

民鉄大手各社の21/3期決算の注目点

民鉄大手各社※の21/3期決算および22/3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 21/3 期鉄道輸送人員数は 55 億 938 万人であり、コロナ禍が本格化する以前の 19/3 期比 28.9%減となった。うち定期輸送人員数は 34 億 6,271 万人（同 25.1%減）、定期外輸送は 20 億 4,666 万人（同 34.6%減）と、いずれも大きく落ち込んだ。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 11 億 8,291 万人（19/3 期同期間比 40.5%減）、14 億 6,170 万人（同 24.8%減）、15 億 838 万人（同 22.4%減）、13 億 5,637 万人（同 27.8%減）である。昨春の緊急事態宣言の最中であつた第 1 四半期が最も鉄道輸送人員が落ち込んだ時期であり、第 3 四半期には Go To Travel キャンペーンによる効果もあり減少率が縮小。しかし第 4 四半期は 2 度目の緊急事態宣言の発令などによって再度減少率が拡大した。

地域別に見ると、東日本エリアの 21/3 期鉄道輸送人員合計は 36 億 4,936 万人（19/3 期比 30.3%減）、うち定期輸送人員は 22 億 9,181 万人（同 28.5%減）、定期外輸送人員は 13 億 5,755 万人（同 33.1%減）。西日本エリアの 21/3 期鉄道輸送人員は 18 億 6,001 万人（19/3 期比 26.1%減）、うち定期輸送人員は 11 億 7,090 万人（同 17.3%減）、定期外輸送人員は 6 億 8,911 万人（同 37.4%減）である。特に定期輸送人員の減少率に違いが見られる。詳細な理由は把握できないものの、テレワークの実施率の差などが現れている可能性が高い。

22/3 期鉄道輸送人員の計画は、数値を公表している 11 社ベースで 21/3 期比 15.6%増、うち定期輸送人員の増加率は 10.7%増、定期外輸送人員の増加率は 23.8%増であり、外出自粛の緩和等による回復が一定程度織り込まれている。一方この計画値は、コロナ禍が本格化する以前の 19/3 期比で見れば 18.2%減、うち定期輸送人員は 17.9%減、定期外輸送人員は 18.6%減である。テレワークの定着やインバウンドの低迷などによって各社とも本格的な回復は見込んでいない。

コロナ禍によって、ホテルの稼働率低下、百貨店の売上減少、レジャー施設の営業制限など各社が手掛ける関連事業にも大きなマイナス影響が生じている。特にホテル事業は大きな影響が出ている。21/3 期第 3 四半期には Go To Travel キャンペーンの効果もあり、観光地を中心とするリゾート系のホテルについては一定程度稼働率が回復したものの、第 4 四半期には二度目の緊急事態宣言の発令の影響などによって再度落ち込んだ。また都心を中心とするシティ系のホテルは、移動制限やインバウンド需要の消失によって低迷が続いている。一方で賃貸を中心とする不動産事業に大きな影響は現時点で生じていない。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

21/3 期民鉄大手 14 社合計の営業収益は 5 兆 6,726 億円（前期比 26.4%減）、営業損益は 2,631 億円の赤字（前期は 6,242 億円の黒字）とコロナ禍の影響を受けて大きく悪化した。

セグメント別にみると運輸事業の営業収益は 1 兆 4,191 億円（前期比 31.4%減）、営業損益は 2,171 億円の赤字（前期は 2,775 億円の黒字）、関連事業（運輸以外のセグメント合計、連結調整前）の営業収益は 4 兆 2,535 億円（同 24.6%減）、営業損益は 459 億円の赤字（前期は 3,467 億円の黒字）とそれぞれ大きく落ち込んだ。

運輸業は各社とも 20%～30%台の減収となっている。コロナ禍の影響が長引く中、多くの会社は期中より投資の抑制による減価償却負担の軽減や修繕サイクルの見直しによる費用削減に取り組んできた。しかし、費用の大半を固定費が占める鉄道事業では、減収による利益面への影響が大きく生じた。会社別で見れば、特に空港輸送を担う京浜急行電鉄、京成電鉄、南海電気鉄道、名古屋鉄道の減収率が高い傾向にある。空港輸送は単価が比較的高い上、需要の多くを占めてきたインバウンドの低迷が続いている影響が大きいと見られる。

関連事業は総じてホテル事業、旅行事業、流通事業などの落ち込みを、賃貸を中心とする不動産事業が下支えする構図となっている。14 社合計の 21/3 期不動産事業の営業損益は 2,046 億円の黒字（前期は 2,295 億円の黒字）と限定的な悪化にとどまっているのに対し、不動産事業を除く関連事業の営業損益は 2,452 億円の赤字（前期は 1,282 億円の黒字）と大きく悪化した。個社ごとに見れば、関連事業の業績の悪化度合いは事業ポートフォリオによって差がある。例えばホテル事業をほとんど手掛けず、不動産賃貸のウエイトが高い南海電気鉄道は関連事業全体で 189 億円の営業黒字を確保している一方で、ホテル事業の割合が高い西武ホールディングスや近鉄グループホールディングスはそれぞれ 414 億円、376 億円の営業赤字を計上している。

各社が最終損失を計上した影響から、14 社合計の 21/3 期末自己資本は 5 兆 1,208 億円（前期末は 5 兆 5,352 億円）と減少し、自己資本比率も 27.3%（同 30.1%）と低下。また営業キャッシュフローが低下する中、一定の維持更新投資や進行中のプロジェクトへの成長投資などが嵩んだ影響で、ネット有利子負債（JCR 推定）は 8 兆 7,678 億円（同 8 兆 1,873 億円）と増加し、ネット DER は 1.71 倍（同 1.48 倍）へ悪化した。

3.業績予想における格付上の注目点

22/3 期業績予想を公表している 13 社合計の営業収益は 5 兆 4,384 億円（前期比 10.8%増）、営業損益は 1,712 億円の黒字（前期は 2,450 億円の赤字）となる見通し。なお営業収益の予想には収益認識に関する会計基準適用の影響が含まれており、同影響を除いた増収率は 16.9%である。鉄道輸送人員やホテルの稼働率などにおいてコロナ禍からの一定程度の回復を織り込んでいるものの、コロナ禍が本格化する以前の 19/3 期（13 社合計の営業収益 7 兆 5,161 億円、営業損益 7,003 億円の黒字）から見れば依然として低水準である。各社の業績予想の前提には今春の緊急事態宣言の影響が織り込まれているものと織り込まれていないものがあるが、足元においてコロナ禍が収束していると言える状況にはなく、今後業績予想が修正させる可能性があるため、引き続き動向を注視していく。

今後の格付上の注目点は①損益分岐点の引き下げ②足元で傷んだ財務構成の改善に向けた取り組みである。

中期的にはアフターコロナを見据えた成長分野の強化なども重要ではあるが、足元においては、リモートワークの広がりやオンライン交流の増加に伴う移動需要の減少といった、構造的な需要減少に対する取り組みの実効性やスピード感に注目している。鉄道事業やホテル事業などは固定費負担が重い、コロナ禍からの本格的な需要回復を見通せない中、利益を確保するためには損益分岐点の引き下げが重要となる。21/3 期は各社ともに緊急的な対応によって費用の削減を進めたが、今後は抜本的な費用構造の見直しを進められる

かが注目される。各社が打ち出している施策としては需要に応じた運行ダイヤの見直しや保有車両数の適正化、ワンマン化の推進、ホテル業務の内製化、デジタル化による業務効率化などが挙げられる。

コロナ禍で傷んだ財務構成の立て直しも課題である。20/3 期までの堅調な業績によって財務改善が進展してきた会社が多い。しかし事業ポートフォリオの差や特別損失の多寡などによって、足元における個社ごとの財務耐久力の低下度合いは異なっている。今後は、減少した自己資本の積み増しを進めるとともに、有利子負債をコントロールすることの重要性が高まる。現状の各社の業績予想を前提とすれば、22/3 期末にかけて各社の自己資本が更に毀損する懸念は小さい。しかし事業環境の動向次第では、業績予想の下振れに加え、ホテル事業やレジャー事業における減損損失の発生によって一層自己資本が減少する可能性も懸念される。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キャッシュフローを大幅に上回る財務負担が生じる可能性がある。したがって、投資負担を吸収できる水準のキャッシュフローを獲得することが重要であり、前述の費用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、投資内容の一層の精査などによって財務負担の軽減を図ることが出来るかが重要である。なお、財務健全性を高める手段として、保有資産の売却や流動化といったアセットライト戦略を公表している会社も見られる。こうした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、不採算資産の縮小によって収益性の改善効果を発現できるかにも注目している。

(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	17/3 期	73,733	0.2	39,493	0.2	34,240	0.2
	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
営業利益	17/3 期	6,916	2.1	3,950	6.6	2,966	-3.4
	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	-
経常利益	17/3 期	6,680	5.1	3,879	11.6	2,800	-2.8
	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	-
当期利益	17/3 期	4,457	10.9	2,735	19.8	1,722	-0.8
	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	-

		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	17/3 期	12,444	1.7	7,303	4.6	5,140	-2.3
	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
自己資本	17/3 期	47,743	7.0	27,587	5.9	20,156	8.5
	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
有利子負債	17/3 期	82,850	-1.4	48,032	-0.9	34,818	-2.1
	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	94,035	9.1	54,353	6.1	39,681	13.4
自己資本比率	17/3 期	27.9		28.5		27.1	
	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	
DER	17/3 期	1.7		1.7		1.7	
	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	
有利子負債 /EBITDA 倍率	17/3 期	6.7		6.6		6.8	
	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	26.5		26.6		26.4	

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

(注) 有利子負債、DER、有利子負債/EBITDA 倍率の 21/3 期数値は JCR 推定

【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