

倉庫各社の22/3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22/3期決算および23/3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

NX 総合研究所の企業物流短期動向調査（22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、その後は上昇に転じており、21年4～6月以降はプラス圏で推移している。22年4～6月も引き続きプラス圏で推移する見通しだが、ウクライナ紛争の影響で下振れする可能性もある。

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。日本ロジスティクスシステム協会の「2021年度物流コスト調査報告書」（22年4月）によると、21年度の売上高物流コスト比率は5.70%（前年度比0.32ポイント上昇）と過去20年間の中で最も高い水準となった。主な要因としては、近年続いている労働力不足などによるトラック運賃や荷役費の値上げなどが挙げられる。物流企業による人手不足を背景とした値上げ要請に対し、荷主企業の理解は従前と比べて進んでいるといえよう。近年のコスト上昇に対して、倉庫各社では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逡減に取り組んできた。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高付加価値貨物の取り扱いを拡大することで、保管単価の向上に努めている。

不動産賃貸事業は、コロナ禍における在宅勤務の定着などを背景に都市部を中心に空室率の上昇/平均賃料の下落がみられる。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22年4月時点で6.38%（20年4月1.56%）、平均賃料は20,328円/坪（同22,820円/坪）と、コロナ前と比較していずれも悪化している。オフィスビルを取り巻く環境は不透明感が増している状況であるが、現時点において倉庫各社の保有物件の空室率や賃料水準に目立った変化はみられない。

2. 決算動向

倉庫7社合計の22/3期営業利益は824億円（前期比64.8%増）と大幅増益となった。事業別にみると、物流事業の営業利益（連結調整前）は753億円（同80.2%増）、不動産事業の営業利益（同）は267億円（同0.3%増）であった。物流事業ではコロナ禍からの荷動き回復によるプラス影響に加え、海上コンテナ不足を起因とする航空貨物需要の増加、海上及び航空運賃の高騰など国際輸送分野の伸長が利益を大きく押し上げた。不動産事業では都市部を中心に空室率の上昇や平均賃料の下落がみられたものの、倉庫各社が保有する主要な物件についてはコロナ禍においても総じて高稼働を維持した。個社別では、投資負担が先行している安田倉庫を除く6社で増益となった。とりわけ国際輸送分野の比率が高い財閥系倉庫会社を中心に増益幅が大きい。

財務面について、22/3期末の自己資本比率（7社合計）は52.5%（前期末51.8%）、DERは0.48倍（同0.53倍）といずれの指標も改善した。22/3期末の自己資本額は、利益蓄積などを背景に8,181億円（前期末7,606億円）と増加した。有利子負債は、物流拠点の新設や賃貸不動産の取得など成長投資の実行がみられたものの、おおむね営業キャッシュフロー内の水準に留まったことから、3,940億円（同4,041億円）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きた三井倉庫 HD については、好業績による利益剰余金の増加と不要不急の投資抑制に伴う有利子負債の削減などが奏功し、自己資本比率は 30.8% (同 26.3%)、DER は 1.18 倍 (同 1.72 倍) とそれぞれ大きな改善を示した。

3. 業績予想における格付上の注目点

倉庫 7 社合計の 23/3 期の営業利益は 736 億円(前期比 10.7%減)と減益計画である。これは前期における大幅増益の主因となった海上コンテナ不足などに起因するサプライチェーンの混乱による影響が、下期にかけて徐々に収束していくことを前提としている。依然として新型コロナウイルスの収束時期は不透明であるほか、ウクライナ情勢の悪化や資源価格の高騰、中国におけるゼロコロナ政策に伴うロックダウンなどが世界的な景気悪化のリスク要因となっており、今後の動向に注意を要する。ただし、国内の荷動きは緩やかな回復基調にあるほか、各社が注力する高付加価値貨物を中心とした新規物流施設の稼働などにより、業績は底堅く推移するとみている。また、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おり、業績を下支えする役割を果たしていくと考える。

個社別にみると、澁澤倉庫及び中央倉庫を除いた 5 社が減益計画となっている。減益幅が大きい三菱倉庫、三井倉庫 HD、住友倉庫の 3 社については、国際的なサプライチェーンの混乱によって生じた国際輸送分野(住友倉庫は海運事業を含む)におけるプラス影響の剥落が主な減益要因である。ただし、倉庫保管や陸上運送など国内物流業務は引き続き堅調に推移する見込みであり、コロナ前と比較して高水準の利益を確保していくとみられる。安田倉庫は物流施設の拡充や既存施設の設備増強など先行費用負担の増加を主因に 2 期連続で減益の予想となっているが、新規施設の稼働などにより、営業収益の増加が続く見通しである。

財務面については、M&A を含む成長投資の実施状況とそれに伴う財務バランスの変化に注目している。中期経営計画の中で、三菱倉庫は 1,300 億円 (23/3 期~25/3 期)、三井倉庫 HD は 1,300 億円 (23/3 期~27/3 期)、住友倉庫は 500 億円 (21/3 期~23/3 期)、澁澤倉庫は 250~350 億円 (22/3 期~24/3 期)、安田倉庫は 360 億円 (23/3 期~25/3 期) の投資計画を掲げ、倉庫の新增設や不動産の再開発などを進める方針としている。また、物流ネットワークの拡充やデジタル技術の獲得を目的した M&A を実施することも想定される。各社とも一定の財務規律を遵守する姿勢に変化はないが、一時的に財務負担が生じる可能性がある。その場合は投資回収の見通しを確認するとともに、中期的に財務構成を改善させることができるか注目していく。

(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	2,572	181	2,152	137	436	103
	23/3 期予	2,500	168	2,143	129	373	95
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	3,010	259	2,922	237	95	57
	23/3 期予	2,900	210	2,809	197	95	56
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	2,314	277	2,239	274	106	52
	23/3 期予	2,110	252	2,022	251	107	52
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	717	45	660	33	58	30
	23/3 期予	718	46	660	34	58	30
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	283	13	278	20	5	2
	23/3 期予	270	11				
中央倉庫 (9319)	20/3 期	264	15	264	15		
	21/3 期	259	17	259	17		
	22/3 期	239	18	239	18		
	23/3 期予	257	22	257	22		
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	530	29	468	31	67	20
	23/3 期予	580	27				
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	9,667	824	8,960	753	770	267
	23/3 期予	9,335	736				

(注) 住友倉庫の物流事業には海運事業を含む

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

(図表 2) 倉庫 7 社の財務指標の推移

(単位：億円、%、倍)

		18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期
三菱倉庫 (9301)	自己資本	2,917	2,961	2,833	3,235	3,440
	有利子負債	719	867	960	1,073	1,028
	自己資本比率	63.1	61.4	60.5	60.4	61.2
	有利子負債/EBITDA	2.56	2.95	3.17	3.59	2.74
	デットエクイティレシオ	0.25	0.29	0.34	0.33	0.30
三井倉庫 HD (9302)	自己資本	440	474	497	626	794
	有利子負債	1,576	1,424	1,270	1,078	939
	自己資本比率	16.8	18.8	20.8	26.3	30.8
	有利子負債/EBITDA	9.02	6.47	5.80	3.84	2.62
	デットエクイティレシオ	3.58	3.01	2.56	1.72	1.18
住友倉庫 (9303)	自己資本	1,852	1,811	1,652	1,889	2,034
	有利子負債	867	723	928	875	860
	自己資本比率	54.2	56.2	51.9	54.1	54.4
	有利子負債/EBITDA	4.27	3.83	4.21	3.91	2.13
	デットエクイティレシオ	0.47	0.40	0.56	0.46	0.42
澁澤倉庫 (9304)	自己資本	419	422	435	479	533
	有利子負債	365	363	363	385	358
	自己資本比率	43.4	43.1	44.0	45.9	48.9
	有利子負債/EBITDA	5.54	5.17	4.98	5.34	4.45
	デットエクイティレシオ	0.87	0.86	0.84	0.80	0.67
東陽倉庫 (9306)	自己資本	187	192	198	211	221
	有利子負債	139	136	133	139	136
	自己資本比率	45.8	46.2	48.1	49.3	51.3
	有利子負債/EBITDA	5.91	5.10	4.85	5.45	4.83
	デットエクイティレシオ	0.75	0.71	0.67	0.66	0.61
中央倉庫 (9319)	自己資本	385	384	384	403	410
	有利子負債	38	36	51	54	53
	自己資本比率	81.4	81.8	79.6	79.3	76.9
	有利子負債/EBITDA	1.24	1.18	1.62	1.64	1.57
	デットエクイティレシオ	0.10	0.09	0.13	0.14	0.13
安田倉庫 (9324)	自己資本	660	662	682	759	745
	有利子負債	280	286	359	433	561
	自己資本比率	55.0	54.6	53.1	51.6	46.9
	有利子負債/EBITDA	5.08	4.01	4.83	5.57	7.21
	デットエクイティレシオ	0.43	0.43	0.53	0.57	0.75
7 社合計	自己資本	6,862	6,910	6,683	7,606	8,181
	有利子負債	3,986	3,836	4,067	4,041	3,940
	自己資本比率	50.0	50.6	49.8	51.8	52.5
	有利子負債/EBITDA	4.78	4.25	4.29	3.99	2.90
	デットエクイティレシオ	0.58	0.56	0.61	0.53	0.48

(注) 安田倉庫の自己資本および有利子負債は劣後ローンの資本性評価前

(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：ポジティブ

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：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、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