

## 民鉄大手各社の23/3期決算の注目点

民鉄大手各社<sup>\*</sup>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。

※ 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

JCR 格付先の民鉄大手 14 社合計の 23/3 期鉄道輸送収入は 1 兆 652 億円であり、22/3 期比 14.6% 増、コロナ禍が本格化する以前の 19/3 期比では 16.4% 減となった。うち定期輸送収入は 4,146 億円（22/3 期比 4.1% 増、19/3 期比 18.7% 減）、定期外輸送収入は 6,506 億円（同 22.6% 増、同 14.9% 減）である。四半期単位で見た 19/3 期同期の減少率は、第 1 四半期から第 4 四半期にかけて 18.1%、19.3%、14.7%、13.5% であり、訪日外国人の水際対策が緩和された下半期に回復基調が強まった。

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無い。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、近畿圏を中心としてインバウンドに占める中国人の比率が高いと見られ、その回復が鈍いといった理由が考えられる。

24/3 期鉄道輸送収入の計画（公表している 13 社合計）は 1 兆 1,733 億円（23/3 期比 12.1% 増、19/3 期比 6.4% 減）である。鉄道輸送人員の回復に加え、多くの会社で実施済みもしくは計画されている鉄道運賃改定および鉄道駅バリアフリー料金制度による増収効果が織り込まれている。うち定期輸送収入は 4,417 億円（同 8.5% 増、同 12.0% 減）、定期外輸送収入は 7,316 億円（同 14.4% 増、同 2.6% 減）の計画。定期輸送収入についてはリモートワーク等の影響が構造的に残る一方、定期外輸送収入はほぼコロナ前の水準までの回復が計画されている。

一方、足元では動力費の上昇が各社の利益の圧迫要因となっている。現状において動力費の上昇を理由とする更なる価格改定は想定しづらく、各社ともコスト削減による対策を図ることとしている。これまでコロナ禍においてダイヤ改正、人員配置の適正化、車両の更新時期や修繕サイクルの見直しといった固定費の構造的な削減を進めてきた。需要の回復によって反動が生じる費用項目もあると見られる中、引き続き構造改革の実効性を高めていくことが重要となる。

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して推移している。ホテルの稼働率、百貨店やストアの来客者数、レジャー施設の来客者数なども回復傾向にある。とりわけコロナ禍においてインバウンドが消失する中、ホテル事業は甚大な影響を受けたが、多くの会社では 23/3 期第 2~3 四半期に黒字転換した。今後は全国旅行支援による需要押し上げ効果の反動には留意する必要があるものの、インバウンドの寄与度の高まりによる収支改善が想定される。

## 2. 決算動向

14 社合計の 23/3 期の営業収益は 7 兆 5,286 億円 (22/3 期比 26.5%増)、営業利益は 4,538 億円 (22/3 期比 237.9%増) と改善した。

運輸事業の 14 社合計の営業収益は 1 兆 8,205 億円 (22/3 期比 14.3%増)、営業利益は 899 億円 (前期は 447 億円の営業損失) となった。営業損益は 3 期ぶりの黒字転換となったが、19/3 期比では 72.3%減である。鉄道輸送収入の回復に対して営業利益の回復が鈍いが、前述の通り動力費をはじめとするコストアップの影響が大きい。

関連事業の 14 社合計の営業収益は 5 兆 7,081 億円 (22/3 期比 30.9%増)、営業利益は 3,638 億円 (同 103.2%増) である。これには近鉄グループホールディングスによる近鉄エクスプレス (KWE) TOB の影響も含まれているが、同影響を除いた営業収益は 4 兆 9,972 億円 (同 14.6%増)、営業利益は 3,405 億円 (同 90.2%増) であり、ホテル稼働率の回復などによる収支改善が見られる。

14 社合計の 23/3 期末自己資本は 5 兆 6,157 億円 (22/3 期末比 7.5%増)、自己資本比率は 28.6% (22/3 期末は 27.9%) となった。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き、財務構成も改善している。また 14 社合計の 23/3 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 3,948 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。

## 3. 業績予想における格付上の注目点

14 社合計の 24/3 期営業収益は 8 兆 1,518 億円 (前期比 8.3%増)、営業利益は 5,388 億円 (同 18.7%増) と、21/3 期をボトムに 3 期連続での改善が計画されている。主なプラス要因は鉄道やホテルなどの需要回復、鉄道運賃改定や鉄道駅バリアフリー料金制度による増収効果などであり、主なマイナス要因はエネルギーコストの上昇である。

当面の格付上の注目点は、以下の通りである。

### ① 営業利益の回復度合いおよび制度面の動向

現状のエネルギーコストの水準であれば、需要回復、運賃改定および鉄道駅バリアフリー料金制度、コスト削減などの効果発現によって吸収出来る見込みであり、中期的に見ても営業利益の段階的な回復が想定される。ただし、引き続き定期輸送はコロナ前の水準まで戻らないとの見方が大勢を占める上、エネルギーコストの動向は不透明である。今後の需要回復の度合いや各社の施策の実効性を見極め、営業利益の回復基調を強めることが出来るかに注目している。

またこうした個社ごとの取り組みに加え、制度面の動向にも引き続き注意を払う必要がある。昨年 7 月に公表された「今後の鉄道運賃・料金制度のあり方等について 中間とりまとめ」(国土交通省) では制度の見直しに関する様々な視点が提示された。これらが今後の制度改正にどのように反映されていくかは未定だが、施策の実現可能性や効果発現のスピードおよび各社の収支への影響が中期的な注目点である。

### ② 財務体質の強化

足元の自己資本の厚みはコロナ前を超えた。コロナ禍で有利子負債が増加したこと、収益力やキャッシュフロー創出力は回復途上にあることから、自己資本比率、DER、有利子負債/EBITDA などの財務指標はコロナ前の水準まで戻り切っていないものの、これらも 21/3 期をボトムに改善基調にある。

ただ、コロナ禍による影響が一巡しつつある中、各社は今後の成長戦略を打ち出しており、とりわけ大規模な再開発プロジェクトが進行/開始する会社については営業キャッシュフローを大きく上回る投資負担が継続する可能性もある。したがって、キャッシュフロー創出力を回復させることで財務基盤への影響を小さくすることが重要であり、需要の回復状況とともに各社の施策の進捗状況に注目していく。また大規模プロジェクトの進行中は、投資内容やスケジュールの精査などによって、財務負担の軽減を図ることが重要である。

(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		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
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
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
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
<hr/>							
		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
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
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	93,443	1.2	52,676	-1.8	40,767	5.5
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	
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		1.6	
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		9.3		8.4	

(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 23/3 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：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：BBB+ 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