

|| 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 >>>](#)

2020 年 12 月 14 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. 業績動向	01
2. 業績見通し	01
3. 成長戦略・トピック	02
■ 会社概要	03
1. 会社概要と沿革	03
2. 成長する宅配水市場	04
3. 市場シェアの推移	04
4. 強み	05
5. ビジネスモデル	08
6. 保有契約件数の推移	08
■ 業績動向	09
1. 2021年3月期第2四半期の業績動向	09
2. 財務状況	10
3. 2021年3月期通期の業績見通し	11
■ 成長戦略・トピック	13
1. 同社成長の軌跡：第3フェーズを快走中	13
2. 新規顧客獲得チャネルの多様化	14
3. 岐阜県に全国6番目の水源を確保	15
■ 株主還元策	15

■ 要約

2021年3月期第2四半期は過去最高の売上収益・利益を更新。 コロナ禍においても販促チャネル多様化により順調に新規顧客獲得

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式会社ウォーターダイレクトと営業力が強みの株式会社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）代表取締役社長だ。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り、以後急成長を続ける。強力な営業組織と販売ノウハウを武器に急成長し、保有顧客数1,130千件に達し（2020年9月末時点）、宅配水業界で売上収益トップを独走している。

1. 業績動向

2021年3月期第2四半期の売上収益は27,158百万円（前年同期比23.5%増）、営業利益2,128百万円（同175.7%増）、税引前四半期利益1,912百万円（同229.7%増）、親会社の所有者に帰属する四半期利益1,113百万円（同161.3%増）となり、コロナ禍（新型コロナウイルス感染症の拡大）で大幅な増収増益を達成した。売上収益に関しては、新規契約獲得が好調に推移し、それに伴い保有顧客数が想定以上に積み上がったことで成長率が23.5%に達した。2020年9月末の保有顧客数は1,130千件（前期末は1,002千件）と127千件の純増となった。上期の月平均の純増数は21,269件/月（前期の月平均は16,009件/月）とペースアップした。コロナ禍の影響により緊急事態宣言期間（4月～5月）にショッピングセンター等の商業施設におけるデモンストレーション販売が制限されたものの、緊急事態宣言解除後は平時と同様の活動が行える水準まで回復した。また、テレマーケティング・Webによる新規顧客の獲得は上期を通じて順調に推移した。これはコロナ禍において、在宅の比率が多くなったことによるテレマーケティングの効果向上やWeb接触時間の増加が影響している。さらに、既存顧客の継続率の向上や顧客満足度向上のための各種付帯サービスの提供等も保有顧客の維持・向上に寄与した。またコロナ禍による在宅時間の長期化により水の消費量も増加したことも売上収益を押し上げた一要因である。

2. 業績見通し

2021年3月期通期の連結業績予想は、売上収益で前期比21.0%増の55,000百万円、営業利益は同88.2%増の3,500百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益は同44.6%増の2,700百万円と、大幅な増収増益を予想する。売上収益に関しては、第2四半期の進捗率は49.4%（前期は48.4%）に達しており前年同期より順調な進捗だ。ストック型のビジネスのため、期末に向けて保有顧客数が積み上がり、売上収益は下期偏重となる。保有顧客数は第2四半期末時点で1,130千件に達し、中期経営計画の期末目標値である1,090千件を既に超えており、さらに上を目指すほど好調だ。また、コロナ禍における在宅消費増や継続的に取り組む継続促進策（解約率低減策）も売上収益のプラスに働く予想だ。弊社では、下期はコロナ禍の第三波など不透明な要素もあるものの、同社はなお力強く成長するビジネスモデルを確立しており、例年通り営業利益の計画値（3,500百万円）を超えてくると予想する。

要約

3. 成長戦略・トピック

2019年3月期以降は「損益分岐点到達後・成長利益両立期」となる同社の第3フェーズである。保有契約件数が一定以上に達し、損益分岐点を超えたため、経営が黒字化し、利益率が上昇しているフェーズである。当フェーズ（2019年3月期～2020年3月期）の新規顧客獲得数は月27千件前後にレベルアップし、解約率を1.5%前後（フィスコ試算）に低下させることに成功した。

販売手法別では、デモンストレーション販売、テレマーケティング、Webの3つに分かれる。デモンストレーション販売は、2016年の経営統合後の急成長の原動力であり、同社の大きな強みである。3つの手法は、ウィズコロナ時代に対応しながらそれぞれが成長を続けている。直間別（直接販売/取次店経由別）の視点で著しい伸びが期待できるのが「取次店経由」チャンネルである。宅配水業界No.1という認知が広まったため様々な企業からも取次販売の要望が来る状況となり、2021年3月期は年38%増ペースで新規獲得数が伸びる計画である。安定成長モデルを確立している直接販売に取次店販売が加わり、増収及び増益のペースが加速している。

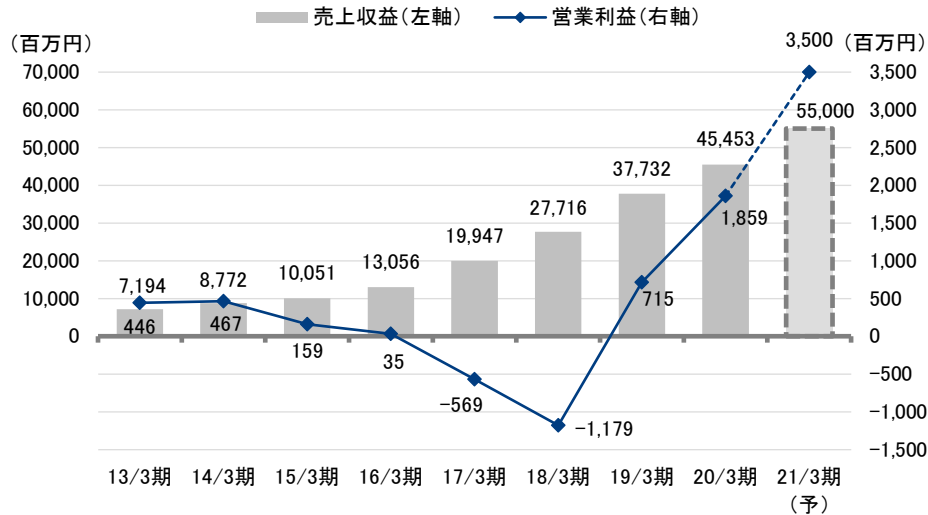
今後に関しては、現状の中期経営計画がコロナ禍以前に作成されたものであるため、修正が予定されている。2021年3月期の通期予想は、売上収益及び各利益において、中期経営計画の2022年3月期数値を前倒しで達成している。同社はコロナ禍の動向を見極めた上で2021年3月期末前後に新たな中期経営計画を発表したい考えだ。

Key Points

- ・ 宅配水市場の成長をけん引。過去3年間で市場シェア約24.2%に倍増
- ・ 2021年3月期第2四半期は過去最高の売上収益・利益を更新
- ・ 無担保社債の発行（50億円）により短期借入金が増加（流動比率100%超え）
- ・ 2021年3月期通期は売上収益55,000百万円、営業利益3,500百万円を予想。通期業績は例年通り上振れる可能性あり
- ・ 損益分岐点を超え、成長と利益を両立するフェーズを快走中

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個別業績。2020年3月期からIFRSを適用
 出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

宅配水業界 No.1 の規模と成長力。天然水の製販一体型経営に特長

1. 会社概要と沿革

同社は、天然水製造が強みの株式会社ウォーターダイレクトと営業力が強みの株式会社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。ウォーターダイレクトは創業当初から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を開始したのを皮切りに、全国的に大手小売店でのデモンストレーション販売を展開し顧客件数も順調に拡大してきた。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つ。2020年3月期の売上収益(45,453百万円)は宅配水業界 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。

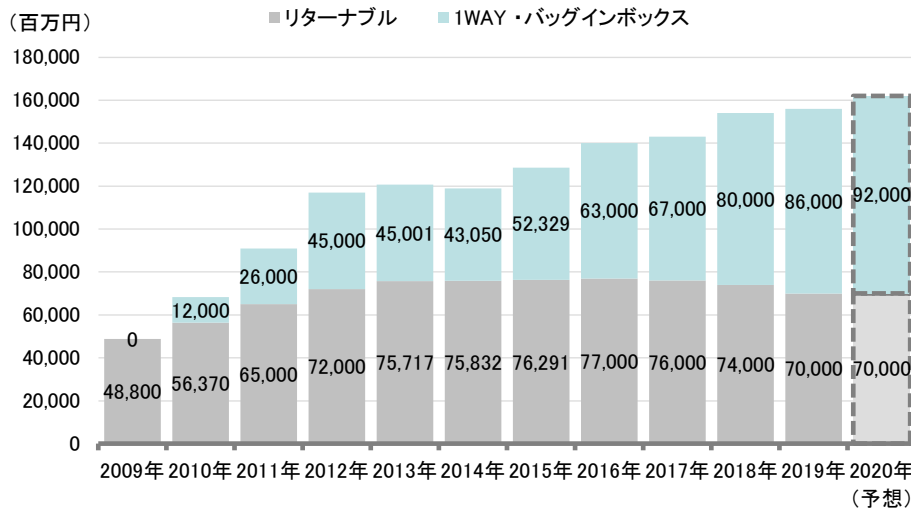
会社概要

宅配水市場の成長をけん引する存在。 過去3年間で市場シェア約24.2%に倍増

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、2019年の市場規模は156,000百万円、2014年から2019年の5年間の年平均成長率は5.6%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。2019年の市場規模はリターナブルで70,000百万円（前年比4,000百万円減）、1WAY86,000百万円（前年比6,000百万円増）と明暗がわかる。同社は1WAY方式を採用しており、1WAY市場の成長をけん引する存在だ。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。

宅配水の市場規模推移



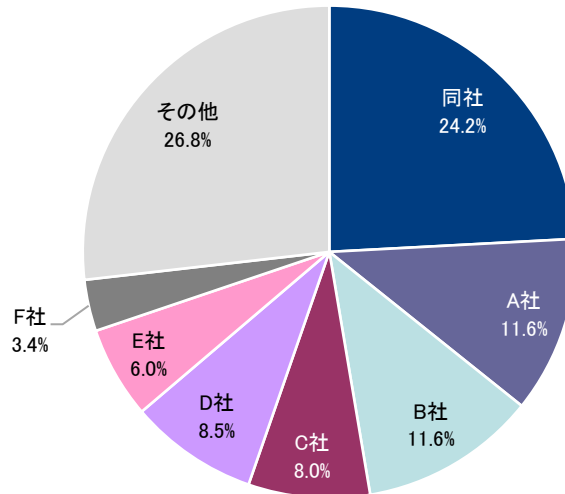
出所：(一社)日本宅配水&サーバー協会「宅配水業界統計資料」よりフィスコ作成

3. 市場シェアの推移

宅配水市場には多数のプレーヤーが参入している。同社のような水宅配専門プレーヤーもいれば、ガス会社系プレーヤー、レンタル・クリーン・オフィスサービス系プレーヤー、飲料メーカー系プレーヤーなど様々である。同社は2016年時点（統合直後）では市場シェア11.8%で業界3位だったが、3年後の2019年には約24.2%と躍進し2位以下を倍以上引き離す存在となった。また、宅配水以外を含めた広義のミネラルウォーター市場においては、売上収益シェアで1位のサントリー食品インターナショナル<2587>、2位の日本コカ・コーラ（株）に次ぐ3位に位置付けられる。

会社概要

宅配水市場のシェア(件数ベース)

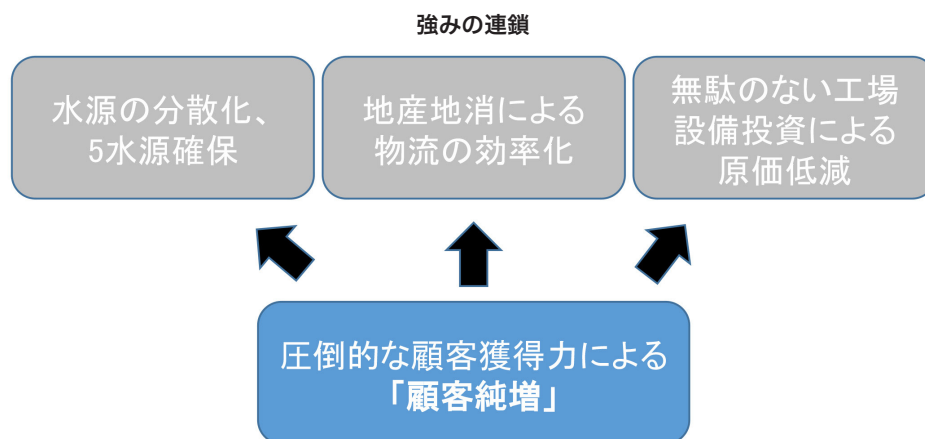


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

「顧客純増」の強みが水源分散化、物流効率化、製造原価低減に好影響

4. 強み

同社の強みの根源は、圧倒的な顧客獲得力による「顧客純増」である。この強みがあることにより、水源分散化や物流効率化、無駄のない工場設備投資などが可能となり、好循環が生まれている。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

会社概要

(1) 圧倒的な顧客獲得力による「顧客純増」

同社は宅配水市場でのシェアを近年大きく伸ばしており、顧客獲得力がずば抜けている。その特長は、エフェルシーが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だったことに遡る。顧客獲得方法は様々であるが、同社は大型商業施設や大手量販店、ホームセンターなどでのデモンストレーション販売で約6割の顧客を獲得している。同社専用のブースを期間限定で出展し、同社の従業員が対応する。営業ノウハウやその教育もさることながら、従業員の育成とモチベーションを考慮して作り込まれた従業員評価制度があり、能力を引き出す仕組みが充実している。そのほかにテレマーケティング、Webによる新規顧客獲得も増えており、特にコロナ禍により在宅時間が増えた消費者に対して有効性が増している。なかでもテレマーケティングは3割以上の顧客を獲得する。具体的には不動産会社や家電量販店などの委託契約により、入居後や大型家電購入後にサンキューコールを実施する。その際、了承を得た顧客に対して宅配水を推奨する。多様な販売チャネルから顧客を獲得できるのが同社の強みと言えるだろう。

シェア No.1 のナチュラルミネラルウォーターブランドであることの認知が高まったことにより、取次店販売チャネルが伸びている。取次店としては、家具、各種通販、家電量販店、不動産、鉄道、電力など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。

(2) 水源の分散化（全国5水源体制）

同社は水の安定供給及び地産地消を狙いとして水源を分散する方針を取っている。富士吉田（山梨県）、南阿蘇（熊本県）、金城（島根県）、朝来（兵庫県）、北アルプス（長野県）の全国5ヶ所が稼働している。5つの自社専用の水源を持つことも業界では特異な存在である。水源を増やす難しさは、一定以上の顧客が確保できなければ工場の稼働率は上がらず製造コストが高くなってしまいう点にある。その点で同社は保有顧客を増加させることができているため、工場稼働率を落とすことなく水源の開拓ができる。現在の5水源で最大175万ユーザーまで供給可能な体制が整っている。また、2016年の熊本地震の際に南阿蘇の供給がストップする事態があったが、九州地方に配送する宅配水をほかの水源からバックアップで供給することができたことから、分散化が災害時にも強いことを証明した。

同社は成分や安全性には独自の厳しい基準を設定している。ミネラルバランス、硝酸・亜硝酸値、水量（供給量）、水質などの厳しい基準をクリアできる水源は多くはないのが実情である。特に、硝酸及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。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。

会社概要

高品位な全国 5 つの水源



出所：決算説明会資料より掲載

(3) 地産地消による物流の効率化

宅配水業界にとって、近年の物流費の上昇は大きな経営課題である。同社は 1 WAY 方式の配送を行うため、大手の配送業者に配送を委託しており、売上収益に占める配送費の比率は 20% を超える（2020 年 3 月期で 25.4%）。配送業者からは絶えず値上げプレッシャーがあり、今後も更なる物流費上昇のリスクがある。同社が打ち出す 1 つの方向性が、「水源の分散化による配送距離の短縮化」である。製造地と消費地が近ければ配送費も抑制できる。5 水源体制となっており、南阿蘇工場から九州地方、金城工場から中四国地方、朝来工場から近畿地方と北陸地方の一部、富士吉田工場から東海地方から東（北海道除く）、北アルプス工場から北海道地方へそれぞれ配送する体制が整った。エリア内で、定期的にとまとった物量が確保できるため、トラックの積載効率も高くなり、物流費高騰を回避できる要因となっている。

(4) 無駄のない工場設備投資による原価低減

同社は、製造原価の低減にも取り組んできた。2016 年からプリフォーム射出成型機を導入し、容器の内製化を行い、原価低減に成功している。この設備投資は約 4 億円の投資であった。容器 1 本当たり 20 円削減を想定した投資だったが、大きな設備投資も商品の本数が少なければ、無駄な投資となってしまう。同社では初年度に 1000 万本出荷し、約 1.6 億円の利益向上を達成した。投資から 3 年目には投資回収し、利益を生み出し続けている。このように、顧客純増による出荷規模拡大は様々な面で好循環を生んでいる。

「投資回収型ストックビジネスモデル」が特徴。 損益分岐点を超え、利益率向上が加速

5. 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顧客を獲得するためのコストは33千円前後と試算できる※。この先行投資を、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%と仮定すると、
 60ヶ月目で40.4%（フィスコ試算）が継続する。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）は安定して獲得できる。
 つまり単純化すれば、33千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損失を計上することになるが、その後回収が進んでくると大きく利益を計
 上できるという事業特性である。2016年7月の経営統合以来、同社は新規顧客獲得のギアを上げて先行投資し
 てきたが、2019年3月期はその成果として保有顧客数が拡大し損益分岐を超えたために、利益がV字回復し、
 その後も利益率を向上させている。

※ 2020年3月期の有価証券報告書より、契約コスト償却費（2,705,394千円）、従業員及び役員に対する給付費用
 （4,961,930千円）、販売手数料（3,719,328千円）、合計11,386,652千円。月次概況（速報）より、2020年3月期
 の新規獲得顧客数349,487件から計算。

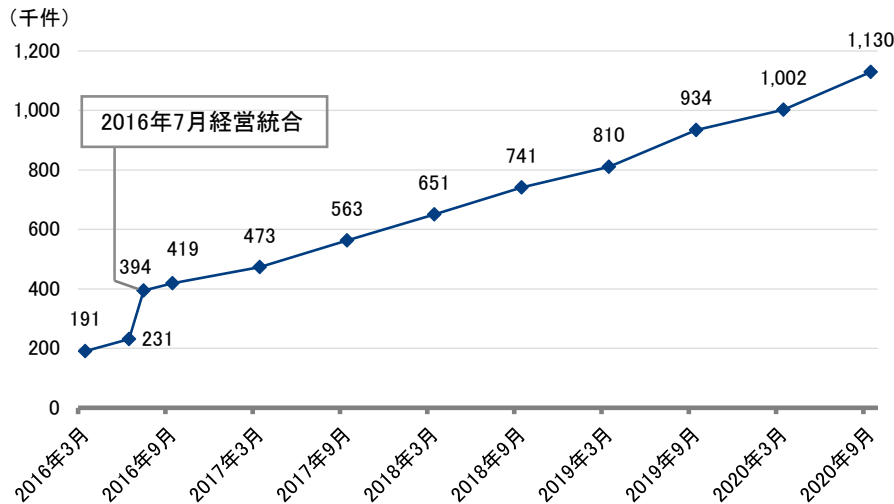
新規顧客獲得力に加え、解約率も抑制できており、 保有契約件数が順調に積み上がる。2020年9月末で保有1,130千件

6. 保有契約件数の推移

同社はKPI（重要業績評価指標）として保有契約件数を設定し進捗を管理している。2016年7月の経営統合前
 に231千件だった保有契約件数は、統合直後に394千件となり、その後も安定して右肩上がりに伸び、2020
 年9月末には1,130千件に達している。直近の2年間の平均では、月平均で16.2千件ずつが純増したことにな
 る。純増の要因は、新規契約件数と解約数に分解できる。これらのデータは現在開示されていないが、過去の実
 績では新規顧客件数では月25～35千件のペース、解約件数では月15千件前後（保有1,000千件、月解約率1.5%
 の場合）が目安となる。新規契約ペースが解約ペースを絶えず上回るため、安定して純増することができる。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。解約率はフィスコ試算で2%前後だったが、2019年3月期以降は1.5%
 前後に低下している。解約率1.5%という水準は、宅配水業界内においても、低く抑えることに成功している
 と言える。これは、クレジットカード決済顧客を中心に顧客開拓を行うほか、プレミアムモールやプレミアム電力
 など様々な付加サービスにより顧客満足度を高まったことなどの要因が考えられる。

会社概要

保有契約件数の推移



出所：同社提供資料よりフィスコ作成

業績動向

2021年3月期第2四半期は過去最高の売上収益・利益を更新。コロナ禍においても各販促チャネルより順調に新規顧客獲得

1. 2021年3月期第2四半期の業績動向

2021年3月期第2四半期の売上収益は27,158百万円（前年同期比23.5%増）、営業利益2,128百万円（同175.7%増）、税引前四半期利益1,912百万円（同229.7%増）、親会社の所有者に帰属する四半期利益1,113百万円（同161.3%増）となり、コロナ禍ではあるが大幅な増収増益を達成した。

売上収益に関しては、新規契約獲得が好調に推移し、それに伴い保有顧客数が想定以上に積み上がったことで成長率が23.5%に達した。2020年9月末の保有顧客数は1,130千件（前期末は1,002千件）と127千件の純増となった。上期の月平均の純増数は21,269件/月（前期の月平均は16,009件/月）とペースアップした。コロナ禍の影響により緊急事態宣言期間（4月～5月）にショッピングセンター等の商業施設におけるデモンストラーション販売が制限されたものの、緊急事態宣言解除後は平時と同様の活動が行える水準まで回復した。また、テレマーケティング・Webによる新規顧客の獲得は上期を通じて順調に推移した。これはコロナ禍において、在宅の比率が多くなったことによるテレマーケティングの効果向上やWeb接触時間の増加が影響している。さらに、既存顧客の継続率の向上や顧客満足度向上のための各種付帯サービスの提供等も保有顧客の維持・向上に寄与した。またコロナ禍による在宅時間の長期化により水の消費量も増加したことも売上収益を押し上げた一要因である。

業績動向

営業利益に関しては、前期比 175.7% 増と予想を超える大幅な増益となった。売上総利益に関しては、各工場設備の稼働率の向上等による製造原価が低減したことなどにより、売上総利益率で 2.3 ポイント上昇。販管費に関しては、営業活動の積極的な展開や各種プロモーションを強化したことにより販売促進費用等が増加した一方で、効率的な物流網の構築等の取り組みが奏功し販管費率を 2.0 ポイント低下させた。結果として 2021 年 3 月期第 2 四半期は上期として過去最高の営業利益を達成した。

2021年3月期第2四半期実績

(単位：百万円)

	20/3 期 2Q		21/3 期 2Q		前期比
	実績	売上比	実績	売上比	
売上収益	21,992	100.0%	27,158	100.0%	23.5%
売上総利益	18,331	83.3%	23,251	85.6%	26.8%
販管費*	17,558	79.8%	21,123	77.8%	20.3%
営業利益	772	3.5%	2,128	7.8%	175.7%
税引前四半期利益	580	2.6%	1,912	7.0%	229.7%
親会社の所有者に帰属する 四半期利益	426	1.9%	1,113	4.1%	161.3%

※「販売費及び一般管理費」に「その他の費用」を加え、「その他の収益」を差し引く。

出所：決算短信よりフィスコ作成

無担保社債の発行（50 億円）により 短期借入金が減少（流動比率 100% 超え）。 利益拡大フェーズに入り、利益剰余金がプラスに転じる

2. 財務状況

2021 年 3 月期第 2 四半期末の資産合計は前期末比 6,150 百万円増の 48,605 百万円となり、資産規模が拡大した。そのうち流動資産は 1,877 百万円増であり、その他の金融資産 1,965 百万円増、営業債権及びその他の債権 817 百万円増が主な要因である。非流動資産は 4,273 百万円増加の 28,630 百万円であり、有形固定資産 1,840 百万円増、新規契約の獲得に向けた各種営業費用の増加に伴う契約コスト 1,547 百万円増が主な要因である。新規顧客獲得が順調に進捗していることが数値にも表れている。

負債合計は前期末比 4,869 百万円増の 40,633 百万円となった。そのうち流動負債は 555 百万円減であり、営業債務及びその他の債務が 481 百万円増加したものの、有利子負債が 1,483 百万円減少したことが主な要因である。非流動負債は 5,424 百万円増であり、無担保社債の発行（50 億円）等により有利子負債が 5,364 百万円増加したことが主な要因である。資本合計は 1,280 百万円増加の 7,972 百万円となった。主な増加要因は、親会社の所有者に帰属する四半期利益 1,113 百万円の計上に伴う利益剰余金の増加が主な要因である。この結果、利益剰余金は 364 百万円とプラスに転じ、累積赤字を解消し、財務基盤が強化された。

業績動向

経営指標（2021年3月期第2四半期末）では、流動比率が108.9%（前期末は95.8%）と100%を超えた。これは無担保社債の発行（50億円）により短期借入金を返済できたためである。親会社所有者帰属持分比率も16.4%（前期末は15.7%）と改善傾向だ。現在は利益が拡大するフェーズに入っており、内部留保が蓄積し始めた。今後は財務の安全性がさらに改善することが予想される。

連結貸借対照表及び経営指標

(単位：百万円)

	20/3 期末	21/3 期 2Q 末	増減額
流動資産	18,097	19,974	1,877
（現金及び現金同等物）	10,238	10,337	99
（営業債権及びその他の債権）	5,369	6,186	817
（その他の金融資産）	647	2,612	1,965
非流動資産	24,357	28,630	4,273
（有形固定資産）	13,638	15,479	1,840
（繰延税金資産）	1,735	2,511	776
（契約コスト）	6,487	8,034	1,547
資産合計	42,454	48,605	6,150
流動負債	18,891	18,336	-555
（営業債務及びその他の債務）	7,602	8,083	481
（有利子負債）	9,695	8,212	-1,483
非流動負債	16,871	22,296	5,424
（有利子負債）	16,534	21,899	5,364
負債合計	35,763	40,633	4,869
資本合計	6,691	7,972	1,280
（利益剰余金）	-749	364	1,113
負債及び資本合計	42,454	48,605	6,150
<安全性>			
流動比率	95.8%	108.9%	-
親会社所有者帰属持分比率	15.7%	16.4%	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

2021年3月期通期は売上収益55,000百万円、 営業利益3,500百万円を予想。 通期業績は例年通り上振れる可能性あり

3. 2021年3月期通期の業績見通し

2021年3月期通期の連結業績予想は、売上収益で前期比21.0%増の55,000百万円、営業利益は同88.2%増の3,500百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益は同44.6%増の2,700百万円と、大幅な増収増益を予想する。

プレミアムウォーターホールディングス | 2020年12月14日(月)
 2588 東証 2部 | <https://premiumwater-hd.co.jp/ir/>

業績動向

売上収益に関しては、2021年3月期第2四半期の進捗率は49.4%（前期は48.4%）に達しており前年同期より順調な進捗だ。ストック型のビジネスのため、期末に向けて保有顧客数が積み上がり、売上収益は下期偏重となる。保有顧客数は第2四半期末時点で1,130千件に達し、中期経営計画の期末目標値である1,090千件を既に超えており、さらに上を目指すほど好調だ。営業チャネル別にみると、新規獲得数で約55%を占める直接販売（自社スタッフによる販売）と約45%を占める取次店販売に分かれる。通期予想では、直接販売が前年比12.2%成長予想と例年並みなものに対して、取次店販売では同37.7%成長予想であり、取次店販売が2021年3月期の成長をけん引する存在だ。業界No.1企業であることにより、製造のスケールやブランド力で優位にあり、大手から中小までの優良な取次店から声がかかるとい背景がある。また、コロナ禍における在宅消費増や継続的に取り組む継続促進策（解約率低減策）も売上収益のプラスに働く予想となっている。

営業利益は、前期比88.2%増と収益力が飛躍的に高まる年となる予想だ。営業利益率では6.4%（前期は4.1%）を計画する。同社のビジネスモデルは、保有顧客数が積み上がり、そこからの継続的な収益が営業活動に伴う費用を上回ると急激に利益が増加するというものとなっている。2019年3月期に損益分岐点を超え、2020年3月期に黒字幅が拡大し、現在は収益性が一気に高まるフェーズにある。第2四半期の営業利益進捗率は60.8%（前期は41.5%）に達しており順調な進捗だ。弊社では、下期はコロナ禍の第三波など不透明な要素もあるものの、同社はなお力強く成長するビジネスモデルを確立しており、例年通り計画値（3,500百万円）を超えてくると予想する。

2021年3月期連結業績予想

（単位：百万円）

	20/3期		予想	売上比	21/3期		
	実績	売上比			増減	前期比	2Q進捗率
売上収益	45,453	100.0%	55,000	100.0%	9,547	21.0%	49.4%
営業利益	1,859	4.1%	3,500	6.4%	1,641	88.2%	60.8%
親会社の所有者に 帰属する当期利益	1,866	4.1%	2,700	4.9%	834	44.6%	41.2%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 成長戦略・トピック

損益分岐点を超え、成長と利益を両立するフェーズを快走中。 コロナ禍においても販売チャネル多様化により成長加速

1. 同社成長の軌跡：第 3 フェーズを快走中

同社の成長の軌跡は大きく 3 つのフェーズに分かれる。第 1 フェーズは創業から 2016 年の経営統合までであり、「製販一体型経営の確立期」である。高品質なナチュラルミネラルウォーターの大規模製造やワンウェイの物流方式など、現在の同社の成長の礎を築いた時期と言えるだろう。一方で製造キャパシティに対して販売力が相対的に弱く、経営資源を生かし切れていないという課題もあった。第 1 フェーズ終盤の新規顧客獲得数は月 6 千件前後、解約件数も同程度であった。

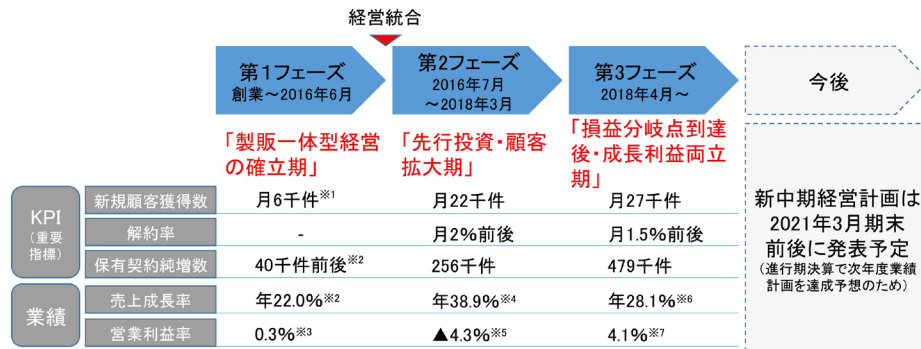
第 2 フェーズは 2016 年 7 月の経営統合から 2018 年 3 月期末までの約 2 年間の時期「先行投資・顧客拡大期」である。経営統合により販売力（主にデモンストレーション販売）を強化した同社は、新規顧客開拓に優先して取り組んだ。同社のビジネスモデルの特性上、「投資回収型ストックビジネスモデル（前述）」のため、急な拡大をすればするほど期間損益はマイナスとなる。当フェーズを通じた新規顧客獲得数は月 22 千件前後、解約件数をそれ以下に抑制したため、この時期の純増は 256 千件に達する。一方で 2 期連続で営業損失を計上した。

第 3 フェーズは 2019 年 3 月期以降の「損益分岐点到達後・成長利益両立期」である。保有契約件数が一定以上に達し、損益分岐点を超えたため、経営が黒字化し、利益率が上昇しているフェーズである。当フェーズ（2019 年 3 月期～2020 年 3 月期）の新規顧客獲得数は月 27 千件前後にアップし、解約率をフィスコ試算で 1.5% 前後に低下させることに成功し、フェーズ開始から直近までの純増は 479 千件に達する。営業利益率は、2019 年 3 月期に 1.9%、2020 年 3 月期に 4.1%、2021 年 3 月期第 2 四半期に 7.8% と上昇している。コロナ禍で同社の成長力及び収益力はより高まっている。これは、消費者の在宅率や販売チャネルの多様化施策の奏功などがドライバーとなっていることによる。

今後に関しては、現状の中期経営計画がコロナ禍以前に作成されたものであるため、修正が予定されている。2021 年 3 月期の通期予想は、売上収益及び各利益において、中期経営計画の 2022 年 3 月期数値を前倒して達成している。同社はコロナ禍の動向を見極めた上で 2021 年 3 月期末前後に新たな中期経営計画を発表したい考えだ。

成長戦略・トピック

同社成長の軌跡：第3フェーズ



※1 経営統合前の3ヶ月の平均
 ※2 2014年3月期から2016年3月期まで
 ※3 2016年3月期
 ※4 2017年3月期から2018年3月期
 ※5 2018年3月期
 ※6 2018年3月期から2020年3月期
 ※7 2020年3月期
 出所：決算説明会資料、取材よりフィスコ作成

2. 新規顧客獲得チャネルの多様化

同社の近年の快進撃を支えるのが販売力であることは言を俟たない。販売チャネルの観点で見ると、その進化が明らかになる。販売手法別では、デモンストレーション販売、テレマーケティング、Webの3つに分かれる。デモンストレーション販売は、2016年の経営統合後の急成長の原動力であり、同社の大きな強みである。2021年3月期第1四半期の緊急事態宣言前後には商業施設の制限により販売機会が減少したが、その後は前年同期を上回る水準に回復し、上期においても約60%の新規顧客を獲得している。コロナ禍以前は大型家電量販店や大型ショッピングセンターが中心だったが、その後は小規模なスーパーマーケットでの展開を増やし、新たな顧客層の開拓に成功した。テレマーケティングは近年特に売上構成比を高めている手法である。コロナ禍における外出自粛・在宅ワーク増加などにより、アウトバウンドコールの接続率が向上しさらにその売上構成比は上昇した。Web経由は、主にアフィリエイト広告などインターネット経由で受注を獲得する手法である。売上構成比では全体の5%前後とまだ少ないが、上昇傾向である。顧客獲得コストとしては相対的に高いものの、じっくり他社と比較してから、納得して選択する顧客が多いため、LTV（life time value、生涯顧客価値、継続期間や月間消費量などを加味して算出）が高い。3つの手法は、ウィズコロナ時代に対応しながらそれぞれが成長を続けている。

また直間別（直接販売 / 取次店経由別）の視点も欠かせない。直接販売は、社内の人員による販売である。創業以来の製販一体型経営の方針で成長してきた同社にとって、これまでの主流の販売方法であり、新規顧客獲得件数全体の構成比で約55%（2020年3月期）である。社内の人材採用、教育、処遇などのシステムが確立しており、安定して件数を伸ばしてきた。2021年3月期は年12%増ペースで新規獲得数を伸ばす計画である。一方で著しい伸びが期待できるのが「取次店経由」チャネルである。宅配水業界No.1という認知が広がり、様々な企業からも取次販売の要望が来る状況となった。同社の商流としては、取次店より顧客の紹介を受け同社が契約するというものであり、紹介数に応じた手数料は発生するものの、効率的に顧客開拓をすることができる。2021年3月期は年38%増ペースで新規獲得数が伸びる計画である。安定成長モデルを確立している直接販売に取次店販売が加わり、増収及び増益のペースが加速している。

プレミアムウォーターホールディングス | 2020年12月14日(月)
 2588 東証2部 | <https://premiumwater-hd.co.jp/ir/>

成長戦略・トピック

新規顧客獲得チャネルの多様化

販売チャネル	構成比	2021年3月期の傾向
手法別		
デモンストレーション販売	60%	第1四半期の緊急事態宣言前後には商業施設の制限により販売機会が減少したが、その後は前年同期を上回る水準に回復
テレマーケティング	35%	コロナ禍における外出自粛・在宅ワーク増加などにより、アウトバンドコールの接続率が向上
Web	5%	アフィリエイト広告などインターネット経由の受注が増加。じっくり他社と比較してから選択する顧客が多い
合計	100%	
直間別		
直接販売	55%	社内の人材採用、教育、処遇などのシステムが確立しており、安定して伸びてきた。2021年3月期は年12%増ベースで新規獲得数を伸ばす計画
取次店経由	45%	宅配水業界No.1という認知が広がり、様々な企業からも取次販売の要望が来る状況。2021年3月期は年38%増ベースで新規獲得数が伸びる計画
合計	100%	

出所：取材よりフィスコ作成

3. 岐阜県に全国6番目の水源を確保

同社は、2020年11月に、新たな宅配水の生産工場の建設のために岐阜県本巣郡の用地の購入を決定した。現在国内5ヶ所の工場にて宅配水の生産を行っているが、6番目の工場（水源）となる。新規顧客獲得が順調に進捗しており、保有契約件数が増加したため、将来の宅配水の出荷量の増加に備えるのが目的だ。また、物流戦略の観点からも東海地方への供給のみならず、関西、北陸、関東方面へも効率的な配送が可能となる。同社は水源を選定する際に、水の成分や安全性に独自の厳しい基準を設けている。特に硝酸・亜硝酸値の基準、水量（供給量）、水質、ミネラルバランス等にこだわり厳選しているため、これらの基準をクリアできる水源は多くはないのが実情である。2020年12月に契約締結、2021年1月に物件引き渡しを予定している。現在は更地であり、その後に新工場の建設工事が開始される予定だ。

株主還元策

株主優待制度を実施

同社は、成長のための投資を優先するため、2020年3月期に配当を行っていない。2021年3月期の配当も行わない予定としている。

同社は2014年3月期から株主優待制度を導入しており、内容を充実させることに努めている。3月31日現在の株主（100株以上）が対象であり、2020年3月期には、5種類の商品（天然水2種類、出汁とお米、うどん、醤油）から1つを選択できる形式だった。いずれも同社が本業を通じて提供している天然水や食品類（プレミアムモール販売商品）であり厳選された商品である。中でも、「ナチュラルミネラルウォーター（12L）2本セット」はサーバー契約者限定ではあるが、定期購入している宅配水のうち2本（約1ヶ月分）がまかなうことができる。

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp