

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

[MOTHERS 2588]

CORPORATE RESEARCH

CONTENTS

サマリー	2
会社概要	3
事業概要	5
財務状況	9
KEYWORD 1	14
KEYWORD 2	21
KEYWORD 3	23
今後の課題と注目点	26
業績動向	29
収益モデル	35
株価パフォーマンス とイベント	38
主要財務指標	39

ウォーターダイレクト [2588]

創業来、増収増益を続ける成長企業 ～成長する水市場で 斬新な経営を展開～

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

2013 年 10 月 25 日現在

東証に上場する唯一の宅配水専門会社。創業は 2006 年と若い企業であるものの、以来 7 期連続(変則決算を 1 期挟む)で増収増益を達成。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。2013 年 3 月末で 20.5 万件の顧客を抱え、直近 3 年の売上は年率 40%で成長。ROE は税負担が軽いという特殊要因もあるが、2012 年度で 34%にも達している。

躍進の原動力は、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既存企業にはない特色。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の形態を採り、ニーズに迅速に対応できる体制を構築している。典型的なストック型ビジネスであり、投資負担が収益に先行する構造。その分、財務負担は大きい、「本当の収益力」は見掛け上の決算数字を上回っている点を見過してはならない。

今後の注目点は、短期的には株主還元政策、中長期的には配送コストの上昇懸念及び成長市場であるが故に新規参入者増に伴う競争激化懸念、となろう。経営陣は利益の内部留保を当面優先する意向ながら、何らかの株主還元は検討されると考える。また、配送コストは製販一体モデルの同社において、唯一の外注分野。それがビジネスリスクとなる可能性は認識しておく必要があろう。

当面の業績は好調継続を予想する。2013～2014 年度は、顧客ターゲット層やエリアの拡大戦略により、直接契約や OEM の増加が見込まれよう。顧客数は 2014 年度末には 28 万件に達すると想定している。顧客獲得のための投資負担も増加しようが、売上増でそれらを吸収し、創業来の増収増益基調を維持する見通し。2014 年度には経営陣が当面の目標としていた営業利益率 10%に肉薄する公算は大きいと見る。リスク要因としては、天然水採水に影響を及ぼす自然災害の発生を外的リスクに、成長に向けた先行投資の急拡大を(短期的な業績圧迫要因として)内的リスクとして挙げる。

主要市場	マザーズ
時価総額	5,694百万円
発行済株式数	6,910,500
52週レンジ(円)	596 -1,427円
PER (会社予想基準)	14.97倍
PBR (会社予想基準)	3.20倍
ROE (実績)	33.80%
配当	-円
予想配当利回り	-%
純負債/株主資本倍率	0.62

会社概要

**飲料水宅配サービス大手。専門
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門会社である。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。従業員数は 2013 年 6 月末時点で 135 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・実力ならではの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に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

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

うことができる。

大株主には機関投資家が名を連ねる。

同社の大株主には、その創立の経緯もあり、投資事業組合などのベンチャーキャピタルが名を連ねる。2013 年 3 月現在では、社外取締役を派遣している日本テクノロジーベンチャーパートナーズが複数の投資組合を経由して筆頭株主となっており、ベンチャーキャピタル合計でおよそ 50%の株式を保有していると推定される。その他では事業取引のある企業、個人などが安定株主となっている。創業時に筆頭株主であったリヴァンプは現在、新株予約権を含めたベースでも 5%に満たない株式保有比率にある。

同社の主な沿革は下表の通り。創業から 3 年目には期間損益で黒字化を達成。同時に、大阪、福岡でも富士山麓の天然水の販売を開始している。直近では天然水の OEM 供給をスタート。台湾市場への進出も果たしている。東証マザーズ市場への上場は 2013 年 3 月。初値はその後の株式分割などを考慮しないベースで 3,600 円(考慮後 1,200 円、時価総額 82.5 億円)であった。

図表 1: 会社沿革

2006/10	山梨県富士吉田市において設立。同時に東京本社を設置。
2007 / 4	第一工場(富士吉田市)の稼働開始
2007/10	ヨドバシカメラにて家電量販店店頭では初のデモ販売を開始
2007/11	物流施設を山梨県南都留郡富士河口湖町に設置
2008 / 5	井戸・取水設備保有のために富士ウォーターを子会社化
2008/12	大阪、福岡に事務所を設置
2009 / 5	松屋にて百貨店店頭では初のデモ販売を開始
2010 / 7	富士吉田工場竣工
2011 / 3	名古屋に出張所設置
2011 / 4	モンドセレクション 2011 にて金賞受賞
2011 / 8	物流拠点にメンテナンスセンター併設
2012 / 4	山梨お客様サービスセンター運営開始
2012 / 4	プレミアムウォーターと OEM 取引開始
2012 / 6	ウェルウォーターと OEM 取引開始
2012 / 7	台湾市場に向けて宅配水の輸出を開始
2012 / 9	Amadana × CLYTIA スペシャルサーバー販売開始
2013 / 3	東証マザーズ市場に上場

出所: 会社資料

事業概要

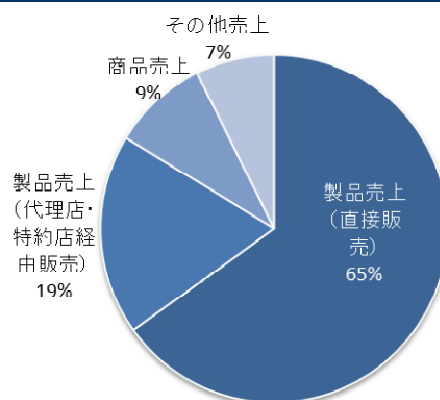
開発、製造、品質管理、販売、アフターサービスを自社で展開。家庭やオフィスとの直接契約による天然水供給が主たる業務だ
が...

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、地下約 200 メートルから有用ミネラルを含んだ天然水を採水し、工場内でボトルリング、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)。

...一部、代理店を通しての契約
や OEM も手がける

ただし、これらはウォーターダイレクトと直接契約を結ぶ消費者の場合のみ。販売代理店(OEM 取引を含む)を通して契約した場合は、モノの流れは上記の通りながら、代理店が消費者とウォーターダイレクトの中間に入る形となる。具体的には、消費した天然水の請求は代理店が消費者に行い、同社は代理店向けに売上を立てる形となる。また、ウォーターサーバーも代理店が同社から一旦購入し、それを消費者に無償レンタルする仕組みとなっている。2013 年 3 月時点では 37 社の代理店(OEM、特約店を含む)が同社と契約している。

図表 2: 売上内訳(2012 年度)



出所: 有価証券報告書

売上は天然水の販売が主体。その他としては代理店向けウォーターサーバー販売などがある

これに伴い、同社の売上内訳は、製品、商品、その他に大別される。製品売上とは(梱包された)天然水「クリティア 25*」の販売(直接契約分及び代理店向け販売の合計)、商品売上とは代理店向けのウォーターサーバー販売、その他売上は井戸からの原水販売やサーバーメンテ売上などが主体となっている。主力は当然ながら、製品販売。全社売上の実に 84%を占める。その約 5 分の 4 は直接契約販売に拠るものである。商品売上、その他売上はそれぞれ 9%、7%と、売上全体に占める割合は決して大きくない。

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

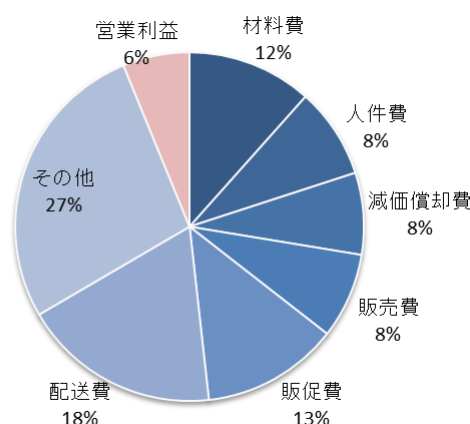
コスト面では、宅配業者に委託する配送費の負担が重く、販促費、材料費、販売費といった変動費がコストの半分以上を占める構造

固定費も変動費的要素が強く、メーカーとはいえ損益が大きく変動するコスト構造にはなっていない

一方、コスト構造は以下の通り。2012 年度実績で見ると、全社コストで最大のウエイトを占めるのは配送費。売上高に対する比率で 18%にも相当する。これは、同社が製品配送を宅配業者に委託しているため。決して低いコストではないが、自社の配送網を持たない同社にとっては不可欠なコストとなっている。次いで、販促費、材料費、販売費といった変動費(売上や生産で規模が左右されるコスト)がこれに続き、実にこれら4つの変動費のみで売上のおよそ半分以上が供される収益構造にある。

また、同社の場合、本来は固定費(売上や生産にかかわらず、一定に発生するコスト)である人件費や減価償却費も変動費的性格を帯びている。同社が計上する減価償却費は、ほとんどが顧客に無償レンタルしているウォーターサーバーに起因するもの(3年定額で償却)。通常の変動費と異なって下方硬直性はあるものの、こちらも売上増に応じて(保有するサーバーの数が増えるために)償却費も増加する仕組みにある。また、人件費は純然たる固定費ではあるが、営業拡大に向けて人員を緩やかに増加させており、こちらも売上に応じて拡大する傾向にある。その結果、純然たる固定費のウエイトは比較的低くなり、工場を持つメーカーとはいえ、わずかな売上の変動で損益が大きく変動するコスト構造にはなっていないことが見て取れる。

図表 3:2012 年度の費用、利益内訳



注: 100%は売上高に相当する

出所: 有価証券報告書

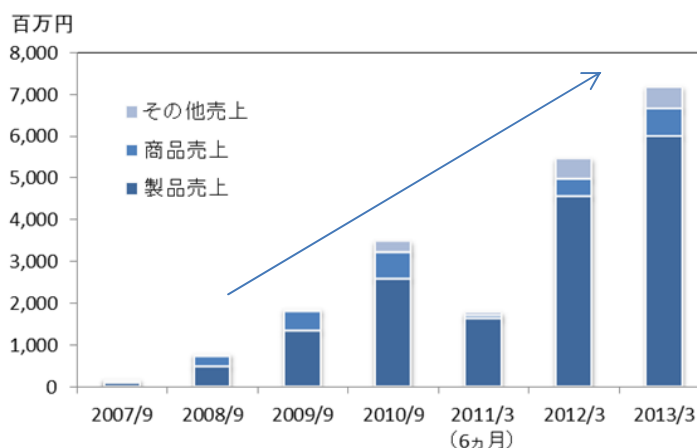
時系列では2つの特徴。ビジネスモデル的な制約を背景とした直線的な売上成長と…

同時に、収益動向を時系列で見ると、2つの特徴が浮かび上がってくる。第一の特徴は、売上は大きく変動することなく、一定のペースで直線的に成長していること。急成長企業では放物線のカーブを描いて売上は加速度的に拡大する例が多いが、同社の場合は一次関数的な売上拡大となっている。このことだけを見れば、むしろ「成長企業」としては実績に勢いがいない印象を受ける向きもあるのではないかと想像する。

しかし、これは経営陣が敢えてこういった成長カーブを選択している公算が大きい。何故なら、後段で詳述するが、同社のビジネスモデルにおいては売上増加

局面では財務的な負荷が一旦重く押し掛かる構造にあるため。売上が爆発的に拡大してしまうと、もちろんそれは喜ばしいことながら、資金繰りは致命的に窮屈となってしまいかねない。そのために、拡大速度は資金余力を見ながら、慎重に制御されていると考えられるのである。また、同社は消費者個々へ訴求する営業活動を主体としており、売上急拡大には販売員などへの人的負担も大きい。人員急拡大で対応するとすれば、当然、それに見合った売上が計上されてくるまではやはり固定費負担が重石となってしまうリスクがある。先の先行負担と併せると、一時的な財務負荷は相当のものとなろう。不測の事態を避ける意味も含め、「成長企業」としては控えめな成長ペースに見えるのは、こういった背景があると推定される。

図表 4: 売上高の時系列推移



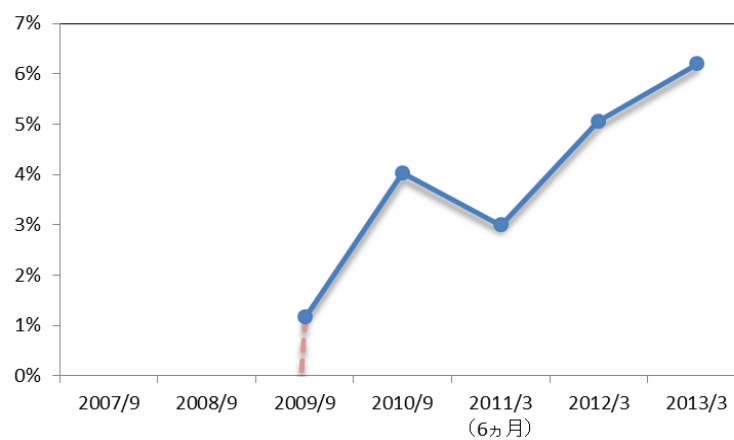
出所: 有価証券報告書

…比較的限界利益率は低いにもかかわらず、初期コストの回収効果により利益率が着実な改善を遂げていること

第二の特徴は、売上成長がさほど爆発的でなく、またコスト面でも固定費のウェイトが低い(限界利益率が低い)構造にあるにもかかわらず、着実に利益率を改善させていること。一般に、固定費比率の低い企業は利益率が大きく変動し難い構造にあることを考えれば、同社の改善はむしろ出色でさえある。

これは次のように解釈することができる。前述の通り(詳述は後段)、そもそも同社のビジネスモデルは先に費用が発生し、それを水製品の販売で徐々に回収する仕組みにある。換言すれば、初期はどうしても利益率が低くなり、回収が進むにしたがって、(自動的に)利益率は改善するという構造を有していることに他ならない。もちろん、その時には次なる顧客に向けての初期費用が発生しているために、スムーズに利益率が改善するものではない。しかし、事業が軌道に乗ってきた2009年以降は、少なくともこの初期コスト回収効果が徐々に浸透してきていると思われるのである。そしてこのことは、今後も利益率が改善する可能性があることを示唆しているとも言えよう。将来、ある程度初期負担が一巡してくれば、一般の固定費比率の低い企業と同様に、利益率は安定してくるものと考えられる。

図表 5: 営業利益率の時系列推移



注: 2009 年 9 月期以前は赤字決算のため、利益率は 0% 以下

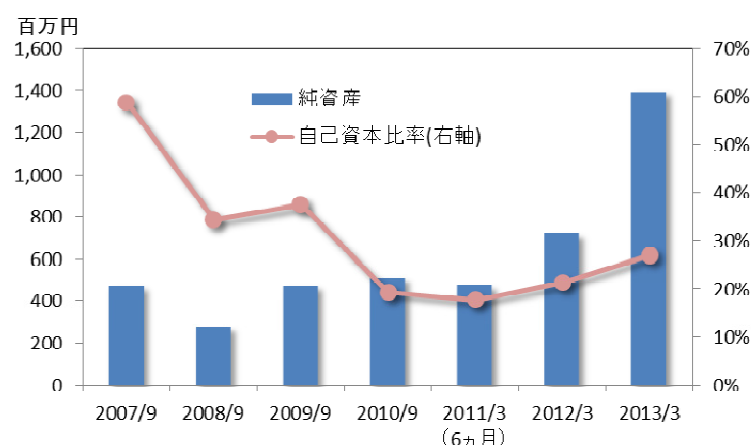
出所: 有価証券報告書よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

財 務 状 況

自己資本比率は 27%。直近で大きく改善はしたが、相対的な水準はまだ低い

同社の 2012 年度末時点の自己資本比率は 27.1%。2013 年 3 月に増資したため、その前年末の 21.4%からは大幅な改善となっている。しかし、東証上場企業の平均（金融・建設を除く）は 48.7%に達すること、さらに製造業のみに絞ってみると平均が 51.2%あることと比較すると、決して高い水準とは言い難い。キャッシュが回っている限り、自己資本比率が直接企業業績に影響を及ぼすことはないものの、資金繰りや投資負担を考えれば安定性が高い方が望ましいのは論を待たない。そういった観点からすると、財務力は同社の弱点の 1 つと位置づけることができよう。

図表 6: 純資産と自己資本比率の時系列推移



出所: 有価証券報告書よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

しかし、手持ち現預金を勘案すると実質 38%。初期投資負担が重いビジネスモデルにあることがその背景

しかし、実は同社の資産勘定のおよそ 3 分の 1 は現預金で占められている。これで借入金を一気に返済してしまえば、自己資本比率は 38.6%にまで急上昇する。それでも東証平均にはまだ至らないが、「弱点」というほどの状況からは脱することができる。時系列で見ても、現預金のウエイトが上昇した 2010 年以降は、自己資本比率が大きく低下したタイミングと完全に重なる。少なくとも、厳しい自己資本比率の背景には、この厚めの現預金保持があることは十分うかがえるのである。換言すれば、見かけ上の財務安定性にはやや不安定感が否めないものの、実態はそこまで深刻ではないということができよう。

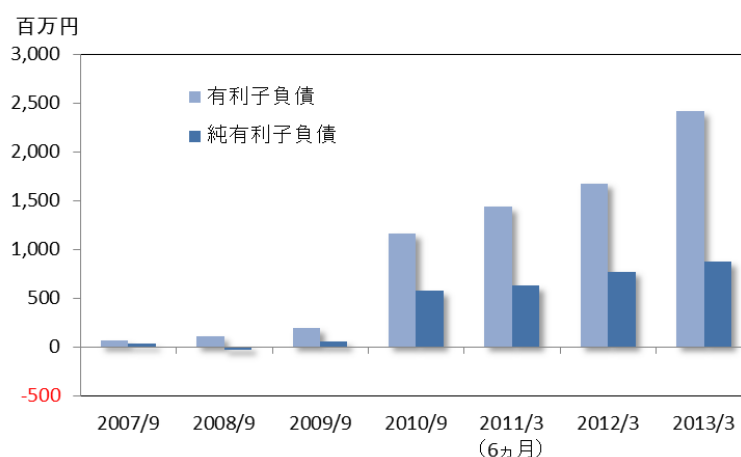
では、何故、それほどの現預金を抱えているのか。これは、同社のビジネスモデルにかかわる問題でもある。同社はビジネスの仕組みにおいて、顧客開拓、顧客開発に対する初期投資負担が大きく発生する構造にある。そのため、（資金不足などで）機会損失を避けるには普段から厚めに現預金を用意しておく必要があるのである。顧客拡大を志向する以上、また現在のビジネスモデルを継続する以上、この厚めの現預金保持は不可避であり、それが見掛け上財務を圧迫するのは容認せざるを得ないというのが実状と言えよう。仮に、現時点で顧客拡大

志向を放棄すれば、ここまでの現預金を常備しておく必要は当然なく、その分、財務を一気に改善させることが可能となる。ただし、現在はまだその段階になく、経営陣も明確に成長を志向している。このことは、自己資本比率が見掛け上「盤石」と言える水準にはまだ当面至らない可能性が大きいことを示唆している（逆に、見かけ上の盤石さを追求する時には、成長志向からの何らかの経営方針の方向転換があったと判断すべきであろう）。

負債は事業拡大に従って拡大

とはいえ、事業拡大に伴って資金需要が旺盛であることは明らか。実際に、有利子負債の推移を見てみると、ビジネスが軌道に乗ってきた 2010 年以降に急拡大している。前述の通り、手持ち現預金の影響を除いたネットの有利子負債（純有利子負債）も徐々に増加している。2013 年 3 月末時点の有利子負債残高は 24 億円。現預金を差し引いた純有利子負債は 8.7 億円となっている。成長志向が続く以上、この負債残高は当面増加する可能性が大きい。

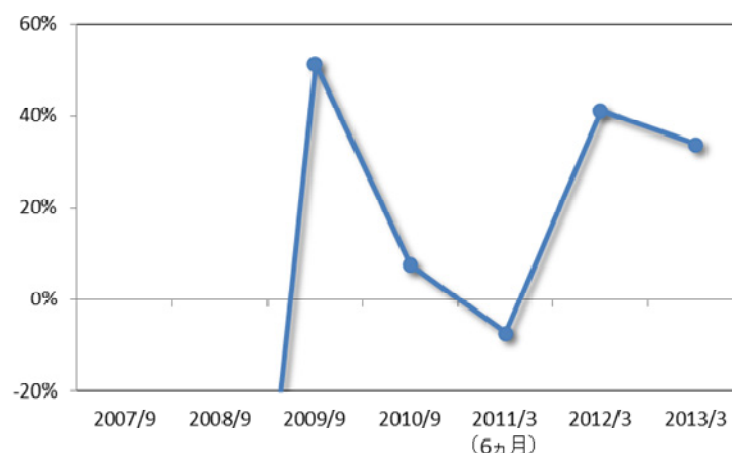
図表 7: 有利子負債の時系列推移



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

なお、このことは視点を変えてみると「過小資本」の状態にあるとも言える。小さな規模の先行投資が恒常的に発生するのであれば、また今後も負債残高は増加傾向にあるのだとすれば、本来はその負担を踏まえた資本規模が用意されていてもおかしくはあるまい。同社の ROE は 2012 年度実績で 34% に達しているという事実も、税金負担が少ないなどの特殊要因があったとはいえ、「過小資本」との見方に説得力を与えることとなろう。既に 2013 年 3 月に株式公開と同時に公募増資を実施しているが、それでもその規模は「過小資本」を解消するには足りていないということになる。

図表 8: ROE の時系列推移

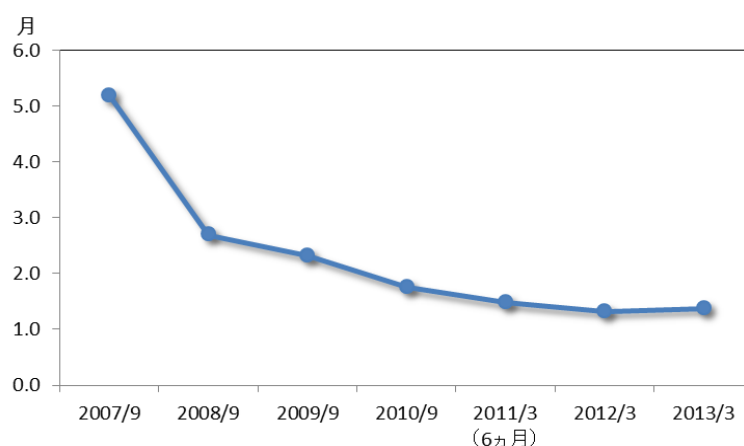


注: 純資産は期中平均を使用

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定・作成

ただし、株主の立場からすれば、財務の安定性が担保されている限りにおいて、ROE は高ければ高いほど望ましい。同社の場合、取締役会の半数は一般株主の視点に立つ社外役員が占めていることを考えれば、むしろ敢えて資本規模を極力抑制しているとも位置づけることができるのである。そもそも同社は顧客から安定的な売上が見込まれるストック型ビジネス(後段で詳述)にあり、先行負担さえ乗り切れば、資金繰りに切羽詰まることはあまり想定し難い構造にある。売上債権も回収期間は現在2ヶ月未満まで短縮されており、こういった視点でも資金繰りには余裕がある。小さめの資本でのやりくりは、この事業構造のメリットをフルに活かした施策でもあると言えよう。換言すると、将来に会社がこの過小資本状態の解消を模索し始めた場合は、要注意である。経営方針やストック型ビジネスモデルで何がしかの方向変化を視野に入れてきた兆しとなるかもしれないためである。

図表 9: 売上債権回収期間の時系列推移



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定・作成

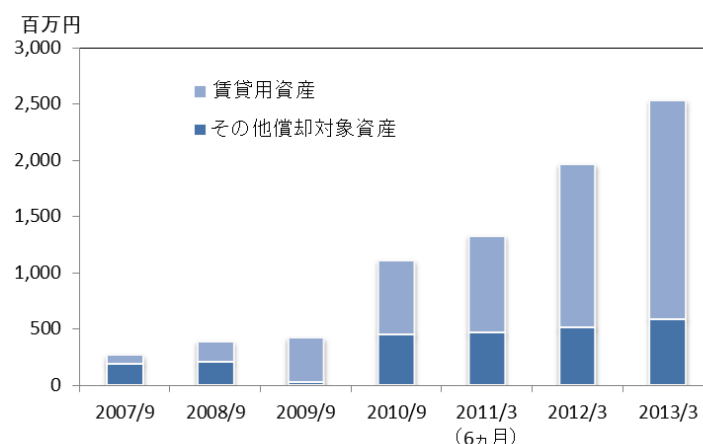
ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

償却対象資産も要注目。主体は顧客向けに無償レンタルしているウォーターサーバー

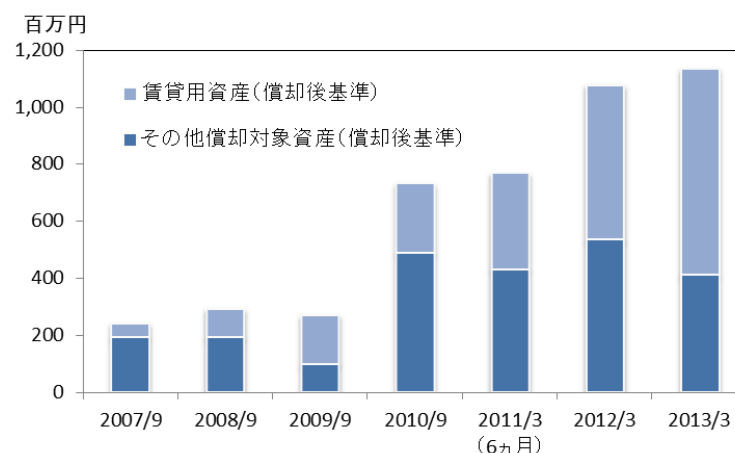
財務状況でも一つ特徴的なのは、償却対象資産の動向であろう。同社の償却対象資産は、工場建屋や設備、備品といった通常生産に供するものに加え、顧客に無償でレンタル提供しているウォーターサーバーが含まれている。これはサーバーメーカーから同社が買入れているものであり(代理店契約では代理店がこのサーバーをウォーターダイレクトから購入し、顧客に無償レンタルする)、使用者は顧客ながら、同社が保有しているために減価償却の対象資産となる。当然、顧客が増えるにしたがって、ウォーターサーバーの需要は増大するため、同社の資産は膨らむことになる。時系列でその償却前累計資産額の推移をみると、今や工場や設備などを差し置いて賃貸用資産(主としてウォーターサーバー)がその大半を占めていることがわかる。ちなみに、2013 年 3 月末時点で、償却対象資産は 25.3 億円。このうち、ウォーターサーバーである賃貸用資産は 19.4 億円にも達している。

図表 10: 償却対象資産額(償却前ベース)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 11: 償却対象資産額(償却後ベース)の時系列推移



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定・作成

ウォーターダイレクト [2588]

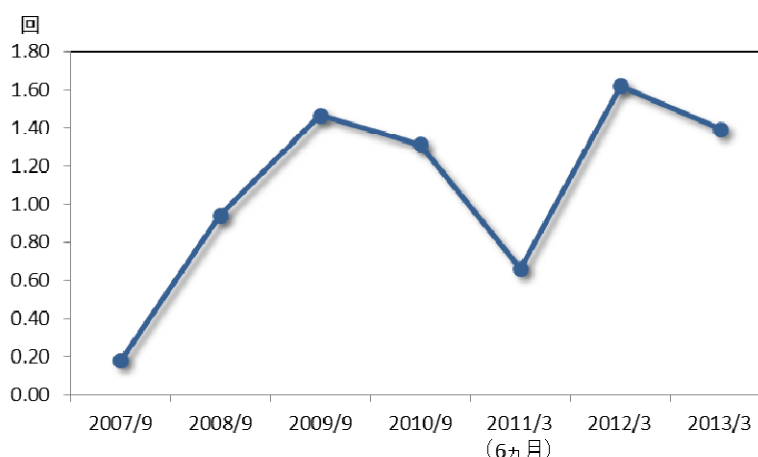
CORPORATE RESEARCH

これは、償却後の資産簿価においても同様。会社側は償却後ベースの資産内訳を公表していないものの、ウォーターサーバーは3年定額で償却されていることを勘案すれば、償却後簿価はおおよそ見当がつく。それで見ても、貸借対照表に計上されている償却資産のおよそ半分は賃貸用資産であると推定されるのである。通常、一般的な製造業者がここまで規模の大きな賃貸用資産を持つことはまずない。これが同社のバランスシートを膨らませている要因の一つであり、前述の通り、自己資本比率の重石となっている。

ただし、資産の効率性は高い。負担の重いビジネスモデルながら、スリムな資産構造を実現している

ただし、確かに財務の盤石性においてはやや見劣りする感は否めないものの、資産は効率的に事業に供されていることも確か。資産の効率性(投下資本の回収スピード)を示す総資産回転率は、2012年度実績で1.39回。一般的な製造業の回転率が1回前後であることを考えれば、同社効率性の高さがうかがえよう。当然ながら、これは厚めに保有している現預金、ウォーターサーバーなどの賃貸用資産を抱えての数字。これらの特殊要因を除いた実質ベースでは、資産回転率はさらに高い水準にあると推定される。

図表 12: 総資産回転率の時系列推移



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定・作成

これはコスト構造でも明らかな通り、同社は製造業とは言え、大きな製造設備を必要としない事業構造にあることが主たる要因。同時に、先行投資資金を捻出するためにも、必要性の薄い資産などで資金を眠らせることのないスリムな資産構造にあるということができよう。ただし、投資資本の回収スピードが速いということは、(同社自身がそうであったように)それだけ新規参入者にとっても参入ハードルは高くない、ということでもある。これに関しては後段で考察を加える。

KEYWORDS 1 : クリティア 25*

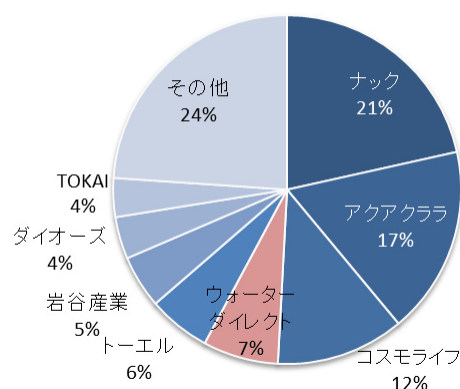


クリティア 25*の特徴は、①天然水、②使い切りのワンウェイ方式、③デモ販売、④価格設定、の4点

ここでは、宅配水市場、および主力商品である天然水についてまとめてみる。同社の供給する天然水のブランド名は「クリティア 25*」(ウォーターサーバーのブランド名は「クリティア」)。富士山麓の約 200 メートル地下から汲み上げられており、経営陣が明かしたところでは、第三者機関から富士山麓の玄武岩層で 60 年以上濾過された水であるとも評価されている。ちなみに、25*の名称は水の硬度(水中に含まれるカルシウムイオン、マグネシウムイオンの質量濃度)が 25 度であることに由来している(25 度は所謂軟水の範疇に入る)。

なお、宅配水業界のトップカンパニーは、「クリクラ」ブランドを擁するナック、「アクアクララ」ブランドのアクアクララの 2 社。両社で約 40%の国内シェアを保有している。後発となる同社はこのガリバーに対し、差別化を図り、また両社に満足していない層に訴求する戦略を展開。これらを武器に、最後発ながら先行他社との差別化を図り、創業 7 年にして国内シェア 4 位にまで急成長させている。その差別化展開を実現したクリティア 25*の特徴は、大きく次の4点に集約できる。すなわち、①天然水、②使い切りのワンウェイ方式、③デモなどによる直接販売、④価格設定、である。

図表 13: 宅配水市場のメーカー別シェア(2012 年度)



出所: 矢野経済研究所(ミネラルウォーター市場の現状と将来展望(2013 年版))よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

① 天然水:健康志向、天然志向が追い風に

天然水の供給は、その差別化ポイントの第一となるもの。一方、先行 2 社は RO 水(加工水:水道水を逆浸透膜に通して濾過し、ミネラル成分を添加した水)を使用している。その優劣はつけ難いものの、天然にこだわる消費者には絶好の訴求ポイントとなっている。特に、富士山麓の天然水はミネラルバランスが良いとされており、これも健康志向の消費者には魅力の 1 つとなる。これは、ここ数年で健康や食品の安全性への関心が大きく高まった消費者のニーズとも重なる部分が多い。特に、生活に直結する家庭用ではその傾向が高いように推定されよう。

図表 14: 先行 2 社とのミネラル成分比較

ブランド名	クリクラ	アクアクララ	クリティア 25*
メーカー	ナック	アクアクララ	ウォーターダイレクト
カルシウム(mg)	6.6	9.8	6.4
ナトリウム(mg)	5.0	5.0	6.8
マグネシウム(mg)	3.5	1.2	2.2
カリウム(mg)	1.7	1.7	1.2
バナジウム(mg)	-	-	91.0

注: 水 1,000ml あたり

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

普及率の低い家庭用がターゲット

そもそも、創業当初から同社は「家庭用ウォーターサーバー」の普及率の低さに着目。オフィス向け市場は既に大企業や先行企業が犂めいていたこともあり、「家庭用」市場をターゲットの主軸に据えてきた。近年の「天然志向」は天然水を擁する同社への追い風となりつつある。なお、クリティア 25*はモンドセレクションにおいて 3 年連続金賞を受賞。国際味覚審査機構(International Taste & Quality Institute : iTQi)からも 3 年連続優秀味覚賞(2011 年 2 つ星、2012 年 3 つ星、2013 年 2 つ星)を受賞しており、品質についても外部機関から高い評価を受けている。

② ワンウェイ方式: 従来方式の弱点を解消

また、それまでの宅配水サービスは、水をボトルで配達すると同時に、空になったボトルを回収し、再利用するというツーウェイ方式が一般的であった。しかし、この方式では、①配達の日時が指定されてしまい、受手にとっての柔軟性に欠ける、②回収されるまでは空ボトルの置き場所に困る、という点で消費者側に不満が残るものであった。さらにメーカー側においても、③専用トラック、ドライバーを用意する必要がある(一定規模以上の顧客を持たなければ採算が合わない)、④往復を考えれば、採水地から遠隔地には対応不可となり、商圈が限定されてしまう、という点がデメリットとなっていた。これらを一気に解決したのがワンウェイ方式である。これが第二の差別化ポイントなる。

このワンウェイ方式では、ボトルを従来のポリカーボネート製ではなくペットボトルに変更し、それを宅配業者に運ばせるようにした点が画期的である。これにより、消費者は空ボトルを何時でもゴミとして捨てることができるようになり、空ボトルを保管しておく必要がなくなった(分別ゴミとなれば、当然、リサイクルの対象となる)。また、宅配業者は時間指定で配達してくれるため、ユーザーは受取時間の制約を受けることもなくなったのである。メーカーにとっても、専用の配送システムを自前で持つ必要がない分、経費の抑制が可能となる。さらに、空のボトルを持って帰る必要がないため、遠隔地への配送にも制約がない状況を実現できることとなる。ワンウェイシステムの発想そのものは同社オリジナルではないものの、同社はそれにボトルやサーバーの独自特許技術を加えてシステムを差別化。結果として、消費者にワンウェイシステムの利便性を訴え支持を得ることで、その普及に大きく貢献することとなっている。

図表 15: 配送方法比較

	ツーウェイ方式	ワンウェイ方式
特徴	ポリカーボネート製ボトル 宅配時に空ボトルを回収	ペットボトル 空ボトルは廃棄可能
配送手段	自社	宅配業者
消費者の メリット	ボトル再利用によるゴミ抑制 業者配送による安心感	柔軟な配達スケジュール 空ボトルの保管不要
事業者の メリット	ボトル再利用によるコスト抑制 規模の経済が効きやすい	自社配送網の構築が不要 遠隔地需要にも対応可
消費者の デメリット	配送スケジュールは固定的 空ボトルの保管が必要	ゴミの発生
事業者の デメリット	遠隔地商圏には不向き	宅配業者コストが発生 規模の経済が効き難い

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

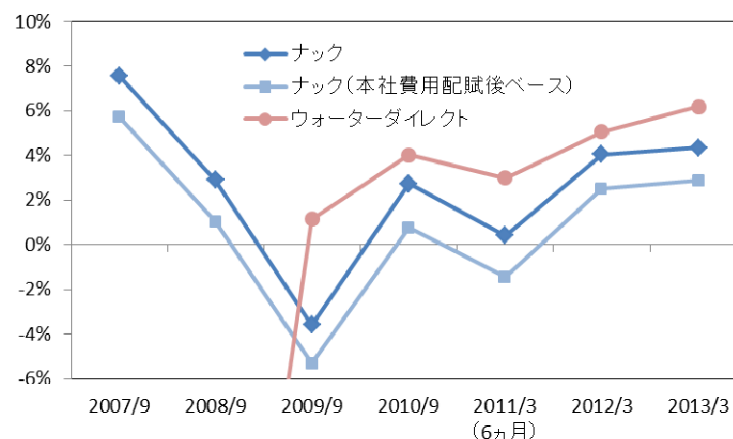
ツーウェイ方式からの転換は困難

しかも、この手法は既存のツーウェイ方式を採用している企業が簡単に後追いで導入できるものではない。なぜなら、既に保有している専用配達システム(トラックやドライバーの雇用など)を一気に停止・廃棄しなければならないうえ、ポリカーボネート製ボトルをペットボトルに変更する必要があるため、である。当然、使用するウォーターサーバーの仕様も変える必要が出てこよう。結局のところ、ワンウェイ方式に変更するだけで相当の投資負担が必要となってきたかねないリスクがある。同社は後発参入であったものの、既存システムの様々な問題点の解消を打ち出すなど、むしろ後発ならではのメリットをうまく活用できている、と言えよう。

ワンウェイ方式にもデメリットはあるが、現状ではワンウェイ方式の方が効率的

もちろんこのシステムにも弱点はある。それは、(a)常に一定の宅配手数料がかかるために、規模の経済が効き難い、(b)「捨てる(=ゴミをつくり、資源を無駄使いしている)」ことに消費者は心理的負担を感じかねない、などが挙げられよう。特に顧客数が一定量を越えてくれば、ワンウェイ方式を維持したままでも自社で配送網を構築した方が効率的となる可能性も出てくると考えられる。ただし、そのタイミングはおそらくまだ先。ちなみに現在、ツーウェイ方式を採る先行企業を見ると、最大手のナックは同社の3倍の市場シェアにあり、規模の経済メリットを享受できる立ち位置にあるが、水事業の営業利益率は4%程度と同社の水準(6%)を大きく下回る(2012年度実績)。さらに、ウォーターダイレクトと同じ基準で比較するために、本社経費も売上比率で負担するとすれば、ナックの水事業営業利益率は3%を下回ることになる。これだけが原因ではないだろうが、ツーウェイ方式の固定費負担が重石となっている可能性は否めまい。また、消費者の心理的抵抗については、①ボトルをリサイクルしてもせいぜい数回に過ぎず、むしろ洗浄などで資源の多く使用する、②ペットボトルの廃棄は分別されれば「ゴミにならず」リサイクル原料となる、といった理解を消費者に粘り強く訴えていく必要がある。

図表 16: 水事業営業利益の時系列推移



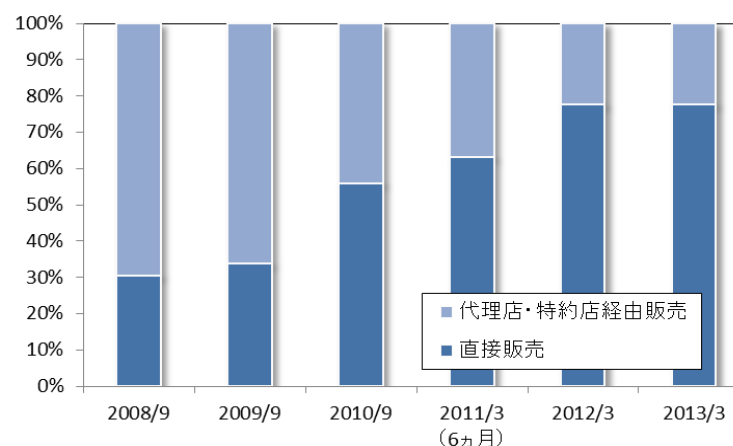
注: ナックの営業利益率は、ウォーターダイレクトと同一時期の比較となるように、四半期決算を見直している。また、本社費用に関しては、売上構成比率分は水事業の負担になるとの前提を置いている。

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

③ 直接販売: 製造から販売までを自社で手掛けることに意味がある

第三の差別化ポイントとなるのは、直接販売である。企業によっては製造に徹し、販売は小売店や代理店に委ねるというケースも少なくないが、同社は製造から販売までを一体経営することを旨としている。創業当初は流石に代理店などへの依存度は高かったものと推定されるものの、現在は天然水製品売上のおよそ80%が顧客との直接契約によるものとなっている(残りは代理店契約)。ただし、この戦略は製造・販売の両面に注力しなければならない二正面作戦とも言える。後発であり、かつ経営資源に決して余裕のある状況にはまだない歴史の浅い企業にとって、これは決して容易な選択ではなかったと想像される。

図表 17: 水製品売上の内訳推移



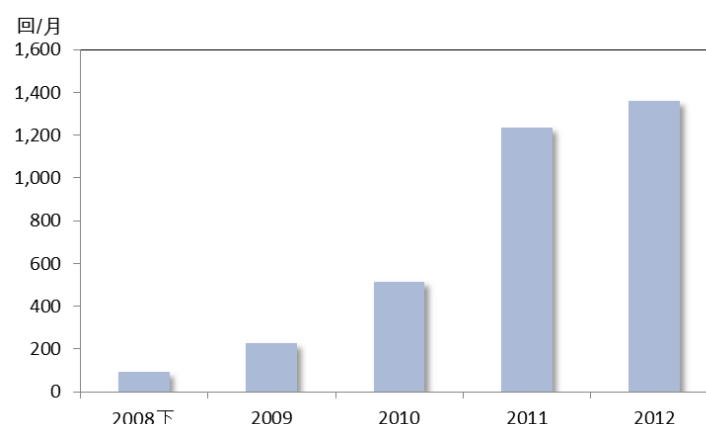
出所: 会社資料、2011/3 期以前はエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

にもかかわらず、同社が敢えて困難な戦略を採るのは、製品の品質確保と同レベルで顧客のニーズを把握し、価格決定権を自社で確保しておくため。確かに、販売などを代理店や小売店に丸投げしてしまえば、販売手数料を支払うだけで顧客網などを考える必要もなく、自社は生産に集中することができる。しかし、これでは実際の消費者自身やそのニーズを直接把握できないため、販売戦略や価格設定を自社で計画・立案することは難しくなり、逆に販売業者の意向には反論できない状況すら招きかねない。将来に伸びる余地が大きいと考える宅配水市場であるからこそ、創業当初は代理店依存が避けられなかったものの、その後は困難を承知で製販一体戦略を選択したのだと推定されよう。

デモ販売で直接契約を加速

同社が直接販売の武器として採用しているのが、業界初の試みとなった「デモ販売」。都心の百貨店や家電量販店、ショッピングモール、アウトレットなどに製品を持ち込み、消費者に試飲してもらうことで「ウォーターサーバーのある生活」の具体的なイメージを訴求、製品を認めてもらうという手法である。実際、同社経営陣によると家庭用ウォーターサーバーの普及率は 10% に満たないことから、このデモでウォーターサーバーの便利さを体感してもらうインパクトは小さくない。さらにそこで天然水のおいしさをリアルに認識してもらい、直接契約へと繋げるルートを確立させている。むしろ、この手法の成功が直接販売戦略を一気に加速させたとも言えよう。デモ販売は 2007 年から始めたが、2012 年度は実に延べ 16,300 回も開催するに至っている。追随してデモ販売を始める競合他社も出現してはいるものの、家電量販店大手 7 社でのデモでは同社のシェアがトップ、百貨店大手 4 社におけるデモは同社のみの独占状況にある。ノウハウの蓄積も加わり、明らかに同社は先行者メリットを享受できる立ち位置となっている。

図表 18: デモ販売開催回数の推移



注: 時系列は会社の決算期にかかわらず、4 月～翌 3 月までを示している

出所: ヒアリングによるエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

創業 7 年で顧客数は 20 万人に到達

これら努力の結果として、同社は顧客数を順調に拡大。2013 年 3 月末時点で 16.5 万件の顧客を抱えているが、このうちの 80% 弱に相当する推定 13 万件程度を直接契約で稼ぎ出している模様である。これ以外に 4 万件の OEM (相手先ブランドでの出荷) 顧客もあり、これらを併せた総顧客数は 20 万件に達する。先

行企業との差別化を進めたとはいえ、無名だった企業が創業 7 年で 20 万件の顧客を持つに至った手腕は高く評価されてよい。なお、OEM ではクリティア 25* の特色を前面に押し出して活かすことはできないが、工場稼働率の上昇という点で収益面での貢献が期待できる。2012 年度より相手企業の要請を受ける形で出荷を開始している。

図表 19: 期末顧客数の推移(2012 年度)



注: 時系列は会社の決算期にかかわらず、上期は 4-9 月、下期は 10-翌 3 月を示している

出所: 会社資料

対前月の解約率はおおよそ 1.4% に過ぎない。むしろ、解約率を開示する経営姿勢は評価に値する

同時に注目すべきは、顧客解約率とその価格設定であろう。同社は業界で唯一、顧客解約率を公表しており、前月比の解約比率は 2012 年度下期でおよそ 1.4% であった。他社の水準が不明なためにこれが高いのか低いのかの判断はしかなるものの、少なくとも累積の期末顧客数は拡大が続いているなど、顧客の定着率は決して低いものではないと推定される。デモなどでの体験を経ていることが定着率に寄与しているものと思われる。

それ以上に、先行企業との競争を考えれば、自社が不利となる可能性は十分あったにもかかわらず、解約率開示に踏み切った経営決断は特筆に値する。もちろん、他社には負けていないという自負もあったのだろうが、一度開示してしまえば、逆風時でもそれを続けなければ信頼を損なうものになりかねない。取締役の半数を社外とする統治システムと同様、ここでも企業経営の透明性を投資家、顧客に対して提示しようとする姿勢が打ち出されている。

その結果、強気の価格設定も顧客に受け入れられている

また、その高い顧客定着率を背景に価格設定も強気が伺える。現在の価格は 12 リットル当たり 1,785 円と、先行 2 社の価格設定 (1,260 円) に対して約 40% 高い。先行 2 社ではウォーターサーバーの維持に費用が発生するため (同社は原則無償でレンタル)、消費者が支払う総額では実質大きな差異はないと思われるものの、使用分に比例する従量単価が相対的に高いというのは家庭用ではやはりかなりのハンデとさえ思われる。にもかかわらず、顧客定着率は低くなく、むしろシェアを拡大させているというのは、それだけ固定的なファンを着実に増やしているということであろう。これには、コールセンターによる顧客対応では高い電話

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

応答率にあるなど、定着率維持に向けて顧客満足度引き上げへ細かな対応がなされていることも看過できまい。

なお、同社製品クリティア 25*を先行 2 社と比較したものは次の表の通りである。

図表 20: 先行 2 社との製品比較(2012 年度)

ブランド名	クリクラ	アクアクララ	クリティア 25*
メーカー	ナック	アクアクララ	ウォーターダイレクト
水の分類	加工水(RO水)	加工水(RO水)	天然水
配達方法	ツーウェイ方式	ツーウェイ方式	ワンウェイ方式
サーバーレンタル料 (メンテナンス料含む)	5,250 円/年	1,050~1,575 円/月	無料
ボトル価格(12 リットル)	1,260 円	1,260 円	1,785 円
顧客数(2013 年 3 月)	50 万件	45 万件(2012 年末)	20.5 万件
金額シェア(2012 年)	21.5%	17.4%	7.0%

注: 顧客数は OEM 先を含む

出所: 会社資料、HP などよりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

KEYWORDS 2 : スtock型ビジネス

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

「ストック型ビジネス」とは一般に、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。ストック型ビジネスの具体例としては、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。そして、契約者の消費した水の料金を安定的に得る宅配水事業も、典型的なストック型ビジネスと位置づけられる。ちなみに、ストック型ビジネスの対義語はフロー型ビジネスと呼ばれ、通常の多くのビジネスはこのフロー型である。

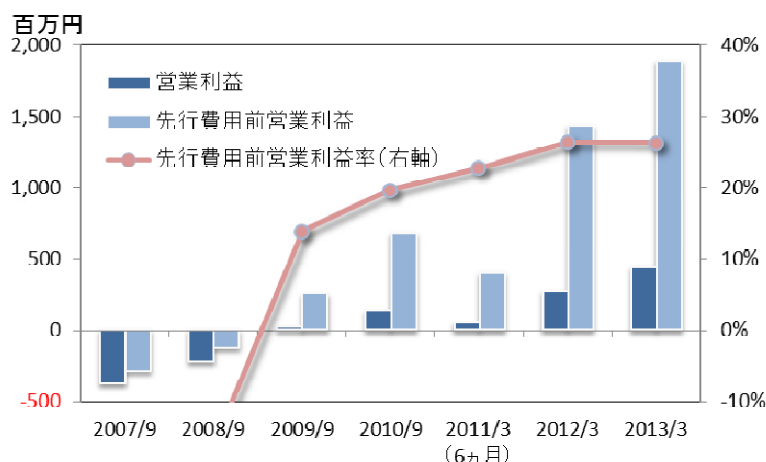
このビジネスモデルでは、一定の顧客を獲得してしまえば着実に売上・利益が見込まれる。そのため、経営はかなり安定化できるというメリットを持つ。一方、①そもそも顧客獲得が容易ではない、②安定している反面、事業の爆発的な拡大・成長は難しい、③顧客に使ってもらう設備や資産を予め十分に用意する必要があり、そのために初期投資負担が重くなる、といったハードルもある。前段で同社の財務が弱点に見える理由に挙げたのは、まさにこの初期投資負担の重さに起因するものである。顧客からすれば、継続的契約関係を結ぶ以上、その対象はある程度の事業実績や資産規模を持ち、安定的にサービスを提供してくれる企業が望ましいのは論を待たない。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。

実際、同社の成長ピッチは確かに急とはいえ、それは宅配水業界内においてのこと。業種を問わずに見ると、（例えばオンラインゲーム会社など）社歴はもっと若い企業でも同社を大きく上回る売上を上げている例もある。ビジネスモデルの性格上、同社はデモ販売や差別化ポイントの訴求などでハードルを少しずつクリアしながら、「新興企業」としてはやや地味な事業展開を強いられていたと言える。

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

しかし、契約顧客数が OEM 込で 20 万件を超えた現状においては、ストック型ビジネスのメリットを享受できる体制が整ってきた模様である。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）。ちなみに、この 19 億円の「実力値」は、税金負担を勘案しても、（分割後基準で）一株当たり 114 円程度に相当する（決算実績は分割後換算で一株当たり 56 円）。顧客が離れていかない限り、これは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。

図表 21: 先行投資負担前後の営業利益の時系列推移



出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

株式の評価でも、決算結果より「実力値」を考慮する必要

この実力値の時系列推移をみると、その利益率は 2009 年以降、緩やかに上昇しているものの、およそ 20~25% で比較的安定していることがわかる。この間、売上は実に 4 倍近くにも拡大しているにもかかわらず、である。決算上の見掛けの利益率は大きく変動していることと比べると、その違いは明らかであろう。これは、前段で「そもそもコスト面では固定費のウエイトが低い(限界利益率が低い)構造にあるため、本来は売上動向にかかわらず、利益率は安定するはず」との指摘通り。見かけ上は変動していても、実力値ベースではコスト構造の特性の通り、安定した利益率を実現していることが確認できるのである。

このことは、決算数字が、「実力値から先行投資コストを差し引いたもの」が利益として計上されているということでもある。明らかに実力値は会計上の利益とは異なる水準にあり、そこからどれだけ先行投資を行うか(先行投資に費やすか)、という経営判断が決算数字に落とし込まれる、という構造である。特に先行投資負担の大きい段階においては、見かけ上の決算数字のみで真の実力を測ることは非常に難しく、むしろミスリードとさえなりかねない。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、ストック型ビジネスに基づく利益の実力値を考慮しておく必要性は非常に大きいと言えよう。

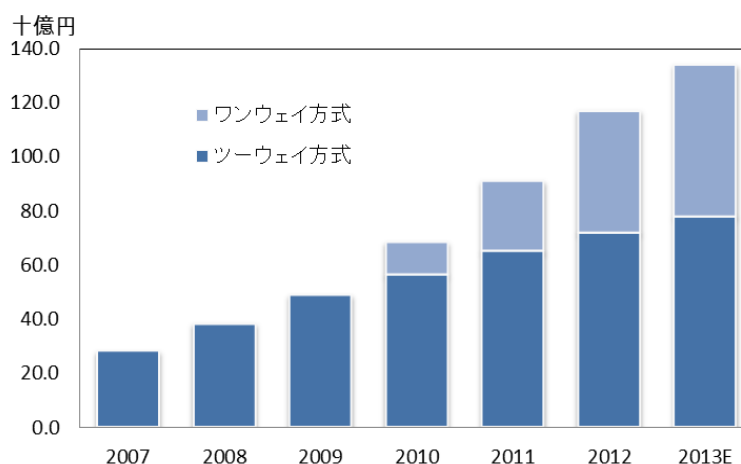
KEYWORDS 3 : 成長戦略

潜在市場は依然大きい。ワンウェイ方式は消費者の支持も強い

これらの先行投資をテコに、同社は一段の成長を志向している。実際、家庭用ウォーターサーバーの普及率が 10%未満と目される現状を考えれば、潜在市場は依然として非常に大きいと思われる。100%の普及率は望むべくもないだろうが、仮に 30%まで需要層が広がれば、現在からは 4~5 倍の市場拡大が見込まれることになる。慎重に 20%未満と見ても、現状の 2 倍の市場規模は期待できよう。消費者の食品の安全志向、天然志向といった傾向も、今後一層加速することはあっても、逆方向に向かうことはあるまい。事業環境面では追い風が吹く傾向に当面変化はないものと思われる。

ちなみに、第三者機関の調査によると、宅配水市場は 2012 年度で 1,170 億円の市場規模にあり、直近は 3 年で約 2 倍といったペース（年率 34%）で拡大している。その中でも、同社の手掛けるワンウェイ方式の成長はより急。統計は 2010 年以降しかないが、それでも 2010 年からの 3 年で 3.7 倍となり、宅配水市場の約 40%を占めるまでにも成長している。消費者の強い支持を受けていることが確認できる。また、飲料水市場全体を見ても、その中に占める宅配水のウエイトは 2007 年には 15%程度であったものが 2012 年には 27%にまで上昇したとの報告もある。宅配水市場は、水ビジネスにおいても出色の成長分野にあるということができよう。消費者の食品の安全志向、天然志向、あるいは利便性がその背景にあるとすると、成長ピッチの減速はあったとしてもこの成長傾向はまだ継続する可能性は高いと考えられよう。

図表 22: 全国宅配水市場の時系列推移



出所：日本宅配水協会

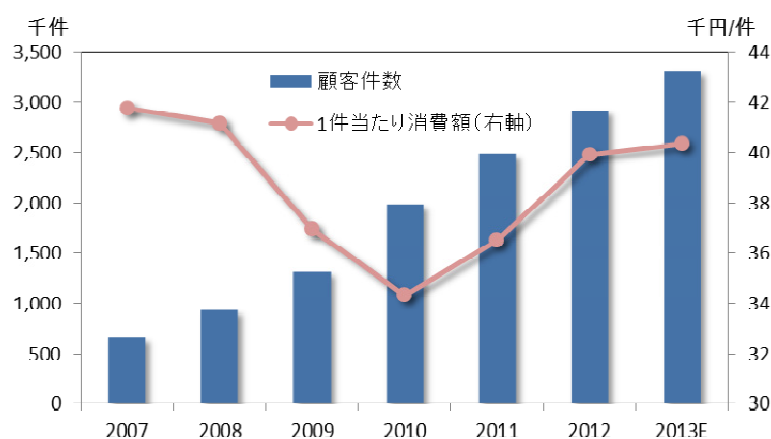
顧客個々の宅配水消費金額も上昇傾向

業界データはさらに興味深い傾向を示唆している。契約 1 件当たりの宅配水支出額を見ると、統計の始まった 2007 年より 2010 年までは徐々に低下基調にあったものの、年 3.4 万円をボトムに現在は 4 万円程度にまで上昇している。この

ことは、直近の宅配水市場の拡大が顧客増加のみではなく、顧客個々の消費金額増加によってももたらされていることを示している。

現時点でこの消費金額漸増の主たる理由は定かではないものの、おそらく次のような背景にあると推定される。すなわち、2010 年までの消費額低下は（消費金額の低い）家庭用が増加し始めたことに起因するものと想像される。それまでは消費金額の高い業務用が主体であったため、顧客個々の消費額は横ばいのままながら、顧客構成の変化によって平均消費額は低下したのだと思われるのである。一方、2011 年以降の消費額上昇は、地震や原発事故の影響もあり、安全性などへの意識が向上。家庭用も含めて、顧客個々の消費量が上昇したと考えられる。仮にこの仮説通りであるとすれば、顧客の天然志向・安全志向をデータで確認できることとなる。顧客件数のみならず、こういった顧客個々の消費量増も、今後も市場拡大を牽引する公算は大きいと考えられよう。

図表 23: 宅配水ユーザー数と1件当たりの消費金額の時系列推移



出所：日本宅配水協会よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

成長戦略は、①顧客層の拡大、②販売エリアの拡大、③海外展開

こういった追い風をテコに、同社の成長戦略は、①ターゲット顧客層の拡大、②販売エリアの拡大、③海外展開、から組み立てられている。顧客層の拡大は、これまで主体としてきた家庭用はそのままにしながらも、法人向けにも拡販を進める方針。これには、意匠性の高いウォーターサーバーの提供により、オフィス需要を取り込む切り口を確保できたことに加え、オフィス向けに独自の配達網を持つオフィス用品通販会社との提携によってワンウェイ方式の利点訴求が可能となったことが影響している。法人向け市場では先行 2 社を含めて競合企業が奔めいているが、同社の独自性をテコに着実に顧客数を増加させつつある。

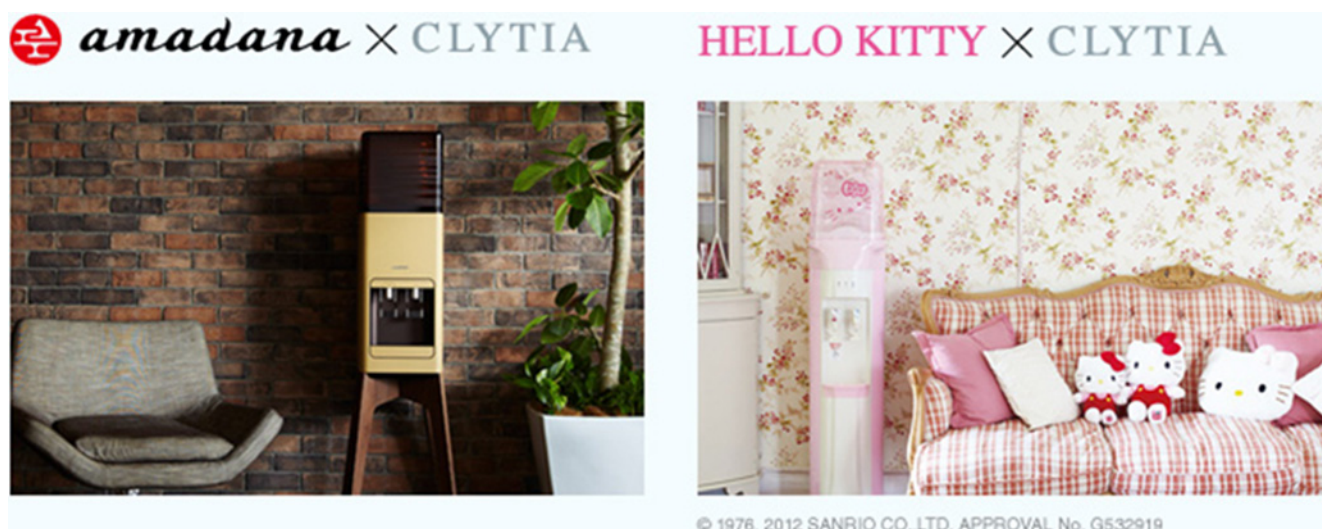
また、販売エリアの拡大は、現在の顧客のほとんどが東名阪に集中していることを考えれば、成長余地が最も大きいとも言える。今後は、顧客の直接獲得に効果を発揮するデモ販売を地方都市にまで拡大させる予定。既に、広島に事務所を設立。2013 年 8 月には東北地区拠点を仙台に開設している。なお、この場合も販売する製品は富士山麓の天然水である「クリティア 25*」。ワンウェイ方式

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

であることから、宅配サービスのあるところであれば、日本全国をターゲットエリアにすることが可能となっている。

図表 24: 意匠性の高いウォーターサーバー



出所: ウォーターダイレクト

海外展開は、この販売エリア拡大をさらに進化させるものとなる。2012 年より、同社は宅配サービスが充実している台湾で営業活動を開始。顧客には「クリティア 25*」を輸出することになるが、日本全国で供給できることを考えれば、それを台湾まで広げることに大きな問題はないと思われる。ただし、現地ではまだ水を宅配水として購入する例が乏しく、現在の営業状況はまだ試行錯誤段階にある模様。それでも、おそらく国内企業では初となる製品輸出を手掛けることで、逸早くアジア市場へのノウハウを蓄積できることになる。アジアでも遠からず、食品の安全・健康志向は必ず高まりを見せるはず。その時に向けての橋頭堡と位置づけられよう。

今後の課題と注目点

今後の経営課題は3点

同社の今後の注目点としては、①株主還元政策、②配送コスト、③参入業者増に伴う競争激化懸念、を挙げる。

当面の注目点は配当政策

このうち、株主還元政策は当面の最も重要な注目点と言えよう。現時点で経営陣は明確な株主還元方針を提示していないが、当面は先行投資負担を考え、利益の内部留保を優先したいとの考えにある。配当よりも、その原資を投資に回し、企業成長で株主に還元したい、との意向である。詳述してきた通り、企業成長には先行投資が欠かせないことを勘案すれば、この考えは至極真つ当であり、長期的には株主にもより大きいメリットの提供を狙うというスタンスにある。

とはいえ、株主としては配当と言う形で投資資金の回収を急ぎたいと考えるのもまた自然である。前段でも触れたが、ストック型ビジネスの同社の実力値は、歴史が浅いとはいえ、既に先行投資負担前ベースの営業利益率は推定 25% を上回る。とすれば、「先行投資は既に十分ではないか。これ以上、儲かった分を削ってリスクを伴うような先行投資は必要ない(あるいは、現状維持で十分)。ストック型ビジネスの長所が発現してきている以上、その多くを株主に還元し始めるべきではないか」といった議論は早晚必ず出てくると予想する。現在、取締役会の半数を占める社外取締役からも、一般株主の視点として、そういった意見は既に出されたことがあるかもしれないと想像する。

先行投資資金の留保は不可欠ながら、何らかの株主還元策は求められる

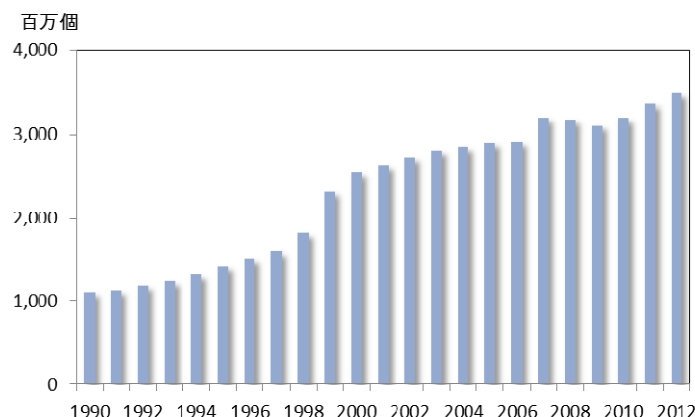
実際、経営陣としてこれは悩ましいところであろう。潜在市場は依然として大きく、これを取り込むには相当規模の先行投資が必要であることは明らか。一方、上場したこともあり、株主へ何らかの還元策を提示することはやはり必要であるとも思われよう。さらには、同社固有の株主構成の問題もある。同社の大株主にはベンチャーキャピタルが名を連ねている。彼らはどこかの段階で株式を売却し、利益を確定させなければならない。その影響を最小限にとどめるためには、株式の流動性を確保し、特に買い手となる潜在株主層を育成しておく必要がある。2013 年 10 月実施の株式分割(1 株を 3 株に)はそのための布石とも言えようが、株主層が広がるにしたがい、何がしかの株主還元策の提示がさらに迫られるとも考えられる。現金需要が高いことを勘案すれば、株主優待といった還元策もある。今後打ち出されるであろうなんらかの(広義の)配当政策は、同社の経営方針を端的に示唆するものとして注目される。

中期的には、製販一体経営における唯一の外注分野である配送コストがリスク要因に

中期的な注目点としては、配送コストを挙げる。同社の特色の一つであるワンウェイシステムには宅配サービス業者の存在は不可欠。しかし、その宅配コストが上昇してしまえば、当然、同社の業績は大きく圧迫されることになる。現在そういった兆しはないが、中期的なリスクとしては十分考えておくべきファクターと位置づける。そう考えるのは、宅配市場は、ネット通販などの浸透もあり、趨勢的に

拡大基調が続いている一方、それに伴って現場では配送スタッフの不足などを懸念する声が出始めているためである。特に、同社の製品は水であり、非常に重量がある分、配送業者としては取扱いの難しいものでもある。現状では宅配業者間での競争もあり配送コストの上昇は抑制されているが、将来その限りではなくなる可能性を考えておく必要があるだろう。

図表 25: 宅配便取扱個数の時系列推移



出所: 国土交通省

これまでのアドバンテージだったが、中期的にはメリット逆回転となるケースも考えておくべき

しかも、これは他社との競争力比較においても影響を与えかねない。そもそも同社が製造から販売までを一気通貫で経営するダイレクトマーケティング体制にあるのは前述の通り。これは品質確保、顧客のニーズの把握、価格決定権を自社で確保しておくために他ならない。しかし、配送だけは費用対効果の面から他社への外注という構造にあり(それがワンウェイ方式に有効であることも前述の通り)、これは(自社で配送網を抱える)先行企業に対してのアドバンテージともなっている。しかし、仮に配送コストが上昇してくれば、このメリットは逆回転し始めてしまう可能性があるだろう。業績圧迫のみならず、他社との競争関係において一転して足枷となってしまうリスクは看過できない。

こういった指摘に対し同社は、現在 2 社ある契約配送業者数の拡大を検討していることを明らかにしている。契約業者数を広げることで、コスト上昇リスクを分散する狙いがあると推定できよう。こういったリスクに対する布石が既に検討されていることは評価されてよい。今後の焦点としては、どの時点でどの程度の拡大が実現するのか、となろう。特に、それは既存契約業者と同様に、全国展開を行う宅配業者になるのか、あるいは地域密着型の業者になるのか、といった点は要注目である。仮に地域密着型業者が参加することになれば、将来に同社が自前の配送システム設置を想定した時には M&A の対象候補にもなってくるのではないかと、とも想像する。配送拠点の増加による流通在庫増、配送サービスのバラつきなど、クリアすべき問題も同時に発生しようが、これらは喫緊の経営課題ではないものの、どこかの段階で必ず経営課題に浮上してくるものと予想する。

長期的には、成長市場であるが

より長期的な注目点としては、参入業者増に伴う競争激化懸念を挙げる。市場

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

故に、参入業者増に伴う競争激化懸念があらう

の潜在需要が大きいということは、それだけ新規参入が殺到するリスクも大きいことでもある。後発の同社がシェアを急速に伸ばしたように、第二のウォーターダイレクトが新規参入組の中から出てくる可能性もゼロではあるまい。ストック型ビジネスであるため、新規参入が相次いだとしても業績の急降下などは予想し難いが、需要獲得を目した先行投資はその効果が期待値を下回ってくるケースは十分あり得るものと思われよう。

特に、現在は顧客件数拡大の筆頭にもなっている OEM は要注意であろう。契約が継続される限りにおいては、OEM 先と同社は共にメリットを享受できる Win-Win の関係にあると言える。しかし、一旦 OEM 先が自社での製造をスタートさせるなどした場合は、OEM 契約を失ううえに、強力な競合他社が出現するというダブルパンチを喰らうことにもなりかねない。現実的には、OEM で使用されるボトル、ウォーターサーバーの特許はウォーターダイレクトが保有しているため、OEM 先が他社への調達から替えや自社展開に踏み切る可能性は大きくないと思われようが、リスクの 1 つとして認識しておく必要はあると考える。

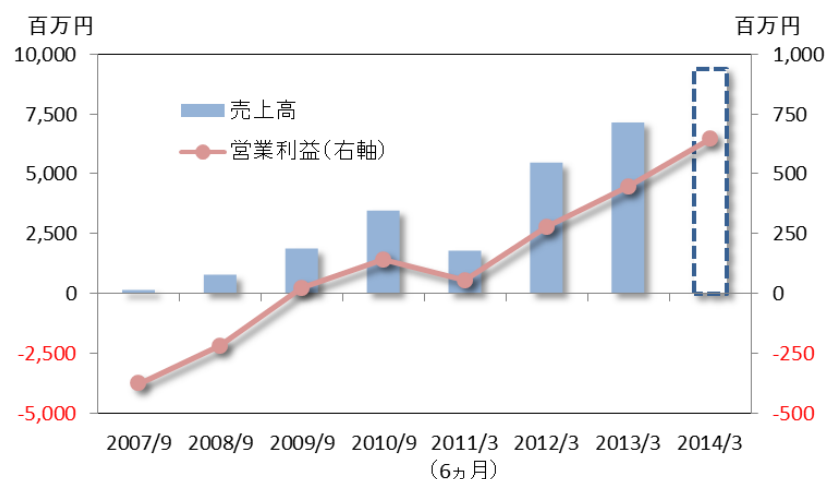
新規参入そのものを阻止できない以上、同社としてはそれに振り回されない付加価値の確立こそが重要となつてこよう。当然ながら先行企業とは異なる特色を成長のテコとしたように、後発企業にはできないサービスを提供することが競争力の源泉となる。具体的には、宅配コストの削減やデモ販売の増加など既存ビジネスにおける不断の経営努力に加え、配送業者などと新たに組んでの新販路開拓、産地の異なる天然水製品による複数ブランド化、などがあるのではないかと考える。同時に、OEM への依存度をある程度抑制しておく必要もあらう。既に経営陣は上記のリスク抑制を念頭に、OEM への依存度には上限を設定している模様である。

業績動向

創業来、増収増益を継続。中期的には営業利益率 10%が目標

同社の長期業績トレンドは下図の通り。創業来、減収・減益となった局面はなく（2011 年 3 月期の 6 ヶ月変則決算時を除く）、事業拡大は順調に進んでいることが確認できる。創業 3 期で期間損益（営業利益ベース）の黒字化を達成。2012 年度には累積営業利益が遂に黒字に転換した。2013 年度業績に関して会社側は、売上が 30%増の 94 億円、営業利益は 45%増の 6.5 億円を想定。中期的には売上高営業利益率で 10%を確保したいとしている（2013 年度想定では 6.3%）。

図表 26: 業績の時系列推移



2014 年 3 月期は会社予想値

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

利益を決めるポイントは、売上動向と先行投資額

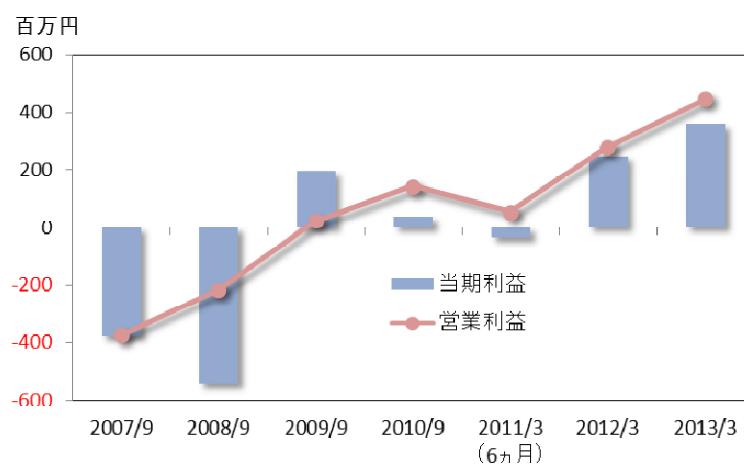
ただし、単に実現するだけならば、営業利益率 10%の到達はそう難しくない。前段でも触れた通り、拡大志向を中断し、先行投資負担を止めれば、それだけで相当のコストが浮く。20%を超える利益率は大した年数を置かずに実現できるだろうためである（貸用資産は 3 年償却であるため、現実には直ちにコストが下がるわけではない）。とはいえ、成長を志向する以上は先行投資の継続が不可避。経営陣にはこのバランスをうまく舵取ることが求められよう。このことは、営業利益率 10%にという数字のみを見て目標達成かどうかを判断するのでは十分でないことを端的に示している。その利益率が「どの程度の先行投資負担をこなしたかどうか」とセットで見て、初めて正当な評価が可能になると言えよう。むしろ、経営陣はこのバランスを測る一つのバロメーターとして株式市場の評価を活用したいと考えているフシもある。

かつては特別損失も業績の重石に

なお、2012 年度末時点で創業来の累積営業利益は黒字転換したものの、最終の当期損益ベースでは累積赤字がまだ 1.2 億円残っている（ただし、貸借対照表上の利益剰余金は、2009 年 9 月期に資本準備金 4.15 億円を取り崩して

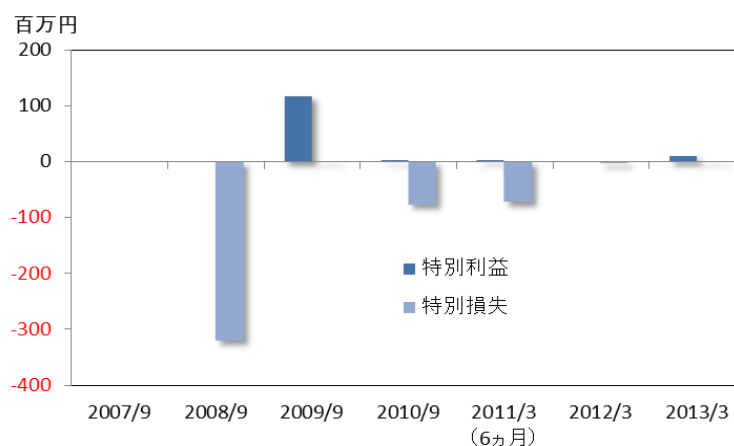
振替えていたため、2012 年度末時点で黒字に転換済)。これは、この間に一時的な費用である特別損失が何度か計上されたことが主因。これらが重石となり、現在もその影響が依然として残っているということになる。例えば、2008 年 9 月期には 3 億円の特別損失を計上しているが、当時、営業損益はまだ赤字状態であったうえ、その直前期の純資産が 4.8 億円であったことと比較してみると、3 億円超の特別損失は財務的にも、また資金繰りのにも如何に大きなインパクトであったかが想像できよう。

図表 27: 当期利益の時系列推移



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

図表 28: 特別損益の時系列推移



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

ウォーターダイレクト [2588]

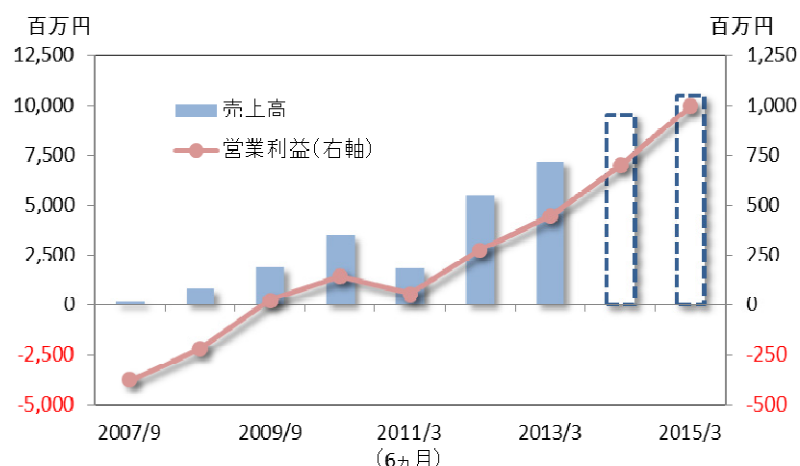
CORPORATE RESEARCH

2012 年度決算概要:顧客数増加をテコに増収増益。構成変化による売上単価減、先行投資負担増を吸収。

2012 年度の決算は、売上が前年比 17 億円(31.5%)増の 72 億円、営業利益は 1.7 億円(60.9%)増の 4.5 億円となった。大幅な増収増益を牽引したのは、顧客数の増加。期中平均の顧客数は 17.1 万件と前年比 51%の急拡大となり、期末顧客数では 20.5 万件(前年比 53%増)となっている。ただし、顧客 1 件当たりの売上単価は 14%程度の低下を余儀なくされた。前述の通り、業界全体では 1 件当たり消費量が増えているにもかかわらず、である。これは、主として同社独自の要因によるもの。会社側は明らかにしていないが、おそらく相対的に安価となる OEM 契約が開始された影響が大きいと思われる。また、注目の先行投資負担は、販促費、賃貸用固定資産償却費の合計基準で 2.8 億円(24%)増の 14.4 億円。概して、1 件当たりの平均売上単価減、先行投資負担の増加を顧客数増で吸収しての増収増益であったと言うことができよう。

営業外では、円安に伴って為替差益が発生したものの、同時に上場関連費用を 0.2 億円計上。これが重石となり、営業外収支全体では前年比 0.2 億円の悪化となった。営業利益と併せた経常利益は前年比 1.5 億円(62.1%)増の 3.9 億円。当期利益は、累損により実効税率が抑制されたため、前年比 1.1 億円(45.3%)増の 3.6 億円となっている。

図表 29:業績見通し



2014 年 3 月期、2015 年 3 月期はエヌ・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

2013 年度決算見通し:顧客数増を原動力に大幅増益は継続へ。酷暑も消費底上げ要因に。ただし、売上単価の引下げ要因となる構成変化も続く

2013 年度については、売上で 23 億円(32%)増の 95 億円、営業利益は 2.5 億円(57%)増の 7 億円を予想する。顧客数前提は、期中平均が 35%増の 23.1 万件、期末は 22%増の 25 万件と置いた。

大幅増収となるのは、2012 年度に引き続き、製品顧客数の増加を見込むため。デモ販売の継続に加え、オフィス向け市場への販売促進、OEM 製品の拡大などが寄与する見通し。特に、酷暑となった上期に大きな伸長が見込まれよう。一方、顧客 1 件当たりの売上単価は 2%程度の上昇にとどまるとの見方を取る。酷暑から顧客当たりの水の消費量は大きく増加すると思われるものの、OEM

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

の増加といった構成変化が平均単価の引下げ要因として、その効果を減殺してしまうと考えた。水製品の内訳としては、直接契約の売上が 32% 増の 61.7 億円、代理店契約の売上は 56% 増の 21 億円と想定している。

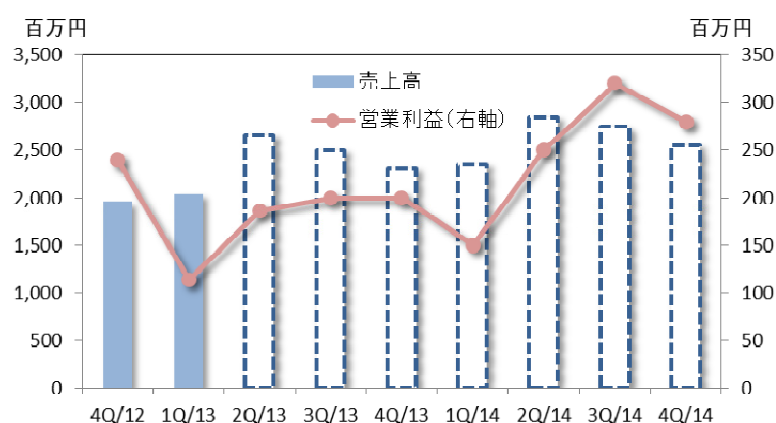
税負担も通常ベースに。当期利益の伸びは、営業利益の伸びを下回ろう

損益的にも、顧客増に伴う数量増が増益を牽引。ただし、OEM 増などの構成悪化から、粗利益率で 2%pt 程度の悪化を織り込み、粗利益は 16 億円 (28%) 増の 71 億円と予想する。販売管理費では、販促費、賃貸用固定資産償却費といった先行投資負担で 4 億円程度の上昇を想定。数量増に伴う搬送費の上昇も加わり、販売管理費全体では 13 億円の負担増加が不可避と考えた。これらの要因を併せた営業利益では 2.5 億円増の 7 億円となる見通し。当期利益段階では、今年度より税務上の累損が解消されるため、税負担を考慮する必要がある。通常ベースの実効税率適用を前提とすれば、当期利益は前年比微増となる 3.8 億円となろう。一株当たりの予想利益は、株式分割後基準で 55.1 円である。

会社見通しに対してはやや強気の見方。会社想定には酷暑効果が織り込まれていない公算大

ちなみに、会社側の業績見通しは、売上が 30.5% 増の 94 億円、営業利益は 45% 増の 6.5 億円となっている。この見通しに対して上記予想はやや強気の見方となるが、これは 5 月発表の会社想定には本年の酷暑の影響は織り込まれていないと考えられるため。これに伴い、期末時点の顧客件数前提は会社想定 24.8 万人に対し、上記見通しでは 25.0 万人としている。その分、ビジネスチャンス獲得に向けて販促費などの先行投資負担も膨らむ公算は大きい。同社を取り巻く事業環境は会社想定を上振れる方向で推移していると判断した。

図表 30: 四半期別業績推移



2014 年 3 月期、2015 年 3 月期はエヌ・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

第1四半期決算は進捗率で云えば、やや鈍いスタート。

なお、2013 年度に関しては既に第1四半期決算が発表されている。決算実績は、売上が 20 億円、営業利益は 1.1 億円であった。会社想定と比較してみると、年間計画の進捗率は売上で 22%、営業利益が 18%。上記予想との比較では売上で 22%、営業利益では 16%の進捗率にとどまる。これを見る限りではや

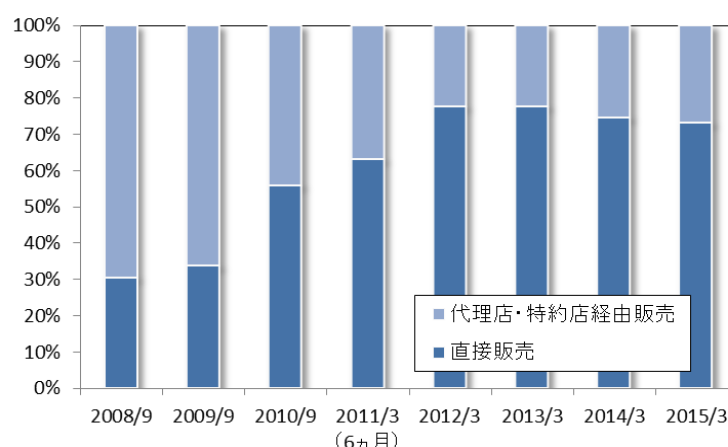
や鈍いスタートということができよう。ただし、これは、①第1四半期は季節的に不
需要期であるのに加え、②需要期である夏場を前に、販促費用などの計上は嵩
む傾向にある、ためと推定される。第2四半期も、需要期入りはするものの、酷
暑を契機に販促費用などの先行投資はさらに積み増された可能性がある。特に
営業利益面では、むしろ不需要期を迎えて先行投資が一服してくる下期に大き
く伸長してくるものとの見方にある。

**2014 年度見通し：増収増益基調
に変化なし。構成変化も継続し、こ
れまでの直接契約のウエイト拡大
基調は一段落する見通し**

2014 年度については、売上で 10 億円(11%)増の 105 億円、営業利益は 3
億円(43%)増の 10 億円を予想する。売上は、創業 9 年目にして 100 億円台
に到達する見通し。ただし、事業規模の拡大に加え、2013 年度酷暑の反動もあ
り、伸び率ベースでは創業来最も低い伸び率に留まることとなろう。ちなみに顧客
数前提は、期中平均で 16%増の 26.7 万件、期末は 12%増の 28 万件と置い
た。

売上面では、引き続き顧客数の増加がテコとなる。デモ販売の継続や販売エリ
ア拡大に伴う直接継続の増加に加え、オフィス向け市場への浸透も期待できよ
う。ただし、顧客1件当たりの売上単価は 3%程度下落を見込む。酷暑となっ
た 2013 年度からは顧客1件当たり消費量の反動減が考えられるうえ、単価の
低い OEM 製品の増加に伴う構成変化が引き続き影響すると思った。水製品の
内訳としては、直接契約の売上が 10%増の 68 億円、代理店契約の売上は
19%増の 25 億円と想定。これまで製品売上に占める直接契約のウエイトは拡
大基調にあったが、OEM 供給を開始した 2012 年度をピークに一段落。その後
は徐々に低下に転じる公算が大きいと判断する。水製品以外では、意匠性の高
いウォーターサーバーの伸長などを主因に商品分野でも 12%の増収を予想して
いる。

図表 31: 水製品売上の内訳推移



2014 年 3 月期、2015 年 3 月期はエヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

出所：会社資料、2011/3 期以前はエヌ・ジー・アイ・コンサルティング推定

稼働率向上効果が寄与し、営業利益率は中期目標であった 10% に肉薄しよう

損益的には、OEMなどの構成変化はあるものの、稼働率上昇でそれを吸収。粗利率は 0.5%pt ほどの悪化に留まると予想する。一方、注目の販促費などの先行投資負担はさらに 2 億円ほど膨らむと想定。ただし、4 億円の拡大を織り込んだ 2013 年度と比較すると、酷暑影響の消失、事業規模拡大による販促効率の改善、売り切りウォーターサーバーの増加、などを背景にやや抑制気味になると考える。売上増による粗利益の増加に加え、先行投資を含む販売管理費の伸び鈍化から、営業利益は 43% 増となろう。増収ピッチの鈍化はあるものの、今後はコスト面での寄与が高い増益率をもたらす構図となる見通し。ちなみに、上記予想における営業利益率は 9.5%。経営陣が中期的な目標としている営業利益率 10% に肉薄する見通しとなる。

金利負担、税負担を考慮した最終利益では 37% 増の 5.2 億円と予想。一株当たり利益は 75.2 円となる見通し。期中平均基準の ROE は 25.5% となろう。

主たるリスクは 6 点。中でも、天然水採水に影響を及ぼす自然災害の発生を外的要因に、成長に向けた先行投資の急拡大を(短期的な業績圧迫要因として)内的リスクとして挙げる。

主たるリスク要因としては、外的要因として、①天然水採水に影響を及ぼす自然災害の発生、②OEM 契約の解除、③宅配コストの急騰、を挙げる。ただし、自然災害の予測は不可能であり、対応の仕様がなない。仮にそういった事象により水質の汚濁があった場合も、汚染水については出荷差し止めが可能な水質管理体制が既に構築済である。世界遺産指定もあつて富士山周辺を乱開発する動きは既になく、今来期の業績を左右しかねない水源能力の人為的要因による悪化は考え難いと言えよう。

一方、内的要因リスクとしては、④先行投資負担の予想以上の拡大、⑤直接契約の伸び悩みに伴う売上構成の悪化、などを挙げる。ここでは、経営陣が中期的な目標とした営業利益率 10% に到達するまでは極端な先行投資の拡大はないとの見方を採っている。当然ながら、経営陣が商機と見て先行投資を大きく積み増すことがあれば、(それらは中期的な業績成長の糧となるだろうが)短期的には損益圧迫要因となろう。また、同社の強みである直接販売はデモ販売などで伸長を狙うと想定したが、何らかの理由でこれらが失速してくれば、短期的な収益のみならず、中期的な戦略への影響が生じることに繋がりがねないと考え

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

収益モデル

損益計算書(百万円)

	2007/9	2008/9	2009/9	2010/9	2011/3*	2012/3	2013/3	2014/3E	2015/3E
売上高	146	770	1,865	3,487	1,782	5,472	7,195	9,500	10,500
売上原価	108	393	743	1,233	416	1,207	1,662	2,400	2,700
売上総利益	38	377	1,121	2,254	1,366	4,265	5,532	7,100	7,800
売上総利益率	25.9%	49.0%	60.1%	64.6%	76.6%	77.9%	76.9%	74.7%	74.3%
販売管理費	414	596	1,100	2,113	1,312	3,987	5,086	6,400	6,800
営業利益	-376	-219	22	141	53	277	446	700	1,000
営業利益率	-257.2%	-28.4%	1.2%	4.0%	3.0%	5.1%	6.2%	7.4%	9.5%
営業外収入	3	3	71	2	4	7	16	25	25
営業外費用	6	5	9	39	20	45	74	75	75
経常利益	-379	-220	83	103	38	239	388	650	950
特別利益	0	0	117	0	3	0	10	20	0
特別損失	0	320	0	77	73	4	0	0	0
税前利益	-379	-540	200	26	-32	235	397	670	950
法人税等	1	3	5	-11	4	-12	38	290	430
実効税率	-0.2%	-0.6%	2.4%	-43.3%	-13.8%	-4.9%	9.7%	43.3%	45.3%
当期利益	-380	-544	195	38	-37	247	359	380	520
当期利益率	-259.6%	-70.6%	10.5%	1.1%	-2.1%	4.5%	5.0%	4.0%	5.0%
減価償却費	91	53	114	181	137	401	546	820	940
EBITDA	-285	-166	136	322	190	678	993	1,520	1,940
EBITDA マージン	-194.8%	-21.6%	7.3%	9.2%	10.7%	12.4%	13.8%	16.0%	18.5%

*2011/3 期は 6 カ月の変則決算

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

貸借対照表(百万円)

	2007/9	2008/9	2009/9	2010/9	2011/3*	2012/3	2013/3	2014/3E	2015/3E
流動資産	198	381	590	1,391	1,438	1,713	2,990	3,042	3,520
現金及び同等物	33	139	139	589	811	905	1,540	1,241	1,567
売上債権	63	173	361	513	443	610	837	1,105	1,222
棚卸資産	48	34	55	72	34	54	256	338	374
その他流動資産	54	34	35	217	150	144	357	357	357
固定資産	610	439	682	1,269	1,264	1,667	2,175	2,255	2,255
貸貸用資産	75	184	388	652	860	1,453	1,942	2,843	3,743
その他有形固定資産	191	224	253	710	718	798	1,244	1,244	1,244
償却累計額	-24	-95	-158	-315	-464	-830	-1,318	-2,138	-3,078
無形固定資産	357	83	104	78	42	139	167	167	167
投資その他	11	42	94	144	107	107	140	140	140
総資産	808	819	1,272	2,660	2,702	3,379	5,166	5,296	5,734
流動負債	172	429	623	1,124	1,193	1,248	1,943	1,613	1,571
買入債務	23	111	210	177	92	74	100	132	146
短期借入金	30	47	53	539	646	573	962	882	1,022
その他流動負債	119	271	360	408	455	602	881	599	403
固定負債	160	107	171	1,021	1,031	1,408	1,822	1,902	1,862
長期借入金	29	55	135	846	786	1,102	1,450	1,530	1,490
その他固定負債	131	53	36	174	245	306	372	372	372
純資産	476	282	477	515	478	723	1,401	1,781	2,301
負債及び純資産	808	819	1,272	2,660	2,702	3,379	5,166	5,296	5,734
有利子負債合計	59	102	188	1,385	1,432	1,675	2,412	2,412	2,512
純負債	26	-37	49	796	621	770	872	1,171	945
ROE	-159.5%	-143.4%	51.4%	7.6%	-7.4%	41.1%	33.8%	23.9%	25.5%

*2011/3 期は 6 カ月の変則決算

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)

	2007/9	2008/9	2009/9	2010/9	2011/3*	2012/3	2013/3	2014/3E	2015/3E
営業キャッシュフロー					391	625	679	1,000	1,300
税金等調整前当期純利益					-32	235	397	670	950
減価償却費					137	401	546	820	940
運転資本増減					287	-11	-264	-490	-590
投資キャッシュフロー					-174	-618	-909	-1,020	-900
設備投資					-149	-489	-894	-900	-900
その他					-25	-129	-15	-120	0
フリーキャッシュフロー					217	7	-230	-20	400
財務キャッシュフロー					-7	82	898	-300	-74
借入金増減					47	243	737	0	100
配当金支払					0	0	0	0	0
その他					-54	-161	161	-300	-174
現金及び現金同等物の期末残高					745	833	1,509	1,189	1,515

*2011/3 期は 6 カ月の変則決算

E=エヌ・ジー・アイ・コンサルティング予想

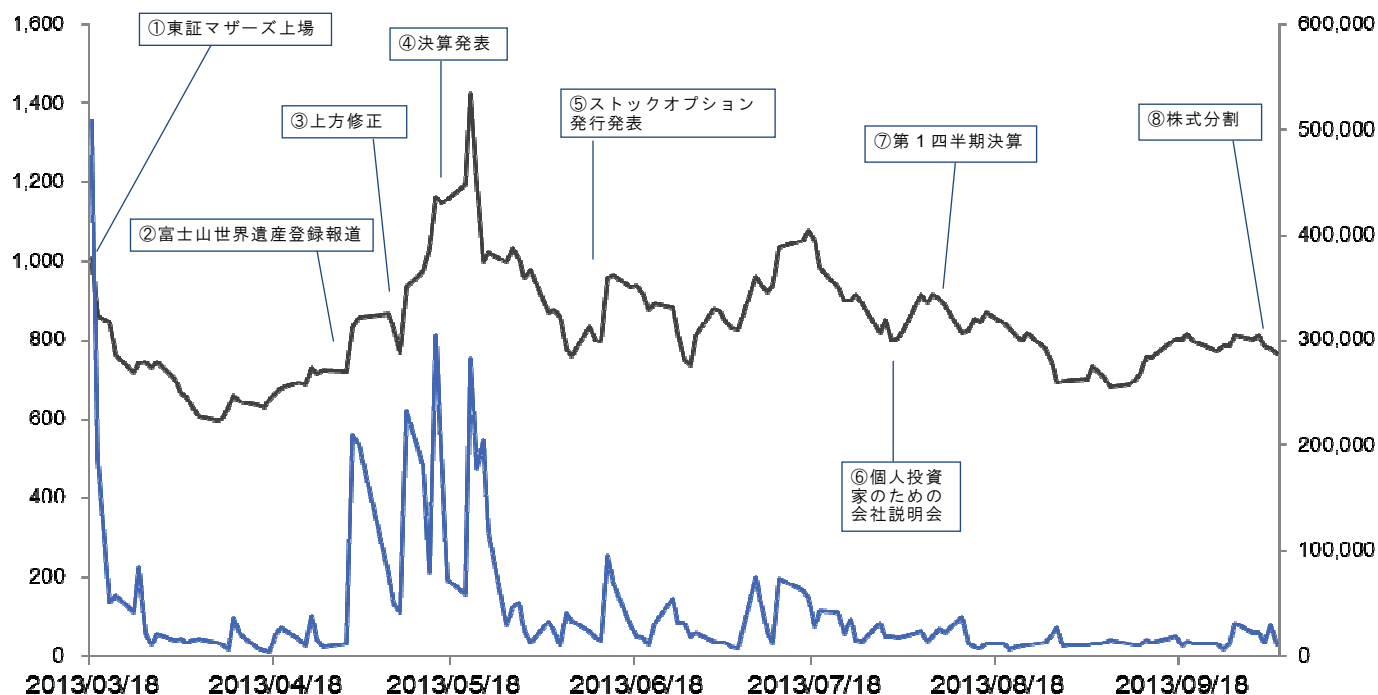
売上情報(百万円)

	2007/9	2008/9	2009/9	2010/9	2011/3*	2012/3	2013/3	2014/3E	2015/3E
売上高									
製品売上	90	492	1,336	2,586	1,628	4,567	6,025	8,270	9,300
直接販売						3,545	4,678	6,170	6,800
代理店・取次店売上						1,022	1,347	2,100	2,500
商品売上	49	247	458	645	80	426	643	930	1,040
その他売上	7	30	71	256	74	478	526	300	160
合計	146	770	1,865	3,487	1,782	5,472	7,195	9,500	10,500
主要前提									
期末契約件数(千人)			44.6	74.8	88.0	136.5	164.5	1,88.0	2,15.0
OEM(千人)							40.5	62.0	65.0
合計(千人)			44.6	74.8	88.0	136.5	205.0	250.0	280.0

*2011/3 期は 6 カ月の変則決算

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)

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)					596
	月間平均出来高 (百株)					8,142
	時価総額(年間高値)					9,861
	時価総額(年間安値)					4,119
業績推移	売上高	3,487	1,782	5,472	7,195	9,500
	営業利益	141	53	277	446	700
	経常利益	103	38	239	388	650
	当期純利益	38	-37	247	359	380
	EBITDA	322	190	678	993	1,520
	減価償却費	181	137	401	546	820
	設備投資額	0	149	489	894	900
	EPS (円)	18.92	△18.39	124.05	179.13	55.05
	営業利益率 (%)	4.0	3.0	5.1	6.2	7.4
	売上高 EBITDA 比率 (%)	9.2	10.7	12.4	13.8	16.0
	ROE (%)	7.6	-7.4	41.1	33.8	23.9
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	1,391	1,438	1,713	2,990	3,042
	固定資産合計	1,269	1,264	1,667	2,175	2,255
	資産合計	2,660	2,702	3,379	5,166	5,297
	流動負債合計	1,124	1,193	1,248	1,943	1,613
	固定負債合計	1,021	1,031	1,408	1,822	1,902
	負債合計	2,145	2,223	2,656	3,765	3,515
	有利子負債	1,385	1,432	1,675	2,412	2,412
	純有利子負債	796	621	770	872	1,171
	株主資本合計	515	478	723	1,401	1,781
	純資産合計	515	478	723	1,401	1,781
	流動比率 (%)	124	121	137	154	189
	自己資本比率 (%)	19.4	17.7	21.4	27.1	33.6
	売上高総資本回転率	1.31	1.32	1.62	1.39	1.79
	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	△1,020
	財務活動による CF		△7	82	898	△300
	現金及び現金同等物の 期末残高		745	833	1,509	1,189

注：2011/3 期は 6 カ月の変則決算。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

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