

和田興産

(8931・JASDAQ スタンダード)

2012年7月2日

神戸を地盤とする老舗のマンションディベロッパー

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
(2012/2/29 現在)	
上場日	2004/9/24
URL	http://www.wadakohsan.co.jp/
業種	不動産業

主要指標 2012/6/28 現在

株 価	443 円
年初来高値	562 円 (3/16)
年初来安値	370 円 (1/4)
発行済株式数	10,000,000 株
売買単位	100 株
時価総額	4,430 百万円
予想配当 (会社)	18.0 円
予想EPS (アナリスト)	105.00 円
実績PBR	0.31 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老舗マンションディベロッパー。近畿圏における供給戸数ランキングでは、毎年概ね10位以内に入っている。30～40戸の中小型物件が中心で回転重視。不動産賃貸からスタートしたことから販売を外部委託しており、固定費を抑制し、市況の変化に機動的に対応できるようにしている。

賃貸事業はワンルームマンション中心で稼働率、賃料とも安定的。業績の安定度は比較的高い。



12/2 期に駆け込み需要を睨んで前倒しの仕入れを実施

6月26日に消費増税法案が衆院を通過し、消費税率上げが決定的となった。当社では駆け込み需要を当て込んだ用地取得競争の激化を予想し、12/2 期に前倒しで積極仕入れを行った結果、12/2 期の仕入戸数は835戸(前期比289戸増)と期初計画の760戸を上回った。13/2 期も引続き積極仕入れを行う方針で820戸の仕入れを計画している。開発期間の短い30～40戸の中小型物件の用地を中心に仕入れを行っている。

13/2 期業績は足踏みも、14/2 期は大幅増益を予想

13/2 期はマンションの引渡戸数の増加により前期比2桁増収予想だが、営業利益は横ばい圏にとどまる見込み。これは、12/2 期のマンションの粗利益率が21.0%とリーマンショック直後に仕入れた土地原価の低い物件が引渡時期を迎え、出来すぎといえる高水準だったことや、駆け込み需要の取り込みのために前倒しで販売を行うことに伴う販管費の増加が見込まれることによる。14/2 期は12/2 期、13/2 期の高水準の仕入れによる増収効果がストレートに効き、大幅な営業増益になると予想される。

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
2012/2 実績	22,550	-20.1	2,569	25.4	1,849	2.2 倍	671	56.5	67.15
2013/2 会社予想 (2012年4月発表)	25,500	13.1	2,600	1.2	1,850	0.0	950	41.5	95.00
アナリスト予想	25,530	13.2	2,700	5.1	1,960	6.0	1,050	56.5	105.00
2014/2 アナリスト予想	28,000	9.7	3,310	22.6	2,570	31.1	1,420	35.2	142.00

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が主力。明石～尼崎間を事業エリアとし、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。5月25日に小阪 堅三氏が代表取締役社長を退任し(特別顧問に就任)高島 武郎顧問が新社長に就任。小阪氏は大阪銀行(現 近畿大阪銀行)出身で、2008年5月に現会長に代わって社長に就任し、リーマンショック後の厳しい環境を乗り切ってきた。

新任の高島氏は関西学院大学経済学部卒業後、三井住友銀行(入行時は神戸銀行)に入行。神戸公務法人営業部長兼神戸公務部長を最後に、三井住友銀行系の不動産管理会社の京阪神興業(株)に常務取締役として入社。和田興産には2011年7月に顧問として入社。社長交代には高島氏の金融、不動産における人脈を活用し、関西圏における事業エリアを拡大する狙いがある。

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引継ぎ、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。高度成長の波にも乗り、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

企業理念として掲げる「共生(ともいき)」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
	〃	「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・ウェゾン」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

（出所）有価証券報告書

事業概要

大株主

- 大株主（2012年2月29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	369,900	3.70
7	ワコーレ社員持株会	216,200	2.16
8	柏木 修	206,000	2.06
9	柏木 浩	180,000	1.80
10	颯川 欽和	178,800	1.79
(	上位10位計	6,753,500	67.54

(出所) 有価証券報告書

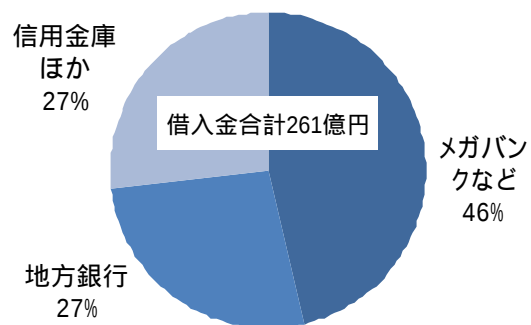
(注) 1位の大株主は代表取締役会長。2位の大株主は会長の子息で専務取締役。3位の2名及び8、9位の個人株主は創業家の親族。10位の個人株主は創業家と関係がない。

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している。2011年2月には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(期間7年120億円、期間3年20億円)を調達した。

借入先構成比(12/2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

神戸におけるマンション供給でトップ

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、現在ではマンションディベロッパーへの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）。事業エリアは、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）。近畿圏におけるマンション分譲の中心である大阪市は事業エリアに含まれないが、住環境に優れた山の手の铮々たる高級住宅地（芦屋、夙川、御影、岡本、苦楽園など）やファッション・流行の発信地（三宮、元町など）を抱え、恵まれたマザーマーケットといえる（下表参照）。

中でも政令指定都市の神戸市が供給戸数の概ね6～8割程度を占め、神戸市においては11年連続で供給戸数トップ。2011年のシェアは25%。2位以下は毎年変動しており、神戸市における当社のプレゼンス、認知度は高い（2011年の神戸市における供給戸数は551戸、2位の野村不動産は229戸）。

関西圏の住んでみたい街ランキング（色の付いた箇所が当社の事業エリア）

2008年(回答865人)			2009年(回答980人)			2010年(回答851人)			2011年(回答937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	362	1	芦屋	470	1	芦屋	346	1	芦屋	323
2	夙川	193	2	西宮	318	2	西宮	231	2	西宮	299
3	西宮	189	3	夙川	232	3	神戸	202	3	夙川	202
4	岡本	151	4	神戸	208	4	夙川	174	4	梅田	162
5	神戸	150	5	岡本	146	5	岡本	124	5	岡本	159
6	御影	124	6	京都	136	6	千里中央	123	6	神戸	136
7	梅田	94	7	梅田	127	7	梅田	114	7	千里中央	131
8	千里中央	92	8	御影	95	8	茨木	111	8	三宮	112
9	六甲	92	9	三宮	92	9	京都	108	9	御影	106
10	三宮	80	10	千里中央	85	10	三宮	102	10	天王寺	105
11	京都	75	11	宝塚	84	11	宝塚	85	11	京都	102
12	苦楽園	69	12	苦楽園	82	12	御影	73	12	吹田	90
13	住吉	67	13	高槻	73	13	高槻	68	13	宝塚	85
14	難波	65	14	茨木	69	14	箕面	65	14	茨木	80
15	高槻	63	14	豊中	69	15	天王寺	62	15	豊中	75
16	宝塚	58	16	住吉	64	15	難波	62	15	高槻	75
16	茨木	58	17	六甲	56	17	吹田	54	17	難波	69
18	豊中	57	18	吹田	52	18	豊中	51	18	箕面	64
19	京都市	53	19	箕面	50	19	苦楽園	50	19	大阪	59
19	学園前	49	19	大阪	50	20	元町	46	20	苦楽園	57

（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

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の 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。12/2 期までの累計供給戸数は 12,755 戸（347 棟）。中小型物件が中心となっている理由の一つに、神戸は海の近くまで山が迫り既成市街地に広いマンション適地を確保しにくいという地形の特性がある。

専有床面積は 60～80 m²程度で（1 棟の中に一部、50 m²以下のディンクス向けを組入れることがあるほか、明石など地価の低いエリアでは 100 m²程度の広い物件も手掛ける）、平均的な販売価格は 3,100 万円程度（坪当たり 150 万円程度）。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。大手ディベロッパーに比べ 400～500 万円程度安い、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。

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。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するに至った。以来、開発が長期に及ぶタワーマンションは手掛けていない。

また、昨年、初め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。

首都圏での実績 はあるが、現在は 事実上、撤退

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「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（東京に賃貸マンション 1 棟の保有はある）。

大阪府下へ初進出

東京からは撤退したが、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。手始めにこの 7 月には北摂（大阪府北部）の阪急豊中駅前（大阪府豊中市）に総戸数 116 戸のマンションを供給する。

事業概要

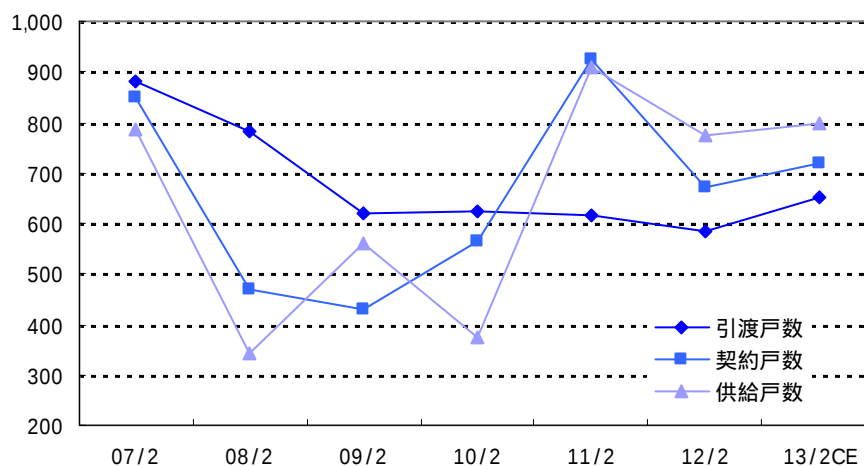
大手との用地取得の競合は限定的

1 物件の土地面積は概ね 300 坪程度で、個人の相続絡みの仕入れが多い。仕入れ情報ルートは地場の仲介業者、信託銀行が中心で、できる限り入札を避け、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 戸以下の開発を余り行わないため、仕入れにおける大手との競合は少ない。仕入れ時の粗利益率の目線は 18%。

少ない戸数でも採算が取れる仕組みを構築

1 物件当たりの戸数が少ないことによる販売効率の低さを、地域を特化していることによる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) 引渡戸数等の推移



(出所) 会社資料
(注) CEは会社予想

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、戸建分譲を行っている。棚卸資産として保有する賃貸マンションは 12/2 期末で 30.4 億円。固定資産として保有している賃貸マンション等を入替時に販売用不動産に振替えて販売することもある。

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低かったため。1 現場当りの分譲棟数は平均 7~8 棟。多くても 20 棟程度でマンションと同様に回転を重視。戸建住宅のブランドは「ワコーレノイエ」。

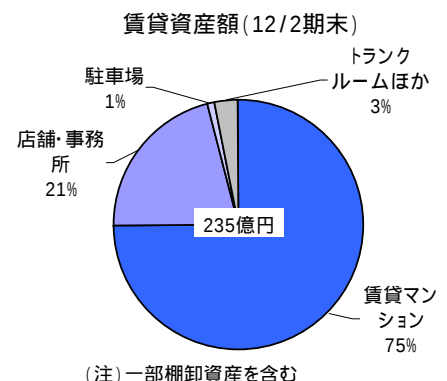
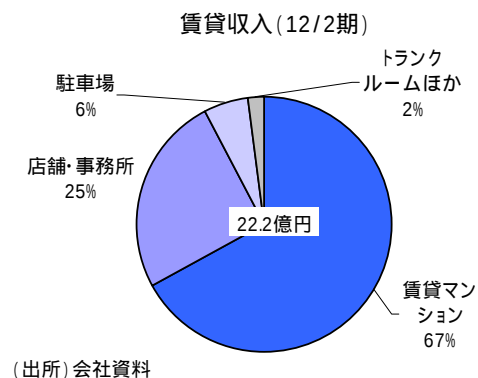
事業概要

➤ 賃貸その他事業

神戸市及び阪神周辺エリアを中心として、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。物件入替時の容易性の確保のため、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、既存賃貸物件を仕入れリニューアル後、賃貸することも行っている。

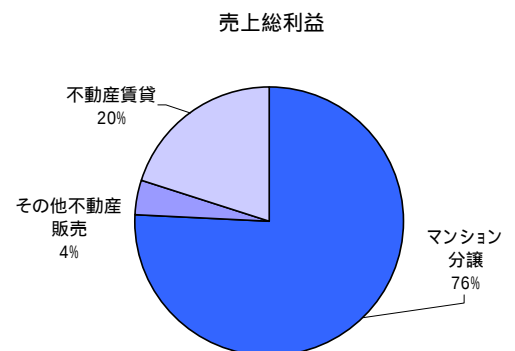
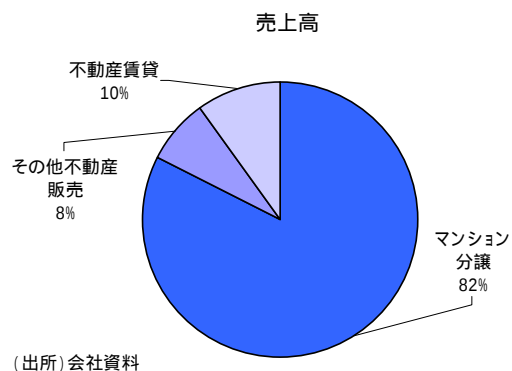
12/2期末における賃貸等不動産の含み損益は▲10.0億円(簿価217億円)。主力の賃貸マンションの平均NOI(減価償却前賃貸利益)利回りは9%程度あるが、保守的な評価により小幅の含み損となっている。11/2期末の▲15.1億円からは物件入替に伴い実現損を計上したことによりやや縮小している。不稼働資産はほとんどない。当面、アセットの拡大は行わず、入替によるポートフォリオの良質化にとどめる方針。

その他は、損害保険代理店手数料、解約手付金など。



売上構成

● 売上構成等(12/2期)



事業概要

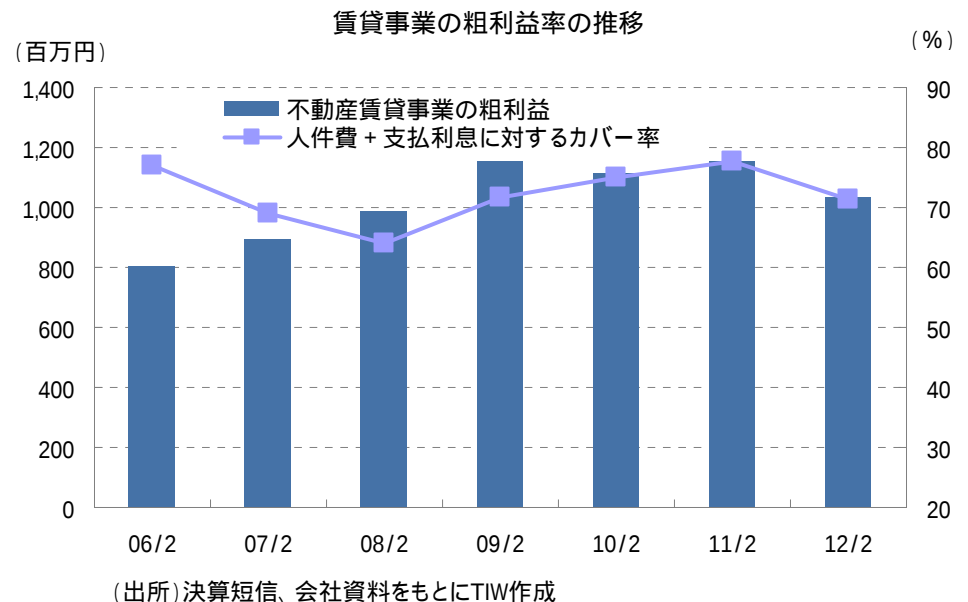
収益構造

● 収益構造

フロービジネスで市況の影響を受けやすい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。賃貸事業はとりわけ賃料の安定性の高い賃貸マンションを中心としており、賃貸事業の粗利益で人件費と支払利息の7割程度をカバーしている（下図参照）。このため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。

専門の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が、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部委託している。このため従業員数は12/2期末で87名（うち正社員71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耐久性が高いといえよう。

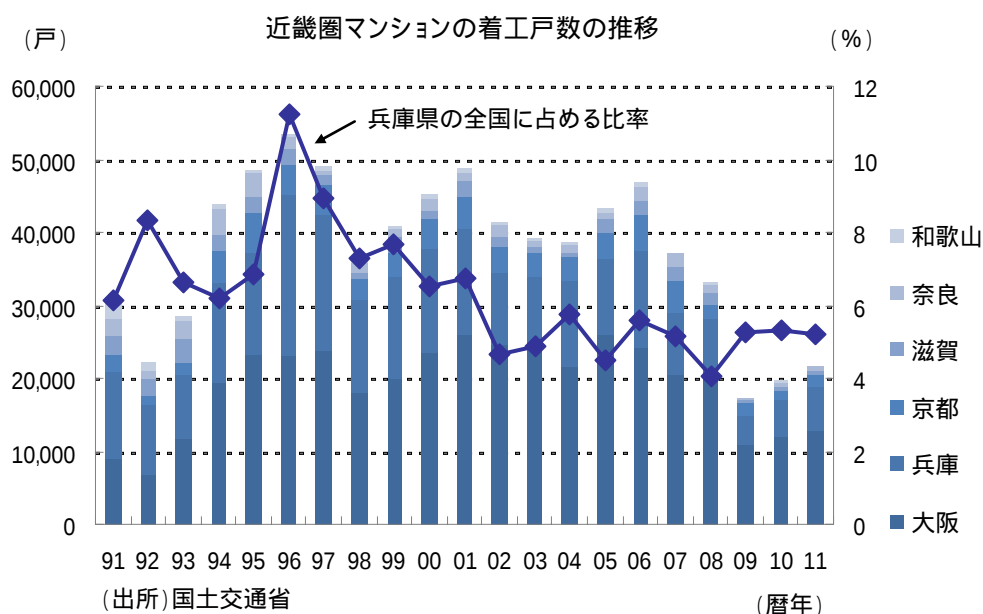
マンション分譲は、中小型物件中心のため、用地取得から引渡までの期間が平均で21カ月と短い。早期販売により完成在庫を持たないようにし、資金効率を高め、資産の肥大化を回避している。



近畿圏のマンション市場

近畿圏のマンション
供給は年間2万戸
程度で縮小均衡

2011年の近畿圏のマンションの供給（新規発売）戸数は2万219戸（前年比1,497戸減）。東日本大震災を受けた販売先送りもあり年初の見通し2万4,000戸を下回り小幅減となった。2008年以降、2万戸前後で推移しており、市場は1994～2002年の4万戸時代と比べ半分程度まで縮小している。首都圏がかつての8万戸時代から4万戸レベルに縮小しているのと平行な動き。供給戸数の先行指標である着工戸数は、下図の通り少しずつ回復基調にあるほか、販売を先送りされた物件の供給が行われることから、2012年の供給戸数は2万2,000戸と小幅回復が見込まれている。



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、2011年には105社（前年比4社減）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ことによるもので、首都圏でも同様の動きになっている。

また、近畿圏で一定のプレゼンスを示していたオリックス不動産のように供給は継続しているが、リーマンショック以降、新規の用地仕入れを行っていない会社もある。

一方、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。供給業者数の減少には歯止めがかかってきたといえるだろう。

近畿圏のマンション市場

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。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、リバー産業（未上場）、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、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、MAJOR7といわれる大手総合不動産６社＋大京（8840）、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、その他（オリックス不動産、伊藤忠都市開発など）。首都圏に比べると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。

MAJOR7 以外では 地元密着のディベ ロッパーが健闘して いる

リーマンショック以降、中小ディベロッパーが淘汰されたり、新規の開発資金の調達が困難になったことから、首都圏では MAJOR7 のシェアアップが顕著。MAJOR7 の主戦場は首都圏のため、近畿圏ではこの傾向はそれほど顕著ではない。尚、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）。

代わりに地元志向の強い専門マンション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年、2011年と続いて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多くなる点は割り引かねばならないが、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、神戸地盤の当社や京都地盤の睦備建設、大阪地盤のリバー産業も供給戸数を増やしており勢いがある。

近畿圏のマンション市況は首都圏同様堅調で、今後は消費増税による駆け込み需要の顕在化も

● 経営環境解説

首都圏同様、近畿圏でもマンション市況は堅調であり、初月契約率は好不調の目安とされる 70%を概ね上回って推移している。株式市場の低迷などから高額物件の動きは鈍いものの、超低金利（金融機関の熾烈な優遇金利競争による住宅ローン金利の低下）、リーマンショック後の価格調整の進展、住宅取得に係る政策支援の継続に支えられ、厳しい雇用・所得環境が続く中でも実需は底堅い。

近畿圏の年間供給戸数は 2 万戸余りで推移しており、需給バランスが崩れる懸念は乏しく、今後もマンション市況は堅調に推移するとみられる。

6 月 26 日に消費増税を柱とする社会保障と税の一体改革関連 8 法案が衆院を通過。消費増税は決定的となった。消費税率は 2014 年 4 月から 8%に、2015 年 10 月から 10%に引き上げられる。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 80 万円程度の消費税負担の増加となる。一次取得者層の消費増税に対する感応度は高いとみられ、今後、駆け込み需要が本格化してくるとみられる。

● 12/2 期業績解説

12/2 期決算は、売上高が 225 億円（前期比 20.1%減）、11/2 期のその他不動産販売事業における大型物件の売却の反動を主因に大幅減収ながら、営業利益はマンション分譲の粗利益率の急回復を主因に 25.6 億円（同 25.4%増）と大幅な増益になった。

営業外損益は 11/2 期のシンジケートローン組成に係る手数料 3.3 億円の剥落により大幅に改善し、経常利益は 18.4 億円（同 2.2 倍）と急伸。尚、11/2 期のシンジケートローンの組成は、賃貸資産に対して長期のファンディングを行うことで事業の安定性向上を狙ったもの。

純利益は 6.7 億円（同 56.5%増）と伸び率が経常利益に比べ低くなった。駐車場の売却決定に伴う減損損失の計上 4.2 億円や、繰延税金資産の取崩し 2 億円（棚卸資産の賃貸資産を固定資産に 10.3 億円振り替えたことに伴いスケジューリング不能になったことによるもの）による。法人税率引下げに伴う繰延税金資産の取崩しは 500 万円弱と僅少だった。

マンションの粗利益率の急回復などにより大幅増益の好決算

5 円増配

大幅増益を受け、1 株配当を 5 円増配し 15 円とした。

業

績

マンション販売の
好調により、営業
利益は期初予想を
5.6 億円上回った

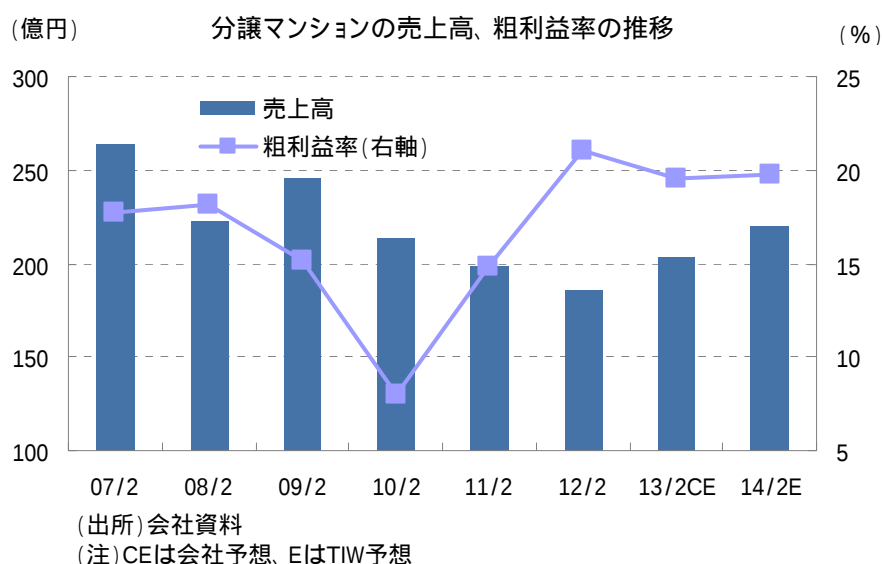
会社業績予想は昨年 8 月末にマンション販売の好調による粗利益率改善、販売経費削減を理由に営業利益、経常利益がそれぞれ 4 億円、純利益が 2 億円上方修正されていた（売上高予想は据置き）。

この修正予想に対しては、売上高は 6.5 億円の未達となった。主因は、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）に関し、完売を見込んでいたが、25 戸の在庫が残ったこと。シニア向けマンションは青田売りが難しく、販売が長期化した。

一般マンションの販売は好調で販売経費の一段の削減により、売上高の下振れを吸収し、営業利益は 1.6 億円、経常利益は 1.8 億円、それぞれ修正予想を上回った。立体駐車場の売却決定に伴う減損損失の追加発生 0.5 億円や先述の繰延税金資産の取崩し 2 億円により純利益は 2.2 億円の未達となった。

マンションの粗利
益率は 21.0 % と
非常に高水準に

マンション分譲の粗利益率は 21.0%（前期比 6.2pt 増）。リーマンショック前に用地を仕入れた物件が 11/2 期で一巡したことや、リーマンショック直後の用地を安く仕入れた物件が引渡時期を迎えたこと、販売好調を受け急回復。期初予想は 18.5% だった。当社がターゲットする 18% を大きく上回り、出来すぎといえる水準になった。当社の場合、販売を外部委託しており、販売手数料 3% 強を売上原価に計上しているため、実質の粗利益率はさらに高いといえる。



業

績

消費増税による
駆け込み需要を
見据え、下期から
用地取得を積極化

現行の消費税率 5% が適用されるのは 2014 年 3 月末までの契約分となる。契約できるのは建築確認が下りてからとなるため、駆け込み需要を取り込むには 2013 年末頃までに用地を仕入れなければならない。駆け込み需要を狙った用地取得競争の激化を見越し、当社では 12/2 期下期から用地の仕入れを前倒しで積極化。通期で期初計画の 760 戸を上回る 835 戸（前期比 289 戸増）を仕入れた。結果、12/2 期末の仕掛販売用不動産は 131 億円（前期末比 43 億円増）と積み上がった。

13/2 期の営業
利益はほぼ横這い
の予想

● 13/2 期業績予想

13/2 期の会社業績予想は、売上高 255 億円（前期比 13.1% 増）と増収見込みながら、営業利益は 26.0 億円（同 1.2% 増）、経常利益は 18.5 億円（同 0.0% 増）と横這い見込み。増収要因はマンション、戸建の引渡戸数の増加。増収にもかかわらず営業利益が横這い予想なのは、マンションの粗利益率が 21.0% → 19% 台半ばに 1.5pt 程度の悪化を見込むこと、消費増税による駆け込み需要を狙い、販売を前倒しで開始することによる販売経費の増加（販売経費は発生主義で処理している）による。12/2 期に続く積極仕入れにより、平残ベースの有利子負債はやや増加するとみられ、営業外損益は若干の悪化の想定。

純利益は 9.5 億円（同 41.5% 増）と回復見込み。固定資産の入替に伴う売却損ないし減損を多少織り込んでいるとみられるものの、12/2 期の繰延税金資産取崩し 2 億円がなくなることによる。

純利益の回復を受け、1 株配当をさらに 3 円増配し 18 円にする予定。

期初のマンションの
契約進捗率は
80% と高く、今期
業績が大きく振れ
ることはないだろう

今期引渡予定の分譲マンション 652 戸に対する期初時点の契約の進捗率は 81% と非常に高水準。GW の集客も順調で 5 月末には 90% となっており、販売の軸足は既に 14/2 期引渡予定分に移っている。今期のマンションの粗利益率は 19% 台半ばの想定に対し、契約済みの粗利益率は 19.5% と想定通りに進捗している。残りわずかであり、粗利益率の予想は上下とも大きくぶれることはないだろう。

マンションの引渡は
4Q 偏重のため、
上期は赤字予想

マンションの引渡予定戸数 652 戸のうち 4Q（12-2 月）に 407 戸が集中する見込み。2Q 累計（3-8 月）の経常利益予想が ▲4.0 億円（前年同期は 13.4 億円の黒字）となっているのはこのため。電力不足による工期への影響がやや気にかかるところだが、工期のタイトな物件は余りないようであり、期ずれの懸念は特にないようだ。

業

績

固定資産の入替に伴い売却損益が発生する可能性があるが、マンションの契約の進捗が既に最終局面にきていること、不動産賃貸事業は安定的であることから経常利益段階までは、上下とも会社業績予想がぶれる要素は少ないと判断し、TIW 業績予想はほぼ会社業績予想を踏襲する。

マンション用地の仕入れ計画は 820 戸（前期比 15 戸減）と引続き積極的な仕入れを継続する計画。回転重視の中小型物件の仕入れを中心に行う方針。

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	13/2CE	13/2E	14/2E
引渡戸数	880	783	620	623	614	585	652	652	710
契約戸数	850	471	429	566	926	673	720	720	770
供給(発売)戸数	788	343	560	374	910	773	800	800	860
仕入戸数	871	381	505	503	546	835	820	830	800
期末契約(受注)残戸数	919	377	186	129	442	530	598	598	658
期末未契約完成在庫	18	na	34	123	2	25	na	5	5
粗利益率(%)	17.7	18.2	15.2	8.0	14.8	21.0	19.5前後	19.5	19.8
マンション戸当り販売単価(百万円)	30.0	28.5	39.6	34.3	32.4	31.8	31.3	31.4	31.7

(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

マンション分譲の
増収を主因に着実
な増益が見込まれ
る

● 14/2 期業績予想

13/2 期も高水準の仕入れを継続することから 14/2 期のマンションの引渡戸数はさらに増加が見込まれる。復興需要に伴う労務費上昇による建築費の上昇は関西では限定的にとどまりそうであり、駆け込み需要も見込まれることからマンションの粗利益率は横這いないしやや上向こう。販管費は横ばいを予想する。増収効果に、若干の利益率の改善があいまって、14/3 期業績は大幅増益になると予想する。

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	13/2CE	13/2E	14/2E
売上高	30,629	29,564	32,333	29,890	28,231	22,550	25,500	25,530	28,000
分譲マンション	26,400	22,345	24,544	21,359	19,867	18,588	20,400	20,400	22,540
その他不動産販売(注)	2,404	5,080	5,149	5,946	5,891	1,707	3,000	3,000	3,300
戸建	na	na	667	851	2,223	1,369	2,451	2,450	2,700
不動産賃貸等	1,825	2,138	2,640	2,584	2,472	2,254	2,100	2,130	2,160
不動産賃貸収入	1,769	2,093	2,508	2,535	2,417	2,222	na	2,090	2,110
レジデンス	na	na	1,886	1,769	1,662	1,486	1,430	1,430	1,450
店舗・事務所	na	na	491	596	582	563	500	500	500
駐車場	na	na	124	135	138	126	na	120	120
トランクルームほか	na	na	25	35	34	45	na	40	40
その他	56	45	132	49	55	32	na	40	50
売上原価	24,317	22,570	26,754	26,561	23,513	17,370	20,000	19,980	21,887
売上総利益	6,312	6,993	5,579	3,329	4,717	5,179	5,500	5,550	6,113
分譲マンション	4,673	4,231	3,724	1,705	2,943	3,910	4,000	4,000	4,463
その他不動産販売(注)	691	1,727	567	461	570	206	500	500	600
戸建	na	na	92	89	282	192	376	380	420
不動産賃貸等	948	1,033	1,287	1,161	1,203	1,063	1,000	1,050	1,050
販管費	2,994	2,973	3,001	2,755	2,669	2,610	2,900	2,850	2,800
人件費	731	805	862	788	768	841	na	-	-
営業利益	3,318	4,020	2,577	573	2,048	2,569	2,600	2,700	3,310
営業外収益	24	34	69	40	28	12	0	10	10
営業外費用	606	990	1,098	984	1,232	732	750	750	750
支払利息	557	742	749	694	717	608	na	620	600
経常利益	2,736	3,063	1,548	▲ 370	844	1,849	1,850	1,960	2,570
特別利益	101	73	10	278	41	241	na	100	100
特別損失	310	206	1,113	101	99	526	na	300	300
税引前当期純利益	2,526	2,930	445	▲ 192	786	1,564	na	1,760	2,370
法人税等	1,169	1,316	327	33	357	892	na	704	948
純利益	1,357	1,613	118	▲ 226	428	671	950	1,050	1,420
総資産	53,720	59,788	57,422	53,249	48,233	47,408	na	50,000	48,000
現預金	4,727	5,077	3,515	5,091	9,672	6,674	na	6,000	6,000
棚卸資産	26,676	31,356	26,282	21,930	13,041	15,833	na	19,000	18,000
販売用不動産	2,778	9,077	8,417	11,954	4,174	2,663	na	3,000	3,000
仕掛販売用不動産	23,898	22,279	17,865	9,976	8,867	13,170	na	16,000	15,000
有形固定資産	20,552	21,554	25,079	23,893	23,658	23,285	na	23,000	23,000
有利子負債	27,863	30,912	34,479	30,518	24,395	26,102	na	27,800	24,600
流動	14,144	18,508	20,010	16,543	7,929	8,257	na	-	-
固定	13,719	12,404	14,469	13,975	16,466	17,845	na	-	-
自己資本	12,348	13,746	13,606	13,229	13,612	14,186	na	15,056	16,246
D/Rレシオ(倍)	2.3	2.2	2.5	2.3	1.8	1.8	na	1.8	1.5
ネットD/Eレシオ(倍)	1.9	1.9	2.3	1.9	1.1	1.4	na	1.4	1.1
自己資本比率(%)	23.0	23.0	23.7	24.8	28.2	29.9	na	30.1	33.8
ROE(%)	11.0	11.7	0.9	▲ 1.7	3.1	4.7	na	7.0	8.7

(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 2012/07/02



(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。

			2010/2	2011/2	2012/2	2013/2 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株価 (年間高値)	円	433	462	463	-
	株価 (年間安値)	円	190	250	232	-
	月間平均出来高	百株	2,332.58	1,889.67	1,738.58	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	29,890	28,231	22,550	25,530
	営 業 利 益	百万円	573	2,048	2,569	2,700
	経 常 利 益	百万円	-370	844	1,849	1,960
	当 期 純 利 益	百万円	-226	428	671	1,050
	E P S	円	-22.68	42.90	67.15	105.00
	R O E	%	-1.7	3.2	4.8	7.0
貸借対照表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	28,028	23,273	23,025	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	25,220	24,960	24,383	-
	資 産 合 計	百万円	53,249	48,233	47,408	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	24,844	17,010	14,193	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	15,174	17,610	19,029	-
	負 債 合 計	百万円	40,019	34,620	33,222	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	13,242	13,621	14,192	-
	純 資 産 合 計	百万円	13,229	13,612	14,186	-
キャッシュフ ロー計算書 主 要 項 目	営業活動によるCF	百万円	7,143	10,872	-5,175	-
	投資活動によるCF	百万円	-1,437	-208	367	-
	財務活動によるCF	百万円	-4,111	-6,172	1,606	-
	現金及び現金同等 物の期末残高	百万円	3,523	8,014	4,812	-

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、世帯数の減少に転じ、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。
- 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。
- 若年層の雇用・所得環境の悪化や、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。

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。
- 消費税増税は、短期的には駆け込み需要を喚起するとみられるが、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（関西では労務費上昇の懸念は小さいとみられる）。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。
- 財政悪化に伴う長期金利の上昇懸念。
- 金融庁が過度な住宅ローンの低金利競争による貸倒れの増加を防止するため全国の銀行を対象に住宅ローンの検査に乗り出していることや、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>