

2017年6月27日

業界分析：倉庫（9301、9302、9303）

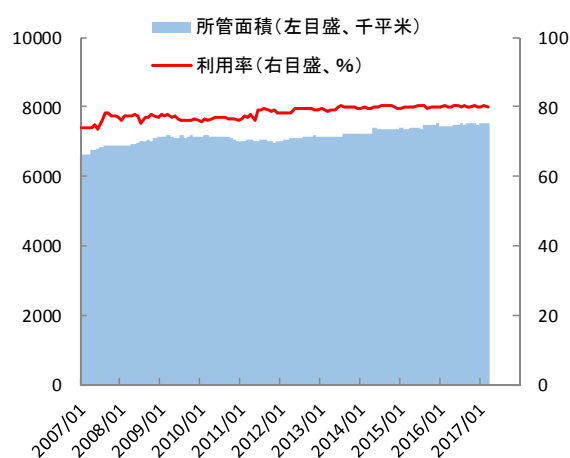
アイザワ証券 投資リサーチセンター
水口活也, CIIA, CMA, MBA

倉庫大手の決算を踏まえ、実績と今後の業績見通しについてまとめておきます。銘柄は、三菱倉庫（9301）、三井倉庫ホールディングス（9302）、住友倉庫（9303）の3社です。賃貸用不動産の含み益を考慮した実質PBRから見れば割安感もあると考えています。

全社共通

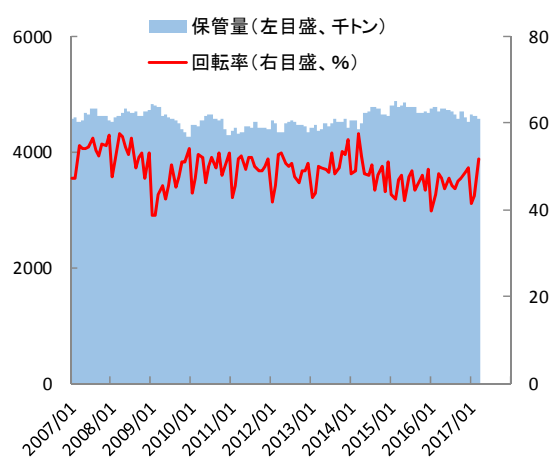
- 主力事業は倉庫を含む物流事業と賃貸ビルなど不動産事業に大別される
 - 営業収益の構成比は物流事業が大きい、営業利益では不動産事業も大きい
- 物流、不動産ともに総じて回復基調、M&Aや投資など個社事情による一時的要因あり
 - 物流事業では、荷動きは低調だが倉庫保管量は堅調、文書保管や物流センター業務受託など新規分野も拡大、海上コンテナ運賃下落と為替影響によって国際輸送は低調
 - 不動産事業では、都心部の空室率低下と賃料上昇傾向の効果が期待できるが、売却、リニューアル（大規模修繕）、新規稼働などの影響もあり、利益が変動する
 - 物流施設や不動産での新規投資も多いため、株主還元の優先順位は高くない印象
 - 景気回復や貿易拡大などによって物流事業の回復が続けば、収益性向上の可能性も
- 賃貸用不動産の含み益を考慮した実質PBR（株価純資産倍率）から見れば割安感あり
 - 不動産賃貸では都心部の空室率低下と賃料上昇傾向の効果が期待できるだろう
 - 全社での収益性は低い、割安・出遅れ不動産株としての評価も可能かもしれない

(図1) 普通(1~3類)倉庫 所管面積・利用率



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

(図2) 普通(1~3類)倉庫 保管量・回転率



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

本資料のご利用にあたり、お客様にご確認いただきたい事項を、本資料の最後に記載させていただきました。ご確認の程、よろしくお願いたします。

三菱倉庫 (9301)

- 前期実績 (前年同期比) : 営業収益+1%、営業利益+13%、当期純利益+14%
 - 事業別営業利益 : 物流 66 億円 (同+10 億円)、不動産 117 億円 (同 11 億円)、国際運送は低調だったが、倉庫、陸上運送、港湾運送など他の物流は堅調、マンション販売戸数の増加もあって利益率の高い不動産が拡大、新ビル・施設稼働による一時費用は減少
 - 連結調整前の不動産事業の構成比は、営業収益で 20%、営業利益で 63%
- 今期会社予想 (同) : 営業収益+2%、営業利益+1%、当期純利益▲3%
 - 物流事業は堅調ながら、マンション販売戸数の減少によって不動産は減益を想定、大型投資は一巡したため、今後は物流・不動産ともに利益率の安定化が見込まれる
 - 前期の 1 株当たり配当金は 2 円増配、今期は据え置き、14 円安定配当を予定
 - 10/1 付で株式併合 2→1 株と単元株式数 1000→100 株へ変更予定、流動性向上に期待
- 中期経営計画の 2 年目 : 物流と不動産の両事業拡充、事業投資とともに財務基盤を強化
 - 2019 年 3 月期の目標 : 営業収益 2400 億円、営業利益 155 億円、経常利益 175 億円
- 6/26 株価 1497 円、会社予想 PER25.5 倍、実績 PBR0.96 倍 (前期末 BPS1565 円)
 - 前期末賃貸用不動産の 1 株当たり含み益 1324 円、実質 PBR0.52 倍 (税引後 0.60 倍)

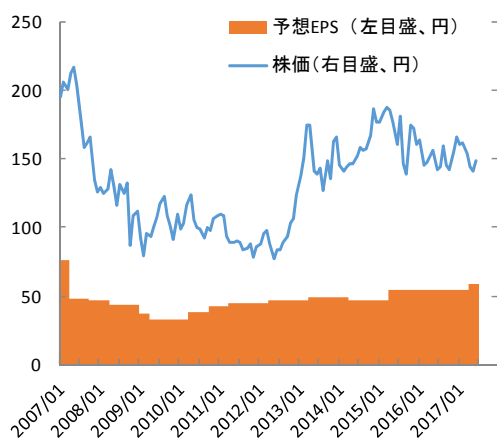
(表1)三菱倉庫連結業績推移

決算期	営業収益 (百万円)	伸率 (%)	営業利益 (百万円)	伸率 (%)	経常利益 (百万円)	伸率 (%)	当期純利益 (百万円)	伸率 (%)	1株利益 (円)	1株配当 (円)
2015/3	204,362	3%	11,449	-6%	14,456	2%	9,133	7%	52.12	12.00
2016/3	206,831	1%	11,309	-1%	14,025	-3%	9,350	2%	53.37	12.00
2017/3	208,718	1%	12,748	13%	16,056	14%	10,665	14%	60.88	14.00
2018/3社	212,000	2%	12,900	1%	15,500	-3%	10,300	-3%	58.79	14.00
2018/3予	208,500	0%	12,250	-4%	15,250	-5%	9,950	-7%	56.79	14.00

出所:決算短信、Quick、アイザワ証券作成(2017/10株式併合予定2→1株、1株当たり数値は考慮せず)

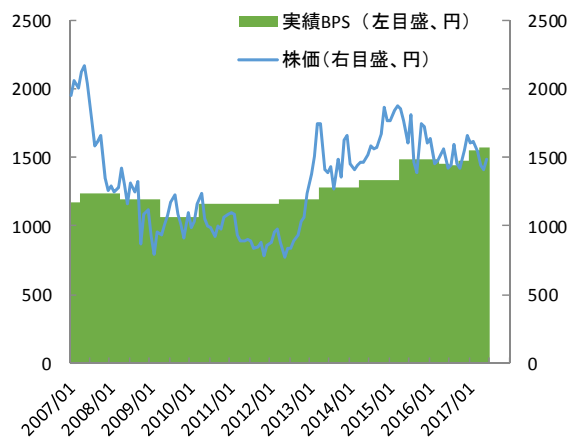
注記:社は会社予想、予はQuickコンセンサス予想(6/19時点2社)

(図3)三菱倉庫株価指標推移1



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

(図4)三菱倉庫株価指標推移2



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

三井倉庫ホールディングス (9302)

- 前期実績 (前年同期比) : 営業収益+6%、営業利益+77%、当期純損益は赤字
 - 事業別営業利益 : 物流 34 億円 (同+17 億円)、不動産 37 億円 (同+1 億円)
 - 前々期の営業利益が低水準だった反動に加え、買収した物流子会社の連結が上乗せ
 - しかし、純損益は大幅赤字に転落、過去に買収した物流子会社 (旧三洋電機系、ソニー系など) ののれんなど減損損失 254 億円を計上、下期の 1 株当たり配当金は無配に
 - 連結調整前の不動産事業の構成比は、営業収益で 4%、営業利益で 53%
 - 継続企業的前提に関する重要事象 : 財務制限条項に抵触、金融機関と協議中
- 今期会社予想 (同) : 営業収益▲0%、営業利益+12%、当期純損益は黒字転換
 - 不動産は横ばい、大口減損による償却負担減少などによって物流事業の回復を想定
 - 財務基盤は大きく悪化 : 前期末自己資本比率は 14% に低下、今期配当は無配予想
- 中期経営計画 : 2018 年 3 月期の営業利益目標 110 億円は実質的に計画棚上げ
 - 大型投資や企業買収などは凍結、事業収益力の強化と財務基盤の再建を優先
- 6/26 株価 303 円、会社予想 PER12.1 倍、実績 PBR1.00 倍 (前期末 BPS303 円)
 - 前期末賃貸用不動産の 1 株当たり含み益 892 円、実質 PBR0.25 倍 (税引後 0.33 倍)

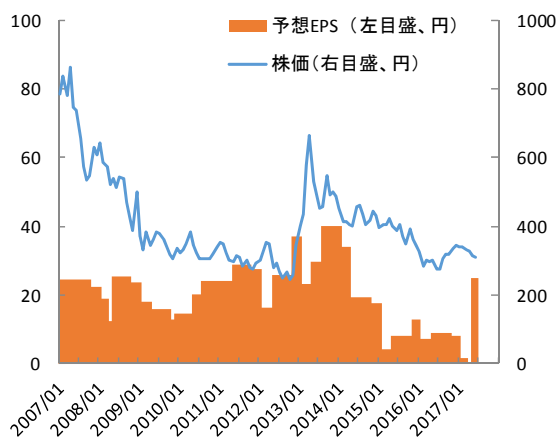
(表2)三井倉庫HD連結業績推移

決算期	営業収益 (百万円)	伸率 (%)	営業利益 (百万円)	伸率 (%)	経常利益 (百万円)	伸率 (%)	当期純利益 (百万円)	伸率 (%)	1株利益 (円)	1株配当 (円)
2015/3	170,486	6%	6,112	11%	4,308	13%	1,212	-73%	9.76	9.50
2016/3	212,971	25%	3,287	-46%	912	-79%	211	-83%	1.70	10.00
2017/3	225,503	6%	5,823	77%	3,668	302%	-23,427	-	-188.65	5.00
2018/3社	225,000	0%	6,500	12%	5,500	50%	3,100	-	24.96	0.00
2018/3予	225,000	0%	6,500	12%	5,500	50%	1,000	-	8.00	0.00

出所:決算短信、Quick、アイザワ証券作成

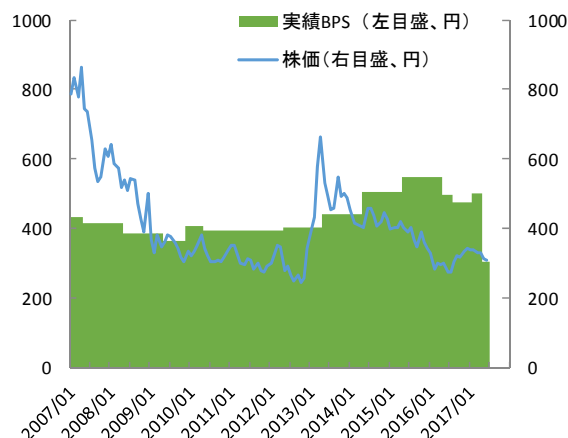
注記:社は会社予想、予は東洋経済四季報予想(5/19更新)

(図5)三井倉庫HD株価指標推移1



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

(図6)三井倉庫HD株価指標推移2



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

住友倉庫 (9303)

- 前期実績 (前年同期比) : 営業収益▲4%、営業利益▲15%、当期純利益▲3%
 - 事業別営業利益 : 物流 97 億円 (+7 億円)、海運▲3 億円 (▲20 億円)、不動産 45 億円 (+0 億円)、物流では倉庫と陸上運送が堅調、新施設稼働によって不動産も堅調、北米海運では数量減と単価下落に為替円高の影響もあって赤字に
 - 連結調整前の不動産事業の構成比は、営業収益で 6%、営業利益で 33%
- 今期会社予想 (同) : 営業収益+3%、営業利益+15%、当期純利益+5%
 - 海運の黒字転換に加え、新施設の稼働などによって物流と不動産ともに増益を想定
 - 前期の 1 株当たり配当金は 1.5 円増配、今期は 0.5 円増配予定、自己株取得も検討
- 新中期 3 カ年計画を発表 : 物流と不動産の収益力強化、事業投資累計 600 億円を想定
 - 国内物流の強化、海外物流の拡充、不動産への積極投資、新分野への挑戦を掲げる
 - 2020 年 3 月期の財務目標 (創業 120 年) : 営業収益 1900 億円、営業利益 120 億円
 - 株主還元 : 配当性向 35% (最低 15 円配当維持)、期間中に自己株取得 100 億円
- 6/26 株価 704 円、会社予想 PER15.3 倍、実績 PBR0.74 倍 (前期末 BPS957 円)
 - 前期末賃貸用不動産の 1 株当たり含み益 286 円、実質 PBR0.57 倍 (税引後 0.61 倍)

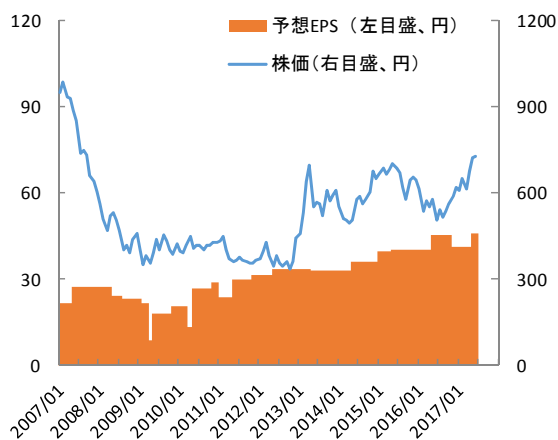
(表3)住友倉庫連結業績推移

決算期	営業収益 (百万円)	伸率 (%)	営業利益 (百万円)	伸率 (%)	経常利益 (百万円)	伸率 (%)	当期純利益 (百万円)	伸率 (%)	1株利益 (円)	1株配当 (円)
2015/3	174,738	6%	9,368	-3%	10,859	-2%	7,133	15%	39.94	13.00
2016/3	172,257	-1%	10,768	15%	12,784	18%	8,082	13%	45.23	14.00
2017/3	165,256	-4%	9,189	-15%	11,327	-11%	7,802	-3%	43.66	15.50
2018/3社	170,000	3%	10,600	15%	12,400	9%	8,200	5%	45.88	16.00
2018/3予	168,800	2%	10,600	15%	12,600	11%	8,400	8%	46.99	16.00

出所:決算短信、Quick、アイザワ証券作成

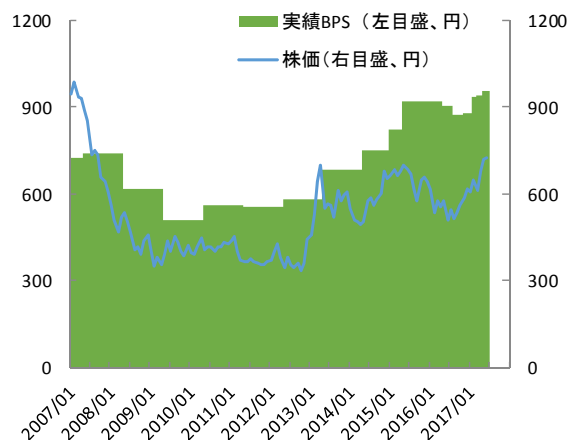
注記:社は会社予想、予はQuickコンセンサス予想(5/26時点1社)

(図7)住友倉庫株価指標推移1



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

(図8)住友倉庫株価指標推移2



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

金融商品取引法に基づく表示事項

■ 本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等： 藍澤証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第6号
(本社) 東京都中央区日本橋1-20-3
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
当社が契約する特定第一種金融商品取引業務に係る指定紛争解決機関
： 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター
(略称：FINMAC)

■ お客様にご負担いただく手数料(税込)およびリスク等について

- ・ 対面口座：約定代金に対し、最大1.2420%を乗じた額
(ただし最大147,150円、約定代金が217,391円以下の場合は、2,700円)
- ・ インターネット口座「ブルートレード」
インターネット発注：最大1,620円、
コールセンター発注：約定代金に対し、最大0.6210%を乗じた額
(ただし最大73,575円、約定代金が260,869円以下の場合は1,620円)
- ・ コンサルティングネット口座「アイザワプラス」
インターネット発注：最大4,860円、
コールセンター発注：約定代金に対し、最大0.9936%を乗じた額
(ただし最大117,720円、約定代金が489,130円以下の場合は4,860円)

株式は株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。

本レポート(資料)等でご紹介する商品等の勧誘を行う場合があります。

藍澤証券 免責事項

- ・ 本資料は証券投資の参考となる情報の提供を目的としたものです。株式は株価の下落や発行者の信用状況の悪化等により、投資元本を割り込むおそれがあります。投資に関する最終決定は、情報の被提供者自身による判断でお決め下さい。本資料は企業取材等に基づき作成していますが、その正確性・完全性を全面的に保証するものではありません。結論は作成時点での執筆者による予測・判断の集約であり、その後の状況変化に応じて予告なく変更されます。
- ・ また、藍澤証券及びその役員等は本レポートに記載されている企業の有価証券等、もしくは本レポート内で言及されている他の企業の有価証券を自己または委託にて取引する場合があります。