

## 業種別格付方法

### 【倉庫】

#### 1. 事業基盤

倉庫会社は倉庫業を中心に運送などの周辺業務を含めた物流事業を営むほか、倉庫跡地を再開発して不動産賃貸事業も展開している。物流事業や不動産賃貸事業のリスクやキャッシュフローの特性が違ふことから、陸運や不動産などの格付方法も勘案しながら、格付に反映させている。

##### (1) 産業の特性

###### 市場概要

倉庫業は国内の物流量に左右される。物流量は国内景気との連動性が高いため、倉庫業の収益も景気動向により上下動しやすい。長期的に見ると、国内経済の成熟や物流の海外シフトもあり、物流量は頭打ち傾向にあるが、営業倉庫の所管面積は増加傾向にある。この要因は、物流ニーズの変化と多様化にある。荷主はより効率的な物流が可能となる倉庫を求めており、倉庫は大型化し、物流拠点も港湾から内陸、都市周辺部に移りつつある。一方で、物流コスト削減のため、物流機能のアウトソーシングニーズも高まっている。倉庫業は、景気変動による影響はあるものの、顧客ニーズに対応することで緩やかな市場成長の可能性が残っていると JCR では考えている。

倉庫会社は倉庫業以外にも、陸上運送、港湾運送、航空貨物運送、通関代行などを営んでいる。全て景気動向に影響される点は倉庫業と同様だが、中長期的な市場動向には各々違いが見られる。陸運は国内物流の伸び悩みの影響を受けており、各社は自社倉庫の保管貨物の運送を増やすことで対応しようとしている。港湾運送は日本の港湾の国際的地位が低下しており、厳しい事業環境にある。一方、航空貨物運送は、国際貨物ニーズが拡大しており、運送量も増加傾向にある。

不動産賃貸事業については、オフィスビル市況の影響を受けるが、長期にわたって比較的安定した賃料を得ることが可能であることから安定収益源となっている。

###### 競合状況

倉庫業は冷蔵倉庫など特殊なものを除けば、参入障壁が低く、中小業者が多いのも特徴である。90年代後半に、顧客の物流コストの削減意識が急速に高まり、在庫削減が進んだことで、倉庫の稼働率が低下した。そのため、保管料の下げ圧力の強まりや同業者間の貨物獲得競争が激化し、大手倉庫会社の収益は90年代後半に大きく落ち込んだ。各社は、既存の物流拠点の統廃合を進め、倉庫の新設・建替えを実施した。また、保管だけでなく、梱包などの流通加工作業なども積極的に取り組んだほか、付加価値のより高い貨物の取り扱いを増やすなど顧客ニーズに対応することで収益を回復させた。大手に比べ中小倉庫会社は厳しい状況だが、安定取引先があれば存続は可能な事業であり、業界再編は進んでいない。大手倉庫会社は、倉庫業者の

買収よりも、陸運、海外、航空貨物などに強みのある会社を買収することで運営ソフトやノウハウを獲得し、物流会社としての総合力の強化を図ろうとしている。

不動産賃貸事業については、かつての物流適地であった港湾や河岸にある倉庫跡地の再開発物件ということもあり、一般の不動産会社の物件と比較するとオフィス立地としては劣後しているケースが多い。そのため、景気低迷期には賃料の低下圧力は高い傾向にある。

#### コスト構造（収益構造）

倉庫料金は主に保管料と荷役料に分けられる。それぞれ料金体系はあるが、実勢価格はこれらよりも低いのが実態である。以前は人件費負担の少ない倉庫貨物の保管を中心としたストック型のビジネスが収益に大きく貢献していたが、顧客ニーズの変化や物流コストの削減要請の強まる中で保管料が低下したことで、入出庫や流通加工作業などのフロー型の依存度が高まっている。ただ、これらの作業は人件費負担が多くなるためコストコントロールが難しい。特に立ち上げ時は赤字が生じやすく、時間をかけて改善させていくのが一般的である。流通加工などの作業が多い倉庫については、倉庫単位での収益状況を確認する必要がある。

倉庫会社は、貨物の増加により保管スペースが不足した場合、付近の倉庫からスペースを借りて対応する。一方で、貨物の減少によりスペースが空いた場合は、このスペースを貸し、運営を荷主に任せ、賃料を受取るケースも多い。前者は物流量の変化に対して流動的に対応できるというメリットがある一方、賃料負担が重く、収益性は高くない。そのため、場合によっては取引内容の見直しや新設倉庫の建設を検討する必要がある。一方、スペース貸しの場合は不動産賃貸と同様の収益効果をもたらす。特に一棟全ての倉庫を賃貸するケースの場合は、一般の倉庫業とコスト構造が違うため不動産賃貸事業に類するものとして分析する必要がある。

不動産賃貸事業は、倉庫業と比較すると償却負担は重いものの利益率は高く、収益の安定度は高い。ただ、賃料引き下げや空室の増加などがダイレクトに収益に影響を与えるため、賃貸収入を維持するために物件の稼働率を落とさず、賃料を下げない努力が必要となる。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### 市場地位

倉庫は自家用倉庫（メーカーなどが自社貨物を保管する倉庫）と営業倉庫（倉庫会社などが営む倉庫）に分けられるが、大半が自家用倉庫となっている。また、倉庫会社の保有する営業倉庫は物流機能の一部であるが、物流市場に占めるポジションは小さい。また、営業倉庫を営んでいる事業者数は多く、大手倉庫会社といえども、所管面積で数パーセント程度の存在である。そのため倉庫会社としての業界ポジションが高くとも、その動向が物流市場や他社に与える影響は限定的である。

### 顧客基盤

顧客の重要な原料や製品を保管する倉庫業は、一旦顧客の信頼を得ると長期取引となる傾向が強い。主要顧客とその取引状況のほか、主要顧客の成長性や保管貨物の収益性についても確

認する。特に、主要顧客が売上構成の多くを占めているケースは、主要顧客の信用度も勘案する必要がある。

#### 顧客ニーズへの対応力

顧客との取引は長期となりやすいといっても、定期的に入札を要請されるケースも増加している。単なる価格競争とならないためにも、顧客ニーズへの対応力が不可欠である。設備や流通加工作業など顧客の要請に対しての対応力を確認している。特に保管だけでなく顧客の物流全般を担っているケースは長期取引となりやすいため安定収益源として評価している。

また、新たなアウトソーシングニーズを取り込むためにも、さまざまな貨物への対応能力も分析する必要があり。医薬品や文書保管などの付加価値の高い貨物を集積するために、設備内容、貨物を集める営業力、運営ノウハウの充実度合いを確認している。

#### 立地

倉庫は輸出入貨物が集積する港湾や内陸部の国内交通の要衝にある高速道路のインター付近に立地する。同様の地点に多くの会社の倉庫が集中しているケースが多いが、物流拠点のニーズは変遷しており、長期的に耐えうる立地に多くの倉庫を有しているのか確認する必要があり。

倉庫跡地の再開発による不動産賃貸物件についても、立地は中長期的な収益判断の重要な要素となる。大手不動産会社と比較すれば立地条件などが劣後しているケースも多いが、倉庫跡地であるため土地面積は比較的広い。これらの特徴を生かしたデータセンターや、一部物流施設として使用できる事務所ビルなどを建築している。また、賃貸契約を長期化させて、空室や賃料低下を防ぐ工夫をしている。

倉庫会社の多くは、保有している土地を売却せず永続的に活用しようとする方針であり、所有地の再開発余地を確認する必要があり。今後の再開発の可能性のある土地について、その開発スケジュール、投資額や収益計画を分析している。

#### 海外展開

倉庫会社は他の物流事業会社と比較して海外展開がやや遅れている。しかし、国内メーカーの生産拠点の海外移転が続く中、倉庫会社も海外物流への対応力が必要となっている。これらの強化は、海外に展開している国内の顧客基盤を守るだけでなく、新たな顧客獲得にも繋がる。ただし、本格的な海外展開を推進し始めたばかりの会社も多い。従って、海外事業の収益貢献よりも、海外現地法人や倉庫の設置状況、海外法人との資本提携や買収によるシナジー、国内顧客との関係強化や新規顧客開拓に繋がっているかどうかなどを確認している。

## 2. 財務基盤

### (1) 収益力

倉庫会社のセグメントは主に不動産賃貸事業と物流事業に分けられる。不動産賃貸事業と物流事業の収益特性は異なるため、各セグメントの収益構成比から会社としての収益安定度合いを推測し

ている。なお、物流事業については、倉庫、陸上運送、港湾運送などの業務に分けられ、各業務の収益特性が異なる。各業務の収益力や物流事業内における構成比などを分析して、物流事業における収益安定度合いも確認していくことが、セグメントの収益分析の前提として不可欠である。

(重視する指標)

- 営業利益
- セグメント別の収益構成比

## (2) キャッシュフロー創出力

物流事業も不動産賃貸事業も投資資金を長期に安定したキャッシュフローで回収するビジネスモデルである。有利子負債額や EBITDA などから返済倍率を算出し、その推移を確認している。ただ、物流事業と不動産賃貸事業は収益性と回収期間が異なるため、各事業の EBITDA や資産規模などから利回りの変化等も把握していく必要がある。

なお、新規投資物件があった場合は物件毎に EBITDA や資産規模などから推定利回りを確認して、投資回収が計画通りに進んでいるかを確認する。また、その物件が与える全体の EBITDA や資産額への影響度も分析している。

(重視する指標)

- 営業キャッシュフロー
- フリーキャッシュフロー
- EBITDA
- 有利子負債/EBITDA 倍率

## (3) 安全性

倉庫も不動産賃貸物件も初期投資負担が重い。投資時には有利子負債額が急増し、財務諸比率が悪化するケースもある。ただ、長期回収型のビジネスモデルであるため、投資の回収状況を確認する一方で、財務方針などから今後の財務構成を推測し、その改善度合いを格付に織り込んでいる。

倉庫会社の多くが、土地再評価法の施行後も含み益を温存している。これらの含み益も勘案した実質の財務諸比率の比較も行っている。

(重視する指標)

- 有利子負債
- 自己資本
- デット・エクイティ・レシオ
- 自己資本比率

以上

#### 留意事項

本文書に記載された情報には、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、当該情報はJCRの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。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。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。

## 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