和田興産 （8931・JASDAQ スタンダード）

2014 年 7 月 3 日

神戸三宮の超大型物件の販売は非常に好調

ベーシックレポート

㈱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	1966/12
資本金	891 百万円
（2014/02/28 現在）	
上場日	2004/9/24
URL	http://www.wadakohsan.co.jp/
業種	不動産業

主要指標 2014/07/01 現在	
株価	650 円
年初来高値	759 円 (2014/01/22)
年初来安値	587 円 (2014/04/15)
発行済株式数	10,000,000 株
売買単位	100 株
時価総額	6,500 百万円
予想配当（会社）	22.0 円
予想 EPS（アナリスト）	115.00 円
実績 PBR	0.41 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 13 年連続トップ。近畿圏でも毎年、概ね 10 位以内。30～40 戸の中小型物件を中心に回転重視。不動産賃貸業からスタートしたため販売を外部委託しており、固定費の抑制により市況の変化に機動的に対応。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。

15/2 期は大型物件供給に伴う先行費用により業績停滞見込み

14/2 期決算はマンションの引渡戸数が 786 戸（前期比 133 戸増）と増加したことなどから前期比 27.9%増収となったものの、労務費高騰による建築費上昇を受けマンションの粗利益率が 17.2%（同 2.4pt 減）と悪化したことや、営業外費用に一過性の資金調達費用 2.4 億円を計上したことなどにより、経常利益は 19.8 億円（同 0.8%増）と微増にとどまった。15/2 期はマンションの引渡戸数は概ね横ばい見込みで、「ワコーレシティ神戸三宮」（総戸数 471 戸、2015 年 10 月竣工予定）の供給に伴う先行費用も発生するため、業績は引続き停滞する見込み。

総戸数 471 戸の超大型物件の販売は非常に好調

「ワコーレシティ神戸三宮」は 5 月に販売を開始。平均販売価格約 2,900 万円（総売上高 137 億円程度の見込み）という割安感から人気を集め、1 期 364 戸の販売に対し、同月内に 326 戸を契約するという兵庫県下では記録的な売れ行きとなった。利益率も比較的高い物件で、16/2 期に 200 戸程度、17/2 期に残りを売上計上するとみられる。17/2 期には同じく三宮で 230 戸の高額物件（売上高 90 億円程度の見込み）の売上計上が予定されている。建築費高騰懸念はあるものの、こうしたことから 16/2 期、17/2 期は増収増益が続くとみられる。

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
2014/2	実績	32,480	27.9	2,872	8.4	1,981	0.8	1,066	40.0	106.63
2015/2	会社予想（2014 年 4 月発表）	32,000	-1.5	2,600	-9.5	1,900	-4.1	1,100	3.2	110.00
	アナリスト予想	32,400	-0.2	2,700	-6.0	2,000	1.0	1,150	7.9	115.00
2016/2	アナリスト予想	33,200	2.5	2,900	7.4	2,200	10.0	1,250	8.7	125.00

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。戸建分譲も強化中。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を最後に、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、当社には 2011 年 7 月に顧問として入社。同氏の金融、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中。

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だった。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

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	12 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
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

（注）有価証券報告書、会社資料

会　社　概　要

大　株　主

● 大株主（2014 年 2 月 28 日現在）

	株主	所有株式数（株）	所有比率（%）
1	（株）四三二	2,500,000	25.00
2	和田　憲昌	1,488,000	14.88
3	和田　剛直	1,054,000	10.54
4	大阪中小企業投資育成（株）	560,600	5.61
5	柏木　修	206,000	2.06
6	頴川　欽和	179,200	1.79
7	社員持株会	171,100	1.71
8	（合）水谷商店	166,300	1.66
9	（株）日住サービス	144,400	1.44
10	日本トラスティ･サービス（信託口）	127,500	1.28
	上位 10 位計	6,597,100	65.97

（出所）有価証券報告書

（注）2 位は代表取締役会長。

3 位は会長の子息で専務取締役。筆頭株主は同氏の資産管理会社。

5 位は創業家一族。6 位の個人、8 位の合資会社は創業家とは無関係。

9 位の日住サービスとは、2013 年 8 月に資本業務提携を締結。

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 月に賃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 件に関しても、シンジケートローンを調達した（本件の残高は 14/2 期末 48.2 億円）。

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

➢　分譲マンション販売

神戸市におけるマンション供給戸数は 13 年連続トップ

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 月には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、居住環境に優れた山の手の錚々たる高級住宅地（芦屋、夙川、西宮、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。累計供給戸数（着工ベース）は 14/2 期末時点で 14,800 戸（392 棟）。

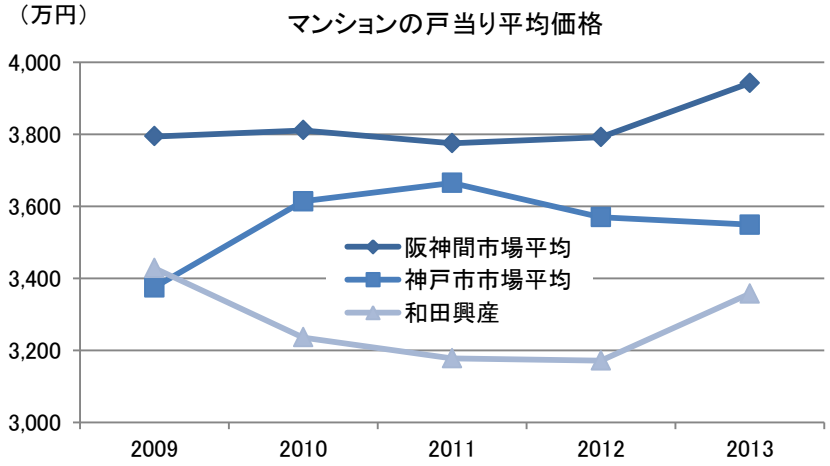
中でも政令指定都市で人口 153 万人（今年 3 月時点）の神戸市が当社の毎年の供給戸数の 6～8 割程度を占め、神戸市における供給戸数は 2001 年から 13 年連続でトップ継続中。2013 年の神戸市における供給戸数は 565 戸でマーケットシェア 18.9%。神戸市における当社のプレゼンス、認知度は高い。近畿圏の供給戸数でも概ね 10 位以内で推移（2013 年は 6 位、棟数は 2 位）。

一次取得者向けの中小型マンションを主に供給

主に一次取得者向けに 30～40 戸の中小型のファミリータイプマンションを供給している。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 ㎡程度（1 棟の中に一部、50 ㎡以下の DINKS、シングル向けを組み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 ㎡程度の広い物件も手掛ける）、平均的な販売価格は 3,200 万円前後（坪当り 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）3%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戸当り 400～500 万円程度安いが、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、売りやすさを要求されることから、企画･デザイン性を重視した商品設計を行っている。

事　業　概　要



（出所）長谷工総合研究所、会社資料
（注）市場平均は暦年、和田興産は年度

業容拡大などのために100戸超の大型マンションの開発も強化中

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。特に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、2013年2～3月にかけ過去最大規模となる「ワコーレシティ神戸三宮」（総戸数471戸）の用地を含め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（14/2期の供給戸数は885戸）。

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、タワーマンションは手掛けていない（先述の当社にとって過去最規模となる「ワコーレシティ神戸三宮」は、タワー型ではなく、板状型）。

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、当該物件の販売には時間を要したため（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。

事　業　概　要

首都圏からは撤退

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、千葉県市川市で 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。

事業エリアを東西の周辺地域に拡大中

しかし、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、東では、2012 年から大阪府北摂地域の豊中において供給を開始。これまでに「ワコーレ豊中ステーションウィング」（総戸数 116 戸、2013 年 1 月竣工）、「ワコーレ豊中曽根カーサ」（同 18 戸、2014 年 3 月竣工）の販売、引渡が完了。現在、3 号案件として、「ワコーレ豊中　曽根東町」（同 28 戸、2015 年 1 月下旬竣工予定）を販売中。足元では豊中市に隣接する池田市でも供給を開始した。西では、姫路市で初となる「ワコーレ姫路京口マークス」（同 45 戸、2016 年 1 月下旬竣工予定）の販売をこの 6 月に開始している（姫路市の人口は兵庫県下で神戸市に次いで多い）。

大手との用地取得競合は限定的

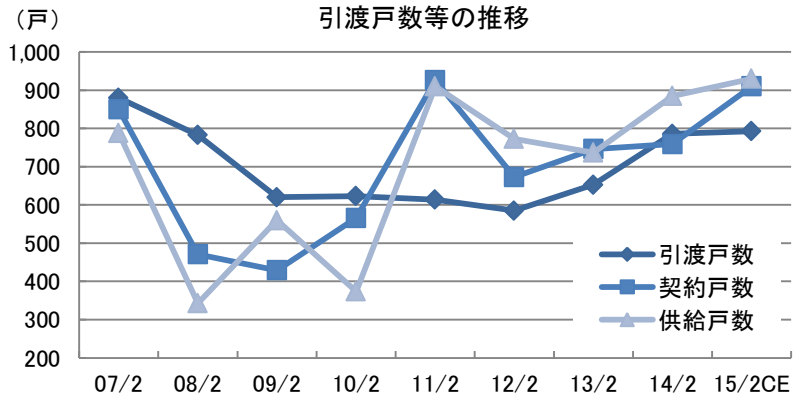
中小型物件の土地面積は概ね 300 坪程度で、個人の相続に絡んだ仕入れが多い。仕入れ情報ルートは地場の仲介業者、信託銀行が中心で、極力、入札を避け、相対で取得している。大手総合不動産会社や電鉄系不動産会社は 50 戸以下の開発を余り行わないため、仕入れにおける大手との競合は限定的。ただし、近年は事業会社や病院など異業種との用地取得競争が激化している。

仕入れ時の粗利益率の目線は 18%としている。ただし、労務不足による建築費上昇を受け、足元では現実的な対応としてやや目線を引き下げ、立地によっては 16%程度まで引き下げるケースもある。

中小型物件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、12 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、販売経費を抑制している。

事　業　概　要



（出所）会社資料
（注）CEは会社予

マンション分譲に次ぐ収益の柱とすべく体制を強化中

➢　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く、メーカーの工場が多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 棟程度。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」。建築費の上昇がマンションに比べ緩やかなため、分譲マンションに次ぐ収益の柱とすべく、注力中で、2013 年 6 月 1 日付で戸建事業室を戸建事業部に昇格し体制を強化。引渡戸数は 14/2 期の 67 戸から 15/2 期には 115 戸に拡大予定。

富裕層向けに木造アパートの販売事業を開始

➢　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などの 1 棟売り、素地販売（マンション用地として取得したが、素地のまま売却することがある）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、リーシング後、個人富裕層向けに販売する事業も始めた。相続税の課税強化決定もあり、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。14/2 期に初めて売上を計上した（3 棟、2.1 億円）。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方針。2013 年 8 月にはこの事業に関し、日住サービス（東証 2 部 8854）と資本業務提携した。日住サービスは当社同様に京阪神エリアを地盤とする不動産仲介大手。日住サービスから土地情報の提供を受け、当社が企画、開発し、リーシング、投資家への売却を日住サービスに委託する。

事　業　概　要

創業来の安定事業

➢　不動産賃貸

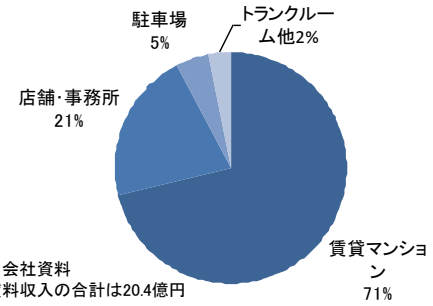
創業時からの事業。神戸市及び阪神周辺エリアを中心に、賃貸マンションをはじめ店舗、事務所、駐車場、トランクルームの賃貸事業を手掛けている。

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。

賃貸等不動産は実質的には若干の含み益の状態とみられる

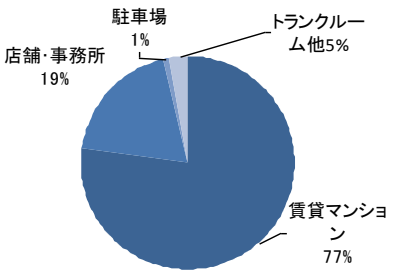
14/2期末における賃貸等不動産の含み損益は▲11.2億円(簿価214億円)。13/2期末から含み損は5.6億円拡大した。キャップレートが低下傾向にある現在の不動産市況からみると違和感があるが、鑑定評価手法を変更したことが主因のもようであり（物件数が多いため、コスト面から正式な外部の鑑定評価は行わず、簡易評価を行っている)、賃貸キャッシュフローが悪化しているわけではない。14/2期には旧耐震の東京芝の店舗･事務所（簿価5.8億円）など3物件10.2億円を販売用不動産に振替えて、売却益1.3億円を実現したが、芝の物件は鑑定評価上含み損だったにもかかわらず、0.2億円の売却益を計上したとしている。主力の賃貸マンションの平均NOI利回りは9%程度あり、実質的には若干の含み益の状態にあるとみられる。

賃貸収入の構成比(14/2期)



(出所)会社資料
(注)賃料収入の合計は20.4億円

賃貸資産の構成比(14/2期)

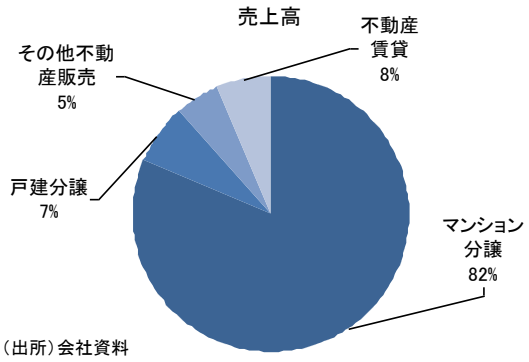


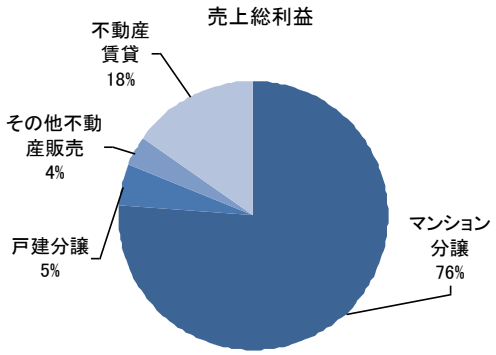
(注)賃貸資産(固定資産)の合計は214億円(簿価)

事　業　概　要

売　上　構　成

● 売上構成等（14/2 期）





（出所）会社資料

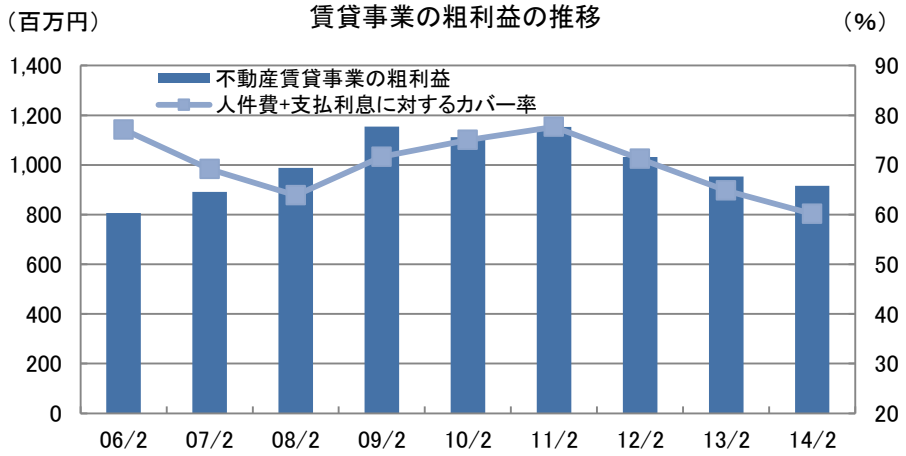
収　益　構　造

● 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おり、14/2 期では賃貸事業の粗利益で人件費と支払利息の 60%をカバーしている。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。

専業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部委託している。このため従業員数は 14/2 期末で 98 名（うち正社員 76 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。



（出所）決算短信、会社資料をもとにTIW作成

近畿圏マンション市場の特徴

事業者数は底打ち

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351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た。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。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、2013年は111社（前年比8社増）と2000年（284社）から続いていた減少傾向にようやく歯止めがかかった。

電鉄系と地場の独立系のプレゼンスが高い

近畿圏のマンション市場における主なプレーヤーは、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（3254）、日本エスリード（8877）、日本エスコン（JASDAQ8892）、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業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、ジェイアール西日本不動産開発といった関西電鉄系不動産会社、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）といった大手ハウスメーカー、⑤その他（伊藤忠都市開発、オリックス不動産、東レ建設など）。

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になり資金調達力を回復させたことで、近畿圏での用地仕入れを再開している。

こうした中、近畿圏の供給戸数トップは2010～2013年まで4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。

大手総合不動産は首都圏を中心に展開しているため、首都圏に比べると大手総合不動産のシェアが低く、電鉄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近畿圏マンション市場の特徴といえよう。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。

近畿圏マンション市場の特徴

消費者が利便性を選好する傾向が強まる

MAJOR7 の調査による「関西圏の住んでみたい街ランキング」では、調査開始以来、2012 年まで 8 年連続でトップだった芦屋を 2013 年に西宮が逆転して初のトップに立った。

もともと関西では首都圏よりも環境志向が強く、芦屋、夙川、岡本といった兵庫県下にあり、居住環境、自然環境に優れ、街並みがきれいで高級感、ステータス感の高い街の人気が高い傾向がある。

西宮は、1995 年の阪神･淡路大震災を契機に駅前再開発が急速に進み、商業施設が充実し、2000 年代に入って住宅地としての人気が急上昇していた。また､西宮は梅田と三宮のほぼ中間に位置し（芦屋などよりも大阪に近い）、南北に鉄道が走っていることもあり交通の利便性が高い。

西宮のほかでは､梅田が順位を 2 つ上げ､4 位に食い込んだのが目を引く。「グランフロント大阪」が 2013 年 4 月に開業したことが影響していると考えられる。

西宮や梅田のランクアップは、交通･通勤の利便性、商業施設の充実といった利便性の高さを重視する傾向が強まっていることの証左といえよう。

将来的には再開発が計画されている三宮に注目

将来的にランクを上げそうな街として三宮が注目される。三宮は神戸市の中心街でありながら、近年はやや寂れ気味。このため西日本旅客鉄道（9021）や阪急電鉄、神戸市などが、駅ビルの建替えや周辺の再開発に着手しようとしている。

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）			2013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	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	1	西宮	344
2	西宮	318	2	西宮	231	2	西宮	299	2	西宮	252	2	芦屋	328
3	夙川	232	3	神戸	202	3	夙川	202	3	夙川	186	3	夙川	177
4	神戸	208	4	夙川	174	4	梅田	162	4	神戸	171	4	梅田	174
5	岡本	146	5	岡本	124	5	岡本	159	5	岡本	163	5	神戸	167
6	京都	136	6	千里中央	123	6	神戸	136	6	梅田	138	6	岡本	165
7	梅田	127	7	梅田	114	7	千里中央	131	7	京都	137	7	京都	109
8	御影	95	8	茨木	111	8	三宮	112	8	千里中央	121	8	三宮	102
9	三宮	92	9	京都	108	9	御影	106	9	三宮	86	9	千里中央	96
10	千里中央	85	10	三宮	102	10	天王寺	105	10	大阪	85	10	高槻	93
11	宝塚	84	11	宝塚	85	11	京都	102	11	御影	80	11	御影	93
12	苦楽園	82	12	御影	73	12	吹田	90	12	大阪市内	76	12	難波	83
13	高槻	73	13	高槻	68	13	宝塚	85	13	神戸市内	75	13	宝塚	83
14	茨木	69	14	箕面	65	14	茨木	80	14	高槻	73	14	天王寺	78
14	豊中	69	15	天王寺	62	15	豊中	75	15	難波	69	15	豊中	76
16	住吉	64	15	難波	62	15	高槻	75	16	天王寺	67	16	神戸市	62
17	六甲	56	17	吹田	54	17	難波	69	17	茨木	61	17	茨木	54
18	吹田	52	18	豊中	51	18	箕面	64	18	宝塚	57	18	福島	53
19	箕面	50	19	苦楽園	50	19	大阪	59	19	豊中	54	19	阿倍野	52
19	大阪	50	20	元町	46	20	苦楽園	57	20	箕面	51	20	元町	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

業　　績

ディベロッパーの供給は後ろ倒し

● 経営環境解説

2013 年の近畿圏のマンション供給戸数は 2 万 4,691 戸（前年比 6.1%増）。首都圏が 5 万 6,478 戸（同 23.8%増）となったのに比べ増加幅は小さかった。これは、供給の中心である大阪市が 8,576 戸（同 0.3%減）とほぼ横ばいにとどまったことによる。当社の主要事業エリアでは、阪神間が 2,599 戸（同 18.4%増）、神戸市が 2,993 戸（同 13.8%増）と高い伸びだった。

2014 年の供給戸数は、2 万 5,000 戸程度と微増になると予測されている。しかし、1～5 月の供給戸数は 7,037 戸（前年同期比 20.9%減）と低調。その理由として、①1～3 月は 5%の旧消費税率が適用される完成在庫の販売にディベロッパーが注力した、②用地価格上昇、鉄筋工や型枠工などの建設技能労働者不足による労務費高騰を受けた建築費の上昇をどこまで価格転嫁できるかディベロッパーが慎重に見極めようとしている、などが考えられる。②に関しては、2007 年春頃からファンドバブルによる用地価格の上昇、中国の建設需要による資材価格の上昇を価格転嫁したところ（当時、「新価格」、「新新価格」といわれた）、需要が冷え込んだというディベロッパーにとって苦い経験があり、学習効果が働いているとみられる。

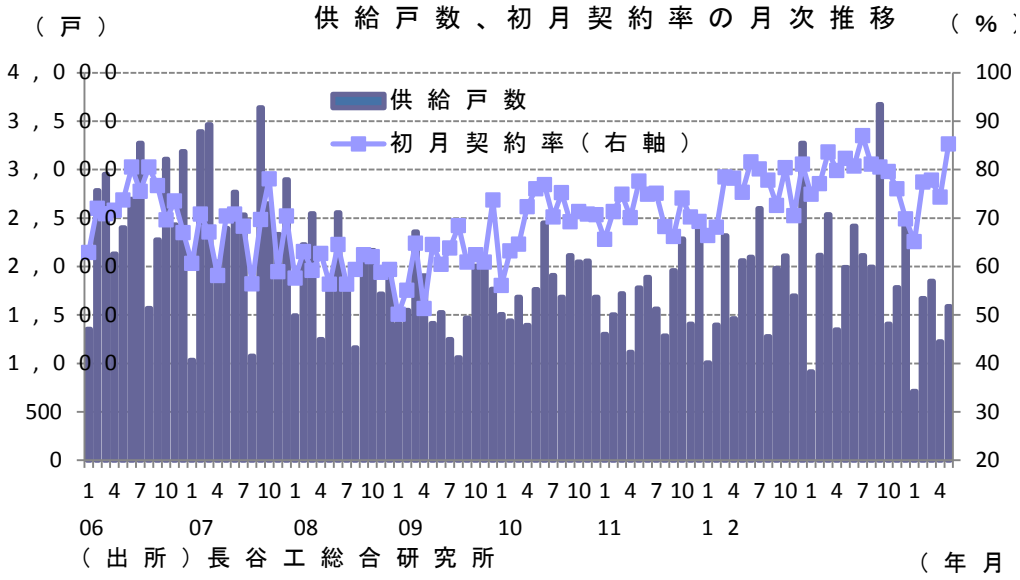
労務不足によるゼネコンの受注拒否という懸念はあるものの、住宅ローン減税の拡充、すまい給付金制度の創設といった政策支援、低金利の継続、販売価格の先高観などにより需要は底堅く、所得環境も好転しつつあることから、年後半には回復に向かい、年間では前年並みまで供給が進むと考える。

販売好調の基調は変わらず

近畿圏の 2013 年の初月契約率は 79.6%（前年比 2.7pt 増）と好不調の目安といわれる 70%を大きく上回り、首都圏同様、非常に販売が好調だった。

昨年 12 月に 69.9%と 2012 年 2 月以来の 70%割れとなったのに続き、今年 1 月も 65.1%と 2 ヶ月連続で 70%割れと数字的には陰りが出た格好になったが、昨年 12 月は当社が「ワコーレ舞子グランテラス」（総戸数 143 戸）、「ワコーレ KOBE 灘ハウス」（同 108 戸）という比較的大型の物件の販売を月末近辺に開始したことが影響したという特殊要因があった。1 月は例年供給戸数が少ないが、今年 1 月は 711 戸と特に少なく、数字がぶれやすかったところに、上記の通りディベロッパーが完成在庫の販売を優先したことが影響したと推測される。2 月には 77.4%と盛り返し、その後も好調に推移し、5 月には 85.3%と 8 ヶ月ぶりの 80%超と非常に高くなった。5 月は当社が注目の大型物件「ワコーレシティ神戸三宮」（同 471 戸）の販売を開始し、1 期 364 戸の販売のうち 326 戸を契約（契約率 89.5%）するというと好スタートを切ったことが近畿圏全体の数字を押し上げた。このように当社が攪乱要因となり、数字が上下にぶれた月があるものの、消費増税に伴う駆け込み及びその反動は軽微で、基調としては販売好調が継続している。

業　　績



マンションの引渡戸数の増加などにより大幅増収ながら、粗利益率悪化で小幅営業増益にとどまった

● 14/2 期業績解説

14/2 期決算は、売上高 324 億円（前期比 27.9%増）、営業利益 28.7 億円（同 8.4%増）、経常利益 19.8 億円（同 0.8%増）、純利益 10.6 億円（同 40.0%増）。大幅増収ながら、小幅営業増益にとどまった。最終大幅増益となったのは、13/2 期に減損損失や固定資産売却益など特損を 5.2 億円計上した反動による（14/2 期の特損は、昨夏の集中豪雨による引渡直前の 2 物件の水害被害の復旧費用など 1.3 億円だった）。

大幅増収となった主因は、①マンションの引渡戸数が 786 戸（前期比 133 戸増）と大幅増になった、②マンションの戸当り販売単価が 3,357 万円（同 186 万円増）と上昇した、③固定資産の賃貸資産 3 物件を販売用不動産に振替えて売却（売却額 10.6 億円）、など。②に関しては、引渡物件で最大だった「ワコーレ豊中ステーションウィング」（総戸数 116 戸のうち 14/2 期の引渡 115 戸）が駅近物件で販売単価が 3,720 万円と比較的高かったことや、ブランドエリアの夙川で小型物件の引渡があったことなどが全体の販売単価を押し上げた。

小幅営業増益にとどまった主因は、①マンションの粗利益率が労務費高騰による建築費上昇を受け 17.2%（前期比 2.4pt 減）と低下したこと、②販管費が 60.3 億円（同 10.3%増）と増加したことなど。販管費の増加は、15/2 期以降に引渡になる大型物件「ワコーレシティ神戸三宮」の広告宣伝費を前倒しで計上したことや、人員増などによる人件費の増加による。

業　　績

営業外に一過性の費用を計上

経常利益が微増にとどまったのは、一過性の資金調達費用 2.4 億円を営業外費用に計上したことによる。一過性の資金調達費用とは、①大型プロジェクトの「ワコーレ KOBE 灘ハウス」、「ワコーレシティ神戸三宮」に関するシンジケートローン 57 億円の組成に関するアレンジメントフィー、②2011 年に組成した賃貸資産に関するシンジケートローン（組成時 140 億円）に関し、金融環境の一段の好転や当社の信用力向上を背景に 50bp の金利引き下げを実現したことに伴うアレンジメントフィー。

戸建住宅の販売の遅れを賃貸資産の売却でカバー

期初の会社予想に対しては、売上高は 14.8 億円上回ったが、利益はほぼ予想通りだった（正確には、営業利益は 0.7 億円上回ったが、経常利益は約 0.2 億円下回り、純利益は 0.6 億円上回った）。

期初計画に対して、齟齬が大きかったのは、拡大方針の戸建住宅販売。期初では 100 戸の引渡を計画していたが、67 戸にとどまり（13/2 期は 73 戸）、同事業の売上高は 22.7 億円と計画を 8.2 億円下回った。これは、①体制面の整備が不充分で、開発許可申請や近隣対策が遅れた、②消費増税の駆け込み需要対応で 1～3 月の職人不足が深刻になったことによる竣工の遅れ、などによる。粗利益率も 13.3%（前期比 1.8pt 減）と労務費上昇の影響を受け、期初計画の 14.3%を下回った。

戸建販売事業の下振れをカバーしたのは、その他不動産販売。期初時点では素地販売と木造アパートの販売で売上高 5 億円の予想だったが、16.9 億円に膨らんだ。先述のように固定資産から賃貸資産 3 物件を販売用不動産に振替え 10.6 億円で売却したことや（粗利益 1.3 億円強）、「ワコーレ KOBE 灘ハウス」の敷地の一部を事業会社に 3.5 億円で売却したことによる。尚、予定していた素地販売 3 億円は、マンション開発を行うことになり中止した（粗利益は 0.8 億円を想定していた）。また、「ワコーレ KOBE 灘ハウス」の敷地の一部売却は、売却先事業会社の保有不動産と交換のような形のものだったため売却益はほぼゼロ。新規事業の木造アパートの販売は 3 棟で、売上高 2.1 億円、粗利益 0.5 億円強だった。結果、同事業の粗利益は 2.0 億円（前期比 3.4 倍）となった。

マンションの引渡戸数は、期初計画 780 戸を 6 戸上回り、同事業の売上高は 263 億円と期初計画を 9.8 億円上回った。戸数の上振れに比べ売上高の上振れが大きいのは、単に予想が保守的だったことや、好調な販売環境により値引きが少なくて済んだことによる。マンションの粗利益率は先述の通り 17.2%。期初計画では 17%程度としていたため想定線。

販管費は「ワコーレシティ神戸三宮」に関する広告宣伝費の前倒し計上などで期初の想定を数千万円上回ったもよう。

業　　績

マンション販売は総じて好調

14/2 期のマンションの契約戸数は 759 戸（前期比 13 戸増）。芦屋の物件と神戸市兵庫区の JV 案件の 2 件が立地や値付けなどの問題で販売が苦戦したが（年 1～2 件は JV 案件がある）、総じて販売は好調で、期末の未契約完成在庫はゼロになった（13/2 期末は 24 戸）。ただし、契約戸数は期初計画の 820 戸には届かなかった。これは、建築費上昇を受け、ゼネコンとの交渉に時間を要し、供給が後ろ倒しになったことによる。当社では期初時点でその期の引渡予定戸数に対する契約の進捗率 75%を確保することを目標としているが、以上のことから 15/2 期は 793 戸の引渡予定に対し、64%の進捗にとどまった（14/2 期初は約 80%の進捗率）。尚、足元では約 80%まで進捗しているもよう。

用地取得競争激化、建築費上昇を受け、用地仕入れはやや低調

14/2 期のマンション用地の仕入れは、621 戸相当分（前期比 773 戸減）。期末の用地ストックは 1,914 戸相当分となった（15/2 期引渡予定 793 戸を含む）。

14/2 期の仕入れが前期比大幅減になったのは、13/2 期には超大型物件「ワコーレシティ神戸三宮」（総戸数 471 戸）、「ワコーレ舞子グランテラス」（同 143 戸）と 100 戸超の大型案件が 2 件あり、異例の高水準となった反動による。とはいえ、期初計画に対しても 259 戸下回り、低調だった。100 戸超の案件は、期初に仕入れた「ワコーレ KOBE 灘ハウス」（同 108 戸）にとどまり、中小型物件の用地も不動産価格の先高感から売り惜しみをする傾向がみられた。当社の仕入れは、相続に絡んだ個人からが中心で相対取引が多いが、個人でも入札にするケースが増えているという。建築費がここ 2 年ほどで 16～17%上昇していることもあり、用地仕入れには慎重にならざるを得ない状況であり、用地ストックが潤沢なことから無理な仕入れには走らなかったとみられる。

15/2 期に入って大型用地を取得

15/2 期は 840 戸相当の用地仕入れを計画している。引続き取得競争は厳しいものの、4 月には三宮で JT（2914）から入札により 230 戸相当の大型用地を仕入れることができたとしている。「ワコーレシティ神戸三宮」よりも居住環境が良い好立地の案件で坪単価は 200 万円を超える高額物件となり、売上規模は 90 億円程度が見込まれるもよう。仕入れ時想定粗利益率も 17.5%と概ね当社が目処とする水準を確保できるもよう。

業　　績

15/2 期業績は前期比概ね横ばい圏の計画

● 15/2 期業績予想

15/2 期の会社業績予想は、売上高 320 億円（前期比 1.5%減）、営業利益 26.0 億円（同 9.5%減）、経常利益 19.0 億円（同 4.1%減）、純利益 11.0 億円（同 3.2%増）。概ね横ばい圏の計画。

主力の分譲マンション販売の売上高は 258 億円（前期比 2.2%減）と微減見込み。引渡戸数は 793 戸（同 7 戸増）と微増を見込むものの、販売単価が 3,253 万円（同 3.1%減）と 14/2 期が高かった反動でやや低下する見込み。粗利益率は 17.5%（同 0.3pt 増）とほぼ横ばいを見込んでいるとしている。14/2 期同様、値引きなどを保守的にみた売上予想になっているもよう。

戸建住宅販売の売上高は 39.0 億円（前期比 71.3%増）と 14/2 期からの期ずれもあり引渡戸数を 115 戸（同 48 戸増）見込むことから大幅増の予想。粗利益率も 14.1%（同 0.8pt 増）とやや改善見込みで、粗利益は 5.5 億円の計画。14/2 期からの期ずれもあり、足元では 101 戸の仕入れが済んでいるもようで、仕入れ面で問題はなさそう。ただし、マンションに比べ、販売が芳しくないもようで、売上高が未達になる可能性があろう。ただし、その場合でも全体の利益に与える影響は軽微だろう。

その他不動産販売の売上高は、14/2 期に 10.6 億円の賃貸資産の売却という特殊要因があった反動で 3.0 億円（前期比 82.3%減）と急減する見込み。木造アパートの販売は 2 件、1 億円の売上を見込んでいる。残りは素地販売を想定しているもよう。

不動産賃貸収入は、20.0 億円（前期比 2.1%減）とほぼ横ばい予想。14/2 期に賃貸資産 3 物件を売却した一方、9 物件（176 戸）を 9.7 億円で取得したほか、開発物件 2 件（12 戸）が竣工。売却と取得がほぼ見合いになっている。

販管費は、業容拡大に伴う人員増、「ワコーレシティ神戸三宮」に係る販売経費などにより 3 億円弱増加するとみられる。このため粗利益段階では、前期比ほぼ横ばい想定ながら、営業利益段階では前期比 9.5%減となる計画。

営業外損益は 14/2 期の一過性の資金調達費用 2.4 億円が剥落するため改善し、経常減益幅は小幅にとどまる見込み。特別損益は特に想定しておらず、14/2 期の災害関連特損 1.0 億円が剥落するため、純利益は前期比微増の計画。

戸建住宅が計画未達となっても、全体では会社計画線で着地しよう

会社計画策定時のマンションの契約進捗率は約 7 割のうえ、不動産賃貸事業は安定性が高いため、会社計画が大きく狂う可能性は乏しい。戸建住宅販売が計画を大きく下回った場合は、14/2 期同様、固定資産から賃貸資産を販売用不動産に振替えて売却するなどして、穴埋めするとみられる。一方、大きなアップサイドも見当たらないため、会社計画線で着地すると予想する。

業　　績

三宮の超大型物件の販売は非常に好調

「ワコーレシティ神戸三宮」（総戸数 471 戸、2015 年 10 月下旬竣工予定）は当社にとって過去最大の物件であり、この販売動向が当面の最大の注目点。経営上の安全性を考慮して平均坪単価を 145 万円弱、平均販売価格を約 2,900 万円と値付けを周辺物件に比べ割安に設定。神戸市灘区出身の女優戸田恵梨香をイメージキャラクターに採用するなど積極的な広告宣伝を行った結果（表紙写真）、5 月の 1 期 364 戸の販売に対し同月に一気に 326 戸の契約が進んだ。この初月契約戸数 326 戸は兵庫県下における新築分譲マンション史上最多と記録的な売れ行きとなった。足元では 345 戸まで契約が進捗しているもようで、残りは 126 戸。消費税率が予定通り 2015 年 10 月から 10%に引上げられる場合、同年 3 月までに契約すれば 8%の税率が適用になるため、15/2 期末までに販売に目処を付けたいところであり、その可能性は高まったといえよう。

当該物件の売上高は 137 億円、粗利益率は 18.8%が想定されているもよう。相対で用地を比較的安く取得したこと、販売価格を周辺物件よりは抑えながらも用地仕入れ時の想定よりも高めに設定したことから、当初の想定以上の建築費の上昇を吸収し、比較的高い利益率を確保できる見通しとなっている。売上計上の中心は、17/2 期になり、一部は 16/2 期になる見込み。

三宮の超大型物件の一部が売上計上見込み

● 16/2 期業績予想

16/2 期は、「ワコーレ舞子グランテラス」（総戸数 143 戸、2015 年 5 月中旬竣工予定）が引渡になるほか、「ワコーレシティ神戸三宮」の一部が引渡しになる。全体の引渡戸数は 15/2 期の計画 793 戸よりも増やしたいとしており、830 戸程度を想定しているとみられる。この場合、「ワコーレシティ神戸三宮」の引渡戸数は 200 戸程度になるとみられる。「ワコーレシティ神戸三宮」が比較的高採算であることや、既に当期竣工予定分の工事発注はほぼ終わっていることから、マンションの粗利益率は 15/2 期とほぼ同水準を維持できるとみる。

マンションの供給戸数は 15/2 期計画の 930 戸と同程度にしたいとしており、販管費の増加も一服しよう。

結果、マンションの引渡戸数増による増収効果により、小幅営業増益を予想する。

引渡戸数の増加により、業績続伸となろう

● 17/2 期業績の見通し

17/2 期は、「ワコーレシティ神戸三宮」の残りに加え、JT から用地を仕入れた三宮の 230 戸の大型物件も竣工･引渡となる見込み。マンションの引渡戸数は 900 戸を超えてくるとみられる。建築費の動向には注意が必要なものの、業績続伸となろう。

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	14/2	15/2CE	15/2E	16/2E
売上高	30,629	29,564	32,333	29,890	28,231	22,550	25,396	32,480	32,000	32,400	33,200
分譲マンション販売	26,400	22,345	24,544	21,359	19,867	18,588	20,708	26,386	25,800	26,300	27,400
戸建住宅販売	0	546	667	851	2,223	1,369	2,336	2,277	3,900	3,250	3,200
その他不動産販売	2,404	5,080	4,482	5,095	3,668	337	217	1,697	300	800	500
不動産賃貸収入	1,769	2,093	2,508	2,535	2,417	2,222	2,089	2,042	2,000	2,000	2,050
レジデンス	na	na	1,886	1,769	1,662	1,486	1,446	1,452	na	1,505	1,555
店舗･事務所	na	na	491	596	582	563	500	430	na	340	340
駐車場	na	na	124	135	138	126	103	97	na	95	95
トランクルームほか	na	na	25	35	34	45	39	62	na	60	60
その他	56	45	132	49	55	32	45	76	0	50	50
売上原価	24,317	22,570	26,754	26,561	23,513	17,370	19,923	26,442	na	26,300	26,900
売上総利益	6,312	6,993	5,579	3,329	4,717	5,179	5,473	6,037	na	6,100	6,300
分譲マンション販売	4,673	4,231	3,724	1,705	2,943	3,910	4,065	4,537	na	4,600	4,800
戸建住宅販売	na	73	92	89	282	189	351	302	550	450	450
その他不動産販売	691	1,727	475	372	288	17	61	209	na	100	50
不動産賃貸等	948	1,033	1,287	1,161	1,203	1,032	953	916	na	950	1,000
販管費	2,994	2,973	3,001	2,755	2,669	2,610	2,822	3,165	na	3,400	3,400
人件費	731	805	862	788	768	841	847	908	na	1,000	1,050
営業利益	3,318	4,020	2,577	573	2,048	2,569	2,650	2,872	2,600	2,700	2,900
営業外収益	24	34	69	40	28	12	30	25	na	20	10
営業外費用	606	990	1,098	984	1,232	732	716	916	na	720	710
支払利息	557	742	749	694	717	608	622	614	na	660	650
経常利益	2,736	3,063	1,548	▲ 370	844	1,849	1,964	1,981	1,900	2,000	2,200
特別利益	101	73	10	278	41	241	3	0	na	0	0
特別損失	310	206	1,113	101	99	526	527	134	na	0	0
税引前当期純利益	2,526	2,930	445	▲ 192	786	1,564	1,440	1,846	na	2,000	2,200
法人税等	1,169	1,316	327	33	357	892	678	780	na	850	950
純利益	1,357	1,613	118	▲ 226	428	671	761	1,066	1,100	1,150	1,250
総資産	53,720	59,788	57,422	53,249	48,233	47,408	54,107	58,328	na	60,000	59,000
現預金	4,727	5,077	3,515	5,091	9,672	6,674	12,001	12,263	na	11,000	11,000
棚卸資産	26,676	31,356	26,282	21,930	13,041	15,833	17,298	20,684	na	21,500	20,500
販売用不動産	2,778	9,077	8,417	11,954	4,174	2,663	658	236	na	500	500
仕掛販売用不動産	23,898	22,279	17,865	9,976	8,867	13,170	16,640	20,448	na	21,000	20,000
有形固定資産	20,552	21,554	25,079	23,893	23,658	23,285	23,372	23,815	na	24,000	24,200
有利子負債	27,863	30,912	34,479	30,518	24,395	26,102	27,011	29,219	na	30,000	29,000
流動	14,144	18,508	20,010	16,543	7,929	8,257	9,773	8,615	na	－	－
固定	13,719	12,404	14,469	13,975	16,466	17,845	17,238	20,605	na	－	－
自己資本	12,348	13,746	13,606	13,229	13,612	14,186	14,802	15,693	na	16,623	17,633
D/Eレシオ（倍）	2.3	2.2	2.5	2.3	1.8	1.8	1.8	1.9	na	1.8	1.6
ネットD/Eレシオ（倍）	1.9	1.9	2.3	1.9	1.1	1.4	1.0	1.1	na	1.1	1.0
自己資本比率（%）	23.0	23.0	23.7	24.8	28.2	29.9	27.4	26.9	na	27.7	29.9
ROE（%）	11.0	11.7	0.9	▲ 1.7	3.1	4.7	5.1	6.8	na	6.9	7.1

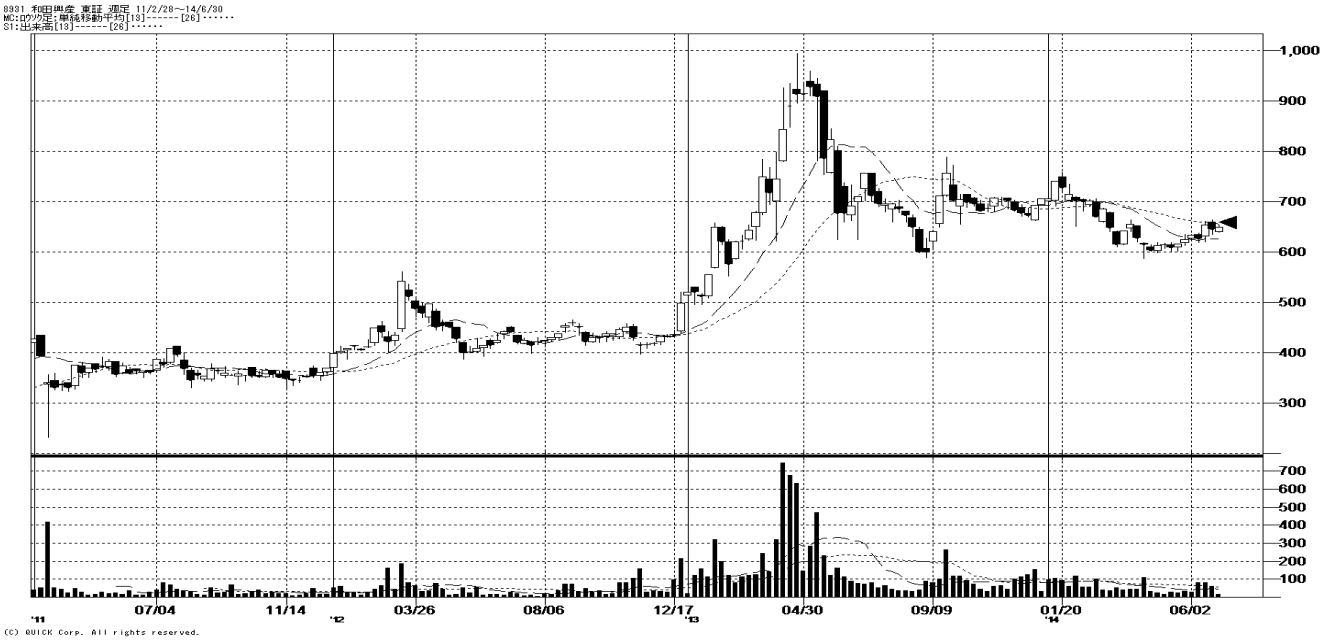
分譲マンション関連指標　（単位）戸

	07/2	08/2	09/2	10/2	11/2	12/2	13/2	14/2	15/2CE	15/2E	16/2E
引渡戸数	880	783	620	623	614	585	653	786	793	797	835
契約戸数	850	471	429	566	926	673	746	759	910	910	900
供給（発売）戸数	788	343	560	374	910	773	737	885	930	930	900
仕入戸数	871	381	505	503	546	835	1,394	621	840	800	800
期末契約（受注）残戸数	919	377	186	129	442	530	622	595	712	708	777
期末未契約完成在庫	18	na	34	123	2	25	24	0	na	5	5
粗利益率（%）	17.7	18.2	15.2	8.0	14.8	21.0	19.6	17.2	17.5	17.5	17.5
戸当り販売単価（百万円）	30.0	28.5	39.6	34.3	32.4	31.8	31.7	33.6	32.5	33.0	32.8

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	14/2	15/2CE	15/2E	16/2E
引渡戸数	－	15	18	32	51	37	73	67	115	96	95
粗利益率	－	13.4	13.8	10.5	12.7	14.0	15.1	13.3	14.1	13.8	14.1
1棟当り販売単価（百万円）	－	36.4	37.1	26.6	43.6	37.0	32.0	34.0	33.9	33.9	33.7

（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



（出所）㈱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㈱QUICK 社及び東京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。

			2012/2	2013/2	2014/2	2015/2 予（アナリスト）
株価推移	株価（年間高値）	円	463	660	996	-
	株価（年間安値）	円	232	387	588	-
	月間平均出来高	百株	1,738.58	2,901.08	6,337.92	-
業績推移	売上高	百万円	22,550	25,396	32,480	32,400
	営業利益	百万円	2,569	2,650	2,872	2,700
	経常利益	百万円	1,849	1,964	1,981	2,000
	当期純利益	百万円	671	761	1,066	1,150
	EPS	円	67.15	76.17	106.63	115.00
	ROE	%	4.8	5.3	7.0	6.9
貸借対照表主要項目	流動資産合計	百万円	23,025	29,722	33,333	-
	固定資産合計	百万円	24,383	24,385	24,995	-
	資産合計	百万円	47,408	54,107	58,328	-
	流動負債合計	百万円	14,193	20,991	20,925	-
	固定負債合計	百万円	19,029	18,314	21,709	-
	負債合計	百万円	33,222	39,305	42,635	-
	株主資本合計	百万円	14,192	14,804	15,690	-
	純資産合計	百万円	14,186	14,802	15,693	-
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	-5,175	3,624	56	-
	投資活動によるCF	百万円	367	921	-1,895	-
	財務活動によるCF	百万円	1,606	757	2,028	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	4,812	10,116	10,306	-

リスク分析

事業に関するリスク

● 事業に関するリスク

- 少子高齢化の進展、人口減少により、長期的にマンション需要が減退する可能性。
- 消費増税、雇用･所得環境の回復の遅れ、長期金利（住宅ローン金利）上昇、建築費･用地価格上昇に伴うマンションの販売価格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。
- 震災の復興需要、2020 年東京五輪開催決定、景気回復などに伴う建設投資の回復により建設技能労働者不足が一段と深刻化し、建築費がさらに上昇する恐れ。
- 建設技能労働者不足などを遠因とする施工ミスの発生。こうした場合、ディベロッパーの信用が傷つく恐れがある。
- 用地取得競争の一層の激化。
- 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

● 業界に関するリスク

- 消費税率が 10%に引上げられた後、住宅需要が減退する恐れ。
- 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費が上昇した場合、販売価格への転嫁が進ま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。
- 米金融緩和縮小、世界的な景気回復などによる長期金利の上昇。
- 住宅取得に係る政策支援の縮小。

ディスクレーマー

１．本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「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、東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、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社ティー・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、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東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にお願いいたします。

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、東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、東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東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、東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、東京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.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html