

銘柄分析レポート：帝国ホテル（9708）

1. はじめに

地価が上昇すると、いわゆる「土地持ち企業」に注目が集まります。特に、都心の一等地を保有していたり、優良オフィスビルを持っている企業には、その傾向が強いです。

「土地持ち企業」は不動産セクターばかりとは限りません。下の表は、非不動産セクターの不動産活用企業です。今回は、その中から、抜群に高い不動産事業の利益率を誇る帝国ホテルにスポットを当ててみました。

| コード 銘柄 | 不動産事業 売上構成比 | ROA(営業利益) | |
|------------------|----------------|-----------|-------|
| | | 全社 | 不動産 |
| 1880 スルガコーポレーション | 90.6% | 9.7% | 12.6% |
| 1928 積水ハウス | 19.3% | 7.3% | 5.6% |
| 3117 興和紡績 | 15.1% | 2.2% | 6.9% |
| 3205 ダイドーリミテッド | 18.2% | 1.4% | 10.4% |
| 4362 日本精化 | 24.2% | 7.9% | 13.7% |
| 7404 昭和飛行機工業 | 27.8% | 1.7% | 7.5% |
| 7840 フランスベッドHD | 10.3% | 6.0% | 5.9% |
| 8089 ナイス | 25.9% | 2.3% | 9.7% |
| 9001 東武鉄道 | 9.3% | 3.1% | 2.6% |
| 9003 相模鉄道 | 29.4% | 4.1% | 4.9% |
| 9005 東京急行電鉄 | 9.7% | 4.2% | 6.0% |
| 9006 京浜急行電鉄 | 10.4% | 3.9% | 3.5% |
| 9007 小田急電鉄 | 10.2% | 2.8% | 2.7% |
| 9009 京成電鉄 | 9.5% | 3.3% | 3.6% |
| 9014 新京成電鉄 | 14.9% | 4.7% | 7.2% |
| 9031 西日本鉄道 | 11.7% | 4.0% | 5.1% |
| 9035 第一交通産業 | 25.0% | 5.1% | 5.2% |
| 9042 阪急阪神HD | 22.9% | 4.0% | 3.6% |
| 9044 南海電気鉄道 | 11.3% | 2.7% | 2.6% |
| 9045 京阪電気鉄道 | 12.1% | 3.3% | 3.9% |
| 9048 名古屋鉄道 | 10.0% | 3.1% | 4.0% |
| 9119 飯野海運 | 11.9% | 7.9% | 4.1% |
| 9301 三菱倉庫 | 23.5% | 2.9% | 10.8% |
| 9304 澁澤倉庫 | 10.2% | 2.5% | 11.7% |
| 9324 安田倉庫 | 19.0% | 4.8% | 9.3% |
| 9602 東宝 | 27.7% | 5.8% | 6.2% |
| 9633 東京テアトル | 34.5% | 2.1% | 4.6% |
| 9661 歌舞伎座 | 34.5% | 3.9% | 17.3% |
| 9664 御園座 | 10.4% | 2.6% | 8.0% |
| 9671 よみうりランド | 10.0% | 2.9% | 10.6% |
| 9708 帝国ホテル | 10.5% | 5.9% | 40.5% |

出典：週刊エコノミスト 2007 年 7 月 3 日号

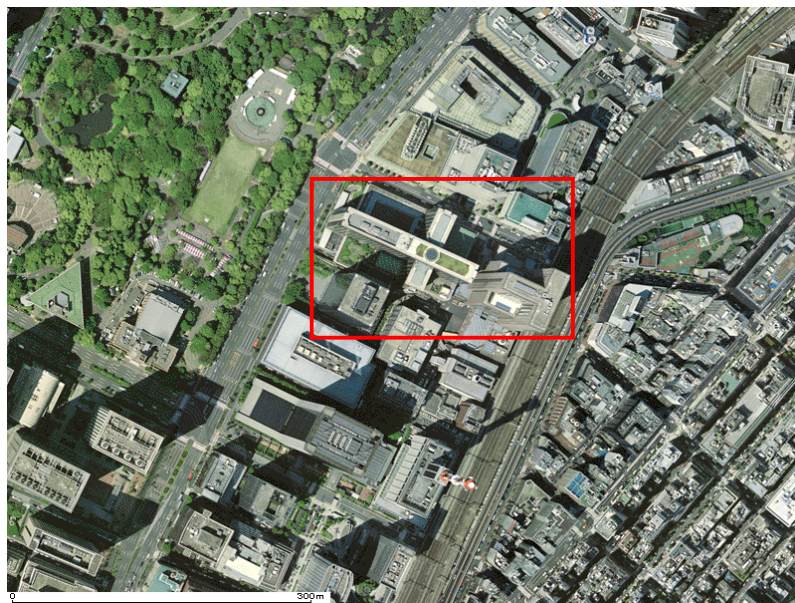
帝国ホテルは不動産事業の ROA が非常に高いです。その理由として、資産の簿価が低いことが考えられます。

2 . 立地

帝国ホテル東京は、東京都千代田区内幸町という都心の一等地に位置します。建物は新本館とインペリアルタワー（上層部が客室、下層部が賃貸オフィス）の二棟です。他にも、帝国ホテル大阪、帝国ホテル上高地があります。

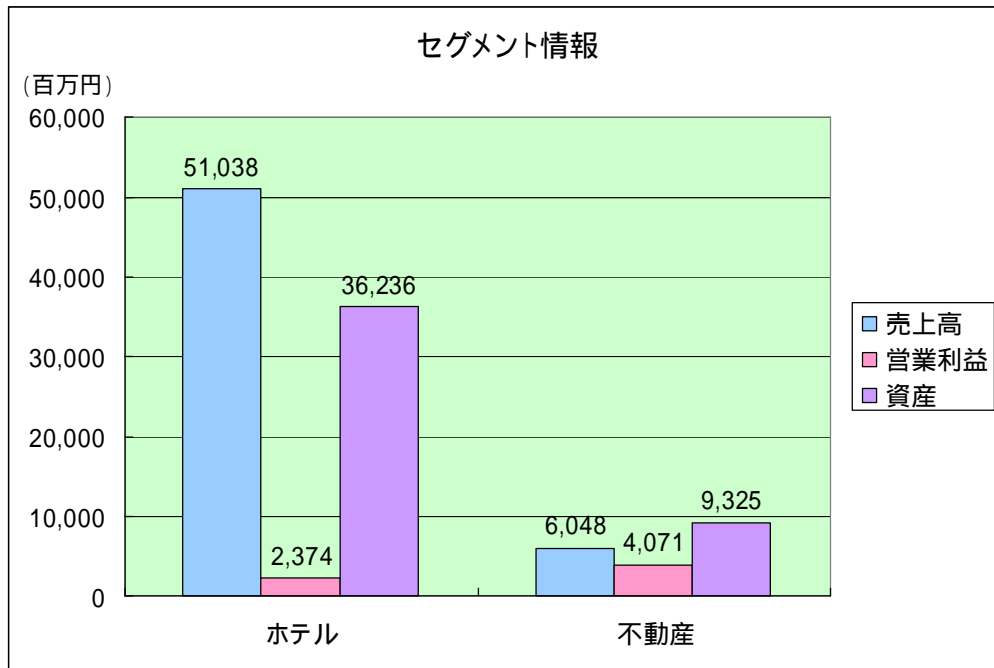


出典：フリー百科事典『ウィキペディア (Wikipedia)』
帝国ホテル東京の新本館（手前）とインペリアルタワー（奥）



出典：Yahoo!地図情報
帝国ホテル（赤枠内）は千代田区内幸町という都心の一等地に位置します

3. セグメント情報



帝国ホテルは、ホテル事業（客室、食堂、宴会）が売上の90%近くを占めているにもかかわらず、営業利益の60%以上を不動産事業（賃貸ビル）が稼いでいます。つまり、この会社の実態は不動産会社なのです。

4. バリュエーション

株価 5,340 円（7月10日終値）、予想 PER75 倍、PBR3.8 倍です。指標的にはまったく割安感がないことから、株式市場では何からの含み資産を評価していると考えられます。

5. 含み資産の評価

今回は、帝国ホテルのインペリアルタワーを大和生命ビルと比較してみました。インペリアルタワーの下層部は、収益源である賃貸ビルとなっています。

大和生命ビルは、帝国ホテル新本館の隣にあります。このビルは2005年9月に日本ビルファンドが635億円で取得し、直近の鑑定評価額が650億円となっています。両ビルとも、竣工時期はほぼ同じで、延床面積はインペリアルタワーが大和生命ビルの倍あります。単純に考えて、インペリアルタワーの価値は大和生命ビルの倍にあたる1,300億円程度と推測できます。



大和生命ビル



インペリアルタワー

| | | |
|------|------------------------|-------------------------------|
| 名称 | 大和生命ビル | インペリアルタワー |
| 所有者 | 日本ビルファンド | 帝国ホテル |
| 階数 | 地上26階、地下4階 | 地上31階、地下4階 |
| 敷地面積 | 5,065m ² | 24,356m ² |
| 延床面積 | 50,847m ² | 97,879m ² |
| 竣工 | 昭和59年6月 | 昭和58年1月 |
| 資産価値 | 取得額635億円 鑑定評価額650億円 | 帝国ホテルの時価総額 1,585億円(7/10終値) |



インペリアルタワー（帝国ホテルプラザ）と大和生命ビルは隣接しています

帝国ホテルのバランスシート（貸借対照表）には現預金 48 億円、有価証券 72 億円、投資有価証券 32 億円が計上されています。無借金経営で、あわせて 150 億円あまりの現金性資産を持っているわけです。

帝国ホテルの時価総額は 1,585 億円（7 月 10 日終値）です。インペリアルタワーの価値が 1,300 億円とすれば、現金性資産の 150 億円を差し引き、残りの 150 億円足らずが東京の新本館、大阪帝国ホテル、上高地帝国ホテルの価値になります。

さらに、株価が 4,500 円まで下がるようであれば、時価総額は 1,336 億円となり、インペリアルタワーの価値とほぼ等しくなります。現預金と残りの建物はタダでついてくるわけです。

6．株価推移とカタリスト



株価は、2005 年末の急騰後、反落していましたが、このところ再び動きづいています。それは「実質筆頭株主の投資ファンド（米サーベラス）が保有する帝国ホテル株（発行済み株式の約 40%）全株を売却する方針を固めた」というニュースが流れたためです。

株価上昇のきっかけとなる出来事をカタリスト（触媒）といいます。今回のニュースは典型的なカタリストです。

このような含み資産株は、安値で仕込んでおき、カタリストが出たときに売却するのが一般的な投資方法です。ただし、カタリストが出現しなければ、いつまでもあがらないことも想定されます。

7. あの土地持ち企業はどうなった

下の表は「超特価バリュー株「福袋銘柄」で儲ける週末投資術」の115ページに掲載した「隠れた含み資産のある企業」の一覧表です（コメントは当時のままです）。上場廃止になった松戸公産と国際観光会館を除く8銘柄の上昇率平均は3年間で100%を超えています。

このことから、土地持ち企業に対する投資は、一定の成果をあげているといえそうです。

| コード 銘柄 | 株価 | | 上昇率 | コメント |
|--------------|----------|-----------|--------|--|
| | 2004/7/5 | 2007/7/10 | | |
| 3001 片倉工業 | 1,120 | 2,155 | 92.4% | 開発中のさいたま新都心など都心に約1,000億円以上の不動産含み益を保有す |
| 3003 昭栄 | 1,640 | 2,625 | 60.1% | 有価証券や不動産で約500億円の含み益保有、かつて村上ファンドにも狙われた |
| 5996 新立川航空機 | 1,440 | 2,820 | 95.8% | 立飛企業の株式45%（約310億円）を保有、約200億円の株式含み益も |
| 7404 昭和飛行機工業 | 617 | 1,599 | 159.2% | 東京都昭島市の駅前40万坪や新宿のビルなど約2,000億円の不動産含み益保有 |
| 8821 立飛企業 | 4,827 | 5,920 | 22.6% | 東京都立川市の土地約11万坪は簿価5億円、現預金・有価証券も350億円保有 |
| 9671 よみうりランド | 354 | 644 | 81.9% | 川崎競馬場、よみうりランド、よみうりカントリーなど保有。日本テレビ株も90億円保 |
| 9672 東京都競馬 | 189 | 317 | 67.7% | 大井競馬場（東京都品川区）は12万坪で簿価45億円、遊園地なども保有 |
| 9701 東京會館 | 190 | 717 | 277.4% | 170億円ともいわれる日比谷の土地は簿価4.8億円、年間1万円の株主優待も |
| 8銘柄平均 | | | 107.1% | |