

|| 企業調査レポート ||

プレミアムウォーターホールディングス

2588 東証 2 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 6 月 25 日 (月)

執筆：客員アナリスト

角田秀夫

FISCO Ltd. Analyst **Hideo Kakuta**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. ビジネスの特長	01
2. 業績動向	01
3. 業績見通し	02
4. 成長戦略、トピック	02
■ 会社概要	03
1. 会社概要と沿革	03
2. 宅配水市場	04
3. 強み	04
4. ビジネスモデル	06
5. KPI（重要業績評価指標）の推移	07
■ 業績動向	08
1. 2018年3月期通期の業績動向	08
2. 財務状況	09
3. 2019年3月期通期の業績見込み	10
■ 成長戦略、トピック	11
1. 中期経営計画を発表	11
2. 成長戦略実現のための取組み	12
■ 株主還元策	13

■ 要約

2019年3月期通期は売上320億円、黒字転換予想。 以降、黒字漸増ステージに入り、5年後営業利益30億円目指す

プレミアムウォーターホールディングス<2588>は、天然水製造が強みの(株)ウォーターダイレクトと営業力が強みの(株)エフエルシーが経営統合して生まれた企業グループである。率いるのは、エフエルシーを起業しプロモーション営業力で国内トップクラスに引き上げた実績を持つ萩尾陽平(はぎおようへい)代表取締役社長。ブランドを「プレミアムウォーター」に統一し再スタートを切った。強力な営業組織と販売ノウハウを武器に急成長し、顧客保有数を661千人(2018年4月末時点)まで増やし、宅配水業界で売上高トップを走る。

1. ビジネスの特長

同社の強みは、「製販一体型経営」、「高い水質基準」、「圧倒的な顧客獲得力」の3点である。「高い水質基準」に関しては、山梨県の富士吉田・島根県の金城・熊本県の南阿蘇の3ヶ所の工場において、成分や安全性には厳しい基準を設定している。特に、硝酸および亜硝酸は毒性が指摘されているため、同社独自の高い基準を設けて管理する。2018年モンドセレクション金賞及び優秀味覚賞を受賞(6年連続)。富士吉田工場が食品安全に関するマネジメントシステムの国際規格であるFSSC22000の認証を取得している。

事業特性は「投資回収型ストックビジネスモデル」であり、ウォーターサーバーの原価やデモンストレーション販売の費用(1顧客当たり数万円)を会社側が最初に負担し、天然水の売上で徐々に回収していく。定期配送契約を結ぶため、ストック利益(毎月の水代などから得られる収入から顧客維持コストや提供サービスの原価などを除いた利益分のこと)は安定して継続する。新規顧客を一気に増やす時期は赤字になるが、その後回収が進んでくると大きく黒字に転換するという事業特性である。

2. 業績動向

2018年3月期通期の売上高は27,716百万円(前期比38.9%増)、営業損失1,179百万円(前期は569百万円の損失)、経常損失1,559百万円(前期は704百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純損失1,493百万円(前期は1,217百万円の損失)となり、大幅な増収とともに損失計上となった。売上高に関しては、新規顧客獲得が前期より大幅に上がり、それに伴い保有顧客数が順調に積み上がった2018年3月末の保有顧客数は650,676件(前年同月末は472,830件)となり、中期経営計画の目標数値650,000件を達成した。損失計上に関しては、2018年3月期をより大きな成長のために新規顧客を獲得し先行投資をする時期と位置付けてきたため、想定通りと言える。宅配水ボトルの内製化をはじめとする製造体制の強化により一定のコスト削減効果はできているものの、ハイペースで顧客数を伸ばしたことに伴う販売促進費等の増加、人件費の増加、主要運送会社の運賃値上げなどが利益を押し下げた要因である。四半期毎の推移では、2018年3月期第1四半期から第4四半期にかけて損失額は確実に減少しており、黒字化に近いことが確認できる。

要約

3. 業績見通し

2019年3月期通期の連結業績は、売上高で前期比15.5%増の32,000百万円、営業利益は10百万円(前期は1,179百万円の損失)、経常利益で10百万円(前期は1,559百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益は10百万円(前期は1,493百万円の損失)と、待望の黒字化を達成する見込みだ。売上高の成長率が15.5%予想(前期実績は38.9%)とやや低下するが、これは新規顧客獲得数の成長を300千件(前期実績は292千件※)と戦略的にペースダウンさせることと関係する。同社の事業特性から、新規顧客の獲得ペースを下げると獲得コストがかからないため収益は向上する。利益面では、黒字転換にチャレンジする年となる。ストック型のビジネスモデルが確立されており、大きく予想がはずれることは考えにくい。外部環境での懸念点は、物流費の更なる値上がりである。

※月次概況発表表値の合算

4. 成長戦略、トピック

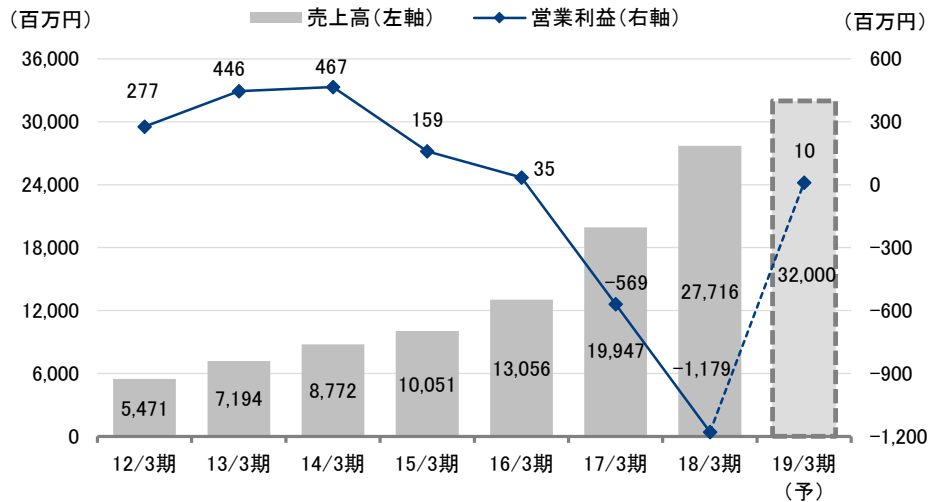
同社は、2019年3月期に始まり、2023年3月期を最終年度とする5ケ年の中期経営計画を発表した。2023年3月期の売上高は54,000百万円であり、5年間の年平均成長率は14.3%と安定成長を予想する。2023年3月期の営業利益は3,000百万円、売上高営業利益率は5.6%まで上がっていく予想だ。同社のビジネスモデルである「投資回収型ストックビジネスモデル」において、2019年3月期からは黒字転換し、それ以降は黒字が漸増するステージに入る。2017年5月に発表された中期経営計画からの変更点としては、売上高及び利益の達成が約1年遅れることとなった。これは昨今の物流費の値上げがどこまでいくのかが見通せないためである。

Key Points

- ・ 宅配水業界トップ。天然水の製販一体経営に強み
- ・ 「投資回収型ストックビジネスモデル」が特徴
- ・ 2018年3月期は中期経営計画目標の保有件数65万件を達成、大幅増収。想定通り損失計上。
- ・ 2019年3月期通期は売上320億円、黒字転換予想
- ・ 黒字漸増ステージに入る。5年後(2023年3月期)に保有契約件数147万件、営業利益30億円を目指す

要約

通期業績の推移(連結)



注：15/3期以前はウォーターダイレクトの連結業績
 出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

宅配水業界トップ。天然水の製販一体経営に強み

1. 会社概要と沿革

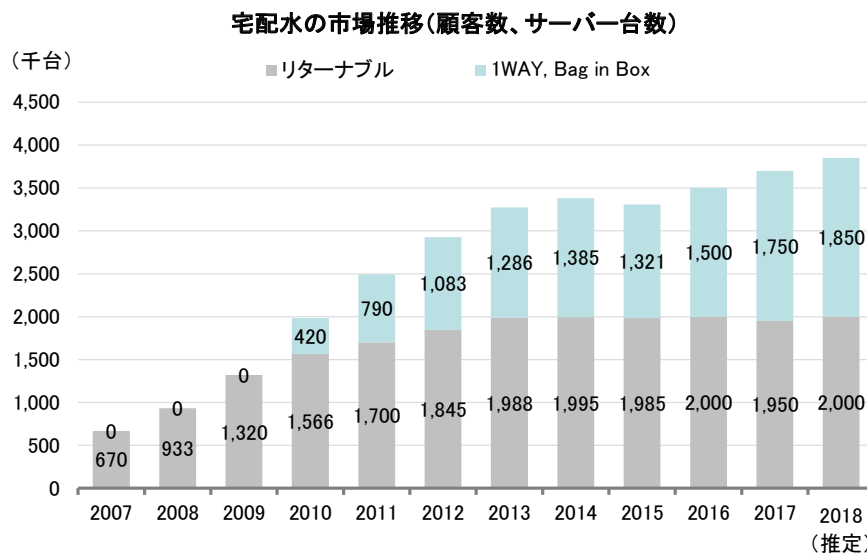
同社は2006年、宅配水ビジネスの成長性に注目した(株)リヴァンプの玉塚元一(たまつかげんいち)氏(現ロソソ<2651>顧問)、機関投資家の藤野英人(ふじのひでと)氏、(株)日本テクノロジーベンチャーパートナーズ代表の村口和孝(むらぐちかずたか)氏(現取締役)の3人が中心となって設立された(旧社名：ウォーターダイレクト)。創業当初からSPA型*の経営を志向しており、ウォーターサーバーの自社設計から、製造、販売、顧客へのアフターサービスまでを自社で完結させることで顧客ニーズを迅速に把握し、商品開発や販売方法に生かす戦略を採ってきた。2007年に家電量販店の(株)ヨドバシカメラでデモンストレーション販売(以下、デモ販売)を開始したのを皮切りに、全国的に大手小売店でのデモ販売を展開し顧客件数も順調に拡大してきた。2009年9月期に黒字化を達成、以降も成長を続け2013年に東証マザーズ上場、2014年には東証2部に昇格している。2016年7月に同じ光通信<9435>のグループであるエフエルシーと経営統合し、プレミアムウォーターホールディングスとして再スタートを切った。新会社を率いるのは、エフエルシーを起業しプロモーション営業力で国内トップクラスに引き上げた実績を持つ萩尾陽平社長だ。天然水の製造力No.1の旧ウォーターダイレクトと営業力No.1のエフエルシーが統合することで、宅配水業界トップ3の中でも圧倒的な成長力を持ち、2018年3月期の売上高(27,716百万円)はNo.1の規模である。

* SPA型：商品企画から製造、販売までを垂直統合させることでSCMの無駄を省き、消費者ニーズに迅速に対応できるビジネスモデルのことで「Speciality store retailer of Private label Apparel」の頭文字をとった造語。

成長する宅配水市場

2. 成長する宅配水市場

宅配水とは、サーバーとセットで供給されるミネラルウォーターで家庭や事業所などに宅配されるものを指す。2000 年以降に普及が開始し、東日本大震災などの影響も追い風となり 2012 年頃までに急成長を遂げた。その後成長が鈍化した時期もあるが 2015 年以降成長軌道が回復し、2017 年の市場規模は 3,700 千台である。配送方式別に見ると、初期にリターナブル方式（容器を再利用する）で市場が形成され、その後 1WAY 方式（容器が使い切り）がより成長してきた。2017 年の市場規模はリターナブル 1,950 千台（前年比 50 千台減）、1WAY 1,750 千台（前年比 250 千台増）と明暗が分かれる。同社は 1WAY 方式を採用しており、2017 年に約 180 千台純増させており、1WAY 市場の成長の約 7 割が同社分である。宅配水業界の同業他社としては、リターナブル方式を主とするナック <9788> のクリクラ事業、アクアクララ（株）がある。



出所：(一社) 日本宅配水 & サーバー協会資料よりフィスコ作成

3つの強み。「製販一体型経営」「高い水質基準」「圧倒的な顧客獲得力」

3. 強み

(1) 製販一体型経営

同社は、2016 年 7 月に天然水製造 No.1 のウォーターダイレクトと営業力 No.1 のエフエルシーが経営統合した経緯がある。製造面では出荷量が多いためにスケール効果が効き、PET 容器完全内製化しているため製造コストで優位である。OEM での供給も可能となり工場稼働率をさらに上げることができる。また、顧客との接点を持ち顧客ニーズが迅速に入るため、開発（ウォーターサーバーなど）、製造、品質管理、販売、アフターサービスの各プロセスに活かすことができるのも、製販一体型経営の優位性だ。

会社概要

(2) 高い水質基準

同社は水の安定供給および地産地消を狙いとして水源を分散している。現状は、山梨県の富士吉田・島根県の金城・熊本県の南阿蘇の 3 ヶ所に工場を持つ。成分や安全性には厳しい基準を設定している。特に、硝酸および亜硝酸は毒性が指摘されているため、同社独自の高い基準を設けて管理する。2018 年モンドセレクション金賞及び優秀味覚賞を受賞（6 年連続）。富士吉田工場が食品安全に関するマネジメントシステムの国際規格である FSSC22000 の認証を取得している。

高い水質基準

水源選定時の高い水質基準

当社独自の高い水質基準

- ・ 硝酸/亜硝酸値の基準
- ・ 水量(供給量)
- ・ 水質、バランス など



出所：2017 年 3 月期決算説明会資料より掲載

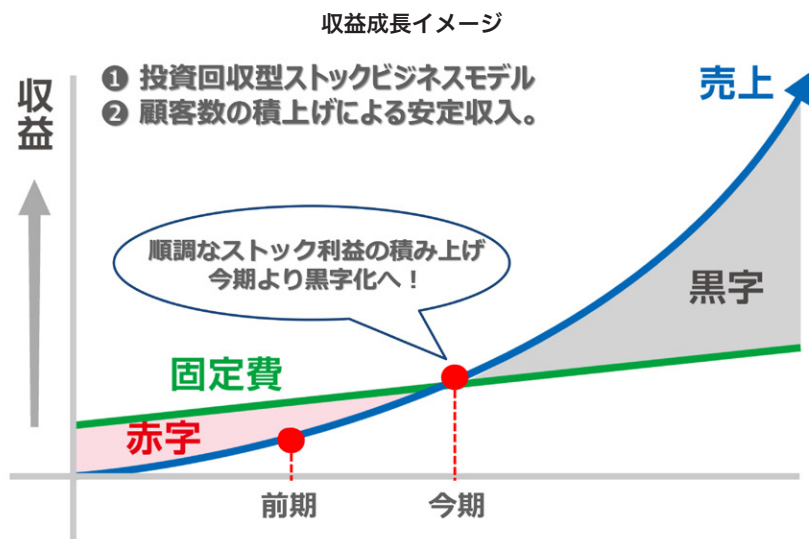
(3) 圧倒的な顧客獲得力

個人向けが 9 割以上、法人その他向けが 1 割。大型商業施設や大手量販店でのデモ販売が 6 割、家電量販店各社、ショッピングセンター、ホームセンターなどにブースを出展して販売している。取次店販売のその他が 4 割と成長が著しい。家具、金融関連、各種通販、家電量販店、不動産などの多様な事業会社と取引を拡大中である。また宅配水事業を行う他社への製品提供 (OEM) も増えている。旧エフエルシーはデモンストレーション販売では国内トップクラスの実力。作り込まれた従業員評価制度を始めとして、従業員の能力を引き出す仕組みが充実している。

「投資回収型ストックビジネスモデル」が特徴

4. ビジネスモデル

同社のビジネスモデルの特徴は、「投資回収型ストックビジネスモデル」である。ウォーターサーバーの原価やデモ販売の人件費、催事場代、販売店への販売手数料などの費用は先行して発生し、これを会社側が最初に負担する（1顧客当たり数万円）。この投資を、その後数年かけて天然水の売上で回収していく。もちろん一定の解約が発生するため永遠には続かないが、解約率1.5%（2018年3月期実績、月当たり）から概算すると平均67ヵ月（約5年半、フィスコ試算）となる。定期配送契約を結ぶため、ストック利益（毎月の水代などから得られる収入から顧客維持コストや提供サービスの原価などを除いた利益分のこと）は安定して継続する。つまり単純化すれば、数万円の先行投資をして、毎月少しずつ投資分を回収し投資回収が終われば利益のみとなる。新規顧客を一気に増やす時期は赤字になるが、その後回収が進んでくると大きく黒字に転換するという事業特性である。



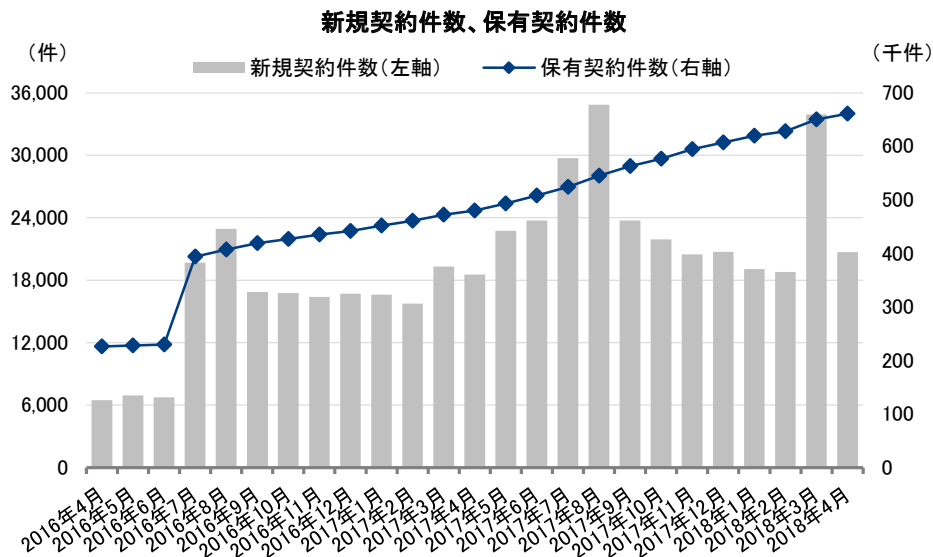
出所：2018年3月期決算説明会資料より掲載

会社概要

新規顧客獲得は月2万件を超えるペース。 保有顧客数が順調に積み上がる

5. KPI (重要業績評価指標) の推移

同社はKPI(重要業績評価指標)として新規契約件数及び保有契約件数を設定し進捗を管理している。新規契約件数に関しては、2016年7月の経営統合を契機に平常月で16千件ペース、2017年5月からは月20千件前後のペース。統合の狙いでもあった営業力強化の効果が顕在化している。宅配水の販売には季節性があり、7月から8月の夏の時期に新規獲得がピークとなる。また大きなブースでの販促を行った月は大きく新規獲得が増える。新規契約の増加に加え、解約率を低く抑えることに成功したこともあり、保有契約件数は順調に積み上がってきた。2016年7月の経営統合時点で394千件だった保有契約件数は右肩上がりを続け、2018年4月末時点で661千件に達している。



出所：会社資料よりフィスコ作成

業績動向

2018 年 3 月期は中期経営計画目標の保有件数 65 万件を達成、大幅増収。想定通り損失計上

1. 2018 年 3 月期通期の業績動向

2018 年 3 月期通期の売上高は 27,716 百万円（前期比 38.9% 増）、営業損失 1,179 百万円（前期は 569 百万円の損失）、経常損失 1,559 百万円（前期は 704 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純損失 1,493 百万円（前期は 1,217 百万円の損失）となり、大幅な増収とともに損失計上となった。

売上高に関しては、新規顧客獲得が前期より大幅に上がり、それに伴い保有顧客数が順調に積み上がった。2018 年 3 月期の新規顧客契約件数は平均 24,371 件 / 月（前期は 15,101 件 / 月）、2018 年 3 月末の保有顧客数は 650,676 件（前年同月末は 472,830 件）となっている。中期経営計画の 2018 年 3 月末の保有顧客数の目標数値は 650,000 件であり、計画通りに進捗している。

損失計上に関しては、2018 年 3 月期をより大きな成長のために新規顧客を獲得し先行投資をする時期と位置付けてきたため、想定通りと言える。宅配水ボトルの内製化をはじめとする製造体制の強化により一定のコスト削減効果はでているものの、ハイペースで顧客数を伸ばしたことに伴う販売促進費等の増加、人件費の増加、主要運送会社の運賃値上げなどが利益を押し下げた要因である。四半期毎の推移では、2018 年 3 月期第 1 四半期から第 4 四半期にかけて損失額は確実に減少しており、黒字化に近いことが確認できる。

2018 年 3 月期通期実績

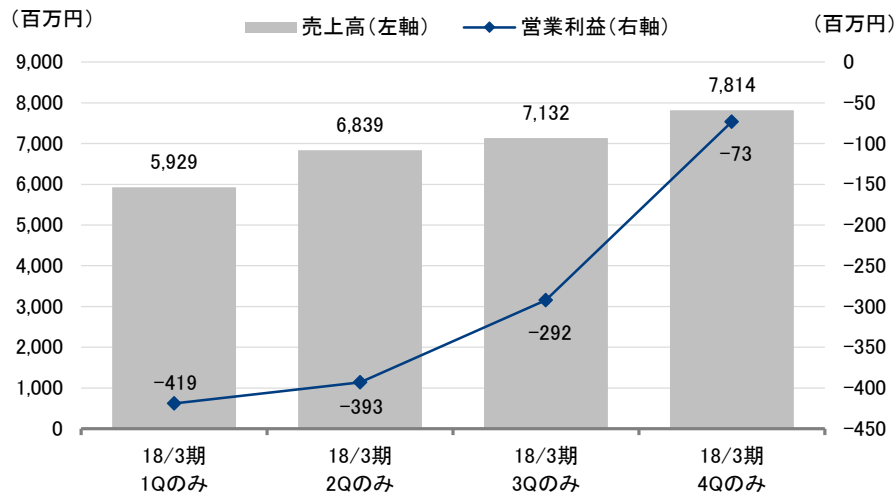
（単位：百万円）

	17/3 期通期		18/3 期通期		前期比
	実績	構成比	実績	構成比	
売上高	19,947	100.0%	27,716	100.0%	38.9%
売上総利益	15,463	77.5%	22,601	81.5%	46.2%
販管費	16,033	80.4%	23,780	85.8%	48.3%
営業利益	-569	-2.9%	-1,179	-4.3%	-
経常利益	-704	-3.5%	-1,559	-5.6%	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	-1,217	-6.1%	-1,493	-5.4%	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

業績動向

四半期毎の業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

積極的な新規顧客獲得策により資産規模拡大。 2019年3月期以降は内部留保蓄積で安全性向上へ

2. 財務状況

2018年3月期末の総資産は前期末比6,367百万円増の23,844百万円となり、資産規模が拡大した。そのうち流動資産は2,728百万円増の12,279百万円であり、主な要因は現金及び預金の増加1,221百万円増、売掛金の増加953百万円である。固定資産は3,638百万円増加の11,565百万円であり、主な要因は賃貸用資産の増加2,234百万円である。同社のビジネスモデルは、新規顧客を獲得する際にウォーターサーバーなどの設備（賃貸用資産）を同社が所有し貸し出す形を採る。

一方、負債合計は前期末比4,842百万円増の21,030百万円となった。そのうち流動負債は2,843百万円増の10,123百万円であり、主な要因は、短期借入金の増加933百万円、未払金の増加881百万円などである。固定負債は1,999百万円増の10,906百万円であり、主な要因は長期割賦未払金の増加2,864百万円、長期借入金の増加1,373百万円である。純資産合計は1,524百万円増の2,814百万円となった。

経営指標（2018年3月期末）では、流動比率が121.3%と平均的なレベルであり短期的な支払能力に問題はない。自己資本比率は11.7%（2018年3月期末）でありレバレッジをフル活用してきた。中期経営計画では2019年3月期以降は、利益回収が開始されることと、大株主（光通信グループ）から今後も支援も期待できるため、財務の安全性に懸念はないと評価する。

業績動向

連結貸借対照表及び経営指標

(単位：百万円)

	17/3 期末	18/3 期末	増減額
流動資産	9,550	12,279	2,728
(現金及び預金)	4,333	5,555	1,221
(売掛金)	2,503	3,457	953
(前払費用)	1,083	1,790	707
固定資産	7,926	11,565	3,638
(賃貸用資産)	4,245	6,479	2,234
総資産	17,477	23,844	6,367
流動負債	7,280	10,123	2,843
固定負債	8,907	10,906	1,999
負債合計	16,188	21,030	4,842
純資産合計	1,289	2,814	1,524
負債純資産合計	17,477	23,844	6,367
<安全性>			
流動比率 (流動資産 ÷ 流動負債)	131.2%	121.3%	-
自己資本比率 (自己資本 ÷ 総資産)	7.1%	11.7%	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

2019年3月期通期は売上320億円、黒字転換予想

3. 2019年3月期通期の業績見込み

2019年3月期通期の連結業績は、売上高で前期比15.5%増の32,000百万円、営業利益は10百万円（前期は1,179百万円の損失）、経常利益で10百万円（前期は1,559百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益は10百万円（前期は1,493百万円の損失）と、待望の黒字化を達成する見込みだ。

売上高の成長率が15.5%予想（前期実績は38.9%）とやや低下するが、これは新規顧客獲得数を300千件（前期実績は292千件※）と戦略的にペースダウンさせることも関係する。同社の事業特性から、新規顧客の獲得ペースを下げると獲得コストがかからないため収益は向上する。今期は黒字化を目標としているため、巡行速度を維持して顧客獲得を行う。

※月次概況発表値の合算

利益面では、黒字転換にチャレンジする年となる。ストック型のビジネスモデルが確立されており、大きく予想がはずれることは考えにくい。収益性にも影響する解約率に関しては、現状1.5%と低いレベルにコントロールできているが、さらに低下させるために営業活動からアフターサービスまでの全プロセスの品質向上を推進する。外部環境での懸念点は、物流費の更なる値上がりである。

業績動向

2019年3月期連結業績予想

(単位：百万円)

	18/3 期		19/3 期			
	実績	構成比	予想	構成比	増減	前期比
売上高	27,716	100.0%	32,000	100.0%	4,283	15.5%
営業利益	-1,179	-4.3%	10	0.0%	1,189	-
経常利益	-1,559	-5.6%	10	0.0%	1,569	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	-1,493	-5.4%	10	0.0%	1,503	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 成長戦略、トピック

黒字漸増ステージに入る。5年後（2023年3月期）に保有契約件数147万件、営業利益30億円目指す

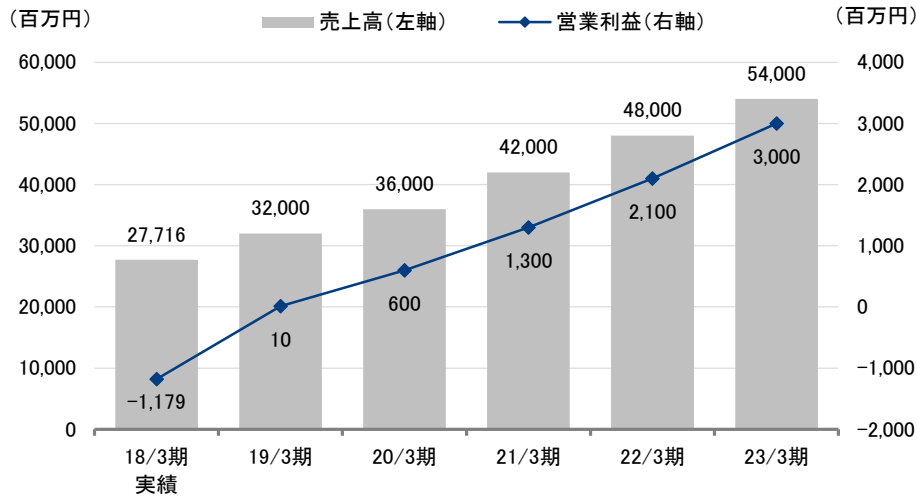
1. 中期経営計画を発表

同社は、2019年3月期に始まり、2023年3月期を最終年度とする5ケ年の中期経営計画を発表した。2023年3月期の売上高は54,000百万円であり、5年間の年平均成長率は14.3%と安定成長を予想する。2023年3月期の営業利益は3,000百万円、売上高営業利益率は5.6%まで上がっていく予想だ。同社のビジネスモデルである「投資回収型ストックビジネスモデル」において、2019年3月期からは黒字転換し、それ以降は黒字が漸増するステージに入る。

2017年5月に発表された中期経営計画からの変更点としては、売上高及び利益の達成が約1年遅れることとなった。これは昨今の物流費の値上げがどこまでいくのかが見通せないためである。

成長戦略、トピック

中期経営計画



出所：中期経営計画よりフィスコ作成

2. 成長戦略実現のための取組み

同社は、ビジネスモデル成立に不可欠な 4 つの重要経営指標である、1) 新規顧客獲得件数、2) 解約率、3) 獲得コスト、4) ストック単価、を適切にコントロールすることにより成長を実現してきた。新規顧客獲得件数、1) に関しては、アライアンスや OEM、販売店などの他力活用も積極的に行う。解約率低減、2) に関しては、決済手段や顧客満足度向上策を強化する。特にスマホアプリと EC、ポイント制度により顧客満足度を向上させる取組みの成果が注目される。獲得コスト、3) に関しては、どのチャネル・手段からの獲得コストが有利かを絶えず把握しながら意思決定がなされる。4 つの指標に関する仮説と検証を繰り返しながら、同社のビジネスモデルは日々進化している。

成長戦略実現のための取組み

重要経営指標	現状	目標	主な具体施策
①新規顧客獲得件数	月 2.4 万件 (18/3 期)	月 2.5 万件 (19/3 期) 月 3.4 万件 (23/3 期)	・アライアンス部門の強化 (テレマーケティング販路の確立など) ・ブース販路拡大 ・販売店の強化 ・OEM 販路の開拓 ・海外市場の取組み強化
②解約率	1.5%	1.0%~1.3% 程度	・クレジットカード利用向上、 口座振替完了後の発送開始 ・スマホアプリによる顧客満足度向上 ・契約者限定 EC サイト「PREMIUM MALL」による 満足度向上 ・プレミアムウォーターポイントの導入
③獲得コスト (1 顧客契約獲得にかかる費用)		未公開	・自社カスタマーセンターの構築
④ストック単価 (1 顧客からの月收入から単価を引いた利益)		未公開	・ペットボトル材料の内製化 ・契約者限定 EC サイト「PREMIUM MALL」および プレミアムウォーターポイントによる消費金額の向上 ・新付帯サービスの投入

出所：決算説明会資料、ヒアリングよりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

■ 株主還元策

同社は、成長のための投資を優先するため、2019年3月期に配当を行う予定はない。

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ