

# 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12月16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 20221213

# 交換できるくん(7695 東証グロース)

発行日:2022/12/16

## 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

### 24年3月期以降の業績予想を減額するが、EC化率の上昇等による成長持続を予想

#### > 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で見た資産効率の高さに特長がある。

#### ◆ 23年3月期上期決算は18%増収、214%営業増益

- ・23/3期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、前年同期比18.3%増収、213.9%営業増益であった。受注好調が持続した中、納期が遅延していた商品群の供給が改善してきたことや、広告宣伝費等の経費を抑制したことから、社内計画をやや上回る大幅増益となった。

#### ◆ 23年3月期の会社計画は21%増収、151%営業増益を維持

- ・上期実績は計画を上回ったものの、商品供給問題等を考慮し、20.6%増収、150.9%営業増益を見込む23/3期計画を同社は据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、上期実績が想定を上回ったことや、商品供給が想定よりも改善していること等を踏まえて、23/3期予想について、売上高を5,781百万円→5,855百万円(前期比21.8%増)、営業利益を263百万円→267百万円(同157.8%増)に増額した。

#### ◆ 24年3月期以降の業績予想を減額するが、成長持続を予想

- ・当センターでは、24/3期に繰り越されると考えていた受注残の消化が23/3期中に進みそうなことや、22年10月に開始した全商品無料10年保証付帯の影響を考慮したこと等から、24/3期以降については売上高、営業利益を減額した。
- ・住宅設備機器の交換市場におけるEC化率の上昇等に伴う工事件数の増加や、増収効果による固定費負担の軽減等により、24/3期は16.9%増収、30.7%営業増益、25/3期は18.5%増収、42.7%営業増益と予想した。

#### 【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	5,855	21.8	267	157.8	270	162.5	174	163.4	76.9	457.6	0.0
2024/3 E	6,845	16.9	349	30.7	349	29.2	226	29.8	99.9	557.5	0.0
2025/3 E	8,111	18.5	498	42.7	498	42.6	320	41.6	141.4	699.0	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】

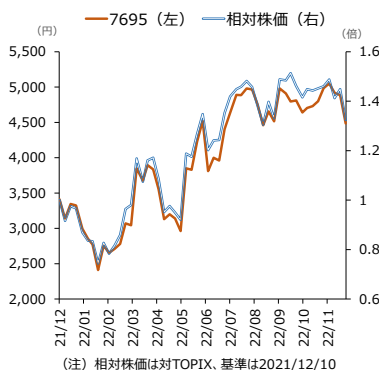
	2022/12/9
株価 (円)	4,485
発行済株式数 (株)	2,263,200
時価総額 (百万円)	10,150

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	152.7	58.3	44.9
PBR (倍)	11.9	9.8	8.0
配当利回り (%)	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 (%)	6.1	10.3	52.6
対TOPIX (%)	3.1	9.0	48.2

#### 【株価チャート】



#### アップデート・レポート

2/16

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9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、2.5 万件超の施工事例や、1.7 万超の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 年 9 月末 15 名) または契約職人 (同 112 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。

同社は、KPI として、四半期毎に工事件数を開示している。23/3 期第 2 四半期累計期間 (以下、上期) の工事件数は前年同期比 16.8%増の 20,745 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				23/3期	23/3期		
	通期	通期	1Q	2Q	3Q	4Q		通期	1Q	2Q
工事件数 (件)	30,061	34,623	8,524	9,231	9,747	9,014	36,516	9,766	10,979	20,745
前年同期比 (%)	13.2	15.2	27.1	-1.9	3.4	-0.7	5.5	14.6	18.9	16.8

(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、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。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 246,400 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 172,480 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 238,480 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 118,272 円、全ての費用を合わせた基本工事費が 39,800 円、合計 158,072 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、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、商品売上と工事売上によって構成されている。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。売上高は、更に、工事件数×平均単価(商品単価+工事単価)に分解できる。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円であった。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。

#### ◆ 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。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。

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、一般的なり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<sup>注</sup>÷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。

(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比較するには、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。

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)	<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

> 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請負う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いだけでなく、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、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



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。

【 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 ・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 36,516件	20,745件	
	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、「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	・工事件数におけるリピート比率 非集計	非集計	
	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、パナソニックビルド、エコヤマ等の上位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	・会社設立からの経過年数 23.5年(22年7月時点)	24年(22年12月時点)	
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、低価格かつ短期でサービスを提供している	・サービス名変更からの経過年数 4年(22年7月時点)	4.5年(22年12月時点)	
		・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	・上場からの経過年数 1.5年(22年7月時点)	2年(22年12月時点)	
		・スケールメリットによる仕入力の強化に取り組み、売上総利益率、営業利益率の向上を目指している	・仕入上位3社からの仕入比率 約62%		
	知的財産ノウハウ	・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	・商品売上を含む1工事当たりの平均単価 131千円	138千円	
		・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	・売上総利益率 24.4%	24.1%	
		・BtoB及びBtoBtoCのライアンス事業の拡大を目指している	・営業利益率 2.2%	6.1%	
		・ユーザーに有益な情報(豊富な商品情報、2.5万件超の施工事例、1.7万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	・売上高労務費率(単体) 2.2%		
	人的資本	経営陣	・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	・売上高委託作業費率(単体) 9.2%	
		従業員	・乗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 ・乗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 23.5年(22年7月時点)	24年(22年12月時点)
			・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	・社長の保有株数(資産管理会社、親族含む) 1,520,000株(67.6%)	1,520,000株(67.2%)
・インセンティブ制度	・従業員数 82名				
		・従業員の平均年齢 36.6歳			
		・従業員の女性比率 47%	45%		
		・ストックオプション(第2回、従業員中心) 32,800株(1.5%)			

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は22/3期または22/3期末、今回は23/3期上期または23/3期上期末のもの。

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、決算説明資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 23年3月期上期は18%増収、214%営業増益

23/3期上期決算は、売上高2,863百万円(前期同期比18.3%増)、営業利益175百万円(同213.9%増)、経常利益181百万円(同227.4%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益113百万円(同232.9%増)となった(図表5)。

売上高については、22/3期下期の前年同期比6.0%減から回復に転じた。4月以降の月間受注高が前年同月比14~29%増と好調が持続したことや、納期が遅延していた商品群の供給が徐々に回復したことが要因である。

【 図表 5 】 23 年 3 月期上期の業績

(単位:百万円)

	内訳	22/3期						23/3期					
		上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率	通期計画	進捗率
売上高		2,421	1,223	1,162	2,386	4,807	1.8%	1,341	1,521	2,863	18.3%	5,800	49.4%
	商品売上	1,737	875	834	1,709	3,447	-	977	1,114	2,091	20.4%	-	-
	工事売上	683	348	328	676	1,359	-	364	407	771	12.9%	-	-
売上総利益		600	297	276	574	1,174	-0.7%	321	368	689	14.8%	-	-
	売上総利益率	24.8%	24.3%	23.8%	24.1%	24.4%	-	24.0%	24.2%	24.1%	-	-	-
販売費及び一般管理費		544	286	240	526	1,071	15.7%	254	259	513	-5.7%	-	-
	販管費率	22.5%	23.4%	20.7%	22.1%	22.3%	-	19.0%	17.0%	17.9%	-	-	-
	人件費	233	121	124	246	480	7.4%	133	137	270	15.7%	-	-
	広告宣伝費	148	78	42	121	270	23.1%	44	35	80	-46.1%	-	-
	システム関連費	39	15	13	29	68	40.5%	14	13	28	-27.2%	-	-
	地代家賃	26	20	15	35	61	12.8%	15	15	30	14.4%	-	-
	その他	97	49	43	93	190	22.2%	47	56	104	8.0%	-	-
営業利益		56	11	36	47	103	-59.8%	66	108	175	213.9%	260	67.6%
	営業利益率	2.3%	0.9%	3.1%	2.0%	2.2%	-	5.0%	7.2%	6.1%	-	4.5%	-
経常利益		55	11	36	47	102	-59.7%	71	109	181	227.4%	260	69.9%
	経常利益率	2.3%	0.9%	3.1%	2.0%	2.1%	-	5.4%	7.2%	6.3%	-	4.5%	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益		34	6	25	32	66	-67.8%	43	70	113	232.9%	160	70.9%
工事件数		17,755	9,747	9,014	18,761	36,516	5.5%	9,766	10,979	20,745	16.8%	-	-

(注) 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、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

種類別売上高については、工事件数が前年同期比 16.8%増加したため、商品売上が同 20.4%増の 2,091 百万円、工事売上が同 12.9%増の 771 百万円となった。商品別では、テレビ番組で同社が紹介された際、取り上げられたトイレと蛇口(キッチン用品)が大幅に増えたほか、22/3 期下期に受注した給湯器が遅れて納品されてきたため、給湯器も増加した模様である。なお、供給遅延が発生していた商品のうち、現時点では、トイレ、IH ヒーター、ガスコンロについては遅延が解消しているものの、給湯器(リンナイ、ノーリツ製品)については改善中ではあるが、完全には解消していないとしている。

単価については、22/3 期下期に供給不足に陥った高価格帯商品の入荷増や、メーカーによる値上げを受けた商品価格の引上げに伴う単価上昇はあったものの、低単価の蛇口の販売が大幅に増加したため、商品単価は前年同期比 3.0%の上昇にとどまった。一方、工事単価は、短時間で終了する蛇口交換の構成比が高まった影響が大きく、同 3.4%下落した。

21 年夏からの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(商品納期未定と 1 カ月以内の工事完了予定の注文の残高)が、21 年 9 月末の約 1.0 億円から 22 年 3 月末には約 7.0 億円に急増した。

商品供給はその後回復傾向に入ったため、受注残は4月末の約7.3億円をピークに減少に転じたが、10月末時点でも約5.6億円(22年3月までの受注によるものが0.5億円、4月以降の受注によるものが5.1億円)となっている。なお、10月末の受注残の約5割が商品納期未定分であるが、その約7割が給湯器(特に半導体不足の影響が大きい高機能品)となっている。

売上総利益率は、前年同期の24.8%から24.1%に低下した。横浜商品センターを7月に移転増床したことに伴い、売上高地代家賃率が悪化したこと等が影響した模様である。増員を計画している契約職人については、22/3期末の100名から23/3期上期末には112名に増加した。

一方、販管費は前期同期比30百万円減少した。人件費や地代家賃は増加したものの、商品供給が完全には戻らない中、前年同期に実施したテレビCMを取りやめたため、広告宣伝費が同68百万円減少したほか、システム関連費が同10百万円減少した。23/3期上期末の従業員数(臨時雇用者を含む)は、22/3期末の118名から117名に若干減少した。

営業外収益では、投資有価証券に係る為替差益6百万円を計上した。

#### ◆ 法人向けビジネスは計画に沿って拡大している模様

22/3期より注力している法人向けビジネスについて、具体的な数値は不明であるが、22年3月に開始した賃貸物件向け壁掛けエアコンの販売等により、計画に沿って順調に拡大していると同社は説明している。23/3期においては、分譲マンション管理会社である東急コミュニティーと提携したほか、賃貸オーナー向けの新サービスとして、住宅設備機器に特化したリースや住宅設備機器メンテナンスのサブスクリプションサービスの提供を準備している。

#### ◆ 売上高、営業利益共に非公表の上期計画をやや上回った模様

23/3期上期実績の通期計画に対する進捗率は、売上高49.4%、営業利益67.6%であった。同社は、上期の業績予想を公表していないものの、売上高、営業利益共に社内計画をやや上回った模様である。

売上高については、工事件数、平均単価共に計画をやや上回ったと見られる。営業利益については、売上高の計画超過に伴い、売上総利益が計画を上回ったことに加え、広告宣伝費等の予算未消化に伴い、販管費は計画を下回ったことが計画超過の要因となった模様である。

◆ 未払法人税等や買掛金等の増加により自己資本比率は低下

23/3 期上期末の総資産は、前期末の 1,483 百万円から 1,773 百万円に増加した。売掛金が前期末の 258 百万円から 314 百万円に（季節性及び商品供給改善等による売上高の増加）、商品が前期末の 199 百万円から 410 百万円に（商品供給対策等）、建物が前期末の 43 百万円から 83 百万円に（横浜商品センター移転増床）、各々増加した。

調達サイドでは、買掛金が前期末比 73 百万円増、未払法人税等が同 74 百万円増となったこと等から負債合計は同 165 百万円増加した。一方、自己資本は、利益蓄積等により同 124 百万円増加した。負債の増加の影響が自己資本の増加の影響を上回った結果、自己資本比率は 22/3 期末の 57.2%から 54.9%に低下した。

> 業績見通し

◆ 交換できるくんの 23 年 3 月期計画

23/3 期上期実績は社内計画をやや上回ったものの、商品供給の遅延リスクが残ることや、従来は 3 年であった「無料保証」期間を下期からは 10 年にしたことが売上高の減額要因となること、下期には新テレビ CM の制作やテスト放映等により、広告宣伝費等の費用を上期よりも増やす方針であることから、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)を見込む 23/3 期計画を同社は据え置いた(図表 6)。

【図表 6】 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	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

売上高については、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。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

の供給改善を想定し、前期比では若干の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(主に販管費率の改善)によるものと同社は説明している。

◆ 証券リサーチセンターの23年3月期予想

当センターは、23/3期上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5,781百万円→5,855百万円(前期比21.8%増)、営業利益を263万円→267百万円(同157.8%増)、経常利益を263百万円→270百万円(同162.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益を169百万円→174百万円(同163.4%増)に増額した(図表7)。

【図表7】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	旧25/3期E	25/3期E
売上高	4,807	5,800	5,781	5,855	7,175	6,845	8,176	8,111
前期比	1.8%	20.6%	20.2%	21.8%	24.1%	16.9%	14.0%	18.5%
種類別	-	-	-	-	-	-	-	-
商品売上	3,447	-	4,223	4,237	5,250	4,973	5,992	5,937
工事売上	1,359	-	1,558	1,618	1,925	1,872	2,184	2,174
売上総利益	1,174	-	1,423	1,421	1,783	1,678	2,056	2,000
売上総利益率	24.4%	-	24.6%	24.3%	24.9%	24.5%	25.1%	24.7%
販売費及び一般管理費	1,071	-	1,160	1,154	1,353	1,329	1,512	1,502
販管費率	22.3%	-	20.1%	19.7%	18.9%	19.4%	18.5%	18.5%
営業利益	103	260	263	267	430	349	544	498
前期比	-59.8%	150.9%	153.9%	157.8%	63.5%	30.7%	26.5%	42.7%
営業利益率	2.2%	4.5%	4.6%	4.6%	6.0%	5.1%	6.7%	6.1%
経常利益	102	260	263	270	430	349	544	498
前期比	-59.7%	152.6%	155.6%	162.5%	63.5%	29.2%	26.5%	42.6%
経常利益率	2.1%	4.5%	4.6%	4.6%	6.0%	5.1%	6.7%	6.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	66	160	169	174	277	226	349	320
前期比	-67.8%	142.0%	155.8%	163.4%	63.9%	29.8%	26.0%	41.6%

(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

同社は、従来、自社で全商品に対して3年間の「無料保証」を付帯すると共に、希望するユーザーに対しては外部の保証専門会社が提供する、最長10年間の有償延長保証オプションを提供していた。ところが、成約率の向上を目的に、22年10月より、同社が直接、全商品を無料で10年間保証する形態に変更した。

最長10年間の延長保証オプションは、有償であったため、選択する顧客は少なかったと当センターでは推測しており、この売上高が剥落する影響は軽微と見られる。一方、「無料保証」による売上高は、対象が全商品であることに加え、新収益認識基準の適用により、顧客が

支払った料金(総料金)の一部を保証売上部分として契約負債(前受金)に計上し、保証期間に亘って売上計上されるようになったため、保証期間の長期化は、総料金に占める保証売上の比率の上昇に繋がることになる。

換言すれば、「無料保証」期間の長期化によって、販売時に計上する売上高が従来よりも減少し、その分、保証期間に亘って計上される保証売上が従来よりも増加する影響が生じることになる。顧客から受領する総料金(10年間での総売上)は保証期間の延長によって変化はしないものの、販売時に計上する売上高が従来と比べて減少する影響を、短期的には無視できないと当センターでは判断した。

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、商品売上を14百万円、工事売上を60百万円増額した。10月から開始した全商品「無料10年保証」付帯に伴い、保証売上部分の計上期間が、従来の3年から10年に長期化する影響を単価面の減額要因として考慮した一方、1)上期実績が想定を上回ったことや、2)商品供給の改善により、従来想定よりも受注残の解消が進むと見込んだこと、3)給湯器に関しては、商品供給不足が繰返し報道される中、故障してからの発注では長期間、利用できなくなる可能性を懸念した顧客からの注文が、従来想定に比べ、23/3期の売上高を押し上げると思われ、数量面の増額要因とした。

売上総利益率は、上期実績が想定を下回ったことや、10月からの全商品「無料10年保証」付帯の影響等を見込んだことから、前回予想の24.6%から24.3%に引下げた。前期比では、横浜商品センターの移転増床等の影響等を見込み、0.1%ポイントの悪化を予想した。

販管費は、上期実績が想定を下回ったことを踏まえ、前回想定よりも広告宣伝費やシステム関連費等の予想を引下げたため、6百万円減額した。

## > 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、23/3期上期実績や同社の施策等を踏まえ、24/3期以降についても予想を見直した。

24/3期予想については、売上高を330百万円、営業利益を81百万円減額した。前期比では、16.9%増収、30.7%営業増益と予想した。

種類別売上高については、1)24/3期に繰り越されると考えていた受

注分が商品供給の改善により 23/3 期中にある程度消化が進むという前提に変更したこと、2) 給湯器の売上高が 23/3 期に大幅に増加する反動で伸び悩むと考えたこと、3) 全商品「無料 10 年保証」付帯の影響を考慮したこと等から、商品売上を 277 百万円、工事売上を 53 百万円減額した。前期比では、住宅設備機器の交換市場における EC 化率の上昇に伴う工事件数の拡大を見込み、商品売上は 17.4%増、工事売上は 15.7%増と予想した。

売上総利益率は、23/3 期予想の引下げを踏まえ、前回予想の 24.9%から 24.5%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。

販管費は、23/3 期予想の減額を踏まえ、広告宣伝費やシステム関連費等の想定を引下げたため、24 百万円減額した。

25/3 期予想については、売上高を 65 百万円、営業利益を 46 百万円減額した。前期比では、18.5%増収、42.7%営業増益と予想した。

種類別売上高については、全商品「無料 10 年保証」付帯の影響等を考慮したことから、商品売上を 55 百万円、工事売上を 10 百万円減額した。前期比では、住宅設備機器の交換市場における EC 化率の上昇に伴う工事件数の拡大を見込み、商品売上は 19.4%増、工事売上は 16.1%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、前回予想の 25.1%から 24.7%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。

販管費は、システム関連費の想定引下げにより、10 百万円減額した。

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

### ◆ 全商品「無料 10 年保証」付帯の影響を追加した

当センターでは、これまでのレポートで、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。

同社は、22年10月から、従来3年間であった「無料保証」期間を10年間に変更した。同社が顧客から受取る料金のうち、保証に係る部分は、契約負債（前受金）として計上され、保証期間に亘って収益を認識するため、10年間の合計では売上高に影響を与えるものではないが、販売時点における売上高は従来よりも減少することになる。

加えて、保証期間が長期化することに伴い、修理に備えて、同社が保険会社に支払う保険料の増加が想定されることも、利益にはマイナスに働くものと見られる。

同社は、全商品「無料10年保証」付帯により競争力を高めて、成約率の向上を期待しているが、予想が困難であるため、当センターでは成約率の向上に伴う工事件数の増加を織り込んでいない。一方、保証期間の長期化に伴う売上高や費用への影響については、開示されている情報は限定的であるが、一定の仮定を置いて業績予想に織り込んだ。

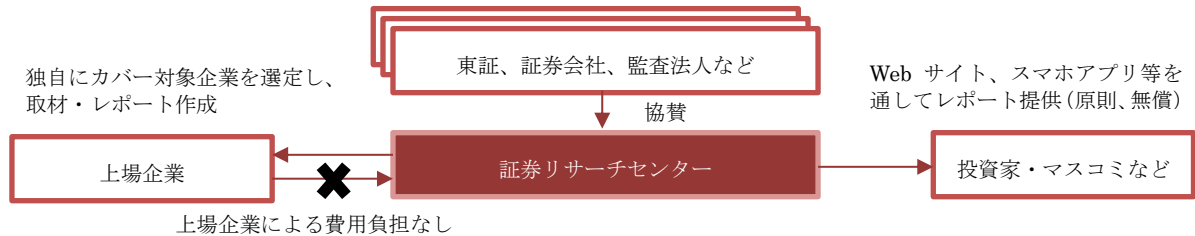
以上のことから、保証期間の長期化による、従来方式と比べた減収額及び減益額に関する当センターの想定が、大き過ぎる可能性と小さ過ぎる可能性の両方が存在していると言えよう。よって、全商品「無料10年保証」付帯の影響を新たに投資に際しての留意点に追加し、今後の状況を注視する必要があると当センターでは考えている。



## 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  
太陽有限責任監査法人  
PwC 京都監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ  
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
有限責任監査法人トーマツ  
いちよし証券株式会社  
仰星監査法人  
日本証券業協会

大和証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
株式会社 S B I 証券  
J トラストグローバル証券株式会社  
監査法人アヴァンティア  
日本証券アナリスト協会

野村証券株式会社  
株式会社 I C M G  
三優監査法人  
宝印刷株式会社

### 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。