾーン（頬の毛穴密集地帯）”の悩みに焦点を当て、保湿成分や引き締め成分などでできた小さな針を敷き詰めたシートを毛穴が目立つ頬の部分に貼ることで、つるんとなめらかな素肌へと導く頬の毛穴専用の化粧品

(2) 機能性表示食品制度等の活用

2015 年 4 月から施行された機能性表示食品制度の活用については、2019 年 5 月に「カイトキオリゴ」が 5 種類の便通改善成分を含む「機能性表示食品」として消費者庁に受理されると、2019 年 9 月よりリニューアル販売を開始。「本品には、ラフィノース、ラクチュロース、フラクトオリゴ糖、イソマルトオリゴ糖、 α -シクロデキストリンが含まれているので、便秘傾向者の便通を改善する（排便量・排便回数を増やす）機能があります。」との機能性表示を行っており、複数のオリゴ糖を機能性関与成分とした「機能性表示食品」としては日本初となっている。また、2018 年 11 月に「機能性表示食品」として消費者庁に受理された「北の大地の夢しずく」（睡眠の質を高める植物由来成分「ラフマ」配合のタブレットタイプのサプリメント）についても、2019 年 6 月より新たに「機能性表示食品」としてリニューアル販売を開始し、専門家からも信頼できる商品として推薦されている。なお、現時点での「機能性表示食品」は 3 商品※となっている。

※ 「北の大地の夢しずく」及び「カイトキオリゴ」のほか、「紅珠漢」（2017 年 5 月受理）。

また、2020 年 1 月には、手の甲のシミの悩みに対して、「古い角質を落とす」×「美白」の W アプローチで手元年齢に差をつける手の甲専用ピーリングジェル「ルミナピール」を医薬部外品としてリニューアル販売している。

(3) 経営基盤の強化など

2019 年 2 月期に引き続き、人員増強にも注力。2020 年 2 月末の役員・従業員数は 162 名（前期末比 48 名増）に増加し、これに伴って、集客部門は 24 名もの増員を行った。今後も集客部門を中心とした人員増強を通じて集客体制の強化を図る方針であり、これまで十分に手が回っていなかった売上規模の小さい商品群の掘り起こしにも取り組んでいく。また、2019 年 2 月期より導入している自社開発の「広告最適化のための分析・運用システム」については、引き続き機能面の強化を図りながら順調に稼働しているようだ。経験年数の浅い社員でも早期に利益を生み出せる体制を構築するとともに、本システムでは対応できない部分については経験豊かな人材による「人的な管理の直接運用」を共存させ、広告運用効果・効率の最大化を図っている。また、定型的な業務については RPA（Robotic Process Automation）化による効率化も進めており、適切な運用ができる体制がほぼ整ったと評価できる。

オフィスインフラ面については、2019 年 3 月 18 日に今後の業容拡大に備えるべく、札幌市の中心部に位置する「さっぽろ創世スクエア」※に本社を移転。さらに、2019 年 4 月 15 日には東京支社（東京都中央区日本橋）を開設し、2020 年 2 月には増床した。特に、東京支社では、高いスキルと豊富な経験を有する人材の採用を予定しており、人材採用面での効果も期待できる。

※ 2018 年 5 月に竣工した大型複合ビルであり、札幌市の新しいランドマークとなっている。

2. 課題認識

2020 年 2 月期売上高が計画未達となったのは、前述のとおり、年度後半において新規獲得件数が伸び悩んだことが大きい。同社では、その要因として、1) 適切な広告クリエイティブができなかったこと、2) 消費増税と新型コロナウイルス感染拡大の影響により消費マインドが冷え込んだこと、3) 新商品のリリースが計画を下回ったこと、4) 広告投資の拡大のタイミングを逸したことの 4 点をあげている。そのうち、2) は外部要因であり、4) は広告投資効率を示す数値の係数化により解決済であるが、残りの 1) と 3) については、次のステージに向けた課題と認識しており、今期（2021 年 2 月期）の重点施策として以下に取り組む方針である。

(1) クリエイティブ部門の強化

通信販売においては、「商品力」に加えて「広告クリエイティブ」によって売上が大きく左右される。特に、優れたクリエイティブであることはもちろん、消費者に見飽きられないように、視点や切り口を変えたクリエイティブを次々と入れ替えていく必要がある。同社では、ブラッシュアップのためのクリエイティブロジックやマニュアル、サポートシステムなどを完備しているが、人員増強に伴って急速に増加したメンバーの教育が追いつかず、結果的にクリエイティブの新鮮さを適切に維持できなかったことが新規獲得件数の伸び悩みにつながった。したがって、教育体制の強化、管理職の配置、経験者の中途採用強化によりクリエイティブメンバーのスキル向上に取り組んでいく考えである。

(2) 商品開発部門の強化

2020 年 2 月期リリースした新商品は計画を下回る 3 商品にとどまった。同社の主力商品が「健康食品」から「基礎化粧品」へと移行しているなかで、「基礎化粧品」は「健康食品」の需要の一定感と比較すると多少の需要の波の影響があり、それに対応するには一定の間隔で新商品の発売やリニューアルを行い、需要を喚起する必要がある。同社では、開発スピードを上げるため、商品企画開発を多数並行して進められる体制を確立していく方針であり、品質を維持しながら、企画プロセスの見直しや経験者の採用等にも取り組んでいく。

■ 業績見通し

2021 年 2 月期は組織体制の立て直し等により、 業績面ではいったん減収減益となる見通し

2021 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% 減の 8,227 百万円、営業利益を同 31.2% 減の 2,006 百万円、経常利益を同 31.4% 減の 2,007 百万円、当期純利益を同 31.2% 減の 1,357 百万円と、組織体制の立て直し等により減収減益を見込んでいる。

2020 年 2 月期同様、「刺す化粧品」シリーズの伸びやその他主力商品の継続利用が期待できるものの、前述した課題解決とともに長期的成長を見据えた「組織体制立て直しの 1 年」と位置づけ、業績面ではいったん後退する見通しである。すなわち、2020 年 2 月期に浮き彫りとなった課題の解決に向けて「クリエイティブ部門の強化」及び「商品開発部門の強化」を図るものの、両課題の解消による影響や新商品の売上は加味しない前提となっている。

弊社では、順調に業績が伸びているなかにおいても、的確に課題を洗い出し、迅速な対応を図っていくことは、さらなる成長を実現していくうえで重要な取り組みであり、まさに同社の真骨頂と言えるところと評価している。ただ、新型コロナウイルス感染拡大の影響などに不透明な部分があるものの、積み上げ型の同社の成長モデルから判断すると、同社の業績予想はかなり保守的な水準と考えられる。したがって、それぞれの取り組みの進捗や具体的な成果をはじめ、四半期ごとの業績の推移を注意深くフォローしていく必要がある。

2021 年 2 月期の業績予想

(単位：百万円)

	20/2 期		21/2 期		増減	
	実績	構成比	通期予想	構成比	金額	増減率
売上高	10,093	-	8,227	-	-1,865	-18.5%
営業利益	2,915	28.9%	2,006	24.4%	-908	-31.2%
経常利益	2,923	29.0%	2,007	24.4%	-916	-31.4%
当期純利益	1,974	19.6%	1,357	16.5%	-617	-31.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 成長戦略

市場の大きなマスマーケットへの展開を志向。 将来的には売上高 1,000 億円企業を目指す

同社は具体的な中期経営計画を公表していないが、これまでの戦略を振り返ると、売上高よりも利益を重視する方針のもと、基本的には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每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戦略を実践してきた。特に、競合の少ないニッチなマーケットにおいて 1 商品 10 億円～20 億円の商品を複数展開することで利益率の高いビジネスを行い、合計 100 億円の事業規模を目指してきた。その結果、2020 年 2 月期の売上高は 100 億円を突破し、営業利益率も高い水準を維持することができ、当初の目標を達成することができた。今後は、市場の大きなマスマーケットにおいて 1 商品 50 億円～100 億円規模を複数展開し、高利益率を維持したまま、将来的には売上高 1,000 億円、営業利益 300 億円を目指す戦略を描いている。具体的には、「刺す化粧品」シリーズのような新たな市場の創出に加え、オールインワンゲルやシャンプーなど市場の大きなカテゴリーをイメージしているようだ。その背景には、1) ニッチマーケット及びトップシェアによらずとも高い利益率を維持できるスキルや、2) 1 商品で 40 億円～50 億円の事業を作るノウハウが身についてきたことに加え、3) これまで対象としてきたニッチマーケットでは成長余地に限界が生まれることへの課題意識がある。したがって、組織能力や事業基盤に対する手応えと成長加速への意欲を反映したものと評価できる。一方、海外展開についても、すでに黒字化している台湾事業の拡大をはじめ、さらなる拡充を視野に入れており、水平展開を行いやすいインターネット販売に特化して推進する方針である。特に、Google、Yahoo! JAPAN、Facebook、Twitter、Criteo、Amazon などプラットフォーム上での販売戦略を進めているようだ。

弊社でも、長期目線（8～10 年スパン）で年率 30% 成長を続けていくことを前提とすれば、売上高 1,000 億円については十分に到達できる水準であり、同社はそのポテンシャルを有していると評価している。もちろん、そのためには、市場の大きなマスマーケットや海外への展開は不可欠な戦略テーマであり、今回の方針転換は理にかなったものとみている。特に、「ヘアロディープパッチ」のような市場創造型のヒット商品はもちろん、市場の大きなマスマーケットの一角で存在感（独自性）を示す商品を 15～20 個積み上げていけば、おのずと売上高 1,000 億円は見てくるものと捉えている。また、そうなってくれば、規模の経済を活かし、同社主導型の大型 M&A も十分に取り得る戦略であり、規模拡大のスピードがさらに速まる可能性もあろう。もちろん、「化粧品」や「マスマーケット」については、これまでの「健康食品」や「ニッチマーケット」とは違った難しさがあることから、いかに同社らしさを失わずに進化を図っていくのか、そこが経営手腕の見せどころと言えよう。その意味でも、今回の課題を解決し、来期以降の成長に向けた基盤づくりをしっかりと行っていくことが重要な試金石とも言え、この 1 年間の活動の成果にも注目したい。

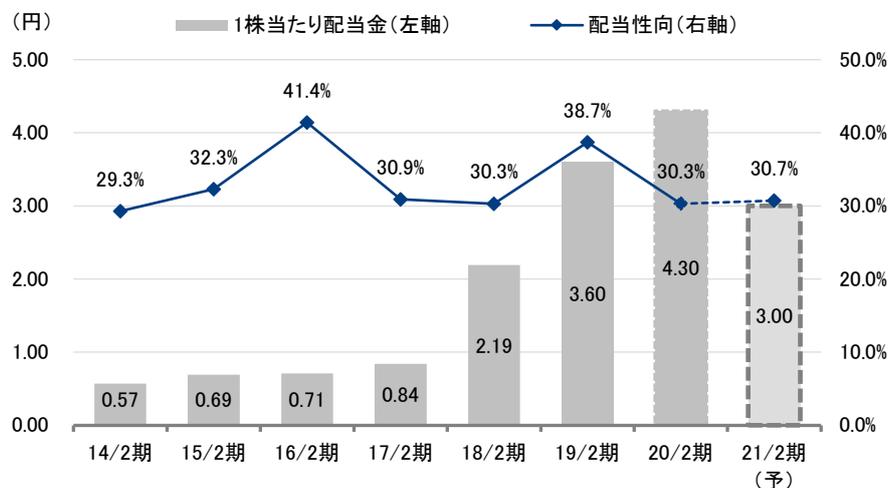
■ 株主還元

2021 年 2 月期は減益予想に伴い配当も減少する見通し。 ただし、今後も利益成長に伴う増配の余地は大きい

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。

2020 年 2 月期の年間配当については、前期比 0.70 円増の 1 株当たり 4.30 円（中間 2.10 円、期末 2.20 円）を実施した（配当性向は 30.3%）。一方、2021 年 2 月期については、現時点で減益予想となっていることから、配当についても前期比 1.30 円減の 1 株当たり 3.00 円（中間 1.80 円、期末 1.20 円）を予定している（配当性向は 30.7%）。もちろん、業績の推移次第では配当予想の修正の可能性は十分考えられるため、今後の動向に注意が必要である。同社は、配当性向 30% 以上を目途とした安定的な配当を目指しているが、利益成長に伴う増配の余地は大きい。

1株当たりの配当金と配当性向の推移



注：1株当たりの配当額は、以下5回分の株式分割調整後（銭未満の端数を切り上げ）のもの
 2014年1月3日（1：2）、2015年6月1日（1：2）、2017年4月1日付（1：2）、
 2017年11月6日（1：2）、2018年2月15日（1：3）

出所：決算短信よりフィスコ作成

このほか、株主優待制度についても充実を図っている。毎年2月末現在の株主名簿に記載された「1 単元(100 株) 以上保有のすべての株主に、目の下専用アイクリーム「メンズアイキララ」(定価 4,864 円/税込み)を年 1 回贈呈」する内容となっている（毎期検討し、今後も変更する可能性あり）。

重要事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp