

コスモスイニシア

(8844・JASDAQスタンダード)

2013年10月18日

大和ハウスの傘下で業容の再拡大を目指す

アップデートレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ
堀部 吉胤

主要指標 2013/10/17 現在

株 価	616 円
年初来高値	1,551 円 (13/04/23)
年初来安値	404 円 (13/02/15)
発行済株式数	33,911,219 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	20,889 百万円
予 想 配 当 (会 社)	0 円
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト)	22.12 円
実 績 P B R	1.71 倍

直前のレポート発行日

ベーシック 2013/01/17

希薄化を極力抑制したスキームで優先株式を一気に全額消却

6月27日に大和ハウス工業(1925)に対し、95億円の第三者割当増資を実施するとともに(1株当たり発行価額490円)、この資金を原資に金融機関が保有する優先株式305億円を70%ディスカウントの91.5億円で取得し消却した。大和ハウス保有の優先株式10億円については、希薄化を抑制するため転換価格を120.3円から490円に改定したうえで普通株式に転換された。従来、金融機関保有の優先株式は期間利益を原資に少しずつ償還する方針としていたが、金融機関の多大な協力により一気に決着した。大和ハウスは第三者割当増資の引受と優先株式の転換により、当社株式の64.1%を保有する親会社となった。発行済株式数は2.7倍と相応の希薄化を招いたものの、懸案の優先株式の問題を一気に解決できたことはポジティブに評価できよう。

資金調達力の回復により、16/3期には業績急回復へ

13/3期で事業再生計画期間は終了。事業再生ADR債務1,008億円は完済された。事業再生計画期間中は新規の開発資金の調達が困難だったため、マンション開発はゼネコンなどに土地を代行取得してもらうスキームを活用するなどして事業展開していた。こうした資金調達面の制約や用地取得競争の激化により、13/3期の用地仕入れが低調だったため、14/3期、15/3期のマンションの引渡戸数は低水準となり、業績は停滞する見込み。しかし、大和ハウスによる子会社化を背景にした信用力、資金調達力の回復により、14/3期上期のマンション用地の仕入れは、約1,000戸相当と非常に好調のもよう。16/3期の営業利益は引渡戸数の大幅増などを背景に急回復となろう。

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		
2012/3 1Q(4-6月) 実 績	16,679	61.9	-715	赤縮	-841	赤縮	-846	赤縮	-79.91		
2013/3 1Q(4-6月) 実 績	13,136	-21.2	-565	赤縮	-719	赤縮	-726	赤縮	-37.04		
2013/3 通 期 実 績	85,824	7.0	2,562	38.3	2,100	50.2	-1,073	赤転	-134.96		
2014/3 通 期	新・会社予想 (2013年8月発表)	前回予想から変更なし									
	旧・会社予想 (2013年5月発表)	71,400	-16.8	1,300	-49.3	800	-61.9	750	黒転	22.12	
	新・アナリスト予想	71,400	-16.8	1,300	-49.3	800	-61.9	750	黒転	22.12	
	旧・アナリスト予想 (2013年1月発表)	77,400	-11.1	2,500	-16.7	2,300	-8.0	2,300	-8.0	135.32	
2015/3 通 期 アナリスト予想	73,300	2.7	1,100	-15.4	950	18.8	900	20.0	26.54		

首都圏のマンション販売は、一段と好調

● 経営環境解説

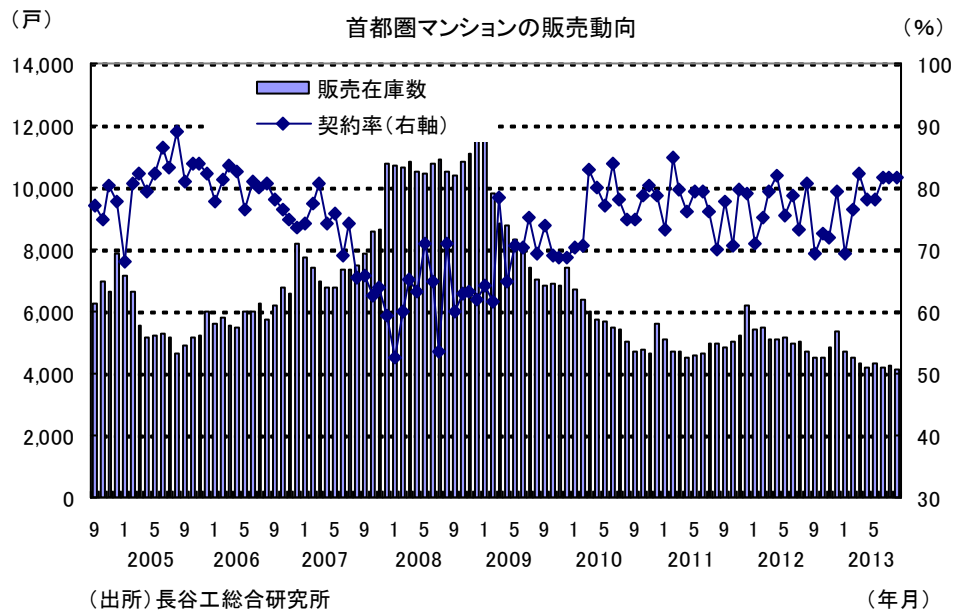
首都圏のマンション販売は、一段と好調。初月契約率は6月以降、3カ月連続で80%超と好不調の目処とされる70%を大幅に上回っている。長期金利の先高感、アベノミクスによる景気回復期待の高まり、不動産価格の先高感、昨年末からの株式市場の急回復による資産効果などの複合要因が背景にあると考えられる。特に資産効果の影響が大きい都心高額物件の販売の回復が今春から顕著になっている。その象徴的な例として、三菱地所(8802)が9月に発売した皇居隣接の「ザ・パークハウスグラン千鳥ヶ淵」(販売対象戸数22戸、最多価格帯2億7,000万円台)が挙げられよう。平均坪単価はリーマンショック後の最高水準となる約800万円だったが、即日完売となった。

消費増税の経過措置として、9月末までに契約した場合は、引渡が来年4月以降になっても5%の消費税率が適用されるが、顕著な駆け込み需要はみられなかった。消費増税後の需要減を軽減するため、住宅ローン減税の延長・大幅拡充などの政策支援が予定されているためとみられる(ローン減税のメリットを享受できない低所得者層には現金給付まで予定されている)。ただし、高額物件や投資用ワンルームマンションには、駆け込み需要が一部みられた。高額物件は、国内外の富裕層が現金で購入する場合、住宅ローン減税拡充のメリットがなく、投資用ワンルームマンションはそもそも住宅ローン減税の対象でないためとみられる。

昨年、供給過剰感から販売がやや停滞した湾岸エリア、武蔵小杉、埼玉県の一部などの販売も復調。特に、9月7日に2020年夏季オリンピックの東京招致が決定して以降、選手村が建設される中央区晴海や一部競技場が建設される江東区有明など湾岸エリアの人氣が沸騰している。湾岸エリアにはタワーマンションが多く、華僑など海外富裕層がタワーマンションを選好する傾向があることも湾岸エリアの活況につながっているとみられる。

10月以降も販売は好調に推移しよう

10月以降もマンション販売は堅調に推移するとみられる。当社が主に対象とする一次取得者向けマンションは、住宅ローン減税の大幅拡充、現金給付制度により、消費増税の影響は軽微だろう。また、完成在庫や来年3月までに竣工・引渡が可能な物件は、5%の消費税率が適用されるため、こうした物件の販売が促進されよう。都心の高額物件は、消費増税の駆け込み需要の反動が多少あるかもしれないが、①将来のインフレに備えた資産保全目的、②2015年1月からの相続増税(基礎控除引下げ、最高税率引上げなど)に備えた相続税対策、などから需要は底堅く推移すると考える。



高額物件を除き販売価格に大幅な上昇はみられない

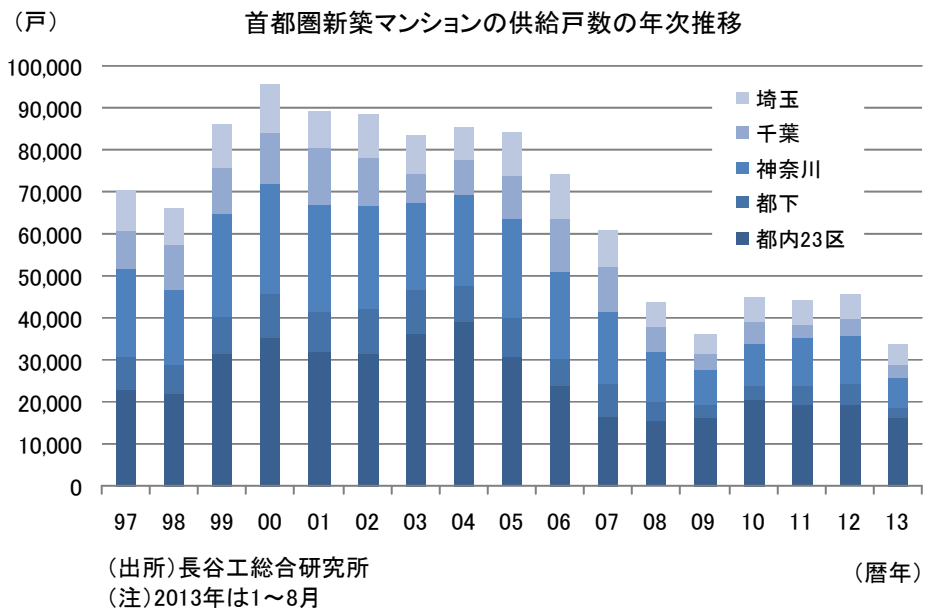
都心高額物件は先述の例のように販売価格が上昇しているが、郊外の一次取得者向け物件には目立った上昇はみられない。消費者の所得に顕著な回復がみられないため、ディベロッパーは値上げには慎重。専有面積をやや狭くするなどし、グロスの販売価格の値上げを抑制している。一方、労務不足による建築費の上昇や用地価格の上昇により、売上原価は上昇しており、ディベロッパーの収益性を圧迫している。

供給戸数の回復傾向は顕著だが、需給悪化懸念は乏しいだろう

2013年1～8月の首都圏マンションの供給戸数は33,750戸（前年同期比22.8%増）。月平均では4,218戸となる。都内23区が16,043戸（同40.0%増）と全体を牽引。昨秋の円高や日中関係悪化などによる販売環境の悪化を受け、供給時期を先送りされた物件の供給が年前半に行われたこともあり、大きく伸びた。また埼玉県が4,521戸（同44.4%増）と伸びが大きい。

2013年通年の首都圏の供給戸数は、5万4,000戸（前年比18.4%増）程度になるとみられている（12月は例年、他の月の2倍程度の供給がある）。供給の約半分は、MAJOR7と呼ばれる大手総合不動産6社と大京（8840）が占める。これら大手は総じて販売好調だからといって供給を大幅に増やすということはなく、安定供給志向が強い。都心好立地のマンション適地の減少、用地取得競争激化という面もあり、2014年以降の年間供給が6万戸を大きく超えてくるようなことにはならないとみられ、供給過剰からマンション市況が崩れるという懸念は乏しいだろう。

業 績



期初に想定してい
なかつた特損計上
により最終赤字

● 13/3 期業績解説

13/3 期業績を振り返っておくと、売上高 858 億円（前期比 7.0%増）、営業利益 25.6 億円（同 38.3%増）、経常利益 21.0 億円（同 50.2%増）、純利益▲10.7 億円（前期は 13.3 億円）。2Q 累計（4-9 月）決算発表時の修正予想からは、売上高で 25 億円、営業利益で 4.3 億円、経常利益で 4.0 億円、それぞれ下回った。未達の主因は、戸建住宅の引渡区画数が計画を 34 区画下回ったこと。

加えて、期初に想定していなかつた特損を 31.9 億円計上したことにより、純利益は期初予想を 35.7 億円下回り赤字となった。特損の中身は、①事業化を中止した武蔵浦和駅第 3 街区第一種市街地再開発案件を 2010 年 6 月に売却した後、工事中に敷地から地中埋設物が見つかり、除去工事費用のうち一部を当社が負担することで当事者間の合意が成立したことによる和解金 15.4 億円、②将来の海外事業撤退に伴う損失見込み額 16.4 億円。海外事業に関しては、大和ハウス工業と共同出資で事業展開を図るとしていたが、同社の傘下入りが見込めなかったことから整理したものと思われる。

前期比で大幅営業増益となった主な要因は、①主力のマンション分譲の引渡戸数が 1,435 戸（前期比 344 戸増）と増加したことによる増収効果、②不動産賃貸事業において、逆ざやとなっていたオフィスビルのサブリースがリース期間満了、解約により一掃されたこと、③不動産仲介事業において、リテール仲介、ホールセール仲介とも件数が増加したことや、CRD 事業（REIT 等への売却を想定した賃貸マンションの開発ノウハウの提供を行うフィービジネス）のフィー収入の計上、など。

マンションの粗利益率は大幅に悪化

マンション分譲の売上総利益率は16.5%（前期比4.6pt減）と大幅に悪化したことにより増収効果が減殺され営業増益率は期初の会社計画を下回る物足りないものになった。マンション分譲の売上総利益率の悪化の要因として、リーマンショック前に用地を仕入れた高簿価物件が一部混じていたことがある。これらを除くと18.0%となる。当社が巡航ベースとする水準ではあるが、供給過剰感のあった埼玉や湾岸エリアの物件の価格調整により、期初計画には0.7pt届かなかった。尚、12/3期は、リーマンショックの後遺症からマンション用地の取得競争が緩和していた2010年に用地を仕入れた物件の引渡が多かったことにより高い利益率になっていた。

販売は供給過剰感のあったエリアではやや苦戦したものの、総じて堅調に推移し、期末の未契約完成在庫は41戸（前期末比15戸減）と低水準にとどまった。

マンション分譲の売上高が引渡戸数の大幅増により522億円（前期比39.7%増）と急増したにもかかわらず、全体では小幅増収にとどまったのは、12/3期には「銀座クレストビル」の売却があった反動などによる。この売上は不動産販売事業の中の土地・建物に含まれている（9ページの表を参照）。このサブセグメントには投資用不動産の開発や、収益不動産のバリューアップ事業が含まれているが、過去の案件の処理はこれで終了した。13/3期にこのサブセグメントに9.9億円の売上高が計上されているのは、大手総合商社の社宅をリノベーションし分譲マンションとした「リノマークス津田沼」の引渡によるもの。これは、マンション用地の取得競争の激化を受け、商品の多様化を図っている一環である。

マンション用地の仕入れは苦戦

13/3期におけるマンション用地の仕入れは、用地仕入れ競争激化を受け586戸相当と低調だった。一方、引渡が順調に進展した結果、期末のマンション用地のストックは1,677戸相当（前期末比849戸減）と大幅に減少した。

事業再生計画期間が終了

13/3期は、2009年4月の事業再生ADR手続き申請において策定した事業再生計画の最終期であった。事業再生計画期間中は、先述の武蔵浦和駅第3街区第一種市街地再開発案件、「銀座クレストビル」のような事業化中止物件の売却による資金回収や、ゼネコンなどを活用した自己資金を使わない手法によるマンション開発、サブリース事業など資金を要しないフィービジネスの拡大などにより、事業再生ADR債務1,008億円の返済を進め、計画通り3月29日に完済した。

優先株式の希薄化
リスク問題が決着

1Qはマンションの
引渡が少なく、赤字
だが、ネガティブ
ではない

決算発表前の4月16日に大和ハウス工業との資本業務提携及び第1種優先株式の取得・消却を発表（詳細は10ページ参照）。懸案の優先株式の希薄化リスクは、早期に決着をみた。事業遂行上の足枷となっていた資金調達力は大和ハウスの子会社となることで解決。縮小均衡から再拡大に向け再出発する。

● 14/3期1Q（4-6月）業績解説

14/3期1Q決算は、売上高131億円（前年同期比21.2%減）、営業利益▲5.6億円（前年同期は▲7.1億円）、経常利益▲7.1億円（同▲8.4億円）、純利益▲7.2億円（同▲8.4億円）。マンション業界の特徴として、1Qはマンションの引渡戸数が少なく、例年、赤字であり、特にネガティブな決算ではない。

前年同期比大幅減収になった主因は、マンションの新規竣工が少なく、引渡戸数が110戸（前年同期比161戸減）、同売上高が41.1億円（同58.6%減）と急減したこと。110戸の約半数は前期末の完成在庫だった。

大幅減収にもかかわらず、赤字幅は縮小した。マンションの売上総利益率が14.8%（前年同期比2.5pt増）と改善したことや販管費の削減による。前年同期の売上総利益率は、リーマンショック以前に用地を仕入れた高簿価物件の引渡しが集中したため、非常に低くなっていた。通期のマンションの売上総利益率の計画17.7%に比べて低めなのは、13/3期末に完成在庫となっていた湾岸エリアや埼玉の物件の価格調整によるもので、期初から織り込み済み。

マンション販売は好調に推移している。通期の引渡予定戸数899戸に対する契約の進捗率は、13/3期末時点では31.4%（12/3期末は40.4%）とややスロースタートだったが、7月末61.0%、9月末約8割と進展。消費増税の駆け込み需要は特にみられなかったが、長期金利や販売価格の先高感が消費者の背中を押しているとみられ、GW中の集客は前年の1.5倍となり、成約率も高まった。

戸建住宅は30区画（前年同期比18区画増）、15.3億円（同2.3倍）を引渡したが、売上総利益率は8.3%（同4.9pt減）と低水準にとどまった。マンション同様、13/3期末の完成在庫の値引き販売が響いた。ただし、会社計画は7%弱だったとしており、計画は上回っている。通期の戸建住宅の売上総利益率は8.7%（前期比2.7pt減）の計画と非常に低い。用地費や建築費が上昇気味であることに加え、戸建販売はマンション販売ほど好調ではないため、想定販売価格を用地取得時の計画よりも抑えざるを得なかった面もある。

資金調達力の回復
を背景にマンション
用地の仕入れは非
常に好調

マンション引渡戸
数の急減により大
幅営業減益予想

1Qのマンション用地の取得は、約400戸相当と通期計画1,122戸に対し好調なスタート。引続き入札は少なく、大半は相対で仕入れができています。4月16日に大和ハウスによる子会社化が発表されたことにより、用地情報が増加したことが寄与した。

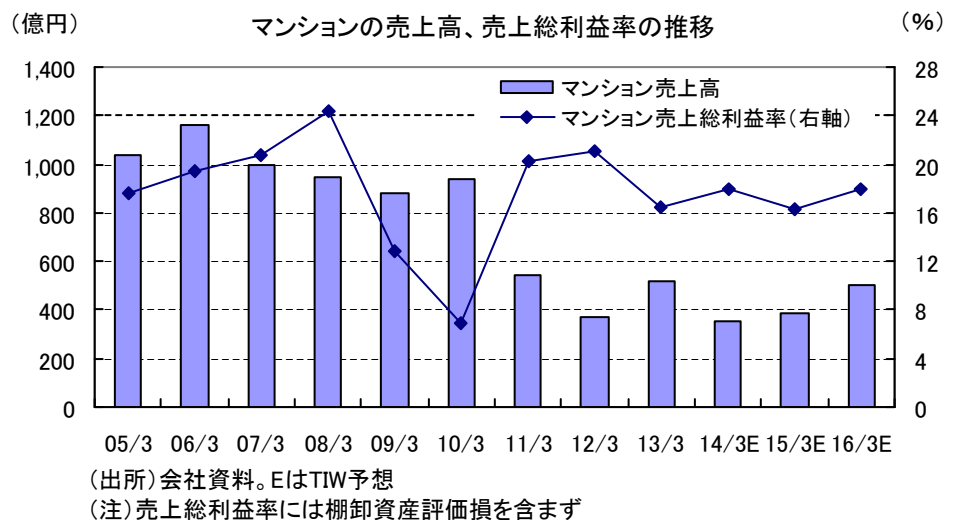
6月27日に大和ハウスの子会社となり、当社の金融機関からの借入に対し、大和ハウスから180億円の融資保証枠を供与されることになったため、プロジェクト資金の調達力、調達条件が劇的に好転。事業採算に合うプロジェクトの範囲が広がり、9月末時点では1,000戸相当のマンション用地の仕入れができたもよう。中には、REIT向けの賃貸マンションとしても開発可能な用地があるようだ。

● 14/3期業績予想

通期会社業績予想は期初から変更されておらず、売上高714億円（前年同期比16.8%減）、営業利益13.0億円（同49.3%減）、経常利益8.0億円（同61.9%減）、純利益7.5億円（前期は▲10.3億円）。前期に計上した特損が剥落するため最終黒字予想ながら、大幅減収、大幅営業減益予想。

大幅減収予想の主因は、マンションの引渡戸数が899戸（前期比536戸減）と急減する見込みなこと。ただし、当期は近畿の物件の引渡がなく、戸当たり価格が4,004万円（同364万円増）と上昇見込みのため、マンションの売上高は360億円（同31.1%減）と引渡戸数ほどには減少しない見込み。

マンションの売上総利益率は17.7%（前期比1.2pt増）とやや回復見込み。前期にあったリーマンショック以前に用地を仕入れた高簿価物件の剥落が改善要因となる。用地取得競争激化により用地価格は上昇気味だが、当期においては労務不足による建築費の上昇の影響はまだ限定的。



業 績

マンションが好調の
一方、戸建住宅は
やや苦戦

10 万戸を超える過去の供給実績を活用するため、子会社のコスモスモアで新たに取組んでいるマンション大規模修繕事業は、これまでに 7 件を受注。1Q はまだ売上に立っていないが、2Q には 3,000 万円程度の売上が上がるもよう。比較的高採算な事業として今後の拡大が期待される。

マンション販売は非常に順調で、先述の通り 9 月末で当期引渡予定戸数の約 8 割の契約が終了している。10 月から来年 4 月以降の引渡物件の契約については、8%の消費税率が適用されることになるが、販売には全く陰りがないとしている。消費増税よりも住宅ローン減税拡充のメリットの方が大きいと消費者に広く認知されているようだ。

マンション販売の好調を受け、マンションの戸当り価格は想定よりもやや強含みで、販売経費は想定を下回って推移している。こうしたことから営業利益で会社予想を 3 億円程度上回って推移しているとみられるが、戸建住宅の販売がマンションほど好調ではないことなどから、TIW 業績予想はひとまず会社予想を踏襲することにする。

なお、2Q 累計（4-9 月）業績予想は開示されていない。マンションの引渡は 4Q（1-3 月）に集中するため、2Q（7-9 月）も固定費を吸収できず、赤字となろう。従って、2Q 累計の赤字幅は 1Q から拡大するとみられるが、ネガティブに捉える必要はない。

● 15/3 期業績予想

15/3 期も業績の
端境期になろう

今春くらいまでに仕入れたマンション用地は 15/3 期の売上に上がってくるが、13/3 期のマンション用地の仕入れが低調だったため、15/3 期の引渡戸数は大きくは伸びず、1,000 戸弱にとどまるとみる。14/3 期になかった近畿圏の物件の引渡があるため、戸当り価格もやや低下するとみられ、マンションの売上高は前期比小幅増にとどまろう。一方、用地費の上昇傾向に加え、労務不足による建築費の上昇の影響がフルに効いてくるため、マンションの売上総利益率は 14/3 期の 18%弱から 16%強に低下するとみる。増収効果と戸建住宅の売上総利益率に改善余地があるとみられることなどから、全体の売上総利益は 14/3 期 TIW 予想から概ね横這いとなろう。マンションの新規供給物件の増加に伴う販売経費の増加により販管費が増加することから、営業利益は 11 億円（14/3 期 TIW 予想比 15.4%減）と減益を予想する。

営業外損益は、大幅改善が期待される。用地仕入れの積極化により有利子負債の増加が見込まれるものの大和ハウスによる子会社化を受け調達金利が劇的に低下するほか、事業再生計画期間中の高金利の借入が減少することによる。結果、経常利益段階では増益となろう。

業 績

資金調達力の回復を背景にしたマンション用地の仕入れ回復効果と粗利益率の改善により、業績急回復へ

● 16/3 期業績の見方

資金調達力の回復により 14/3 期のマンション用地の仕入れが好調に推移していることから、当期のマンションの引渡戸数は 1,500 戸程度に大幅に増加するとみられる。近畿圏の物件が増えることから、戸当たり価格は低下するとみられるものの、マンションの売上高は 500 億円程度と 13/3 期に近い線まで急回復するとみる。

2020 年東京五輪に向けた建設需要の増加を受け、労務不足の一層の深刻化による建築費の上昇が懸念されるところだが、資金調達に大きな制約があった事業再生計画期間中に活用していたゼネコンや総合商社が用地を代行取得するスキームがなくなることから、マンションの売上総利益率は 18% 程度に改善するとみられ、増収効果と相まって営業利益は 13/3 期実績 25.6 億円を上回ってくると予想する。

要約損益計算書

(単位)百万円

	08/3	09/3	10/3	11/3	12/3	13/3	14/3CE	14/3E	15/3E
売上高	194,439	191,616	169,995	101,414	80,200	85,824	71,400	71,400	73,300
不動産販売	136,021	137,311	132,311	78,771	56,163	61,130	45,250	45,250	46,500
新築マンション	94,316	88,511	94,058	53,949	37,406	52,242	36,000	36,300	38,000
戸建住宅	21,116	19,069	13,509	6,936	5,765	6,659	6,350	6,050	7,000
土地・建物	8,442	18,996	23,139	16,821	11,694	990	1,900	1,900	500
投資用不動産	4,778	15,338	-	-	-	-	-	-	-
リノベーション・コンバージョン	3,664	3,658	-	-	-	-	-	-	-
販売代理・その他	12,145	10,732	1,605	1,064	1,295	1,238	1,000	1,000	1,000
不動産管理	19,236	19,484	-	-	-	-	-	-	-
不動産賃貸	13,283	14,801	13,937	13,459	13,175	13,336	13,100	13,100	13,300
不動産仲介	-	-	796	765	694	1,058	1,550	1,550	1,600
その他	30,756	24,779	25,303	9,558	11,202	11,359	12,500	12,500	12,900
連結消去	▲ 4,858	▲ 4,760	▲ 2,354	▲ 1,140	▲ 1,035	▲ 1,060	▲ 1,000	▲ 1,000	▲ 1,000
売上総利益	46,298	9,023	16,605	15,861	14,717	15,891	14,400	14,300	14,400
販売費及び一般管理費	28,342	27,231	21,403	14,451	12,864	13,329	13,100	13,000	13,300
営業利益	17,956	▲ 18,207	▲ 4,797	1,410	1,852	2,562	1,300	1,300	1,100
不動産販売	17,050	▲ 20,295	▲ 3,744	3,085	3,519	3,838	na	2,250	1,900
不動産管理	1,392	1,545	-	-	-	-	na	-	-
不動産賃貸	▲ 21	429	247	244	79	255	na	350	400
不動産仲介	-	-	▲ 131	73	▲ 55	82	na	100	100
その他	917	187	1,372	149	146	47	na	100	200
連結消去	▲ 1,382	▲ 74	▲ 2,255	▲ 2,142	▲ 1,836	▲ 1,661	na	▲ 1,500	▲ 1,500
営業外収益	507	514	344	157	175	155	na	100	100
営業外費用	3,770	4,709	3,129	866	629	617	na	600	250
経常利益	14,692	▲ 22,402	▲ 7,581	701	1,398	2,100	800	800	950
特別利益	0	805	44,973	16	10	0	na	0	0
特別損失	104	53,876	12,666	449	47	3,190	na	0	0
税金等調整前純利益	14,587	▲ 75,473	24,724	269	1,361	▲ 1,089	na	800	950
純利益	20,006	▲ 88,088	25,701	234	1,334	▲ 1,073	750	750	900

(出所)決算短信、会社資料

(注) CEは会社予想、EはTIW予想

トピックス

優先株式を一気に 全額消却

- 優先株式を一気に全額取得し消却

4月16日に大和ハウスとの資本業務提携、優先株式の取得・消却などを発表。12の金融機関が保有していた優先株式305億円の償還が当社の最大の課題であったが、大和ハウス向けの第三者割当増資95億円（1株当たり発行価額490円）に見合う金額での償還に金融機関が応じたことにより、6月27日に優先株式を一気に取得・消却することができた（自己資本にはほぼ中立）。金融機関の回収額は91.5億円で、70%のディスカウントとなる。当社にとっては非常に好条件となった。従来、当社は、期間損益で徐々に優先株式の償還を進めていく方針としていたが、金融機関は、優先株式を抱え、新規のプロジェクト資金の調達に著しい制約を受けている場合は、利益拡大が困難であると判断し、処理を急いだとみられる。

大和ハウスの子会 社に

- 第三者割当増資と優先株式の転換により大和ハウスの子会社に

大和ハウスが保有していた優先株式10億円の取扱は未定だったが、本来の普通株式への転換価格120.3円を第三者割当増資の発行価額490円と同額まで引上げ、希薄化を抑制する形で、普通株式に転換した。第三者割当増資と合わせ、大和ハウスは当社の普通株式約2,142万株を取得。大和ハウスの出資比率は64.1%となり、大和ハウスの子会社となった。当社の経営体制、JASDAQ市場上場は維持される。

発行済株式数は 2.7倍に

一連の処理で当社の発行済株式数は13/3期末1,248万株から3,391万株へ2.7倍となった。従来想定されたシナリオ（金融機関保有の優先株式を期間損益で全額償還し、大和ハウス保有の優先株式のみを120.3円で転換）の場合、発行済株式数は67%の増加となる。これに比べると希薄化は大きくなったが、将来の希薄化リスクを一掃し（優先株式315億円が全て120.3円で転換されると発行済株式数は22.0倍になる）、極力、希薄化を抑制するスキームで早期に決着したことは評価できよう。また、14/3期から優先株式の配当の流出がなくなることはEPSのプラス要因となる（13/3期の優先株式配当は6.11億円で、これを純利益から控除してEPSが算出されている）。

資金調達力が劇的 に改善

- 大和ハウスとのシナジー効果に期待

今回の大和ハウスとの資本業務提携によるシナジー効果として、最も期待され、また短期で実現可能なのは資金調達力の回復。

優先株式が残る間は、銀行からのプロジェクト資金の調達が限定的であった。このため、ノンバンクから調達したり、ゼネコンや総合商社に用地を代行取得してもらい、竣工時に金利相当分を上乗せして土地・建物を買戻すスキームを活用するなどし、新規のマンション開発を行ってきた。

トピックス

前者のノンバンクからの借入では5~6%の高い金利コストがかかり、後者のスキームでは8~10%の金利相当額が売上原価に上乗せされていた。

こうした資金調達面の制約は、用地取得の競争上不利であり、また、開発期間が長期に亘る大規模物件の開発が困難になっていた。

大和ハウスによる子会社化、優先株式の全額消却を受け、メガバンクをはじめ銀行からのプロジェクトファイナンスが再開。大和ハウスとの資本業務提携の中で、大和ハウスは当社に180億円の融資保証枠を供与していることも手伝って、新規のプロジェクト資金の調達金利は1%弱へと劇的に低下。これまでよりも積極的な用地仕入れが可能になり、300戸を超えるような大規模物件の開発も可能となった。実際、先述の通り既に仕入れ面へのプラス効果は顕著に現れている。

大和ハウスとの連携をさらに強化

大和ハウスのマンションブランドは「プレミスト」。累計供給戸数は約8万戸。13/3期の引渡戸数は2,808戸（前期比436戸増）と大手の一角を占めるが、地方での供給が多いのが特徴で、首都圏におけるマンションブランドの認知度は高いとは言えない。当社を子会社化することで、首都圏でのマンション事業を強化する狙いがある。大和ハウスは、マンション事業のテコ入れのために昨年10月に野村不動産ホールディングス（3231）の元副社長だった高井基次氏をマンション事業統括上級執行役員として招聘し、業界の注目を集めた。高井氏は野村不動産のマンションブランド「プラウド」を一流ブランドに育て上げた人物。今回の資本業務提携に当り、当社は大和ハウスから非常勤取締役2名を受け入れたが、そのうちの一人が高井氏である。

大和ハウスとは事業再生計画期間中に既に10プロジェクトを共同で手掛けた実績がある。今後、首都圏、近畿圏において、再開案件や建替案件などにも積極的に取組んでいく方針。なお、事業再生計画期間中は、首都圏特化の方針で、近畿圏では大和ハウスなどとの共同事業に限定して事業展開していたが、過去には近畿圏での供給戸数がトップだった時期もあり、今後は、近畿圏においても開発を積極的に行っていく方針。

● 12年連続でグッドデザイン賞を受賞

10月1日に公益財団法人日本デザイン振興会主催の「2013年度グッドデザイン賞」を受賞。2002年度以来12年連続の受賞となり、住宅・住宅設備部門の連続受賞記録としては三井不動産（8801）と並んでトップ。

グッドデザイン賞を12年連続で受賞

8844 2371<27 東証 10/3/28~13/10/15
 日付:13/10/17 65:826,高:827,安:818,現値:816,-2,出来高:53.8
 MC:27797,5:株価移動平均[10]:-----[26]:-----MA10:352.77,MA26:779.04
 S1:出来高[10]:-----[26]:-----,V:122.2,MA10:405.891,MA26:1081.281



© QUICK Corp. All rights reserved.

(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。

			2011/3	2012/3	2013/3	2014/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	452	735	811	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	120	122	360	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	14,563.58	34,675.17	81,765.08	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	101,414	80,200	85,824	71,400
	営 業 利 益	百 万 円	1,410	1,852	2,562	1,300
	経 常 利 益	百 万 円	701	1,398	2,100	800
	当 期 純 利 益	百 万 円	234	1,334	-1,073	750
	E P S	円	-49.01	71.48	-134.96	22.12
	R O E	%	1.7	9.4	NA	5.4
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	57,860	44,104	33,687	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	16,010	14,271	14,482	-
	資 産 合 計	百 万 円	73,870	58,375	48,170	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	34,337	31,385	22,279	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	25,547	12,564	12,781	-
	負 債 合 計	百 万 円	59,884	43,950	35,060	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	15,611	16,300	14,612	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	13,985	14,425	13,109	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	18,856	9,130	8,525	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	85	24	-132	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	-28,506	-17,581	-8,475	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	16,860	8,437	8,394	-

リスク分析

事業に関するリスク

- 事業に関するリスク
 - マンション用地の取得競争の激化。
 - 東日本大震災の復興需要、2020年東京五輪に向けた建設需要に伴う労務不足の深刻化による建築費の一段の上昇懸念。労務不足は職人の高齢化の進展により長期的な課題。
 - 用地費や建築費の上昇を販売価格に転嫁できないと売上総利益率の低下要因となり、価格転嫁すると需要が減退する懸念がある。
 - 雇用・所得環境の回復の遅れ。

業界に関するリスク

- 業界に関するリスク
 - 原油高は建築費の上昇を通じ、マンションの売上総利益率の低下要因となりうる。
 - 長期金利上昇は、住宅ローン金利の上昇により、住宅需要を減退させる（短期的には駆け込み需要を喚起する）。
 - 計画通り2015年10月に消費税率が10%に上げられた後の住宅需要の減退懸念。
 - 少子高齢化の進展、人口減少は中長期的に住宅需要を減退させる。
 - 金融機関の不動産融資の厳格化。

ディスクレーム

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・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>