

プレミアムウォーター ホールディングス

2588 東証 2 部

<http://premiumwater-hd.co.jp/ir/index.html>

2017 年 1 月 17 日（火）

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

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
角田 秀夫

[企業情報はこちら >>>](#)

■天然水製造が強みのウォーターダイレクトと営業力が強 みのエフエルシーの強者連合、業界トップ 3 の一角に 躍進

プレミアムウォーターホールディングス〈2588〉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（たまつかけんいち）氏（現ローソン〈2651〉代表取締役会長 CEO）、機関投資家の藤野英人（ふじのひでと）氏（現取締役）、（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：（株）ウォーターダイレクト）。創業当初からウォーターサーバーの自社設計、製造、販売、顧客へのアフターサービスまで自社で完結することで、顧客ニーズを迅速に把握し、商品開発や販売方法に活かす戦略を採ってきた。2007 年に家電量販店などでのデモンストレーション販売を開始し、顧客件数も順調に拡大し収益化にも成功。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 月に同業の（株）エフエルシーと経営統合し、株式会社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。

新生プレミアムウォーターホールディングス（持ち株会社）は、宅配水業界で 4 位のウォーターダイレクトと 8 位のプレミアムウォーター（株）（エフエルシー傘下）が統合することで業界 3 位、ワンウェイ（使い切り）方式の会社では 1 位となった。顧客保有数 32 万人（2016 年 3 月時点）の企業グループである。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（はぎおようへい）代表取締役社長。国内屈指の非加熱天然水の製造品質及び出荷量を誇るウォーターダイレクトと、営業・プロモーション力のエフエルシーの経営統合により、製販ともに充実した天然水宅配のトップ企業が誕生した。ブランドに関しては「プレミアムウォーター」に統一することにより、効果的かつ効率的な広告宣伝につなげる。新会社の従業員数は 614 名となるが、その約 6 割が直販営業人員であり、強力な営業会社の色彩が強い。

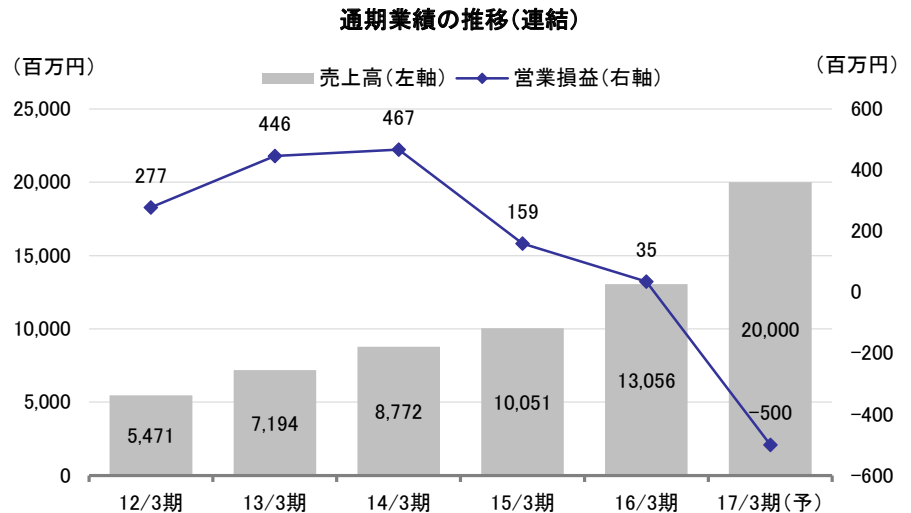
足元の 2017 年 3 月期第 2 四半期決算は、大幅な増収と営業利益の回復が顕著な決算となった。売上高は前年同期比 40.8% 増の 8,856 百万円となり、経営統合の効果が四半期分計上されたことが大きい。営業利益は前期の 225 百万円の損失に対して 108 百万円の利益となった。経営統合を機に販売体制の効率化及びブランド統一などを行ったことで販管費率が減少し、原価低減努力により売上総利益率が上昇したことが主要因である。2017 年 3 月期は、売上高 20,000 百万円（前期比 53.1% 増）、営業損失 500 百万円（前期は 35 百万円の利益）を予想する。2017 年 3 月末の保有顧客数予想 44 万人に対し、12 月末の実績で 44.2 万人を超えており、増収は順調に推移しているもようだ。今期は戦略上先行投資期間であるため、販管費を使って新規獲得ペースを上げるため、営業利益は赤字を予想する。

同社は 2016 年 7 月の経営統合を機に、2021 年 3 月期に売上高 40,000 百万円、営業利益 2,500 百万円、EBITDA（減価償却前営業利益）5,000 百万円を目指す 5 ヶ年事業計画を発表した。2018 年 3 月期には営業利益で黒字化し、2019 年 3 月期末までに保有顧客数が 50 万人を超え業界首位に躍り出るシナリオである。将来的には天然水と親和性の高い副商材としてサプリメント、米や食材などの販売を強化する。顧客満足度の向上・継続率の向上を目的としており、顧客は会員限定価格で厳選された副商材を購入できる。同時にスマートフォンなどで簡単に天然水・副商材を購入できるマイページアプリの普及を推進し、継続率の向上を図る計画だ。

※ 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」の頭文字を採った造語

Check Point

- ・天然水製造が強みのウォーターダイレクトと販売・プロモーション力が強みのエフエルシーが経営統合し業界 3 位に躍進
- ・“投資回収型ストックビジネスモデル”で攻勢をかける
- ・2021 年 3 月期に売上高 40,000 百万円、EBITDA 5,000 百万円を目指す 5 ヶ年事業計画
- ・副商材（サブリなど）を強化



会社概要

天然水の宅配で急成長、7 月の経営統合で次のステージへ

(1) 沿革

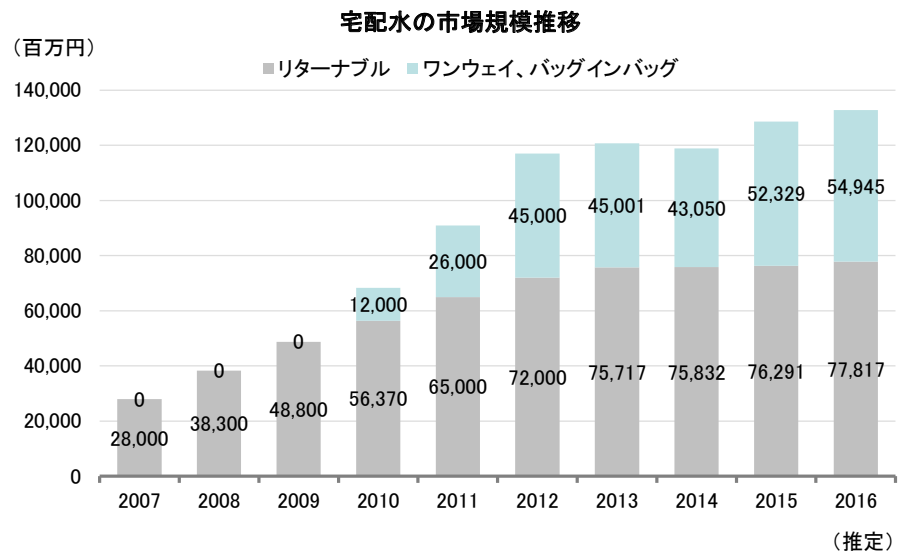
同社は 2006 年、宅配水ビジネスの成長性に注目したリヴァンプの玉塚元一氏（現ローソン代表取締役 CEO）、機関投資家の藤野英人氏（現取締役）、日本テクノロジーベンチャーパートナーズ代表の村口和孝氏（現取締役）の 3 人が中心となって設立された（旧社名：ウォーターダイレクト）。創業当初から SPA 型※の経営を志向しており、ウォーターサーバーの自社設計から、製造、販売、顧客へのアフターサービスまで自社で完結することで、顧客ニーズを迅速に把握し、商品開発や販売方法に活かす戦略を採ってきた。2007 年に家電量販店の（株）ヨドバシカメラでデモンストレーション販売（以下、デモ販売）を開始したのを皮切りに、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。

2017 年 1 月 17 日（火）

安定成長期の宅配水市場

(2) 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。その後今日に至るまで、成長率は鈍化したが生産に拡大を続け、2016 年の推定市場規模は 1,327 億円である。配送方式別に見ると、初期にリターナブル方式で市場が形成され、その後ワンウェイ方式がより成長してきた。2016 年の推定市場規模はリターナブル 778 億円（前年比 2% 増）、ワンウェイ 549 億円（前年比 5% 増）と推定される。2016 年 3 月時点の業界上位は、ナック〈9788〉のクリクラ事業、アクアクララ（株）（非上場）などである。



出所：一般社団法人日本宅配水 & サーバー協会

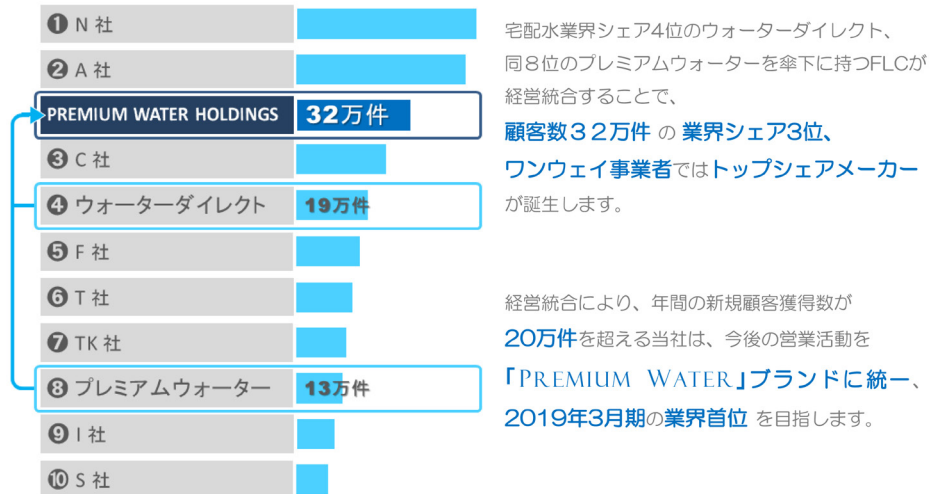
天然水製造が強みのウォーターダイレクトと営業力が強みのエフエルシーが経営統合し業界 3 位に

(3) 経営統合

2016 年 7 月にウォーターダイレクトとエフエルシーが経営統合し、プレミアムウォーターホールディングス（持ち株会社）として生まれ変わった。宅配水業界（保有顧客ベース）で 4 位のウォーターダイレクトと 8 位のプレミアムウォーター（エフエルシー傘下）が統合することで業界 3 位となり、ワンウェイ方式の会社では 1 位、顧客保有数 32 万人（2016 年 3 月時点）の企業グループとなった。両社とも大株主が光通信とそのグループであり、以前から天然水の OEM 供給・調達をしてきたビジネスパートナーとしての関係にあったことが背景にある。

経営統合の意義

■業界シェア（保有顧客ベース）（出所：日本宅配水&サーバー協会調べに基づく日本流通産業新聞「宅配業界地図2016」および当社調べ）



※当社の保有顧客数は2016年3月末時点の数値です。

出所：「経営統合と今後のビジョンについて」

新会社の同社を率いるのは、エフエルシーの創業メンバーであり代表取締役の萩尾陽平氏である。まだ38歳という若さではあるが、エフエルシーを営業・プロモーション力では国内トップクラスに引き上げ、通信機器など様々な商材の販売でその実績を評価されてきた。2010年から宅配水に進出し、短期間でプレミアムウォーターブランドを急成長させ、ウォーターサーバー新規顧客獲得数22,949件（2016年8月、宅配天然水No.1）の記録を持つ。一方、旧ウォーターダイレクトの強みは、非加熱天然水の製造品質及び出荷量が国内トップクラスである点にある。強者が経営統合することにより、製販ともに充実した天然水宅配のトップ企業となった。ブランドに関しては「プレミアムウォーター」に統一することにより、効率的は広告宣伝につなげる。新会社の従業員数は614名となるが、その58%が直販営業人員であり、強力な営業会社の色彩が強い。

旧会社、新会社の概要

	ウォーターダイレクト（旧）	エフエルシー（旧）	プレミアムウォーターホールディングス（新）
代表者	樋口宣人	萩尾 陽平	萩尾 陽平
事業内容	ナチュラルミネラルウォーターの宅配	各種販売促進業務 販売計画の企画・運営 その他プロモーション全般の企画運営	ミネラルウォーター宅配事業 各種販売促進業務 販売計画の企画・運営 その他プロモーション全般の企画運営
資本金	1,254 百万円	226 百万円	2,385 百万円
所在地	山梨県富士吉田市	東京都渋谷区	東京都渋谷区、 山梨県富士吉田市
決算月	3 月	2 月	3 月
従業員数	223 名（16/3 末）	266 名（16/3 末）	614 名
大株主（上位 2 社）	株式会社総合生活サービス（光通信グループ） 37.5% 株式会社光通信 15.9%	株式会社コンタクトセンター（光通信グループ） 69.3% 株式会社光通信 9.7%	株式会社コンタクトセンター（光通信グループ） 35.8% 株式会社総合生活サービス（光通信グループ） 23.6%
総資産	7,842 百万円（16/3 末）	3,164 百万円（15/2 末）	14,335 百万円（17/3 期 2Q）
売上高	13,050 百万円（16/3 期末）	8,343 百万円（16/2 末予想）	8,856 百万円（17/3 期 2Q）
営業損益	35 百万円（16/3 期末）	-854 百万円（16/2 末予想）	108 百万円（17/3 期 2Q）
ブランド	クリティア	プレミアムウォーター	プレミアムウォーター
強み	非加熱天然水の製造品質、出荷量ともに国内トップクラス	国内最大級のプロモーション営業会社	同左（両社の強み）

出所：会社情報、旧会社は 2016 年 4 月 15 日現在、新会社は 17/3 期 2Q 決算時

“投資回収型ストックビジネスモデル”で攻勢をかける

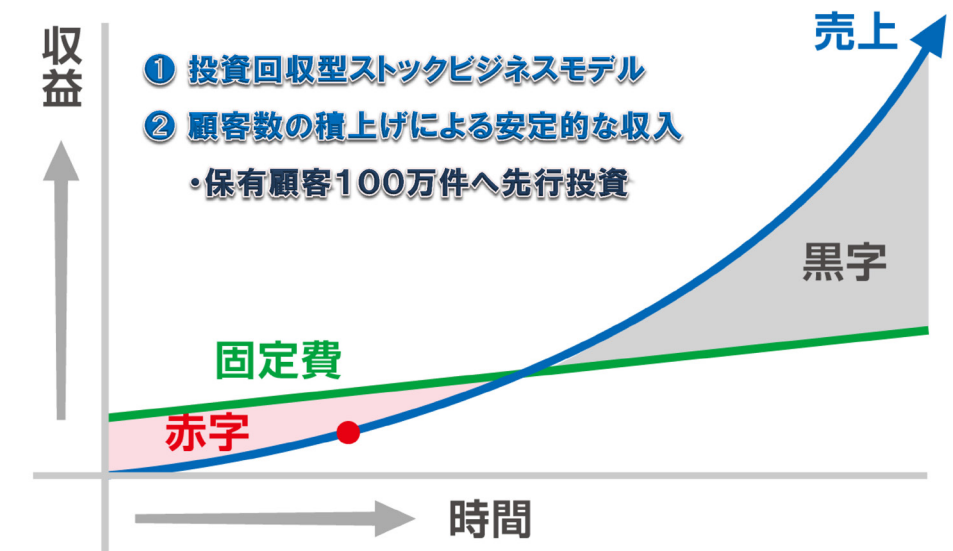
(4) ビジネスモデル

同社のビジネスモデルを一言で表現すれば、「投資回収型ストックビジネスモデル」となる。初期投資としては、ウォーターサーバーの原価、大手量販店などでのデモンストレーション販売の費用など 1 顧客当たり数万円を会社側が負担する。天然水の売上げで徐々に回収していくが、継続率が高く（解約率が低く）、配送周期が短い顧客が多くなるほど、投資回収が早くなる。お得な価格の「3 年契約プラン」を選ぶ新規契約者が多く、解約率は約 1.7% と低くかつ低下傾向にある。一旦獲得した顧客の維持には、当然ながら商品製造コストや配送コストがかかるが、同社には製造には規模の効果が効き、配送はワンウェイのため一定以下のコストに抑えられるという特長がある。総じて言えば、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。現状の保有顧客は 44.2 万人（2016 年 12 月末時点）だが、業界首位レベルの 50 万人さらには 100 万人を目指し新規顧客獲得月 1.6 万人以上のペースで攻勢をかけている最中であり、戦略的に先行投資を行う時期である。

新規顧客獲得を支える同社の“強力な営業力”を語る際には、“気合い”や“根性”などの精神論的な要素が多いと思われるがちであるが、萩尾社長のスタイルはそれとは一線を画し、営業スタッフが“当事者意識”を持つことを重視し、そのための“評価、人事、給与体系”を整備している。その卓越した営業力は、同業の宅配水会社上位 9 社中 6 社が旧エフエルシーに営業受託していたことから察することができる。

また、継続率に影響する要素として水の美味しさ及び品質は不可欠である。同社が取り扱う“非加熱天然水”は、山梨県富士吉田市、熊本県南阿蘇村などを水源として成分や安全性の厳しい基準をクリアしたものであり、2016 年モンドセレクション金賞及び優秀味覚賞を受賞している。製造品質にも厳しい管理体制を敷いており、2016 年 2 月に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である FSSC22000 の認証を取得した。

収益性成長イメージ



出所：決算説明会資料

■業績動向

統合効果により増収、効率化が想定以上進み営業増益

(1) 2017 年 3 月期第 2 四半期の業績動向

2017 年 3 月期第 2 四半期の売上高は 8,856 百万円（前年同期比 40.8% 増）、営業利益 108 百万円（前年同期は 225 百万円の損失）、経常利益 32 百万円（前年同期は 252 百万円の損失）、親会社株主に帰属する四半期純損失 216 百万円（前年同期比 42 百万円の損失増）となり、大幅な増収と営業利益の回復が顕著な決算となった。増収に関しては、経営統合の効果が 7 月から 9 月の四半期分計上されたことが大きい。営業増益に関しては、経営統合を機に販売体制の効率化・ブランド統一などを行い販管費が 2.3 ポイント減少したことや、プリフォーム内製化による原価低減により売上総利益率が 2.6 ポイント上昇したことが主要因である。なお、当期純利益の減益は、黒字子会社の税負担が要因である。

2017 年 3 月期 2Q 第 2 四半期実績

	2016/3 期 2Q		2017/3 期 2Q				
	2Q 実績 (百万円)	構成比 (%)	2Q 予想 (百万円)	2Q 実績 (百万円)	構成比 (%)	前期からの増減 (百万円)	前期比 (%)
売上高	6,289	100.0	10,000	8,856	100.0	2,567	40.8
売上総利益	4,653	74.0		6,775	76.5	2,123	45.6
販管費	4,879	77.6		6,667	75.3	1,788	36.7
営業損益	-225	-3.6	-380	108	1.2	334	-
経常損益	-252	-4.0	-420	32	0.4	284	-
親会社株主に帰属する 当期純損益	-174	-2.8	-470	-216	-2.4	-42	-

出所：決算短信

新規顧客獲得好調につき通期は赤字決算、先行投資の位置付け

(2) 2017 年 3 月期通期の業績見込み

2017 年 3 月期は、売上高 20,000 百万円（前期比 53.1% 増）、営業損失 500 百万円（前期比 535 百万円減）、経常損失 650 百万円（前期比 627 百万円減）、親会社株主に帰属する当期純損失 900 百万円（前期比 905 百万円の損失増）の見込みである。売上高の増加幅が大きいのが、同社の事業特性はストックビジネスのため予想精度が高く、単純な経営統合による 2 社売上高の足し算だけでなく、足元の新規顧客獲得ペースが上がっていることを加味すると予想数字の現実味が増す。2017 年 3 月末の保有顧客数予想は 44 万人となっているが、12 月末の実績で既に 44.2 万人と期末の保有顧客数予想を超えており順調さがうかがえる。今期は戦略上先行投資期間であるため、販管費を使って新規獲得ペースを上げるため、営業利益は赤字を予想する。経営統合した第 1 四半期時の通期予想から 300 百万円上方修正されているのは、第 2 四半期の段階で営業利益が 488 百万円上振れて着地した影響である。

2017 年 3 月期連結業績予想

	2016/3 期		2017/3 期（予想）				
	通期実績 (百万円)	構成比 (%)	通期 (前回) (百万円)	通期 (修正) (百万円)	構成比 (%)	増減 (百万円)	前期比 (%)
売上高	13,056	100.0%	20,000	20,000	100.0%	6,943	53.1%
営業損益	35	1.5%	-800	-500	-2.5%	-535	-
経常損益	-23	1.3%	-880	-650	-3.3%	-627	-
親会社株主に 帰属する当期純損益	5	0.2%	-980	-900	-4.5%	-905	-

出所：決算短信



プレミアムウォーター ホールディングス

2588 東証 2 部

<http://premiumwater-hd.co.jp/ir/index.html>

2017 年 1 月 17 日（火）

経営統合を経て資産も倍増、中長期の安全性向上が今後の課題

(3) 財務状況

2016 年 9 月期末の総資産残高は、6,493 百万円増（2016 年 3 月期末比）の 14,335 百万円となった。そのうち流動資産は、3,283 百万円増の 7,011 百万円であり、主な要因は現預金の増加 1,675 百万円、売掛金の増加 792 百万円である。固定資産は、3,210 百万円増の 7,323 百万円であり、主な要因は賃貸用資産の増加 2,337 百万円である。

一方、負債合計は、6,572 百万円増（2016 年 3 月期末比）の 12,080 百万円となった。そのうち流動負債は、2,097 百万円増の 5,044 百万円であり、主な要因は、未払金の増加 694 百万円、割賦未払金の増加 896 百万円である。固定負債は、4,475 百万円増の 6,575 百万円であり、主な要因は社債の増加 2,794 百万円、長期割賦未払金の増加 1,812 百万円である。純資産の変動は小さかった。

経営指標（2016 年 9 月期末）では、流動比率 127.4%と平均的レベルであり短期的な支払能力に問題はない。自己資本比率は経営統合を経て、29.3%（2016 年 3 月末）から 15.4%（2016 年 9 月末）に低下した。先行投資の回収が始まる 2018 年 3 月期までは内部留保の蓄積は見込めないが、大株主（光通信グループ）の IR でも好調な事業として捉えており、今後の支援も期待できるなか、多少の安全性を犠牲にしてアクセルを踏む。

連結貸借対照表、経営指標

（単位：百万円）

	16 年 / 3 月末	16 年 / 9 月末	増減額
流動資産	3,729	7,011	3,283
（現預金）	1,249	2,923	1,675
（売掛金）	1,343	2,136	792
固定資産	4,113	7,323	3,210
（賃貸用資産）	1,588	3,925	2,337
総資産	7,842	14,335	6,493
流動負債	3,407	5,504	2,097
固定負債	2,101	6,575	4,475
負債合計	5,508	12,080	6,572
純資産合計	2,333	2,254	-79
負債純資産合計	7,842	14,335	6,493
<安全性>			
流動比率（流動資産÷流動負債）	109.4%	127.4%	-
自己資本比率（自己資本÷総資産）	29.3%	15.4%	-

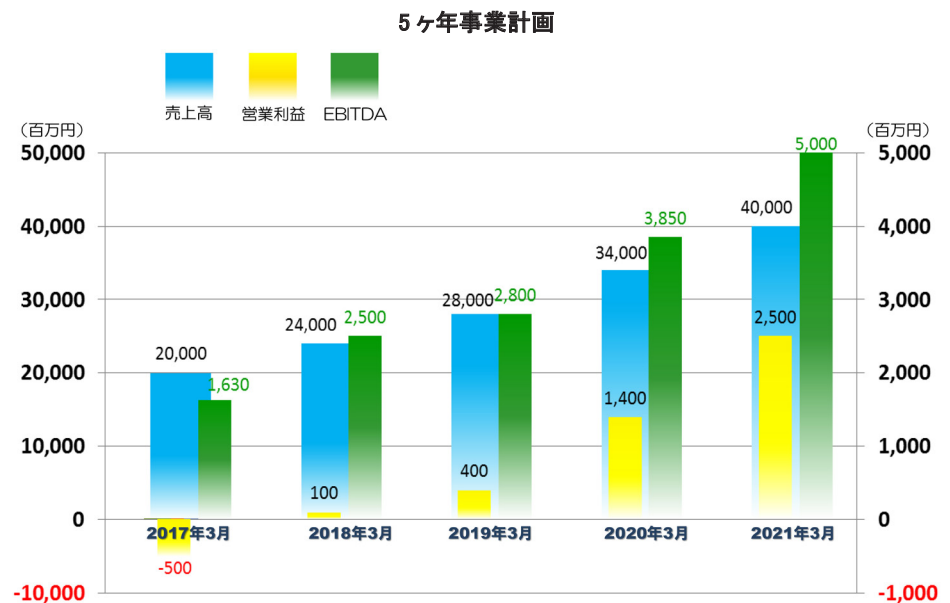
出所：決算短信

■ 成長戦略

2021 年 3 月期に売上高 40,000 百万円、EBITDA 5,000 百万円を目指す

(1) 5 ヶ年事業計画

同社は 2016 年 7 月の経営統合を機に、2021 年 3 月期を最終年度とする 5 ヶ年事業計画を発表した。この計画は、2021 年 3 月期に売上高 40,000 百万円、営業利益 2,500 百万円、EBITDA（減価償却前営業利益）5,000 百万円を目指すアグレッシブなもので、実現すれば 2017 年 3 月期から売上高で 2 倍、EBITDA で 3 倍に飛躍することになる。2018 年 3 月期には営業利益で黒字化し、2019 年 3 月期に保有顧客数が 50 万人を超え業界首位に躍り出るシナリオである。足元の新規顧客獲得数は月 16,621 人（10 月－12 月の月平均）であり、このペースを持続し年間 20 万人の新規顧客が獲得できると、5 ヶ年事業計画も現実味を帯びたものとなる。



出所：決算説明会資料

副商材（サプリなど）を強化

(2) 副商材・マイページアプリの展開

同社は、天然水のみならず、天然水と親和性の高い副商材としてサプリメント、米や食材などの販売を計画している。この取り組みは、顧客満足度の向上・継続率の向上を目的としており、顧客は会員限定価格で厳選された副商材を購入できる。それと同時に、電話などを利用せずに簡単な操作で天然水や副商材を購入できるスマホアプリ（マイページアプリ）の普及を推進しており、継続率の向上につなげたい考えだ。

副商材の強化

■CS向上モデル



お客様により天然水をご利用頂くために、「天然水を使う生活習慣」をご提案しています。

水と親和性の高い厳選した副商材を、会員限定価格で提供し、顧客満足度の向上に努めています。

- ① 親和性の高い副商材（お水の消費促進）
- ② 会員限定価格（継続率の向上）
- ③ アプリで複数サービスの併用を簡単に
- ④ 高い顧客満足

出所：決算説明会資料

容器の内製化により原価低減

(3) 内製化への取り組み

同社は今後、製造原価の低減に本格的に取り組む。既に小型のプリフォーム射出成型機はパイロット導入され、2017 年第 2 四半期決算で原価低減に効果が始まっている。2017 年春をめどに 2 号ラインの増設を行い、月間 150 万本を内製できる体制を整える予定だ。SPA 体制を強化することで収益性を高め、成長の原動力とする。

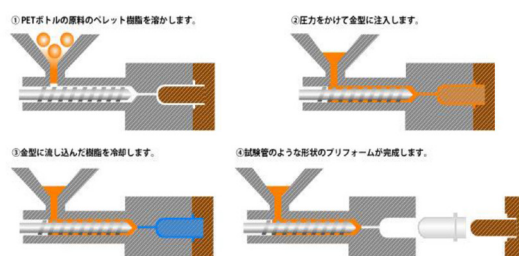
内製化の強化

プリフォーム射出成型機 2 号ラインの増設による製品原材料内製化を強化します。

- ◆設置時期： 平成29年春予定
- ◆生産能力： フル稼働の場合月間150万本



出所：決算説明会資料



■株主還元策

配当の予想なし

同社は、成長のための投資を優先するため、2017 年 3 月期に配当を行う予定はない。

ディスクレーマー（免責条項）

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・加工することは強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・譲渡することは強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