しまむら（8227）

＜投資評価変更＞

投資評価「1」へ。変化を伴った業績回復を評価、株価是正を期待

- 株式市場は業績改善の継続に懐疑的。ゆえにバリュエーション割安
- 原点回帰の方針を固め、商品戦略に力強さ。改善継続の可能性あり
- 同社の強みは低価格ファッション。優位性は健在

	（前回）	（今回）
投資評価	2	**1**
目標株価	12,000 円	**13,800 円**
		乖離率：+34.4%

小売り	
業種格付け	中立
株価（7/14）	10,270 円
1 日売買代金（直近 30 日平均）	2,781 百万円
時価総額	379,100 百万円
発行済株式数	36,913 千株
外国人持株比率	26.1 %
PBR（21/2 実）	1.01 倍
純有利子負債（21/2 実）	-211,486 百万円
配当利回り（21/2 実）	2.1 %
ROE（21/2 実）	7.0 %
中期 EPS 成長率	2.3 %

発行済株式数は自己株を含む
注：中期 EPS 成長率は FY1E～FY5E
出所：QUICK、SMBC日興証券予想

Key changes

		22/2（前予）	22/2（今予）	22/2（I/B/E/S）
売上高	十億円	565.5	569.6	563.3
営業利益	十億円	43.7	47.9	42.7
純利益	十億円	29.5	32.8	28.8
EPS	円	802.7	892.5	775.9
DPS	円	240.0	240.0	225.0
		23/2（前予）	23/2（今予）	23/2（I/B/E/S）
売上高	十億円	565.6	572.9	567.6
営業利益	十億円	43.9	49.3	42.6
純利益	十億円	29.6	33.8	28.7
EPS	円	805.5	919.8	781.9
DPS	円	240.0	240.0	229.1

コンセンサスは 7 月 13 日時点
出所：Refinitiv、SMBC日興証券予想

Analysts

シニアアナリスト
金森　都
プロダクトマネージャー / シニアアナリスト
小山内　譜巳男

Action and catalysts

1Q 決算と 6 月月次売上を踏まえ弊社予想を増額し、目標株価を 12,000 円→13,800 円へ引き上げる。セクター内相対の上値余地が上位になったため、投資評価を「2」→「1」へ引き上げる。1Q 好決算を受けても株価反応は限定的で、株式市場は同社の業績回復の継続に懐疑的と言える。弊社も再成長に向かうとのコンビクションはまだ低いも、(1) 同社が原点回帰し、強みである少量多品種アパレルの低価格化戦略に腰を据えたこと（戦略がぶれなくなる）、(2) 低価格の源泉は、規模の経済とローコストオペレーションであり、EC 専業ブランド等に比べ同社の優位性は高いこと、等から、復活の可能性はあると考える。一方バリュエーションは過去水準に比べ東証小売株価指数に対しディスカウントが強い。前年ハードル上昇の 2Q 以降もコンセンサスを上回る業績を出す等によって、EPS 切り上がりの見直しおよびバリュエーションの見直しが起こると考える。

What we changed

弊社営業利益予想は 22/2 期は 42 億円増額。1Q が従来弊社予想比 30 億円上振れたことを反映した。23/2 期以降は従来ほぼ横ばい予想も、今回は SSS や粗利率前提をやや引き上げ前期比 2～3%増益に増額。目標株価は従来同様 23/2 期 PER15 倍で算出。

Our focus points

同社の営業利益は 13/2 期までは成長も、14/2 期、15/2 期に減益に転じた。店舗数増に伴う売上鈍化が原因（当時は季節要因などがコメントされていたが）。その後、定番 PB による粗利率改善や在庫処分の厳格化などで業績回復も、18/2 期から再度減益に転じた。強気仕入れかつ低価格企画を強化も不発で在庫処分も強くなったことが背景。21/2 期から業績回復中だが、(1) 実質創業者と言われる藤原氏が取締役に復帰し原点回帰を掲げ、トレンドファッションの高回転に注力し、(2) 社長の鈴木氏がガバナンス強化を掲げ、取締役会の活性化や担当役員への権限委譲を進めた。また商品の企画等もチームワークを強化し、属人的なブレを抑制し安定感が増しているもよう。外部からはわかりにくいものの、質的な変化を伴った業績回復であり、回復が継続する可能性を期待したい。

しまむら（8227）：業績サマリー（日本会計基準、連結）

		20/2	21/2	22/2 予	23/2 予	24/2 予	25/2 予	26/2 予
売上高	十億円	522.0	542.6	569.6	572.9	575.5	577.3	579.1
営業利益	十億円	23.0	38.0	47.9	49.3	50.5	51.4	52.3
純利益	十億円	13.1	26.2	32.8	33.8	34.6	35.2	35.9
EPS	円	357.2	711.9	892.5	919.8	941.5	957.9	976.9
DPS	円	200.0	220.0	240.0	240.0	245.0	250.0	255.0
PER	倍	20.2	14.9	11.5	11.2	10.9	10.7	10.5
EV/EBITDA	倍	3.1	4.1	3.2	2.7	2.3	1.9	1.5

注：EPS は希薄化前
出所：会社資料、SMBC日興証券予想

SMBC NIKKO CAPITAL MARKETS LTD　SMBC NIKKO SECURITIES AMERICA, INC　SMBC日興証券株式会社
SMBC日興証券およびその関連会社は本レポートでカバーされている企業と取引を行っている、または今後行う可能性があります。従いまして投資家の皆様は本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が弊社に存在する可能性があることをご認識ください。本レポートはあくまで投資を決定する上での材料の一つとお考えください。
アナリスト認証および米国外のアナリストの開示事項を含む重要な開示事項は末尾の補足をご参照ください。
For the exclusive use of registered ID log-in on 01-Sep-2025 21:36 JST

Key drivers

(1)SSS の更なる改善、(2)値下げロスの削減による更なる粗利率改善、(3)株主還元(現時点で可能性が低いが)、(4)慎重な会社計画や中期計画の超過達成、(5)アベイル事業やバースデイ事業の収益貢献、等。

Valuation and risks(目標株価:13,800 円)

目標株価は、23/2 期の弊社予想の PER15 倍で算出。前回の業績回復時期(16/2 期～17/2 期)の後半の PER 水準を参照した。

リスクは、(1)景況感、天候、ファッショントレンド等による SSS の動向、(2)EC、フリマ等を含む競争環境の変化、(3)原材料価格の変動や価格競争、PB 拡大戦略等による粗利率変動、(4)自己株式取得の意向はまだないものの、株主還元の積極化等。

Bull case fair value(17,300 円)

ベースケースよりも強い業績回復を想定。(1)しまむら事業の 23/2 期 SSS を+2%(ベースケース+0.5%)、(2)売上好調による値引きロス縮小が続き粗利率は YoY+0.2ppt(ベースケース+0.1ppt)、(3)21/2 期の好業績をうけて支払われた期末賞与が 22/2 期、23/2 期は減少し、23/2 期は営業利益前期比約+10%を想定。

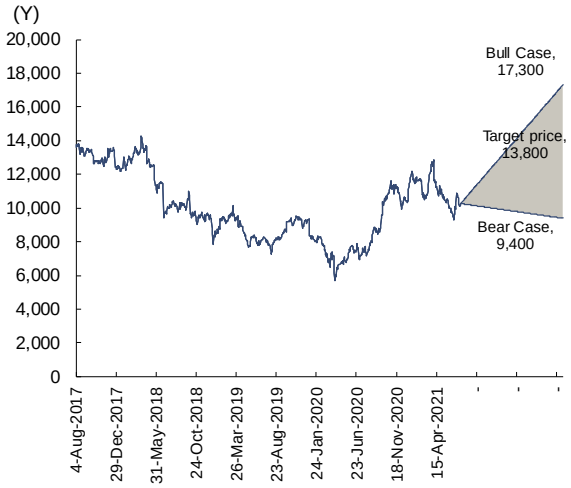
理論株価 17,300 円は 23/2 期ブルケース予想での PER16 倍で算出。増益率の上昇からベースケースよりも高いマルティプルの許容を想定。

Bear case fair value(9,400 円)

業績回復は一過性にとどまり 23/2 期は再び減益に転じると想定。(1)しまむら事業の SSS は△1%、(2)粗利率も△0.1ppt と想定。PB の打ち出しや話題作りは既に週ごとに実施されており、一巡後の更なる売上促進施策は容易ではないと考えた。

理論株価 9,400 円は 23/2 期ベアケース予想での PBR0.8 倍(コロナを受けた業績回復前の 20/2 期を参照)で算出。中期減益トレンドゆえに PBR をベースとした株価形成を想定。

しまむら(8227)



出所:QUICK、SMBC日興証券予想

Company profile

同社はサプライヤーから衣料品等を仕入れて販売する衣料品小売業。低価格な実用衣料等を取り扱う「ファッションセンターしまむら」業態、ヤングカジュアル衣料を取り扱う「アベイル」業態、アウターおよびファッション雑貨を扱う「シャンブル」業態、ベビー・子供服を扱う「バースデイ」業態等を営む。従来郊外ロードサイド型の出店を主体としていたが、現在は都心型の出店へとシフトしている。1998 年の台湾出店に加え、2012 年には上海への出店も果たした。

しまむら(8227):業績表(日本会計基準、連結)

		売上高 (十億円)	前年比 (%)	営業利益 (十億円)	前年比 (%)	経常利益 (十億円)	前年比 (%)	純利益 (十億円)	前年比 (%)	EPS (円)	PER (倍)	ROE (%)	EV/EBITDA (倍)
20/2		522.0	-4.4	23.0	-9.7	23.9	-9.1	13.1	-17.9	357.2	20.2	3.6	3.1
21/2		542.6	4.0	38.0	65.4	39.4	65.2	26.2	99.3	711.9	14.9	7.0	4.1
22/2	1Q	142.5	33.2	13.0	-	13.3	-	8.9	-	-	-	-	-
22/2	2Q 予	148.3	0.7	16.5	-4.6	-	-	-	-	-	-	-	-
22/2	3Q 予	142.5	-5.1	12.3	-19.2	-	-	-	-	-	-	-	-
22/2	4Q 予	136.3	-1.4	6.1	-10.5	-	-	-	-	-	-	-	-
22/2	1H 予	290.8	14.4	29.5	84.5	-	-	-	-	-	-	-	-
22/2	1-3Q 予	433.3	7.1	41.7	33.9	-	-	-	-	-	-	-	-
22/2	会予	554.8	2.3	38.6	1.6	39.6	0.5	26.3	0.4	715.0	14.4	-	-
22/2	今予	569.6	5.0	47.9	26.0	49.2	24.9	32.8	25.4	892.5	11.5	8.3	3.2
22/2	前予	565.5	4.2	43.7	14.9	45.0	14.2	29.5	12.8	802.7	12.8	7.5	3.5
22/2	コンセンサス	563.3	3.8	42.7	12.2	43.7	10.9	28.8	10.1	775.9	13.2	7.4	3.2
23/2	今予	572.9	0.6	49.3	2.9	50.7	3.0	33.8	3.0	919.8	11.2	8.0	2.7
23/2	前予	565.6	0.0	43.9	0.5	45.2	0.4	29.6	0.3	805.5	12.8	7.1	3.2
23/2	コンセンサス	567.6	0.8	42.6	-0.1	43.7	0.0	28.7	-0.2	781.9	13.1	7.0	2.9
24/2	今予	575.5	0.5	50.5	2.4	51.9	2.4	34.6	2.4	941.5	10.9	7.8	2.3
24/2	前予	565.4	0.0	44.2	0.7	45.6	0.9	29.9	1.0	813.6	12.6	6.9	2.9
24/2	コンセンサス	568.9	0.2	42.7	0.3	43.9	0.5	28.7	-0.1	782.4	13.1	6.7	3.6

株価は 7 月 14 日時点、コンセンサス(I/B/E/S)は 7 月 13 日時点
注:EPS は希薄化前
出所:会社資料、QUICK、Refinitiv、SMBC日興証券予想

しまむら(8227):主要財務比率

会計基準	19/2 連結	20/2 連結	21/2 連結	22/2 予 連結	23/2 予 連結	24/2 予 連結	25/2 予 連結	26/2 予 連結
一株当たり指標								
EPS(円)	435.2	357.2	711.9	892.5	919.8	941.5	957.9	976.9
BPS(円)	9,770.2	9,956.4	10,459.7	11,117.8	11,797.5	12,494.0	13,201.9	13,923.8
DPS(円)	200.0	200.0	220.0	240.0	240.0	245.0	250.0	255.0
一株当たり FCF(円)	-10.2	992.1	-1,771.2	155.6	765.2	783.8	807.8	823.7
バリュエーション								
PER(倍)	21.6	20.2	14.9	11.5	11.2	10.9	10.7	10.5
PBR(倍)	0.96	0.72	1.01	0.92	0.87	0.82	0.78	0.74
PSR(倍)	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
株価 FCF 倍率(倍)	-	7.3	-	66.0	13.4	13.1	12.7	12.5
EV/EBITDA(倍)	5.9	3.1	4.1	3.2	2.7	2.3	1.9	1.5
配当性向(%)	46.0	56.0	30.9	26.9	26.1	26.0	26.1	26.1
配当利回り(%)	2.1	2.8	2.1	2.3	2.3	2.4	2.4	2.5
FCF イールド(%)	-0.1	13.8	-16.7	1.5	7.5	7.6	7.9	8.0
収益性								
営業利益率(%)	4.7	4.4	7.0	8.4	8.6	8.8	8.9	9.0
ROA(%)	4.0	3.3	6.1	7.2	7.2	7.0	6.7	6.5
ROE(%)	4.5	3.6	7.0	8.3	8.0	7.8	7.5	7.2
デュポン 3								
純利益率(%)	2.9	2.5	4.8	5.8	5.9	6.0	6.1	6.2
総資産回転率(回)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
財務レバレッジ(倍)	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
財務健全性								
自己資本比率(%)	90.4	89.7	85.1	89.0	89.5	90.0	90.5	90.9
D/E レシオ(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
有利子負債/営業 CF(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

株価は 7 月 14 日時点
出所:会社資料、SMBC日興証券予想

しまむら(8227):同業他社比較

銘柄コード	会社名	終値	日付	予想 1 期目コンセンサス Rating*	PER(倍)	PBR(倍)	EV/EBITDA(倍)	OPM(%)	ROE(%)
2685	アダストリア	1,991.0 円	2021/7/14	2	22.0	1.67	4.7	3.4	9.0
7545	西松屋チェーン	1,409.0 円	2021/7/14	2	-	-	-	-	-
9983	ファーストリテイリング	80,490 円	2021/7/14	3	49.4	7.63	18.7	11.4	16.6

*コンセンサス(I/B/E/S)は 7 月 13 日時点、コンセンサスのレーティングは 1=Strong Buy、2=Buy、3=Hold、4=Sell、5=Strong Sell
出所:QUICK、Refinitiv

1～3 ページに掲載したデータの算出定義については https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/Non_Fin_definitions_J.pdf をご覧ください。

サマリー

目標株価 12,000 円→13,800 円、投資評価「2」→「1」へ引き上げ

弊社予想を増額し、目標株価を 12,000 円→13,800 円へ引き上げる。セクター内相対の上値余地が上位になったため、投資評価を「2」→「1」へ引き上げる。1Q 好決算を受けても株価反応は限定的で、株式市場は同社の業績回復の継続に懐疑的と言える。弊社も再成長に向かうかのコンビクションはまだ低い。しかし、

(1) 足元までの改善は単にコロナの恩恵(郊外シフト、カジュアル衣料)という外的要因にとどまらず、同社内部の変化を伴い、強みを活かした「原点回帰」の効果である

(2) 同社の強みである、低価格・少量多品種・高回転、というビジネスモデルのうちの、低価格部分の優位性は依然強い

(3) 平米あたり売上に鑑みれば、同社の改善余地は依然高く、かつ都心都道府県を中心に成長余地が残っている

(4) それらの可能性に反して、バリュエーションには過去にないディスカウントが入っており、業績回復とともにマルティプルの是正が入る可能性がある

と考える。

また 22/2 期 1Q 実績を踏まえると、2021 年 4 月に発表された 24/2 期を最終年度とする中期計画は繰り上げ達成の可能性が高く、そのモメンタムを踏まえ変化がなかった還元方針等に変更が見られれば再評価のきっかけにもなると考える。

図表1. アパレル企業のマルティプルは 2 極化

バリュエーション比較

		Share price 09-Jul		Market cap (JPYbn)	Sales YoY (%)			EPS YoY (%)			P/E (x)			P/B (x)	ROE(%)	EBITDA margin		
					FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY0	FY1	FY2	FY3
	IBES forecasts																	
9983	FAST RETAILING	79,680	JPY	8,452	11.2	10.3	8.1	84.2	27.1	13.5	48.9	38.5	33.9	7.6	9.5	19.3	20.2	20.6
9843	NITORI HOLDINGS	19,620	JPY	2,245	21.3	6.1	5.0	6.1	8.4	7.2	22.6	20.9	19.5	3.1	15.3	19.2	19.5	19.9
7453	RYOHIN KEIKAKU	2,060	JPY	578	154.7	7.8	5.9	-290.3	4.5	7.8	16.8	16.1	14.9	2.7	-8.8	13.8	14.0	14.1
2670	ABC-MART	6,270	JPY	518	17.4	7.1	4.3	19.7	15.7	4.6	22.5	19.4	18.6	1.8	7.0	15.0	15.9	15.8
8227	SHIMAMURA	10,130	JPY	374	3.8	0.8	0.2	9.0	0.8	0.1	13.1	13.0	12.9	0.9	7.0	8.6	8.5	8.6
7545	NISHIMATSUYA CHAIN	1,400	JPY	97	3.3	3.6	2.6	4.8	6.4	6.8	10.0	9.4	8.8	1.2	12.9	7.7	7.7	7.7
2685	ADASTRIA	1,922	JPY	94	15.0	5.4	3.0	-708.7	53.7	13.1	21.2	13.8	12.2	1.6	-1.4	6.7	7.2	7.2
2726	PAL GROUP HOLDINGS	1,671	JPY	77	19.8	7.7	NA	1,260.4	22.2	NA	19.9	16.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA
7606	UNITED ARROWS	2,092	JPY	63	5.0	6.0	1.8	-132.8	102.0	8.7	25.2	12.5	11.5	1.8	-21.0	4.5	6.8	7.3
8008	YONDOSHI HOLDINGS	1,814	JPY	44	6.0	4.1	3.4	49.3	5.0	6.8	16.2	15.4	14.4	1.0	4.1	11.3	11.6	11.7
8219	AOYAMA TRADING	739	JPY	37	4.3	-1.4	-3.6	-102.8	18.1	31.0	33.4	28.3	21.6	0.2	-22.2	5.1	4.9	5.1
8185	CHIYODA COMPANY	858	JPY	33	1.6	-3.1	-2.6	-92.0	-125.0	0.0	-76.6	306.4	306.4	0.5	-7.9	1.1	1.4	1.6
3415	TOKYO BASE	667	JPY	32	28.3	27.5	14.7	-909.4	46.6	16.9	33.8	23.0	19.7	5.8	-2.5	7.3	8.2	8.4
ITX-	INDITEX	30	EUR	12,108	31.9	7.7	5.9	204.2	16.1	9.6	27.2	23.4	21.3	5.9	7.5	26.3	26.8	27.2
HM'B	HENNES & MAURITZ B	198	SEK	4,215	10.4	9.7	3.2	726.5	45.3	15.0	32.0	22.0	19.1	5.3	2.2	17.8	18.7	19.7
LB-U	L BRANDS	74	USD	2,241	21.0	4.2	3.1	68.2	-2.2	3.3	12.6	12.9	12.5	33.6	NA	22.1	20.9	21.2
NXT-	NEXT	7,840	GBP	1,588	24.1	8.7	5.5	103.2	15.4	5.5	17.4	15.1	14.3	10.0	52.0	23.4	23.2	22.7
GPS-	GAP	32	USD	1,345	24.0	3.4	1.7	-182.8	25.1	15.3	18.5	14.8	12.8	4.2	-26.7	9.6	10.7	11.5
TPR-	TAPESTRY	42	USD	1,287	14.7	6.6	4.4	198.6	9.9	10.4	14.5	13.2	11.9	3.9	9.4	23.2	23.6	24.0
PVH-	PVH	108	USD	849	25.5	5.3	5.2	-441.9	25.3	16.3	16.0	12.8	11.0	1.5	-2.7	11.7	11.9	12.4
URBN	URBAN OUTFITTERS	40	USD	430	27.1	5.4	3.1	26,390	5.4	2.2	15.0	14.2	13.9	2.2	0.3	10.7	10.5	9.5
ANF-	ABERCROMBIE & FITCH 'A'	45	USD	303	20.0	2.4	0.0	-572.2	-9.7	-9.3	13.0	14.4	15.8	2.5	-4.6	13.0	12.3	11.5
GES-	GUESS	25	USD	178	36.9	5.8	4.1	-3,381	13.4	5.6	10.8	9.6	9.1	2.4	NA	11.3	11.9	NA
CHS-	CHICO'S FAS	7	USD	94	32.0	5.1	NA	-94.5	-329.4	NA	-41.0	17.9	NA	-99.6	NA	3.1	7.4	NA
	Nikko forecasts																	
8227	SHIMAMURA	10,130	JPY	374	5.0	0.6	0.4	25.4	3.0	2.4	11.3	11.0	10.8	0.9	7.0	9.4	9.5	9.7

注:最下段のしまむらは弊社予想。それ以外は IBES コンセンサス
出所:トムソン・ロイター、SMBC日興証券予想

リスク

リスクは、(1)景況感、天候、ファッショントレンドの変化等による SSS の動向、(2)EC、フリマ等を含む競争環境の変化、(3)原材料価格の変動や価格競争、PB 拡大戦略等による粗利率変動、(4)自己株式取得の意向はまだないものの、株主還元の積極化等。

(1) はアパレル業界共通のリスクだが、このリスクを低減する方法は、在庫の鮮度をよくし、新製品を早期に投入すること。ファッション感度の高い層はシーズン頭に新しい商品を購入し、その意欲は景況感や天候をも上回る。同社は高回転のファッション商材を特徴とするゆえ、特に在庫の鮮度管理が重要。なおファッショントレンドは、雑誌やテレビといったマス媒体の影響低下もあり、小粒かつ分散傾向である。ゆえに大きな変動はかつてほど起こりにくいと思われる。

一方で、アパレルの廃棄ロス問題が新聞に取り上げられるなど、シーズン毎の使い捨てを前提とするファストファッションや、トレンドを打ち出すファッションへの消費者の嗜好が変化し、市場がより縮小する可能性がある。この場合、ベーシックファッションが中心の企業に比較して、トレンド商材を扱う分同社に不利だが、市場縮小の過程では、小規模業者が撤退し、強者である同社がより強くなる可能性もあろう。

(2) は依然脅威ではあるが、低価格の源泉は、規模の経済とローコストオペレーションであり、EC 専業ブランドは規模の経済で同社に劣る。また EC プラットフォーマーへのフルフィルメント手数料をふまえると認知度の低い低価格ブランドが EC で収益を維持するのは難しい(P9～11 で詳細を記載)。一方、中価格ブランドが在庫処理の過程で EC 上で販促を強めることは今後も続こう。ただし在庫処分は主にシーズン中期から末期に行われるため、このリスクを低減する方法も、在庫の鮮度管理である。

(3) の粗利率のリスクは、外部環境(原材料、価格競争)は業界共通リスク。アパレルの粗利率は価格変更(定価の変更はあって 10%程度だろう)や原材料上昇(アパレルの原価は、素材価格よりも縫製工程/製造人件費の方が大きい)よりも、在庫処分による売価変更(30～70%オフ)の影響の方が大きい。この値下げロスを抑制する方法は、仕入れ・在庫管理、商品のヒット率上昇(定番商品強化、短納期生産強化、EC などの閲覧データや先行予約の活用等)や販売力強化。同社は短納期生産の拡大と、EC 専売品の販売データの活用等を実施している。

(4) については P16 にて後述する。

図表2. SWOT 分析

Internal factors	External factors
Strengths	Opportunities
・ローコストなチェーンストア・オペレーション ・店舗数/規模の経済 ・非SPAアパレル企業内でのサプライヤーとの関係の優位性(GMS等は返品条件付取引であるのに対し、同社は完全買取のため、サプライヤーから選好される)	・GMS、地方百貨店、ショッピングセンター等でのアパレル売り場縮小等の恩恵 ・アパレルの廃棄ロスの見直し機運の高まりによる、値引きやEC上のクーポン発行の減少の可能性(もともと低価格な同社商品の相対優位性の高まり)
Weaknesses	Threats
・低価格商材ゆえにEC(宅配)で収益を出せない ・規模があるゆえの制約(素材変更等) ・地方店舗も多く、高齢化、人口減の影響を受ける ・非SPAゆえにブランド力が国内にとどまり、海外展開が難しい	・いずれグローバル展開で同社を上回る規模の経済を実現するブランドが現れる可能性 ・アパレル市場の縮小。消費者のサステナビリティ意識の高まりによるファストファッション/低価格トレンドファッションの需要減

出所:SMBC日興証券

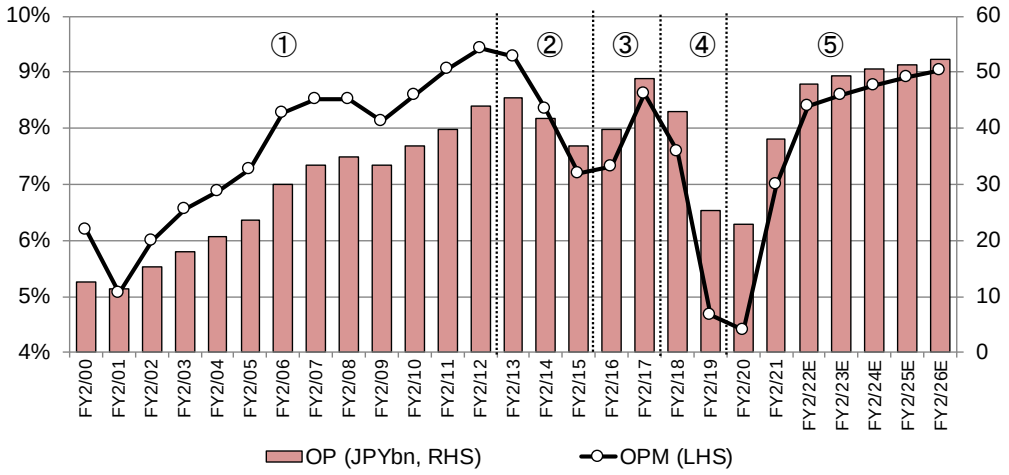
投資の論点

1. 業績回復中。平米売上はなお低水準で改善余地は大きい

二度目の正直。業績回復中～回復はコロナ恩恵のみにとどまらず

図表3. 営業利益は急回復中

営業利益の推移



出所：会社資料、SMBC日興証券予想

同社の営業利益は 2 度目の回復期に入っている。13/2 期までの右肩上がり時期を終え（図表 3、①）、14/2 期、15/2 期に減益に転じた（②）。そして 16/2 期、17/2 期は営業増益に転じた（③）が、回復は一時的に終わり、18/2 期から再び減益かつ営業利益率を大きく落とした（④）。そして 21/2 期に業績を急回復させ、現在に至る。売上回復のタイミングが第 1 回目の緊急事態宣言解除後だったため、コロナ恩恵での回復とみなされがちだが、その恩恵はあるも、同社の変化が奏功している。

弊社が考える同社の変化は、「原点回帰」。同社の実質創業者と言われ、2009 年まで取締役相談役を務めるも、11 年以降相談役となっていた藤原秀次郎氏が、2020 年 5 月より取締役相談役に復帰した。そして「原理原則の徹底」を説いている。

今回の回復施策は、同社の強みを活かす「原点回帰」

前回の一時的業績回復期と今回の施策を比較したい。

・～12/2 期（①）は営業利益率の上昇を伴う利益成長だったが、末期には売り場面積の伸びの鈍化や SSS の鈍化が見られ、販管費比率が上昇していた。出店拡大期が終焉した。

・13/2 期～15/2 期（②）は営業利益率が低下。直流比率の上昇等で拡大してきた粗利率が、SSS の鈍化による値引きロス等で低下に向かった。季節変動等の影響を設け低下した SSS に対し、この時期は、新たな施策として定番商品の PB を強化し、安定的な SSS 確保および粗利率改善を目指していた。

・16/2 期、17/2 期（③）は、それらの PB 施策が少しずつ軌道にのったこと、および、季節変化の早い遅いで商品の売れるタイミングが変わることから在庫処理期限が従来より緩和していたところを期限を徹底し、店頭での新製品への切り替えがタイムリーとなったこと、で、売上改善と正価販売比率改善による回復が見られた。

・18/2 期、19/2 期(④)は、その回復を踏まえ攻めの姿勢に転じ、各種イベントを増やし低価格商品(500 円商品等)の打ち出しを強化した。しかし、この企画は不発に終わり、商品単価が低下した分売上を痛め、在庫処理で粗利率も低下した。

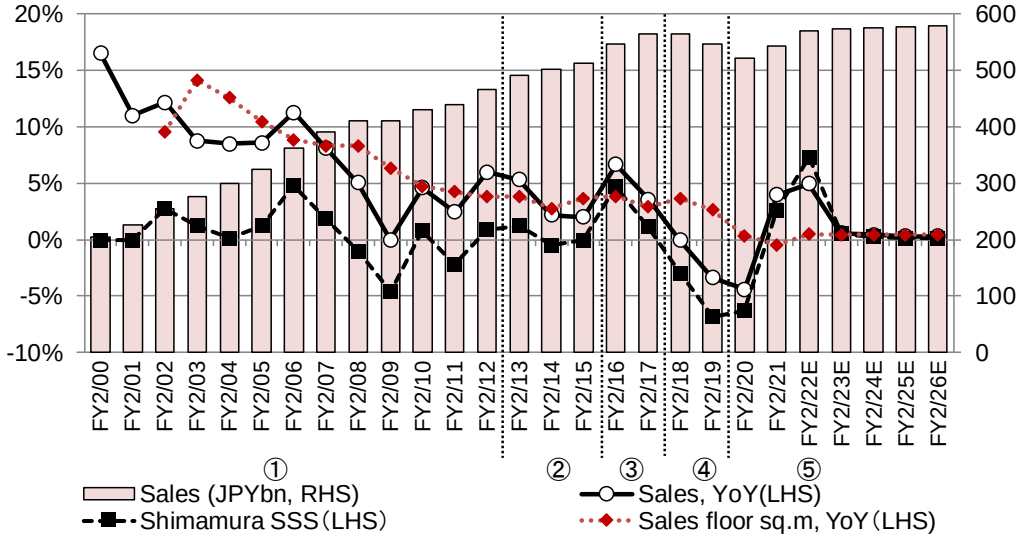
過去の施策は、定番 PB による安定感/粗利率確保や、更なる低価格の打ち出しだった。

・一方、20/2 期からの回復にあたって、まず(1)季節やトレンドの影響をうける婦人アウター等を中心に、短納期生産を強化した。初期発注量を減らし過剰発注を抑制し、売れ行きに応じた追加発注で商品の的中率を上げた。この手法は既に他のアパレル企業で取り入れられているものである。そして(2)SNS などを活用した広告宣伝を強化し、インスタグラマー企画商品などを強化し、週ごとに商品の話題性を作った。

今回の施策は、同社が本来強みとする、少量多品種商材(↔定番 PB)を高速回転させるべく、非売れ筋商材の低減と、回転させるべく商品にフォーカスした広告宣伝(↔価格にフォーカスした低価格企画)で、まさに「原点回帰」と言える。

図表4. 売上高は急回復中

売上高の推移



出所:会社資料、SMBC日興証券予想

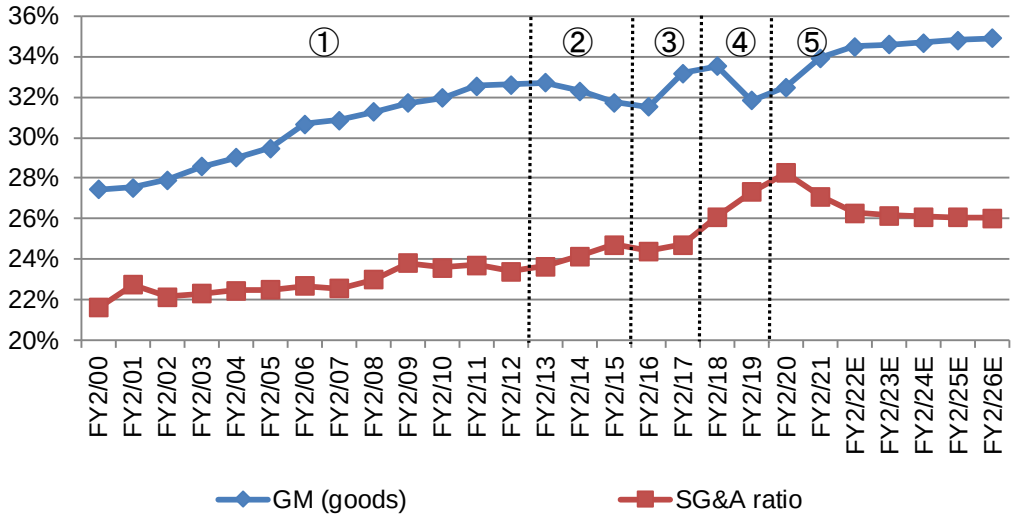
まだ回復途上。平米あたり売上の改善が必須

同社の SSS は回復傾向(図表 8)であり、粗利率(図表 5)は 21/2 期にヒストリカルハイとなった。そのため前述のようにそもそも売上の回復はコロナ恩恵による一過性で、かつ粗利率の回復余地は大きくないと、株式市場は捉えている気配がある。

ただし、図表 5 が示すように、販管費比率は過去水準より依然高い。その背景は、平米あたり売上が低位にとどまっていること。そのため在庫回転月数もかつての効率から程遠い。改善余地は依然大きいと言える。

図表5. 粗利率は改善、販管費比率はまだ高水準

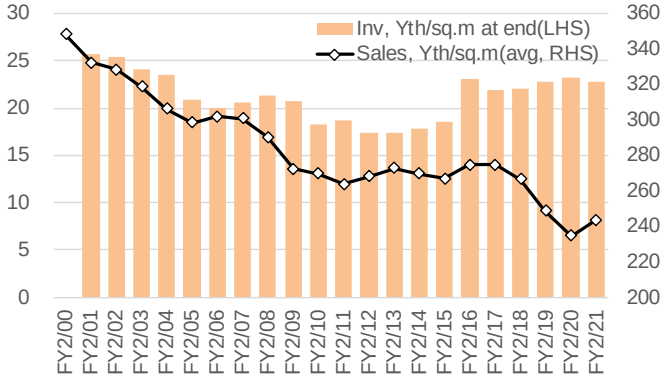
粗利率と販管費比率



出所：会社資料、SMBC日興証券予想

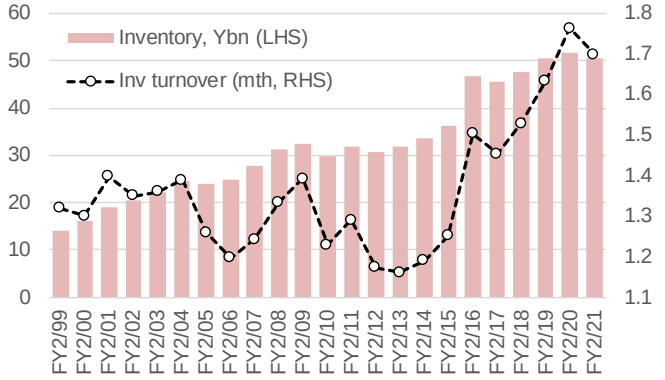
図表6. 平米あたり売上が依然低水準で、在庫回転月数も高止まり。改善余地が残る

平米あたり在庫、平米あたり売上



出所：会社資料、SMBC日興証券

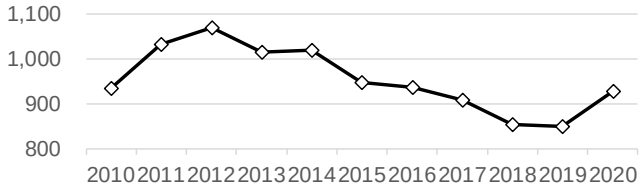
在庫、在庫回転月数



注：在庫回転月数＝期末在庫÷（売上原価÷12）
出所：会社資料、SMBC日興証券

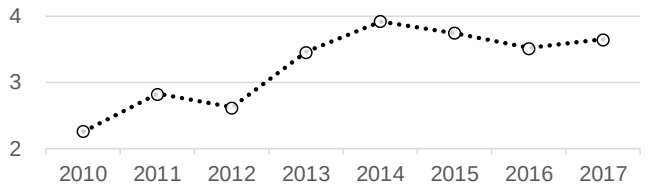
図表7. （参考）ファーストリテイリングは、平米あたり売上はレンジ内推移

国内ユニクロの平米あたり売上（千円）



出所：会社資料、SMBC日興証券

ファーストリテイリングの連結在庫回転月数（月）



注：在庫回転月数＝期末在庫÷（売上原価÷12）。会計基準影響が強いため 18/8 期以降はグラフに適用せず
出所：会社資料、SMBC日興証券

図表8. 月次売上改善も、19/2 期、20/2 期の悪化が大きく、まだ回復途上

しまむら事業月次売上 YoY (%)

月次売上 YoY（%）

	Mar-17	Apr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Aug-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dec-17	Jan-18	Feb-18	FY17
SSS	-7.5	-3.0	-4.5	-3.6	6.4	2.4	-4.3	-2.2	-11.0	-0.2	-4.4	-3.8	-3.0
All-store sales	-6.4	-1.5	-3.0	-2.3	8.1	3.9	-2.9	-0.7	-9.3	2.5	-2.0	-1.3	-1.3
# of customers	-5.7	0.0	0.8	0.6	9.3	6.3	-1.1	0.5	-5.5	3.1	1.1	2.1	1.0
Spending per customer	-0.7	-1.5	-3.7	-2.9	-1.1	-2.2	-1.8	-1.2	-4.1	-0.7	-3.1	-3.3	-2.3
	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	Jan-19	Feb-19	FY18
SSS	-5.6	1.4	-7.7	-11.7	-11.2	-5.6	-6.9	-7.1	-12.3	-7.8	-0.1	-3.0	-6.8
All-store sales	-3.5	3.6	-5.3	-9.2	-9.0	-3.4	-4.6	-5.3	-10.6	-6.5	1.3	-1.6	-4.8
# of customers	-2.7	8.9	-1.8	-2.9	-5.6	-2.0	-1.4	0.5	-7.6	-7.6	0.3	-1.3	-2.1
Spending per customer	-0.8	-4.9	-3.6	-6.4	-3.6	-1.4	-3.2	-5.8	-3.3	1.2	0.9	-0.3	-2.8
	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19 *tax hike	Nov-19	Dec-19	Jan-20	Feb-20	FY19
SSS	-2.3	-11.1	-0.8	-2.1	-17.5	0.6	-4.4	-8.7	-1.3	-9.0	-9.9	-4.6	-6.3
All-store sales	-0.7	-9.7	0.3	-1.4	-16.8	1.4	-3.7	-7.7	-0.6	-8.5	-9.4	-4.0	-5.4
# of customers	2.1	-7.9	-3.2	-4.8	-15.9	-3.8	-6.4	-6.5	-0.8	-6.2	-8.4	-4.3	-5.8
Spending per customer	-2.7	-2.0	3.6	3.6	-1.0	5.4	2.9	-1.3	0.2	-2.5	-1.2	0.3	0.4
	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dec-20	Jan-21	Feb-21	FY20
SSS	-12.1	-28.1	-23.4	27.0	9.1	-4.5	11.1	20.7	11.3	11.3	7.6	2.2	2.6
All-store sales	-11.8	-27.9	-24.1	27.4	9.1	-4.3	11.3	20.8	11.4	11.0	7.5	2.1	2.6
# of customers	-12.5	-27.0	-26.3	16.0	3.8	-4.7	8.8	10.5	6.7	6.2	4.1	-2.7	-1.6
Spending per customer	0.9	-1.2	3.0	9.8	5.0	0.4	2.3	9.3	4.4	4.6	3.3	4.9	4.3
	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Aug-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Jan-22	Feb-22	FY21
SSS	24.6	45.2	31.2	-7.5									
All-store sales	24.5	45.5	31.3	-7.6									
# of customers	18.8	32.0	31.9	-4.2									
Spending per customer	4.8	10.2	-0.5	-3.6									

SSS 指数化（18/2 期＝1）

SSS index	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	FY
FY17	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
FY18	0.94	1.01	0.92	0.88	0.89	0.94	0.93	0.93	0.88	0.92	1.00	0.97	0.93
FY19	0.92	0.90	0.92	0.86	0.73	0.95	0.89	0.85	0.87	0.84	0.90	0.93	0.87
FY20	0.81	0.65	0.70	1.10	0.80	0.91	0.99	1.02	0.96	0.93	0.97	0.95	0.90
FY21	1.01	0.94	0.92	1.02									

出所：会社資料、SMBC日興証券

2. 同社の特徴は低価格商材の少量・多品種・高回転。低価格の強みは健在

同社の最大の強みは、「低価格」の実現を可能にする、規模とローコストオペレーション

同社の特徴は、低価格な少量多品種の商材を高回転させること。消費者から見た「多品種」は小売店では物理的制限があるも、ZOZOTOWN や SHOPLIST のような EC サイトでは実現可能であり、同社が EC サイトにも勝る強みは低価格。

低価格の源泉は、(1) 規模の経済と、(2) 低価格（低粗利率）を実現するローコストオペレーションに尽きる。

(1) に関してトレンドファッション（ファーストファッション）での低価格ブランドといえば、競合はファーストリテイリングの GU だが、同社の 21/2 期売上 5,426 億円に対し、GU の 20/8 期売上は 2,461 億円と規模の差がある（かつ、同社がサプライヤー商材による少量多品種高回転であるのに対し、ベーシック商材中心のユニクロほどでないもの GU も PB ゆえに中品種中量中回転といえ、両者の MD は異なっている）。

またEC 専業の低価格ブランドは存在するも、規模の経済に欠ける。アパレルの場合、価格と価値のバランスを動かすことで粗利率は動かすことが可能(その代わり、ブランドの評判、売上に影響する)。しかし課題は販管費比率。小規模ブランドゆえ認知度が劣るため、ZOZOTOWN 等の EC プラットフォームを利用するが、EC プラットフォームへのフルフィルメント手数料(÷取扱高)は商品単価の低いブランドほど高い(フルフィルメント手数料のもととなる、倉庫保管スペースや出荷業務、宅配料金は、商品単価に関係なく商品数連動のため)。

参考までに図表 9 はネット専業低価格ファッション SPA 企業の夢展望(i モード時代にネット専業として強みを発揮した)の PL。50%程度の粗利率に対し、販管費比率も 50%弱発生していた。ネット専業ブランドであっても低価格アパレルの場合、販管費が重い(EC プラットフォームへのフルフィルメント手数料が重い)ことが推測できる。中価格以上のブランドの場合はフルフィルメント手数料はここまで高くはない(ZOZOTOWN の受託ビジネスの手数料率は平均では 30%弱)が、売上原価率 50%程度の中で仮に 10%オフのクーポンを配布すれば収益性は大きく下がる。在庫過多な局面等で EC 上の低価格戦略をうつブランドはあろうが、低価格販促の持続性は低いと弊社は考える。

図表9. ネット専業ファッション SPA である夢展望の PL

夢展望(3185)の PL

Ymn	Sep-11	Sep-12	Sep-13	Sep-14	Mar-16	Mar-17	Mar-18	Mar-19
Sales	5,856	6,200	6,764	6,539	3,669	3,107	5,075	6,917
GM	54%	51%	49%	39%	40%	39%	46%	45%
SG&A	3,173	3,005	3,131	3,319	1,784	1,368	2,298	3,224
SG&A ratio	54%	48%	46%	51%	49%	44%	45%	47%
OP	-21	162	167	-751	-324	-154	583	-179
OPM	0%	3%	2%	-11%	-9%	-5%	11%	-3%

注:20/3 期以降は事業の多角化でアパレル事業以外の影響も含むため除外した
出所:会社資料、SMBC日興証券

図表10.同社商品は低価格。EC 専用ブランドにも勝てる価格力

2017 年 10 月 3 日の価格比較

	商品/商品カテゴリー	税込金額	件数
しまむら	もてシャギー(ニット)	1,500円	-
	裏地あったかパンツ	3,900円	-
	レディースリラクシングパンツ	1,900円	-
GU	レディース>ニット	1,069円~	-
	レディース>ボトムス*	1,609円~ *処分品を除く	-
ZOZOTOWN	レディース>ニット>シャギー		842件
		1,500円以下	2件
		2,000円以下	14件
	レディース>ニット		47,705件
		1,500円以下	834件
	レディース>パンツ		50,917件
		3,900円以下	9,804件
		1,900円以下	1,332件
SHOPLIST	ニット>シャギー		80件
		税抜1,500円以下	6件
		税抜2,000円以下	8件
	ニット		6,398件
		税抜1,000円以下	115件
		税抜2,000円以下	1,886件
	パンツ		4,806件
		税抜2,000円以下	1,026件

注:ZOZOTOWN は別途送料 210 円、SHOPLIST は同 429 円(5,500 円以上購入で無料)が発生
出所:各社サイト、SMBC日興証券

2021 年 7 月 5 日の価格比較

	商品/商品カテゴリー	税込金額	件数
しまむら	レディースワンピース	¥1,419	-
	レディースワンピース	¥1,089	-
GU	レディースワンピース	¥2,490	-
ZOZOTOWN	レディース>ワンピース(除く長袖)		23444件
		定価 ¥1,419以下	2種類(ベルーナ) 色違い等込で56件
		セール品込 ¥1,419以下	365件 (長袖込505件)
		セール品込 ¥1,089以下	153件 (長袖込242件)
SHOPLIST	レディース>ワンピース(除く長袖)		6436件
		セール品込 ¥1,500以下	327件
		セール品込 ¥1,000以下	71件

注:ZOZOTOWN は別途送料 210 円、SHOPLIST は同 429 円(5,500 円以上購入で無料)が発生
出所:各社サイト、SMBC日興証券

図表11.SPA 大手と比べても、しまむらの定番 PB 価格は価格競争力あり

2021 年 7 月 5 日　価格比較

＜レディースインナーT シャツ＞

	商品／商品カテゴリー	税込金額
しまむら	クロッシ-なめらかコットン3分袖	¥539
	ラウンドネックフレンチ袖Fiber Dry	¥759
GU	スタイルドライVネックT（汗取付）	¥690
UNIQLO	エアリズムUネックT（半袖）	¥990
MUJI	綿でさらっとフレンチスリーブT	¥790
	インド綿フライス編2枚組フレンチスリーブ	¥790
イオン	TopValu Peace Fit極さら3分袖	¥748
楽天（最安値）	在庫処分綿100%インナーフレンチ袖	¥774 本体499+送料275

＜ベッド敷きパッド　シングル＞

	商品／商品カテゴリー	税込金額
しまむら	年間使える敷きパッド（西川）	¥1,419
ニトリ	Nクールダブルスーパー	¥3,990
	Nクールスーパー	¥2,990
	Nクール	¥1,990
楽天（最安値）	敷きパッドシングル夏用爽快	¥1,473 593+送料880
	ひんやりクール敷きパッド	¥1,364 759+送料605

出所：各社ウェブサイト、SMBC日興証券

3.　成長余地は実際はまだある

原点回帰し、低価格と多品種・少量・高回転を追求しても、成長余地が残っていなければ再成長はできないため、成長余地を確認する。

図表 12 は、同社が開示するしまむら事業の都道府県別シェア。東北などを中心に 10%以上のシェアを持つ。郊外中心の店舗展開ゆえ、都心都道府県のシェアは低い。そのような都道府県は平米あたり売上（図表 13）が高く、店舗増でのシェア拡大の可能性は高いであろう。

都心物件の賃料の高さは、平米あたり売上の高さで相殺できるが、都心物件は売り場面積や売り場の形、施設内出店の場合はその施設の営業時間に合わせた店舗営業時間・作業スケジュールが必要になるなど、同サイズ同型同営業時間で運営できる郊外標準店とは別のオペレーションが必要になるが、EC 注文等も活用し、都心市場を開拓すれば、成長余地はある。

仮に都道府県別シェアがどの県も最低で 7%を達成すると想定すると、21/2 期のしまむら業態売上に対し 27%の拡大余地、10%と想定すると 68%の拡大余地がある。

図表12.各県で最低 7%のシェアを確保するなら、しまむら業態の売上は 27%の拡大余地、10%なら 68%の拡大余地

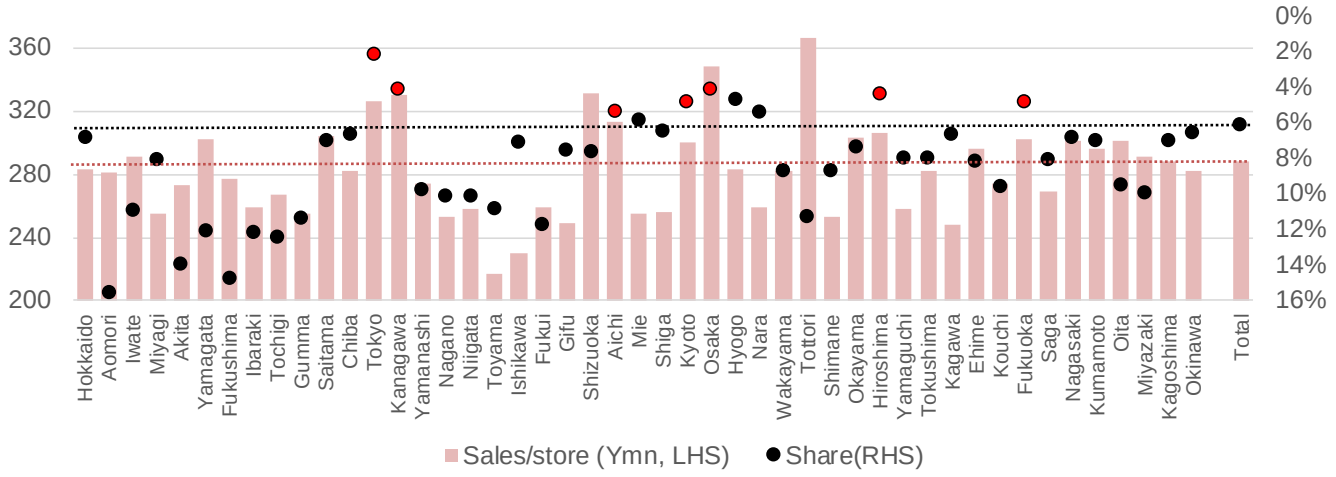
しまむら業態の都道府県別シェアと売上拡大余地

	Market share												Sales, Ymn	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Future	2020	Future
Hokkaido	6.3%	6.1%	6.2%	6.5%	7.1%	7.6%	7.2%	7.5%	7.6%	7.2%	6.9%	7.0%	19,563	19,847
Aomori	13.2%	12.4%	11.8%	13.2%	15.1%	15.8%	17.5%	16.9%	15.8%	12.5%	15.6%	15.6%	6,477	6,477
Iwate	10.1%	14.5%	10.6%	12.2%	13.1%	11.7%	11.3%	12.7%	12.3%	10.5%	11.0%	11.0%	5,831	5,831
Miyagi	8.1%	11.8%	10.3%	7.6%	9.0%	8.5%	9.9%	9.4%	10.5%	8.6%	8.1%	8.1%	9,178	9,178
Akita	11.9%	10.2%	11.1%	12.2%	15.2%	13.0%	14.4%	16.6%	14.8%	12.5%	14.0%	14.0%	4,652	4,652
Yamagata	12.0%	11.8%	13.4%	14.0%	12.8%	12.9%	13.2%	11.5%	12.4%	11.5%	12.1%	12.1%	4,845	4,845
Fukushima	11.8%	15.6%	20.1%	15.3%	15.9%	17.5%	13.2%	15.1%	12.9%	13.6%	14.8%	14.8%	10,827	10,827
Ibaraki	9.3%	11.2%	13.0%	10.5%	10.0%	11.7%	11.6%	11.7%	9.2%	9.9%	12.2%	12.2%	14,529	14,529
Tochigi	9.2%	10.9%	11.1%	10.8%	10.2%	9.7%	11.2%	11.8%	11.0%	10.2%	12.5%	12.5%	9,629	9,629
Gumma	10.7%	11.3%	12.2%	11.2%	11.7%	10.7%	12.3%	11.5%	10.1%	11.4%	11.4%	11.4%	9,688	9,688
Saitama	7.0%	8.5%	7.5%	7.6%	7.8%	6.8%	8.2%	7.9%	8.4%	7.3%	7.0%	7.0%	31,953	31,953
Chiba	6.2%	6.6%	7.5%	7.9%	7.5%	7.1%	6.5%	7.0%	7.0%	6.3%	6.7%	7.0%	22,055	23,043
Tokyo	1.3%	1.6%	1.9%	1.9%	2.1%	2.1%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.1%	7.0%	22,510	75,033
Kanagawa	3.1%	3.1%	3.2%	3.6%	3.3%	4.3%	4.2%	4.5%	4.3%	4.2%	4.1%	7.0%	21,131	36,077
Yamanashi	9.5%	11.0%	11.2%	10.2%	10.5%	9.9%	10.4%	11.2%	9.3%	10.4%	9.8%	9.8%	3,834	3,834
Nagano	10.7%	12.1%	11.6%	10.6%	13.1%	11.4%	12.5%	12.1%	13.3%	10.6%	10.2%	10.2%	9,855	9,855
Niigata	8.8%	11.7%	12.0%	11.3%	11.2%	12.8%	11.1%	12.3%	12.5%	11.2%	10.2%	10.2%	9,543	9,543
Toyama	10.8%	11.1%	10.3%	10.2%	10.5%	10.3%	12.5%	10.7%	13.0%	10.6%	10.9%	10.9%	4,763	4,763
Ishikawa	6.3%	7.4%	5.7%	7.3%	6.7%	7.1%	8.6%	7.4%	7.4%	6.6%	7.1%	7.1%	4,137	4,137
Fukui	8.7%	10.1%	8.8%	10.6%	10.7%	10.6%	10.2%	11.2%	12.5%	8.9%	11.8%	11.8%	3,114	3,114
Gifu	7.4%	7.5%	7.2%	7.1%	8.7%	9.6%	8.5%	8.1%	7.5%	6.6%	7.6%	7.6%	6,985	6,985
Shizuoka	7.7%	9.2%	8.6%	7.8%	8.2%	8.7%	9.7%	10.1%	8.9%	8.0%	7.7%	7.7%	14,237	14,237
Aichi	4.5%	5.1%	5.3%	6.0%	4.7%	4.9%	5.9%	5.8%	5.3%	5.2%	5.3%	7.0%	20,653	27,278
Mie	6.0%	6.5%	7.2%	6.6%	6.5%	6.6%	6.9%	6.9%	5.9%	5.8%	5.9%	7.0%	5,616	6,663
Shiga	7.1%	7.8%	8.4%	7.7%	7.7%	8.2%	7.2%	7.5%	7.1%	7.0%	6.5%	7.0%	4,859	5,233
Kyoto	3.1%	3.2%	3.4%	3.3%	3.5%	3.7%	4.5%	4.8%	5.8%	4.3%	4.8%	7.0%	6,616	9,648
Osaka	1.8%	2.5%	2.9%	3.0%	2.6%	3.1%	3.7%	3.7%	3.5%	3.7%	4.1%	7.0%	19,185	32,755
Hyogo	2.8%	3.7%	3.8%	4.0%	4.1%	4.7%	4.8%	5.0%	4.8%	4.5%	4.7%	7.0%	13,899	20,701
Nara	5.3%	4.5%	5.0%	5.1%	5.1%	4.2%	4.9%	5.3%	5.2%	4.6%	5.4%	7.0%	4,139	5,365
Wakayama	9.2%	8.8%	8.5%	8.9%	8.0%	8.0%	8.8%	9.2%	9.1%	9.5%	8.7%	8.7%	3,958	3,958
Tottori	12.1%	12.1%	12.9%	11.7%	10.6%	16.1%	12.0%	14.5%	14.9%	12.4%	11.3%	11.3%	2,564	2,564
Shimane	6.1%	6.8%	10.0%	8.1%	6.6%	8.2%	8.7%	10.0%	8.7%	7.3%	8.7%	8.7%	2,278	2,278
Okayama	7.5%	7.6%	8.4%	7.3%	6.4%	6.9%	7.4%	8.5%	8.1%	7.9%	7.4%	7.4%	6,989	6,989
Hiroshima	3.8%	4.8%	4.3%	4.4%	4.5%	5.6%	5.0%	5.7%	4.9%	4.4%	4.4%	7.0%	6,750	10,739
Yamaguchi	6.4%	7.2%	7.6%	9.0%	8.1%	8.3%	7.5%	7.9%	8.6%	8.7%	8.0%	8.0%	5,162	5,162
Tokushima	6.5%	6.2%	7.4%	5.3%	4.8%	5.6%	7.1%	3.9%	6.1%	7.3%	8.0%	8.0%	2,824	2,824
Kagawa	5.8%	6.0%	6.5%	6.1%	5.0%	5.7%	6.4%	8.3%	6.9%	7.0%	6.7%	7.0%	3,227	3,371
Ehime	6.3%	6.8%	6.6%	6.1%	6.4%	6.7%	7.8%	7.9%	7.2%	7.3%	8.2%	8.2%	5,033	5,033
Kouchi	7.7%	7.7%	8.1%	8.5%	8.9%	8.4%	9.7%	9.7%	10.0%	8.8%	9.6%	9.6%	3,291	3,291
Fukuoka	4.2%	4.9%	5.1%	5.2%	4.8%	5.2%	5.3%	5.2%	4.8%	4.5%	4.8%	7.0%	13,932	20,318
Saga	9.6%	9.3%	9.8%	8.7%	9.7%	9.3%	11.4%	11.2%	9.8%	8.6%	8.1%	8.1%	3,233	3,233
Nagasaki	5.4%	5.0%	7.2%	7.2%	6.0%	5.9%	6.9%	7.1%	6.8%	5.9%	6.9%	7.0%	4,224	4,285
Kumamoto	7.1%	7.7%	7.4%	7.8%	7.3%	6.3%	7.5%	9.6%	8.3%	6.8%	7.0%	7.0%	6,227	6,227
Oita	6.8%	7.2%	7.8%	7.1%	6.7%	7.8%	9.4%	8.3%	6.7%	7.3%	9.5%	9.5%	4,526	4,526
Miyazaki	10.9%	10.1%	8.9%	9.1%	9.8%	10.3%	10.7%	9.9%	10.9%	10.7%	10.0%	10.0%	4,956	4,956
Kagoshima	4.9%	5.3%	6.2%	5.7%	5.2%	5.4%	7.2%	7.7%	6.6%	7.1%	7.0%	7.0%	5,486	5,486
Okinawa	5.7%	7.3%	7.0%	7.0%	7.2%	7.1%	7.1%	7.5%	6.8%	6.1%	6.6%	7.0%	3,110	3,298
Total	5.3%	6.0%	6.1%	6.1%	5.9%	6.1%	6.5%	6.7%	6.4%	6.0%	6.1%	7.8%	412,095	524,258
													2020->Future	27%
									Minimum share by prefecture			7%	Upside	27%
												10%		68%

出所：会社資料、SMBC日興証券試算

図表13. 店舗あたり売上が高く、シェアが低い、都心都道府県で成長余地あり

しまむら業態の都道府県別店舗あたり売上とシェア（軸反転。21/2 期）



出所：会社資料、SMBC日興証券

4. バリュエーションに是正余地あり

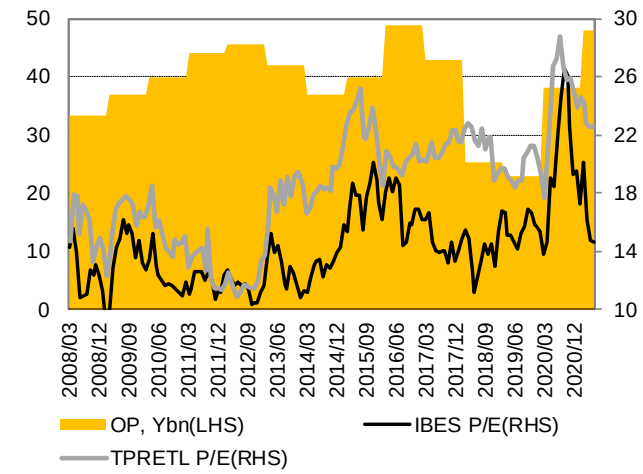
同社の現在の PER（23/2 期弊社予想ベース）は 11 倍（7/13 終値 10,150 円）と相対的に低位である。成長期であった 12/2 期でも PER が 12～13 倍であったことは事実だが、当時は東証小売株価指数の PER 自体も低位であった。東証小売株価指数に対する同社 PER のプレミアム値をみると（図表 14）、現在は過去水準よりも大きなディスカウントとなっている。

また ROE および PBR の観点（図表 15）でみても同様で、ROE 水準は 15/2 期、16/2 期、18/2 期水準まで回復も、PBR の回復が遅れている（15/2 期、16/2 期、18/2 期の PBR 平均は 1.4 倍）。

株式市場は同社の業績回復を一時的と考えているゆえバリュエーションが低位に放置されているといえ、業績回復がより強まればバリュエーションが是正されうる。その可能性を期待したい。

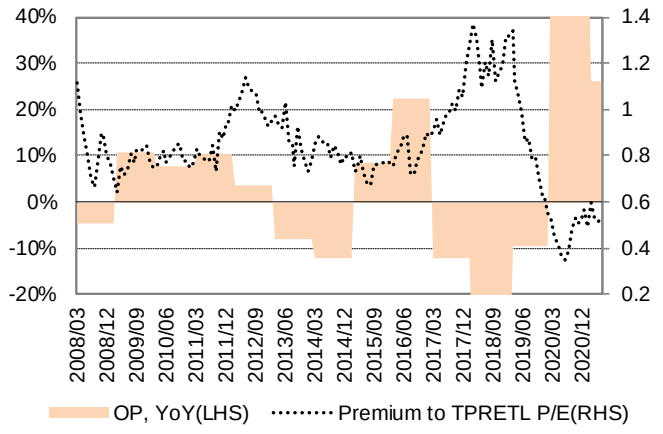
図表14. 利益回復にもかかわらず、PER ディスカウントは過去最大。是正余地あり

営業利益と PER



出所：会社資料、トムソン・ロイター、SMBC日興証券予想

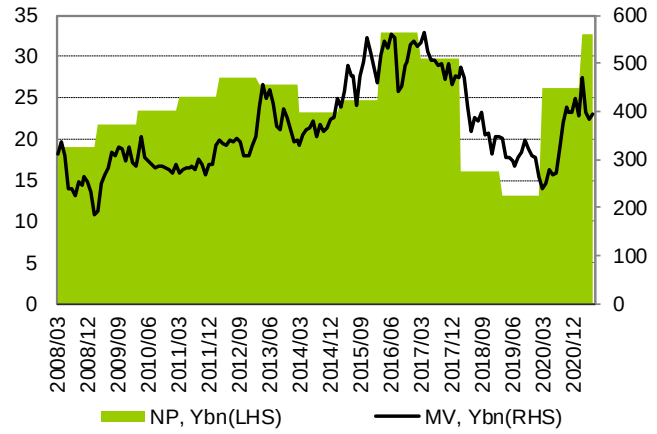
営業増益率と PER プレミアム



出所：会社資料、トムソン・ロイター、SMBC日興証券予想

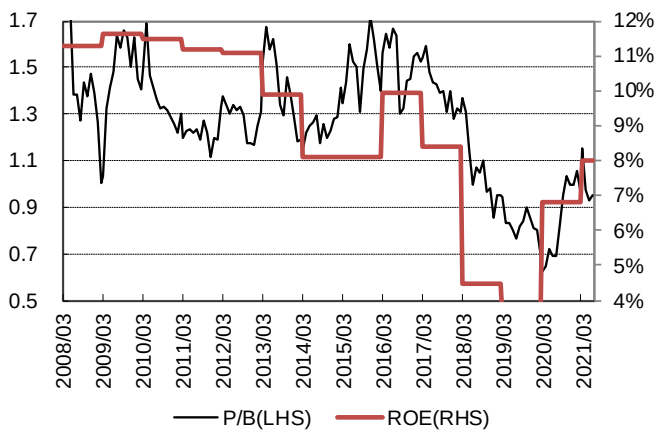
図表15.ROE 水準の回復に比して、PBR はまだ低位。PBR で見ても是正余地あり

当期利益と時価総額



出所：会社資料、トムソン・ロイター、SMBC日興証券予想

PBR と ROE



出所：会社資料、トムソン・ロイター、SMBC日興証券予想

業績予想

業績予想

22/2 期営業利益 479 億円、YoY+26%

しまむら事業の SSS は 7 月度以降は 17/2 期に対し△8%で想定。なお、3～5 月度の単純平均では 17/2 期比△4%、6 月度は 17/2 期比+2%。季節商材の早期投入を強めているため、シーズン頭に売上が偏る可能性、7 月の雨天、オリンピック期間の需要減等の不透明要因を考慮し慎重な前提にした。

21/2 期の 2Q、3Q、4Q は粗利率が YoY+1.1ppt、+2.8ppt、+2.5ppt と大幅改善。21/2 期 2Q は前半は緊急事態宣言により過剰となった在庫の処分があったが後半から値引きが抑制できた（売上が回復したため値引きの必要が軽減）ことが奏功。この前年水準に鑑み、22/2 期 2Q、3Q、4Q の粗利率は YoY±0ppt、△0.5ppt、±0ppt と想定。

販管費は、2Q,3Q は 1Q と同トレンド、4Q は業績好調を踏まえ前年同様業績賞与の発生を想定した。

23/2 期営業利益 493 億円、YoY+3%

しまむら業態の SSS は+0.5%を想定（24/2 期以降は+0.2%）。原点回帰し同社の強みを活かした低価格・少量多品種・高回転商材で、緩やかに回復を続けると想定。地道な商品開発や広告の改善等がベースとなるため穏やかな回復を想定した。

粗利率も 23/2 期以降 YoY+0.1ppt を想定。SSS 同様に地道な改善ゆえ緩やかな回復を想定。

緩やかな営業増益を想定するも、販管費には 21/2 期、22/2 期同様に同額の業績賞与を想定した。従業員の貢献にも報いてモチベーションを高めることのほうが中期業績へプラスとなる可能性を想定した。

23/2 期以降の業績予想は緩やかな改善を予想しているが、前述のように同社の平米あたり売上の過去水準との乖離を考えれば、売上を中心により強い回復の可能性もあり、注目したい。

図表16. 業績予想

8227 しまむら（単位：十億円）	FY2/20	FY2/21	1Q	2Q E	3Q E	4Q E	New FY2/22 E	New FY2/23 E	New FY2/24 E	New FY2/25 E	New FY2/26 E	Old FY2/22 E	Old FY2/23 E	Old FY2/24 E	Old FY2/25 E	Old FY2/26 E
売上高	**522.0**	**542.6**	**142.5**	**148.3**	**142.5**	**136.3**	**569.6**	**572.9**	**575.5**	**577.3**	**579.1**	**565.5**	**565.6**	**565.4**	**564.5**	**563.6**
・単体	516.1	536.6	141.3	146.8	141.2	134.2	563.5	566.9	569.5	571.4	573.2	559.5	559.7	559.5	558.7	557.8
しまむら	401.5	412.1	105.5	115.5	108.2	104.0	433.2	435.2	436.3	437.3	438.2	430.6	430.2	429.8	429.4	429.0
アベイル	50.0	49.5	13.2	13.5	13.1	12.6	52.4	52.9	53.5	54.2	54.7	50.4	49.9	49.5	49.2	48.8
シャンブル	9.8	11.7	3.3	2.5	2.4	2.7	10.9	10.9	10.9	10.8	10.8	10.6	10.6	10.6	10.5	10.5
バースディ	54.0	62.7	19.2	15.1	17.3	14.6	66.2	67.2	68.1	68.4	68.8	67.2	68.2	68.8	68.8	68.8
ディバロ	0.7	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
・連結一単体	5.9	6.0	1.2	1.5	1.3	2.1	6.1	6.0	6.0	5.9	5.9	6.0	5.9	5.9	5.8	5.8
売上高、前期比	**-4.4%**	**4.0%**	**33.2%**	**0.7%**	**-5.1%**	**-1.4%**	**5.0%**	**0.6%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.3%**	**4.2%**	**0.0%**	**0.0%**	**-0.2%**	**-0.2%**
・単体	-4.4%	4.0%	33.5%	0.7%	-5.2%	-1.4%	5.0%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	4.3%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
しまむら	-5.4%	2.6%	34.0%	1.3%	-5.3%	-1.1%	5.1%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	4.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
アベイル	-1.7%	-1.1%	38.5%	-3.6%	-2.7%	1.1%	6.0%	0.8%	1.3%	1.2%	1.1%	1.8%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	-0.7%
シャンブル	0.2%	19.8%	31.9%	-20.0%	-20.0%	-12.0%	-6.8%	0.0%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-9.3%	0.0%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
バースディ	0.1%	16.0%	27.8%	4.4%	-4.2%	-3.5%	5.6%	1.5%	1.4%	0.5%	0.5%	7.2%	1.5%	1.0%	0.0%	0.0%
ディバロ	5.5%	-7.9%	40.6%	5.0%	5.0%	5.0%	11.8%	0.0%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	10.8%	0.0%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
・連結一単体	-4.0%	1.2%	9.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	-1.4%	-0.3%	-2.1%	-0.2%	0.0%	-1.2%	-0.3%	-1.1%	-1.5%
粗利益	**169.7**	**184.1**	**48.8**	**52.6**	**49.5**	**45.5**	**196.5**	**198.2**	**199.7**	**200.9**	**202.1**	**191.9**	**192.5**	**193.3**	**193.6**	**193.8**
粗利率	**32.5%**	**33.9%**	**34.3%**	**35.5%**	**34.8%**	**33.4%**	**34.5%**	**34.6%**	**34.7%**	**34.8%**	**34.9%**	**33.9%**	**34.0%**	**34.2%**	**34.3%**	**34.4%**
YoY chg	**0.7%**	**1.4%**	**3.7%**	**0.0%**	**-0.5%**	**0.0%**	**0.6%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.0%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**	**0.1%**
販管費	**149.3**	**147.0**	**36.1**	**36.5**	**37.5**	**39.6**	**149.7**	**150.0**	**150.3**	**150.6**	**150.9**	**149.3**	**149.7**	**150.1**	**150.5**	**150.9**
販管費比率	**27.3%**	**27.1%**	**25.3%**	**24.6%**	**26.3%**	**29.1%**	**26.3%**	**26.2%**	**26.1%**	**26.1%**	**26.1%**	**26.4%**	**26.5%**	**26.5%**	**26.7%**	**26.8%**
販管費、前期比	**1.2%**	**-0.4%**	**5.5%**	**3.3%**	**-1.3%**	**0.4%**	**1.8%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**	**0.2%**	**1.5%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.3%**	**0.3%**
営業利益	**23.0**	**38.0**	**13.0**	**16.5**	**12.3**	**6.1**	**47.9**	**49.3**	**50.5**	**51.4**	**52.3**	**43.7**	**43.9**	**44.2**	**44.1**	**44.0**
・単体	23.5	38.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
・連結一単体	-0.5	-0.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
営業利益率	**4.4%**	**7.0%**	**9.1%**	**11.1%**	**8.6%**	**4.5%**	**8.4%**	**8.6%**	**8.8%**	**8.9%**	**9.0%**	**7.7%**	**7.8%**	**7.8%**	**7.8%**	**7.8%**
・単体	4.6%	7.1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
・連結一単体	-8.5%	-2.9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
営業利益、前期比	**-9.7%**	**65.4%**	**-**	**-4.6%**	**-19.3%**	**-10.5%**	**25.9%**	**3.0%**	**2.4%**	**1.8%**	**1.7%**	**14.9%**	**0.5%**	**0.7%**	**-0.2%**	**-0.2%**
・単体	-10.2%	62.7%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
・連結一単体	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
"しまむら"既存店増収率	-6.3%	2.6%	33.9%	1.4%	-5.2%	-1.0%	7.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
"しまむら"期末店舗数：店	1,432	1,430	1,427	-	-	-	1,427	1,427	1,427	1,427	1,427	1,428	1,426	1,424	1,422	1,420
"しまむら"期末売場面積：㎡	1,493,558	1,491,500	1,491,145	-	-	-	1,489,300	1,490,100	1,490,900	1,491,700	1,492,500	1,490,100	1,488,700	1,487,300	1,485,900	1,484,500
"しまむら"期末売場面積、前期比	0.2%	-0.1%	-0.2%	-	-	-	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%

出所：会社資料、SMBC日興証券予想

中期計画・株主還元

中期計画

同社は2021年4月に初めて中期計画（22/2～24/2期）を発表した（非開示の社内中計はあった）。22/2期計画が慎重である（営業利益はYoY+1.6%、6億円増益。しかし1Qで既に143億円増益）が、24/2期は単体営業利益（≒連結営業利益）493 億円、21/2 期比+113 億円、22/2 期計画比+107 億円、+28%、営業利益率8.3%（過去最高の連結営業利益率は12/2期の9.4%）と、復活を目指す。

なお22/2期1Q営業利益は130億円、YoY+143億円であり、この増益幅は、22/2期会社計画（YoY+6億円）はおろか、24/2 期計画（21/2 期比 113 億円）をも上回り、中計を初年度で達成しうるペース。

ただし21/2期は業績急回復をうけ4Qに業績賞与が支払われており、弊社予想でも今後も同様に業績賞与が支払われると考え、初年度での中計達成は想定しなかった。

株主還元

同社は 20/2 期まで短信での配当政策の項目には、「中期的に厳しい経済情勢の中で十分な内部留保を確保し、経営基盤の整備と新規出店を加速させながら、なお新しい事業の研究開発などを進めるために当面は配当性向 25%以上を目安に配当を行いたい」、「当事業年度の内部留保資金については、財務体質の強化と新規出店に有効投資し、経営基盤の安定と拡大に努める所存」と記載してきた。しかし図表 17 のように過剰といえるまで現金および短期有価証券を確保してきた。また自己株式取得の一時的にでる株価影響よりも、長期保有投資家に安定的に報いる配当を選好するコメントをしきた。

初の中計発表とともにこの還元方針の改善を弊社は期待したが、中計で掲げられたのは従来同様の配当性向 25%以上であり、新たに DOE2%が掲げられたも、下記のように現状維持を示しているにすぎない。

業績改善とともに、中計期間中であってもこの還元方針の再考と改善が必要であろう。

図表17.初公表の中計での還元計画は配当性向 25%以上、DOE2%と期待はずれ。ポジティブに取るなら改善余地大

配当性向

	FY2/10	FY2/11	FY2/12	FY2/13	FY2/14	FY2/15	FY2/16	FY2/17	FY2/18	FY2/19	FY2/20	FY2/21	FY2/22 CE	FY2/22 E	FY2/23 E	FY2/24 E	FY2/25 E	FY2/26 E
NP, Ybn	21.7	23.5	25.2	27.5	26.6	23.3	24.7	32.9	29.7	16.0	13.1	26.2	26.3	32.8	33.8	34.6	35.2	35.9
Dep, Ybn	4.9	4.7	5.0	5.0	5.1	5.3	5.8	5.9	5.7	5.7	5.4	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.6	5.6
NP+ Dep, Ybn	26.7	28.2	30.2	32.6	31.7	28.6	30.6	38.8	35.4	21.7	18.5	31.6	31.8	38.3	39.3	40.1	40.8	41.5
Dividends, Ybn	4.5	4.7	5.0	5.5	6.6	7.0	7.2	8.4	8.8	7.4	7.4	8.1		8.8	8.8	9.0	9.2	9.4
Payout ratio	21%	20%	20%	20%	25%	30%	29%	26%	30%	46%	56%	31%		27%	26%	26%	26%	26%
DPS, Yen	123	128	136	150	180	190	195	230	240	200	200	220	220	240	240	245	250	255
DOE	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%	2.2%	2.4%	2.4%	2.2%	2.6%	2.5%	1.8%	1.9%		2.2%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
Capex, Ybn	8.6	9.1	8.8	8.3	10.3	14.5	21.6	11.5	10.7	12.1	4.5	16.3	10.7	10.7	10.9	11.0	11.0	11.0
Cash + securities, Ybn	52.6	65.1	86.2	105.1	116.7	126.9	122.0	151.1	165.9	163.3	178.1	211.5		208.4	227.7	247.5	268.0	288.9

出所：会社資料、SMBC日興証券予想

ESG から見るしまむら

プロダクトマネージャー / シニアアナリスト 小山内 譜巳男
シニアアナリスト 金森 都

変化の萌芽

ESG 情報開示や外部評価機関のスコアやレーティングを見ると、同社は決して高い評価ではない。しかしながら、弊社では、同社の ESG 情報開示や取り組みに、ポジティブな変化の兆しを感じている。

第一に、ブルームバーグの ESG 情報開示スコアに関しては、2017 年 2 月期に 14.83 であったものが、18 年 2 月期に 27.75 に上昇(弊社小売りカバレッジ平均は 26.87 より若干ながら高い)、直近では Web での情報開示も充実してきていることから、今後のスコア上昇が期待される。18 年 2 月期のスコア上昇は、全て「S」の開示改善によって実現した(S の開示スコアが 8.77 から 33.33 へ上昇、他のスコアは不変)。現状では、E、S、G のうち、「E」の開示スコアが 13.54 と依然低位にとどまっており、今後は、E ドリブンでの開示スコア上昇が期待される。同社の「E」において開示が求められるものは、(1)SCOPE1、2、3 別の GHG/CO2 排出量、(2)生物多様性に関わる情報(生物多様性ポリシーの有無、環境関連の罰金など)、(3)エネルギー使用に関わる情報(再生可能エネルギー使用比率等)、(4)原材料や廃棄物に関わる情報(廃棄物量、リサイクルされる廃棄物の量、リサイクル原料の使用率等)、(5)水利用に関する情報、などである。これらは、欧州のアセットオーナーの資金を運用する機関投資家がアセットオーナー向けに情報開示を求められている項目とも概ね合致する。また、これらは、同社の Web を見る限り、同社においても、重要視し、かつ、注力している項目が大部分に見える。同社が、それらをデータとして開示することで、株式市場参加者にとって、同社の ESG への理解が深まるものと期待する。

第二に、2021 年 4 月、同社は、同社として初めてとなる中期経営計画を公表した。また、そのなかで、財務目標のみならず、ESG 課題、および、その課題に対する目標を掲げた。足元では、上場企業が発表する中期経営計画のなかに、ESG が組み込まれるケースは増えてきているものの、初の中計で、初回から ESG が KPI として組み込まれた点からは、同社経営陣の何らかの意識変化や機関投資家のエンゲージメントの効果が出てきている可能性を感じる。

図表18. 中計経営計画における ESG 関連の KPI と数値目標

		KPI	数値目標
Environment	無駄なゴミをなくす	商品廃棄	ゼロ
	プラスチックゴミの削減	完全循環型リサイクル比率	60%
	環境配慮型商品・副資材の開発	商品の仕入比率	20%
		副資材の使用比率	100%
Social	ダイバーシティの推進	女性管理職比率	20%
		障碍者雇用率	5%
Governance		CGコードの未実施原則数	ゼロ

出所:会社資料、SMBC日興証券

同社が 2023 年度の達成を目指して掲げた ESG の KPI や数値目標は図表 18 の通りである。「E」においては、サーキュラーエコノミーに関連する項目が多いが、弊社では、GHG/CO2 排出量は全ての企業にとっての重要課題だと見ており、同社においても、今後の KPI として追加されることを望む。「S」においては、衣料の会社として、サプライチェーンにおける人権リスク対応(世界人権宣言、国際人権章典、ILO 中核的労働基準等の国際人権基準を尊重する責任、ウイグル綿問題への対応、国連グロー

バルコンパクトへの署名等)において、未対応のものがあるようであれば、それに関しての同社の考えや目標があると良いと思われる。なお、同社には、人権尊重を含むサプライヤー取引行動規範があり、PB 商品生産工場には年 1 回は社員が定期的に訪問し、規範が守られているか確認している。「G」に関しては、コーポレートガバナンスコードの原則を全て実施するとあるが、今 6 月に東京証券取引所から公表された同コード改訂版を見る限り、以下の 3 つに関して、追加的な対応が必要になると思われる。

- 指名委員会・報酬委員会の設置(プライム市場上場企業は、独立社外取締役を委員会の過半数選任) (現状、両委員会ともに設置されているものの、メンバー4 名中 2 名が社外取締役であり、「過半数」ではない(半数ではある))
- 経営戦略に照らして取締役会が備えるべきスキル(知識・経験・能力)と、各取締役のスキルとの対応関係の公表
- プライム市場上場企業において、TCFD 又はそれと同等の国際的枠組みに基づく気候変動開示の質と量を充実

いずれにしても、今回の中期計画および ESG に関わる KPI の公表は同社にとっては重要な一歩であったと弊社では捉える。これを梃子として、今後、マテリアリティの選定、KPI や施策、統合報告書・サステナビリティレポートの発行、ESG 説明会の開催など、ESG に関する一層の取り組み拡大を期待したい。

マテリアリティ

MSCI では、Apparel Retail のマテリアリティを、「Raw Material Sourcing」、「Product Carbon Footprint」、「Labor Management」、「Privacy & Data Security」、「Chemical Safety」、「Supply Chain Labor Standards」、「Governance」だと見ている。SASB では、Apparel、Accessories & Footwear 業界のマテリアリティを、「Product Quality & Safety」、「Supply Chain Management」、「Materials Sourcing & Efficiency」だと見ている。概ね、原材料、GHG 排出量、サプライチェーンの人権管理などに集約される。

これらに関わる点として、ウイグル綿問題は避けては通れないと思われる。同社に関しては、日経報道などによると、過去はウイグル綿を使用していたと見られ、現在は、「使用を見合わせ」との姿勢である模様。しかしながら、現状では、それ以上のことはわからず、「わからない」ことは、即ち、リスク要因でもある。

これ以外の点に関しては、弊社でもいずれも重要だと考えるが、上記で言及されていない項目として、以下 2 点を指摘したい。

ビジネスモデルの強靭性: 同社のビジネスは、衣食住の「衣」を主体に、低価格で良質な商品を提供することである。それによって、人々の生活の質の向上に寄与し、社会に対するリターンを創出しているとも言える。低価格の裏には、低コストがあるが、ここ最近の ESG の潮流は、低コストに対しては逆風であると弊社では捉えている。長期的に大きく上昇しうるコストは、エネルギー(電力)、物流、衣料原料(綿、化学繊維)、包装・容器などである。低価格の商品と、ブランド品のような高価格・高マージンの商品を比べたとき、こうしたコストの上昇インパクトは前者の方が相対的に大きい。「低コスト」を維持するために、今後起きうる社会の変化を想定し、それに対してシナリオを考え、対応策を準備する必要があると思われる。これらによってコストプッシュが抑制できれば、同社のビジネスモデルの強靭性や再現性は一層高まるのではなかろうか。

資本政策: 資本政策に関しては、同社は中期経営計画のなかで、長期的・安定的な配当を掲げた(配当性向 25%、DoE2.0%が目安)。同社は、21 年 5 月末時点で 2,031 億円ものネットキャッシュを有している。フリーキャッシュフローは、2001 年 2 月期に 25 億円のマイナスになって以降、一貫して黒字であったが、21 年 2 月期に 20 年ぶりのマイナスに転じた。しかしながら、投資キャッシュフローにおける有価証券の取得による支出が大きく、これを調整すれば、21 年 2 月期も FCF は黒字であったと思われる。

キャッシュコンバージョンサイクルは、かつての 20 日前後から直近 3 年度では 30 日を超えてきているものの、競合と比べてもかなり短く、同社のキャッシュマネジメントは優れているものと推察される。そうであるならば、同社時価総額の半分を超えるまでに増加したネットキャッシュは、会社側が言うように成長投資や危機対応のために手元資金として必要だとしても、何らかの定量的な上限が示されても良いと考える。

情報開示スコア、外部評価機関の評価

ESG 情報開示スコア

前述の通り、同社の ESG 情報開示スコアは 27.75 である。これは弊社がカバーする小売り 31 社のなかでは 11 番目に相当するが、平均(26.87)よりもやや高いだけであり、中位だと弊社では捉えている。なお、TOPIX に含まれる上場企業の平均値が 25.06、TOPIX500 では 37.80 であり、前者と比べても中位である。上記の通り、同社の場合、「E」の開示を積極化することで、情報開示スコア全体が上昇すると思われる。

図表19.弊社カバレッジ小売り 31 社の ESG 情報開示スコア上位 5 社

ESG		E		S		G	
丸井グループ	66.99	丸井グループ	72.92	丸井グループ	56.14	ファーストリテイリング	69.66
三越伊勢丹HD	55.02	三越伊勢丹HD	66.67	イオン	42.11	丸井グループ	67.86
PPIH	45.45	PPIH	57.29	Jフロント	42.11	Jフロント	62.50
イオン	44.98	イオン	39.58	セブン&アイHD	42.11	イオン	57.14
Jフロント	44.21	ローソン	38.54	三越伊勢丹HD	38.60	セブン&アイHD	57.14
しまむら	27.75(#11)		13.54(#11)		33.33(#8)		46.43(#12)

注:2021 年 7 月 6 日時点
出所:ブルームバーグ、SMBC日興証券

ESG 評価機関の評価

ESG 外部評価機関は、同社の ESG の取り組みを、以下のように評価している。

(1) MSCI ESG:レーティングは未付与。

(2) RobecoSAM Sustainability Rank:0-100 をスコアとする評価(100 が最良)では、同社は 0.0 の評価。弊社がカバーする小売り 31 社の平均は 31.9。

(3) Sustainalytics Risk Score:ESG のリスクに関するスコアであり、0-100 の評価。リスクのスコアであるため低い方が良く、0 が最良である。同社のリスクスコアは 19.4 と弊社がカバーする小売り 31 社平均の 21.9 より良好である。

(4) ISS:1-10 の 10 段階評価で 1 が最も良い。同社は 9.0 の評価。弊社がカバーする小売り 31 社平均は 6.2。

(5) CDP Integrated Performance:気候変動、水、森林、サプライチェーンなどを中心とした評価機関。Bloomberg がこれを統合した評価として開示。A から D-までの 8 段階評価。同社の評価は未付与である。

セクターアナリスト見解

同社の IR 開示は 21/2 期 1Q から急改善している。説明会プレゼンテーション資料が Web 開示されるようになり、四半期決算や月次売上発表時に電話会議が開催され、英語の IR サイトも開設した。小売他社に先んじているのは月次売上の電話会議のみだが、自己流から脱却し、業界動向に合わせる動きが初めて見られた。このような変化は、IR だけにとどまらず、現社長である鈴木氏が、かつて IT 部門

に長く在籍し、ベンダー等外部との交流を行うなかで、同社の自己流の修正の必要性を感じたことが背景とかんがえる。そのため余剰キャッシュの使途/還元方針や、ESG 開示の強化等、今後も前向きな変化をする可能性を期待したい。なお既に CO2 排出量や電力使用量が開示されている。

なお、同社店舗の営業時間は 10 時～19 時で、他の小売店より短い。これは店舗スタッフ（主婦が多い）が、家族と夕食を食べることを意識して設定されている。またパート社員をも含む店舗スタッフが改善提案を出す等の女性の活用の仕組みは整ってはいる。またハンガーやダンボール等のリサイクルもかなり昔から行っている。加えて同社はファーフリーとなり、アニマルウェルフェアの対応をしている。もともと従業員や資源、社会に優しい運営を行う思想を持っており、更なる進化を期待したい。

なお、ウイグル綿に関しては、同社固有ではなく、グローバルのアパレル企業における共通のリスクである。ウイグルは世界の綿生産の 20%を占めると言われる。20%ゆえに本来は仕入れ先変更は可能だが、中国に生地や縫製工場が集中しており、中国産の綿を使った中国製の生地を、中国の縫製工場で使い商品を生産することが低価格生産を支えている側面がある（チャイナプラス 1 を目指す過程で縫製工場は ASEAN 利用も増えているが、その場合も生地は中国から仕入れているケースが多い）。

ウイグル綿にかぎらず、低価格商品を提供するには、低賃金を求めるゆえに児童労働、強制労働、環境対策等などのリスクがつきまとう（高価格商品の場合、製造原価の構成比が低いうえ、サステナビリティへの配慮はブランディング/付加価値につなげることもできる）。商品の素材、生産過程、そして消費者が使用した後の最終廃棄にいたるまでの、トレースやモニタリングがより重要となる。

また、日本企業共通のリスクとも言える。欧米各国はウイグルに関し、政府が意見を示している。またウイグルに対する報道も多く、人権団体のみならず消費者自体も重要な問題と意識している。一方、日本は政府が意見を示していない。また報道も多くされていない。このような政府や報道の姿勢が、企業の方針決定や発表の遅れや消極性につながっている可能性も高い。このような状況ゆえに、国内アパレル市場で一定シェアを持つ同社のような企業が、ESG の目標を掲げ業界のスタンダードを作っていくことが望まれる。

なお、H&M は 2020 年 8 月にウイグル綿の使用をやめるとプレスリリースで出したが、その時の記載は「H&M はウイグル綿に関し、Better Cotton Initiative（BCI）と連携している農場から綿を買ってきたが、ウイグル地区で信頼性のあるデューデリジェンスをすることの難しさが増しているため、BCI がウイグルの綿へのライセンス提供を中断した。これに伴い、H&M はウイグル産の綿を今後商品に使わない」であった。なお良品計画（7453）はウイグルの綿の利用にあたり綿花農場の作業者のプロフィールや人員計画を把握し、栽培スケジュールに合わせて第三者機関を現地に派遣して監査を行って人権違反がないことを確認した上で利用の継続を表明した（がウイグル綿を使用し続けるというコメントがでるたびに株価はネガティブ反応する）。この 2 社の違いは、利用している第三者機関の判断の違いといえる。ここから言えることは、E や S に関する課題は個別企業のみならず、同じ課題に面する同業種が協力し統一した見解を持ち（競争関係ではなく協力関係に）、業界として意見を表明することで、必要なコスト増を消費者とも負担しあいながら、業界として消費者とともに解決していくことを弊社は望む。宅配クライシスという事象が消費者にも認識さえた結果、宅配料金の上昇が消費者にも受け入れられた。このように消費者が現在享受している低価格と利便性の追求の代償の存在を知れば、商品への価格転嫁も可能であろう。

しまむら(8227):損益計算書(十億円)

	19/2	20/2	21/2	22/2 予	23/2 予	24/2 予	25/2 予	26/2 予
会計基準	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
売上高	**546.0**	**522.0**	**542.6**	**569.6**	**572.9**	**575.5**	**577.3**	**579.1**
前年比(%)	*-3.4*	*-4.4*	*4.0*	*5.0*	*0.6*	*0.5*	*0.3*	*0.3*
売上原価	371.3	351.4	357.6	373.1	374.7	375.8	376.4	377.0
原価率(%)	*68.0*	*67.3*	*65.9*	*65.5*	*65.4*	*65.3*	*65.2*	*65.1*
売上総利益	174.7	170.6	185.0	196.5	198.2	199.7	200.9	202.1
販管費	149.3	147.6	147.0	149.7	150.0	150.3	150.6	150.9
営業利益	**25.5**	**23.0**	**38.0**	**47.9**	**49.3**	**50.5**	**51.4**	**52.3**
前年比(%)	*-40.7*	*-9.7*	*65.4*	*26.0*	*2.9*	*2.4*	*1.8*	*1.8*
営業利益率(%)	*4.7*	*4.4*	*7.0*	*8.4*	*8.6*	*8.8*	*8.9*	*9.0*
金融損益	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
その他営業外損益	0.3	0.4	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
経常利益	**26.2**	**23.9**	**39.4**	**49.2**	**50.7**	**51.9**	**52.8**	**53.8**
前年比(%)	*-40.2*	*-9.1*	*65.2*	*24.9*	*3.0*	*2.4*	*1.7*	*1.9*
特別損益	-1.8	-3.1	0.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
税前利益	**24.4**	**20.8**	**38.4**	**48.2**	**49.7**	**50.9**	**51.8**	**52.8**
前年比(%)	*-42.4*	*-14.9*	*84.9*	*25.4*	*3.1*	*2.4*	*1.8*	*1.9*
法人税等	8.4	7.7	12.3	15.4	15.9	16.3	16.6	16.9
非継続事業損益	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-	-
非支配株主損益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利益	**16.0**	**13.1**	**26.2**	**32.8**	**33.8**	**34.6**	**35.2**	**35.9**
前年比(%)	*-46.2*	*-17.9*	*99.3*	*25.4*	*3.0*	*2.4*	*1.7*	*2.0*
純利益率(%)	*2.9*	*2.5*	*4.8*	*5.8*	*5.9*	*6.0*	*6.1*	*6.2*
EBITDA	31.2	28.4	43.5	53.4	54.8	56.0	57.0	57.9
前年比(%)	*-35.9*	*-9.0*	*53.4*	*22.8*	*2.6*	*2.2*	*1.8*	*1.6*
EBITDA マージン(%)	*5.7*	*5.4*	*8.0*	*9.4*	*9.6*	*9.7*	*9.9*	*10.0*
一株当たり指標								
EPS(円)	435.2	357.2	711.9	892.5	919.8	941.5	957.9	976.9
DPS(円)	200.0	200.0	220.0	240.0	240.0	245.0	250.0	255.0

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

しまむら(8227):貸借対照表(十億円)

	19/2	20/2	21/2	22/2 予	23/2 予	24/2 予	25/2 予	26/2 予
会計基準	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
現金及び現金同等物	24.3	26.1	18.5	15.4	34.7	54.5	75.0	95.9
有価証券	139.0	152.0	193.0	193.0	193.0	193.0	193.0	193.0
売上債権	4.7	6.0	6.6	7.0	7.0	7.0	7.0	7.1
棚卸資産	50.6	51.6	50.6	53.1	53.4	53.7	53.9	54.0
その他	5.0	4.4	7.7	8.0	8.1	8.1	8.1	8.2
流動資産合計	**223.4**	**240.1**	**276.4**	**276.5**	**296.2**	**316.4**	**337.0**	**358.2**
有形固定資産	135.7	131.1	139.7	144.8	150.2	155.7	161.1	166.5
無形固定資産	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
投資有価証券	9.7	10.2	10.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	27.6	25.6	24.5	36.6	36.8	37.0	37.1	37.2
固定資産合計	**174.0**	**167.9**	**175.4**	**182.3**	**188.0**	**193.6**	**199.1**	**204.7**
資産合計	**397.4**	**408.0**	**451.8**	**458.9**	**484.2**	**510.0**	**536.2**	**562.8**
短期有利子負債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
仕入債務	18.6	18.7	24.0	25.2	25.4	25.5	25.6	25.6
その他	15.2	18.5	34.6	20.0	20.1	20.2	20.2	20.3
流動負債合計	**33.7**	**37.2**	**58.6**	**45.2**	**45.5**	**45.7**	**45.8**	**45.9**
長期有利子負債	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	4.6	4.9	8.8	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2
固定負債合計	**4.6**	**4.9**	**8.8**	**5.1**	**5.2**	**5.2**	**5.2**	**5.2**
負債合計	**38.3**	**42.1**	**67.4**	**50.3**	**50.6**	**50.8**	**51.0**	**51.2**
自己資本	359.1	365.9	384.4	408.6	433.5	459.1	485.2	511.7
非支配株主持分等	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純資産合計	**359.1**	**365.9**	**384.4**	**408.6**	**433.5**	**459.1**	**485.2**	**511.7**
負債・純資産合計	**397.4**	**408.0**	**451.8**	**458.9**	**484.2**	**510.0**	**536.2**	**562.8**
純有利子負債	-163.3	-178.1	-211.5	-208.4	-227.7	-247.5	-268.0	-288.9
一株当たり指標								
BPS(円)	9,770.2	9,956.4	10,459.7	11,117.8	11,797.5	12,494.0	13,201.9	13,923.8

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

しまむら(8227):キャッシュフロー計算書(十億円)

	19/2	20/2	21/2	22/2 予	23/2 予	24/2 予	25/2 予	26/2 予
会計基準	**連結**	**連結**	**連結**	**連結**	**連結**	**連結**	**連結**	**連結**
純利益	16.0	13.1	26.2	32.8	33.8	34.6	35.2	35.9
減価償却費(無形・のれん含む)	5.7	5.4	5.5	5.5	5.5	5.5	5.6	5.6
運転資本増減	-5.0	-2.3	5.8	-1.7	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
その他	-1.3	6.6	8.8	-18.4	0.2	0.0	0.1	0.1
営業活動によるキャッシュフロー	**15.4**	**22.8**	**46.2**	**18.2**	**39.3**	**39.9**	**40.8**	**41.5**
有形及び無形固定資産の取得/売却	-8.3	-151.3	-161.5	-10.7	-10.9	-11.0	-11.0	-11.0
その他	-7.5	165.0	50.2	-1.8	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2
投資活動によるキャッシュフロー	**-15.8**	**13.7**	**-111.3**	**-12.5**	**-11.2**	**-11.1**	**-11.1**	**-11.2**
有利子負債増減	-0.1	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
配当金支払額	-9.0	-6.6	-7.4	-8.8	-8.8	-9.0	-9.2	-9.4
自己株式の取得(売却)	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-	-
その他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
財務活動によるキャッシュフロー	**-9.1**	**-6.6**	**-7.4**	**-8.8**	**-8.8**	**-9.0**	**-9.2**	**-9.4**
換算差額等	-0.1	0.0	-0.1	8.0	0.0	0.1	-0.1	0.1
現金及び現金同等物の増減額	-9.6	29.8	-72.6	4.9	19.3	19.9	20.4	21.0
現金及び現金同等物の期末残高	53.3	83.1	10.5	15.4	34.7	54.5	75.0	95.9
フリー・キャッシュフロー	-0.4	36.5	-65.1	5.7	28.1	28.8	29.7	30.3
一株当たり指標								
一株当たり FCF(円)	-10.2	992.1	-1,771.2	155.6	765.2	783.8	807.8	823.7

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

【特記事項】

MSCI出所の情報・データ（以下「MSCIデータ」）の著作権及び知的財産権はすべてMSCI Inc.（以下「MSCI」）に帰属し、MSCIの書面による事前許可なしに、複製、頒布、使用等することは禁じられています。MSCI、その関連会社及びMSCIデータの編集・作成に関与あるいは関係したその他の当事者（以下「MSCI関係者」）は、MSCIデータの独創性、正確性、完全性、特定目的のための市場性又は適合性について保証するものではありません。また利用者がMSCIデータ利用のリスクを負うものとし、前記事項に限らず、MSCI関係者はいかなる損害についての責任も負いません。

補　足

【アナリストによる証明】

SMBC日興証券株式会社（以下「弊社」といいます）が発行する本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの作成および内容に関して主な責任を負います。当該アナリストは、本調査レポートで表明されている見解が調査対象会社やその証券に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また、当該アナリストは、過去、現在、将来にわたり、本調査レポートで特定の見解を表明することに対して直接的または間接的に報酬を一切受領していないこと、また、受領する予定もないことをここに証明します。

【重要な開示情報】

1. 弊社は、本調査レポートの対象会社と親会社、子会社、関連会社または関係会社の関係にあります：該当なし
2. 弊社の役員は、本調査レポートの対象会社の役員を兼任しています：該当なし

3-1. 弊社、SMBC Nikko Securities America, Inc.（以下「SI社」といいます）およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社の発行済み普通株式等総数の1％以上を保有しています（前月末時点）：該当なし

3-2. 弊社は、0.5％超の株式ネットロングポジションを保有しています（レポート発行日の2営業日前時点）：該当なし

3-3. 弊社は、0.5％超の株式ネットショートポジションを保有しています（レポート発行日の2営業日前時点）：該当なし

4. 弊社、SI社およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社の有価証券の募集または売出し等に際し、過去12ヵ月間に主幹事会社または共同主幹事会社を務めました：該当なし
5. 弊社、SI社およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社から投資銀行業務の対価として過去12ヵ月以内に報酬を受領しています：該当なし
6. 弊社、SI社およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社から投資銀行業務の対価として今後3 ヵ月以内に報酬を受領することを見込んでいるか、もしくは得ようとすることを予定しています：該当なし
7. 弊社およびSI社は、本調査レポートの対象会社から過去12ヵ月以内に投資銀行業務以外の業務に係る報酬を受領しています：しまむら
8. 弊社、SI社およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社と投資銀行業務において過去12ヵ月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります：該当なし
9. 弊社およびSI社は、本調査レポートの対象会社と投資銀行業務以外の証券業務において過去12ヵ月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります：しまむら
10. 弊社およびSI社は、本調査レポートの対象会社と証券業務以外の業務において過去12ヵ月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります：しまむら
11. 弊社およびSI社は、株式のマーケットメイク業務を行っていません。
12. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
13. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストの家族は、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
14. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストまたはその家族は、本調査レポートの対象会社の有価証券（普通株式、社債、転換社債型新株予約権付社債など）を保有しています：該当なし

(2021年07月14日現在)

目標株価は、弊社のアナリストが今後6～12ヵ月の期間に達すると予想している株価水準です。
各銘柄には当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価が付されています。
投資評価の定義は、以下の通りで、対象期間は今後6～12ヵ月です。

1（アウトパフォーム）：弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を上回ると判断する場合。
2（中立）：弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値と同程度と判断する場合。
3（アンダーパフォーム）：弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を下回ると判断する場合。
NR：投資評価を実施しない場合。
RS：一時的に投資評価を停止する場合。

また、2012年10月30日から2016年11月16日までの期間で、本調査レポートの業種分類において、中小型成長株に分類された銘柄の投資評価の定義は以下の通りで、対象期間は今後6～12ヵ月です。市場平均は東証株価指数（TOPIX）を基準としています。

A（アウトパフォーム）：弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均を上回ると判断する場合。
B（中立）：弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均と同程度と判断する場合。
C（アンダーパフォーム）：弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均を下回ると判断する場合。
NR：投資評価を実施しない場合。
RS：一時的に投資評価を停止する場合。

業種格付けの定義は、以下の通りで、対象期間は今後6～12ヵ月です。日本については市場平均は東証株価指数（TOPIX）を基準としています。

強気：弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を上回ると判断する場合。
中立：弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均と同程度と判断する場合。
弱気：弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を下回ると判断する場合。

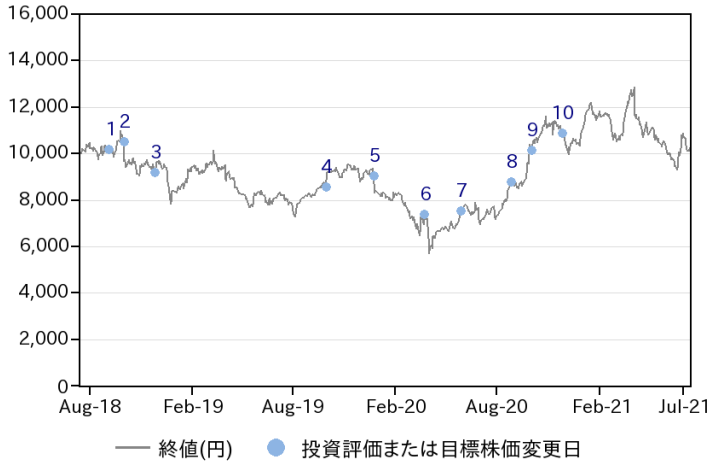
【投資評価の分布】

弊社がカバレッジしている全銘柄の投資評価の分布状況は(1)の通り、また、投資評価ごとに弊社、SI社およびその関連会社等が投資銀行業務を過去12ヵ月以内に提供した会社の分布状況は(2)の通りです。(2021年07月14日現在)

	1 / Buy	2 / Hold	3 / Sell	その他
(1)全調査対象銘柄	36%	57%	4%	3%
(2)投資銀行部門の顧客	42%	38%	26%	73%

※弊社の投資評価である1(アウトパフォーム)、2(中立)、3(アンダーパフォーム)は、FINRAの開示規制に基づくBuy、Hold、Sellにそれぞれ相当するものとして分類しています。ただし、弊社の投資評価は、上記で定義されているとおり、当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価であり、FINRA規制上のBuy、Hold、Sellと同一ではありません。
アナリストの報酬は、投資銀行業務収益を含む弊社全体の収益に基づき支払われています。
株価チャートと投資評価の推移は、以下の通りとなっています。

(2021年07月14日現在)
しまむら(8227)/ 小売り



	日付	株価	投資評価	目標株価	業種格付け
	2018/06/25	11,160	3	11,000	中立
1	2018/09/04	10,190	3	9,600	中立
2	2018/10/01	10,520	3	8,600	中立
3	2018/11/26	9,200.0	3	7,300	中立
4	2019/09/30	8,560.0	3	8,000	中立
5	2019/12/24	9,030.0	3	7,600	中立
6	2020/03/24	7,410.0	3	7,200	中立
7	2020/05/28	7,550.0	3	6,800	中立
8	2020/08/26	8,800.0	3	8,300	中立
9	2020/10/02	10,150	2	11,000	中立
10	2020/11/26	10,900	2	12,000	中立

株価チャートと投資評価の推移については以下のリンクをご覧ください。
https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/disclosure/disclosure.php
その他の重要な開示情報については、以下の宛先、またはお取引部店までお問い合わせください。
〒100-6519 東京都千代田区丸の内1-5-1 SMBC日興証券株式会社 株式調査部

テクニカルレポートにおける個別会社の評価及び株価予想は、過去の株価パフォーマンスやポジション分析などテクニカル分析の手法に基づくもので、当該会社のファンダメンタルズ分析に基づくものではありません。したがって、テクニカル分析に基づく個別会社の評価及び株価予想は、当該会社の調査を担当する弊社のセクターアナリストがファンダメンタルズ分析に基づいて行う評価ならびに同分析から算出する目標株価とは一致しない場合があります。

【免責事項】

本調査レポートは証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、弊社が情報の提供を目的に作成したものです。本調査レポートは、弊社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いますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本調査レポートに記載する価格、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。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいますようお願いいたします。本調査レポートは将来の結果をお約束するものでもありませんし、本調査レポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本調査レポートにある情報の使用による結果について、弊社及び弊社の関連会社が責任を負うものではありません。本調査レポートは、本調査レポートを受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本調査レポートはお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。弊社及び弊社の関連会社のリサーチ部門以外の部門が本調査レポートで推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客又は自己勘定部門に対して行う場合があります。弊社及び弊社の関連会社はかかるコメントを参考に投資決定を行うことがあります。弊社並びに弊社の関連会社及びこれらの役職員は、本調査レポートで言及されている証券、その派生商品又は本調査レポートの対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。本調査レポートは、弊社又は弊社の関連会社から配布しています。本調査レポートに含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。本調査レポートは弊社の著作物です。本調査レポートのいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようにお願いいたします。本調査レポートに関するお問い合わせは、弊社の営業担当者までお願いいたします。追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。
本調査レポートに記載された会社名、商品名またはサービス名等は、弊社または各社の商標または登録商標です。

【金融商品取引法第37条（広告等の規制）に関する留意事項】

[手数料等について（本邦における非居住者および金融商品取引法上の特定投資家等一部のお客様においては、手数料が個別に決定されるため、以下の表記通りではありません。）**]**

本調査レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば、店舗における日本国内の金融商品取引所に上場する株式等（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して最大1.265%（ただし、最低手数料5,500円）の委託手数料をお支払いいただきます。債券、株式等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます（債券の場合、購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、又は異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて弊社が決定した為替レートによるものとします。上記手数料等のうち、消費税が課せられるものについては、消費税分を含む料率又は金額を記載しております。

[リスク等について]

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況を含む）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます）を上回る場合があるとともに、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。また、店頭デリバティブ取引については、弊社が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格に差がある場合があります。資産担保証券については、利金、配当または償還金等の額が、一定の資産の状況の変化によって影響を受ける場合があります。これによって、中途売却、償還時点において、損失を被ることがあります。

上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書又はお客様向け資料等をよくお読みください。なお、目論見書等のお問い合わせは弊社各部店までお願いいたします。

[弊社の商号等]

SMBC日興証券株式会社　金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第2251号

[弊社の加入協会]

日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

国別・地域別の開示事項

日本国外へのレポート配布先は機関投資家のみとされています。機関投資家の定義は国により異なります。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。

[米国]　本調査レポートはFINRAに登録されているSMBC Nikko Securities America, Inc.（以下「SI社」といいます）の米国外関連会社である弊社のアナリストが作成したものです。本調査レポートの作成に部分的、全体的に関わったアナリストは米国を拠点としておらず、FINRAには登録していません。本調査レポートを作成した米国外アナリストは会員会社に所属しないため、FINRA Rules 2241 および 2242の対象会社とのコミュニケーション、パブリックアピアランス、アナリスト本人の売買口座の規制に該当しない場合があります。本調査レポートは米国における機関投資家向けにのみ配信を想定しています。本調査レポートを受領した投資家は当該レポートを第三者に転送、譲渡しないことに合意したものとみなされます。本調査レポートで言及された有価証券に関する取引を希望される米国投資家はSI社までお問い合わせください。

[カナダ]　本調査レポートは証券の売買を勧誘するものではありません。本調査レポートは証券の一般的な利点とリスクについて記載しているのみで、特定のお客様の要望や状況に合わせたものではありません。本調査レポートは特定の有価証券、サービス、商品の購入を推奨するものではないことをご承知ください。

[香港]　本調査レポートはSMBC Nikko Securities（Hong Kong）Limitedにより配布されます。香港では、本調査レポートはSecurities and Futures Ordinance及びその下位立法に定める専門投資家に対してのみ配布しています。

[中国]　本調査レポートは、Chinese Securities and Regulatory Commissionの免許や承認を受けて配布されるものではありません。本調査レポートは、中華人民共和国在住の投資家に直接、間接を問わず配布されることを目的としていません。ただし、適用法・規則に従い、一定の中華人民共和国在住の投資家には、要望により本調査レポートを送付いたします。中国の投資家が対外投資を行う際には、中国の外国為替関連規制における届出・認可手続きと対外投資に関する認可手続きの対象となる場合があります。

[台湾]　台湾以外からの本調査レポートの配布は台湾当局の認可・承認を得たものではありません。

[シンガポール]　本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd.（以下「NKSG社」といいます）によって、Financial Advisers Act, Cap.110において定義される機関投資家、適格投資家、専門投資家に対してのみ配布されるものです。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。本調査レポートを受領したお客様は自身が機関投資家、適格投資家、専門投資家であることおよび前述の制限事項に拘束されることに同意したことになります。本調査レポートに起因する事項及び本調査レポートの情報に関するお問合せはNKSG社までお願いします。

[タイ]　本調査レポートは機関投資家にのみ配布され、その他何人もこの情報に基づいて行動することはできません。本調査レポートはお客様からの要請により情報提供のみを目的として配布されます。SMBC日興証券株式会社又はその関連会社による事前の承認なく、無断で複製または第三者への転送・再配布等を行わないようにお願いいたします。本調査レポートの内容はタイ証券取引委員会又はその他タイ規制当局の許可・承認を得たものでもなく、またそれら機関に登録されたものでもありません。本調査レポートに含まれる情報は、SMBC日興証券株式会社又はその関連会社による有価証券又はそれに関連する商品に係る提案、勧誘、広告、募集、販売、投資助言又は何らかのサービスの利用の勧誘を目的としたものでもなく、またそれらの行為を構成するものでも一切ありません。お客様に書面又は口頭で伝達、転送又は開示されたかどうかに関わらず、SMBC日興証券株式会社、その代表者、取締役、従業員及びその他SMBC日興証券株式会社と関係のある企業のいずれにおいても、本調査レポートの内容あるいはその他の情報が完全、正確であることは、明示的、黙示的にも表明・保証いたしかねます。

[英国、EU、中東およびアフリカ] 本調査レポートや第三者から提供された付属資料は、SMBC Nikko Capital Markets Limited（以下「CMLN社」といいます）あるいはSMBC Nikko Capital Markets Europe GmbH (以下「CMFRA社」といいます)がEU、中東およびアフリカ内で配布します。執筆時点の筆者の見解が含まれますが、CMLN社あるいはCMFRA社の見解とは必ずしも一致しません。CMLN社あるいはCMFRA社は、本調査レポート内で言及された有価証券を保有している可能性がありますが、その場合でも当該有価証券の保有を継続することを表明するものではありません。SMBC Nikko Capital Markets Limited（所在地：One New Change, London EC4M 9AF, 電話番号: +44 (0)20 3527 7000、イングランドにおいて登録済み(No.02418137)）は、金融行動監視機構（Financial Conduct Authority、所在地：12 Endeavor Square, London, E20 1JIN）の認可を受け、監督下にあります。
http://www.smbcnikko-cm.com/corporate/our-policies/mifid-ii.html
SMBC Nikko Capital Markets Europe GmbH (所在地：Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt, Germany 登記番号 HRB110304)は、ドイツの法律のもとで法人化された法人で、Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (“BaFin”)の認可を受け、監督下にあります。
アラブ首長国連邦：本調査レポートは、アラブ首長国連邦(the Dubai International Financial Centreを含む)における有価証券や金融商品の発行や販売あるいは取得の申込みの勧誘を構成するものではなく、そのようなものとして解釈されてはなりません。加えて、本調査レポートにかかる法人や有価証券がthe UAE Central Bank、Emirates Securities and Commodities Authority、Dubai Financial Services AuthorityまたはUAEの他の認可当局や政府機関の承認、認可あるいは登録を受けていないことをお客様が了解されていることを前提に本調査レポートは利用可能とされております。本調査レポートの内容はthe UAE Central BankまたはDubai Financial Services Authorityの認可や登録を受けておりません。