

ホリスティック企業レポート ウォーターダイレクト 2588 東証マザーズ

フル・レポート
2013年9月6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20130903

要旨

アナリスト: 柴田 郁夫
+81 (0) 3-6858-3216

1. 会社概要

- ・ウォーターダイレクト(以下、同社)は、富士山麓から採水した天然水をボトルリングし、宅配するサービスに特化した事業を展開している。PET 樹脂製の収縮ボトルを採用し顧客宅からボトルを回収しないワンウェイ方式に特徴がある。
- ・成長する宅配水業界において、同社は後発ながら家電量販店等における店頭でのデモ販により顧客数を拡大して高成長を実現している。13/3 期末現在の顧客数は約 16.5 万人(OEM 供給先の顧客を含めると約 20.5 万人)である。

【主要指標】

	2013/8/30
株価(円)	2,100
発行済株式数(株)	2,293,500
時価総額(百万円)	4,816

2. 財務面の分析

- ・顧客基盤の拡大により増収増益を継続してきた。13/3 期も自社顧客数の順調な積み上げと大型 OEM の受注により大幅な増収増益となった。
- ・14/3 期についても、同社は大幅な増収増益を見込んでいるが、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の第 1 四半期決算の状況等をふまえて同社予想の達成は可能と判断している

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	11.7	12.9	8.8
PBR(倍)	3.4	2.7	2.1
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

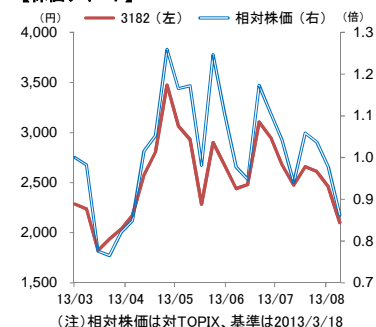
【株価パフォーマンス】

	1 ヵ月	3 ヵ月	12 ヵ月
リターン(%)	-13.9	-2.9	-
対TOPIX(%)	-11.8	2.3	-

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は、開発から製造、販売、顧客へのアフターサービスまでを自己完結するビジネスモデルへのこだわりの中で蓄積され、それぞれが一体となった価値創造を可能としている。

【株価チャート】



4. 経営戦略

- ・同社の戦略のポイントは、パラソル方式(無料でインフラを提供して月額料金で回収する収益モデル)と呼ばれる販促手法で顧客を囲い込んできたこと、集客力に長けた販売チャネルを確保したことによる集約できる。
- ・今後の戦略課題は、OEM を含めた顧客基盤の拡大や既存顧客に対するクロスセルなど新たな収益ドライバーの確保にあると考えられる。

5. アナリストの評価

- ・当センターでは、16/3 期までの成長率として、売上高が年率 25.7%、営業利益は同 47.5%を予想している。
- ・中期的には、国内市場の未開拓エリアへのデモ販拡大と OEM の受注が同社の成長を牽引するものと考えられる。

【2588 ウォーターダイレクト 業種: 食料品】

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)
2012/3	5,471	—	277	—	239	—	247	—	124.1	363.3	0.0
2013/3	7,194	31.5	446	60.9	387	62.1	358	45.3	179.1	614.7	0.0
2014/3 CE	9,386	30.5	648	45.3	605	56.0	370	3.1	162.4	—	0.0
2014/3 E	9,386	30.5	648	45.3	605	56.0	370	3.1	162.4	771.7	0.0
2015/3 E	11,700	24.7	1,000	54.3	960	58.7	550	48.6	239.8	1,011.6	0.0
2016/3 E	14,300	22.2	1,430	43.0	1,390	44.8	800	45.5	348.8	1,360.4	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し
- － 中期業績見通し

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

- － 当面の課題と戦略
- － 中長期戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

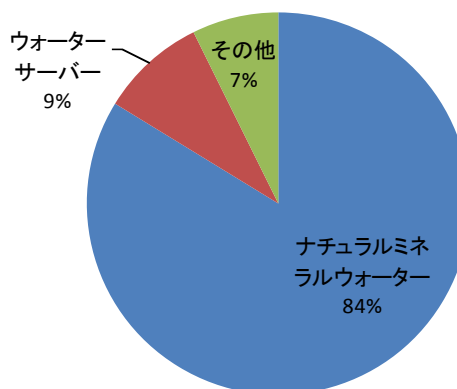
> 事業内容

◆ 富士山の天然水を宅配するサービスを展開

ウォーターダイレクト（以下、同社）は富士山麓で天然水を採水、ボトルリングし、宅配するサービスに特化した事業を展開している。成長する宅配水業界においては後発であるが、市場拡大を追い風としながら、百貨店や家電量販店、ショッピングセンターなど、店頭でのデモンストレーションによる販売方式のほか、代理店方式やOEM供給により、個人を中心に顧客数を拡大し、現在の顧客数は約16.5万人（OEM供給先の顧客を含めると約20.5万人）となっている（13/3期末現在）。

事業セグメントは「ホーム・オフィス・デリバリー事業」の単一となっているが、売上高の内訳として、「製品売上（ナチュラルミネラルウォーター販売）」、「商品売上（ウォーターサーバーの販売）」、「その他」に区分されており、主力である製品売上が売上高の約84%を占めている。

【図表1】売上高構成比（13/3期）



(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

【図表2】事業の内容

売上高区分	主力商品	内容
製品売上高 (ミネラルウォーター)	CLYTIA25* (クリティア)	富士山麓の地下からくみ上げた天然水を12ℓ入りボトルにて提供している基本サービスは、1本当たり1,785円(税込み)の料金で12ℓ入りのボトルを2本単位で定期宅配するサービス(送料は無料)
商品売上高 (ウォーターサーバー)	CLYTIA(アクア)	自社開発した温冷水機能付きウォーターサーバーを代理店向けに卸売している
その他	-	代理店のための営業代行や、代理店、取次店に対する販促品の売上等

(出所) 各種資料やヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

現在の生産拠点は、富士吉田工場の1カ所であり、工場内に水源(井戸)を2つ有する。今年8月には生産ラインを拡張し、生産能力をこれまでの月間60万本(12ℓボトル換算)から120万本に倍増させるとともに、製品の安定供給のための在庫管理やOEM製品の増加に対応するため自動倉庫も設置した。非連結子会社として、水源を管理する富士ウォーター(株)の1社が存在している。また、12年7月から台湾支店にて販売活動を開始した。

> ビジネスモデル

◆ 汲み立ての富士山天然水を定期宅配するサービス

同社は、富士吉田工場内にある水源から汲み上げた天然水を、非加熱処理の状態、採水後1週間程度で宅配している。顧客は、天然水が入った専用の使い切りペットボトルを、同社からレンタルまたは購入したウォーターサーバーにセットすることで利用する。1本当たり1,785円(税込)の12ℓ入りのペットボトルを2本単位で定期宅配するサービス(送料は無料)が基本となっており、ウォーターサーバーについては、まずは各家庭に浸透させることを目的として無償でレンタルしている(ただし、一部販売用のウォーターサーバーがある)。

◆ 開発から製造、販売、アフターサービスが一体となった価値創造

同社は、創業当初から製造と販売が一体となったSPA型^{注1}の経営にこだわりをもっており、ウォーターサーバーやペットボトルの開発から製造、販売、顧客へのアフターサービスまでを自己完結することで、顧客ニーズに迅速かつ的確に対応する体制をとってきた。それが、後発であった同社の成長を支えてきた要因であると考えられる。

注1) SPA型

Specialty Store Retailer of Private Label Apparelの略。商品の企画から、生産、販売までの機能を垂直統合することで、サプライチェーンの無駄を省くとともに、顧客ニーズに迅速に対応することを可能とするビジネスモデル。

(1) 「天然」「生」「直(ダイレクト)」にこだわった水を提供する仕組み

同社の製品となる天然水「CLYTIA25*(クリティア)」は、富士山の天然水に共通して見られるバナジウムを豊富に含んでいることや、味に影響を与えるミネラルバランスが良い(カルシウムとマグネシウムの比率が2~3:1)ところに特徴がある。同社は、富士吉田工場に所在する水源(約200mの深さの井戸)から汲み上げられた水を、そのまま工場内で非加熱処理した後、徹底した衛生管理のもとでボトリング、梱包まで一括生産している。

また、配送日時を指定した定期宅配は、計画生産を可能とし、採水後1週間程度で宅配することにより鮮度の高い状態で提供する体制を敷いている。食品分野を中心に製品の技術的水準を審査するモンドセレクションにおいて3年連続で金賞を受賞していることも同社製品の品質の高さを示していると言えよう。

(2) 強力な販路を活用したデモンストレーション販売

同社の販売チャネルは、大きく①直販方式、②取次店方式、③代理店・特約店・OEM方式の3つに分けられるが、同社との直接契約となる①と②がOEMを除く顧客の7~8割を占めている(13/3期末現在)。特に、同社の場合は、家電量販店やショッピングモール、大手百貨店など、集客力に長けた商業施設にブースを設置し、同社製品を試飲してもらいながら定期購入の申し込みを受けるデモンストレーション販売(以下、デモ販)で顧客数を拡大してきたところに特徴がある。なお、商業施設には、最初にデモ販を行ったヨドバシカメラの他、イオンモール、高島屋などが含まれ、年間約16,300回のデモ販を実施している(13/3期実績)。これらの商業施設にとっては、店舗スペースの有効活用に狙いがあると考えられるが、ヨドバシカメラでの実績を皮切りとして同社の信用を高めてきたことが、強力な販路確保に結び付いていると考えられる。

(3) 自社開発したオリジナル商品(ボトル、サーバー)で差別化

同社の差別化要因の1つとして、顧客の利便性を重視して自社開発したペットボトルとウォーターサーバーをあげることができる。同社のペットボトルの特徴は、蛇腹形状にして伸縮自在な機能性をもたせることにより、顧客が簡単に廃棄しやすく、ボトルの回収が不要なワンウェイ方式(使い切り型)を可能としている点である。ワンウェイ方式は、顧客にとって空ボトルの保管や回収のために在宅する不便をなくし、加えて衛生面の不安を解消するなどのメリットをもたらす他、リサイクルも容易にしている。

一方、同社にとっても、回収の手間が省けることや空ボトルの洗浄が不要となる等のメリットがあり、顧客、同社の双方が利益を享受できる方式と言える。また、ウォーターサーバーに関しても、外気がタンクに入りにくい構造(特許取得済み)とした他、水の残量に応じて外気を入れることなくペットボトルが収縮する仕組み(特許取得済み)を開発しており、これらの技術によってボトル内の水の品質や鮮度を保つことを可能としている。なお、ペットボトルについては国内メーカー2社に、ウォーターサーバーについては中国メーカー1社に生産を委託しているが、ペットボトルは生産ラインの拡張にあわせ、8月より一部内製化している。

(4) 充実したアフターサービスで顧客満足度の向上を図る

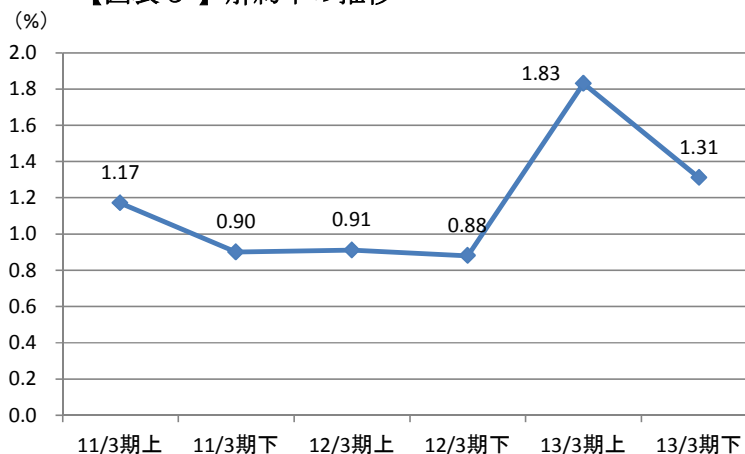
同社は、コールセンターを自社運営するとともに、その機能を充実させることにより、顧客の声をノウハウとして蓄積し、開発現場へフィードバックする体制を敷いている。特に、「電話して必ずつながる」ことが顧客満足度の向上を図るためには重要であるとの認識にたち、電話応答率97%と高い水準を維持している。

◆ 顧客数の積み上げが業績を牽引するストック型ビジネス

同社は、顧客数の積み上げが業績を牽引するストック型ビジネスである。従って、新規顧客の獲得とともに高い歩留まりを維持していくことが重要となる。特に、中心となる直販方式の場合、顧客獲得費用(顧客1人を獲得するためにかかった販促費などの経費)や、顧客に無償レンタルするサーバー費用(3年間で減価償却)などの初期費用を、契約後回収する先行投資型の収益モデルであるため、顧客の歩留まりが高いほど収益性が向上する。

証券リサーチセンター(以下、当センター)の試算によれば、資金収支ベースでの回収期間は1年程度と推察される。もっとも、1年以内に解約された場合でも、解約手数料(税込13,125円)を徴収する契約となっているため、損失はある程度回避される仕組みとなっている。同社は、前述した通り、開発・製造から販売、アフターサービスまでが一体となった価値創造により、顧客満足度を高めることで高い歩留まりを維持しており、これまでの解約率(前月末の顧客数に対する月間の解約者数)は、半期ごとの平均値で0.8%~1.9%と低い水準で推移している(図表3)。

【図表3】解約率の推移



(出所) ウォーターダイレクト決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

13/3期上半期の解約率が一時的に高まっているのは、東日本大震災に起因して緊急避難的に増加した一時利用者が1年経過後に解約したためと考えられるが、13/3期下半期には元の水準に戻りつつあり、その影響も一巡したものと見られる。

同社は OEM にも取り組んでおり、プレミアムウォーター(株)やウェルウォーター(株) (西部ガス(株)子会社) 向けの販売を行っている。同社の狙いは、スケールメリットの追求とともに、収益源の多様化を図るところにある。なお、OEM の場合、売値は低く抑えられるものの、販促費などの販管費の負担がほとんどかからないため、営業利益率は直販方式とあまり差はないものと考えられる。もっとも、同社は、あくまでも SPA 型の経営を基本としているため、顧客接点のない OEM の比率に関しても全体の約 3 割を上限と定めている。

> 市場構造とポジション

◆ 宅配水市場が高成長

矢野経済研究所によると、国内の水市場全体の市場規模は 3,414 億円と推定されている (12 年見込み)。06 年からの年平均成長率は 5.4% となっており、消費者の健康志向、安全志向を反映して着実に生活の中に定着してきた。一方、同社の属している宅配水市場の市場規模は 919 億円と推定され、国内水市場全体に占めるシェアは 26.9% となっている。06 年からの年平均成長率は 21.1% と高い伸びを示している。その背景としては、宅配水サービスの利便性への評価の他、一般消費者向けの積極的な宣伝活動が奏功していると考えられる。

注 2) アールオー水 RO 水。RO 膜 (逆浸透膜) によって不純物を除去した人工的な加工水を指す。

宅配水市場は、同社のような天然水を取り扱う企業と、アールオー水^{注2}と呼ばれる加工水を取り扱う企業に大別される。アールオー水は、天然水と比較して水の価格が 3 分の 2 程度と安価である。市場シェアの上位を占める(株)ナック、及びアクアクララ(株)は、アールオー水を取り扱っており、それぞれが 20% 程度のシェアを持っていると推察される。同社は後発ながら、市場シェアで約 8% を占め、(株)ナック、アクアクララ(株)、(株)コスモライフに次ぐ業界 4 位につけており、市場を上回る成長率で伸びている。

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

同社は、06 年 10 月、富士吉田市にナチュラルミネラルウォーターの製造及び販売を目的に設立された。宅配水ビジネスに注目した(株)リヴァンプ (企業成長支援事業) の当時の共同代表の玉塚元一氏 (現ローソン COO)、レオス・キャピタルワークス(株) (機関投資家) 取締役の藤野英人氏、(株)日本テクノロジーベンチャーパートナーズ (ベンチャーキャピタル) 代表取締役の村口和孝氏の 3 人が中心となって同社設立を主導した。現代表取締役社長の伊久間努氏は、伊藤忠商事からデルコンピュータ (現デル) を経て、リヴァンプに入社し、同社の創業初期から取締役として関わった経緯から 09 年 12 月より現職に就任している。

06年10月に、東京都中央区築地に営業拠点として東京本社を設置(現在は品川区)し、その半年後の07年4月に第一工場の稼働を開始した。07年10月に家電量販店のヨドバシカメラでデモンストレーション販売を開始したことが転機となって、顧客件数が順調に拡大した。07年11月に、物流施設を山梨県南都留郡富士河口湖町に設置、08年5月には、井戸及び取水付属設備を保有していた富士ウォーター(株)を子会社化(非連結)するなど、事業基盤を整えるとともに、08年12月には、大阪(大阪市東淀川区、現在は大阪市北区)及び福岡(福岡県糟屋郡粕谷町、現在は福岡市博多区)に事務所を設置した。

生産量の拡大に伴い、10年7月に第二工場(現在の富士吉田工場)の稼働を開始した。11年1月には、台北市に台湾支店を設置して海外へ進出した(東日本大震災の影響により販売活動開始は12年7月)。同年3月に中部出張所(名古屋市中村区)を設置、同年8月に、物流施設を山梨県南都留郡富士河口湖町内に移転し、メンテナンスセンターを併設した。また、同年8月に、富士吉田工場がISO9001の認証を取得した。

12年4月には、東京本社及び富士吉田工場内にあったコールセンターを富士河口湖町に移設し、コールセンター業務及びバックオフィス業務を集約し、山梨お客様サービスセンターとして運営を開始した。一方、規模の経済と経営の安定性を図るため、12年4月にプレミアムウォーター(株)と、同年6月には(株)ウェルウォーターとのOEM取引を開始した。13年3月に東京証券取引所マザーズ市場に上場した。同年7月より広島事務所(広島市中区)を、同年8月より東北事務所(仙台市青葉区)を設置し営業エリアの拡大を図っている。

◆ 経営理念

同社は「安心・安全なおいしい水を全世界に安定的に提供するプラットフォームを確立する」ことを経営理念とし、ホーム・オフィス・デリバリー事業を通じて、「最高の水・サービスの提供を通じて、お客様の健康に寄与し、同時に社会との共生を図る」ことを経営方針に掲げている。

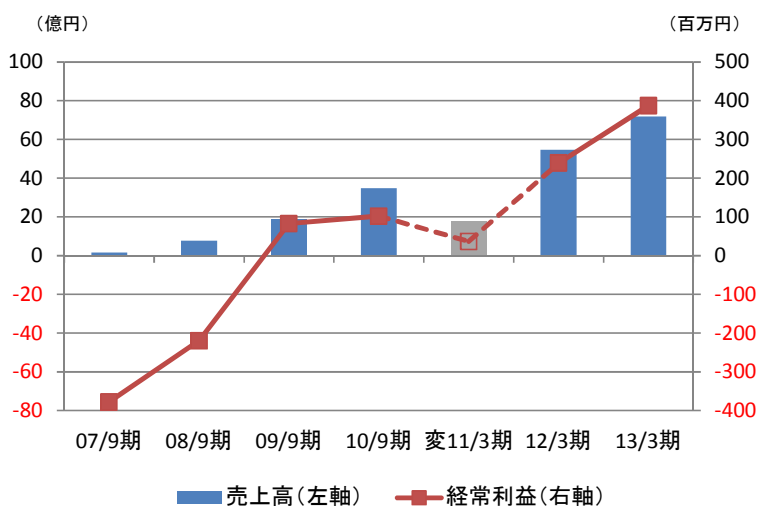
2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 順調な顧客基盤拡大が同社の成長を牽引

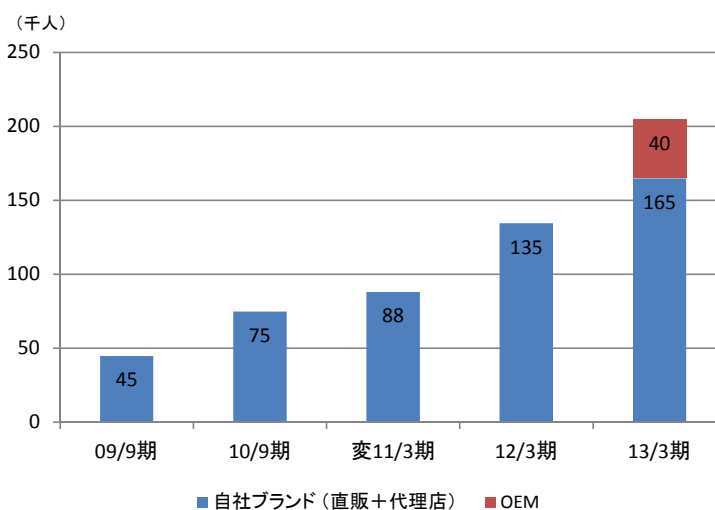
同社の業績を振り返ると、06年10月に同社を設立した直後は、先行投資負担から経常赤字が続いたが、3期目(09/9期)より経常黒字に転換した。その後、宅配水市場の成長や同社の販路政策が奏功して顧客数が順調に拡大し、決算期変更の11/3期(6カ月決算)を除いて、13/3期まで増収増益を継続している。特に12/3期は震災の影響により、顧客数が急増した。13/3期も震災の影響は一巡したものの顧客拡大基調に変化は見られず、同社の成長を牽引している。

【図表4】業績推移



(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

【図表5】会員数の推移



(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 13年3月期決算も大幅な増収増益を継続

13/3 期決算は、売上高 7,194 百万円 (前期比 31.5%増)、営業利益 446 百万円 (同 60.9%増)、経常利益 387 百万円 (同 62.1%増)、純利益 358 百万円 (同 45.3%増) と大幅な増収増益決算となった。

売上高の内訳で見ると、製品 (ミネラルウォーター) が 6,025 百万円 (前期比 31.9%増)、商品 (ウォーターサーバー) が 643 百万円 (同 50.9%増)、その他が 526 百万円 (同 10.0%増) と各々伸長した。製品売上の主な増収要因としては、自社顧客数の順調な拡大と大型 OEM の受注 (プレミアムウォーター等) があげられる。商品売上では、OEM 先に対するウォーターサーバーの売上が増収に寄与した。なお、13/3 期末の OEM 供給先の顧客数は約 4 万人となり、自社の顧客数約 16.5 万人と合わせると約 20.5 万人に到達した。

一方、利益面では、OEM 受注の影響により商品売上の構成比が高まったことで原価率の上昇を招いたが、増収効果による固定費負担の吸収により営業利益率は改善した。特に OEM は販促費やサーバーの減価償却費が不要なため、その分も販管費率の低減に貢献したと考えられる。

【図表 6】13年3月期の実績と前期比較

百万円	12/3期		13/3期		増減	増減率
		(構成比)		(構成比)		
売上高	5,471	100.0%	7,194	100.0%	1,723	31.5%
製品 (ミネラルウォーター)	4,567	83.5%	6,025	83.8%	1,458	31.9%
商品 (ウォーターサーバー)	426	7.8%	643	8.9%	217	50.9%
その他	478	8.7%	526	7.3%	48	10.0%
売上原価	1,207	22.1%	1,662	23.1%	455	37.7%
販管費	3,987	72.9%	5,086	70.7%	1,099	27.6%
営業利益	277	5.1%	446	6.2%	169	60.9%
顧客数 (千人)	134.5		204.8		70.3	52.3%
自社	134.5		164.8		30.3	22.5%
OEM	0.0		40.0		40.0	—

(出所) ウォーターダイレクト決算説明会資料及び決算短信より証券リサーチセンター作成

➤ 同業他社との比較

◆ 低い原価率と販管費率の高さに特徴

宅配水サービスを専業で行っている上場会社は他に存在しないが、1事業部門として同サービスを展開している戸建て住宅販売を主力とするナック(9788 東証一部)と、LPガス事業を主力とするトーエル(3361 東証二部)を選定した。また、同社と類似する収益構造をもつ企業として、会員向けに化粧品等の通販(定期販売を含む)を行うドクターシーラボ(4924 東証一部)を取り上げた。

【図表7】主要な財務指標の他社比較

銘柄 証券コード 決算期	ウォーターダイレクト 2588 3月	ナック 9788 3月		トーエル 3361 3月		ドクターシーラボ 4924 7月	
		全社	類似事業	全社	類似事業		
規模	売上高(百万円、以下同様)	7,194	72,621	13,235	24,545	6,209	39,082
	営業(セグメント)利益	446	4,444	576	1,806	1,700	8,963
	総資産	5,165	29,971	—	22,254	—	22,420
収益性	売上総利益率	76.9%	37.0%	—	39.3%	—	82.4%
	(販管費率)	70.7%	30.9%	—	31.9%	—	59.4%
	(内、販売促進費率)	12.7%	4.0%	—	重要性なし	—	10.2%
	(内、減価償却費率)	7.6%	1.3%	2.6%	6.6%	9.8%	1.3%
	売上高営業(セグメント)利益率	6.2%	6.1%	4.4%	7.4%	27.4%	22.9%
	自己資本利益率	33.8%	19.6%	—	9.7%	—	31.9%
成長性	総資産経常利益率	9.1%	16.0%	—	8.4%	—	42.2%
	売上高(3年成長率)	27.3%	13.0%	20.3%	6.3%	19.9%	14.7%
	営業利益(同上)	47.1%	36.0%	—	9.0%	71.8%	38.2%
安全性	純資産(同上)	39.6%	18.2%	—	5.9%	—	13.5%
	自己資本比率	27.1%	45.5%	—	50.8%	—	76.7%
	流動比率	154.0%	119.9%	—	126.9%	—	389.6%
	インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	15.1	128.7	—	22.6	—	—

(出所)各社資料より証券リサーチセンター作成

収益性

同社の収益性の特徴は、売上総利益率が高い反面、販管費率(特に販売促進費やウォーターサーバーの減価償却費)も高いところにある。同社の売上高営業利益率を、ナックとトーエルの類似事業におけるセグメント利益率と比較すると、ナックを上回っているもののトーエルには大きく劣位している。両社ともにアールオー水を同社よりも安い値段で販売しているが、トーエルは、LPガス事業とのシナジー効果(本社経費を含めて顧客基盤や営業人員等)が発揮されていることや、ウォーターサーバーを有償でレンタルしていることがセグメント利益率の高さに結び付いているものと考えられる。

一方、ドクターシーラボとの比較では、売上総利益率が高いことと販売促進費率が高いところに共通点が見られる。両社とも、利幅の厚い製品を、高い販促費をかけて獲得した会員向けに販売する収益モデルと言える。しかし、売上高営業利益率では圧倒的にドクターシーラボが高い。この要因のひとつとして、ウォーターダイレクトが顧客向けに無償レンタルするウォーターサーバーの減価償却費が同社の収益性の足かせになっていることがあげられる。また、両社に共通するストック型ビジネスは、顧客基盤の拡大により、新規顧客獲得コストが相対的に希薄化することから、会員数約 900 万人を誇るドクターシーラボの収益性の高さも、そこに起因するところが大きいと考えられる。従って、同社についても今後の顧客基盤拡大に伴い、収益性が向上する余地は十分にある。

成長性

同社の売上高成長率(過去 3 年間)は、宅配水市場全体の成長率 21.1% を上回るとともに、ナックやトーエルの同事業の成長率をも上回っている。

安全性

財務基盤の安定性(自己資本比率)については、若干見劣り感があるものの流動比率は高い水準にあり、短期的な支払能力に懸念はない。

> 今後の業績見通し

◆ 14 年 3 月期の同社予想も大幅な増収増益を見込む

14/3 期について同社は、売上高 9,386 百万円(前期比 30.5%増)、営業利益 648 百万円(同 45.3%増)、経常利益 605 百万円(同 56.0%増)、純利益 370 百万円(同 3.1%増)と大幅な増収増益を見込んでいる。

【図表 8】 14/3 期の同社予想

百万円	13/3期 (実績)	14/3期 (ウォーターダイレクト予想)	増減	増減率
売上高	7,194	9,386	2,192	30.5%
営業利益 (利益率)	446 6.2%	648 6.9%	202	45.3%
経常利益 (利益率)	387 5.4%	605 6.4%	218	56.0%
純利益 (利益率)	358 5.0%	370 3.9%	12	3.1%
顧客数(千人)	204.8	248.0	43.2	21.1%
自社	164.8	非開示	—	—
OEM	40.0	非開示	—	—
解約率	1.3%	1.5%	—	—

(出所) ウォーターダイレクト決算説明会資料及び決算短信より証券リサーチセンター作成

売上高予想の内訳についての開示はないが、自社及び OEM 先の顧客数が各々増加することで、製品売上(ミネラルウォーター)を牽引する見通しのようだ。なお、自社と OEM 先を合わせた期末顧客数は 24.8 万人を想定し、解約率は保守的に 1.5%を見込んでいる。

利益面では、ライン拡張等により減価償却費が僅かに増加する見通しであるが、それ以外の特別なコスト要因は想定されず、増収効果による固定費負担吸収等で営業利益率を高める計画である。なお、純利益率が低下するのは、創業時の繰越損失が解消することによる法人税率の正常化で税負担が増加するためである。

◆ 証券リサーチセンターでは同社予想の達成を見込む

当センターでは、市場の成長率や同社の過去の実績、並びに 8 月 9 日に開示された第 1 四半期の実績が好調であったことから、会社予想の達成は十分に可能であると判断している。

【図表 9】 14/3 期第 1 四半期決算実績

百万円	13/3期1Q	14/3期1Q	増減	増減率
売上高	1,461	2,045	584	40.0%
営業利益 (利益率)	-60 -4.1%	113 5.5%	173	—
経常利益 (利益率)	-71 -4.9%	100 4.9%	171	—
当期利益 (利益率)	-66 -4.5%	65 3.2%	131	—

(出所)決算短信より証券リサーチセンター作成

> 中期業績見通し

◆ 中期業績見通し

同社は、具体的な中期経営計画を公表していないが、中期的に年率 20%~30%の成長を目指すとともに、営業利益率 10%を目標として掲げている。

当センターでは、16/3 期までの中期的な業績見通しを予想した(図表 10)。3 年間の年平均成長率では、売上高で 25.7%、営業利益で 47.5%を想定している。今後も宅配水サービスに対する国内市場の成長が予想される中で、デモ販による顧客基盤拡大と OEM が、同社の中期的な成長を牽引するものと見ている。

特に、これまで未開拓であった地域へのデモ販拡大を中心として、同社の顧客基盤が拡大する余地は十分であると判断している。有力な顧客

基盤や営業力を抱える企業等から OEM を打診される機会も想定され、全体の約 3 割を上限としながらも、同社の成長を支えるものと予想する。具体的な前提条件は以下の通りである。

【図表 10】中期業績予想

百万円	13/3期 (実績)	14/3期 (予想)	15/3期 (予想)	16/3期 (予想)	年平均成長率
売上高 (伸び率)	7,194 31.5%	9,386 30.5%	11,700 24.7%	14,300 22.2%	25.7%
営業利益 (利益率)	446 6.2%	648 6.9%	1,000 8.5%	1,430 10.0%	47.5%
経常利益 (利益率)	387 5.4%	605 6.4%	960 8.2%	1,390 9.7%	53.1%
当期利益 (利益率)	358 5.0%	370 3.9%	550 4.7%	800 5.6%	30.7%
顧客数(千人)	205	250	310	375	22.3%
自社	165	190	220	250	14.9%
OEM	40	60	90	125	46.2%

(注) 予想は証券リサーチセンター予想
(出所) 証券リサーチセンター作成

1. 期末顧客数は、自社ブランドで 14/3 期 19 万人、15/3 期 22 万人、16/3 期 25 万人、OEM で 14/3 期 6 万人、15/3 期 9 万人、16/3 期 12.5 万人と、それぞれ一定のペースで拡大するものと予想した。なお、解約率は 1.5% と想定した。
2. 利益面では、大きなコスト要因は想定されておらず、増収効果による固定費負担吸収により利益率の向上を見込む。特に、同社の場合には、売上高の約 12.7% (13/3 期実績) を占める販売促進費のかけ方次第で利益率が大きく左右されるため、経営の裁量によるところが大きい。
当センターでは、販売促進費率の低減余地を含め、規模拡大によるコスト効率の向上によって営業利益率 10% の目標は十分に達成可能であると判断した。
3. 海外事業については、まだ試行錯誤の段階であるため、業績予想の中には織り込んでいない。ウォーターサーバーの有償化の取り組みも、順調に進展すれば商品売上の増加や減価償却費負担がなくなることによる収益性向上に結びつく要因となるが、現段階ではまだその進捗を見定める必要があり、業績予想には織り込んでいない。従って、この 2 つの要因については、今後の進捗次第で業績の上振れ要因となる可能性は考えられる。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 顧客接点を活かして蓄積された組織資本を中心に構成

同社の知的資本は、SPA 型の経営へのこだわりの中で蓄積され、開発から製造、販売、アフターサービスが一体となった価値創造を可能としている。また、経営陣の宅配水ビジネスに対する思いや豊富な人脈、プレゼンテーション能力の高さなど、人的資本により構成される部分も大きいと考えられる。

【図表 11】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	数値
関係資本			
顧客	・顧客獲得数の伸びと解約率の低さ	①顧客数 ②解約率	①16.5万人 ②1.38%
ブランド	・富士山天然水のブランド力を活かした製品	①ブランド認知 ②宅配水市場シェア	①非開示 ②約8%(推定)
事業パートナー	家電量販店、百貨店、ショッピングセンターとの連携 取次店、代理店、特約店との関係	①デモ販売実施回数 ②契約先数	①約16,300回 ②取次店:232 代理店:27 特約店:10
組織資本			
プロセス	・開発、製造、販売、アフターサービスが一体となった価値創造 ・採水から宅配までの短いリードタイムを実現 ・徹底した品質管理体制 ・双方にメリットのあるワンウェイ方式 ・顧客ニーズを商品開発や販売方法に活用する仕組み	①採水から宅配までの日数 ②品質に関するクレーム数 ③ワンウェイ方式によるコスト効果 ④フィードバック数	①原則1週間以内 ②非開示 ③非開示 ④非開示
知的財産・ノウハウ	・外気の入りづらい構造のウォーターサーバー ・外気を入れることなく収縮する独自形状のペットボトル	①特許取得件数	①2件
人的資本			
経営陣	・宅配水ビジネスに対する思い ・様々なキャリアを通じた経験や視野の広さ、人脈 ・社外取締役3名による監視とアドバイス機能	-	-
従業員	スーパーバイザー(現場リーダー)による指導 営業スタッフに対する教育研修制度の充実 販売マニュアルの周知徹底 営業スタッフに対するインセンティブ	①スーパーバイザー数 ②研修実施回数(時間) ③トラブル回数 ④業績連動部分の比率	①約40名(推定) ②非開示 ③非開示 ④非開示

(注) 開示データは13/3 期末

(出所) 各種資料やヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、おいしい水に欠かせない自然保護に寄与するため、富士山での清掃活動を行っている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、放射能汚染問題を契機として、被災地の保育園、幼稚園に無期限で水を提供する義捐活動を行うとともに、雇用を創出することで水源となる地元への貢献を目指している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、6名(その内、社外取締役は3名)で構成されている。社外取締役の藤野英人氏は、レオス・キャピタルワークス(株)(機関投資家)取締役、村口和孝氏は、(株)日本テクノロジーベンチャーパートナーズ代表取締役、湯浅智之氏は、(株)リヴァンプ(企業再生事業)副社長であり、そのうち藤野氏と村口氏は同社設立に関わったメンバーである。3名とも事業にかける思いは強く、幅広いネットワークや知見を活かして同社の企業価値向上に貢献してきた。一方、監査役会は3名(その内、社外監査役は2名)で構成される。社外監査役の有田知徳氏(非常勤)は弁護士、手嶋伸也氏(非常勤)は(株)日本テクノロジーベンチャーパートナーズの取締役である。なお、株主構成は、ベンチャーキャピタル(VC)の持株比率が合計で約30%を占めているが、その内、社外取締役の村口和孝氏が代表取締役を務めるVCが約20%となっている。

【図表 12】 大株主の状況

	(%)
日本テクノロジーベンチャーズアイ6号投資事業有限責任組合	15.83
野村信託銀行株式会社(信託口2052130)	8.62
野村信託銀行株式会社(信託口2052131)	8.62
株式会社アイケアジャパン	8.3
ピグマリオン1号投資事業有限責任組合	5.8
株式会社サイサン	5.8
日本テクノロジーベンチャーパートナーP2号投資事業有限責任組合	4.1
株式会社コスモライフ	3.9
ジャフコ・スーパーV3共有投資事業有限責任組合	3.8
三木谷浩史	3.5
合計	68.30

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成(13年3月末)

【図表 13】 所有者別状況 (%)

	(%)
金融機関等	18.68
法人	22.16
外国人等	0.33
個人その他	58.83
合計	100.00

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成(13年3月末)

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 新しい生産ラインの稼働とともに新たな水源の確保も急務

同社の当面の課題は、新しい生産ラインを順調に稼働させるとともに、以下の成長戦略を軌道に乗せることで、顧客基盤の強化とブランド認知向上を図り、高い成長率を維持することにある。また、単一水源に依存する同社にとっては、新たな水源の開発も喫緊の課題と言えよう。同社は、西日本を中心として、水質にこだわりながらも新たな水源の確保を急いでいる。

> 中長期戦略

◆ 顧客基盤の拡大と収益力の強化を目指す戦略

同社は成長戦略として以下を掲げている。

1. 先行投資型モデルからの転換

- ① 同社は、無償レンタルしているウォーターサーバーの付加価値を高めることで有償化し、先行投資型の収益モデルからの転換を目指している。
- ② 13/3 期にアマダナ社(家電メーカー)と共同開発した機種は、デザイン性にこだわるとともにカラーバリエーションを揃えることで1台当たり約4万円(税込・送料込み)にて提供を開始し、主に法人や個人事業主向けに実績が出始めている。
- ③ カタログ通販(アスクル等)による販路開拓により、今まで手薄だった法人向けを強化しているが、それに合わせて付加価値の高い有償のウォーターサーバーの需要も取り込む計画である。

2. 顧客基盤の拡大

同社の業績を牽引する顧客基盤の拡大については、大きく①デモ販開催地の拡大、②デモ販以外の販売方法の展開、③海外販路開拓の3つを掲げている。具体的には以下の通り。

① デモ販開催地の拡大

首都圏、名古屋、大阪が中心であったデモ販を中四国、東北、九州地域に拡大する

② デモ販売以外の販売方法

カタログ通販(アスクル等)、WEB(自社、楽天、Amazon等)、インフォーマーシャル(テレビ通販)などの販売方法を強化し、販路の多様化を図る

③ 海外販路開拓

現在、台湾において試行錯誤の段階と言えるが、軟水が特にお茶との親和性が高いことから、中華圏を中心とした国や地域から輸出を開始する方針としている。

3. サービスプランの充実

同社は、ポイント還元やプレゼント企画、長期契約プランの導入など、サービスプランの充実により、顧客の歩留まりをさらに高めていく方策を検討している。

4. 製造コストの削減

同社は、今年7月からペットボトルのブロー成型工程(プリフォームされたボトルに空気を装填し膨張させる工程)の内製化に取り組んでおり、物理的に小さなブロー前のプリフォームを仕入れることで輸送コストの削減を図っている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 開発から製造、販売、アフターサービス一体の価値創造に強み
 同社の内部資源（強み・弱み）、及び外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる。

【図表 14】 SWOT 分析

強み (Strength)	開発から製造、販売、アフターサービス一体となった価値創造 強力な販路を活用したデモンストレーション販売 自社開発したオリジナル商品による差別化 充実したサポート体制と定期宅配による歩留まりの高さ
弱み (Weakness)	単一水源に依存するリスク(水源の枯渇、水質の変化、天災の影響等) 先行投資型の収益モデルによる初期コストの重さ 財務基盤に改善余地 市場シェア及びブランド認知がまだ十分とは言えない
機会 (Opportunity)	飲料水への安心、安全、安定供給に対する需要の高まり 国内の宅配水市場の成長 アジア等、海外市場の拡大
脅威 (Threat)	業界に対する規制強化や風評被害等 異業種を含めた新規参入による競争激化 原油価格の高騰による原価への影響

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

注3) パラソル方式
 ソフトバンク BB による ADSL サービス (Yahoo! BB) の販売促進方法であり、インフラ部分となる ADSL モデルを無料配布することで加入者を集める一方、サービス加入後の月額料金によって回収するビジネスモデル。

◆ スケールメリットの追求と新たな収益ドライバーの育成に注目
 同社のこれまでの成功要因は、パラソル方式^{注3}と呼ばれる販促手法で顧客を囲い込んだことと、集客力に長けた販売チャネルを確保できたことに集約できる。特に、前者は一定数の顧客獲得や歩留まりがないと成立しない先行投資型の収益モデルであり、同社の思いきった拡大策が功を奏したと言えよう。

これは、業界上位の企業が、本業とのシナジーを効かせながら副業的に展開してきたのとは一線を画している。もちろん、これまでの道のりは決して平坦ではなく、特に資金繰り面での苦労は察しが付く。そういう意味で、同社の成長を支えてきたものは、宅配水ビジネスに対する強い思いと、資金提供者や販売チャネルに対するプレゼンテーション能力という人的資本によるところも大きいと評価できる。

今後の戦略課題は、成長戦略の方向性であろう。特に、同社のようなストック型ビジネスの場合、スケールメリットの追求は避けて通れない課題である。その点、同社の成長性を重視したコスト配分や OEM への取り組みは理にかなっていると評価できる。

一方、同社は、国内市場でも未開拓エリアを中心にまだまだ顧客獲得の余地があるとしているが、日本の場合には水道水の評価も高いことから、いずれ拡大ペースが鈍化する可能性があると考えられる。その場合、海外に販路を求めていくのか、既存顧客向けに多様な商品を販売(クロスセル)することで単価を高めていくのかの大きく2つの戦略軸があげられよう。同社は、その両方を目指していると考えられるが、それによって同社の成長性や収益構造が大きく変化する可能性があるため、そのタイミングや進捗状況について注目する必要がある。

> 利益還元策

◆ 成長重視の利益配分により当面は無配が継続される見通し

同社は剰余金の配当について、内部留保や設備投資等への投資とバランスを考慮しながら、業績と連動した配当の実施を基本方針としている。設立以来、工場への設備投資等に向けて内部留保を優先させてきたことから配当実績はない。13年3月の株式上場後も、自己資本比率などに見られる財務基盤はまだ盤石な状況とは言えないうえに、今後も積極的な顧客開拓等により成長路線を目指す同社にとっては、しばらく配当見送りの可能性が高いと考えられる。ただし、株主優待制度については、自社ファン作りを目的に、自社製品に関連したものを導入する意向である。

> バリュエーション比較

◆ 現在の株価水準はフェアバリュエーションの範囲内

株価バリュエーションの比較対象企業として、財務指標で採用した3社を選定した。予想基準 PER で他社を上回り、実績基準 PBR ではドクターシーラボと同様に高い水準にある。同社の高い成長性と資本効率(ROE)から判断すれば、フェアバリュエーションの範囲内であると言える。但し、今後、顧客基盤拡大と収益性向上の両立を実現させるとともに、新たな収益ドライバーを軌道に乗せることが実績として示れば同社の株価評価に見直しが入る可能性も十分に考えられる(図表15)。

【図表 15】 株価バリュエーション

銘柄	同社	ナック	トーエル	ドクターシーラボ
証券コード	2588	9788	3361	4924
決算期	3月	3月	4月	7月
売上高	百万円 7,194	72,621	24,545	39,082
(営業利益率)	6.2%	6.1%	7.4%	22.9%
当期純利益	百万円 358	2,467	1,034	5,360
純資産	百万円 1,400	13,648	52,623	17,205
ROE	33.8%	19.6%	9.7%	31.9%
予想基準PER	倍 12.9	9.4	10.9	9.9
実績基準PBR	倍 3.4	2.0	0.9	3.7
予想配当利回り	0.0%	2.2%	3.1%	3.5%
過去3年売上高成長率	27.3%	13.0%	6.3%	14.7%
同 経常利益	56.0%	36.0%	9.0%	18.4%
株価	円 2,100	1,626	487	254,700
時価総額	百万円 4,785	30,438	9,942	64,742

(注) ウォーターダイレクトの予想は証券リサーチセンター予想、他 3 社の予想は会社予想

(出所) 証券リサーチセンター

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

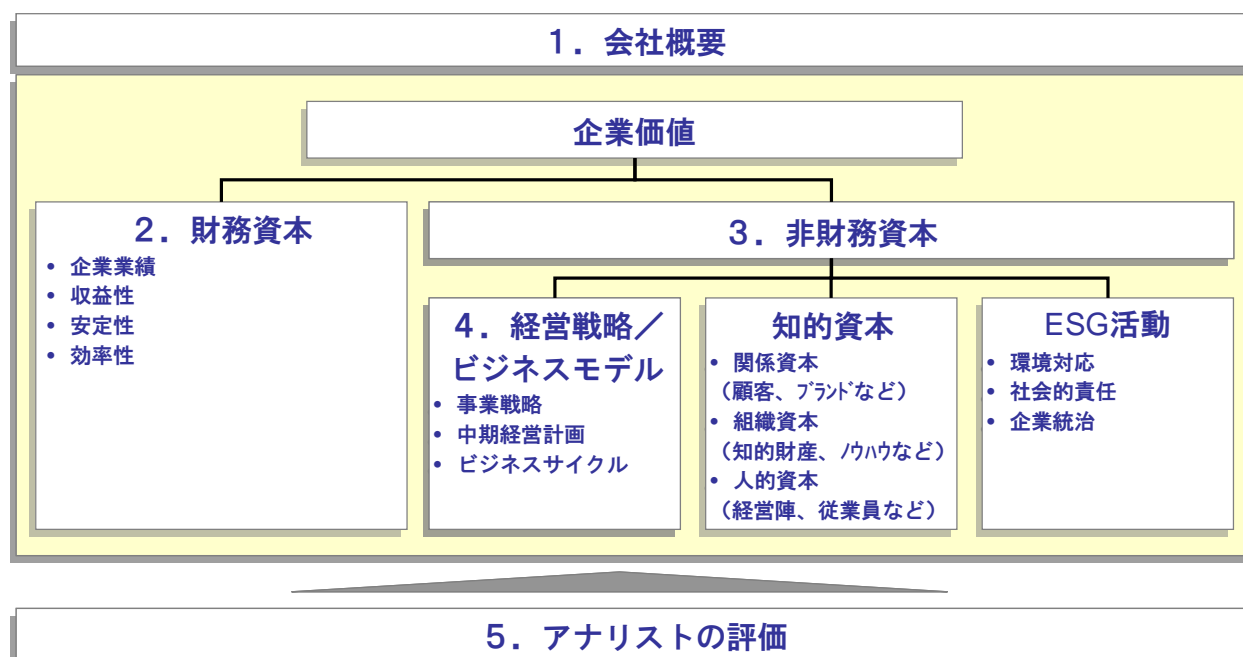
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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ず、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。