

2016年6月30日

業界分析：倉庫（9301、9302、9303）

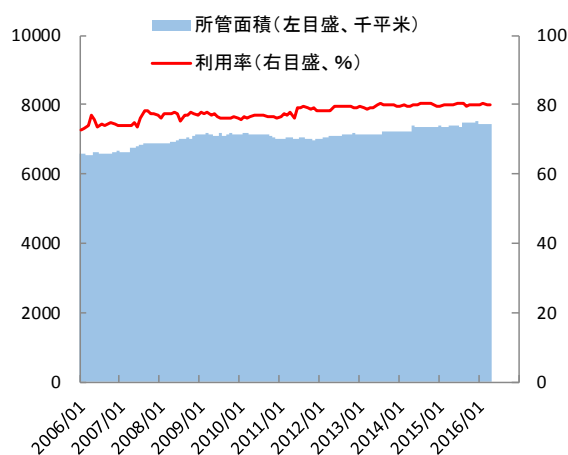
アイザワ証券 投資リサーチセンター
水口活也, CIIA, CMA, MBA

倉庫大手3社（9301・三菱倉庫、9302・三井倉庫ホールディングス、9303・住友倉庫）の決算を踏まえて、2016年3月期の実績と今後の見通しなど概要をまとめておきます。賃貸用不動産の含み益を考慮した実質PBRから見た場合には割安感があると考えています。

全社共通

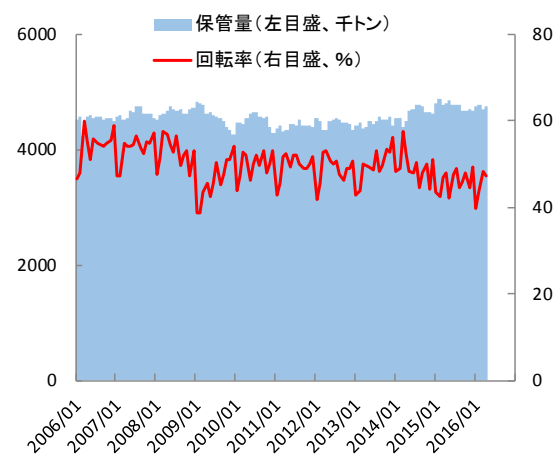
- 主力事業は倉庫を含む物流事業と賃貸ビルなど不動産事業に大別される
 - 営業収益の構成比は物流事業が大きい、営業利益では不動産事業も大きい
- 物流、不動産ともに総じて回復基調、M&Aや投資など個社事情による一時的要因あり
 - 物流事業では、荷動きは低調だが倉庫保管量は増加、文書保管や物流センター業務受託など新規分野も拡大、輸出入の減少によって港湾・国際輸送などは低調
 - 不動産賃貸では都心部の空室率低下と賃料上昇傾向の効果が期待できるが、売却、リニューアル（大規模修繕）、新規稼働などの影響あり、利益が変動する
 - 物流施設や不動産での新規投資も多いため、株主還元の優先順位は高くない印象
 - 景気回復、TPPなどによって物流の回復が加速すれば、収益性向上の余地が高まろう
- 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
 - 収益性は低いものの、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▲1%、当期純利益+2%
 - 事業別営業利益 : 物流 55 億円 (同▲23%)、不動産 106 億円 (同+16%)
 - 連結調整前営業利益構成では、物流事業よりも不動産事業の貢献度が大きい
 - 物流は減益だが、不動産では新ビル稼働とマンション販売増加などが利益貢献
 - 投資有価証券売却益の増加と法人税率の低下により、純利益は増益に
- 今期会社予想 (同) : 営業収益+4%、営業利益+7%、当期純利益+3%
 - 物流事業の取扱数量増加と収益性改善、不動産事業の堅調推移を想定
 - 今期配当予想は 2 円増配 (創業 130 周年記念配当)、基本は安定配当志向
 - 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低い印象
- 新中期経営計画 : 2019 年 3 月期の営業収益 2400 億円、営業利益 155 億円が目標
 - 物流と不動産の両事業拡充、事業投資とともに財務基盤の強化を図る方針
 - 不動産賃貸では、既存ビル建て替えなど再開発プロジェクトを検討
- 6/29 株価 1396 円、会社予想 PER25.5 倍、実績 PBR0.96 倍 (前期末 BPS1455 円)
 - 前期末賃貸用不動産の 1 株当たり含み益 1275 円、実質 PBR0.51 倍 (税引後 0.59 倍)

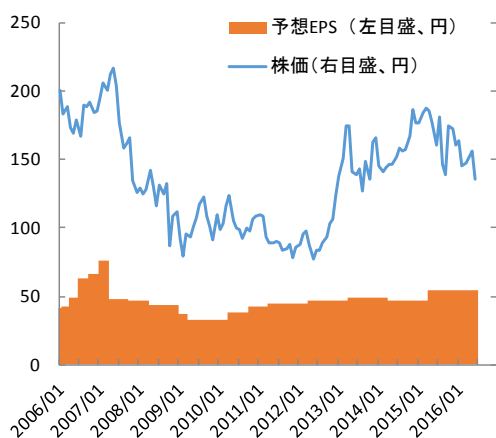
(表1)三菱倉庫連結業績推移

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)
2014/3	198,161	3%	12,148	-1%	14,113	-3%	8,520	-1%	48.62	12.00
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社	215,000	4%	12,100	7%	14,800	6%	9,600	3%	54.79	14.00
2017/3予	209,700	1%	11,700	3%	14,450	3%	9,300	-1%	53.08	14.00

出所:決算短信、Quick、アイザワ証券作成

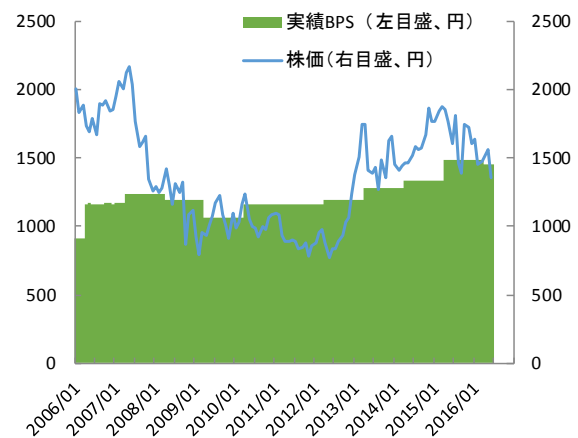
注記:社は会社予想(今回開示)、予はQuickコンセンサス予想(6/6時点2社)

(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+25%、営業利益▲46%、当期純利益▲83%
 - 事業別営業利益 : 物流 21 億円 (同▲41%)、不動産 49 億円 (同▲16%)
 - 連結調整前営業利益構成では、物流の大幅悪化により不動産の貢献度が拡大
 - 物流は増収・減益、M&A は収益にプラスだが、一時的コスト増加もあって減益に
 - 不動産賃貸は縮小方針、物件売却と大規模修繕などの影響もあって減収・減益
- 今期会社予想 (同) : 営業収益+13%、営業利益+83%、当期純利益+421%
 - 物流事業の M&A 効果 (増収) と収益性回復を想定、競争力強化プロジェクトを実行
 - 3 件の大型 M&A (投資額 219 億円) と前期業績の悪化を踏まえ、顧客が確定していない新規投資案件は凍結、既存投資先の収益力強化を優先する方針に変更
 - 財政状態悪化を受け、債権流動化による有利子負債削減など追加財務施策を実行へ
- 中期経営計画 : 2018 年 3 月期の営業収益 2800 億円、営業利益 110 億円、ROE8%が目標
 - アジアパシフィックの成長領域などへの投資拡大は凍結、実質的に計画棚上げ
- 6/29 株価 265 円、会社予想 PER29.9 倍、実績 PBR0.53 倍 (前期末 BPS496 円)
 - 前期末賃貸用不動産の 1 株当たり含み益 837 円、実質 PBR0.20 倍 (税引後 0.24 倍)

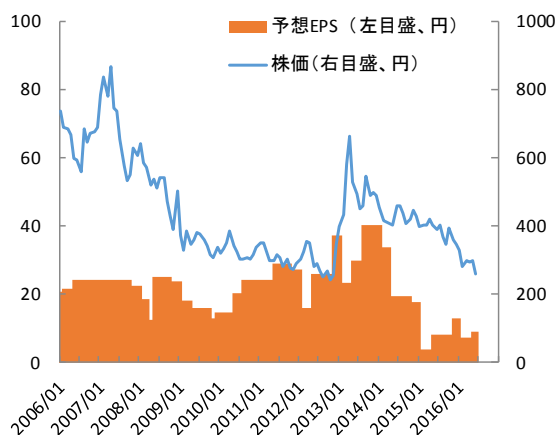
(表2)三井倉庫HD連結業績推移

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)
2014/3	161,535	9%	5,494	2%	3,806	2%	4,491	42%	36.17	9.00
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社	240,000	13%	6,000	83%	4,500	393%	1,100	421%	8.86	10.00
2017/3予	230,000	8%	4,500	37%	3,000	229%	1,000	374%	8.00	10.00

出所:決算短信、Quick、アイザワ証券作成

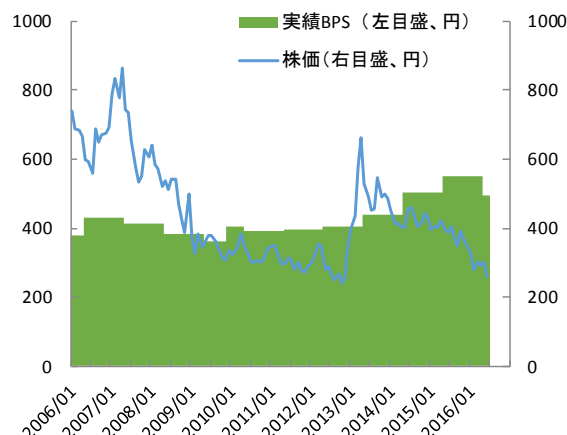
注記:社は会社予想(今回開示)、予は東洋経済四季報予想(5/24更新)

(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▲1%、営業利益+15%、当期純利益+13%
 - 事業別営業利益 : 物流 90 億円 (同▲0%)、海運 16 億円 (同+164%)、不動産 45 億円 (同+24%)、米海運子会社の業績急回復によって収益・利益の構成が分散化
 - 物流では国内外ともに荷動きが弱含み、新倉庫の一時コストが増加して減益
 - 海運は円安・燃油安によって大幅増益、不動産はリニューアル完了によって増益
- 今期会社予想 (同) : 営業収益+0%、営業利益+0%、当期純利益+0%
 - 物流では新倉庫稼働などによる増収と収益性回復、不動産ではリニューアル効果で堅調ながら横ばい、海運では為替円高推移などによる反動減を想定
 - 配当性向は単体純利益の 40% 方針、特別配当 1 円を普通配当化、業績次第で増額余地
 - 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
- 中期 5 カ年計画 : 設備投資 700 億円を予定していたが、収益不動産の取得に遅れ
 - 2017 年 3 月期目標 (営業収益 1900 億円、営業利益 130 億円) は困難と見られる
- 6/29 株価 503 円、会社予想 PER11.1 倍、実績 PBR0.56 倍 (前期末 BPS905 円)
 - 前期末賃貸用不動産の 1 株当たり含み益 280 円、実質 PBR0.42 倍 (税引後 0.46 倍)

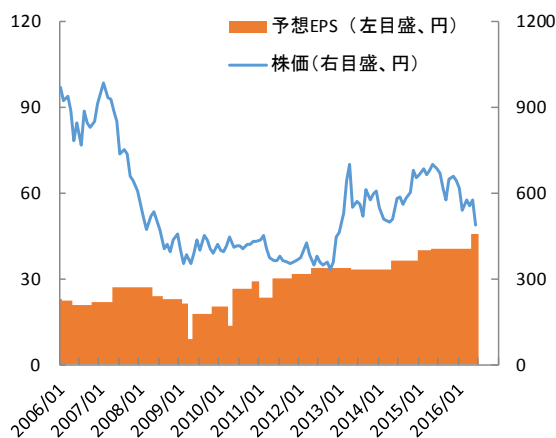
(表3)住友倉庫連結業績推移

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)
2014/3	164,917	5%	9,693	-5%	11,126	0%	6,224	0%	34.88	12.00
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社	173,000	0%	10,800	0%	12,600	-1%	8,100	0%	45.32	14.00
2017/3予	170,700	-1%	10,300	-4%	12,100	-5%	8,000	-1%	44.76	14.00

出所: 決算短信、Quick、アイザワ証券作成

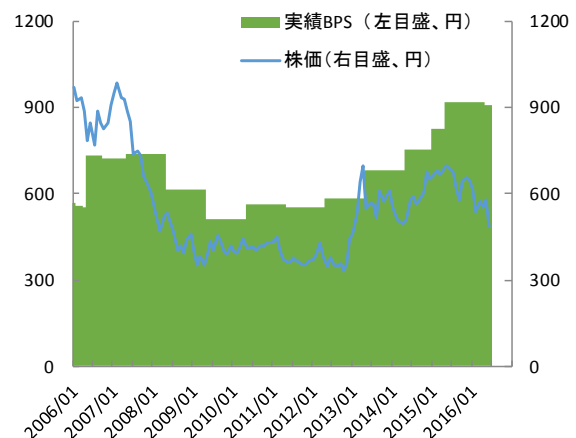
注記: 社は会社予想(今回開示)、予はQuickコンセンサス予想(5/31時点1社)

(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。