

# ホリスティック企業レポート

## ウォーターダイレクト

### 2588 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2013年12月13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20131210

# ウォーターダイレクト(2588 東証マザーズ)

発行日:2013/12/13

**14年3月期上期は大幅な増収増益なるが、期初予想には届かず  
新規会員獲得が想定を下回ったことなどが主因で通期予想も減額修正**

## > 要旨

アナリスト:柴田 郁夫  
+81 (0)3-6858-3216  
ishibata@stock-r.org

### ◆ 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月期上期決算は同社予想を下回る

- ・14/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高4,283百万円(前年同期31.5%増)、営業利益140百万円(同354.2%増)と大幅な増収増益となった。ただし、期初会社予想に対する達成率では、売上高が93.8%、営業利益が56.0%であった。
- ・会員数の拡大が増収に寄与したものの、自社ブランドでの新規会員獲得や夏場の追加注文が想定を下回ったためである。

### ◆ 証券リサーチセンターは14年3月期予想を減額修正

- ・14/3期の通期予想について、同社は売上高は9,000百万円(前期比25.1%増)、営業利益500百万円(同12.1%増)を見込み、期初の見直しを減額修正した。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)も、前回レポート(13年9月発行)の通期予想を減額修正し、修正後の会社予想と同水準に見直した。

### ◆ 中期業績見直し

- ・当センターでは、前回レポートの中期業績見直しも減額修正した。修正後の14/3期を起点として全体的な水準を引き下げたものの、15/3期以降の成長性に対する見方に大きな変更はない。
- ・国内市場の未開拓エリアへのデモ販拡大とOEMの受注が同社成長のカギを握ると考えられるが、ブランド認知を高めてきた競合商品に対して、いかに対抗策を打ち出すかも新たな課題である。

#### 【主要指標】

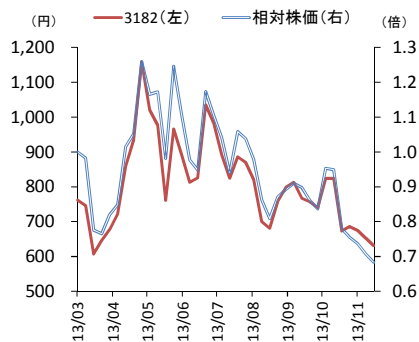
	2013/12/6
株価(円)	631
発行済株式数(株)	6,910,500
時価総額(百万円)	4,361

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	10.6	16.2	10.9
PBR(倍)	3.1	2.6	2.1
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(%)	-23.8	-9.9	-
対TOPIX(%)	-26.4	-19.3	-

#### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2013/3/22

#### 【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	5,471	-	277	-	239	-	247	-	41.4	121.1	0.0
2013/3	7,194	31.5	446	60.9	387	62.1	358	45.3	59.7	204.9	0.0
2014/3 CE	9,000	25.1	500	12.1	450	16.0	270	-24.8	39.1	-	0.0
2014/3 E	9,000	25.1	500	12.1	450	16.0	270	-24.8	39.1	241.7	0.0
2015/3 E	11,200	24.4	750	50.0	700	55.6	400	48.1	57.9	299.6	0.0
2016/3 E	13,700	22.3	1,100	46.7	1,050	50.0	600	50.0	86.8	386.4	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

#### アップデート・レポート

2/13

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ず、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、現在の会員数は約17.8万人(OEM供給先の顧客を含めると約23.2万人)となっている(13/9末現在)。

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約84%を占めている。

【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1,785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)である
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売上等

(出所) 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

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つ有する。今年8月には生産ラインを拡張し、生産能力をこれまでの月間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。非連結子会社として、水源を管理する富士ウォーター(株)の1社が存在している。また、12年7月から台湾支店にて販売活動を開始した。

◆ 汲み立ての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1,785円(税込)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)。

注) 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。

#### ◆ 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

同社は、創業当初から製造と販売が一体となった SPA 型<sup>注</sup>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。

#### 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

(ア) 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2~3:1)ところに特徴がある。同社は、富士吉田工場に所在する水源(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ルング、梱包まで一括生産している。

(イ) 配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。食品分野を中心に製品の技術的水準を審査するモンドセレクションにおいて3年連続で金賞を受賞していることも同社製品の品質の高さを示していると言えよう。

#### 2. 強力な販路を活用したデモンストレーション販売

(ア) 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つに分けられるが、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7~8割を占めている(13/3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、年間約16,300回のデモ販を実施している(13/3期実績)。

(イ) 同社は、首都圏、名古屋、大阪が中心であったデモ販を中国、四国、東北、九州地域に拡大する計画であり、13年7

月には広島と福岡に、同年 8 月には仙台に事務所を開設した。

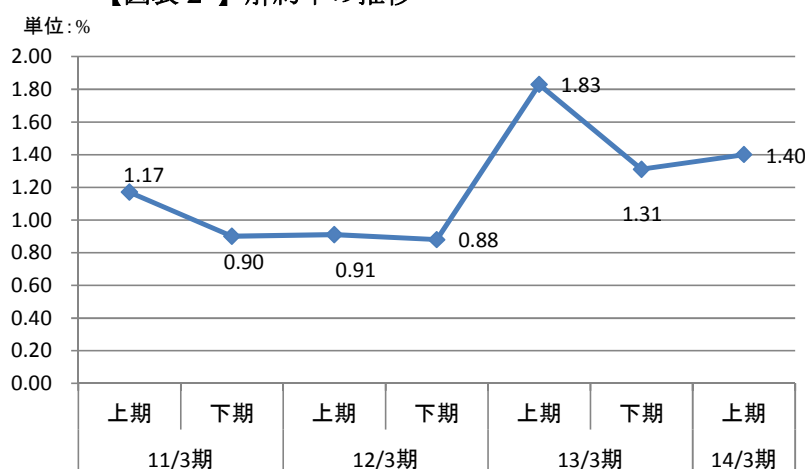
3. 自社開発したオリジナル商品（ボトル、サーバー）で差別化
  - (ア) 同社の差別化要因の 1 つとして、顧客の利便性を重視して自社開発したペットボトルとウォーターサーバーが挙げられる。同社のペットボトルの特徴は、蛇腹形状にして伸縮自在な機能性をもたせることにより、顧客が簡単に廃棄しやすく、ボトルの回収が不要なワンウェイ方式（使い切り型）を可能としている点である。ワンウェイ方式は、顧客にとって空ボトルの保管や回収のために在宅する不便をなくし、加えて衛生面の不安を解消するなどのメリットをもたらす他、リサイクルも容易にしている。一方、同社にとっても、回収の手間が省けることや空ボトルの洗浄が不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。
  - (イ) 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中国メーカー1社に生産を委託しているが、ペットボトルは生産ラインの拡張にあわせ、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
  - (ア) 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高い歩留まりを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収益性が向上する。

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 13,125 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、前述した通り、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%と低い水準で推移している（図表2）。

【図表2】解約率の推移



(出所) ウォーターダイレクト決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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、販促費などの販管費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型の経営を基本としているため、顧客接点のないOEMの比率に関しても全体の約3割を上限と定めている。

> 決算概要

◆ 14年3月期上期決算は会社予想を下回る

14/3 期第2 四半期累計（以下、上期）決算は、売上高4,283 百万円（前年同期比31.5%増）、営業利益140 百万円（同354.2%増）、経常利益

102 百万円 (前年同期は 4 百万円の黒字)、四半期純利益 64 百万円 (同 2 百万円の黒字) と大幅な増収増益となった。ただし、期初会社予想との対比では、売上高が 6.2% 下回るとともに、営業利益も 44.0% 下回る結果となった。

【図表 3】 14/3 期上期決算概要

(単位:百万円)	13/3 期上期 (実績)		14/3 期上期 (実績)		前年同期比	14/3 期上期 (会社予想)		会社予想 達成率
		構成比		構成比			構成比	
売上高	3,258		4,283		31.5%	4,565		93.8%
売上原価	-	-	1,020	23.8%	-	-	-	-
売上総利益	-	-	3,263	76.2%	-	-	-	-
販管費	-	-	3,122	72.9%	-	-	-	-
営業利益	30	0.9%	140	3.3%	354.2%	250	5.5%	56.0%
経常利益	4	0.1%	102	2.4%	-	227	5.0%	45.5%
純利益	2	0.1%	64	1.5%	-	147	3.2%	43.5%

会員数(自社ブランド)		13/3 期上期	14/3 期上期
新規登録者数(万人)		3.4	3.0
期末登録者数(万人)		15.5	17.8

総会員数(OEM含む)		13/3 期上期	14/3 期上期
期末登録者数(万人)		17.3	23.2

(出所) ウォーターダイレクト決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

売上高の内訳の開示はないが、製品売上高 (ミネラルウォーター)、商品売上高 (ウォーターサーバー)、その他売上高が、それぞれ伸長したようである。特に、13/9 末の自社ブランド会員数が約 17.8 万人に増加 (12/9 末比 2.3 万人増、13/3 末比 1.3 万人増) したことにより、製品売上高が伸長するとともに、増収効果による固定費負担吸収等が増益要因となった。また、商品売上高については、業績貢献としては小さいものの、アマダナ社 (家電メーカー) と共同開発した有料サーバーが着実に販売台数を伸ばしたことが想定を上回る増収に寄与した模様である。

一方、期初会社予想を達成できなかったのは、新規会員獲得が想定を若干下回ったことや、夏場の暑い時期に見込んでいた追加注文が想定を下回ったことなどから会員 1 人当たりの利用本数が減少したことが主因である。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。また、無償サーバーについても、この 3 年間、デザイン性や機能性の見直しなど新しい商品を投入してこなかったことも影響していると見られる。

> 業績見通し

◆ 同社は14年3月期通期予想を減額修正

14/3期について、同社は14/3期上期の実績を踏まえて、売上高9,000百万円(前期比25.1%増)、営業利益500百万円(12.1%増)、経常利益450百万円(16.0%増)、純利益270百万円(同24.8%減)を見込み、期初予想を減額修正した。純利益の減益見込みは、創業時の繰越損失が解消することによる法人税率の正常化で税負担が増加するためである。

【図表4】14/3期の通期予想

(単位:百万円)	13/3期(実績)		14/3期(会社予想)				前期比	
	金額	構成比	(修正前)		(修正後)		(修正前)	(修正後)
			金額	構成比	金額	構成比		
売上高	7,194		9,386		9,000		30.5%	25.1%
売上原価	1,662	23.1%	-		-		-	-
売上総利益	5,532	76.9%	-		-		-	-
販管費	5,086	70.7%	-		-		-	-
営業利益	446	6.2%	648	6.9%	500	5.6%	45.3%	12.1%
経常利益	387	5.4%	605	6.4%	450	5.0%	56.0%	16.0%
純利益	358	5.0%	370	3.9%	270	3.0%	3.1%	-24.8%

期末会員数(万人)	20.5	24.8	24.8
自社ブランド(万人)	16.5	18.8	18.8
OEM(万人)	4.0	6.0	6.0

(出所) ウォーターダイレクト決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

同社は、OEMを含めた14/3期末の会員数を24.8万人と想定しており、期初予想の前提を変えてはいない。従って、売上高予想を減額修正した内訳は、上期の予算比マイナス分(約285百万円)に加えて、自社ブランドの会員獲得ペースに若干遅れが見られるところを保守的に見積もっているものと見られる。

利益面では、ペットボトルの内製化など原価低減に向けた対策が打たれるものの、売上高の減額修正が販管費率の上昇を招くことで営業利益率は低下する見込みとなっている。同社の場合、利幅の厚い製品を大きな販促費をかけて販売する収益モデルであるため、売上高の約12.7%(13/3期実績)を占める販促費のかけ方しだいで営業利益(率)が大きく左右される。しかし、販促費を抑制することは将来の売上高の伸びを鈍化させる可能性があるため、下期に関しても、販促費に関しては、期初予算通りのコストをかけていく方針のようである。

同社は、下期を来期の更なる成長のための「準備期間」と位置付け、課題として認識された無償サーバーのリニューアルやブランド認知向上へむけた取り組みを進めていく計画である。



無償サーバーに関しては、来期に本格的な新商品の投入を予定しているが、下期においてもカラーバリエーションを取り揃えることで訴求力を取り戻す構えである。また、ブランド認知の向上に関しては、今までのデモ販を中心とした販促に加えて、CM など露出効果が期待できる広告宣伝も活用したブランド戦略への移行も検討する方針である。

#### ◆ 証券リサーチセンターは14年3月期予想を増額修正

当センターも、14/3 期上期の状況（会員1人当たりの利用本数の減少や会員獲得ペースに若干遅れが見られること等）から、前回レポート（13年9月発行）を減額修正し、修正後の会社予想と同水準に見直しを行った。ただし、期末会員数は、会社同様、24.8万人（自社ブランド18.8万人、OEM6.0万人）を想定しており、期初予想の前提を変えていない。

### > 中期見通し

#### ◆ 中期経営計画

同社は中期経営計画を公表していない。当センターでは、14/3 期通期予想の減額修正を踏まえ、前回レポートの中期業績予想も減額修正した。修正後の14/3 期通期予想を起点として全体的な水準を引き下げたが、15/3 期以降の成長性判断に大きな変更はない。OEM を含めた会員数の拡大が同社の成長を牽引し、16/3 期までの成長率は、売上高で年率24.0%、営業利益で同35.1%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

- (ア) 期末会員数の想定には変更なく、自社ブランド及びOEM がそれぞれ一定のペースで拡大するものと予想した。これまで未開拓であった地域へのデモ販拡大を中心として、同社の顧客基盤が拡大する余地は十分にあると判断している。
- (イ) 今後、予定されているCM 等による露出効果が会員獲得に及ぼす影響については現時点で織り込んでいないが、その動向に注目する必要がある。
- (ウ) OEM についても、有力な顧客基盤や営業力を抱える企業等から打診される機会などが想定され、全体の約3割を上限としながらも同社の成長を支えるものと予想する。

##### 2. 利益

- (ア) 利益面では、増収効果による固定費負担吸収等により利益率の向上を見込んでいる。ただし、予定されているCM 等による広告宣伝費が、どのくらいのコスト負担になるのかについては現時点で未知数であるため、特別なコスト要因

として織り込んではいない。

(イ) 従って、広告宣伝費のかけ方しだいで利益率が変動する可能性は否定できない。

3. 海外展開他

(ア) 同社の中長期的な成長戦略の一つである海外展開については、まだ試行錯誤の段階であるため、業績予想の中には織り込んでいない。

(イ) ウォーターサーバーの有償化の取り組みも、順調に進展すれば商品売上高の増加や減価償却費負担が減少することで収益力向上に結び付く要因となるが、現時点ではまだその進捗を見定める必要があり、業績予想には織り込んでいない。従って、この2つの要因については、今後の進捗しだいで業績の上振れ要因となる可能性は考えられる。

【図表 5】 中期業績予想

(単位: 百万円)	13/3期 (実績)	14/3期 (予想)		15/3期 (予想)		16/3期 (予想)		年平均成長率	
		修正前	修正後	修正前	修正後	修正前	修正後	修正前	修正後
売上高 (伸び率)	7,194 31.5%	9,386 30.5%	9,000 25.1%	11,700 24.7%	11,200 24.4%	14,300 22.2%	13,700 22.3%	25.7%	24.0%
営業利益 (利益率)	446 6.2%	648 6.9%	500 5.6%	1,000 8.5%	750 6.7%	1,430 10.0%	1,100 8.0%	47.5%	35.1%
経常利益 (利益率)	387 5.4%	605 6.4%	450 5.0%	960 8.2%	700 6.3%	1,390 9.7%	1,050 7.7%	53.1%	39.5%
純利益 (利益率)	358 5.0%	370 3.9%	270 3.0%	550 4.7%	400 3.6%	800 5.6%	600 4.4%	30.7%	18.8%
会員数(千人)	20.5	24.8	24.8	31.0	31.0	37.5	37.5	22.3%	22.3%
自社ブランド	16.5	18.8	18.8	22.0	22.0	25.0	25.0	14.9%	14.9%
OEM	4.0	6.0	6.0	9.0	9.0	12.5	12.5	46.2%	46.2%

(注) 予想は証券リサーチセンター予想  
(出所) 証券リサーチセンター

> 株主還元

◆ 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の実施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。13年3月の株式上場後も、自己資本比率などに見られる財務基盤はまだ盤石な状況とは言えないうえに、今後も積極的な顧客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。

一方、販売促進と個人株主対策を目的として、自社製品による株主優待制度の導入を公表した。具体的には、3月31日時点の100株以上の株主を対象として、①「CLYTIA DAILY」を1本(1,500円相当)か、②「CLYTIA25\*」を2本(3,570円相当)のどちらかを選択できる内容となっている。

## ➤ 株価バリュエーション

### ◆ 現在の株価水準はフェアバリュエーションの範囲内

宅配水サービスを専門で行っている上場会社は他に存在しないが、1事業部門として同サービスを展開している戸建て住宅販売を主力とするナック(9788 東証一部)と、LPガス事業を主力とするトーエル(3361 東証二部)を選定した。また、同社と類似する収益構造をもつ企業として、会員向けに自社化粧品等の通販(定期販売を含む)を行うドクターシーラボ(4924 東証一部)を取り上げた。

予想基準PERで他社を上回り、実績基準PBRではドクターシーラボと同様に高い水準にある。同社の高い成長性と資本効率(ROE)から判断すればフェアバリュエーションの範囲内であると言える。

なお、今後、顧客基盤拡大と収益性向上の両立を実現させるとともに、新しい商材や水源の開発、海外展開など、新たな収益ドライバーを軌道に乗せることができれば同社の株価評価に見直しが入る可能性も考えられよう。

【図表6】 株価バリュエーション

証券コード	ウォーターダイレクト 2588 東証マザーズ	ナック 9788 東証一部	トーエル 3361 東証二部	ドクターシーラボ 4924 東証一部
決算期	3月	3月	4月	7月
売上高予想	百万円 9,000	93,400	26,000	36,800
(営業利益率予想)	% 5.6%	5.5%	7.0%	22.8%
純利益予想	百万円 270	2,850	910	5,100
純資産(前期実績基準)	百万円 1,400	13,648	11,309	20,136
自己資本比率(前期実績基準)	% 27.1%	45.5%	50.8%	84.4%
ROE(前期実績基準)	% 33.8%	19.6%	9.7%	25.7%
PER(今期予想基準)	倍 16.2	9.3	11.1	12.7
PBR(前期実績基準)	倍 3.1	1.9	0.9	3.2
予想配当利回り	% 0.0%	2.2%	3.0%	3.1%
過去3年売上高成長率	% 27.3%	13.0%	6.3%	2.3%
同 経常利益	% 56.0%	36.0%	9.0%	-3.2%
株価	円 631	1,591	497	259,900
時価総額	百万円 4,361	29,782	10,146	66,086

(注) ウォーターダイレクトの予想は証券リサーチセンター予想、他3社の予想は会社予想  
(出所) 証券リサーチセンター作成

## 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

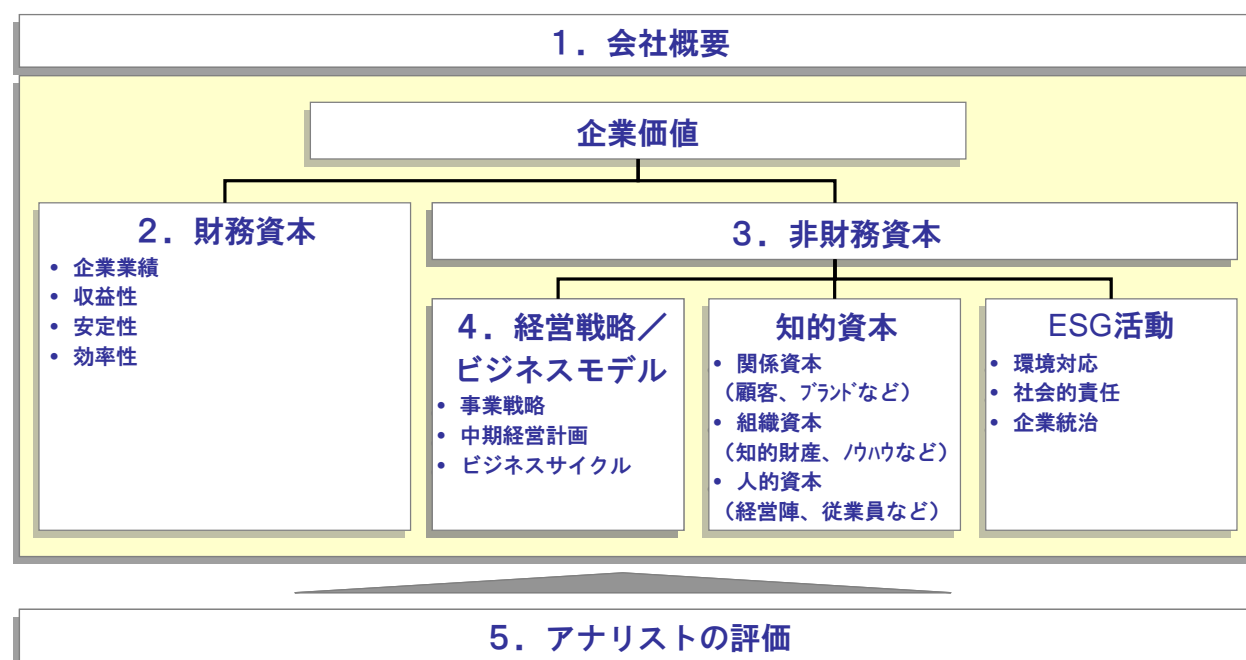
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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、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。