

2024年8月21日

業種 不動産業

## カチタス（東証プライム-8919）

～粗利率向上。利上げは中古住宅販売に恩恵も～

## 【業績動向】

[25/3期 第1四半期]

第1四半期（4-6月）は売上312億円（前年同期比1.3%減）、営業利益31億円（同8.6%増）。販売件数は0.2%減。カチタス単体では4月に値上げを実施。一方、低価格帯物件のニーズが高く販売単価は下落。リプライスは新築業者の値引き案件の減少や、カチタスによる仲介販売などが奏功し販売件数が増加した。粗利率は21.2%→22.4%。カチタスの粗利率は上昇したが、リプライスは下落した。販管費は人件費や広告宣伝費が増加も、売上減による仲介手数料の減少で抑えられた。不動産在庫は523億円→511億円に。

今期見通しに変更無し。カチタスはリフォームのコストダウンが7月以降示現する見込み。一方、リプライスも長期在庫の減少で下半期からの利益率回復を見込む。仕入れは4月からの相続登記義務化による事務手続き遅延の影響も一部あったが、7月単月では前年同月比10%超増と順調。値上げ影響もあり4月の問い合わせは一時減少も、以後復調基調。利上げ影響は新築住宅市況への影響が強く、取得需要が中古住宅に流れてくることで恩恵期待も。消費税訴訟の高裁控訴は棄却。最高裁へ上告予定。

## 【会社概要】

かつて名証セントレックスに上場していた「やすらぎ」が前身。墓石販売から始まり、不動産業に転身。12年にファンドによるTOBで上場廃止となり、以後戸建てリノベ再販では業界2位のリプライスを買収して規模を拡大。ニトリHD(9843)から出資を受け入れ、持ち分法会社に。17年に東証に再上場。

| 主要指標       |            | 8919     |           |         |             |
|------------|------------|----------|-----------|---------|-------------|
| 2024年8月20日 | 現在         |          |           |         |             |
| ・株価        | : 1,800 円  | ・予想ROE   | : 21.98 % | ・発行済株式数 | : 78,651 千株 |
| ・時価総額      | : 1,416 億円 | ・予想配当    | : 56.50 円 |         |             |
| ・今期予想PER   | : 14.75 倍  | ・予想配当利回り | : 3.14 %  | ・売買単位   | : 100 株     |
| ・実績PBR     | : 3.51 倍   | ・予想配当性向  | : 46.31 % |         |             |

データ出所: アイフィスジャパン 予想数値はコンセンサス予想に基づく

| 業績推移(通期連結)  |          | 8919    |      |        |      |        |       |        |       |        |      |
|-------------|----------|---------|------|--------|------|--------|-------|--------|-------|--------|------|
| 単位: 百万円、円、% |          | カチタス    |      |        |      |        |       |        |       |        |      |
| 決算期         |          | 売上高     |      | 営業利益   |      | 経常利益   |       | 純利益    |       | EPS    | DPS  |
|             |          | 前年比     | 前年比  | 前年比    | 前年比  | 前年比    | 前年比   |        |       |        |      |
| 2023/03     |          | 121,341 | 19.8 | 14,060 | 7.1  | 13,833 | 8.9   | 6,091  | -11.0 | 78.66  | 49.0 |
| 2024/03     |          | 126,718 | 4.4  | 12,672 | -9.9 | 12,321 | -10.9 | 8,497  | 39.5  | 109.23 | 54.0 |
| 2025/03     | 会社予想     | 134,500 | 6.1  | 14,000 | 10.5 | 13,700 | 11.2  | 9,400  | 10.6  | 120.56 | 56.0 |
| 2025/03     | コンセンサス予想 | 134,543 | 6.2  | 14,057 | 10.9 | 13,757 | 11.7  | 9,443  | 11.1  | 122.00 | 56.5 |
| 2026/03     | コンセンサス予想 | 145,983 | 8.5  | 15,617 | 11.1 | 15,317 | 11.3  | 10,433 | 10.5  | 134.80 | 59.5 |
| 2027/03     | コンセンサス予想 | 158,575 | 8.6  | 17,225 | 10.3 | 16,963 | 10.7  | 11,500 | 10.2  | 144.75 | 60.0 |

データ(含むコンセンサス予想) 出所: アイフィスジャパン

## 利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、第三者からの指定は一切受けておりません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【ビジネスモデルの特徴】

全国的に空き家の増加が社会問題化する中、地方の築30～40年の中古住宅を買い取り、リノベーションして販売。累計7万戸超、23年度実績6,367戸で、戸建て買取再販では業界ダントツ。

同社は物件を600万円程度で仕入れ、400万円程度のコストをかけてリフォームした後、1,600万円程度で販売する売買が一般的。地方新築物件の平均が3,183万円であるのに対して半額程度でマイホームが購入できるため、世帯年収500万円未満の顧客が6割を占める。8割が住宅ローンを使用。

ターゲットは人口5万人～30万人規模の地方都市。人口流動性の低さから、築年の浅い良質な中古物件が少なく、一方新築物件の供給も少ないため、リノベ中古住宅のニーズが高い。棚卸資産回転率は年平均2回転弱で、同業他社に比べキャッシュフローは安定的。

自動車が生活必需品になっている地方では、駐車場が必須であることから、原則として買い取った住宅の庭を駐車場に作り替える。あるいは隣地買取や建物減築なども検討。水回りも基本的には新品に交換。リフォームのデザインも全体的に落ち着いたものとし、無難で万人ウケなものとする。営業人員はエリア毎の新卒採用が基本。担当者一人一人が買取から販売まで一貫して個別の買取案件毎に対応するため「規模の経済」が働くようなビジネスモデルではないものの、数多くの販売実績で培ってきたノウハウを共有、600社超の工務店のネットワークを持つことも強み。

他方、子会社のリプライスは都市圏で比較的築年数の浅い中古物件を中心に扱い、棲み分けしている。やはり粗利300万円程度となるような売買が一般的。販売はほぼ全て不動産仲介会社経由。

筆頭株主であるニトリと協業。ニトリがカチタスの中古住宅に家具を納入し、一方でニトリの一部店舗にカチタスの窓口も設け、中古住宅の売買にも対応する。住宅と家具を一体で売り込むことで、購入者はコーディネートの手間が省け、また家具の購入代金も住宅ローンの対象に組み込むことができる。その他、リフォーム関連でも住設機器の共同開発などに取り組む。

## 【リスク要因】

不動産に係わる税制の変更リスク。自然災害リスク。リフォーム協力会社倒産などによる棚卸資産長期化リスク。隠れた瑕疵による訴訟リスク。多額の借入金による金利変動リスクなど。

## 【セグメント情報】

中古住宅再生事業を単一の報告セグメントとしており、その他の事業については量的重要性が乏しいため、短信への記載が省略されている。

## 【Fモデルによる理論株価推計】（Fモデルの定義および説明は4ページを参照）

| カチタス         | 8919     | 2024年8月20日  |           |
|--------------|----------|-------------|-----------|
| 実績PBR        | : 3.51 倍 | 現株価         | : 1,800 円 |
| Fモデルによる妥当PBR | : 3.32 倍 | Fモデルによる理論株価 | : 1,701 円 |
|              |          | 現株価との乖離     | : -5.5 %  |

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【四半期決算データ】

| 四半期決算データ |         |        |        |        |         |         |    |    |    |        |
|----------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|----|----|----|--------|
| 単位:百万円   |         |        |        |        |         |         |    |    |    |        |
| 8919     |         |        |        |        |         |         |    |    |    |        |
| カチタス     | 2024年3月 |        |        |        |         | 2025年3月 |    |    |    | 累計     |
|          | 1Q      | 2Q     | 3Q     | 4Q     | 通期      | 1Q      | 2Q | 3Q | 4Q |        |
| 売上高      | 31,613  | 30,441 | 31,615 | 33,049 | 126,718 | 31,195  |    |    |    | 31,195 |
| 前年同期比    | 11.5%   | -1.2%  | 7.0%   | 1.3%   | 4.4%    | -1.3%   |    |    |    | -1.3%  |
| 営業利益     | 2,860   | 2,990  | 3,513  | 3,309  | 12,672  | 3,107   |    |    |    | 3,107  |
| 前年同期比    | -18.0%  | -24.3% | 4.3%   | 1.6%   | -9.9%   | 8.6%    |    |    |    | 8.6%   |
| 経常利益     | 2,798   | 2,931  | 3,378  | 3,214  | 12,321  | 3,014   |    |    |    | 3,014  |
| 前年同期比    | -18.8%  | -25.0% | 1.6%   | 2.0%   | -10.9%  | 7.7%    |    |    |    | 7.7%   |
| 純利益      | 2,120   | 1,871  | 2,314  | 2,192  | 8,497   | 2,049   |    |    |    | 2,049  |
| 前年同期比    | -8.9%   | -29.2% | 3.3%   | na     | 39.5%   | -3.3%   |    |    |    | -3.3%  |
| 売上高営業利益率 | 9.0%    | 9.8%   | 11.1%  | 10.0%  | 10.0%   | 10.0%   |    |    |    | 10.0%  |
| 自己資本比率   | 53.5%   | 55.1%  | 52.6%  | 52.1%  | -       | 53.6%   |    |    |    | -      |
| 純資産      | 35,946  | 37,901 | 38,115 | 40,341 | -       | 40,315  |    |    |    | -      |
| 総資産      | 66,950  | 68,599 | 72,299 | 77,366 | -       | 75,212  |    |    |    | -      |

データ出所:アイフィスジャパン

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【過去の業績動向】

### [24/3期 通期]

24年3月期は売上1,267億円(前期比4.4%増)、営業利益127億円(同9.9%減)。会社計画を下回って着地した。販売件数は3.5%増。カチタス単体ではリフォーム箇所を抑えた低価格帯物件のニーズが高く好調。一方、リプライスが新築業者の値引き販売影響を受け苦戦。長期在庫を値引き販売。粗利率は22.1%→21.9%。販管費は消費税訴訟敗訴による影響で大幅増。不動産在庫は541億円→523億円に。

25年3月期は売上1345億円(前期比6.1%増)、営業利益140億円(同10.5%増)を計画。特にリプライスの復調を見込む。競合の新築物件が3月後半から下げ止まり、中古物件との価格差が出てきたことで競争力が回復。カチタスとのシナジーでコストをコントロールする。ただ中計最終年度となるが当初目標には届かない格好。総務省の調査で全国の空き家は30年間で倍の900万戸に。仕入れ価格は直近1年間では低下基調にある。25年3月期は仕入れと人員の採用に重点。ただ昨年から続く粗利向上策により、利益率は高める。消費税訴訟の高裁判決は5月末に判明。敗訴でも前年引き当て済みであり影響は無い。

### [24/3期 第3四半期]

第3四半期(累計)は売上937億円(前年同期比5.6%増)、営業利益94億円(同13.3%減)。3Q(10-12月)の販売件数は8.8%増。リフォーム箇所を抑えた低価格帯物件のニーズが高く好調。一方、リプライスが新築業者の値引き販売影響を受け苦戦。粗利率は21.7%→22.5%。販管費は人件費などの増加に加え、消費税訴訟敗訴による消費税等差額の計上で大幅増。一方、リプライスの販売低迷により仲介手数料支払いが減少。3Qの仕入れ件数は7.4%減。不動産在庫は前期末541億円→562億円に。

今期見通しに変更無し。ただリプライスが引き続き厳しく、決算賞与も考慮すると利益計画はやや未達懸念も。リプライスは競合する新築業者の値下げも限界が見え、環境は底打ち近い。販売方法も不動産仲介会社→カチタス経由の販売を増やし、仲介手数料を削減。一方、カチタスは顧客の問い合わせ好調。低価格物件は粗利は通常物件と同じである一方、回転期間が短く収益性が高い。来期は下半期からの復調を想定。能登震災の被害は3,000万円程度。中古住宅に対する顧客不安も軽微。

### [24/3期 第2四半期(累計)]

第2四半期は売上621億円(前年同期比4.9%増)、営業利益59億円(同21.3%減)。共に会社計画を下回った。販売件数は4.4%減。6月末に実施した値上げの反動や、夏休み期間がコロナ後のリベンジレジャー需要強く住宅市場が低調。8月後半から回復見られたが、減少は避けられなかった。粗利率は22.8%→21.5%。販管費は人件費やデジタル化投資の増加に加え、消費税訴訟敗訴による消費税等差額10億円の計上などで大幅増。2Q(7-9月)は仕入れ件数が3.7%減。不動産在庫は前期末541億円→555億円に。

今期見通しに変更無し。インフレ環境下でリフォーム箇所を抑えた低価格帯物件のニーズ強く、9月以降問い合わせは前年上回る。元々低所得層がターゲットのビジネスモデルであり、また金利上昇局面では値上げが受け入れられにくい。顧客の融資審査も厳しくなるとみられるが、まだ顕在化せず。低価格物件は全体の15%程度。粗利は確保し、上期の出遅れ分を取り返す。下期から仕入れは徐々に増加させる計画。新築などとの競合環境はカチタスでは緩和も、リプライスは厳しさ続く。

## 「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。

具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [ \text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率} ] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。

負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>