

## 倉庫各社の24/3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24/3期決算および25/3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（24年5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）は低調に推移している。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。特に23年1～3月以降は、資源価格や物価の高騰による荷動き停滞が顕在化したことにより、2桁のマイナスと低迷している（2024年1～3月はマイナス17）。同年4～6月の見通しは上昇を見込むが、下振れる可能性も否めない。

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「物流コスト調査報告書」では、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る。実際、21年度の同比率は5.70%と過去20年間の中で最も高い水準であった。23年度は5.0%（前期比0.31ポイント低下）と、足元では荷主企業の売上高回復の影響が表れているとみられるものの、物流量に対する物流コスト単価は上昇基調にあり、今後もそのような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24年4月時点で5.38%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5%台～6%台前半での推移となっている。

### 2. 決算動向

倉庫7社合計の24/3期営業利益は628億円（前期比26.8%減）と減益となった。事業別にみると、物流事業の営業利益（連結調整前）は581億円（同27.2%減）、不動産事業の営業利益（同）は276億円（同2.4%増）であった。物流事業では、コロナ禍における海上運賃単価の高騰が収束したことなどにより減益となった。不動産事業については、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。個社別では、安田倉庫が新たにグループ入りした物流子会社の収益寄与により増益を確保した。他6社は、上記要因や新設倉庫の償却負担の増加などにより減益となった。

財務面について、24/3期末の自己資本比率（7社合計）は55.0%（前期末53.8%）、DERは0.41倍（同0.45倍）と改善傾向を示した。また、24/3期末の自己資本額（7社合計）は、利益蓄積などを背景に9,961億円（同8,612億円）と増加した。有利子負債（7社合計）は4,039億円（同3,916億円）と小幅な増加に留まった。三井倉庫HDや澁澤倉庫、中央倉庫では有利子負債の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物流ネットワークの拡充のほか、不動産収益物件の取得などの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25/3期の営業収益は9,435億円(前期比5.4%増)であり、7社ともに増収を計画している。医療・ヘルスケアや日用品など、注力分野における貨物を中心に各社の取扱量は底堅く推移すると予想される。一方、営業利益は592億円(同5.7%減)と減益計画である。三井倉庫HD以外の6社は増益計画であり、同社の不動産事業の減益が影響している。各社とも物流事業では、インフレに伴う人件費や作業委託費などのコスト上昇はあるものの、増収効果もありおおむね底堅く利益を確保していく計画である。不動産事業では、三井倉庫HDが減益計画であるが、その他各社は総じて保有物件の安定稼働が続き、業績を下支えする役割を果たしていく見込み。

個社別にみると、前述の通り、三井倉庫HDのみ営業減益(前期比27.7%減)の計画である。これは、不動産事業におけるMSH日本橋箱崎ビルのテナント入替に伴う空室の発生、マルチテナント化バリューアップ工事による減価償却費の増加などによるものである。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500億円(25/3期~27/3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增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見られる。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とともに、中期的に財務改善が進展するかどうか確認していく。

(担当) 大塚 浩芳・喜多村 早織

(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)	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	2,545	189	2,174	145	386	108
	25/3 期予	2,700	200	2,242	143	474	123
三井倉庫 HD (9302)	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	2,605	207	2,518	194	95	59
	25/3 期予	2,750	150	2,689	189	66	19
住友倉庫 (9303) (注 1)	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	1,846	131	1,738	133	113	53
	25/3 期予	1,920	135	1,809	140	117	53
澁澤倉庫 (9304)	22/3 期	717	45	660	33	58	30
	23/3 期	785	48	725	37	61	32
	24/3 期	734	42	676	32	60	29
	25/3 期予	780	47	721	39	61	31
東陽倉庫 (9306)	22/3 期	283	13	278	20	5	2
	23/3 期	281	12	275	17	6	2
	24/3 期	278	11	272	15	6	2
	25/3 期予	290	12				
中央倉庫 (9319) (注 2)	22/3 期	239	18	240	26	0	-0
	23/3 期	258	21	257	28	3	1
	24/3 期	265	19	263	26	3	1
	25/3 期予	275	20				
安田倉庫 (9324)	22/3 期	530	29	468	31	67	20
	23/3 期	597	25	537	29	65	20
	24/3 期	673	26	616	33	62	20
	25/3 期予	720	28	661	38	64	20
7 社合計	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	8,949	628	8,259	581	728	276
	25/3 期予	9,435	592				

(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)

		20/3 期	21/3 期	22/3 期	23/3 期	24/3 期
三菱倉庫 (9301)	自己資本	2,833	3,235	3,440	3,507	4,054
	有利子負債	960	1,073	1,028	1,052	1,100
	自己資本比率	60.5	60.4	61.2	61.1	59.7
	有利子負債/EBITDA	3.17	3.59	2.74	2.37	2.77
	デットエクイティレシオ	0.34	0.33	0.30	0.30	0.27
三井倉庫 HD (9302)	自己資本	497	626	794	932	1,099
	有利子負債	1,270	1,078	939	850	767
	自己資本比率	20.8	26.3	30.8	36.1	41.7
	有利子負債/EBITDA	5.80	3.84	2.62	2.34	2.44
	デットエクイティレシオ	2.56	1.72	1.18	0.91	0.70
住友倉庫 (9303)	自己資本	1,652	1,889	2,034	2,173	2,551
	有利子負債	928	875	860	824	911
	自己資本比率	51.9	54.1	54.4	56.3	58.4
	有利子負債/EBITDA	4.21	3.91	2.13	2.07	3.39
	デットエクイティレシオ	0.56	0.46	0.42	0.38	0.36
澁澤倉庫 (9304)	自己資本	435	479	533	570	617
	有利子負債	363	385	358	373	272
	自己資本比率	44.0	45.9	48.9	49.3	54.7
	有利子負債/EBITDA	4.98	5.34	4.45	4.45	3.52
	デットエクイティレシオ	0.84	0.80	0.67	0.66	0.44
東陽倉庫 (9306)	自己資本	198	211	221	232	251
	有利子負債	133	139	136	156	156
	自己資本比率	48.1	49.3	51.3	50.7	53.0
	有利子負債/EBITDA	4.85	5.45	4.83	5.63	5.74
	デットエクイティレシオ	0.67	0.66	0.61	0.67	0.62
中央倉庫 (9319)	自己資本	384	403	410	425	453
	有利子負債	51	54	53	65	60
	自己資本比率	79.6	79.3	76.9	75.8	78.1
	有利子負債/EBITDA	1.62	1.64	1.57	1.64	1.45
	デットエクイティレシオ	0.13	0.14	0.13	0.15	0.13
安田倉庫 (9324)	自己資本	682	759	745	769	934
	有利子負債	359	433	561	592	770
	自己資本比率	53.1	51.6	46.9	46.4	44.1
	有利子負債/EBITDA	4.83	5.57	7.21	7.53	8.63
	デットエクイティレシオ	0.53	0.57	0.75	0.77	0.82
7 社合計	自己資本	6,683	7,606	8,181	8,612	9,961
	有利子負債	4,067	4,041	3,940	3,916	4,039
	自己資本比率	49.8	51.8	52.5	53.8	55.0
	有利子負債/EBITDA	4.29	3.99	2.90	2.73	3.32
	デットエクイティレシオ	0.61	0.53	0.48	0.45	0.41

(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が定める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