

民鉄大手各社の22/3期決算の注目点

民鉄大手各社^{*}の22/3期決算および23/3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 22/3 期鉄道輸送人員数は 59 億 5,694 万人であり、前期比 8.1% 増、コロナ禍が本格化する以前の 19/3 期比では 23.2% 減となった。うち定期輸送人員は 36 億 374 万人（前期比 4.1% 増、19/3 期比 22.0% 減）、定期外輸送人員は 23 億 5,320 万人（同 15.0% 増、24.8% 減）である。四半期単位で見た鉄道輸送人員は、第 1 四半期から第 4 四半期にかけて 14 億 8,553 万人（前年同期間比 25.6% 増、19/3 期同期間比 25.3% 減）、14 億 4,243 万人（同 1.3% 減、同 25.8% 減）、15 億 9,743 万人（同 5.8% 増、同 17.8% 減）、14 億 3,155 万人（同 5.6% 増、同 23.7% 減）である。緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が発出されなかった第 3 四半期でも本格的な回復には至らなかった。

地域別に見ると、東日本エリアの 22/3 期鉄道輸送人員合計は 39 億 9,157 万人（前期比 9.4% 増、19/3 期比 23.7% 減）、うち定期輸送人員は 23 億 9,435 万人（同 4.5% 増、同 25.3% 減）、定期外輸送人員は 15 億 9,721 万人（同 17.7% 増、同 21.3% 減）。西日本エリアの 22/3 期鉄道輸送人員は 19 億 6,537 万人（同 5.7% 増、同 21.9% 減）、うち定期輸送人員は 12 億 939 万人（同 3.3% 増、同 14.6% 減）、定期外輸送人員は 7 億 5,598 万人（同 9.7% 増、同 31.3% 減）である。東日本エリアの方が定期輸送の減少率が高い一方、西日本エリアの方が定期外輸送の減少率が高い。正確な背景は把握できないものの、①西日本に比べて東日本の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②西日本エリアの方が観光輸送減少の影響を強く受けているなどの理由が考えられる。

23/3 期鉄道輸送人員の計画は各社とも前期対比で一定程度の回復を見込んでいるものの、コロナ前の水準までは戻らないとしている。鉄道事業は典型的な装置産業であるため、固定費が費用の多くを占める。鉄道輸送が低迷する中、各社はダイヤ改正、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などによって固定費の構造的な削減を進めている。また鉄道運賃の改定・バリアフリー料金制度の採用を進めている会社も見られる。

コロナ禍によってホテルの稼働率低迷、百貨店の来客数減少、レジャー施設の営業時間制限など各社が手掛ける関連事業も引き続き影響を受けている。特にインバウンド需要やビジネス需要の影響が大きいホテル事業は業績の回復が鈍く、各社はオペレーション改革による損益分岐点の引き下げに取り組んでいるほか、不採算ホテルの閉鎖や大規模な資産売却を進める会社も見られる。一方、賃貸を中心とする不動産事業に大きなマイナス影響は生じていない。商業施設賃貸ではテナントの休業などによる賃料収入の減少が若干程度生じているものの、駅前を中心に好立地に展開するオフィス賃貸は低い空室率を維持している。

2. 決算動向

22/3 期民鉄大手 14 社合計の営業利益は 1,343 億円（前期は 2,631 億円の営業損失）となった。対前期比較では改善したものの、コロナ禍前の 19/3 期 7,319 億円などと比較すれば依然として低位である。セグメント別にみると運輸事業は 447 億円の営業損失（前期は 2,171 億円の営業損失）、関連事業（運輸以外のセグメント合計）の営業利益は 1,790 億円（前期は 459 億円の営業損失）となった。

運輸業では鉄道輸送が本格的な回復に至らない中、2 期連続での営業損失となった。ただ鉄道輸送収入は前期比で 10%程度回復した上、各社が推進するコスト構造改革によって損失の幅は縮小した。個社ごとの鉄道輸送収入を見ると、東急の定期輸送収入の減少率（19/3 期比）が 30%台と他社の 10~20%台と比較して高い。ただ同社は相対的に定期外輸送収入の減少率が低く、定期輸送からの転移が進んでいる可能性がある。京成電鉄や南海電気鉄道は定期外輸送収入の減少率が高い。これは有料の空港特急の需要減少が大きく影響していると思われる。これまで有料特急の運休などによって一定程度コストを抑制してきたが、国内移動と比較してインバウンドの需要は更に回復が遅れる懸念があり、こうした会社の定期外輸送の動向および需要回復が遅れた際の対策が注目される。

関連事業は黒字転換したが、事業ポートフォリオの内訳を見ると、不動産事業では引き続き賃貸事業が安定した利益を計上する一方、ホテル事業やレジャー事業は回復しつつも赤字を計上している会社が多い。そのためホテル事業やレジャー事業の割合が高い会社は利益の回復度合いが鈍く、不動産賃貸事業の割合が高い会社は前期比での利益変動が相対的に小さい。また東急や京浜急行電鉄のように大規模な物件販売によって利益が押し上げられた会社もある。

コロナ禍による業績悪化を受け、各社の 21/3 期末財務構成は悪化した。ただ 22/3 期は 14 社中 13 社が最終黒字を確保したことで、同期末の自己資本の合計は 5 兆 2,240 億円（前期末 5 兆 1,208 億円）と回復し、自己資本比率は 27.9%（同 27.3%）となった。また営業キャッシュフローが回復する中でも引き続き設備投資を抑制した会社が多く、22/3 期のフリーキャッシュフローの合計は 2,942 億円の黒字となった。これにより 14 社中 8 社で有利子負債が減少。14 社合計の 22/3 期末有利子負債残高（JCR 推定）は 9 兆 2,385 億円（前期末 9 兆 4,275 億円）となった。とりわけホテル事業資産の大規模な売却などを進めた近鉄グループホールディングスでは借入金と社債の合計残高が前期末対比で 1,200 億円超減少した。

3. 業績予想における格付上の注目点

14 社合計の 23/3 期営業収益は 6 兆 7,093 億円（前期比 12.7%増）、営業利益は 3,478 億円（同 158.9%増）の計画である。前期に好調であった国際物流や大規模な物件販売の反動などを除けば、おおむね主要セグメント全てでの需要回復が織り込まれている。しかし、各社ともコロナ禍の影響が残ることを前提とした計画値であり、かつ回復度合いの予想にはバラつきがみられる。事業環境は不透明であり、緊急事態宣言などの行動制限の有無によって鉄道輸送やホテル稼働は大きく変化する可能性が高いため月次などの動向を注視していく。

当面の格付上の注目点は、以下の取り組みの進捗状況である。

① 損益分岐点の引き下げ

鉄道事業やホテル事業などは固定費負担が重い。その上、仮にコロナ禍が収束したとしてもテレワークやWEB会議の浸透などによる構造的な行動様式の変容が生じる可能性がある。こうした構造的な需要減少に対して利益を確保するためには、損益分岐点の引き下げが引き続き重要な課題である。コロナ禍が顕在化した 21/3 期は各社とも緊急的な対応によって費用の削減を進めたが、22/3 期に入り構造的なコスト削減に軸足が移っている。23/3 期以降も引き続き人員配置の適正化、車両の更新時期や修繕サイクルの見直し、業務効率化などを進める方針が打ち出されており、その進捗や成果を確認していく。

② 運賃改定の申請またはバリアフリー料金制度の採用

鉄道事業では、そのインフラ維持に多額のコストがかかる上、ホームドアなどの安全対策投資も今後継続的に必要となる。前述の構造的な需要減少が懸念される中、こうした維持管理コストを賄うために運賃改定の申

請もしくはバリアフリー料金制度の採用に向けた動きが見られる。いずれの場合も本格的に業績に寄与してくるのは24/3期以降と見られるが、実現すれば一定の収支改善効果が期待出来る。

③ 財務体質の改善

コロナ禍で傷んだ財務構成の回復は引き続き重要な課題である。業績は底を打っている上、減損損失をはじめとする特別損失は既に大方が計上されていると見ており、今後自己資本が更に毀損する可能性は低い。ただ、有利子負債の面では、特に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財務負担が生じる可能性がある。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まず重要であり、需要の回復状況とともに前述のコスト構造改革の効果などを早期に発現させられるかが注目される。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。なお会社によっては財務健全性を高める手段として、保有資産の流動化や売却といった戦略を打ち出している。資産のオフバランスによって財務体質が強化されるとともに、不採算資産の圧縮によって収益性の改善効果を発現出来るかも注目している。

(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	18/3 期	75,425	2.3	40,293	2.0	35,131	2.6
	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
営業利益	18/3 期	6,973	0.8	3,946	-0.1	3,026	2.0
	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	-
経常利益	18/3 期	6,824	2.2	3,886	0.2	2,937	4.9
	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	-	1226	-
当期利益	18/3 期	4,451	-0.1	2,714	-0.8	1,736	0.8
	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	-
<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	18/3 期	12,585	1.1	7,346	0.6	5,239	1.9
	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
自己資本	18/3 期	51,748	8.4	29,905	8.4	21,842	8.4
	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
有利子負債	18/3 期	82,636	-0.3	48,454	0.9	34,182	-1.8
	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	92,358	-2.0	53,687	-1.5	38,670	-2.8
自己資本比率	18/3 期	29.3		29.9		28.7	
	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	
DER	18/3 期	1.6		1.6		1.6	
	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	
有利子負債 /EBITDA 倍率	18/3 期	6.6		6.6		6.5	
	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	12.7		12.8		12.5	

(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 22/3 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：ネガティブ

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：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