

WATER DIRECT
株式会社ウォーターダイレクト

ウォーターダイレクト

[TSE 2588]

CORPORATE RESEARCH

CONTENTS

サマリー	2
業績動向	3
TOPICS 1	10
TOPICS 2	13
会社概要	17
収益モデル	19
株価パフォーマンス とイベント	22
主要財務指標	23

ウォーターダイレクト [2588]

2013年度は大雪の影響残る ～2014年度は販売合併会社 の伸長に注目集まる～

2013年度第3四半期の累計決算は、売上が前年比26%増の65.7億円、営業利益はほぼ横ばいの2.4億円となった。12月末時点の顧客数は25万件超と、会社の年度計画(24万件)は早々に達成した模様。売上は過去最高を更新するペースを維持している。ただし、OEM増による製品構成悪化や能力増強工事に伴う一時的な作業効率低下、業容拡大による販管費の増加などが重石となり、営業利益ではやや伸び悩みとなった。第3四半期のみでは、売上が前年比16%増の22.8億円、営業利益は53%減の1.0億円。営業利益は前年比大幅減となっているが、前期比では0.7億円の増加と、それまでの漸減基調に歯止めがかかっている。

ただし、第4四半期は大雪の影響で製品出荷の停滞を余儀なくされた。その分、収益は圧迫され、通期の営業利益は会社想定に若干未達となった可能性がある。2014年度、2015年度の業績は顧客件数の増加、能力増強・拡充投資の貢献から、増収増益基調が続こう。従来見通しとの比較では、2014年度、2015年度共に営業利益予想を減額。これは主としてOEMの売上構成拡大や厳しい販売競争の継続を受け、売上総利益率前提を引き下げたことに因る。

なお、新規参入企業の猛追を契機とした宅配水業界の厳しい顧客獲得競争は依然として継続している。同社は光通信との合併会社で再度攻勢に回る仕掛けを打っているが、概して業界は動乱期の様相を呈しつつある。その帰趨は先読みできる状況にはないが、一つの参考としてやはり熾烈な販売競争が起こった(初期の)携帯電話業界と宅配水業界との比較を掲載してみた。携帯電話は宅配水と同様に典型的なストックビジネスという共通点を考えれば、同社の戦略などを読み取るヒントになるのでは、と考える。

(本レポートは2013年10月25日付レポート及び2014年1月31日レポートの続編となります)

リサーチアナリスト

株式会社エヌ・ジー・アイ・コンサルティング

長井 亨

2014年4月17日現在

主要市場	東証2部
時価総額	5,071百万円
発行済株式数	8,113,400
52週レンジ(円)	520 -1,427円
PER (会社予想基準)	15.99倍
PBR (会社予想基準)	2.43倍
ROE (実績)	33.80%
配当	0.00円
予想配当利回り	0.00%
純負債/株主資本倍率	0.00

企業概要

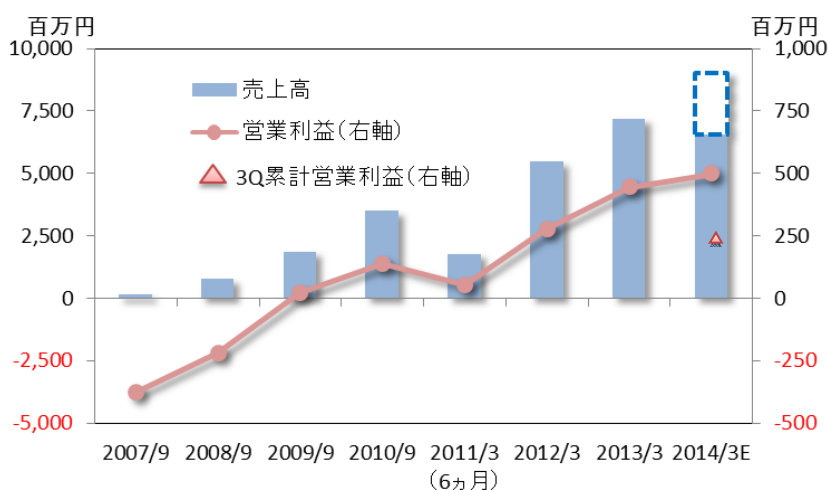
同社は唯一の上場宅配水専門会社。創業は2006年と若いものの、ワンウェイ方式やデモ販売など斬新な手法で増収増益基調を確立。宅配水市場における売上シェアは7%と、業界4位まで急上昇を遂げている。事業の特色はストック型であり、顧客獲得への先行投資が将来のビジネスフローを決定づける構造にある。

業績動向

2013年度3Q累計決算は増収基調

2013年度第3四半期の累計決算は、売上が前年比13.3億円(25.5%)増の65.7億円。しかし、営業利益はほぼ横ばい(0.3%減)の2.4億円となった。売上高は年率換算で過去最高を更新するペースを継続。一方、営業損益は2011～2012年度実績を年率で下回るペースのままである。先行投資額の多寡に大きく左右される営業利益を単純な年率換算で一喜一憂すべきでないことは明らかながら、現在の年間想定(5億円)は引続き容易なターゲットとは言い難い水準にある。同社の長期業績トレンドは下図の通り。創業来、継続している増収基調には変化がないことが確認できる。

図表1：業績の時系列推移



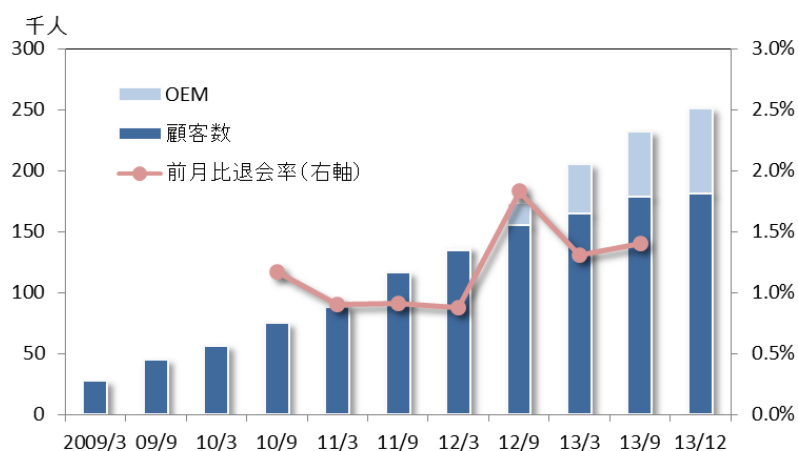
2014年3月期売上高は3Q実績を表示。点線は4Qの会社予想値。営業利益も会社予想値
出所：会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

顧客数拡大ピッチは加速。早くも会社計画は達成

12月末時点の顧客数は25万件を超えた模様。3月末比では約4.6万件(22%)の増加、9月末比では約1.9万件の増加となっており、増加ピッチはここに来てやや加速している。ちなみに、会社計画における期末顧客数は24万件。したがって、この時点で既に目標数字は達成することとなった。

これはOEM契約が拡大していることが背景。前回のレポート(2014年1月31日付)では競合企業との競争が激化していることを指摘したが、同社はその中でかなり積極的に顧客獲得に向けて動いている様子がうかがえる。特にある程度の規模が見込めるOEMの拡大は、生産能力が拡大した工場の稼働率向上にも寄与するため、収益面での貢献も大きい。デモ販売などの直販は引続き注力するものの、激化する競合の中で「規模の追求、スピードの追求」にも経営の目線を置きつつあるように思われる。なお、2014年1月発足の光通信との合併会社(アイディール・ライフ)向けはまだ反映されていないが、光通信の関連会社は同社の販売取次店となっており、この貢献も少なからずあったものと推定する。

図表 2: 期末顧客数の時系列推移



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

大幅増収は顧客件数の増加が牽引役

第3四半期の累計決算で大幅増収となったのは、主としてこれら顧客数の増加に拠るもの。会社側は第3四半期末時点の顧客数を明らかにしていないが、3月末からの9ヶ月で20%を越える顧客数の増加があったことを考えれば、前年比で25%増収となった要因のほとんどがそれに拠るものと考えてよいだろう。顧客数増は依然として同社の売上増の牽引役を担っている。

売上総利益(粗利益)は拡大も、粗利益率は低下。販管費も急増し、営業利益では前年並みの水準に

これに伴い、売上総利益(粗利益)は49.8億円と前年比9.6億円(23.9%)の増加となった。ただし、粗利益率は75.8%と、前年比では0.9ptの低下となっている。これは、富士吉田工場の能力増強工事に伴って一時的な作業効率低下が発生したうえ、OEMの増加による構成の悪化があった、ため。このうち、作業効率の低下は秋以降既に解消されている模様ながら、3四半期累計ではまだその影響を吸収できていないものと推定される。

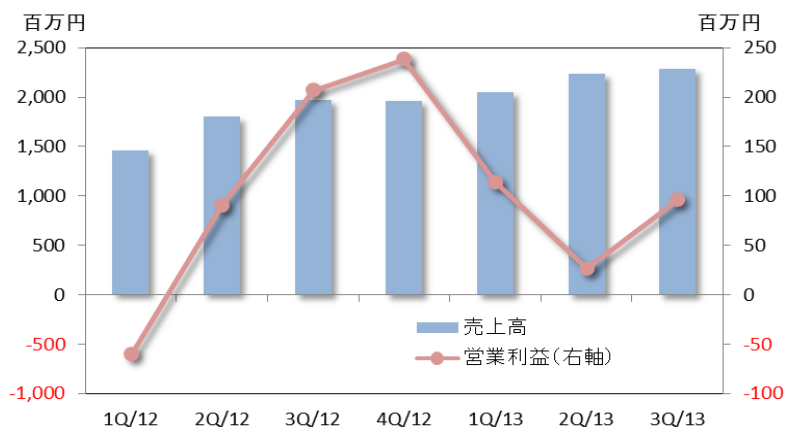
しかし、営業利益では前年比ほぼ横ばいまで水準が低下する。これは、販売管理費も大きく増加したことに拠るもの。第3四半期累計の販売管理費は47.4億円と、前年比では9.6億円(25.5%)も増加しており、売上総利益の増加分はこれによって相殺されてしまうこととなった。販売管理費の急増は、(広義の)販促費用や人件費の拡大が主たる要因。人件費に関しては、急激な業容拡大に伴って、従業員数が2013年3月末の103人から12月末で139人に増加したことからもうかがえよう。また、販促費用に置いては、先行費用となるレンタルサーバーを主体とする償却費が1.1億円増加したうえ、日々の(狭義の)販促費用も競争激化もあって大きく拡大したものと推定される。

なお、当期利益は前年比0.6億円(34.2%)減の1.2億円。営業利益、経常利益ではほぼ前年並みの水準を維持したものの、税金負担の増加が影響することとなっている。

**四半期ベースの推移でみると、
売上は過去最高を更新。営業利益も漸減基調に歯止め**

業績を四半期別にみた結果は下表の通り。第3四半期のみでは、売上が前年比3.1億円(15.6%)増の22.8億円、営業利益は1.1億円(53%減)の1.0億円となった。売上高は前期比でも増収を確保し、四半期ベースで過去最高を更新。営業利益も前年比では大幅減となったものの、前期比では0.7億円の増加と、漸減基調には歯止めをかけることとなっている。

図表 3: 四半期別業績の時系列推移



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

図表 4: 直近5四半期の業績概況

(百万円)	3Q/12	4Q/12	1Q/13	2Q/13	3Q/13
売上高	1,974	1,962	2,046	2,237	2,283
売上総利益	-	1,517	1,561	1,702	1,713
売上総利益率	-	77.3%	76.3%	76.1%	75.0%
販売管理費	-	1,309	1,447	1,676	1,616
営業利益	207	239	114	27	97

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

注目点は、①逆風をこなしての前期比増収、②販管費の減少、③売上総利益率の低下基調

四半期別に見た場合の注目点は、以下の3点となろう。まず2013年度第3四半期(10-12月)も前期(7-9月)比で増収を確保できたこと。そもそも第3四半期は、①夏場需要期からの季節的反動、②顧客獲得に向けての競争激化、③OEM増による構成悪化、といった逆風が重なっていた。それら悪条件をこなして増収基調を維持できたのは、それ以上のピッチで顧客数増加を確保したことによる。このことは、少々の構成悪化は甘受しても、OEMなどで顧客数を一気に増加させる方法が現段階ではかなり効果的であったことを示している。これに関しては後段 TOPICS 1 にて詳述を加える。

第二には、増加基調にあった販売管理費が前期比で減少に転じたこと。第3四半期利益が前期比で改善となったのはこの効果による寄与が大きい。これは需要期明けに伴って販促費が減少した、ため。季節要因ともいえようが、換言すれば季節要因がストレートに反映される状況になったとも言える。これまでは人件費

他その他の費用もまた急速に増加していたが、ここに来て抑制されつつあることが確認できる。業容拡大に伴うコスト増はまだ継続しようが、これまでのような増加ピッチではなくなってきたと可能性がある。

第三には、売上総利益率(粗利益率)の低下傾向を挙げる。これは OEM 増による構成悪化がその主因と考えられよう。顧客件数確保のためには不可避な現象であり、このこと自体は業容拡大の中で許容すべき事象と受け止める。今後もこの傾向が継続するものと考えておくべきであろう。

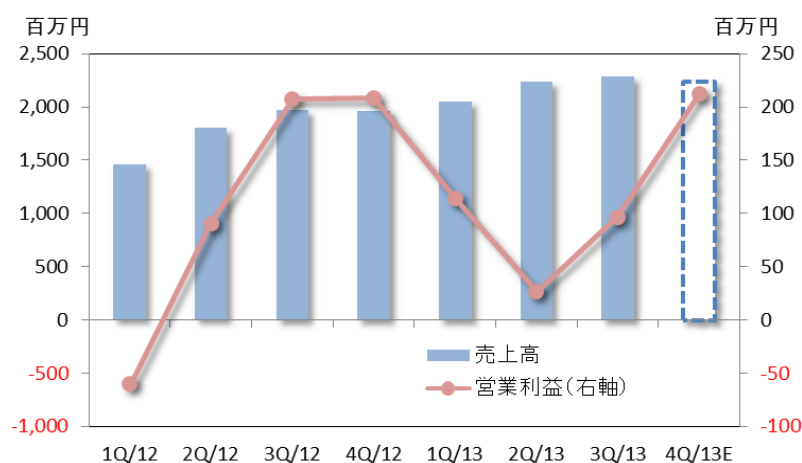
特に、3Qの売上総利益率低下は要注意

ただし、第3四半期に限ってみると、粗利益率の(対前期比)悪化はあまりないと想定していた。そもそも第2四半期は、OEMによる構成悪化と併せて、富士吉田工場増強に伴う作業効率悪化も粗利益率低下の一因となっていたはず。第3四半期は少なくともその影響が消失するため、その分は粗利益率悪化が緩和されると予想していたからである。しかし現実には、前期比で1.1ptの悪化。前述の通り、OEM顧客拡大の影響がそれだけ大きいのだと言えようが、このことは粗利益率が将来速いピッチで低下するリスクを示している。

2013年度4Q見通し:前年比では増収、利益は横ばいを予想

2013年度第4四半期の決算は、売上が前年比2.7億円(13.9%)増の22.3億円、営業利益はほぼ横ばいの2.1億円になると予想する。顧客数前提は、期末で26万件。前年比では26.8%の増加になると置いた。

図表 5: 四半期別業績の時系列推移



E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

顧客数増が売上を引き続き牽引。ただし、大雪の影響が収益を圧迫

大幅増収を牽引するのは、引き続き顧客数の増加。代理店として加わった取次店として加わった光通信の関連会社、またその光通信との合弁会社アイディール・ライフがその大きく貢献する見通し。従来のデモ販売でも、家電量販店や百貨店では消費税引上げ前で顧客が大きく増加したこともあり、顧客獲得に寄与したと考えられる。ただし、2月には大雪の影響で富士吉田工場からの出荷に支障が発生。一週間程度はその影響があったと推定されることから、既存顧客1

件当たりの水消費量は10%程度の減少を余儀なくされたと思われる。新規顧客向けも十分な量を確保できたとは想定し難く、その分、売上高は(本来望めたものから)伸び率が抑制された公算が大きい。とはいえ、これは特殊要因。翌期以降にこの影響が持ち越されることはないと考ええる。

損益的にも大雪の影響は免れない。売上総利益(粗利益)は16.2億円と前年比1.1億円(7.0%)の増加にとどまる見通し。粗利率は72.7%と、前年比では4.6ptの大幅な低下を想定。OEM増による構成悪化が継続する中、大雪による操業低下が重石になると考える。販売管理費も、天候要因から販促費用がそれほど嵩まずに済んだものの、業容拡大によるコスト増から前年比では1.0億円増加。粗利益から販売管理費を差し引いた営業利益では、結局のところ前年並みの水準に留まったと予想している。

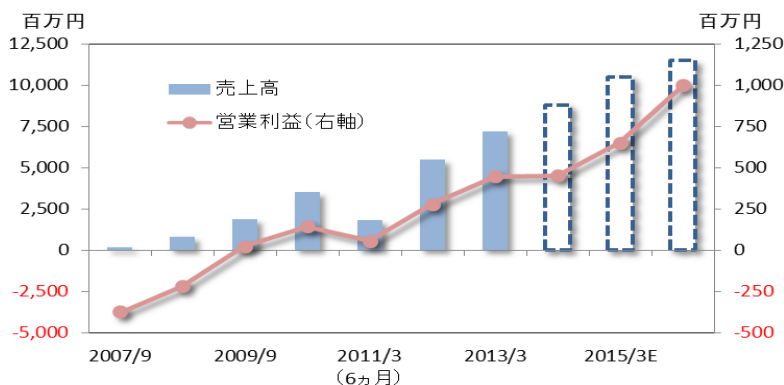
2013年度通期では創業来の増収増益基調は維持と予想

第3四半期累計決算と合算した通期ベースでは、売上が前期比22.3%増の88億円、営業利益は微増益となる4.5億円となる見通し。創業来続いている通期ベースでの増収増益基調は維持されたとの見方を継続する。通期の経常利益は4.0億円、税引き後の当期利益は2.3億円となろう。通期の売上総利益率は1.9pt低下の75.0%となる見込み。

従来見通しとの比較では、若干減額修正。①想定売上総利益率の引下げ、②大雪の影響、などがその主因

なお、従来予想においては(2014年1月25日付レポート)、売上を90億円、営業利益を5.3億円としていた。これとの比較では、売上、営業利益ともに減額修正ということになる。これは、①OEM増に伴う想定売上総利益率の引き下げ、②大雪の影響、を予想に織り込んだことが主因。一方、期末顧客件数は従来の24.6万件から26万件に引き上げたが、その効果がフル寄与してくるのは2014年度以降になると考えている。ちなみに、会社側の見通しは売上90億円、営業利益5億円、期末顧客数が24万件。この見通しに対しては売上・利益ともに若干の未達になるとのスタンスにある。顧客数は大幅超過達成となるが、やはり大雪の影響などが足枷になると想定している。

図表6: 四半期別業績の時系列推移



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

2014年度見通し:増収増益基調は継続も、増収ピッチは過去最低にとどまろう。

売上増は、合併会社向けなどOEMの伸長が貢献。天候要因の消失も底上げに繋がる

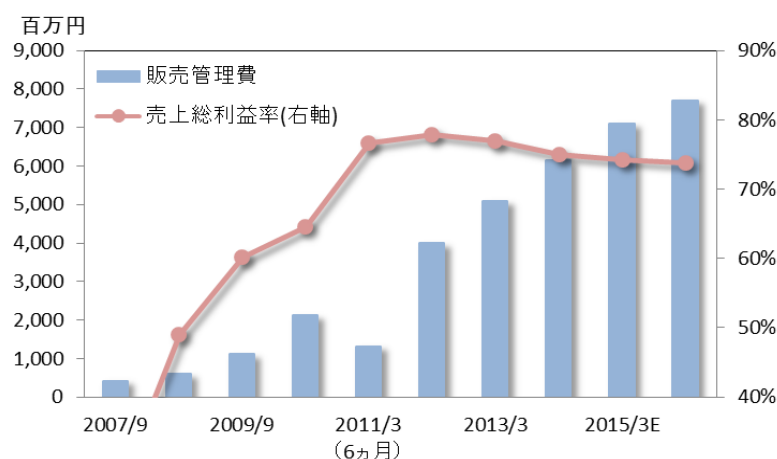
ただし、売上総利益率はさらに低下。PET容器内製化投資やOEM増による構成悪化、が影響しよう

2014年度は、売上で2013年度予想比17億円(19%)増の105億円、営業利益は同2.0億円(44%)増の6.5億円を予想。売上は創業9年目にして100億円に到達する見通ししながら、伸び率は創業来最も低い伸び率に留まろう。顧客数前提は、期中平均で18%増の27.5万件、期末は12%増の29.0万件。

売上面では、引き続き顧客数の増加が牽引役となる。特に光通信との合併会社アイディール・ライフの寄与が顧客数増に大きく貢献する見通し。また、①2013年度の酷暑でむしろ需要が伸び悩んだ反動、②大雪の影響の消失、といった特殊要因も売上の底上げに繋がる。顧客1件当たりの水消費量は5%程度の上昇を見込んだ。ただし、OEM(アイディール・ライフ向けもOEM)の売上構成拡大は平均単価の引き下げ要因となることも確か。顧客数増(期中平均で18%増)、単位消費の増加(5%)を想定するにもかかわらず、売上が19%の増加にとどまると見るのはこのため、である。ここでは1月発足予定の合併販売会社の売上寄与は5億円程度、損益寄与はほとんどないとの前提を置く。

損益的には、売上総利益率で0.7ptの悪化を想定する。単純に見れば、①2013年度にあった能力増強工事のフル寄与、②それに伴う作業効率の改善、③大雪による影響の解消などの寄与から、本来は利益率の改善があってもおかしくないはず。それでも悪化を想定するのは、(a)2014年度はPET容器内製化工事が始まり、償却負担増や作業効率の一時的な低下が発生する可能性がある、(b)OEM増に伴って製品構成は悪化が避けられない、と考えるためである。特に、2013年度第3四半期の利益率低下が急であったことを勘案すると、上記の改善要因だけでこの流れを吸収するのは難しいと判断。より保守的な前提を採ることとした。ただし、売上総利益ベースでは売上総利益率の悪化を売上規模の拡大で吸収。売上総利益段階で12億円の増益になると予想する。

図表 5: 売上総利益率及び販売管理費の時系列推移



E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

営業増益見通しは、売上総利益率の低下、販管費増を売上高の拡大で吸収する構図

販売管理費では、販売子会社コストが増加する他、「クリティア 25*」の直販も競争激化に併せて販促費用の捻出が求められよう。宅配コストも人手不足は急速に深刻化しており、これらも利益圧迫要因になると考える。販売管理費全体では前年比 10.0 億円の増加を想定。これらを併せた営業利益では前年比 2.0 億円の増加を、税金負担を差し引いた当期利益では 1.1 億円増の 3.4 億円を予想する。一株当たりの利益は 44.3 円、期中平均基準の ROE は 15.1% となる。

従来見通しとの比較では、利益率前提引下げにより営業利益を減額修正

従来見通しとの比較では、売上想定は据え置きとしたものの、営業利益では 1.0 億円を減額修正。これは 2013 年度第 3 四半期に見られた売上総利益率の低下が予想以上であったことを反映させたもの。従来は売上総利益率前提を 75.2% としていたが、今回は 74.3% とおよそ 1pt 引き下げており、これにより利益見通しを 1 億円減額させている。なお、期末顧客件数前提は、従来の 27.7 万件としていたが、今回は 29.0 万件に引き上げている。これも 2013 年度の顧客件数前提を引き上げたことに因るものだが、OEM 増に伴って想定平均販売単価を引き下げたため、売上想定は従来見通し継続となっている。

図表 6: 業績見通しの新旧比較

(百万円、千件)	2013 年度			2014 年度		2015 年度	
	従来予想	修正予想	会社予想	従来予想	修正予想	従来予想	修正予想
売上高	9,000	8,800	9,000	10,500	10,500	12,300	11,500
営業利益	530	450	500	750	650	1,200	1,000
経常利益	450	400	450	670	600	1,120	950
当期利益	270	230	270	380	340	640	520
期末顧客数	246	260	240	277	290	317	330

従来予想は 2014 年 1 月 31 日付レポート予想 出所: エヌ・ジー・アイ・コンサルティング

2015 年度見通し: 増収増益基調と見るが、売上の伸びは顧客数の伸びを再び下回る公算

2015 年度については、売上で 2014 年度予想比 10 億円(10%)増の 115 億円、営業利益は同 3.5 億円(54%)増の 10 億円を予想している。顧客数前提は、期中平均で同 13% 増の 31.0 万件、期末は同 14% 増の 33.0 万件である。2015 年度の売上は顧客数の伸びを再び下回る拡大にとどまる見通しとなる。

売上の増加は、やはり顧客件数の増加がその牽引役となる見通し。ただし、伸びの主力は合併販売会社アイディール・ライフなどの OEM 向けが担うため、平均販売単価はさらに低下。顧客一件当たりの水消費量は漸増トレンドが継続するとの見方にはあるものの、売上構成変化による平均単価低下は吸収できないと考える。また、新規加入者獲得競争の継続といった要因も、売上の圧迫要因になると想定した。なお、ここでは合併販売会社の売上寄与は 10 億円程度との前提を置いている。

売上総利益は改善を予想。PET 容器内製化、増産効果などの貢献を想定し、営業利益は比較的大幅な増益へ

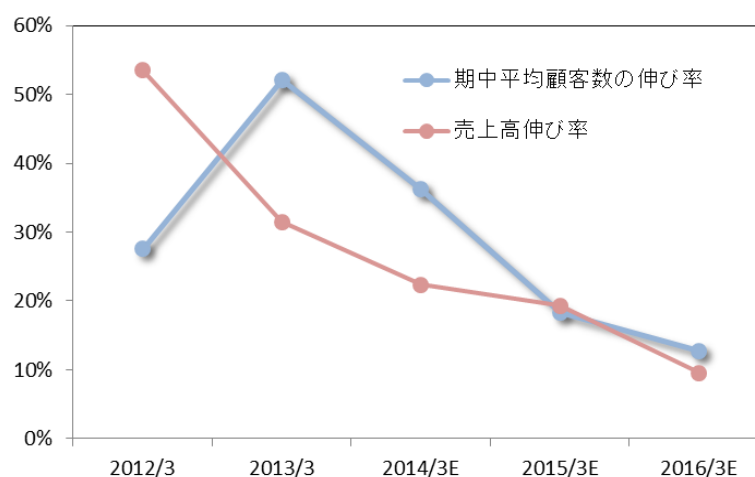
損益的には、売上総利益率で 1.4pt の改善を想定。2014 年度に実施する PET 容器内製化投資がフルに貢献し、大幅な原価率改善が図られる見通し。販売料増加に伴って増産効果も寄与することとなる。売上総利益ベースでは売上総利益率の改善に売上規模の拡大が加わり、売上総利益段階で 9 億円の増

益を予想する。一方、販売管理費では宅配コストの更なる上昇、販売子会社コストの増加継続などから、5.5億円の増加を見込んだ。これらを併せた営業利益では3.5億円の増加を、税金負担等を差し引いた当期利益では1.8億円増の5.2億円になると予想する。一株当たりの利益は61.6円、期中平均基準のROEは19.4%となろう。

従来見通しとの比較では、減額修正。価格前提を保守的に想定したうえ、売上総利益前提水準引下げが影響する。

従来見通しとの比較では、売上で8億円を、営業利益では2.0億円を、それぞれ減額修正。売上想定では、期末顧客件数前提を従来の31.7万件から33.0万件に引き上げたものの、競争条件激化などを背景に価格想定を保守的に見直した。利益見直しに関しても、2014年度と同様に売上総利益率前提引下げが影響する。売上総利益率は従来77.2%と見込んでいたが、今回はそれを75.7%と1.5pt、水準を引き下げている。逆に、販売管理費では売上規模の引下げ、競争激化に対応しての経費抑制などから従来見通しよりも減額したものの、売上総利益の下方修正をフルには吸収できないと考えた。

図表 7: 売上高と期中平均顧客数の伸び率推移



E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

主たるリスクは販売競争激化の行方と宅配コストの急上昇など

主たるリスク要因としては、販売競争激化による値崩れの発生、顧客獲得ピッチの失速、宅配コストの予想以上の上昇、(2013年度の酷暑、大雪などといった)大規模な天候不順による影響、を挙げる。宅配コストの上昇リスクは、これまで指摘してきた通り、ワンウェイ方式を採る同社にとって大きなインパクトを与えかねないもの。現想定では8%程度の宅配コスト上昇を予想に織り込んでいるが、人手不足などは従来想定以上に逼迫感が増している印象にある。状況によってはさらなるコスト上昇を見込む必要も出てこよう。

しかし、より注視すべきなのは、激化する販売競争の行方であろう。これに関しては、後段でその考え方に関して言及を行う。

TOPICS : 宅配水業界と携帯電話業界の共通点

宅配水業界は動乱期の様相を呈しつつあるが・・・

新規参入企業の猛追を契機とした宅配水業界の厳しい顧客獲得競争は依然として継続している。ウォーターダイレクト自身も創業以来、チャレンジャーとしてワンウェイ方式やデモ販売など独自の強い施策を武器に先行企業を追い上げてきたが、今夏には早くも競合企業の攻勢を受ける守勢側に立つことを余儀なくされた。これに対し、同社は卸売販売業で定評ある光通信と合弁会社を設立。強力な販売部隊、販売ノウハウの活用という点で再度攻勢に回る仕掛けを打ってきた。概して業界地図は大きな動乱期の様相を呈しつつあるといえよう。

・・・帰趨を探る参考として携帯電話業界との比較を試みる

当然ながら、この動乱の帰趨はまだまだ先読みできる状況にはない。とはいえ、投資家としては何らかの青写真が見たいと思うのもまた自然であろう。そこで、ここでは宅配水と同様に典型的なストックビジネスである携帯電話業界の歴史を一つの参考として取り上げてみたい。もちろん、宅配水と通信事業は全く異なるために直接的な参考とはなり得ないが、同社の戦略などを読み取るヒントになるのでは、と考える。

図表 8: 宅配水業界と携帯電話業界との比較

(百万円)	宅配水業界	携帯電話業界 (初期)
共通点	① スtockビジネス ② 廉価なスタンダードがある (水道水、固定電話) ③ 地域サービス型 ④ 新規参入者が多い	
相違点	① 機能の進化余地小 ② 水の差別化は困難 ③ 全世界がスタンダードを保有 ④ 大規模資本による参入は多くない	① 技術や機能の進化余地大 ② 他社品との差別化可能 ③ スタンダードを持たない選択肢有 ④ 大規模資本企業間での競争

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

携帯電話業界は初期に新規参入者が乱立したが、価格競争、技術競争を経て業界再編が進行した経緯を持つ

実際、宅配水事業と初期の携帯電話事業には幾つか共通点がある。具体的には、①ストックビジネスである、②廉価なスタンダードが確立している中、最初是一种の贅沢品(流行もの)としてスタートしている(水道水、固定電話がスタンダード)、③インフラ網の問題から、当初は地域サービス型が主流であった、④初期には新規参入者が殺到、乱立した、といったことなどが挙げられよう。携帯電話の場合はその結果、利用料金の急激な低下や音声通話にとどまらないさまざまな機能の拡充が進展。携帯電話の急速な普及が促されることとなった。しかし、同時に価格面でも技術面でもこれらが企業の大きな負担となったことも事実。必然として業界再編も進行し、国内で大手3社が圧倒的なシェアを占めるという現在の状況に至っている。宅配水業界もこういった歴史を繰り返す可能性はゼロではあるまい。

携帯電話業界とは相違点もあるものの、宅配水業界も似たような

もちろん、宅配水が携帯電話と決定的に異なる点もある。例えば、①機能面や技術面での進化余地は大きくない、②飲料水である以上、他社製品との明確な

流れに至る可能性は否めない

差別化は難しい、③生活用水需要もあるため、各世帯で水道水を引かないという選択肢はまずない(電話では、固定電話を持たず、携帯電話のみ契約しているという例は少なくない)、④大資本を擁した参入企業は多くない、など。このことは、ガリバー企業に再編収斂された携帯電話産業とは異なり、そこまで劇的な流れには至らない可能性も示唆している。とすれば、一つの見方として、現実にはかなりマイルドな再編が起こり、その後群雄割拠の状態で競争が一巡するといった青写真を考えることもできよう。当然ながら、状況を随時ウォッチし、青写真の合理性・現実性を常に確認しておかなければならないのは言うまでもない。現時点では参考までに見方の一つを提示するにとどめておく。

**そういった中、強い営業力を持つ
合併会社は大きな武器となろう。
今後の注目点は価格戦略**

しかし、いずれにしても新規加入者獲得競争はまだ当面継続すると考えておくべだろう。そういった観点では、強い営業力を持つ光通信との合併会社(アイデールライフ)設立などは大きな武器になるものと期待できる。今後の注目点は、価格戦略になると考える。

会社概要

飲料水宅配サービス大手。専業での上場は同社のみ。急成長を遂げており、創業7年で業界4位にまで躍進

株式会社ウォーターダイレクトは、飲料用天然水の宅配サービス会社。現在、東証において上場している唯一の宅配水専業会社である。創業は2006年。「安心・安全なおいしい水を提供するプラットフォームを確立する」を経営理念とし、以来7期連続で売上増を達成しており(変則決算を1期挟む)、2013年度には売上が100億円に肉薄する見通し。この間の平均成長率は実に年率で2.1倍。直近3期でも年率40%の成長を遂げている。2013年3月末の顧客件数は20.5万件。宅配水市場における売上シェアはおよそ7%と(2012年度実績: 矢野経済研究所調べ)、業界では現在4位に位置する。創業から日が浅いにもかかわらず、天然水、使いきりのワンウェイ宅配式、大手小売店などでのデモ販売といった特色が躍進の原動力となっている。本店は山梨県富士吉田市、本社は東京都品川区。資本金は9億5,545万円(2013年9月末時点。2014年1月31日で9億9,177万円、2月3日で12億448万円に変更)。従業員数は2013年9月末時点で134人である。

経営コンサルや投資家が自ら起業する異例の経緯を背景に、斬新なマーケティングと投資家目線を重視した経営を展開

同社は、経営コンサルティング・企業再生を行うリヴァンプの創業者玉塚元一氏、機関投資家である藤野英人氏(同社社外取締役兼レオスキャピタルワークス取締役)が宅配水市場の成長性に注目し、リヴァンプが主体となって設立された。その後、日本テクノロジーベンチャーパートナーズ(代表は同社社外取締役でもある村口和孝氏)も出資し、資本規模を拡大させている。

この設立の経緯は同社の特色を端的に示している。そもそも、経営コンサルや投資家は「既存の」企業にノウハウや資金を提供するのが通常である。しかし、同社の場合はコンサルや投資家が自ら起業・設立しているという点で異例と言うことができよう。これは、創業者がそれだけ宅配水ビジネスにチャンスがあるとの感触を持っていたと推定されるのに加え、その感触を裏付けるマーケティング構想を具体的に有していたためと思われる。実際、会社設立後はコンサルティング会社のノウハウ・実力ならではとも言える斬新なマーケティング手法を展開。既存企業とは異なる手法で顧客層を開拓し、投資家目線を重視した明解な経営方針と併せ、10年に満たない期間で業界上位の地位獲得に成功している。これら合理的かつ大胆なアプローチは、良い意味でしがらみのない「門外漢」による創業であったからこそ、とも考えることができよう。

一般株主の代表たる社外取締役が取締役会の半数を占める

また、現在の経営陣は6人の取締役で構成されるが、うち半数の3人は大株主でもある社外取締役が占める。したがって取締役会で過半数を得るには、少なくとも1人以上の社外取締役の賛同が必要な構造にある。社外取締役は業務執行をしがらみや利害関係に縛られず、一般株主の利益という視点で監督する立場にあるもの。すなわち、同社の取締役会は、社外取締役が十分その機能を発揮できる設定となっていることがわかる。これは企業経営の透明性、株主重視の経営を、制度において担保しているということの証左とも言える。社外取締役の重要性が唱えられて久しいが、現実には社外取締役の権限をここまで強化している日本企業は決して多くない。合理的な経営を追求する姿勢はここからもうかが

開発、製造、品質管理、販売、アフターサービスを自社で展開。家庭やオフィスとの直接契約による天然水供給が主たる業務

うことができる。

ウォーターダイレクトの主たる業務は、家庭やオフィスへの良質な水の安定供給。同時に、開発、製造、品質管理、販売、アフターサービスを自社で展開する製造小売り(ダイレクトマーケティング)の形態を採ることで、消費者ニーズに迅速に対応できる体制を構築している。供給する水の商品名は「クリティア 25*」。富士山麓より採水した天然水である。具体的には、富士吉田工場において、地下200メートルから有用ミネラルを含んだ天然水を採水し、工場内でポトリング、密封、梱包を行い出荷。家庭やオフィスへは既存の宅配業者を活用して配送し、水の消費量に応じて代金を得る仕組みとなっている。なお、消費者が利用するウォーターサーバーは、自社設計の開発製品(中国に委託生産)を原則として無償でレンタルを行っている(意匠性の高いサーバーに関してのみは販売)。

宅配水事業は典型的なストック型モデル。先行投資は重いが、着実に収益が見込まれる

なお、宅配水事業の特色は典型的なストック型ビジネスであること。「ストック型ビジネス」とは一般的に、顧客からほぼ毎月決まった収入(使用料や利用料など)があり、契約者数に比例して収益も増えていくビジネスを指す。一種のリピータービジネスではあるものの、一定の顧客と継続的契約関係にあるという点で、ショップやレストランなどのビジネスとは一線を画す。宅配水事業以外の具体例としては、電力・ガス事業、不動産管理、OA機器の保守サービスなどが挙げられる。

このビジネスモデルでは、一定の顧客を獲得してしまえば着実に売上・利益が見込まれ、経営はかなり安定化できるというメリットを持つ。一方、①そもそも顧客獲得が容易ではない、②安定している反面、事業の爆発的な拡大・成長は難しい、③顧客に使ってもらう設備や資産を予め十分に用意する必要があり、そのために初期投資負担が重くなる、といったハードルもある。顧客からすれば、継続的契約関係を結ぶ以上、その対象はある程度の事業実績や資産規模を持ち、安定的にサービスを提供してくれる企業が望ましいのは論を待たない。つまり、実績のない新規参入企業にとっては荷が重いビジネスモデルともいえる。

遂にストック型ビジネスのメリットを享受できる段階へ。既に、先行投資負担前の「実力」営業利益率は26%に到達

このことは、初期投資負担や顧客獲得に向けての先行投資負担が重く押し掛かるということでもある。決算数字を見る限りではまだ利益水準は高くないように見えるものの、これは同社が引き続き顧客数拡大に向けての先行投資を続けているため。仮に、これら先行コスト(販促費、ウォーターサーバー償却費など)の影響を除いた利益を同社の「ストック型ビジネスの実力値」と定義して捉えてみると、2012年度では営業利益で19億円程度、利益率は実に26%にも達すると試算できる(一方、決算実績は4.5億円)。この19億円の「実力値」は、顧客が離れていかない限り、安定的に見込むことのできる利益水準と位置づけることができよう。換言すれば、既に同社は先行投資さえ止めてしまえば、(その後の顧客離れのリスクはもちろん増すが)これだけの利益を当面は計上できる、ということに他ならない。すなわち、見かけ上の決算数字のみで同社の真の実力を測ることは非常に難しく、株価などで同社を評価する際には、見かけ上の損益のみならず、先行投資負担を勘案した利益の実力値を考慮しておく必要がある。

収益モデル

損益計算書(百万円)

	2008/9	2009/9	2010/9	2011/3*	2012/3	2013/3	2014/3E	2015/3E	2016/3E
売上高	770	1,865	3,487	1,782	5,472	7,195	8,800	10,500	11,500
売上原価	393	743	1,233	416	1,207	1,662	2,200	2,700	2,800
売上総利益	377	1,121	2,254	1,366	4,265	5,532	6,600	7,800	8,700
売上総利益率	49.0%	60.1%	64.6%	76.6%	77.9%	76.9%	75.0%	74.3%	75.7%
販売管理費	596	1,100	2,113	1,312	3,987	5,086	6,150	7,150	7,700
営業利益	-219	22	141	53	277	446	450	650	1,000
営業利益率	-28.4%	1.2%	4.0%	3.0%	5.1%	6.2%	5.1%	6.2%	8.7%
営業外収入	3	71	2	4	7	16	28	10	10
営業外費用	5	9	39	20	45	74	78	60	60
経常利益	-220	83	103	38	239	388	400	600	950
特別利益	0	117	0	3	0	10	11	0	0
特別損失	320	0	77	73	4	0	1	0	0
税前利益	-540	200	26	-32	235	397	410	600	950
法人税等	3	5	-11	4	-12	38	180	260	420
実効税率	-0.6%	2.4%	-43.3%	-13.8%	-4.9%	9.7%	43.9%	43.4%	44.2%
当期利益	-544	195	38	-37	247	359	230	340	530
当期利益率	-70.6%	10.5%	1.1%	-2.1%	4.5%	5.0%	2.6%	3.2%	4.6%
減価償却費	53	114	181	137	401	546	710	850	970
EBITDA	-166	136	322	190	678	993	1,160	1,500	1,970
EBITDA マージン	-21.6%	7.3%	9.2%	10.7%	12.4%	13.8%	13.2%	14.3%	17.1%

	2H/2011	1H/2012	2H/2012	1H/2013	2H/2013E	1H/2014E	2H/2014E	1H/2015E	2H/2015E
売上高		3,258	3,937	4,283	4,517	5,100	5,400	5,650	5,750
売上原価				1,020	1,180	1,300	1,400	1,350	1,450
売上総利益				3,263	3,337	3,800	4,000	4,300	4,400
売上総利益率				76.2%	73.9%	74.5%	74.1%	76.1%	75.2%
販売管理費				3,123	3,028	3,530	3,620	3,850	3,850
営業利益		31	446	141	309	270	380	450	550
営業利益率		0.9%	11.3%	3.3%	6.9%	5.3%	7.0%	8.0%	9.4%
経常利益		4	388	103	297	240	360	420	530
税前利益		0	397	114	297	240	360	420	530
当期利益		2	358	64	166	140	200	230	300
当期利益率		0.1%	9.1%	1.5%	3.7%	2.7%	3.7%	4.1%	5.1%

*2011/3 期は 6 カ月の変則決算、2015/3 期以降は連結決算 E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想 1H=上期 2H=下期

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

貸借対照表(百万円)

	2008/9	2009/9	2010/9	2011/3*	2012/3	2013/3	2014/3E	2015/3E	2016/3E
流動資産	381	590	1,391	1,438	1,713	2,990	3,506	3,369	3,948
現金及び同等物	139	139	589	811	905	1,540	1,812	1,416	1,843
売上債権	173	361	513	443	610	837	1,024	1,222	1,338
棚卸資産	34	55	72	34	54	256	313	374	410
その他流動資産	34	35	217	150	144	357	357	357	357
固定資産	439	682	1,269	1,264	1,667	2,175	2,565	3,115	3,345
貸貸用資産	184	388	652	860	1,453	1,942	3,043	4,443	5,643
その他有形固定資産	224	253	710	718	798	1,244	1,244	1,244	1,244
償却累計額	-95	-158	-315	-464	-830	-1,318	-2,028	-2,878	-3,848
無形固定資産	83	104	78	42	139	167	167	167	167
投資その他	42	94	144	107	107	140	140	140	140
総資産	819	1,272	2,660	2,702	3,379	5,166	6,071	6,484	7,292
流動負債	429	623	1,124	1,193	1,248	1,943	1,778	1,802	1,850
買入債務	111	210	177	92	74	100	122	146	160
短期借入金	47	53	539	646	573	962	772	722	492
その他流動負債	271	360	408	455	602	881	884	934	1,198
固定負債	107	171	1,021	1,031	1,408	1,822	2,212	2,262	2,492
長期借入金	55	135	846	786	1,102	1,450	1,840	1,890	2,120
その他固定負債	53	36	174	245	306	372	372	372	372
純資産	282	477	515	478	723	1,401	2,081	2,420	2,950
負債及び純資産	819	1,272	2,660	2,702	3,379	5,166	6,071	6,484	7,292
有利子負債合計	102	188	1,385	1,432	1,675	2,412	2,612	2,612	2,612
純負債	-37	49	796	621	770	872	800	1,196	769
ROE	-143.4%	51.4%	7.6%	-7.4%	41.1%	33.8%	13.2%	15.1%	19.7%

*2011/3 期は 6 カ月の変則決算、2015/3 期以降は連結決算

E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

キャッシュフロー計算書(百万円)

	2008/9	2009/9	2010/9	2011/3*	2012/3	2013/3	2014/3E	2015/3E	2016/3E
営業キャッシュフロー				391	625	679	1,000	1,300	1,800
税金等調整前当期純利益				-32	235	397	410	600	950
減価償却費				137	401	546	710	850	970
運転資本増減				287	-11	-264	-120	-150	-120
投資キャッシュフロー				-174	-618	-909	-1,347	-1,696	-1,373
設備投資				-149	-489	-894	-1,100	-1,400	-1,200
その他				-25	-129	-15	-247	-296	-173
フリーキャッシュフロー				217	7	-230	-347	-396	427
財務キャッシュフロー				-7	82	898	650	0	0
借入金増減				47	243	737	200	0	0
配当金支払				0	0	0	0	0	0
その他				-54	-161	161	450	0	0
現金及び現金同等物の期末残高				745	833	1,509	1,812	1,416	1,843

*2011/3 期は 6 カ月の変則決算、2015/3 期以降は連結決算

E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

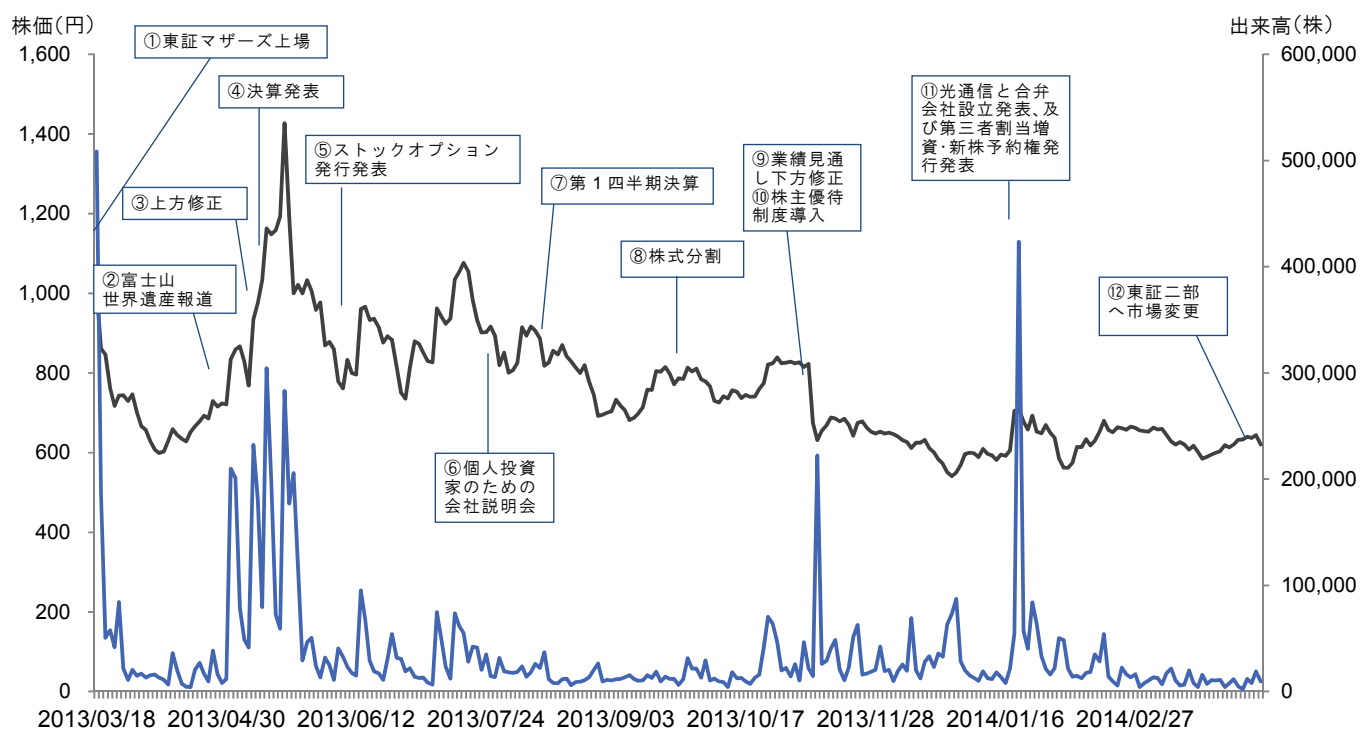
売上情報(百万円)

	2008/9	2009/9	2010/9	2011/3*	2012/3	2013/3	2014/3E	2015/3E	2016/3E
売上高									
製品売上	492	1,336	2,586	1,628	4,567	6,025	7,200	8,800	9,700
直接販売					3,545	4,678	5,200	6,200	6,400
代理店・取次店売上					1,022	1,347	2,000	2,600	3,300
商品売上	247	458	645	80	426	643	800	900	1,000
その他売上	30	71	256	74	478	526	800	800	800
合計	770	1,865	3,487	1,782	5,472	7,195	8,800	10,500	11,500
主要前提									
期末契約件数(千人)		44.6	74.8	88.0	136.5	164.8	185.0	195.0	205.0
OEM 他(千人)						40.2	75.0	95.0	125.0
合計(千人)		44.6	74.8	88.0	136.5	205.0	260.0	290.0	330.0

*2011/3 期は 6 カ月の変則決算、2015/3 期以降は連結決算

E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

株価パフォーマンスとイベント



- ① 2013/ 3 : 東証マザーズに上場
- ② 2013/ 4 : 富士山、世界遺産登録報道
- ③ 2013/ 5 : 2012年度業績見通しを上方修正
- ④ 2013/ 5 : 2012年度決算発表
- ⑤ 2013/ 6 : ストックオプション発行を発表
- ⑥ 2013/ 7 : 個人投資家のための会社説明会実施
- ⑦ 2013/ 8 : 2013年度第1四半期業績、及び株式分割(1株を3株)に発表
- ⑧ 2013/10 : 株式分割(1株を3株)
- ⑨ 2013/11 : 業績見通し下方修正
- ⑩ 2013/11 : 株主優待制度導入
- ⑪ 2014/ 1 : 光通信と合併子会社設立、及び第三者割当増資・新株予約権発行
- ⑫ 2014/ 4 : 東証二部へ市場変更

主要財務指標

(単位:百万円)

		2010/9	2011/3	2012/3	2013/3	2014/3(予想)
株価推移	株価(年間高値) (円)					1,427
	株価(年間安値) (円)					520
	月間平均出来高 (百株)					7,543
	時価総額(年間高値)					9,861
	時価総額(年間安値)					3,593
業績推移	売上高	3,487	1,782	5,472	7,195	8,800
	営業利益	141	53	277	446	450
	経常利益	103	38	239	388	400
	当期純利益	38	-37	247	359	230
	EBITDA	322	190	678	993	1,160
	減価償却費	181	137	401	546	710
	設備投資額	0	149	489	894	1,100
	EPS (円)	18.92	△18.39	124.05	179.13	28.37
	営業利益率 (%)	4.0	3.0	5.1	6.2	5.1
	売上高 EBITDA 比率 (%)	9.2	10.7	12.4	13.8	13.2
	ROE (%)	7.6	-7.4	41.1	33.8	13.2
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	1,391	1,438	1,713	2,990	3,506
	固定資産合計	1,269	1,264	1,667	2,175	2,565
	資産合計	2,660	2,702	3,379	5,166	6,071
	流動負債合計	1,124	1,193	1,248	1,943	1,778
	固定負債合計	1,021	1,031	1,408	1,822	2,212
	負債合計	2,145	2,223	2,656	3,765	3,990
	有利子負債	1,385	1,432	1,675	2,412	2,612
	純有利子負債	796	621	770	872	800
	株主資本合計	515	478	723	1,401	2,081
	純資産合計	515	478	723	1,401	2,081
	流動比率 (%)	124	121	137	154	197
	自己資本比率 (%)	19.4	17.7	21.4	27.1	34.3
	売上高総資本回転率	1.31	1.32	1.62	1.39	1.45
	売上高棚卸資産回転率	48.7	51.9	203.2	28.1	28.1
キャッシュフロー計算書 主要項目	営業活動によるCF		391	625	679	1,000
	投資活動によるCF		△174	△618	△909	△1,347
	財務活動によるCF		△7	82	898	650
	現金及び現金同等物の 期末残高		745	833	1,509	1,812

注: 2011/3 期は6ヵ月の変則決算。2014/3の株価推移は本稿発刊時点の実績(株式分割後基準)。EBITDA=営業利益+減価償却費
2013年10月に株式1株を3株に分割

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如何を問わず、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、企業との面会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株式会社エヌ・ジー・アイ・コンサルティング(以下「エヌ・ジー・アイ・コンサルティング」という)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およびエヌ・ジー・アイ・コンサルティングに帰属し、事前にフィスコおよびエヌ・ジー・アイ・コンサルティング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・加工することは堅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・譲渡することは堅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

本レポートに関するお問い合わせ

株式会社フィスコ

Mail: support@fisco.co.jp

〒107-0062 東京都港区南青山五丁目4番30号
CoSTUME NATIONAL Aoyama Complex 2F