

倉庫各社の18/3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18/3期決算および19/3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

倉庫各社の主力となる物流事業では、荷動きが改善している。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月以降プラスが継続している。北米を始め、中国やASEANの景気が堅調であり、生産関連貨物の輸出入が伸びていることが背景にある。また、国内個人消費の改善を受け、消費関連貨物の荷動きも底堅く推移している。18年4～6月もプラスの予想であり、当面は良好な荷動きが期待できる。ただし、依然として厳しい事業環境は続いている。庫内作業員やドライバー不足が深刻化しており、人件費や委託費の上昇圧力が高まっている。また、建築コストが上昇し、倉庫新設の採算が合いにくくなっている。荷主の海外展開が進み、国内貨物量の伸びは鈍化する見通しの中、コストコントロールや事業展開の巧拙が問われている。

不動産事業の環境についても、三鬼商事が公表している「オフィスマーケットデータ」によると改善傾向にある。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18年3月時点で2.80%（前年同月実績3.60%）、平均賃料は19,699円/坪（前年同月実績18,730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。東京の一等地のような市況改善の恩恵を十分享受できる状況にはなく、本格的な賃料水準の回復には至っていない。

2. 決算動向

倉庫7社合計の18/3期営業利益は379億円（前期比4.7%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）が314億円（同9.4%増）、不動産事業の営業利益（同）が251億円（同2.3%減）となり、荷動きの改善を受けた物流事業が業績をけん引した格好である。三菱倉庫は医薬品、住友倉庫は文書保管、澁澤倉庫は消費財、安田倉庫はITキッティングなど、それぞれが得意領域で競争力を発揮したとみている。個社別では、住友倉庫、三井倉庫 HD、中央倉庫、東陽倉庫の4社が増益となった一方、三菱倉庫、澁澤倉庫、安田倉庫の3社が減益となった。各社とも物流事業の収益は拡大しているが、三菱倉庫はマンション販売の減少、澁澤倉庫はシステム開発費用、安田倉庫は新規施設の初期費用などが影響した。

財務面では、18/3期末の自己資本比率（7社合計）は49.9%（前期末49.3%）、DERは0.58（同0.60倍）と大きな変動はなかった。倉庫の新増設や不動産再開発といった投資により有利子負債は3,984億円（同3,843億円）へ増加した一方、堅調な業績による利益剰余金の蓄積と、株価上昇によるその他有価証券評価差額金の増加を背景に自己資本が6,862億円（同6,392億円）へ増加したためである。個社別でも、総じて安定した財務諸指標を示している。住友倉庫、安田倉庫、東陽倉庫は前期比で設備投資を大きく増やし、中でも住友倉庫は積極的な株主還元も実施したが、財務面への影響は限定的であった。減損損失の計上により17/3期に財務構成が悪化した三井倉庫 HD についても、有利子負債の減少と自己資本の蓄積が進み、自己資本比率は16.7%（同14.1%）、DERは3.58倍（同4.54倍）へ改善した。

3. 決算における格付上の注目点

倉庫 7 社合計の 19/3 期の営業利益は 397 億円(前期比 4.7%増)と増益の見通しである。個社別にみても、7 社全てで増益を計画している。18/3 期に減益となった 3 社について、三菱倉庫は配送センター業務の拡大やマンション販売の増加、安田倉庫は新規施設の稼働向上、澁澤倉庫は不動産事業の増益やシステム開発費用の軽減などが寄与し、増益を確保する見通しである。倉庫業界全体として、格付の方向性は安定的であるが、個社別でみると事業施策の成否や財務リスクの負担度合いにより、違いが生じる可能性はある。当面の注目点は以下の通りである。

各社総じて、物流事業の基盤強化が中期経営計画の中心に据えられており、物流事業の収益動向が注目点である。競争環境は依然として激しく、収益力強化に向け、付加価値の高いサービスの提供が重要になる。倉庫各社は医薬品や文書など高度な保管技術が求められる貨物の取り扱い拡大、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、国内外で顧客ニーズに応じた倉庫新增設などに注力している。例えば、三菱倉庫は兵庫県の配送センターの立ち上げ、住友倉庫は中堅倉庫会社の買収、安田倉庫は福岡県や中国の倉庫の立ち上げを行っており、こうした取り組みの成果をフォローしていく。また、貨物保管に対する単価の交渉余地は生まれてきているが、顧客の物流コストの抑制意識が高いことには変わりはない。コスト上昇に対し、新技術の導入や拠点集約による庫内作業・輸配送の効率化、適正料金の収受といった施策の実効性を高め、収益性を改善していけるか注目される。他方、不動産再開発の成果にも注意を払っていく。安田倉庫が横浜駅前の鶴屋町、東陽倉庫が名古屋市納屋橋東地区の再開発を終えた。19/3 期はフル稼働により、利益貢献が見込まれる。

収益成長を図るうえで必要な設備投資や M&A の実施状況と、それに伴う財務面への影響にも注目している。中期経営計画の中で、三菱倉庫は 17/3 期から 19/3 期に 600 億円、住友倉庫は 18/3 期から 20/3 期に 600 億円、澁澤倉庫は 18/3 期から 20/3 期に最大 200 億円、安田倉庫は 17/3 期から 19/3 期に 240 億円、中央倉庫は 17/3 期から 19/3 期に 70 億円の投資水準を掲げ、倉庫の新增設や不動産の開発を行っている。各社とも一定の財務規律の下で投資を実行する方針だが、一時的に財務負担がかかる可能性はある。投資成果を背景とした収益力の回復により、中期的に財務構成を改善させることができるか、フォローしていく。一方、三井倉庫 HD は自己資本の毀損を受け、当面は設備投資を抑制する方針である。コスト削減を進めることで収益力を高め、財務基盤の再建を図れるか、進捗を確認していく。

(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)	17/3 期	2,087	127	1,679	66	428	117
	18/3 期	2,154	124	1,812	76	360	101
	19/3 期予	2,240	132	1,874	83	386	104
三井倉庫 HD (9302)	17/3 期	2,255	58	2,167	44	94	50
	18/3 期	2,332	69	2,248	58	91	50
	19/3 期予	2,300	75		60		49
住友倉庫 (9303)	17/3 期	1,652	91	1,562	94	101	45
	18/3 期	1,757	103	1,665	97	105	52
	19/3 期予	1,810	104	1,715	103	106	51
澁澤倉庫 (9304)	17/3 期	580	34	524	23	56	27
	18/3 期	632	33	576	25	56	28
	19/3 期予	635	34	578	23	57	30
東陽倉庫 (9306)	17/3 期	258	8	255	14	2	0
	18/3 期	271	10	266	15	4	1
	19/3 期予	275	11				
中央倉庫 (9319)	17/3 期	247	15	247	15		
	18/3 期	260	16	260	16		
	19/3 期予	265	17	265	17		
安田倉庫 (9324)	17/3 期	406	25	357	27	53	15
	18/3 期	429	22	375	23	59	17
	19/3 期予	452	24				
7 社合計	17/3 期	7,487	362	6,794	287	737	257
	18/3 期	7,838	379	7,205	314	679	251
	19/3 期予	7,977	397				

(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)

		14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期
三菱倉庫 (9301)	自己資本	2,344	2,606	2,549	2,742	2,917
	有利子負債	721	763	709	655	719
	自己資本比率	59.2	60.2	61.7	63.0	63.0
	有利子負債/EBITDA	2.69	2.79	2.58	2.35	2.56
	デットエクイティレシオ	0.31	0.30	0.28	0.24	0.25
三井倉庫 HD (9302)	自己資本	626	682	617	377	440
	有利子負債	1,100	1,250	1,607	1,688	1,576
	自己資本比率	28.4	27.8	21.6	14.1	16.7
	有利子負債/EBITDA	7.33	8.13	10.53	9.46	9.02
	デットエクイティレシオ	1.78	1.85	2.64	4.54	3.58
住友倉庫 (9303)	自己資本	1,471	1,641	1,618	1,711	1,852
	有利子負債	792	727	786	723	867
	自己資本比率	50.9	54.2	53.8	55.9	54.1
	有利子負債/EBITDA	4.25	3.85	3.78	3.75	4.27
	デットエクイティレシオ	0.54	0.45	0.49	0.43	0.47
澁澤倉庫 (9304)	自己資本	351	387	387	408	420
	有利子負債	374	383	362	360	365
	自己資本比率	38.6	39.5	42.3	42.9	43.3
	有利子負債/EBITDA	7.10	6.88	6.33	5.65	5.54
	デットエクイティレシオ	1.07	0.99	0.94	0.89	0.87
東陽倉庫 (9306)	自己資本	162	170	169	179	187
	有利子負債	124	116	124	126	139
	自己資本比率	42.3	44.1	42.4	45.9	45.7
	有利子負債/EBITDA	5.92	5.50	6.03	5.66	5.91
	デットエクイティレシオ	0.86	0.77	0.81	0.77	0.75
中央倉庫 (9319)	自己資本	331	345	348	365	385
	有利子負債	39	35	45	41	35
	自己資本比率	81.7	81.3	80.1	80.7	81.2
	有利子負債/EBITDA	1.60	1.35	1.56	1.37	1.15
	デットエクイティレシオ	0.12	0.11	0.13	0.12	0.09
安田倉庫 (9324)	自己資本	624	652	605	610	660
	有利子負債	250	227	251	247	280
	自己資本比率	54.5	56.9	56.0	55.8	54.9
	有利子負債/EBITDA	5.10	4.50	5.18	4.34	5.08
	デットエクイティレシオ	0.41	0.36	0.43	0.42	0.43
7 社合計	自己資本	5,909	6,482	6,293	6,392	6,862
	有利子負債	3,403	3,505	3,888	3,843	3,984
	自己資本比率	49.6	50.9	49.1	49.3	49.9
	有利子負債/EBITDA	4.52	4.55	4.92	4.66	4.78
	デットエクイティレシオ	0.58	0.54	0.62	0.60	0.58

(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：ネガティブ

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：安定的

■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ことを問わず、当該情報の正確性、結果的正確性、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んを問わず、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、改変等する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