

## 倉庫各社の21/3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21/3期決算および22/3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（21年4月）によると、荷動き指数（「増加」の割合から「減少」の割合を引いたもの）は20年4～6月をボトムに改善基調にある。20年4～6月はコロナ禍の影響を受けてリーマンショック後に匹敵する低水準となったものの、20年7～9月以降は上昇に転じている。21年4～6月は全業種で21年1～3月対比上昇し、2年半ぶりにプラスへ浮上すると見通しである。ただし、足元では新型コロナウイルス感染症の再拡大が懸念されており、荷動きの動向には引き続き注意を払う必要がある。

人件費や委託費は、ドライバーや庫内作業員など人手不足を背景に上昇傾向にある。倉庫各社ではコストアップに対応すべく、荷主企業への値上げ要請など収受料金の適正化や業務効率化による費用通減に取り組んでいる。また、医薬品や医療機器などのヘルスケア分野、文書保管などアーカイブズ分野など付加価値の高い貨物へのシフトにより単価向上を図っており、これらの取り組みに一定の成果がみられる。

不動産賃貸事業では、新型コロナウイルス感染拡大に伴う在宅勤務の増加などを背景に、一部の地域で空室率が上昇している。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21年4月時点で5.65%（前年同月実績1.56%）と、14か月連続の上昇となった。また、平均賃料は21,415円/坪（同22,820円/坪）と、20年7月末時点の23,014円/坪をピークに低下している。過去10年でみれば空室率及び平均賃料ともに良好な水準が維持されているが、今後の動向に注意を払う必要がある。ただし、倉庫各社が保有する賃貸物件については、現時点で空室率や賃料水準に目立った動きはみられない。

### 2. 決算動向

倉庫7社合計の21/3期営業利益は500億円（前期比10.4%増）と増益となった。ただし、大幅増益（同49.6%増）となった三井倉庫HDを除いた6社合計では小幅減益（同3.4%減）であった。事業別にみると、物流事業の営業利益（連結調整前）は418億円（同15.7%増）、不動産事業の営業利益（同）は267億円（同3.7%減）となった。物流事業では、新型コロナウイルス感染拡大に伴い輸出入貨物を中心に荷動き低迷の影響を受けたが、同感染拡大の影響の出方にはばらつきがあり、Eコマース関連や医薬品、家電などの巣ごもり消費関連は好調だった。また、海上コンテナ不足を背景とした航空貨物の需要増加や運賃高騰もプラスに作用したとみられ、利益は底堅く推移した。不動産事業では、倉庫各社が保有する既存賃貸物件の空室率に大きな変化はみられなかったものの、一部の倉庫会社ではマンション販売物件の減少や一部商業施設の休業に伴う不動産賃貸収入の減少が利益にも影響した。個社別では、三井倉庫HDと中央倉庫が増益、三菱倉庫、住友倉庫、澁澤倉庫、東陽倉庫、安田倉庫の5社が減益となった。三井倉庫HDでは、巣ごもり消費拡大などに伴う家電メーカー物流や航空貨物、統合ソリューションサービス関連物流の取扱増加などにより大幅増益となった。減益となった5社では、拠点の新設や新規取引の開始による貨物取扱量の増加や安定収益源である不動産事業の下支えにより、減益幅は総じて小幅に留まった。

財務面では、21/3 期末の自己資本比率（7 社合計）は 51.8%（前期末 49.8%）、DER は 0.53 倍（同 0.61 倍）といずれの指標も良化した。自己資本額は、利益剰余金の蓄積に加え、株式相場の回復に伴うその他投資有価証券評価差額金の増加などにより、7,606 億円（同 6,683 億円）と増加した。有利子負債は、新倉庫の建設または取得など設備投資があったものの、固定資産や投資有価証券の売却などもあり、4,041 億円（同 4,067 億円）と減少した。各社総じて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、良好な財務構成が維持されている。財務基盤の再建を進めている三井倉庫 HD については、不要不急の投資の抑制や政策保有株式の売却などにより、自己資本比率は 26.3%（同 20.8%）、DER は 1.72 倍（同 2.56 倍）とそれぞれ大きく改善した。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

倉庫 7 社合計の 22/3 期の営業利益は 490 億円(前期比 2.0%減)と減益の計画である。ただし、前期に大幅増益となった三井倉庫 HD、投資が先行している安田倉庫を除いた 5 社では増益を見込んでいる。新型コロナウイルス感染症収束の見通しは依然として不透明であるが、ワクチン接種の進捗などに伴い国内貨物、国際貨物ともに緩やかな回復が予想される。物流事業はコロナ禍からの荷動きの持ち直しに加え、新規施設の稼働などによる取扱貨物量の増加により、総じて堅調に推移するとみている。不動産事業では、引き続き保有物件の安定稼働を見込んでいる。

個社別にみると、三井倉庫 HD の 22/3 期営業利益予想は 132 億円（前期比 25.3%減）と減益幅が大きい。これは、前期に発生した海上コンテナ不足に起因した航空貨物輸送の取扱量や航空運賃の高騰、経済活動の制限を受けて大きく減少していた販管費が通常の水準に戻ることが背景にある。これらの新型コロナウイルス感染症による影響を除いても、同感染症拡大前の 20/3 期と比較して利益水準は高まる方向にある。安田倉庫も物流施設の拡充や既存施設の設備増強などに伴う営業費用の増加を主因に減益予想であるが、新規施設の稼働は順調で収益基盤の強化が進んでいる。一方、住友倉庫では 135 億円（同 23.9%増）と大幅増益を見込んでいる。前期に稼働した新倉庫 3 棟の通期稼働を見込むほか、輸送数量の回復や運賃水準の高止まりに伴う海運事業の収益改善などが背景にある。

各社総じて、物流事業の事業基盤強化を中期経営計画の中心に据えており、当事業の収益力の向上が注目点である。これまで人件費や委託費などのコスト負担の増加に対して、適正料金の収受に取り組んできた。ただ、荷主側の物流コスト増加に対する受け入れ余地にも限界があり、今後の単価交渉は難航する可能性がある。物流事業の持続的な成長を維持するためには、高付加価値業務の拡大と海外拠点の拡充が重要となる。倉庫各社で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に注力している。こうした貨物を取り扱う倉庫では、商品特性に合わせた適切な温度管理や空調管理、必要な専門人材の確保や許可ライセンスの取得など高い専門性が要求される分、保管単価は高くなる傾向にある。また、中国や東南アジア諸国において海外拠点の新設や現地法人の買収により海外展開を進めている。人口減少などから国内の物流需要の減少が予想される中、米中貿易摩擦やコロナ禍を受けてサプライチェーンの見直しが本格化しており、国際輸送の重要性はさらに高まる方向にある。今後、海外における事業拡大の進捗や採算性についてフォローしていく。

収益成長を図る上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 20/3 期から 22/3 期までに 1,000 億円、住友倉庫は 21/3 期から 23/3 期までに 500 億円、澁澤倉庫は 22/3 期から 24/3 期までに 150~200 億円の投資計画を掲げ、倉庫の新増設や不動産の開発を進める方針である。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底上げにより、中期的に財務構成を改善させることができるか、注視していく。

（担当）大塚 浩芳・村松 直樹

(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)	20/3 期	2,290	121	1,897	71	411	108
	21/3 期	2,137	117	1,792	72	361	100
	22/3 期予	2,270	126	1,870	84	418	97
三井倉庫 HD (9302)	20/3 期	2,410	118	2,319	91	98	58
	21/3 期	2,535	176	2,446	149	96	58
	22/3 期予	2,370	132		112		57
住友倉庫 (9303)	20/3 期	1,917	111	1,826	106	107	54
	21/3 期	1,920	109	1,828	103	107	55
	22/3 期予	2,000	135	1,907	131	109	56
澁澤倉庫 (9304)	20/3 期	668	39	610	28	58	30
	21/3 期	653	36	595	25	59	29
	22/3 期予	670	40	613	28	59	29
東陽倉庫 (9306)	20/3 期	296	12	290	16	5	2
	21/3 期	276	10	270	17	5	2
	22/3 期予	277	10				
中央倉庫 (9319)	20/3 期	264	15	264	15		
	21/3 期	259	17	259	17		
	22/3 期予	240	17				
安田倉庫 (9324)	20/3 期	466	34	396	32	75	22
	21/3 期	477	32	417	32	65	21
	22/3 期予	515	29				
7 社合計	20/3 期	8,314	453	7,606	361	758	277
	21/3 期	8,259	500	7,610	418	696	267
	22/3 期予	8,342	490				

(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)

		17/3 期	18/3 期	19/3 期	20/3 期	21/3 期
三菱倉庫 (9301)	自己資本	2,742	2,917	2,961	2,833	3,235
	有利子負債	655	719	867	960	1,073
	自己資本比率	63.0	63.1	61.4	60.5	60.4
	有利子負債/EBITDA	2.35	2.56	2.95	3.17	3.59
	デットエクイティレシオ	0.24	0.25	0.29	0.34	0.33
三井倉庫 HD (9302)	自己資本	377	440	474	497	626
	有利子負債	1,688	1,576	1,424	1,270	1,078
	自己資本比率	14.1	16.8	18.8	20.8	26.3
	有利子負債/EBITDA	9.46	9.02	6.47	5.80	3.84
	デットエクイティレシオ	4.54	3.58	3.01	2.56	1.72
住友倉庫 (9303)	自己資本	1,710	1,852	1,811	1,652	1,889
	有利子負債	723	867	723	928	875
	自己資本比率	55.9	54.2	56.2	51.9	54.1
	有利子負債/EBITDA	3.75	4.27	3.83	4.21	3.91
	デットエクイティレシオ	0.43	0.47	0.40	0.56	0.46
澁澤倉庫 (9304)	自己資本	408	419	422	435	479
	有利子負債	360	365	363	363	385
	自己資本比率	42.9	43.4	43.1	44.0	45.9
	有利子負債/EBITDA	5.65	5.54	5.17	4.98	5.34
	デットエクイティレシオ	0.89	0.87	0.86	0.84	0.80
東陽倉庫 (9306)	自己資本	178	187	192	198	211
	有利子負債	126	139	136	133	139
	自己資本比率	45.9	45.8	46.2	48.1	49.3
	有利子負債/EBITDA	5.66	5.91	5.10	4.85	5.45
	デットエクイティレシオ	0.77	0.75	0.71	0.67	0.66
中央倉庫 (9319)	自己資本	365	385	384	384	403
	有利子負債	41	38	36	51	54
	自己資本比率	80.7	81.4	81.8	79.6	79.3
	有利子負債/EBITDA	1.37	1.24	1.18	1.62	1.64
	デットエクイティレシオ	0.12	0.10	0.09	0.13	0.14
安田倉庫 (9324)	自己資本	609	660	662	682	759
	有利子負債	247	280	286	359	433
	自己資本比率	55.8	55.0	54.6	53.1	51.6
	有利子負債/EBITDA	4.34	5.08	4.01	4.83	5.57
	デットエクイティレシオ	0.42	0.43	0.43	0.53	0.57
7 社合計	自己資本	6,391	6,862	6,910	6,683	7,606
	有利子負債	3,843	3,986	3,836	4,067	4,041
	自己資本比率	49.3	50.0	50.6	49.8	51.8
	有利子負債/EBITDA	4.66	4.78	4.25	4.29	3.99
	デットエクイティレシオ	0.60	0.58	0.56	0.61	0.53

(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：A- 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