

北の達人 コーポレーション

2930 東証 1 部

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

2016 年 11 月 8 日（火）

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 >>>](#)

■ 広告投資がうまく機能し、海外需要の拡大等で主力商品群は好調

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「カイテキオリゴ」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「二十年ほいっふ」が新たな収益柱になってきたほか、2016 年 2 月期投入商品の「アイキララ」も順調に立ち上がっている。2016 年 2 月期には商品開発体制を含めた組織強化にも着手しており、今後の商品開発ペースがさらに加速される可能性がある。

2017 年 2 月期第 2 四半期累計期間（以下、上期）の業績は、売上高が前年同期比 5.0% 増の 1,207 百万円、営業利益が同 11.9% 減の 190 百万円と増収ながら減益となった。ただ、期初予想に対しては、ほぼ想定通りの進捗と言える。売上高は「カイテキオリゴ」が好調であったほか、前期投入商品の「アイキララ」が増収に大きく寄与した。一方、利益面では、会員獲得のための広告投資に加えて、前期に着手した組織強化に伴う費用増により減益となったが想定内である。なお、新商品については 9 月末までに 7 商品をリリースし、順調に滑り出しているようだ。

2017 年 2 月期の業績予想について同社は期初予想を据え置き、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 百万円と増収増益を見込んでいる。新商品についても年間 8～9 商品程度のリリースを予定している。利益面では、引き続き、新規顧客獲得のための広告投資や商品開発費用が継続するものの、原価低減に向けた取り組みや、増収による費用増の吸収により大幅な損益改善を図る想定である。営業利益率も 19.3%（前期は 17.9%）に回復する見通しだ。なお、機能性表示食品制度※¹への対応については、2016 年秋に第 2 弾※²の申請を計画している。

下期偏重型の業績予想になっており、達成に向けたハードルは決して低くないものの、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概ね好調を維持していること、前期投入商品「アイキララ」が順調に伸びていること、今期投入商品もここまで順調に滑り出していることから同社の業績予想は達成可能とみている。

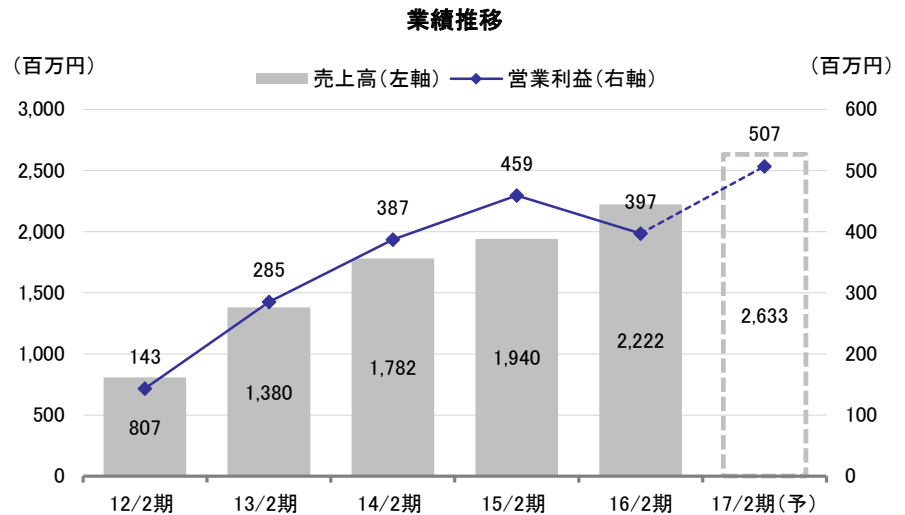
同社の成長戦略は、これまで同様、健康・美容等の悩みに対して効果を実感しやすく、リピートされやすい商品分野に対して、圧倒的な商品力を活かしたニッチトップを狙うことで、安定的な業績の伸びを実現することである。中長期的には売上高 100 億円、営業利益 30 億円規模の高収益企業を目指している。弊社では、「カイテキオリゴ」の持続的な成長に加えて、「二十年ほいっふ」や「アイキララ」のような売上高 3 億円規模のニッチトップ商品を多教育てることが目標達成に向けてカギを握るものとみている。今後も新商品の開発状況や業績への寄与、機能性表示食品制度への対応とその効果のほか、アジア展開の本格化や強固な財務基盤を活用した投資戦略（特に M&A）などにも注目したい。

※¹ 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

※² 第 1 弾は、これからリリースされる商品に対して今年 1 月に申請済（現在も申請中）

Check Point

- ・ 前期投入商品である「アイキララ」も順調に立ち上がる
- ・ 新たな収益柱の伸長により業績が大きく拡大してきた
- ・ 17/2 期は増収増益を見込む、9 月の月間売上高は過去最高を更新



会社概要

前期投入商品である「アイキララ」も順調に立ち上がる

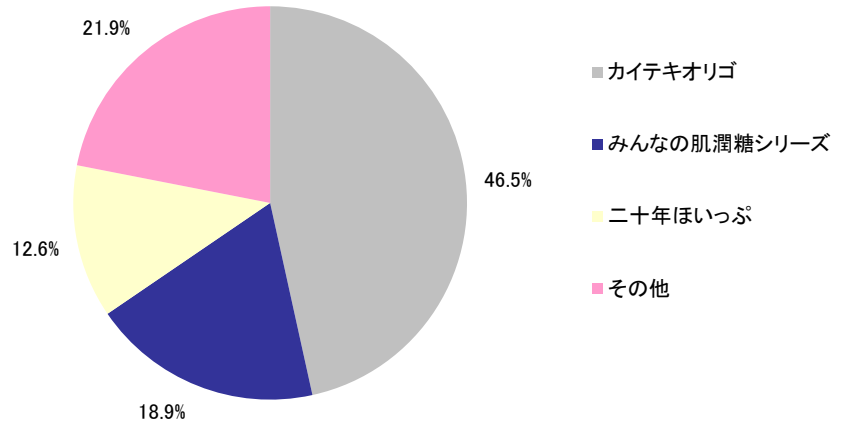
(1) 事業内容

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「カイテキオリゴ」が同社の成長をけん引してきた。現在の会員数は 10 万人規模と推定される。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」が新たな収益柱となってきたほか、前期投入商品である「アイキララ」も順調に立ち上がっている。

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「カイテキオリゴ」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 20 品目の商品を取り扱っている。

商品別の売上高構成比率では、「カイテキオリゴ」が 46.5%、「みんなの肌潤糖」シリーズが 18.9%、「二十年ほいっぷ」が 12.6% となっており、上位 3 商品群で 78.1% を占めている(2017 年 2 月期上期実績)。以前は「カイテキオリゴ」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(2017年2月期上期実績)



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5種類の高純度オリゴ糖を独自配合した健康食品。
みんなの肌潤糖アトケア	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。
二十年ほいつぶ	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、リピジュア、スクワラン、セラミドなどの保湿成分を配合した化粧水。
みんなの肌潤風呂 (前期投入商品/2015年4月リリース)	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 (前期投入商品/2015年11月リリース)	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。
モサイン (前期投入商品/2015年12月リリース)	男性特有の悩みに特化した話題の成分「バナナ抽出物」のほか、ガニアシ、ナツシロギクなどを配合し、身体の中から毛髪を健やかに保つ育毛サプリメント。2016年秋に機能性表示食品制度への申請を予定。

出所: 会社資料(2016年2月現在)

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。一方、札幌市の中心部に位置する観光・買い物スポット「狸小路商店街」にショールーム兼店舗(アンテナショップ)を開設(2015年8月26日)するとともに、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も設立している。



北の達人 コーポレーション

2930 東証 1 部

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

2016 年 11 月 8 日（火）

(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・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・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、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。

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」※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。

※ 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。

2016 年 11 月 8 日（火）

※ 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。

■ 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※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

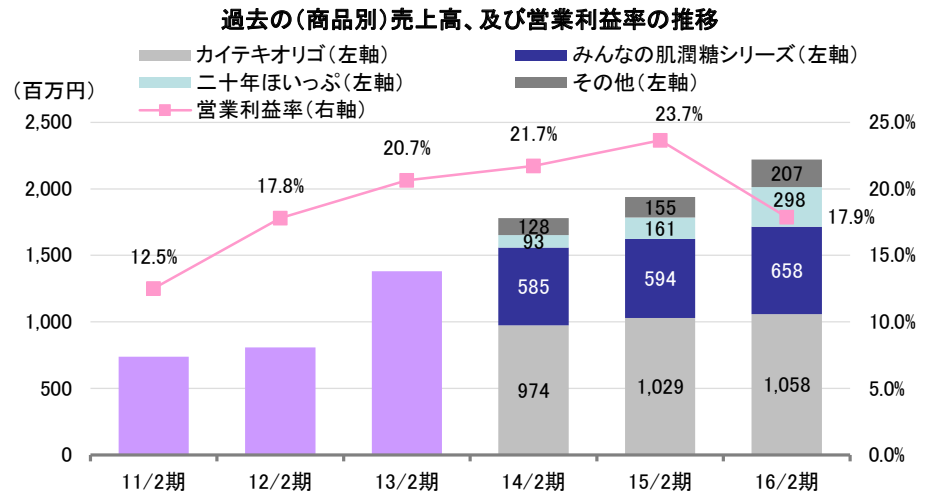
同社の綿密なデータ分析によるマーケティング手法にも特徴がある。マーケット、商品、広告、Web ページなど各段階において複数種類の販売テストを行い、比較検討した上で確実な「勝ちパターン」を見つけ出し、本格的な販売を開始する。特に、広告投資については、EC 事業者にとって売上高に直結する重要な施策であるが、媒体ごとの広告投資効果を顧客の生涯価値レベルまで測定した上で判断を行っている。したがって、広告投資により一時的に会員数や売上高が増える見込みがあっても、その後の継続率の想定によっては投資を見送ることもあるようだ。その背景には、徹底した利益重視の考え方があり、それが同社の収益率の高さにも反映されて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

■ 決算動向

新たな収益柱の伸長により業績が大きく拡大してきた

(1) 過去の業績推移

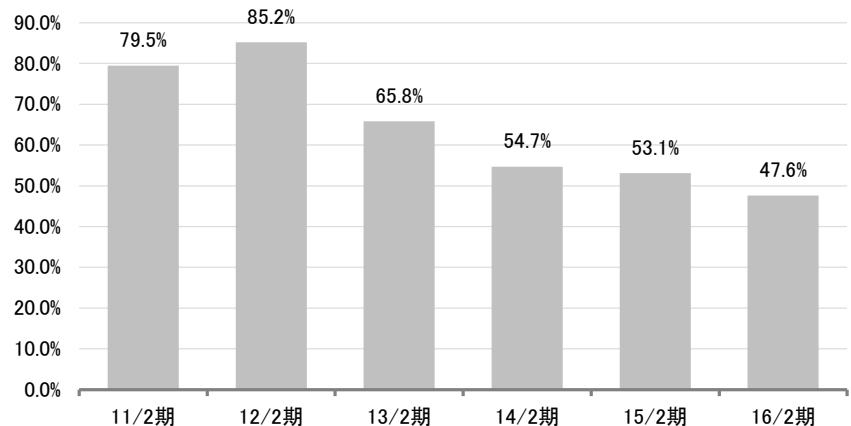
同社の過去の業績を振り返ると、会員数の拡大に伴って業績が伸びているが、特に 2013 年 2 月期からの業績の伸びが大きい。これは、それまで「カイトキオリゴ」への業績依存度が高かったところから、新たな収益の柱となった「みんなの肌潤糖」シリーズの業績貢献が始まったことに起因する。さらに、2015 年 2 月期以降は、「二十年ほいっぷ」による業績貢献も上乘せされている。したがって、ここ数年は「カイトキオリゴ」の依存度を引き下げながら、新たな収益柱の伸長により同社の業績が大きく拡大してきたと言える。



出所: 決算短信

注: 11/2期、12/2期、13/2期は全社売上高

「カイトキオリゴ」依存度の推移



出所: 有価証券報告書

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 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。

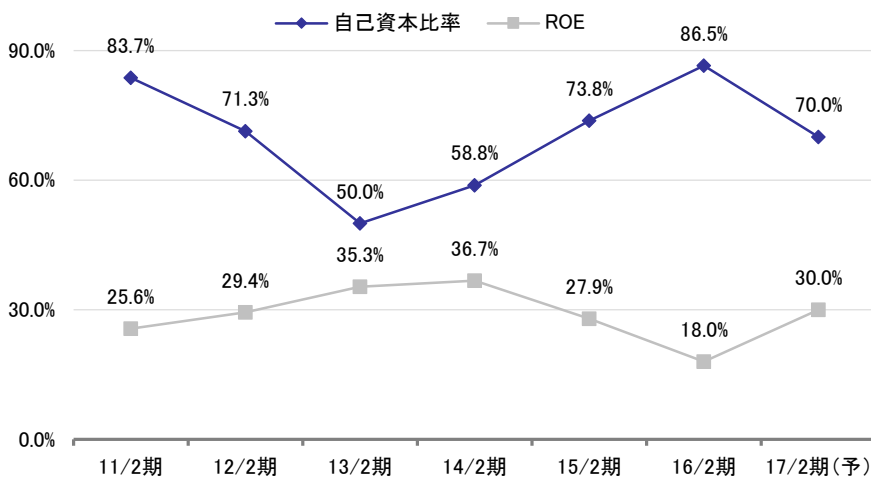
2016 年 11 月 8 日（火）

※ 100% 出資子会社（非連結子会社）であるオーダーコスメジャパンに対して、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等（関係会社株式評価損 10 百万円及び貸倒引当金繰入額 36 百万円）を行った。

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負債を増やしたことから 2013 年 2 月期に 50.0% 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。

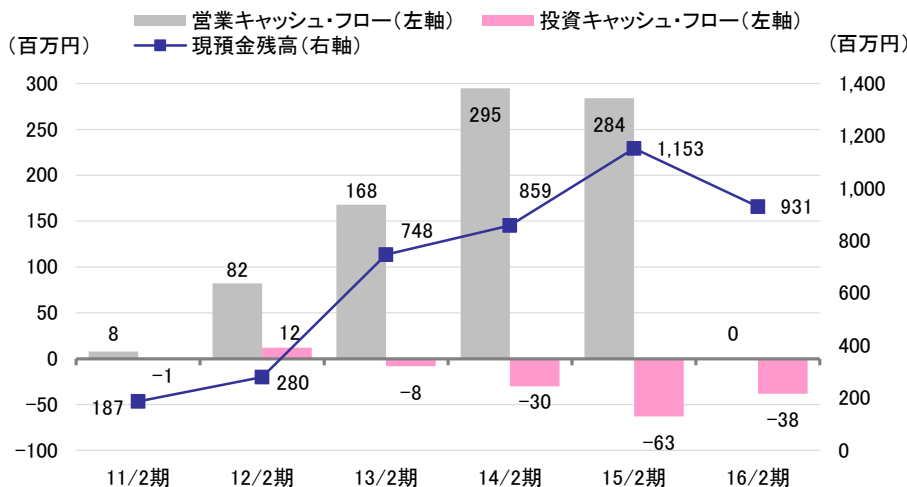
キャッシュ・フローの状況も、大きな設備投資を必要としない事業特性から、投資キャッシュ・フローは潤沢な営業キャッシュ・フローの範囲内に収まり、現金及び現金同等物の期末残高は大きく積み上がってきた。ただ、2016 年 2 月期は、広告宣伝費の投入や将来を見据えた先行投資に加えて、売上高の拡大に伴う商品在庫の積み増しから営業キャッシュ・フローは減少したが、一過性のもので捉えるのが妥当と考えられる。今後は、強固な財務基盤を今後の成長に向けていかに活かしていくのが課題となってくるだろう。

自己資本比率、ROEの推移



出所：有価証券報告書

営業キャッシュ・フロー、投資キャッシュ・フロー、現金及び現金同等物の期末残高の推移



出所：有価証券報告書

17/2 期 2Q は増収、利益は広告投資や組織強化に伴う費用増で減益

(2) 2017 年 2 月期上期決算の概要

2017 年 2 月期上期の業績は、売上高が前年同期比 5.0% 増の 1,207 百万円、営業利益が同 11.9% 減の 190 百万円、経常利益が同 13.6% 減の 190 百万円、四半期純利益が同 12.5% 減の 125 百万円と増収ながら減益となった。ただ、期初予想に対しては、ほぼ想定どおりの進捗と言える。

売上高は、主力の「カイトキオリゴ」が好調であったほか、前期投入商品の「アイキララ」が順調に立ち上がったことが増収に大きく寄与した。「二十年ほいっぷ」も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に支えられて堅調に推移した。一方、「みんなの肌潤糖」シリーズは広告費の配分の関係（新商品等への優先配分）により売上高は伸び悩む格好となった（ただ、利益面では前年同期並みを確保）。

利益面では、好採算である新商品の伸長や原価低減の取り組みにより原価率が低下した一方、会員獲得のための広告投資に加えて、前期に着手した組織強化に伴う費用増（人件費や外注費等）により営業減益となったが想定の範囲内である。

一方、財務面には大きな変動はなく、自己資本比率は 84.0% と高い水準で推移している。

2017 年 2 月期上期決算の概要

(単位：百万円)

	16/2 期上期 実績		17/2 期上期 実績		増減		17/2 期上期 期初予想		差異
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	1,150		1,207		57	5.0%	1,187		101.7%
カイトキオリゴ	523	45.5%	562	46.6%	39	7.5%	-	-	-
みんなの肌潤糖 シリーズ	380	33.0%	380	31.5%	0	0.0%	-	-	-
二十年ほいっぷ	156	13.6%	152	12.6%	-4	-2.6%	-	-	-
その他	91	7.9%	113	9.4%	22	24.2%	-	-	-
売上原価	320	27.8%	298	24.7%	-22	-6.8%	-	-	-
販管費	613	53.3%	718	59.5%	105	17.1%	-	-	-
営業利益	216	18.8%	190	15.8%	-25	-11.9%	189	15.9%	100.6%
経常利益	220	19.1%	190	15.8%	-29	-13.6%	191	16.1%	99.4%
四半期純利益	143	12.5%	125	10.4%	-17	-12.5%	128	10.8%	97.6%
販売利益(注)	624		642		18	2.9%	-	-	-

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

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、売上高が前年同期比 7.5% 増の 562 百万円と好調であった。息の長い需要の伸びが続いているうえ、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も寄与した。

「みんなの肌潤糖」シリーズは、売上高が前年同期比と変わらずの 380 百万円となった。決められた広告予算を好採算の新商品等へ優先的に配分したことから売上高の積み増しができなかったことが減収を招いた。ただ、コアとなる需要は底堅く推移しており、広告費の配分を絞った分、利益面（販売利益※）では前年同期並みの水準を確保しているようだ。

※ 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（同社定義）



北の達人 コーポレーション

2930 東証 1 部

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

2016 年 11 月 8 日（火）

※ 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

「二十年ほいつぶ」は、売上高が前年同期比 2.0% 減の 152 百万円となった。もっとも、こちらも広告費の配分の関係や前期の伸びが大きかったことの影響などを勘案すると、高い水準を維持できているという見方が妥当であろう。少なくとも年間売上高 3 億円規模の主力商品として定着してきたと言える。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が持続しているようだ。アジア観光客が多く立ち寄るエリア・店舗に限定※したドラッグストア等向けも、卸チャネルを活用することで取扱店舗数は約 200 店舗（前期末は 100 店舗超）に増加している。

「その他」は、売上高が前年同期比 24.2% 増の 113 百万円と大きく拡大した。前期投入した 3 商品が期初から寄与したことが大きかった。特に、順調に立ち上がった「アイキララ」の売上高は約 130 百万円（前年同期はリリース前につき実績なし）となり、業績の伸びを大きくけん引するとともに、年間売上高 3 億円規模の主力商品の一角を占めるペースで進捗している。また、利益面でも好採算である新商品の伸びが全体の原価率を下げる要因となっているようだ。

(3) 上期の主な活動実績

a) 新商品のリリース実績

2017 年 2 月期は年間で 8 ～ 9 商品のリリースを予定しているが、既に 7 つの商品をリリースした。具体的には、水虫で悩む人向けのクリーム「クリアフットヴェール」(4 月)、足のニオイ対策デオドラントクリーム「ノーノースメル」(4 月)、軟便に悩む人向けの健康食品「黒梅日和」(7 月)、足の爪ケア用オイル「クリアネイルショット」(7 月)、爪を内側から補修・保護・保湿する栄養浸透液「ツメリッチ リペア」(8 月)、毛穴対策パック「ケアナノパック」(8 月)、目周りの小じわ用パッチ（貼付）剤「ヒアロディーパッチ」(9 月)となっており、総じて滑り出しは好調のようだ。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。

b) 機能性表示食品への対応

2015 年 4 月から施行された機能性表示食品制度への対応については、これからリリースされる 1 商品に対して申請中（今年 1 月申請）であるが、今秋には第 2 弾として前期投入商品である「モサイン」（育毛サプリメント）を申請する予定のようだ。さらには、主力商品である「カイトキオリゴ」についても、今後、消費者庁の定める規制緩和の対象品に入る可能性が高いことから、その時にそなえて申請の準備を進めている（既に臨床試験は終了済み）。実現すれば、これまであまなかった効果に対する表示が可能となるため、ロングランのヒット商品となった「カイトキオリゴ」がさらにブレイクする可能性も考えられる。

c) 将来を見据えた組織強化

今後を見据えた組織強化及び業務効率化のため、2016 年 2 月期において運営費（人件費及び外注費）に大規模な先行投資を行ったが、その結果、販管費が膨らんだものの、2017 年 2 月期に入ってから組織強化の効果が徐々に具現化してきているようだ。特に、それまで数名で行っていた商品開発チームは、経験者の採用等により現在 10 名を超える規模にまで増強されており、今後の商品開発が量・質ともにさらなる充実へと向かう可能性がある。

2016 年 11 月 8 日（火）

17/2 期は増収増益を見込む、9 月の月間売上高は過去最高を更新

(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、上期実績がほぼ計画どおりに進捗していることから期初予想を据え置いている。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 百万円と増収増益を見込んでいる。売上高は、「カイケキオリゴ」を中心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 商品程度のリリースを予定している。なお、9 月の月間売上高は過去最高を更新しており、足元の業績は順調に推移しているようだ。

利益面でも、新規顧客獲得のための広告投資や商品開発費用も高い水準が継続するものの、原価低減に向けた取り組みに加えて、増収による費用増の吸収により大幅な損益改善を図る想定であり、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なっている。

下期偏重型の業績予想になっており、達成に向けたハードルは決して低くはないものの、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概ね好調を持続していることに加えて、前期投入商品「アイキララ」が順調に伸びていること、今期投入商品もここまで順調に滑り出していることから同社の業績予想は達成可能とみている。特に、売上高については上期にみられたように広告宣伝費のかけ方（利益の最大化を優先した配分）によって影響を受ける（商品間で明暗が分かれる等）可能性は否定できないものの、少なくとも同社が重視する利益面については達成の確率はより高いと判断していいだろう。また、インバウンド需要の動向のほか、新商品の立ち上がりや機能性表示食品制度への対応など、2018 年 2 月期以降の業績の伸びにつながる動きにも注目していきたい。

2017 年 2 月期の業績予想

（単位：百万円）

	16/2 期 実績		17/2 期 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	19.3%	109	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%

出所：決算短信

■ 成長戦略

強固な財務基盤を活かして今後は M&A などにも検討していく方針

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、化粧品や健康食品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、インバウンド需要を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評価しているが、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 品目程度の新品目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 などにも検討していく方針のようだ。

なお、現在開発中の商品は約 20 品目あり、9 月末現在で既に 7 商品をリリース済みである。

弊社では、前述した商品開発体制の増強により、今後の商品開発ペースがさらに加速するものとみている。また、機能性表示食品制度への対応も積極的に行う方針であり、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、アジア展開についても、同社の中長期的な成長性を評価するうえで重要である。2015 年 8 月末に開設した台湾支店は、台湾での新規会員の獲得を進めてきており、2016 年 10 月から売上が大幅に拡大し、黒字化を予定しているとのことである。今後は段階的に広告費を増やししながら着実にブランドを根付かせていく方針である。台湾が軌道に乗ってくれば、中国本土や東南アジアへの進出も視野に入れている。インバウンド需要の勢いをアジア展開へ拡散することができれば、ポテンシャルは大きい。

2016 年 11 月 8 日（火）

※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「二十年ほいっぶ」に制度内容を変更した。

■ 株主還元

17/2 期は前期比 1 円増配の 1 株当たり 9.5 円配を予定

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（配当性向 41.4%）であった。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。また、同社は 10 月 14 日をもって自己株式の取得を終了した。取得株式数は 116,300 株、取得総額は 51,064,600 円となった。

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「二十年ほいっぶ」（120g、1 ヶ月分）を贈呈する内容となっている※3。（毎期検討し、変更する場合がある。）

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