

GCC経営™分析による株価5,026円~7,259円の可能性

差別化困難な市場で3割トップシェアを実現する「いい人営業」戦略を評価すべき

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下「JPR」)が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection(人・事業のつながりの改善 = 資本の利益率向上)、Confidence(信頼向上 = 事業リスク低下)の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。

差別化困難な宅配水市場で3割の圧倒的シェアを実現

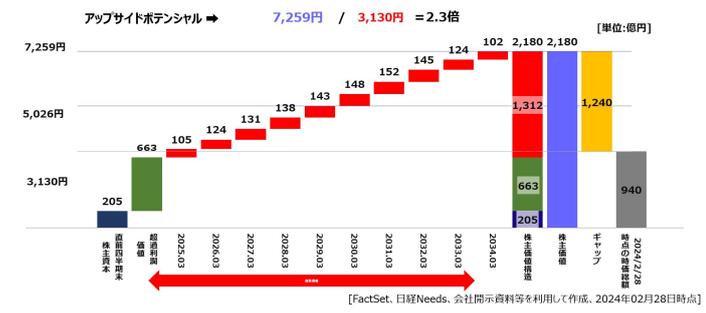
株式会社プレミアムウォーターホールディングス(以下「PWJ」)は2006年に創業。主事業はミネラルウォーターの製造・宅配事業。PWJは非加熱処理の生の水にこだわっており、国内最大級のプロモーション営業会社である株式会社エールシーと2016年にブランド統合後、劇的にユーザー数を増加させた。差別化が困難な宅配水業界において3割超という圧倒的なトップシェアを誇る。家庭用ウォーターサーバーの需要は確実に拡大しており、今後も安定的な成長が期待できる。またPWJの事業は水源地の地方創生や、ペットボトル削減によるCO2排出低下等で自然保護の観点からも優れており、さらに女性が営業の半数を占める等、ESGや人的資本経営の観点からも注目される企業である。2023年7月にはCO2排出量の削減量を可視化する「デカボスコア(本文参照)」をウォーターサーバー業界で初めて獲得した。環境価値を重んじるユーザー向けの新しい選択基準として提供されている。

「いい人営業」戦略がサステナブルな価値創造の原動力

PWJのトップシェア獲得の秘訣として、JPRは「いい人営業」が重要だと考える。宅配水の契約獲得は、「他の飲料と比べて宅配水が持つ生活における利便性、災害対策、環境保護から見た意義」についての顧客の理解に依存する。営業マンは、顧客の生活サイクル、価値観を深く理解した上で、宅配水の意義を訴求することで契約獲得する。つまり顧客の生活を深く理解することが必須になる。そのためには「いい人」として顧客と良好な関係を築くことが営業マンの必須の属性になる。PWJは創業以来「いい人」や「感じのいい人」を育む組織文化を作り上げてきた。この組織文化が、宅配水で圧倒的なトップシェアを築いたPWJの模倣困難な強みである。「いい人営業」戦略で需要が確保できたら、配送距離を最適にする「水源地立地」工場を建設し物流コストを最適化する。このサステナブルな成長サイクルにより、業界トップのシェアと安定した成長性、高水準のROIC10%を達成している。10年で見れば売上成長は5%程度と緩やかになると予想されるが、規模メリット等により、ROICは足元の10%程度から19%程度に改善すると予想される。さらに、M&Aや資本業務提携で「いい人営業」戦略が応用可能な製品サービスを展開し長期的な成長可能性が広がる可能性も注目すべき。実際に2023年に入って3社との資本業務提携を開示した。

「いい人営業」戦略の5年成長を反映した株価は5,026円

インベストメントサマリーで説明する前提が実現すると仮定し株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法(「巻末資料2」参照)」で試算した。結果として、5年分の成長価値を織り込めば、株価は5,026円、10年分の成長価値を織り込めば、株価は7,259円と推計された。(本文「インベストメントサマリー」参照)。JPRの推計では現状の株価水準は来期の利益しか織り込まれていない。人的資本経営が投資テーマになると予想される中で、「いい人営業」戦略のサステナブルな価値創造力の過小評価が是正され、5年の成長価値が織り込まれれば、1年以内に5,026円の株価となる可能性は十分にあると考える。



ベースレポート

編集・執筆
ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)
宮下修
www.j-phoenix.com

会社概要

所在地	山梨県富士吉田市
代表者	萩尾陽平
設立年月	2006年10月13日
資本金	4,610百万円
上場日	2013年3月15日
URL	https://premiumwater-hd.co.jp/
業種	食料品

主要指標 2024/2/29 現在

株価	3,160円
52週高値	3,590円
52週安値	2,410円
発行済株式数 ¹	29,652,382株
売買単位	100株
時価総額	93,702百万円
会社予想配当	70円
予想当期利益	168.99円
ベースEPS ²	168.99円
予想PER	18.7倍
実績BPS ²	693.76円
(2023年3月末)	
実績PBR	4.55倍

1: 東京証券取引所2023年11月データ。2: 会社決算短信。

業績動向	売上収益 (百万円)	前期比 %	営業利益 (百万円)	前期比 %	税引前利益 (百万円)	前期比 %	純利益 (百万円)	前期比 %	EPS (円)	株価	
										高値(円)	安値(円)
2020年3月期通期実績	45,453	20.4%	1,859	128.4%	1,472	244.0%	1,866	-	66.46	2,280	1,511
2021年3月期通期実績	56,339	23.9%	4,394	136.3%	3,942	167.7%	3,193	71.1%	112.45	4,645	1,582
2022年3月期通期実績	68,452	21.5%	6,097	38.7%	5,465	38.6%	3,542	10.9%	119.93	3,320	2,065
2023年3月期通期実績	76,463	11.7%	7,346	20.5%	6,416	17.4%	6,057	71.0%	204.35	2,924	2,272
2023年3月期3Q実績	57,526	13.5%	6,067	23.8%	5,403	22.6%	3,522	30.1%	118.59	2,924	2,273
2024年3月期3Q実績	62,016	7.8%	7,249	19.5%	6,329	17.1%	3,760	6.8%	127.11	2,924	2,410
2024年3月期会社計画	80,000	4.6%	9,000	22.5%	-	-	5,000	-17.5%	168.81	-	-

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下「JPR」)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

1. インベストメントサマリー

株主価値分析

超過利潤法による試算

「いい人営業」戦略による評価で株価は5,026円～7,259円

Growth(売上成長)、Connection(人・事業のつながりの改善 = 資本の利益率向上)、Confidence(信頼向上 = 事業リスク低下)の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。PWの今後10年を展望すると、ウォーターサーバー分野のリーダー企業として安定成長が実現しROICも改善すると見ている。JPRは、トップページで説明した「いい人営業」戦略による評価が高まれば株価は5,026円～7,259円になるとみている。その推計は「超過利潤法(「巻末資料2」参照)」で計算した。定性・定量ストーリーの骨子と試算結果を可視化したものが以下の図表及び次ページの図表である。前提の条件については次ページ以降で解説する。

株主価値の分析の前提となる定性ストーリー

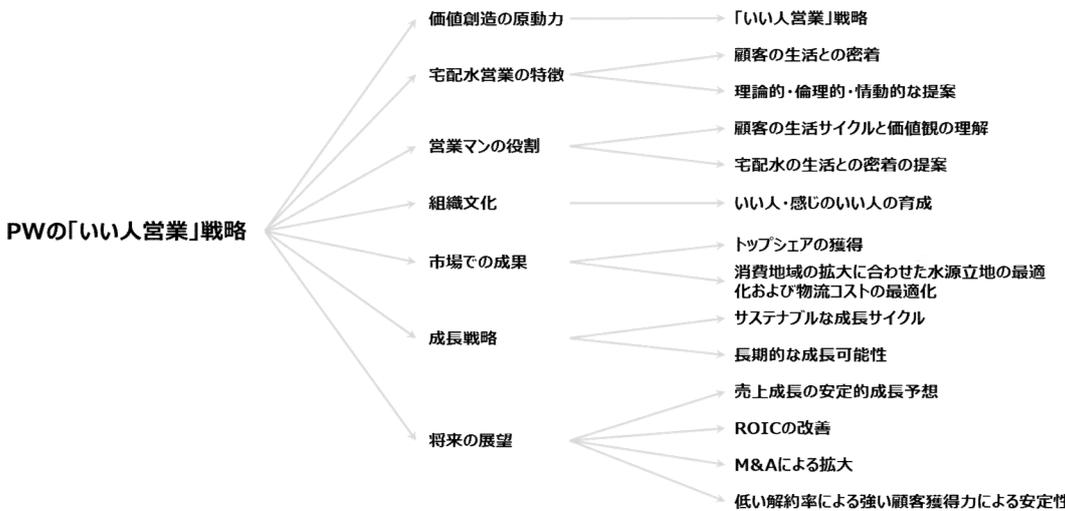
定性ストーリーの骨子

Growth: 「いい人営業」戦略 + 環境にやさしいブランド → 着実な成長へ

Connection: 「いい人営業」戦略 → 水源開拓 → 物流最適化 → ROIC増

Confidence: 安定性向上 + 地方創生・環境保護・災害対策への貢献 → WACC低下

「いい人営業」戦略を軸にしたマインドマップ



[出所]会社ヒアリングに基づきJPR作成。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析(億円)



[出所]JPR作成。時価総額は2024年2月28日終値

[億円]	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03	2034.03
売上高	800	868	919	975	1,035	1,098	1,165	1,236	1,305	1,366	1,418
営業利益	90	101	114	128	143	160	178	198	217	235	250
営業利益率	11.3%	11.7%	12.4%	13.1%	13.9%	14.6%	15.3%	16.0%	16.7%	17.2%	17.7%
売上高成長率	4.6%	8.5%	5.9%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.0%	5.6%	4.7%	3.8%
NOPATマージン	7.8%	8.1%	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.5%	11.9%	12.2%
投下資本売上高比率	60.8%	60.1%	59.3%	58.5%	57.7%	57.0%	56.2%	55.5%	54.8%	54.2%	53.8%
WACC	5.4%	5.40000%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	12.8%	13.4%	14.4%	15.5%	16.6%	17.7%	18.8%	19.9%	21.0%	21.9%	22.7%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥2.4	¥2.5	¥2.7	¥2.9	¥3.1	¥3.3	¥3.5	¥3.7	¥3.9	¥4.1	¥4.2
NOPAT	62.10	69.96	78.68	88.35	98.98	110.54	123.05	136.53	150.05	162.22	172.71
投下資本×WACC	26.28	28.15	29.44	30.81	32.27	33.79	35.37	37.01	38.61	40.00	41.16
超過利潤	35.82	41.81	49.2401	57.54	66.71	76.75	87.68	99.52	111.45	122.23	131.55
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	35.82	41.81	49.24	57.54	66.71	76.75	87.68	99.52	111.45	122.23	131.55
各年で創出する価値	663	111	138	154	170	186	202	219	221	200	173
ディスカウントレート	100%	95%	90%	85%	81%	77%	73%	69%	66%	62%	59%
超過利潤の現在価値	663	105	124	131	138	143	148	152	145	124	102
投下資本① 元手	487										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	663										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	1,312										
非事業資産価値④	249										
企業価値=①+②+③+④	2,711										
有利子負債等	-539										
直前四半期末と年度期末の株主資本簿価の増分	9										
株主価値	2,180										

前提

	会社計画	予測									
	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03	2034.03
会員数成長率	105.8%	105.9%	105.9%	106.0%	106.1%	106.1%	106.1%	106.1%	106.0%	105.2%	104.2%
[万人]											
期首会員数	154.0	162.9	172.5	182.9	194.0	205.9	218.5	231.8	245.7	258.5	269.3
毎年獲得数 ¹	40.26	42	44	46	48	50	52	54	54	54	54
毎月離脱率 ¹	1.50%	1.47%	1.44%	1.41%	1.38%	1.35%	1.32%	1.29%	1.26%	1.26%	1.26%
離脱会員数 ¹	31.3	32.4	33.6	34.8	36.1	37.4	38.7	40.1	41.2	43.2	44.8
期末会員数	162.9	172.5	182.9	194.0	205.9	218.5	231.8	245.7	258.5	269.3	278.5

[出所]JPR作成。この数字は、過去のデータも含めて会社ヒアリングをベースにJPRが独自に推計した数字であり、PWから入手した数字ではありません。

*1:投下資本=総資産 - 非事業資産価値 - (余剰資金の合計 + 有利子負債以外の流動負債の金額)

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 株主価値推計のために設定した3つの定性情報と定量情報の前提¹

Growth: 「いい人営業」戦略 + 環境にやさしいブランド → 着実な成長へ

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高
<p>水を守る。人を育む。</p> <p>水が生活において重要であり健康を維持するために不可欠な要素であることから、すべての人の生活が安心して美味しい水で満たされることを目指している。PWがNo.1企業である所以は顧客に寄り添い、製品と生活ストーリーのイメージを提供しながら営業を行う「いい人営業」戦略にある。また、CO2排出削減率を可視化する「デカボスコア」の取得による環境に優しいイメージがその戦略をさらに加速させる。</p>	<p>提供価値の変化</p> <p>訴求力の高い「いい人営業」戦略の質の改善と量を増大により清涼飲料市場5兆円市場からシェアを確実に獲得すると推測される。会社ヒアリング等もとづきJPRは、2024年3月から2034年3月期にかけて、月間顧客離脱率は1.50%/月 → 1.26%/月へ、年間新規顧客獲得数は40万人/年 → 54万人/年へと改善する前提で2034年3月期の売上高は1,342億円と推計した。</p>	<p>CAGR 5.0%が期待</p> <p>2024.3 2034.3</p> <p>800 億円 ▶ 1,418 億円</p> <p>月間顧客離脱率の減少 年間新規顧客獲得数の増大</p> <p>10年間の成長価値の合計</p> <p>1,312 億円</p>

Connection: 「いい人営業」戦略 → 水源開拓 → 物流最適化 → ROIC増

戦略	ビジネスモデル	ROIC
<p>「いい人営業」戦略が柱</p> <p>価値創造の原動力は「いい人営業」。営業マンは、顧客の生活サイクル、価値観を深く理解した上で、宅配水の生活との密着のすばらしさを理論的・倫理的・情動的に提案。PW「いい人営業」を育む体制づくりを重視。またウォーターサーバーが提供する価値は、自然保護、災害対策、地方創生等多岐にわたる。ESGに基づく提供価値のアピールを強め、先進的な企業としての地位を確立して行く。</p>	<p>規模拡大・物流戦略で効率化</p> <p>「いい人営業」戦略により、需要が広がり、消費地に近い水源を確保し物流を最適化。低価格で高品質な水の提供が可能に。全国8箇所の天然水源と自社物流により、物流コストと環境負荷を削減。販売やマーケティング等でシナジーを追求するM&Aを通じた成長戦略も展開する。シナジー効果、規模拡大効果も加わりROICは22.7%に拡大すると推測する。</p>	<p>9%ポイント改善が期待</p> <p>2024.3 2034.3</p> <p>12.8 % ▶ 22.7 %</p> <p>規模拡大効果で利益率が増大 投下資本売上高比率が低下</p> <p>今期だけの超過利潤価値</p> <p>663 億円</p>

Confidence: 安定性向上 + 地方創生・環境保護・災害対策への貢献 → WACC低下

財務安定性	社会貢献性	WACC
<p>財務安定性は高い</p> <p>ストック比率が高くまた、会社ヒアリングによると解約率も月1.5%程度と、類似の宅配サービスの中では低く、また月間の新規獲得数による確実な増加が可能な体制を築き、安定成長する収益体制を築く。</p>	<p>自然保護・地方創生で大きな貢献</p> <p>ウォーターサーバーの利用によってペットボトルの利用が減ることからCO2排出量が削減される点、水保全活動によって環境が保護される点等自然保護に対する貢献度が非常に高い。また地方の雇用創出、緊急時の水確保という災害対策等の観点からも社会貢献性が高い。2024年1月の能登半島地震においても飲料水と非常用キットを寄付した。</p>	<p>現状維持</p> <p>5.4 %</p> <p>飲料としては平均的</p> <p>株主資本²</p> <p>205 億円</p>

¹会社ヒアリングに基づいた会社計画以降の推測値をJPRが独自に予想して作成。²2023年9月末

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

2.会社概要

概要

会社名	株式会社プレミアムウォーターホールディングス
設立年月	2006/10/13
代表取締役	萩尾陽平
本社所在地	山梨県富士吉田市上吉田4597-1
資本金	4,610百万円(2023年9月末)
従業員	1,179名(2023年3月末)
決算期	3月
主要事業	宅配水の製造・販売
上場日	2013/3/15
上場証券取引所	東京証券取引所 スタンダード市場

[出所]会社資料等よりJPR作成

主な連結子会社・グループ会社

事業系統	会社名	事業概要	資本金	出資比率
宅配水の製造 販売事業	プレミアムウォーター株式会社	ミネラルウォーター等の飲料水の製造及び販売 各種付帯サービスの提供	300百万円	100%
宅配水の 製造事業	プレミアムウォーター中部株式会社	ミネラルウォーター等の飲料水の製造	90百万円	100%
宅配水の 製造事業	プレミアムウォーター富士株式会社	ミネラルウォーター等の飲料水の製造	100百万円	100%
宅配水の 製造事業	プレミアムウォーター朝来株式会社	ミネラルウォーター等の飲料水の製造	100百万円	100%
宅配水の 販売事業	株式会社LUXURY	アライアンス事業 セールスプロモーションレップ事業 営業コンサルティング事業 モバイル事業	100百万円	100%
宅配水の 販売事業	株式会社PWリソース	飲料水の製造及び販売	30百万円	100%
宅配水の 販売事業	株式会社ライフセレクト	ウォーターサーバーの営業、販売。ミネラルウォーター販売。業務委託販売。各通信サービスの販売・取次ぎ。コールセンター業務、 カウンターセールス	30百万円	100%
宅配水の 販売事業	SINGAPORE FLC PTE.LTD	海外事業	100千SGD	100%

[出所]会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 主な業務提携・資本提携

年	月	対象	目的
2018	3	エア・ウォーター株式会社	安心・安全で美味しい天然水を全国にお届けするという共通の理念を有するエア・ウォーターとの間で経験やノウハウを相互に活用するため。
2020	2	株式会社 JR 東日本 ウォータービジネス	水源や販路、販売ノウハウ等の相互活用と宅配水市場の拡大への貢献のため。
2022	7	株式会社ラストワンマイル	より顧客満足度の高いサービスの提供の実現、更なる経営効率化及び競争力強化、両社の企業価値向上のため。2022年7月に資本業務提携し、2023年2月において、株式会社ラストワンマイル(東証グロス、9252)の株式を公開買付け(TOB)により取得を決定。2023年3月末でPWの持ち分は39.2%。
2023	10	株式会社 DREAMBEER	事業規模・事業分野の拡大が主たる目的。
2023	11	INEST株式会社	宅配水事業における更なる競争力強化が主たる目的。経営資源を相互活用することで、より顧客満足度の高いサービスの提供を実現し、更なる経営効率化及び競争力強化を図るため。

[出所]会社資料等よりJPR作成

3. GCC経営™のフレームワークによる価値創造ストーリー

Growth

概念デザインは
非常に体系的

整備進捗状況: 90%

社会変化に対応する
顧客獲得力
整備進捗状況:
90%

規模拡大の余地はま
だまだある
進捗状況: 50%

概念～実装デザインに基づいて着実に成長

「いい人営業」戦略+環境にやさしいブランド⇒着実な成長へ

PWは「水を守る。人を育む」という理念に基づき、天然水の宅配サービスを提供している。水の健康への重要性を強調し、すべての人々の生活に「安心で美味しいお水」を提供することを使命としている。日本の天然水の価値を世界に伝え、地方創生に貢献することを目指しており、これを「JAPAN PREMIUM」というコンセプトで表現している。

天然水の価値を広げるために重視してきたのが営業における「いい人営業」戦略である。顧客の生活に寄り添ったトークと、ウォーターサーバーがある家庭のイメージ作りで営業マンをまず好きになってもらう。この概念を従業員に浸透させるための人的資本戦略こそがPWの成長の鍵である。さらに2023年7月には脱炭素社会を推進するプラットフォーム「Earth hacks」(博報堂「ミライの事業室」、三井物産)が提供する「デカボスコア」をウォーターサーバー業界で初めて獲得した。環境に優しいイメージでの成長が期待されよう。

実装デザイン：飲料水への意識の変化に対応した顧客獲得力

過去、ウォーターサーバーの販売では、消費者に水の価値を説明し、顧客を獲得する必要があった。しかし、近年、消費者の意識が変わり、高品質の水を提供する方法に焦点が移った。従来は「水道水より何が良いか」を疑問としていた消費者は近年「ペットボトルでミネラルウォーターを買うことより優れている点は何か」という疑問を投げかけてくるようになった。この意識の変化により、PWが訴求すべき点は、「綺麗な水を飲むことの必要性」から「どんな高品質な水を、どれくらいの価格で、いかに便利に提供できるか、そして災害時の有用性はなにか」という高次元な段階へと移り変わったのだ。これからの成長には、この意識の変化を前提とした戦略が重要であると考えている。

実績：No.1企業として社会貢献性も求められる

PWはウォーターサーバー分野におけるリーディングカンパニーである。売上高に直結する取り組み以外にも、自然環境・社会貢献へと寄与する活動を通じて、水や水源地域との関わり方を世の中に提示して行く必要がある。この概念浸透への取り組みとして「災害復興支援」、「災害時における飲料水供給」、「子ども食堂」、「キッズミール、離乳食教室」、「子どもたちの教育をサポートする」といった社会貢献事業も行っている。またデカボスコアの計算やCO2削減に向けた新製品・新工法への投資も進めている。こうした高付加価値化による訴求力増大で潜在的な成長余地はまだまだ大きい。

Connection

概念デザインは
非常に
理にかなっている

整備進捗状況：
90%

概念が実際に現場
で実装

整備進捗状況：
90%

規模拡大による
ROICの改善実績
への
反映の余地あり

進捗状況：60%

一気通貫を実現する体制改革に期待

「いい人営業」戦略→水源開拓→物流最適化→ROIC増

PWは、水資源を採取し、飲料水として提供することで自然保護・社会貢献に貢献している。営業や研究部門では、知的資本や人的資本の充実が重要で、これらは財務的、社会的な企業価値を高める要因となる。

PWの「いい人営業」戦略は、顧客との信頼関係構築に基づき、宅配水業界でのトップシェアを支えている。物流コストの最適化と「水源立地」戦略により、安定した成長と高いROIC(投下資本利益率)を維持している。長期的な視点では、M&Aや資本業務提携を通じて、成長機会をさらに拡大している。

実装デザイン：加工から提供までの一気通貫ノウハウ

「いい人営業」戦略で創造した需要を利益にする仕組みとして、PWの事業を支えているのは加工から提供までを導くノウハウや知恵等の知的資本と、それらを支える工場、物流ネットワーク等の産業資本である。適した水源選び、美味しさを追求した水の非加熱処理、魅力的なサーバー、効率的な物流等、ハード面を担保する資本によって全てを自社で提供する強みを保持している。これらの資本のつながりを強めることが今後の成長に直結するであろう。

実績：水という製品で他社との差別化を図る工夫

PWは元々、非加熱天然水の製造をしていた株式会社ウォーターダイレクトとモバイル販売代理等を営んでいたプロモーション会社の株式会社エフエルシーとが統合してできた会社である。メーカー・セールス両面のノウハウを有していることが強みである。

水は一見他社との差別化が難しい品目に思えるが、PWは優位性を築く工夫を凝らしている。まず水の非加熱処理は製造管理が難しい一方、天然水の生のおいしさを提供することができる。サーバーは顧客の生活スタイルに合わせた豊富なラインナップを用意している。コストを抑えるために自社物流¹率を高めている。これらにより性能的・價格的優位性(業界最安値)を有している。この戦略は工場やユーザーを一番保有しているPWだからこそなし得るものであり、トップランナーが勝ち続けるための基盤と言える。加えてPWは全国に数ある天然水の水源から、味や安全性等の担保のために独自で設けている厳しい水質の基準をクリアした水源を厳選している。さらにこれを加速させるため、新工場の建設や新製品の開発にも余念がなく、Connectionに関して実績・将来性ともに盤石と言える。改善の余地がまだ大きいので進捗状況は60%とした。

*1 ここでは自社ドライバーではなく、全国に物流網を持っている大手配送業者以外の配送パートナーとの連携を指す。

Confidence

高い成長性と
収益性を示す

地方創生、雇用
災害対策で貢献

自然環境保護、
CO2削減で貢献

社会貢献性は高く、財務の安定化に期待

財務安定性：予測可能な安定性と健全な財務内容

財務安定性の視点からは新規獲得件数と低い顧客離脱率から安定的に収益の安定性が期待できる点が高く評価される。また2023年3月期の財務指標によれば、流動比率や当座比率は100%以上、自己資本比率は22.6%で、健全な財務状態を維持している点も高く評価できる。また有利子負債にはウォーターサーバーの調達コストが含まれており、数字の見かけ以上に健全性は高い。

社会貢献性：地方創生と災害対策へ

PWは社会貢献にも焦点を当てており、地域社会の雇用創出、税収増加、地方活性化、環境への貢献、CO2削減、災害対策、地下水の利用、森林整備等、幅広い社会貢献活動を実施している。彼らは環境への配慮と地域社会への貢献を重要視している。近年、地域社会では、雇用不足とそれによる人口流出、税金不足が社会問題となっている。日本各地に拠点を設け、地方に水源を開拓することで地域社会の雇用を創出している。それは税収を現地に収め、地域の活性化に貢献することにもつながる。また、自治体と連携して災害対策にも取り組んでおり、災害時に飲料水の供給を担う等地域社会のリスク軽減にも貢献している。2024年1月の能登半島地震においても飲料水(24,576ℓ)と非常用キット400セットの寄付を行った。

社会貢献性：自然保護にCO2削減に注力

地球温暖化問題に対してPWはCO2削減に力を入れており、カーボンニュートラル工場実現を目指している。また2023年7月には脱炭素社会を推進するプラットフォーム「Earth hacks」(博報堂「ミライの事業室」、三井物産)が提供する「デカボスコア」をウォーターサーバー業界で初めて獲得した。デカボスコアは、その商品が従来品と比較してどれほどCO2排出量を減らしているかを可視化した数値で、環境価値を重んじるユーザー向けの新しい選択基準として提供されている。

以上のような地方創生・自然保護への取り組みはESGに基づいたものであり、今後投資家たちから評価される可能性が非常に高い。

4. Growth : 成長ストーリー

価値観・世界観

水を守る。
人を育む。

水を通して
地方創生を

安全で美味しいミネラルウォーターの需要は増大

家庭用ウォーターサーバー利用率は急速に拡大

利用率は5%台と低い
が、利用率の増加ペースは大きい
家庭用ウォーターサーバー

価値観

成長のドライバーとなるPWの価値観

PWは「水を守る。人を育む」という理念のもと、天然水の宅配を行っている。「水」は生きて行くうえで欠かせない大切な要素であり、健康を維持するための重要な役割を担っている。すべての人の人生が「安心で美味しいお水」により潤い満ちたものになることを目指している。

価値観が持つ意義

PWが打ち出しているのはJAPAN PREMIUMというコンセプトである。日本独特の地形や風土、環境、人が作り出す産物、その中でも自然とともに長い年月を経て培われた日本の天然水は最高レベルJAPAN PREMIUMであると考えている。水事業を通して日本の天然水と言う唯一無二の価値を日本に、そして世界に伝える事で社会的意義を果たし、地方創生を実現することがミッションである。

社会課題：安全で美味しい水への需要の増大

水道水以外の飲料水が増加

こうしたPWの価値観に追い風が吹いている。きっかけは2011年の東日本大震災である。安全な飲料水を求めた結果、ペットボトルや宅配水が選ばれたと考えられる。もう一つはコロナ禍である。在宅時間が増え、買い物や備蓄に対する意識や行動が変化したことで、宅配水の飲用量が増加し「災害時」だけでなく「日常使い」「外出自粛」に備えた買い置きが広がるとされている。行動自粛が終わり、販売活動が活発化したことでさらに成長が期待される。

利用割合の増大が著しい家庭用ウォーターサーバー

ネットリサーチ会社、マイボイス社の調査による、2013年7月から2023年7月の調査で見ると、家庭で利用されている飲料水の割合で、水道水は56.0%から53.0%へ低下する一方で、市販のミネラルウォーターは33.2%から35.5%へ、家庭用ウォーターサーバーは2.8%から5.2%へと拡大している。家庭用ウォーターサーバーの利用率は5%程度で低いものの、利用率の拡大ペースは1.9倍と高いことが注目される。

家庭で利用されている飲料水の種類別割合

[単位：%、倍]

		水道水	市販のミネラル ウォーター	家庭用ウォーター サーバー
1	2013年7月	53.0%	0.33	0.03
2	2023年7月	56.0%	0.36	0.05
	2÷1=	1.06倍	1.07	1.86

[出所]マイボイスコム株式会社https://myel.myvoice.jp/products/detail.php?product_id=30003

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

提供価値

綺麗な水は前提
とされた世の中

他社サーバーにも
ペットボトルにも勝つ

一番味にこだわった
処理方法

使いやすさと
スタイリッシュを両立

子育て世帯やお年寄
りに向けた新製品
famfit

ペットボトル利用者も
潜在顧客

提供価値

ウォーターサーバーへの意識の変化

ウォーターサーバーへの関心も変わりつつある。従来は「水道水より何が良いか」を疑問としていた消費者は近年「ペットボトルでミネラルウォーターを買うことより優れている点は何か」という疑問を投げかけてくるようになった。この意識の変化により、PWが訴求すべき点は、「綺麗な水を飲むことの必要性」から「どんな高品質な水を、どれくらいの価格で、いかに便利に提供できるか」という高次元な段階へと移り変わった。

プレミアムウォーターの提供価値

以上の前提を踏まえ、PWは他社ウォーターサーバーへの優位性はもちろんのこと、ペットボトルのミネラルウォーターも競合製品とし、これに勝る点を打ち出すことで近年顧客を劇的に増加させている。以下ではその特徴について述べる。

特徴1: 非加熱処理の「生の水」を提供

ミネラルウォーター類の製造方法は加熱処理と非加熱処理で異なる。加熱処理では熱を加えて殺菌する一方、非加熱処理の場合は、オゾンや紫外線による殺菌、あるいはフィルターによる除菌を行う。非加熱処理は加熱処理よりもコストがかかるが、熱を加えていないため、水に溶けている酸素分子(溶存酸素)が豊富に含まれており美味しいと感じる。

特徴2: 利用者層に合わせたサーバーのラインナップ

PWではTPOに応じた様々なサーバーのラインナップを用意している。床置き型、卓上型等のサイズから、操作方法やデザイン性、容量に応じた製品を用意することであらゆる顧客層をターゲットとしている。子育て世帯やお年寄りに向けた新製品famfitは、チャイルドロックを搭載している他、下置きかつ上を向けたまま設置できるという技術でボトルを持ち上げる必要がないモデルとなっており、この技術は特許出願中である。

新製品famfit



[出所]プレミアムウォーター、ブランドサイト

特徴3: ペットボトルに対しての優位性

重たい水を持って帰る必要がなく、高品質な水、お湯がすぐに出せること等ペットボトルに対しても優位性を有しており、常用的にペットボトルで飲料水・料理用水を購入している消費者に対しても代替を訴求できる。

水道水をろ過して飲む

低価格商品で市場は拡大

浄水器市場への参入

低価格帯の浄水型サーバー

PWは好調な天然水に加え、低価格帯の浄水型サーバー市場にも進出した。浄水型サーバーとは、サーバー内のろ過カートリッジによって水道水をろ過して飲むタイプのサーバーである。カートリッジ1個で500mlペットボトル1,200本分のろ過が可能。

優れたろ過能力により、水道水に含まれるミネラル成分を残したまま、塩素・カビ臭・亜鉛等、気になる15種類の不純物を除去する。さらに冷水タンクに内蔵されたUV LEDが2時間おきに照射し、冷水タンクのお水を殺菌。常に衛生的に保つ。隔週定期配達の天然水とは異なり、カートリッジの交換は半年おきである。ユーザーが水道水をタンクに入れるだけで利用が可能のため残量を気にする必要がなく、料理に活用する等、飲み水以外にも気兼ねなく使用できる。

浄水型サーバーの需要拡大

下図表は矢野経済研究所調査をもとにした浄水型ウォーターサーバー市場についての資料である。天然水サーバーの需要拡大に伴い、低価格の浄水型も需要を拡大しておりその伸び率は天然水サーバーをも凌ぐ勢いである。

ウォーターサーバー市場の天然水・浄水型の比較



[出所]2023年3月期決算説明会資料

売上拡大が期待

PWの浄水型サーバー

2022年11月、PWは浄水型ウォーターサーバーSlim-Rをリリースした。これまでで培ったデザインや販促のノウハウを生かし、更なる顧客の開拓が期待できる。

PWの浄水型サーバー

新商品の投入で顧客拡大



	当社	A社	B社
月額料金 (税込)	2,680円	3,300円	3,300円
PW家族割 (税込)	2,480円	無し	無し

- ▶ 低価格ニーズに応える料金/サービス設計
- ▶ 他社リプレイス対策
- ▶ 法人顧客の新たな取り込み

[出所]2023年3月期決算説明会資料

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

双方良しの
ワンウェイ式

一番の導入障壁は
価格

売上拡大が期待

営業マン自身を
好きになってもらう

特徴4:ワンウェイ式の便利な宅配

ウォーターサーバーにおける宅配システムにはワンウェイ式とリターナブル式がある。ワンウェイ式とは宅配した水の容器をユーザーが捨てる方式、リターナブル式は容器を事業者に戻却し水を詰め直す方式である。PWではワンウェイ方式を採用している。ワンウェイ式には以下のメリットがある。

ユーザー向け：①宅配の利便性の向上⇒ 時間指定、再配達可能、空ボトルの保管不要②衛生面の不安を解消⇒ 衛生的な使い切りボトル、ボトル内に空気が混入しづらい③普及しているペットボトル素材⇒ 馴染み深く使い慣れている。匂いが気にならない④リサイクルでき環境にやさしい

PW向け：①手間を省く⇒ ボトルの配送・回収が不要、空ボトルの洗浄・保管が不要②収益性の向上⇒ 物流の人員・設備が不要、空ボトルの在庫・倉庫が不要③物流の制約から解放⇒ エリア制限なし、EC等

特徴5:業界最安値のコストパフォーマンス

PWサービスの最低利用価格は浄水型では、2,480円(PW家族割適用)でありこれはPWによれば業界最安値である¹。後述する自社保有の水源と物流網でこの価格を実現している。またサーバーは節電に優れており他社製品と比べ価格優位性を有している。

1 : https://locca.premium-water.net/prm/lp_01/ 参照

コロナ収束で営業活動に追い風

PWでは説明会資料によると2023年3月末時点で約1,400名の販売員が営業活動に従事している。コロナ禍においては自宅用ウォーターサーバーの需要は増えたものの営業活動にも制約があった。2023年以降はこれが収束しさらなる営業の拡大が予想される。特にコロナ禍では実施が難しかった、水の試飲については大きな購入のきっかけとなるため、積極的に広げていきたい。また有名俳優・タレントを起用したCMで認知拡大にも取り組んでいる。

最後の一押しとなる「いい人営業」戦略

以上によりPWの製品の価格・性能優位性と価値浸透への取り組みを説明してきた。現場レベルで販売に繋がる最後の一押しとなるのが、営業の要となる「いい人営業」戦略である。PWの営業ではまず顧客との対話によって営業マン自身を好きになってもらう。生活の悩みや不安を聞き、そのスタイルに合ったサーバーや配水プランを提供している。

人的資本 の貢献

「いい人営業」戦略 を支える人的資本

育成によりノウハウ を浸透

持続的な モチベーション管理

各種専門家により 品質を改善

人的資本と売上への影響

優れた営業体制

営業ノウハウは知的資本でもあり人的資本でもある

PWの売上を支えて来たのは、「いい人営業」戦略を推進する優れた営業体制である。単に天然水のおいしさや価格について説明するのではなく、ウォーターサーバーを買った顧客の生活ストーリーまでイメージして売り込むことができるかが重要である。PWの拠点は全国に点在しており、その全てで一定以上のレベルの営業スキルを担保できているのは、以下で説明する人的資本戦略によるものである。激化するウォーターサーバー市場においては、性能・価格優位性を圧倒的に担保し続けることは難しい。そこで他社との差異を生み出すのは売り方そのものであり、人的資本はPWの今後を支える極めて重要な資本と言える。この「いい人営業」戦略がPW成長の鍵である。

マネジメント視点

マネジメント陣はこれまで培った営業ノウハウを広く社内に浸透させることを重視している。いくら良い天然水があったところで、前述の通りウォーターサーバーの魅力を消費者に訴えることができなければ製品は売れない。むしろ営業ノウハウこそがPWの要となる資本であることを理解している。人的資本の更なる成長のため優れた営業員の採用や育成に適切な投資をしている。取締役にも営業出身の人材を多く起用し、人的資本の育成に取り組んでいる。

従業員視点

従業員のモチベーション向上と組織の活性化を図ることを目的として、半年に一度キャリア面談によるキャリアアップの機会を設けている。平均的には6～7年で管理職となるが、実力があれば3年で管理職になるケースもある。また次世代幹部育成制度「NEXT」では、若手従業員が経営幹部主体の営業会議やマネジメント研修等に参加することができる。

営業以外の人的資本

営業以外においても、製品開発、水質の研究や水源の確保、物流マネジメント等それぞれの分野におけるエキスパートを有している。例えば、famfitのサーバー開発において、ボトル設置を簡単にする業界初の仕様の特許を出願中であることや、全国にある水源地の分析と地域ごとの需要の予測を行い、新工場に最適な水源の厳選を行ったり、地元自治体との交渉、物流網構築を進めるサプライチェーンの構築を行う等、製品開発や、立地、物流まで含めた供給分野に関する専門的な能力を有する人材を持つ。このような専門職についてはおいしさや安全性を担保するための水質に関する研究経験や知見が必要なポジションである。PWの基盤はこのような専門職の人材によって成り立っており、今後も恒常的に確保し続ける必要がある。

TAM/SAM
/SOM

市場規模4-5兆
円市場の中で
シェア獲得の
余地は十分ある

TAM/SAM/SOM¹

プレミアムウォーターが狙う市場

飲料水市場のTAMは本来水道水の利用も含めた市場規模であるが、水道水のうちそのまま飲まれている分の市場を推定することは困難であるため、ここでは清涼飲料市場+宅配水市場+浄水型市場とする。これは5兆3,908億円である。これがPWの潜在的な市場である。SAMについては宅配水市場とミネラルウォーター市場を足した5,924億円となる。現実的にリーチできる市場規模を表すSOMの計算は以下のように行った。1,400名の販売員が年200日稼働し、1日に20人の顧客と接する、顧客単価を月4,000円と仮定した場合SOMは2,240億円と推計される。

*1 TAM, SAM, および SOM は、市場の潜在的なサイズとビジネスの市場シェアを評価するための指標。TAM (Total Addressable Market): 製品やサービスが理論上アクセス可能な全体市場のサイズ。SAM (Serviceable Available Market): 実際にサービスを提供できる、特定の地域や顧客層に限定された市場のサイズ。SOM (Serviceable Obtainable Market): 短期間で獲得可能な市場のサイズ、実際にビジネスが獲得できると予想される市場シェア。これらはビジネスの市場機会を評価し、戦略的な焦点を定めるために使用されます。

ウォーターサーバーを取り巻く市場

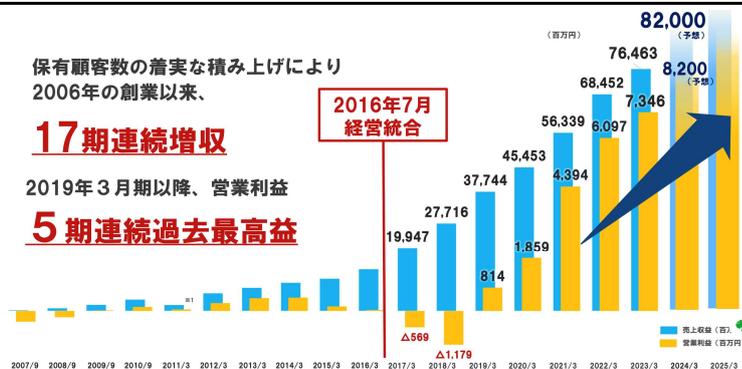


[出所]2023年3月期決算説明会資料

リーディングカンパニーとしての戦略

世帯普及率のさらなる拡大が見込まれるウォーターサーバー市場において、現状トップシェアを有しているPWのブランドは、消費者にとって認知度も高い。今後も強気な拡大が可能である。

成長イメージ



[出所]2023年3月期決算説明会資料

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

売上高の10年 展望

持続的な
高いシェア率

安定した成長

売上予測の前提

業界を牽引し続ける顧客獲得力

PWは中長期的な目標として、宅配水の世帯普及率20%、1,000万ユーザーを掲げている。目標に向け、顧客数は増加し続けており、ここ5年の平均顧客増加率は19%である。顧客の増加によりコストを削減し、他社との差を押し広げ業界トップの地位を更に確固たるものとするを旨とする。また、浄水器業界にも参入し、顧客層の拡大も目指している。

顧客離脱率と顧客獲得率

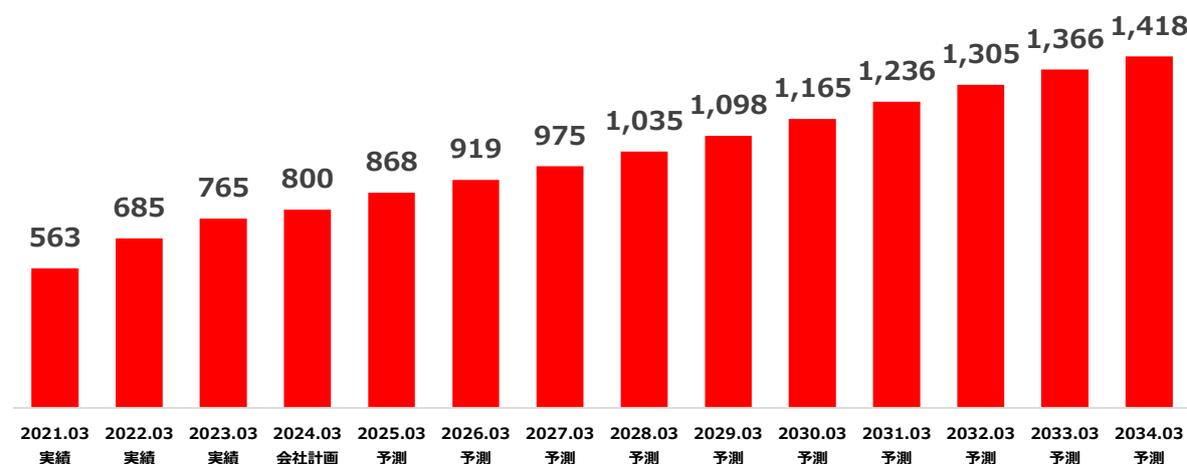
すでに説明したように会社ヒアリング等もとづきJPRは、2024年3月から2034年3月期にかけて、月間顧客離脱率は1.50%/月⇒1.26%/月へ、年間新規顧客獲得数は40万人/年⇒54万人/年へと改善する前提で2034年3月期の売上高は1,342億円と推計した。本来目指している1,000万ユーザーから見れば途上の成長でしかない。

新規顧客獲得数と顧客月間離脱率の長期予測(再掲)

	会社計画 2024.03	予測 2025.03	予測 2026.03	予測 2027.03	予測 2028.03	予測 2029.03	予測 2030.03	予測 2031.03	予測 2032.03	予測 2033.03	予測 2034.03
会員数成長率 [万人]	105.8%	105.9%	105.9%	106.0%	106.1%	106.1%	106.1%	106.1%	106.0%	105.2%	104.2%
期首会員数	154.0	162.9	172.5	182.9	194.0	205.9	218.5	231.8	245.7	258.5	269.3
毎年獲得数 ¹	40.26	42	44	46	48	50	52	54	54	54	54
毎月離脱率 ¹	1.50%	1.47%	1.44%	1.41%	1.38%	1.35%	1.32%	1.29%	1.26%	1.26%	1.26%
離脱会員数 ¹	31.3	32.4	33.6	34.8	36.1	37.4	38.7	40.1	41.2	43.2	44.8
期末会員数	162.9	172.5	182.9	194.0	205.9	218.5	231.8	245.7	258.5	269.3	278.5

[出所]JPR作成。この数字は、過去のデータも含めて会社ヒアリングをベースにJPRが独自に推計した数字であり、PWから入手した数字ではありません。

過去3年及び10年予想の売上成長 (単位：億円)



[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

資本提携や
M&Aによる
アップサイド

進展する業容拡大

「いい人営業」戦略でシナジーのある事業の取り込み

いい人営業で顧客開拓可能な領域を自然体で拡大へ

PWが持つ「いい人営業」戦略の潜在的な応用範囲は大きい。宅配水に経営資源をフォーカスしながら無理のない範囲でシナジーのある製品・サービスを手掛ける会社に資本提携やM&Aでグループ化して行く動きが成長の視点で注目される。2023年においては3社に出資した。以下がその概要である。この動きは長期的なアップサイドにつながると考えられる。

■ 資本提携による「いい人営業」戦略の他の製品・サービスのへの展開の概要と開示事例



開示時期

年	月	対象	目的
2023	2	株式会社ラストワンマイル	より顧客満足度の高いサービスの提供の実現、更なる経営効率化及び競争力強化、両社の企業価値向上のため。2022年7月に資本業務提携し、2023年2月において、株式会社ラストワンマイル(東証グロス、9252)の株式を公開買付け(TOB)により取得を決定。2023年3月末でPWの持ち分は39.2%。
2023	10	株式会社 DREAMBEER	事業規模・事業分野の拡大が主たる目的。
2023	11	INEST株式会社	宅配水事業における更なる競争力強化が主たる目的。経営資源を相互活用することで、より顧客満足度の高いサービスの提供を実現し、更なる経営効率化及び競争力強化を図るため。

[出所]会社開示資料

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

5. Connection : 経営資源のつながりストーリー

5フォース分析

5フォース分析

業界内の競合の脅威

日本宅配水 & サーバー協会がまとめた宅配水市場の統計をまとめたのが以下の表である。PWの成長は市場平均を大きく上回り、2023年3月末でシェア32.0%となっている。圧倒的に強いシェアを持っていると言える。

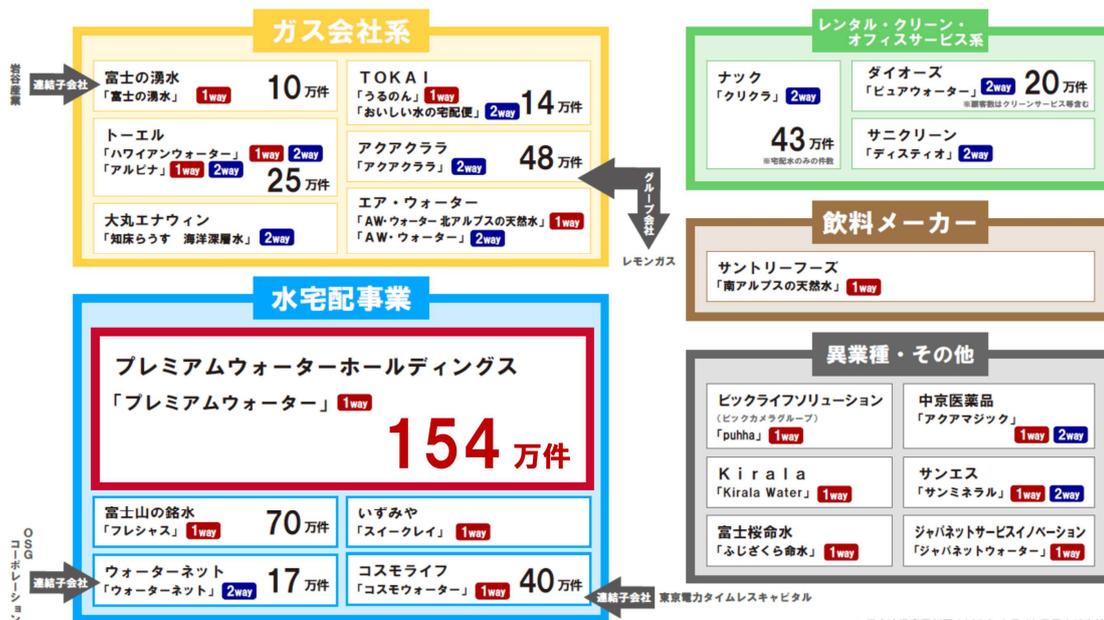
■ 宅配水市場の推移とPWのシェア

年.月末	市場全体 万ユーザー	PW			他社	
		万ユーザー	成長率	シェア	万ユーザー	成長率
2018.03	370	65	38.3%	17.6%	305	0.7%
2019.03	395	81	24.6%	20.5%	314	3.0%
2020.03	414	100	23.5%	24.2%	314	0.0%
2021.03	443	122	22.0%	27.5%	321	2.2%
2022.03	465	143	17.2%	30.8%	322	0.3%
2023.03	482	154	7.7%	32.0%	328	1.9%

[出所]日本宅配水&サーバー協会

■ 宅配水業界地図

宅配水業界のグループ分け(次ページでは代表的な企業について詳細に記述)



※ 日本流通産業新聞 2023年1月12日号より当社作成

[出所]2023年3月期決算説明会資料。2023年3月末時点

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

競合企業の例

ナック

ナックが展開するリターナブルの宅配水ブランド「クリクラ」は月額税込2,980円で、サーバーをレンタルするサブスクリプションプランとなっている。水宅配の他に、次亜塩素酸水溶液「ZiACO(ジアコ)」を定期配送するサービスも展開している。「ZiACO」は、室内に次亜塩素酸水溶液を噴霧し、ウイルスや菌の除去につなげるサービス。コロナ禍で需要が大きく伸びている。様々なにおい対策にも効果があるという。浄水サーバーについては、顧客が自分で給水するという特徴と安全性を考慮し、年1回のサーバー交換を実施している。

ビックライフソリューション

ビックカメラグループで、ワンウェイの水宅配事業を展開するビックライフソリューションはウォーターサーバーブランド「puhha(プッハ)」を運営している。家電量販店のビックカメラやコジマの店舗で大型家電等を購入する顧客に対して、サービスを提案しており、ビックカメラグループで使える「ビックポイント」が貯まる。

富士山の銘水

「フレッシュ」ブランドで水宅配事業等を手掛ける富士山の銘水ではワンウェイの天然水の宅配事業を手掛けている。コーヒーのドリップ機能を搭載したウォーターサーバーや、通常の3分の1のサイズのサーバー等、機能性を持つサーバーを展開している。子どもの安全性と機能性を考慮したサーバーが、「グッドデザイン賞」を受賞したことをアピールしている。料金は、サーバーのレンタル料として月額税込3,300円のサブスクリプションのプランとなっている。

アクアクララ

リターナブル方式の宅配水事業を展開するアクアクララでは、ディズニーキャラクターをデザインしたウォーターサーバーを売りにしている。商業施設等で催事販売を強みとしており、水ボトル専用の宅配水ボックス「アクアポスト」も開発し、加盟店のエリアに設置している。24時間受け取り可能な宅配ボックスとなっており、水の、安全で美味しい状態をキープできる環境で保管するという。注文した顧客だけが、宅配ボックスから水ボトルを取り出すことができる仕組み。ただ「アクアポスト」は現在、全国で2カ所のみ設置である。

大手グループ参入 も伸び悩み

付加価値連鎖 (バリューチェーン) における位置づけ

競争激化の可能性

新規参入の脅威

宅配水市場

ウォーターサーバー事業は工場の建設やサーバーの仕入れ等、先行投資型ではあるため初期投資が必要だが、資本力のある会社であれば参入は可能である。天然水は浄水型に比べるとリスクはあるが、参入障壁が高いとまでは言えない。

しかしながら実際は、参入した後に顧客獲得が思うように進まないということが多い。ジャパネットやビックカメラ、サントリー等のグループが参入はしたものの、未だにPWほどの顧客を抱えておらず、この点に関しては資本で解決できる問題ではない。水の品質やブランド力、高いシェア率を誇ることによるコスト面での優位性からPWに圧倒的な優位性がある。

浄水型ウォーターサーバー市場

PWが新規に参入した市場であり参入障壁は天然水に比べると参入障壁が低い。様々な他サービスとの抱き合わせによる販売も多い。

供給企業の交渉力

天然水源の開拓については常に専門職員が全国に赴いている。またPWの功績や地方創生への取り組みから、水源の購入を打診されることもしばしばあり、水の供給力については強気にペースを握れる状況にある。

買い手の交渉力

PWは水の品質を最大の魅力としており、そのブランドで他社との差別化できている。さらに輸送コストも他社に比べ低いため、価格においても同業他社と同水準である。

代替品の脅威

ペットボトルは手軽に手に入る身近な代替品である。また、自家浄水装置を設置し、家庭用に自宅で水を浄化し、飲用水として使用することも可能である。これらの代替品の存在により、ウォーターサーバー業界においては価格競争やサービス品質の向上が必要となるだろう。

戦略 ビジネスモデル

徹底した品質管理
「いい人」が営業し
消費を喚起
消費立地に最適化
した水源立地で水
の供給体制を構築

徹底した品質管理

物流費の抑制

水源と品質管理が
なせる
生の水の宅配

高成長が可能な領域に展開

競争優位を確保するために不可欠な要素

「いい人営業」戦略→消費地域拡大→需要増大で水源立地の最適化の余地拡大→水源開拓→水源立地の工場建設→地元地域運送業者をネットワーク化した自社物流による物流最適化→物流距離縮小→CO2削減&ROIC増という好循環が戦略ビジネスモデルの要である。

PWの大きな強みは、以上の循環を支える2つの経営資源である。第一がこれまで既に説明した「いい人営業」戦略を推進するマネジメント体制。第二が、そこで喚起した消費立地に最適に全国展開している、宅配水業界No.1の8つの水源である。ユーザーに新鮮な水を定期的に届けるためには安定した水源の確保が必須であり、この点に関して他社よりも優位性がある。いずれも「ミネラルウォーター類の品質表示ガイドライン」(農林水産省)に定められたナチュラルミネラルウォーターの基準をクリアしており、高品質な水源であるといえる。2024年3月に完成予定の岐阜北方工場を合わせると全国で月間500万本、250万ユーザー分の生産能力となり、生産及び物流の大きな拠点となる。

最高品質への取り組み

品質管理体制

安定的な商品供給を実現するために徹底してオート化された自社工場を保有している。最新鋭設備を導入し、自動化を進め、衛生面・生産面で大幅に能力を向上させている。

自社物流

自社物流を49%まで向上させたことにより、配送を効率化。不可避なコストである物流費を抑制することで利益を拡大している。

味を追求した非加熱処理

水の生のおいしさを届けるため、非加熱処理を採用している。非加熱処理の天然水は生産管理が難しくコストもかかるが、天然水本来の味わいを届けられる。PWでは自社水源から安定して水を確保できるため、在庫を多く抱える必要もなく、非加熱処理の水を供給できている。徹底した品質管理と自社物流による素早い宅配により安心・安全で高品質な天然水の宅配を実現している。

人的資本 の貢献

人材のつながりが安
定した経営へ

働きやすさを
最優先

余裕を持った業務
量で高効率化実現

評価制度で「いい
人・感じのよい人」
が出世する仕組み

人的資本の経営資源における役割

全ての経営資源の源となる人的資本「いい人営業」人材の育成

各分野のエキスパートが支える「いい人営業」戦略

既に説明した「いい人営業」戦略を進める鍵は、各所の専門家たちである。専門とは具体的には、非加熱処理の研究、水源開拓、工場、サーバーのデザイン、広報、物流マネジメント等である。これらの人材が、訴求力の高い商品を作ることで、それを売り出す営業陣の強みが最大限に活かされる。これがPWがNo.1企業となる強みであり、この人的資本戦略が価値創造の主軸を担っている。

マネジメント視点

従業員の働きやすい環境づくりはもちろんの事、モチベーション維持のための施策を行っている。従業員のモチベーション向上と組織の活性化を図ることを目的として、半年に一度キャリア面談によるキャリアアップの機会を設けている。平均的には6～7年で管理職となるが、実力があれば3年で管理職になるケースもある。また次世代幹部育成制度「NEXT」では、若手従業員が経営幹部主体の営業会議やマネジメント研修等に参加することができる。加えて、産前産後休業や育児休業・育児休業給付、育児休業中の社会保険料免除の他、制度の周知や情報提供を行っている。妊娠中や育児休業からの復職時に、営業職から内勤への異動実績が多数あり、女性が働きやすい環境づくりに努めている。

従業員視点

従業員はマネジメントからの指示を受け戦略を実施している。特に水源開拓や工場の運営については現場からの報告を密に行う事で本部との連携を図っている。管理職との風通しも良いため、現場での気づきをすぐにエスカレーションできる関係性が構築されている。そして、上記のようなマネジメント施策によってワークライフバランスが十分に取れた働き方を取れているため、余裕を持った業務が可能となっている。また「いい人」「感じのいい人」を評価する仕組みが根付いており、PWで長く営業を行うことで、自然と「いい人・感じのいい人」となりながら営業の成果を上げる人材となって行く。その評価制度もPWの強みである。

今後の方針

今後も事業拡大に伴い、即戦力の採用と新卒の育成を並行して進め、業界のNo.1企業であり続けるために、引き続き体制を構築して行く方針だ。

6. Confidence : 持続可能性ストーリー

財務的な持続可能性

短期的にも
長期的にも
大きな問題なし

財務的な持続可能性

安全性指標

2023年3月期の財務指標によると、企業は流動比率や当座比率を100%以上で維持しており、短期的な経済的安全性に優れていることが確認できる。自己資本比率も22.6%は、安定したストック型の収入をベースにすれば特段問題のない水準である。

財務成長と安定性の両立

解約率が月1%台で、その解約数を上回る新規獲得数を確実に達成しているため安定的に売上は増大する。総合的に見て、顧客の高い満足度とロイヤリティを反映しており、安定的な収益基盤を形成している。2023年3月期のバランスシートでは、流動比率146.9%、当座比率140.7%、固定長期適合率53.3%と、財務の健全性と成長のバランスが適切に保たれている。

「100年続く企業へ」をグループミッションに掲げる

PWは、持続可能な開発目標(SDGs)への深い取り組みと、会社としての役割・責任を強調している。PWは「100年続く企業」を目指しており、天然水という日本の貴重な資源により事業を展開しながら、多様な価値観を尊重し、革新的な製品を通じて持続可能な開発を追求する。特に「地球の環境保全」と「社会への還元」に重点を置いており、これが彼らにとっての独自のSDGsの追求となっている。こうした姿勢は財務安定性を長期に強固なものにしよう。

社会貢献性

私たちにしか
できないSDGs
とは何か

CO2の削減に
貢献

地域社会に貢献

プラスチック削減
の課題への
取り組み

社会と環境に貢献

SDGs重視

「私たちにしかできないSDGs とは何かを突き詰め、世の中にとって必要な会社であり続ける」という視点を常に全員に置きながら事業に取り組んでいる。中でも特に重点を置いているのが、「地球の環境保全」と「社会への還元」である。

CO2削減

地球温暖化問題に対してPWはCO2削減に力を入れており、カーボンニュートラル工場実現を目指している。また2023年7月には脱炭素社会を推進するプラットフォーム「Earth hacks」(博報堂「ミライの事業室」、三井物産)が提供する「デカボスコア」をウォーターサーバー業界で初めて獲得した。デカボスコアは、その商品が従来品と比較してどれほどCO2排出量を減らせているかを可視化した数値で、環境価値を重んじるユーザー向けの新しい選択基準として提供されている。

地域創生への提供価値

近年、地域社会では、雇用不足とそれによる人口流出、税金不足が社会問題となっている。日本各地に全拠点を設け、地方に水源を開拓することで地域社会の雇用を創出している。それは税収を現地に収め、地域の活性化に貢献することにもつながる。また、自治体と連携して災害対策にも取り組んでおり、災害時に飲料水の供給を担う等地域社会のリスク軽減にも貢献している。自然の恵みとしての天然水を社会に還元し、持続可能な環境保全に貢献して行く。PWは地域社会との協力のもと、採水地を大切にしながら事業を行い、地域に税収として還元することで地方創生に寄与している。また、PWは、事業の拡大が地域インフラや自然保護にも好影響をもたらす循環を作り出しており、地域社会との共存共栄を目指している。

プラスチック削減

PETボトルリサイクル推進協議会の調査によると、ペットボトル全体で回収されたペットボトルが再びペットボトルとなる「ボトル to ボトル」の比率は2022年度において29%である。今後、日本全体でペットボトル資源の循環を促進する「ボトル to ボトル」の比率をを一層高めることが期待されている。そうした中で、PWもプラスチック削減に積極的に取り組んでおり、将来的にはリサイクル可能な容器の使用や、それを削減する配送スキームの構築を目指している。マイボトルの普及促進を通じてプラスチック消費量の削減を図り、啓蒙活動にも力を入れて行く予定である。

災害への備え
であるとともに
意識自体を高める

災害対策への寄与

PWの調査(2023.8.9付けでWEB開示)によると、契約のきっかけとして、「近年災害が多く、災害時の備蓄としても使用したかったから」と25.3%の人が回答した。PWは、非常時に電源を使用しなくても水を出すことが可能、備蓄ができるという点から評価を得ている。実際に東日本大震災の断水時の飲料水、乳児ミルク用水として利用できたという声もあり、非常に高い評価を得ている。このようなウォーターサーバーの側面を打ち出すことによって、消費者の防災意識を高めるきっかけにもなっている。また、災害発生時に必要に応じた飲料水を提供することを目的に、山梨県富士吉田市・岐阜県北方町・兵庫県朝来市と「災害時における飲料水の供給に関する協定」を締結している。災害時に飲料水の無償提供を行う。実際過去には西日本豪雨の際に水3,000リットルとサーバー20台を避難所へ寄付した。2024年1月の能登半島地震においても、飲料水(24,576ℓ)と非常用キット400セットを寄付した。

米と天然水
の寄付

貧困をなくそう

PWは、子ども食堂に対する米と天然水の寄付を行っている。2017年から2019年にかけて、約20,000食分に相当する1,300kgの「ミルキーQueen」という米を寄付した。また、社会福祉法人等に23,800本の紙パック天然水も寄付している。これらの寄付で、貧困や一人で食事をする子どもたちを支援し、彼らの食生活を豊かにすることを目的としている。

障がい者
福祉施設への
天然水の寄付

全ての人に健康と福祉を

配水の有効活用として、福祉施設へ無償提供プレミアムウォーターの顧客が受け取らなかった宅配水の有効活用と福祉への貢献を目的に、2014年より富士吉田市の障がい者福祉施設に天然水とウォーターサーバーを無償で提供している。

水源地での
教育的な取り組み

質の高い教育をみんなに

PWは、南阿蘇村で教育的な取り組みを行っている。豊かな地下水を持つ南阿蘇の天然水を守り、後世に残すという目的で、2015年から田植えと稲刈りの体験イベントを開始した。このイベントは、地元で育ったお米を地元の水で炊くことの大切さを共有するためのものである。2016年から参加者数が記録され、毎年多くの人が田植えと稲刈りに参加しており、2023年も続けられる予定である。また、兵庫県の朝来工場では、工場前の小学生の通学路に、天然水の製造工程や季節ごとの水に関する学習コンテンツを掲示することで、地元の水の価値を伝え、水資源についての教育を促進している。

森林整備 清掃活動

SDGsが 成長に寄与

陸の豊かさを守ろう

PWは以下の取り組みをおこなっている。1. 森林整備活動(西桂地区)：山梨県の西桂地区に位置する西桂工場は、地域の水資源育成と持続可能な森林の整備に取り組んでいる。水源涵養機能の高い森が良い水資源を生み出し、食生活に貢献するため、健全な森を維持するために、森林の間伐等の整備活動を行っている。2. 富士山清掃活動：富士山周辺の環境保護を目指す考えのもと、西桂工場は以下の清掃活動に継続的に参加している。富士吉田市主催の「富士山吉田口登山道周辺清掃活動」(毎年5月頃開催)NPO法人フジヤマフォーラム主催の「富士山の環境を守る清掃活動」(毎年11月頃開催)。これらの清掃活動は、富士山周辺の環境を保護し、将来の水資源の保全に貢献することを目的としている。西桂工場は、持続可能な環境保護と地域社会への貢献を通じて、陸地の豊かさを守り、水資源の健全性を維持する使命を果たしている。

成長性

SDGsの取り組みとして行っている地下水の利用や森林等の資源は長期的にPWの成長に寄与するものである。独自の水源を確保して行くことは競合への優位性を担保する上で重要となる。

リスクと機会

政治(Politics)

経済(Economy)

社会(Society)

リスクと機会

PEST分析

世界の水問題

世界の水問題に焦点を当てた国連開発計画(UNDP: United Nations Development Programme)の『人間開発報告書2006』では、地球上にはすべての人に行き渡らせるのに十分なだけの水量が存在しているが、国によっては水の流入量や水資源の分配に大きな差があるという問題点を指摘している。水インフラの開発や整備は相手国政府の影響力が強く、交渉に当たっては我が国側も公的な信用力を求められる等、特に案件形成の川上段階において、民間事業者のみでの対応は困難である。このような課題に対応するため、2018年(平成30年)8月31日、海外社会資本事業への我が国事業者の参入の促進に関する法律(平成30年法律第40号)が施行された(海外インフラ展開法)。PWにとっては、水源の確保という視点でプラスとなろう。

水への意識の変化

日本における水ビジネスの海外展開は、経済産業省が2010年4月に「水ビジネスの国際展開に向けた課題と具体的方策」を取りまとめ、世界の水ビジネス市場での案件獲得を目指して政策対話や技術開発・実証、官民連携の推進等の取組が進められてきた。日本企業による海外水ビジネス市場での案件獲得は増加しており、今後も高い技術力等を背景にさらなる展開が期待されている。PWにとって日本でのさらなる成長機会、さらに長期的にはグローバル展開の可能性もあろう。PWにとってプラスの機会となる。

飲料水への意識の変化

マイボイスコム(株)が定期的に行っている飲用水への意識調査では、2021年において水道水を飲料水として利用している人は55.1%、その他の約45%はウォーターサーバーや浄水器を利用して、より綺麗な水を飲もうとしている。このように水への消費者の意識は高く大きな潜在市場である。PWにとってプラスの機会となる。

節水への意識

内閣府が行った世論調査によると普段の生活で節水をしていると答えた人は72.4%となり、これは昭和61年の51.2%を大きく上回っている。金銭的な問題、環境への配慮から消費者の節水への心がけは高まっている。これまで以上に水への意識が高まることは、PWにとってプラスの機会となる。

社会(Society)
(前項からの続き)

技術
(Technology)

会社にウォーターサーバーを導入するメリット

オフィスにウォーターサーバーを導入する事例が増えている。その理由として、来客時に温かい飲み物をすぐに出せる、従業員のコミュニケーションの活性化、熱中症対策、ごみの削減等が挙げられる。PWにとってプラスの機会となる。

注目される日本の技術

地球上の水の97%を占める海水をろ過し、飲用水や生活水として利用できる淡水に変える海水淡水化技術が注目されている。この技術では蒸発法と、RO膜でろ過する逆浸透(RO)法があり、RO法で使われるRO膜は日本メーカーが世界で50%以上のシェアで、中東やアフリカ等慢性的な水不足で苦しむ地域を中心に導入されている。このような地域において日本企業が水問題が解決することは、日本企業に対するイメージの向上につながる。そうした日本企業の水の技術に対するイメージ向上は、PWにとって海外進出を図る場合プラスの機会となろう。

人的資本 の貢献

人的資本が
一番の財産

社外に対する
貢献度も高い

研究が直接自然
保護に結びつく

地方創生に寄与
する人材

人的資本と持続可能性

自然資本、社会開発にも大きく寄与

持続可能な経済発展

PWの人的資本戦略の考え方は、若手のキャリアアップ、管理職への登用、女性の働き方改革等現代の経済発展に寄与する先進的なものであり、かつそれを実行にまで移している。人的資本のサステナビリティが会社の持続に大きく関わると考えており、人的資本の向上に適切な投資を行っている。

持続的な社会発展

PWの人的資本戦略は我が国の持続的な社会発展にも寄与するものである。キャリアアップ、女性支援等を通じて働きやすい環境を作ることで、従業員の会社に対する評価が上がる。これは新卒や中途採用時の印象も良くなることから、よりいい人材に恵まれる機会も増え、好循環となる。

自然保護

PWの取り組みは自然保護に大きな影響をもたらす。例えば出先でペットボトル飲料を買う場合と、家に設置されたウォーターサーバーの水を水筒で持って行く場合を比較するとCO2が約50%削減されることがわかっている。またPWはボトルの形状や工場におけるカーボンニュートラルへの研究を積極的に進めている。PWの営業人材育成とサービス展開によりPWのシェアが増大し、ペットボトルの利用がウォーターサーバーの利用にシフトすることはCO2 削減という意味で自然保護に寄与する。

地方創生

PWの事業には全国各地の水源地とそれに伴う工場がなくてはならない。天然水が取れる水源地は全国に多くあるが、そこに工場を建てたとして、採算が取れるほどのビジネスを展開することは難しい。よって地方からPWに水源地や工場を買い取って欲しいという依頼が来ることもある。こうした水源地を活用することは地方創生に大きく貢献する。別の言葉で言えば、水源地開拓や工場建設等に関わる人材育成は地方創生への寄与が大きい。

女性の活躍を示す人事関連データ(2023年3月期)

管理職比率で
女性比率が
27.5%
日本の上場企業
中でも
有数の高い水準

2023年3月期の人事関連データでは、グループ全体の従業員数は1,179名である。この中で男性従業員は756名(64.1%)、女性従業員は423名(35.9%)となっている。管理職者数は全体で251名、男性が182名(72.5%)、女性が69名(27.5%)である。役員数は全体で17名、男性が15名(88.2%)、女性が2名(11.8%)である。そのほかの数値は以下の通りである。特に注目されるのは、管理職者に数に占める女性の割合である。政府は2023年6月5日の男女共同参画会議で、女性活躍・男女共同参画の重点方針(女性版骨太の方針)の原案を示し、東証プライム市場に上場する企業の女性役員の比率を2030年までに30%以上にする目標を設けた。PWは東証スタンダード市場上場であるが、達成まで残り3%ポイント未満なので、東証プライム市場の水準並みの水準を達成している。女性の活躍がうかがえるデータである。

なお、パーソル総合研究所の調べによると(出所、<https://rc.persol-group.co.jp/thinktank/column/202310230001.html>)、TOPIX500 構成銘柄のうち、2023年3月期決算の企業は380社で女性管理職比率が25%以上なのは、15社しかない。PWの女性管理職比率は日本でも有数の比率と言える。

人事関連データ(2023年3月期)

項目	値
従業員総数	1,179名
男性従業員数	756名
女性従業員数	423名
管理職者数	251名
男性管理職者数	182名
女性管理職者数	69名
役員数	17名
男性役員数	15名
女性役員数	2名
新規採用者数	259名
男性新規採用者数	143名
女性新規採用者数	116名
平均年齢	32.7歳
男性の平均年齢	34.0歳
女性の平均年齢	30.4歳

項目	値
平均勤続年数	4年8ヶ月
男性の平均勤続年数	4年11ヶ月
女性の平均勤続年数	4年4ヶ月
有給取得率	68.3%
男性の有給取得率	64.7%
女性の有給取得率	74.7%
育休取得率	47.4%
男性の育休取得率	23.1%
女性の育休取得率	100.0%
賃金差異	78.2%
正従業員の賃金差異	81.1%
パート・有期従業員の賃金差異	85.6%

[出所]JPR作成

ガバナンス

実効性は
担保されている

利益還元と投資
のバランスを考慮

コーポレート・ガバナンスに関する基本方針

コーポレートガバナンス・コードへの対応

PWは基本原則のすべてを実施している。

コーポレートガバナンス体制

取締役会は取締役17名(監査等委員5名)、社外取締役4名(監査等委員3名)で構成されている。取締役のメンバーは成長戦略を実行するに資する多様な経歴と知見を持つ者で構成されている。また、監査等委員のメンバーも監査に資する適切な構成がされている。

経営幹部会

取締役から委任された重要な事項の審議又は業務執行の決定等を行う機関として経営幹部会を設置しており、常勤の取締役9名及び取締役会にて選任された上級執行役員4名で構成されている。経営幹部会は、「職務権限一覧表」に定めた決裁事項に基づき、会社の重要な事項の審議・決裁・承認・報告を行い、迅速な意思決定を実現している。

内部監査

内部監査に関する基本事項を内部監査規程に定め、監査等委員会及び会計監査人と内部監査情報の緊密な連携の下、内部監査計画書に基づき実施している。内部監査結果は代表取締役及び監査等委員会に報告する他、監査対象部門と意見交換を実施し必要に応じて改善を促しフォローアップを行うことにより、不正行為の未然防止等に努めている。

インセンティブ関係

企業価値向上に対する意欲や士気を高めることを目的とし、PWの取締役及び従業員に対しストックオプションを発行している。各対象者の割当個数は、各対象者の職責や業績への貢献度を考慮し、取締役会にて決定のうえ、付与している。

利益配分および再投資の考え方

現在1株あたり70円の配当金。配当性向は43.2%。

株主への利益還元を重要視しており、配当政策についても重要な経営課題のひとつとして認識している。剰余金の配当は、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の実施を基本方針としている。

国際統合 報告書の フレームワーク

国際統合報告書のフレームワークによる分析

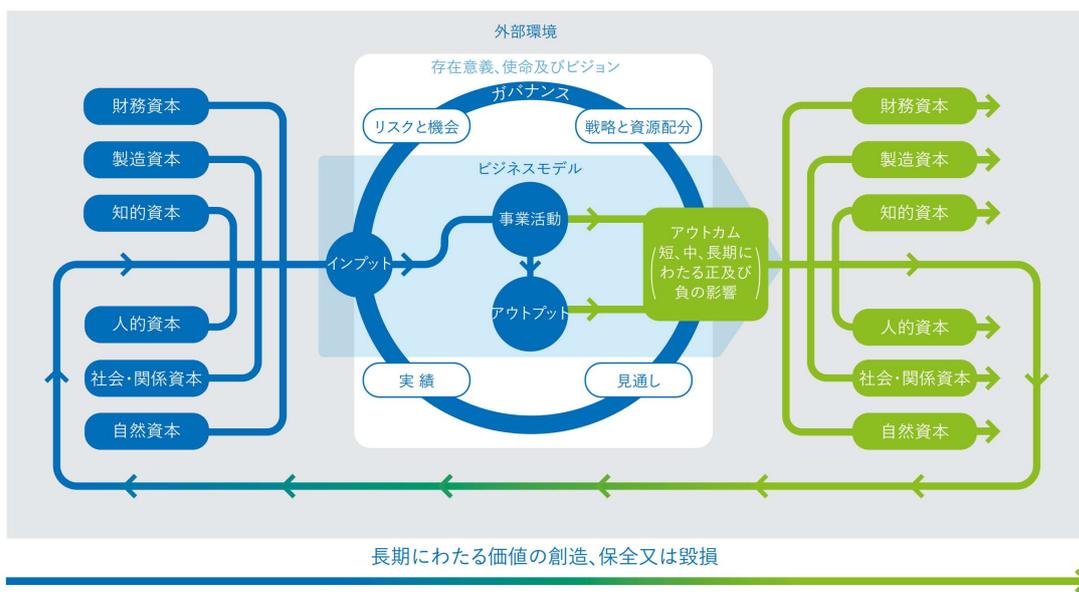
PWの6つの資本の概要

国際統合報告書¹の6つのフレームワークとは？

以下の図は、サステナビリティの開示で世界的に利用されている国際統合方向書のフレームワークである。ここでは企業活動において6つの資本を利用してビジネスモデルでどのような価値がアウトプットやアウトカムとして算出され、それをどのようにガバナンスが関与しているのかを示される。この中で金融資本を除いた5つの資本についてPWについてサステナブルな価値創造の視点で分析を試みる。

¹国際統合報告書(International Integrated Reporting)とは、企業や組織が持続可能な価値創造と統合報告を推進することを目的とした非営利団体国際統合報告評議会(International Integrated Reporting Council, IIRC)が定めた、企業が財務的および非財務的なパフォーマンスを統合的に報告するためのフレームワークです。この報告の目的は、企業の長期的な価値創造をより広範なステークホルダーに対して透明に伝えることです。2022年8月1日、IIRCは、持続可能性に関する会計基準を開発し、企業が持続可能性に関する情報を報告する際に役立つガイドラインを提供する非営利組織、SASB(Sustainability Accounting Standards Board)と合併し、2021年6月にValue Reporting Foundation(VRF)となりました。さらにVRFは、ESG情報の国際的な開示基準を作成するIFRS財団に統合されました。

国際統合報告書の6つの資本のフレームワーク



[出所]国際統合報告<IR>フレームワーク

高品質な水の 提供に関する 知的資本

知的資本

非地下水脈からくみ上げた原水を、厳格な品質管理規定に従って非加熱処理している。このノウハウは、高品質の飲料水を提供するために不可欠であり、競合他社との差別化要因となっている。今後10年では、さらなる水質改善と効率化の研究に投資し、さらに高度な技術やプロセスの開発が期待される。知的資本としての価値は増加するだろう。他にも多くの特許を保有しており、商品の改良や開発に積極的に取り組んでいる。水が漏れにくい仕組み、商品の安全性や軽量化に対する開発も行われている。

本レポートは、ジェイ・フエニクス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

水源、工場、物流
を軸とした
産業資本

地方創生を
重んじている

全ての従業員に
活躍の機会

自然資本が
最重要な資本

産業資本

PWの産業資本は水源、工場、物流である。国内に8つの工場を保有し、2024年3月には250万ユーザー分の出荷が可能な体制が整う。またエリアでの定期配送十分な物量により配送を効率化した結果、自社物流率は49%となった。これにより輸送費を大幅に削減している。今後も自社物流は大きな産業資本となる。

社会資本

富士吉田市に本店登記をする等、ユーザーが増えれば増えるほど営利を還元し、地方創生に貢献できる仕組みづくりを行っている。

また水の保全を通じて地域の労働力確保にも尽力している。『キャリアパスポート』を活用した教育の一環として、「天然水や自然の大切さ」を学べる授業を実施。熊本の地下水を守るため、一年中水を溜める農法によってお米を栽培する“地下水を守るん田”活動を支援している。

人的資本

従業員のモチベーション向上と組織の活性化を図ることを目的として、半年に一度キャリア面談によるキャリアアップの機会を設けている。平均的には6～7年で管理職となるが、実力があれば3年で管理職になるケースもある。また次世代幹部育成制度「NEXT」では、若手従業員が経営幹部主体の営業会議やマネジメント研修等に参加することができる。加えて、産前産後休業や育児休業・育児休業給付、育児休業中の社会保険料免除の他、制度の周知や情報提供を行っている。妊娠中や育児休業からの復職時に、営業職から内勤への異動実績が多数あり、女性が働きやすい環境づくりに努めている。

自然資本

PWの自然資本へ考え方は、水資源の保全、プラスチック資源循環型モデルの実現、カーボンニュートラルへの貢献からなる環境3つの柱である。

水資源の保全に関しては計画的に地下水を採取することや地域社会と連携した涵養活動を行っている。西桂工場のある山梨県の西桂地区では地域の水資源育成に向け、健全な森を作る間伐等の整備を行っている。プラスチック資源循環型モデルの実現に関しては分別リサイクルを徹底して行っている。ペットボトルの構造を変更し、2015年以降、従来より20%軽量化、さらに2030年までに現重量から15%削減を目指している。カーボンニュートラルへの貢献に関しては再生可能エネルギーの使用や省エネの推進を行っている。具体的にはカーボンニュートラル工場の実現を目指し、準備を進めている。

知的資本の
価値創造への貢献

高品質の水の提供に関する知的資本

競合他社に対して品質の優位性

PWの事業の根幹をなす高品質な水の生産についての知的資本は、競合他社に対して性能的優位性を担保する非常に重要な資産である。

競合他社に対して品質の優位性

概要

地下水脈からくみ上げた原水を、厳格な品質管理規定に従って非加熱処理している。このノウハウは、高品質の飲料水を提供するために不可欠であり、競合他社との差別化要因となっている。今後10年では、さらなる水質改善と効率化の研究に投資し、さらに高度な技術やプロセスの開発が期待される。知的資本としての価値は増加するだろう。他にも多くの特許を保有しており、商品の改良や開発に積極的に取り組んでいる。水が漏れにくい仕組み、商品の安全性や軽量化に対する開発も行われている。

サステナビリティ・株主価値へのインパクト

株主価値の要素		現状	今後
売上高		非加熱処理の水は安全管理が難しいため提供している競合は少ない。商品安全性を担保するノウハウは顧客への大きな提供価値となる。	美味しさの追求、カーボンニュートラルの追求、利便性の追求による知的資本の継続的な向上は、競合他社への優位性担保の一番の鍵となる。
ROIC ①÷②	①NOPAT マージン	非加熱処理についての知見を含めることでコストを下げることができれば営業利益の向上につながる。	水処理にかかるコストはいずれ理論値に近づくため、それ以降営業利益の拡大を担うのは後述の輸送費等になる。
	②投下資本 売上高比率	非加熱処理に関する知見は創業以来着実に積み上げられており、この研究に対する投下資本は今後縮小して行くと考えられる。	大規模な研究や設備導入等によって投下資本が大きくなる可能性はある。
サステナビリティ WACC ¹	経済開発	このノウハウは、高品質の飲料水を提供するために不可欠であり、競合他社との差別化要因となっている。また、最終消費者への、訴求力が上昇し、安定的な持続的な売上成長に寄与する。	水不足が懸念される海外諸国において、PWが培った安全な水への知的資本は有意義であり、市場拡大の可能性はある。
	社会開発	このノウハウによりPWが開発した水源は、持続的に事業運営が可能となり、結果として、地方に安定的な雇用創出、自治体に対しては、安定的な税収入をもたらす。	地方創生は将来的な人員の確保にもつながる。
	自然保護	このノウハウは、限りある水資源を有効活用して行く上で重要なものである。	自然保護によって長期的に水を確保し、他社よりも多くの資源を確保することでより高い収益性と安定性を得ることができる。

注1：サステナビリティへの貢献は、財務安定度、社会貢献度を通じてWACCを引き下げる効果があると考え。

本レポートは、ジェイ・フエックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

産業資本の
価値創造への貢献

水源、工場、物流を軸とした産業資本

生産から提供までのサプライチェーン

ウォーターサーバー事業において安定的な収益を生み出すには、生産から提供までのサプライチェーン構築が産業資本として重要となる。

■ 水源、工場、物流を軸とした産業資本

概要			
PWの産業資本は水源、工場、物流である。国内に8つの工場を保有し、2024年3月には250万ユーザー分の出荷が可能となる。また、エリアでの定期配送十分な物量により配送を効率化した結果、自社物流(大手以外のパートナー)率は49%となった。これにより輸送費を大幅に削減している。今後も自社物流は大きな産業資本となる。			
サステナビリティ・株主価値へのインパクト			
株主価値の要素	現状	今後	
売上高	PWの売上を支えているのは水源、工場、物流の3要素である。	更なる水源の開拓に積極的であり、より安定した水の確保が見込まれる。	
ROIC ①÷②	①NOPAT マージン	いかなる地域の顧客においても料金は変わらないため、工場から顧客への物流コストを下げることは営業利益を下げる要因となっている。	適切な比率を維持することで異なる利益拡大が見込まれる。
	②投下資本 売上高比率	増益に伴って工場の新築・改装を重ね、更なる産業資本の拡大を図っている。	事業拡大に伴って更なる工場の新設もあり得る。
サステナビリティ WACC ¹	経済開発	このノウハウは、運送費が高騰する今日においても値上げをせず利益を確保するために不可欠であり、競合他社との差別化要因となっている。	EC大手のAmazonや楽天等の参入に注視すべきである。
	社会開発	この産業資源により各工場、物流の雇用を地方に創出し、自治体に対して安定的な税収入をもたらしている。	地方創生は将来的な人員の確保にもつながる。
	自然保護	カーボンニュートラル工場の実現を目指し、準備を進めている。これにより環境に低負荷な生産が可能となる。また物流の効率化により排ガス排出量も低下する。	これからより厳しくなる環境基準にも対応できる性能がある。

注1：サステナビリティへの貢献は、財務安定度、社会貢献度を通じてWACCを引き下げる効果があると考えます。

社会資本の 価値創造への貢献

地方創生への関与

工場をもたらす地域への貢献

PWの事業を支える水源、工場をもたらす地域への貢献が社会資本として蓄積され、長期的に利益をもたらすものである。

工場をもたらす地域への貢献

概要

富士吉田市に本店登記をする等、ユーザーが増えれば増えるほど営利を還元し、地方創生に貢献できる仕組みづくりを行っている。

また、水の保全を通じて地域の労働力確保にも尽力している。『キャリアパスポート』を活用した教育の一環として、「天然水や自然の大切さ」を学べる授業を実施。熊本の地下水を守るため、一年中水を溜める農法によってお米を栽培する“地下水を守るん田”活動を支援している。

サステナビリティ・株主価値へのインパクト

株主価値の要素		現状	今後
売上高		水の保全活動による企業イメージアップは、SDGsへの意識が向上してきた現代において大きな消費者への訴求力を持つ。	取り組みとしてさらに認知されるような広報活動が求められる。
ROIC ①÷②	①NOPAT マージン	水の保全という社会貢献価値を消費者が認めることは、商品価値の向上につながる。	人材育成は将来的な従業員確保への投資となり得る。
	②投下資本 売上高比率	現状、投下資本に対してパフォーマンスの高い宣伝効果がある。	今後取り組みを広げるための広告宣伝費が大きくなる可能性あり。
サステイナ ビリティ WACC ¹	経済開発	水資源教育は消費者のSDGsへの理解を深める点で経済貢献価値が高い。	子供への水資源教育は今後長期的なユーザー獲得に有利に働くと考えられる。
	社会開発	災害発生時に必要に応じた飲料水を提供することを目的に、山梨県富士吉田市・岐阜県北方町・兵庫県朝来市と「災害時における飲料水の供給に関する協定」を締結している。災害時に飲料水の無償提供を行う。実際2024年1月の能登半島地震においても、飲料水と非常用キットを寄付した。	各工場、物流の雇用を地方に創出し、自治体に対して安定的な税収入をもたらしている。
	自然保護	水資源を保全するノウハウを広めることで、自然保護の普及を目指している。	将来的な水資源確保に有利に働く。

注1：サステナビリティへの貢献は、財務安定度、社会貢献度を通じてWACCを引き下げる効果があると考えます。

人的資本の 価値創造への貢献

人的資本

全ての従業員に活躍の機会と教育

「いい人営業」戦略を進めるための基盤が構築されている。

■ 全ての従業員に活躍の機会と教育

概要			
<p>従業員のモチベーション向上と組織の活性化を図ることを目的として、半年に一度キャリア面談によるキャリアアップの機会を設けている。平均的には6～7年で管理職となるが、実力があれば3年で管理職になるケースもある。また次世代幹部育成制度「NEXT」では、若手従業員が経営幹部主体の営業会議やマネジメント研修等に参加することができる。加えて、産前産後休業や育児休業・育児休業給付、育児休業中の社会保険料免除の他、制度の周知や情報提供を行っている。妊娠中や育児休業からの復職時に、営業職から内勤への異動実績が多数あり、女性が働きやすい環境づくりに努めている。</p>			
サステナビリティ・株主価値へのインパクト			
株主価値の要素	現状	今後	
売上高	本事業は全国に点在する営業員の活躍によって支えられるものであり、こうした従業員のモチベーション向上が売上高に結びついている。	若手従業員への「いい人営業」戦略に基づく、人材育成、営業力教育は売上の長期的な成長を支え、持続的な会社経営につながる。	
ROIC ①÷②	①NOPAT マージン	社内教育体制を構築することで、新人研修の期間を短縮し、いち早く売上を生むことができ、利益の拡大につながる。	人員育成のノウハウは長期的な利益をもたらすと考えられる。
	②投下資本 売上高比率	従業員の離職率を下げることは新規採用コストの低下にもつながり、投下資本を抑制することができる。	人材教育に関わるコストがこれから急激に増えることは考えにくい。
サステイナ ビリティ WACC ¹	経済開発	モチベーションアップと組織活性化、キャリアアップ機会の提供により価値ある人材が増えることは、経済開発の一環ともとれる。	営業に関わるノウハウは今後水事業以外の新分野展開があったとしても活用できるものである。
	社会開発	キャリアアップ、ワークライフバランスへの配慮は社会貢献生が高い。	従業員の会社に対する評価が上がると、就職先として人気となるため、よりいい人材を採用できる好循環が生まれる。
	自然保護	自然保護に意識の高い従業員の育成	同左

注1：サステナビリティへの貢献は、財務安定度、社会貢献度を通じてWACCを引き下げる効果があると考えられる。

自然資本の
価値創造への貢献

最重要な資本

自然資本が最重要な資本

非常に網羅的に経営の中に自然資本が重要な要素として取り込まれている。

■ 自然資本が最重要な資本

概要			
<p>PWの自然資本へ考え方は、水資源の保全、プラスチック資源循環型モデルの実現、カーボンニュートラルへの貢献からなる環境3つの柱である。</p> <p>水資源の保全に関しては計画的に地下水を採取することや地域社会と連携した涵養活動等を行っている。西桂工場のある山梨県の西桂地区では地域の水資源育成に向け、健全な森を作る間伐等の整備を行っている。プラスチック資源循環型モデルの実現に関しては分別リサイクルを徹底して行っている。ペットボトルの構造を変更し、2015年以降、従来より20%軽量化、さらに2030年までに現重量から15%削減を目指している。カーボンニュートラルへの貢献に関しては再生可能エネルギーの使用や省エネの推進を行っている。具体的にはカーボンニュートラル工場の実現を目指し、準備を進めている。</p>			
サステナビリティ・株主価値へのインパクト			
株主価値の要素	現状	今後	
売上高	PWの事業は、他業界に比べて一層自然資源への貢献度を問われるものであり、これに最も力を入れている。企業イメージと売上高に直結するものである。	今後は海外支援等も注力し、さらに領域を広げる可能性が高い。	
ROIC ①÷②	①NOPAT マージン	プラスチック軽量化の研究は、本事業の必須コストであるペットボトルの原価を下げるものであり営業利益向上に寄与する。	2030年に15%の減量化が期待され、さらなる環境価値の向上が見込まれる。
	②投下資本 売上高比率	カーボンニュートラル工場の建設等、効果的な設備投資を進めている。	省エネ基準の変更によっては、さらなる設備投資が必要となる可能性もある。
サステイナ ビリティ WACC ¹	経済開発	プラスチック循環モデルの開発はウォーターサーバー事業だけではなく多くの業態に貢献度が高い取り組みである。	プラスチック循環モデルについては、それを専門とする企業や研究機関との共同開発があるとなお良いと考えられる。
	社会開発	水資源の保全について認知を広げることは、消費者の水道無駄遣いを減らしようという観点で社会貢献性が高い。	水資源についての認知が社会的に広まれば、自然保護の付加価値を求めてPWの商品に興味を持つ顧客も増え、好循環が生まれる。
	自然保護	2023年7月には脱炭素社会を推進するプラットフォーム「Earth hacks」(博報堂「ミライの事業室」、三井物産)が提供する「デカボスコア」をウォーターサーバー業界で初めて獲得した。	今後も更なる研究により自然保護への貢献が期待できる。

注1：サステナビリティへの貢献は、財務安定度、社会貢献度を通じてWACCを引き下げる効果があると考えます。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

7. 2024年3月期第3四半期 決算概要

損益概要

コロナ収束は
安心材料だが
資源価格
のインフレ等が
リスク

資産の安定性は
変わらず

営業活動強化によ
る資金獲得拡大
も、
資金残高はわずか

損益概要

全社業績

業績の背景

第3四半期の連結累計期間において、わが国経済は新型コロナウイルス感染症の5類移行による人流の増加などから回復の兆しを見せている。しかし、緊迫した世界情勢や金融資本市場の変動リスク、資源価格や原材料価格の高騰によるインフレ圧力といった要因で先行きは不透明な状況が続いている。このような状況の中、在宅時間の長期化や内食需要の高まりが続き、生活必需品を中心とした個人消費は好調を維持している。特に、当社グループは「冷温水が簡単に利用できる」「日本の良質な天然水が定期的に自宅まで配達される」といった利便性や安全性を前面に打ち出し、宅配水（ウォーターサーバー）への認知度の向上に貢献してきた。これにより、当社グループの事業環境には好影響が見られ、宅配水業界全体も需要の増加と異業種からの参入が見られるなど、活況を呈している。当社グループは業界最大手として市場拡大を引き続き牽引していくとともに、安心・安全で高品質な飲料水の安定供給に努め、環境保全と利益創出の同時実現をビジョンとして掲げ、SDGs達成に向けた取り組みを拡大している。

資産の状況

資産は、前連結会計年度末に比べて5,997百万円増加し、92,870百万円となった。この増加は、主に営業債権及びその他の債権、有形固定資産の増加によるものである。

負債は、前連結会計年度末から5,072百万円増加し、72,305百万円となった。この増加は、営業債務及びその他の債務、非流動負債の有利子負債が増加したことに起因する。

資本は、前連結会計年度末から924百万円増加し、20,565百万円となった。これは、利益剰余金、その他の包括利益累計額の増加が主な要因である。

キャッシュフロー

現金及び現金同等物の残高は、25,457百万円と前連結会計年度末（25,737百万円）に比べて280百万円の減少となった。特に大きく影響した営業活動によるキャッシュフローは15,679百万円（前第3四半期連結累計期間は10,136百万円の獲得）であった。

順調なペースで
伸びている

物流効率化
に伴い増益

増益

業績見直しによる
前向きな修正

売上収益

第3四半期における売上高は62,016百万円であり、前年同期の57,526百万円に比べ7.8%の増加となった。

損益

第3四半期における営業利益は7,249百万円であり、前年同期の6,067百万円に比べ19.5%の増加となった。物流等の効率化等の取組みによって増益となった。

親会社の所有者に帰属する当期利益

第3四半期における当期利益は3,760百万円であり、前年同期の3,522百万円に比べ6.8%の増加となった。

今後の見通し

当社は、最近の業績動向を踏まえ、2024年2月8日の取締役会にて、2023年5月11日に公表した2024年3月期の通期業績予想を修正することを決議した。修正後の予想では、売上収益を80,000百万円（前回発表から2,000百万円減少）、営業利益は9,000百万円（800百万円増加）、親会社の所有者に帰属する当期利益は5,000百万円（200百万円増加）とした。この修正は、連結子会社であったエフエルシープレミアム社を連結範囲から除外したことに伴うもので、同社が手掛けていた携帯端末関連事業の影響を精査した結果、売上収益予想が下方修正された。しかし、主力事業である宅配水事業は堅調で、過去最高の売上を達成する見込みである。また、エフエルシープレミアム社の株式譲渡による利益の計上が、営業利益及び当期利益の増加見込みに寄与している。

巻末資料1.JPRのレポートを初めて見る方のために

GCC経営™ 分析の概要

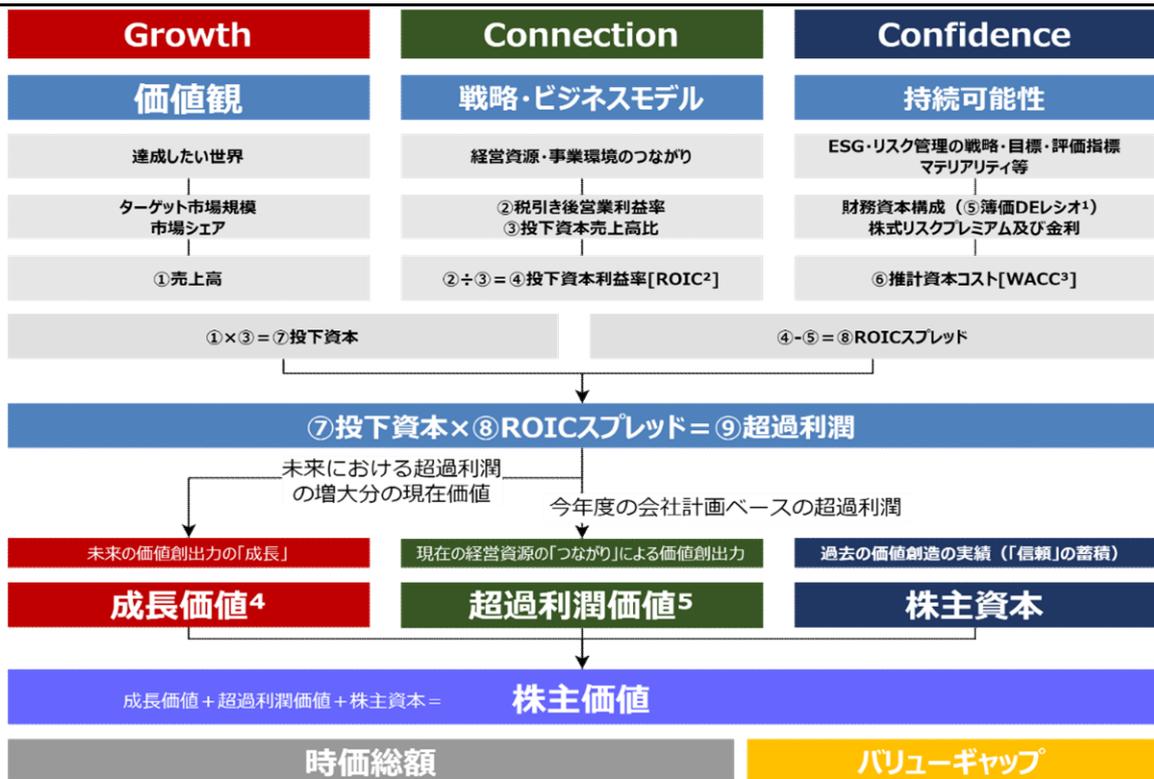
理論的な株主価値
と時価総額の
バリューギャップを
可視化

Growth・Connection・Confidenceの3要素で分析

定性ストーリーを株主価値に直結させるフレームワーク

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下「JPR」)が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection(人・事業のつながりの改善 = 資本の利益率向上)、Confidence(信頼向上 = 事業リスク低下)の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。以下がその全体像を示した図である。定性的な未来ストーリーを財務指標に結びつけ、最終的にそれらを統合し株主価値を推計する。超過利潤法(「巻末資料2.」参照)により、最終的な理論的株主価値を推計し、時価総額と比較してバリューギャップを可視化する。

GCC経営™分析のフレームワーク



[出所：JPR] [注]1. 簿価DELシオ：有利負債と株主資本の割合。2. ROIC：Return on Invested Capital、投下資本利益率、JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。3. WACC: Weighted Cost of Capital、加重平均資本コスト、JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。4. 成長価値 = X年までの超過利潤増分の永久価値の累積現在価値、永久価値は、超過利潤の増分÷WACCで算出。その金額の現在価値をWACCで割り引いて算出。成長シナリオが想定するX年までの未来累積値。5. 超過利潤価値 = 今期会社計画に基づく超過利潤の永久価値。今期会社計画、及び期首投下資本から算出した超過利潤をWACCで割って試算。

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

GCC経営™ の評価体系

価値創造プロセスの Growth・ Connection入 トリーの実現可能 性を3つの視点で評 価

GrowthとConnectionの評価

定性ストーリーの実現可能性を3つの視点で評価

JPRでは、GCC分析による価値創造プロセスにどの程度の実現可能性があるのか、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の3つの視点で評価する。「概念デザイン」は「価値創造プロセスの概念を構想すること」、「実装デザイン」は「価値創造プロセスの概念を実現するために必要な経営資源を体系化して実践する仕組みを作り、運用すること」と定義する。「概念デザイン」が「実装デザイン」されて初めて価値創造が「実績」となる。JPRとしては、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」に関して評価を主観的におこない、それを90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
「概念デザイン」	概念デザインが、非常にロジカルに体系化されている	概念デザインが、おおそロジカルに体系化されている	概念デザインが、半分程度は体系化されている	概念デザインが、一定程度体系化されている	概念デザインが、ほとんど体系化されていない
「実装デザイン」	概念デザインが、ほぼ実装されている	概念デザインが、おおそ実装されている	概念デザインが、半分程度実装されている	概念デザインが、一定程度実装されている	概念デザインが、わずかだが実装されている
「実績」	ターゲットの成果が、ほぼ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、おおそ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、半分程度概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、一定程度、デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、概念デザインの意図通りにわずかだが実績として観察される

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

Confidenceの評価

財務安定性と社会貢献性について評価

価値創造プロセスの信頼性を

JPRでは、GCC分析におけるConfidenceを、「財務安定性」と「社会貢献性」に2分して評価する。「財務安定性」については、収益構造に基づく現在から将来にかけての収益安定性と、現状の財務状況により評価する。「社会貢献性」については、ESG経営の推進状況や、SDGsを含む社会課題解決への貢献性を評価する。このそれぞれについて、90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
財務安定性 価値創造プロセスの実績が十分であり、模倣困難な他社との差別化された価値創造力と、ストック化等による、景気変動や季節変動等の変動リスクが少なく、資本負債構成が最適化されているという視点で、5段階で評価。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる
社会貢献性 取り組んでいる社会課題が一般的に社会から重要でかつ課題解決の道筋が見えず、概念さえも新たに作る必要があるような難易度の高い課題に取り組んでおり、またその実行のために最適なガバナンス構造を体系的に作り上げている。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

10年成長シナリオ分析によるバリューギャップの可視化

年度別の株主価値の増大分と時価総額の比較

未来ストーリーに基づく10年成長シナリオが生み出す潜在的な株主価値の増大分を年度ごとに可視化し、時価総額を比較する。これによって未来ストーリーの何年分が時価総額に反映されているのかを可視化する。10年の未来ストーリーの達成可能性に対する期待が高まると10年分の株主価値が時価総額に反映されると考えられる。最大10年の未来ストーリーが反映された株主価値の推計値と時価総額の差がアップサイドポテンシャルの推計値となる。未来ストーリーの達成可能性に対する投資家の期待が、足元の具体的な実績により高まることで、そのバリューギャップの実現可能性が高まる。

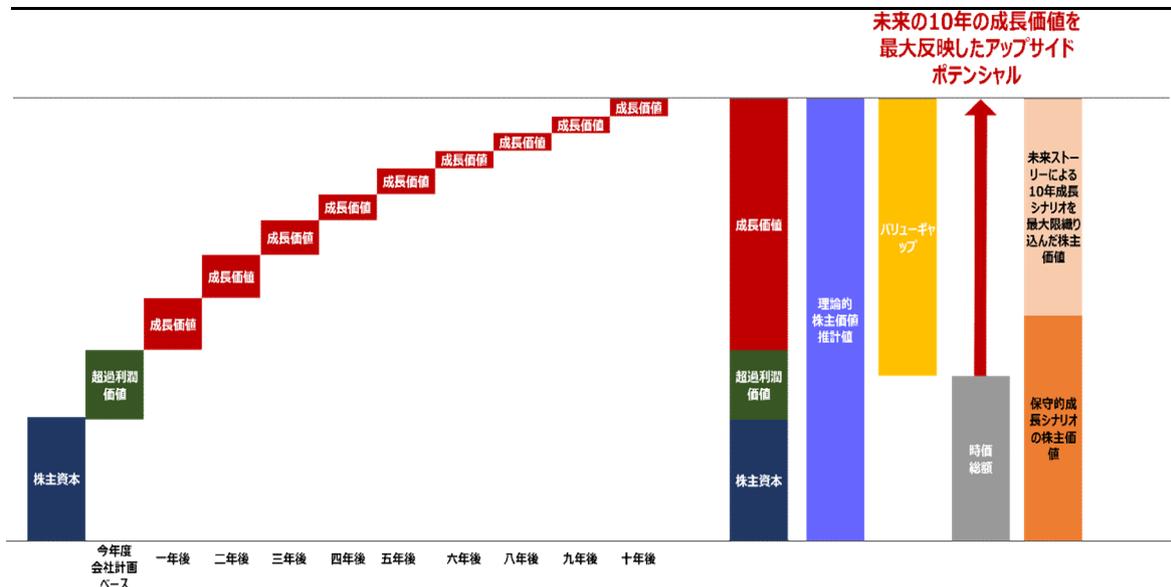
何年分の未来ストーリーが時価総額に反映されているかを可視化

多様なシナリオ分析の可視化

保守的成長シナリオと未来ストーリーにおける変化を反映したシナリオ

この分析は、会社の戦略が大きく変化するときには有用である。以下の図で示したように保守的シナリオによる成長可能性、変革による成長可能性を分けて可視化することも可能となる。変化を織り込まない場合の株主価値は保守的な金額を示す。

バリューギャップの可視化



本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

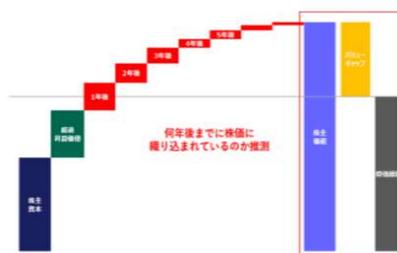
巻末資料2. 超過利潤の説明

超過利潤による 企業価値評価

超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入する等、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、低くれば割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本 = 投下資本 + 非事業資産 - 有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

超過利潤による企業価値分解



[出所] JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長して行く場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法(DCF法)と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算している。

超過利潤 = 税引き後営業利益(NOPAT) - 投下資本 × 加重平均資本コスト
 税引き後営業利益(Net Operating Profit After Tax: NOPAT) = 営業利益 × (1 - 実効税率)
 投下資本 = 総資産 - 非事業資産価値 - (余剰資金の合計 + 有利子負債以外の流動負債の金額)
 非事業資産価値 = 繰り延べヘッジ損益 + 土地再評価額金 + 為替調整勘定
 余剰資金の合計 = 売上高の月商1.5カ月を超える現預金 + 短期有価証券 + 投資有価証券
 加重平均資本コスト = 税引き後有利子負債利率 × (D / (E + D)) + 株主資本コスト × (E / (D + E)) 株主資本コスト = 国債利回り + リスクプレミアム × β
 β = TOPIXと対象企業株価の5年間の日次リターンの一重回帰式の傾き
 E = 計算時点での時価総額
 D = 計算時点での直近決算の短期有利子負債 + 固定負債 + 少数株持ち分
 リスクプレミアムは全上場企業時価総額上位5%は5%、下位25%は9%として傾斜配分

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン(以下、発行者)が、「ANALYST NET」のブランド名(登録商標)で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。