

ホリスティック企業レポート

ウォーターダイレクト

2588 東証二部

アップデート・レポート
2014年6月27日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20140624

ウォーターダイレクト(2588 東証二部)

発行日:2014/6/27

14年3月期決算は増収増益となるが会員獲得ペースがやや鈍化 光通信との資本・業務提携による販売力強化で成長を加速する方針

> 要旨

◆ 富士山の天然水を宅配するサービスを展開

- ・ウォーターダイレクト(以下、同社)は富士山麓から採水した天然水をボトリングし、宅配するサービスに特化した事業を展開している。
- ・成長する宅配水業界において、同社は後発ながら家電量販店等における店頭でのデモ販により会員数を拡大して高成長を実現してきた。

◆ 14年3月期決算は増収増益

- ・14/3期決算は、売上高8,772百万円(前期比21.9%増)、営業利益467百万円(同4.8%増)と増収増益であった。
- ・会員数拡大が増収に寄与したものの、2月の大雪の影響により証券リサーチセンター(以下、当センター)並びに会社予想の売上高には未達となった。加えて、利益面でも、想定を上回る物流コストの上昇等が営業利益率の低下を招いた。

◆ 15年3月期は連結移行に伴い増収ながら減益を見込む

- ・連結決算に移行する15/3期について同社は、売上高10,000百万円(前期単体比14.0%増)、営業利益450百万円(同3.6%減)と増収ながら減益を予想している。光通信との合弁会社設立により、販売力の強化を図るものの、初期投資の影響で減益となる見込みである。
- ・当センターでは、売上高10,300百万円(前期単体比17.4%増)、営業利益470百万円(同0.6%増)と同社予想を上回る水準を見込んでいる。足元の会員数の伸び率に鈍化傾向が見られるが、同社予想は保守的な水準と判断している。

◆ 中期業績予想

- ・当センターでは、15/3期の業績予想を踏まえ、前回レポート(13年12月発行)の中期業績予想も減額修正した。17/3期までの成長率は売上高が年率20.1%、営業利益が同24.4%を予想する。
- ・15/3期の業績予想を起点として全体的な水準を引き下げたものの、16/3期の売上成長率に対する見方に大きな変化はない。また、利益面でも、売上成長に伴って営業利益率は徐々に回復すると想定した。

アナリスト: 柴田 郁夫

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

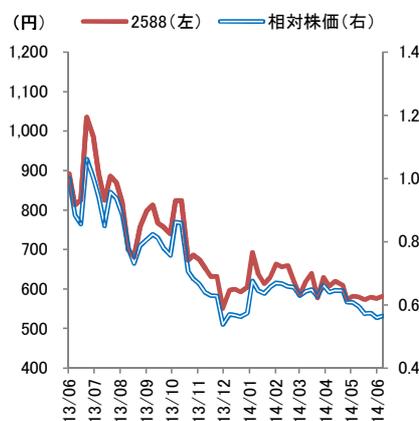
	2014/6/20
株価(円)	576
発行済株式数(株)	8,113,400
時価総額(百万円)	4,673

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	16.4	29.2	14.2
PBR(倍)	2.2	2.0	1.7
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-0.7	-6.0	-29.2
対TOPIX(%)	-5.6	-10.6	-36.5

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2013/6/14

【2588 ウォーターダイレクト 業種:食料品】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/3 単	5,471	-	277	-	239	-	247	-	41.4	121.1	0.0
2013/3 単	7,194	31.5	446	60.9	387	62.1	358	45.3	59.7	204.9	0.0
2014/3 単	8,772	21.9	467	4.8	407	5.0	249	-30.4	35.2	266.4	0.0
2015/3 連 CE	10,000	-	450	-	400	-	150	-	18.5	-	0.0
2015/3 連 E	10,300	-	470	-	420	-	160	-	19.7	289.9	0.0
2016/3 連 E	12,600	22.3	650	38.3	600	42.9	330	106.3	40.7	330.6	0.0
2017/3 連 E	15,200	20.6	900	38.5	850	41.7	460	39.4	56.7	387.3	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想。2015年3月期は連結決算移行により前期比なし。13年10月1日に株式分割(1:3)

アップデート・レポート

2/15

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

◆ 富士山の天然水を宅配するサービスを展開

ウォーターダイレクト(以下、同社)は富士山麓で天然水を採水、ボトルリングし、宅配するサービスに特化した事業を展開している。成長する宅配水業界においては後発であるが、市場拡大を追い風としながら、百貨店や家電量販店、ショッピングセンターなど、店頭でのデモンストレーションによる販売方式のほか、代理店方式やOEM供給により個人を中心に会員数を拡大し、現在の会員数は18.4万人(OEM供給先の顧客を含めると24.0万人)となっている(14/3期末現在)。また、宅配水業界におけるシェアは約10%で業界4位に位置している(同社推定)。

事業セグメントは「ホーム・オフィス・デリバリー事業」の単一となっているが、売上高の内訳として、「製品売上(ナチュラルミネラルウォーターの販売)」、「商品売上(ウォーターサーバーの販売)」、「その他」に区分されており、主力である製品売上が売上高の83.0%を占めている。

現在の生産拠点は、富士吉田工場の1カ所であり、工場内に水源(井戸)を2つ有している。13年8月には生産ラインを拡張し、生産能力を月間60万本(12ℓボトル換算)から120万本に倍増させるとともに、製品の安定供給のための在庫管理やOEM製品の増加に対応するため自動倉庫も設置した。

【図表1】各事業の概要

売上高区分	主力商品	内容
製品売上高 (ミネラルウォーター)	CLYTIA25*(クリティア)	富士山麓の地下からくみ上げた天然水を12ℓ入りボトルにて提供している 基本サービスは、1本当たり1,890円(税込み)の料金で12ℓ入りのボトルを2本単位で定期宅配するサービス(送料は無料)
商品売上高 (ウォーターサーバー)	CLYTIA(アクア)	自社開発した温冷水機能付きウォーターサーバーを代理店向けに卸売している
その他	-	代理店のための営業代行や、代理店、取次店に対する販促品のほか、会員向けに天然水とともに販売する健康食品「クリティアプラス」も含まれる

(出所) ウォーターダイレクト各種資料やヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

◆ 光通信との資本・業務提携により販売力の強化を図る

14年1月31日に販売力の強化を目的として、光通信と合弁会社(アイディール・ライフ)を設立した。同社の出資比率は51%(光通信49%)であり、同社の連結子会社として14年4月1日より本格的に営業を開始した。

また、14年2月3日には、光通信を割当先として新株式及び新株予約権を発行した。新株式の発行総額は425百万円(発行株式数

767,900株)で、次世代のウォーターサーバーの開発やPET容器の元となるプリフォームの自社成型設備の導入資金に充当する予定である。

また、同時に発行した新株予約権は、同社代理店に加わった光通信による顧客獲得件数(同社及びOEM商品の定期購入契約者数)を行使条件とした成果報酬型のストックオプションであり、発行時の29百万円に加えて、行使時には197百万円(発行株式数384,000株)の資金調達がなされるものである。

➤ ビジネスモデル

◆ 富士山天然水を定期宅配するサービス

同社は、富士吉田工場内にある水源から汲み上げた天然水を、非加熱処理の状態、採水後1週間程度で宅配している。顧客は、天然水が入った専用の使い切りペットボトルを、同社からレンタルまたは購入したウォーターサーバーにセットすることで利用する。1本当たり1,890円(税込み)の12ℓ入りのペットボトルを2本単位で定期宅配するサービス(送料は無料)が基本となっており、ウォーターサーバーについては、まずは各家庭に浸透させることを目的として無償でレンタルしている(ただし、一部販売用のウォーターサーバーがある)。

◆ 開発から製造、販売、アフターサービスが一体となった価値創造

1) 天然・生・直(ダイレクト)にこだわった水を提供する仕組み

同社の製品となる天然水「CLYTIA25*(クリティア)」は、富士山の天然水に共通して見られるバナジウムを豊富に含んでいることや、味に影響を与えるミネラルバランスが良い(カルシウムとマグネシウムの比率が2:1~3:1)ところに特徴がある。同社は、富士吉田工場内にある水源(約200mの深さの井戸)から汲み上げられた水を、そのまま工場内で非加熱処理した後、徹底した衛生管理のもとでボトリング、梱包まで一貫生産している。

また、送日時を指定した定期宅配は、計画生産を可能とし、採水後1週間程度で宅配することにより鮮度の高い状態で提供する体制を敷いている。

2) 強力な販路を活用したデモンストレーション販売

同社の販売チャネルは、大きく①直販方式、②取次店方式、③代理店や特約店及びOEM方式の3つに分類されるが、同社との直接契約となる①と②の方針がOEMを除く顧客の7割~8割を占めている(14/3期末現在)。特に、同社の場合は、家電量販店やショッピングモール、大手百貨店など、集客力に長けた商業施設にブースを設置し、

同社製品を試飲してもらいながら定期購入の申し込みを受けるデモンストレーション販売(以下、デモ販)で顧客数を拡大してきたところに特徴がある。なお、商業施設には、最初にデモ販を行ったヨドバシカメラの他、イオンモール、高島屋などが含まれている。

3) 自社開発したオリジナル商品(ボトル、サーバー)で差別化

同社の差別化要因の1つとして、顧客の利便性を重視して自社開発したペットボトルとウォーターサーバーが挙げられる。

同社のペットボトルの特徴は、蛇腹形状にして伸縮自在な機能性をもたせることにより、顧客が簡単に廃棄しやすく、ボトルの回収が不要なワンウェイ方式(使い切り型)を可能としている点である。ワンウェイ方式は、顧客にとって空ボトルの保管や回収のために在宅する不便をなくし、加えて衛生面の不安を解消するなどのメリットをもたらす他、リサイクルも容易にしている。一方、同社にとっても、回収の手間が省けることや空ボトルの洗浄が不要となる等のメリットがあり、顧客、同社の双方が利益を享受できる方式と言える。

ウォーターサーバーに関しても、外気がタンクに入りにくい構造(特許取得済み)とした他、水の残量に応じて外気を入れることなくペットボトルが収縮する仕組み(特許取得済み)を開発しており、これらの技術によってボトル内の水の品質や鮮度を保つことを可能としている。なお、ペットボトルについては国内メーカー2社に、ウォーターサーバーについては海外メーカー2社(中国と韓国)に生産を委託しているが、ペットボトルの製造は生産ラインの拡張にあわせ、13年8月より一部内製化している。

4) 充実したアフターサービスで顧客満足度の向上を図る

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

◆ 会員数の積み上げが業績を牽引するストック型ビジネス

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

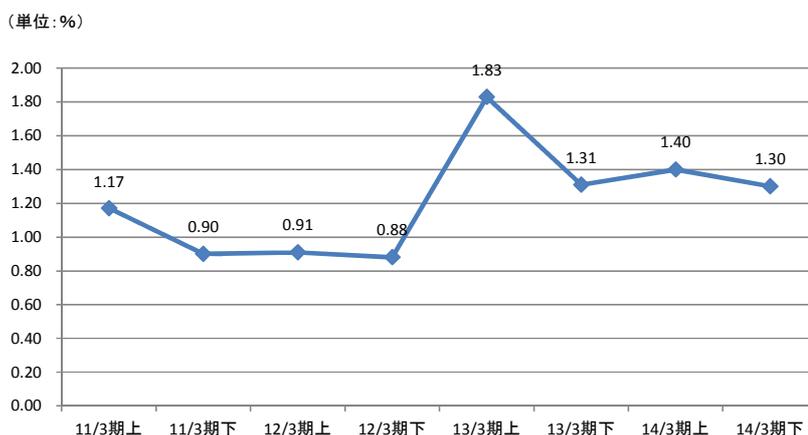
証券リサーチセンター（以下、当センター）の試算によれば、資金収支ベースでの回収期間は1年程度と推察される。もっとも、1年以内に解約された場合でも、解約手数料（税込13,500円）を徴収する契約となっているため、損失はある程度回避される仕組みとなっている。同社は、開発及び製造から販売、アフターサービスまでが一体となった価値創造により、顧客満足度を高めることで会員の高い歩留まりを維持しており、これまでの解約率（前月末の顧客数に対する月間の解約者数）は、半期ごとの平均値で0.8%~1.9%の水準で推移している（図表2）。

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

同社はOEMにも取り組んでおり、プレミアムウォーター(株)やウェルウォーター(株)（西部ガス(株)子会社）向けの販売を行っている。同社の狙いは、スケールメリットの追求とともに、収益源の多様化を図るところにある。なお、OEMの場合、売値は低く抑えられるものの、販促費などの負担がほとんどかからないため、営業利益率は直販方式とあまり差はないものと考えられる。もっとも、同社は、あくまでもSPA型^{注1}の経営を基本としているため、顧客接点のないOEM販売の比率に関しても全体の1/3を上限と定めている。

注1) SPA型
Specialty Store Retailer of Private Label Apparelの略。商品の企画から、生産、販売までの機能を垂直統合することで、サプライチェーンの無駄を省くとともに、顧客ニーズに迅速に対応することを可能とするビジネスモデル。

【図表2】解約率の推移（半期ごとの月平均）



(出所) ウォーターダイレクト資料やヒアリングにより証券リサーチセンター作成

> 強み・弱みの分析

◆ 更なる成長のためにビジネスモデルの深化に挑戦

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

一方、課題は東日本大震災による需要拡大の一巡や大手企業の参入等により、足元で会員獲得のペースに遅れが見られるところである。同社は、これまで実績を積み上げてきたデモ販に加え、テレマーケティングや法人営業等の販売チャンネルに強みを有する光通信との連携により販路拡大を目指す方針である。

また、単一水源に依存していることも様々なリスク要因を抱えると同時に、高騰する物流コストの影響を受けやすいことから、水源の分散が喫緊の課題となっている。実際、14/3 期には 2 月の大雪の影響で 7 日間の出荷停止を余儀なくされるとともに、物流コストの高騰が同社の利益率に少なからず影響を及ぼしている。同社は、15/3 期中に中国地方及び九州地方の 2 カ所で新たな水源開発を行う予定である。

以上の通り、同社のビジネスモデルは様々な課題を抱える中で転換期を迎えていると言え、15/3 期の経営施策が同社の今後の成長性を大きく左右する可能性が高いと考えられることから、各施策の進捗状況と変化の方向性について注意深く見守る必要がある。

【図表 3】SWOT 分析

強み (Strength)	開発から製造、販売、アフターサービス一体となった価値創造 強力な販路を活用したデモンストレーション販売 自社開発したオリジナル商品(サーバー等)による差別化 充実したサポート体制と定期宅配による歩留りの高さ
弱み (Weakness)	足元で会員獲得のペースに鈍化傾向が見られる 単一水源に依存するリスク(水源の枯渇、水質の変化、天災の影響等) 先行投資型の収益モデルによる初期コストの重さ
機会 (Opportunity)	飲料水への安心、安全、安定供給に対する需要の高まり 国内の宅配水市場の成長 アジア等、海外市場の拡大
脅威 (Threat)	宅配コストの高騰 業界に対する規制強化や風評被害等 異業種を含めた新規参入による競争激化 原価価格の高騰による原価への影響

(出所) 証券リサーチセンター

> 決算概要

◆ 14年3月期決算の概要

14/3期決算は、売上高 8,772 百万円 (前期比 21.9%増)、営業利益 467 百万円 (同 4.8%増)、経常利益 407 (同 5.0%増) 当期純利益 249 百万円 (同 30.4%減) と大幅な増収並びに営業増益となった。当期純利益が減益となったのは、創業時の繰越損失を解消したことによる法人税率の正常化で税負担が増加したためである。

一方、前回レポート (13年12月発行) 時点における当センター予想及び会社予想 (13年11月7日修正) に対しては、売上高、営業利益ともに予想を下回る結果となった。

各事業が順調に伸びているが、会員数の拡大により、主力の製品売上高 (ミネラルウォーター) が伸長したことが増収に寄与した。なお、その他が伸びているのは健康食品のセット販売等によるものである。

一方、当センター予想及び会社予想を達成できなかったのは、2月の大雪により7日間の出荷停止を余儀なくされたことが主因であるが、新規会員の獲得が想定を下回ったことも影響した。特に、新規会員獲得が苦戦した背景として、競合商品が積極的な CM 攻勢を仕掛ける中で、同社のブランド認知が後れをとった可能性がある。

利益面では、OEM 比率の上昇や、円安によるサーバー仕入コストの増加、生産能力増強に伴う費用増などの影響で原価率が上昇したことに加え、販管費率も物流コストの高騰やサーバーの減価償却費の増加などにより上昇し、営業利益率は前期比 0.9%ポイント低下の 5.3%となった。

【図表 4】14年3月期の決算概要

(単位:百万円)	13/3期 実績		14/3期 実績		前期比	14/3期 当センター予想		達成率	14/3期 会社予想 (11/7修正後)		達成率
		構成比		構成比			構成比			構成比	
売上高	7,194		8,772		21.9%	9,000		97.5%	9,000		97.5%
商品	643	8.9%	688	7.8%	7.0%	700	7.8%	98.3%	-	-	-
製品	6,025	83.8%	7,279	83.0%	20.8%	7,700	85.6%	94.5%	-	-	-
その他	526	7.3%	805	9.2%	53.0%	600	6.7%	134.2%	-	-	-
売上原価	1,662	23.1%	2,062	23.5%	24.1%	2,100	23.3%	98.2%	-	-	-
売上総利益	5,532	76.9%	6,710	76.5%	21.3%	6,900	76.7%	97.2%	-	-	-
販管費	5,086	70.7%	6,242	71.2%	22.7%	6,400	71.1%	97.5%	-	-	-
営業利益	446	6.2%	467	5.3%	4.8%	500	5.6%	93.4%	500	5.6%	93.4%
経常利益	387	5.4%	407	4.6%	5.0%	450	5.0%	90.4%	450	5.0%	90.4%
当期純利益	358	5.0%	249	2.8%	-30.4%	270	3.0%	92.2%	270	3.0%	92.2%
総会員数	205		240		17.1%	248		96.8%	248		96.8%
自社ブランド	165	80.5%	184	76.7%	11.5%	188	75.8%	97.9%	188	75.8%	97.9%
OEM	40	19.5%	56	23.3%	40.0%	60	24.2%	93.3%	60	24.2%	93.3%

(出所) ウォーターダイレクト決算短信より証券リサーチセンター作成

> 課題への取り組み

◆ 光通信との連携強化や新たな水源開発を予定

同社は当面の重点課題として、「販売力強化」「リスク分散・物流コスト削減」「新商品投入」に取り組んでいる。

1) 販売力の強化

販売力の強化を図るため、テレマーケティングや法人営業等の販売チャンネルに強みを有する光通信との連携を進めている。その一環として、光通信との合弁により販売子会社アイディール・ライフを設立した。アイディール・ライフは、OEM方式での販売を行う模様である。

同社は15/3期のアイディール・ライフの業績を売上高1,090百万円(連結調整後で530百万円)、営業損失120百万円と予想している。前提となる会員獲得数などは公表していないが、今後の会員基盤拡大に大きく貢献する計画となっているようである(但し、OEMによる販売比率を全体の1/3以内に留める方針については現時点で変更はない)。

2) リスク分散・物流コスト削減

単一水源へ依存することによるリスク対策として、15/3期中に新たな水源開発(14年夏に中国地方、並びに14年秋に九州地方の2カ所)を予定している。地産地消を推進することで、これまで未開拓であった地域への販路拡大や高騰する物流コストを抑制することにも狙いがあり、関西地区には新たな出荷拠点の開設も予定している。なお、新たな水源については、他社への製造委託の形で進めており、同社からは技術提供を行う一方、設備投資等は同社の負担とならない模様である。

3) 新商品投入

同社が14年3月に発売開始した新サーバー「スリムサーバーII」は、業界最スリムを実現するとともに、省電力(約40%減)及び自動ECOモード(ECOモードで更に約20%減)を搭載しており、デザイン性や経済性、環境対応等に優れている。

また、14年4月からは同社の天然水「クリティア25*」とともに健康的なライフスタイルを提案する健康食品「クリティアプラス」のラインアップとして、「クリティアプラス 経口補水液 パウダータイプ」の発売を開始した。これまでも青汁やグルコサミンなどで着実に実績を積み上げてきたが、需要の拡大している熱中症の対策アイテムとして注力する方針である。

> 業績予想

◆ ウォーターダイレクトによる 15 年 3 月期業績予想

アイディール・ライフが連結される 15/3 期について、同社は、売上高 10,000 百万円 (前期単体比 14.0%増)、営業利益 450 百万円 (同 3.6%減)、経常利益 400 百万円 (同 1.7%減)、当期純利益 150 百万円 (同 39.8%減) と増収ながら減益を見込んでいる。

なお、単体業績では、売上高が 9,470 百万円 (前期比 8.0%増)、営業利益 570 百万円 (同 21.9%増)、経常利益 520 百万円 (同 27.7%増)、当期純利益 270 百万円 (同 8.1%増) と増収増益となる見込みである。

OEM を含めた会員数拡大が同社業績を牽引するが、特にアイディール・ライフによる売上高上乘せ要因 (連結調整後で 530 百万円) が増収に寄与する想定である。なお、単体売上高の伸び率が前期実績と比べて緩やかなのは、会員獲得のペース (会員数) と会員当たりの使用量 (会員単価) を保守的に見ていることに起因する。また、アイディール・ライフによる同社単体への影響 (グループ内競争等) についても、現時点で不確定な要素が多いことから慎重な見方をしている模様である。

一方、利益面では、アイディール・ライフの立ち上げ費用や積極的なプロモーションに係る費用が、連結ベースでの営業利益を単体に比べ押し下げる見通しとなっている。従って、単体ベースでは、新たな水源開発による地産地消の推進等による物流コストの抑制や増収による固定費吸収等から営業利益率が 6.0% (前期は 5.3%) に上昇するものの、連結ベースの営業利益率は 4.5% へ低下する想定である。

なお、海外事業 (台湾) については、15/3 期の売上高 350 百万円、営業損失 30 百万円を見込んでおり、3 年目となる 16/3 期には黒字転換を目指している。

◆ 証券リサーチセンターによる 15 年 3 月期の業績予想

証券リサーチセンターでは、15/3 期の連結業績について、売上高 10,300 百万円 (前期単体比 17.4%増)、営業利益 470 百万円 (同 0.6%増) を見込んでいる。同社予想との違いは、単体業績を同社よりも強気に見ていることが主因である。四半期ごとの売上高推移を見ると、足元で伸び率の低下傾向が見られるものの、同社予想の前提 (同 8.0%増) は保守的であると判断した。

なお、会員数の前提として、自社ブランド 20 万人 (前期末比 8.7%増)、OEM 10 万人 (同 78.6%増) の合計 30 万人 (同 25.0%増) を想定した。自社ブランドの会員数の伸びを若干緩やかな水準に留める一方で、OEM はアイディール・ライフの貢献により全体の 1/3 の水準に達するまで大きく伸びることを想定した。

【図表 5】 15 年 3 月期の業績予想

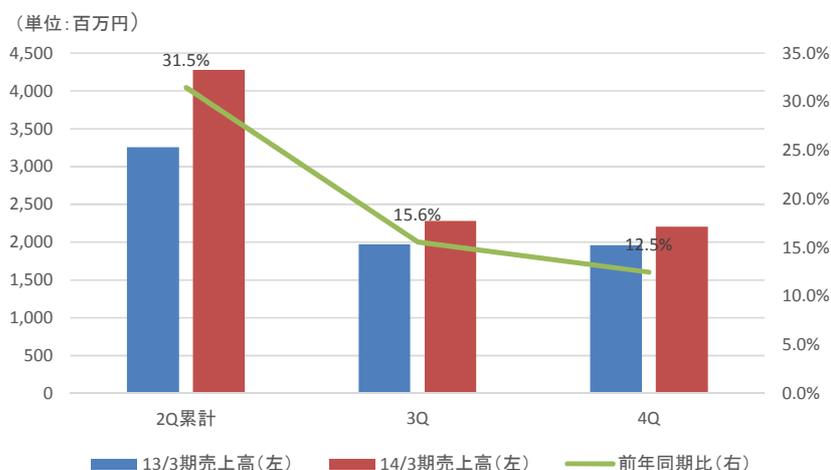
(単位:百万円)	14/3期 単体 実績		15/3期 連結 当センター予想		増減率*	15/3期 連結 会社予想		増減率*	15/3期 単体 会社予想		増減率
		構成比		構成比			構成比			構成比	
売上高	8,772		10,300		17.4%	10,000		14.0%	9,470		8.0%
商品	688	7.8%	750	7.3%	9.0%	-	-	-	-	-	-
製品	7,279	83.0%	8,600	83.5%	18.1%	-	-	-	-	-	-
その他	805	9.2%	950	9.2%	18.0%	-	-	-	-	-	-
売上原価	2,062	23.5%	2,450	23.8%	18.8%	-	-	-	-	-	-
売上総利益	6,710	76.5%	7,850	76.2%	17.0%	-	-	-	-	-	-
販管費	6,242	71.2%	7,380	71.7%	18.2%	-	-	-	-	-	-
営業利益	467	5.3%	470	4.6%	0.6%	450	4.5%	-3.6%	570	6.0%	21.9%
経常利益	407	4.6%	420	4.1%	3.2%	400	4.0%	-1.7%	520	5.5%	27.7%
当期純利益	249	2.8%	160	1.6%	-35.7%	150	1.5%	-39.8%	270	2.9%	8.1%

期末会員数(千人)	240	300	25.0%
自社ブランド	184	200	8.7%
OEM	56	100	78.6%

(※) 前期単体比

(出所) ウォーターダイレクト決算短信より証券リサーチセンター作成

【図表 6】 四半期ごとの売上高推移



(出所) ウォーターダイレクト決算短信より証券リサーチセンター作成

> 中期業績予想

◆ OEM を含めた会員数の拡大が同社成長を牽引

同社は具体的な中期経営計画を公表していない。但し、中長期の成長イメージとして、21/3 期の売上高 1,000 億円 (国内 700 億円、海外 300 億円)、宅配水事業の国内会員数 100 万件 (シェア 20%) を目標としている。14/3 期の売上高を基準にすると 7 年間の年率成長率は 41.0% と高い水準となる。

当センターでは、15/3 期業績予想を踏まえ、前回レポート（13 年 12 月発行）の中期業績予想（単体）を連結ベースに変更するとともに、17/3 期の業績予想を新たに策定した。15/3 期業績予想を起点として全体的な水準を引き下げたが、16/3 期の伸び率に変更はない。OEM を含めた会員数拡大が同社の成長を牽引し、17/3 期までの成長率は、売上高では年率 20.1%、営業利益では同 24.4%を見込んでいる。具体的な前提条件は以下の通りである。

1) 会員数

自社ブランドについては、会員獲得ペースの遅れを反映して期末会員数の前提を引き下げた。但し、新たな水源開発による地産地消の推進等により、これまで未開拓であった地域への拡販が期待できることや販売力のある光通信を代理店に加えたことで会員獲得ペースが回復する見込みが高いことから中期的な会員数の伸び率に大きな変更はない。一方、OEM については、アイディール・ライフの貢献により大きく伸びる余地はあると考えられる半面、OEM 会員数を全体の 1/3 に抑える方針があるため、自社ブランドと同率で伸びる前提とした。従って、方針変更によって OEM 会員数が上振れする可能性はあると考えられる。

2) 売上高

会員数の拡大にはほぼ連動して増加する想定であるが、会員当たりの使用量の減少や販売価格の引き下げ（特に OEM 製品）による会員単価の低下により、売上高が下振れする可能性はあると考えられる。特に、新たに連結対象となるアイディール・ライフが販売する OEM 製品については、その価格政策が直接的に同社の連結業績に影響することになるため注意が必要である。

3) 利益

15/3 期にアイディール・ライフの立ち上げ費用等による営業利益の落ち込みはあるものの、その後は増収効果による固定費吸収等により営業利益率は改善する想定とした。なお、15/3 期に予定されている新たな水源開発や物流拠点の開設は大きなコスト要因にはならないものの、これまでのデモ販とは違う販売方法を手掛けるアイディール・ライフによるコスト面の影響などは現時点で未知数であり、利益率の変動要因として注意が必要である。

4) 海外展開等

中長期的な成長戦略の一つである海外事業（台湾）については、まだ試行錯誤の段階であるため、中期的な業績貢献は軽微なものに留まると想定している。

【図表 7】証券リサーチセンターによる中期業績予想

(単位: 百万円)	14/3期		15/3期 予想		16/3期 予想		17/3期 予想	成長率
	前回(単)	実績(単)	前回(単)	修正(連)	前回(単)	修正(連)		
売上高 (伸び率) [※]	9,000 25.1%	8,772 21.9%	11,200 24.4%	10,300 17.4%	13,700 22.3%	12,600 22.3%	15,200 20.6%	20.1%
営業利益 (利益率)	500 5.6%	467 5.3%	750 6.7%	470 4.6%	1,100 8.0%	650 5.2%	900 5.9%	24.4%
会員数(千人)	248	240	310	300	375	365	420	20.5%
自社ブランド	188	184	220	200	250	244	280	15.0%
OEM	60	56	90	100	125	121	140	35.7%

(※) 15/3 期売上高予想(修正後)の伸び率は前期単体比
(出所) 証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

◆ 成長重視の利益配分により当面は無配が継続される見通し

同社は剰余金の配当について、内部留保や設備投資等への投資とのバランスを考慮しながら、業績と連動した配当を実施することを基本方針としている。設立以来、工場への設備投資等に向けて内部留保を優先させてきたことから配当実績はない。今後も積極的な会員開拓等により成長路線を目指す同社にとっては、しばらく配当という形での株主還元は見送られる可能性が高いと考えられる。

なお、同社は、個人株主を同社会員に誘導するとともに、株式の長期保有を促進する目的で自社製品による株主優待制度を導入している。

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

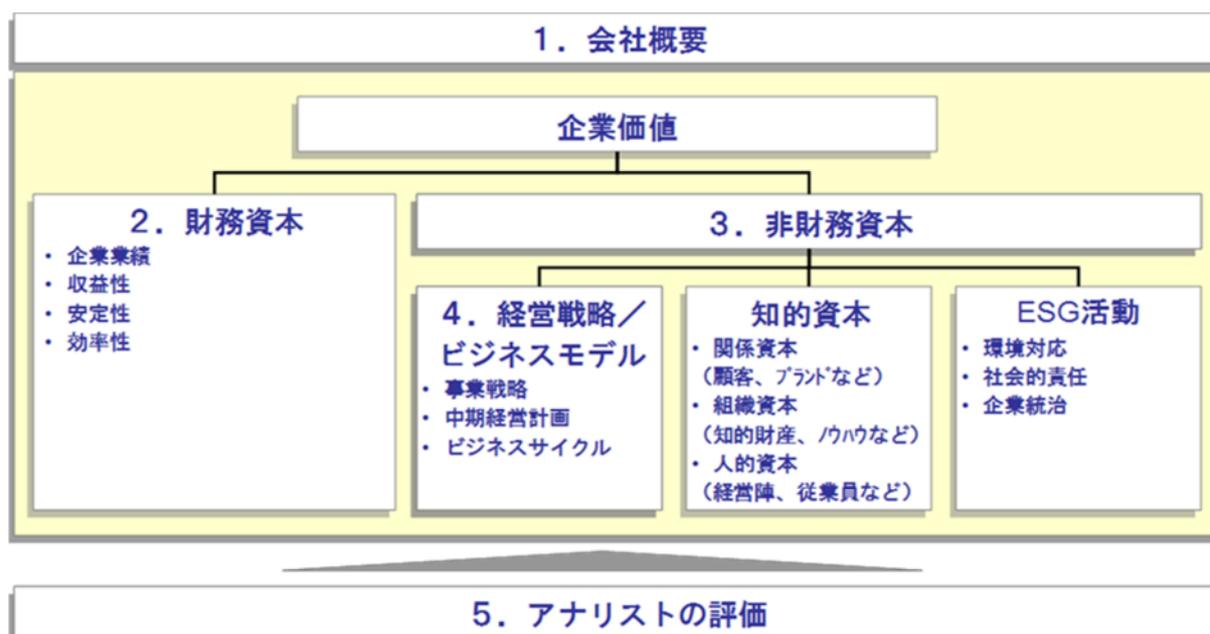
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないと、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。