2025 年 7 月 15 日

民鉄大手各社の 25/3 期決算の注目点

民鉄大手各社※の 25/3 期決算および 26/3 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）、小田急電鉄（同：9007）、京王電鉄（同：9008）、京成電鉄（同：9009）、西武ホールディングス（同：9024）（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）、阪急阪神ホールディングス（同：9042）、南海電気鉄道（同：9044）、京阪ホールディングス（同：9045）、名古屋鉄道（同：9048）（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）の後、人流の増加が続いている。また 14 社全てにおいて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。これらにより JCR 格付先の民鉄大手 14 社合計の 25/3 期鉄道輸送収入は 1 兆 2,904 億円であり、前期比 5.7%増、コロナ禍が本格化する以前の 19/3 期比では 1.3%増となった。うち定期輸送収入は 4,779 億円（前期比 4.7%増、19/3 期比 6.3%減）、定期外輸送収入は 8,125 億円（同 6.2%増、同 6.3%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を超える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相対的に鈍いが、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く、その回復が鈍かったといった理由が考えられる。

26/3 期の鉄道輸送収入の計画（公表している 13 社合計）は 1 兆 3,076 億円（前期比 3.0%増、19/3 期比 4.4%増）。うち定期輸送収入は 4,804 億円（同 2.3%増、同 4.3%減）、定期外輸送収入は 8,271 億円（同 3.5%増、同 10.2%増）の計画である。定期外を中心とする輸送人員の回復に加え、京成電鉄による新京成電鉄の吸収合併および南海電気鉄道による泉北高速鉄道の吸収合併の効果も織り込まれている。

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。これにより減価償却費、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、認可申請に向けた取り組みを進めている会社もある模様である。

運輸業以外では、賃貸を中心とする不動産業の業績は引き続き安定推移している。ホテル業は、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、RevPAR（客室稼働率×平均宿泊単価（ADR））はコロナ前を上回っているケースが多い。またストア、百貨店、レジャー施設などの来客者数なども回復傾向にある。

2. 決算動向

14 社合計の 25/3 期の営業収益は 8 兆 9,257 億円（前期比 11.6%増）、営業利益は 1 兆 266 億円（同 44.2%増）となった。

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.

運輸業の 14 社合計の営業収益は 2 兆 1,346 億円（同 5.2%増）、営業利益は 2,784 億円（同 15.4%増）。鉄道およびバスにおける輸送人員の回復や運賃改定などが寄与した。なおコロナ禍前の 19/3 期における 14 社合計の営業利益は 3,253 億円である。人件費をはじめとするコストが上昇していること等により、コロナ前の利益水準までは回復していない。

非運輸業（全体-運輸業で計算）の 14 社合計の営業収益は 6 兆 7,910 億円（同 13.7%増）、営業利益は 7,481 億円（同 59.0%増）である。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るほか、西武 HD による東京ガーデンテラス紀尾井町の流動化による影響も大きい。

14 社合計の 25/3 期末自己資本は 6 兆 8,087 億円（前期末比 7.5%増）、自己資本比率は 31.7%（前期末 30.8%）。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いる。積極的な成長投資を実行したことなどにより、14 社合計の 25/3 期末の有利子負債は 9 兆 5,569 億円（前期比 2.7%増）となったが、キャッシュフロー創出力の向上などにより 25/3 期の有利子負債/EBITDA 倍率は 5.7 倍（前期は 7.0 倍）と改善した。

3. 業績予想における格付上の注目点

14 社合計の 26/3 期営業収益は 8 兆 9,453 億円（前期比 0.2%増）、営業利益は 7,578 億円（同 26.2%減）と計画されている。うち運輸業の営業収益は 2 兆 1,817 億円（同 2.2%増）、営業利益は 2,534 億円（同 9.0%減）、非運輸業（全体-運輸業で計算）の営業収益は 6 兆 7,636 億円、営業利益は 5,044 億円（同 32.6%減）である。運輸業では輸送人員の回復が鈍化しつつあるなか、人件費、修繕費、減価償却費などの増加を見込む会社が多い。非運輸業の減益要因の大部分は、西武 HD による東京ガーデンテラス紀尾井町の流動化の反動減である。そのほか、不動産分譲戸数の減少や流通業におけるコスト増加などを見込む会社もある。

当面の格付上の注目点は、以下の通りである。

① 鉄道輸送人員の動向および拡大に向けた取り組み

今後、定期輸送人員が大きく回復することは想定しづらく、定期外輸送の回復速度も次第に鈍化することが予想される。こうした中、鉄道輸送人員を維持・拡大していくには、交流人口および定住人口の増加に向けた取り組みがより重要となる。交流人口の拡大には、①沿線開発による集客力向上②沿線観光資源への誘客強化③空港関連輸送の輸送力強化―などが挙げられる。沿線開発では主要ターミナル駅での大規模開発に加えて、沿線拠点駅での開発を進めることで様々な方向への移動を促す施策が重要となる。沿線観光資源への誘客強化については、各社単独の取り組みだけでなく地元自治体との協業による積極的な PR なども重要と考えられる。沿線の定住人口の増加には、沿線再開発などによる沿線価値向上が重要なポイントである。沿線環境は各社によって大きく異なっていることから、沿線エリアの特性に合わせたきめ細かい取り組みが重要である。中長期的に見て少子高齢化による影響は不可避と見られることから、今後、沿線価値を高めることで住民の世代交代をいかに円滑に進めていけるかが重要と考えられる。

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。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。

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.

③ 事業ポートフォリオの変化

中長期的に見て、沿線の少子高齢化に伴う鉄道事業の縮小は避けられないものの、大都市圏に沿線を持つ各社の鉄道事業の縮小速度は比較的緩やかと想定される。また、各社は不動産事業や沿線外での展開を強化する方針であるが、保有資産による賃貸収入が業績を下支えする見込みである。海外事業に対しては、地政学リスクなどに注意を払う必要があるものの、現時点において適切なリスクコントロールがなされていると考えており、急速に投資リスクが高まる懸念は小さいと判断している。しかし、方向性として鉄道事業の縮小を補う形で他の事業の割合が高まると見られる上、沿線環境や各社の事業戦略によってその速度は異なることから、各社の事業ポートフォリオやリスクコントロールの考え方を確認していく必要がある。

（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	
			前期比
営業収益	19/3 期	77,777	3.1
	20/3 期	77,075	-0.9
	21/3 期	56,726	-26.4
	22/3 期	59,524	4.9
	23/3 期	75,286	26.5
	24/3 期	80,007	6.3
	25/3 期	89,257	11.6
営業利益	19/3 期	7,319	5.0
	20/3 期	6,242	-14.7
	21/3 期	-2,631	-
	22/3 期	1,343	-
	23/3 期	4,538	237.9
	24/3 期	7,118	56.9
	25/3 期	10,266	44.2
経常利益	19/3 期	7,219	5.8
	20/3 期	6,047	-16.3
	21/3 期	-2,668	-
	22/3 期	1,828	-
	23/3 期	4,776	161.3
	24/3 期	7,340	53.7
	25/3 期	10,490	42.9
当期利益	19/3 期	4,414	-0.8
	20/3 期	3,326	-24.6
	21/3 期	-4,355	-
	22/3 期	1,575	-
	23/3 期	4,206	167.1
	24/3 期	6,509	54.7
	25/3 期	8,240	26.6

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.

		14社合計	
			前期比
EBITDA	19/3期	13,090	4.0
	20/3期	12,343	-5.8
	21/3期	3,547	-71.3
	22/3期	7,299	105.8
	23/3期	10,546	44.5
	24/3期	13,373	26.5
	25/3期	16,759	25.3
自己資本	19/3期	54,821	5.9
	20/3期	55,352	1.0
	21/3期	51,208	-7.5
	22/3期	52,240	2.0
	23/3期	56,157	7.5
	24/3期	63,310	12.7
	25/3期	68,087	7.5
有利子負債	19/3期	83,852	1.5
	20/3期	86,226	2.8
	21/3期	94,275	9.3
	22/3期	92,308	-2.1
	23/3期	94,332	2.2
	24/3期	93,053	-1.4
	25/3期	95,569	2.7
自己資本比率	19/3期	30.2	
	20/3期	30.1	
	21/3期	27.3	
	22/3期	27.9	
	23/3期	28.6	
	24/3期	30.8	
	25/3期	31.7	
DER	19/3期	1.5	
	20/3期	1.7	
	21/3期	1.8	
	22/3期	1.8	
	23/3期	1.7	
	24/3期	1.5	
	25/3期	1.4	
有利子負債/EBITDA倍率	19/3期	6.4	
	20/3期	7.0	
	21/3期	26.6	
	22/3期	12.6	
	23/3期	8.9	
	24/3期	7.0	
	25/3期	5.7	

（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
（出所）各社決算資料よりJCR作成

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.

【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：安定的

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：安定的

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：安定的

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：A-　　見通し：安定的

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：安定的

発行体：南海電気鉄道株式会社
長期発行体格付：A　　見通し：安定的

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：安定的

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

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.