

# ホリスティック企業レポート

## 交換できるくん

### 7695 東証マザーズ

ベーシック・レポート  
2022年1月21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 20220118

## 住宅設備機器と交換工事をセットで販売するeコマース事業を展開 EC化率の上昇等を想定し、中長期的な業績拡大を予想

### 1. 会社概要

- ・交換できるくん(以下、同社)は、住宅オーナーによる住宅設備機器の故障や劣化等に伴う機器交換ニーズに対して、機器と工事をセットで販売するeコマース事業を展開している。
- ・01年のサイト開設以来の顧客数は延べ30万人を超えており、21/3期の工事件数は前期比15.2%増の34,623件に達している。集客効率の高さにより、低価格戦略ながら適正利益を確保している。

### 2. 財務面の分析

- ・16/3期から21/3期までの期間では、住宅リフォーム市場におけるEC化率の上昇等により、売上高は年平均10.2%増加した。一方、人件費や経費の増加等により、経常利益は同7.5%の増加にとどまった。
- ・財務の安全性、成長性、収益性の面で類似企業に比べ魅力的である。

### 3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、住宅設備機器の交換領域への特化と自社完結型の業務プロセスにある。

### 4. 経営戦略の分析

- ・同社は、事業エリアの拡大、新規商材の追加、BtoB領域の強化、テクノロジー投資の積極化を成長戦略としている。

### 5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、22/3期の業績について、半導体不足や住宅設備機器の部材メーカーの生産拠点がある東南アジアでの新型コロナウイルス感染症拡大の影響による一部商品の供給遅延を踏まえて、売上高、営業利益共に、会社計画をやや下回ると予想した。
- ・当センターでは、住宅設備機器の交換市場におけるEC化率の上昇や、知名度の向上による市場シェアの上昇、スケールメリットによる売上総利益率の改善等を想定し、23/3期は前期比16.3%増収、24.4%営業増益、24/3期は同14.3%増収、24.3%営業増益を予想している。

#### 【7695 交換できるくん 業種：小売業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2020/3	4,008	17.0	160	-	171	-	133	-	64.5	139.3	0.0
2021/3	4,721	17.8	257	60.6	255	48.9	205	53.9	97.3	350.8	0.0
2022/3 CE	5,600	-	320	-	320	-	200	-	89.0	-	0.0
2022/3 E	5,500	-	311	-	310	-	194	-	86.2	437.4	0.0
2023/3 E	6,394	16.3	387	24.4	387	24.8	243	25.3	108.0	545.4	0.0
2024/3 E	7,306	14.3	481	24.3	481	24.3	301	23.9	133.8	679.2	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。2022/3期以降は連結決算

アナリスト:大間知淳  
+81(0)3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

#### 【主要指標】

	2022/1/14
株価(円)	2,855
発行済株式数(株)	2,250,000
時価総額(百万円)	6,424

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	29.4	33.1	26.4
PBR(倍)	8.1	6.5	5.2
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン(%)	-14.1	-27.3	8.1
対TOPIX(%)	-13.5	-26.4	-1.2

#### 【株価チャート】



## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

◆ **住宅設備機器と交換工事をセット販売するeコマース事業を展開**  
 交換できるくん(以下、同社)は、住宅オーナーによる住宅設備機器の故障や劣化等に伴う機器交換ニーズに対して、機器と工事をセットで販売するeコマース事業を展開している。同社が取扱う商品は、キッチンまわり、トイレ・洗面所、浴室まわり等に限定されている(図表1)。

【図表1】主要な取扱商品と取扱ブランド

リフォーム箇所	主要取扱商品	主要取扱ブランド
キッチンまわり	ビルトインガスコンロ	リンナイ、ノーリツ、パロマ
	ビルトインIHクッキングヒーター	パナソニック、三菱電機、日立
	ビルトイン食洗機	パナソニック、リンナイ、三菱電機
	レンジフード	リンナイ、ノーリツ、パナソニック
	蛇口・水栓	TOTO、LIXIL
トイレ、洗面所、浴室まわり	トイレ	TOTO、パナソニック、LIXIL
	浴室暖房乾燥機	マックス、ノーリツ、リンナイ
	ガス給湯器	リンナイ、ノーリツ、パロマ

(出所) 交換できるくん決算説明資料、有価証券報告書、HPを基に証券リサーチセンター作成

商品別の売上高や売上高比率は開示されていないが、同社によれば、特定の商品に偏ってはいない模様である。

同社は、工事付きで商品を販売しているため、販売地域は自社で工事が出来るエリアに限定される。21年12月末時点での事業エリアは、関東(東京、埼玉、神奈川各都県の大部分、千葉、茨城、群馬、栃木各県の一部地域)、関西(大阪府の大部分、兵庫、京都、奈良、滋賀各府県の一部地域)、東海(愛知、岐阜、三重各県の一部地域)、札幌市周辺、九州北部(福岡、佐賀各県の一部)、中国(広島、山口各県の一部)、仙台市周辺の3大都市圏と地方都市圏に限られている。

通常のサービスの流れとしては、以下の通りである。

①検索サイト等を経由して自社サイト「交換できるくん」に訪れた利用者は、サイト上で、工事対応エリアを確認の上、購入希望商品を選択する。②商品・取付工事の見積りをサイト上で依頼する。同社には01年のサービスサイト開設以降に行った工事で蓄積されたノウハウがあるため、利用者が機器やその周辺を撮影した写真を添付することで、同社による工事前の現地調査は不要となっている。

③依頼当日か翌営業日に、同社から送られたメールで案内された顧客

専用の見積りページを通じて、見積り内容を確認する。④見積り内容に納得した場合は、支払方法、工事希望日時等を入力し、注文を完了する。⑤同社は、工事日時を確定し、メールで連絡する。①から⑤までのプロセスは Web 上で完結している。

⑥工事当日に、同社の工事担当者が商品を持参して利用者の自宅を訪問し、工事を行う。⑦工事後に不具合や気になる点があった場合は、連絡を受けたアフターサービス部署が顧客の相談に応じている。

同社は、「IT を縦横に駆使したインターネット完結型のビジネスモデル」により、顧客に「透明性のある料金体系を提示し安心施工を約束すること」を事業コンセプトとしている。01 年のサービスサイト開設以来、延べ顧客数は 30 万名を超える規模となった。豊富な商品情報に加え、2 万件を超える施工事例や、1 万を超えるユーザーレビューをサイトに蓄積した結果、同社サイトは利用者にとって有益なコンテンツとなっている。

コンテンツが強化されることでサイト訪問者が増加し、見積り依頼の増加に繋がるという好循環が生まれていることが同社の成長を支えている。また、ネットで見積りから受注までを完結することで営業コストを削減し、競争力のある価格で顧客に商品を提供している。

交換工事においては、同社が定める技能水準を満たした社員職人 (21/3 期末 15 名) または契約職人 (同 83 名) が、無駄を極力省いたスケジュールで現場を回って自社施工する体制が構築されている。また、最長 10 年の工事保証を提供し、利用者の安心を担保している。

同社は、KPI として、四半期毎に工事件数を開示している。21/3 期の工事件数は前期比 15.2%増の 34,623 件となった (図表 2)。

【 図表 2 】 工事件数の推移

	20/3期	21/3期					22/3期	
	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q
工事件数 (件)	30,061	6,704	9,412	9,430	9,077	34,623	8,524	9,231
前年同期比 (%)	13.2	5.2	10.4	9.9	38.0	15.2	27.1	-1.9

(出所) 交換できるくん有価証券届出書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は、売上高 (工事件数) の季節性について、第 2 四半期累計期間 (以下、上期) が約 45%、下期が約 55%と説明している。特に、大型連休がある第 1 四半期は工事が少なくなる傾向が見られる。21/3 期については、工事件数ベースでは、上期 46.5%、下期 53.5%となっ

ており、概ね通常の季節性であったと言えよう。21/3 期第 4 四半期が前年同期比で大幅増加となったのは、20/3 期の第 4 四半期が新型コロナウイルス感染症の影響により不振であったためである。

#### ◆ 特定の仕入先に対する依存度が高い

同社は、主としてメーカー系列商社や複数メーカーの商品を取扱う商社から住宅設備機器を仕入れている。主要仕入先としては、パナソニック (6752 東証一部) 製機器を幅広く取り扱うパナソニックリビングや、首都圏で展開するヨコヤマ (東京都品川区)、ユアサ商事 (8074 東証一部) の連結子会社であり、神奈川県を地盤とするサンエイ (神奈川県横浜市) が挙げられる。

21/3 期における総仕入実績に対する仕入割合は、パナソニックリビングからが 23.6% (20/3 期は 23.1%)、ヨコヤマからが 20.3% (同 22.6%)、サンエイからが 17.9% (同 19.0%) であり、特定の仕入先への依存度が高い。事業規模の拡大に伴い、商社からの仕入価格が低下する傾向にあるほか、メーカー (系列商社を含む) からの直接仕入の比率が上昇傾向にあると同社は説明している。

なお、同社は、多数の一般消費者にサービスを提供しているため、特定顧客には依存していない。売掛金の相手先上位には三菱 UFJ ニコスや JCB 等の名前が挙がっているが、これは、多くの顧客が現金ではなく、クレジットカード等で決済しているためである。

## > ビジネスモデル

#### ◆ 集客効率の高さにより、低価格戦略ながら適正利益を確保

同社は、決算説明資料の中で、メーカー希望小売価格 224,400 円のビルトイン食洗機を交換した場合の見積り例を、他社の見積りイメージと比較して説明している。他社の見積りイメージでは、商品価格がメーカー希望小売価格比 30%オフの 157,080 円、既存食洗機の解体撤去・処分費用、設置工事費、その他経費が合わせて 66,000 円、合計 223,080 円としている。一方、同社の見積りでは、商品価格がメーカー希望小売価格比 52%オフの 107,712 円、全ての費用を合わせた基本工事費が 38,500 円、合計 146,212 円としており、他社の約 3 分の 2 の価格を提示している。

同社によれば、顧客に提示する見積り価格を他社より低くしても、価格競争力を背景とした集客効率の高さが工事件数の多さに繋がり、工事 1 件当たりで算出した施工人件費や、営業人件費、広告宣伝費が他社よりも低くなっている模様である。結果、低価格戦略を採りながら、適正な利益を確保している。

同社の売上高は工事件数×平均単価に分解できる。従来は平均単価の内訳(商品単価、工事単価)を開示していなかったが、新収益認識基準の適用に伴い、22/3期より種類別売上高の開示を開始した。

22/3期上期では、商品売上1,737百万円(売上高構成比71.8%)、工事売上683百万円(同28.2%)であった。工事件数17,755件で除した商品単価は97,871円、工事単価は38,494円と計算され、決算説明資料の例と概ね一致している。なお、当社によれば、工事単価と商品単価を合計した平均単価の変動は小さいようである。

#### ◆ 材料費(商品仕入高)が費用の中心であり、物流関連費や広告宣伝費が抑制されている点に特色がある

同社の売上原価は、材料費、労務費、経費によって構成されている。最も大きい原価項目は、商品仕入高に相当する材料費(変動費)であり、21/3期の売上高材料費率は56.7%であった。

次に大きい原価項目は経費であり、21/3期の売上高経費率は16.4%であった。経費の中では、契約職人に支払われる委託作業費(変動費)の金額のみが開示されているが、事業エリアの各地に設置した商品センターの地代家賃(固定費)や、決済手数料(変動費)等も含まれている。21/3期の売上高委託作業費率は9.4%であった。

社員職人に支払われる労務費(固定費)は少なく、21/3期の売上高労務費率は1.9%であった。同社は、近年、社員職人の増員を抑制しているため、19/3期と21/3期を比較すると、労務費はほぼ横ばいで推移している。一方、契約職人を増やすことで施工能力の拡大を図っており、21/3期の委託作業費は19/3期比5割増となっている。労務費と委託作業費の合計金額に対する売上高の比率は、19/3期の11.2%から21/3期には11.3%に若干上昇しているが、効率性は維持されている。

同社は、契約職人に対し、日当ではなく、施工件数に応じた報酬を支払っている。契約職人は、通常、当社が組んだ効率的なスケジュールに従って1日約3件の施工を担当しており、一般的なリフォーム業者と契約して得る日当よりも高い報酬を得ているようである。施工件数に応じた報酬体系は、当社にとっても、習熟効果による高い生産性や、施工品質の向上、契約職人の定着率の高さに繋がっている。

21/3期の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は926百万円であった。内訳を見ると、人件費447百万円、広告宣伝費219百万円、地代家賃54百万円、システム関連費48百万円、上場関連費用30百万円、減価償却費14百万円、その他111百万円となっていた。

同社は、売上高に連動する変動費として、広告宣伝費とコールセンターに係る通信費を、人員数に連動する変動費として旅費交通費を挙げている。通信費と旅費交通費の金額は不明だが、販管費の1割程度を占めるにすぎないその他に含まれているため、販管費の中心は固定費と言える。

消費者向けのサービスやECを展開し、事業拡大にまい進する企業においては、広告宣伝費の負担が重くなっている場合があるが、同社の売上高広告宣伝費率は、20/3期が3.2%、21/3期が4.7%と抑制されている。

売上原価や販管費には、物流関連費として金額が開示されている項目は見当たらない。ネット通販企業の中には、物流費の高騰が大きな負担となっている場合があるが、同社においては、売上高に対する物流関連費の割合は小さく、そのリスクは大きくない模様である。

21/3期の売上総利益率は25.1%、販管費率は19.6%であった。結果、営業利益率は5.5%と、高くはないが適正な水準を確保している。

#### ◆ 良好な資産効率が資産利益率の高さに繋がっている

各事業エリアには商品センターが設置されているほか、東京と大阪の拠点にはショールームも開設されており、全て賃貸施設であるものの21/3期末の敷金は44百万円に過ぎず、有形固定資産も24百万円とわずかな金額にとどまっている。

同社は、売れ筋商品以外については、受注してから仕入れており、在庫水準は極めて低い。21/3期の棚卸資産回転率(材料費<sup>注</sup>÷期中平均棚卸資産)は17.3回と高水準となっている。また、現金及び預金が総資産の62.3%を占めているにも関わらず、総資産回転率(売上高÷期中平均総資産)についても4.0回と良好な資産効率を示している。結果、総資産経常利益率が21.5%、自己資本利益率が38.2%に達しており、極めて高い資産利益率を誇っている。

(注) 棚卸資産回転率の計算式の分子には、売上原価(または、売上高)を用いるのが一般的である。しかし、売上原価が商品仕入高だけで構成される他の小売業と同社を比較するという観点では、同社については、商品仕入高に相当する材料費を分子とすべきと考えた。

## > 業界環境と競合

#### ◆ 国内住宅リフォーム市場は拡大が見込まれている

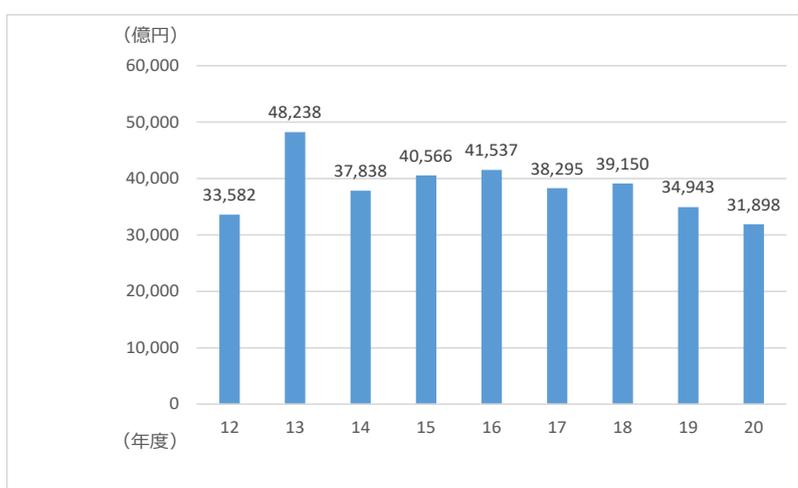
同社が属する国内住宅リフォーム産業の市場規模は、矢野経済研究所の「2021年度版 住宅リフォーム市場の展望と戦略」によれば、20年で6兆5,298億円と推計されている。また、21年には6.7兆円、22年には6.9兆円に拡大すると予測されている。

富士経済によれば、住宅リフォーム市場のうち、住宅設備機器の市場

規模は19年度において約2.8兆円と推計されている。住宅ストックの高齢化や政策的な後押しに伴うリフォーム市場の拡大に連動して、長期的には住宅設備機器市場も成長が見込まれている。

対象とする市場の定義は異なるが、国土交通省が「建築物リフォーム・リニューアル調査報告」において、住宅リフォーム業の受注高を公表している。同調査によれば、住宅リフォーム業の受注高は、12年度には3兆3,582億円であったが、14年4月の消費税率引上げ前の駆け込み需要が発生した13年度には、前年度比43.6%増の4兆8,238億円に急増した(図表3)。

【図表3】住宅リフォーム市場規模の推移



(出所) 国土交通省建築物リフォーム・リニューアル調査報告を基に証券リサーチセンター作成

その後しばらくは、4兆円前後で推移していたが、19年10月の消費税率引上げの影響を受けた19年度は、前年度比10.7%減の3兆4,943億円に急減した。更に、新型コロナウイルス感染症の影響を受けた20年度は、同8.7%減の3兆1,898億円に落ち込んだ。

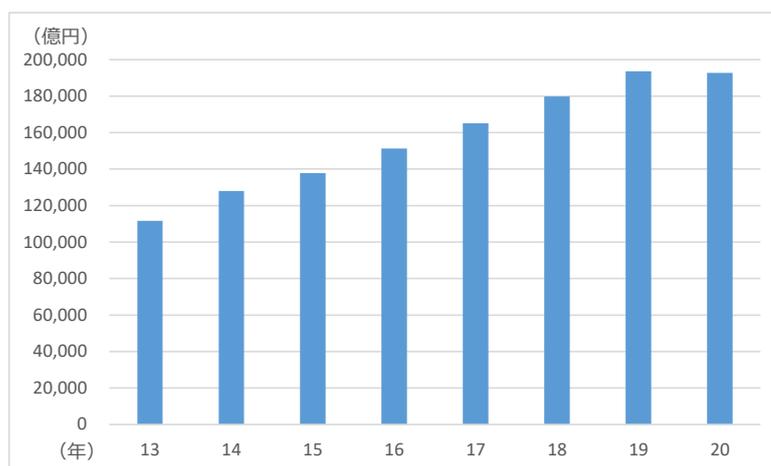
#### ◆ 国内EC市場の成長は20年にブレーキが掛かった

同社は、住宅リフォーム関連企業であるだけでなく、BtoC EC関連企業の側面も有している。経済産業省の「令和2年度 産業経済研究委託事業(電子商取引に関する市場調査)」によれば、20年の国内BtoC EC市場規模は19兆2,779億円(前年比0.4%減)であった(図表4)。13年の11兆1,660億円から毎年、着実に成長していたが、新型コロナウイルス感染症の影響から、20年は成長にブレーキが掛かった。

分野別の市場規模では、コロナ禍での巣ごもり消費が拡大した物販系が12兆2,333億円(前年比21.7%増)に急拡大したほか、デジタル

系も2兆4,614億円(同14.9%増)に増加したものの、外出自粛の影響を受けたサービス系が4兆5,832億円(同36.1%減)に落ち込んだため、市場全体では横ばいにとどまった。なお、20年における物販系を対象にしたEC化率は19年の6.76%から8.08%に上昇した。

【 図表 4 】 BtoC EC 市場規模の推移



(出所) 経済産業省電子商取引に関する市場調査を基に証券リサーチセンター作成

同社の事業である住宅設備機器のEC販売と交換工事は、経済産業省による調査においては、物販系分野ではなく、サービス系分野のその他カテゴリー(医療、保険、住居関連、教育等)に含まれていると見られる。20年のサービス系分野のその他カテゴリーの市場規模は6,036億円と推計されている。

サービス系分野のその他カテゴリーの市場規模については、19年は7,706億円(前年比9.0%増)であったが、この中には20年に新カテゴリーとして分離されたフードデリバリー(20年3,487億円)が含まれている。コロナ禍でフードデリバリー市場が拡大したと見られることから、医療、保険、住居関連、教育等に限定した市場が19年比で増加したのか減少したのかは不明である。

◆ リフォーム業界には様々な業種や規模の企業が混在している

リフォーム市場は、国内住宅着工の減少が見込まれる中、成長が期待できる住宅関連市場として注目されてきたため、近年、多数の企業が市場に参入した。結果、様々な業種や規模の企業が混在している業界構造が形成されている。

住宅リフォーム市場は、対象とする工事の種類によって、大規模リフォーム領域、一般リフォーム領域、住宅設備機器の交換(チェンジ)領域、補修・小工事(リペア)領域に大別されている(図表5)。

大規模リフォーム領域(総費用 300 万円超)においては、積水ハウス(1928 東証一部)、大和ハウス工業(1925 東証一部)等の大手ハウスメーカーグループや、住友不動産(8830 東証一部)等の大手不動産グループが中心となって市場を形成している。一般リフォーム領域(同 50~300 万円)においては、ヤマダ電機等を傘下に持つヤマダホールディングス(9831 東証一部)等の家電量販店や、ニッカホーム(愛知県)等のリフォーム会社等が入り乱れて競争している。

【 図表 5 】 住宅リフォーム市場の業界構造

	リフォーム領域		チェンジ領域	リペア領域
	大規模リフォーム	一般リフォーム	住宅設備機器の交換	補修・小工事
主な工事の種類	リノベーション デザインリフォーム 増改築	外壁/外構 フローリング内装 システムキッチン 浴室/ユニットバス	ビルトイン食洗機 ビルトインコンロ レンジフード トイレ	トイレ水漏れ修理 パイプのつまり 住宅設備の修理 壁紙の補修
費用イメージ	300万円超	50~300万円	5~50万円	5万円未満
マーケットリーダー	ハウスメーカー リノベーション会社	リフォーム会社 家電量販店	不在	便利屋 水道修理店

(出所) 交換できるくん決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

リペア領域(総費用 5 万円未満)においては、「水道屋本舗」の屋号で水回りの緊急修理サービスを展開するアクアライン(6173 東証マザーズ)等の水道修理店や地域密着型の便利屋等が多数存在するが、水回りの修理業者に関しては、高額請求等のトラブルが増えており、業界への信頼度が低くなっている。

同社が属するチェンジ領域(総費用 5~50 万円)は、大手企業にとっては手間暇が掛かるわりに単価が低く、利益を確保しにくい分野である一方、零細事業者にとっては、商品の確保や管理、施工体制の構築等、複雑な経営管理が求められるため、参入しにくい分野であった。結果、チェンジ領域はマーケットリーダーが不在の状況であったが、近年、同社がその地位に近づいているようである。

個人向けに住宅設備機器と工事をセットでネット販売している上場企業は同社だけである。証券リサーチセンター(以下、当センター)が確認できた範囲では、競合先と見られる非上場企業としては、ライフワン(東京都新宿区、サイト名「ジュプロ」等)、永野設備工業(大阪府岸和田市、同「住設ドットコム」「リフォームネクスト」等)、キンライサー(東京都港区、同「キンライサー」)等が挙げられる。

ライフワンと永野設備工業は、ヤフー!ショッピングや楽天市場にも

出店しているが、同社とキンライサーは自社 EC サイトでの運営となっている。また、キンライサーは給湯器を主体に展開しているのに対し、キンライサー以外の 3 社については、特定の機器に偏ってはいないと見られる。但し、競合先と見られる 3 社の事業内容や、同社との競合状況についての詳細は不明である。

なお、同社と直接的な競合関係にはないと見られるが、住宅設備機器や建設資材のネット販売事業を展開する上場企業としては、サンワカンパニー (3187 東証マザーズ) が挙げられる。サンワカンパニーは、建設資材や、システムキッチン、浴室/ユニットバス等、同社が対象としていない商品を幅広く扱っていることや、商品の約 8 割が自社開発品や国内で独占販売できる海外輸入商品であること、顧客の多くが工務店や設計事務所であり、自社での設置工事は一部の商品にとどまっていることが同社との違いとなっている。

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 98 年に栗原氏が住宅設備リフォーム業を目的として設立した

同社は、98 年 11 月、神奈川県横浜市に住宅設備リフォーム業を目的とするケイシスとして、現代表取締役社長である栗原将氏によって設立された。栗原社長は、当時、国内においてインターネット企業が続々と誕生していたことに刺激を受け、01 年 1 月に住宅設備機器の Web サイト「サンリフレプラザ」を開設し、EC を開始した。

商品のための EC、工事付きの EC、リフォームの 3 形態でサービスを展開することで、売上高は 04 年頃から徐々に拡大した。同社は、需要の拡大に応じて、07 年に埼玉県、08 年に大阪府、09 年に愛知県、10 年に福岡県と、大都市圏に商品センターを相次いで開設した。結果、売上高は 10 年には 15 億円に達した。3 形態での展開ではあったが、当時は、工務店や、機器を据付けできる DIY 好きな消費者に対する商品のための EC が主力サービスとなっていた。

### ◆ 13 年 3 月期に工事付き EC に集約し、急成長が始まった

11 年から 12 年に掛けて、商品のための EC の顧客が伸び悩む一方、工事付きの EC に成長の兆しが見られたため、同社は、13/3 期に機器の据付けができない一般消費者を対象とする工事付き EC にサービスを集約した。EC 市場の拡大と住宅設備機器の交換工事メディアとしての同社サイトの媒体力の向上により急成長が始まり、売上高は 15/3 期に 20 億円を突破し、17/3 期には 34.1 億円に達した。

同社は、営業エリアの拡大に加え、顧客ニーズへの対応にも乗り出した。商品の実物を確認したい消費者のために、14 年に東京ショールームを、19 年に大阪ショールームを開設した。また、16 年には、札幌に商品センターを開設した。

◆ サービス名と商号を「交換できるくん」に変更した

サービス名の認知度が低かったことから、同社は、18年6月にサービス名称を「交換できるくん」に変更した。新名称の認知度が向上したため、20年2月には商号も交換できるくんに変更し、12月に東京証券取引所マザーズ市場に上場した。

その後、同社は、21年9月には広島に、10月には仙台に商品センターを開設し、営業エリアの拡大を継続している。

◆ 経営理念

同社は、『出会えて良かった!』のために」という経営理念のもと、社会で必要とされる存在であり続けるため、顧客には「心から頼んで良かった」、従業員には「心から働いて良かった」と思われる会社であることを目指している。そのためには、顧客に対して誠実であり、顧客の期待を裏切らないことを信条とし、安心と納得のサービス提供を心掛けている。

◆ 株主

22/3期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表6の通りである。21年9月末時点において、上位3位の株主である栗原社長、同氏の資産管理会社及び親族は合計で発行済株式総数の67.6%を保有している。その他の大株主には、機関投資家等が名を連ねているが、4位から10位にまでの合計の保有比率は11.7%に過ぎない。

【 図表 6 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	21年9月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
株式会社CRESCUNT	1,000,000	44.4%	1	代表取締役社長の資産管理会社
栗原将	385,000	17.1%	2	代表取締役社長
栗原剛	135,000	6.0%	3	従業員、代表取締役社長の二親等以内の血族
株式会社日本カストディ銀行 (証券投資信託口)	65,200	2.9%	4	
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC) (常任代理人 株式会社三菱UFJ銀行)	56,732	2.5%	5	
J.P.Morgan Securities plc (常任代理人 JPモルガン証券株式会社)	32,900	1.5%	6	
ジャパンベストレスキューシステム株式会社	30,000	1.3%	7	
ジャパンワランティサポート株式会社	30,000	1.3%	7	
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	25,600	1.1%	9	
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	24,400	1.1%	10	
(大株主上位10位)	1,784,832	79.3%	-	
発行済株式総数	2,249,900	100.0%	-	

(出所) 交換できるくん 22/3期第2四半期報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は設立 18 期目となる 16/3 期以降の数値が開示されている。同社の売上高は、住宅リフォーム市場における EC 化率の上昇や、展開地域の拡充、契約職人の増員による施工能力の強化等を背景に、16/3 期から 21/3 期に掛けて年率 10.2%増加した (図表 7)。

【 図表 7 】 交換できるくんの業績推移

(単位：百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期
売上高	2,910	3,411	3,534	3,426	4,008	4,721
売上総利益	—	—	—	708	909	1,183
売上総利益率	—	—	—	20.7%	22.7%	25.1%
販売費及び一般管理費	—	—	—	806	749	926
販管費率	—	—	—	23.5%	18.7%	19.6%
営業利益	—	—	—	-98	160	257
営業利益率	—	—	—	—	4.0%	5.5%
経常利益	178	189	98	-81	171	255
経常利益率	6.1%	5.6%	2.8%	—	4.3%	5.4%
当期純利益	117	-83	67	-135	133	205
従業員数 (期末、名)	56	53	65	77	77	74

(注) 16/3 期から 18/3 期までは未監査

(出所) 交換できるくん有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

一方、経常利益については、従業員の増員に伴う人件費の増加や、展開地域の拡充に応じた広告宣伝費等の経費の増加が負担となり、21/3 期までの 5 期間では年率 7.5%の伸びとなった。

なお、事業の多角化や海外進出を目的に設立された子会社 2 社の清算に伴い、特別損失を計上した 17/3 期は当期純損失となった。また、18 年に同社サイトが受けたサイバー攻撃に伴い、18/3 期から 19/3 期に掛けては、売上高が伸び悩む一方、広告宣伝費等の経費が増加したため、経常損益は急激に悪化した。加えて、経常損失を計上した 19/3 期には、繰延税金資産の取崩しを余儀なくされた。

#### ◆ 21 年 3 月期決算は前期比 18%増収、61%営業増益

21/3 期の単体決算は、売上高が前期比 17.8%増の 4,721 百万円、営業利益が同 60.6%増の 257 百万円、経常利益が同 48.9%増の 255 百万円、当期純利益が同 53.9%増の 205 百万円となった (図表 8)。

コロナ禍において、交換工事以外のサービスを非接触、非対面で行う同社サービスが評価されたことや、政府によるキャッシュレス・ポイント還元事業や給付金交付の特需が発生したこと等から、工事件数が前期比 15.2%増の 34,623 件となり、売上高の増加に繋がった。

【 図表 8 】 21 年 3 月期業績

(単位:百万円)

	内訳	20/3期 通期	21/3期							増減率
			1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高		4,008	905	1,276	2,182	1,306	1,232	2,539	4,721	17.8%
売上原価		3,098	687	955	1,643	970	923	1,894	3,537	14.2%
	材料費	2,361	—	—	—	—	—	—	2,675	13.3%
	労務費	85	—	—	—	—	—	—	90	4.8%
	経費	649	—	—	—	—	—	—	772	19.0%
	うち委託作業費	367	—	—	—	—	—	—	444	21.0%
売上総利益		909	217	320	538	336	308	644	1,183	30.1%
売上総利益率		22.7%	24.1%	25.1%	24.7%	25.7%	25.1%	25.4%	25.1%	—
販売費及び一般管理費		749	202	221	423	246	255	502	926	23.6%
販管費率		18.7%	22.4%	17.3%	19.4%	18.9%	20.7%	19.8%	19.6%	—
	人件費	410	105	110	215	118	112	231	447	9.0%
	広告宣伝費	129	39	49	88	58	72	131	219	69.7%
	システム関連費	34	9	11	20	10	17	27	48	39.5%
	地代家賃	49	13	13	27	13	13	27	54	9.7%
	その他	125	34	36	71	44	40	84	156	24.6%
営業利益		160	15	99	115	89	53	142	257	60.6%
営業利益率		4.0%	1.7%	7.8%	5.3%	6.8%	4.3%	5.6%	5.5%	—
経常利益		171	23	100	123	79	52	131	255	48.9%
経常利益率		4.3%	2.6%	7.9%	5.7%	6.1%	4.2%	5.2%	5.4%	—
当期(四半期)純利益		133	17	78	96	71	37	109	205	53.9%
工事件数		30,061	6,704	9,412	16,116	9,430	9,077	18,507	34,623	15.2%

(注) 人件費と販管費のその他の半期数値については証券リサーチセンターによる推定値

(出所) 交換できるくん有価証券報告書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率は前期の 22.7%から 25.1%に上昇した。市場動向を見据えた販売価格の見直しと仕入価格の改善に継続的に取り組んだ結果、売上高材料費率が前期の 58.9%から 56.7%に低下した。社員職人の増員を抑制し、契約職人へのシフトを積極化させたため、売上高労務費率は前期の 2.1%から 1.9%に低下した一方、売上高委託作業費率は前期の 9.2%から 9.4%に上昇した。

販管費は前期比 176 百万円増加した。ブランド認知向上を目指したため、広告宣伝費が同 90 百万円増加したほか、人件費(前期比 37 百万円増)や、システム関連費(同 13 百万円増)等が増加した。販管費の伸びが増収率を上回ったため、販管費率は前期の 18.7%から 19.6%に上昇した。売上総利益率の改善幅が販管費率の悪化幅を上回った結果、営業利益率は前期の 4.0%から 5.5%に上昇した。

株式上場費用 8 百万円や株式交付費 5 百万円が営業外費用として計上された一方、補助金収入 11 百万円が営業外収益として計上された。

なお、同社は、20/3 期末までは、税務上の繰越欠損金を多く有してい

た。20/3 期及び 21/3 期は、税務上の繰越欠損金に係る評価性引当額が計上されたため、法人税等の負担率については、20/3 期が 21.6%、21/3 期が 19.6%と低水準で推移した。

◆ 売上高は計画並みであったが、営業利益は計画を上回った

上場日である 20 年 12 月 23 日に公表された 21/3 期計画に対する達成率は、売上高が 100.5%、営業利益は 117.1%、経常利益は 111.1%、当期純利益は 108.2%であった。

売上高は計画並みであったものの、売上総利益率が計画の 24.3%を 0.8%ポイント上回り、売上総利益の計画超過額は 43 百万円に達した。販管費については、積極的な広告投資等により、計画を 6 百万円上回ったものの、営業利益は計画を 37 百万円上回った。

◆ 22 年 3 月期上期の連結決算は 11%増収、51%営業減益

22/3 期上期の連結決算は、売上高が前年同期の単体数値比 11.0%増の 2,421 百万円、営業利益が同 51.3%減の 56 百万円、経常利益が同 55.3%減の 55 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 64.6%減の 34 百万円となった (図表 9)。

【 図表 9 】 22 年 3 月期上期の連結業績

(単位：百万円)

	内訳	21/3期			22/3期					
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率	通期計画	進捗率
売上高		2,182	2,539	4,721	1,165	1,255	2,421	11.0%	5,600	43.2%
	商品売上	—	—	—	834	903	1,737	—	—	—
	工事売上	—	—	—	331	351	683	—	—	—
売上総利益		538	644	1,183	293	306	600	11.4%	1,440	41.7%
	売上総利益率	24.7%	25.4%	25.1%	25.2%	24.4%	24.8%	—	25.7%	—
販売費及び一般管理費		423	502	926	254	290	544	28.5%	1,120	48.6%
	販管費率	19.4%	19.8%	19.6%	21.8%	23.1%	22.5%	—	20.0%	—
	人件費	215	231	447	117	116	233	8.3%	—	—
	広告宣伝費	88	131	219	60	87	148	68.0%	—	—
	システム関連費	20	27	48	19	19	39	88.0%	—	—
	地代家賃	27	27	54	13	12	26	-4.7%	—	—
	その他	71	84	156	44	52	97	35.7%	—	—
営業利益		115	142	257	39	16	56	-51.3%	320	17.5%
	営業利益率	5.3%	5.6%	5.5%	3.4%	1.3%	2.3%	—	5.7%	—
経常利益		123	131	255	39	15	55	-55.3%	320	17.3%
	経常利益率	5.7%	5.2%	5.4%	3.4%	1.2%	2.3%	—	5.7%	—
当期(四半期)純利益		96	109	205	25	8	34	-64.6%	200	17.0%
工事件数		16,116	18,507	34,623	8,524	9,231	17,755	10.2%	41,000	43.3%

(注) 21/3 期は単体決算、増減率は 21/3 期上期の単体数値との比較。人件費と販管費のその他の半期数値については証券リサーチセンターによる推定値

(出所) 交換できるくん決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は、21年7月に100%出資子会社であるKDサービスを設立し、連結決算に移行したが、当該子会社はまだ本格展開前であり、連結業績への影響は軽微であった模様である。

同社は22/3期より、収益認識に関する会計基準等を適用したことに伴い、種類別売上高を開示した。22/3期上期の商品売上は1,737百万円、工事売上は683百万円であった。新収益認識基準の適用により、従来基準と比較して、売上高が43百万円、売上原価が32百万円、営業利益以下の段階利益が各々10百万円減少した。

売上高については、前年同期比239百万円増加したものの、通期計画に対する進捗率は43.2%（前年同期は46.2%）にとどまった。世界的な半導体不足や、住宅設備機器メーカーの生産拠がある東南アジアでのロックダウン等に起因する一部商品（トイレや給湯器等）の供給遅延により、工事件数が前年同期比10.2%増の17,755件にとどまり、通期計画に対する進捗率が43.3%となったためである。

商品供給の遅延に伴い、通常はほとんど発生しない受注残が、22/3期上期末時点で約1億円（500件超）に達しており、11月10日時点では約2.5億円に積み上がっている。

売上総利益率は、前年同期の24.7%から24.8%へと若干の上昇にとどまった。第1四半期は前年同期比1.1%ポイント上昇したものの、21年9月に広島市、10月には仙台市に商品センターを開設したことに伴い、新規拠点の地代家賃等が売上高に対して先行的に発生し、第2四半期の売上総利益率が落ち込んだことが影響した。

一方、販管費は前年同期比120百万円増加した。知名度向上を目的に地方都市においてテレビCMを実施したため、広告宣伝費が同60百万円増えたほか、人件費とシステム関連費が各々18百万円増加した。

上期の営業利益の通期計画に対する進捗率は17.5%（前年同期は44.7%）にとどまった。売上総利益が41.7%と前年同期の45.5%を下回った上に、販管費が前年同期の45.6%を上回る48.6%となったため、上期営業利益の通期計画に対する進捗率は低調であった。

なお、同社は、21年11月に、GA technologies (3491 東証マザーズ)のグループ会社であるRENOSY ASSET MANAGEMENT（以下、リノシーアセットマネジメント）と業務提携契約を締結した。両社で賃貸管理領域のプラットフォームを構築した後、リノシーアセットマネジメントが管理する賃貸住宅物件の修繕・設備トラブルに対し、同社ス

スタッフが入居者からの問合せに直接対応すると共に、Web 見積りから交換工事に至る一気通貫のサービス提供を予定している。リノシアセットマネジメントは7,200件以上の物件を管理しており、今後の業績への貢献が期待される。

> 他社との比較

◆ 耐久消費財分野の EC 事業を中心に展開する企業と比較

一般消費者向けを主体として、住宅設備機器に限定した交換工事を EC で展開する上場企業は見当たらない。そこで、当センターでは、耐久消費財分野の EC 事業を中心に展開する企業を比較対象として選定した。具体的には、住宅設備機器や建設資材のネット販売を主力サービスとするサンワカンパニーと、家電・PC・周辺機器等を中心としたネット通販サイト「e c カレント」等の運営を主力事業とするストリーム (3071 東証二部) である (図表 10)。

【 図表 10 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	交換できるくん	サンワカンパニー	ストリーム
	コード 直近決算期	7695 21/3期	3187 21/9期	3071 21/1期
規模	売上高 百万円	4,721	11,259	28,067
	経常利益 百万円	255	275	639
	総資産 百万円	1,520	4,716	6,072
収益性	自己資本利益率	% 38.2	—	28.3
	総資産経常利益率	% 21.5	6.1	11.1
	売上高営業利益率	% 5.5	2.4	2.4
成長性	売上高 (3年平均成長率)	% 10.2	6.5	7.8
	経常利益 (同上)	% 37.5	89.4	119.6
	総資産 (同上)	% 16.4	4.6	4.9
安全性	自己資本比率	% 51.9	38.2	37.9
	流動比率	% 219.5	112.3	157.2
	固定長期適合率	% 16.2	85.3	34.0

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)、

(出所) 交換できるくん及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模では、EC化率が相対的に高い家電、PC等を中心に取扱い、上場時の資金調達規模も大きかったストリームが、全ての項目で他社を大きく上回る。また、79年に設立され、13年に上場したサンワカンパニーが、全ての項目で2位に位置している。同社の数値は全ての項目で3位であり、比較対象企業に比べ小規模である。

経済産業省の電子商取引に関する市場調査によれば、20年における

生活家電・AV機器・PC・周辺機器等のEC化率は37.45%と、物販系分野全体の8.08%を大幅に上回っている。比較サイトを通じて、仕様、機能、販売価格等の情報入手が容易であり、比較検討がしやすいという商品特性が高いEC化率に繋がっており、ストリームと他2社では事業環境が異なることには注意が必要である。

財務の安全性に関しては、実質無借金であり、現預金が総資産の62.3%を占める同社が最も良好である。固定資産の保有が少ないストリームは、自己資本比率では僅差の3位ながら、流動比率と固定長期適合率で2位に位置している。サンワカンパニーは、自己資本比率は2位ではあるが、建物等の固定資産の保有が多く、流動比率と固定長期適合率では3位であり、両社ではストリームに軍配を上げたい。

一方、収益性では、資産規模の小ささや、資産効率の高さがプラスに働き、全ての項目で同社が最も良好である。

成長性の評価に際しては、各社とも、3期前は業績が低迷していた時期に当たるため、経常利益の成長率は除外して考えたい。同社は、売上高の成長率と総資産の成長率で各々1位であり、最も良好である。なお、同社は、上場時の公募増資による影響を除外しても、総資産の成長率の順位は不変であった。

全体的には、同社は比較対象会社に比べ、規模では劣るものの、財務の安全性、成長性、収益性の面で魅力的な水準にあると言える。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は住宅設備機器の交換領域への特化と自社完結型の業務プロセスにある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、住宅設備機器の交換領域に特化していることや、業務プロセスについて IT を駆使していることに関係している (図表 11)。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値		
関係資本	顧客	・展開地域や取扱商品の拡大により、工事件数の拡大を目指している ・サービスを利用した顧客の多くは、リピーターとなっている	・工事件数 ・工事件数におけるリピート比率	34,623件 約25%	
	ブランド	・ネットで住宅設備機器を購入する消費者には社名が知られているものの、「交換できるくん」へのサービス名変更や上場から日が浅く、会社(サービス)名の一般的な認知度は高いとは言えない	・会社設立からの経過年数 ・サービス名変更からの経過年数 ・上場からの経過年数	23年(22年1月時点) 3.5年(22年1月時点) 1年(22年1月時点)	
	事業パートナー	・数多くの住宅設備機器を取扱っているが、パナソニックリビング、ヨコヤマ、サンエイの3社からの仕入が中心を占めている。 ・契約職人の増員による施工能力の向上を目指している	・仕入高上位3社からの仕入比率 ・契約職人数	約62% 83名	
組織資本	プロセス	・自社サイトへの集客から、Web見積り、受注/決済、訪問日調整、交換工事、アフターサービスまでを一気通貫で提供しているおり、低価格かつ短期でサービスを提供している ・リフォーム領域と補修・小工事領域の間隙となっていた住宅設備機器の交換領域(工事単価5~50万円)に特化した事業を展開している ・スケールメリットによる仕入力の強化に取組み、売上総利益率、営業利益率の向上を目指している ・社員職人の増員を抑制し、契約職人を中心とした施工体制へのシフトを進めている	・商品売上を含む1工事当たりの平均単価 ・売上総利益率 ・営業利益率 ・売上高労務費率 ・売上高委託作業費率	136千円 25.1% 5.5% 1.9% 9.4%	
	知的財産ノウハウ	・ユーザーに有益な情報(豊富な商品情報、2万件超の施工事例、1万件超のユーザーレビュー)の蓄積、提供が、サイト訪問者や契約者の増加をもたらす好循環に繋がっている ・長年のECサービスの経験により、SEOを駆使した集客を行っている結果、売上高広告宣伝費を抑制している	・売上高広告宣伝費率	4.7%	
	人的資本	経営陣	・栗原社長は住宅設備機器販売工事業界で長年の経験があり、設立以来、同社を経営している ・栗原社長による高い経営へのコミットメント	・社長の在任年数 ・社長の保有株数(資産管理会社、親族含む)	23年(22年1月時点) 1,620,000株(72.0%)
		従業員	・能力に応じた人事評価制度の整備や、労働環境の見直し等により、20代、30代の若い世代や女性が働きやすい環境作りに取り組んでいる ・インセンティブ制度	・従業員数 ・従業員の平均年齢 ・従業員の女性比率 ・ストックオプション(第2回、従業員中心)	74名 36.1歳 47% 33,600株(1.5%)

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、21/3 期または 21/3 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役の保有分を含む

(出所) 交換できるくん有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、大手企業が競合先となる大規模・一般リフォーム領域を避け、住宅設備機器の交換領域というニッチ市場を事業ドメインとして選択したことで、独自のポジションを築くことに成功した。

住宅設備機器の単品交換を手掛けるリフォーム業者等における従来型の業務プロセスでは、訪問による見積り、協力業者への依頼、(対

象機器によっては) 複数業者による施工等が行われることが多く、業者への連絡から工事完了までの期間が長期化するだけでなく、費用も高くなったり、施工品質がばらついたりする傾向があった。一方、同社は、IT の活用により、見積りから受注/決済までを Web 上で行えることに加え、自社サイトに限定した集客や社員職人・契約職人による自社施工という自社完結型の業務プロセスを確立している。

その結果、同社は、高品質で、安く、早く、住宅設備工事を提供しているため、顧客満足度が向上し、工事件数が継続的に増加している。工事件数の拡大は、ユーザーレビュー等の蓄積に伴う、サイト媒体力の向上を通じてサイト訪問者の増加に寄与しているほか、仕入力の向上を通じた売上総利益率の上昇にも繋がっている。以上のことから、住宅設備機器の交換領域への特化と自社完結型の業務プロセスが同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は、住宅設備の部分交換という事業の拡大を通じて、大掛かりな工事を減らし、長く使える住宅環境を提供すると共に、廃棄物の削減にも貢献したいと考えている。

### ◆ 社会的責任 (Society)

年齢や性別を問わず長く働きやすい環境作りに取り組んでおり、女性従業員比率は 47%、女性管理職比率は 17%となっている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役 4 名 (うち社外取締役 1 名) で構成されている。社外取締役の吉野登氏は、モスフードサービス (8153 東証一部) 等の上場企業の取締役を歴任し、17 年 11 月に同社の取締役に就任した。吉野氏は WithGreen (東京都中央区) の社外取締役を兼務している。

監査役会は、常勤監査役 1 名と非常勤監査役 2 名 (2 名とも社外監査役) の 3 名で構成されている。鈴木謙吾氏は、弁護士であり、18 年 6 月に同社の社外監査役に就任した。鈴木氏はトランスポートオオスギ (静岡県磐田市) 等の社外取締役や、慶應義塾大学法科大学院非常勤教員等を兼務している。もう 1 人の社外監査役である村木達也氏は、税理士であり、18 年 6 月に同社の監査役に就任した。

21/3 期に 18 回開催された取締役会には、吉野氏、鈴木氏及び村木氏は全てに出席した。14 回開催された監査役会には、鈴木氏と村木氏は全てに出席した。こうしたことから、経営の監督体制は機能しているものと思われる。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ サービスの知名度の向上及びユーザー数の拡大

同社は、新規ユーザーの継続的な獲得が成長にとって必要不可欠であると認識しており、効果的な広告宣伝やメディア活動等により、同社及び自社サイト「交換できるくん」の知名度を向上させる方針である。

#### ◆ 集客チャネル・販路の拡大

同社は、インターネット経由での受注獲得が事業拡大に不可欠であるものの、中長期的な成長のためにはインターネット以外の集客チャネル・販路の拡大も必要であると認識している。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 4つの戦略軸で成長を目指している

同社は、事業エリアの拡大、新規商材の追加、BtoB 領域の強化、テクノロジー投資の積極化という4つの戦略軸で成長を目指している。

#### ◆ 事業エリアの拡大

同社は、機器と工事をセットで販売するため、事業を展開する地域に商品センターを設置する一方、工事を施工する社員職人と契約職人の確保が必要となる。同社は、段階的に事業エリアを拡大し、新たなユーザーの獲得を目指している。

#### ◆ 新規商材の追加

同社は、取扱い商材を絞ることで高い専門性と効率性を確保しているが、時流に合わせた商材ラインナップの拡充により、事業エリアの拡大との相乗効果を創出する方針である。

#### ◆ BtoB 領域の強化

同社は設立以来、BtoC 領域を主軸に事業規模を拡大してきたが、更なる成長を目指して、BtoB 及び BtoBtoC 領域に対して、アライアンス事業を展開する方針を掲げている。

#### ◆ テクノロジー投資の積極化

同社のソフトウェアへの投資額は、20/3 期が2百万円、21/3 期が23百万円とこれまでは小規模にとどまっていた。今後は、顧客の機器交換時期に合わせて交換を促す提案が出来るようなCRMシステムを構築するほか、現在は人手で実施している業務（現場で施工する職人の決定や日程調整等）を自動化するAIの導入を検討している。22/3 期においては、Web サイトの改修やCRMシステムの構築の投資に40～60百万円を、データ活用・AIによる経営の効率化・業務改善のための調査検討費用として10～20百万円を予定している。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 12 のようにまとめられる。

【 図表 12 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 自社サイトへの集客、Web見積り、受注/決済、訪問日調整、交換工事、アフターサービスを一気通貫で提供していること</li> <li>・ ユーザーにとって有益な豊富な情報を蓄積、提供している自社サイトの媒体力</li> <li>・ Web完結型の見積り等により、短納期、低価格でサービスを提供していること</li> <li>・ 自社施工による住宅設備機器の単品交換に限定することで、高い施工品質を確保していること</li> <li>・ 良好な資産効率を背景に、高水準の資産利益率を確保していること</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 事業規模の小ささ</li> <li>・ 賃貸住宅の入居者やオーナーへのサービス提供体制が不十分なこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 住宅リフォーム市場の成長</li> <li>・ 住宅設備機器販売におけるEC化率の上昇</li> <li>・ 事業エリアの拡大や新規商材の拡充による市場シェアの上昇</li> <li>・ BtoB領域やBtoBtoC領域の強化による収益源の多様化</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 半導体不足やコロナ感染症の影響による商品供給の遅れ</li> <li>・ サイバー攻撃やシステム障害等に伴う自社サイトの稼働停止</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 事業エリアの拡大や BtoB 領域の強化に期待したい

新規エリアへの進出は、短期的には利益率の低下を招くものの、長期的には収益の拡大要因となるため、当センターでは今後の事業エリアの拡大に期待している。22/3 期においては、広島と仙台に拠点を設置したため、当面は、これらのエリアでの収益化に注力すると想定しているが、今後も段階的に事業エリアを拡大することで、新たなユーザーを獲得し、長期的な成長に繋がる可能性が高いと考えている。

また、BtoB 領域や BtoBtoC 領域の強化にも注目したい。同社のユーザーは現在、ほとんどが持ち家のオーナーであり、賃貸住宅のオーナーや入居者のニーズには対応できていない。国内住宅ストック（空き家を除く）の約 4 割は賃貸住宅であるため、賃貸住宅のオーナーや入居者に顧客層を広げられれば、既存エリアでの収益向上だけでなく、新規エリアでの早期黒字化による事業エリア拡大ペースの加速も視野に入ると思われる。

BtoB 領域でのアライアンス事業を目的に設立された KD サービスの本格展開の効果や、リノシアセットマネジメントとの業務提携が業績に貢献するのは 23/3 期以降と見られるが、BtoB 領域の強化の成否は、同社グループにとって、今後の成長性を左右する要因になると当センターでは考えている。

> 今後の業績見通し

◆ 22年3月期の会社計画は19%増収、24%営業増益

22/3期の会社計画は、売上高5,600百万円(前期比18.6%増)、営業利益320百万円(同24.3%増)、経常利益320百万円(同25.2%増)、親会社株主に帰属する当期純利益200百万円(同2.7%減)である(図表13)。同社は22/3期より、新収益認識基準を適用すると共に、7月のKDサービスの設立に伴い、連結決算に移行しているが、前期比は旧基準ベースの21/3期単体決算との比較である。

【図表13】交換できるくんの過去の業績と22年3月期の計画 (単位:百万円)

	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	
	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高	3,426	4,008	4,721	5,600	18.6%
売上総利益	708	909	1,183	1,440	21.6%
売上総利益率	20.7%	22.7%	25.1%	25.7%	-
販売費及び一般管理費	806	749	926	1,120	20.9%
販管費率	23.5%	18.7%	19.6%	20.0%	-
営業利益	-98	160	257	320	24.3%
営業利益率	-2.9%	4.0%	5.5%	5.7%	-
経常利益	-81	171	255	320	25.2%
経常利益率	-2.4%	4.3%	5.4%	5.7%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-135	133	205	200	-2.7%

(注) 22/3期より新収益認識基準、連結決算に移行、増減率は旧基準の21/3期単体決算との比較  
(出所) 交換できるくん有価証券届出書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

売上高については、工事件数の前提を前期比18.4%増の41,000件としている。商品供給の遅延に伴って積み上がっている受注残については、年度末までには供給が正常化し、解消を見込んでいる。

売上総利益率は、前期の19.6%から20.0%への上昇を見込んでいる。一方、販管費は、広告宣伝費やシステム関連費を中心に前期比20.9%の増加を見込んでいる。なお、20/3期と21/3期の利益計上に伴い、21/3期末の繰越欠損金は大幅に減少したため、22/3期の法人税等の負担率については、同社にとっての通常の水準になる見通しである。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の22/3期業績を、売上高5,500百万円(前期比16.5%増)、営業利益311百万円(同20.8%増)、経常利益310百万円(同21.3%増)、親会社株主に帰属する当期純利益194百万円(同5.6%減)と予想する(図表14)。

種類別売上高については、22/3期上期実績と、半導体不足や新型コロナ感染症の影響に伴う商品調達リスクを踏まえ、商品売上3,960百万円、工事売上1,540百万円と予想した。

【 図表 14 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	20/3期	21/3期	22/3期CE	22/3期E	23/3期E	24/3期E
売上高	4,008	4,721	5,600	5,500	6,394	7,306
前期比	17.0%	17.8%	18.6%	16.5%	16.3%	14.3%
種類別	-	-	-	-	-	-
商品売上	-	-	-	3,960	4,600	5,252
工事売上	-	-	-	1,540	1,794	2,054
売上総利益	909	1,183	1,440	1,390	1,639	1,899
売上総利益率	22.7%	25.1%	25.7%	25.3%	25.6%	26.0%
販売費及び一般管理費	749	926	1,120	1,079	1,252	1,418
販管費率	18.7%	19.6%	20.0%	19.6%	19.6%	19.4%
営業利益	160	257	320	311	387	481
前期比	-	60.6%	24.3%	20.8%	24.4%	24.3%
営業利益率	4.0%	5.5%	5.7%	5.7%	6.1%	6.6%
経常利益	171	255	320	310	387	481
前期比	-	48.9%	25.2%	21.3%	24.8%	24.3%
経常利益率	4.3%	5.4%	5.7%	5.6%	6.1%	6.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	133	205	200	194	243	301
前期比	-	53.9%	-2.7%	-5.6%	25.3%	23.9%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想、22/3 期から連結決算、新収益認識基準に移行。22/3 期の前期比は旧基準の 21/3 期単体数値との比較。

(出所) 交換できるくん決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率は、前期の 25.1%から 25.3%への上昇を予想した。22/3 期上期が前年同期比 0.1%ポイント上昇したことを考慮したほか、第 2 四半期に見られた新規拠点の開設による影響が徐々に軽減すると想定した。

一方、販管費は、22/3 期上期実績が 544 百万円であったことや、上期に実施したテレビ CM を下期は抑制すると考えたこと等から、1,079 百万円と予想した。

なお、同社の法定実効税率は 30.6%であるが、留保金課税が適用されていること等から、法人税等の負担率を 37.4%と想定した。

会社計画に対しては、売上高が 100 百万円、営業利益が 9 百万円の未達と予想した。売上高については、各種報道等を基に、商品供給の遅延で積み上がった受注残が年度末までに完全には解消できないと想定した。売上総利益率については、上期実績を踏まえ、会社計画ほどには改善しないと考えた。一方、販管費については、売上高の進捗状況を踏まえ、会社計画よりも支出を抑制すると想定した。

23/3 期は、売上高 6,394 百万円 (前期比 16.3%増)、営業利益 387 百

万円 (同 24.4%増)、経常利益 387 百万円 (同 24.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 243 百万円 (同 25.3%増) と予想した。

種類別売上高については、半導体不足や新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に軽減すると考えたほか、住宅設備機器の交換市場における EC 化率の上昇や、知名度向上による市場シェアの上昇を想定し、商品売上 4,600 百万円 (前期比 16.2%増)、工事売上 1,794 百万円 (同 16.5%増) と予想した。

売上総利益率は、スケールメリットによる売上高材料費率の改善等により、前期の 25.3%から 25.6%への上昇を予想した。一方、販管費は、人件費や広告宣伝費等の増加を想定し、1,252 百万円 (前期比 16.0%増) と予想した。

24/3 期は、売上高 7,306 百万円 (前期比 14.3%増)、営業利益 481 百万円 (同 24.3%増) と予想した。

種類別売上高については、住宅設備機器の交換市場における EC 化率の上昇や、知名度向上による市場シェアの上昇を想定し、商品売上 5,252 百万円 (前期比 14.2%増)、工事売上 2,054 百万円 (同 14.5%増) と予想した。

売上総利益率は、23/3 期予想と同じ理由により、前期の 25.6%から 26.0%への上昇を予想した。一方、販管費は、人件費や広告宣伝費等の増加を想定し、1,418 百万円 (前期比 13.3%増) と予想した。

同社は、内部留保の充実と事業拡大のための投資等を優先し、創業以来、無配を続けている。配当実施の可能性や実施時期等については現時点で未定としている。こうしたことから、当センターでは、22/3 期から 24/3 期においても配当は実施されないと予想している。

【 図表 15 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	20/3期	21/3期	22/3期CE	22/3期E	23/3期E	24/3期E
<b>貸借対照表</b>						
現金及び預金	344	947		934	1,079	1,327
売掛金	186	266		375	400	460
棚卸資産	179	129		181	211	241
その他	30	31		31	31	31
流動資産	741	1,376		1,522	1,722	2,061
有形固定資産	19	24		20	17	14
無形固定資産	22	35		84	128	158
投資その他の資産	72	84		147	147	147
固定資産	114	144		252	293	319
資産合計	855	1,520		1,774	2,016	2,381
買掛金	270	334		400	450	512
1年内償還予定社債	10	—		0	0	0
1年内返済予定長期借入金	48	53		50	30	24
未払法人税等	45	47		92	79	98
その他	131	191		193	205	217
流動負債	506	627		736	764	852
長期借入金	61	105		54	24	0
固定負債	61	105		54	24	0
純資産合計	288	788		984	1,227	1,528
(自己資本)	288	788		984	1,227	1,528
(非支配株主持分+新株予約権)	—	—		0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	170	255		309	387	481
減価償却費	15	15		26	31	45
売上債権の増減額 (—は増加)	-29	-80		-108	-25	-60
棚卸資産の増減額 (—は増加)	-60	50		-51	-30	-30
仕入債務の増減額 (—は減少)	-6	64		65	50	62
その他	40	69		4	12	12
法人税等の支払額	-6	-58		-70	-157	-160
営業活動によるキャッシュ・フロー	123	315		176	268	350
有形及び無形固定資産の取得による支出	-5	-28		-72	-72	-72
敷金及び保証金の差入による支出	—	-5		-68	0	0
その他	0	1		2	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-5	-33		-137	-72	-72
長期借入れによる収入	—	120		0	0	0
長期借入金の返済による支出	-80	-70		-53	-50	-30
社債の償還による支出	-10	-10		0	0	0
株式発行による収入	—	281		1	0	0
配当金の支払額	—	—		0	0	0
その他	—	—		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-90	320		-52	-50	-30
現金及び現金同等物の増減額 (—は減少)	27	602		-13	145	248
現金及び現金同等物の期首残高	317	344		947	934	1,079
現金及び現金同等物の期末残高	344	947		934	1,079	1,327

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 交換できるくん決算短信を基に証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ サイト集客における外部検索エンジンへの依存度の高さ

同社が運営する自社サイト「交換できるくん」への集客は、外部検索エンジンを経由したものが大半を占めている。同社は、SEO 対策を実施することにより、同社サイトが検索結果の上位に表示されるような方策を講じているが、検索エンジンの運営者が検索結果を表示するロジックを変更するなどして、それまで有効であった SEO 対策が十分に機能しなくなった場合には、同社の事業や業績に提供を及ぼす可能性がある。

### ◆ コロナ禍や半導体不足に伴い、商品供給が遅延する可能性

同社が販売する住宅設備機器の中には、東南アジアや中国等で部材が生産されているものがあるほか、半導体が多く使用されているものがある。21 年秋以降、東南アジアでの新型コロナウイルスの感染拡大により、特にトイレの供給が不安定になっているほか、半導体不足の影響により、特に一部の給湯器の供給が遅延している。

当センターでは、業績予想にあたり、一定の前提を置いて、特定機器の商品供給が遅延するリスクを織込んでいるが、同社の仕入れが当センターの予想を大きく上回ったり、大幅に下回ったりした場合には、同社の業績が当センターの予想と大きく乖離する可能性があるため、注意が必要である。

### ◆ 特定の仕入先に対する依存度の高さ

同社は、キッチンまわり及びトイレ・洗面所・浴室まわりにおいて、幅広いブランドの住宅設備機器を販売しており、特定分野の機器への依存度が高い状況ではない。しかし、幅広い分野のパナソニック製機器を販売しているパナソニックリビングや、多数のブランドを取扱う住宅設備機器商社であるヨコヤマ、サンエイからの仕入依存度が高く、3 社を合計すると、21/3 期の仕入高の 6 割強を占めている。

同社は、3 社との取引は安定度が高いと認識しているが、何らかの事情により、同社と各社との取引が困難になった場合や、各社の商品仕入に問題が生じた場合は、同社の業績に影響が及ぶ可能性がある。

### ◆ 当面は無配が続く可能性

同社は、内部留保を、収益基盤の強化及び収益力拡大のための投資に充当することが最大の利益還元につながると考え、創業以来、配当を実施していない。

将来的には、内部留保の充実状況及び企業を取り巻く事業環境を勘案し、安定的かつ継続的な利益還元を検討する方針を掲げているが、現時点では配当の実施時期等については未定としており、しばらくは無

配が続く可能性がある。

#### ◆ 大株主の株式売却リスクと留保金課税の適用外となる可能性

同社の栗原社長は、22/3 期上期末時点で、同氏の資産管理会社及び親族の保有分を含めて発行済株式総数の 67.6%を保有している。同氏は安定株主として一定の議決権を保有する方針を示しているが、何らかの事情により、同氏の保有株式の多くが売却された場合、同社株式の市場価格等に影響を及ぼす可能性がある。

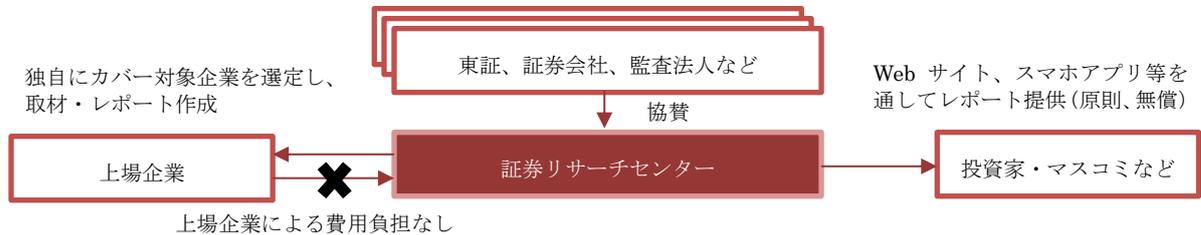
他方、同氏及び同氏と特殊な関係にある個人、法人が合計で、発行済株式総数の 50%超を保有しているため、同社は法人税法上の特定同族会社に該当し、留保金課税が適用されている。法定実効税率と税効果会計適用後の法人税等の負担率との間の税率差異を見ると、留保金課税の影響は 21/3 期において 7.8%であった。同社の法定実効税率は 30.6%であるが、他の要因がなければ、法人税等の負担率は 38.4%であったことになる。

将来、同氏の株式売却等により、同社が留保金課税の適用から外れた場合、法人税等の負担率が低下し、経常利益に対する親会社株主に帰属する当期純利益の水準が上昇する可能性がある。また、同社は現在、無配であるが、将来、配当を実施した場合、配当金額に応じて、法人税等の負担率が低下することに注意が必要である。

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ  
日本証券業協会  
監査法人 A&A パートナーズ

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
三優監査法人  
日本証券アナリスト協会  
宝印刷株式会社

大和証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
太陽有限責任監査法人  
エイチ・エス証券株式会社  
株式会社プロネクサス

野村證券株式会社  
株式会社 ICMG  
株式会社 SBI 証券  
いちよし証券株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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・間接的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ため、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。