

# 和田興産

(8931・JASDAQスタンダード)

2013年6月26日

## 大型物件の取組み強化により成長加速へ

### ベーシックレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ  
堀部 吉胤

#### 会社概要

所在地	兵庫県神戸市
代表者	高島 武郎
設立年月	1966/1
資本金	891百万円
(2013/2/28 現在)	
上場日	2004/9/24
URL	<a href="http://www.wadakohsan.co.jp/">http://www.wadakohsan.co.jp/</a>
業種	不動産業

#### 主要指標 2013/6/25 現在

株価	678円
年初来高値	996円 (13/04/25)
年初来安値	495円 (13/01/17)
発行済株式数	10,000,000株
売買単位	100株
時価総額	6,780百万円
予想配当 (会社)	20.0円
予想EPS (アナリスト)	114.00円
実績PBR	0.46倍

### 阪神エリアが地盤の中堅マンションディベロッパー

神戸・明石・阪神間を中心とした地元密着の中堅マンションディベロッパー。神戸市の供給戸数は12年連続首位を継続中。近畿圏では概ね10位以内。30~40戸の中小型物件を中心に回転重視の経営方針。不動産賃貸業からスタートしたことから自社の販売部隊を持たず、販売を外部委託している。結果、固定費が抑制されており、市況の変化に柔軟に対応できる。

賃貸事業は賃貸ワンルームマンション中心のポートフォリオで稼働率、賃料とも安定的。業績の安定性は比較的高いといえる。



### 14/2期はマンションの粗利益率低下を引渡戸数増でカバー

13/2期はほぼ会社計画通りで着地。マンションの引渡戸数は653戸(前期比68戸増)と増加したが、マンションの粗利益率が19.6%(同1.4pt減)と低下したことを主因に、営業利益は26.5億円(同3.2%増)にとどまった。14/2期は労務逼迫による建築費の上昇を受け、マンションの粗利益率が17%程度まで低下する見込み。これをマンションの引渡戸数が780戸(同127戸増)と増加することでカバーし、営業利益は28.0億円(同5.6%増)の計画。販売は好調で、期初時点で引渡予定戸数の約8割まで契約が進捗している。会社業績予想は、販促費などの想定が保守的なことから、やや上回るだろう。

### 大型プロジェクトの取組みを強化

震災後の建築費の上昇を受け、中小型物件よりも施工効率の改善を図りやすい大型物件の取組みを強化する方針を打ち出している。今年2月から3月にかけて当社としては過去最大となる予定総戸数477戸の超大型用地を含め、100戸以上の用地を3件仕入れた。三宮の超大型案件は16/2期の引渡になる予定で、16/2期は引渡戸数が1,000戸前後、営業利益が43億円程度になると予想する。

業績動向	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 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2013/2 実績	25,396	12.6	2,650	3.2	1,964	6.2	761	13.4	76.17
2014/2	会社予想 (2013年4月発表)	31,000	22.1	2,800	5.6	2,000	1,000	31.3	100.00
	アナリスト予想	31,100	22.5	2,940	10.9	2,150	1,140	49.8	114.00
2015/2	アナリスト予想	33,400	7.4	3,470	18.0	2,620	1,460	28.1	146.00

## 会社概要

### 会社概要

#### ● 会社概要

不動産賃貸管理から出発し、現在はマンション分譲を主力に戸建分譲を強化中。マンションは主に一次取得者向けの中小規模物件が中心。明石～尼崎間を主な事業エリアとし、神戸市ではマンション供給戸数トップ。販売は外部委託。

### 経営者

#### ● 経営者

代表取締役会長の和田 憲昌氏は創業家出身。2012年5月に社長に就任した高島 武郎氏は、メインバンクの三井住友銀行（入行時は神戸銀行）出身。同行の神戸公務法人営業部長兼神戸公務部長から、同行系列の不動産管理会社の京阪神興業（株）常務取締役を経て、2011年7月に当社顧問として入社。関西圏における事業エリア拡大のために、同氏の金融、不動産における人脈の活用が期待されている。

### 設立経緯

#### ● 設立経緯

創業家の和田家はもともと神戸市兵庫区を中心とする大地主。1899年（明治32年）に当主の和田 重四郎氏が資産管理の一環として当社の源流となる不動産賃貸業を始めた。幕末の1868年（慶応3年）の兵庫開港以降、貿易、商業の一大中心地として急速な発展を遂げつつあった神戸は、この当時、人口流入による宅地不足が課題になっていたため、所有する農地を宅地に転換する事業を中心に、転換した宅地の一部を賃貸する事業を行っていた。

1916年（大正5年）に和田 重四郎氏の長男の和田 益幸氏が山口銀行勤務を経て家業を継ぎ、主に所有する賃貸不動産の管理を行っていた。第2次世界大戦末期における空襲により神戸は焼失家屋15万戸といわれる甚大な戦禍を蒙り、終戦後、住宅不足が深刻になったことを受け、本格的に宅地開発を行い、事業を拡大していった。1966年（昭和41年）には和田興産（有）を設立し会社化した。

和田 益幸氏の次男の和田 憲昌氏（現 代表取締役会長）は、慶応大学法学部卒業後、地元の神戸市長田区に本社を置く三ツ星ベルト（5192）に勤務していたが、当社設立を機に退職し、専務として当社入社。高度成長の波に乗り、木造戸建住宅を中心とした分譲事業などで業容は拡大していった。

### 企業理念

#### ● 企業理念

仏教用語である「共生（ともいき）」を企業理念として掲げている。これには、全てのステークホルダー（株主・投資家、顧客、金融機関、社員、取引先、地域社会）との共存共栄を目指すとの意味がこめられている。

会 社 概 要

沿 革

● 沿革

1899年	1月	神戸市兵庫区にて不動産賃貸業を創業
1966年	1月	神戸市長田区に和田興産（有）を設立
1968年	3月	宅地開発・分譲、木造戸建住宅の販売を開始
1974年	3月	分譲マンション販売の開始
1979年	9月	和田興産（株）に改組
1982年	4月	分譲マンションの一棟売開始
1985年	12月	自社ブランド「ワコーレ」で賃貸マンション事業を本格的に開始
1987年	3月	パーキング 2000（駐車場）シリーズの営業開始
1991年	3月	自社ブランド「ワコーレ」で分譲マンション事業を本格的に開始
1996年	6月	震災復興のため優良建築物等整備事業（優良再開発型）に従事
1999年	4月	「エキサイド」（駅徒歩数分圏の利便性の高い賃貸マンション）シリーズの営業を開始
2000年	5月	本社を神戸市長田区から神戸市中央区へ移転
	5月	「VITA」（主に女性をターゲットにした賃貸マンション）シリーズの営業開始
2002年	2月	「アイデアル・キューブ」（都心型賃貸マンション）シリーズの営業開始
	12月	バリューアップ方式による賃貸マンションの開発を開始
2004年	9月	JASDAQ 上場
2005年	3月	首都圏での分譲マンション販売開始（ヴェルティーク新中野）
	6月	東京都千代田区に東京営業所開設
2006年	3月	関東圏において分譲マンションの新ブランド「ワコーベ」を発表
	4月	賃貸マンションの新ブランド「ラ・ウエゾン」を発表
2007年	5月	木造戸建住宅の販売を開始
2010年	7月	シニア向け分譲マンションの販売を開始（ワコーレハート明舞）
2011年	11月	大阪市西区に大阪営業所開設
2012年	8月	大阪府の北摂地域で分譲マンション販売を開始

（出所）有価証券報告書、会社資料

## 事業概要

### 大株主

● 大株主（2013年2月28日現在）

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	和田 憲昌	2,108,000	21.08
2	和田 剛直	1,054,000	10.54
3	立田 忠子	940,000	9.40
3	和田 早代	940,000	9.40
5	大阪中小企業投資育成(株)	560,600	5.61
6	ゴールドマンサックスインターナショナル	344,700	3.45
7	柏木 修	206,000	2.06
8	社員持株会	199,600	2.00
9	颯川 欽和	179,200	1.79
10	柏木 浩	177,000	1.77
(	上位10位計	6,709,100	67.09

(出所) 有価証券報告書

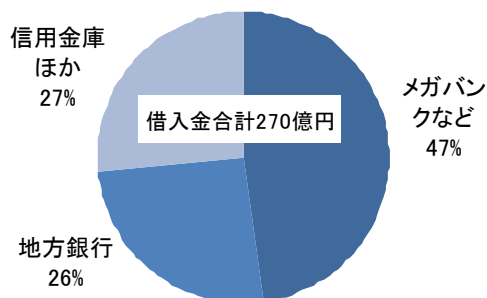
(注) 1位の大株主は代表取締役会長。2位の大株主は会長の子息で専務取締役。3位の2名及び7、10位の個人株主は創業家の親族。9位の個人株主は創業家とは関係がない。

### バンクフォーメーション

● バンクフォーメーション

メインバンクは三井住友銀行。このほか主要取引行は、みずほ銀行、三菱東京UFJ銀行、商工中金、みなと銀行、神戸信用金庫など。金融逼迫時に備え、大手行、地銀、信用金庫からバランスよく調達する財務方針。2011年2月に貸貸資産に関するリファイナンスとして、三井住友銀行を幹事とする10行から初のシンジケートローン140億円を調達。2013年4月には大型開発プロジェクト2件に関し、シンジケートローン40億円を調達した。

借入金先構成比(13/2期末)



(出所) 会社資料

## 事業概要

### 事業の内容

● 事業の内容

関西の優良住宅地である神戸・阪神エリアにおけるマンション分譲事業が主力。戸建分譲、賃貸マンションを中心とする賃貸事業なども手掛ける。

### 部門別事業内容

● 部門別事業内容

➢ 不動産販売事業

分譲マンション：バブル期以前は、主に大京（8840）などのマンションディベロッパーに1棟卸を行っていたが、1991年から自社分譲中心に切り替え、現在では1棟卸は行っていない。

自社分譲のマンションブランドは「ワコーレ」（和田興産レジデンスの意）。供給エリアは、兵庫県のうち明石～尼崎の間（明石市、神戸市、芦屋市、西宮市、尼崎市、伊丹市、宝塚市）。2012年8月に兵庫県に隣接する大阪府豊中市で供給を開始。近畿圏におけるマンション分譲の中心である大阪市は供給エリアに含まれないが、住環境に優れた山の手の錚々たる高級住宅地（芦屋、西宮、夙川、御影、岡本、苦楽園など）や、関西のファッション・流行の発信地（三宮、元町など）を抱えており、恵まれたマザーマーケットといえる。

政令指定都市の神戸市が当社の供給戸数の6～8割程度を占める。神戸市における供給戸数は2001年から12年連続トップ。2012年の神戸市における供給戸数は570戸でマーケットシェアは22%。神戸市における当社のプレゼンス、認知度は高い。近畿圏の供給戸数でも概ね10位以内で推移。

神戸市におけるマンション供給戸数は12年連続トップ

関西圏の住んでみたい街ランキング（色の付いた箇所は当社の供給エリア）

2009年(回答980人)			2010年(回答851人)			2011年(回答937人)			2012年(回答950人)		
順位	エリア	ポイント	順位	エリア	ポイント	順位	エリア	ポイント	順位	エリア	ポイント
1	芦屋	470	1	芦屋	346	1	芦屋	323	1	芦屋	302
2	西宮	318	2	西宮	231	2	西宮	299	2	西宮	252
3	夙川	232	3	神戸	202	3	夙川	202	3	夙川	186
4	神戸	208	4	夙川	174	4	梅田	162	4	神戸	171
5	岡本	146	5	岡本	124	5	岡本	159	5	岡本	163
6	京都	136	6	千里中央	123	6	神戸	136	6	梅田	138
7	梅田	127	7	梅田	114	7	千里中央	131	7	京都	137
8	御影	95	8	茨木	111	8	三宮	112	8	千里中央	121
9	三宮	92	9	京都	108	9	御影	106	9	三宮	86
10	千里中央	85	10	三宮	102	10	天王寺	105	10	大阪	85
11	宝塚	84	11	宝塚	85	11	京都	102	11	御影	80
12	苦楽園	82	12	御影	73	12	吹田	90	12	大阪市内	76
13	高槻	73	13	高槻	68	13	宝塚	85	13	神戸市内	75
14	茨木	69	14	箕面	65	14	茨木	80	14	高槻	73
14	豊中	69	15	天王寺	62	15	豊中	75	15	難波	69
16	住吉	64	15	難波	62	15	高槻	75	16	天王寺	67
17	六甲	56	17	吹田	54	17	難波	69	17	茨木	61
18	吹田	52	18	豊中	51	18	箕面	64	18	宝塚	57
19	箕面	50	19	苦楽園	50	19	大阪	59	19	豊中	54
19	大阪	50	20	元町	46	20	苦楽園	57	20	箕面	51

（出所）MAJOR7 マンショントレンド調査「住んでみたい街アンケート」（関西圏）

（注）各回答につき、1位3点、2位2点、3位1点として集計。豊中の供給は2012年から開始

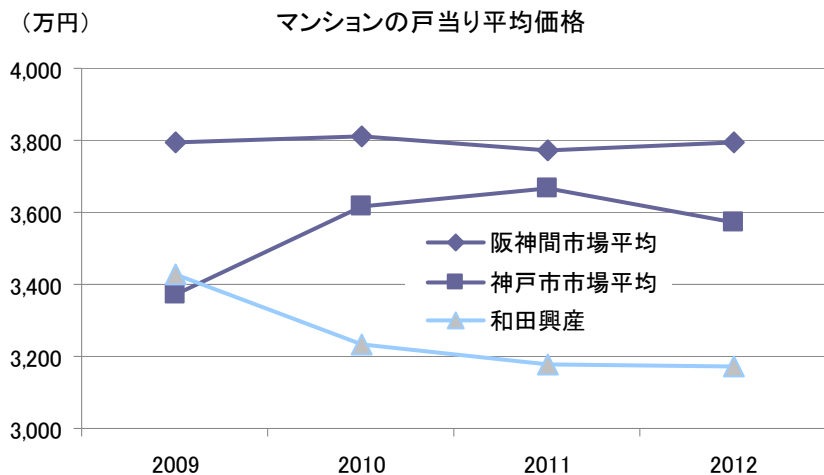
事業概要

一次取得者向けの  
中小型マンション  
が中心

主に一次取得者向けに 30~40 戸の中小型ファミリータイプマンションを供給している。13/2 期までの累計供給戸数（着工ベース）は 13,492 戸（370 棟）。中小型物件が中心となっている理由の一つに、神戸の地形的な特性（海の近くまで山が迫り、既成市街地において広いマンション適地を確保しにくい）がある。

平均的な戸当り専有床面積は 60~80 m<sup>2</sup>程度（1 棟の中に一部、50 m<sup>2</sup>以下の DINKS 向けを組入れることがあるほか、明石など神戸以西の地価の低いエリアでは 100 m<sup>2</sup>程度の広い物件も手掛ける）。平均的な戸当り販売価格は 3,100~3,200 万円程度（坪当り 150 万円程度）と大手ディベロッパーに比べ 400~500 万円程度安い。販売価格の構成は、概ね土地代 25~30%、建築費 50%前後、販売直接費（仲介会社に支払う手数料など）4%程度、粗利益 20%弱となっている。

ファッショナブルな土地柄であることや、自社の販売部隊を持たず販売を全て外部委託し、売りやすさを求められることから、企画・デザイン性を重視した商品設計を行っている。



（出所）長谷工総合研究所  
（注）市場平均は暦年、和田興産は年度

足元では大型プロ  
ジェクトの取組みを  
強化中

中小型物件が中心ながら、100 戸を超える物件を手掛けることもある。東日本大震災以降は、労務逼迫による建築費の上昇を受けて、大型プロジェクトの取組みを強化していく方針とした。2013 年 2~3 月にかけ過去最大規模となる予定総戸数 477 戸の大型用地を含め 100 戸超の用地を 3 件仕入れた（大型物件の方が、施工の効率化を図ることができ、戸当りの建築費の上昇を抑制しやすい）。大型プロジェクトの取組み強化には、堅調なマンション市況が続く中、業容拡大を図る狙いもある。当面、年間供給戸数 1,000 戸を目標とするもよう（13/2 期の供給戸数は 737 戸）。

## 事業概要

タワーマンションは、過去に2件の実績がある。単独事業の「ワコーレ KOBE 灘タワー」(2006年12月竣工、総戸数216戸)とJVによる「アーバンライフ神戸三宮ザ・タワー」(2009年12月竣工、総戸数277戸、当社持分30%)。後者についてはファンドバブルの地価高騰期に用地を仕入れたため棚卸資産評価損を計上した。以来、タワーマンションは手掛けていない。当社にとって過去最大規模となる477戸のマンションは、タワー型ではなく、板状型となる予定。なお、前頁のグラフで2009年度(10/2期)の当社の戸当り単価が高いのは、「アーバンライフ神戸三宮ザ・タワー」の影響などによる。

高齢化社会への対応策として、シニア向けマンション「ワコーレハート明舞」(2011年3月竣工、総戸数102戸)を手掛けた。しかし、シニア向けマンションは、青田売りが難しく、販売に時間を要したため(販売完了は2013年5月)、資金効率の観点から今後の予定はない。

### 兵庫県の隣接エリアに事業エリアを拡大方針

首都圏では過去2件の実績がある。1件は2005年にスーパーゼネコンが手掛けていた案件を途中で引継いだ「ヴェルティーク新中野」。もう1件は2006年に供給した埼玉県の「ワコーベみずほ台駅前」(首都圏では「ワコーレ」の商標登録がされていたため、ブランドを「ワコーベ」とした)。このほか、千葉縣市川市で3物件の用地を仕入れたが、リーマンショックを受け素地のまま売却。東京営業所は残しているが、首都圏からは実質的に撤退した。

少子高齢化の進展に伴う人口減少に備え、事業エリアの拡大が必要との認識はある。落下傘的な事業エリアの拡大は行わず、現事業エリアの周辺地域に徐々に進出していく方針で、大阪府北摂地域の豊中において供給を開始している。1号案件の「ワコーレ豊中ステーションウイング」(総戸数116戸、2013年1月竣工)は好評のうちに完売し、2号案件として「ワコーレ豊中曽根カーサ」(同18戸)を販売中。

### 大手との用地取得の競争は限定的

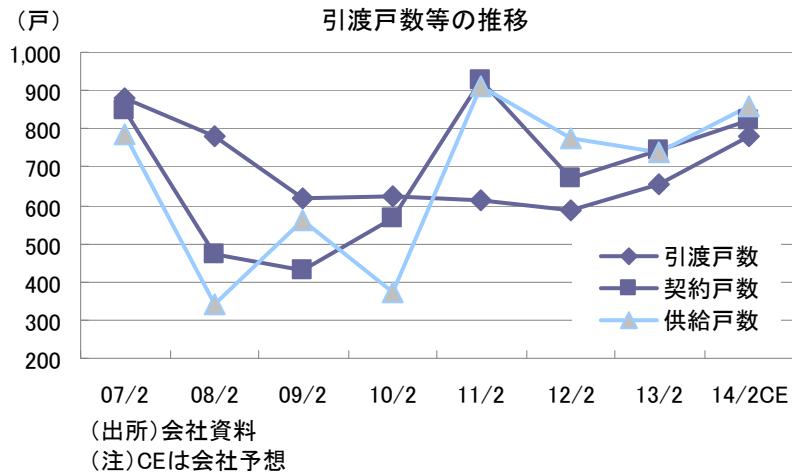
中小型物件の土地面積は概ね300坪程度で、個人の相続に絡んだ仕入れが多い。仕入れ情報ルートは地場の仲介業者、信託銀行が中心で、極力、入札を避け、相対で取得している。大手総合不動産会社や電鉄系不動産会社は50戸以下の開発をあまり行わないため、仕入れにおける大手との競争は限定的。また、消費増税の駆け込み需要を当て込んだディベロッパーの仕入れも昨年夏頃に一巡しており、足元の仕入れ競争はやや緩和している。

仕入れ時の粗利益率の目線は18%。100戸を超える大規模プロジェクトの取組み強化により、事業規模の拡大を図っていくが、粗利益率の目線は堅持する方針。

事業概要

少ない戸数でも採算が取れる仕組みを構築

1 物件当りの戸数が少ない販売効率の低さを、地域特化の効率的な広告宣伝によりカバーしている。具体的には、16 の常設マンションギャラリーを持ち、一つのギャラリーで複数の物件を紹介しているほか、一つのチラシに複数物件を紹介するなどの工夫をしている。



**戸建住宅販売**：過去に手掛けていた戸建分譲を 2007 年 5 月から再開。再開した理由は、中国の建設ラッシュなどにより鉄などの資材価格が高騰したのに対し、木材の価格上昇の程度が小さかったため。主な事業エリアは地価の比較的安い神戸市西部から明石にかけて。1 現場当りの分譲棟数は平均 10 棟弱。多くても 20 棟程度でマンションと同様に回転を重視。デザイン性など付加価値を重視し、パワービルダーとの差別化を図っている。戸建住宅のブランドは「ワコーレノイエ」。分譲マンションに次ぐ収益の柱とすべく、注力中で、6 月 1 日付で戸建事業室を戸建事業部に昇格。14/2 期の引渡戸数計画 100 棟を通過点として、さらに拡大を目指している。

**その他不動産販売**：個人富裕層や事業法人などへの賃貸マンションの 1 棟売りや宅地等の販売を行っている。新たな取組みとして 1 億円程度の木造アパートを開発し、個人富裕層向けに販売する事業を始めた。個人富裕層の収益不動産に対する需要が旺盛な中、40~50 坪程度の狭小地の土地情報を活用する狙いがある。これまでに 4 棟分の用地を仕入れ、2 棟は 14/2 期の売上計上となる見込み。比較的地価の安い神戸市西部の長田区や須磨区などで展開していくもよう。



事業概要

➤ 賃貸その他事業

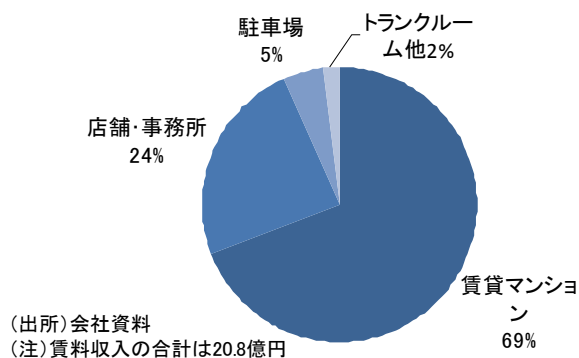
神戸市及び阪神周辺エリアを中心に、賃貸マンションをはじめ店舗、事務所、駐車場、トランクルームの賃貸事業を手掛けている。物件入替時の売却容易性を確保するため、個人富裕層の需要が旺盛な2~3億円のワンルームマンションが多い。店舗・事務所も1件当たり1億円に満たない小規模物件が中心。自社開発が中心だが、2002年12月から既存賃貸物件を購入し、バリューアップした後、賃貸することも行っている。賃貸マンション中心のポートフォリオであり、稼働率、賃料とも安定している。

賃貸等不動産の含み損は限定的に

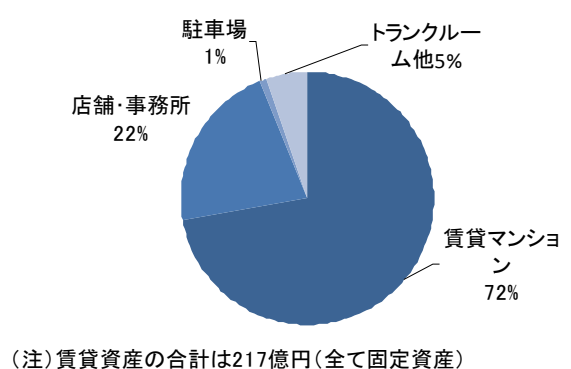
13/2期末における賃貸等不動産の含み損益は▲5.5億円(簿価217億円)。主力の賃貸マンションの平均NOI(減価償却前賃貸利益)利回りは9%程度あるが、保守的な評価により小幅の含み損となっている。物件の入替に伴う実現損の計上により、12/2期末から含み損は4.4億円縮小した。財務の健全性向上のための物件売却は概ね一巡しつつある。なお、13/2期末に棚卸資産から固定資産に21.6億円を振替えており、開発中の案件を含め棚卸資産における賃貸資産はなくなった。

賃貸事業以外のその他事業は、損害保険代理店手数料、解約手付金などの本業に係る付随的な収入。

賃貸収入の構成比(13/2期)



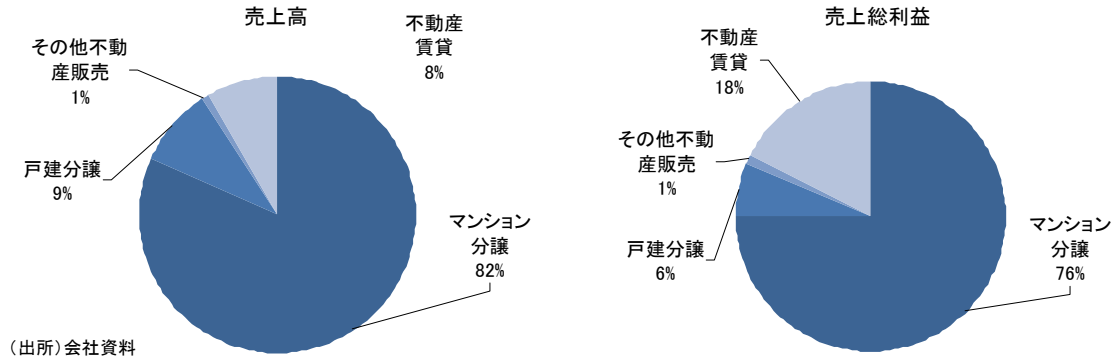
賃貸資産の構成比(13/2期)



事業概要

売上構成

● 売上構成等 (13/2 期)



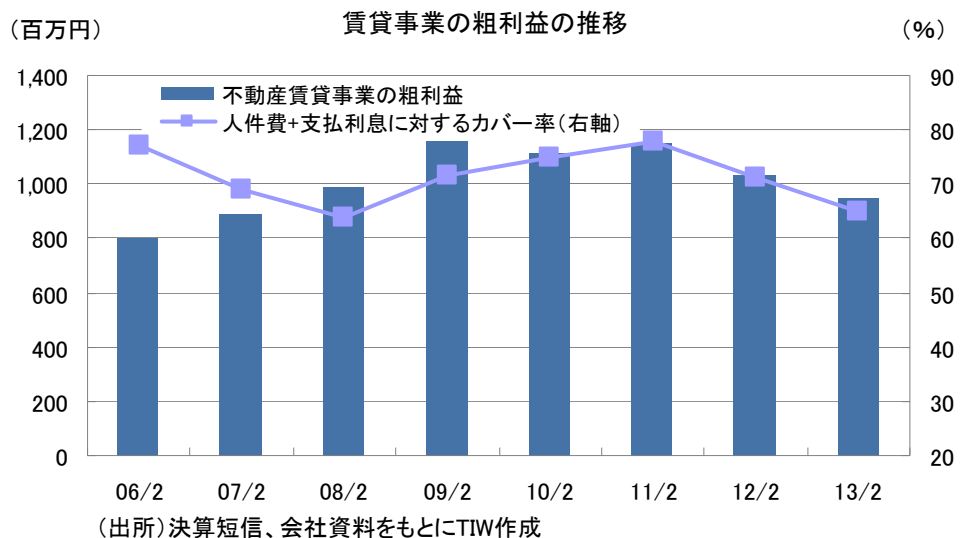
収益構造

● 収益構造

市況の影響を受けやすいフロービジネスのマンション分譲が主力だが、ストックビジネスの不動産賃貸事業が業績の安定性を補完している。13/2 期では賃貸事業の粗利益で人件費と支払利息の 65% をカバーしている。上場後に赤字になったのは 10/2 期のみで赤字幅もわずかだった。

専門マンションディベロッパーは、販売代理からスタートした会社が多いのに対し、当社は不動産賃貸からスタートしたという経緯から販売を外委託している。このため従業員数は 13/2 期末で 84 名（うち正社員 68 名）と少なく、固定費を抑えることで市況の変化に柔軟かつ機動的に対応することができる。マンション市況悪化時の抵抗力が強いといえよう。

マンション分譲は、中小型物件中心のため、用地取得から引渡までの期間が平均で 21 カ月と短い。早期販売により完成在庫を持たないようにし、資金効率を高め、資産の肥大化を回避している。

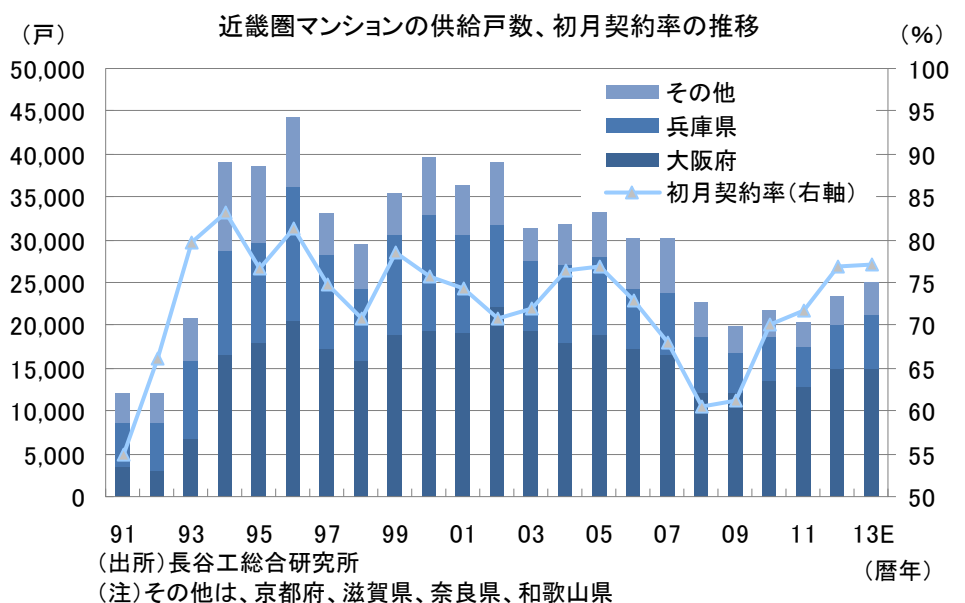


## 近畿圏のマンション市場

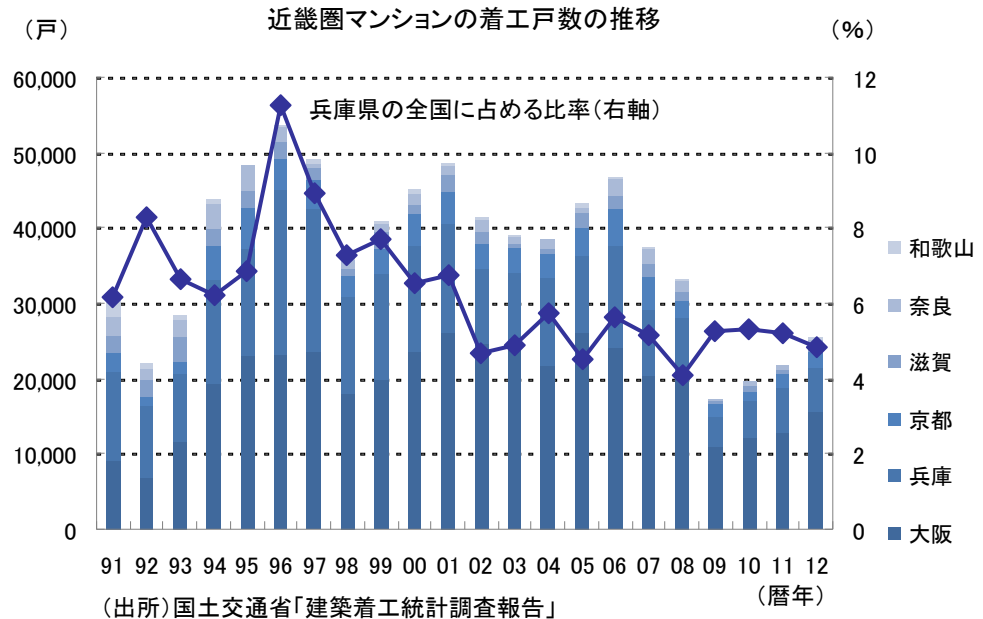
### 近畿圏のマンション供給は順調に回復傾向

2012年の近畿圏のマンションの供給（新規発売）戸数は2万3,266戸（前年比3,047戸増）。年初の市場予測の2万2,000戸を上回った。なお、首都圏では昨秋から販売状況が悪化したため（日中関係悪化などによる景気の先行き不透明感の高まりや住宅ローン減税に対する消費者の様子見姿勢などによる）、ディベロッパーが供給を先送りする動きがみられ、年初の市場予測5万4,000戸を大きく下回る4万5,602戸にとどまった。近畿圏では「グランフロント大阪オーナーズタワー」、「大阪ひびきの街 ザ・サンクスタワー」に代表されるような大規模再開発案件など魅力的な物件に恵まれたことなどにより昨秋以降も販売に特段の陰りはみられず、ディベロッパーが供給を抑制する動きは特にみられなかった。

供給戸数の先行指標である着工戸数をみると、2012年の近畿圏は2万5,407戸（前年比3,740戸増）。リーマンショックを受け2009年に大幅に落ち込んだが、2010年以降、回復傾向が続いている。2012年は首都圏以上に回復傾向が強まった。こうした状況から2013年の近畿圏の供給戸数は、25,000戸（同1,734戸増）と予測されている。大阪市が供給の中心であることに変わりないが、当社の事業エリアである神戸市、阪神間でも前年を大きく上回る見通し。



## 近畿圏のマンション市場



金融危機により近畿圏のディベロッパー数は激減

近畿圏で供給を行っているマンションディベロッパー数は、ピーク時の1996年には346社を数えたが、2012年には103社（前年比2社減）とピーク時の3割の水準まで激減している。サブプライムローン問題の深刻化、リーマンショックを受けたクレジットクランチ（信用収縮）により2008年以降、中小ディベロッパーの淘汰が急速に進んだ。首都圏でも概ね同様の動きになっている。ただし、金融環境の著しい好転により、事業者数の減少にはほぼ歯止めがかかったといえる。

主要プレイヤー

近畿圏のマンション市場における主なプレイヤーは、以下のように分類できよう。①プレサンスコーポレーション（東証2部3254）、日本エスリード（8877）、当社、大阪地盤のリバー産業（未上場）、京都地盤の睦備建設（未上場）といった地元志向の強い専門マンションディベロッパー、②阪急不動産、近鉄不動産、京阪電鉄不動産といった関西私鉄系不動産会社、③MAJOR7といわれる大手総合不動産6社+大京（8840）、④大和ハウス工業（1925）、積水ハウス（1928）といったハウスメーカー、⑤その他（伊藤忠都市開発、オリックス不動産など）。大手総合不動産は首都圏を中心に展開しているため、近畿圏では大手総合不動産のシェアが低く、鉄道会社系不動産会社や地場密着のディベロッパーのシェアが高いことが特徴といえよう。なお、MAJOR7の中で近畿圏において歴史的に供給の多いのは住友不動産（8830）と東急不動産（8815）。

## 近畿圏のマンション市場

地元密着のディベ  
ロッパーが健闘して  
いる

近畿圏の供給戸数トップは2010～2012年まで3年連続でプレサンスコーポレーション。投資用ワンルームマンションが主力のため売上高に比べ戸数が増える点は割り引く必要があるが、シニア向けマンションで先行し、ファミリー向けも急速に拡大している。このほか、当社やリバー産業も供給戸数を増やしており勢いがある。

金融緩和による資金調達環境の改善を受け、経営再建の目処が立ったディベロッパーが供給を再開する動きも顕著になってきた。2009年6月に事業再生ADRを申請した日本エスコン（JASDAQ 8892）などがこれに当たる。かつて近畿圏でかなりのプレゼンスがあったコスモスイニシア（8844）も大和ハウス工業の子会社が決定したことに伴い、近畿圏で一定規模の供給を再開したいとしており、既に京都で大和ハウス工業と共同で用地を1件仕入れたほか、大阪、京都で検討している案件が複数あるという。

近畿圏のマンション販売は首都圏以上に好調に推移

● 経営環境解説

近畿圏におけるマンション市況は、供給、販売とも非常に好調。初月契約率は5月に82.3%（前年同月比7.0pt増、前月比2.5pt増）となるなど好不調の目安とされる70%を概ね上回って推移している。昨夏以降は首都圏を上回ることが多く、販売は首都圏以上に好調といえよう。機を見るに敏な関西人の気質により、日銀の金融緩和やアベノミクスによる不動産価格の先高観の高まりに素直に反応したとの見方もある。

昨年末からの株式市場の急回復を受けた資産効果により「グランフロント大阪オーナーズタワー」が2月に完売するなど高額物件の動きが活発になっている。消費増税による駆け込み需要は顕著にはみられないが、デフレ脱却を目指すアベノミクスによる長期金利の先高観が需要を喚起しており、一次取得者向けのマンション販売も堅調に推移している。

5月下旬以降の株式市場の急落が、消費者心理を冷やすことが懸念されるが、長期金利の先高観（日銀の異次元緩和発表以降、長期金利が上昇し、連れて住宅ローン金利も上昇している）、用地価格や建築費上昇によるマンション価格の先高観から、一次取得者向けの販売は、当面、堅調に推移するとみられる。

消費税率は2014年4月の引渡から8%に（2013年9月末までに契約すればそれ以降の引渡でも5%）、2015年10月の引渡から10%に（2015年3月末までに契約すればそれ以降の引渡でも8%）に上げられる。近畿圏の一次取得者向けの平均的なマンションの場合、消費税率が10%になると現行からは80万円程度の消費税負担の増加となるが、住宅ローン控除や印紙税軽減の延長・拡充により、大きな影響は出ないと考えられる。

首都圏では都心におけるマンション適地の市場放出が少なく、用地取得競争は熾烈。近畿圏では首都圏ほど取得競争は過熱していないが、用地費は上昇気味。さらに東日本大震災後、型枠工、鉄筋工の労務逼迫による労務費高騰から建築費が上昇している。ディベロッパー各社は、専有面積をやや狭くすることなどでグロスの販売価格が上昇しないような工夫をしていたが、好調な販売環境を受け、徐々にこうした原価上昇を販売価格に転嫁する動きが出てきた。今後の販売価格の動向に注目したい。

業 績

前期比 2 桁増収  
ながら、マンション  
の粗利益率の低下  
により小幅営業増  
益にとどまった

概ね会社修正予想  
線で着地

財務健全化のため  
の賃貸資産の売却  
は概ね一巡

マンション販売は  
好調

● 13/2 期業績解説

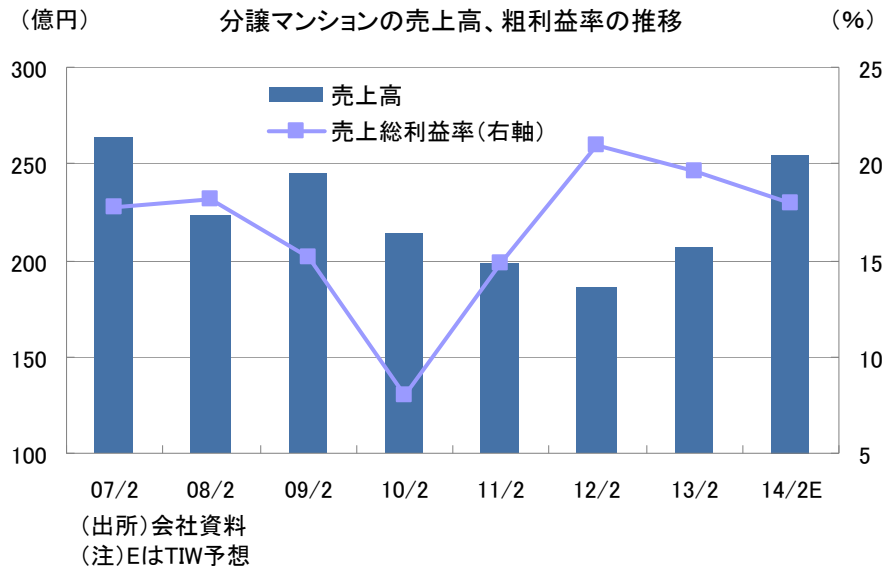
13/2 期決算は、売上高 253 億円（前期比 12.6%増）、営業利益 26.5 億円（同 3.2%増）、経常利益 19.6 億円（同 6.2%増）、純利益 7.6 億円（同 13.4%増）。マンションの引渡戸数が 780 戸（同 127 戸増）と増加したことを主因に 2 桁増収ながら、マンションの粗利益率が 19.6%（同 1.4pt 減）と悪化したことや、マンションの供給戸数増に伴い販管費が 28.2 億円（同 2.1 億円増）と増加したことにより、営業利益は微増益にとどまった。12/2 期のマンションの粗利益率は、リーマンショック後に安く用地を仕入れた物件が寄与したことや、販売好調で値引きが少なかったことから高水準になっていた。

13/2 期会社業績予想は昨年 11 月 9 日に、純利益のみ期初予想から 2 億円下方修正されていた。大阪のレジデンスなど賃貸資産 4 物件の売却決定に伴い、売却損、減損損失約 5 億円を計上する見通しになったことによる。修正予想に対しては、売上高は戸建分譲の引渡が 3 戸期ずれとなったことから 1.0 億円下回ったが、マンション販売の好調による販促費の削減により営業利益は 0.5 億円上回った。支払利息が想定を下回ったことも加わり、経常利益は 1.1 億円上回った。純利益は 0.1 億円の上振れだった。それぞれ誤差の範囲であり、ほぼ修正予想通りの着地となった。そもそもマンションの引渡予定戸数に対する期初時点における契約の進捗率は 81%と非常に高く、業績がぶれる余地は乏しかった。

財務の健全性向上のため、賃貸資産のポートフォリオの入替を進めており、12/2 期にも駐車場の売却決定に伴う減損損失を 4.2 億円計上している。13/2 期の売却により、賃貸等不動産の含み損も 5.5 億円まで縮小しており、概ねポートフォリオ入替に伴う売却は一巡したといえよう。

マンション販売は好調に推移。期中の契約戸数は期初計画を 26 戸上回る 746 戸（前期比 73 戸増）となり、13/2 期末時点で 14/2 期の引渡予定戸数 780 戸の約 8 割の契約を終えている。期末の未契約完成在庫は 24 戸（前期末比 1 戸減）と低水準を維持。24 戸のうち 13 戸は販売が長期化していたシニア向け分譲マンション「ワコーレハート明舞」だったが、2013 年 5 月末で完売した。

業 績



過去最大となる大型案件など大型用地の仕入れが進捗

13/2期のマンション用地の仕入れは1,394戸相当分(前期比559戸増)。計画に対しても574戸上回り、非常に高水準となった。2月に100戸以上の大型物件の用地を2件仕入れたことによる。特に、当社としては過去最大となる予定総戸数477戸の超大型案件「中央区浜辺通プロジェクト」(JR神戸線三ノ宮駅徒歩12分、2015年12月竣工予定)の用地を仕入れたことが13/2期の最大のイベントといえる。三井倉庫(9302)が賃貸駐車場としていた遊休地で、1年前くらいからアプローチをしていたが、施工を請負う長谷エコーポレーション(1808)によるいわゆる土地持込みの形を取り、長谷エコーポレーションから28億円で仕入れた。長谷エコーポレーションは事業参画せず、当社単独のプロジェクトとなる予定。売上規模は134億円程度(戸当たり平均2,800万円程度)となる予定で、売上規模でも当社としては過去最大となる。尚、過去に100億円超の物件は09/2期に売上計上した「ワコーレザ・トアロード・レジデンス」(神戸市中央区、総戸数184戸)のみ。想定粗利益率は当社が目処とする18%を若干上回る水準を見込んでいるよう。

2月に仕入れたもう1件の大型案件は、「垂水区舞子台プロジェクト」(予定総戸数144戸、JR神戸線舞子駅徒歩9分、2015年5月竣工予定)。神戸市の入札案件で、仕入れ金額は15億円。

14/2期に入っても3月に神戸製鋼所神戸本社跡地「中央区脇浜通りプロジェクト」(予定総戸数152戸、JR神戸線灘駅徒歩8分、15/2期末頃竣工予定)を12億円で仕入れた。本案件と「中央区浜辺通プロジェクト」の用地取得金額の合計40億円をシンジケートローン方式で14/2期に入って資金調達した。その後、100戸超のプロジェクトの仕入れはないようだが、機会があれば積極的に大型プロジェクトの仕入れを行っていく方針。



業 績

建築費上昇による  
マンションの粗利  
益率低下を引渡戸  
数の大幅増でカバ  
ーする計画

● 14/2 期業績予想

14/2 期の会社業績予想は、売上高 310 億円（前期比 22.1%増）、営業利益 28.0 億円（同 5.6%増）、経常利益 20.0 億円（同 1.8%増）、純利益 10.0 億円（同 31.3%増）。マンションの引渡予定戸数が 780 戸（同 127 戸増）と大幅に増加することを主因に大幅増収の見込みながら、小幅営業増益にとどまる予想。この主因は、マンションの粗利益率が労務逼迫による建築費の上昇により、13/2 期の 19.6%から 17%程度に低下する見込みであることによる。年末から販売開始予定の大規模物件「中央区浜辺通プロジェクト」のモデルルーム設置など供給戸数増により販管費も増加する見込み。

経常利益は大規模用地取得に伴う有利子負債の増加による借入利息の増加を受け、微増益にとどまる見込み。

純利益は 13/2 期の賃貸資産売却に伴う特損 5.0 億円の反動により大幅増益見込み。

引渡予定戸数に対し、期初時点で約 8 割（足元で約 9 割）の契約の進捗率となっており、会社業績予想の達成確度は高いといえる。販売経費の想定が保守的とみられることから、利益予想は会社予想を上回るとみる。

● 15/2 期業績予想

15/2 期は好調なマンション市況を背景に、用地費や建築費の上昇を踏まえたやや強気の値付けを行うことなどにより、マンションの粗利益率は当社が目途とする 18%程度まで改善すると見込まれる。100 戸超の大型物件の「中央区脇浜通プロジェクト」の寄与もあり、引渡戸数は 800 戸を超えてくる見込みで、増収効果と相まって営業利益は 34.7 億円（前期比 18.0%増）程度に拡大すると TIW では予想している。

当期の業績には直接影響しないが、超大型の「中央区浜辺通プロジェクト」の販売の進捗が注目点。14/2 期に総戸数 477 戸の約 3 分の 1 を供給し、当期には残り約 3 分の 2 を供給する計画とみられる。2015 年 12 月竣工予定だが、同年 3 月末までに契約すれば消費税率は 8%となるため、当期で販売に目処を付けたいところ。販売坪単価は 130 万円強を予定しているようであり、周辺のタワーマンションに比べて割安感が顕著。TIW では、超大型案件ではあるが、販売長期化の不安は小さいと考える。

マンションの引渡  
戸数増と粗利益率  
の下げ止まりにより  
着実な増益見込み

## 業 績

16/2 期業績は超  
大型物件の引渡に  
より一段と拡大見  
込み

- 16/2 期業績予想

16/2 期には「中央区浜辺通プロジェクト」のほか、「垂水区舞子台プロジェクト」（予定総戸数 144 戸）の大型 2 物件の竣工・引渡を迎える。引渡戸数は、17/2 期に業績が急反落しないように調整しても、1,000 戸前後まで増加すると考える。15/2 期並みのマンションの粗利益率を前提に、増収効果により営業利益は 43 億円（前期比 23.9%増）程度に拡大すると TIW では予想している。

**業 績**

要約損益計算書、貸借対照表など(非連結)

(単位)百万円

	07/2	08/2	09/2	10/2	11/2	12/2	13/2	14/2CE	14/2E	15/2E	16/2E
売上高	30,629	29,564	32,333	29,890	28,231	22,550	25,396	31,000	31,100	33,400	38,800
分譲マンション販売	26,400	22,345	24,544	21,359	19,867	18,588	20,708	25,400	25,500	27,000	31,950
戸建住宅販売	0	546	667	851	2,223	1,369	2,336	3,100	3,100	3,750	4,050
その他不動産販売	2,404	5,080	4,482	5,095	3,668	337	217	500	500	600	700
不動産賃貸等	1,825	2,138	2,640	2,584	2,472	2,254	2,089	2,000	2,000	2,050	2,100
不動産賃貸収入	1,769	2,093	2,508	2,535	2,417	2,222	2,089	na	2,000	2,050	2,100
レジデンス	na	na	1,886	1,769	1,662	1,486	1,446	na	1,400	1,420	1,450
店舗・事務所	na	na	491	596	582	563	500	na	470	490	500
駐車場	na	na	124	135	138	126	103	na	100	100	100
トランクルームほか	na	na	25	35	34	45	39	na	30	40	50
その他	56	45	132	49	55	32	0	na	0	0	0
売上原価	24,317	22,570	26,754	26,561	23,513	17,370	19,923	na	25,110	26,780	31,200
売上総利益	6,312	6,993	5,579	3,329	4,717	5,179	5,473	na	5,990	6,620	7,600
分譲マンション販売	4,673	4,231	3,724	1,705	2,943	3,910	4,065	na	4,400	4,900	5,800
戸建住宅販売	na	73	92	89	282	189	351	443	445	545	590
その他不動産販売	691	1,727	475	372	288	17	61	na	145	170	200
不動産賃貸等	948	1,033	1,287	1,161	1,203	1,032	953	na	1,000	1,005	1,010
販管費	2,994	2,973	3,001	2,755	2,669	2,610	2,822	na	3,050	3,150	3,300
人件費	731	805	862	788	768	841	847	na	880	900	910
営業利益	3,318	4,020	2,577	573	2,048	2,569	2,650	2,800	2,940	3,470	4,300
営業外収益	24	34	69	40	28	12	30	na	30	30	30
営業外費用	606	990	1,098	984	1,232	732	716	na	820	880	850
支払利息	557	742	749	694	717	608	622	na	740	800	770
経常利益	2,736	3,063	1,548	▲ 370	844	1,849	1,964	2,000	2,150	2,620	3,480
特別利益	101	73	10	278	41	241	3	na	50	50	50
特別損失	310	206	1,113	101	99	526	527	na	200	100	100
税引前当期純利益	2,526	2,930	445	▲ 192	786	1,564	1,440	na	2,000	2,570	3,430
法人税等	1,169	1,316	327	33	357	892	678	na	860	1,110	1,480
純利益	1,357	1,613	118	▲ 226	428	671	761	1,000	1,140	1,460	1,950

総資産	53,720	59,788	57,422	53,249	48,233	47,408	54,107	na	58,000	60,000	59,500
現預金	4,727	5,077	3,515	5,091	9,672	6,674	12,001	na	11,000	10,000	10,000
棚卸資産	26,676	31,356	26,282	21,930	13,041	15,833	17,298	na	21,500	23,500	23,000
販売用不動産	2,778	9,077	8,417	11,954	4,174	2,663	658	na	500	500	2,000
仕掛販売用不動産	23,898	22,279	17,865	9,976	8,867	13,170	16,640	na	21,000	23,000	21,000
有形固定資産	20,552	21,554	25,079	23,893	23,658	23,285	23,372	na	23,000	23,000	23,500
有利子負債	27,863	30,912	34,479	30,518	24,395	26,102	27,011	na	31,000	32,000	31,000
流動	14,144	18,508	20,010	16,543	7,929	8,257	9,773	na	-	-	-
固定	13,719	12,404	14,469	13,975	16,466	17,845	17,238	na	-	-	-
自己資本	12,348	13,746	13,606	13,229	13,612	14,186	14,802	na	15,740	17,000	18,750
D/レシオ(倍)	2.3	2.2	2.5	2.3	1.8	1.8	1.8	na	2.0	1.9	1.7
ネットD/レシオ(倍)	1.9	1.9	2.3	1.9	1.1	1.4	1.0	na	1.3	1.3	1.1
自己資本比率(%)	23.0	23.0	23.7	24.8	28.2	29.9	27.4	na	27.1	28.3	31.5
ROE(%)	11.0	11.7	0.9	▲ 1.7	3.1	4.7	5.1	na	7.2	8.6	10.4

分譲マンション関連指標

(単位)戸

	07/2	08/2	09/2	10/2	11/2	12/2	13/2	14/2CE	14/2E	15/2E	16/2E
引渡戸数	880	783	620	623	614	585	653	780	780	830	1,020
契約戸数	850	471	429	566	926	673	746	820	830	1,050	1,000
供給(発売)戸数	788	343	560	374	910	773	737	860	890	1,050	950
仕入戸数	871	381	505	503	546	835	1,394	880	890	920	950
期末契約(受注)残戸数	919	377	186	129	442	530	622	662	672	892	872
期末未契約完成在庫	18	na	34	123	2	25	24	na	15	15	80
粗利益率(%)	17.7	18.2	15.2	8.0	14.8	21.0	19.6	約17%	17.3	18.1	18.2
戸当り販売単価(百万円)	30.0	28.5	39.6	34.3	32.4	31.8	31.7	32.6	32.7	32.5	31.3

分譲戸建関連指標

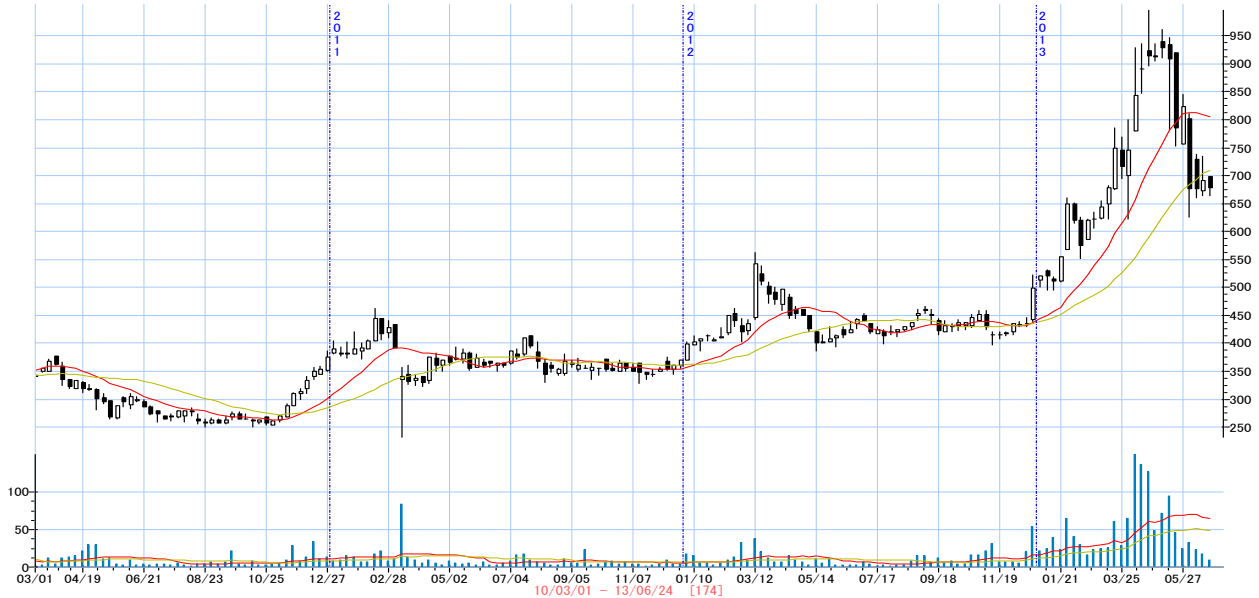
(単位)戸

	07/2	08/2	09/2	10/2	11/2	12/2	13/2	14/2CE	14/2E	15/2E	16/2E
引渡戸数	-	15	18	32	51	37	73	100	100	120	130
粗利益率(%)	-	13.4	13.8	10.5	12.7	14.0	15.1	14.3	14.3	14.5	14.6
1棟当り販売単価(百万円)	-	36.4	37.1	26.6	43.6	37.0	32.0	31.0	31.0	31.3	31.2

(出所)決算短信、会社資料をもとにTIW作成

(注)CEは会社予想、EはTIW予想

和田興産 [8931/JQ] 週足 2013/06/26



(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。  
 上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び大阪証券取引所は一切責任を負いません。  
 上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2011/2	2012/2	2013/2	2014/2 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	462	463	660	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	250	232	387	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	1,889.67	1,738.58	2,901.08	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	28,231	22,550	25,396	31,100
	営 業 利 益	百 万 円	2,048	2,569	2,650	2,940
	経 常 利 益	百 万 円	844	1,849	1,964	2,150
	当 期 純 利 益	百 万 円	428	671	761	1,140
	E P S	円	42.90	67.15	76.17	114.00
	R O E	%	3.2	4.8	5.3	7.2
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	23,273	23,025	29,722	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	24,960	24,383	24,385	-
	資 産 合 計	百 万 円	48,233	47,408	54,107	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	17,010	14,193	20,991	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	17,610	19,029	18,314	-
	負 債 合 計	百 万 円	34,620	33,222	39,305	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	13,621	14,192	14,804	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	13,612	14,186	14,802	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	10,872	-5,175	3,624	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	-208	367	921	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	-6,172	1,606	757	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	8,014	4,812	10,116	-

## リスク分析

### 事業に関するリスク

- 少子高齢化の進展により、中期的に人口、世帯数が減少に転じ、マンション需要が減退する可能性。ただし、事業エリアの中心である神戸市は2035年まで人口が増加するとされている。
- 若年層の雇用・所得環境の悪化や、長期金利（住宅ローン金利）上昇などによる消費者のアフォーダビリティ（住宅取得能力）の低下。
- 主力のマンション分譲事業は、市況に左右されやすい。
- 用地取得競争の激化。
- 低価格戸建住宅を供給するパワービルダーとの販売上の競合。ただし、基本的に棲み分けがなされている。

### 業界に関するリスク

- 少子高齢化の進展、人口、世帯数の減少は中長期的に住宅需要を減退させる。
- 消費増税は、短期的には駆け込み需要を喚起する要因となるが、その後の反動減が懸念される。
- 東日本大震災の復興需要に伴う労務費の上昇や原油高などによる資材価格の上昇により建築工事費が上昇した場合、販売価格に転嫁できないと粗利益率の低下要因となる。労務費は若年の職人の減少により、長期的にも上昇懸念がある。
- 財政悪化などに伴う長期金利の上昇。
- 住宅ローンの貸倒償却率の悪化により、金融機関が住宅ローンの融資条件を厳格化させる可能性。
- 住宅取得に係る政策支援の縮小。

## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社大阪証券取引所（以下「大証」といいます。）が実施する「JASDAQアナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、大証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が大証に支払った金額に大証からの助成金を加えたうえで株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、大証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、大証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、大証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、大証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を大証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、大証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

### <指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、大阪証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.ose.or.jp/jasdaq/5578>