

財務諸表分析 グループワーク 百貨店業界の分析

2007年8月6日提出

1 班

能登秀晴・山口和範

目次(担当:能登)

目次(担当:能登).....	2
1.はじめに(担当:能登・山口).....	3
2.業界分析(担当:能登・山口).....	4
3.企業分析(担当:能登・山口).....	15
4.アナリストの視点(担当:能登).....	24
5. <i>Banker</i> の視点(担当:山口).....	34
6.おわりに(担当:能登).....	49

1.はじめに(担当:能登・山口)

子供の頃、休みの日に両親と「デパート」に行くのが楽しみだった。ファミリーレストランでのお子様ランチや屋上での乗り物など、子供にとってはパラダイスそのものであった。

この「デパート」が、今、苦境に立たされている…。

本レポートでは、百貨店業界における売上高上位4社(高島屋・大丸・伊勢丹・三越)を分析する。分析するポイントは大きく分けると以下の4点である。

1点目は、百貨店を取り巻く競争環境と、業界の特徴について考察する。百貨店売上高の減少(後述)が示すように、業界の地盤沈下は甚だしい。その原因について分析するとともに、各社の業界内ポジションを確認する。

2点目は、不動産含み益の推計である。バブル絶頂期の1989年、百貨店業界における時価総額第1位は松坂屋(およそ7000億円)であった。これは、この時期の百貨店の評価対象が本業の収益力ではなく、保有している資産の価値にあったためと考えられる(現在では松坂屋の時価総額は業界第6位。およそ1500億円)。このように、百貨店を評価する上で、保有不動産の価値評価は欠かせない。特に最近では大都市圏の地価の再上昇に伴い莫大な不動産含み益を有している可能性がある。不動産含み益を推計することで、各社の差異と株式時価総額への評価に役立てたい。

3点目は、アナリストの視点から株価の投資判断を行う。ここでは、有価証券報告書や中期経営計画書を分析し現在の株価水準について考察する。なお、理論株価の推計にはRIMを用いる。

4点目は、銀行員からの視点から各社の評価を行う。ここでは、主に有価証券報告書を分析し各社の安全性について考察する。また、当レポート作成中に伊勢丹と三越が経営統合の交渉中であることが報じられたため、統合後の安全性についても簡単に言及する。

2.業界分析(担当:能登・山口)

(1) 競争力要因分析

- ① 同業他社の脅威→激しい
 - ・ 百貨店業界は完全競争市場(Herfindahl Index は 0.16)。
 - ・ 提携・合併が相次ぐ。
 - ・ 競争相手は百貨店に限らず、すべての小売業界を含む。
- ② 新規参入の脅威→弱い
 - ・ 駅前一等地の高騰。
 - ・ 市場規模が減少傾向。
 - ・ 不動産獲得を目的とする買収の可能性。
- ③ 代替品の脅威→強い
 - ・ 販売チャネルの多様化。
 - ・ 海外製品の高性能化。
 - ・ 専門ディスカウント店の台頭。
- ④ 売り手の交渉力→弱い
 - ・ テナントの集客力により集客力が左右。
 - ・ 業界他社との差別化が困難。
- ⑤ 買い手の交渉力→強い
 - ・ 量販店で同じ商品を安価に購入できる。
 - ・ インターネットの普及により価格情報が幅広く浸透。

(2) 業界構成と競争

① 業界構成

- ・ 伊勢丹の売上高シェアが増加傾向にある。
- ・ 三越の売上高シェアは減少傾向にある。
- ・ 上記以外はほぼ横ばい。

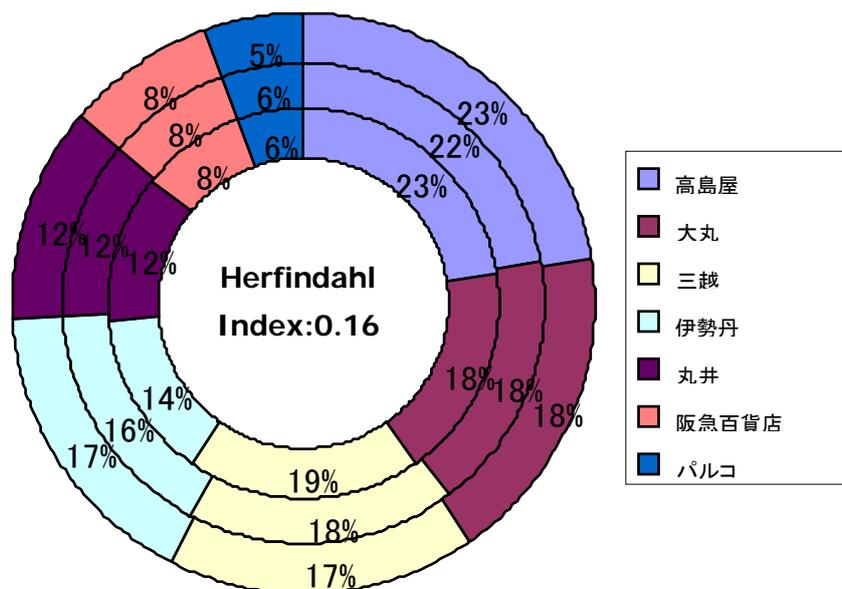
② 競争状態

- ・ Herfindahl Index は0.16 であり、完全競争市場となっている。

Herfindahl Index と売上高

企業名	2005 年	2006 年	2007 年
三越	887,782	842,010	804,120
大丸	810,693	822,584	837,032
高島屋	1,026,353	1,031,150	1,049,405
伊勢丹	628,996	760,038	781,798
阪急百貨店	385,675	381,285	395,950
パルコ	259,275	264,331	256,645
丸井	556,213	561,539	552,140
業界合計	4,554,987	4,662,937	4,677,090
Herfindahl Index	0.16	0.16	0.16

百貨店業界シェア



(3)百貨店売上高ランキング（2006年度）

- ① 規模のメリットが働きにくく、合併や経営統合が起きにくいとされていた百貨店業界でも、再編の動きが出てきた。
- ② 伊勢丹と三越が経営統合を視野に入れた資本提携に向けて動き出した。百貨店業界は9月に誕生するJ.フロントリテイリングや高島屋と併せ、連結売上高が1兆円を超えるグループに集約される形が鮮明になってきた。

順位	百貨店	連結売上高
1	J. フロントリテイリング(大丸・松坂屋)	1兆1737億円
2	高島屋	1兆494億円
3	ミレニアムリテイリング(西武・そごう)	9665億円
4	三越	8041億円
5	伊勢丹	7818億円
6	丸井	5521億円
7	エイチ・ツー・オー リテイリング(阪急・阪神)	5068億円

(注) そごう、西武、阪神は単独

(出所：2007.7.26 日本経済新聞)

(4)百貨店「店舗別」売上高ランキング (2005 年度)

①伊勢丹の店舗について

- ・ 三越日本橋本店は周辺店も含むデータであるため、事実上の 1 位は伊勢丹新宿本店と推測される (業界最強と言われている)。
- ・ 「ウオントクリップ」(現場から上がった顧客ニーズや不満を品ぞろえや接客に反映) や、最先端の流行をいち早く紹介する商品企画力と調達力が、伊勢丹の強みとなっている。
- ・ 各階の面積が広く、正方形に近い理想的な売り場に加え、JR 中央線沿線に住む、比較的高収入で、流行に敏感な消費者に対応した品ぞろえにも定評がある。近年は別館を「メンズ館」にするなど本店の魅力に磨きをかけている。

②三越の店舗について

- ・ 三越日本橋本店は、贈答品の売上高では日本一と言われている。

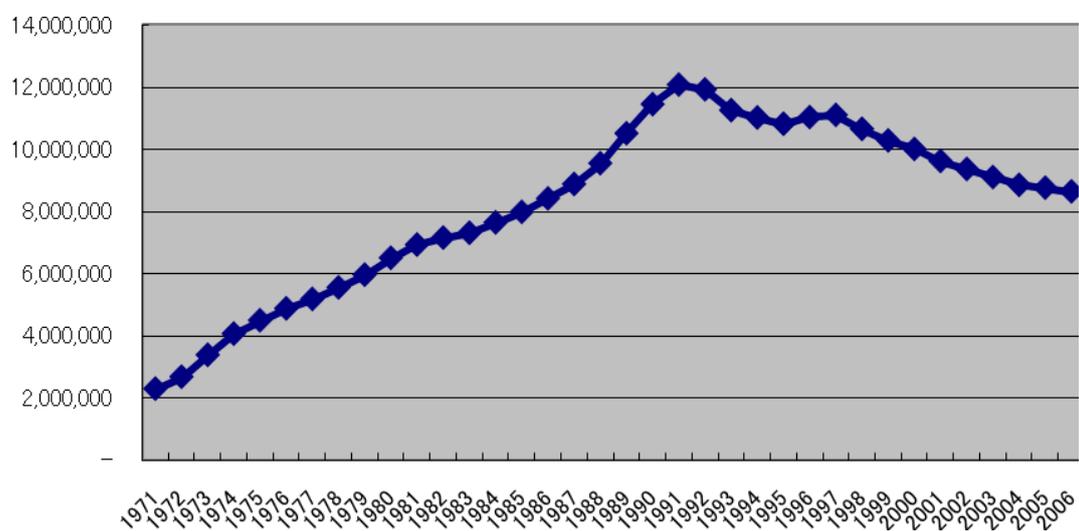
順位	店舗名
1	三越 日本橋本店★
2	伊勢丹 新宿本店
3	阪急百貨店 大阪・うめだ本店★
4	西武百貨店 池袋西武★
5	高島屋 横浜★
6	高島屋 大阪★
7	高島屋 東京
8	松坂屋 名古屋
9	近鉄百貨店 阿倍野本店★
10	東急百貨店 本店★

★は周辺店を含む

(出所 : 2006.8.17 日本経済新聞)

(5)百貨店販売額の推移（年次 1971～2006）

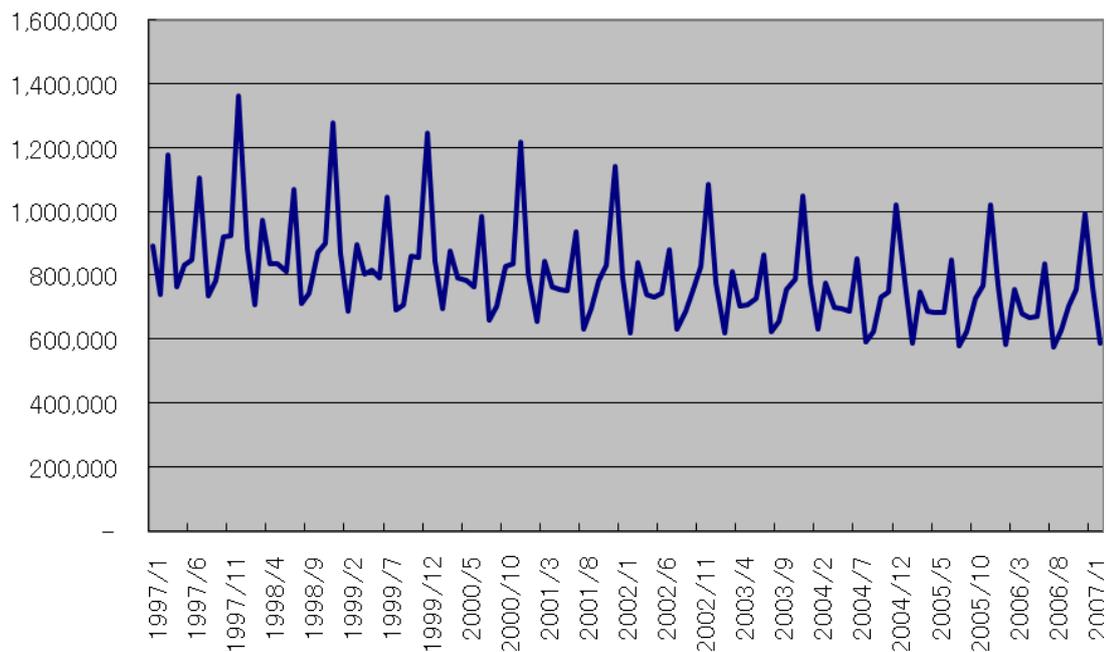
① 1991年をピークに下落傾向。



（出所：日経 NEEDS）

(6)百貨店販売額の推移（月次 1997.1～2007.2）

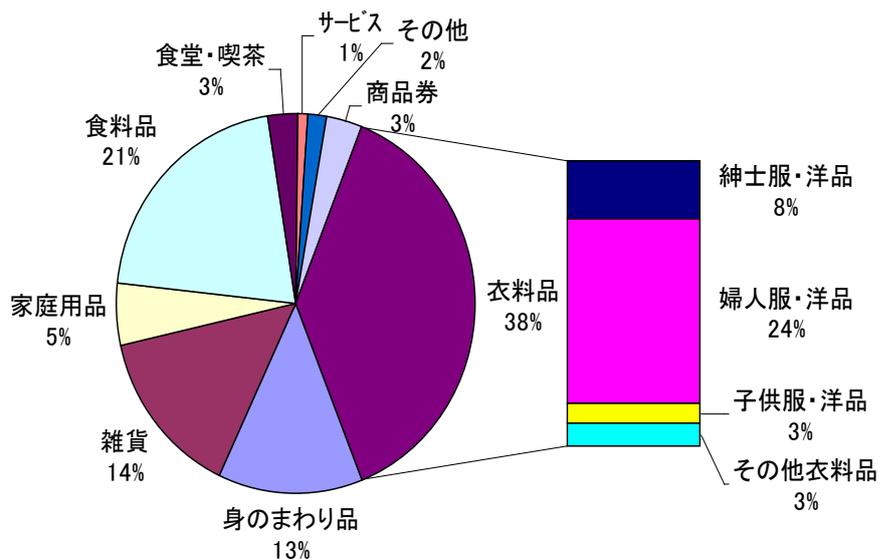
- ① 1月と12月に販売額が突出する傾向（バーゲンセールや中元・歳暮商戦）。
- ② 総じて右下がりに推移。



(出所：日経 NEEDS)

(7)商品別売上高割合（2007年5月）

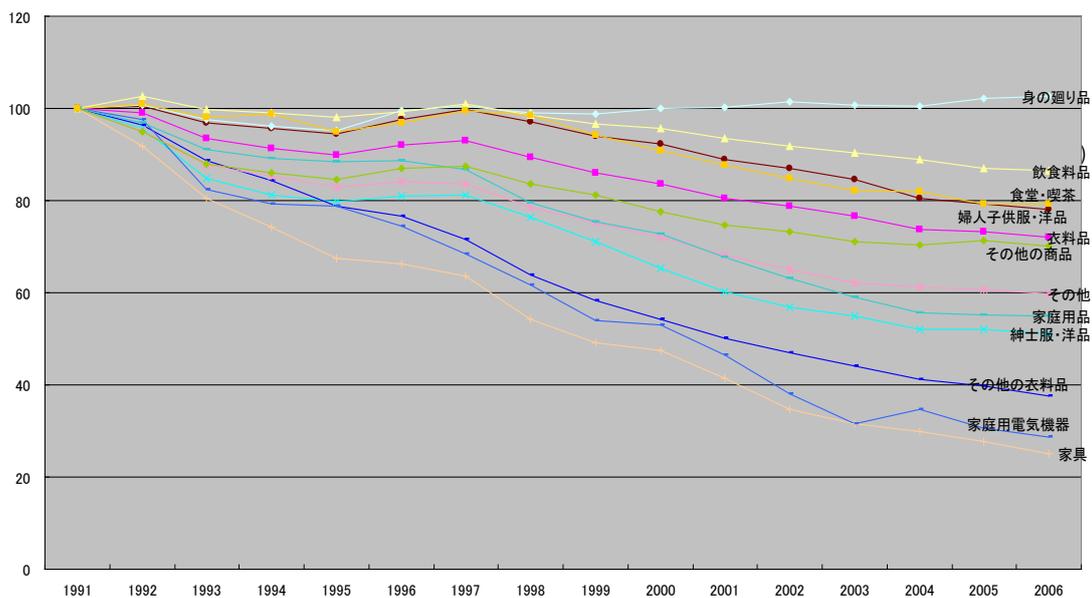
- ① 売上高の4割を衣料品が占める。
- ② 婦人服は衣料品販売額の6割、全商品の中でも約2割以上を占める。



(出所：日本百貨店協会「全国百貨店売上高速報 2007.5」)

(8)商品別売上高の推移 (1991=100)

- ① ピーク時に比し、総じて下落傾向。
- ② 家具、家庭用電気製品、紳士服・用品、家庭用品の落ち込みが著しい。
- ③ 百貨店販売額の落ち込みは、主として専門量販店（ディスカウント店）の台頭によるものと推測される。



(9)百貨店販売額と個別企業売上高との相関（1991～2006）

- ① 百貨店販売額は、専門量販店（ディスカウント店）の売上高と負の相関が見られる（負の完全相関に近い）。
- ② 専門量販店と百貨店は競争関係にあることを示している。

業種	企業名	相関係数	企業名	相関係数
家具	島忠	-0.67	大塚家具	-0.9
家電製品	ヤマダ	-0.93	コジマ	-0.92
衣料品	ファストリ	-0.92	しまむら	-0.98
紳士服	AOKI	0.2	はるやま	-0.92

(10)業界分析のまとめ

- ① 景気拡大にもかかわらず小売業界の売り上げ回復は進んでいない。人口減で国内の小売市場が縮小傾向にある中、専門店や駅ナカ、六本木ヒルズ、東京ミッドタウンなどの新しい商業施設、インターネット通信販売などが台頭し、業態を超えた競争と再編の動きは日に日に激しさを増している。
- ② 百貨店が得意とする衣料品や宝飾品など、少し贅沢な商品の販売が成り立つのは最近では大都市中心部の店舗に限られてきた。このため大都市を巡る投資競争で後れをとると経営基盤が揺らぐとの危機感が強い。
- ③ 合併や提携が相次いでいるが、これは商品の仕入れを共通化したり、総務や人事等の間接部門を削減したりしてコストを抑え、競争力を高めようとする、生き残りかけた究極の選択である。また、百貨店は「イメージ産業」と言ってよいほどで、看板、のれん、包装紙のマークなどが非常に大切な財産となっており、顧客をつなぎ留めるには、経営統合してもブランドに対する顧客の信頼を最大限に生かす必要がある。
- ④ 日本の消費市場は少子高齢化などに伴い成熟市場となっている。成熟市場では、単に商品を流すという従前のサービスだけではジリ貧に陥ってしまう。また、近年においては、消費の内容が「モノ」消費からサービスなど「コト」への消費に移っている。常に新しい仕掛けを提案しないとモノ消費につながらない。ブランドに慢心せず、時代のニーズに目を向け改革に取り組まなければ、消費者の心はつかめない。

(11)今後の展望

- ① 百貨店再編の波は確実に地方へも波及し、統合や提携がもっと増えて、店舗名は変わらなくても同じ持ち株会社の傘下に入っているというケースが増えると予想される。
- ② その一方で、米国の業界再編の軌跡を辿っているようにも見える。1970年には全米で202社あった百貨店が、80年代以降に活発になったM&Aの結果、90年には150社、さらに2006年には17社まで劇的に減った。この再編・統合で、「メーシーズ・グループ」という巨人が誕生したが、注目すべきは、同社が傘下に入れた百貨店の看板を「メーシーズ」に統一し始めたことである。先行事例の米国の歴史をなぞるとすれば、「のれん」を大事にしてきた日本の百貨店にも変化が起きることになる（2007.7.30 日本経済新聞夕刊）。
- ③ 欧米の百貨店が相次いでドバイ、ドーハなど中東主要都市への出店を加速している（2007.5.9 日本経済新聞）。日本と同じように、欧米においても国内市場では販売が伸び悩んでおり、中東を中国、インドなどに続く新興成長市場と位置づけ、海外での多角展開に大きな成長機会を見込んでいる。

3.企業分析(担当:能登・山口)

(1)経営指標と最高株価

①最高株価と各種経営指標との相関を見ると、「経常利益」との相関の高さが共通。

(高島屋)

	2003	2004	2005	2006	2007	相関係数	0.9<
売上高	1,184,236	1,114,481	1,026,353	1,031,150	1,049,405	-0.83	
経常利益	17,191	26,654	32,673	36,752	39,543	0.91	○
当期純利益	3,935	-3,609	13,946	21,192	25,319	0.91	○
純資産額	181,676	183,275	195,407	227,255	286,829	0.77	
総資産額	841,145	798,543	771,483	765,487	782,996	-0.81	
PBR	595.87	594.45	634.09	737.25	859.36	0.83	
EPS	12.90	-11.88	45.25	68.76	77.82	0.92	○
潜在株式調整後 EPS			43.23	65.75	74.65	0.82	
自己資本比率	21.6%	22.9%	25.3%	29.7%	36.2%	0.84	
ROE	2.2%	-2.0%	7.4%	10.0%	9.9%	0.90	
PER	37.7		23.1	24.7	19.9	-0.81	
最高株価	850	982	1,438	2,125	1,893		

(大丸)

	2003	2004	2005	2006	2007	相関係数	0.9<
売上高	793,905	818,870	810,693	822,584	837,032	0.76	
経常利益	17,198	22,243	25,387	30,170	33,353	0.93	○
当期純利益	5,171	11,879	14,499	16,025	17,304	0.79	
純資産額	60,828	65,114	77,328	91,803	109,308	0.94	○
総資産額	392,578	375,647	361,749	370,364	375,513	-0.35	
PBR	227.13	242.97	289.82	347.88	400.29	0.96	○
EPS	19.28	44.12	53.99	60.11	65.65	0.80	
潜在株式調整後 EPS	19.20	43.63	53.95	60.02	65.55	0.80	
自己資本比率	15.5%	17.3%	21.4%	24.8%	28.1%	0.94	○
ROE	8.7%	18.9%	20.4%	19.0%	17.5%	0.37	
PER	20.75	15.66	17.08	26.22	25.00	0.87	
最高株価	710	706	1,017	1,894	1,888		

(伊勢丹)

	2003	2004	2005	2006	2007	相関係数	0.9<
売上高	601,897	614,810	628,996	760,038	781,798	0.99	○
経常利益	17,109	16,157	21,907	30,925	33,416	0.96	○
当期純利益	7,701	-3,093	12,619	18,710	18,291	0.79	
純資産額	154,664	153,128	163,930	194,789	213,194	0.94	○
総資産額	420,938	423,565	461,579	493,553	474,895	0.91	○
PBR	695.98	689.29	736.84	867.91	901.87	0.97	○
EPS	34.42	-13.93	56.46	83.23	82.43	0.78	
潜在株式調整後 EPS			56.30	82.71	82.02	1.00	○
自己資本比率	36.7%	36.2%	35.5%	39.5%	41.8%	0.87	
ROE	5.1%	-2.0%	8.0%	10.4%	9.3%	0.70	
PER	22.95		24.74	30.82	24.93	0.76	
最高株価	1,451	1,615	1,728	2,750	2,625		

(三越)

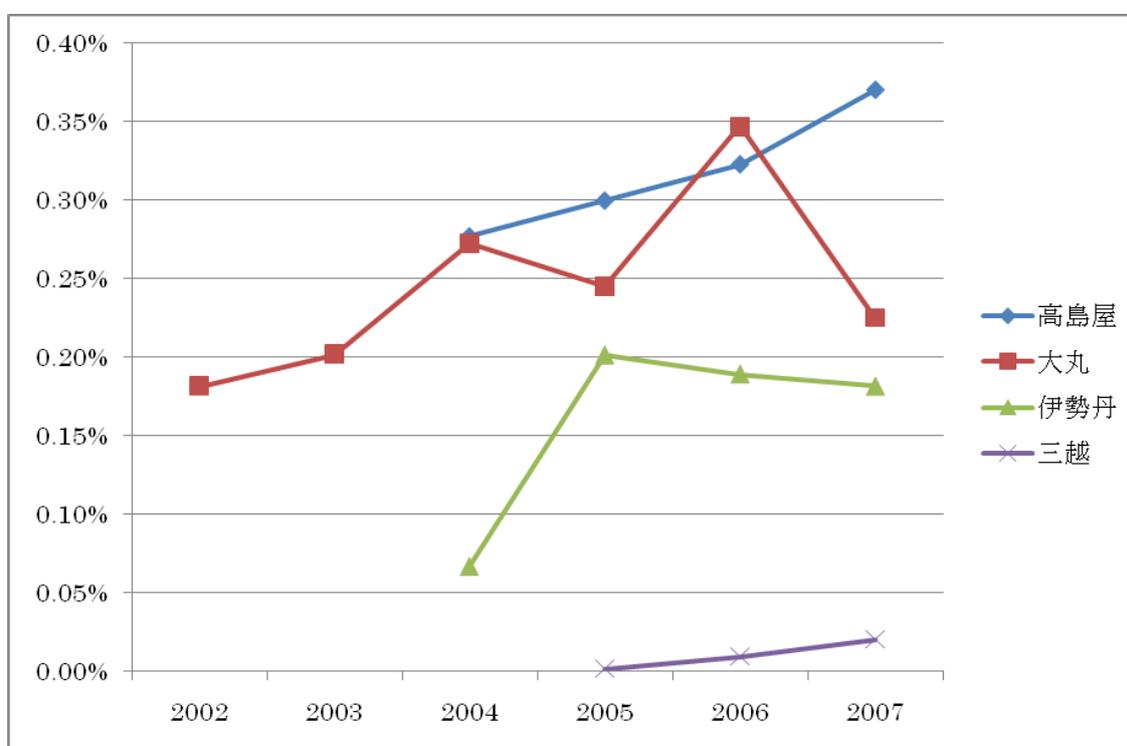
	2003	2004	2005	2006	2007	相関係数	0.9<
売上高		470,491	887,782	842,009	804,120	0.87	
経常利益		12,662	16,898	19,943	17,019	0.95	○
当期純利益		6,705	-4,067	9,088	12,936	0.27	
純資産額		134,235	129,025	140,018	162,840	0.48	
総資産額		612,463	636,879	597,349	577,672	-0.45	
PBR		271.74	261.36	283.92	329.85	0.49	
EPS		13.24	-8.60	18.24	26.45	0.28	
潜在株式調整後 EPS				16.86	24.51	-1.00	
自己資本比率		21.9%	20.3%	23.4%	28.1%	0.48	
ROE		5.0%	-3.1%	6.8%	8.6%	0.25	
PER		38.10		36.50	20.80	-0.48	
最高株価		504	696	818	780		

(2)ポイント引当金

- ① 高島屋、大丸は保守的にポイント引当金を計上している
- ② 三越のポイント引当金売上高比率は極めて低い。

2007.7.25 日本経済新聞夕刊によると、国際会計基準理事会は「ポイント」の会計処理で初の統一指針をまとめた。顧客が利用するまでポイントに相当する金額を売り上げから除外し、負債として計上する。2008年7月以降に始まる決算期から適用する。

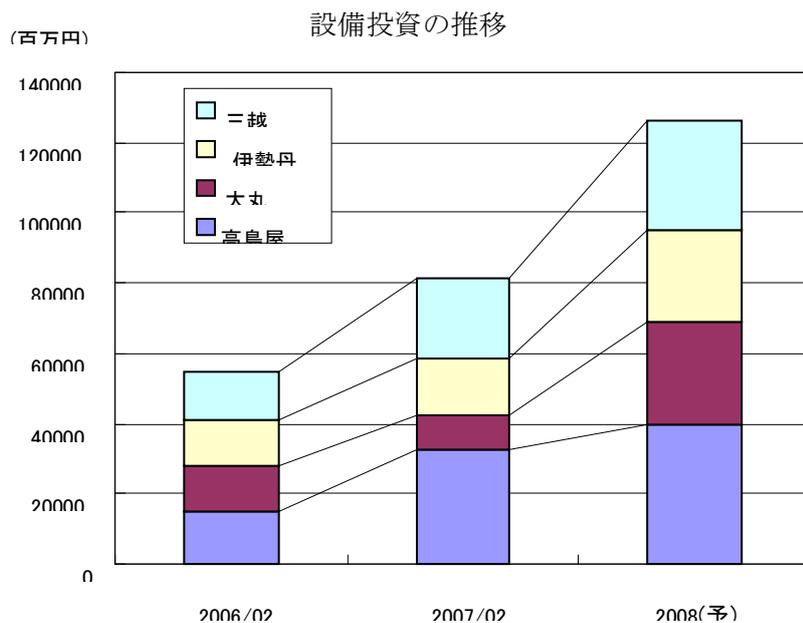
この統一指針を受け、日本もポイントに関する会計基準の整備を迫られる可能性が出てきた。



(出所：各社有価証券報告書)

(3) 設備投資計画と売上高成長率

- ① 各社とも新規出店や店舗改装を推進。大幅な設備投資増加を正当化するため強気の予算編成。
- ② 各社が一斉に設備投資に踏み切ること集客効果が減少し、売上未達となる可能性。特に、大丸と三越の売上高に関する会社予想は強気。



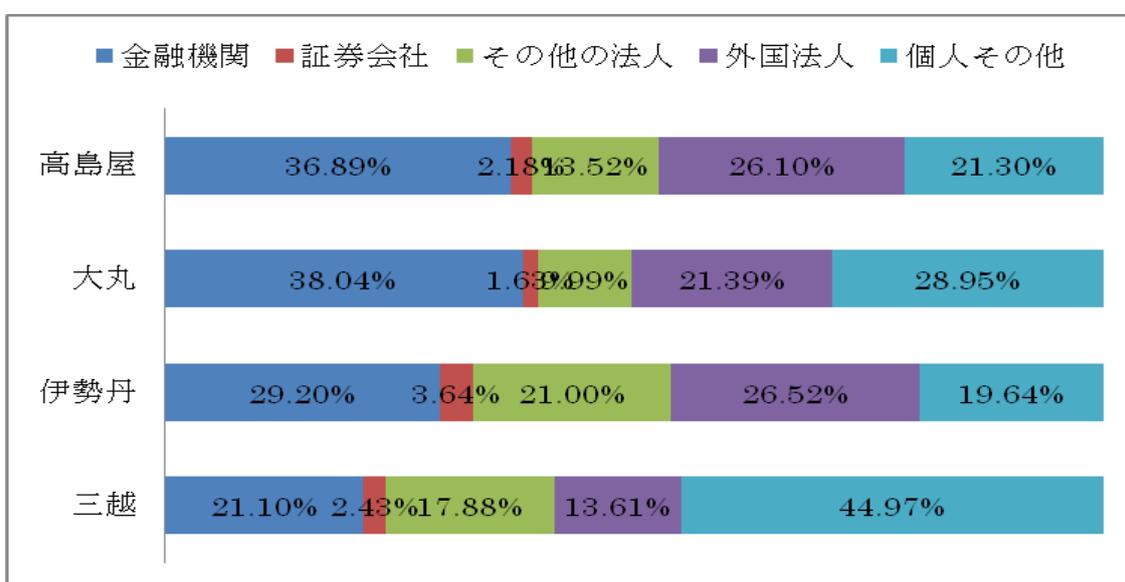
売上高成長率の実績と今期予想

企業名	2006年	2007年	2008年(予)
三越	-5.16%	-4.50%	-0.35%
大丸	1.47%	1.76%	2.86%
高島屋	0.47%	1.77%	1.01%
伊勢丹	20.83%	2.86%	0.03%

(出所:各社決算短信)

(3)株式保有者

- ① 高島屋と大丸は金融機関の保有割合が高く、三越は個人その他の保有割合が半数近くを占める。
- ② 外国法人の保有割合は、大丸が約 20%で、高島屋と伊勢丹が約 25%を占める。最近、外国人投資家から百貨店の保有資産の問い合わせが増えているという報道。
- ③ 盛り上がり欠ける小売株を投資対象から外していた外国人が「含み益」を手がかりに再評価する動きも。

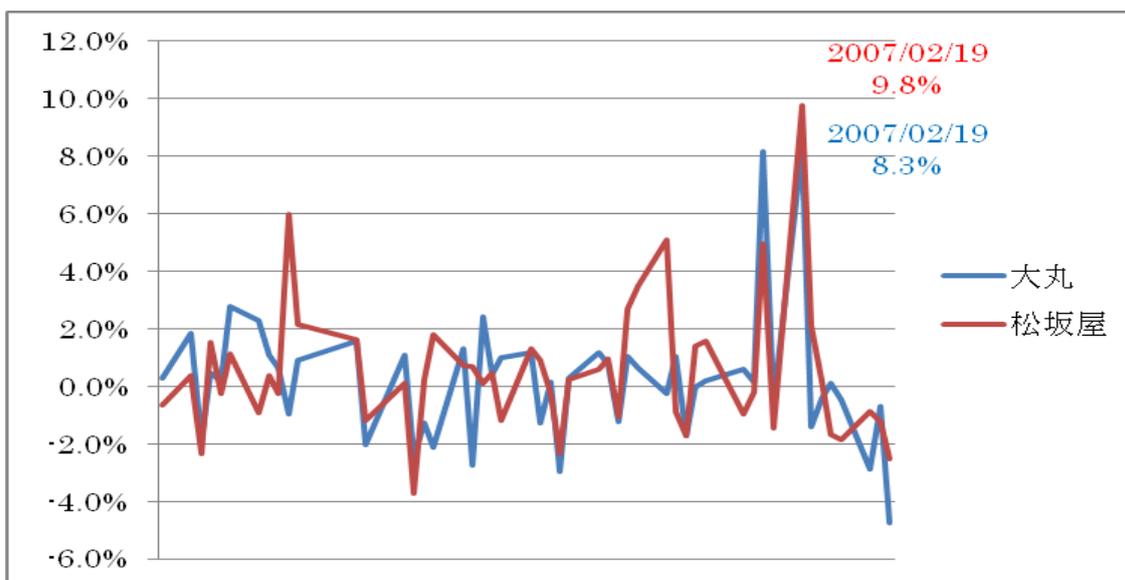


(出所：各社有価証券報告書)

(4) イベント分析 (提携報道に伴う株価の反応)

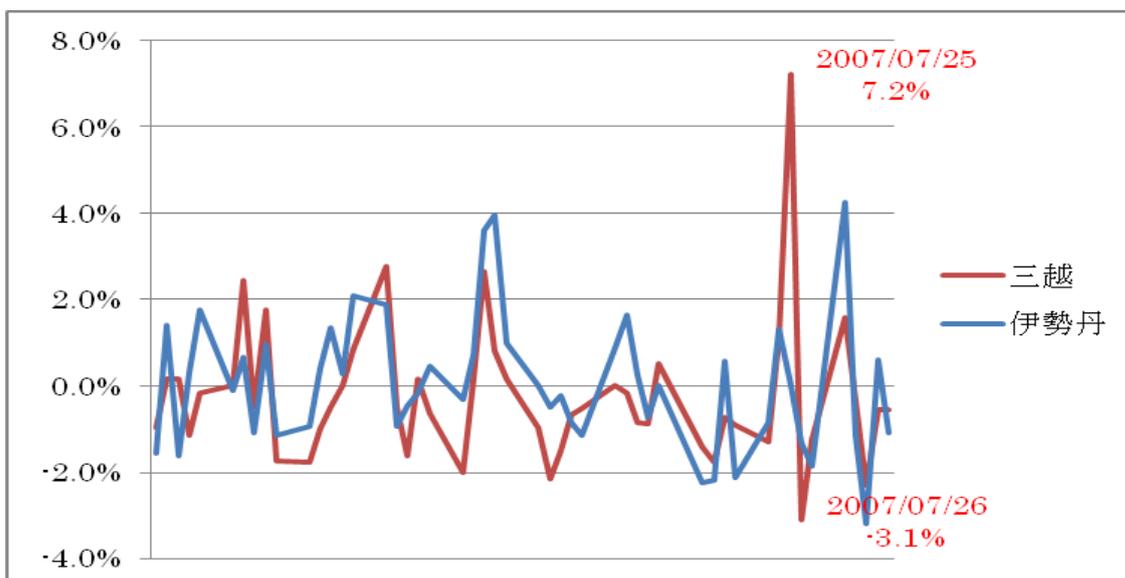
① J. フロントリテイリング (2006.12.14~2007.2.28)

- ・ 2007.2.17 に第一報が流れると、翌営業日の 19 日に大丸株 (+8.3%)、松坂屋株 (+9.8%) と共に大きく反応した。



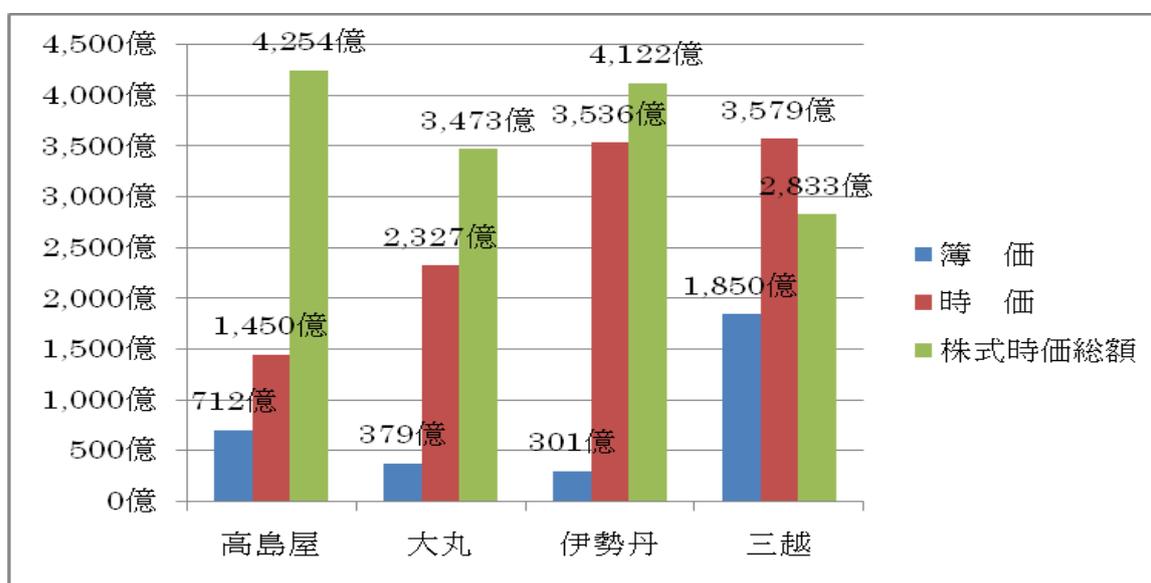
② 三越・伊勢丹連合 (2007.5.25~2007.8.3)

- ・ 2007.7.25 に第一報が流れると三越株は大きく反応した (+7.2%)。
- ・ 一方の伊勢丹株はこの日±0%であった。
- ・ 翌日の三越株はこの期間最大の下げ (-3.1%) を記録した。



(5)不動産（土地）含み益の推計

- ① 各社とも莫大な含み益を有する。三越については、不動産（土地）の時価が株式時価総額を上回っている。
- ② 時価と簿価との差については、高島屋と三越で約 2 倍、大丸で約 6 倍、伊勢丹に至っては約 12 倍となっている。
- ③ 大丸は東京店の約 24 倍、伊勢丹は本店の約 17 倍がこうした差をもたらしている大きな要因となっている。
- ④ 最も大きな差は、三越新宿アルコット店（伊勢丹本店と同じ通り沿い）の約 42 倍。



(出所：各社有価証券報告書・公示地価・相続税路線価・Yahoo ファイナンス)

(時価計算方法)

付近に地価公示地が存する場合は、H19.1.1 時点の公示地価を採用。

付近に地価公示地が存しない場合は、H18.1.1 時点の相続税路線価（公示地価の 0.8 掛け水準）を採用。

(高島屋)

	面積	簿価	m ² 単価	時価	m ² 単価	単価 格差	含み益
本社大阪店	3,868	3,818,000,000	987,073	15,355,960,000	3,970,000	4倍	11,537,960,000
京都店	11,338	14,240,000,000	1,255,953	37,755,540,000	3,330,000	3倍	23,515,540,000
洛西店	6,001	747,000,000	124,479	810,135,000	135,000	1倍	63,135,000
本社東京店	9,710	45,608,000,000	4,697,013	83,117,600,000	8,560,000	2倍	37,509,600,000
新宿店	289	1,252,000,000	4,332,180	979,710,000	3,390,000	1倍	-272,290,000
大宮店	3,376	4,149,000,000	1,228,969	4,962,720,000	1,470,000	1倍	813,720,000
柏店	1,935	1,362,000,000	703,876	1,993,050,000	1,030,000	1倍	631,050,000
合計		71,176,000,000		144,974,715,000			73,798,715,000

(大丸)

	面積	簿価	m ² 単価	時価	m ² 単価	単価 格差	含み益
大阪心齋 橋店	18,044	11,994,000,000	664,708	121,797,000,000	6,750,000	10倍	109,803,000,000
東京店	3,265	1,805,000,000	552,833	43,163,300,000	13,220,000	24倍	41,358,300,000
京都店	10,880	8,867,000,000	814,982	21,760,000,000	2,000,000	2倍	12,893,000,000
神戸店	22,401	2,580,000,000	115,173	30,241,350,000	1,350,000	12倍	27,661,350,000
札幌店	8,520	12,610,000,000	1,480,047	15,762,000,000	1,850,000	1倍	3,152,000,000
合計		37,856,000,000		232,723,650,000			194,867,650,000

(伊勢丹)

	面積	簿価	㎡単価	時価	㎡単価	単価 格差	含み益
本店	21,000	19,848,000,000	945,143	344,400,000,000	16,400,000	17倍	324,552,000,000
浦和店	5,000	5,254,000,000	1,050,800	5,800,000,000	1,160,000	1倍	546,000,000
相模原店	10,000	5,011,000,000	501,100	3,400,000,000	340,000	1倍	-1,611,000,000
合計		30,113,000,000		353,600,000,000			323,487,000,000

(三越)

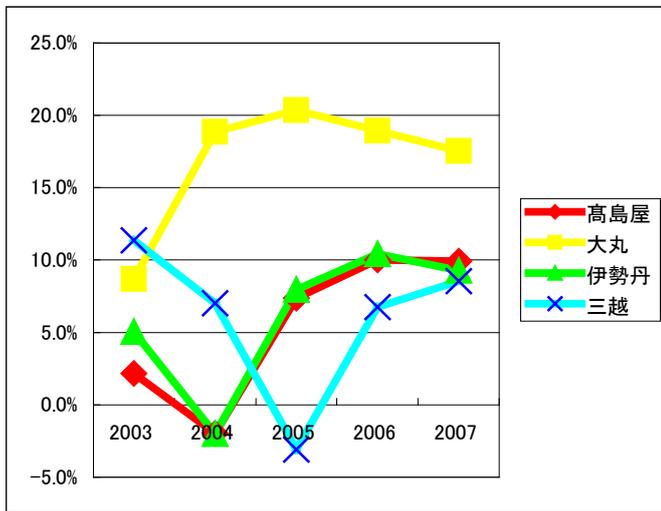
	面積	簿価	㎡単価	時価	㎡単価	単価 格差	含み益
本店	12,845	92,495,000,000	7,200,856	118,816,250,000	9,250,000	1倍	26,321,250,000
新宿アルコ ット店	3,502	1,383,000,000	394,917	57,432,800,000	16,400,000	42倍	56,049,800,000
銀座店	3,557	58,934,000,000	16,568,457	108,844,200,000	30,600,000	2倍	49,910,200,000
池袋店	5,560	2,534,000,000	455,755	22,907,200,000	4,120,000	9倍	20,373,200,000
新潟店	5,219	2,476,000,000	474,420	1,826,650,000	350,000	1倍	-649,350,000
仙台店	2,195	1,488,000,000	677,904	3,007,150,000	1,370,000	2倍	1,519,150,000
札幌店	3,391	6,900,000,000	2,034,798	9,494,800,000	2,800,000	1倍	2,594,800,000
名古屋栄 店	3,188	11,509,000,000	3,610,100	22,634,800,000	7,100,000	2倍	11,125,800,000
広島店	1,717	684,000,000	398,369	2,506,820,000	1,460,000	4倍	1,822,820,000
高松店	7,540	2,953,000,000	391,645	2,412,800,000	320,000	1倍	-540,200,000
松山店	7,411	1,990,000,000	268,520	6,025,143,000	813,000	3倍	4,035,143,000
鹿児島店	2,874	1,650,000,000	574,113	1,954,320,000	680,000	1倍	304,320,000
合計		184,996,000,000		357,862,933,000			172,866,933,000

4.アナリストの視点(担当:能登)

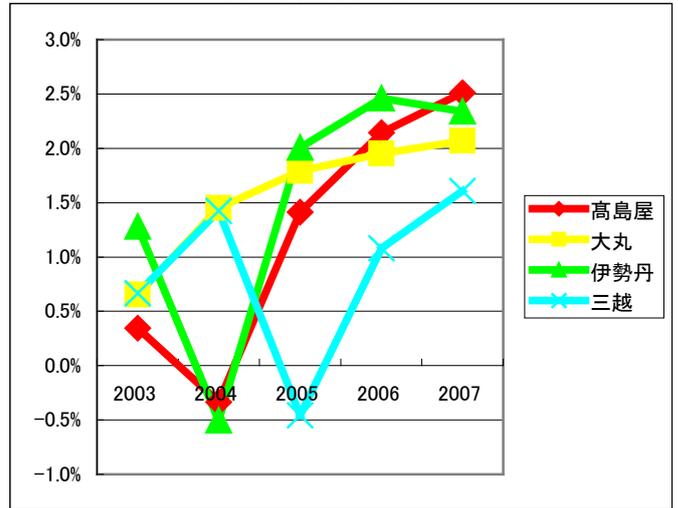
(1) 収益性分析

- ① 大丸の ROE が高い。その理由は売上高回転率が高いからである。
- ② 三越の売上高利益率の回復が顕著である。
- ③ 各社とも財務レバレッジは低下傾向にある。

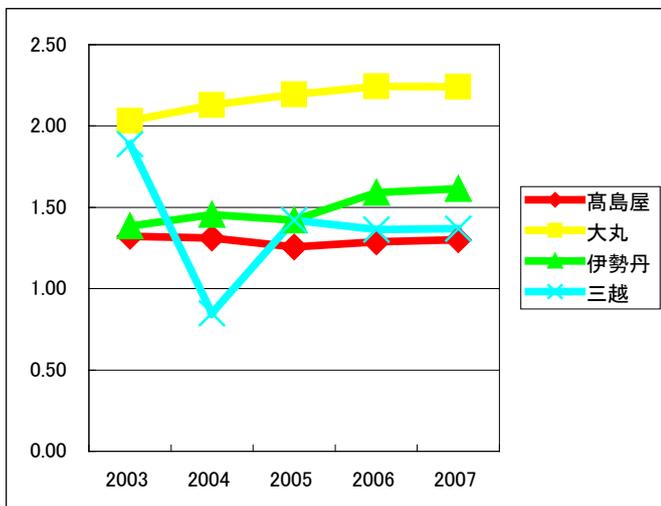
ROE



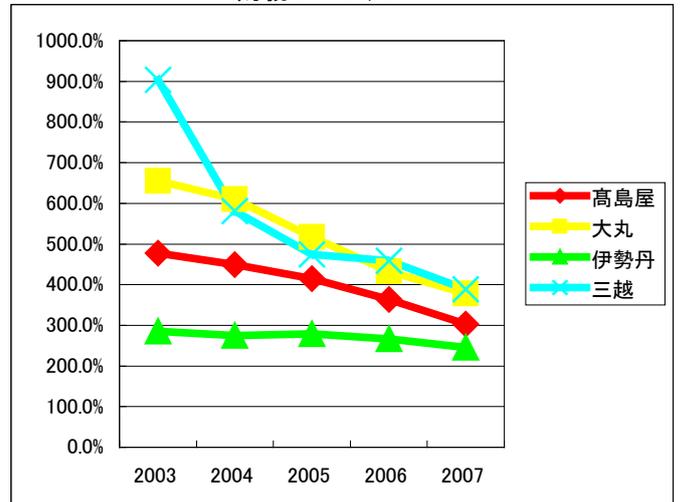
売上高純利益率



総資本回転率

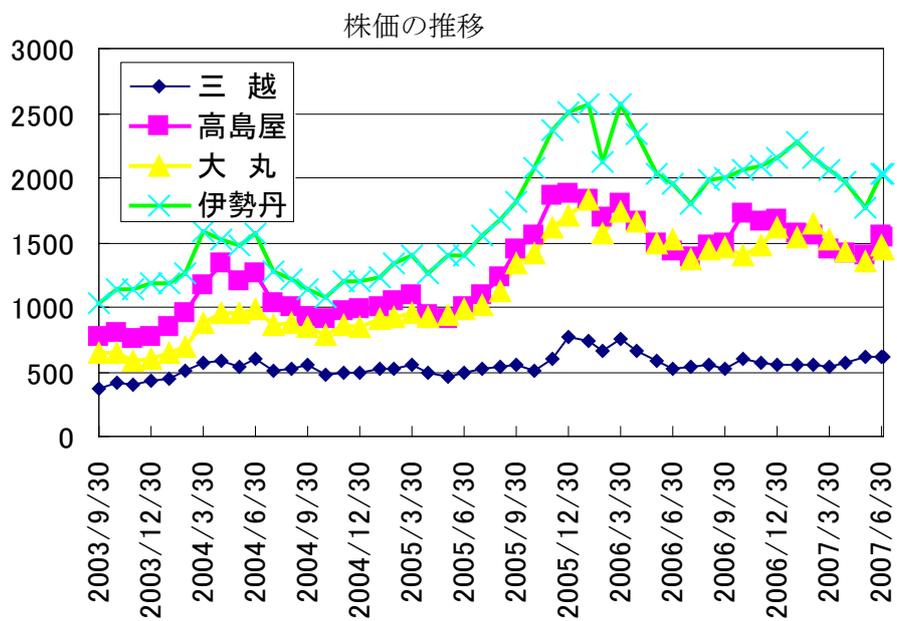


財務レバレッジ



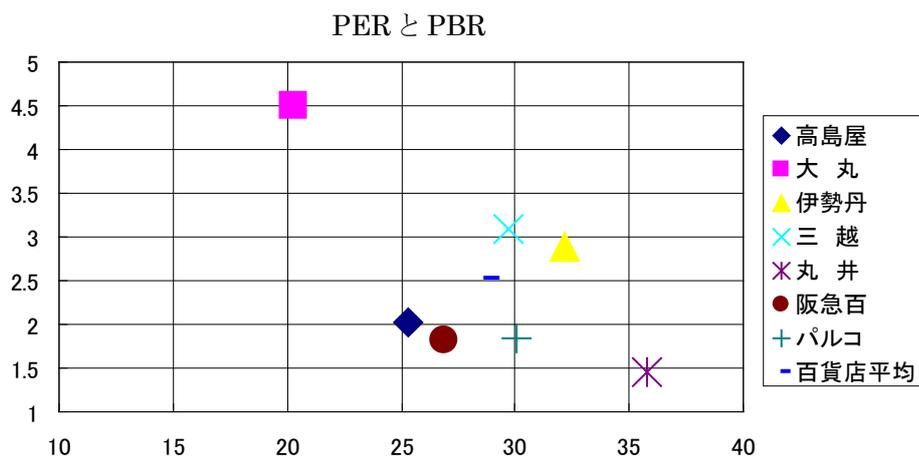
(2) 株価推移

① 三越の株価低迷が顕著である。



(4) PER と PBR

- ① 高島屋は PER・PBR とともに業界平均よりも割安であることを示している。
- ② 大丸は、業界平均に比して PER では割安であるが PBR では割高となっている。松坂屋との合併を控えているため、評価は難しい。



横軸PBR(2006年度実績)
 縦軸PER(2007年度QUICKコンセンサス)
 単位: 倍

(5) 株価分析

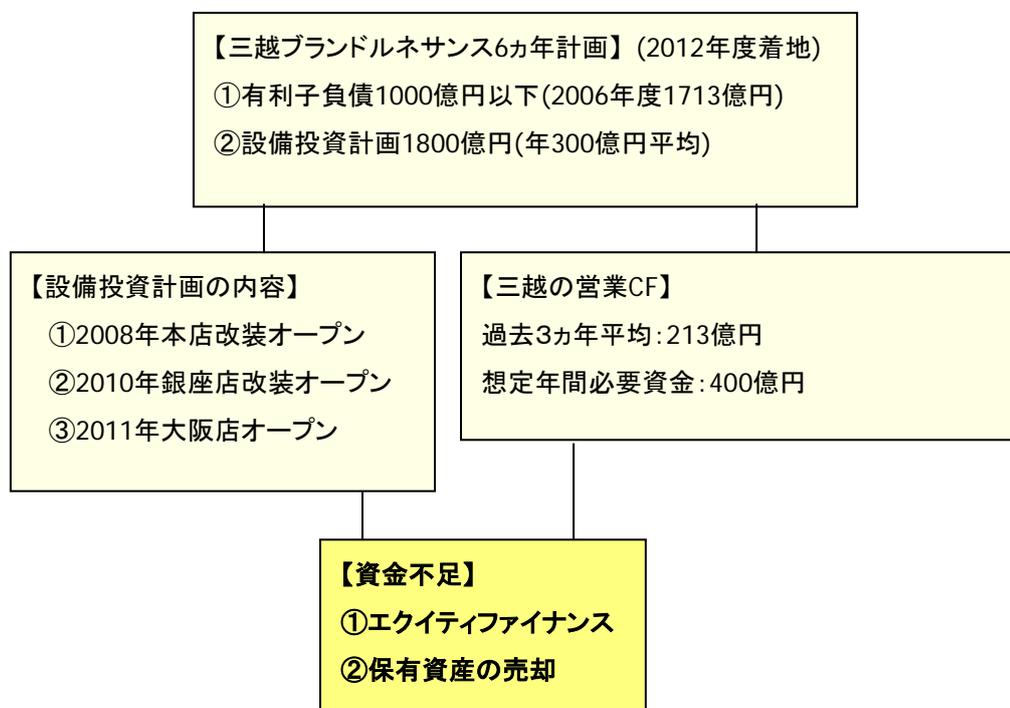
- ① 大丸の株価のみ理論価格を下回った。
- ② 本業の収益力以外の要因(資産の含み益等)で買われている可能性がある。

	高島屋	大丸	伊勢丹	三越
β	1.685	1.483	1.634	1.281
株式コスト	4.6%	4.27%	4.52%	3.95%
負債コスト	1.41%	1.06%	1.01%	0.77%
WACC	3.98%	3.73%	4.09%	2.75%
理論価格	1402	1819	1472	487
市場価格	1533	1416	2005	616
V/P Ratio	1.09	0.78	1.27	1.36

※株式コストはCAPMで計算。 β は直近の決算月末までの100週間から算出。Rfは10年国債市場利回りの1.9%。RmはTOPIXリターンの3.5%。負債コストは2005年3月期の支払利息を期中平均の有利子負債で除した値。理論株価はRimモデル。市場価格は6月28日終値。

(6) 三越の投資判断【V/P ratio:1.36 倍】—Neutral

- ① 業界で一人負けの様相が強い
- ② 中期経営計画「三越ブランド・ルネッサンス 6 年計画に関して」
 - ・ 今春に計画した「三越ブランド・ルネッサンス 6 年計画」は積極的な設備投資と有利子負債の削減を柱とするものである。
 - ・ 本計画によると年間 400 億円ほどの資金が必要であるが、三越の営業 CF は 3 年間で 213 億円に過ぎない。そのため、エクイティ・ファイナンスもしくは保有資産の大規模な売却があると予想。投資判断を **SELL** とした。
 - ・ その後、伊勢丹との経営統合が報じられた。伊勢丹との経営統合により新経営計画の策定が予想されるため、投資判断 **SELL** を撤回。投資判断を **Neutral** として、今後の展開に注目する。
- ③ 伊勢丹との統合効果に関して
 - ・ 伊勢丹との統合により、三越の弱点であった財務体質の脆弱さを改善できる。
 - ・ 間接部門の合理化・仕入れ等に際する価格交渉力の強化等、一定の費用削減効果がある。
 - ・ しかし、若者に絶大な支持を得る伊勢丹と富裕層の支持を集める三越では、その企業文化は大きく異なる。統合が撤回される可能性もあり、統合の成功に楽観はできない。



(7) 伊勢丹の投資判断【V/P ratio:1.27 倍】－BUY

- ① 地下鉄副都心線の開通(2008 年)
 - ・ 来期の減益は地下鉄開通に合わせた新宿本店の全面改装による(新宿本店の売上高は全体の 4 割を占める)。
 - ・ 駅直通となることで新宿駅徒歩 10 分のハンデが消滅。
- ② 不動産含み資産は 3200 億円(時価総額は 4500 億円)
 - ・ 買収資金の大部分を不動産含み益で相殺できる。
- ③ 伊勢丹を中心とした大百貨店連合実現の可能性
 - ・ 岩田屋・丸井今井・東急百貨店・名鉄百貨店へ商品政策システムと情報システムを提供。
 - ・ 三越との経営統合実現の可能性は高い。

(8) 高島屋の投資判断【V/P ratio:1.09 倍】－Neutral

- ① 毎年、中期経営計画を上方修正する。
 - ・ 計画の保守性が極めて高い。
- ② 地下鉄副都心線の開通・JR 新宿駅南口の再開発。
 - ・ 2007 年に新宿店を全面リニューアル。

(9) 大丸の投資判断【V/P ratio:1.27 倍】－Neutral

- ① 土地の含み益は 1800 億円(時価総額は 4000 億円)。
- ② 割安感はあるが、松坂屋との統合効果が未知数
 - ・ 短期的に先行費用が発生する可能性。
 - ・ 一般に、統合効果の顕在化には数年の年月が必要。

(10)RIM 分析詳細

①伊勢丹

伊勢丹		パラメータ	FY1	FY2	FY3	Ltg	
8238		EPS 予想	82.43	66.02	76.79	-1.80%	
	BPS0	1株当たり株主資本(直近)	901.87				
	r	割引率	4.52%				
	k	配当性向	17.00%				
		目標 ROE (業界平均)	8.37%				
							Price
							2008/6/28 2005
		T	1	2	3	4	5
決算年度			Mar-07	Mar-08	Mar-09	Mar-10	Mar-11
長期 EPS 成長率 (Ltg)					-1.80%		
EPS 予想	FEPS		82.43	80.95	79.49	78.06	76.66
1株当たり株主資本(期首)	B	BPS(t-1)+FEPS(t)-DPS(t)	901.87	970.29	1037.47	1103.45	1168.25
Implied ROE		FEPS (t) /BPS(t-1)	0.091	0.083	0.077	0.071	0.066
推計 ROE	ROE		0.091	0.083	0.077	0.071	0.066
異常 ROE	AROE	(ROE-r)	0.046	0.038	0.031	0.026	0.020
株主資本の成長率	GROWRH	(1-k)*(ROEt-1)	0.000	0.076	0.069	0.064	0.059
株主資本の成長率(複利)			1.000	1.076	1.150	1.224	1.295
GROWTH*AROE			0.046	0.041	0.036	0.031	0.027
Discount rate			1.045	1.092	1.142	1.193	1.247
P/B 増分		PV(GROWTH*AROE)	0.044	0.038	0.032	0.026	0.021
Cum P/B			1.044	1.082	1.114	1.140	1.161
Terminal 価値の現在価値			0.980	0.835	0.702	0.581	0.471
Total P/B	C	(t 年で推計を停止)	2.024	1.917	1.816	1.721	1.632
Implied Price	C*BPS0		1826	1729	1638	1552	1472

③ 大丸

大丸		パラメータ	FY1	FY2	FY3	Ltg	
8234		EPS 予想	65.65	69.70	76.75	8.14%	
	BPS0	1株当たり株主資本(直近)	400.29				
	r	割引率	4.27%				
	k	配当性向	15.72%				
		目標 ROE (業界平均)	8.37%				
							Price
							2008/6/28 1416
		t	1	2	3	4	5
決算年度			Feb-07	Feb-08	Feb-09	Feb-10	Feb-11
長期 EPS 成長率 (Ltg)					8.14%		
EPS 予想	FEPS		65.65	71.00	76.78	83.03	89.79
1株当たり株主資本(期首)	B	$BPS(t-1)+FEPS(t)-DPS(t)$	400.29	455.62	515.46	580.16	650.14
Implied ROE		$FEPS(t)/BPS(t-1)$	0.164	0.156	0.149	0.143	0.138
推計 ROE	ROE		0.164	0.156	0.149	0.143	0.138
異常 ROE	AROE	$(ROE-r)$	0.121	0.113	0.106	0.100	0.095
株主資本の成長率	GROWRH	$(1-k)*(ROEt-1)$	0.000	0.138	0.131	0.126	0.121
株主資本の成長率(複利)			1.000	1.138	1.288	1.449	1.624
GROWTH*AROE			0.121	0.129	0.137	0.145	0.155
Discount rate			1.043	1.087	1.134	1.182	1.233
P/B 増分		$PV(GROWTH*AROE)$	0.116	0.118	0.121	0.123	0.126
Cum P/B			1.116	1.235	1.355	1.478	1.604
Terminal 価値の現在価値			2.722	2.771	2.824	2.880	2.941
Total P/B	C	(t年まで推計を停止)	3.838	4.006	4.179	4.359	4.545
Implied Price	C*BPS0		1537	1603	1673	1745	1819

④ 高島屋

高島屋		パラメータ	FY1	FY2	FY3	Ltg	
8233		EPS 予想	74.65	62.61	72.99	0.23%	
	BPS0	1株当たり株主資本(直近)	859.36				
	r	割引率	4.60%				
	k	配当性向	12.00%				
		目標 ROE (業界平均)	8.37%				
							Price
							2008/6/28 1533
		T	1	2	3	4	5
決算年度			Feb-07	Feb-08	Feb-09	Feb-10	Feb-11
長期 EPS 成長率 (Ltg)					0.23%		
EPS 予想	FEPS		74.65	74.82	74.99	75.16	75.32
1株当たり株主資本(期首)	B	$BPS(t-1)+FEPS(t)-DPS(t)$	859.36	925.06	990.90	1056.89	1123.03
Implied ROE		$FEPS(t)/BPS(t-1)$	0.087	0.081	0.076	0.071	0.067
推計 ROE	ROE		0.087	0.081	0.076	0.071	0.067
異常 ROE	AROE	$(ROE-r)$	0.041	0.035	0.030	0.025	0.021
株主資本の成長率	GROWRH	$(1-k)*(ROEt-1)$	0.000	0.076	0.071	0.067	0.063
株主資本の成長率(複利)			1.000	1.076	1.153	1.230	1.307
GROWTH*AROE			0.041	0.038	0.034	0.031	0.028
Discount rate			1.046	1.094	1.144	1.197	1.252
P/B 増分		$PV(GROWTH*AROE)$	0.039	0.034	0.030	0.026	0.022
Cum P/B			1.039	1.073	1.103	1.129	1.151
Terminal 価値の現在価値			0.851	0.748	0.652	0.562	0.480
Total P/B	C	(t 年で推計を停止)	1.890	1.821	1.755	1.692	1.631
Implied Price	C*BPS0		1624	1565	1508	1454	1402

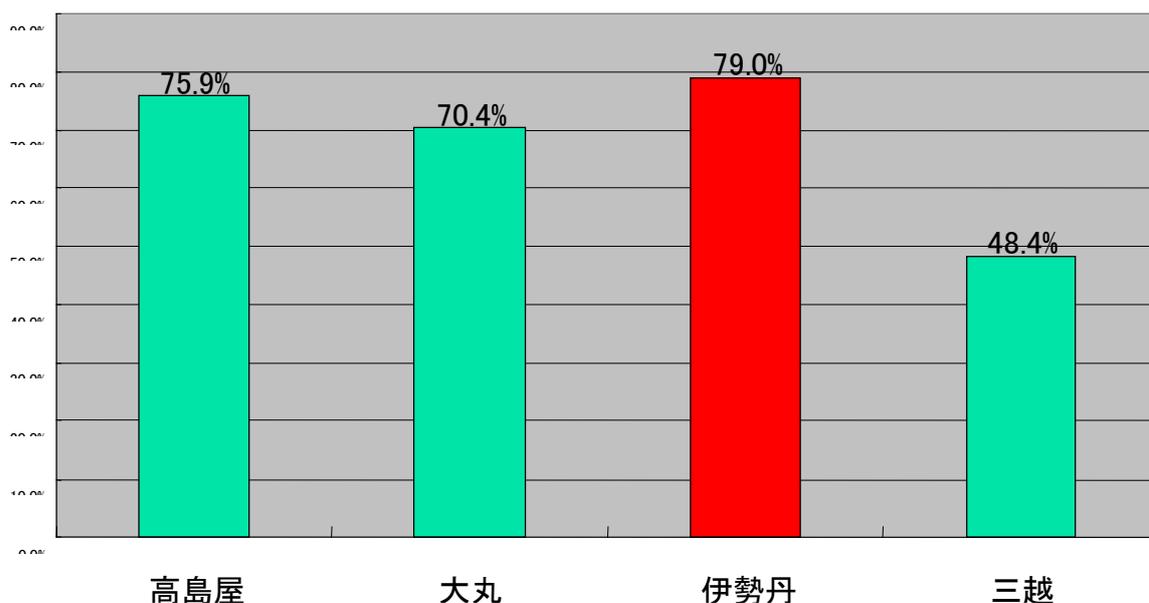
5.Bankerの視点(担当:山口)

(1) 安全性分析

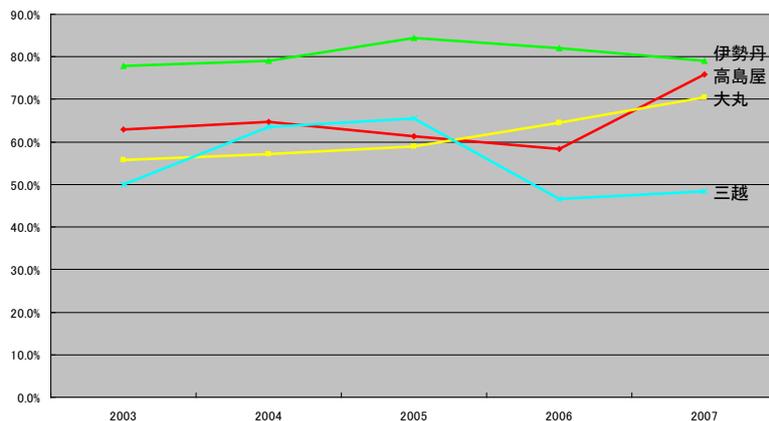
①流動比率(短期)

- この比率は歴史的に“Two to One Ratio”などとも呼ばれてきたように、200%以上が好ましい。「日経経営指標 2006」によれば、全産業平均は124.93%。百貨店は総じて100%を割っているのが特徴。過去5年を見ると、伊勢丹が高く、三越が低い。
- 経営統合効果(単純合算)は、J.フロントリテイリングが67.4%、三越・伊勢丹連合が63.6%。三越の比率の悪さを伊勢丹の比率の良さが補う形となる。

(クロスセクション)



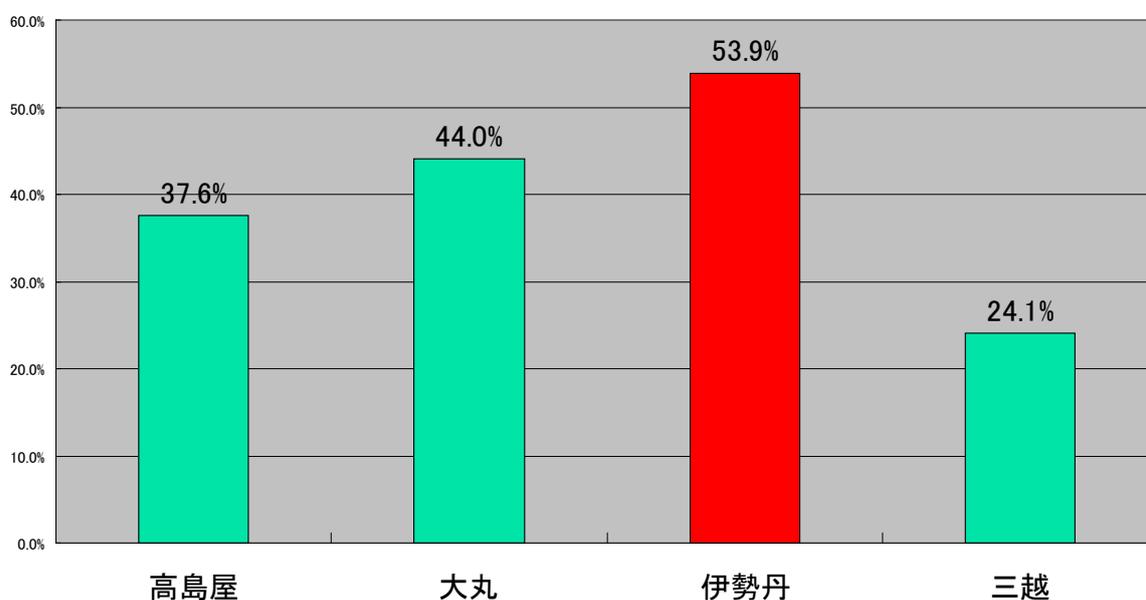
(時系列)



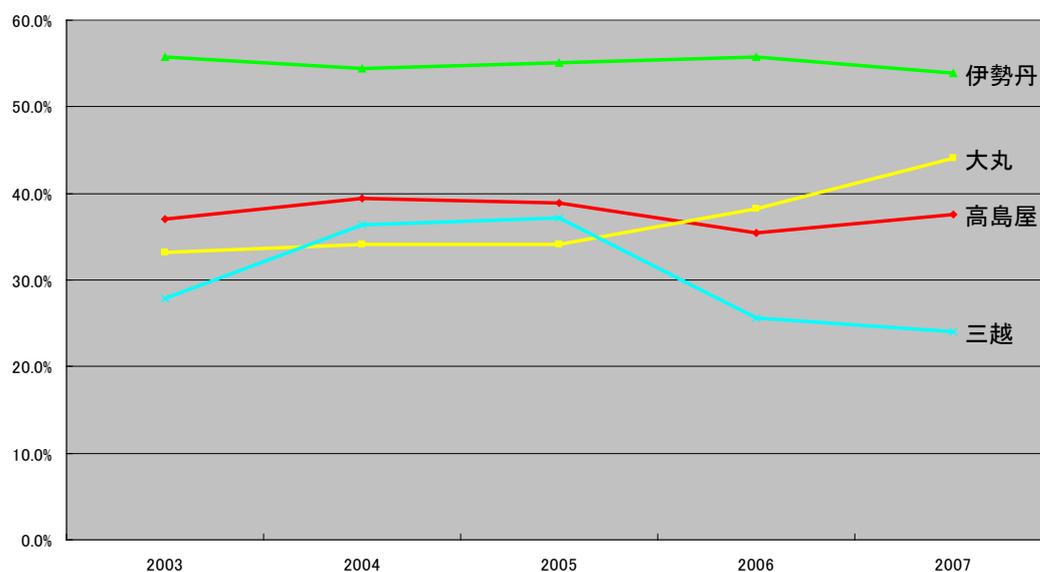
②当座比率（短期）

- この比率が 100%を超えていれば、その企業は安全性が高いといえるが、百貨店は総じて 50%前後となっているのが特徴。過去 5 年を見ると、伊勢丹が高く、三越が低い。
- 経営統合効果（単純合算）は、J.フロントリテイリングが 41.6%、三越・伊勢丹連合が 38.9%。三越の比率の悪さを伊勢丹の比率の良さが補う形となる。
- 結果的に、この比率は業界各社押しなべて 4 割前後となる。

（クロスセクション）



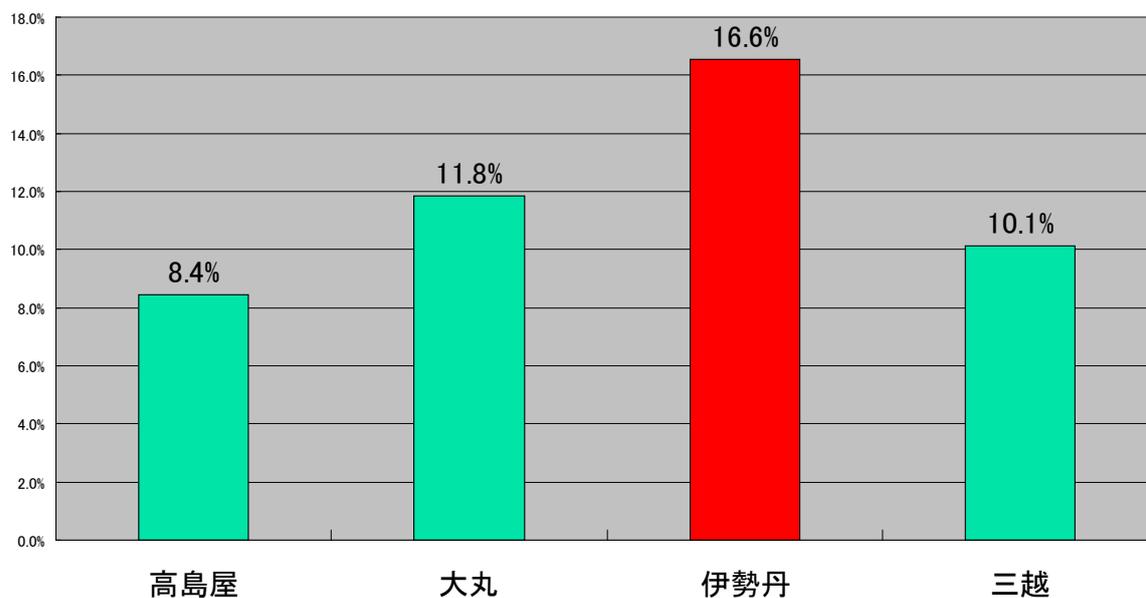
（時系列）



③営業 CF 対流動負債比率（短期）

- ・ 伊勢丹が 2004 年に一時落ち込むものの、その後改善する。高島屋が 2005 年まで大幅に落ち込み、その後低位横ばい（これらの要因については、後記「営業活動による CF」の項参照）。
- ・ 経営統合効果（単純合算）は、J.フロントリテイリングが 11.4%、三越・伊勢丹連合が 13.3%。三越の比率の悪さを伊勢丹の比率の良さが補う形となる。

（クロスセクション）



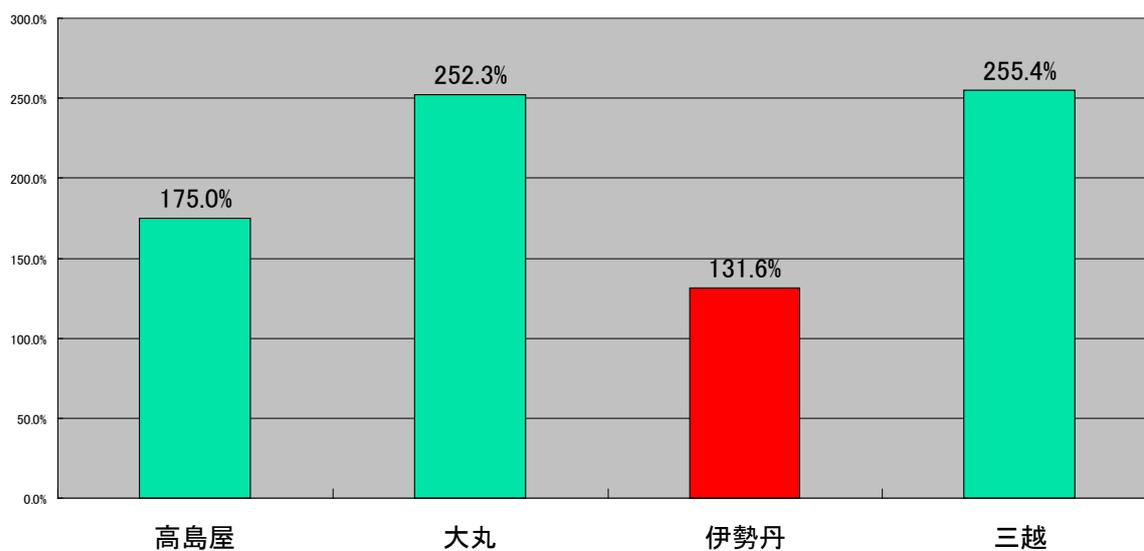
（時系列）



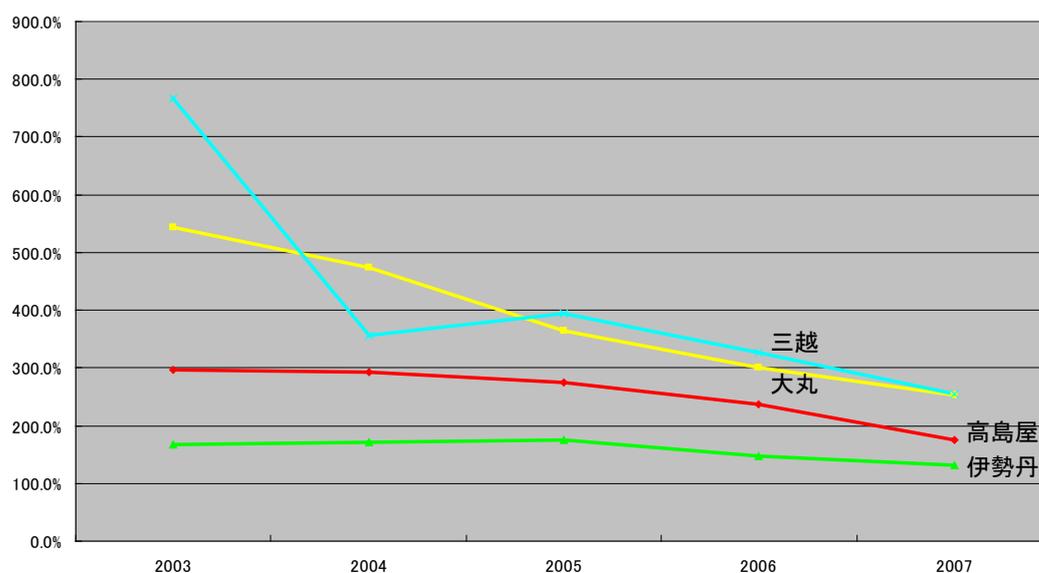
④負債比率（長期）

- ・ 伊勢丹の財務体質の良さが際立つ。最近においては、三越と大丸の比率が大幅に改善されてきている。
- ・ 経営統合効果（単純合算）は、J.フロントリテイリングが 246.8%、三越・伊勢丹連合が 187.3%。三越の比率の悪さを伊勢丹の比率の良さが補う形となる。

（クロスセクション）



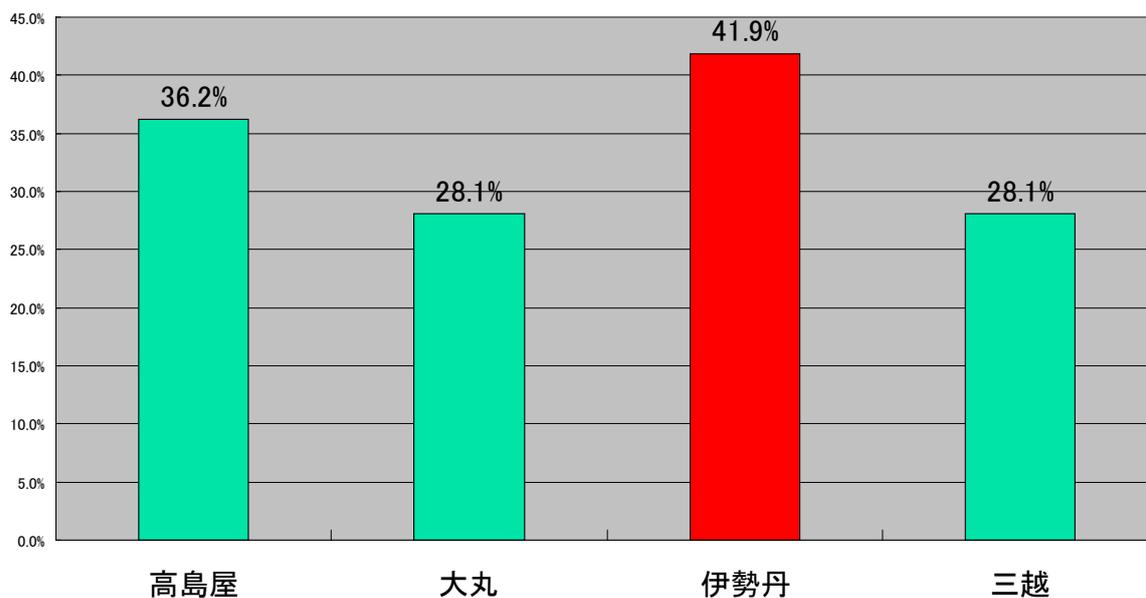
（時系列）



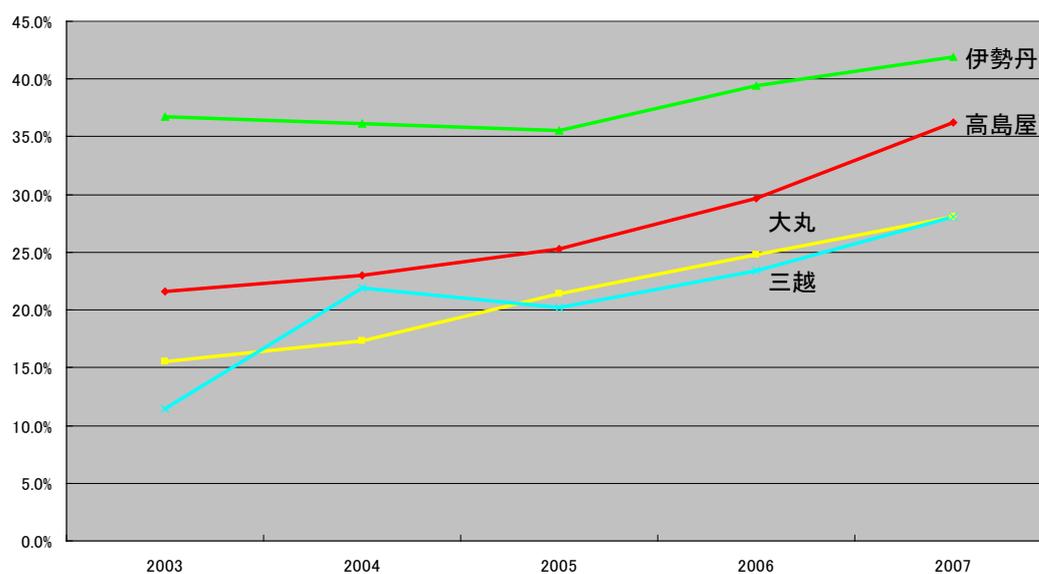
⑤自己資本比率（長期）

- ・ 「日経経営指標 2006」によれば、全産業平均は 32.50%。各社共に財務体質が改善傾向にあり、この平均前後の値となってきた。とりわけ、伊勢丹の財務体質の良さが際立つ。
- ・ 経営統合効果（単純合算）は、J.フロントリテイリングが 28.6%、三越・伊勢丹連合が 34.3%。三越の比率の悪さを伊勢丹の比率の良さが補う形となる。

（クロスセクション）



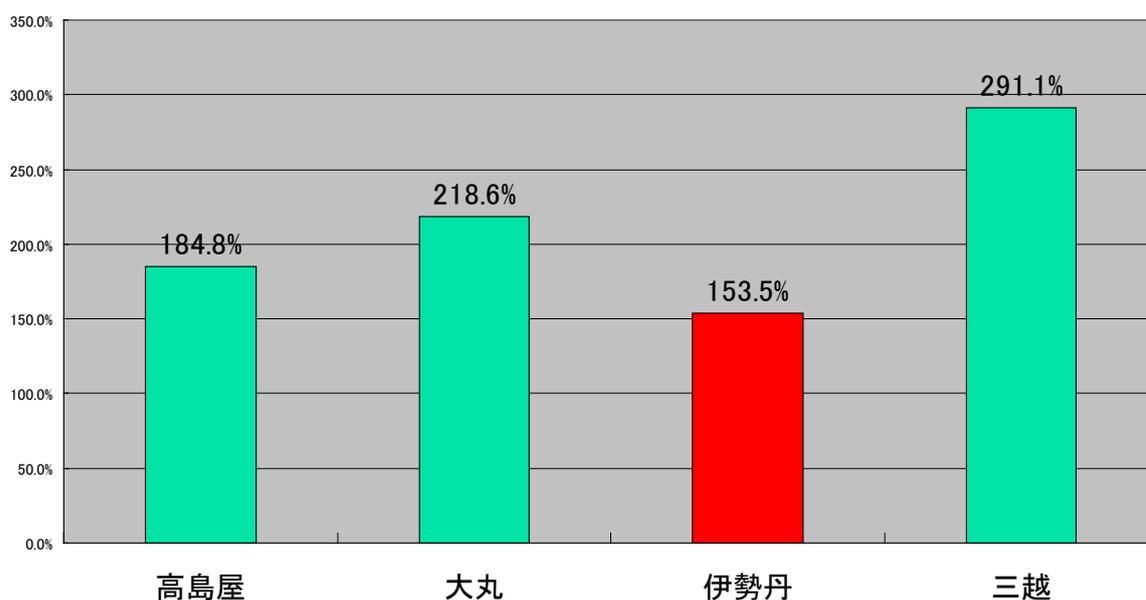
（時系列）



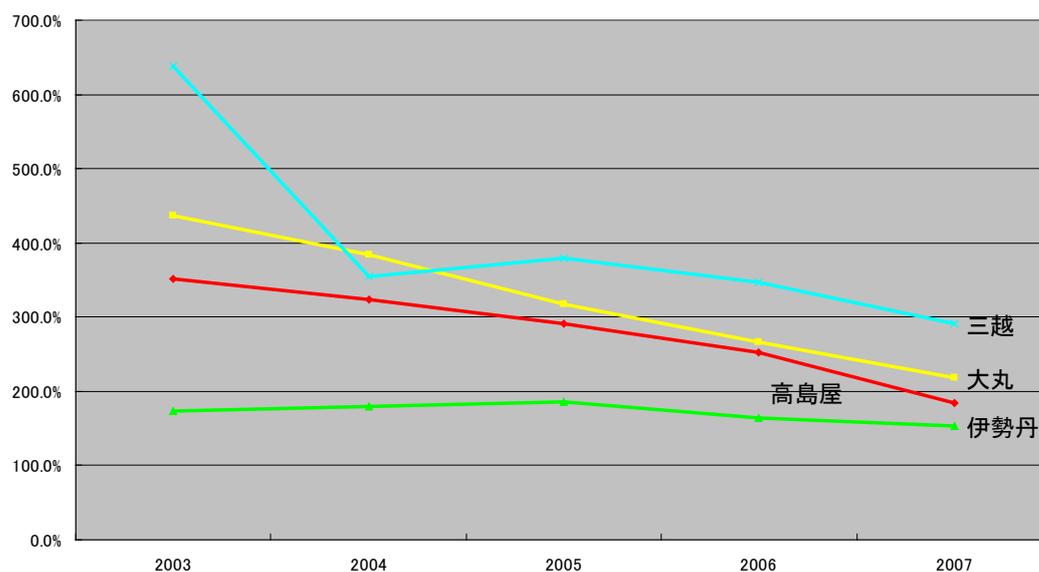
⑥固定比率（長期）

- 100%以下が望ましいが、「日経経営指標 2006」によれば、全産業平均は166.89%。
- 自己資本のウェイトの高い伊勢丹の比率が低く、安定している。残る3社についても、近年は改善傾向にある。
- 経営統合効果（単純合算）は、J.フロントリテイリングが234.0%、三越・伊勢丹連合が215.4%。三越の比率の悪さを伊勢丹の比率の良さが補う形となる。

（クロスセクション）



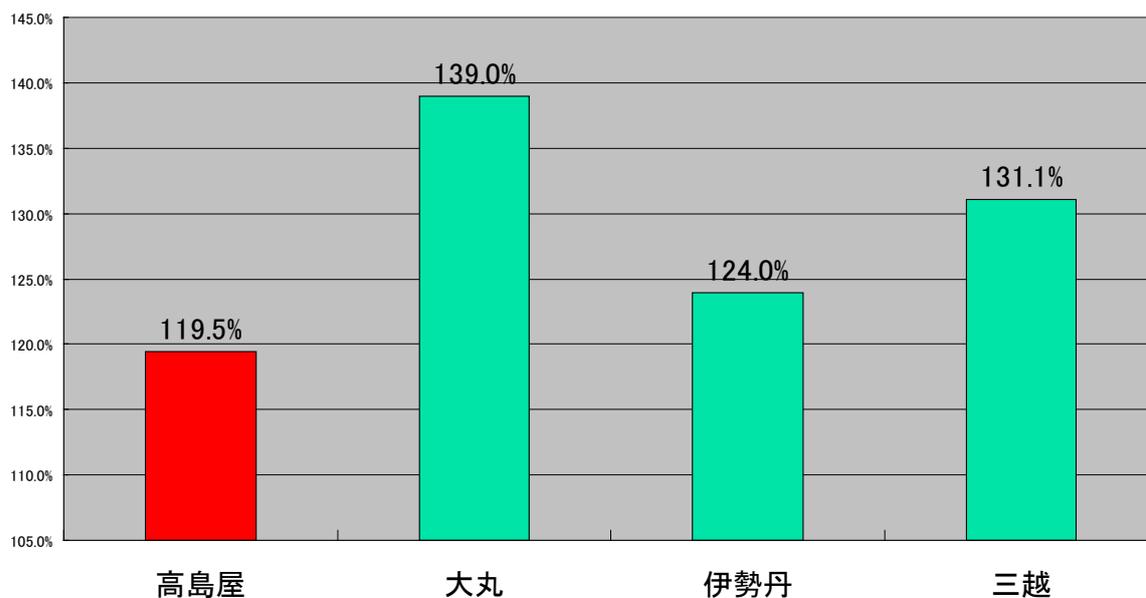
（時系列）



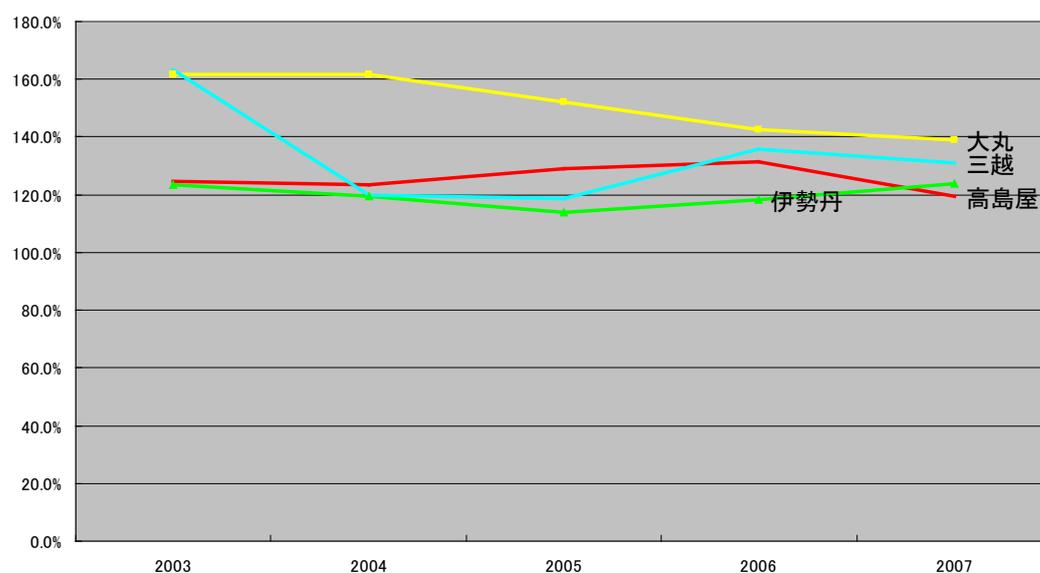
⑦固定長期適合率（長期）

- ・ 各社 120～140%内に収まる。高島屋の比率が最も低い。
- ・ 経営統合効果（単純合算）は、J.フロントリテイリングが 133.1%、三越・伊勢丹連合が 128.2%。

（クロスセクション）



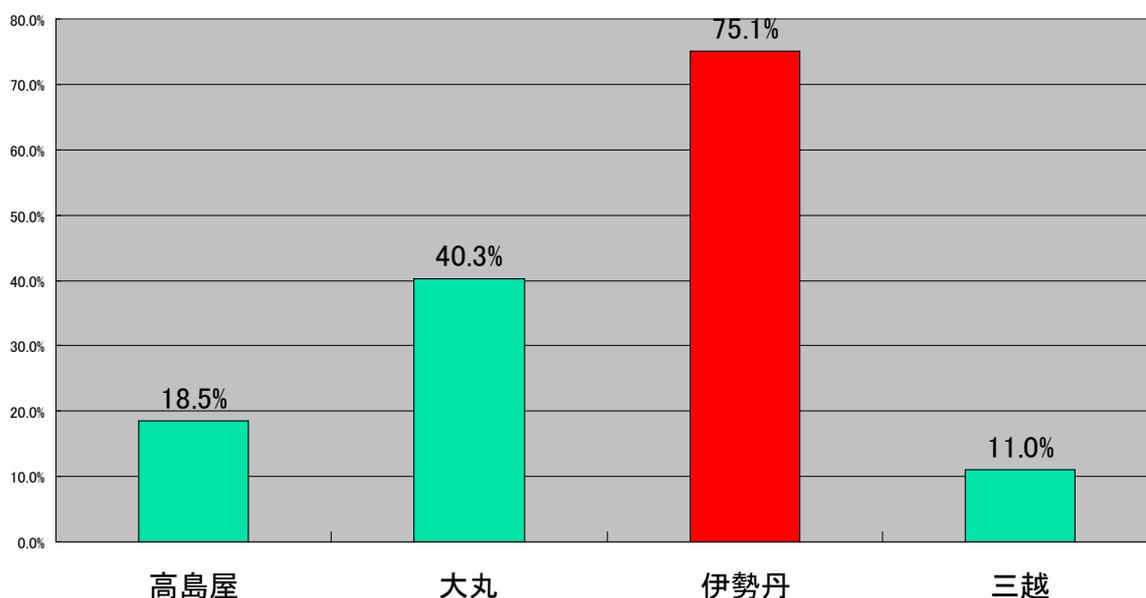
（時系列）



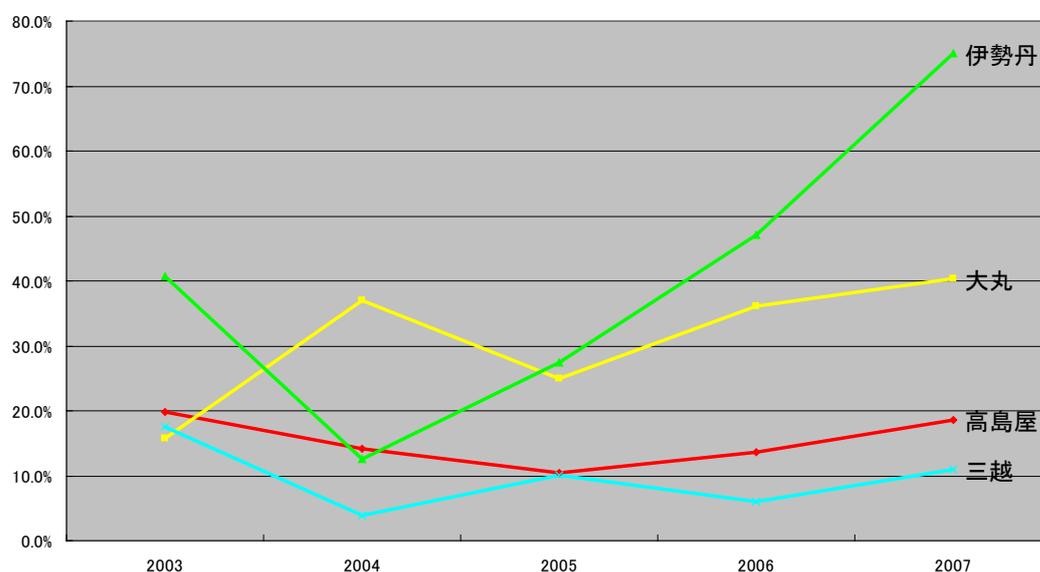
⑧営業CF対固定負債比率（長期）

- この比率は、格付機関による信用評価など企業の安全性評価に広く利用されることで知られている。
- 伊勢丹が2004年に一時落ち込むものの、その後大幅に改善する（要因については、後記「営業活動によるCF」の項参照）。
- 経営統合効果（単純合算）は、J.フロントリテイリングが25.7%、三越・伊勢丹連合が23.4%。三越の比率の悪さを伊勢丹の比率の良さが大幅に補う形となる。J.フロントも、松坂屋の比率の悪さを大丸の比率の良さが補う形となる。

（クロスセクション）



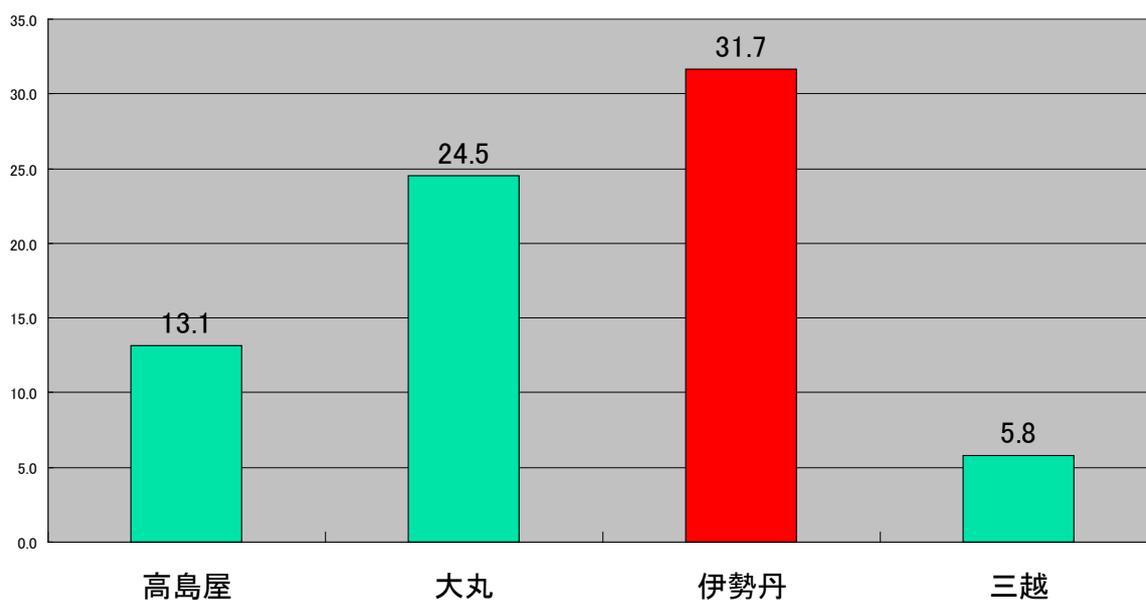
（時系列）



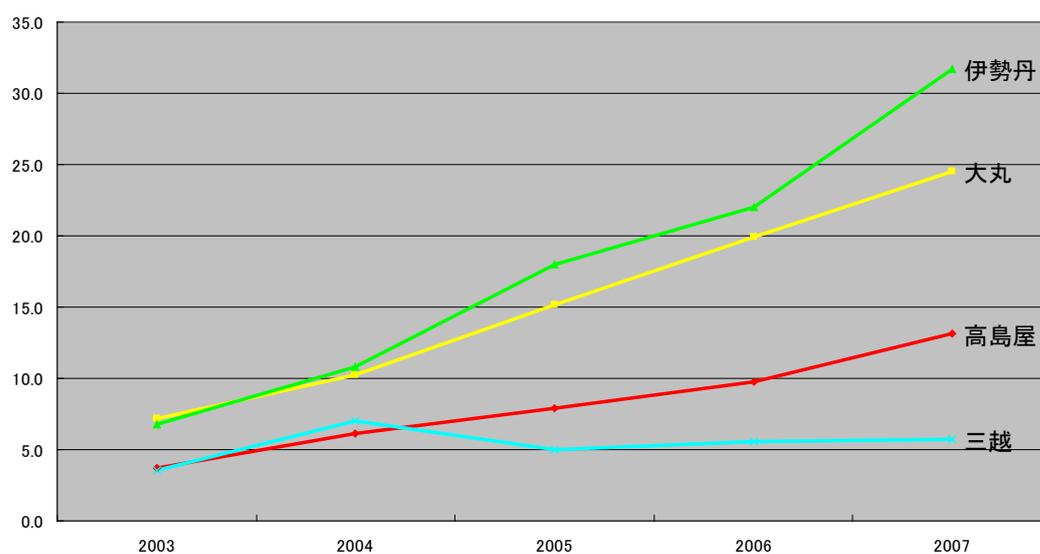
⑨インタレスト・カバレッジ・レシオ（利益ベース）

- ・ 「日経経営指標 2006」によれば、全産業平均は 10.43 倍。近年、三越を除く 3 社が改善傾向にある。トップの伊勢丹と最下位の三越との差が著しい（約 5 倍）。
- ・ 経営統合効果（単純合算）は、J.フロントリテイリングが 21.5 倍、三越・伊勢丹連合が 14.0 倍。三越の比率の悪さを伊勢丹の比率の良さが大幅に補う形となる。

（クロスセクション）



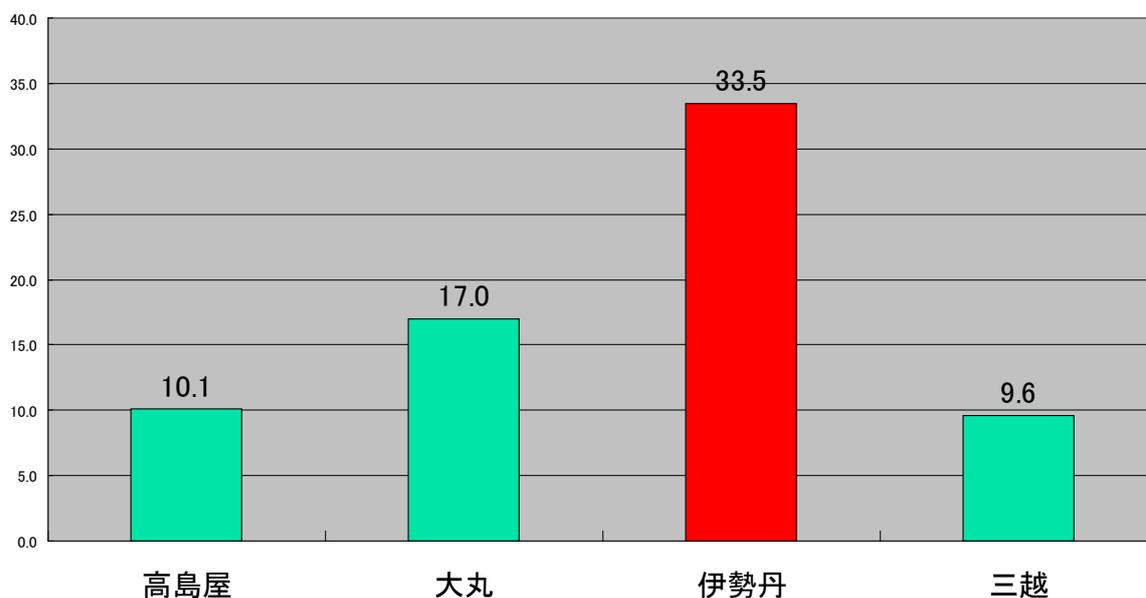
（時系列）



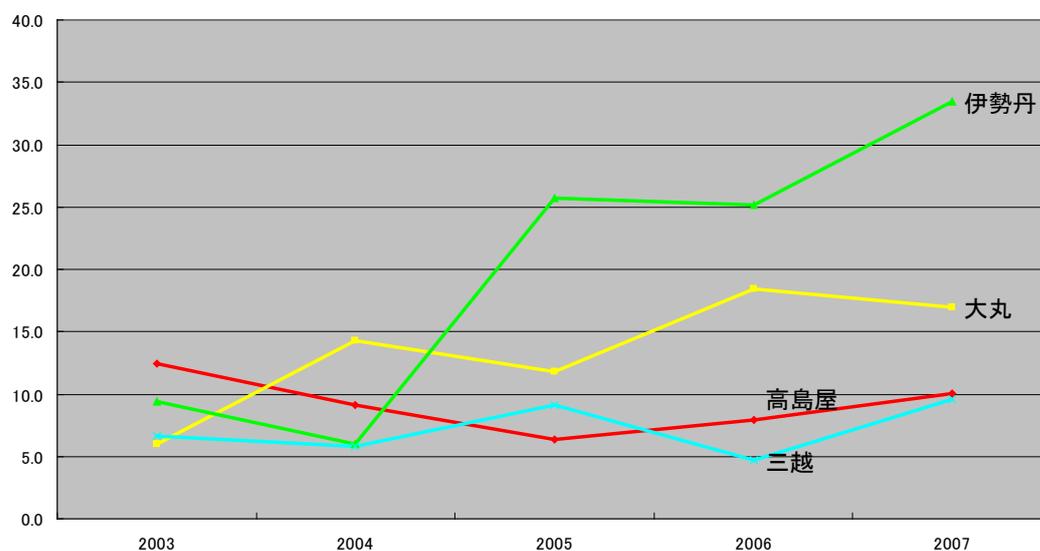
⑩インタレスト・カバレッジ・レシオ（CF ベース）

- ・ 伊勢丹が 2004 年に一時落ち込むものの、その後大幅に改善する（要因については、後記「営業活動による CF」の項参照）。こちらのレシオについては、最下位の三越との差は 3 倍程度。
- ・ 経営統合効果（単純合算）は、J.フロントリテイリングが 16.6 倍、三越・伊勢丹連合が 17.2 倍。三越の比率の悪さを伊勢丹の比率の良さが大幅に補う形となる。

（クロスセクション）



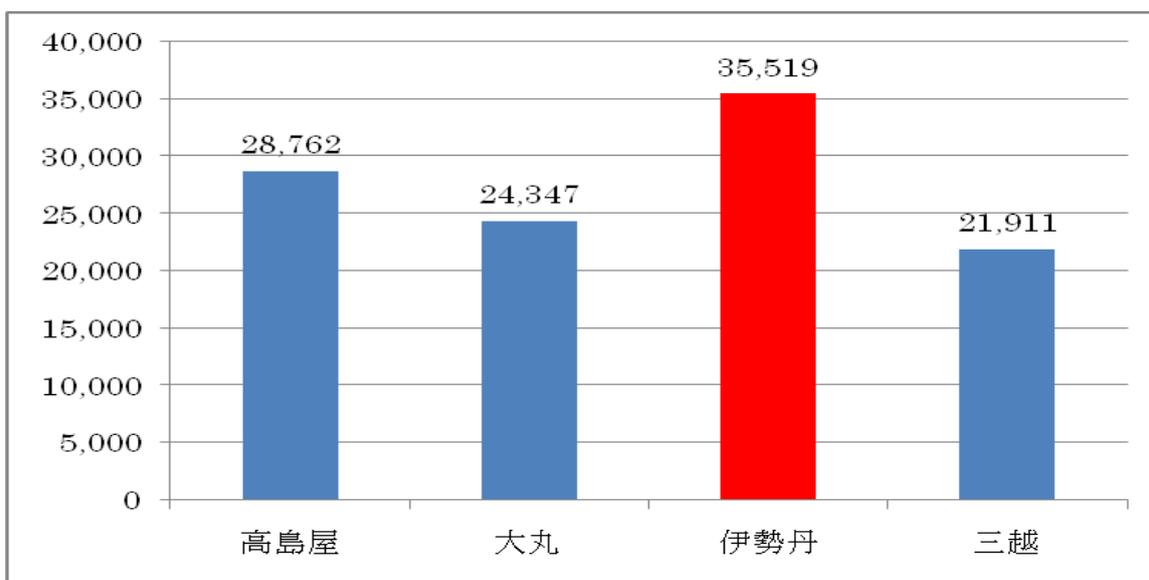
（時系列）



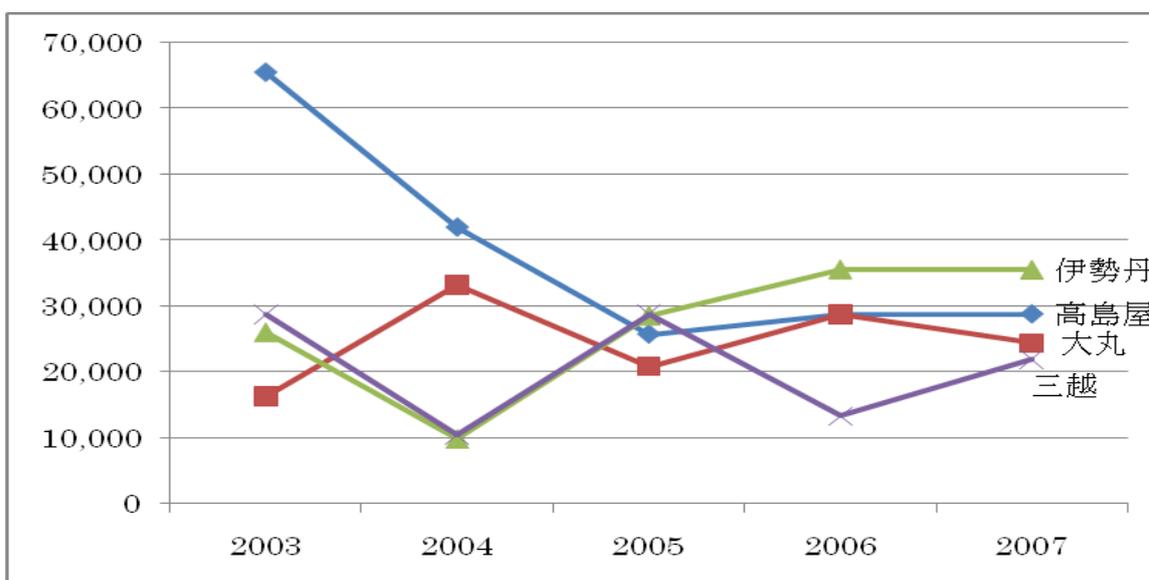
①営業活動による CF

- ・ 伊勢丹のキャッシュ力が際立つ。2004 年に伊勢丹厚生年金基金解散に伴う一括拠出額が発生したことにより一時大きく落ち込んだものの、その後ほぼ右肩上がりに推移している。
- ・ 高島屋が有利子負債の削減を主な要因として 2005 年まで下落傾向にあったものの、その後はほぼ横ばいに推移。

(クロスセクション)



(時系列)



(2)信用格付け

- ① 格付機関、HPA Index 何れも、高島屋と伊勢丹が優る。
- ② Altman Model (サービス業/HPA Index の最後の 3.25 を加えないもの) によれば、伊勢丹以外は全て倒産の域。

(格付機関による格付け)

百貨店 格付機関	高島屋	大丸	伊勢丹	三越
Moody's	-	Baa2	-	-
S&P	-	-	BBB+	NR(BB-)
R&I	A-	BBB+	A	-
JCR	A	A-p	A+p	WR(BBB)

(出所：格付機関 HP・Bloomberg)

(HPA Index)

高島屋	大丸	伊勢丹	三越
4.17	3.8	4.72	3.01
B	B-	B+	CCC

$$Z = 6.56 \times (\text{運転資本/総資産}) + 3.26 \times (\text{留保利益/総資産}) + 6.72 \times (\text{EBIT/総資産}) + 1.05 \times (\text{株主資本簿価/負債簿価}) + 3.25$$

(3)借入金平均利率

- ① 財務安定性の悪さの割には、三越の利率が総じて低い。これは低金利時のでこ入れが多くを占めているものと推測される。

百貨店	高島屋	大丸	伊勢丹	三越
短期借入金	0.90%	1.50%	1.30%	1.20%
1年以内に返済予定 の長期借入金	2.70%	1.40%	1.10%	1.50%
長期借入金	2.00%	2.20%	1.10%	1.50%
支払利息÷ 有利子負債平均	2.53%	2.27%	2.84%	1.29%

(出所：各社有価証券報告書)

(4)Loan to Value

- ① 伊勢丹と三越のデータが得られなかったが、各社土地について多額の含み益を有するため、LTVは50%程度と相当余裕がある。

単位:百万円

百貨店	高島屋	大丸	伊勢丹	三越
借入金	55,686	18,458	-	5
担保に供している資産	136,641	30,154	-	-
LTV	40.8%	61.2%	-	-

(出所:各社有価証券報告書)

(5)Banker としての視点ーまとめ

- ① 百貨店業界全体として、短期指標（流動比率・当座比率）が 100%を下回り、他の業種に比べ劣る。
- ② 各社とも近年有利子負債の返済を進めた結果、長期指標（負債比率・自己資本比率）が改善傾向にある。
- ③ 各社とも創業古く、一等地に店舗を構えているため、不動産（土地）に多額の含み益を有している。このため、短期支払能力に劣っても、徴している担保の LTV が 50%前後で地価も上昇傾向にあり、相当余裕が見られる。
- ④ 伊勢丹の財務健全性が優れ、三越は大きく見劣りする。インタレスト・カバレッジ・レシオで見ると、約 5 倍の開き。
- ⑤ 三越は本店依存からの脱皮を目指し、90 年代前半まで地方都市の二番店を買収し、新規出店による多店舗化を進めた。ゴルフ場経営などの多角化にも走ったが、経営の相乗効果を発揮できず負の遺産を抱えた。業績は長く低迷し、2005 年には横浜店や大阪店等を閉鎖するなどリストラを進めてきた。今後 6 年間で店舗の新設や増床に 1800 億円を投じて巻き返しを図る計画で、資金需要が高まっていたが、収益力が高く財務体質も良い伊勢丹と統合すれば、資金面の心配は減る。高収益が続く伊勢丹が経営上のノウハウを提供し、支える色合いが強い（2007.7.26 日本経済新聞）。

6.おわりに(担当:能登)

人口減少と高齢化社会の到来。百貨店業界の将来展望は決して明るいものではない。本レポートでは、財務諸表や各種統計から百貨店業界の分析を試みた。結果として、百貨店業界の競争環境は厳しく、提携や統合を選択せざるを得ない状況にあることがわかった。また、個別企業に焦点を移すと、伊勢丹の躍進と三越の凋落という2極化構造も垣間見ることができた。財務諸表分析の面白さを実感した次第である。

今後の研究に向けて2点の課題がある。

1点目は、RIMから理論株価を推定するに際して企業の成長率をどのように求めるかということである。理論株価は、企業の成長率によって大きくその値を変える。今回の研究では今期実績とアナリスト予想2期分の単純平均を成長率と定義したが、よりの確に企業の成長力推計する方法には検討の余地がある。

2点目は、 β の計測期間である。今回の研究では三越の株価データのサンプルが少なく(2003年に合併)100週間での計測となった。この間、含み資産がマーケットのテーマとなっていたため、 β 値実感を大きく上回る高さとなってしまった。今後の検討課題とする。

しかしながら、わずか2名の陣容で本レポートを完成・提出できたことは大変感慨深い。パートナーへ感謝するとともに、ここで培った財務知識と気合を今後の人生の糧とできれば幸いである。苦しい日々をありがとうございました。