

2013年7月5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
佐藤 謙

■ トップクラスの品質管理体制、 水という有望市場で平均を上回る成長

富士山の天然水「クリティア25* (CLYTIA25*)」の宅配サービス事業を手掛ける。顧客獲得の8~9割は家電量販店や百貨店でのデモンストレーション販売による。自社で製品開発、製造、販売、アフターサービスまで一貫して手掛ける製販一体経営に特徴。2013年3月に東証マザーズ市場に上場した。

宅配水市場は年率2桁ペースで成長を続けている。夏場における平均気温の上昇や「安全、安心な水」に対する需要が拡大していることが背景だ。こうした成長市場のなかで、設立7年目と後発である同社は、市場平均を上回るスピードで成長を続けている。2013年3月期の決算は売上高が前期比31.5%増、営業利益が同60.9%増と大幅増収増益となった。積極的なデモンストレーション販売や、利便性に優れるボトル、ウォーターサーバーなどの開発、アフターサービスの充実などにより、2013年3月末の顧客件数が前期末比22.5%増の16.4万件と増加したことが主因。また、前期より取引を開始したOEM先の顧客も含めると契約件数は同52.4%増の20.5万件と一気に拡大している。

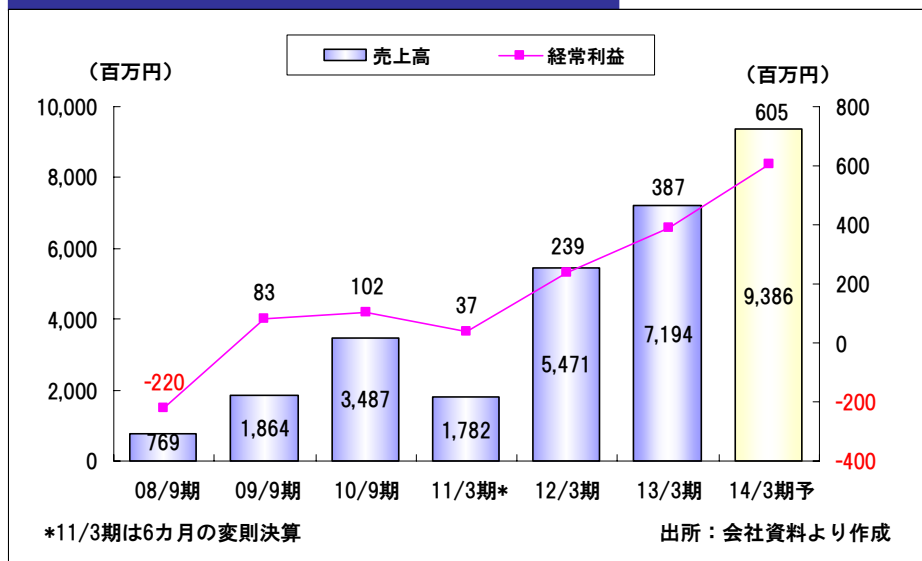
2014年3月期も売上高は前期比30.5%増、営業利益は同45.3%増と2桁の増収増益が続く見通し。顧客は順調に拡大中で、8月には工場の生産能力を2倍へ増強する予定だ。また、今期はウォーターサーバーの販売も強化する。デザイン家電メーカーと共同開発したスタイリッシュなウォーターサーバーが中小企業や美容室向けなどで好評なためだ。従来は顧客獲得のための先行投資的な意味合いが強かったウォーターサーバーで、新たな付加価値が生まれることになり、利益率の向上に寄与するものとみられる。また、販売チャネルに関しても従来8~9割を占めていた直接販売だけでなく、通信販売やインフォーマーシャルなど他の媒体も利用した契約獲得を強化していく方針である。

なお、株主還元策に関して、現在は成長のため投資資金に振り向けることを優先しており、当面は無配を継続する意向を示している。ただ、株主優待制度の活用は個人株主の拡大という意味も含めて導入していく意向。

■ Check Point

- ・ SPA型の経営戦略で成長、積極的なデモ販売で事業拡大
- ・ 自社設計によるオリジナル商品で他社との差別化図る
- ・ 売上高は業界平均を上回るペースで拡大する見通し

売上高・営業利益の推移



■会社概要

SPA型の経営戦略で成長、積極的なデモ販売で急拡大

(1) 会社沿革

2006年10月、宅配水ビジネスの成長性に注目したリヴァンプの玉塚元一氏（現ローソン取締役執行役員COO）、機関投資家の藤野英人氏、日本テクノロジーベンチャーパートナーズの村口和孝氏の3人が中心となって設立された。現代表取締役執行役員社長の伊久間努氏は、伊藤忠商事から米パソコン大手のデルを経て、リヴァンプに入社し、ウォーターダイレクトの事業計画作成に携わった経緯から、同職に就任している。

同社では創業当初からSPA型（※注）の経営を志向しており、ウォーターサーバーやPETボトルの自社設計から、製造、販売、顧客へのアフターサービスまで自社で完結することで、顧客ニーズを迅速に把握し、商品開発や販売方法に活かし、成長拡大する戦略を採ってきた。

顧客開拓に当たっては、2000年代前半にヤフージャパン<4689>がISP契約獲得のために採った販売手法に倣っている。具体的には、インフラ部分となるADSLモデムを家電量販店などで無料配布し、サービス加入後の月額料金によって顧客獲得にかかった費用（モデムの費用など）を回収し、収益を上げていくビジネスモデルである。同社に当てはめれば、ウォーターサーバーを無料で貸し出し、毎月配達する「天然水」で費用を回収し、収益を上げていくビジネスモデルとなる。

2007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（以下デモ販売）を開始して以降、積極的なデモ販売を東名阪エリア中心に展開。顧客件数も順調に拡大し、創業3年目となる2009年9月期で黒字化を達成して以降は売上高、利益ともに拡大局面に入っている。なお、家電量販店、百貨店とともに実演販売を行ったのは同社が業界初であり、信用力の高さがうかがえる。



■会社概要

2011年には台湾に支店を開設し、海外進出の足場を築いたほか、2012年にはOEM取引を開始するなど、一段の成長拡大に向けた事業体制の構築を進めている。2013年3月には事業拡大のための資金調達及びブランド力の向上による顧客件数の更なる拡大などを目的に、東京証券取引所マザーズ市場へ上場を果たしている。

(※注) SPA型：商品企画から製造、販売までを垂直統合させることでSCMの無駄を省き、消費者ニーズに迅速に対応できるビジネスモデルのことで、1986年に米アパレル大手ギャップの会長が自社の業態を指していった「Speciality store retailer of Private label Apparel」の頭文字を採った造語

会社沿革

年月	
2006年10月	山梨県富士吉田市において設立 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）
2007年4月	第一工場の稼働開始
2007年10月	ヨドバシカメラにて家電量販店業界初のデモ販売を開始
2007年11月	ロジスティクス（物流施設）を山梨県南都留郡富士河口湖町に設置
2008年5月	井戸及び取水付属設備の保有を目的として富士ウォーター株式会社を子会社化
2008年12月	大阪事務所を大阪市西区に設置 福岡事務所を福岡県糟屋郡粕屋町に設置（現在、福岡市東区）
2009年5月	松屋にて百貨店業界初のデモ販売を開始
2010年7月	富士吉田工場が竣工
2011年1月	台湾支店を台北市に設置
2011年3月	中部出張所を名古屋市中村区に設置
2011年4月	モンドセレクション2011で金賞を受賞
2011年8月	ロジスティクスを富士河口湖町内に移転、メンテナンスセンターを併設 富士吉田工場がISO9001の認証取得
2012年4月	山梨お客様サービスセンターの運営開始 プレミアムウォーター株式会社とOEM取引を開始
2012年6月	モンドセレクション2012で金賞を受賞 コールセンターにて音声自動注文システム導入 インフォーマーシャル開始 株式会社ウェルウォーターとOEM取引を開始
2012年7月	台湾支店にて販売活動開始
2012年9月	amadana×CLYTIAスペシャルサーバー発売開始
2013年3月	東京証券取引所マザーズへの上場
2013年6月	モンドセレクション2013で金賞を受賞

出所：会社資料より作成

■会社概要

バランスの良いミネラル成分、十分な品質保証体制

(2) 事業概要

前述したように、同社は富士山麓から採水した天然水を宅配する宅配水事業を手掛けている。「安心、安全なおいしい水を全世界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、宅配水事業により「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」ことを経営方針としている。

○商品

同社の商品となる天然水「クリティア25*」は富士山麓にある富士吉田工場の地下約200mから採水し、自社工場でボトリング、梱包までを一括して行っている。水質検査に関しては60分に1本毎のペースで行うなど、十分な品質保証体制を整えており、品質管理の国際規格であるISO9001も2011年8月に取得している。宅配水業界のなかではトップクラスの品質管理体制を整えている。

「クリティア25*」の特徴はミネラル成分がバランスよく含まれていること、また富士山麓でしか含まれないバナジウムが多く含まれていることなどが挙げられる。「クリティア25*」はミネラル成分のバランスとして好ましいと言われるカルシウムとマグネシウムで2~3対1の比率であることに加え、超微量金属のミネラル成分であるバナジウムを多く含む。また、食品分野における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するなど、実績も折り紙付き。価格に関しては12リットルボトル1,785円となっており、天然水を扱う同業の宅配水事業者と大きな開きは無い。

各社商品のミネラル含有量比較

会社名 商品名	宅配水				
	ウォーターダイレクト クリティア25	コスモライフ 富士の響き	岩谷産業 富士の湧水	TOKAI うるのん	サントリー 南アルプスの水
カルシウム(mg)	6.4	19.0	6.2	13.0	6~15
ナトリウム(mg)	6.8	21.0	5.3	54.0	4~10
マグネシウム(mg)	2.2	5.2	2.1	9.5	1~3
カリウム(mg)	1.2	3.6	1.0	2.3	1~5
バナジウム(μg)	91	58	80	100	-
価格(円/12L)	1,785	1,890	1,600	1,750	1,512
ウォーターサーバー 使用料(月額・円)	無料	無料	800	0~1,000円	1,050
種類	天然水	天然水	天然水	天然水	天然水

会社名 商品名	宅配水			市販水		
	ワンウェイウォーター 富士の天然水	ワンウェイウォーター 彩	ナック クリクラ	アクアクララ アクアクララ	トーエル アルピナ	ダノン(仏) エビアン
	13.0	19.0	6.6	9.8	0.2	80.0
	4.4	21.0	5.0	5.0	0.6	7.0
	5.1	5.2	3.3	1.2	0.1	26.0
	1.5	3.6	1.7	1.7	0.1	-
	44	58	-	-	-	-
	1,875	1,890	1,260	1,260	995	1,680
	無料	無料	無料	無料	600	-
	天然水	天然水	加工水	加工水	加工水	天然水

注：ミネラル含有量は水1000ml当たり。エビアンの価格は500mlボトル×24本の数字を記載。
出所：各社HPより作成



■会社概要

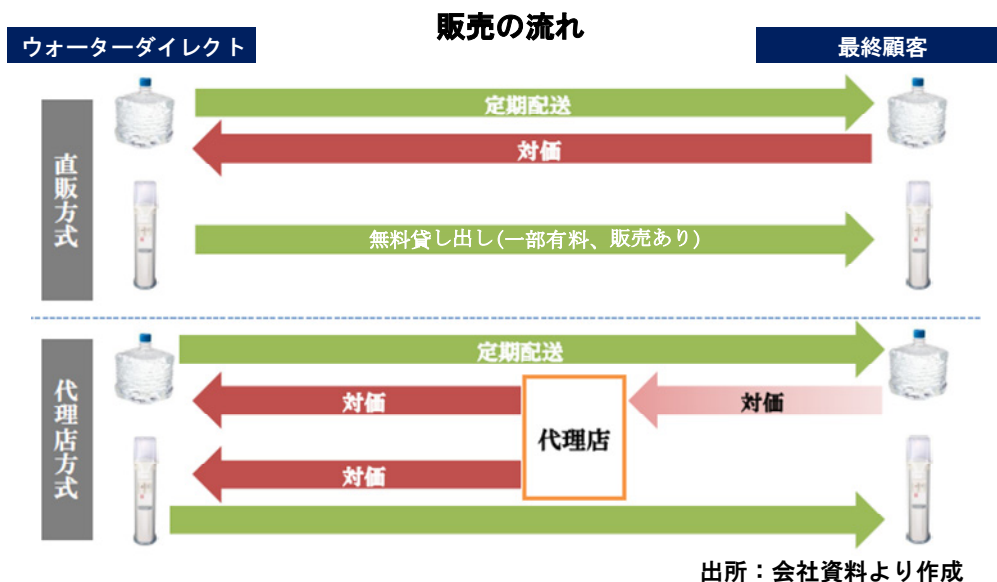
品質管理への信頼で大手小売店頭におけるデモ販売が可能に

○販売体制

販売体制については、前述したように家電量販店や百貨店など商業施設においてブースを設置し、試飲をしてもらいながら契約の申し込みを行うデモ販売が中心となっており、同社の契約の約7～8割がデモ販売による直接販売方式で獲得した顧客となっている。デモ販売の場所としては、ヨドバシカメラやエディオン<2730>などで独占的にデモ販売を実施しているほか、百貨店やアウトレット、ショッピングモールなどの商業施設で年間約16,300回のデモ販売を実施し、顧客開拓に繋げている。特に百貨店におけるデモ販売においては高島屋<8233>や大丸松阪屋、松屋<8237>、近鉄百貨店<8244>など大手百貨店と契約して、同社のみがデモ販売を行っている。これは前述したように製品の品質管理体制面において、工場でISO9001を取得するなど、万全の態勢を整えていることが評価されたものと考えられる。このように、大手家電量販店や百貨店など集客力のある強い販路を構築しているのが同社の強みと言えよう。

契約件数の残り2～3割は取次店による顧客仲介や代理店・特約による間接販売方式によっている。2013年3月末の取次店は232社、代理店(OEM先を含む)は27社、特約店は10社となっている。

最終顧客に至るまでの物資の流れに関しては図のとおりで、直販方式では、ウォーターサーバーを無料で貸し出しており、毎月、定期配送する「クリア25*」の販売収入によって、ウォーターサーバーを中心とした販売費用の回収を行うと同時に利益を積み上げていくというストック型のビジネスモデルとなっている。なお、ウォーターサーバーに関しては自社設計したものを、中国で委託生産しており、3年償却で減価償却費として計上している。このため、新規加入者が一気に増えると、減価償却費が先行して増加するため利益は一時的に落ち込む格好となる。四半期業績で見れば、夏場にかけて新規顧客が増える第1～2四半期の利益が低くなり、第3～4四半期に利益が偏る傾向になることには留意する必要があるだろう。



■会社概要

利用者が1年間契約を継続すれば、先行投資分を回収できる仕組みだが、1年未満の解約であっても、解約料金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。ちなみに、実際契約者が1年未満で解約するケースは全体の1~2割程度となっている。なお、ウォーターサーバーに関しては、無料貸し出しではなく一部レンタル料を徴収する機種（ハローキティとのコラボ商品）や、販売する機種（amadanaとの共同開発品）なども取り入れ始めている。

一方、代理店方式では顧客との契約が当該代理店になるため、ウォーターサーバーを代理店に販売し、売上高として計上する一方で、「クリティア25*」を代理店に卸売販売する格好となっている。このため代理店方式のほうが、短期的には利益が出やすい仕組みと言える（特約店ではウォーターサーバーを貸出）。なお、実際のモノの流れとしては同社の工場から代理店を経由せず、直接ユーザーまで直送しているため、代理店で在庫が滞留するといった状況にはならず、在庫調整が生じるリスクは殆ど無い。

また、2012年4月からはOEM供給も開始している。プレミアムウォーター（ビックカメラ等でデモ販売を実施している）やウェルウォーター（西部ガス<9536>の子会社）向けに販売を行っている。同社ではOEMの比率に関して、規模の拡大と経営の安定性の観点から、全体の3分の1程度までを上限として考えている。

ウォーターサーバーのラインナップ

HELLO KITTY 版



1年間のみ月額1,050円

amadana共同開発品



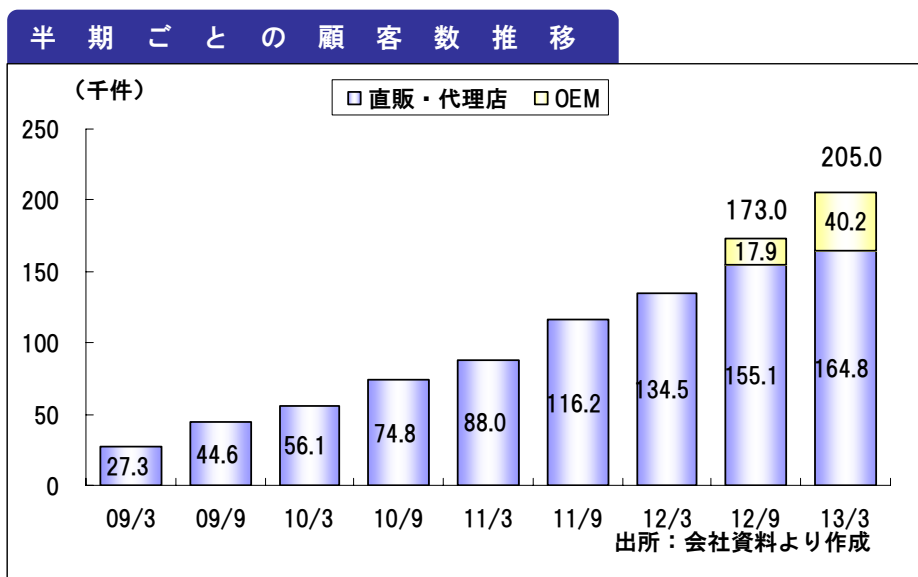
販売価格：38,430円

■会社概要

自社ブランド品の契約件数は16.4万件、シェアは順調に拡大

○契約数

契約数に関してはグラフの通りで、順調に拡大を続けており、2013年3月末時点で自社ブランド品の契約件数は16.4万件、OEM分も含めれば20万件を突破したことになる。うち、一般家庭向けは約9割を占めている。日本宅配水協会の調べによれば2012年末の国内全体の利用件数は293万件となっており、同社のシェアは自社ブランド品で5.6%、OEM分も含めると7.0%の水準。同社は後発企業であるものの、年々シェアを着実に拡大してきている。



なお、市場シェアに関しての同社のスタンスは、あくまでも高品質な商品とアフターサービスを含めた顧客対応力で差別化を図っていき、その結果がシェアの拡大に繋がっていくという考え方であり、安易な価格競争によってシェアを拡大することは考えていない。

顧客対応に関しては社長の伊久間氏がパソコン大手のデル在籍時代に、その重要性について認識しており、同社が注力する重要項目の一つとなっている。具体的には自社でコールセンターを運営しており、電話応答率で97%と高い水準を維持している。「電話して必ずつながる」ことが顧客満足度の向上を進めるうえでの重要要素の一つであると考えており、応答率が95%を下回れば、オペレータの人員も増やしていく方針だ。また、電話オペレータもコールセンターのスペシャリスト検定資格を持つなど、スキルの高いオペレータを揃えている。

こうした地道な努力によって、解約率（当月解約数／全契約者数）も平均で1%台と業界平均と比較しても低い水準を維持している。2012年9月期の解約率が前年に比べて上昇しているが、これは2011年3月の東日本大震災、福島原子力発電所の事故以降に緊急避難的に契約したもののうち契約後、1年過ぎたことで解約した件数が集中したという一時的な要因によるところが大きく、その後は再び低下傾向を示している。



■会社概要

自社設計によるオリジナル商品で他社との差別化を図る

OPETボトル、ウォーターサーバーは自社設計

同社は前述したように製品設計から製造、販売、顧客サポートに至るまで全てを自社で運営する体制を整えている。顧客ニーズを迅速に把握し、製品開発などに活かすことが可能なためだが、なかでもPETボトルやウォーターサーバーに関しては、顧客が直接使用するものであるだけに、利便性を重視した製品開発に注力している。

同社はワンウェイ方式（使い切り型）の宅配水事業を展開しており、かつPETボトルは回収不要と同社にとって効率的な形態を採っている。PETボトルは蛇腹形状にして簡単に収縮し、顧客も廃棄しやすくしている。ボトル回収型は、空いたボトルを家庭に保管しておく必要があるため保管場所に困ったり、業者が回収に来る時に在宅している必要があるが、こういったマイナス面を回避できる。

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にしたほか（特許取得済み）、ボトルの残量が減少すると外気を入れることなく自然にPETボトルが収縮する独自形状のPETボトルとボトルホルダーを開発している（特許取得済み）。いずれもPETボトル内の水の品質・鮮度を保つためには重要な技術で、他社との差別化が図れる技術と言える。

なお、PET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社に生産委託を行っている。現在、為替が円安になっており、ウォーターサーバーの仕入れ価格の上昇が懸念されるが、前述したようにウォーターサーバーは直接契約の場合、3年で償却する処理方法となっているため、コストアップ分も分散化され、2割程度の円安水準であれば特に問題のない範囲である。なお、物流業者については宅配大手業者2社に委託している。

オリジナル商品：ボトル、サーバーの独自技術

PET樹脂製ボトル



お水の鮮度を保つサーバー技術



特許取得:
外気を入れることなく収縮する独自形状のPET樹脂製ボトルとボトルホルダー。
安全性が高く、広く普及しており、お客様に定着しているPET樹脂製のボトルは、お水の品質・鮮度を保つ重要技術

特許取得:
外気がタンクに入りにくい構造。「生もの」のお水を劣化させる外気を遮断し、最後までお客様に美味しく、安心安全にご利用頂く技術

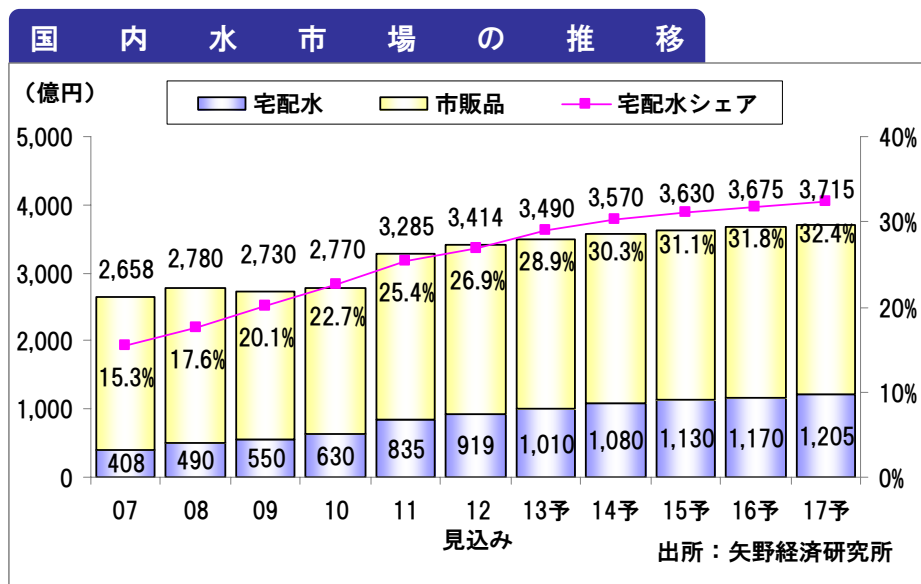
出所：会社資料



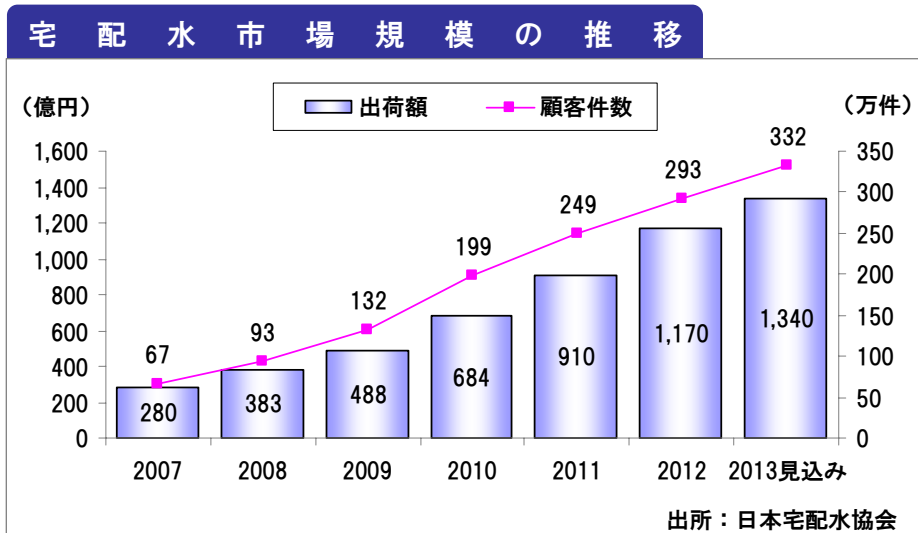
■市場動向

国内水市場、宅配水、天然水と成長続くポジショニングに位置

国内の宅配水市場はここ数年の夏場における平均気温の上昇や健康志向の強まり、原発事故の影響などもあって年率2桁成長が続いており、停滞が続く国内市場の中では数少ない成長市場となっている。矢野経済研究所の調べによると、国内の水市場全体では2006年の2,563億円、このうち宅配水の市場規模は11.4%の291億円とまだ割合としては小さかったが、年々、参入企業の増加などもあって市場が拡大し、2011年には水市場全体の23.6%を占める830億円まで拡大。今後も水市場に占める宅配水のシェアは拡大傾向を辿り、2016年には1,250億円まで成長すると予測されている。



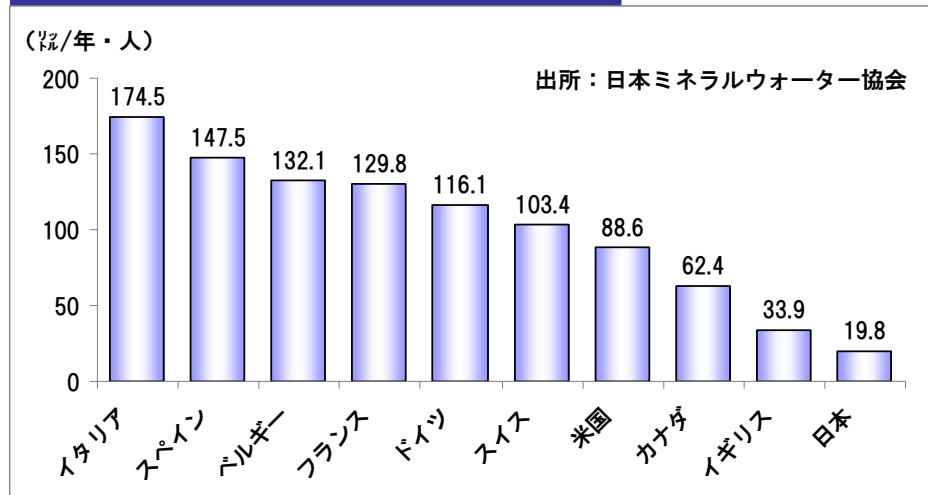
また、日本宅配水協会が公表している統計データによれば2012年の宅配水市場は前年比28.6%増の1,170億円に、2013年には同14.5%増の1,340億円と引き続き2桁成長を予測している。国内の水市場全体が約3,500億円程度あり、そのうち宅配水のシェアがまだ3割程度ということであれば、成長余地は依然として残されていると言えよう。



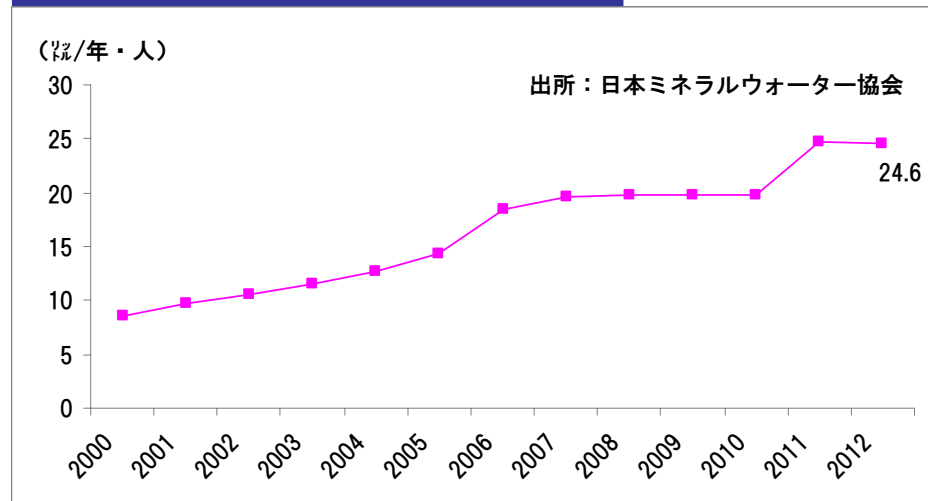
■市場動向

一方、欧米各国との比較で見れば、日本におけるミネラルウォーターの一人当たり消費量はまだまだ低いことがグラフをみてもわかる。日本では過去、水を買うという習慣が無かったことが影響しているとみられる。ただ、それでもここ数年は着実に増加傾向にあり、今後もミネラルウォーターの消費量そのものが拡大していく可能性も十分ある。

国別ミネラルウォーター消費量(2010年)



日本のミネラルウォーター消費量の推移



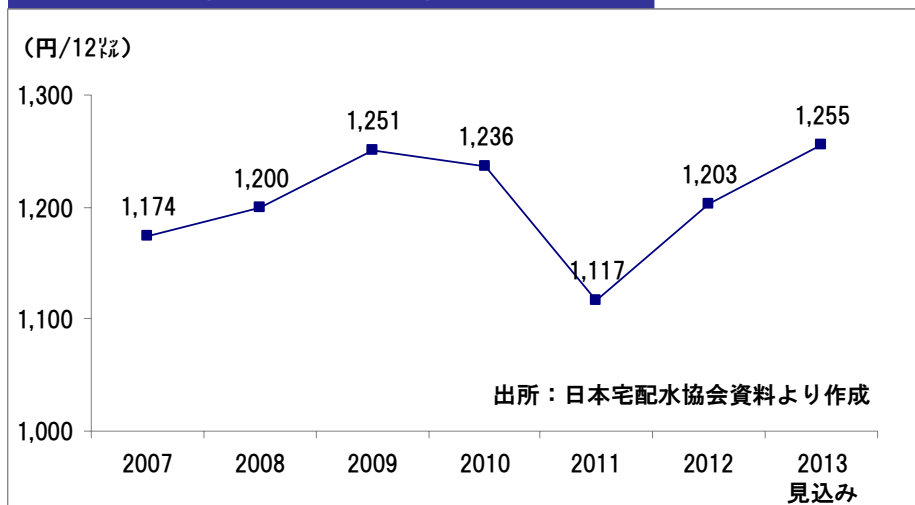
宅配水市場のなかでは同社のように天然水を扱う事業者と、RO膜（逆浸透膜）によって不純物を除去した加工水を扱う事業者とに大別される。後者のほうが水の価格が3割程度安いため、契約件数も多くなっている。業界シェアの1、2位を占めるナックとアクアクララがそれぞれ2割程度のシェアを持っているため過半以上は加工水事業者で占められていると推定される。ただ、最近では天然水を扱う業者のシェアが上がってきているものと思われる。



■市場動向

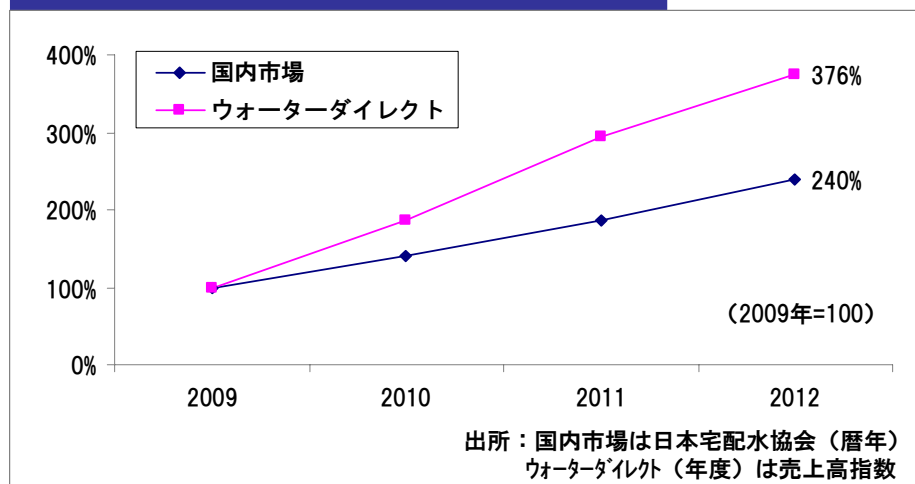
容量当たりの単価動向をみると2011年こそ前年比で大きく下落したものの、それを除けばほぼ上昇傾向になっており、単価の高い天然水の比率が上昇していることが推察される。2011年に関しては原発事故の影響で、緊急避難的に単価の低い宅配水を契約した人が集中したと考えられ、これにより全体の平均単価が押し下げられたものと思われる。2013年4月にはミネラルウォーター（市販品）で業界シェアトップのサントリーが関東地方限定で天然水の宅配水事業に参入するなど、天然水を扱う事業者の新規参入も増えてきている。競争は激化しようが、大手の参入によって市場認知度も高まり更なる普及拡大も期待される状況と言えよう。

宅配水の容量当たり単価の推移



2009年を100として業界全体と同社の成長ペースを比較してみると、同社が業界平均を上回る成長を続けていることがわかる。前述したように、同社の高品質な商品づくりと、集客力のある販路構築、顧客サポート体制の充実などが背景にあると言え、今後も当面は業界平均を上回る成長を続ける可能性が高いと弊社ではみている。

国内市場とウォーターダイレクトの成長指数



■ 決算動向

前期は売上高、利益ともに過去最高を2期連続で更新

(1) 2013年3月期決算

2013年3月期の決算は、売上高が前期比31.5%増の7,194百万円、営業利益が同60.9%増の446百万円、経常利益が同62.1%増の387百万円、当期純利益が同45.3%増の358百万円といずれも過去最高を2期連続で更新する好決算となった。顧客数が前期末比で22.5%増の16.4万件となったことに加えて、OEMビジネスの開始によりナチュラルミネラルウォーターの販売量が増加したことが要因だ。

部門別売上高ではナチュラルミネラルウォーターが前期比32.0%増と好調に推移した。直販・取次店、代理店・特約店・OEMともにほぼ増収率は同じであったが、代理店・特約店・OEM事業の増収部分の大半は2012年4月からスタートしたプレミアムウォーターを中心としたOEM向けの売上増によるものとみられる。

また、ウォーターサーバーも前期比50.8%増と拡大した。代理店向けの販売増に加えて、2012年9月からデザイン家電メーカーのamadanaと共同開発したスペシャルサーバーが中小企業や美容室向けなどに好調に推移したのが寄与した。同スペシャルサーバーの当初の開発コンセプトは「リビングにもおけるスタイリッシュなウォーターサーバー」であったが、企業向け通販事業者大手のアスクル<2678>の取扱商品となったことで、企業の受付やドリンクコーナー、美容室向けなどに売上高が拡大した。

その他事業には代理店に対する営業代行業務や代理店、取次店に対する販促物の売上高などが含まれており、事業規模の拡大に伴って堅調に推移した。

損益分析でみると、売上原価率が前期比で1.0ポイント増の23.1%となったが、OEM事業の拡大により、売上原価率は上昇したが、出荷数量の増加により生産効率が上がり、製造単価が下がったことで金額ベースでは増収に大幅に貢献した。また、販管費率は2.2ポイント低下の70.7%となった。金額ベースでは運送費や販促費、人件費などを中心に1,100百万円ほど増加したものの、増収効果で吸収した格好だ。

なお、当期純利益は繰越欠損金が解消されたことにより、繰延税金資産の回収可能性の判断基準を見直した結果、経常利益とほぼ近い数字となった。

2013年3月期の業績概要（単位：百万円）

	12/3期	13/3期	伸び率
売上高	5,471	7,194	31.5%
ナチュラルミネラルウォーター販売	4,567	6,025	32.0%
直販・取次店	3,544	4,677	31.8%
代理店・特約店・OEM	1,022	1,347	31.9%
ウォーターサーバー販売	426	643	50.8%
その他	478	526	10.1%
営業利益	277	446	60.9%
経常利益	239	387	62.1%
当期純利益	247	358	45.3%

出所：会社資料より作成



■決算動向

今期も3期連続の最高益、工場の拡張で成長に布石

(2) 2014年3月期見通し

2014年3月期の会社計画は売上高が前期比30.5%増の9,386百万円、営業利益が同45.3%増の648百万円、経常利益が同56.0%増の605百万円、当期純利益が同3.1%増の370百万円を見込んでいる。当期純利益の伸び率が低いのは、法人税の負担が正常化するためである。

2014年3月期の業績見通し（単位：百万円）

	13/3期	14/3期予	伸び率
売上高	7,194	9,386	30.5%
営業利益	446	648	45.3%
経常利益	387	605	56.0%
当期純利益	358	370	3.1%

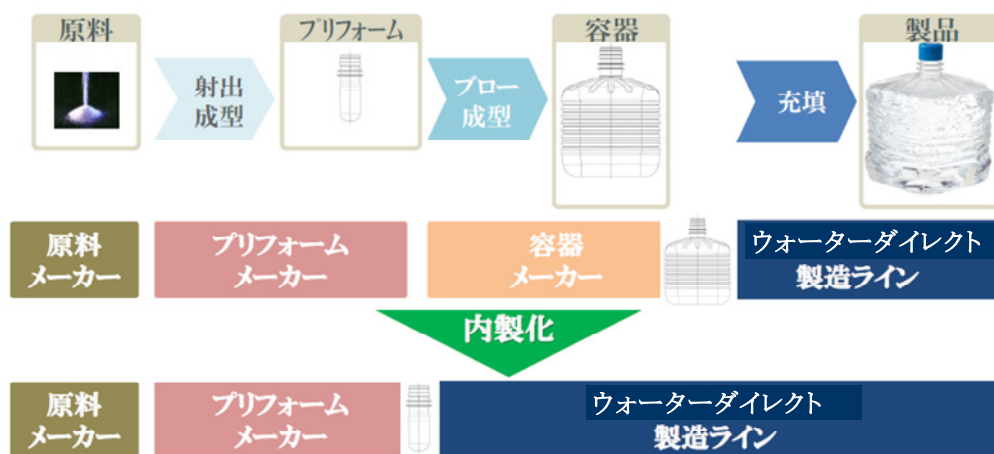
出所：会社資料より作成

2014年3月期も売上高は業界平均を上回る成長を計画しており、解約率の前提は1.5%とやや保守的にみている。同社では今期の重点施策として工場の拡張による能力拡大と一部生産工程の内製化による生産効率向上、商品ラインナップの拡大、販売チャネルの拡大、の3点を挙げている。

第一に工場の拡張だが、現在の生産能力は月産60万個（12リットルボトル換算）となっており、これに対して生産量が40万個の水準となっている。これが夏には季節要因で50万個程度まで増えることが見込まれており、能力面で逼迫する状態になる可能性も出てきたことから、生産能力を8月にも2倍増の120万個に引き上げる計画を立てている。

また、自動倉庫の導入やPETボトルのブロー成形工程（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）を自社工場内で行うなど新たな取り組みも開始する。ブロー成形に関しては7月から本格稼働する計画だ。従来はボトルメーカーでブロー成形後に仕入れて水の充填から同社で行っていたが、ブロー成形工程を内製化することで、輸送コストの削減効果が期待できることになる。

PETボトルの内製化で製造コスト削減へ



出所：会社資料

■決算動向

更に、自動倉庫に関してはOEM商品が増えてきたことから、1日の生産計画のなかで自社ブランド品、OEM品と効率よく生産していくために必要となるもので、いずれも生産効率の改善に寄与するものとみられる。工場にかかる設備投資額としては2014年3月期で約1,000百万円を計画しており、ウォーターサーバー投資も含めると全体の設備投資額は1,400～1,500百万円程度となる予定だ。

第二に商品ラインナップの拡充については、amadanaとの共同開発品であるウォーターサーバーで、3色のカラーバリエーションを整えた。3種類の色の違うウォーターサーバーを揃えることによって、通販会社だけでなく家具屋などでも陳列しやすくなり、売上高の拡大が期待できる。

第三の販売チャネルの拡大については、前期後半からカタログ通販という新たな販売チャネルができたが、加えてインフォーマーシャル（テレビショッピング等の情報提供型広告、BS/CS番組で実施）やWeb（自社、楽天、Amazon等）など新たなチャネルの開拓にも積極的に取り組んでいく。全体の契約のなかの1～2割はこうした新たなチャネル経由での契約となるように取り組みを強化していく方針だ。



工場外観



増築2階部分 自動倉庫

出所：会社資料

■成長戦略

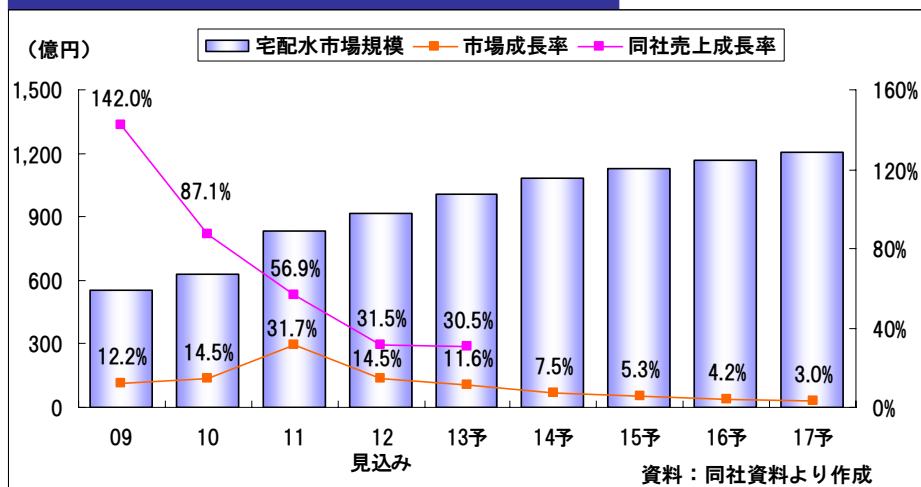
売上高は業界上回るペースで拡大、営業利益率は10%が目標

同社は中長期の経営ビジョンとして、以下の3点を掲げている。

- ・水の品質・美味しさにおいて「アジアNo.1企業になる」
- ・水を通じ、「健康なライフスタイルの提案企業になる」
- ・あらゆるステークホルダーから信頼される「透明性の高い企業」になる

経営数値面では、3年内に営業利益率で10%台の水準に引き上げていくことを目標としている。前期実績では1.1ポイント増の6.2%まで上昇しており、今後順調に顧客件数が増加し、市場価格が下落しなければ、達成の可能性は十分あると弊社では見ている。また、売上高の成長率に関しては業界平均を上回るペースで拡大していくとしている。

宅配水市場と同社売上高の成長率推移



今後の成長戦略としては、現在の「先行投資型ビジネスモデル」からの転換を進めていく。直販方式ではウォーターサーバーを無料レンタルして、顧客を獲得しているケースが殆どであるが、前期に投入したamadanaとの共同開発機種のように、ウォーターサーバーそのものにも価値を見出し、料金を支払うケースも出始めている。主に法人や個人事業主のケースが多いことから、今後は一般家庭向けだけでなく、法人・個人事業主向けの顧客開拓も進むものとみられる。一般家庭向けでは初期費用の負担増に繋がるため、割賦販売等の検討も進めている。

同社では既成概念に捉われない新しいコンセプトを持ったウォーターサーバーの開発にも取り組んでおり、実際、同様のビジネスモデルで成功している企業もある。ネスレのエスプレッソマシンやキャノン<7751>のプリンタなどがそれで、ハードウェアに関しては薄利であっても販売されており、売上原価の回収はある程度できている。そして、利益に関しては消耗品によって稼ぎだしており、結果的に高収益なビジネスモデルに築き上げている。

■成長戦略

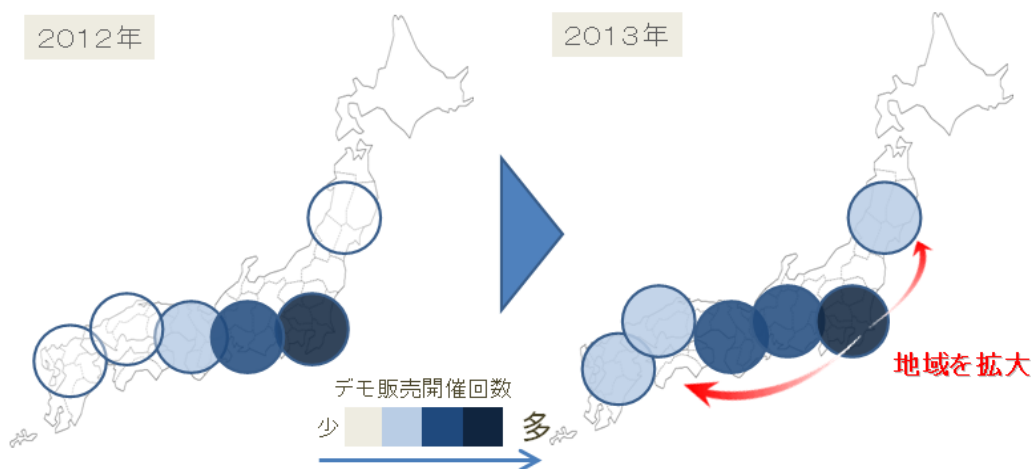
ただし、ウォーターサーバーに関しても販売することによって売上原価だけでも回収できれば、それだけで利益率は一気に上がることになる。ウォーターサーバーの原価を1万円と仮定して、それを販売価格1万円で6万台販売したとすると、無料で貸し出す場合（3年償却）と比較して単年度の営業利益で約200百万円の増益要因となる。前期の業績に当てはめればそれだけで3ポイント近く利益率が上がる計算だ。このため、今後のウォーターサーバーの開発、販売動向が注目されよう。

また、販売エリアの拡充も進めていく。現在、同社顧客の約9割は東名阪エリアに集中しており、これを地方都市まで拡大していく。最近では広島に国内で5拠点目となる事務所を開設したほか、東北エリアにも今後、拠点を開設する予定となっている。

海外展開に関しては、2012年より台湾での営業活動を開始している。台湾では水を買う文化はあっても、海外から輸入したものを宅配水として購入するのは初めてのケースとなるだけに、現在はまだ試行錯誤の段階と言える。いわば、アジア展開に向けたビジネスモデルの構築を台湾において行っているということになる。「美味しい水」の需要はアジア各国でも需要は大きいとみられるだけに、国内市場が成熟した次のステップでの成長ドライバーとして期待される。

その他、サービスプランについても多様なプランを用意し、利用者のニーズに応じていく方針で、ポイント還元などプレゼント企画の実施、長期契約プランの導入などを検討している。

デモ販売開催地域分布イメージ



出所：会社資料



■財務分析

資金需要は旺盛、当面は成長を重視した財務体質

財務状況については表の通りとなっている。2013年3月期は株式を上場し、311百万円の資金調達をしたことで、自己資本比率が27.1%と前期末比で5.7ポイント上昇した。また、現在は先行投資期間であることから、新規顧客開拓のための資金需要が多く、工場の能力増強投資も予定している中で、有利子負債も同738百万円増加している。

有利子負債の負担が重くなっているが、同社ではネットD/Eレシオ（※注）で200%を超えないように経営を行っていくとしており、将来的には100%程度が適正水準とみている。2013年3月期に関しては現預金の増加によって62.1%と水準は低くなっているが、設備投資などで現預金の流出が見込まれており、今期末は再び数値が高まる見込みだ。

ROEに関しては、自己資本がまだ少ないことから前期実績で33.8%と高水準を維持している。足元は顧客獲得のための資金需要が旺盛なため、有利子負債の削減は業界と同社の成長がある程度緩やかになってからとなりそうだ。

また、前述したように新規契約が増えれば、その分だけウォーターサーバーの費用がかかる仕組みに今現在はなっている。言い換えれば、顧客の獲得ペースが落ちてくれば、資金需要も発生しなくなるため、有利子負債の削減も進んでいくものと思われる。

※ネットD/Eレシオ＝（有利子負債－現預金）÷株主資本

2013年3月期の財務概要（単位：百万円）

	12/3期	13/3期	増減要因
流動資産	1,712	2,990	
現預金	904	1,540	株式上場による資金調達、期間利益の増加
在庫	53	256	事業規模の拡大
総資産	3,379	5,165	
流動負債	1,248	1,942	
固定負債	1,407	1,822	
有利子負債	1,674	2,412	ウォーターサーバー費用、設備投資資金調達のため
負債	2,656	3,764	
株主資本	725	1,401	
純資産	723	1,400	株式発行収入、期間利益の増加
【各経営指標】			
自己資本比率	21.4%	27.1%	
ネットD/Eレシオ	106.1%	62.1%	
ROE	41.1%	33.8%	
営業利益率	5.1%	6.2%	

出所：会社資料より作成

■株主還元策とリスク要因

成長を重視して配当は見送り、株主優待制度は導入を検討

次に株主還元策とリスク要因について触れておく。株主還元策に関しては現在が先行投資期間であるため、当面は配当金に関しては無配を継続する方針で、会社が成熟期に入った段階で配当金による株主還元を行っていくとしている。その代わりに、株主優待制度の導入を検討している。

一方、リスク要因として主なものには以下の点が考えられる。

- ・水源が1ヶ所のみであり、何らかの自然災害によって、同水源が使用できなくなった場合は業績に重大な影響を及ぼす可能性が高い。このため、同社では第2の水源を探索中ではあるが、まだ、具体的な候補などは決まっていない。

- ・ウォーターサーバーに関して「CLYTIA(アクア)」は現在中国メーカー1社に製造を依存しているため、同社の操業が困難になった場合、一時的に生産供給が滞る可能性がある。

- ・宅配水市場の成長が続く一方で、新規参入が増えるなかで、他社との差別化戦略が上手く機能しなければ、顧客獲得が進まず、業績面で影響が出る可能性がある。

いずれも現時点においては顕在化しているものはなく、業績面でのマイナス要因は無いと考えられる。

株価は3月の上場初値3,600円から2,000円台半ばとやや調整した水準にある。2014年3月期の予想PERで見れば10倍台半ばの水準だが、当面は2桁台の増収増益が続く見通しである点にギャップがあると言える。

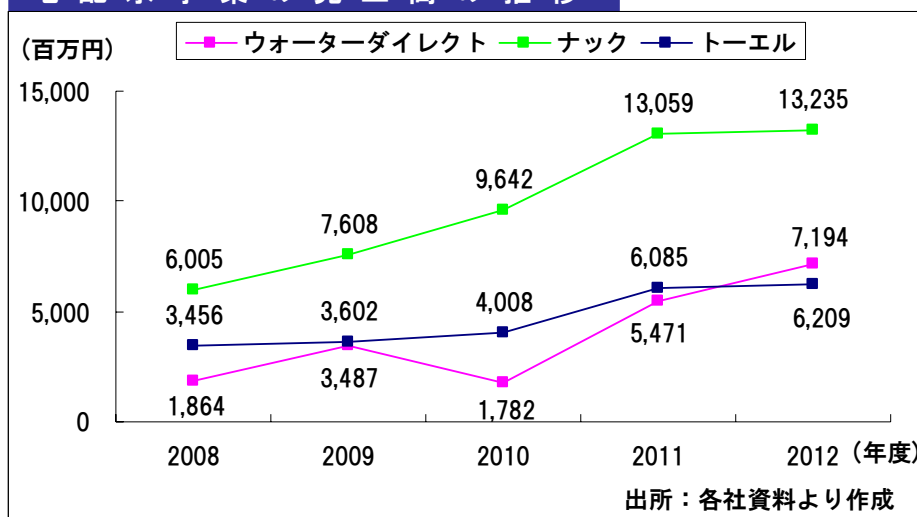
■ 同業他社比較

収益拡大と利益率上昇の同時達成が割安感解消のポイント

同業他社との比較についてみてみる。ここでは、宅配水事業において業績開示を行っているナック<9788>、トーエル<3361>及び、ビジネスモデルとしてストック型のビジネスモデルを展開しているダスキン<4665>、ワイヤレスゲート<9419>との比較を行ってみた。

まず、宅配水で競合となるナック（クリクラ）とトーエル（アルピナ、ハワイウォーター）との比較において、直近3年間の成長率でみると、売上高はナック、トーエルが約20%の成長率であるのに対し、同社は33.8%増収と高い成長率で伸びていることがわかる。特に2011年3月の原発事故後に需要が急増した宅配水業界において、その反動減が懸念された2012年度においても、同業他社が伸び悩んだなかで高い成長が続いたことは注目されよう。

宅配水事業の売上高の推移

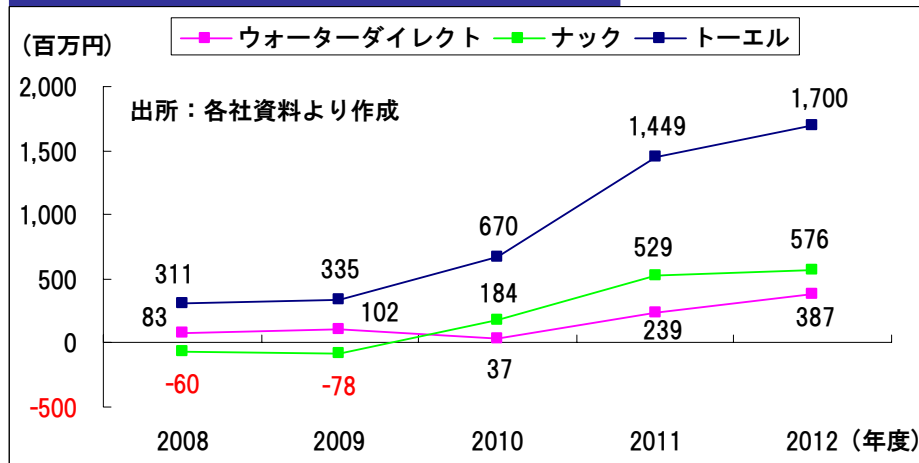


また、営業利益ベースではトーエルの伸びが高く、営業利益率も高水準となっている。トーエルはRO膜水を、業界最安値で販売しているが、ウォーターサーバーに関しては毎月レンタル料金を徴収しており、初期負担が他社よりも大きくないこと、また、宅配水に関してハワイからもボトルをドル建てで輸入販売しており、ここ数年の円高進展が利益面で追い風になったと推察される。

一方、ナックに関しては顧客件数などで業界シェア約2割とトップを走るが、前期は加盟店向けに販売していたウォーターサーバーが在庫調整により減少したこともあって伸び悩んでおり、収益性も相対的に低水準で推移していると言える。ナック、トーエルともに宅配水の専門メーカーではないため、株価面での比較はしがたいものの、予想PERや実績PBRの水準でみれば、ウォーターダイレクトは他2社を上回る評価がなされている。株式市場では宅配水市場の成長性、なかでも同社のビジネスモデルや成長性が評価されているものと想定される。また、同社においては今後、先行投資とのバランスを取ることで利益率の向上、ひいては増益スピードの加速も予想されている状況にある点なども評価項目となろう。

■同業他社比較

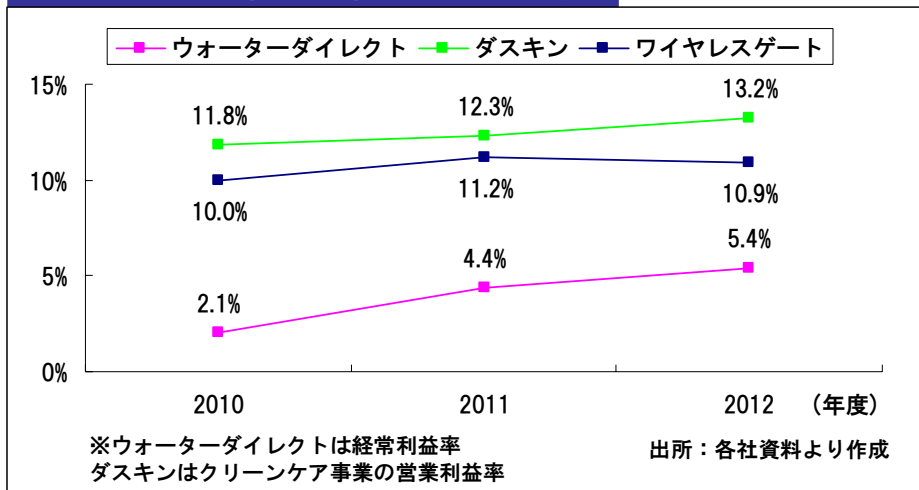
宅配水事業の営業利益の推移



一方、ストック型のビジネスモデルという点においては携帯電話事業者やメンテナンス会社、メーカーにおいてはプリンタの消耗品で高収益を稼ぎ出しているキヤノン<7751>などが代表的ではあるものの、ここでは毎月定期的に家庭にモノを配送するサービスを手掛けるダスキン、同社と同様ベンチャー企業でストック型ビジネスモデルによって高成長を続けているワイヤレスゲートと比較してみた。

ダスキンのクリーンケア事業においては直近3年間の成長率は国内景気低迷による企業向けの減収などが響いてマイナス成長となっているものの、利益率に関しては比較的安定して推移している。ワイヤレスゲートにおいても同様で、加入者数の拡大で売上高、利益ともに急成長を続けているが、利益率は黒字転換した2010年度以降は安定した水準で推移している。ストック型ビジネスモデルは利用者が減少しない限りは毎月安定した収入が入るため、サービス料金を変更するか、販売経費や固定費が増えない限りは安定した利益率が得られる仕組みだ。

ストック型企業の営業利益率の推移



■同業他社比較

ウォーターダイレクトの場合も同様で、現在は顧客開拓のための販売費用をコントロールすることによって、利益率が変動することになる。同社の四半期業績で見ると、顧客契約数が伸びる春から夏場にかけて利益率が低下する傾向にあるが、これは顧客獲得費用、並びにウォーターサーバーの償却費が契約数の増加によって増えることが主因だ。同社では現段階は顧客獲得のための先行投資期間であると位置づけており、営業エリアを3大都市圏以外にも広げながら顧客の囲い込みを行っていく方針。とは言え、急速な契約者の増加は利益を圧迫するため、年度を通した利益とのバランスを考えながら顧客開拓を進めていき、2~3年後には営業利益率で10%の水準を目指していく考えだ。

なお、株価指標面をみると予想PERではダスキン、ワイヤレスゲートと比較して割安感がある。今後、収益規模の拡大と利益率の上昇を同時に進めていくことができれば、相対的な割安感も解消される可能性がある。

同業他社比較

単位：百万円

会社名	ウォーターダイレクト	ナック	トール	ダスキン	ワイヤレスゲート
コード番号	2588	9788	3361	4665	9149
株価(6月14日:円)	2,899	1,742	451	1,719	5,010
時価総額	6,605	28,853	9,204	108,436	12,229
2012年度売上高(*)	7,194	13,235	6,209	109,057	5,501
2012年度ROE	33.8%	19.6%	9.7%	4.1%	37.5%
過去3年間平均増収率(**)	56.8%	20.3%	19.9%	-2.6%	134.6%
過去3年間平均営業増益率(**)	67.0%	-	71.7%	-4.2%	-
今期予想EPS(円)	162.43	172.08	44.59	69.75	189.84
今期予想PER	17.8倍	10.1倍	10.1倍	24.6倍	26.4倍
実績BPS(円)	614.67	824.06	554.22	2,407.88	628.47
今期予想DPS(円)	未定	35.00	15.00	60.00	80.00
配当利回り	-	2.0%	3.3%	3.5%	1.6%
株主優待制度(***)	検討中	クリックマグカップ、 クリック金の パナソニック水 (500ml非売品)	自社取扱商品 (ピュアウォーター等) 1,500円相当or 3,000円相当	株主優待券 1,000円分or 2,000円分	-

(*)ナック、トールは宅配水関連事業、ダスキンはクリーンケア事業の売上高

(**)ウォーターダイレクトは経常利益を採用。3年間平均増収率は変則決算を跨ぐため10/9期を起点とした。ナックとワイヤレスゲートの平均増益率は基点が赤字決算のため算出不可。

(***)株主優待制度：ナック(100株以上保有)、トール(500株以上or1,000株以上、年2回実施)、ダスキン(100~300株未満or300株以上、年2回実施)

出所：各社資料より作成



ディスクレマー（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・大阪証券取引所・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、株式会社大阪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致します。

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