ホリスティック企業レポート
交換できるくん
7695 東証グロース

アップデート・レポート
2022年7月15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 20220712

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved. 本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

交換できるくん（7695 東証グロース）

発行日：2022/7/15

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
商品供給の回復に伴う工事件数の増加等により、23 年 3 月期以降は業績回復へ

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

＞ 要旨

◆ 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している。

・01 年のサイト開設以来、多数の顧客を獲得しており、22/3 期の工事件数は前期比 5.5%増の 36,516 件に達している。集客効率の高さから、低価格戦略を採りながら、21/3 期までは適正な利益を確保していた。

・棚卸資産回転率や総資産回転率等で見た資産効率の高さに特長がある。

◆ 22 年 3 月期の連結決算は 2%増収、60%営業減益

・22/3 期の連結決算は、前期単体数値比 1.8%増収、59.8%営業減益であった。コロナ禍や半導体不足に伴い、トイレや給湯器等を中心とした商品に関して、供給の遅延が長期化したため、工事件数が想定未達となり、期初計画を下回る大幅な減益となった。

◆ 23 年 3 月期の会社計画は 21%増収、151%営業増益

・23/3 期について同社は、商品供給の回復見通しを前提に、20.6%増収、150.9%営業増益を見込んでいる。

・証券リサーチセンター（以下、当センター）は、22/3 期実績等を踏まえて、23/3 期の業績予想を見直した。商品調達リスクが依然として残っていることから、売上高を 6,394 百万円→5,781 百万円（前期比 20.2%増）、営業利益を 387 百万円→263 百万円（同 153.9%増）に減額した。

◆ 工事件数の増加等により、23 年 3 月期以降の業績回復を予想

・当センターでは、半導体不足の長期化見通し等に伴い、商品供給が完全には正常化しないと考え、24/3 期についても、売上高を 131 百万円、営業利益を 51 百万円減額した。

・商品供給の回復に伴う工事件数の増加や、売上高の拡大による固定費負担の軽減等により、24/3 期は 24.1%増収、63.5%営業増益、25/3 期は 14.0%増収、26.5%営業増益と予想した。

【主要指標】

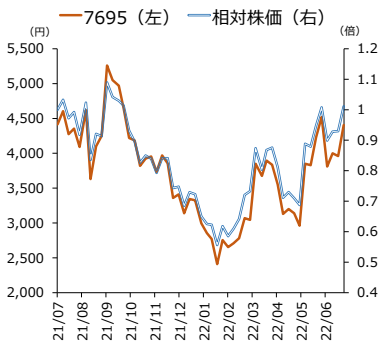
	2022/7/8
株価 （円）	4,405
発行済株式数 （株）	2,253,900
時価総額 （百万円）	9,928

	前期実績	今期予想	来期予想
PER （倍）	149.9	58.7	35.8
PBR （倍）	11.7	9.7	7.6
配当利回 （%）	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン （%）	-1.5	7.9	-11.7
対TOPIX （%）	0.7	12.3	-8.2

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2021/7/9

【 7695 交換できるくん 業種：小売業 】

決算期		売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2021/3		4,721	17.8	257	60.6	255	48.9	205	53.9	97.3	350.8	0.0
2022/3		4,807	-	103	-	102	-	66	-	29.4	377.3	0.0
2023/3	CE	5,800	20.6	260	150.9	260	152.6	160	142.0	71.1	-	0.0
2023/3	E	5,781	20.2	263	153.9	263	155.6	169	155.8	75.0	453.3	0.0
2024/3	E	7,175	24.1	430	63.5	430	63.5	277	63.9	123.0	576.3	0.0
2025/3	E	8,176	14.0	544	26.5	544	26.5	349	26.0	154.9	731.2	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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

＞ 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住宅オーナーに販売する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、浴室まわりを中心としている（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。22 年 6 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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

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おり、01 年のサービスサイト開設以来、多数の顧客を獲得している。豊富な商品情報に加え、約 2.5 万件の施工事例や、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（22/3 期末 15 名）または契約職人（同 100 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。

同社の工事には、3 年間無償で商品と工事のメンテナンス対応を行う保証が含まれている。また、ユーザーが有償で延長保証オプションに加入した場合は、ジャパンワランティサポート（7386 東証グロース）の「あんしん住宅サポート 24ｈ」によって、最長 10 年の商品保証と工事保証を提供し、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。22/3 期の工事件数は前期比 5.5%増の 36,516 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	3Q	4Q	通期
工事件数（件）	30,061	6,704	9,412	9,430	9,077	34,623	8,524	9,231	9,747	9,014	36,516
前年同期比（%）	13.2	5.2	10.4	9.9	38.0	15.2	27.1	-1.9	3.4	-0.7	5.5

（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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

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 期第 4 四半期が新型コロナ感染症の影響により不振であったためである。

一方、22/3 期の工事件数構成比は、上期 48.6%、下期 51.4%と通常よりも上期の構成比が高くなった。これは、新型コロナウイルスの感染拡大や半導体不足によるサプライチェーンの混乱の影響を受けた、トイレや給湯器等の納期遅延に伴い、下期の工事件数が伸び悩んだためである。

◆ 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　ホールディングス（6752 東証プライム）傘下のパナソニック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）、住宅設備機器の総合商社である小泉（東京都杉並区）のグループ会社である小泉神奈川が挙げられる。

22/3 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 29.4%（21/3 期は 23.6%）、ヨコヤマからが 24.5%（同 20.3%）、小泉神奈川からが 8.0%（同記載なし）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、多数の一般消費者を中心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。

＞ 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 21 年 3 月期までは適正利益を確保していた

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。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

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、21/3 期までは適正な利益を確保していた。

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 期では、商品売上 3,447 百万円（売上高構成比 71.7%）、工事売上 1,359 百万円（同 28.3%）であった。工事件数 36,516 件で除した商品単価は 94,414 円、工事単価は 37,239 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、同社によれば、通常、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。22/3 期については、高額な商品ほど納期遅延の影響を大きく受けたことや、新収益認識基準の適用に伴い、保証サービスに関して、保証期間に亘って収益を認識する方法に変更したこと等から、平均単価は前期比で下落を余儀なくされた。

◆ 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。同社は、22/3 期より連結決算を開始したが、売上高の連単倍率は 1.01 倍に過ぎないため、単体の売上原価明細書を用いて、同社の原価構成を分析したい。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、22/3 期の売上高材料費率は 58.1%であった。

次に大きい原価項目は経費であり、22/3 期の売上高経費率は 15.3%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。22/3 期の売上高委託作業費率は 9.2%であった。

社員職人に支払われる労務費（固定費）は少なく、22/3 期の売上高労務費率は 2.2%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、22/3 期の労務費は 19/3 期比 15.9%増にとどまった。一方、契約職人を増やすことで施工能力を拡大しているため、22/3 期の委託作業費は 19/3 期比 48.8%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 22/3 期には 11.4%に若干上昇しているが、効率性は維持されている。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

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、同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、同社にとっても、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。

22/3 期（連結）の販売費及び一般管理費（以下、販管費）は 1,071 百万円であった。内訳は、人件費 480 百万円、広告宣伝費 270 百万円、システム関連費 68 百万円、地代家賃 61 百万円、減価償却費 22 百万円、その他 167 百万円であった。

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 15%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、21/3 期（単体）が 4.7%、22/3 期（連結）が 5.6%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（単体）においては、売上総利益率 25.1%、販管費率 19.6%、営業利益率 5.5%と適正な水準を確保していた。しかし、売上高の伸び悩みや新収益認識基準の適用に伴い、固定費負担が高まった 22/3 期（連結）は、売上総利益率が 24.4%に低下したほか、販管費率が 22.3%に上昇したため、営業利益率は 2.2%に悪化した。

◆ 資産効率は依然として良好である

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いる。これらは全て賃貸施設であるものの、22/3 期末（単体）において、敷金は 97 百万円に過ぎず、有形固定資産も 50 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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

（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。

庫水準は極めて低い。22/3 期（単体）において、棚卸資産回転率（材料費[注]÷期中平均棚卸資産）は 16.6 回と高水準となっている。また、現金及び預金が総資産の 46.6%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）は 3.2 回であり、資産効率は依然として良好な水準を維持している。

商品供給の遅延による売上高営業利益率の低下により、22/3 期（単体）の総資産経常利益率は 6.9%、自己資本利益率は 8.1%にとどまったが、売上高営業利益率が 5.5%であった 21/3 期（単体）においては、総資産経常利益率が 21.5%、自己資本利益率が 38.2%と、極めて高い資産利益率を確保していた。

＞ SWOT分析

◆ 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 3 のようにまとめられる。

【 図表 3 】SWOT 分析

強み (Strength)	・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 ・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 ・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 ・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 ・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
弱み (Weakness)	・事業規模の小ささ ・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
機会 (Opportunity)	・住宅リフォーム市場の成長 ・住宅設備機器販売におけるEC化率の上昇 ・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 ・BtoB領域やBtoBtoC領域の強化による収益源の多様化
脅威 (Threat)	・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 ・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

（出所）証券リサーチセンター

＞ 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己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 4）。

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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

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。

【 図表 4 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI等		
			項目	数値（前回）	数値（今回）
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	・工事件数	34,623件	36,516件
		・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	・工事件数におけるリピート比率	約25%	非集計
	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	23年（22年1月時点）	23.5年（22年7月時点）
			・サービス名変更からの経過年数	3.5年（22年1月時点）	4年（22年7月時点）
			・上場からの経過年数	1年（22年1月時点）	1.5年（22年7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、ヨコヤマ等の上位3社からの仕入が中心を占めている。	・仕入高上位3社からの仕入比率	約62%	約62%
		・契約職人の増員による施工能力の向上を目指している	・契約職人数	83名	100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・小工事領域の隙間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	・商品売上を含む1工事当たりの平均単価	136千円	131千円
		・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	・売上総利益率	25.1%	24.4%
			・営業利益率	5.5%	2.2%
		・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が、一部商品の供給遅延により、22/3期の売上高委託作業費率はやや低下した	・売上高労務費率（単体）	1.9%	2.2%
			・売上高委託作業費率（単体）	9.4%	9.2%
		・住宅設備機器の単品交換への特化や、職人の多能工化等により、生産性の向上に加え、作業時間の短縮や、契約職人の報酬アップを実現している			
		・BtoB及びBtoBtoCのアライアンス事業の拡大を目指している			
	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%	5.6%
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	・社長の在任年数	23年（22年1月時点）	23.5年（22年7月時点）
		・栗原社長による高い経営へのコミットメント	・社長の保有株数（資産管理会社、親族含む）	1,620,000株（72.0%）	1,520,000株（67.6%）
	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	・従業員数	74名	82名
			・従業員の平均年齢	36.1歳	36.6歳
			・従業員の女性比率	47%	47%
		・インセンティブ制度	・ストックオプション（第2回、従業員中心）	33,600株（1.5%）	32,800株（1.5%）

（注）KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 21/3 期または 21/3 期末（単体）、今回は 22/3 期または 22/3 期末（連結）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、決算説明資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

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、21/3 期までは、仕入力の向上を通じて、売上総利益率の上昇にも繋がっていた。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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

務プロセスが同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター（以下、当センター）は考えている。

＞ 決算概要

◆ 22 年 3 月期の連結決算は 1%増収、60%営業減益

22/3 期の連結決算は、売上高 4,807 百万円（前期単体数値比 1.8%増）、営業利益 103 百万円（同 59.8%減）、経常利益 102 百万円（同 59.7%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 66 百万円（同 67.8%減）となった（図表 5）。

【 図表 5 】22 年 3 月期の業績

（単位：百万円）

	内訳	21/3期	22/3期									
		通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		4,721	1,165	1,255	2,421	11.0%	1,223	1,162	2,386	-6.0%	4,807	1.8%
	商品売上	–	834	903	1,737	–	875	834	1,709	–	3,447	–
	工事売上	–	331	351	683	–	348	328	676	–	1,359	–
売上総利益		1,183	293	306	600	11.4%	297	276	574	-10.9%	1,174	-0.7%
売上総利益率		25.1%	25.2%	24.4%	24.8%	–	24.3%	23.8%	24.1%	–	24.4%	–
販売費及び一般管理費		926	254	290	544	28.5%	286	240	526	4.9%	1,071	15.7%
販管費率		19.6%	21.8%	23.1%	22.5%	–	23.4%	20.7%	22.1%	–	22.3%	–
	人件費	447	117	116	233	8.3%	121	124	246	6.5%	480	7.4%
	広告宣伝費	219	60	87	148	68.0%	78	42	121	-7.2%	270	23.1%
	システム関連費	48	19	19	39	88.0%	15	13	29	5.2%	68	40.5%
	地代家賃	54	13	12	26	-4.7%	20	15	35	30.6%	61	12.8%
	その他	156	44	52	97	35.7%	49	43	93	10.7%	190	22.2%
営業利益		257	39	16	56	-51.3%	11	36	47	-66.6%	103	-59.8%
営業利益率		5.5%	3.4%	1.3%	2.3%	–	0.9%	3.1%	2.0%	–	2.2%	–
経常利益		255	39	15	55	-55.3%	11	36	47	-64.0%	102	-59.7%
経常利益率		5.4%	3.4%	1.2%	2.3%	–	0.9%	3.1%	2.0%	–	2.1%	–
親会社株主に帰属する当期（四半期）純利益		205	25	8	34	-64.6%	6	25	32	-70.7%	66	-67.8%
工事件数		34,623	8,524	9,231	17,755	10.2%	9,747	9,014	18,761	1.4%	36,516	5.5%

（注）21/3 期は単体決算、増減率は 21/3 期単体数値との比較、人件費と販管費のその他の半期数値は証券リサーチセンターの推定値
（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、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

同社は、21 年 7 月に法人向け取引を担う KD サービス（100%出資）を設立し、連結決算に移行した。連単倍率は、売上高 1.011、営業利益 0.996 であり、同子会社の連結業績への影響は軽微であった。

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。従来基準と比較して、売上高が 80 百万円、売上原価が 64 百万円、営業利益以下の段階利益が各々15 百万円減少した。

種類別売上高については、商品売上が 3,447 百万円、工事売上が 1,359 百万円であった。世界的な半導体不足や、住宅設備機器メーカーの生

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

産拠点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、工事件数が前期比 5.5%増の 36,516 件にとどまった。

また、高機能・高価格帯商品の供給が特に停滞したため、平均商品単価が低下した。供給不足が深刻化した下期においては、高性能給湯器やウォシュレット等の売上高が大幅に落ち込んだ（図表 6）。

【 図表 6 】主力商材（例）の売上高の前年同期比増減率

メーカー	商材	上期	下期
リンナイ	高級ガスコンロ	13.6%	-26.0%
	高性能給湯器	42.1%	-64.7%
ＴＯＴＯ	ウォシュレット	-7.9%	-66.7%
	高級トイレ	-7.4%	-26.5%

（注）対象は特に影響が大きい主力商材として同社が例示したもの
（出所）交換できるくん決算説明資料より証券リサーチセンター作成

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（商品納期未定の注文の残高）が、21 年 9 月末の 98 百万円から 22 年 3 月末には 693 百万円に急増した。供給の増加により、その増加ペースは鈍化しているものの、4 月末でも 732 百万円の受注残となっている。

売上総利益率は、前期（単体）の 25.1%から 24.4%に低下した。1）商品センターの開設（21 年 9 月に広島市、10 月に仙台市）に伴い、新拠点の地代家賃が売上高に対して先行的に発生したことや、2）商品供給の遅延により、社員職人の労務費や賃料等の固定費負担が高まったこと及び売上高材料費率が一時的に上昇したこと等が影響した。

一方、販管費は前期単体数値比 145 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（第 4 四半期は抑制）したため、広告宣伝費が同 50 百万円増えたほか、人件費が同 33 百万円、システム関連費が同 19 百万円、各々増加した。従業員数は、21/3 期末の 74 名から 82 名に増加した。

◆ 売上高、営業利益共に期初計画を大幅に下回った

期初計画に対する達成率は、売上高が 85.8%、営業利益は 32.4%、経常利益は 32.2%、親会社株主に帰属する当期純利益は 33.1%であった。

売上高については、商品供給の遅延に伴い、工事件数が計画（41,000 件）を大幅に下回ったことに加え、高価格帯商品の販売数量の落込みにより、平均単価も計画を下回ったことが影響した。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

営業利益については、販管費は計画比でやや抑制されたものの、売上高の計画未達に加え、売上総利益率が計画を 1.3%ポイント下回ったことから、計画を 217 百万円下回った。

なお、同社は、第 3 四半期決算発表時に通期計画を下方修正しており、修正計画に対する達成率は、売上高が 104.5%、営業利益は 172.7%、経常利益は 171.5%、親会社株主に帰属する当期純利益は 200.3%であった。

◆ 自己資本の増加と負債の減少により自己資本比率は上昇

22/3 期末の連結総資産は、前期末（単体）の 1,520 百万円から 1,483 百万円に減少した。商品が前期末（単体）の 128 百万円から 199 百万円に、敷金が前期末（単体）の 44 百万円から 97 百万円に（本社移転及び商品センター開設）、ソフトウェアが前期末（単体）の 35 百万円から 58 百万円に各々増加した一方、現金及び預金が前期末（単体）の 947 百万円から 740 百万円に減少した。

調達サイドでは、長期借入金が前期末（単体）比 50 百万円減、未払法人税等が同 47 百万円減、未払消費税等が同 39 百万円減となったこと等から負債合計は同 97 百万円減少した。一方、自己資本は、利益蓄積により同 60 百万円増加した。結果、自己資本比率は 21/3 期末（単体）の 51.9%から 57.2%に上昇した。

＞ 業績見通し

◆ 交換できるくんの 23 年 3 月期計画

23/3 期連結決算の会社計画は、売上高 5,800 百万円（前期比 20.6%増）、営業利益 260 百万円（同 150.9%増）、経常利益 260 百万円（同 152.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 160 百万円（同 142.0%増）である（図表 7）。

売上高については、上海等の中国でのロックダウンによる商品供給への悪影響が懸念されるものの、各メーカーによる商品供給の回復見通しを前提に、大幅な増加を見込んでいる。工事件数については、前期の期初計画と同じ 41,000 件（前期比 12.3%増）としている。受注残については、中国でのロックダウンの影響等も考慮し、23/3 期末時点では完全には解消しない想定となっている。一方、平均単価については、落ち込んでいた高価格帯商品の供給回復を想定したことや、原材料高に伴う各メーカーによる商品価格の引上げを受けて、同社でも値上げを実施したことから、前期比では上昇を見込んでいる。

売上総利益率や販管費の計画は非開示であるが、営業利益率の改善（前期 2.2%→4.5%）の要因は、増収効果に伴う固定費負担の軽減（主

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

に販管費率の改善）によるものと同社は説明している。

【 図表 7 】交換できるくんの過去の業績と 23 年 3 月期計画 （単位：百万円）

	19/3期 実績	20/3期 実績	21/3期 実績	22/3期 実績	23/3期 計画	23/3期 増減率
売上高	3,426	4,008	4,721	4,807	5,800	20.6%
売上総利益	708	909	1,183	1,174	–	–
売上総利益率	20.7%	22.7%	25.1%	24.4%	–	–
販売費及び一般管理費	806	749	926	1,071	–	–
販管費率	23.5%	18.7%	19.6%	22.3%	–	–
営業利益	-98	160	257	103	260	150.9%
営業利益率	-2.9%	4.0%	5.5%	2.2%	4.5%	–
経常利益	-81	171	255	102	260	152.6%
経常利益率	-2.4%	4.3%	5.4%	2.1%	4.5%	–
親会社株主に帰属する当期純利益	-135	133	205	66	160	142.0%

（注）22/3 期以降は連結決算
（出所）交換できるくん有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

同社は、「交換できるくん」のサービスサイトにおいて、22/3 期第 4 四半期に、賃貸管理会社や賃貸住宅オーナーに対して壁掛けエアコンの販売を開始したほか、4 月にはエコキュートの取扱いを開始した。

総務省統計局の「平成 30 年住宅・土地統計調査」によれば、18 年時点での居住世帯のある住宅戸数は 53,616 千戸であったが、そのうち、持ち家は 32,802 千戸（持ち家比率 61.2%）、賃貸住宅は 19,065 千戸（賃貸住宅比率 35.6%）であった（その他の 3.2%は不明の物件）。

同社はこれまで、持ち家オーナー向けを中心に事業を展開していたが、今後は、サービスサイトでの法人向け新規商品の拡充に加え、KD サービスにおいて、賃貸住宅を所有・管理する賃貸管理会社や賃貸住宅オーナーに対する営業体制の強化を図り、現在、売上高の 5%程度にとどまっている法人との取引規模を 10%程度に引上げる方針を掲げている。また、4 月には、単体が行っていた住宅設備機器の交換工事に関わる施工事業を、会社分割の方法により KD サービスに承継した。

また、同社は、自社において最大規模を誇る横浜商品センターの移転を 7 月に予定している。新商品センターの床面積は旧商品センターの 2.6 倍に拡張され、壁掛けエアコンの在庫スペースの確保等、法人ビジネスの拡大に向け、物流機能が大幅に強化される見通しである。

◆ 証券リサーチセンターの 23 年 3 月期予想

当センターは、22/3 期実績や同社の施策を踏まえて 23/3 期予想を見直した結果、売上高を 6,394 百万円→5,781 百万円（前期比 20.2%増）、営業利益を 387 万円→263 百万円（同 153.9%増）、経常利益を 387 百

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

万円→263 百万円（同 155.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益を 243 百万円→169 百万円（同 155.8%増）に修正した（図表 8）。

【 図表 8 】中期業績予想

（単位：百万円）

	22/3期	23/3期CE	旧23/3期E	23/3期E	旧24/3期E	24/3期E	25/3期E
売上高	4,807	5,800	6,394	5,781	7,306	7,175	8,176
前期比	1.8%	20.6%	16.3%	20.2%	14.3%	24.1%	14.0%
種類別	-	-	-	-	-	-	-
商品売上	3,447	-	4,600	4,223	5,252	5,250	5,992
工事売上	1,359	-	1,794	1,558	2,054	1,925	2,184
売上総利益	1,174	-	1,639	1,423	1,899	1,783	2,056
売上総利益率	24.4%	-	25.6%	24.6%	26.0%	24.9%	25.1%
販売費及び一般管理費	1,071	-	1,252	1,160	1,418	1,353	1,512
販管費率	22.3%	-	19.6%	20.1%	19.4%	18.9%	18.5%
営業利益	103	260	387	263	481	430	544
前期比	-59.8%	150.9%	24.4%	153.9%	24.3%	63.5%	26.5%
営業利益率	2.2%	4.5%	6.1%	4.6%	6.6%	6.0%	6.7%
経常利益	102	260	387	263	481	430	544
前期比	-59.7%	152.6%	24.8%	155.6%	24.3%	63.5%	26.5%
経常利益率	2.1%	4.5%	6.1%	4.6%	6.6%	6.0%	6.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	66	160	243	169	301	277	349
前期比	-67.8%	142.0%	25.3%	155.8%	23.9%	63.9%	26.0%

（注）CE：会社予想　E：証券リサーチセンター予想、22/3 期の前期比は前期単体数値との比較
（出所）交換できるくん有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

種類別売上高については、22/3 期実績が想定を下回ったことと、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が依然として残っていることを踏まえ、商品売上を 377 百万円、工事売上を 236 百万円減額した。前期比では、工事件数の増加により、商品売上は 22.5%増、工事売上は 14.6%増と予想した。商品売上の増収率が高いのは、前期に大きく落ち込んだ高価格帯商品の伸びを高く見ていることや、メーカーによる値上げに伴う販売価格の引上げを想定していることが要因である。

売上総利益率については、22/3 期実績が想定を下回ったことや、横浜商品センターの移転増床による地代家賃の増加等を見込んだことから、前回予想の 25.6%から 24.6%に引下げた。前期比では、売上高の拡大による固定費負担の軽減を見込み、0.2%ポイントの改善を予想した。

販管費については、22/3 期実績が想定を下回っていたことを踏まえ、

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

前回想定よりも広告宣伝費や人件費等の想定を引下げたため、92 百万円減額した。

＞ 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、22/3 期実績や同社の施策等を踏まえ、24/3 期予想を見直すと共に、25/3 期予想を新たに策定した。

24/3 期予想については、売上高を 131 百万円、営業利益を 51 百万円減額した。前期比では、24.1%増収、63.5%営業増益と予想した。

種類別売上高については、半導体不足の長期化見通しに伴い、商品供給が完全には正常化しないと考え、商品売上を 2 百万円、工事売上を 129 百万円減額した。商品売上の減額幅が小さいのは、商品数量の減少による影響を商品価格の上昇による影響がほぼ相殺すると想定したためである。前期比では、24/3 期の受注による売上高の計上に加え、23/3 期末に残っていた受注残の消化による工事件数の拡大を見込み、商品売上は 24.3%増、工事売上は 23.6%増と予想した。

売上総利益率については、23/3 期予想の引下げを踏まえ、前回予想の 26.0%から 24.9%に引下げた。前期比では、売上高の拡大による固定費負担の軽減を見込み、0.3%ポイントの改善を予想した。

販管費については、23/3 期予想の減額を踏まえ、前回想定よりも広告宣伝費や人件費等の想定を引下げたため、65 百万円減額した。

25/3 期予想については、売上高 8,176 百万円（前期比 14.0%増）、営業利益 544 百万円（同 26.5%増）、経常利益 544 百万円（同 26.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 349 百万円（同 26.0%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による工事件数の増加を想定し、商品売上 5,992 百万円（前期比 14.1%増）、工事売上 2,184 百万円（同 13.5%増）と予想した。

売上総利益率は、24/3 期予想と同じ理由により、前期の 24.9%から 25.1%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、1,512 百万円（前期比 11.8%増）と予想した。

同社は、内部留保の確保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

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

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、23/3 期から 25/3 期においても配当は実施されないと予想している。

＞ 投資に際しての留意点

◆ 商品供給の状況を引き続き注視したい

当センターでは、前回に発行したレポートで、1）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、2）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、3）特定の仕入先に対する依存度の高さ、4）当面は無配が続く可能性、5）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を投資に際しての留意点として指摘した。

22/3 期業績の会社計画未達は、ほぼ商品供給の遅延によるものであった。今後の商品供給については、多少のバラツキはあるが、メーカー側では概ね 23/3 期中の正常化を見込んでいるものの、22 年春の中国でのロックダウンの影響も考慮し、同社は 23/3 期予想を慎重に策定したと説明している。

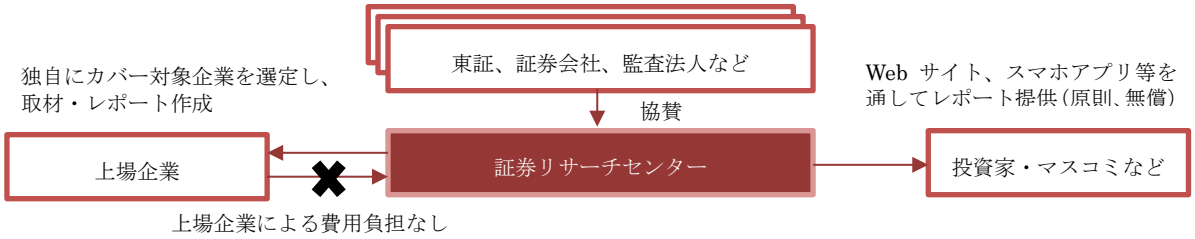
当センターでは、今回、23/3 期の業績予想を会社計画並みに減額したが、商品やその部品を生産する地域での再度のロックダウン等が発生した場合、同社の業績が当センターの予想と大きく乖離する可能性は否定できない。よって、引き続き、商品供給の状況を注視する必要があると当センターでは考えている。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

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	ＳＭＢＣ日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社ＩＣＭＧ
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社ＳＢＩ証券	三優監査法人
PwC 京都監査法人	エイチ・エス証券株式会社	いちよし証券株式会社	
監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人	監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社
株式会社プロネクサス	日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	

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・間接の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ず、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。