

倉庫各社の23/3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23/3期決算および24/3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（23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）は足元低下傾向にある。新型コロナ発生直後の20年4～6月（マイナス65）をボトムにその後は改善傾向を示していた。しかし、22年1～3月はまん延防止等重点措置などの影響により低下し、同年4～6月以降、再びマイナス圏で推移している。23年1～3月は資源価格や物価高騰による荷動き停滞が顕在化したことにより、前四半期比9ポイント低下してマイナス12となった。同年4～6月見通しについても、個人消費、住宅投資の悪化などにより、弱い荷動きが予測されている。

近年、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。こうした中、物流企業からの値上げ要請に対し、荷主企業の理解は従前と比べて進んできている。日本ロジスティクスシステム協会の「2022年度物流コスト調査報告書」（23年4月）によると、22年度の売上高物流コスト比率は5.31%と、物流コストを上回る売上高の回復により前期比0.39ポイント低下した。ただ、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を背景に、売上高物流コスト比率は長期的にみれば上昇傾向にあり、実際、21年度は5.70%と過去20年間の中で最も高い水準であった。物流量に対する物流コスト単価は上昇基調にあり、今後もこうした趨勢が続く可能性が高い。

不動産賃貸事業では、東京や大阪など一部の都市においてコロナ禍におけるテレワークの定着などを背景に空室率の上昇がみられたが、足元では悪化に歯止めがかかっている。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23年4月時点で6.11%となった。コロナ禍前の20年2月末1.49%をボトムに22年9月末6.49%まで上昇したが、その後は6%台での推移となっている。コロナ後を見据えた柔軟な働き方の浸透などを背景に、今後オフィス需要が構造的に変化する可能性はあるが、現時点で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23/3期営業利益は858億円（前期比4.1%増）と増益となった。事業別にみると、物流事業の営業利益（連結調整前）は798億円（同4.9%増）、不動産事業の営業利益（同）は269億円（同0.9%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、海上運賃の高騰や海上から航空輸送へのシフトなど国際輸送分野の増収が利益水準を押し上げた。不動産事業について、マーケット全体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は総じて安定稼働が継続した。個社別でみると、22/3期に続き国際輸送分野が大きく伸びた三菱倉庫及び三井倉庫 HD が増益（ともに過去最高益）、拠点拡充による取扱量増加が寄与した澁澤倉庫や不動産事業が新たに加わった中央倉庫も増益を確保した。一方、海運事業を期中に譲渡した住友倉庫、投資負担が先行している安田倉庫、流通加工業務などが低調であった東陽倉庫の3社が減益となった。

財務面について、23/3 期末の自己資本比率（7 社合計）は 53.8%（前期末 52.5%）、DER は 0.45 倍（同 0.48 倍）と改善傾向を示した。ただし、個社毎では方向性にばらつきが生じている。23/3 期末の自己資本額（7 社合計）は、利益蓄積などを背景に 8,612 億円（前期末 8,181 億円）と増加した。一方、有利子負債（7 社合計）は 3,916 億円（同 3,940 億円）と小幅減少に留まった。三井倉庫 HD や住友倉庫では好業績を背景に削減が進んだものの、その他の会社では物流拠点の新設や不動産収益物件の取得など成長投資の実行に伴い増加した。ただ、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、財務構成は良好な水準が維持されている。

3. 業績予想における格付上の注目点

倉庫 7 社合計の 24/3 期の営業利益は 633 億円(前期比 26.3%減)と減益計画である。これは海上運賃市況の平常化に伴い利益のけん引役となっていた国際輸送分野が減収に転じることが主因である。また、人件費や水道光熱費、燃料費などコスト上昇もマイナス要因として見込まれている。国内の荷動きは物価上昇に伴う消費や生産の低迷により不透明感が増しているが、ヘルスケアや消費財など注力分野の貨物を中心に各社の取扱量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られる。

個社別にみると、中央倉庫及び安田倉庫を除いた 5 社が減益の計画となっている。三菱倉庫(23/3 期比 21.8%減)、三井倉庫 HD（同 23.0%減）については、国際輸送分野におけるプラス影響の剥落が主な要因である。住友倉庫（同 44.4%減）は海運事業の連結除外の影響が大きい。ただし、各社とも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できるとみられる。近年、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減益傾向が続いていたが、24/3 期は増益に転じる計画である。各社総じて注力する貨物の取扱拡大に加え、収受料金の適正化や DX を活用した生産性向上などに取り組んでいる。こうした施策により、足元のコストアップを吸収し、収益力を維持していけるかに注目している。

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 850 億円（24/3 期～26/3 期）、澁澤倉庫は約 250～350 億円（22/3 期～24/3 期）、中央倉庫は 110 億円程度（23/3 期～25/3 期）、安田倉庫は 360 億円（23/3 期～25/3 期）の投資計画を掲げている。設備投資では倉庫の新増設や不動産の再開発などを進めるほか、物流ネットワークの拡充を目的とした M&A や DX 事業の強化に資する出資などが想定されている。実際、全ての会社で倉庫の新設計画を打ち出しているほか、一部の会社では注力分野に関連する物流会社の買収案件も散見される。各社とも一定の財務規律を遵守する方針に変化はないが、一時的に財務負荷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、中期的に財務改善が進展するかどうか注目していく。

（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)	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	3,005	230	2,638	187	381	101
	24/3 期予	2,700	180	2,323	135	393	101
三井倉庫 HD (9302)	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	3,008	259	2,920	239	96	59
	24/3 期予	2,800	200	2,710	198	96	57
住友倉庫 (9303) (注 1)	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	2,239	260	2,151	259	106	51
	24/3 期予	2,000	145	1,894	150	112	51
澁澤倉庫 (9304)	21/3 期	653	36	595	25	59	29
	22/3 期	717	45	660	33	58	30
	23/3 期	785	48	725	37	61	32
	24/3 期予	790	47	730	37	62	31
東陽倉庫 (9306)	21/3 期	276	10	270	17	5	2
	22/3 期	283	13	278	20	5	2
	23/3 期	281	12	275	17	6	2
	24/3 期予	285	12				
中央倉庫 (9319) (注 2)	21/3 期	259	17	259	17		
	22/3 期	239	18	240	26	0	-0
	23/3 期	258	21	257	28	3	1
	24/3 期予	275	23				
安田倉庫 (9324)	21/3 期	477	32	417	32	65	21
	22/3 期	530	29	468	31	67	20
	23/3 期	597	25	537	29	65	20
	24/3 期予	680	26				
7 社合計	21/3 期	8,259	500	7,610	418	696	267
	22/3 期	9,667	824	8,961	761	771	267
	23/3 期	10,176	858	9,506	798	722	269
	24/3 期予	9,530	633				

(注 1) 住友倉庫の物流事業には海運事業を含む (~23/3 期)

(注 2) 中央倉庫の物流事業は国内物流事業と国際貨物事業を合算、23/3 期より不動産賃貸事業を新設

(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)

		19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期
三菱倉庫 (9301)	自己資本	2,961	2,833	3,235	3,440	3,507
	有利子負債	867	960	1,073	1,028	1,052
	自己資本比率	61.4	60.5	60.4	61.2	61.1
	有利子負債/EBITDA	2.95	3.17	3.59	2.74	2.37
	デットエクイティレシオ	0.29	0.34	0.33	0.30	0.30
三井倉庫 HD (9302)	自己資本	474	497	626	794	932
	有利子負債	1,424	1,270	1,078	939	850
	自己資本比率	18.8	20.8	26.3	30.8	36.1
	有利子負債/EBITDA	6.47	5.80	3.84	2.62	2.34
	デットエクイティレシオ	3.01	2.56	1.72	1.18	0.91
住友倉庫 (9303)	自己資本	1,811	1,652	1,889	2,034	2,173
	有利子負債	723	928	875	860	824
	自己資本比率	56.2	51.9	54.1	54.4	56.3
	有利子負債/EBITDA	3.83	4.21	3.91	2.13	2.07
	デットエクイティレシオ	0.40	0.56	0.46	0.42	0.38
澁澤倉庫 (9304)	自己資本	422	435	479	533	570
	有利子負債	363	363	385	358	373
	自己資本比率	43.1	44.0	45.9	48.9	49.3
	有利子負債/EBITDA	5.17	4.98	5.34	4.45	4.45
	デットエクイティレシオ	0.86	0.84	0.80	0.67	0.66
東陽倉庫 (9306)	自己資本	192	198	211	221	232
	有利子負債	136	133	139	136	156
	自己資本比率	46.2	48.1	49.3	51.3	50.7
	有利子負債/EBITDA	5.10	4.85	5.45	4.83	5.63
	デットエクイティレシオ	0.71	0.67	0.66	0.61	0.67
中央倉庫 (9319)	自己資本	384	384	403	410	425
	有利子負債	36	51	54	53	65
	自己資本比率	81.8	79.6	79.3	76.9	75.8
	有利子負債/EBITDA	1.18	1.62	1.64	1.57	1.64
	デットエクイティレシオ	0.09	0.13	0.14	0.13	0.15
安田倉庫 (9324)	自己資本	662	682	759	745	769
	有利子負債	286	359	433	561	592
	自己資本比率	54.6	53.1	51.6	46.9	46.4
	有利子負債/EBITDA	4.01	4.83	5.57	7.21	7.53
	デットエクイティレシオ	0.43	0.53	0.57	0.75	0.77
7 社合計	自己資本	6,910	6,683	7,606	8,181	8,612
	有利子負債	3,836	4,067	4,041	3,940	3,916
	自己資本比率	50.6	49.8	51.8	52.5	53.8
	有利子負債/EBITDA	4.25	4.29	3.99	2.90	2.73
	デットエクイティレシオ	0.56	0.61	0.53	0.48	0.45

(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：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：ポジティブ

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、改変等する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