

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
業績動向	3
T O P I C S 1	10
T O P I C S 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]

増収増益は継続も、競争環境は激化 ～第2ステージへの移行を 印象づける施策に注目～

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 1 月 31 日現在

2013 年度上期は、宅配水顧客数の拡大を受けて増収増益基調を維持。ただし、販売競争の激化、顧客一件当たりの水消費量の伸び悩みから、期初の会社想定には未達となった。事前に見通しの下方修正はなされていたものの、上場してすぐの想定変更には株式市場もやや厳しい反応を示すこととなった。なお、下期は対上期比で大幅増益となる見通し。通期でも創業来の増収増益基調は継続されると予想する。2014 年度、2015 年度も顧客件数の増加、PET 容器内製化などによる原価低減努力をテコに、増益基調に変化はないと見る。

注目点は、販売競争の激化によって、これまで挑戦者であった同社が守勢に回る局面を迎えたという事実。ベンチャーであった黎明期とは違う視点での経営オプションを導入するタイミングを迎えつつあると言えよう。実際、その後に同社は光通信との合併販売子会社設立を決定。同時に、原価低減投資の原資確保に増資も決めている。合併会社は、これまでアプローチできていなかった層への訴求など、顧客層のさらなる拡大を目指す予定。ただし、これはこれまでの製販一体化システムを揺るがす可能性のある決断でもある。敢えてそういった経営判断に臨むことで、同社は第 2 ステージへ移行しつつあることを印象付けるものとなっている。

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。

(本レポートは 2013 年 10 月 25 日付レポートの続編となります)

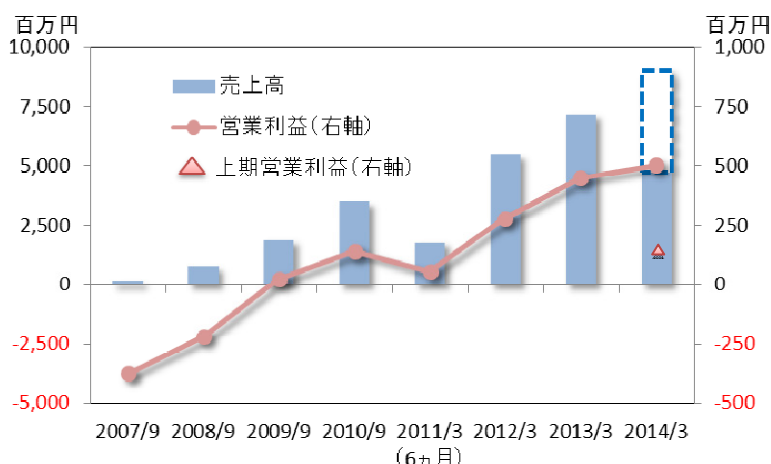
主要市場	マザーズ
時価総額	4,408百万円
発行済株式数	6,910,500株
52週レンジ	520 -1,427円
PER (会社予想基準)	16.34倍
PBR (実績)	1.04倍
ROE (実績)	33.80%
配当(会社予想基準)	0.00円
予想配当利回り	0.00%
純負債/株主資本倍率	0.62

業績動向

2013 年度上期は増収増益基調 継続も、やや厳しい結果

2013 年度第 2 四半期の累計決算(上期決算)は、売上が前年比 10.2 億円 (31.5%) 増の 42.8 億円。それに伴って、営業利益は 1.1 億円 (4.5 倍) 増の 1.4 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。一方、営業損益は 2011~2012 年度実績を年率で下回るペースにある。営業利益に関しては先行投資額の投入規模如何による部分が大きく、単純な年率換算で一喜一憂すべきではないが、現在の年間想定(5 億円)は容易なターゲットとはいえない水準にあるといえよう。なお、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 月期売上高は上期実績を表示。点線は下期の会社予想値。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

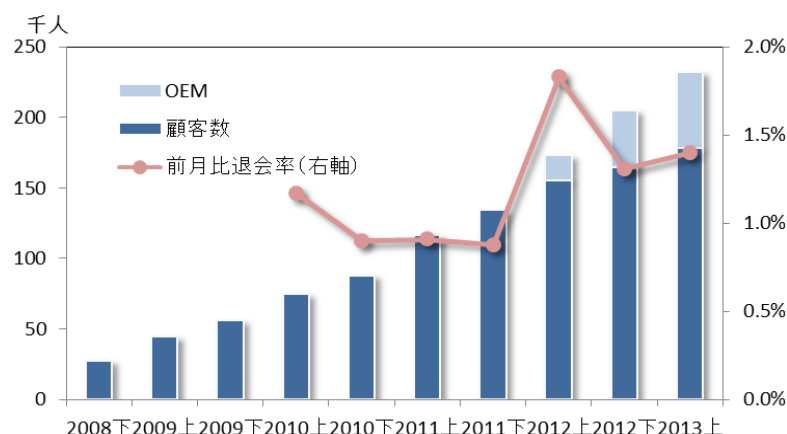
顧客数拡大も順調ながら、競争 環境の激化から会社計画にはやや未達

9 月末(上期末)時点の顧客数は 23.2 万件。3 月末比では 2.7 万件的増加、前年 9 月末比では 5.9 万件的 (34.1%) の増加となった。今上期は顧客数増加ピッチが鈍化したように見えるが、これは前年下期に大口の OEM 契約が入っていたため。クリティアブランドの顧客数は 3 月末比で 1.4 万件的増加、前年 9 月末比では 2.3 万件的 (15%) の増加となっており、むしろ若干加速気味である。期末顧客数は期初の会社計画値を 5,000 件超過となった。ビジネスそのものは堅調であったことが確認できる。ただし、クリティアブランドの顧客数に限ってみると、計画値には 2,000 件の未達。これは競合企業との競争激化に伴うもの。TOPICS 1 にて詳述するが、これが業績見直し減額修正の背景となっている。

また、顧客数を期中平均(期初と期末の平均)で見ると、上期は 21.9 万件と、前年比 6.5 万件 (42.3%) の増加となる。売上が前年比で 31.5% 増加する一方、期中顧客数は 42.3% 増という状況を考えれば、一件当たりの水消費量が 10% 程度減少していることを示している。これには、OEM 増加による構成変化が単価を引下げている影響も多分に含まれているものの、顧客単位で宅配水の使

用量が思いの外伸び悩んだ現実がここから推定されよう。昨年に比べて「より暑い夏」であったことを考えると意外感もある。これに関しても後段のTOPICS 1 において詳述を加える。

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

四半期ベースの推移でみると、増収基調にはあるものの、利益面では直近で失速

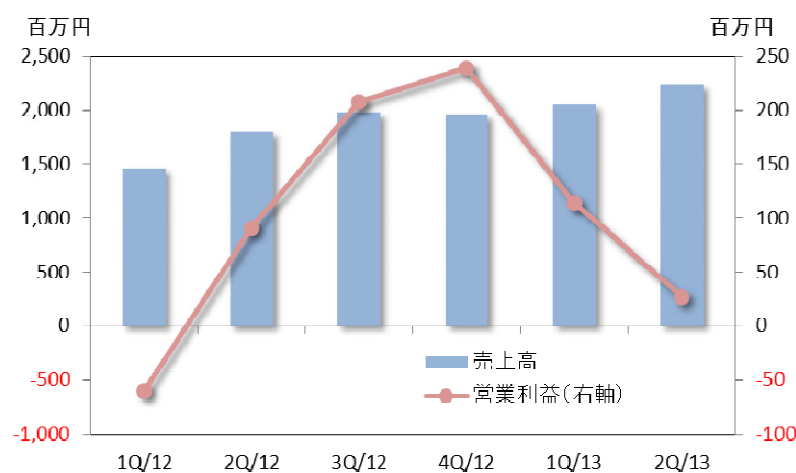
ちなみに、業績を四半期別にみると、遡ることのできる 2012 年度第 1 四半期以降、新規顧客の獲得増を追い風に順調に売上は拡大していることが確認できる。2012 年度第 4 四半期は唯一、前期比で(僅かながら)減収となっているが、これはおそらく冬場という季節要因によるもの。したがって、今下期も同様に季節要因の影響が生じる可能性を勘案しておくべきであろう。これに対し、営業利益は直近大きく失速している。これは販促費や事業規模拡大に伴う費用負担増が利益の圧迫要因となっているため。宅配水市場は「ストック型ビジネス」モデルにある以上、顧客獲得に向けての先行投資でもあり疎かにはできず、一段の事業規模拡大を目指す中で、それが短期的には損益圧迫要因になる構造を端的に示している。

利益失速の主因は販売管理費の急増。一方、これまでの先行投資は着実に結実している

実際にその主体である販売管理費は、公開されている 2012 年度第 4 四半期以降、期を追って増加を余儀なくされている。一方、この影響を除いた売上総利益(粗利益)は売上と同様に拡大基調にあり、(かつて投じてきた)先行投資についてはしっかりとその成果が出ていると言える。

なお、売上総利益率の下落が直近 2 四半期で見られる。これは、主力の富士吉田工場の増強工事が行われていた影響が大きい。工事に伴って一時的な作業効率の低下が発生した模様。ただし、この増強工事は 8 月末に完了しているため、今後はこういった特殊要因が売上総利益率の引き下げ要因になることはない、と思われる。

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3四半期の業績概況

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

出所: 会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

株主還元策も発表。特に、宅配契約顧客にはより有利な還元策を提供

上期決算でのもう一つ注目すべき点は、株主還元策を提示してきたことであろう。従来は先行投資負担を考えて現金配当には慎重な姿勢を示していたが、株主優待という形で株主への配慮を示すことになる。具体的には、株主に対しクリティア製品を提供するというもの。特に、宅配契約顧客はより有利な条件での製品提供も可能としており、株主還元のみならず、顧客開拓、さらには長期の安定株主の育成をも視野に入れた施策となっている。また、同社は固有の株主構成問題(大株主にはベンチャーキャピタルが名を連ねており、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宿命にある)を抱えており、このベンチャーキャピタルが株を放出する際の影響を最小限にとどめるためにも、株式の流動性を確保し、買い手となる潜在株主層を育成しておく必要がある。現金が難しければ製品で、という株主還元策の提示は、それらを見越したうえでの妙手ということができよう。当然、この姿勢は高く評価されてよいだろう。

2013 年度下期見通し: 前年比では増収減益を予想

2013 年度下期の決算は、売上が前年比 8 億円(19.7%)増の 47 億円、営業利益は 0.6 億円(12.8%)減の 3.9 億円と予想する。顧客数前提は、期中平均で 26%増の 23.9 万件、期末は 20%増の 24.6 万件と置いた。

ただし、競争激化から増収ピッチは減速。売上の伸びは期中顧客

大幅増収となるのは、引き続き製品顧客数の増加を見込むため。これまでのトラックレコードを見る限り、先行投資は着実に結実しており、この傾向に大きな変

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

数の伸びを下回る状況が継続しよう

化はないと考える。ただし、競合企業との競争激化は懸念要因として浮上しており、その分、増収ピッチは上期に比べて減速を余儀なくされると想定した。また、OEM増による平均単価の下落もあり、売上の伸びは期中顧客数の伸びを下回るとの見方を取る。損益的には、売上増に伴って売上総利益は増加と見るが、業容拡大や先行投資負担の拡大に伴う販売管理費の増加は吸収できず、前年比では営業減益になる見通し。

なお、対上期比では増収増益と予想。夏場に落ち込んだ水消費量の回復、工場増強工事終了による効率改善などが寄与しよう

ちなみに、より詳細な比較が可能となる上期との比較では、売上が 10.7%増、営業利益は約 3 倍となる。期中平均顧客数前提は 9.4%増。ここでは、売上の伸びが期中顧客数の伸びを上回ることとなるが、これはOEMによる構成変化が大きくないことに加え、夏場に予想外に落ち込んだ一件当たり水消費量の回復を織り込んだことによる。営業利益でも、水消費量の増加、富士吉田工場の増強工事終了に伴う作業効率の改善が寄与。売上総利益の拡大(8.4%増)をテコに大幅増益となろう。なお、注目の先行投資を含んだ販売管理費は、上期比ほぼ横ばいを想定した。競争激化の中ではあるものの、闇雲な販売(宣伝)競争からは距離を置き、より足元の潜在顧客層への対応を重視するだろうとの見方である。上場初年度でもあり、経営陣は期間利益の確保にも重きを置くだろうと考えたこともその背景にある。

通期では前年比増収増益基調を確保へ。ただし、従来見通しとの比較では、販売競争激化による顧客件数前提引下げに伴い、売上・利益ともに減額修正

上期実績と合計した通期では、売上が前期比 25.4%増の 90 億円、営業利益は 5.3 億円となる。上期決算の段階ではやや高いハードルには思えたものの、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との見方を取る。通期の経常利益は 3.5 億円、税引き後の当期利益は 2.7 億円となろう。なお、従来予想においては(2013 年 10 月 25 日付レポート)、売上を 95 億円、営業利益を 7 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、販売競争激化に伴って、期末顧客数前提を従来の 25 万件から 24.6 万件に引き下げたことが主因である。

なお、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 万件としている。この見通しに対しては利益面でやや楽観的な見方にあるものの、これは先行投資額の積上げに慎重となるだろうと考えたため。今期に業績見通しを下方修正したことを経営陣は重く受け止めており、競争激化の渦中とはいえ、見通しの達成には全力を傾けると想像している。ただし、それによって将来のビジネス機会を逸失してしまうとすれば、それは主客転倒となりかねない。競争激化への対応策として、同社は強力な販売力を擁する光通信と合併販売子会社を設立するといった布石を打ってきている(TOPICS 2 参照)。

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。

2014 年度については、売上で 2013 年度予想比 15 億円(17%)増の 105 億円、営業利益は同 2.2 億円(42%)増の 7.5 億円を予想。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、競争環境激化の影響もあり、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、期中平均で同 16%増の 26.1 万件、期末は同 13%増の 27.7 万件と置いた。

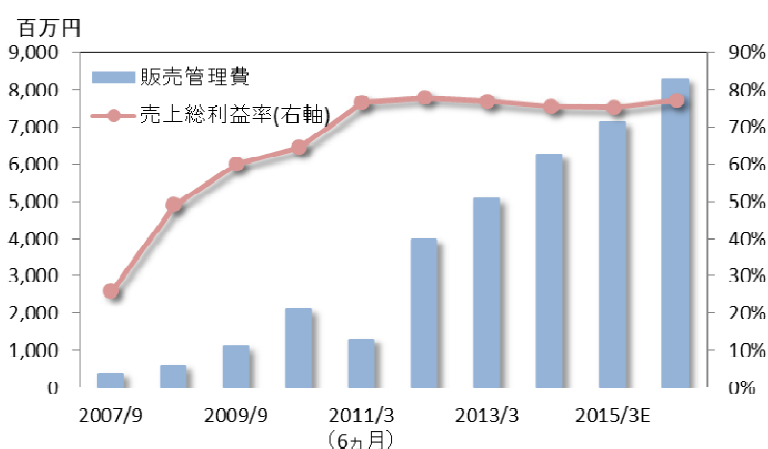
ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

顧客数の増加に加え、酷暑が激し過ぎた 2013 年度の反動で一件当たりの水消費量も増加へ

売上面では、引き続き顧客数の増加がテコとなる。また、酷暑が激し過ぎてむしろ需要が伸び悩んだ 2013 年度の反動もあり、一件当たりの水消費量も増加すると想定。顧客 1 件当たりの売上単価は 5% 程度の上昇を見込んだ。一方、新規発足の合弁販売子会社の寄与や OEM の売上構成増加は平均単価の引下げ要因として影響しようが、上記要因で吸収。売上は顧客数の伸びを若干ながらも上回る拡大を 3 期ぶりに回復する見通し。なお、ここでは 1 月発足予定の合弁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ものとの前提を置いている。

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

損益面では、売上総利益率の悪化、販売管理費増を売上増で吸収して増益へ。販売管理費では宅配コストの上昇を若干想定する

損益的には、売上総利益率で 0.4pt の悪化を想定した。2013 年度にあった能力増強工事の終了は利益率改善要因となるものの、2014 年度は PET 容器内製化工事が始まるため、併せて考えれば大きな改善寄与はないと予想。むしろ、償却負担の増加などが重石になると考えた。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 11 億円の増益になる見通しである。注目の販売管理費では、販売子会社の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再注力が図られると判断。宅配コストも人手不足などから若干の上昇は避けられないと想定し、前年比 8.8 億円の増加を見込んでいる。これらを併せた営業利益では前年比 2.2 億円の増加を、税金負担を差し引いた当期利益では 1.1 億円の増益になると予想する。一株当たりの利益は 49.5 円、期中平均基準の ROE は 16.4% となろう。

従来見通しとの比較では、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 2.5 億円を減額修正。これは 2013 年度からの競争環境激化を織り込んだものとなるが、売上面に限っては合弁販売子会社の寄与でその影響を相殺することになるとの見方を採った。ちなみに、期末顧客件数前提も、従来は 28.0 万件としていたが、今回は 27.7 万件に若干引き下げている。

ウォーターダイレクト [2588]

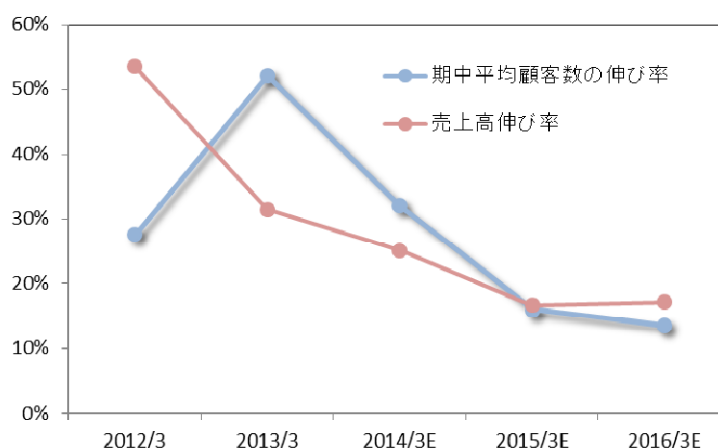
CORPORATE RESEARCH

2015 年度見通し:増収増益基調は続こうが、先行投資一巡などから比較的増益幅は大きなものとなる公算

2015 年度については、売上で 2014 年度予想比 18 億円(17%)増の 123 億円、営業利益は同 4.5 億円(60%)増の 12 億円を予想している。顧客数前提は、期中平均で同 14%増の 29.7 万件、期末は同 14%増の 31.7 万件。概して、これまでの先行投資一巡や販売子会社の寄与もあり、比較的大きな増益になる公算は大きいと考える。

売上の増加は、顧客件数の増加、顧客一件当たりの売上単価上昇がその牽引役となる見通し。なお、一件当たりの売上単価上昇は、一件当たり水消費量の漸増トレンドが継続する、との見方に基づくもの。2013 年度は天候要因によってこの傾向は一旦途切れたものの、異常気象がないことを前提に、中期的なトレンドへの回帰があると考えた。これに伴い、2 年連続で売上は顧客数の伸びを上回る拡大になろう。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。

図表 6: 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

PET 容器内製化投資が発現。増産効果が増益の牽引役に

損益的には、売上総利益率で 2.0%pt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寄与し、大幅な原価率改善が図られる見通し。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 16 億円の増益を予想。販売管理費では、販促費の拡大継続に加え、販売子会社のコストが引き続き増加することなどから、11.5 億円の増加を見込んだ。これらを併せた営業利益では 4.5 億円の増加を、税金負担を差し引いた当期利益では 1.9 億円の増益になると予想する。一株当たりの利益は 75.7 円、期中平均基準の ROE は 22.7%となる。

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

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、あるいは顧客獲得ピッチの失速、また、宅配コストの予想以上の上昇、を挙げる。特に、宅配コストの上昇は、ワンウェイ方式を採る同社にとって、かなり大きなインパクトを与えかねない。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、これ

で十分かどうかには議論の余地があると考えている。換言すれば、販売競争激化と同様に、この宅配コストが喫緊の経営課題として急浮上してくるリスクは決して看過できないと考えている。

TOPICS 1：業績見直し修正は第2ステージへの転換期を示唆

11月に業績見直し下方修正を発表。株式市場は厳しい反応を示す

特に、第2四半期の業績がかなりの期待未達に。需要期の失速で、株式市場ではリスクチェックシステムに対する不安が台頭。信用回復は経営陣の喫緊の課題に

11月7日、同社は業績見直しの下方修正を発表している。第2四半期(上期)実績はほぼこの線に沿った内容であったため、当初予算には未達となったものの、決算そのものに株式市場でサプライズが生じることはなかった。しかし、決算に先駆けたこの下方修正発表時には株価が大きく下落。それ以降も株価は低調な推移を余儀なくされており、概して株式市場は厳しい反応を示している。事業環境の変化による業績見直しの修正は一般に多々あることながら、上場後の最初の決算期で見直し下方修正というのは決して胸を張れることではない。まして上場して日がまだ浅い状況では、投資家が同社との間にどれだけ信頼関係を構築できるかどうかを見極める時期でもある。この手探り段階での見直し修正は残念という他あるまい。実際、経営陣も同様の認識にあり、決算説明会の中ではこの点に言及したうえで、不本意であった心情を吐露している。

下方修正の内容は下表の通り。通期見通しで売上高を3.9億円、営業利益を1.5億円、それぞれ減額。その過半は上期の想定下振れが大きく影響するとの見方に修正されている。この時点で第1四半期は既に公表されていたことを考えれば、第2四半期の業績がかなりの期待未達となっていた状況は明らかであろう。このことは、投資家にとっても大きなサプライズであった。そもそも第2四半期は夏場であり、一人当たりの飲料水需要や宅配水契約数の増加が期待されていた。にもかかわらず、見直し減額修正の主因となったためである。さらに、そういった需要期の追い風に乗りきれなかったことは、同社の経営戦略、ビジネスモデル、リスクチェックシステムに対して不安が露呈することにもなった。当然、これら懸念に対する早期の信用回復は経営陣に課せられた喫緊の使命となる。

図表 7: 業績見直し新旧比較

(百万円)	2013上期		2013下期		2013通期	
	従来	修正	従来	修正	従来	修正
売上高	4,565	4,283	4,821	4,717	9,386	9,000
営業利益	250	140	398	360	648	500
経常利益	227	102	378	348	605	450
当期利益	147	64	223	206	370	270

出所：会社資料よりエヌ・ジー・アイ・コンサルティング作成

需要期の期待未達は、異常気象と販売競争の激化によるもの

問題は、何故猛暑という追い風があった中、需要期の売上が当初計画に達しなかったのか、である。経営陣はこの理由として、①水分よりも塩分摂取が奨励されるほどの酷暑であり、外出抑制などで水消費はそれほど増加しなかった、②競合企業との顧客獲得競争が激化し、市場獲得のハードルが高まった、の2点を挙げている。前段の業績概要でも触れたが、①は一件当たりの宅配水消費量が減少していたという事実に対応しており、②はクリティアブランドの期末顧客数が当初計画値を若干ながらも下回ったという事象に対応するものである。

このうち、天候要因は予測不可能であり、殊更に懸念すべきものではあるまい。より注視すべきは顧客獲得競争激化といった点であろう。積極的な販売姿勢を見せた競合他社は、(ウォーターダイレクトを含む)先行企業と価格設定は大差ないものの、メディアなどを通じて積極的な広告宣伝を展開。知名度をテコに顧客開拓を急ぐ戦略を採った模様である。また、コンビニなどでは大容量ペットボトルのミネラル・ウォーターで安売りが急増し、持ち帰りを厭わない消費者がそれらを志向したという面もあったと考えられる。

販売環境の変化に対し、結果的に対応は後手に回った印象は拭えず

常識的に考えて、こういった事業環境の変化を同社自身が早期に気づかないはずはない。これらに対抗して販促費用を大幅に上乘せするか(その結果、コスト上昇から利益面ではより大きな減額修正を招くことになる)、上場後間もないことから業績見通しの修正を避け、現状予算内での対応とするか、経営陣は悩んだに違いあるまい。現実には後者の選択となり、しかし、結果的に業績修正も余儀なくされる、という経営陣にとっても「不本意」な結果になったものと推定する。

このことは、ベンチャーであり、チャレンジャーであったはずの同社が守勢に回ったことを示唆。これまでとは違う視点の経営オプションが必要に

これは換言すると、競争条件における同社の立ち位置の変化と言うこともできる。同社は、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への追い上げを図ってきた。しかし、今回は競合企業の攻勢を受ける守勢側に立ったということとなるためである。この立ち位置の変化は十分予想されていたことながら(2013 年 10 月 25 日付本レポート参照)、想定を大きく上回るペースで現実のものとなってきたと言えよう。これは同社が既に市場大手の地位に達したことの証左ではあるものの、これまでとは違う視点の経営オプションが早くも必要となってきたことを示唆している。

先行他社も同様の状況だが...

当然、先行他社は同様の状況にある。宅配水市場で最大のシェアを持つナック(宅配水ブランドはクリクラ)では、2013 年度上期の宅配水事業が売上で 10 億円(12.6%)、営業利益で 1 億円の想定未達。前年同期比でも売上横ばい、営業減益を余儀なくされている。同じく競合他社であるトーエルも(宅配水ブランドはアルピナなど)、計画との対比はできないものの、前年比では減収減益にある。

図表 8: 競合他社の上期宅配水事業業績

(百万円)	ナック			トーエル		
	実績	計画	前年実績	実績	計画*	前年実績
売上高	6,991	8,000	6,937	3,149	3,310	3,248
営業利益	146	250	353	651	675	941
経常利益	227	102	378	605	102	983
当期利益	147	64	223	370	64	593

*トーエルは半期のセグメント別業績見通しを公表していないため、通期計画の 6 ヶ月分を計画として提示している。なお、トーエルの上期は 5-10 月の 6 カ月。

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

…同社は依然としてチャレンジャーとしての勢いは健在。余力を持って次の経営オプション(第2ステージ)を準備する好機に

しかし、そういった中、ウォーターダイレクトは前年比で依然として大幅な増収増益にあり、チャレンジャーとしての勢いはまだまだ十分にあることも事実である。このことは余力を持って次の経営オプションを準備できるという好機であると言える。このまま、徐々に守勢側への立ち位置変化を志向するのか、潜在需要の大きい宅配水市場で再度チャレンジャーとしての立ち位置を志向するのか。創業来、資金繰りに苦心しつつ拡大戦略を採ってきたウォーターダイレクトは既に黎明期を終え、第2ステージへの転換期を迎えつつある。

TOPICS 2 : 第 2 ステージへの橋頭堡

1 月、第 2 ステージに向けての橋頭堡へ始動

2014 年 1 月 17 日、2 つの重要事項を発表した。1 つは、OA 機器や通信回線、保険商品などの卸売販売業で定評のある光通信と合併会社を設立すること。もう 1 つは、第三者割当増資及び新株予約権の発行（引受先はいずれも光通信）を行い、筆頭株主が光通信となること、である。これは、TOPICS 1 で示した同社第 2 ステージへの展開を念頭に置いたかなり戦略的に動きであるように思われる。詳細は以下の通り。

① 光通信と合併会社設立

同社が 51% の株式を保有する販売子会社を設立

光通信との合併新会社は、社名を「アイディール・ライフ」とし、宅配水や通信機器の販売を手掛ける他、補償サービスなどを営む予定。新会社が販売する宅配水はウォーターダイレクトから出荷されることになり、一種の代理店のような役割を果たすことが期待されることになる。資本金は 4,500 万円、出資比率はウォーターダイレクトが 51%、光通信が 49% となり、ウォーターダイレクトの連結子会社となる模様。発足予定は 2014 年 1 月末。

光通信の販売力を活用し、競争条件の変化に対してより効果的な販売チャンネルを確保へ

この経営判断はかなり興味深い。ウォーターダイレクトにとってみると、光通信の強力な販売部隊、販売ノウハウの活用が可能という点で大きなメリットが期待できる。これまで挑戦者の立ち位置にあった同社は、前段(TOPICS 1)の通り、後発企業が資本力をバックに大規模な広告宣伝を展開したことなどを受け、攻勢を受けて立つ側に回ることとなっている。デモ販売といった斬新な手法で顧客を獲得してきた実績はあるものの、競争条件の変化に対してはもう一段の効果的な販売チャンネルが求められる状況にあった。強力な販売部隊との連携には、この流れを断ち切るための一歩踏み込んだ決断であるように思われるのである。これにより、特に未開拓分野における潜在顧客層の掘り起こしなどが見込まれることとなろう。もちろん、自力で対応できればそれに越したことはないが、①営業人員の確保・育成に時間を要する、②既に多くの百貨店、家電量販店などの店頭においてデモ販売を実施しており、今後は徐々に効果が出難くなってくるリスクがある、③その間も、競合企業の攻勢は続く、といったことを勘案すれば、鷹揚に構えていられる状況にはあるまい。外部の企業とタッグを組み、時間を短縮して能力の相乗効果を狙うことは十分に合理的であると判断する。

一方、現在、光通信は日本各地での販売拠点には各地域の有力企業と合併会社を設立し(光通信の持ち株比率は主として 50% 未満に設定)、販売部隊に徹する経営を展開している。そういった中、光通信にとっても商材の拡大は当然メリットとなるはず。また、この強力な販売力を考えた場合、ウォーターダイレクトが提携しなければ、光通信が競合他社と組んでしまうリスクもあった。そういった観点からもこの提携はより戦略的であると位置づけられよう。なお、光通信は既に様々な商材を手掛けており、それに新たに宅配水事業が加わっても、その販売力に翳り及ぼすほど大きな負担にはならないと推定している。

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

ただし、懸念は基本方針である製販一体化システムとの両立。子会社がうまく行けばいくほど、自社直販システムの存在意義が問われかねない

一方、これに伴う懸念は、この方式がウォーターダイレクトの基本方針であった製販一体化システムを揺るがす可能性を持つこと。対競争を考えると、この決断をうまく機能させて再攻勢への狼煙としたいところであることは確か。しかし、合併販売会社がうまく行けばいくほど、それでは(製販一体化方針に基づく)自社販売よりも効率的な販売チャンネルを保有するということに繋がるはずである。合理性だけを見れば、それでは製販一体化にこだわるよりも、むしろ光通信の営業力をフルに活用した営業体制の方をより強化すべき、という選択肢が早晚俎上に上がってきてもおかしくないと考えられるのである。これは最終的に、自社の販売チャンネルの存在意義が問われることにもなりかねない劇薬でもあると言えよう。当然、ウォーターダイレクト経営陣は、今回の合併会社設立がそういったリスクに繋がることは承知のうえであるはず。それでも敢えて再攻勢の狼煙を上げる決断を採択したことは、競争激化がそれだけ苛烈であることの証左でもあると推定する。

そもそも同社が製販一体化方針にあるのは、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。販売を代理店や小売店に丸投げしてしまえば、消費者ニーズや顧客の志向トレンドを直接把握できなくなるため、自社での販売戦略・価格設定が難しくなり、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。生産と販売の二正面戦略は容易な選択ではなかったものの、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、(創業当初は例外として)敢えて製販一体戦略を選択してきた経緯がある。今回の合併会社設立は明らかに、これまでの経緯とはやや異なる経営判断となっていることがうかがえよう。

これに対するリスク軽減・抑制策も用意されている模様。株式持分 51%を背景とした経営権の確保と...

なお、上記の懸念材料に対し、同社は現時点の 2 つのリスク軽減・抑制策を用意しているように思われる。1 つは合併会社の株式は 51%を保有し、経営権を手中に収めていること。もちろん、合併相手の営業力にも依存する形となる以上、その影響力は避けられないものの、販売戦略・価格設定の決定権が明確に保持できる意味は大きい。これはマイナー出資で展開力を広げる光通信の戦略にも合致した部分でもあり、そういった観点では両社間で思惑のすれ違いはないように思われる。

...別ブランドによる展開の可能性

もう 1 つは、合併会社で販売する宅配水は別ブランドとなる可能性があること。現時点でウォーターダイレクトは、合併会社で主力の「クリティア 25*」ブランドのものを販売するとは全く言明しておらず、ニュースリリースでも「クリティア」ブランドに関しては一言も言及されていない。やや穿った見方かもしれないが、これは合併会社では別ブランドによる展開を模索しているように思えるのである。このことは、独力で育成してきた主力ブランドに関してはやはり製販一体化を堅持し、合併会社での拡販はこれとは切り離して考える意向にあると見ればつじつまが合う。とすれば、一種の OEM 供給と同じ位置づけともなり、同社の基本方針とは明確に一線を画することも可能となろう。逆に言えば、「クリティア 25*」ブランドでの販売となった場合、経営陣はより真剣に製販一体方針の転換を模索し始めていることを示すことになると考えられる。

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

② 第三者割り当て増資 光通信が筆頭株主に躍り出る

今回、第三者割当増資及び新株予約権の発行で調達する資金は約 4.5 億円。いずれも合併パートナーである光通信が引き受ける。これにより光通信は、一部大株主からの株式譲受もあり、15.00%の株式を保有する同社の筆頭株主に躍り出る(新株予約権行使後は 18.94%)。なお、新株予約権の行使には前記合併会社が一定数の顧客数を獲得することが条件となっており、貢献に応じた行使といった仕組みとなっている。これら潜在株式により、現行株式には最大 11.5%の希薄化が生じることになる。ここで注目されるのは、①株主構成の変化、②資金使途、③財務への影響、の 3 点となる。

資金使途は PET 容器の内製化 設備投資など。売上原価率引下げに効果

このうち、資金使途は最重要の注目点。会社側はこの調達資金をウォーターサーバーの開発施設や PET 容器の内製設備取得に充当としている。特に PET 容器の 100%内製化は原価率を 7~8%改善させることが可能と見込んでおり(現状、容器材料のプリフォームは 100%外部調達であり、成形過程の内製化率はおおよそ 50%)、その効果は非常に大きいものが期待される。具体的には、原価率を 8%引き下げた場合、現状の事業規模で売上総利益率は 2pt 程度の改善に繋がることが予想される(2013 年度の予想原価率は約 24%)。営業利益段階では 2 億円程度の改善要因となり、大幅な利益水準の引き上げに繋がることになる(2013 年度の現状予想営業利益は 5.3 億円)。

今後は増産効果が効く事業構造 に

それ以上に、この投資が将来の増産効果への期待も可能とする点は見逃せない。そもそもワンウェイ方式の宅配水事業にある同社は、どうしても変動費が嵩むコスト構造となっている。これは収益の安定性が高いとも言える一方、規模の経済が効き難く、事業拡大を進めても利益率の大幅な改善や急成長は望み難いという事業体質となっていた。しかし、固定費のウエイトが高くなる容器内製化においては規模の経済が大きく寄与してくる。OEM 契約の増加や合併販売会社設立などでボトルの生産本数が拡大する局面では、その効果をフルに発揮することができよう。フル生産状態ともなれば、プロセス改善や歩留まり向上も相俟って、上記の目算を上回る原価低減効果をもたらす可能性もあると予想する。ただし、このことは操業が低迷してしまえば、利益面での強烈な重石となることでもある。だからこそ、前段の通り、同社は合併販売会社の設立などで再攻勢に向けての狼煙を上げたのだとも言える。これらの戦略は明らかに連関している。

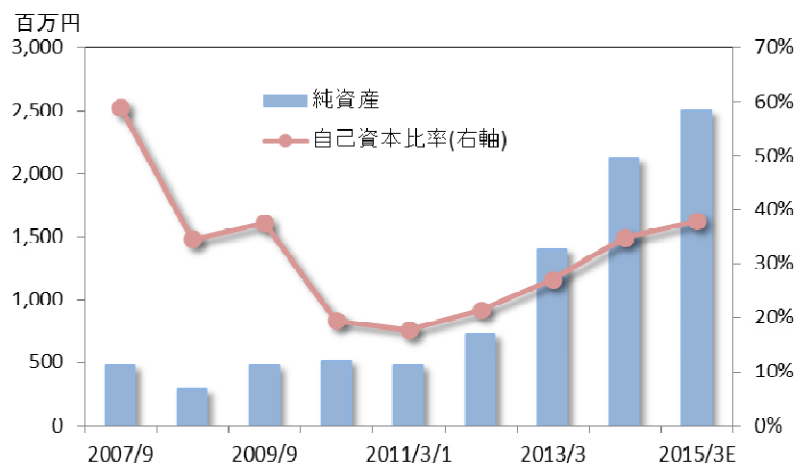
自己資本比率も改善へ。希薄化 リスクも、設備投資効果で吸収可 能と見る

また、これによりウォーターダイレクトの純資産は、期間利益寄与も併せ、2014 年 3 月末には 21 億円程度まで増加する見通し(2013 年 9 月末実績は 14.8 億円)。総資産の状況にも拠るが、自己資本比率は 9 月末から 10%pt ほど上昇し、35%前後にまで達する可能性がある。同社は先行投資準備資金を一定額保有しておく必要から、どうしても借入金が多く掛かる財務構造にあったが(その結果、株主資本比率は低くなる)、これにより財務面での安定性は格段に改善されることとなる。

なお、このことは現行株式の希薄化、ROE の引下げ要因となる。しかし、容器内製化効果のみで年間 2 億円程度の営業利益改善が現状でも見込まれるとすれ

ば、その寄与は株式希薄化の影響を十分吸収することが可能と試算できる。これを見る限り、既存株主への影響は限定的であり、むしろ財務改善メリット、及び収益改善メリットの方が大きいと判断する。

図表 9: 純資産及び自己資本比率の時系列推移



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

ベンチャー企業から事業継続性を前提とできる会社への変化に応じ、株主構成も徐々に変化し始める

株主構成の変化についても、同社が第 2 ステージへ移行しつつあることを印象付けるものとなった。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が、このことは将来に潜在的な株式の売却圧力が控えているということでもある。今回、長期的な保有方針を明確にしている光通信が筆頭株主として浮上したことで、その圧力のインパクトは相対的に大きく低下したとも言える。一般に「ベンチャー企業」が「事業の継続性を前提と出来る企業」へ移行する過程において、こういった株主構成の変化は避けて通れないもの。黎明期を越えてきた同社においても、こういった動きが出てくることは極自然なことでもあり、ベンチャー時代とは異なるまた別の展開が求められる局面に差し掛かったのだと位置づける。

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

ウォーターダイレクト [2588]

CORPORATE RESEARCH

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

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

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

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、工場内でボトリング、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)。

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。

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。

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)

	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	9,000	10,500	12,300
売上原価	393	743	1,233	416	1,207	1,662	2,200	2,600	2,800
売上総利益	377	1,121	2,254	1,366	4,265	5,532	6,800	7,900	9,500
売上総利益率	49.0%	60.1%	64.6%	76.6%	77.9%	76.9%	75.6%	75.2%	77.2%
販売管理費	596	1,100	2,113	1,312	3,987	5,086	6,270	7,150	8,300
営業利益	-219	22	141	53	277	446	530	750	1,200
営業利益率	-28.4%	1.2%	4.0%	3.0%	5.1%	6.2%	5.9%	7.1%	9.8%
営業外収入	3	71	2	4	7	16	15	10	10
営業外費用	5	9	39	20	45	74	95	90	90
経常利益	-220	83	103	38	239	388	450	670	1,120
特別利益	0	117	0	3	0	10	20	0	0
特別損失	320	0	77	73	4	0	0	0	0
税前利益	-540	200	26	-32	235	397	470	670	1,120
法人税等	3	5	-11	4	-12	38	200	290	480
実効税率	-0.6%	2.4%	-43.3%	-13.8%	-4.9%	9.7%	42.6%	43.3%	42.9%
当期利益	-544	195	38	-37	247	359	270	380	640
当期利益率	-70.6%	10.5%	1.1%	-2.1%	4.5%	5.0%	3.0%	3.6%	5.2%
減価償却費	53	114	181	137	401	546	680	770	920
EBITDA	-166	136	322	190	678	993	1,209	1,520	2,120
EBITDA マージン	-21.6%	7.3%	9.2%	10.7%	12.4%	13.8%	13.4%	14.5%	17.2%

	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	4,717	5,000	5,500	6,000	6,300
売上原価				1,020	1,180	1,250	1,350	1,350	1,450
売上総利益				3,263	3,537	3,750	4,150	4,650	4,850
売上総利益率				76.2%	75.0%	75.0%	75.5%	77.5%	77.0%
販売管理費				3,123	3,147	3,550	3,600	4,100	4,200
営業利益		31	446	141	389	200	550	550	650
営業利益率		0.9%	11.3%	3.3%	8.3%	4.0%	10.0%	9.2%	10.3%
経常利益		4	388	103	347	160	510	510	610
税前利益		0	397	114	356	160	510	510	610
当期利益		2	358	64	205	90	290	290	350
当期利益率		0.1%	9.1%	1.5%	4.4%	1.8%	5.3%	4.8%	5.5%

*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	3,602	3,870	4,529
現金及び同等物	139	139	589	811	905	1,540	1,877	1,917	2,303
売上債権	173	361	513	443	610	837	1,047	1,222	1,431
棚卸資産	34	55	72	34	54	256	321	374	438
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	2,595	3,225	3,504
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	-1,998	-2,769	-3,689
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	6,096	6,594	7,434
流動負債	429	623	1,124	1,193	1,248	1,943	1,734	1,722	1,643
買入債務	111	210	177	92	74	100	125	146	171
短期借入金	47	53	539	646	573	962	742	612	338
その他流動負債	271	360	408	455	602	881	867	963	1,139
固定負債	107	171	1,021	1,031	1,408	1,822	2,142	2,371	2,651
長期借入金	55	135	846	786	1,102	1,450	1,770	2,000	2,279
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	2,120	2,500	3,140
負債及び純資産	819	1,272	2,660	2,702	3,379	5,166	6,096	6,594	7,434
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	835	1,195	909
ROE	-143.4%	51.4%	7.6%	-7.4%	41.1%	33.8%	15.3%	16.4%	22.7%

*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	470	670	1,120
減価償却費				137	401	546	680	770	920
運転資本増減				287	-11	-264	-150	-140	-240
投資キャッシュフロー				-174	-618	-909	-1,382	-1,712	-1,514
設備投資				-149	-489	-894	-1,100	-1,400	-1,200
その他				-25	-129	-15	-282	-312	-314
フリーキャッシュフロー				217	7	-230	-382	-412	286
財務キャッシュフロー				-7	82	898	650	0	0
借入金増減				47	243	737	0	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	1,777	1,365	1,651

*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

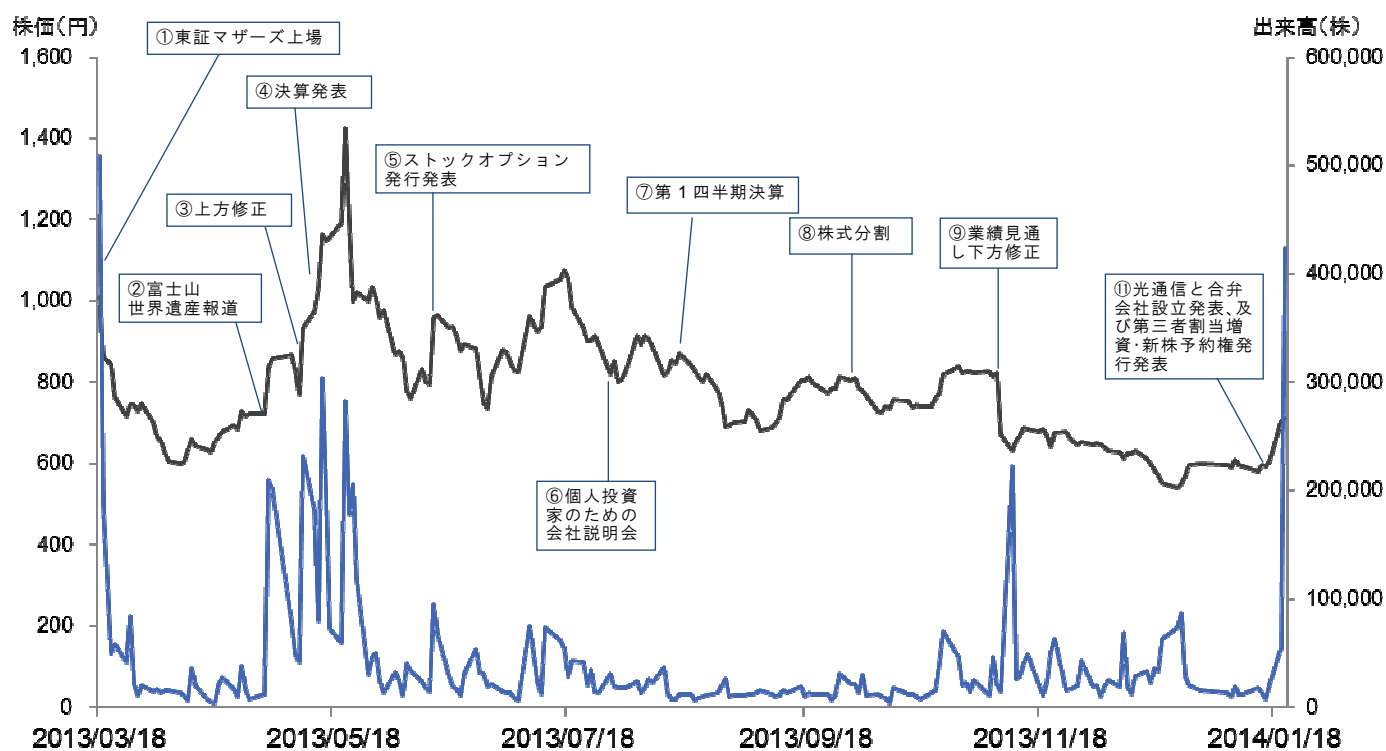
売上情報(百万円)

	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	7,500	9,100	10,900
直接販売					3,545	4,678	5,400	6,200	7,100
代理店・取次店売上					1,022	1,347	2,100	2,900	3,800
商品売上	247	458	645	80	426	643	800	800	800
その他売上	30	71	256	74	478	526	700	600	600
合計	770	1,865	3,487	1,782	5,472	7,195	9,000	10,500	12,300
主要前提									
期末契約件数(千人)		44.6	74.8	88.0	136.5	164.8	182.0	197.0	212.0
OEM 他(千人)						40.2	64.0	80.0	105.0
合計(千人)		44.6	74.8	88.0	136.5	205.0	246.0	277.0	317.0

*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tock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

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	9,000
	営業利益	141	53	277	446	530
	経常利益	103	38	239	388	450
	当期純利益	38	-37	247	359	270
	EBITDA	322	190	678	993	1,210
	減価償却費	181	137	401	546	680
	設備投資額	0	149	489	894	1,100
	EPS (円)	18.92	△18.39	124.05	179.13	39.05
	営業利益率 (%)	4.0	3.0	5.1	6.2	5.9
	売上高 EBITDA 比率 (%)	9.2	10.7	12.4	13.8	13.4
	ROE (%)	7.6	-7.4	41.1	33.8	15.3
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	1,391	1,438	1,713	2,990	3,502
	固定資産合計	1,269	1,264	1,667	2,175	2,595
	資産合計	2,660	2,702	3,379	5,166	6,096
	流動負債合計	1,124	1,193	1,248	1,943	1,734
	固定負債合計	1,021	1,031	1,408	1,822	2,242
	負債合計	2,145	2,223	2,656	3,765	3,976
	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	835
	株主資本合計	515	478	723	1,401	2,120
	純資産合計	515	478	723	1,401	2,120
	流動比率 (%)	124	121	137	154	202
	自己資本比率 (%)	19.4	17.7	21.4	27.1	34.8
	売上高総資本回転率	1.31	1.32	1.62	1.39	1.48
	売上高棚卸資産回転率	48.7	51.9	203.2	28.1	28.1
	営業活動による CF		391	625	679	1,000
キャッシュフロー計算書 主要項目	投資活動による CF		△174	△618	△909	△1,382
	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	1,777

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