

宅配水業界トップ

投資判断 (12/6)

# プレミアムウォーターホールディングス (2588・東証2部)

新規 Overweight

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
1,739円 (19/12/6)	100株	477.6億円 (19/12/6)	2,380円 (19/8/5)	1,271円 (19/1/4)	78.3倍 (19/12/6)

## 中期経営計画は保守的

### ■工場稼働率の向上や物流網構築で利益率改善

20年3月期第2四半期累計(19年4~9月)の連結決算(IFRS)は、売上高が21,992百万円(前年同期比20.7%増)、営業利益が772百万円(同34.1%増)だった。同社は水の宅配サービスが主力。富士山麓などにある採水地から汲み上げた水をペットボトルに充填し、それを契約者のもとへ配送するため、物流への依存度が高い。近年は国を挙げての働き方改革の推進などを背景に物流費が上昇傾向にあり、同社の利益押し下げ要因になっていた。ただ、ペットボトル製造工場をはじめとする各工場設備の稼働率が向上したことで製造原価の低減を実現。物量の多い地域周辺に倉庫を持つことで物流業者が効率的に配送できるようにするなど、物流網の構築の推進や商品の出荷方法の変更などによる各種費用の削減に努めたことで大幅な増益を確保できた。

20年3月期の連結業績予想は、売上高43,000百万円、営業利益1,200百万円を据え置いた。なお、今期より国際会計基準(IFRS)を任意適用したため前期との比較はないが、前期実績をIFRSに当てはめた数値との比較では、売上高が13.9%増、営業利益が47.4%増となる。

### ■投資先行で設備整い、今後は収益性向上へ

水の宅配は定期配送によるもので、工場の稼働率や物流網の構築のほか、純増数の積み上げが重要となる。一方、水はミネラルの含有量に差はあっても、それだけでは優位性は保ちにくい。同社の強みは日々1,000人も営業員を稼働させた人海戦術だ。もともと同社の前身のひとつ、プレミアムウォーター(エフエルシー)は営業・販売プロモーション力に長けており、こうした戦略が奏功。業界トップの同社は17年度21万件、18年度29万件と順調に新規契約を獲得している。加えて、キャンペーンの実施など各種施策を通じて1契約当たりの継続率向上を図っており、解約率は低位で安定。今後も10万件以上の純増を見込んでいる。



また、これまでは水源確保や工場設備の増強などでコスト先行となったが、すでに3~4年は契約者の増加に対応できる設備を整えており、収益性の向上が予想される。

水ビジネスは国内だけでなく、シンガポールや台湾などの海外にも拡大。世界的にみても日本の水は「安全・安心」というブランド価値があり、今後を着実に伸ばしていく。一方、水以外の収益拡大も目指す。水を定期的に配送しているビジネスモデルを活かし、水以外のインフラにも事業を拡大する計画だ。

会社側の中期経営計画によれば、24年3月期で売上高640億円、営業利益51億円に達する見込みだが、保有契約件数は中期経営計画では毎年10万件前後の伸びとしていることから、足元の純増数が20万件近いことを考えれば保守的な印象だ。

モーニングスターでも、将来的な純増数は現状より緩やかなものになると見込むが、1契約当たりの単価上昇などを見込み、今後5年間の売上高成長率を10%強、稼働率向上や物流網構築などによる利益率の改善により営業利益率は会社計画ベースの9%近くまで向上すると予想。DCF(ディスカウント・キャッシュフロー)法を用いて算出した想定株価レンジは2,000~2,200円。投資判断は新規「Overweight」とする。(宮川 子平)

### 業績動向 (12/6時点)

		売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
18年3月期	実績	27,716	38.9	-1,179	赤拵	-1,559	赤拵	-1,493	赤拵	▲56.8
19年3月期	実績	37,732	36.1	715	黒転	259	黒転	528	黒転	17.4
20年3月期	会社予想	43,000	-	1,200	-	-	-	600	-	22.2
	MS予想	44,500	-	1,240	-	-	-	600	-	22.2
21年3月期	MS予想	53,100	19.3	2,300	85.5	-	-	1,000	66.7	37.0

\* 20年3月期より国際会計基準を任意適用しているため前期との比較はなし

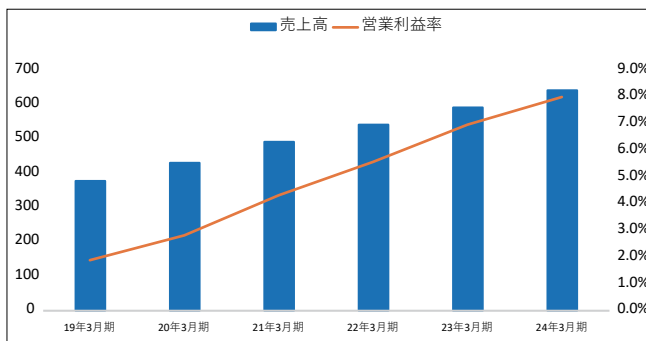
■ 会社概要

ナチュラルミネラルウォーターの製造・販売が主力で、宅配水業界ではシェア1位、ミネラルウォーター市場全体では4位。代理店を含めると1,000人規模の営業マンを抱えており、圧倒的な営業力で契約件数を伸ばしているのが特徴。また、水を入れるペットボトルも自社で製造していることから内製化で余分なコストがかからない利点があるほか、同業他社から委託されたペットボトル製造の収益も発生するため、水以外での差別化を図れるメリットがある。前身は13年にマザーズ（当時）へ上場した非加熱天然水供給量ナンバーワンのウォーターダイレクト。現在のプレミアムウォーター HD社長の萩尾陽平氏の出身で顧客獲得力ナンバーワンのプレミアムウォーター（エフエルシー）を16年に統合。現在の商号に変更し、持株会社体制となった。

■ 事業環境と展望

水は生活必需品で景気に左右されにくい。日本では1980年代に一般家庭向けにミネラルウォーターが発売され、水不足の問題などもあって「水を買う」時代が始まった。宅配水サービスは2000年ごろから広がり、災害時などの断水でも定期的かつ安全な水を手に入れられるとして、東日本大震災の発生時である11年に大きく成長。一般社団法人日本宅配水&サーバー協会によると、宅配水の市場規模は07年の280億円から、19年には1,684億円に拡大する見通し。プレミアムウォーター HDは新規契約者数の獲得で売上を伸ばしているものの、19年3月期実績の売上高は377億円と市場規模をみれば成長の余地は大きい。また、プレミアムウォーター HDによれば、ミネラルウォーター市場の規模は3,000億円となっており、宅配水市場の拡大期待が高まる。

中期経営計画では24年3月期に売上高640億円、営業利益率8%を目指す



出所:会社資料を基にモーニングスター作成

■ 自社工場の生産ラインとウォーターサーバー



75万本の生産能力を有する富士吉田工場



カラーバリエーション豊富でスリムな定番モデルのウォーターサーバー「スリムサーバー III」

出所:会社資料

■ リスク要因

ミネラルウォーターは地中の奥深いところから汲み上げており、土壌汚染などの影響を受けにくい。また、同社は富士山麓や北アルプスなど5カ所に水源を有し、リスクを分散させている。ただ、地層等の大幅な変化などによって水脈の流れが変わる可能性を否定できず、水源が枯渇した場合は水の採取が不可能になる恐れがある。

■ 株主還元 (12/6時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
18年3月期	実績	0円	0円	0円
19年3月期	実績	0円	0円	0円
20年3月期	会社予想	0円	0円	0円

■ 株主優待

- 毎年3月末時点で1単元（100株）以上保有の株主
- ・ナチュラルミネラルウォーター（12L）1セット（2本）※契約者限定
  - ・PREMIUMWATERバックインボックス（10L）1箱
  - ・ドリップコーヒーセット
  - ・本格冷やし中華3種アソートセット
  - ・鰹だし濃口醤油&淡口醤油 化粧箱入り
- 以上の5点から選択
- ※取り扱い商品は毎年変更する可能性がある。

## 競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (12/6時点)

	プレミアムウォーター ホールディングス (2588・東証2部)	ダイオーズ (4653・東証1部)	トーエル (3361・東証1部)	
基本事項	株価	1,739円	1,348円	796円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	173,900円	134,800円	79,600円
	決算月	3月	3月	4月
株価指標	PER(予)	78.3倍	16.3倍	<b>14.3倍</b>
	PBR(実)	70.7倍	1.3倍	<b>1.0倍</b>
	配当利回り(予)	0.0%	1.7%	<b>1.9%</b>
成長性	売上高成長率(予)	<b>13.9%</b>	10.5%	4.4%
	営業利益成長率(予)	<b>47.4%</b>	11.3%	1.4%
	EPS成長率(予)	—	0.2%	<b>▲2.8%</b>
収益性	売上高営業利益率(予)	2.8%	4.9%	<b>6.7%</b>
	自己資本当期純利益率(実)	<b>16.7%</b>	8.5%	7.4%
	総資産経常利益率(実)	1.0%	<b>8.4%</b>	7.1%
	自己資本比率(実)	11.7%	<b>61.6%</b>	61.4%
財務安定性	デット・エクイティ・レシオ(実)	564.2%	37.6%	<b>25.1%</b>
	流動比率(実)	115.1%	<b>182.4%</b>	173.8%

※プレミアムウォーター HD の成長性は前期実績を IFRS に当てはめた数値との比較  
比較企業は、水ビジネスを展開し、売上高の規模が近いダイオーズ（4653）、トーエル（3361）を選定した。

## ■ 成長性

20年3月期業績をIFRSに当てはめた数値との比較では、売上高13.9%増、営業利益47.4%増と大幅な増収増益を予想する。契約者数の順調な増加で工場の稼働率が向上し、利益率が改善する見通し。なお、IFRSでは日本基準よりも繰延税金資産として計上されるものが多く、19年3月期の法人税等調整額が日本基準よりも少ないため最終赤字となり、IFRS同士の比較では今期のEPSは黒字転換となる。比較企業では、ダイオーズが自社物流の拡大で収益改善を図るが、トーエルはウォーター需要の拡大を見込んだ新規投資が収益を圧迫する。

## ■ 収益性

プレミアムウォーターHDは損益分岐点を超えたばかりで、売上高営業利益率は2.8%と、他社比較では決して高い水準ではないが、前期実績の1.9%（IFRS基準では2.2%）からは改善が見込まれている。また、先行投資を優先させたことで18年3月期までは赤字を計上していたが、19年3月期は3期ぶりに黒字転換しており、自己資本利益率（ROE）は16.7%（前期はマイナス74.1%）、総資産経常利益率（ROA）は1.0%（同マイナス7.5%）と、いずれも18年3月期から改善した。

## ■ 財務安定性

19年3月期の自己資本比率は11.7%（前期は11.7%）と高い水準ではない。また、デット・エクイティ・レシオが564.2%（前期は608.4%）と、有利子負債への依存度が高い状態にある点には留意したい。ただ、19年3月期は営業黒字化し、今後は業績の拡大が見込まれることから、財務面での改善に期待ができる。流動比率は目安となる100%を上回っており、目先の財務不安は乏しい。

モーニングスター株式会社  
株式分析部 アナリスト 宮川 子平  
03-6229-0810 smiyagawa@morningstar.co.jp

# モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートの読み方

## 特徴

### (1) 第三者機関として中立的な立場を重視

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートは、モーニングスターが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。モーニングスターがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

### (2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

#### 【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

### (3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、モーニングスターの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

#### Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

#### Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%～+15%にとどまると予測される場合

#### Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上下回ると予測される場合

モーニングスターでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

### (4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

## 項目説明

### ■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2～4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

### ■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびモーニングスターの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

### ■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

### ■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

### ■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

### ■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

### ■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

### ■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債/自己資本×100）、流動比率（＝流動資産/流動負債×100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。