

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
2023年7月28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 20230725

交換できるくん(7695 東証グロース)

発行日: 2023/7/28

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 EC 化率や市場シェア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、23/3 期の工事件数は 42,892 件と前期比 17.5%増加した。低価格戦略を採りながらも、集客効率の高さから、23/3 期の営業利益率は 5.0%を確保している。
- ・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 月期決算は 26%増収、191%営業増益

- ・23/3 期決算は、前期比 25.7%増収、190.9%営業増益であった。納期が遅延していた高価格帯商品の供給回復や、広告宣伝費等の経費の抑制等により、会社計画を上回る大幅増益となった。

◆ 24 年 3 月期の会社計画は 26%増収、3%営業増益

- ・24/3 期決算について同社は、工事件数の拡大により、25.8%増収を見込む一方、広告宣伝費等の増加により、2.8%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、商品調達力の向上や、広告宣伝費の大幅増加を見込む同社の方針を踏まえて、24/3 期予想について、売上高を 6,845 百万円→7,566 百万円(前期比 25.2%増)、営業利益を 349 百万円→325 百万円(同 7.8%増)に修正した。

◆ EC 化率や市場シェアの上昇による成長持続を予想

- ・当センターでは、商品調達力の向上や広告宣伝の積極化等を踏まえ、25/3 期についても売上高を増額する一方、営業利益をやや減額した。
- ・住宅設備機器の交換市場における EC 化率や市場シェアの上昇等に伴う工事件数の増加に加え、増収効果による固定費負担の軽減等により、25/3 期は前期比 22.5%増収、52.3%営業増益、26/3 期は同 18.5%増収、29.7%営業増益と予想した。

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】

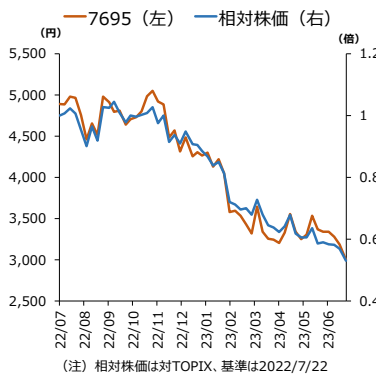
	2023/7/21
株価 (円)	3,000
発行済株式数 (株)	2,274,100
時価総額 (百万円)	6,822

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	36.6	32.8	21.9
PBR (倍)	6.5	5.4	4.4
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 (%)	-10.2	-6.4	-38.6
対TOPIX (%)	-9.1	-14.9	-47.3

【株価チャート】



【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)
2022/3	4,807	-	103	-	102	-	66	-	29.4	377.3	0.0
2023/3	6,041	25.7	301	190.9	302	193.8	185	179.9	81.9	462.7	0.0
2024/3 CE	7,600	25.8	310	2.8	310	2.5	190	2.7	83.9	-	0.0
2024/3 E	7,566	25.2	325	7.8	323	6.8	208	12.5	91.5	552.4	0.0
2025/3 E	9,269	22.5	495	52.3	494	52.9	311	49.5	136.8	689.2	0.0
2026/3 E	10,980	18.5	642	29.7	642	29.9	411	32.1	180.8	870.0	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

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。23年3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、1.8 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（23/3 期末 14 名）または契約職人（同 124 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 期の工事件数は前期比 17.5%増の 42,892 件となった（図表 2）。

【 図表 2 】 工事件数の推移

	22/3期					23/3期				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
工事件数 (件)	8,524	9,231	9,747	9,014	36,516	9,766	10,979	11,513	10,634	42,892
前年同期比 (%)	27.1	-1.9	3.4	-0.7	5.5	14.6	18.9	18.1	18.0	17.5

(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

同社には、大型連休がある第 1 四半期の工事が少なくなる傾向があり、売上高（工事件数）の構成比は、通常、第 2 四半期累計期間（以下、上期）が約 45%、下期が約 55%となっている。しかし、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。23/3 期においても、上期 48.4%、下期 51.6%となったのは、受注残となっていた商品の納入に伴い、通常よりも上期の工事が多くなったためである。

◆ 「無料 10 年保証」の付帯による市場シェアの上昇に期待

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。

延長保証制度の切替えは、一部の顧客に有償で提供していた延長保証オプション売上高の剥落に加え、販売時に計上される売上高の減少により、23/3期の売上高及び売上総利益にネガティブな影響を与えている。「無料保証」による売上高は、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ため、保証期間の長期化は販売時に計上される売上高の減少に繋がった。

実際、契約負債は、22/3期末の49百万円から23/3期末には124百万円に増加した(なお、同社の契約負債は、予想契約期間が1年超の場合も含めて全額、流動負債に計上されている)。

制度切替え後、23/3期中では成約率に大きな変化はなかった模様であるが、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、広告宣伝の強化等により、「無料10年保証」が顧客に徐々に浸透し、同社の市場シェアの上昇に繋がっていくのではないかと期待している。

◆ 特定の仕入先に対する依存度が高い

同社は、主としてメーカーや、メーカー系列商社、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、首都圏で展開する商社であるヨコヤマ(東京都品川区)や、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、リンナイ(5947 東証プライム)が挙げられる。

23/3期における総仕入実績に対する仕入割合は、ヨコヤマからが25.8%(22/3期は24.5%)、パナソニックリビングからが21.3%(同29.4%)、リンナイからが14.7%(22/3期実績は非公表)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 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。低価格戦略の結果として、23/3 期の売上総利益率は 22.8%と高くはないが、販管費率を 17.9%に抑えることで、営業利益率は 5.0%と適正な水準を確保している。

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。23/3 期では、商品売上 4,395 百万円 (売上高構成比 72.8%)、工事売上 1,646 百万円 (同 27.2%) 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 42,892 件で除した商品単価は 102,478 円、工事単価は 38,384 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。23/3 期については、納期遅延の影響を大きく受けた高額商品の納品が増えたことや、メーカーの値上げに伴い、商品価格を上げたこと等により、平均単価は前期比 7.0%上昇した。

◆ 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

同社は、22/3 期より連結決算を開始したが、23/3 期においても売上高の連単倍率は 1.03 倍に過ぎないため、当センターでは、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。同社の売上原価は、材料費と経費で構成されている。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、23/3 期の売上高材料費率は 59.9%であった。

一方、23/3 期の単体ベースの売上高経費率は 18.6%であった。経費の中心は委託作業費であるが、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。23/3 期より施工業務を連結子会社の KD サービスに移管すると共に社員職人を転籍させたため、単体決算では 22/3 期まで労務費として

計上されていた社員職人の人件費(固定費)が、23/3期からは契約職人への支払い(変動費)と合わせて委託作業費として開示されている。

単体決算の23/3期売上高委託作業費率は、12.9%となり、22/3期の委託作業費と労務費合計の売上高に占める割合である11.4%から1.5%ポイント上昇した。

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。

23/3期(連結)の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は1,078百万円であった。内訳は、人件費544百万円、広告宣伝費182百万円、システム関連費66百万円、地代家賃60百万円、減価償却費26百万円、その他198百万円(人件費とその他の金額は当センターの推定値)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、その他の販管費の一部に過ぎないため、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を積極的に展開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、22/3期が5.6%、23/3期が3.0%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。

◆ 資産効率と資産利益率は良好である

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、23/3期末において、敷金及び保証金は98百万円に過ぎず、有形固定資産も99百万円とわずかな金額にとどまっている。

同社は、一部の売れ筋商品や戦略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。23/3期(単体)において、棚

(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。

卸資産回転率(材料費^注÷期中平均棚卸資産)は13.7回と高水準となっている。また、現金及び預金が総資産の51.2%を占めているにもかかわらず、総資産回転率(売上高÷期中平均総資産)は3.3回であり、資産効率は良好である。

結果、売上高営業利益率の水準は高くはないが、良好な資産効率を背景に、23/3期の総資産経常利益率は16.4%、自己資本利益率は19.5%と、高い資産利益率を確保している。

> 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"> ・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通り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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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BtoCtoC領域の強化による収益源の多様化
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・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。

【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	36,516件	42,892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	非集計	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	24年(22年12月時点)	24.5年(23年7月時点)
			・サービス名変更からの経過年数	4.5年(22年12月時点)	5年(23年7月時点)
			・上場からの経過年数	2年(22年12月時点)	2.5年(23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	100名	124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	131千円	140千円
	・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	24.4%	22.8%	
		・営業利益率	2.2%	5.0%	
	・社員職人が施工業務を担う子会社に転籍したため、23/3期から単体での労務費の計上はなくなり、売上高委託作業費率が大幅に上昇している	・売上高労務費率(単体)	2.2%	—	
		・売上高委託作業費率(単体)	9.2%	12.9%	
	・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のアイディア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、2.5万件超の施工事例、1.8万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	5.6%	3.0%
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	24年(22年12月時点)	24.5年(23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)	1,520,000株(67.6%)	1,520,000株(67.1%)
	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	82名	79名
			・従業員の平均年齢(単体)	36.6歳	35.6歳
		・インセンティブ制度	・従業員の女性比率	47%	47%
			・ストックオプション(第2回、従業員中心)	32,800株(1.5%)	18,600株(0.8%)

(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期または23/3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(22/3期及び23/3期は、他の要因の影響により売上総利益率が低下した)。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当センターは考えている。

> 決算概要

◆ 23年3月期は26%増収、191%営業増益

23/3期決算は、売上高6,041百万円(前期比25.7%増)、営業利益301百万円(同190.9%増)、経常利益302百万円(同193.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益185百万円(同179.9%増)となった(図表5)。

【図表5】23年3月期の業績

(単位:百万円)

	内訳	22/3期	23/3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		4,807	1,341	1,521	2,863	18.3%	1,618	1,559	3,178	33.2%	6,041	25.7%
	商品売上	3,447	977	1,114	2,091	20.4%	1,172	1,130	2,303	34.7%	4,395	27.5%
	工事売上	1,359	364	407	771	12.9%	445	428	874	29.3%	1,646	21.1%
売上総利益		1,174	321	368	689	14.8%	352	338	690	20.2%	1,380	17.5%
	売上総利益率	24.4%	24.0%	24.2%	24.1%	-	21.8%	21.7%	21.7%	-	22.8%	-
販売費及び一般管理費		1,071	254	259	513	-5.7%	282	282	565	7.2%	1,078	0.7%
	販管費率	22.3%	19.0%	17.0%	17.9%	-	17.4%	18.1%	17.8%	-	17.9%	-
	人件費	480	133	137	270	15.7%	144	129	273	11.1%	544	13.4%
	広告宣伝費	270	44	35	80	-46.1%	52	49	102	-16.1%	182	-32.6%
	システム関連費	68	14	13	28	-27.2%	18	19	38	30.3%	66	-2.5%
	地代家賃	61	15	15	30	14.4%	15	15	30	-15.0%	60	-2.5%
	その他	190	47	56	104	8.0%	50	69	120	28.6%	225	18.1%
営業利益		103	66	108	175	213.9%	69	55	125	164.0%	301	190.9%
	営業利益率	2.2%	5.0%	7.2%	6.1%	-	4.3%	3.6%	4.0%	-	5.0%	-
経常利益		102	71	109	181	227.4%	65	55	120	154.5%	302	193.8%
	経常利益率	2.1%	5.4%	7.2%	6.3%	-	4.0%	3.6%	3.8%	-	5.0%	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益		66	43	70	113	232.9%	41	30	71	123.5%	185	179.9%
工事件数		36,516	9,766	10,979	20,745	16.8%	11,513	10,634	22,147	18.0%	42,892	17.5%

(注) 人件費と販管費のその他の半期及び通期の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

売上高については、コロナ禍や半導体不足等による一部商品の供給遅延で22/3期下期が前年同期比6.0%減であったことや、23/3期に入って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から、大幅に増加した。

種類別売上高については、工事件数が前期比17.5%増加したことや、メーカーの値上げに伴い、商品価格と工事価格を上げたことや、前期に供給不足となった高価格帯商品の供給が回復したことから、商品売上が同27.5%増の4,395百万円、工事売上が同21.1%増の1,646百万円となった。

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、給湯器も大きく増加した模様である。

単価については、商品は、高価格帯商品の構成比が上がったため、前期比 8.5%上昇した一方、工事は、短時間で終了する蛇口交換が大幅に増えた影響もあり、同 3.1%の上昇にとどまった。

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 22 年 4 月末の約 7.3 億円をピークに減少に転じ、23 年 4 月時点で 0.9 億円（そのほとんどが特定の給湯器であるが、24/3 期第 1 四半期中にほぼ解消したと見られる）となった。

売上総利益率は、22 年 10 月から全商品に「無料 10 年保証」を付帯したこと等により、前期の 24.4%から 22.8%に低下した。上期と下期に分けると、上期は 24.1%であったが、制度切替えの影響から、下期は 21.7%に低下した。

下期に発生した「無料 10 年保証」の影響について、今後も継続する要因としては、22 年 10 月以降に受注した注文に関して、1) 新収益認識基準が適用される保証売上部分の計上期間が従来の 3 年から 10 年に長期化した影響や、2) 従来、取扱っていた有償延長保証による売上が消失した影響が挙げられる。また、一時的要因としては、制度切替前に受注したものの、22 年 9 月末時点で工事が未完了となった注文に関しても、3) 有償延長保証注文に対しては「10 年無料保証」を適用した影響や、4) 新収益認識基準が適用される保証売上部分の計上期間が従来の 3 年から 10 年に長期化した影響が挙げられる。

なお、23/3 期末において、契約職人は 124 名（前期末比 24 名増）となった一方、社員職人は 14 名（同 1 名減）であった。

一方、販管費は前期比 7 百万円の増加となった。人件費や減価償却費等は増加したものの、商品供給の回復に伴い、工事施工に注力するため、ネット広告を抑制したことから広告宣伝費が同 88 百万円減少し、全体の伸びが小幅にとどまった。なお、広告宣伝については、一部地域でテレビ CM のテスト放送を実施している。23/3 期末の従業員数は、22/3 期末の 82 名から 79 名に若干減少した。

◆ 法人向けビジネスは拡大している模様

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や提携会社の開拓等により、拡大していると同社は説明している。

◆ 売上高、営業利益共に計画を上回った

23/3 期実績の計画に対する達成率は、売上高 104.2%、営業利益 116.0%であった。売上高については、工事件数はほぼ計画通りであったが、高価格帯商品の供給が想定以上のペースで回復し、平均単価が予想を上回った。営業利益については、無料 10 年保証の開始により、売上総利益率は計画を下回ったと見られるが、売上高が計画を上回ったことや、広告宣伝費を中心に販管費が計画を下回ったことから、計画を大幅に上回った。

◆ 未払法人税等や有利子負債の増加により自己資本比率は低下

23/3 期末の総資産は、前期末の 1,483 百万円から 2,214 百万円に増加した。現金及び預金が前期末の 740 百万円から 1,132 百万円に、売掛金が前期末の 258 百万円から 371 百万円に(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 304 百万円に、建物が前期末の 43 百万円から 93 百万円に(横浜商品センター移転増床等)、各々増加した。また、「無料 10 年保証」の付帯に伴い、保険会社と保険契約を締結したため、長期前払費用が前期末の 238 千円から 30,483 千円に増加した。

調達サイドでは、買掛金が前期末比 106 百万円増、有利子負債が同 133 百万円増、未払法人税等が同 126 百万円増、契約負債が同 74 百万円増(「無料 10 年保証」の開始)となったこと等から負債合計は同 531 百万円増加した。一方、自己資本は、利益蓄積等により同 198 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 47.3%に低下した。

> 業績見通し

◆ 交換できるくんの 24 年 3 月期計画

24/3 期の会社計画は、売上高 7,600 百万円(前期比 25.8%増)、営業利益 310 百万円(同 2.8%増)、経常利益 310 百万円(同 2.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 190 百万円(同 2.7%増)である(図表 6)。

売上高については、個人向け壁掛けエアコンの販売開始(23 年 5 月)等の新商材の拡販や、テレビ CM 放映の本格開始、メーカーとのアライアンス強化等を背景とした工事件数の拡大により、大幅な増加を見込んでいる。

売上総利益率や販管費の計画は非開示であるが、同社は、受注残が完全に解消すると見込まれる第 2 四半期以降は、「無料 10 年保証」開始に伴う一時的な影響がなくなり、売上総利益率が 23.5%程度に回復すると想定している。一方、販管費については大幅な増加を見込んでい

る模様である。ネット広告の出稿を拡大することや、幅広い地域でテレビCMを放映することから、広告宣伝費の大幅な増加を見込んでいるほか、前期から取組みを始めた、工事日程調整業務を外委託化するBPO費用の増加(将来は、コスト削減効果を見込む)を想定している模様である。

【図表6】交換できるくんの過去の業績と24年3月期計画

(単位:百万円)

	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	
	実績	実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高	3,426	4,008	4,721	4,807	6,041	7,600	25.8%
売上総利益	708	909	1,183	1,174	1,380	-	-
売上総利益率	20.7%	22.7%	25.1%	24.4%	22.8%	-	-
販売費及び一般管理費	806	749	926	1,071	1,078	-	-
販管費率	23.5%	18.7%	19.6%	22.3%	17.9%	-	-
営業利益	-98	160	257	103	301	310	2.8%
営業利益率	-2.9%	4.0%	5.5%	2.2%	5.0%	4.1%	-
経常利益	-81	171	255	102	302	310	2.5%
経常利益率	-2.4%	4.3%	5.4%	2.1%	5.0%	4.1%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-135	133	205	66	185	190	2.7%

(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

なお、同社は今回、中期的な成長シナリオを公表した。25/3期においては、ブランド認知度の向上によって成長スピードを加速させ、M&Aや新規事業の貢献を含め、売上高100億円を目標に設定した。また、26/3期と27/3期の増収率については、前期比50%超という意欲的な目標を掲げている。

◆証券リサーチセンターの24年3月期予想

当センターは、商品調達力の向上や広告宣伝の積極化を踏まえて24/3期予想を見直した結果、売上高を6,845百万円→7,566百万円(前期比25.2%増)、営業利益を349百万円→325百万円(同7.8%増)、経常利益を349百万円→323百万円(同6.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益を226百万円→208百万円(同12.5%増)に修正した(図表7)。

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539百万円、工事売上を182百万円増額した。当センターでは従来、受注残の消化分が含まれる23/3期の売上高は本来の水準よりも上乘せされているため、24/3期の増収率は鈍化すると考えていたが、メーカーとの関係強化に伴う商品調達力の向上や、広告宣伝の積極化等により、工事件数の予想を3,000件引上げた。また、23/3期の工事単価、商品単価が想定を上回ったこ

とに伴い、単価についても予想を上げた。

結果、24/3 期についても 23/3 期並の増収率が見込めると考えた。住宅設備機器の交換市場における EC 化率の上昇や同社の市場シェアの上昇に伴う工事件数の拡大等を見込み、商品売上は前期比 25.4%増、工事売上は同 24.8%増と予想した。

【 図表 7 】 中期業績予想

(単位：百万円)

	23/3期	24/3期CE	旧24/3期E	24/3期E	旧25/3期E	25/3期E	26/3期E
売上高	6,041	7,600	6,845	7,566	8,111	9,269	10,980
前期比	25.7%	25.8%	16.9%	25.2%	18.5%	22.5%	18.5%
種別	-	-	-	-	-	-	-
商品売上	4,395	-	4,973	5,512	5,937	6,758	7,992
工事売上	1,646	-	1,872	2,054	2,174	2,511	2,988
売上総利益	1,380	-	1,678	1,747	2,000	2,177	2,617
売上総利益率	22.8%	-	24.5%	23.1%	24.7%	23.5%	23.8%
販売費及び一般管理費	1,078	-	1,329	1,422	1,502	1,682	1,975
販管費率	17.9%	-	19.4%	18.8%	18.5%	18.1%	18.0%
営業利益	301	310	349	325	498	495	642
前期比	190.9%	2.8%	30.7%	7.8%	42.7%	52.3%	29.7%
営業利益率	5.0%	4.1%	5.1%	4.3%	6.1%	5.3%	5.8%
経常利益	302	310	349	323	498	494	642
前期比	193.8%	2.5%	29.2%	6.8%	42.6%	52.9%	29.9%
経常利益率	5.0%	4.1%	5.1%	4.3%	6.1%	5.3%	5.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	185	190	226	208	320	311	411
前期比	179.9%	2.7%	29.8%	12.5%	41.6%	49.5%	32.1%

(注) CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想

(出所) 交換できるくん有価証券報告書、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、全商品「無料 10 年保証」付帯の影響が想定以上となり、23/3 期実績が予想を下回ったことから、前回予想の 24.5%から 23.1%に引下げた。前期比では、「無料 10 年保証」開始に伴う一時的な影響が軽減すると考え、0.3%ポイントの改善を予想した。販管費は、広告宣伝を積極的に行う同社の方針を踏まえ、前回想定よりも広告宣伝費等の予想を大幅に上げたため、93 百万円増額した。

> 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 期実績や同社の施策等を踏まえ、25/3 期予想を見直すと共に、26/3 期予想を新たに策定した。

25/3 期予想については、売上高を 1,158 百万円増額した一方、営業利益を 3 百万円減額した。前期比では、22.5%増収、52.3%営業増益と予想した。

種類別売上高については、商品売上を 821 百万円、工事売上を 337 百万円増額した。メーカーとの関係強化に伴う商品調達力の向上や、広告宣伝の積極化等により、工事件数の予想を 5,400 件上げた。また、23/3 期の工事単価、商品単価が想定を上回ったことに伴い、単価についても予想を上げた。前期比では、住宅設備機器の交換市場における EC 化率や市場シェアの上昇に伴う工事件数の拡大等を見込み、商品売上は 22.6%増、工事売上は 22.2%増と予想した。

売上総利益率は、24/3 期予想の見直しと同じ理由により、前回予想の 24.7%から 23.5%に引下げた。前期比では、「無料 10 年保証」付帯による一時的な影響の剥落と、売上高の拡大による固定費負担の軽減を見込み、0.4%ポイントの改善を予想した。販管費は、24/3 期予想の増額を踏まえ、広告宣伝費等の想定を上げたため、180 百万円減額した。

26/3 期予想については、売上高 10,980 百万円（前期比 18.5%増）、営業利益 642 百万円（同 29.7%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 化率や市場シェアの上昇に伴う工事件数の拡大を見込み、商品売上は 18.3%増、工事売上は 19.0%増と予想した。

売上総利益率は、売上高の拡大による固定費負担の軽減を見込み、前期比 0.3%ポイント改善の 23.8%と予想した。販管費は、広告宣伝費等の増加により、1,975 百万円（前期比 17.4%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、24/3 期から 26/3 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

◆ 広告宣伝の積極化による業績への影響を追加した

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、6) 全商品「無料 10 年保証」付帯の影響を投資に際しての留意点として指摘した。

同社は、商品供給問題を受けて、22/3 期第 4 四半期から抑制していた

広告宣伝活動を24/3期より、中期的に積極化する方針を示している。広告宣伝の積極化は、売上高には好影響を与えると見られるものの、費用対効果が低い場合は、販管費率の上昇による営業利益率の大幅な低下を招くこともあり、業績への影響を正確に予想することは困難である。

当センターでは、今回の業績予想において、24/3期は、広告宣伝費の大幅な増加等による販管費率の上昇を見込み、大幅増収ながら営業利益率の低下を予想した。一方、25/3期と26/3期においては、広告宣伝の積極化により、同社の市場シェアが上昇することで売上高の拡大を見込む一方、広告宣伝費以外の販管費の抑制や、売上総利益率の改善により、営業利益率の上昇を予想している。

しかしながら、広告宣伝費が想定以上に増加したり、売上高が想定ほど増えなかったりした場合は、同社の業績が当センターの予想を下回る可能性もある。よって、広告宣伝の積極化による業績への影響を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。

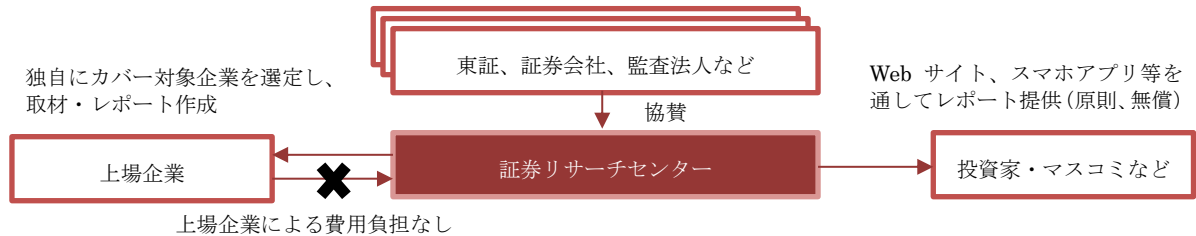
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を20年12月25日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回をもって終了とさせていただきます。

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	S M B C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 I C M G
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 S B I 証券	三優監査法人
PwC 京都監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
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。