

## 民鉄大手各社の26/3期決算の注目点

民鉄大手各社<sup>※</sup>の26/3期決算および27/3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（東武、証券コード：9001）、相鉄ホールディングス（相鉄HD、同：9003）、東急（同：9005）、京浜急行電鉄（京急、同：9006）、小田急電鉄（小田急、同：9007）、京王電鉄（京王、同：9008）、京成電鉄（京成、同：9009）、西武ホールディングス（西武HD、同：9024）（以上、東日本エリア）、西日本鉄道（西鉄、同：9031）、近鉄グループホールディングス（近鉄GHD、同：9041）、阪急阪神ホールディングス（阪急阪神HD、同：9042）、NANKAI（同：9044）、京阪ホールディングス（京阪HD、同：9045）、名古屋鉄道（名鉄、同：9048）（以上、西日本エリア）。

### 1. 業界動向

民鉄大手14社合計の26/3期の鉄道輸送人員は前期比4.0%増となった。内訳は定期輸送人員が同3.6%増、定期外輸送人員が同4.4%増である。増加要因としては、インバウンドの増加や関西地区における万博開催の効果などに加えて、グループ鉄道会社の本体との合併の影響があげられる（※対象は京成による新京成の合併および南海電鉄（NANKAI子会社）による泉北高速鉄道の合併。鉄道輸送人員は鉄道会社単体ベースでカウントされるため、合併した段階で集計対象となる）。鉄道輸送収入もおおむね同様の推移となり、14社合計では同4.2%増、うち定期収入が同2.7%増、定期外収入が同5.0%増であった。エリア別では、インバウンドの増加に加え万博効果などにより、西日本エリアの定期外収入の伸びが大きくなっている。

コロナ以前のピーク（19/3期）と26/3期との比較では、輸送人員ベースでは4.1%下回っているが、バリアフリー料金制度の導入や運賃改定の効果などにより、輸送収入ベースでは6.0%増加した。輸送収入ベースでは25/3期に続いてコロナ以前のピークを更新している。内訳は定期が19/3期比で3.8%下回っている一方、定期外収入は同12.2%増加し、着実な収入増がみられる。定期収入については、在宅勤務などの働き方の多様化が一定程度定着している影響と考えられる。

大手民鉄各社は22年から23年頃にバリアフリー料金制度の適用または上限運賃の引き上げの申請を行った。これにより、コロナで利用者が大きく減少したことに伴う収益悪化は緩和されたが、足元では人件費などのコスト上昇により固定費が増加していることもあり、運輸事業の収益性の改善が遅れている。このため、ここ1年から2年ほどの間で上限運賃の引き上げ申請を行った会社もみられる。格付先では、京阪HD（25年10月から運賃改定）、西武HD（26年3月から運賃改定）、西鉄（26年4月から運賃改定）である。いずれもバリアフリー料金制度を適用していたが、各社ともこれを廃止したうえで運賃改定を実施している。このほかにも、運賃改定の検討を進めている会社が散見される。24年4月に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とで、運賃改定に向けたハードルが下がった。自社で効率化施策を進めつつ、サービスを維持・拡充するために利用者に負担の増加を求めようとする動きは今後も行われる可能性が高いと考えられ、各社の取り組みに注目している。

### 2. 決算動向

26/3期の営業収益および営業利益は、14社合計で前期比1.1%減収、同21.7%減益となった。東日本エリア8社合計では同5.8%減収、同37.1%減益、西日本エリア6社合計では同3.5%増収、同9.3%増益であった。14社合計および東日本エリア8社合計での営業減益は、25/3期の西武HDによる東京ガーデンテラス紀尾井町の流動化の反動の影響が大きく、西武HDを除く13社合計では同3.7%増収、同3.4%増益である。西日本エリアでは万博効果の収益寄与が確認できる。セグメント別では、14社合計で運輸事業が同1.8%減益、非運輸事業合計（セグメント合計から運輸事業セグメントを控除したもの）が同30.1%減となった。運輸業では鉄

道収入が増加した一方、人件費などのコスト増により営業減益となっている。非運輸事業セグメント合計の変動は西武HDによる影響が大きく、西武HDを除く13社合計では同0.3%減益である。

キャッシュフローをみると、14社合計の営業活動によるキャッシュフロー8,038億円に対して、投資活動によるキャッシュフローは同1兆2,821億円となり、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マイナス投資活動によるキャッシュフロー)は4,782億円のマイナスとなった。フリーキャッシュフローがマイナスになったのは21/3期以来である。投資活動によるキャッシュフローはコロナ前を含めても直近最大となり、財務活動によるキャッシュフローは2,336億円の調達超となった。利益計上に伴う資本の増加などにより、14社合計の26/3期末の自己資本比率は32.3%(前期末31.7%)と改善している。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

会社公表値に基づく27/3期の営業利益見通しは、14社合計で前期比1.7%増益である。東日本エリアの8社合計では同5.0%増益、関西圏で万博の反動などの影響を受ける西日本エリアの6社合計では同2.2%減益の見通しである。積極的な設備投資に伴う減価償却の負担増や引き続きコスト上昇が計画に織り込まれていることもあり、営業利益率は前期9.1%から8.7%に低下する見通しである。今後の注目点は以下のとおりである。

#### (1) 運輸事業における収益拡大策

運輸事業の収益拡大には、①利用者の増加②優など列車の導入や増便などによる単価の引き上げ③運行効率の向上などによる費用削減④運賃改定一がカギとなる。①、②については沿線観光資源の深耕を含む利用者の囲い込みやサービス向上策とその効果が注目点である。③については、保守や運転にかかる費用など人件費の上昇の影響を受ける支出項目が多いため、施設の保守を実施する時間の調整やDX化など人的資源の効率的な活用に向けた取り組みが重要と考えられる。④については、引き続き各社の今後の対応や収支に及ぼす影響に注目していく。

#### (2) 大規模再開発の進捗

民鉄各社が計画する大規模再開発について、工事費の高騰に伴う着工延期や計画見直しが散見される。①計画延期などに伴う着工までの既存施設の活用方針および着工までのキャッシュフローの考え方②修正後計画の事業規模や想定リターン③財務健全性への影響一などについて引き続き確認を行っていく。

#### (3) 不動産回転型ビジネスの動向と影響

近年、各社が公表する経営計画において、不動産回転型ビジネスへの参入や拡大を打ち出すケースが多く見受けられる。この場合、対象となる有形固定資産を棚卸資産勘定に移すことに伴って棚卸資産が増加するケースがみられる。加えて足元ではマンション分譲事業の強化による仕込みの増加などもあり、14社合計の棚卸資産残高は1兆9,260億円と19/3期比で2.4倍に増加している。棚卸資産の増加は営業キャッシュフローを圧迫し、財務負担を高める方向に影響する。自己資本に占める割合は19/3期末14.8%から26/3期末26.2%に上昇した。エリア別では東日本エリアの8社合計で18.3%なのに対して西日本エリアの6社合計では36.6%であり、エリアや個々の会社の事業戦略によって差が生じている。外部環境の影響を受けやすいビジネスであることから、財務健全性への影響を確認するため、棚卸資産残高の推移およびリスクコントロールの状況に注目していく。

(担当) 加藤 直樹・下田 泰弘

(図表) 民鉄各社の損益、財務推移

(単位、億円)

		売上高	営業利益	経常利益	最終利益	自己資本	総資産	営業利益率	営業増減率	自己資本比率
東武	23/3期	6,147	566	548	291	4,747	17,381	9.2%	129.1%	27.3%
	24/3期	6,359	738	720	481	5,356	17,040	11.6%	30.4%	31.4%
	25/3期	6,314	746	727	513	5,545	17,532	11.8%	1.1%	31.6%
	26/3期	6,554	718	688	556	6,156	18,635	11.0%	-3.8%	33.0%
	27/3期予	6,730	720	635	560			10.7%	0.3%	
相鉄HD	23/3期	2,496	143	127	69	1,456	6,469	5.7%	266.7%	22.5%
	24/3期	2,700	289	269	160	1,646	7,153	10.7%	102.1%	23.0%
	25/3期	2,921	378	348	224	1,819	7,572	12.9%	30.8%	24.0%
	26/3期	3,075	388	356	248	2,032	8,134	12.6%	2.6%	25.0%
	27/3期予	3,213	370	327	221			11.5%	-4.6%	
東急	23/3期	9,312	446	473	259	7,406	26,140	4.8%	41.6%	28.3%
	24/3期	10,378	949	992	637	7,892	26,520	9.1%	112.8%	29.8%
	25/3期	10,549	1,034	1,077	796	8,279	26,989	9.8%	9.0%	30.7%
	26/3期	10,861	1,031	1,161	870	9,111	29,202	9.5%	-0.3%	31.2%
	27/3期予	11,400	1,100	1,114	900			9.6%	6.7%	
京急	23/3期	2,530	108	122	158	2,710	9,354	4.3%	208.6%	29.0%
	24/3期	2,806	280	284	837	3,551	10,869	10.0%	159.3%	32.7%
	25/3期	2,938	356	349	243	3,715	10,397	12.1%	27.1%	35.7%
	26/3期	3,041	335	288	274	3,882	11,287	11.0%	-5.9%	34.4%
	27/3期予	4,015	450	440	300			11.2%	34.3%	
小田急	23/3期	3,951	266	251	407	3,873	12,799	6.7%	336.1%	30.3%
	24/3期	4,098	507	506	815	4,592	13,015	12.4%	90.6%	35.3%
	25/3期	4,227	514	504	519	4,782	12,999	12.2%	1.4%	36.8%
	26/3期	4,187	526	540	373	5,075	13,935	12.6%	2.3%	36.4%
	27/3期予	4,613	540	479	383			11.7%	2.7%	
京王	23/3期	3,471	214	217	131	3,515	9,552	6.2%	2957.1%	36.8%
	24/3期	4,086	438	434	292	3,931	10,793	10.7%	104.7%	36.4%
	25/3期	4,529	541	532	428	4,146	11,225	11.9%	23.5%	36.9%
	26/3期	4,969	523	511	429	4,438	11,998	10.5%	-3.3%	37.0%
	27/3期予	5,040	510	478	430			10.1%	-2.5%	
京成	23/3期	2,523	102	267	269	3,949	9,655	4.0%	-296.2%	40.9%
	24/3期	2,965	252	515	876	4,516	10,642	8.5%	147.1%	42.4%
	25/3期	3,193	360	617	699	5,089	10,941	11.3%	42.9%	46.5%
	26/3期	3,324	339	586	480	5,578	11,818	10.2%	-5.8%	47.2%
	27/3期予	3,598	310	505	393			8.6%	-8.6%	
西武HD	23/3期	4,284	221	201	567	3,724	15,878	5.2%	-267.4%	23.5%
	24/3期	4,775	477	430	269	4,267	16,350	10.0%	115.8%	26.1%
	25/3期	9,011	2,927	2,876	2,581	5,615	18,341	32.5%	513.6%	30.6%
	26/3期	5,132	455	458	388	5,687	17,306	8.9%	-84.5%	32.9%
	27/3期予	5,590	530	470	270			9.5%	16.5%	
西鉄	23/3期	4,946	261	279	183	1,947	6,857	5.3%	151.0%	28.4%
	24/3期	4,116	258	245	247	2,290	7,270	6.3%	-1.1%	31.5%
	25/3期	4,434	266	287	208	2,490	7,821	6.0%	3.1%	31.8%
	26/3期	4,741	302	372	321	2,838	8,208	6.4%	13.5%	34.6%
	27/3期予	5,100	245	245	225			4.8%	-18.9%	

		売上高	営業利益	経常利益	最終利益	自己資本	総資産	営業利益率	営業増減率	自己資本比率
近鉄GHD	23/3期	15,610	671	746	887	4,418	24,247	4.3%	1665.8%	18.2%
	24/3期	16,295	874	846	480	5,192	24,543	5.4%	30.3%	21.2%
	25/3期	17,417	843	815	467	5,441	25,072	4.8%	-3.5%	21.7%
	26/3期	17,503	894	845	537	6,117	25,935	5.1%	6.0%	23.6%
	27/3期予	18,400	900	820	470			4.9%	0.7%	
阪急阪神HD	23/3期	9,683	893	884	469	9,068	28,654	9.2%	127.8%	31.6%
	24/3期	9,976	1,056	1,094	678	9,782	30,529	10.6%	18.3%	32.0%
	25/3期	11,068	1,108	1,112	673	10,358	32,834	10.0%	4.9%	31.5%
	26/3期	12,035	1,271	1,245	785	11,039	35,435	10.6%	14.7%	31.2%
	27/3期予	12,650	1,217	1,140	790			9.6%	-4.2%	
NANKAI	23/3期	2,212	210	189	146	2,611	9,351	9.5%	73.6%	27.9%
	24/3期	2,415	308	293	239	2,925	9,506	12.8%	46.7%	30.8%
	25/3期	2,607	346	355	224	3,112	9,768	13.3%	12.3%	31.9%
	26/3期	2,647	399	377	251	3,335	10,651	15.1%	15.3%	31.3%
	27/3期予	2,875	400	359	238			13.9%	0.3%	
京阪HD	23/3期	2,600	204	204	176	2,682	7,748	7.8%	52.2%	34.6%
	24/3期	3,021	339	331	248	2,984	8,202	11.2%	66.2%	36.4%
	25/3期	3,135	420	409	282	3,072	8,598	13.4%	23.9%	35.7%
	26/3期	3,324	491	469	335	3,411	9,095	14.8%	16.9%	37.5%
	27/3期予	3,218	424	381	290			13.2%	-13.6%	
名鉄	23/3期	5,515	227	263	188	4,044	12,313	4.1%	682.8%	32.8%
	24/3期	6,011	347	375	244	4,379	13,032	5.8%	52.9%	33.6%
	25/3期	6,907	420	476	377	4,617	14,489	6.1%	21.0%	31.9%
	26/3期	6,915	361	383	229	4,850	15,848	5.2%	-14.0%	30.6%
	27/3期予	7,340	450	470	390			6.1%	24.7%	
東日本エリア	23/3期	34,714	2,066	2,206	2,151	31,380	107,228	6.0%	297.3%	29.3%
	24/3期	38,167	3,930	4,150	4,367	35,751	112,382	10.3%	90.2%	31.8%
	25/3期	43,682	6,856	7,030	6,003	38,990	115,996	15.7%	74.5%	33.6%
	26/3期	41,143	4,315	4,588	3,618	41,959	122,315	10.5%	-37.1%	34.3%
	27/3期予	44,199	4,530	4,448	3,457			10.2%	5.0%	
西日本エリア	23/3期	40,566	2,466	2,565	2,049	24,770	89,170	6.1%	201.5%	27.8%
	24/3期	41,834	3,182	3,184	2,136	27,552	93,082	7.6%	29.0%	29.6%
	25/3期	45,568	3,403	3,454	2,231	29,090	98,582	7.5%	6.9%	29.5%
	26/3期	47,165	3,718	3,691	2,458	31,590	105,172	7.9%	9.3%	30.0%
	27/3期予	49,583	3,636	3,415	2,403			7.3%	-2.2%	
14社計	23/3期	75,280	4,532	4,771	4,200	56,150	196,398	6.0%	238.7%	28.6%
	24/3期	80,001	7,112	7,334	6,503	63,303	205,464	8.9%	56.9%	30.8%
	25/3期	89,250	10,259	10,484	8,234	68,080	214,578	11.5%	44.2%	31.7%
	26/3期	88,308	8,033	8,279	6,076	73,549	227,487	9.1%	-21.7%	32.3%
	27/3期予	93,782	8,166	7,863	5,860			8.7%	1.7%	

(注) 予想は会社公表値

## 【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：株式会社 NANKAI

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

他の格付関連レポートや発行体レポートは、RatingEye 会員限定のサービスとなっております。  
RatingEye のご案内・入会につきましては、以下をご覧ください。

<https://www.jcr.co.jp/service/provision/#RatingEye>

## ■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などの購入、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、改変など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