

## 本州 JR3 社の 20/3 期決算の注目点

本州 JR3 社（東日本旅客鉄道（証券コード：9020、JR 東日本）、西日本旅客鉄道（同：9021、JR 西日本）、東海旅客鉄道（同：9022、JR 東海））の 20/3 期決算および 21/3 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。

### 1. 業界動向および新型コロナウイルス感染拡大による影響

20/3 期における本州 JR3 社の旅客運輸収入合計は 4 兆 152 億円（前期比 2.7%減）であり、10/3 期以来の減収となった。定期運輸収入が同 0.6%増に対して定期外運輸収入は同 3.4%減。20/3 期第 3 四半期累計の旅客運輸収入合計は同 1.4%増と堅調に推移していたが、新型コロナウイルス感染拡大の影響により第 4 四半期（3 か月）は同 15.6%減となった。第 4 四半期の内訳は定期運輸収入が同 0.6%増に対し定期外運輸収入は同 19.0%減と大きく落ち込んだ。特に新幹線定期外運輸収入は同 20.0%減となった。感染拡大に伴って（インバウンドを含む）観光旅客需要やビジネス需要が大きく減少したことが影響している。関連事業では、ホテル事業における稼働率の大幅な低下、流通事業における売上高の減少および商業施設賃貸事業における施設休止などの影響が出ている模様である。

21/3 期の旅客運輸収入の計画は 3 社とも未定である。公表されている 4 月の月次状況を見ると、JR 東日本および JR 西日本の定期運輸収入がいずれも同 50%弱の減少、定期外運輸収入が同 70%台から 90%台の減少、JR 東海の東海道新幹線の断面輸送量が同 89%の減少となっている。4/7 に東京都および大阪府などに対して緊急事態宣言が発出され、その後 4/16 に緊急事態宣言が全国に拡大したことが影響している。

関連事業においても、緊急事態宣言発出以降の外出自粛の徹底などを勘案すれば、ホテルの稼働率の低下や流通業における売上減など、4 月は 3 月以上に状況が悪化したものと考えられる。

### 2. 決算動向

3 社合計の 20/3 期営業収入は 6 兆 2,994 億円（前期比 1.7%減）、営業利益は 1 兆 1,975 億円（同 13.9%減）の減収減益となった。同第 3 四半期累計では営業収益同 1.6%増、営業利益同 1.0%増と堅調に推移したものの、新型コロナウイルス感染拡大の影響により、第 4 四半期営業収益が同 11.5%減、326 億円の営業赤字（前年同期は 1,736 億円の黒字）となったことが減収減益の主因である。セグメント別では、20/3 期運輸事業営業利益は同 14.7%減だったのに対して、関連事業（運輸事業以外のセグメント合計）の営業利益は同 8.8%減であり、コロナウイルス感染拡大が運輸業に強く影響した様子がうかがえる。当期利益合計は 6,855 億円（同 18.1%減）であった。営業利益段階より減益率が拡大したのは、JR 東日本において特別損失に災害損失および災害損失引当金繰入額（合計 327 億円）を計上したことが大きい。

20/3 期の営業活動によるキャッシュフロー合計は 1 兆 3,840 億円となり前期比 1,698 億円減少した。一方投資活動によるキャッシュフロー合計は 1 兆 5,227 億円と同 834 億円増加したため、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から投資活動によるキャッシュフローを控除）は 19/3 期 1,145 億円のプラスから 20/3 期は 1,386 億円のマイナスとなった。フリーキャッシュフローのマイナス分は長期債務の増加と手元現金の取り崩しで充当されている（長期債務残高合計（JR 東日本のみ有利子負債）は 9 兆 1,772 億円（前期末比 984 億円の増加、1.1%増）、現金および現金同等物残高合計は同 1,555 億円減少）。

この結果、20/3 期の有利子負債/EBITDA 倍率は 19/3 期 4.3 倍から 4.7 倍に悪化したものの、同期末 DER は 1.2 倍から 1.1 倍と改善した。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

21/3 期の業績予想は 3 社とも公表しておらず、予想が可能となった段階で速やかに開示するものとしている。鉄道事業は装置産業であり稼働率の変動による利益への影響が大きい。加えて営業利益に占める運輸業の構成比の高さ（3 社合計 20/3 期 80.8%）を勘案すれば、21/3 期の業績動向を見るうえで鉄道事業の状況を月次ベースでフォローしていくことが重要と考えられる。短期的には緊急事態宣言の解除などをトリガーとした鉄道利用の回復状況、中期的にはインバウンド需要の回復および「新しい生活様式」の浸透などに伴う鉄道利用や商業施設の集客への影響にそれぞれ注目している。特に収益貢献度が大きい新幹線については、国内外の観光需要による利用の回復状況だけでなくビジネス需要の回復状況にも留意が必要と考えられる。なお関連事業については商業施設賃貸やホテル事業が中心だが、これらは沿線拠点駅や大規模ターミナルに隣接しており、鉄道利用者が主たるターゲットと考えられる。このため商業施設の集客状況やホテルの稼働については鉄道事業の同様のタイミングで回復してくる可能性が高いとみられるが、回復の程度については地域性や業態により異なると考えられる。

JR 東日本はグループ経営ビジョン「変革 2027」を、JR 西日本は 23/3 期を最終年度とするグループ中期経営計画を、JR 東海は中央新幹線計画をそれぞれ推進している。現状ではこれらの計画の見直しは想定されていない。いずれも従来の水準を上回る設備投資が計画されており、JR 東日本および JR 西日本については中期的に長期債務残高が現状の水準を上回る局面も想定される。ただ各社とも強固な財務基盤を有しており、足元のキャッシュフロー創出力の低下が直ちに財務内容の大幅な悪化をもたらす可能性は低いと考えられる。JR 東海の中央新幹線計画については、すでに機構から前倒しで長期、固定かつ低金利の工事資金の調達ができていることに加え、中央新幹線工事費に充当する目的の資金（中央新幹線建設長期積立金）の留保が進んでいる。

(担当) 上村 暁生・加藤 直樹

(図表 1) 本州 JR3 社の連結業績の推移

(単位：億円、%)

		営業収入	前期比	営業利益	前期比	有利子負債残高※
東日本旅客鉄道 (9020)	18/3 期	29,501	2.4	4,812	3.2	31,796
	19/3 期	30,020	1.8	4,848	0.7	31,637
	20/3 期	29,466	-1.8	3,808	-21.5	33,123
西日本旅客鉄道 (9021)	18/3 期	15,004	4.1	1,913	8.5	10,322
	19/3 期	15,293	1.9	1,969	2.9	10,640
	20/3 期	15,082	-1.4	1,606	-18.4	10,189
東海旅客鉄道 (9022)	18/3 期	18,220	3.7	6,620	6.9	48,562
	19/3 期	18,781	3.1	7,097	7.2	48,511
	20/3 期	18,446	-1.8	6,561	-7.6	48,460
3 社計	18/3 期	62,725	3.2	13,346	5.7	90,680
	19/3 期	64,094	2.2	13,915	4.3	90,788
	20/3 期	62,994	-1.7	11,975	-13.9	91,772

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

※JR 西日本、JR 東海は長期債務残高

#### 【参考】

発行体：東日本旅客鉄道株式会社

長期発行体格付：AAA<sub>p</sub> 見通し：安定的

発行体：西日本旅客鉄道株式会社

長期発行体格付：AA<sub>+</sub><sub>p</sub> 見通し：安定的

発行体：東海旅客鉄道株式会社

長期発行体格付：AAA 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ことを問わず、当該情報の正確性、結果的正確性、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ことを問わず、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