

|| 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 >>>](#)

2021 年 6 月 23 日 (水)

執筆：客員アナリスト

角田秀夫

FISCO Ltd. Analyst **Hideo Kakuta**



FISCO Ltd.

<https://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月期通期の業績動向	09
2. 財務状況	10
3. 2022年3月期通期の業績見通し	11
■ 成長戦略・トピック	12
1. 中長期の保有顧客目標を公表：世帯普及率20%、1,000万ユーザー	12
2. 全国6番目となる岐阜北方の新水源の進捗	13
■ ESGへの取り組み	14
■ 株主還元策	15

■ 要約

2021 年 3 月期通期は 2 ケタ増収、大幅な増益を達成。 中長期で 1,000 万ユーザーを目指す

プレミアムウォーターホールディングス <2588> は、ウォーターサーバーを設置した家庭や事業所に自社製造のミネラルウォーターを届ける宅配水業界の大手企業である。2016 年に、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誕生した。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、強力な営業組織と販売ノウハウを武器に急成長する。保有顧客数は 122 万件に達し (2021 年 3 月末時点)、宅配水業界のなかで売上収益はトップである。

1. 業績動向

2021 年 3 月期通期の売上収益は 56,339 百万円 (前期比 23.9% 増)、営業利益 4,394 百万円 (同 136.3% 増)、税引前当期利益 3,942 百万円 (同 167.7% 増)、親会社の所有者に帰属する当期利益 3,193 百万円 (同 71.1% 増) となり、2 ケタ増収、大幅な増益を達成した。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積み上がったことで前期比 23.9% の増収となった。2021 年 3 月末の保有顧客数は 122 万件 (前期末は 100 万件) と 22 万件の純増となった。新型コロナウイルス感染症の拡大 (以下、コロナ禍) で大型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ケースがあったものの、代替施設の確保やテレマーケティング・Web の活用により顧客を増加させた。また、コロナ禍において、在宅時間の増加や内食需要の高まりにより、宅配水の需要が高まり、1 顧客当たりの水の消費量が増えたことも増収の要因となった。営業利益に関しては、前期比 136.3% の大幅な増益となった。結果として通期として過去最高の営業利益を達成した。

2. 業績見通し

2022 年 3 月期通期の連結業績予想は、売上収益で前期比 15.4% 増の 65,000 百万円、営業利益は同 22.9% 増の 5,400 百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益は同 3.4% 増の 3,300 百万円と、さらなる業容拡大を計画する。売上高が前期比 15.4% 増の予想 (前期実績は同 23.9% 増) と同社の過去の実績からはやや保守的な数字だが、前期も期初予想は 16.6% 増だったことからすれば、最低限のコミットメントと捉えることができる。宅配水業界にとってコロナ禍による影響はプラスに傾いた。顧客の在宅時間が増え、新しいライフスタイルへと変化しているためである。在宅時間が長いことは、Web 受注及びテレマーケティングの有効性が増すことにつながることに加え、顧客一件当たりの水の消費量が増える効果も期待できる。「プレミアムウォーター」ブランドの知名度向上により、代販 (取次) の引き合いが増える傾向にあることや、製造面での規模の効果によるコスト競争力により製造受託が増えるなど売上拡大につながる好条件が揃っている。そのため弊社は、売上高、各利益の期初予想が保守的なものであると考えており、例年通り上振れが期待できると考える。

要約

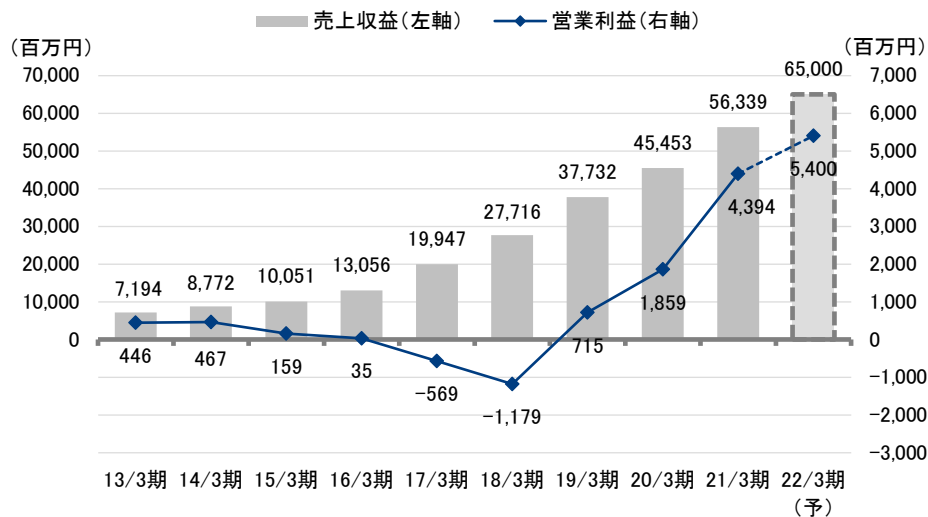
3. 成長戦略・トピック

2019 年 3 月期以降、同社の業績は損益分岐点を超え、成長と利益が両立するフェーズに入った。今後も成長ペースを緩めることなく新規顧客の獲得を行う方針である。新しい中長期目標としては、「世帯普及率 20%、1,000 万ユーザー」が発表された。一見、過大な目標に見えるかもしれないが、実際にはリアリティの伴った数字である。水道水が飲めるという恵まれた環境の日本ではあるが、自然災害が多い点や PET ボトルの環境問題（宅配水も PET は使用されているが、500 ミリリットル～2 リットルの容器と比較すると PET 使用比率は少ない）なども追い風となり宅配水の普及は今後も続くと考えられる。仮に日本のウォーターサーバー世帯普及率が 30% 前後になった際に、同社が 20% を占めることも、過去数年の顧客獲得実績から考えられる。ちなみに、過去 4 年間の宅配水業界全体の顧客純増は 93 万件、そのうち同社の顧客純増が 73 万件である。今後の成長のための施策としては、1) 他社製品の OEM 製造の受託、2) 現状の営業体制の強化、3) M&A の検討、の 3 点を打ち出した。

Key Points

- ・ 宅配水市場はコロナ禍で前期比 10.4% 成長。市場シェアは 26.7% とトップ
- ・ 2021 年 3 月期通期は 2 ケタ増収、大幅な増益を達成
- ・ 財務体質の強化が進展。利益剰余金が増加し、親会社所有者帰属持分比率が向上（17.0%）。短期的に 20%、中期的に 30% を目指す
- ・ 2022 年 3 月期通期は売上収益 65,000 百万円、営業利益 5,400 百万円を予想。例年どおり上振れる可能性あり
- ・ 中長期で世帯普及率 20%、1,000 万ユーザーを目指す
- ・ ESG への取り組み：水資源の保護やプラスチック使用料削減などで実績

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

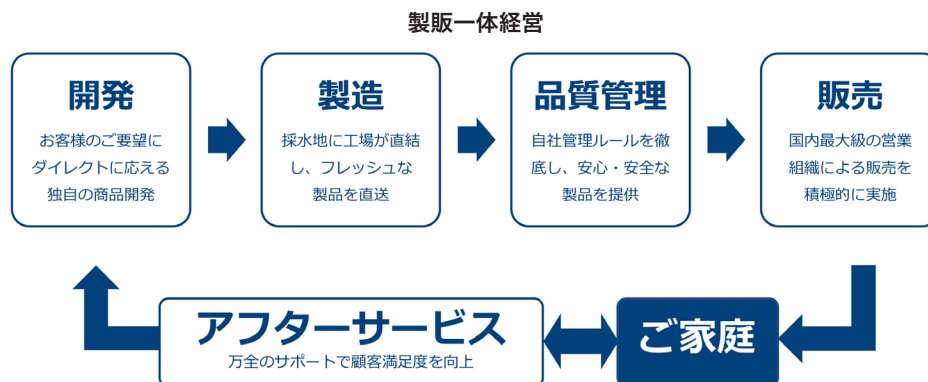
■ 会社概要

宅配水業界で最大の規模と成長力。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、ウォーターサーバーを設置した家庭や事業所に自社製造のミネラルウォーターを届ける宅配水業界の大手企業である。同社は、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て誕生した。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である。天然水製造を行うウォーターダイレクトと営業力を持つエフエルシーが統合することで、宅配水業界のなかでも高い成長力を持つ。2021 年 3 月期の売上収益（56,339 百万円）は宅配水業界で最大規模である。

※ 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。



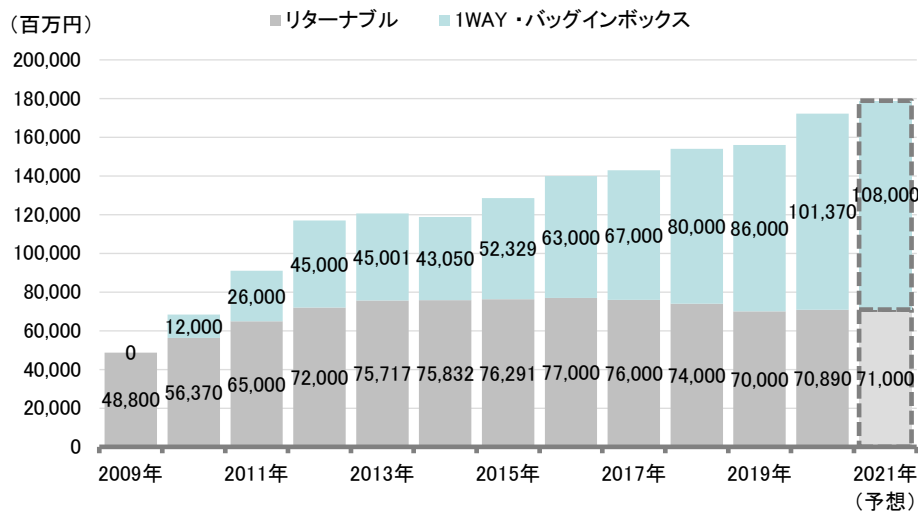
出所：決算説明会資料より掲載

宅配水市場はコロナ禍で前期比 10.4% 成長

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、2020 年の市場規模は 172,260 百万円、2014 年から 2020 年の 6 年間の年平均成長率は 6.4% である。特に 2020 年は、コロナの影響で宅配水の需要が増え、前年比 10.4% と高い成長を記録した。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。2020 年の市場規模はリターナブルで 70,890 百万円（前年比 890 百万円増）、1WAY101,370 百万円（前年比 15,370 百万円増）と 1WAY の伸びが大きい。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



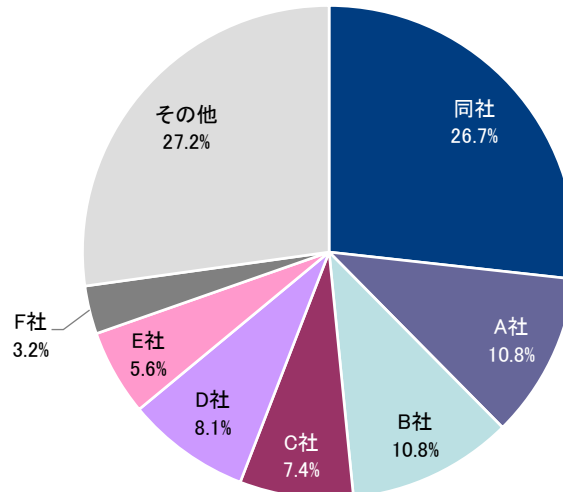
出所：（一社）日本宅配水&サーバー協会「宅配水業界統計資料」よりフィスコ作成

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 位だったと言うが、4 年後の 2020 年には 26.7% と躍進し 2 位以下を引き離す存在となった。これは、同社が顧客を純増させ続けた結果であり、商品力、ブランド力、営業力、顧客満足を獲得するサービス力などの総合力での優位性が認められた。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：決算説明会資料及び各企業の顧客数値などよりフィスコ作成

「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

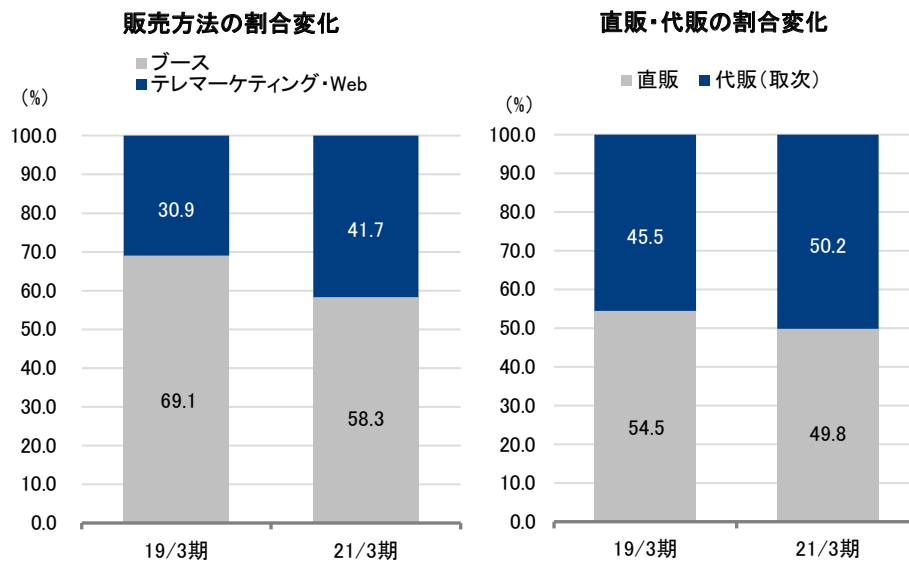
同社の強みの根源は、「高い顧客獲得力による顧客純増」である。この強みがあることにより、水源分散化や物流効率化、無駄のない工場設備投資などが可能となり、好循環が生まれている。

(1) 高い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いる。高い顧客獲得能力を培ってきた元を辿ると、エフエ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であったことに遡る。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、約 4 割の新規顧客を獲得する手法がテレマーケティング、Web である。特にコロナ禍により在宅時間が増えた消費者に対して、これらの手法の有効性が増している。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顧客へフォローの電話をする。その際、了承を得た顧客に対して宅配水を推奨する。環境の変化に柔軟に対応し、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。

会社概要

自社の営業部隊による販売（直販）が従来は主体だったが、近年は代理店による販売（代販・取次）が増えており、2021 年 3 月期には初めてその割合が 50% を超えた。業界で最大規模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、取次店販売の依頼が増えた。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。



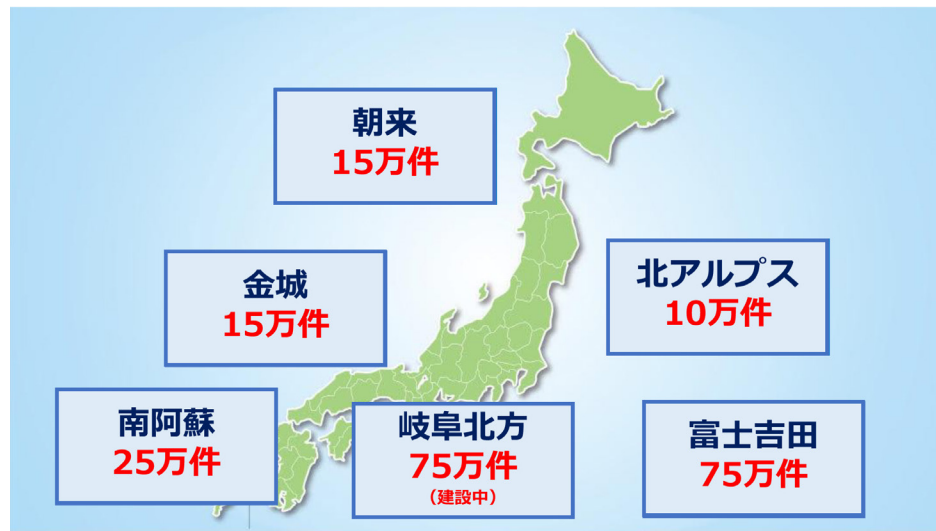
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(2) 水源の分散化（全国 6 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可能である。2021 年 1 月には、岐阜県本巣郡北方町に土地を取得し、年内にも新工場を稼働させる計画だ。6 水源合わせると最大で約 220 万ユーザーまで供給可能な体制が整ってくる。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。このことから、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6つの水源
 供給量の確保


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1WAY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(2021年3月期で25%弱)。配送業者からは絶えず値上げプレッシャーがあるため、物流費をコントロールすることの重要性は高い。同社が打ち出す大きな方向性は「水源の分散化による配送距離の短縮化」いわゆる「地産地消」である。製造地と消費地が近ければ配送費も抑制できる。2021年中には6水源体制となる計画であり、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、岐阜北方から岐阜県および北信越地方の一部、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う。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1,000万本出荷し、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ンストレーション販売の人件費、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、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。

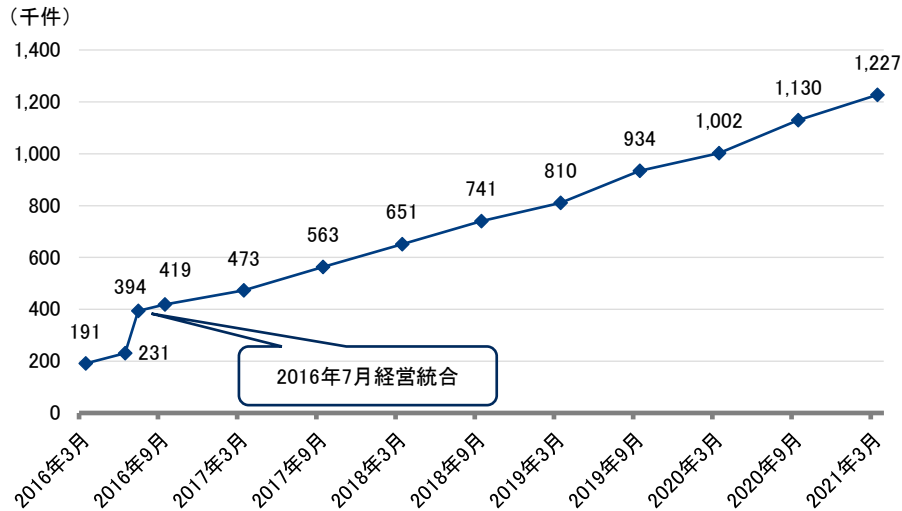
新規顧客獲得に加え解約率の抑制に成功し 保有契約件数122万件に到達

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23万件だった保有契約件数は、統合直後に39万件となり、その後も安定して右肩上がりに伸び、2021年3月末には122万件に達している。直近の2年間の平均では、月平均で約1.7万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、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。解約率を低く抑えることに成功している要因としては、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めたことなどが挙げられる。

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月期通期は2ケタ増収、大幅な増益。 新規顧客獲得が順調に推移し122万ユーザーに

1. 2021年3月期通期の業績動向

2021年3月期通期の売上収益は56,339百万円（前期比23.9%増）、営業利益4,394百万円（同136.3%増）、税引前当期利益3,942百万円（同167.7%増）、親会社の所有者に帰属する当期利益3,193百万円（同71.1%増）となり、2ケタ増収かつ大幅な増益を達成した。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積み上がったことで前期比23.9%の増収となった。2021年3月末の保有顧客数は122万件（前期末は100万件）と22万件的純増となった。コロナ禍で大型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ケースがあったものの、代替施設の確保やテレマーケティング・Webの活用により顧客を増加させた。また、コロナ禍において、在宅時間の増加や内食需要の高まりにより、宅配水の需要が高まり、1顧客当たりの水の消費量が増えたことも増収の要因となった。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（解約の防止）に寄与した。営業利益に関しては、前期比136.3%の大幅な増益となった。売上総利益は、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2.0ポイント上昇した。販管費は、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が1.8ポイント低下した。結果として通期として過去最高の営業利益を達成した。

業績動向

2021年3月期通期の実績

(単位：百万円)

	20/3期		21/3期		前期比
	実績	売上比	実績	売上比	
売上高	45,453	100.0%	56,339	100.0%	23.9%
売上総利益	37,974	83.5%	48,145	85.5%	26.8%
販管費※	36,114	79.5%	43,750	77.7%	21.1%
営業利益	1,859	4.1%	4,394	7.8%	136.3%
税引前当期利益	1,472	3.2%	3,942	7.0%	167.7%
親会社の所有者に帰属する 当期利益	1,866	4.1%	3,193	5.7%	71.1%

※「販管費」に「その他の費用」を加え、「その他の収益」を差し引いた数値。

出所：決算短信よりフィスコ作成

財務体質の強化が進展。 利益剰余金が増加し、親会社所有者帰属持分比率が向上（17.0%）

2. 財務状況

2021年3月期末の資産合計は前期末比19,338百万円増の61,793百万円となり、資産規模が拡大した。そのうち流動資産は10,170百万円増であり、現金及び現金同等物6,635百万円増、営業債権及びその他の債権1,982百万円増、その他の金融資産1,967百万円増、が主な要因である。非流動資産は9,167百万円増加の33,525百万円であり、有形固定資産4,505百万円増、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2,686百万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15,487百万円増の51,251百万円となった。そのうち流動負債は2,865百万円増であり、営業債務及びその他の債務の1,749百万円増などが主な要因である。非流動負債は12,622百万円増であり、無担保社債の発行（50億円）等により有利子負債が12,548百万円増加したことが主な要因である。資本合計は3,850百万円増加の10,542百万円となった。主な増加要因は、親会社の所有者に帰属する当期利益の計上に伴う利益剰余金3,193百万円増が主な要因である。この結果、利益剰余金は2,443百万円のプラスに転じて累積損失が解消し、財務基盤が強化された。

経営指標（2021年3月期末）では、流動比率が129.9%（前期末は95.8%）と上昇し財務の安全性が向上した。これは無担保社債の発行（50億円）等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17.0%（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。同社は今後、短期で親会社所有者帰属持分比率20%、中期的には30%を目指し、財務の安全性をさらに改善したい考えだ。

業績動向

連結貸借対照表及び経営指標

(単位：百万円)

	20/3 期末	21/3 期末	増減額
流動資産	18,097	28,268	10,170
(現金及び現金同等物)	10,238	16,873	6,635
(営業債権及びその他の債権)	5,369	7,351	1,982
(その他の金融資産)	647	2,615	1,967
非流動資産	24,357	33,525	9,167
(有形固定資産)	13,638	18,143	4,505
(繰延税金資産)	1,735	3,271	1,536
(契約コスト)	6,487	9,174	2,686
資産合計	42,454	61,793	19,338
流動負債	18,891	21,756	2,865
(営業債務及びその他の債務)	7,602	9,352	1,749
(有利子負債)	9,695	8,750	-945
非流動負債	16,871	29,494	12,622
(有利子負債)	16,534	29,083	12,548
負債合計	35,763	51,251	15,487
資本合計	6,691	10,542	3,850
(利益剰余金)	-749	2,443	3,193
負債及び資本合計	42,454	61,793	19,338
<安全性>			
流動比率	95.8%	129.9%	-
親会社所有者帰属持分比率	15.7%	17.0%	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

2022年3月期通期は売上収益65,000百万円、 営業利益5,400百万円を予想。例年通り上振れる可能性あり

3. 2022年3月期通期の業績見通し

2022年3月期通期の連結業績予想は、売上収益で前期比15.4%増の65,000百万円、営業利益は同22.9%増の5,400百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益は同3.4%増の3,300百万円と、さらなる業容拡大を計画する。

売上高が前期比15.4%増の予想（前期実績は同23.9%増）と同社の過去の実績からはやや保守的な数字だが、前期も期初予想は16.6%増だったことからすれば、最低限のコミットメントと捉えることができる。宅配水業界にとってコロナ禍による影響はプラスに傾いた。在宅時間が増え、新しいライフスタイルに変化しているためである。在宅時間が長いことは、Web受注及びテレマーケティングの有効性が増すことにつながることに加え、顧客一件当たりの水の消費量が増える効果も期待できる。「プレミアムウォーター」ブランドの知名度向上により、代販（取次）の引き合いが増える傾向にあることや、製造面での規模の効果によるコスト競争力により製造受託が増えるなど売上拡大につながる好条件が揃っている。

業績動向

利益面では、営業利益が前期比 22.9% 増（前期実績は同 136.3% 増）と堅調な増益を予想する。営業利益率は 8.3%（前期実績は 7.8%）と 0.5 ポイントの改善を見込む。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だ。2019 年 3 月期に損益分岐点を超えたため、現在は収益性が高まるフェーズに入っている。規模の拡大が順調に進めば、工場の稼働率が高まり原価は低減できる。本社管理部門費用のスケール効果や物流効率も向上によりさらなる販管費率の低下の余地もある。弊社では、同社の過去の実績から売上原価率と販管費率の合計で前期比 2 ポイント程度の改善は十分可能と考えており、その場合の営業利益は 6,400 百万円前後（現在の予想より 1,000 百万円多い）となる。そのため、同社の売上高、各利益の期初予想が保守的なものであると考えており、例年通り上振れが期待できると考える。

2022 年 3 月期連結業績予想

（単位：百万円）

	21/3 期		22/3 期			
	実績	売上比	予想	売上比	増減額	前期比
売上高	56,339	100.0%	65,000	100.0%	8,661	15.4%
営業利益	4,394	7.8%	5,400	8.3%	1,006	22.9%
親会社の所有者に帰属する 当期利益	3,193	5.7%	3,300	5.1%	107	3.3%

出所：決算短信よりフィスコ作成

成長戦略・トピック

中長期で世帯普及率 20%、1,000 万ユーザーを目指す

1. 中長期の保有顧客目標を公表：世帯普及率 20%、1,000 万ユーザー

2019 年 3 月期以降、同社の業績は損益分岐点を超え、成長と利益が両立するフェーズに入った。今後も成長ペースを緩めることなく新規顧客の獲得を行う方針である。新しい中長期目標としては「世帯普及率 20%、1,000 万ユーザー」が発表された。一見、過大な目標に見えるかもしれないが、実際にはリアリティの伴った数字である。仮に、経営統合後の 4 年間の保有顧客の成長率（26.9%）で成長すると、2030 年には 1,000 万ユーザーに到達すると試算できる。また、諸外国のウォーターサーバーの普及率からリアリティを確認することもできる。ウォーターサーバー普及率は、韓国で推定 60% 以上、アメリカで約 50%、中国で約 32% となっており、対する日本は 8.5% と低水準だ。2007 年に 1.3% だった普及率は右肩上がりであり、まだ普及の余地が大きいと言える。水道水が飲めるという恵まれた環境の日本ではあるが、自然災害が多い点や PET ボトルの環境問題（宅配水も PET は使用されているが、500 ミリリットル～2 リットルの容器と比較すると PET 使用比率は少ない）なども追い風となり宅配水の普及は今後も続くと考えられる。仮に日本のウォーターサーバー世帯普及率が 30% 前後になった際に、同社が 20% を占めることも過去数年の顧客獲得実績から考えられる。ちなみに、過去 4 年間の宅配水業界全体の顧客純増は 93 万件、そのうち同社の顧客純増が 73 万件である。

成長戦略・トピック

同社は今後の成長のための施策として、3 点を打ち出した。

1) 他社製品の OEM 製造の受託

- ・強みである製造効率の高さを生かし、他社の宅配水の製造受託を推進する

2) 現状の営業体制の強化

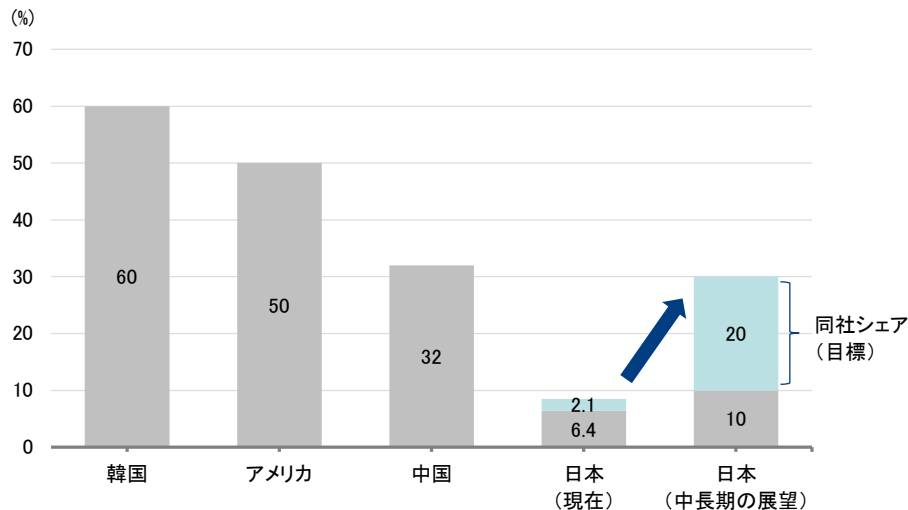
- ・営業人員の計画的な採用、取次店等となる外部協力企業の開拓を行う。

直販チャンネルは、10% 前後の成長を継続すべく自社営業人員を巡行ペースで増加させ、代理店チャンネルはより積極的に増やすことで、全社売上 20% 成長を目指していく。

3) M&A の検討

- ・水源等のリソースの確保を目的に前向きに検討する

現時点で約 220 万ユーザーまで供給できる体制を確保したが、1,000 万ユーザーに向けては水源確保が課題となる。工場を買い取るパターンは朝来(兵庫県)の水源で実績があり、今後も積極的に検討したい考えだ。

世帯普及率の国際比較


注：ウォーターサーバー普及率数値などを用いて算出
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

2. 全国 6 番目となる岐阜北方の新水源の進捗

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北方町の用地の購入を決定し、2021 年 1 月に土地の引き渡しを受けた。この 6 番目の工場（水源）が稼働すれば、75 万件のユーザーへの供給が可能となる。主力の富士吉田工場が 75 万件の供給量であり、同等規模の生産能力である。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ことが喫緊の課題となっていた。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り、有利な立地である点も考慮された。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が、これらの基準もクリアできた。総工費は土地代を踏めて約 50 億円となる。建設工事は第 1 期と第 2 期に分かれ、第 1 期は 2022 年 3 月期には完了し、出荷が開始される計画だ。

■ ESG への取り組み

水資源の保護やプラスチック使用量削減などで実績

同社では ESG (Environment : 環境、Social : 社会、Governance : ガバナンス) が話題になる以前から、天然水として地域の資源を持続的に守り地域に貢献する取り組みを本業を通じて行ってきた。また、プラスチックを使用する事業特性上、最新の技術を投入して PET 原料の減量に取り組み、成果を出している点は特筆したい。

(1) E : 環境

同社では、持続可能な水資源を保護するため、地域や専門家と協力し環境維持・改善の取り組みを行っている。一例としては、以下のとおりである。

1) 南阿蘇での田植え / 稲刈り

・水源がある南阿蘇村工場の前にある田を支援し、1 年中水を溜める農法で米を栽培する「地下水保全活動」に取り組む

2) 山梨県西桂地区での森林整備活動

・西桂工場のある山梨県西桂地区において、地域の水資源育成に向けて、水資源涵養機能の高い森にするための間伐などの整備を行う

また、本業においては、以下の取り組み事例がある。

1) ペットボトル等のプラスチック使用量の削減

・PET ボトルの構造を変更し、従来より 20% 軽量化 (プラスチック使用量削減) したボトルに順次入れ替え、全水源の 97% で軽量化を実施 (2020 年 4 月現在)。同社製品のペットボトル重量はコンビニ等で流通している主要飲料製品と比較しても少量

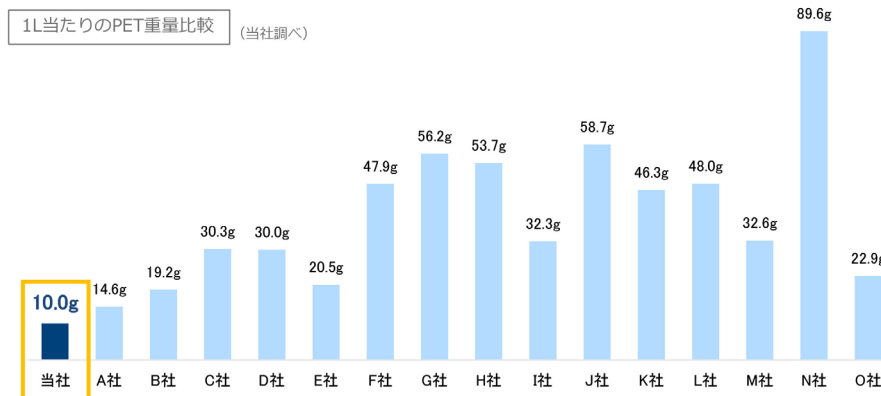
2) 地産地消モデルによる物流経路短縮による CO₂ 削減

・全国 5 か所に工場を配置し、周辺エリアに届ける物流モデルを採用

3) 富士吉田工場での水資源の再利用

・富士吉田工場できみ上げた地下水の熱を工場内の空調に利用し、電気使用量の削減を図る

1 リットル当たりのペットボトル重量比較 (同社調べ)



出所：決算説明会資料より掲載

ESGへの取り組み

(2) S：社会

採水地が位置する地域社会の歴史や風土が“おいしい水”を育み、地域の理解と協力が工場の建設や稼働を可能にするという認識に立ち、地域社会に対して新たな雇用や税収により地域経済に貢献する。

(3) G：ガバナンス

2020年3月期に、監査等設置会社への移行、IFRS（国際会計基準）決算の導入などを行い、厳しい外部からの目を意識した経営を行う。

■ 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、2021年3月期に配当を行っていない。2022年3月期の配当も行わない予定としている。

一方で、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。毎年3月31日時点の株主（100株以上）が対象であり、2021年3月期には5種類の商品（天然水2種類、スイーツ、出汁パック、醤油）から1つを選択できる形式とした。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。なかでも、「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）をまかなうことができるため人気があるという。

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・表示したのですが、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 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp