

## 倉庫各社の19/3期決算の注目点

倉庫各社（三菱倉庫、三井倉庫ホールディングス（三井倉庫 HD）、住友倉庫、澁澤倉庫、東陽倉庫、中央倉庫、安田倉庫の7社）の19/3期決算および20/3期業績予想を踏まえ、株式会社日本格付研究所（JCR）の現況に関する認識と格付上の注目点を整理した。

### 1. 業界動向

日通総合研究所の企業物流短期動向調査をみると、荷動き指数（「増加」の割合から「減少」の割合を引いたもの）は17年7～9月以降プラスで推移していたが、19年1～3月はマイナスに転じた。中国経済の減速などにより、生産関連貨物の輸出入が伸び悩んだことが背景にある。19年4～6月もマイナスの予想となっている。足元、倉庫各社の物流事業は堅調な荷動きを保っているが、先行きには注意を払う必要がある。

また、コスト負担が増す状況が続いている。庫内作業員やドライバー不足が深刻化し、人件費や委託費は上昇傾向にある。これに対して、倉庫各社は価格転嫁を進めている。倉庫保管料の運賃・料金動向指数（「値上り」の割合から「値下り」の割合を引いたもの）は17年9～12月以降大きく改善している。今後も人手不足の改善は見通しにくく、継続的な価格転嫁に加え、業務の効率化や高採算貨物の取扱拡大が課題となる。

不動産事業は良好な環境が続いている。三鬼商事が公表している「オフィスマーケットデータ」によると、東京ビジネス地区（都心5区、千代田・中央・港・新宿・渋谷区）のオフィス平均空室率は19年3月時点で1.78%（前年同月実績2.80%）、平均賃料は21,134円/坪（同19,699円/坪）である。ただし、倉庫各社の賃貸物件は倉庫跡地を再開発して建設されたものが主体で、オフィスや商業地域の一等地から外れた地域にある物件も多いため、市況改善の恩恵を十分享受できているとはいえない。

### 2. 決算動向

倉庫7社合計の19/3期営業利益は435億円（前期比14.5%増）と増益となった。事業別にみると、物流事業の営業利益（連結調整前）は350億円（同11.7%増）、不動産事業の営業利益（同）は263億円（同4.6%増）となった。17/3期以降、物流機能の強化や底堅い荷動きを受け、物流事業が業績をけん引する状況が続いている。個社別では、三菱倉庫、三井倉庫 HD、澁澤倉庫、東陽倉庫、安田倉庫の5社が増益、住友倉庫、中央倉庫の2社が減益となった。住友倉庫は海運事業の損失拡大、中央倉庫は先行費用の発生などが影響したが、物流事業の状況に大きな変化は生じていない。

財務面では、19/3期末の自己資本比率（7社合計）は50.6%（前期末50.0%）、DERは0.56（同0.58倍）と大きな変化はなかった。その他有価証券差額金が減少したものの、好業績を背景に利益剰余金が増加し、自己資本は6,910億円（同6,862億円）へ増加した。また、キャッシュフロー創出力の向上と設備投資の減少により、有利子負債は3,836億円（同3,986億円）へ減少した。一定の財務規律の下で事業投資や株主還元を行っており、個社別でも総じて良好な財務諸指標を維持している。財務基盤の再建を進める三井倉庫 HD については、自己資本比率は18.8%（同16.8%）、DERは3.01倍（同3.58倍）と着実な改善を示した。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

倉庫7社合計の20/3期の営業利益は427億円（前期比1.8%減）と減益の計画である。個社別にみると、三菱倉庫、三井倉庫 HD、安田倉庫の3社が減益、住友倉庫、澁澤倉庫、東陽倉庫、中央倉庫の4社が増益を予想している。全体の業績動向はまだら模様とはなるが、主力の物流事業が底堅く推移する状況に大きな変化はない。三菱倉庫は不動産事業の減益、三井倉庫 HD は航空貨物輸送の減少、安田倉庫は戦略的な費用投

入を織り込んだ結果である。また、各社の設備投資は営業キャッシュフローでおおむね吸収可能な水準となる見通しであり、倉庫業界全体としての格付の方向性は安定的である。

各社とも前年度並みの荷動きを予想している。ただし、米中貿易摩擦の影響などにより、生産関連貨物を中心に荷動きが悪化する可能性はある。また、消費税増税により、消費関連貨物を中心に荷動きの波動が見込まれる。取扱貨物の種類、カバーエリア、取引先などにより、荷動きへの影響は一律ではなく、これらの影響を見定めていく必要がある。

また、委託費や人件費などのコスト負担が増加している。こうした状況下で収益力を高めていくには、高付加価値のサービスを拡大することが課題となる。具体的に、倉庫各社は医薬品などの高度な保管技術が求められる貨物の取扱拡大、流通加工や配送業務を組み合わせた付帯サービスの強化、国内外の倉庫新增設などに注力しており、その成果が注目点となる。また、庫内作業や輸配送の効率化、契約条件の見直しといった施策の実効性を高めていけるかも欠かせないポイントである。

今年度は、中期経営計画を更新する企業が複数みられた。三菱倉庫は新中期経営計画「2019-2021」において、22/3期営業利益145億円（19/3期126億円）を目標とし、今後3年間で約1,000億円の設備投資を計画している。次に安田倉庫は中期経営計画「YASDA Next 100」を公表し、営業利益を22/3期40億円（19/3期35億円）とする目標を掲げる。最後に中央倉庫は中期経営計画「CHANGE!to2021」を策定、22/3期営業利益17億円（19/3期15億円）を目標とし、今後3年間で80億円程度の設備投資を計画している。

既存公表分を含め、総じて各社は得意領域の強化や海外事業の拡大、業務プロセスの改善などを基本戦略としている。また、財務健全性に配慮しつつ、事業投資や株主還元を進める計画であり、これまでの堅実な経営方針から大きく変わるものではないとみている。収益成長を図るうえで、一時的に期間損益や財務基盤に影響を及ぼす可能性はあるが、JCRでは中長期的な視点を重視し格付に反映させる方針である。

（担当）大塚 浩芳・安部 将希

（図表1）倉庫7社の連結業績の推移

（単位：億円）

		連結		物流		不動産	
		営業収益	営業利益	営業収益	営業利益	営業収益	営業利益
三菱倉庫 (9301)	18/3期	2,154	124	1,812	76	360	101
	19/3期	2,271	126	1,904	76	386	107
	20/3期予	2,320	117	1,929	79	411	93
三井倉庫HD (9302)	18/3期	2,332	69	2,248	58	91	50
	19/3期	2,418	119	2,334	98	91	51
	20/3期予	2,380	100	2,290	81	97	57
住友倉庫 (9303)	18/3期	1,757	103	1,665	97	105	52
	19/3期	1,861	87	1,771	86	104	50
	20/3期予	1,920	108	1,828	106	107	54
澁澤倉庫 (9304)	18/3期	632	33	576	25	56	28
	19/3期	646	37	588	26	58	30
	20/3期予	670	40	611	29	59	29
東陽倉庫 (9306)	18/3期	271	10	266	15	4	1
	19/3期	289	12	284	15	5	2
	20/3期予	290	12				
中央倉庫 (9319)	18/3期	260	16	260	16		
	19/3期	262	15	262	15		
	20/3期予	270	17	270	17		
安田倉庫 (9324)	18/3期	429	22	375	23	59	17
	19/3期	461	35	396	31	72	21
	20/3期予	469	31				
7社合計	18/3期	7,838	379	7,205	314	679	251
	19/3期	8,211	435	7,541	350	719	263
	20/3期予	8,319	427				

（出所：各社決算資料よりJCR作成）

※住友倉庫の物流事業には海運事業を含む

(図表 2) 倉庫 7 社の財務指標の推移

(単位：億円、%、倍)

		15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期
三菱倉庫 (9301)	自己資本	2,605	2,549	2,742	2,917	2,961
	有利子負債	763	709	655	719	867
	自己資本比率	60.2	61.7	63.0	63.1	61.4
	有利子負債/EBITDA	2.79	2.58	2.35	2.56	2.95
	デットエクイティレシオ	0.30	0.28	0.24	0.25	0.29
三井倉庫 HD (9302)	自己資本	682	616	377	440	474
	有利子負債	1,250	1,607	1,688	1,576	1,424
	自己資本比率	27.8	21.6	14.1	16.8	18.8
	有利子負債/EBITDA	8.13	10.53	9.46	9.02	6.47
	デットエクイティレシオ	1.85	2.64	4.54	3.58	3.01
住友倉庫 (9303)	自己資本	1,641	1,618	1,710	1,852	1,811
	有利子負債	727	786	723	867	723
	自己資本比率	54.2	53.8	55.9	54.2	56.2
	有利子負債/EBITDA	3.85	3.78	3.75	4.27	3.83
	デットエクイティレシオ	0.45	0.49	0.43	0.47	0.40
澁澤倉庫 (9304)	自己資本	386	386	408	419	422
	有利子負債	383	362	360	365	363
	自己資本比率	39.5	42.3	42.9	43.4	43.1
	有利子負債/EBITDA	6.88	6.33	5.65	5.54	5.17
	デットエクイティレシオ	0.99	0.94	0.89	0.87	0.86
東陽倉庫 (9306)	自己資本	169	168	178	187	192
	有利子負債	116	124	126	139	136
	自己資本比率	44.1	42.4	45.9	45.8	46.2
	有利子負債/EBITDA	5.50	6.03	5.66	5.91	5.10
	デットエクイティレシオ	0.77	0.81	0.77	0.75	0.71
中央倉庫 (9319)	自己資本	345	348	365	385	384
	有利子負債	35	45	41	38	36
	自己資本比率	81.3	80.1	80.7	81.4	81.8
	有利子負債/EBITDA	1.35	1.56	1.37	1.24	1.18
	デットエクイティレシオ	0.11	0.13	0.12	0.10	0.09
安田倉庫 (9324)	自己資本	651	604	609	660	662
	有利子負債	227	251	247	280	286
	自己資本比率	56.9	56.0	55.8	55.0	54.6
	有利子負債/EBITDA	4.50	5.18	4.34	5.08	4.01
	デットエクイティレシオ	0.36	0.43	0.42	0.43	0.43
7 社合計	自己資本	6,482	6,292	6,391	6,862	6,910
	有利子負債	3,505	3,888	3,843	3,986	3,836
	自己資本比率	50.9	49.1	49.3	50.0	50.6
	有利子負債/EBITDA	4.55	4.92	4.66	4.78	4.25
	デットエクイティレシオ	0.54	0.62	0.60	0.58	0.56

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

【参考】

発行体：三菱倉庫株式会社

長期発行体格付：AA 見通し：安定的

発行体：三井倉庫ホールディングス株式会社

長期発行体格付：A- 見通し：安定的

発行体：株式会社住友倉庫

長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

発行体：澁澤倉庫株式会社

長期発行体格付：A- 見通し：安定的

発行体：東陽倉庫株式会社

長期発行体格付：BBB

見通し：安定的

発行体：株式会社中央倉庫

長期発行体格付：BBB+

見通し：安定的

発行体：安田倉庫株式会社

長期発行体格付：BBB+

見通し：ポジティブ

#### ■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

#### ■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

#### ■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

**株式会社 日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官（格付）第 1 号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル