

2024年7月16日

業種 不動産業

## イオンモール（東証プライム-8905）

～3～5月期、国内モール堅調、海外モールも伸び、4%増収、営業11%増益～

## 【業績動向】

[25/2期 第1四半期]

人流の増加で国内モールが堅調に推移したほか、海外も中国、アセアン各国の売り上げが伸び、第1四半期（3-5月期）の売上高にあたる営業収益は前期比4%増えた。利益面では、国内のセグメント利益が電気代削減などのコスト改善効果や歩合賃料収入の増加で2ケタ増益となり、営業利益は11%増えた。純利益は税負担の増加で8%増益にとどまった。国内（売上構成比72%）は1%増収、セグメント利益は14%増えた。国内既存92モールの専門店売り上げは3.1%増えた。スポーツイベントなど積極的な集客実施策が奏功したほか、インバウンド需要の取り込みも寄与した。また、イオンレイクタウンの増床リニューアルをはじめ既存10モールのリニューアルも客数の増加につながった。海外は16%増収だが、中国とカンボジアの減益が響いて4%増益にとどまった。主力の中国は各モールでのテナント入れ替えによるリニューアル実施の効果で14%増収だが、前期閉店モールの影響で10%減益。ベトナムは9%増収、22%増益と好調。通期見通しは期初計画を据え置き、7%増収、19%営業増益の予想。

## 【会社概要】

ショッピングモール（SM）の開発・運営・管理を行う、イオングループの中核企業。営業収益の大半はテナントからの賃料収入。2007年に同じくイオングループのショッピングセンターの開発を手がけていたダイヤモンドシティと合併。16年にはイオンリテールのビブレ・フォーラス事業を承継したOPAを子会社化し、都市型ファッションビル管理・運営にも参入。海外も中国やASEANでSMを展開する。

主要指標		8905					
2024年7月12日	現在						
・ 株価	： 2,066.5 円	・ 予想ROE	： 3.71 %	・ 発行済株式数	： 227,561 千株		
・ 時価総額	： 4,703 億円	・ 予想配当	： 50.00 円				
・ 今期予想PER	： 26.43 倍	・ 予想配当利回り	： 2.42 %	・ 売買単位	： 100 株		
・ 実績PBR	： 0.97 倍	・ 予想配当性向	： 63.95 %				

業績推移(通期連結)		8905									
単位：百万円、円、%		イオンモール									
決算期		営業収益		営業利益		経常利益		純利益		EPS	DPS
		前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比				
2023/02		398,244	25.7	43,979	15.0	36,409	11.9	12,994	-32.6	57.10	50.0
2024/02		423,168	6.3	46,411	5.5	37,086	1.9	20,399	57.0	89.64	50.0
2025/02	会社予想	453,500	7.2	55,000	18.5	42,000	13.3	16,500	-19.1	72.50	50.0
2025/02	コンセンサス予想	444,000	4.9	54,220	16.8	42,000	13.3	17,791	-12.8	78.18	50.0
2026/02	コンセンサス予想	472,500	6.4	61,850	14.1	48,300	15.0	25,989	46.1	114.20	50.0
2027/02	コンセンサス予想	490,933	3.9	65,867	6.5	50,900	5.4	30,564	17.6	134.30	-

データ(含むコンセンサス予想) 出所：アイフィスジャパン

## 利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、第三者からの指定は一切受けておりません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【ビジネスモデルの特徴】

同社は、1989年からイオングループの大規模ショッピングセンター（SC）の開発・運営・管理を手がけるショッピングモール（SM）事業を開始。現在ではイオングループの中核企業に成長してきた。開発したショッピングモールの店舗を、イオンリテールおよびイオングループ各社のほか一般テナントに賃貸し、賃料収入を得るのが同社のビジネスモデルだ。賃料収入は「固定家賃収入」と、テナント売上高に応じて決定される「歩合家賃収入」で構成され、テナントの売り上げが増えれば同社の収益も向上する仕組みとなっている。また、イオンリテール株式会社のビブレ・フォーラス事業を承継し、都市型ファッションビルの運営を手がけるOPAを2016年に子会社化、イオングループの成長戦略の一つである「都市型シフト」も担う。

2024年5月末で国内97のモールを運営・管理するほか、子会社のOPAが都市型ショッピングセンター20施設の管理・運営を行っている。また、2008年に中国で「イオンモール北京国際商城」をオープンしたのを皮切りに海外展開も始めた。2024年5月末で中国22、ベトナム6、カンボジア4、インドネシア5のモールを運営・管理。中国、アセアンでは、市場の急速な成長に伴い、同社既存モールの専門店売り上げは順調な成長を続けている。国内外で新規モールの開発を進めるほか、既存モールの増床・リニューアル、専門店のテナント入替えなどで集客力を高め、歩合家賃収入の拡大に努めている。

今後の経営戦略としては、①アジアにおける成長機会の獲得、②新たな国内需要の発掘、③圧倒的な地域No.1モールへの進化、④都市部における成長機会の獲得、⑤成長を支えるファイナンスミックスと組織体制構築の5つの成長施策を通じ、持続的成長をめざす。

中期計画では、国内事業の安定的な成長に加え、海外事業における利益成長が加速することから、2025年度に営業利益850億円の数値目標を掲げている。海外はベトナムを最重点エリアとして出店し、海外50モール体制実現に向け、出店を加速させる計画。

## 【リスク要因】

イオングループの出店方針、既存店の廃止方針等により、業績に影響が及ぶ可能性。出店計画が都市計画法および大規模小売店舗立地法の法的規制による影響を受ける可能性。不動産関連税制が変更された場合には、保有資産、取得・売却時のコストが増加し、業績に影響が及ぶ可能性がある。

## 【セグメント情報】

営業収益 8905				セグメント利益 8905							
単位: 億円、%				単位: 億円、%							
	2023/02		2024/02			2023/02		2024/02			
	構成比	構成比	構成比	構成比		利益率	構成比	利益率	構成比	利益率	
日本	3,209	81	3,332	79	日本	341	76	10.6	358	77	10.8
中国	525	13	590	14	中国	66	15	12.6	65	14	11.1
ベトナム	133	3	153	4	ベトナム	31	7	23.3	39	8	25.6
カンボジア	57	1	85	2	カンボジア	11	3	19.3	4	1	4.7
インドネシア	59	1	73	2	インドネシア	-10	-	-16.9	-3	-1	-3.6
その他(海外)	-	-	-	-	その他(海外)	0	0	-	0	0	-
調整額	-	-	-	-	調整額	0	0	-	0	0	-
合計	3,982	100	4,231	100	合計	440	100	11.0	464	100	11.0

データ出所: アイフィジヤパン

## 【Fモデルによる理論株価推計】（Fモデルの定義および説明は4ページを参照）

イオンモール	8905	2024年7月12日	
実績PBR	: 0.97 倍	現株価	: 2,066.5 円
Fモデルによる妥当PBR	: 0.40 倍	Fモデルによる理論株価	: 846 円
		現株価との乖離	: -59.0 %

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【四半期決算データ】

四半期決算データ										
単位：百万円										
8905	2024年2月					2025年2月				
イオンモール	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	累計
営業収益	105,529	105,278	103,052	109,309	423,168	109,432				109,432
前年同期比	9.7%	7.5%	2.5%	5.5%	6.3%	3.7%				3.7%
営業利益	13,883	10,545	9,717	12,266	46,411	15,472				15,472
前年同期比	6.0%	8.3%	0.5%	6.8%	5.5%	11.4%				11.4%
経常利益	11,471	8,203	7,548	9,864	37,086	12,367				12,367
前年同期比	5.8%	6.7%	-6.7%	0.8%	1.9%	7.8%				7.8%
純利益	6,372	4,133	4,204	5,690	20,399	6,871				6,871
前年同期比	2.3%	361.3%	27.2%	121.7%	57.0%	7.8%				7.8%
売上高営業利益率	13.2%	10.0%	9.4%	11.2%	11.0%	14.1%				14.1%
自己資本比率	28.0%	29.2%	29.3%	28.0%	-	28.9%				-
純資産	461,011	488,141	494,132	476,226	-	497,326				-
総資産	1,607,484	1,627,150	1,645,173	1,655,253	-	1,676,982				-

データ出所：アイフィスジャパン

## 【過去の業績動向】

## [24/2期 通期]

行動制限の緩和による人流の回復で主力の国内モールの売り上げが堅調に推移したほか、海外でも中国、アセアン各国のモール売り上げが大きく伸び、24年12月期通期の売上高にあたる営業収益は前期比6%増えた。利益面では、販管費の増加が利益を圧迫したものの、増収による営業総利益の増加で吸収し、営業利益も6%増えた。また、減損損失など特別損失が111億円減少したことで、純利益は57%の大幅増益となった。国内(売上構成比79%)は4%増収、セグメント利益は5%増えた。消費者の外出意欲の高まりに加え、各モールでの集客イベントの継続的な実施、物価上昇による客単価アップも寄与し、既存91モールの専門店売り上げは6%伸びた。海外は16%増収、7%増益。主力の中国はゼロコロナ政策の緩和で客足が戻り、飲食、アミューズメント業種を中心に好調に推移、既存21モールの専門店売り上げは30%も伸びた。重点地域としているベトナムは、経済成長鈍化の影響で既存6モールの専門店売り上げは4%増にとどまった。25年2月期は7%増収、19%営業増益の見通し。

## [24/2期 第3四半期(累計)]

コロナの沈静化による行動制限の緩和で国内、海外ともにモールの売り上げが伸び、第3四半期(3~11月期累計)の売上高にあたる営業収益は前年同期比7%増えた。利益面では、増収で営業総利益が8%増えた一方、エネルギーコストの上昇などで販管費が増大し、営業利益は5%増益にとどまった。また純利益は、前期に膨らんでいた特別損失が72億円減少したことで、41%の大幅増益となった。国内(売上構成比79%)は5%増収、セグメント利益は6%増えた。コロナの5類移行で人流が回復したほか、人気キャラクターとのコラボ企画など集客策も実施し、既存91モールの専門店売り上げは6%伸びた。新規物件はイオンモール豊川(愛知県)など3物件。海外は各国とも売り上げが好調に推移し、14%増収、2%増益。最大市場の中国では、旗艦店の増床リニューアルも奏功して8%増収、既存21モールの専門店売り上げは25%も伸びた。重点市場のベトナムは17%増収、26%増益。通期見通しは期初計画を据え置き、営業収益で12%増、営業利益で33%増益の予想。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## [24/2期 第2四半期(累計)]

行動制限の緩和など社会経済活動の正常化で国内外のモール売り上げが拡大し、第2四半期(3~8月期累計)の売上高にあたる営業収益は前年同期比9%増えた。利益面では、営業総利益率がやや改善した一方、エネルギーコストの上昇などで販管費比率が悪化し、営業利益は7%増益にとどまった。また純利益は、前年に膨らんでいた減損損失など特別損失が大幅に減少したことで、48%の大幅増益と改善した。国内(売上構成比80%)は7%増収、8%営業増益。行動制限の緩和で外出意欲や購買意欲が改善し、既存モール(91モール)の専門店売り上げが8%増と回復した。新規物件はイオンモール豊川(愛知県)と地域創生型商業施設業態3号店の2施設。海外は中国、アセアン各国とも2ヶタ増収と売り上げを伸ばした。主力の中国は11%増収、6%減益。既存モール(22モール)の専門店売り上げは29%増えた。減益となったのは、前年に休業期間中の固定費を特別損失に振替えたため、実質的には増益となる。通期見通しは期初計画を据え置き、営業収益で12%増、営業利益で33%増益の予想。

## [24/2期 第1四半期]

社会経済活動の正常化で国内外のモール売り上げが回復し、第1四半期(3~5月期)の売上高にあたる営業収益は前年同期比10%増えた。利益面では、光熱費の高騰に加え、通常の営業体制に戻ったことで販促費や活性化コストが増加し、営業利益は6%増益にとどまった。また、デリバティブ評価益がなくなったことなどで、純利益は2%増益。国内(売上構成比80%)は7%増収、セグメント利益は4%増益。GWに全国で集客イベントを積極的に実施したことも奏功し、既存91モールの専門店売り上げは8%増えた。ジャンル別ではシネマ、サービス、飲食の伸びが目立った。新規モールは4月にイオンモール豊川(愛知県)をオープンしたほか、地域創生型商業施設業態3号店を神奈川県平塚市に開業した。海外(連結累計期間は1~3月)は主力の中国が12%増収、3%増益。既存22モールの専門店売り上げは22%増えた。1月に4年ぶりに行動制限のない春節を迎え、購買需要が高まった。アセアン各国のモールも好調だった。通期見通しは期初計画を据え置き、営業収益で12%増、営業利益で33%増益の予想。

## [23/2期 通期]

国内、海外ともにコロナに伴う行動制限が緩和されたことで人流が戻り、23年2月期の売上高にあたる営業収益は前年同期比26%増えた。ただ、収益認識基準の適用で489億円増加しており、この影響を除くと実質10%増収にとどまる。利益面では、コロナによる一時休業などの損失30億円を特別損失に振り替え、営業利益は15%増えた。純利益は、この振り替えに加え、減損損失44億円の計上、税負担の増加45億円などがあり、33%の大幅減益となった。国内(売上構成比81%)は23%増収(前年同期との単純比較、以下同じ)、セグメント利益は7%増益。通年にわたり通常営業ができたほか、集客イベントの開催や専門店とのコラボ企画も奏功し、既存85モールの専門店売り上げは10%増えた。新規モールは福岡県と岐阜県の2カ所にオープンした。海外は39%増収、57%増益。中国、ベトナム、カンボジア、インドネシアともに行動制限の緩和で客足が戻った。24年2月期は営業収益で12%増、営業利益で33%増益の見通し。新規モールは国内4モール、中国1モールの計画。配当は年50円を据え置く。

## 「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。

具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [ \text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率} ] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>