

## 民鉄大手各社の24/3期決算の注目点

民鉄大手各社<sup>\*</sup>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。

※ 東武鉄道（証券コード：9001）、相鉄ホールディングス（同：9003）、東急（同：9005）、京浜急行電鉄（同：9006、京急）、小田急電鉄（同：9007）、京王電鉄（同：9008、京王）、京成電鉄（同：9009）、西武ホールディングス（同：9024、西武HD）（以上、東日本エリア）、西日本鉄道（同：9031）、近鉄グループホールディングス（同：9041、近鉄GHD）、阪急阪神ホールディングス（同：9042）、南海電気鉄道（同：9044、南海）、京阪ホールディングス（同：9045）、名古屋鉄道（同：9048、名鉄）（以上、西日本エリア）

### 1. 業界動向

コロナの5類移行（23年5月）により、人流の回復が鮮明になっている。また大半の会社で上限運賃の引き上げまたは鉄道駅バリアフリー料金制度の導入が進んだ。JCR格付先の民鉄大手14社合計の24/3期鉄道輸送収入は1兆2,214億円であり、前期比14.7%増、コロナ禍が本格化する以前の19/3期比では4.2%減となった。うち定期輸送収入は4,563億円（前期比10.0%増、19/3期比10.6%減）、定期外輸送収入は7,651億円（同17.6%増、同0.1%増）。定期輸送収入はテレワークの浸透等による影響が残っているが、定期外輸送収入はコロナ前と同水準までの回復が見られた。

地域別に見ると東日本エリアは定期輸送収入、西日本エリアは定期外輸送収入の回復が鈍いが、合算した鉄道輸送収入の動向に大きな違いはない。東日本エリアの定期輸送収入については、テレワーク率が高く定期外輸送への転移が比較的大きく起きていることが要因と考えられる。西日本エリアの定期外輸送収入については、コロナ前において近畿圏を中心にインバウンドに占める中国人の比率が高かったことから、その回復が鈍いといった理由が考えられる。

25/3期の鉄道輸送収入の計画（公表している13社合計）は1兆2,463億円（前期比3.8%増、19/3期比0.5%減）である。定期外を中心とする輸送人員の回復に加え、運賃改定効果（前期の下期に実施した京急、京王、南海の通年寄与および今期に実施した名鉄）などが織り込まれている。うち定期輸送収入は4,650億円（同3.7%増、同7.4%減）、定期外輸送収入は7,812億円（同3.8%増、同4.1%増）の計画である。

24年4月、総括原価の算定方法を定める収入原価算定要領が一部改正された。これによれば減価償却費、人件費、修繕費などの費用項目につき、総括原価の算定に含めることの出来る範囲が広がる。改正後の収入原価算定要領に基づいた算定を行い、条件を満たせば運賃改定の認可申請を行う会社が出てくる可能性もあり、各社の動向が注目される

運輸事業以外では、賃貸を中心とする不動産事業の業績は引き続き安定推移している。ホテル事業は、コロナ禍でインバウンドが消失する中、甚大な影響を受けた。しかし足元ではインバウンドの回復などに伴って、客室稼働率の回復および平均宿泊単価（ADR）の引き上げが進んでいる。またストアや百貨店の来客者数、レジャー施設の来客者数なども回復傾向にある。一方、国際物流事業では、コロナ禍において需給が逼迫し販売価格が大きく上昇したものの、足元ではその反動が生じている。

## 2. 決算動向

14 社合計の 24/3 期の営業収益は 8 兆 7 億円（前期比 6.3%増）、営業利益は 7,118 億円（同 56.9%増）と改善した。

運輸事業の 14 社合計の営業収益は 2 兆 295 億円（同 11.9%増）、営業利益は 2,413 億円（前期の 1.7 倍）。鉄道およびバスにおける輸送人員の回復や運賃改定効果などが寄与した。なお 19/3 期との比較で見た営業利益は 25.8%減である。鉄道輸送収入がコロナ前を下回っていること、動力費などのエネルギーコストが上昇していること、人件費が上昇していることなどが要因として考えられる。

非運輸事業（全体-運輸事業で計算）の 14 社合計の営業収益は 5 兆 9,711 億円（同 4.5%増）、営業利益は 4,704 億円（同 29.1%増）である。コロナ禍において西武 HD のホテル資産の流動化、近鉄 GHD の近鉄エクスプレス（KWE）買収などによって事業ポートフォリオの大きな変化があった会社もあることから、コロナ前との単純比較は出来ないものの、多くの会社で業績回復を牽引しているのはホテル事業であり、流通事業なども改善が見られる。

14 社合計の 24/3 期末自己資本は 6 兆 3,310 億円（前期末比 12.7%増）、自己資本比率は 30.8%（前期末 28.6%）。21/3 期末をボトムに利益蓄積による自己資本の増加が続いており、財務構成も改善している。また 14 社合計の 24/3 期フリーキャッシュフロー（営業活動によるキャッシュフロー+投資活動によるキャッシュフロー）は 4,289 億円と黒字を確保した。各社ともコロナ禍で抑制していた維持更新投資を従前の水準に戻しつつあるほか、成長投資も積極化しているが、キャッシュフロー創出力の回復効果が上回った会社が多い。これにより有利子負債（JCR 推定）は 9 兆 3,050 億円（前期末比 1.4%減）となり、有利子負債/EBITDA 倍率は 7.0 倍（前期末は 8.9 倍）まで改善した。

## 3. 業績予想における格付上の注目点

14 社合計の 25/3 期営業収益は 8 兆 5,409 億円（前期比 6.8%増）、営業利益は 6,979 億円（同 2.0%減）と計画されている。うち運輸事業の営業収益は 2 兆 1,006 億円（同 3.5%増）、営業利益は 2,434 億円（同 0.8%増）、非運輸事業（全体-運輸事業で計算）の営業収益は 6 兆 4,403 億円（同 7.9%増）、営業利益は 4,545 億円（同 3.4%減）である。運輸事業および非運輸事業ともに事業環境の大きな変化を想定する会社はない。非運輸事業の減益要因としては、不動産事業での分譲戸数の減少などを計画する会社が比較的多い。

当面の格付上の注目点は、以下の通りである。

### ① 収益力の強化に向けた取り組み

足元において鉄道輸送収入は安定化に向かっている。定期輸送人員などの構造的な需要減少は今後も残る見込みであるが、運賃施策やコストコントロールによって一定程度カバー出来る可能性が高い。ただ中長期的には沿線の人口減少が進む見込みであり、持続的な収益力の強化に向けては非運輸事業の強化がより重要となってくる。コロナ禍を経て、人流の影響を受けやすい事業への依存度を減らす方針を打ち出している会社が多く、従来から計画されている沿線の再開発に加え、今後は不動産事業における短期回転型事業や海外事業の強化および買収による新規事業への進出などを図る可能性もある。こうした取り組みによって収益力の強化を図ることが出来るかに注目している。一方、海外事業や新規事業などは既存の事業と比較して投資リスクなども大きいことから、そうしたリスクの抑制に向けた取り組みも合わせて確認していく。

### ② 大規模再開発プロジェクトの進捗と財務コントロール

各社が進める大規模ターミナル駅周辺の再開発プロジェクトは投資規模も大きく工事期間も長期にわたる。大規模開発に関わる格付上の注目点は、投資がピークとなるタイミングおよびその財務負担である。投資のピークが比較的近い会社については、財務基盤を立て直す時間が短くなることから、キャッシュフロー創出力の回復状況や財務運営方針の確認がより重要である。キャッシュフロー創出力がコロナ前の安定した状態に戻りつつあることを前提とすれば、長期にわたるプロジェクトの年単位の資金負担は一定程度分散される見込み

であり、竣工に伴って財務指標は改善に転じる可能性が高い。しかし、足元において建築コストなどが上昇している点を考慮すれば、現状の想定よりも各社の財務負担が重くなる可能性も否定できない。また連続する複数のプロジェクトが計画されている場合には資金負担の重い時期が続く可能性が高いことから、その本格化までに財務健全性を高めておく重要性はより高くなる。

(担当) 加藤 直樹・外窪 祐作

(図表) 民鉄大手 14 社の連結業績の推移

(単位: 億円、%、倍)

		14 社合計		東日本エリア計		西日本エリア計	
			前期比		前期比		前期比
営業収益	19/3 期	77,777	3.1	41,764	3.7	36,013	2.5
	20/3 期	77,075	▲0.9	41,931	0.4	35,143	▲2.4
	21/3 期	56,726	▲26.4	31,345	▲25.2	25,381	▲27.8
	22/3 期	59,524	4.9	31,366	0.1	28,157	10.9
	23/3 期	75,286	26.5	34,718	10.7	40,567	44.1
	24/3 期	80,007	6.3	38,170	9.9	41,836	3.1
営業利益	19/3 期	7,319	5.0	4,181	6.0	3,138	3.7
	20/3 期	6,242	▲14.7	3,495	▲16.4	2,746	▲12.5
	21/3 期	▲2,631	-	▲1,815	-	▲816	-
	22/3 期	1,343	-	522	-	820	-
	23/3 期	4,538	237.9	2,069	296.0	2,468	200.9
	24/3 期	7,118	56.9	3,933	90.1	3,184	29.0
経常利益	19/3 期	7,219	5.8	4,173	7.4	3,045	3.7
	20/3 期	6,047	▲16.3	3,435	▲17.8	2,611	▲14.3
	21/3 期	▲2,668	-	▲2,015	-	▲652	-
	22/3 期	1,828	-	601	-	1,226	-
	23/3 期	4,776	161.3	2,209	267.0	2,567	109.4
	24/3 期	7,340	53.7	4,154	88.0	3,185	24.1
当期利益	19/3 期	4,414	-0.8	2,686	▲1.0	1,727	▲0.5
	20/3 期	3,326	▲24.6	1,807	▲32.7	1,519	▲12.0
	21/3 期	▲4,355	-	▲2,913	-	▲1,441	-
	22/3 期	1,575	-	605	-	970	-
	23/3 期	4,206	167.1	2,155	256.2	2,051	111.5
	24/3 期	6,509	54.7	4,371	102.9	2,138	4.2

		14 社合計		東日本エリア計		西日本エリア計	
			前期比		前期比		前期比
EBITDA	19/3 期	13,090	4.0	7,699	4.8	5,391	2.9
	20/3 期	12,343	▲5.8	7,254	▲5.9	5,088	▲5.7
	21/3 期	3,547	▲71.3	2,043	▲71.8	1,504	▲70.4
	22/3 期	7,299	105.8	4,200	105.6	3,098	106.0
	23/3 期	10,546	44.5	5,666	34.9	4,879	57.4
	24/3 期	13,373	26.5	7,595	34.0	5,777	17.8
自己資本	19/3 期	54,821	5.9	31,800	6.3	23,021	5.4
	20/3 期	55,352	1.0	31,797	0.0	23,554	2.3
	21/3 期	51,208	▲7.5	29,060	▲8.6	22,147	▲6.0
	22/3 期	52,240	2.0	29,198	0.5	23,041	4.0
	23/3 期	56,157	7.5	31,384	7.5	24,772	7.5
	24/3 期	63,310	12.7	35,754	13.9	27,555	11.2
有利子負債	19/3 期	83,852	1.5	49,430	2.0	34,422	0.7
	20/3 期	86,226	2.8	51,219	3.6	35,006	1.7
	21/3 期	94,275	9.3	54,482	6.4	39,793	13.7
	22/3 期	92,308	▲2.1	53,653	▲1.5	38,654	▲2.9
	23/3 期	94,332	2.2	53,029	▲1.2	41,303	6.9
	24/3 期	93,050	▲1.4	51,931	▲2.1	41,118	▲0.4

		14 社合計	東日本エリア計	西日本エリア計
自己資本比率	19/3 期	30.2	30.7	29.5
	20/3 期	30.1	30.2	29.9
	21/3 期	27.3	27.6	27.0
	22/3 期	27.9	27.8	28.1
	23/3 期	28.6	29.3	27.8
	24/3 期	30.8	31.8	29.6
DER	19/3 期	1.5	1.6	1.5
	20/3 期	1.7	1.6	1.5
	21/3 期	1.8	1.9	1.8
	22/3 期	1.8	1.8	1.7
	23/3 期	1.7	1.7	1.7
	24/3 期	1.5	1.5	1.5
有利子負債 /EBITDA 倍率	19/3 期	6.4	6.4	6.4
	20/3 期	7.0	7.1	6.9
	21/3 期	26.6	26.7	26.5
	22/3 期	12.6	12.8	12.5
	23/3 期	8.9	9.4	8.4
	24/3 期	7.0	6.8	7.1

(注) 21/3 期営業収益から 22/3 期営業収益への変化率には、収益認識基準に関する会計基準の影響が含まれている

(注) 有利子負債、DER、有利子負債/EBITDA 倍率の 24/3 期数値は JCR 推定

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

#### 【参考】

##### 発行体：東武鉄道株式会社

長期発行体格付：A 見通し：安定的

##### 発行体：相鉄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：東急株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：ポジティブ

##### 発行体：京浜急行電鉄株式会社

長期発行体格付：A+ 見通し：安定的

##### 発行体：小田急電鉄株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

##### 発行体：京王電鉄株式会社

長期発行体格付：AA 見通し：安定的

##### 発行体：京成電鉄株式会社

長期発行体格付：A+ 見通し：ポジティブ

##### 発行体：株式会社西武ホールディングス

長期発行体格付：A- 見通し：ポジティブ

##### 発行体：西日本鉄道株式会社

長期発行体格付：A+ 見通し：安定的

##### 発行体：近鉄グループホールディングス株式会社

長期発行体格付：BBB+ 見通し：ポジティブ

##### 発行体：阪急阪神ホールディングス株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：ポジティブ

##### 発行体：南海電気鉄道株式会社

長期発行体格付：A- 見通し：ポジティブ

##### 発行体：京阪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：名古屋鉄道株式会社

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