

ホリスティック企業レポート

KHC

1451 東証二部

新規上場会社紹介レポート

2019年3月22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 20190320

KHC (1451 東証二部)

発行日:2019/3/22

姫路、明石地域に特化したマルチブランドでの住宅請負が主力事業
事業5子会社を1グループとし、設計・工事管理は集約化

アナリスト:松尾 十作 +81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

【1451 KHC 業種:建設業】

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)
2017/3	12,064	-	781	-	723	-	465	-	125.7	1,274.3	648.1
2018/3	13,506	12.0	870	11.4	800	10.7	504	8.2	136.0	1,301.6	40.9
2019/3 予	13,217	-2.1	801	-8.0	716	-10.4	467	-7.3	125.8	-	36.0

(注) 1. 連結決算、2019/3期の予想は会社予想
2. 2018年12月14日付で1:10の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 805円 (2019年3月20日)	本店所在地 兵庫県明石市	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 3,906,550株	設立年月日 1981年10月19日	野村證券
時価総額 3,145百万円	代表者 渡辺 喜夫	【監査人】
上場初値 832円 (2019年3月19日)	従業員数 147人 (2019年1月)	EY新日本有限責任監査法人
公募・売出価格 850円	事業年度 4月1日~翌年3月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎事業年度末翌日から3か月以内	

➤ 事業内容

◆ 連結子会社各社のブランドによる住宅建設の請負が主たる事業

KHC(以下、同社)グループは、純粋持株会社である同社と事業を担う勝美住宅、住宅の横綱大和建設、明石住建、パル建設、Laboの連結子会社5社から構成されている。5子会社は、いずれも姫路市や明石市を中心とする兵庫県南部の播磨地域を地盤とし、各社のブランドによる住宅建設の請負が主たる事業である(図表1)。

【図表1】子会社別一覧

社名	勝美住宅	住宅の横綱大和建設	明石住建	パル建設	Labo
ロゴ					
顧客層	環境や省エネに関心が高い人から低価格の住宅を求める人など幅広い層	構造及び性能にこだわりを持つ人	子育て世帯や子育てに伴う健康志向に高い関心を持つ人	ライフスタイルにこだわりを持つ人	建物のデザインや構造に高い関心を持つ人
注文住宅における自由設計の特徴	幅広い層に対応するため、完全自由設計の注文住宅や規格型住宅を提案	耐震等級3相当 ^{注1} の耐震性能に加え、制震性能もある住宅に耐震保証と地盤保証を採用、家族を守る家づくりを完全自由設計で提案	無垢材や珪藻土入ボード ^{注2} など人にやさしい素材と、子育てに配慮した建物設計により、家族を健やかに育む家づくりを提案	経年変化により愛着が生まれる自然素材やデザインを完全自由設計で、いつまでも愛される家を提案	営業担当ではなく、建築技術者が対応し、顧客の様々なニーズに応える付加価値型の住まいを提案

(注1) 耐震等級には1~3の段階があり3が最も厳しい基準。耐震等級3相当とは住宅性能評価機関への申請をせず、正式な認定を受けていない家を「耐震等級3相当」と記載。耐震等級1は震度6強から7程度に対しても倒壊や崩壊しない。耐震等級3は、等級1で想定される1.5倍の地震が起きても耐えられる。消防署や警察署など防災の拠点となっている建物は耐震等級3。
(注2) 珪藻土入りボードとは、太古の植物性プランクトン(珪藻)が長年にわたり海定や湖底に堆積して化石化した天然の鉱物を混入させたボードで、珪藻土は自律的に吸湿、放湿を繰り返す「調湿」の機能を持っている。
(出所) KHC届出目録見書を基に証券リサーチセンター作成

同社グループの売上高は、注文住宅やリフォーム工事及び中規模木造建築を行う「住宅請負」、分譲向けの土地販売を行う「分譲用土地」、建売り戸建て住宅の販売を行う「分譲用建物」と「その他」に分類される(図表2)。

【 図表 2 】 売上高内訳

(単位:百万円)

	18年3月期			19年3月期 第3四半期累計	
	売上高	構成比	前期比	売上高	構成比
住宅請負	7,747	57.4%	0.4%	5,753	60.2%
分譲用土地	4,814	35.6%	36.8%	3,126	32.7%
分譲用建物	784	5.8%	13.5%	584	6.1%
その他	159	1.2%	19.7%	92	1.0%
合計	13,506	100.0%	12.0%	9,557	100.0%

(出所) KHC届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

子会社のなかでは勝美住宅が売上高や総資産額で最大となっている。バル建設は売上高経常利益率が高いが、ブランドが顧客に受け入れられ採算性が高いこと、事業部門の一部を勝美住宅やLaboに外注していること、借入金が少ないこと等によるものである。

【 図表 3 】 子会社の損益情報等

(単位:百万円)

社名	勝美住宅	バル建設	Labo
売上高	7,883	2,205	1,906
経常利益	292	243	94
当期純利益	182	158	60
純資産額	2,698	852	373
総資産額	8,207	1,451	690

(出所) KHC届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

> 特色・強み

◆ マルチブランド戦略

同社グループは、幅広い顧客の取り込みが可能となるマルチブランド戦略を展開している。各事業子会社は、グループ内の他ブランドを意識することで、各ブランドの特性を際立たせ、ブランドの陳腐化を回避できるとしている。

◆ 効率的なグループ経営

同社グループは、効率的なグループ経営を行うため、事業部門の一部を子会社で共有している。具体的には、事業子会社の商品土地仕入れを勝美住宅の開発部が担当、事業子会社の広告企画や Web サイトの作成及び管理、集客分析等を勝美住宅のマーケティング部が担当、事業子会社のブランドに応じた設計及び工事管理等をLaboが担当している。Laboには建築士有資格者が30名(19年1月末時点)在籍しており、設計・積算・工事管理、インテリアコーディネートまで一人の担当者が一貫して担当している。

◆ 戸建て建設に強み

同社グループの主力営業地盤である兵庫県明石市、加古川市、姫路市では住宅着工に占める戸建ての比率が高い。17年度の住宅着工に占める戸建ての比率は我が国全体では45.1%だが、3市合計では58.6%となってい

る。また3市合計世帯数も18年1月1日時点58,007世帯と過去5年で年率0.8%増と僅かながらも増加してきた。

同社の分析では、明石市における17年度の一戸建ての住宅着工戸数のシェアは20%と高い。住宅産業研究所による会社別注文住宅についての15年度調査で姫路市及び加古川市において、勝美住宅が上位10社のうちの1社となっている(図表4)。

【図表4】姫路市と加古川市の注文住宅上位会社

姫路市	加古川市
一条工務店	旭化成ホームズ
ヴェル・ハウジング	一条工務店
勝美住宅	勝美住宅
住友林業	三建
積水化学工業	昭和住宅
積水ハウス	積水化学工業
大和ハウス工業	積水ハウス
ハウジングタイホー	タマホーム
パナソニック ホームズ	ハウジングタイホー
モリタアットホーム	ミサワホーム

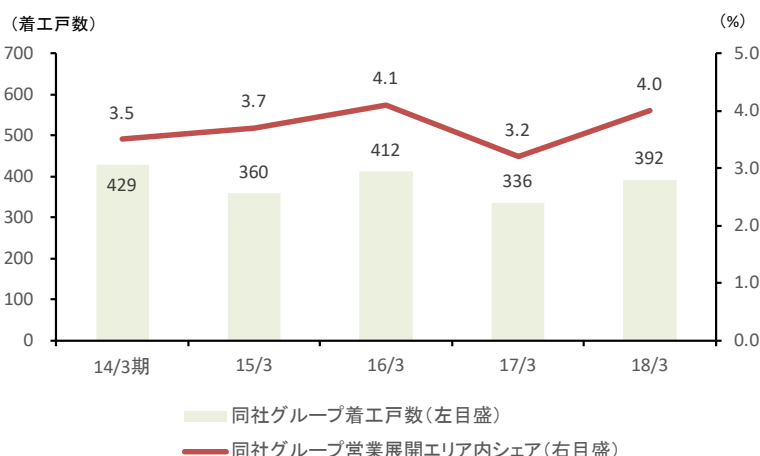
(注) 15年度、社名50音順
(出所) 各種資料を基に証券リサーチセンター作成

> 業績

◆ 過去の業績推移

14/3期以降の同社グループの着工戸数、及び営業展開エリア内(神戸市西区・垂水区、明石市、加古郡、加古川市、姫路市等)での着工戸数シェアが開示されている(図表5)。16/3期は人気団地における受注物件の着工が集中し着工戸数及びシェアが上昇したものの、17/3期はその反動減となった。

【図表5】KHCグループの着工戸数、及び着工戸数シェア推移



(注) 営業展開エリアは、神戸市西区・垂水区、明石市、加古郡、加古川市、姫路市等
(出所) KHC届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 18年3月期業績

18/3期連結業績は、売上高13,506百万円(前期比12.0%増)、営業利益870百万円(同11.4%増)、経常利益800百万円(同10.7%増、親会社株主に帰属する当期純利益504百万円(同8.2%増)であった。売上高の内訳は住宅請負が7,747百万円(同0.4%増)、分譲用土地4,814百万円(同36.8%増)、分譲用建物784百万円(同13.5%増)、その他159百万円(同19.7%増)であった。兵庫県明石市東野町における分譲用土地30区画の新規発売により分譲用土地の引渡区画数が326区画(前期290区画)となり、全体の売上高を牽引した。

採算性の高い住宅請負の売上高がほぼ横ばい、採算性の低い分譲用土地の大幅増収から売上総利益率は前期比0.6%ポイント低下の20.1%となった。Laboを除く事業子会社4社合同による展示会「いえまち博」を18年4月に開催、広告宣伝費等が高んだものの、販売費及び一般管理費(以下、販管費)の対売上高比率は同0.6%ポイント低下した。

◆ 19年3月期第3四半期

19/3期第3四半期累計期間は、売上高9,557百万円、営業利益539百万円、経常利益494百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益325百万円となった。売上総利益率が19.0%と18/3期通期比1.1%ポイント低下したのは、住宅請負で、台風等の自然災害の発生による工事着手及び工事進捗の遅延により売上高が伸びない一方で固定費は期初計画通りに推移したためである。販管費率は18/3期通期比やや低下したものの、売上総利益率の低下を補えず、売上高営業利益率は5.6%と18/3期通期比0.8%ポイント低下した。

◆ 19年3月期業績予想

同社による19/3期連結業績予想は、売上高13,217百万円(前期比2.1%減)、営業利益801百万円(同8.0%減)、経常利益716百万円(同10.4%減)、親会社株主に帰属する当期純利益467百万円(同7.3%減)としている(図表6)。

【図表6】19年3月期の業績予想

(単位:百万円)

	18/3期		19/3期予想		前期比
	構成比	前期比	構成比	前期比	
売上高	13,506	100.0%	13,217	100.0%	-2.1%
住宅請負	7,747	57.4%	7,878	59.6%	1.7%
分譲用土地	4,814	35.6%	4,396	33.3%	-8.7%
分譲用建物	784	5.8%	810	6.1%	3.4%
その他	159	1.2%	132	1.0%	-16.6%
売上原価	10,794	79.9%	10,639	80.5%	3.0%
住宅請負	-	-	5,871	44.4%	3.0%
分譲用土地	-	-	4,100	31.0%	-7.5%
分譲用建物	-	-	664	5.0%	1.3%
その他	-	-	2	0.0%	-5.6%
売上総利益	2,712	20.1%	2,578	19.5%	-4.9%
販売費及び一般管理費	1,842	13.6%	1,777	13.4%	-3.5%
営業利益	870	6.4%	801	6.1%	-8.0%
経常利益	800	5.9%	716	5.4%	-10.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	504	3.7%	467	3.5%	-7.3%

(注) 予想は会社予想

(出所) 適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

住宅請負の売上高を前期比 1.7%増と予想しているが、台風等の自然災害の発生による工事着手及び工事進捗の遅延により引渡時期が 20/3 期に後倒しとなる案件があることから、完成引渡戸数は 370 棟(前期比 11 棟増)となる見通しを考慮してのことである。

分譲用土地の 8.7%減収予想は、18/3 期第 3 四半期から 19/3 期第 1 四半期にかけて販売好調であった反動や、自然災害による工事着手遅延の影響もあり、土地引渡区画数は 295 区間(前期比 21 区画減)と見込んでいるためである。

分譲用建物を前期比 3.4%増収と予想するのは、神戸市垂水区の建売住宅の販売好調で引渡棟数が同前期比 4 棟増の 45 棟を見込んでいるためである。

売上総利益は 2,578 百万円(前期比 4.9%減)としている。第 3 四半期累計期間でみられた、住宅請負での原価率の上昇が通期でも影響するようである。販管費は経費削減に努めた結果、第 3 四半期累計で前年同期比 3.9%減であったが、通期でも前期比 3.5%減としている。しかしながら売上総利益率の低下を販管費圧縮で補えず、営業減益となる見通しである。

営業外収支を 18/3 期 70 百万円の赤字から 19/3 期 85 百万円の赤字としているのは、主に上場関連費用 19 百万円を見込むためである。

第 3 四半期累計で有価証券売却益 6 百万円を計上しているが、第 4 四半期では特別利益及び損失の計上の見込みはないとしている。

◆ 成長戦略

同社は成長戦略として、①エリアの拡大、②顧客層の拡大、③中大規模の木造建築を今後手掛けるとしている。

エリアの拡大については播磨周辺エリア、阪神間及び大阪エリアへの進出を模索している。担当子会社はLaboで、既に 14 年 2 月に西宮事務所を開設、19 年 1 月に大阪府茨木市に茨木出張所準備室を設け、4 月の出張所開設に向けた準備を進めている。阪神間及び大阪エリアへの進出は、設計に強みを持つ「住空間Labo」ブランドで展開する方針である。

現時点での同社グループの住宅請負での顧客ターゲットは、1 次取得者層である。新ブランドの開発を含めた新商品の開発、建て替え需要の掘り起こし等で顧客層の拡大を狙う方針である。具体的には、高性能かつ高価格の商品展開により、現在の住宅請負の平均価格(約 2,200 万円)を上昇させていく方針である。

また、リフォーム需要の取り込みや保育園の建設をはじめとする中大規模木造建築にも注力する構えである。10年10月に施行された「公共建築物における木材の利用の促進に関する法律」において、3階建て以下の学校や延床面積3,000㎡を超える建築物等について、公共建築物についても、積極的に木造化を促進するとしている。公共建築物における木材利用の実施例では、直近公開されている16年度において3階建て以下の公共建築物等が全体で97棟、合計延床面積13,816㎡が整備されたが、木造での整備は42棟、合計延床面積7,282㎡であった。

> 経営課題/リスク

◆ 有利子負債依存度が高い

同社グループでは、販売用不動産取得のための資金を主に金融機関からの借入で調達している。19/3期第3四半期末の総資産額は13,282百万円に対して有利子負債残高は6,968百万円と有利子負債依存度は52.5%と高い。金利上昇、及び借入金の調達が困難となった場合、不動産仕入れが困難となり、財政状態・経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 事業エリアが集中しているため、自然災害の影響が懸念

同社グループは、姫路市や明石市を中心とする兵庫県南部の播磨地域を地盤としている。19/3期第3四半期累計業績において自然災害が影響しているように、営業地盤での自然災害の発生による工事着手及び工事進捗の遅延により売上高計上の後倒しが発生することに留意すべきである。

◆ 大株主の存在

同社は、上場前では日本アジアグループ(3751 東証一部)の完全子会社であった。上場後では親会社の持分は60.7%へと低下した。同社は、親会社のグリーンエネルギー事業に属している。同社の上場後も親会社は連結関係を維持する方針である。親会社の経営方針の変更により、同社株式が市場で大量に売却された場合、株価が不安定となる可能性がある。

【 図表 7 】 財務諸表

損益計算書	2017/3		2018/3		2019/3 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	12,064	100.0	13,506	100.0	9,557	100.0
売上原価	9,570	79.3	10,794	79.9	7,737	81.0
売上総利益	2,493	20.7	2,712	20.1	1,820	19.0
販売費及び一般管理費	1,712	14.2	1,842	13.6	1,280	13.4
営業利益	781	6.5	870	6.4	539	5.6
営業外収益	16	-	16	-	21	-
営業外費用	74	-	86	-	65	-
経常利益	723	6.0	800	5.9	494	5.2
税引前当期(四半期)純利益	722	6.0	799	5.9	500	5.2
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	465	3.9	504	3.7	325	3.4

貸借対照表	2017/3		2018/3		2019/3 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	12,153	82.1	11,630	82.7	10,910	82.1
現金及び預金	4,422	29.9	4,481	31.9	2,951	22.2
売上債権	485	3.3	667	4.7	1,327	10.0
棚卸資産	6,806	46.0	6,106	43.4	6,261	47.1
固定資産	2,649	17.9	2,434	17.3	2,371	17.9
有形固定資産	2,086	14.1	2,059	14.6	2,058	15.5
無形固定資産	26	0.2	46	0.3	36	0.3
投資その他の資産	537	3.6	329	2.3	277	2.1
総資産	14,803	100.0	14,064	100.0	13,282	100.0
流動負債	4,688	31.7	4,793	34.1	4,249	32.0
買入債務	954	6.4	764	5.4	677	5.1
1年内償還予定の社債	547	3.7	549	3.9	504	3.8
1年内返済予定の長期借入金	1,940	13.1	2,719	19.3	2,623	19.8
固定負債	5,391	36.4	4,446	31.6	4,038	30.4
長期借入金	4,310	29.1	3,540	25.2	3,390	25.5
純資産	4,723	31.9	4,824	34.3	4,993	37.6
自己資本	4,718	31.9	4,820	34.3	4,994	37.6

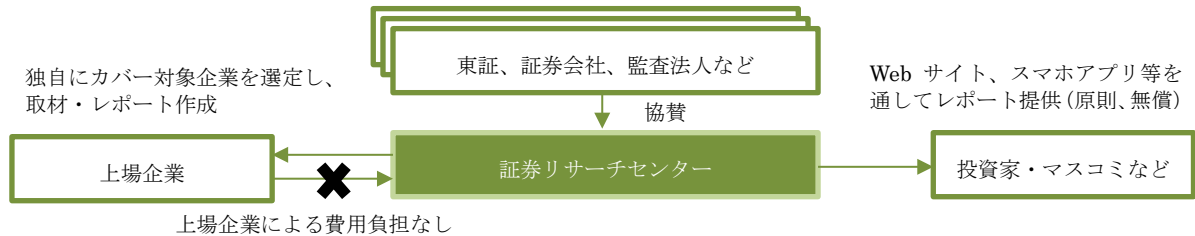
キャッシュ・フロー計算書	2017/3	2018/3
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	595	682
減価償却費	63	63
投資キャッシュ・フロー	-30	145
財務キャッシュ・フロー	-361	-768
配当金の支払額	-	-
現金及び現金同等物の増減額	203	59
現金及び現金同等物の期末残高	4,422	4,481

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

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

(協賛)

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

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

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。