

# 鉄道を主軸に不動産・国際物流・流通・ホテルレジャーなど国内外で幅広く展開

## 会社概要

### 近畿・東海を地盤に国内外で幅広く事業を手掛ける

1910年に関西圏で発足した鉄道会社を源流とする。20～50年代に不動産や百貨店、旅行、ホテル、航空貨物、レジャー業に進出した。近畿・東海を地盤に国内外で幅広く事業を展開。営業収益の過半近くを国際物流が占め、過度に人の移動に依存しない事業ポートフォリオを構築している。

## 業績の動向

### 26/3期は2期ぶりに営業最高益を更新する見通し

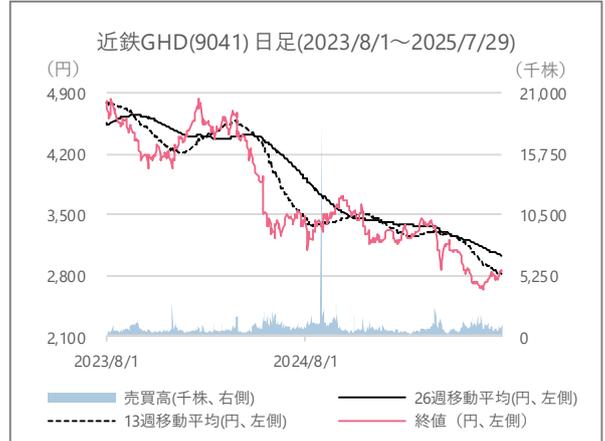
営業利益は各事業における需要の堅調な推移に加え、コスト削減の効果もあり、新型コロナウイルスの感染拡大による一時的な落ち込みを除けば、中長期的にみて増勢が概ね続いている。25/3期は国際物流における運賃原価の高騰等が響き減益となったが、26/3期は大阪・関西万博の開催効果や国際物流の取り扱い増加で2期ぶりに営業最高益を更新する見通し。

## 株価・関連指標の動向

### 株価は軟調な展開が概ね継続。足元のPBRは0.99倍

株価は23年夏頃から軟調な展開が概ね続き、25年6月23日に11年8月以来の安値2630円（株式併合の影響を考慮）を付けた。PBRも低下基調をたどり、足元の水準は0.99倍。26/3期年間配当は前期比10円増配の60円の見通し。

株価チャート



## 株価・指標

(表示単位未満四捨五入)

株価(25/7/29 終値)	2,833.5 円
年初来高値(25/3/5)	3,470.0 円
年初来安値(25/6/23)	2,630.0 円
連結 PER(26/3期会社予想)	11.23 倍
連結 PBR(最新実績)	0.99 倍
基準 BPS	2,861.09 円
予想配当利回り(26/3期会社予想)	2.12 %
1株当たり年間予想配当金	60 円
普通株発行済株式数	190,662 千株
普通株時価総額	5,402 億円

### Not Rated

本資料は正確性、客観性を重視したスポンサードリサーチレポートであり、レーティングは付与していません。本資料の配布は日本国居住者のみを対象としております/This material is only intended to be distributed to residents in Japan.

## 業績データ 会計基準：日本基準

(%は前期比増減率)

決算期	営業収益(百万円)		営業利益(百万円)		経常利益(百万円)		純利益(百万円)		EPS(円)
連 24/3期(実績)	1,629,529	4.4%	87,430	30.2%	84,638	13.4%	47,808	-47.8%	251.38
連 25/3期(実績)	1,741,787	6.9%	84,399	-3.5%	81,538	-3.7%	46,716	-2.3%	245.65
連 26/3期(予想)	1,880,000	7.9%	88,000	4.3%	78,000	-4.3%	48,000	2.7%	252.39

注：予想は会社予想。ただし、予想 EPS は会社予想純利益をベースに当研究所で算出している





## Contents

### 1. 会社概要・沿革

近畿・東海で鉄道を運行。早い段階で事業を多角化

- (1) 会社概要
- (2) 沿革

### 2. 事業内容

営業キロで私鉄最大手。国際物流や旅行事業でも高い存在感

- (1) 運輸
- (2) 不動産
- (3) 国際物流
- (4) 流通
- (5) ホテル・レジャー
- (6) 国内
- (7) 海外

### 3. 業界環境・事業戦略

グループ経営を強化しコングロマリット・プレミアムを創造

- (1) 業界環境
- (2) 競合状況
- (3) 事業戦略
- (4) 中期経営計画
- (5) SWOT 分析

### 4. 業績・財務分析

営業利益は中長期で増加傾向。ROE は概ね 10% 前後の水準で推移

- (1) 業績と財務指標
- (2) ROIC の分析
- (3) ROE の分析

### 5. 株価と株価関連指標の関係

株価は 20/3 期を直近のピークに水準を切り下げ





- (1) 業績と株価・関連指標の動向
- (2) 株主総利回り (TSR) の算出
- (3) 株主資本コストの算出

## 6. 当面の業績動向

26/3 期は 2 期ぶりの営業最高益更新を見込む

- (1) 25/3 期通期の業績実績
- (2) 26/3 期の業績計画
- (3) 株主還元

## 7. 主な非財務情報

- (1) 東証の要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について
- (2) サステナビリティ方針・重要テーマ

## 8. 大株主の状況、リスク等

- (1) 大株主の状況
- (2) 事業等のリスク

## 9. 財務関連データおよび指標

- (1) 損益計算書 (通期)
- (2) 貸借対照表、キャッシュフロー計算書
- (3) 財務分析
- (4) 損益計算書 (四半期、半期)

### Appendix 1 ~株主総利回り分析の補足解説 (ファイナンス理論)

- (1) 株主総利回り (TSR) の分析について (ファイナンス理論)
- (2) 実際のマーケットにおける株主還元 (配当、自己株取得) の考え方

### Appendix 2 ~株主資本コストの見方

- (1) 株主資本コストとは
- (2) QUICK 株主資本コストの算出法
- (3) 具体的な活用方法

### Appendix 3 ~為替・金利・経済・産業・株式市場の動向





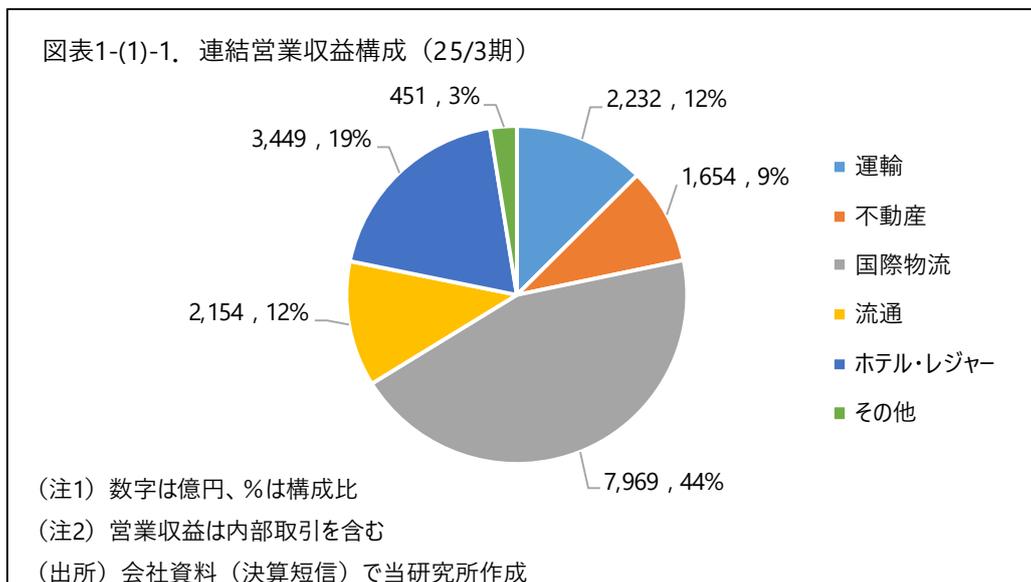
## 1. 会社概要・沿革

### 近畿・東海で鉄道を運行。早い段階で事業を多角化

#### (1) 会社概要

近鉄グループホールディングス（以下、同社）グループは、同社、子会社 235 社および関連会社 15 社で構成される（25/3 期有価証券報告書より）。近畿・東海地方で鉄道を運行するほか、不動産や国際物流など幅広く事業を展開。持株会社体制をとり、事業子会社の近畿日本鉄道、近鉄不動産、近鉄エクスプレス、近鉄百貨店、近鉄・都ホテルズ、近畿日本ツーリスト、クラブツーリズムなどを傘下に抱える。連結営業収益に占める国際物流の割合は 44%（25/3 期）で、過度に人の移動に依存しない事業ポートフォリオを構築している。

運輸、不動産、国際物流、流通、ホテル・レジャーの各セグメントで事業を展開。運輸では、鉄軌道、バス、タクシーの各事業に加え、鉄道施設整備業、その他運輸関連事業を手掛ける。不動産では、販売、賃貸、管理の各事業を展開。国際物流では、航空や海上貨物の輸送事業（フォワーディング）を軸に、輸配送や在庫管理、流通加工といった業務を受託する 3PL（サードパーティ・ロジスティクス）サービスを主に扱うロジスティクス事業を行う。流通では、百貨店業やストア・飲食業を展開。ホテル・レジャーでは、ホテル、旅行、映画、水族館、観光施設の各事業を手掛ける。



#### (2) 沿革

大阪・奈良間を結ぶ目的で 1910 年 9 月 16 日に設立された「奈良軌道株式会社」を源流とする。同社は設立後まもなく大阪電気軌道に商号を改め、さらに参宮急行電鉄の合併に伴って関西急行鉄道へ商号変更した。その後、44 年 6 月設立の近畿日本鉄道へ事業が引き継がれ、現在、近畿・東海の 2 府 4 県にまたがり、





鉄軌道事業を展開。

非鉄軌道事業では、20～50年代に不動産や百貨店、旅行、ホテル、航空貨物、レジャー業に進出するなど、早い段階で事業を多角化、事業会社化。鉄軌道事業を軸に沿線だけでなく、沿線外・海外での事業領域の拡大を推し進め、2015年、会社分割により純粋持株会社制に移行するとともに、近鉄グループホールディングスに商号変更した。

多くの鉄道会社は従来、沿線で住宅や商業施設などの開発を行うことで人を呼び込み、沿線価値を高めるといったビジネスモデルのもと、鉄道事業を中心とした経営を進めてきた。一方、近年は人口減少や少子高齢化により、従来のビジネスモデルが通用しづらくなってきており、持続的な成長のためには、鉄道以外や沿線外のビジネスを強化する必要性が生じている。こうした環境変化を背景に、グループ経営強化のため持株会社化する会社が増えており、同社のほかにも、西武ホールディングス、阪急阪神ホールディングス、相鉄ホールディングスが純粋持株会社体制をとり、京阪ホールディングスは鉄道など多くの事業を傘下の企業が手掛ける持株会社体制をとっている。また、東急は19年10月に鉄道事業を分社化し、南海電気鉄道は26年4月に鉄道事業を分社化する予定となっている。





図表1-(2)-1. 沿革

年月	概要
1910年9月	奈良軌道(株)として発足(資本金3百万円)
1910年10月	大阪電気軌道(株)に商号変更
1914年4月	大阪・奈良間で運輸営業開始
1924年12月	東大阪土地建物(株)を合併(不動産業の営業開始)
1927年9月	参宮急行電鉄(株)を設立
1929年3月	生駒山上遊園地開園
1929年5月	乗合バス事業の営業開始
1936年7月	大軌百貨店(現 近鉄百貨店上本町店)開業
1937年11月	大鉄百貨店(現 あべのハルカス近鉄本店)開業
1941年3月	参宮急行電鉄(株)を合併、関西急行鉄道(株)に商号変更
1941年10月	(有)関急旅行社(現 KNT-CTホールディングス(株))を設立
1943年2月	大阪鉄道(株)を合併
1944年4月	(株)大鉄百貨店を合併
1944年6月	南海鉄道(株)と合併し、近畿日本鉄道(株)を設立
1945年11月	田中車輛(株)(現 近畿車輛(株))に資本参加
1947年6月	旧南海鉄道(株)から承継した事業を高野山電気鉄道(株)(現 南海電気鉄道(株))に譲渡
1947年10月	大阪・名古屋間で特急運転開始
1949年5月	大阪証券取引所に上場
1950年7月	学園前住宅地開発に着手
1951年3月	(株)都ホテルに資本参加
1951年4月	志摩観光ホテル開業
1958年7月	2階電車ビスタ・カー運転開始
1959年9月	伊勢湾台風(台風15号)による被害を受け、名古屋線はじめ営業一部休止
1959年11月	名古屋線(伊勢中川・近鉄名古屋間)軌間拡幅工事完成
1959年12月	大阪・名古屋間で直通特急運転開始
1963年10月	奈良電気鉄道(株)を合併
1966年11月	名古屋近鉄ビル開業
1969年2月	東名高速道路浜名湖サービスエリアに浜名湖近鉄レストラン開業
1970年1月	近鉄航空貨物(株)(現 (株)近鉄エクスプレス)設立
1970年3月	上本町・難波間で運輸営業開始
1972年4月	(株)近鉄百貨店設立
1972年6月	百貨店事業を(株)近鉄百貨店に譲渡
1975年3月	新・都ホテル(現 都ホテル 京都八条)開業
1979年7月	都ホテル東京(現 シェラトン都ホテル東京)開業
1980年2月	近鉄難波ビル完成
1983年3月	近鉄堂島ビル完成
1985年9月	上本町ターミナル整備事業完成
1985年10月	都ホテル大阪(現 シェラトン都ホテル大阪)開業
1986年4月	東大阪生駒電鉄(株)を合併
1986年10月	東大阪線(長田・生駒間)の運輸営業開始(大阪市営地下鉄(現 大阪市高速電気軌道(株))中央線と相互直通運転開始)
1988年3月	アーバンライナー運転開始
1988年8月	京都市営地下鉄烏丸線と相互直通運転開始
1988年11月	阿部野橋ターミナルビル増築完成(近鉄百貨店阿倍野店(現 あべのハルカス近鉄本店)増築完成)
1989年6月	御堂筋グランドビル完成
1990年3月	さくらライナー運転開始
1994年3月	伊勢志摩ライナー運転開始
1994年4月	志摩スペイン村(テーマパーク「パルケエスパニーヤ」、ホテル志摩スペイン村)開業
1999年9月	上本町駅構内等に直営コンビニエンスストア展開
1999年10月	バス事業を近鉄バス(株)に譲渡
2002年4月	近鉄不動産(株)、京近土地(株)及び近鉄ビルディング(株)を合併
2002年4月	駅構内物販事業を近鉄観光(株)から譲受け





年月	概要
2005年4月	㈱近鉄ホテルシステムズを合併（ホテル事業の直営化）
2006年3月	けいはんな線（生駒・学研奈良登美ヶ丘間）の運輸営業開始、東大阪線をけいはんな線に線名変更
2009年3月	近鉄奈良・三宮間で阪神電気鉄道㈱と相互直通運転開始
2010年8月	上本町YUFURA開業
2013年1月	近畿日本ツーリスト㈱とクラブツーリズム㈱が経営統合し、純粋持株会社KNT-CTホールディングス㈱が発足（グループ旅行事業の再編）
2013年3月	観光特急「しまかぜ」運転開始
2014年3月	あべのハルカス全面開業（近鉄百貨店「あべのハルカス近鉄本店」、大阪マリオット都ホテル、展望台「ハルカス300」が開業）
2014年4月	近畿日本鉄道分割準備㈱（現 近畿日本鉄道㈱）を設立
2015年4月	会社分割により鉄軌道事業を近畿日本鉄道㈱に、不動産事業を近鉄不動産㈱に、ホテル事業を㈱近鉄・都ホテルズに、流通事業を㈱近鉄リテリングにそれぞれ承継させ、近鉄グループホールディングス㈱に商号変更（純粋持株会社制へ移行）
2016年6月	志摩観光ホテルリニューアル
2016年9月	観光特急「青の交響曲（シンフォニー）」運転開始
2019年9月	近鉄博多ビル（都ホテル 博多）開業
2020年3月	名阪特急「ひのとり」運転開始
2021年4月	ウェスティン都ホテル京都リニューアル
2021年10月	都ホテル 京都八条など国内8ホテルの資産を譲渡し、同ホテルの運営受託を開始
2022年4月	観光特急「あをによし」運転開始
2022年7月	株式公開買付けにより㈱近鉄エクスプレスを連結子会社化
2023年4月	運賃改定
2024年7月	志摩グリーンアドベンチャー開業
2024年10月	㈱近鉄HRパートナーズ組成
2024年10月	新型一般車両「8A系」運用開始
2025年4月	近鉄インベストメント・パートナーズ㈱設立

（出所）会社資料（有価証券報告書等）で当研究所作成





## 2. 事業内容

### 営業キロで私鉄最大手。国際物流や旅行事業でも高い存在感

同社は私鉄最長となる路線網を持つ鉄道のほか、世界各地に拠点を展開する国際物流、「近畿日本ツーリスト」と「クラブツーリズム」の両ブランドを展開する旅行など、高い存在感を示す事業を複数展開している。また、事業エリアは国内のみならず、海外の各地域に及ぶ。以下、事業別、エリア別に概要を解説する。

#### (1) 運輸

鉄軌道、バス、タクシー、鉄道施設整備、その他運輸関連の各事業を展開。主な子会社は近畿日本鉄道、奈良交通、近鉄バス、近鉄タクシー。鉄軌道事業では近畿・東海の2府4県で鉄道を運行し、通勤や通学、観光客を運ぶ。なお、近畿日本鉄道は2府3県にて運営しており、路線の営業キロは501.1kmと私鉄で最長。大阪難波や近鉄奈良、京都、近鉄名古屋といったターミナルに乗り入れるほか、他社との相互直通運転により、神戸三宮、大阪ベイエリアなど都市間・観光・都市近郊・地域輸送などで広範なネットワークを構築。沿線には、大都市に加え、吉野・飛鳥（奈良）や伊勢志摩・賢島といった観光地に2つの国立公園と5つの世界遺産があり、こうした地域へのアクセスを提供する。大阪名古屋を結ぶ名阪特急「ひのとり」、伊勢志摩・賢島への観光特急「しまかぜ」、その他に奈良・京都への「あをによし」、「青の交響曲」などの多彩な魅力を持つ特急を運行している。





図表2-(1)-1. 鉄道路線図



(出所) 近鉄グループホールディングスハンドブック





図表2-(1)-2. 特急列車



[しまかぜ >](#)

[ひのとり >](#)



[あをによし >](#)

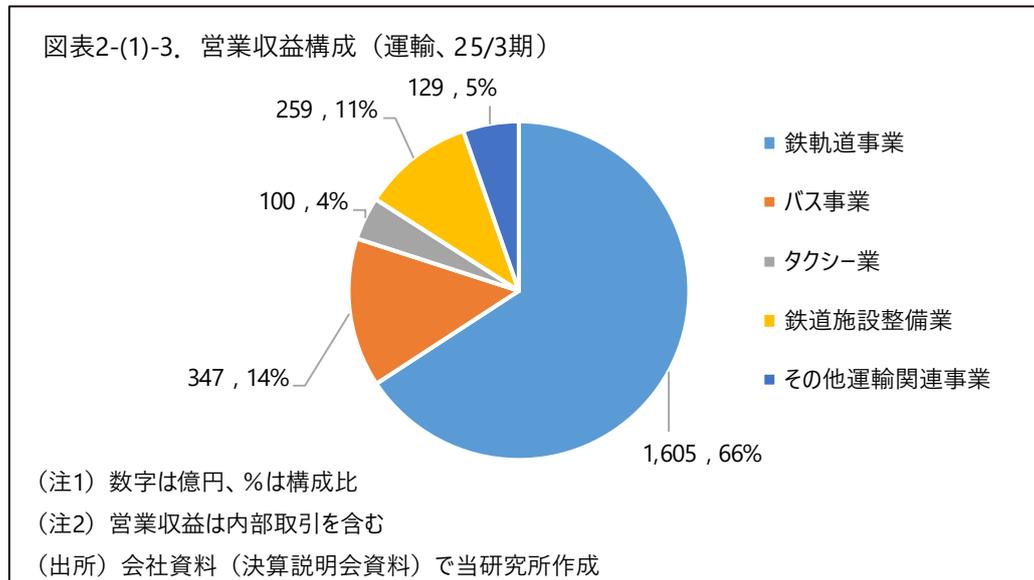
[青の交響曲 >](#)

(出所) 近畿日本鉄道ホームページ





バス事業では、近畿、北陸、中国地方において、路線バスをはじめ、日本各地へ向かう高速バス、リムジンバス、観光バスを運行する。タクシー業では、鉄道の沿線を中心に事業を展開。鉄道施設整備業では、電気設備や車両・軌道の整備工事、鉄道構造物の設計などを行う。その他運輸関連事業では、フェリーの運航、レンタカー業、交通広告業を展開する。



## (2) 不動産

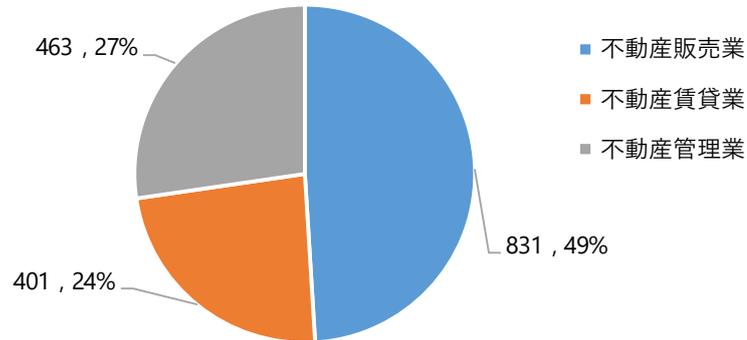
不動産販売、不動産賃貸、不動産管理の各事業を展開。主な子会社は近鉄不動産。不動産販売業では、3大都市圏を中心に、住宅（分譲マンション・戸建）販売・仲介・リフォーム事業を展開する。沿線に加えて、首都圏でも昭和40年代より住宅事業を推進。マンションデベロッパーとして、「ローレル」ブランドにて、特に関西圏において高い存在感を示す。

不動産賃貸業では、オフィスビルのほか、沿線の主要ターミナルビルや商業ビルを運営。近鉄のランドマーク的複合施設である「あべのハルカス」（開業当時日本一の高さ・300m）は、年間400万人前後が訪れる大型施設で、百貨店や美術館、オフィス、ホテル、有料の展望台向けのフロアで構成される。「あべのハルカス」のほか、オフィスビルでは大阪の御堂筋グランドビル、近鉄難波ビル、東京の近鉄京橋スクエア、近鉄銀座中央通りビルなど、商業ビルでは上本町 YUFURA（ユフラ）、パラディ学園前など、駅近辺の好立地の物件を複数運営している。

不動産管理業では、オフィスビル、商業ビル、ホテル、文化・スポーツ施設や分譲マンションなど幅広い施設の管理運営を行う。



図表2-(2)-1. 営業収益構成（不動産、25/3期）



(注1) 数字は億円、%は構成比

(注2) 営業収益は内部取引を含む

(出所) 会社資料（決算説明会資料）で当研究所作成

図表2-(2)-2. あべのハルカス



14年3月のグランドオープン以来の来館者数：約4億1081万人（25年3月7日時点）  
投資総額：約1300億円

(出所) 会社資料（ハンドブック等）で当研究所作成



図表2-(2)-3. 不動産販売業



(ローレルコート姫路大手前通り)

(出所) 会社資料 (決算説明会資料) で当研究所作成



(ローレルコート近鉄奈良ザ・レジデンス)

### (3) 国際物流

フォワーディング事業者として航空貨物輸送、海上貨物輸送、ロジスティクスの各事業を展開。主な子会社は近鉄エクスプレス。日系企業に加え、様々な国の海外企業を荷主として抱える。航空貨物輸送事業では、航空機を利用した輸送サービスを提供。同サービスには、付加価値の高い商品、緊急を要する貨物などをスピーディーに運べるといった特徴がある。主な取扱品目はエレクトロニクス品、アパレル品、自動車関連部品やヘルスケア品等。当事業は近鉄エクスプレス設立以来のコアビジネスで、取扱物量で世界トップ10クラスの規模を有する。

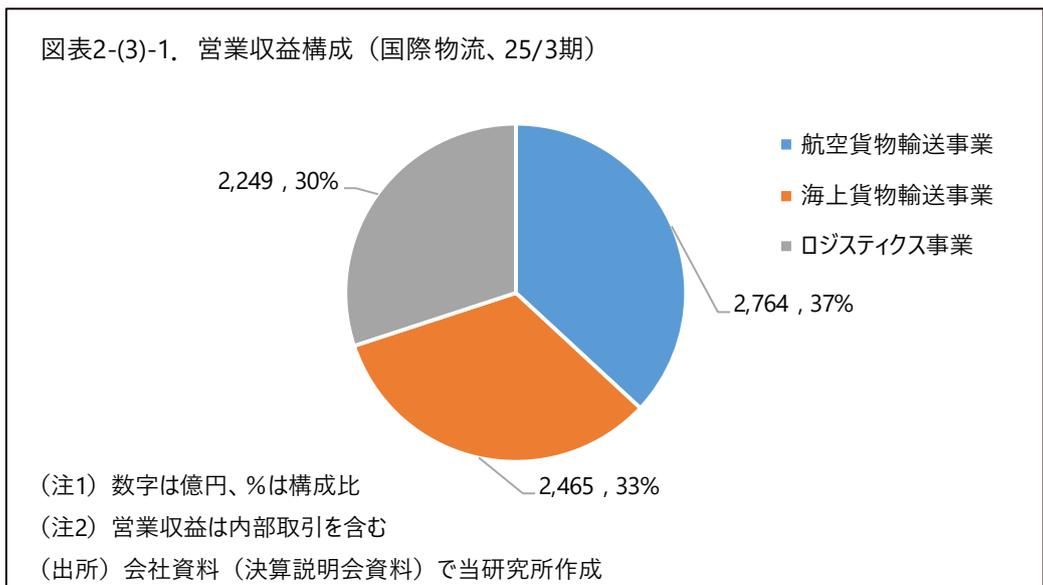
海上貨物輸送事業では、船舶を利用した輸送サービスを提供。同サービスでは、原材料、工業品、生活雑貨からプラント向け設備品など、幅広い品目、あらゆるサイズの貨物を運ぶ。航空貨物輸送、海上貨物輸送ともに、フォワーダーとして自らは輸送手段を持たず、航空会社や海運会社といった実運送事業者から輸送スペースを仕入れて、複数の荷主から集めた貨物をまとめて運ぶ。アセットを持たないライトアセット型の事業を展開。荷主から受け取る運賃と実運送事業者へ支払う運賃の差額が収益源となる。

ロジスティクス事業では、顧客企業の物流を一括して請け負う3PLサービスを主に展開。世界各地の倉庫を拠点に輸配送や在庫管理のほか、梱包、検品、ラベリングといった流通加工を行う。

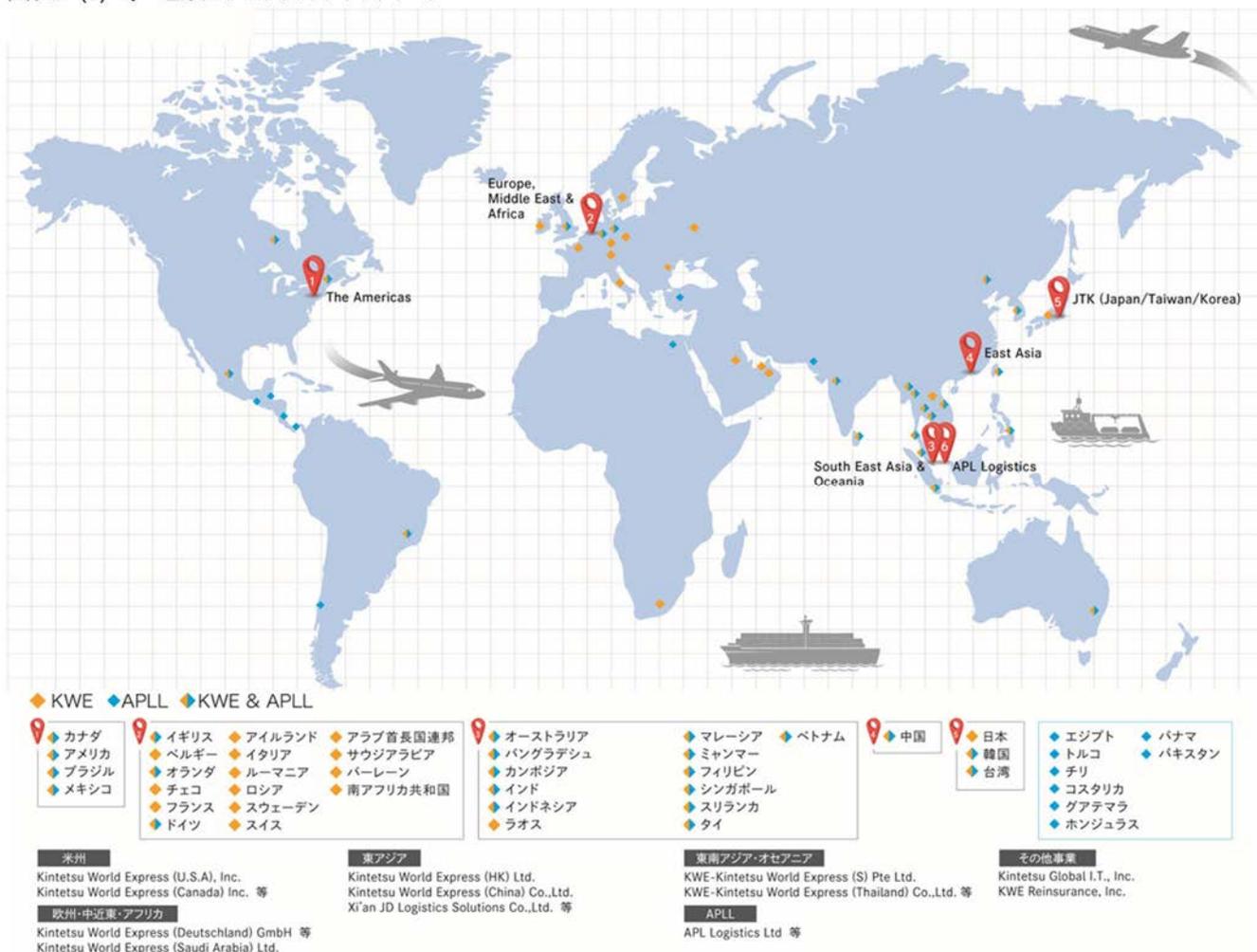




図表2-(3)-1. 営業収益構成（国際物流、25/3期）



図表2-(3)-2. 近鉄エクスプレスのネットワーク



(出所) 近鉄グループホールディングスハンドブック





図表2-(3)-3. 航空機や船舶、倉庫



(注) 近鉄エクスプレスはフォワーダーとして航空機や船舶の輸送スペースを仕入れて貨物を運んでいる  
(出所) 会社ホームページ

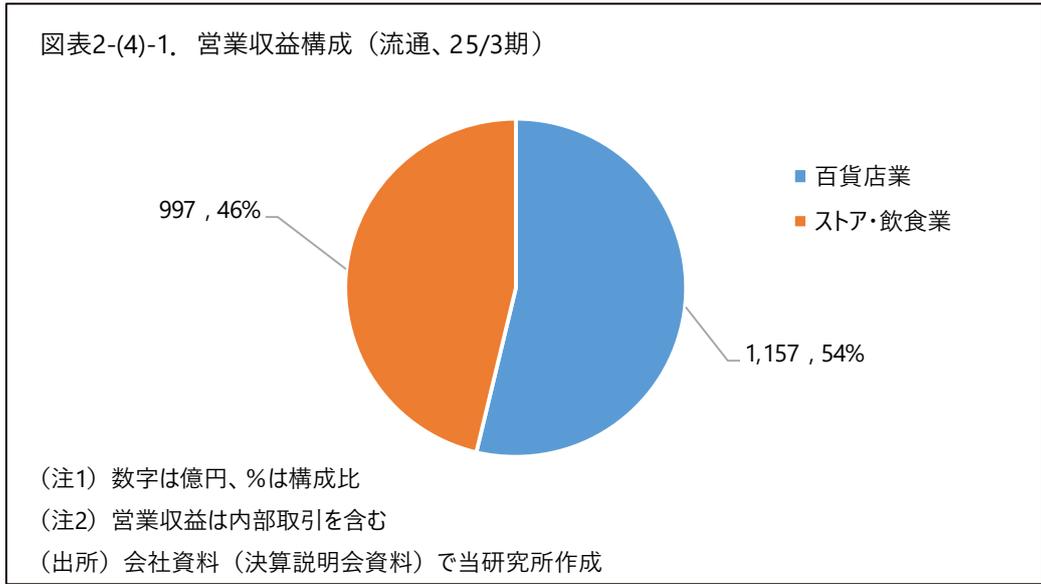
#### (4) 流通

百貨店、ストア・飲食の各事業を展開。主な子会社は近鉄百貨店、近鉄リテリング。百貨店業では、あべのハルカス近鉄本店のある大阪阿部野橋・大阪上本町・大和西大寺・大和八木・近鉄四日市など近鉄沿線を中心に13の店舗・施設を運営し、地域共創をベースとした事業展開を強みとする。旗艦店のあべのハルカス近鉄本店は、国内における百貨店のなかで最大クラスの店舗面積を有し、店舗別売上高もトップ10に入る。あべのハルカス近鉄本店を中心に隣接で運営する商業施設のHoop, andを含めた「ハルカスタウン」によるあべの天王寺エリアの魅力最大化に取り組んでいる。ストア・飲食業では、近鉄沿線を中心としたスーパーマーケット、駅ナカ複合商業モール「Time's Place」(7カ所)、沿線内外でのコンビニエンスストア、レストラン、カフェなど多様な業態の物販・飲食事業を運営する。





図表2-(4)-1. 営業収益構成（流通、25/3期）



図表2-(4)-2. 近鉄百貨店の店舗展開



(注) 名古屋店（近鉄パッセ）は名駅再開発に伴い2026年2月に閉店予定  
(出所) 近鉄グループホールディングスハンドブック

### (5) ホテル・レジャー

ホテル、旅行、映画、水族館、観光施設の各事業を展開。主な子会社は、近鉄・都ホテルズ、近畿日本ツーリスト、クラブツーリズム、志摩スペイン村、海遊館。ホテル業では、「都ホテルズ&リゾート」ブランドにて1890年創業のウェスティン都ホテル京都や志摩観光ホテルなどをフラグシップホテルとして、国内外でホテル・旅館30施設（国内28施設、海外2施設）を運営する。「都ホテルズ&リゾート」ブランドでは、都市型フルサービスホテル「都



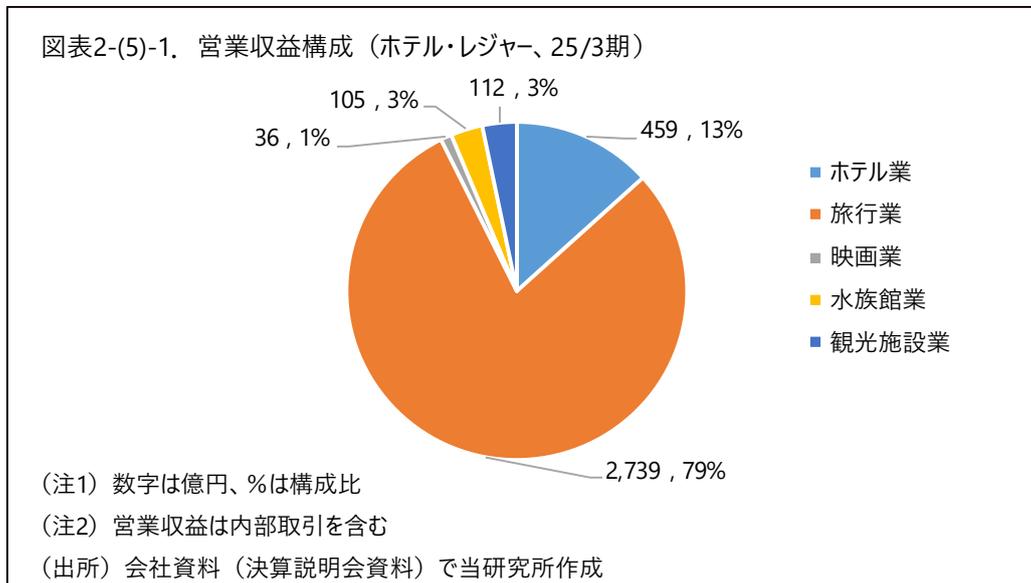


ホテル」、都市型カジュアルサービスホテル「都シティ」、リゾート型フルサービスホテル「都リゾート」の3ブランドを展開し、幅広い顧客層に対応している。国内では沿線の大阪・京都・奈良・伊勢志摩、沿線外では東京・博多に施設を展開している。また、27年に米国のテキサス州プレイノ市（ダラス近郊）でホテルの竣工を予定。ブランドの展開では、沖縄のホテル「オリオンホテル モトブ リゾート&スパ」が、都ホテルズ&リゾートに25年7月から加盟している。

旅行業では、KNT-CTホールディングス（注1）の傘下で国内有数の旅行代理店である、近畿日本ツーリストとクラブツーリズムの両社が事業を展開。法人・企業および個人に対し、国内外のネットワークを生かして、MICE、教育旅行、団体・個人旅行の企画や手配を行う。また、地域の課題を解決するソリューションとして、地域共創や公務代行といったサービスも展開。地域共創として、観光調査や地域プロモーションといった事業を手掛けるほか、公務代行として、イベント運営のノウハウを生かし、自治体の行政サービスを受託する事業を行う。

映画業では、都市型シネマコンプレックス「あべのアポロシネマ」を運営する。水族館業では、国内外の利用者が多い世界最大級の水族館「海遊館」、生きているミュージアム「ニフレル」など、生きものや自然の魅力を体感できる施設を運営。観光施設業では、異国情緒あふれるスペインの街並みを再現し、テーマパーク、ホテル、温泉施設からなる複合リゾート「志摩スペイン村」を運営する。

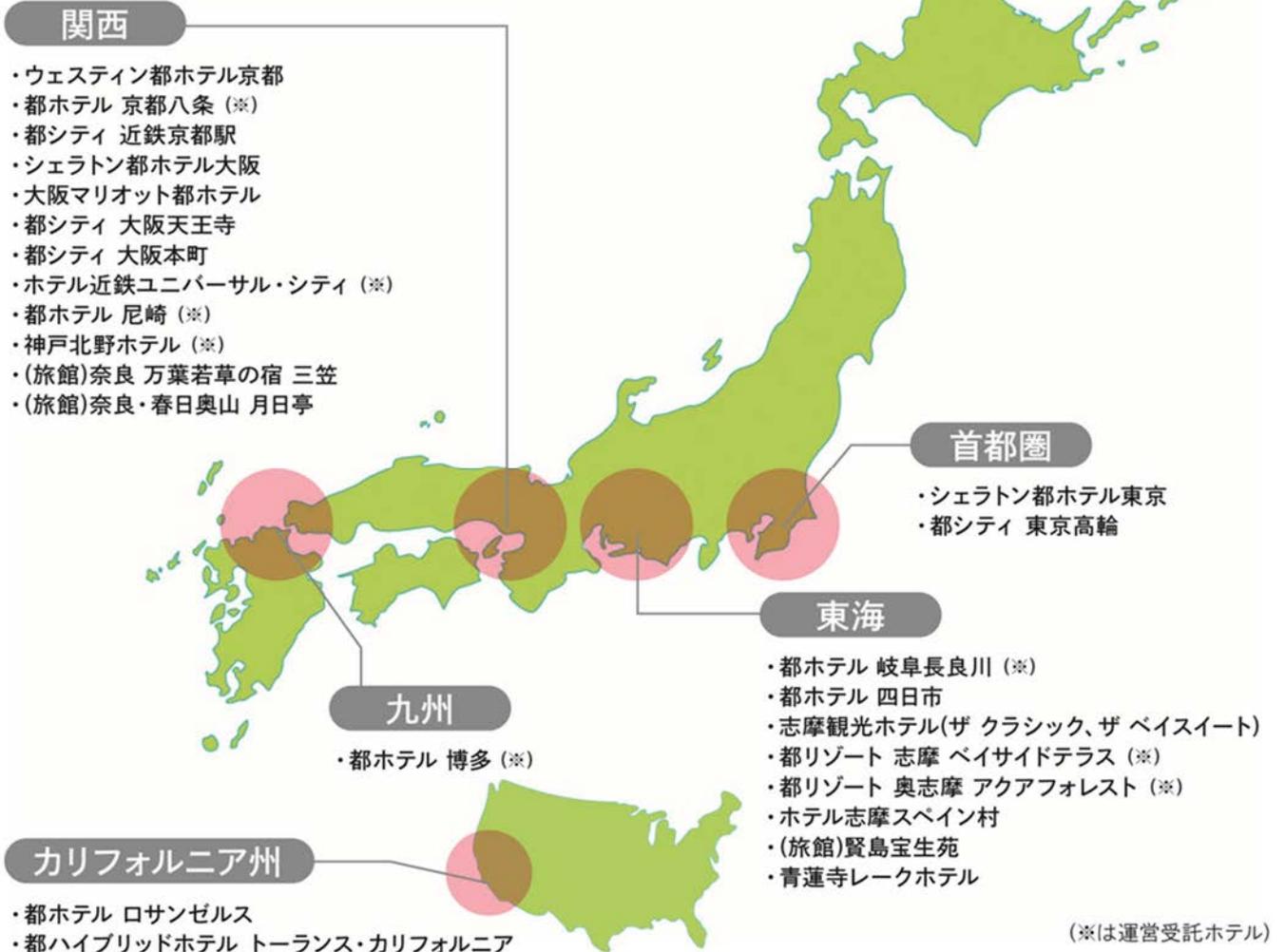
注1) KNT-CTホールディングスは近鉄グループホールディングスの連結子会社で、議決権の所有割合は67.0%（25/3期有価証券報告書より、間接所有分を含む）となっている





図表2-(5)-2. 都ホテルズ&リゾーツ加盟ホテル

(2024年3月現在)



(注1) 神戸北野ホテルは2024年11月30日に都ホテルズ&リゾーツとの加盟契約を終了  
 (注2) オリオンホテル モトブ リゾート&スパが都ホテルズ&リゾーツに25年7月から加盟  
 (出所) 近鉄グループホールディングスハンドブック

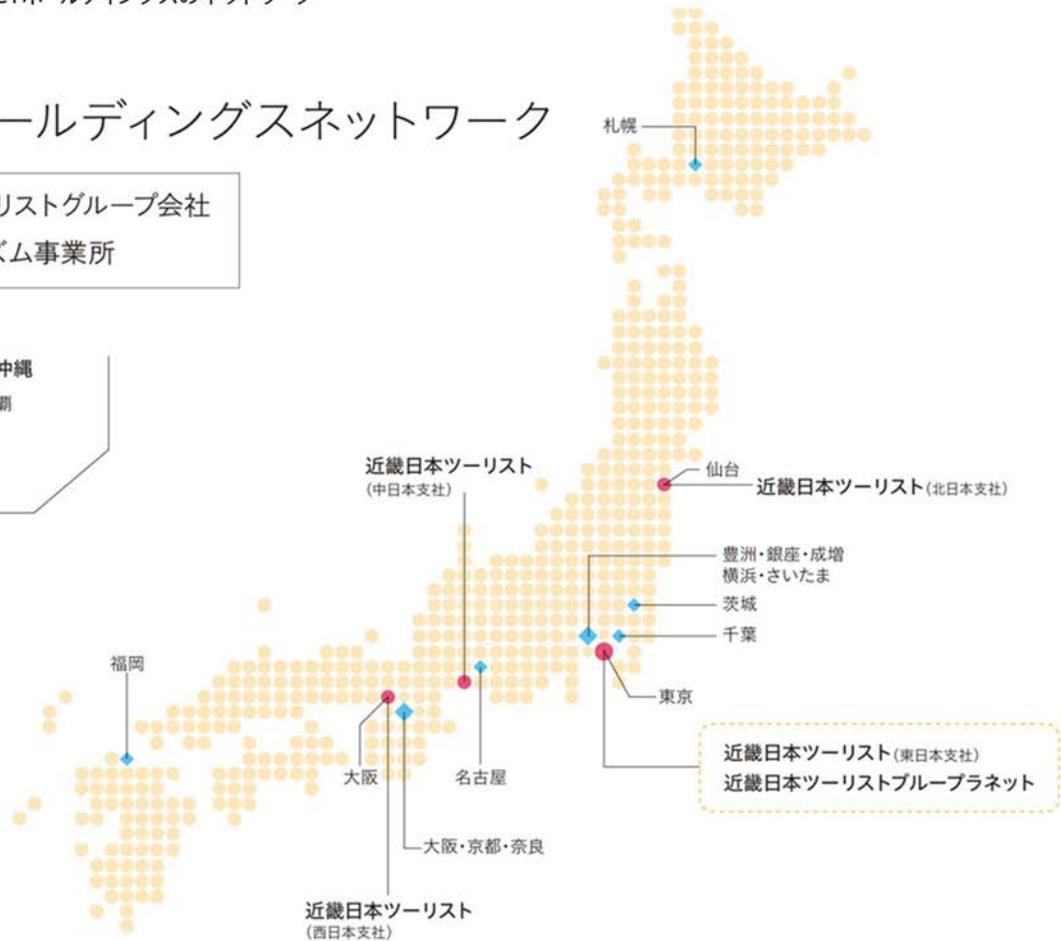
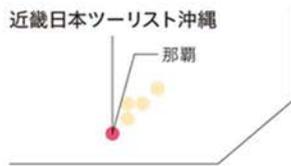




図表2-(5)-3. KNT-CTホールディングスのネットワーク

# KNT-CTホールディングスネットワーク

- 近畿日本ツーリストグループ会社
- ◆ クラブツーリズム事業所



## 海外グループ会社

KINTETSU INTERNATIONAL EXPRESS (U.S.A),INC.

台湾近畿国際旅行社股份有限公司

KINTETSU INTERNATIONAL EXPRESS (OCEANIA) PTY. LTD.

HOLIDAY TOURS MICRONESIA (GUAM),INC.

再保険引受業務

H&M INSURANCE HAWAII,INC.  
GRIFFIN INSURANCE CO., LTD.

(出所) 近鉄グループホールディングスハンドブック





図表2-(5)-4. 海遊館



(出所) 近鉄グループホールディングスハンドブック





図表2-(5)-5. 志摩スペイン村



(出所) 近鉄グループホールディングスハンドブック

志摩スペイン村 園内マップ





## (6) 国内

国内では、近畿・東海にまたがる鉄道の沿線でまちづくりを進め、様々な生活関連事業を展開。百貨店・商業施設、ホテル・旅館、レジャー施設を運営する。また、沿線外でもバスやタクシー、フェリー・ロープウェイ、百貨店、パーキングエリア・サービスエリア、ホテル・旅館といった事業を展開しており、事業エリアは国内各地に及ぶ。観光需要の拡大が見込まれる沖縄での事業展開にも注力しており、25年7月25日に沖縄北部で開業のテーマパーク「JUNGLIA OKINAWA」の開発・運営を行うジャパンエンターテイメントへ出資しているほか、沖縄との共存共栄を掲げるオリオンビールとの資本業務提携を結んでいる。また、近鉄グループホールディングスの持分法適用関連会社である三重交通グループホールディングスが、三重県を中心とした中部圏のほか、首藤圏、関西圏で事業を展開。バスの運行が中心の運輸に加え、不動産、流通、レジャー・サービスの各事業を手掛けている。

## (7) 海外

海外では、国際物流を中心にアジアや欧米など世界各地で事業を展開している。近鉄エクスプレスグループが日本・台湾・韓国、米州、欧州・中近東・アフリカ、東アジア、東南アジア・オセアニアの各地域で事業を展開するほか、KNT-CTホールディングスグループも海外に複数の拠点を持ち、訪日旅行や、現地でのオプションツアーなどを取り扱う。また、米国における事業展開として、カリフォルニア州ロサンゼルスで2軒のホテルと1棟のオフィスビルを所有運営。近鉄グループホールディングスの持分法適用関連会社である近畿車輛は、鉄道車両の製造をグローバルに展開している。





### 3. 業界環境・事業戦略

## グループ経営を強化しコングロマリット・プレミアムを創造

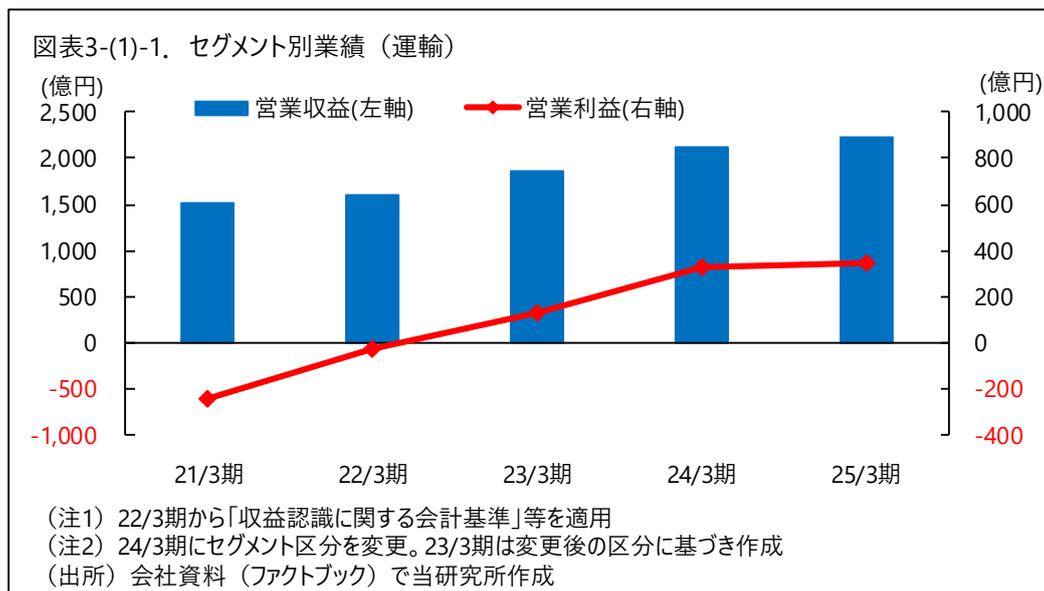
### (1) 業界環境

主要な事業セグメントである運輸、不動産、国際物流、流通、ホテル・レジャーの 5 つについて、それぞれの業界環境を解説する。

#### 「運輸」

当セグメントの中心となる鉄軌道事業の業界環境をみると、足元の需要は新型コロナウイルスの感染拡大による落ち込みから回復。ただ、中長期的にみると、沿線人口の減少やデジタル化の進展に伴う在宅勤務の増加などで、需要は伸び悩み傾向にある。

一方、鉄軌道事業は運営に多くの労働力や設備を要する産業で、労務単価の上昇や物価高がコストの増加要因となる。鉄道の運賃は認可制となっており、コストの増加に対応し柔軟に変更することができない。同社では、行政と協力した地域共創への取り組み、沿線魅力の創出・発信、魅力ある観光特急の導入などによる国内だけでなく訪日外国人客を含めた観光需要の喚起や、DX の推進による効率的な事業体制の構築などに取り組んでいる。

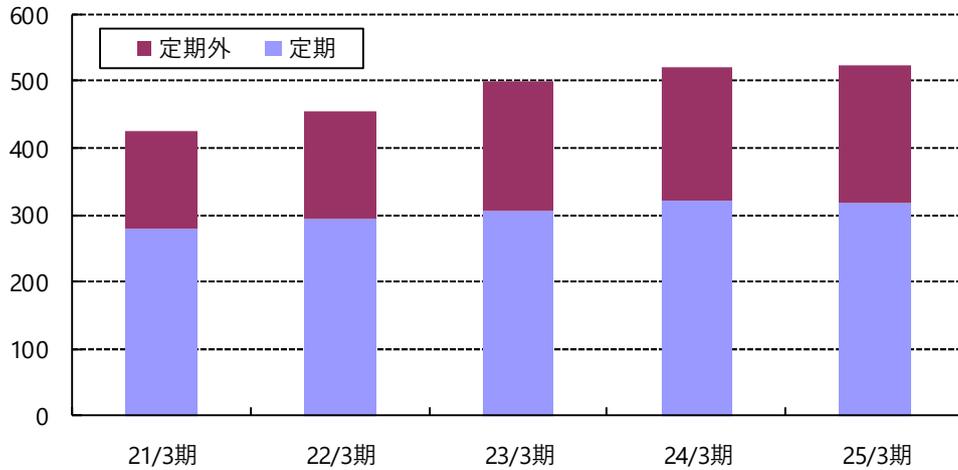




図表3-(1)-2. 近畿日本鉄道の旅客人員の推移

・定期外の旅客人員の増加が続いている

(百万人)

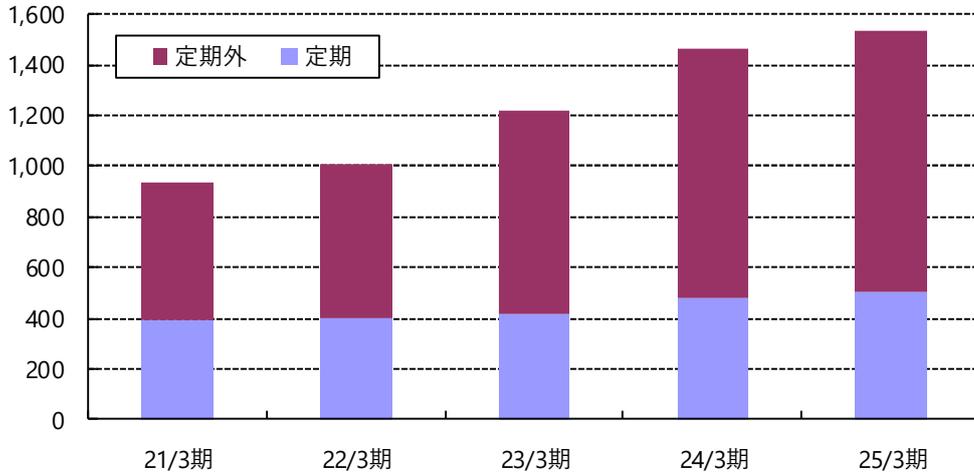


(出所) 会社資料 (ファクトブック) で当研究所作成

図表3-(1)-3. 近畿日本鉄道の旅客収入の推移

・旅客人員と異なり、収入ベースでは定期より定期外の方が多い  
 ・25/3期の旅客収入に占める定期外の割合は67%と大手私鉄のなかで高い水準にある

(億円)



(出所) 会社資料 (ファクトブック) で当研究所作成

「不動産」

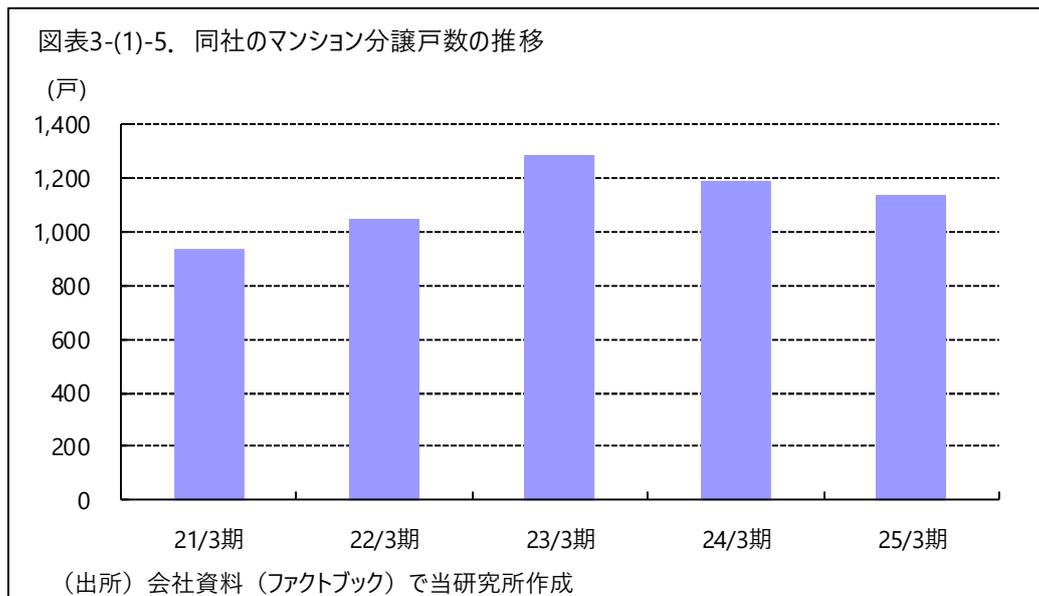
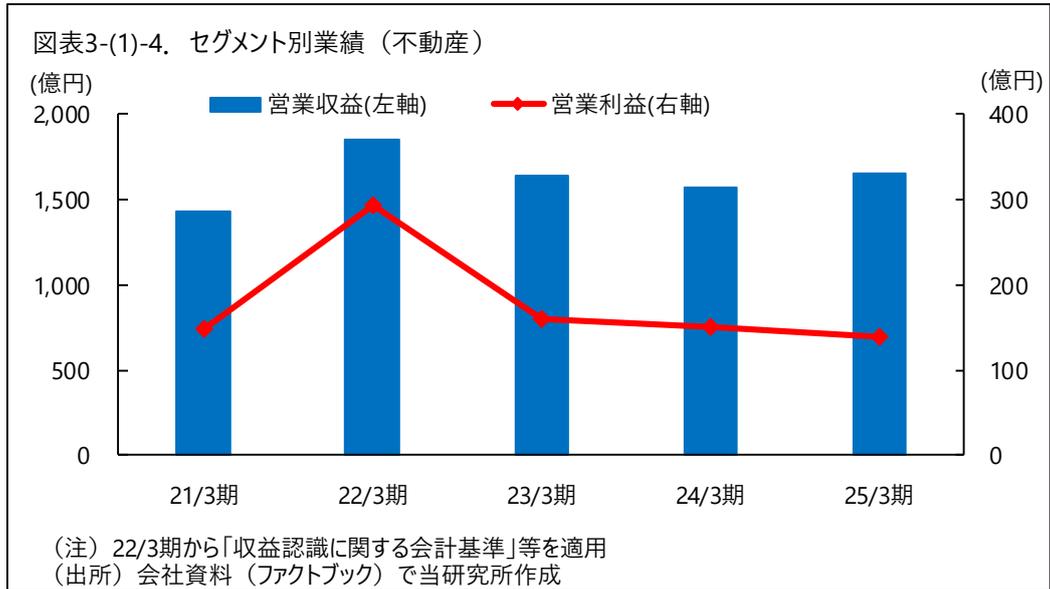
当セグメントに含まれる不動産販売業において同社は、東京、大阪、名古屋の3大都市圏を中心に事業を展開している。3大都市圏における分譲マンションの業界動向をみると、利便性の高い都心部の物件などに底堅い需要があるものの、価格上昇の影響などにより、足元のマンション販売は減少傾向にある。

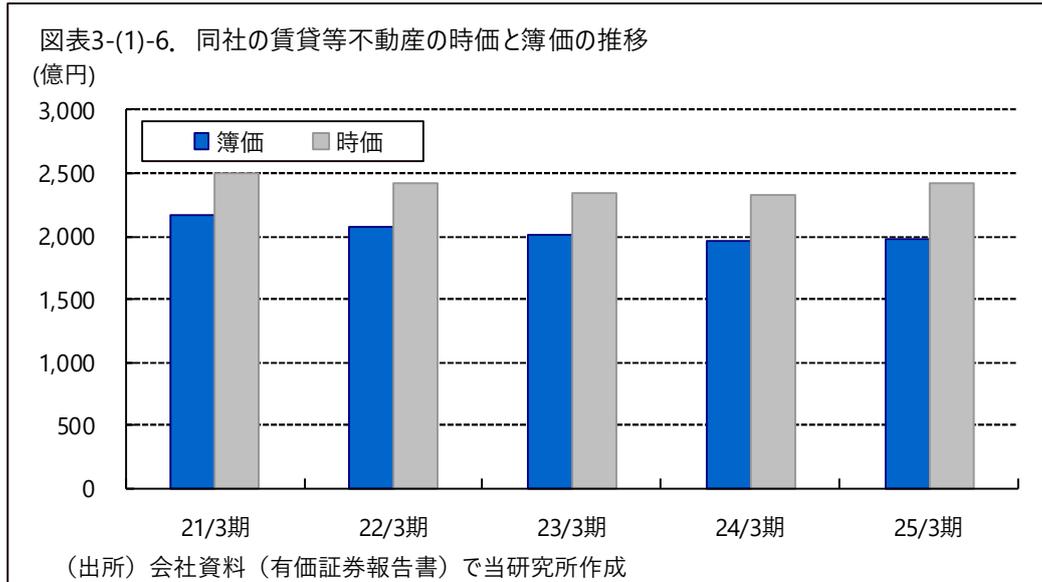
一方、不動産賃貸業において同社は、大阪阿部野橋、大阪難波、奈良の各ターミナルビルや沿線駅前の商業ビルを運営するほか、近畿圏、首都圏を中心にオフィスビルを展開しており、今後、首都圏でのアセットを活用





した事業強化も検討。同社が事業を展開するエリアにおいては、企業活動の活発化や訪日外国人客の増加などにより、オフィス、商業ともに賃貸需要は底堅く推移している。





「国際物流」

世界経済の動向により貿易量が増減し、当事業の需要は貿易量の増減の影響を受ける。需要は主要国における消費や生産、設備投資の増加を背景に、25/3 期は航空貨物を中心に物量は堅調に推移した。一方、当事業では輸送スペースを航空会社や海運会社から仕入れているが、仕入れ運賃は輸送スペースの需給の動向により変動する。25/3 期は E コマースの旺盛な輸送需要や海上輸送の混乱を背景に、航空、海上ともに仕入れ運賃が上昇。仕入れ運賃の上昇に対応した荷主からの受け取り運賃の引き上げが遅れたことで、営業減益を余儀なくされた。

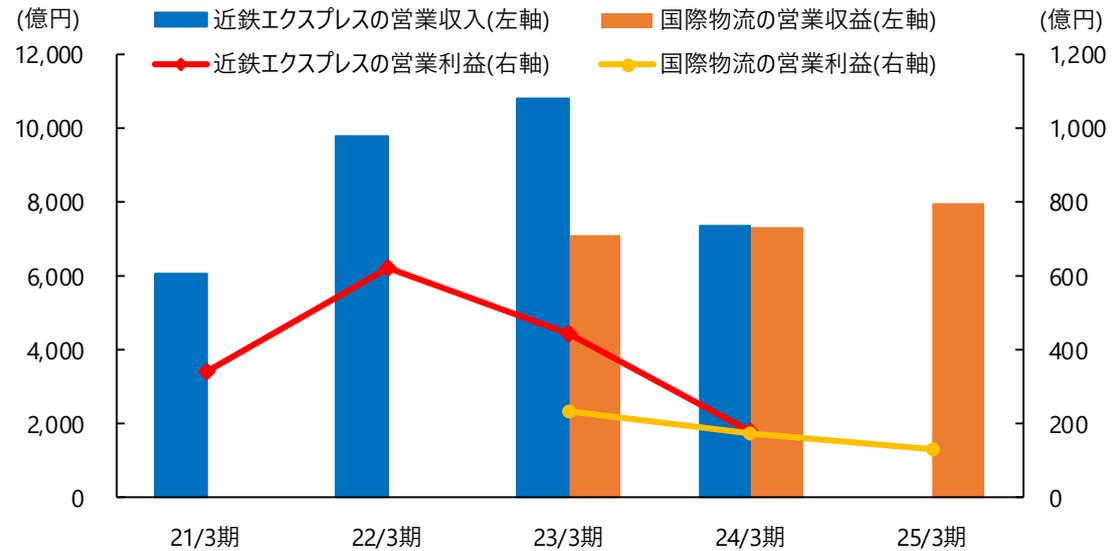
今後の需要動向をみると、米国の通商政策の影響により不透明な状況にある。同社では関税強化に伴うサプライチェーンの変化で新たな需要が発生する可能性があるとみており、ライトアセットを生かし、こうした需要を取り込む考え。例えば、米国が中国に高関税をかければ、中国から米国への輸出が減り、代わりに東南アジアからの輸出が増える可能性がある。ライトアセット経営を進めている同社は、こうしたトレードパターンの変化に柔軟に対応し、競争力の向上につなげる余地がある。また、荷主の置かれた事業環境をみると、米中対立や地政学リスクの高まりに伴い、調達から販売に至るまでのグローバルなサプライチェーンを見直す必要が生じている。サプライチェーン見直しのサポートを物流企業に求めるケースも出てくるとみられ、こうしたニーズの高まりは同社にとってビジネスチャンスになりうる。

なお、15 年 5 月に当時、近鉄グループホールディングスの持分法適用関連会社だった近鉄エクスプレスは、グローバルにロジスティクス事業を展開する APL ロジスティクス (本社シンガポール) を買収。また、近鉄グループホールディングスは 22 年 7 月に、近鉄エクスプレスを株式公開買付けにより完全子会社化した。これに伴い 25/3 期末時点において、近鉄グループホールディングスの連結財務諸表で買収に関連する固定資産 2697 億円 (顧客関連資産 426 億円、商標権 343 億円およびのれん 560 億円を含む) が計上されている。



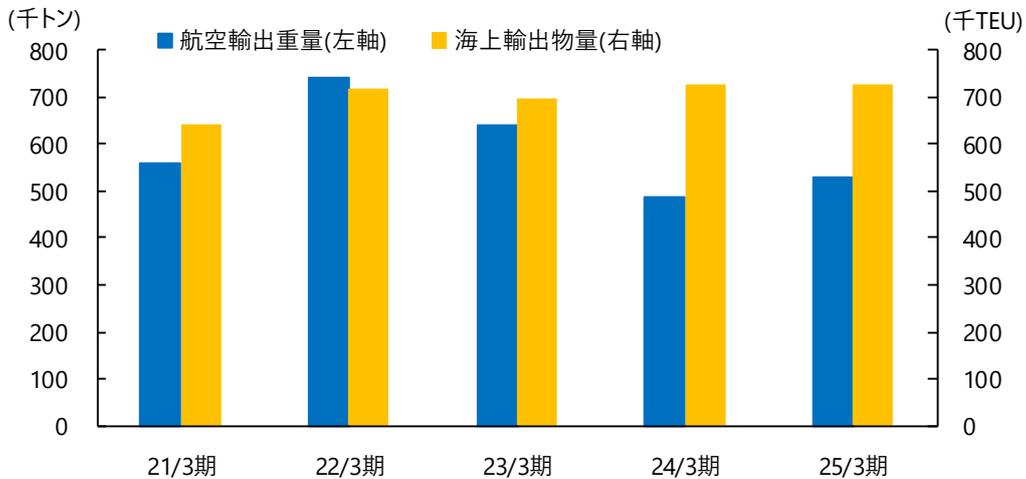


図表3-(1)-7. セグメント別業績（国際物流）



(注1) 22/3期から「収益認識に関する会計基準」等を適用  
 (注2) 近鉄エクスプレスは24/3期まで有価証券報告書を提出  
 (注3) 近鉄エクスプレスを22年7月に完全子会社化。このため、近鉄グループホールディングスの23/3期の国際物流の営業収益と営業利益には近鉄エクスプレスの1Qの業績は反映されていない  
 (出所) 会社資料（ファクトブック）、近鉄エクスプレスの有価証券報告書で当研究所作成

図表3-(1)-8. 近鉄エクスプレスの取扱物量の推移



(出所) 会社資料（近鉄エクスプレスホームページ）で当研究所作成

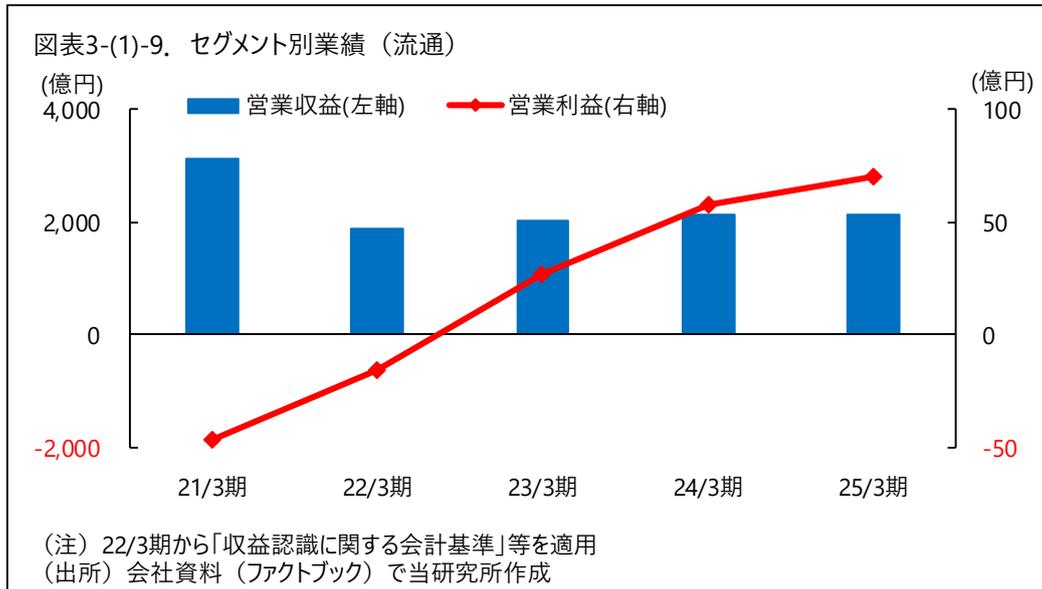
「流通」

当セグメントに含まれる百貨店、ストア・飲食の各事業は、需要が日本人や訪日外国人客の消費の動向に応じて増減する。需要は、新型コロナウイルスの感染拡大で落ち込んだ人流の回復や、訪日外国人客の増加により足元で堅調に推移しているものの、物価高の影響もあり当事業の営業収益は大きな伸びには至っていない。ただ、コスト削減などにより営業利益は改善傾向にある。また、ストア・飲食業のなかのスーパーマーケット業は、同





業との競争激化や人件費などのコスト増加により、厳しい事業環境に置かれている。スーパーマーケット業を手掛ける近商ストアは、他社との差別化のため、価格に比重を置いた訴求から、プライベートブランド「ハーバスクオリティ」の商品開発などにより、価値に比重を置いた訴求への転換を進めている。



### 「ホテル・レジャー」

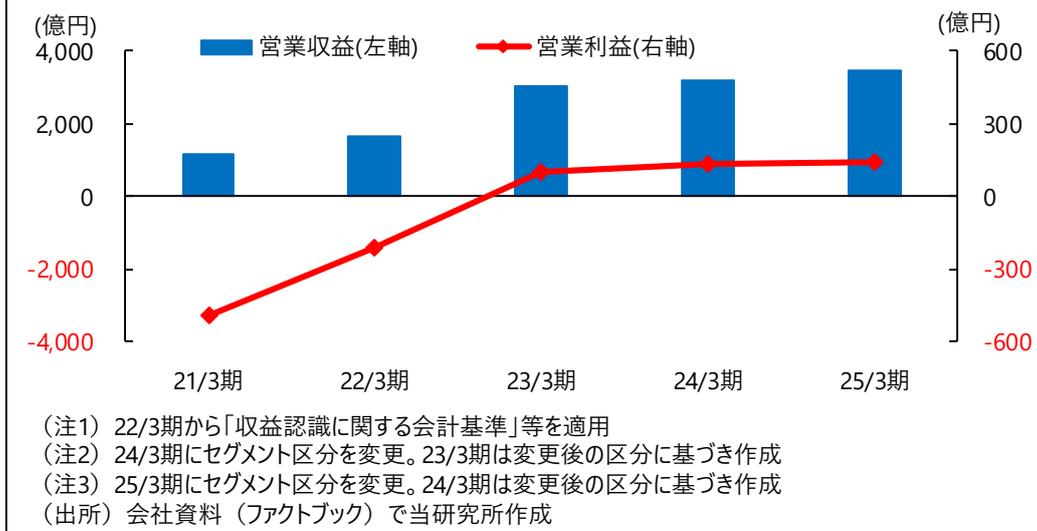
当セグメントに含まれるホテル業および旅行業は、需要が国内外の顧客の旅行・観光消費や、企業の出張の動向に左右される。需要は新型コロナウイルスの感染拡大で落ち込んだ人流の回復や、訪日外国人客の増加、コト消費の活発化に伴い足元で堅調に推移している。

なお、旅行業を手掛ける KNT-CT ホールディングスは新型コロナウイルスの感染拡大の影響などで一時債務超過に陥ったが、種類株式の発行や事業構造改革の実施、需要の回復に伴い、22/3 期以降は債務超過を解消し、25/3 期の営業利益は 60 億円と、新型コロナウイルスの感染拡大前の 19/3 期の水準（25 億円）を上回っている。





図表3-(1)-10. セグメント別業績 (ホテル・レジャー)





## (2) 競合状況

日本の多くの鉄道会社は事業を多角化しており、鉄道を含めた多くの事業で同業が競合会社となっているほか、不動産や国際物流、百貨店、ホテル、旅行などの事業で専業と競合している。以下、競合状況について解説する。

### 「鉄道会社との競合」

鉄道や不動産、流通事業では、主に近畿・東海を地盤とする鉄道会社と競合する。国際物流事業も一部の鉄道会社と競合するほか、ホテルや旅行業では関東圏を含めた多くの鉄道会社が競合となる。

### 「鉄道会社以外との競合」

不動産事業では、マンション販売で野村不動産ホールディングス、三井不動産、三菱地所、住友不動産などと競合関係にある。国際物流事業では、M&A を活用した成長戦略を進めている NIPPON EXPRESS ホールディングスや、日本郵船傘下の郵船ロジスティクスが競合会社となる。流通事業では、J. フロント リテイリング、高島屋、エイチ・ツー・オー リテイリング、ライフコーポレーション、万代、オークワなどと競合関係にある。ホテル業では、ヒルトン・グループ、インターコンチネンタルホテルズ & リゾーツ、ハイアットホテルズコーポレーション、オークラニックホテルズ、三井不動産ホテルマネジメントなどと競合。旅行業では、JTB や日本旅行、エイチ・アイ・エスなどと競合関係にある。





「鉄道大手 19 社の比較」

業界内での同社の位置付けを明確にするため、鉄道大手 19 社の比較をまとめた。連結営業収益および営業収益構成の比較は図表 3-(2)-1 の通りで、同社の連結営業収益の水準は鉄道大手 19 社中 3 位、JR 以外の私鉄 15 社のなかではトップとなっている。また、同社の連結営業収益に占める運輸以外の事業の比率は 88%で、鉄道大手 19 社中トップの水準。鉄道を中心とした運輸業への依存が低く、ポートフォリオの分散、多角化ができています。

一方、連結営業利益および利益構成の比較は図表 3-(2)-2 の通りで、同社の連結営業利益の水準は鉄道大手 19 社中 8 位、私鉄 15 社のなかでは 5 位となっている。また、同社の連結営業収益に占める運輸以外の事業の比率は 59%で、鉄道大手 19 社中 11 位の水準となっている。なお、西武ホールディングスは 25/3 期に大型物件の流動化に伴う利益の計上があり、その分連結営業利益や連結営業利益に占める運輸以外の事業の割合が高めに出ている。

図表3-(2)-1. 連結営業収益および営業収益構成の比較 (25/3期)

事業	連結 営業収益 (億円)	連結営業収益に 占める運輸業の 割合	連結営業収益に 占める運輸以外の 事業の割合
東日本旅客鉄道	28,876	63%	37%
東海旅客鉄道	18,318	74%	26%
近鉄グループホールディングス	17,418	12%	88%
西日本旅客鉄道	17,079	59%	41%
阪急阪神ホールディングス	11,069	18%	82%
東急	10,550	20%	80%
西武ホールディングス	9,011	16%	84%
名古屋鉄道	6,907	22%	78%
東武鉄道	6,315	30%	70%
九州旅客鉄道	4,544	30%	70%
京王電鉄	4,529	26%	74%
西日本鉄道	4,435	17%	83%
小田急電鉄	4,227	40%	60%
東京地下鉄	4,078	90%	10%
京成電鉄	3,193	55%	45%
京阪ホールディングス	3,135	27%	73%
京浜急行電鉄	2,939	36%	64%
相鉄ホールディングス	2,922	14%	86%
南海電気鉄道	2,608	38%	62%

(注1)運輸業には鉄道やバス、タクシーなどの事業、運輸以外の事業には不動産や流通、物流、ホテル・レジャーなどの事業が含まれる

(注2)東急、名古屋鉄道、小田急電鉄、京浜急行電鉄は交通、西日本旅客鉄道はモビリティ、阪急阪神ホールディングスは都市交通、西武ホールディングスは都市交通・沿線、九州旅客鉄道は運輸サービスを、それぞれ運輸業として集計

(注3)連結営業収益に占める割合は内部取引を含むベースで算出

(出所)各社資料で当研究所作成





図表3-(2)-2. 連結営業利益および利益構成の比較 (25/3期)

事業	連結 営業利益 (億円)	連結営業利益に 占める運輸業の 割合	連結営業利益に 占める運輸以外の 事業の割合
東海旅客鉄道	7,028	92%	8%
東日本旅客鉄道	3,768	46%	54%
西武ホールディングス	2,927	4%	96%
西日本旅客鉄道	1,802	68%	32%
阪急阪神ホールディングス	1,109	29%	71%
東急	1,035	28%	72%
東京地下鉄	869	85%	15%
近鉄グループホールディングス	844	41%	59%
東武鉄道	746	41%	59%
九州旅客鉄道	590	20%	80%
京王電鉄	541	29%	71%
小田急電鉄	514	52%	48%
名古屋鉄道	421	46%	54%
京阪ホールディングス	421	29%	71%
相鉄ホールディングス	378	13%	87%
京成電鉄	360	58%	42%
京浜急行電鉄	356	52%	48%
南海電気鉄道	347	38%	62%
西日本鉄道	267	18%	82%

(注1)運輸業には鉄道やバス、タクシーなどの事業、運輸以外の事業には不動産や流通、物流、ホテル・レジャーなどの事業が含まれる

(注2)東急、名古屋鉄道、小田急電鉄、京浜急行電鉄は交通、西日本旅客鉄道はモビリティ、阪急阪神ホールディングスは都市交通、西武ホールディングスは都市交通・沿線、九州旅客鉄道は運輸サービスを、それぞれ運輸業として集計

(注3)連結営業利益に占める割合は全社費用等控除前の利益をベースに算出

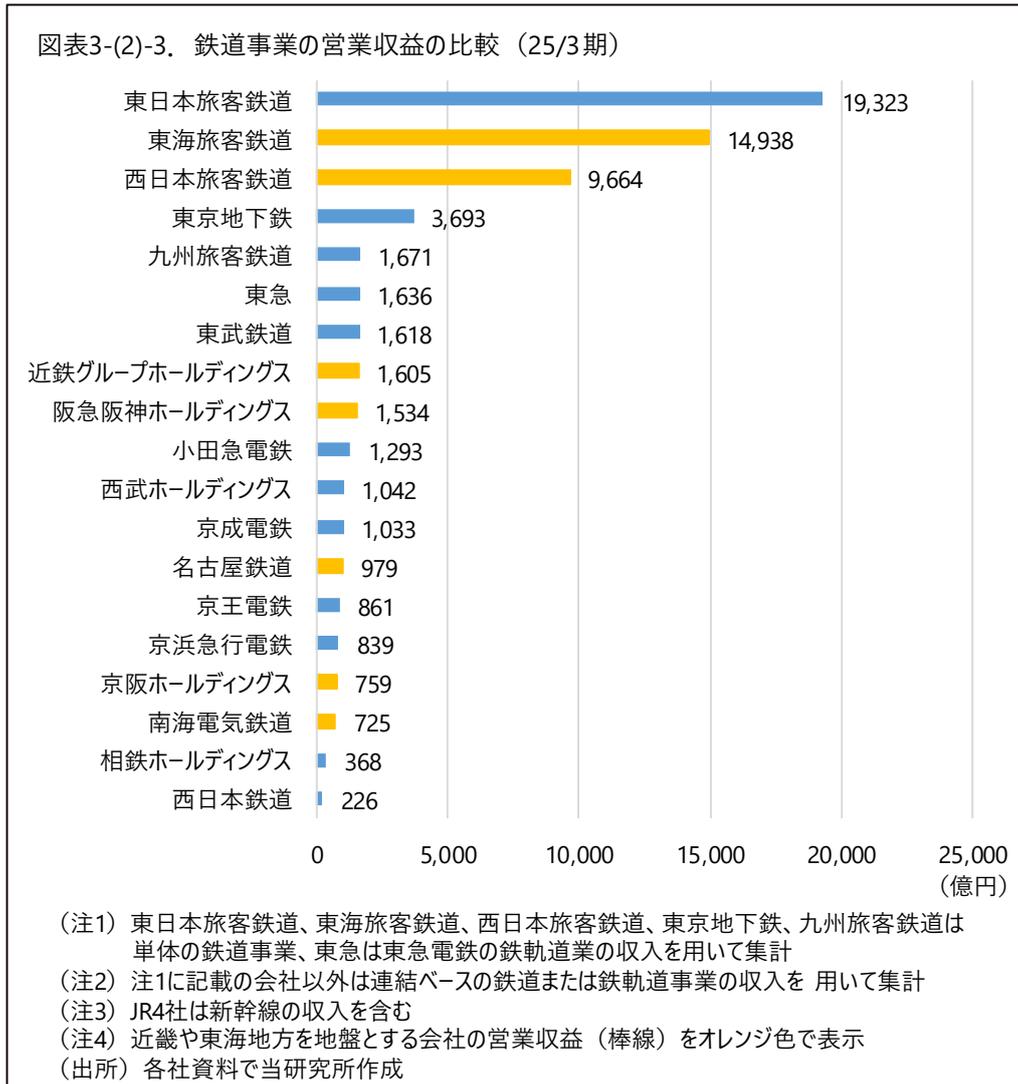
(出所)各社資料で当研究所作成





「事業別の営業収益の比較」

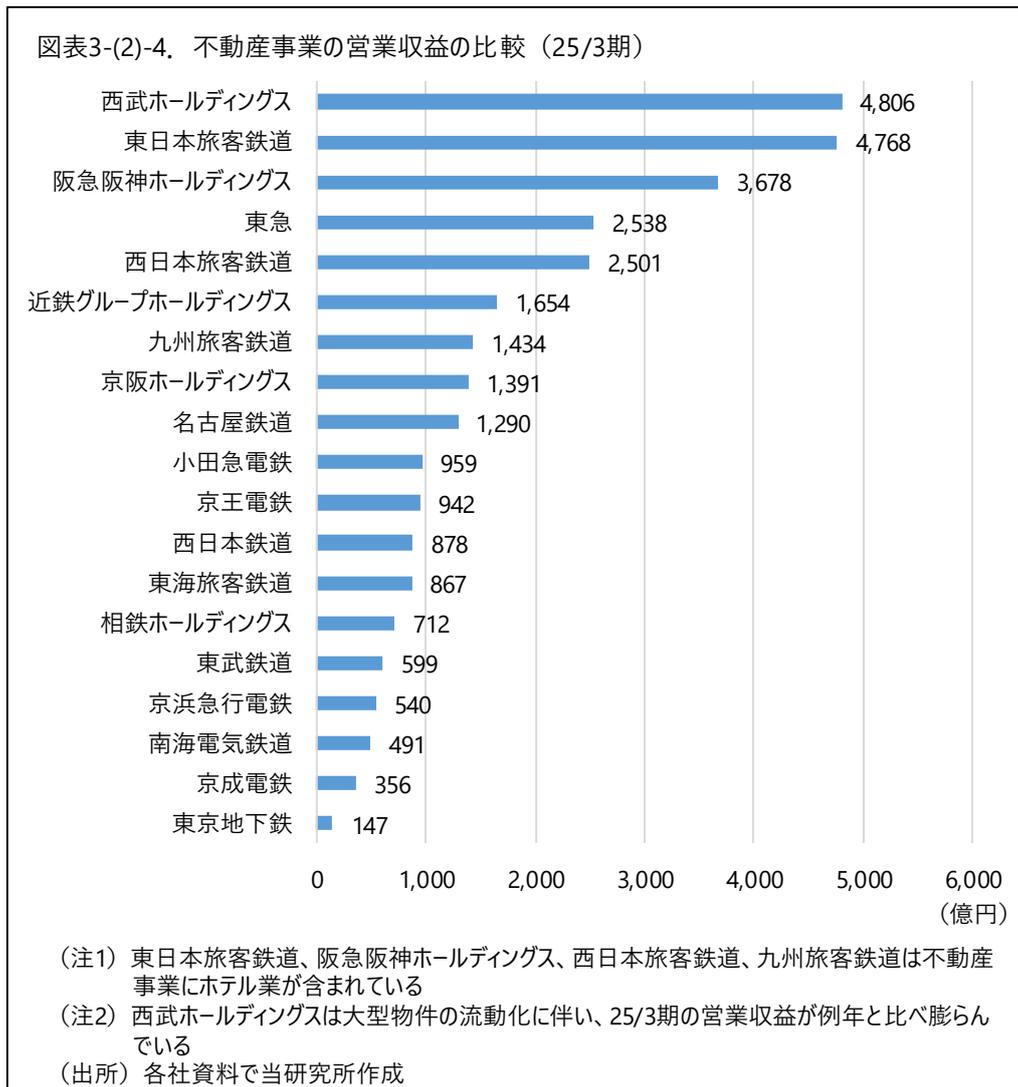
各事業における業界内での同社の位置付けを明確にするため、主な事業の営業収益について、同業との比較をまとめた。鉄道事業の営業収益については、図表 3-(2)-3 の通りで、JR 系や東京地下鉄が上位を占め、同社は鉄道大手 19 社中 8 位だが、魅力ある観光特急の効果もあり、私鉄 15 社のなかでは 4 位となっている。図表 3-(2)-3 では近畿や東海地方を地盤とする会社の営業収益（棒線）をオレンジ色で示した。競合状況を見ると、東海旅客鉄道は大阪-名古屋間などの輸送で同社と競合する路線を持つほか、西日本旅客鉄道は大阪-奈良間などの輸送で同社と競合する路線を持っている。





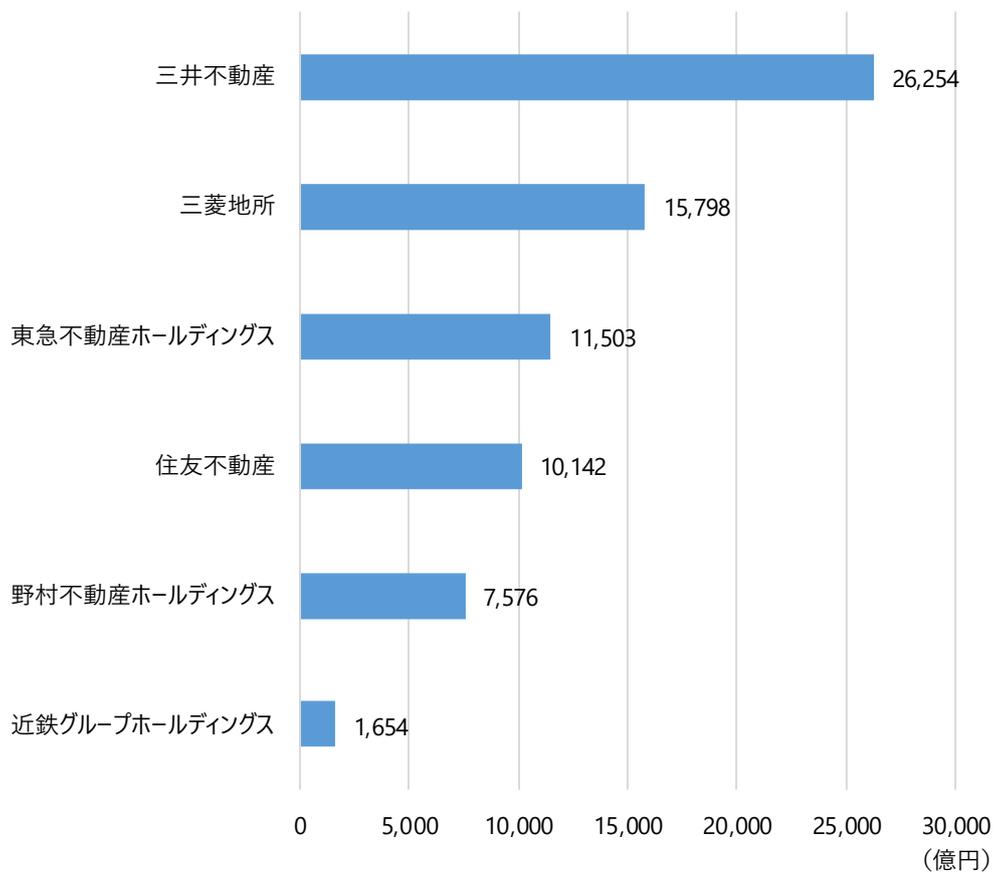
不動産事業の営業収益は図表 3-(2)-4 の通り。当事業に含まれる業務が各社で異なるため、単純比較はできないものの、近畿圏での分譲マンションの高いプレゼンス（2024 年の分譲マンション発売戸数は近畿圏 6 位、全国 16 位。不動産経済研究所調べ）もあり、同社は鉄道大手 19 社中で 6 位となっている。なお、首位の西武ホールディングスは、25/3 期に大型物件の流動化に伴う収入計上があり、その分営業収益が高めに出ている。また、専業との比較は図表 3-(2)-5 の通りで、全国展開する大手専業の存在感が高くなっている。

同社が強みを持つ近畿圏でのマンション販売における競争状況をみると、鉄道系では阪急阪神ホールディングス、名古屋鉄道、京阪ホールディングス、西日本旅客鉄道、南海電気鉄道などが、専業では野村不動産ホールディングス、三井不動産、住友不動産、三菱地所などが競合企業となっている。





図表3-(2)-5. 専業との不動産事業の営業収益の比較 (25/3期)

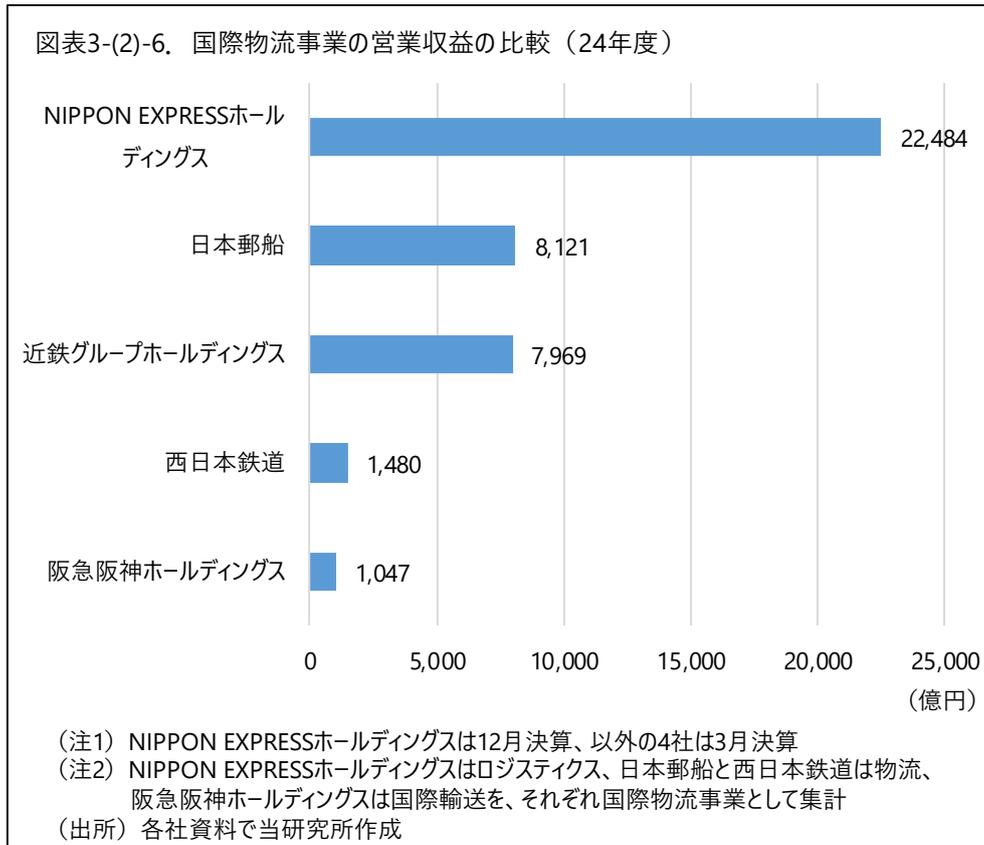


(注) 専業5社は連結全体の収入、近鉄グループホールディングスは不動産事業の収入を用いて集計  
(出所) 各社資料で当研究所作成





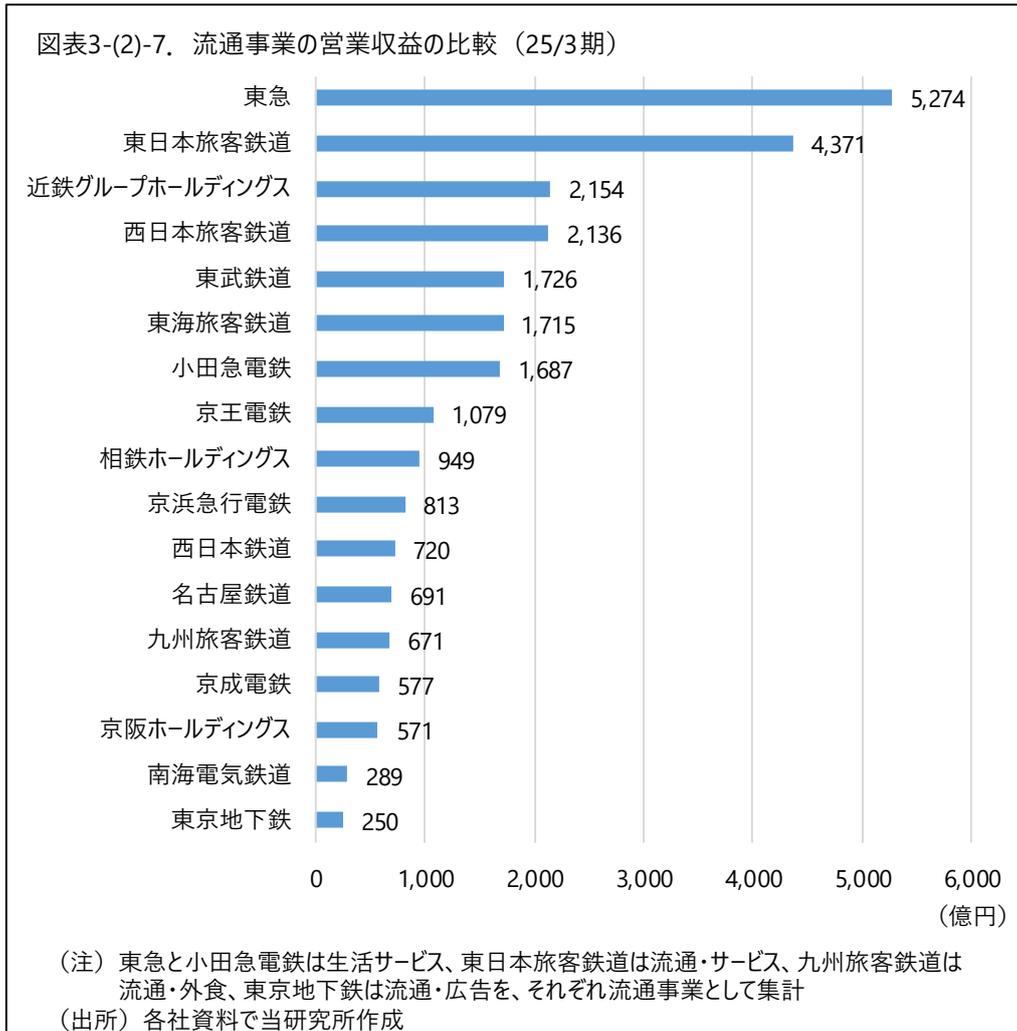
国際物流事業の営業収益は図表 3-(2)-6 の通り。総合物流企業の NIPPON EXPRESS ホールディングスが首位になっているが、同社は鉄道系のなかではトップの位置を占めている。





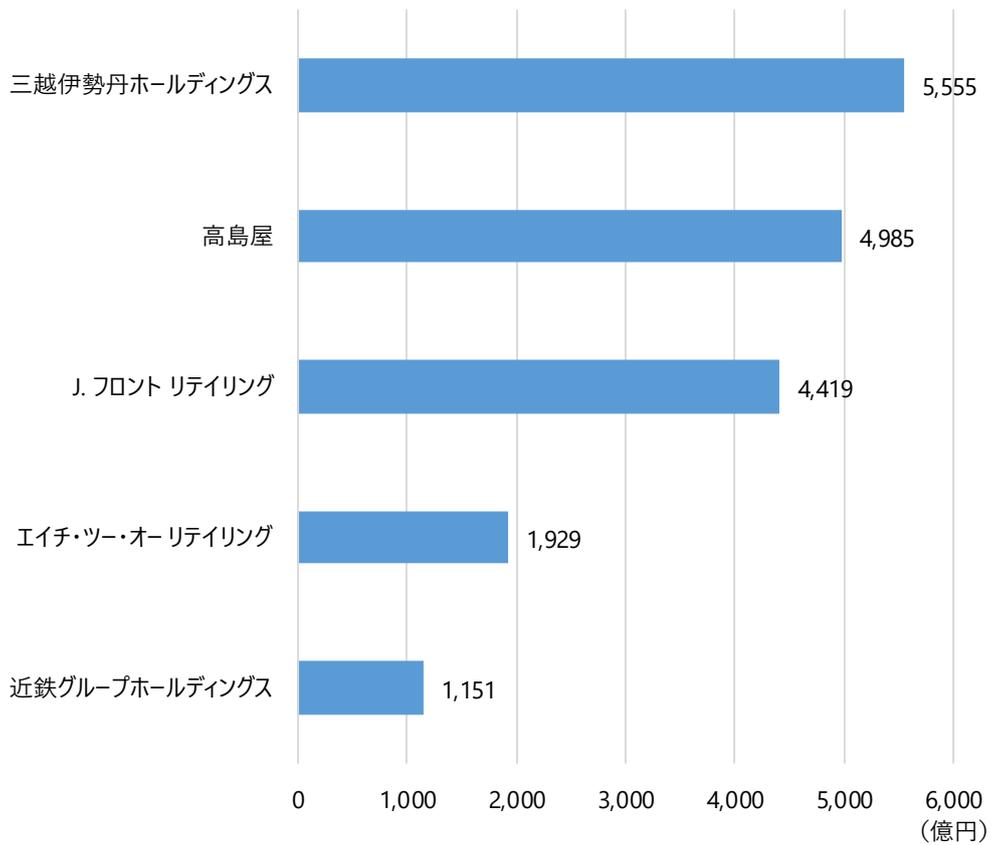
流通事業の営業収益は図表 3-(2)-7 の通り。当事業に含まれる業務が各社で異なるため、単純比較はできないものの、旗艦店「あべのハルカス近鉄本店」を軸に同社は、流通事業を手掛ける鉄道大手 17 社中で 3 位となっている。また、流通事業のなかの百貨店業の専業との比較は図表 3-(2)-8 の通りで、三越伊勢丹ホールディングスや高島屋、J. フロント リテイリングの存在感が高くなっている。

同社が出店する近畿圏における百貨店業の競争状況をみると、阪急本店などを運営するエイチ・ツー・オー リテイリング、大阪高島屋などを運営する高島屋、大丸心斎橋店などを運営する J. フロント リテイリングが競合企業となっている。





図表3-(2)-8. 専業との百貨店業の営業収益の比較 (24年度)



(注1) J. フロント リテイリング、高島屋は2月決算、以外の3社は3月決算

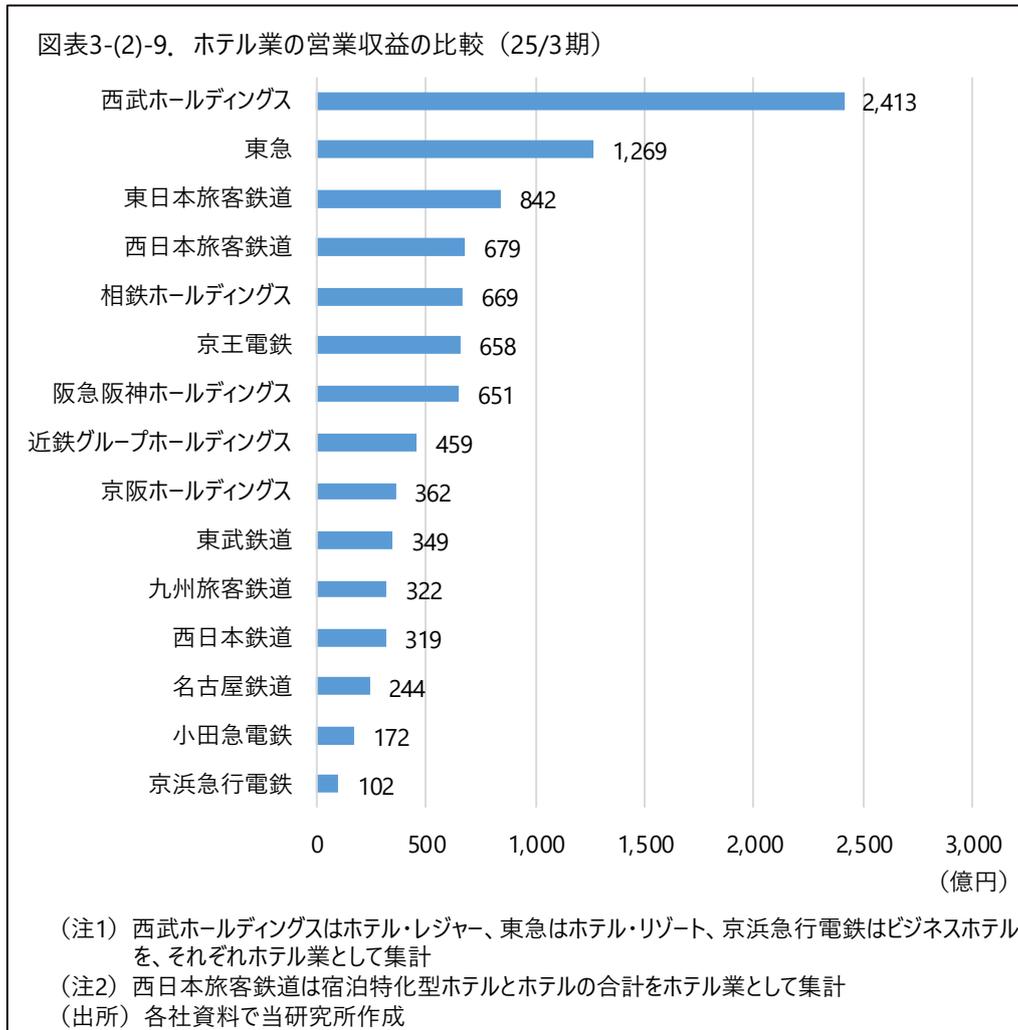
(注2) J. フロント リテイリング、高島屋、三越伊勢丹ホールディングスは連結全体、  
エイチ・ツー・オー リテイリングは百貨店事業、近鉄グループホールディングスは  
近鉄百貨店 (2月決算) の収入を集計

(出所) 各社資料で当研究所作成



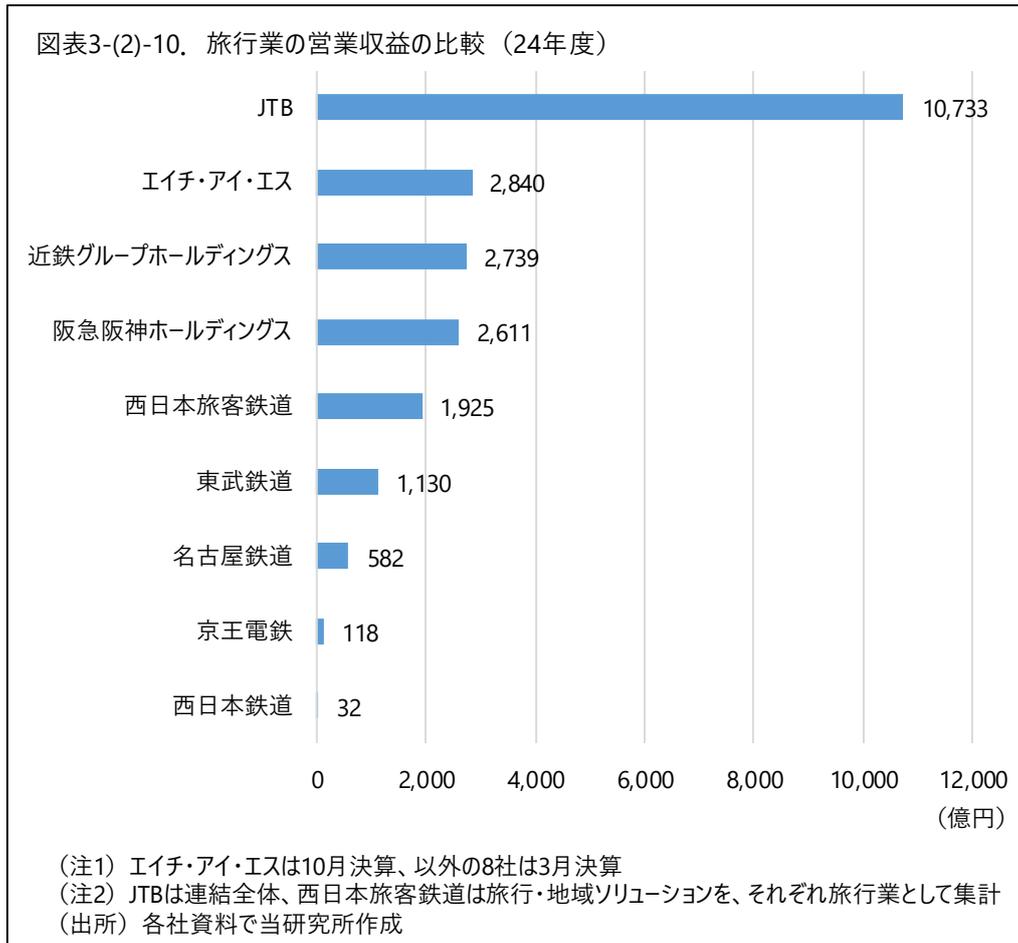


ホテル業の営業収益は図表 3-(2)-9 の通り。同社は所有・直営型と運営受託型の二極化経営によるバランスを図るなか、ホテル業を手掛ける鉄道大手 15 社中で 8 位となっている。当事業では、店舗毎に競合が異なり、例えば同社が運営するシェラトン都ホテル東京は、東京マリオットホテル、グランドプリンスホテル新高輪、ウェスティン東京などが競合するホテルとなっている。





旅行業の営業収益は図表 3-(2)-10 の通り。JTB が首位になっているが、同社は鉄道系のなかではトップの位置を占めている。



### (3) 事業戦略

「近鉄グループ長期ビジョン 2035」

#### 不動産や国際物流が成長の牽引役

同社は 25 年 3 月、超長期的に近鉄グループが目指す方向性を明示した上で、長期的に「ありたい姿」を取りまとめた「近鉄グループ長期ビジョン 2035」を策定した。長期ビジョンとして「グループ総力の結集と果敢なチャレンジにより、国内外での暮らし・交流を支えるビジネスを柱に、持続的に価値を創造する企業グループへ進化」を掲げる。事業環境が大きく変化するなか、各事業の強化とグループ経営強化のための共通基盤を整備し、果敢なチャレンジをすることで、コングロマリット・プレミアムを創造し、様々なステークホルダーからの期待に応える。新たに ROIC 等の資本収益性に関する経営指標を導入し、資本コスト・効率をより意識した経営および経営資源のアロケーションの最適化を推進することにより、利益水準の向上を目指す。運輸事業など成長の源泉となる事業で安定的な収益を確保する一方、成長の牽引役と位置付ける不動産と国際物流事業や、成長への架け橋と位

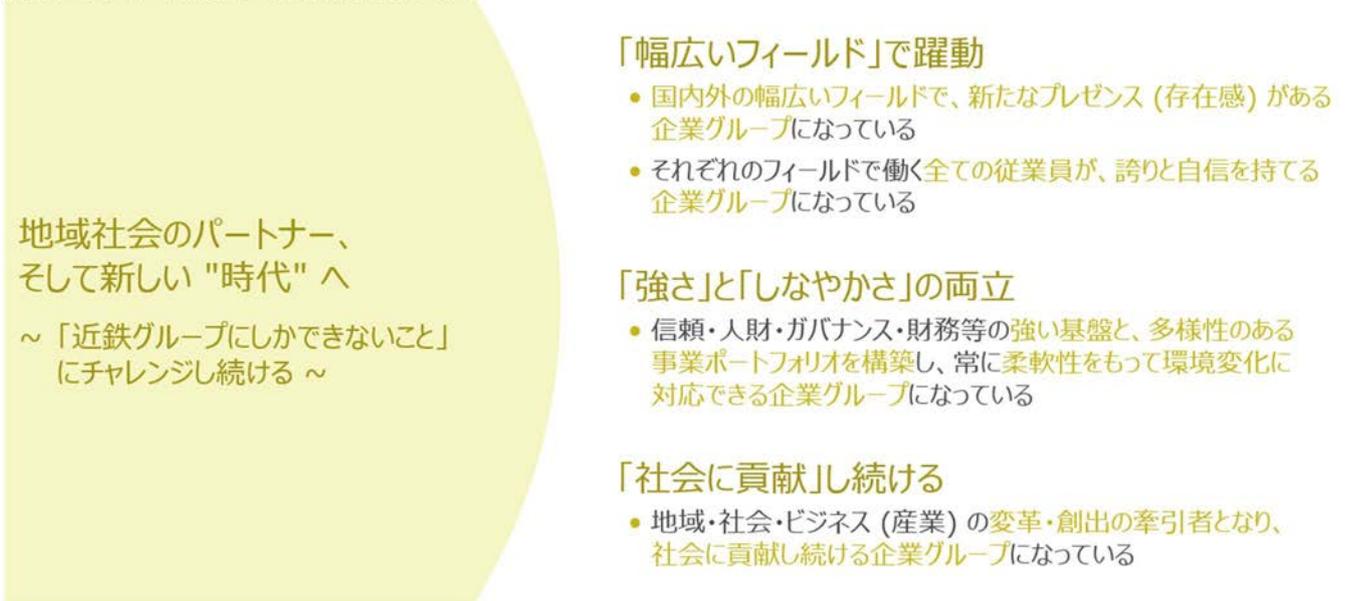




置付ける旅行とホテル業の拡大を図る。

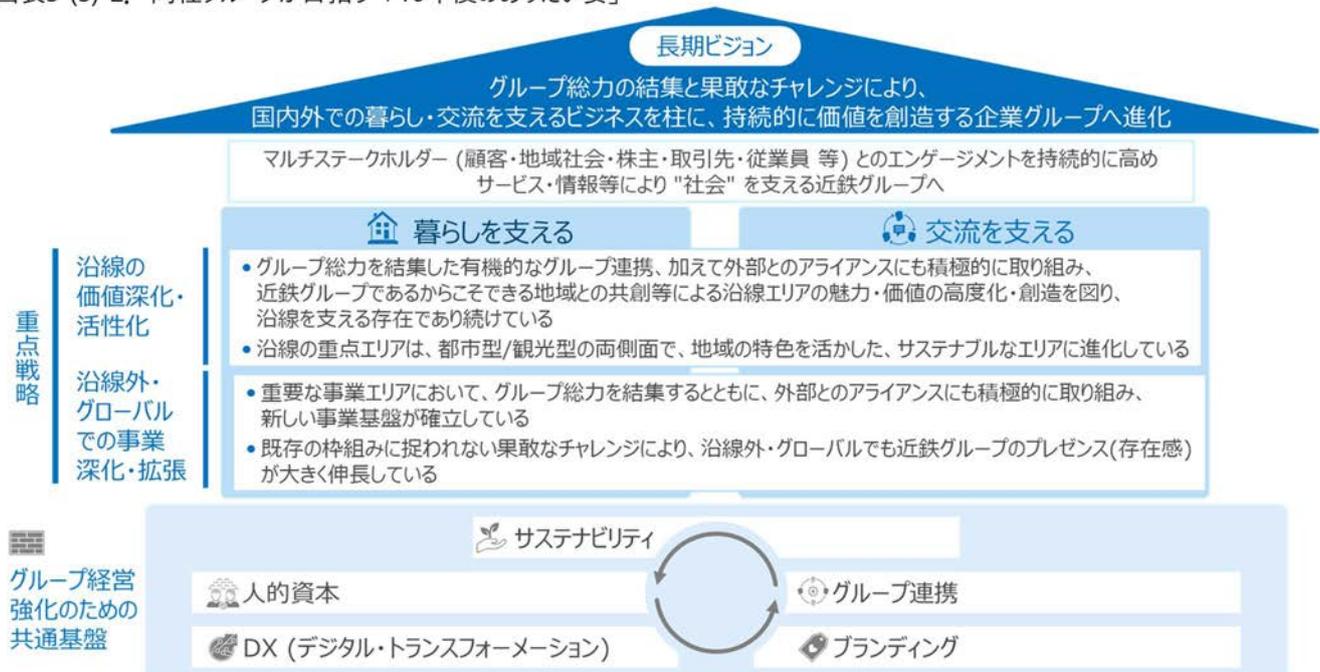
同社の若井社長は「沿線のポテンシャルの最大化や、沿線外・グローバル事業の拡大などの成長戦略を進める」と強調。また、コングロマリット・プレミアムの創造について「事業の裾野が比較的広いのが我々の特徴。持株会社がイニシアティブをとりグループの力をさらに発揮していく」としている。

図表3-(3)-1. 同社グループが目指す方向性



(出所) 会社資料 (近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028)

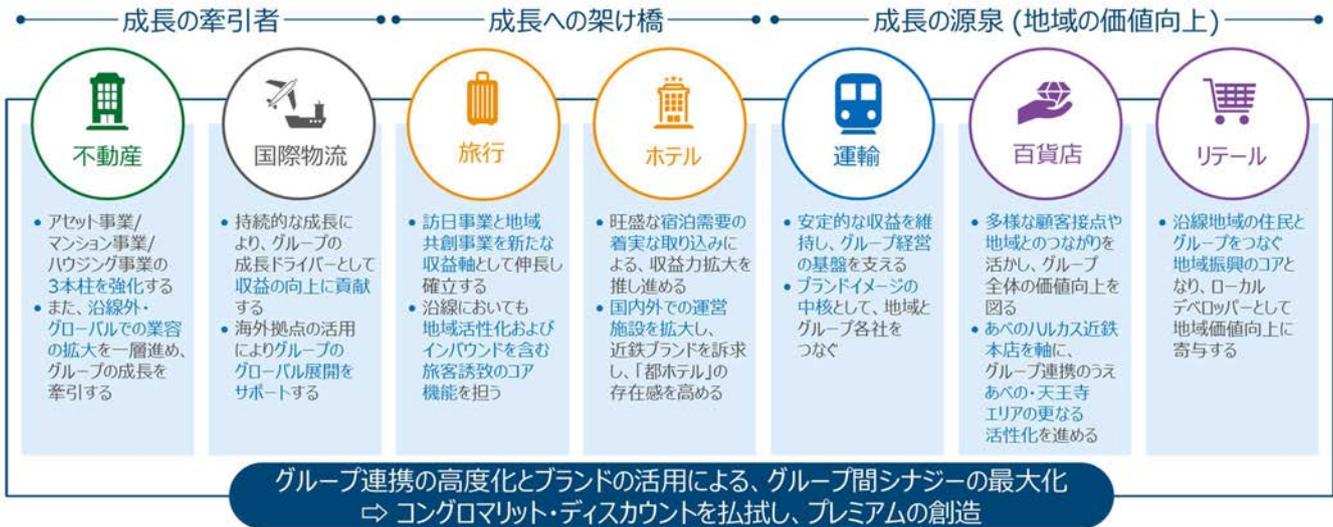
図表3-(3)-2. 同社グループが目指す「10年後のありたい姿」



(出所) 会社資料 (近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028)



図表3-(3)-3. 主要事業の役割



(出所) 会社資料 (近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028)

### 沿線の価値深化、沿線外での事業拡大に注力

長期ビジョン実現のための重点戦略に「沿線の価値深化・活性化」、「沿線外・グローバルでの事業深化・拡張」を掲げる。「沿線の価値深化・活性化」として、「あべの上本町・なんばの魅力拡充」、「伊勢志摩のブランド力強化」、「夢洲周辺ベイエリア開発による事業拡大」、「インバウンド需要の取込み拡大」に注力。また、「沿線外・グローバルでの事業深化・拡張」として、「首都圏等沿線外での事業基盤強化、事業ドメイン拡大」、「グローバルでの事業の深化・拡大、プレゼンスの向上」に取り組む。



図表3-(3)-4. 重点戦略

<b>A</b> 沿線の価値深化・活性化 ・近鉄グループであるからこそできる、心が躍る沿線価値を創造	<b>1</b> あべの・上本町・なんばの魅力拡充	あべの・上本町・なんばを大阪の「住みたい・行きたい」一大広域エリアへ ・地域社会の伝統や特色を活かし、定住および交流人口の増加を企図 ・あべのハルカス周辺のグループアセットの高度活用、周辺施設・地域社会との連携体制構築
	<b>2</b> 伊勢志摩のブランド力強化	伊勢志摩を多様性と上質感に磨きかけた付加価値の高いエリアへ ・多くの参拝者が訪れる20年に1度の神宮式年遷宮や将来的な品川-名古屋間のリニア中央新幹線開業を好機と捉え、伊勢志摩がもつ「多様性」と「上質感」に磨きかけるブランディングを推進
	<b>3</b> 夢洲周辺ベイエリア開発による事業拡大	夢洲周辺ベイエリアを新たなビジネスチャンス創出の場へ ・ベイエリアと沿線をつなぐ夢洲直通列車の導入による沿線誘客や、大阪IR（株）への出資（予定）を基盤に新たな事業機会の取込み
	<b>4</b> インバウンド需要の取込み拡大	沿線エリアをインバウンド旅行者の憧れの場へ ・奈良大和路、伊勢志摩等沿線の豊富な観光資源の魅力を訴求し、インバウンドに関わるグループ事業群を掛け合わせて、インバウンド需要の取込みを最大化
<b>B</b> 沿線外・グローバルでの事業深化・拡張 ・果敢なチャレンジにより新たな近鉄グループのプレゼンスを構築・伸長	<b>5</b> 首都圏等沿線外での事業基盤強化、事業ドメイン拡大	首都圏等でのグループ連携機能の強化により、第二のホームエリアへ ・首都圏に展開する事業ドメイン（旅行、ホテル、不動産等）およびグローバル展開の連携強化並びに首都圏に保有するアセットの高度利用に向けた、首都圏でのコーポレート機能の強化 観光レジャー事業により沖縄の発展に貢献する企業グループへ ・JUNGLIA OKINAWA（2025年7月開業予定）、オリオンビール（株）との連携を皮切りに、観光、レジャー、ホテル、不動産事業関連ビジネスでの新たな事業ドメインの探求
	<b>6</b> グローバルでの事業の深化・拡大、プレゼンスの向上	国際物流事業における日本発祥のグローバルブランドへ ・アジア市場を重点エリアとし、「Global Top 10 Solution Partner」のポジションを確立 アジア圏で幅広く事業展開するグローバル企業グループへ 国際物流事業のほかホテル・不動産事業でも、米国市場で認められる企業グループへ ・新ホテルをテキサス州プレイン市で開業（2027年度竣工予定）し、継続的にホテル展開を加速 ・不動産事業では不動産ファンドに加えて実物への投資を実施し、業容を拡大

（出所）会社資料（近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028）

### 36/3 期の営業利益 1300 億円超を目指す

目標とする経営指標は、36/3 期の営業利益が 1300 億円超（25/3 期実績は 844 億円）、ROIC（注 1）が WACC（注 2）+ 1% 超（同 4.2%）。36/3 期の営業利益を 25/3 期と比較すると、人件費などのコスト増加により運輸事業は減益の見通しだが、沿線開発に加え、首都圏や金沢など沿線外で有するアセットの総合開発に注力することなどで不動産事業の利益拡大を想定。アジア・欧米間の輸送需要の取り込み拡大などにより、国際物流事業の利益も増えるとみている。

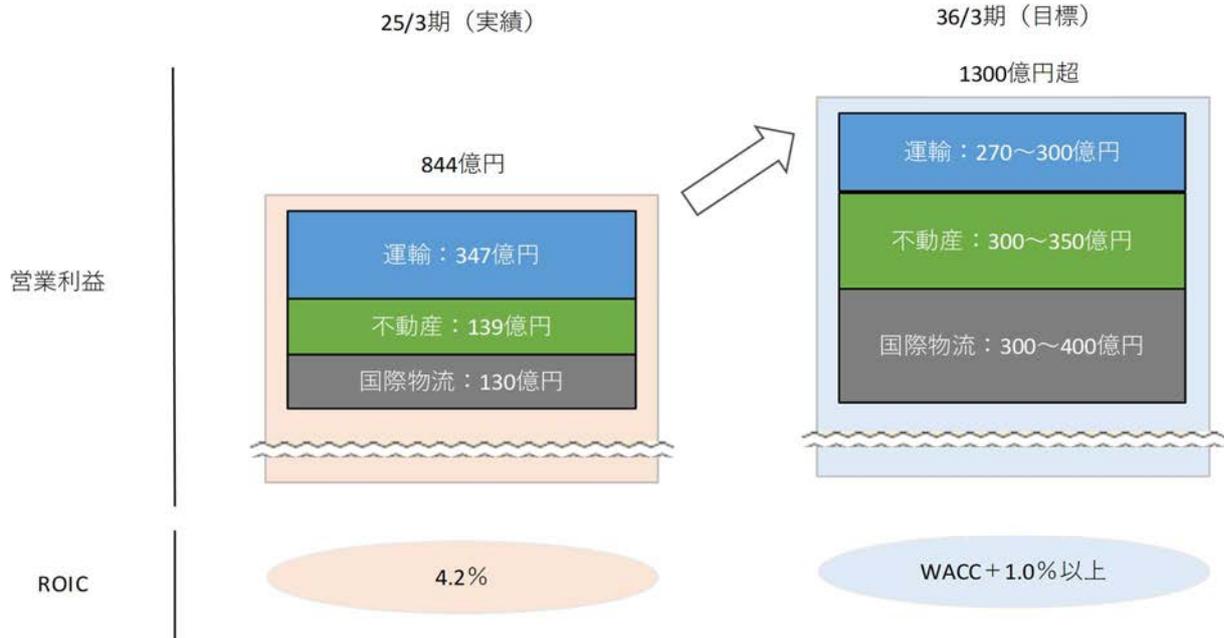
注1) ROIC = 税引後営業利益 ÷ (純有利子負債 + 株主資本)

注2) WACC (加重平均資本コスト) について同社は、25 年 6 月に提出したコーポレート・ガバナンスに関する報告書「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」で 3.5% 程度としている





図表3-(3)-5. 経営目標



(注1) 36/3期の事業別の数字はイメージ  
 (注2) ROIC = 税引後営業利益 ÷ (純有利子負債 + 株主資本)  
 (注3) WACC (加重平均資本コスト) について同社は、25年6月に提出したコーポレート・ガバナンスに関する報告書「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」で3.5%程度としている  
 (出所) 会社資料 (決算短信、近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028) で当研究所作成

#### (4) 中期経営計画

「近鉄グループ中期経営計画 2028」

##### ROIC 向上へ、営業利益の成長、資本効率の向上、事業ポートフォリオの見直しに注力

同社は 25 年 3 月に「近鉄グループ長期ビジョン 2035」と併せて、同ビジョンからバックキャスト思考で中期的な目標・施策を設定した「近鉄グループ中期経営計画 2028」を策定した。中期経営計画の対象期間は 26/3 期から 29/3 期の 4 カ年。この期間に、長期ビジョンの実現に向け事業成長性と財務健全性の新たな基盤を構築するとともに、着実な成長を図る。財務戦略としては、純有利子負債を 1 兆円未満でコントロールし、財務健全性を確保しつつ、成長投資および戦略的出資を実施。また、グループ全体ならびにグループ各社において、ROIC 向上に資する施策・KPI を設定し、資本効率の改善を図る。

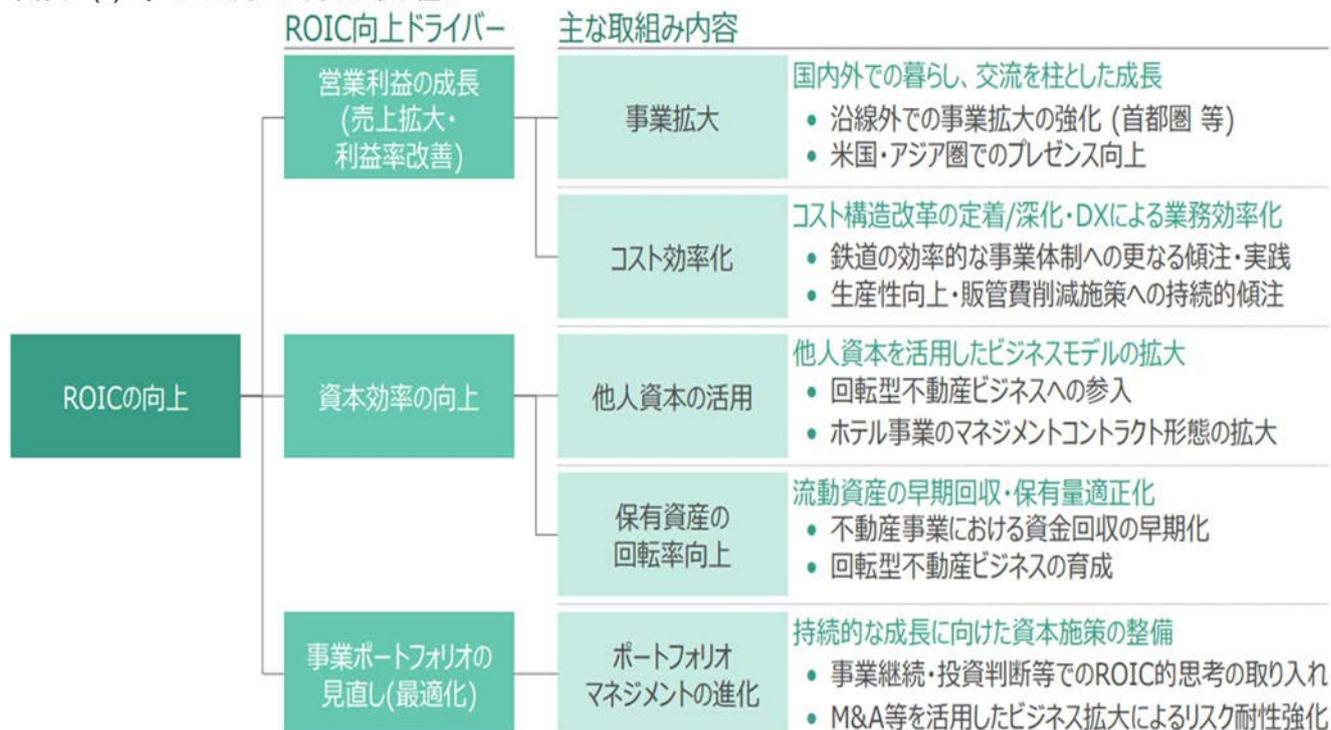
ROIC 向上に向けた取り組みは図表 3-(4)-1 の通り。営業利益の成長に向け、沿線外での事業拡大の強化や米国・アジア圏でのプレゼンス向上により事業を拡大するほか、コスト構造改革の定着/深化や DX による業務効率化を推進。資本効率の向上を目指し、回転型不動産ビジネスへの参入やホテル事業のマネジメントコントラクト形態の拡大により他人資本の活用を進めるほか、不動産事業における資金回収の早期化などで保有資産の回転率向上を図る。また、事業ポートフォリオの見直し (最適化) に向け、事業継続・投資判断の基準に ROIC を取り入れ、ポートフォリオマネジメントを進化させる。なお、同社では 25 年 4 月にグループのアセットマネジ





メント機能を担う近鉄インベストメントパートナーズを設立し、ROIC の向上へ実践を進めている。

図表3-(4)-1. ROIC向上に向けた取り組み



(出所) 会社資料 (近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028)

### あべのハルカス近鉄本店の大規模改装、伊勢志摩への呼び込みなどに注力

中期経営計画における重点戦略の取り組みは図表 3-(4)-2～3-(4)-7 の通り。あべのハルカス近鉄本店の大規模改装や、伊勢神宮の 2033 年式年遷宮に向けて開催される祭事をフックにした伊勢志摩への観光客の呼び込みなどで沿線の価値深化を図るほか、首都圏や沖縄、米国、アジア圏など沿線外やグローバルでの事業拡大に注力する。また、グループ共通基盤の取り組みは図表 3-(4)-8 の通り。サステナビリティ、人的資本、DX、グループ連携、ブランディングの各分野で、それぞれの長期の目指す姿を実現する上で必要な取り組みを着実に推進する。

事業別の主な取組みをみると、鉄道では安全輸送を大前提とした効率的な事業体制の強化、沿線活性化と需要喚起の取組みによる収入の拡大、不動産では沿線・首都圏・名古屋圏における開発プロジェクトの推進、アセット事業・マンション事業・ハウジング事業の 3 本柱の構築と強化、海外事業の展開に注力。国際物流では、世界で事業を展開するグローバル・アカウントを中心とした販売強化による取扱物量の拡大を通じた成長を目指すほか、コーポレート部門の機能強化を図り、成長を支えるグループ・プラットフォームの構築による経営基盤の強化を進める。流通では、旗艦店あべのハルカス近鉄本店の「リモデル」等による、あべの・天王寺エリアの更なる魅力向上、商圈の顧客 LTV (顧客生涯価値) の最大化、地域店の更なる進化を推進。ホテルでは、世界水準のサービス提供、人財育成、DX によるオペレーション強化、改装投資による競争力強化、国内外における運営ホテルの拡大、旅行では、地域共創&訪日事業の成長領域化と収益構造の転換、地域への誘客、個人旅行事





業におけるクラブツーリズムを軸とした一体的事業運営の深化、クラブツーリズムと近畿日本ツーリストの事業運営基盤の共通化（人的資源の最大活用、ITシステムの統合）に取り組む。

図表3-(4)-2. 重点戦略の取り組み：沿線の価値深化・活性化（あべの・上本町・なんばエリア）

- あべのハルカスを軸としたエリアの魅力向上や大阪上本町駅の機能強化により、ターミナルの更なる活性化を企図

グループアセットの洗練化を通じたあべの・天王寺エリアの魅力最大化



大阪・関西万博の開催、大阪IRの開業予定地である夢洲へのアクセス整備による事業展開

夢洲と近鉄沿線をつなぐ上本町バスターミナルの再整備をフックに大阪上本町駅のハブ機能強化

- 2025年3月に新たなバスターミナルの運用を開始し、大阪・関西万博会場と近鉄沿線をつなぐ交通拠点として上本町の更なる活性化



(出所) 会社資料（近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028）

図表3-(4)-3. 重点戦略の取り組み：沿線の価値深化・活性化（伊勢志摩エリア）

- 本中計期間においては、ハード面整備の準備を進めながら、ソフト面を大幅に強化



式年遷宮に向けた取組み	近鉄グループとして、式年遷宮に深い関わりを持ちながら、地元の賑わい創出、参拝者や旅行者の受け入れ等の取組みを実施
首都圏からの来訪者の取り込み	<p>プロモーションの強化</p> <p>既存の観光コンテンツの磨き上げ</p> <p>伊勢志摩が醸し出す多様性や上質感を継続的に発信</p> <p>伊勢神宮や英虞湾をはじめ、真珠や海女、美食等、伊勢志摩の魅力を盛り込んだ観光コンテンツをアップデート</p>
インバウンド観光客の取り込み	<p>インバウンド向け観光コンテンツの創出</p> <p>広域観光ルートの設定と商品の販売</p> <p>近鉄HRパートナーと地元事業者との連携により、インバウンド向けツアーガイドの育成を推進するほか、これまで伊勢志摩が育ててきた伝統文化や地場産業を活用し、高付加価値な観光コンテンツを新たに創出</p> <p>KNT-CTグループと協力して、欧米圏向けの伊勢志摩・奈良県中部を訪れるルートや、アジアのリピーター向けの紀伊半島を巡るルートの旅行商品を造成・販売</p>
事業基盤の再構築	<p>マーケティングの推進</p> <p>二次交通の拡充</p> <p>既存アセットの活用検討</p> <p>デジタルデバイスから様々なデータの収集・分析を行い、データドリブンでのPDCAを実践</p> <p>既存モビリティの有効活用や新たなモビリティの導入により、観光客が複数の選択肢から移動手段を選択できる環境を整備</p> <p>旧志摩マリンランドや賢島生苑旧雅棟の再開発に加え、現在稼働中のアセットについても、リノベーションやコンバージョン等を検討</p>

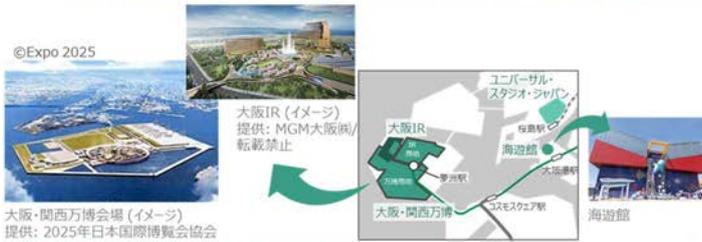
(出所) 会社資料（近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028）





図表3-(4)-4. 重点戦略の取り組み：沿線の価値深化・活性化 (夢洲周辺バイエリア)

- 2025年開催の大阪・関西万博に加えて、2030年の開業を目指している大阪IR等により、今後発展が見込まれるバイエリア開発をビジネスチャンスと捉えて、事業拡大に向けた取組みを加速



大阪・関西万博に関する事業展開

万博会場内での出店

- 会場内にオフィシャルストアを出店する等、賑わい創出に貢献



会場内オフィシャルストア (イメージ) ©Expo 2025

夢洲への送客および近鉄沿線への誘客強化

- 大阪・関西万博会場と大阪上本町駅、大阪阿部野橋駅を結ぶ万博シャトルバスを運行する等、輸送面で万博運営に貢献
- 上記2駅がハブとなり、万博会場から近鉄沿線 (奈良大和路・伊勢志摩 等) への誘客強化

大阪IRに関する事業展開

大阪IRとの連携強化

- 大阪IR (株) への出資 (予定) を通じ、同社と連携することで、MICE・ホテル等、グループでの新たな需要獲得の基盤を構築

夢洲と近鉄沿線を直接結ぶ列車の導入

- 大阪IRの開業を見据え、近鉄・生駒駅を介した沿線への直通列車の開発・運行を検討



運行中のけいはんな線車両

(出所) 会社資料 (近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028)

図表3-(4)-5. 重点戦略の取り組み：沿線の価値深化・活性化 (インバウンド)

- インバウンドのあらゆるビジネス機会をグループで包括的にマネジメント
- 2028年度でのインバウンドによる収益を2024年度比で、1.4倍以上に伸長

インバウンドの取込み戦略

戦略	グループで包括的にマネジメント				
	タビマエ		タビナカ		タビアト
	誘客・呼び込み	コンテンツ開発・運営	アクセス・宿泊	買物	リピーター獲得
旅行	<ul style="list-style-type: none"> <li>海外販売力を強化し、団体のインバウンドの取込み</li> <li>台北支社をフックとしたアジアインバウンドの誘致</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>自治体と連携し、DMC運営の事業モデル確立</li> <li>着型ツアー/イベントを開発・運営</li> <li>インバウンド向けクラブツーリズム事業を拡大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>特に2次交通を整備し、インバウンドが訪れやすい環境を構築</li> <li>グループ・チェーンホテルも最大限活用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>万博を契機とした、地域連携・相互送客</li> <li>グループ商品/サービスのパッケージ販売</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>購買データを活用し再訪問に向け接点の構築</li> <li>利用者分析によるより効果的な誘客策の実施</li> </ul>
運輸	✓	✓	✓		
ホテル			✓		✓
百貨店				✓	✓

(出所) 会社資料 (近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028)





図表3-(4)-6. 重点戦略の取り組み：沿線外での事業深化・拡張

- 首都圏のグループ基盤強化、更には沖縄での外部パートナー協業等沿線外での事業拡大に向けて新たな事業基盤を構築

首都圏におけるグループ経営基盤の大幅強化



出資・提携等による沖縄での外部パートナーとの協業推進

- 出資を通じた協業推進**
- 2025年7月に開業の「JUNGLIA OKINAWA」の運営会社への出資を通じて、テーマパーク事業での協業を推進
  - 旅行事業以外にもテーマパーク周辺ビジネスでの事業機会を探索

資本業務提携に基づき、ホテル事業を中心とした協業推進

- リゾートやテーマパーク近隣ホテル等でグループノウハウを活用した事業参画
- 観光レジャー関連での事業機会の探求
- 近鉄グループの店舗におけるオリオンビール商品の提供

金沢駅前での新たなランドマーク創出に向けた検討・協議推進

- 駅前に保有する土地(旧「金沢都ホテル」跡)の高度利用に向けた行政協議の推進
- 新たな賑わい創出につながる総合開発(商業・オフィス・住居・ホテル等)の検討推進

(出所) 会社資料(近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028)

図表3-(4)-7. 重点戦略の取り組み：グローバルでの事業深化・拡張

- 国際物流のアジア市場にて、重点地域における物量・販売の増加等による業容の拡大
- 北米におけるホテル・不動産事業の拡大

国際物流のアジア市場攻略

日本発着、イントラアジアの実績をベースとした更なる販売強化による物量の拡大  
ポストチャイナで今後マーケットの拡大が見込まれる東南アジア地域を重点地域と位置づけ、人的・質的な積極投資による販売の拡大

- 中国から生産拠点の移転が見込まれるベトナム、インドネシア、インド等への人的・質的なリソース増強による販売の拡大
- シンガポールにおいて、新たな倉庫(延床面積29,180㎡、4階建)を建設(2027年完成予定)
  - 欧米系を中心としたヘルスケア関連企業や半導体装置関連企業等が、シンガポールを東南アジアのハブ拠点と位置づけた需要に対応
  - フォワーディング事業およびロジスティクス事業の持続的な成長を企図



発着地の連携によるアジア発着北米・欧州路線の物量および業容の拡大

航空会社、船会社との関係強化・集中購買による競争力向上

将来的に、顧客ニーズに対応してサービスを進化させるうえで、必要に応じて、事業の補完、業容の拡大に資するM&Aを検討

北米での事業拡大

**ホテル**

テキサス州プレイノ市(ダラス近郊)において、新たなホテルを開発(2027年度竣工予定)

- 2009年以来となる米国でのホテル事業拡大
- 客室規模は、約220室(想定)
- 日本食レストランや洗い場付き浴室等日本らしいサービスを提供し、日系駐在員や出張者、現地富裕層の需要取り込み
  - プレイノ市にはトヨタ自動車現地法人本社 等日系企業が多数あり、ホテル需要は大きいと想定

長期的な成長分野として、不動産事業と連携しながら自社保有とMC方式(マネジメントコントラクト)のバランスを取りながら拡大を企図

- ★ 新たに建設するホテル予定地
- ★ 既存ホテル所在地



**不動産**

米国における不動産開発への参画

- 不動産ファンドに加えて、実物への投資による不動産事業の業容拡大

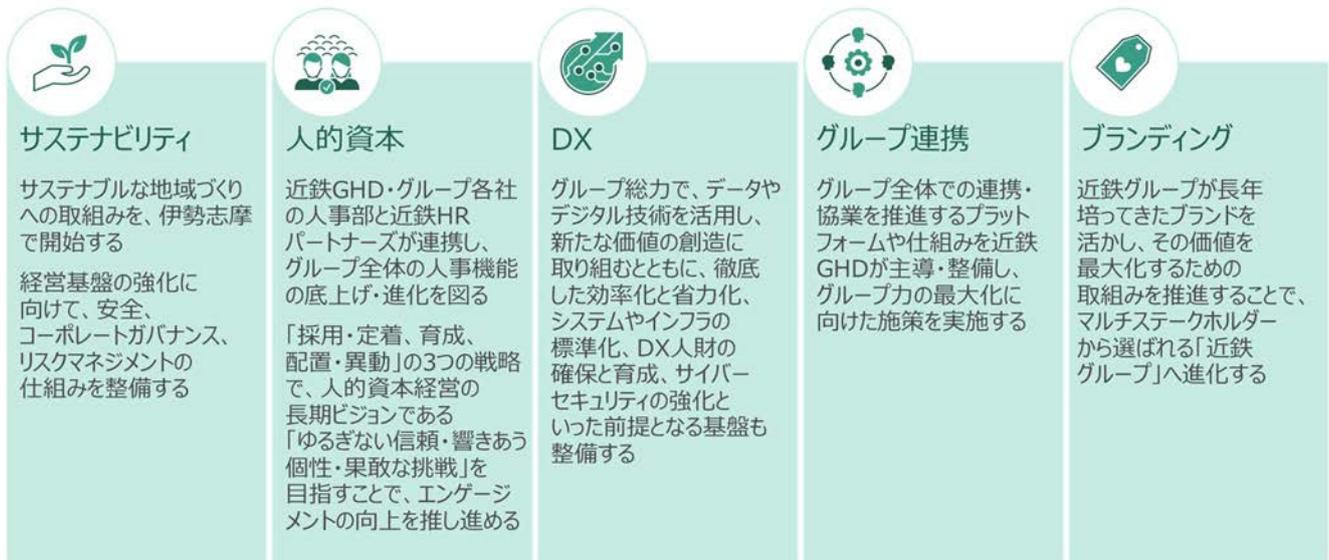
(出所) 会社資料(近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028)





図表3-(4)-8. グループ共通基盤の取り組み

- グループ共通基盤においても、それぞれの長期の目指す姿を実現する上で必要な取り組みを着実に推進



(出所) 会社資料 (近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028)





### 29/3 期の営業利益 1000 億円以上を見込む

中期経営計画におけるキャッシュアロケーションをみると、4 年累計のキャッシュインとして営業キャッシュフロー 6000 億円程度、その他（資金活用・資産流動化等）1400 億円程度を見込む。一方、キャッシュアウトとして投資 5700～5800 億円、有利子負債の返済 1000 億円程度、その他（株主還元等）600～700 億円を想定。投資のうち、2320 億円を不動産の新規開発などの成長投資に充てる。株主還元については、株主資本配当率（DOE）2.0%を下限とした累進配当を導入（業績に多大な負の影響を及ぼす事態が発生した場合は除く）することで、単年度の利益変動に捉われずに中長期の成長に応じた株主還元を実施する。

中期経営計画の最終年度の 29/3 期の見通しは図表 3-(4)-5 の通りで、営業利益 1000 億円以上（25/3 期実績は 844 億円）、ROIC4.5%以上（同 4.2%）を見込む。29/3 期の営業利益を 25/3 期と比較すると、人件費などのコスト増加により運輸事業は減益の見通しだが、大阪上本町駅など沿線主要駅前での再開発の効果や、販売事業の拡大で不動産事業の利益が増えるほか、営業強化に伴う取り扱いの増加などにより国際物流事業の利益が伸びると想定。施設の改装効果などで、流通、ホテル・レジャーの両事業の利益も増えるとみている。営業利益の増加に加え、資本コスト、効率性をより強く意識した経営の実装および回転型不動産ビジネスの強化などによる資本効率の向上もあり、ROIC についても改善を見込む。

図表3-(4)-9. キャッシュアロケーション



(出所) 会社資料 (近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028)





図表3-(4)-10. 29/3期の計画

		25/3期実績	29/3期計画
収益性	営業利益	844億円	1,000億円以上
資金調達	純有利子負債	1兆256億円	1兆円未満で コントロール
経営効率	ROE	8.8%	更なる向上
	ROIC	4.2%	4.5%以上
財務規律	自己資本比率	21.7%	25%以上
	純有利子負債/EBITDA倍率	6.8倍	6.0倍程度

(注1) 純有利子負債 = 有利子負債 (借入金 + 社債) + リース債務 (IFRS第16号による計上分を除く) - 現預金

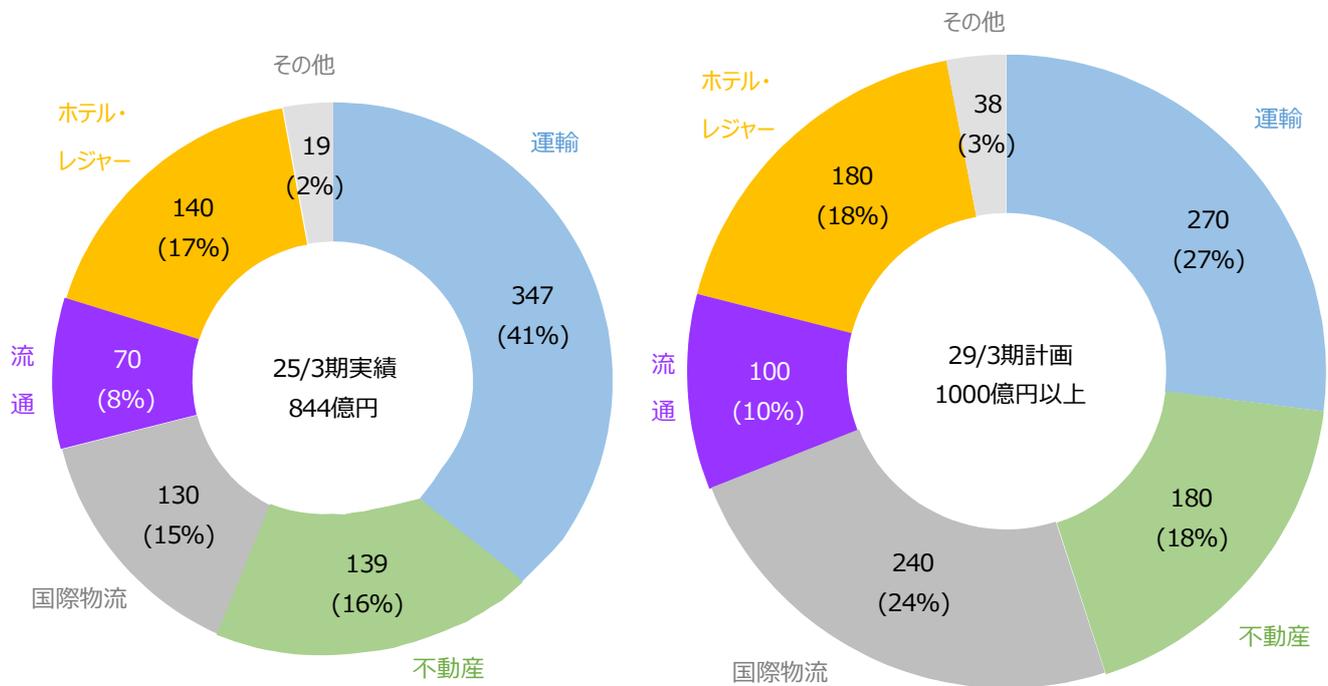
(注2) ROE = 親会社株主に帰属する当期純利益 ÷ 自己資本

(注3) ROIC = 税引後営業利益 ÷ (純有利子負債 + 株主資本)

(注4) EBITDA = 営業利益 + 減価償却費 (IFRS第16号による計上分を除く) + のれん償却費

(出所) 会社資料 (決算短信、近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028) で当研究所作成

図表3-(4)-11. 29/3期の営業利益計画 (主要セグメント別)



(注1) ()内は構成比

(注2) その他は調整額を含む

(出所) 会社資料 (決算短信、近鉄グループ長期ビジョン2035・中期経営計画2028) で当研究所作成





(5) SWOT 分析

同社について、企業の内部要因である「強み (Strengths)」、「弱み (Weaknesses)」、外部要因である「機会 (Opportunities)」、「脅威 (Threats)」についてまとめてみた。なお、強みと弱み、機会と脅威は、同じことでもどちらの側から捉えるかによって変わる場合があることに留意したい。

図表3-(5)-1. SWOT各項目の洗い出し

	強み (Strengths)	弱み (Weaknesses)
内部要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>○創業110年超の歴史から培った信頼のブランド</li> <li>○沿線の魅力的な観光資源</li> <li>○高い競争力を持つ事業を複数抱える</li> <li>○まちづくりのノウハウ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○財務の健全性が低い</li> <li>○外部環境への依存度が高い</li> <li>○事業エリアの集中</li> </ul>
	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
外部要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>○観光需要の拡大</li> <li>○国際物流需要の拡大</li> <li>○大阪エリアの魅力向上</li> <li>○沿線活性化ニーズの高まり</li> <li>○テクノロジーの進化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○沿線人口の減少</li> <li>○労働力不足</li> <li>○エネルギー価格の上昇</li> <li>○大規模自然災害の発生</li> <li>○感染症の拡大</li> <li>○デジタル社会の進展</li> <li>○金利上昇</li> </ul>

(出所)会社資料、ヒアリングなどで当研究所作成

**強み(Strengths)：生かすべき強み**

- ・創業 110 年超の歴史から培った信頼のブランド

鉄道を中心に沿線において長年、生活関連サービスを展開し、様々なステークホルダーに社会的、経済的価値を提供。この結果、顧客に加え、自治体や国内外のパートナー等から高い信頼を得ている。

- ・沿線の魅力的な観光資源

沿線には大阪、京都、名古屋といった大都市に加え、2 つの国立公園（吉野熊野国立公園、伊勢志摩国立公園）と 5 つの世界遺産（紀伊山地の霊場と参詣道、百舌鳥・古市古墳群、法隆寺地域の仏教建造物、古都奈良の文化財、古都京都の文化財）がある。訪日外国人を含めた観光客を沿線に呼び込み、こうした顧客の消費を取り込む余地が大きい。

- ・高い競争力を持つ事業を複数抱える

鉄道事業は多大な設備投資を要し新規参入の余地が限定的であることなどから、顧客流出の懸念が少なく、魅力ある観光特急の高いニーズもあり、安定的な収益が見込める。不動産事業を手掛ける近鉄不動産は、沿線での街づくりの知見・ノウハウ、分譲・仲介・リフォーム、商業施設の開発・運営や、関西圏のマンションデベロッパーとして高いプレゼンスがある。国際物流事業を展開する近鉄エクスプレスは、日本発祥のフォワーダー大手として、航空、海上輸送、ロジスティクスにて多くのグローバル・アカウントを有し、グローバルで高い存在感を示す。百貨店業を手掛ける近鉄百貨店は、店舗を展開する近畿・中部地方で、KIPS 会員 164 万人、多くの外商顧客など、強い顧客基盤を有する。ホテル業の近鉄・都ホテルズが展開する「都ホテルズ & リゾーツ」は、都市型カジュアル





ルサービスホテルから高級リゾートホテルまで長年のサービス提供を通じ培われた信頼と認知度を持つ。旅行業を手掛ける近畿日本ツーリストとクラブツーリズムは、国内有数の旅行代理店として、個人・団体・訪日旅行の企画・手配、MICE・修学旅行などの教育旅行、加えて地域共創に関する行政からの受託事業など幅広いニーズに対応できる体制を築いている。

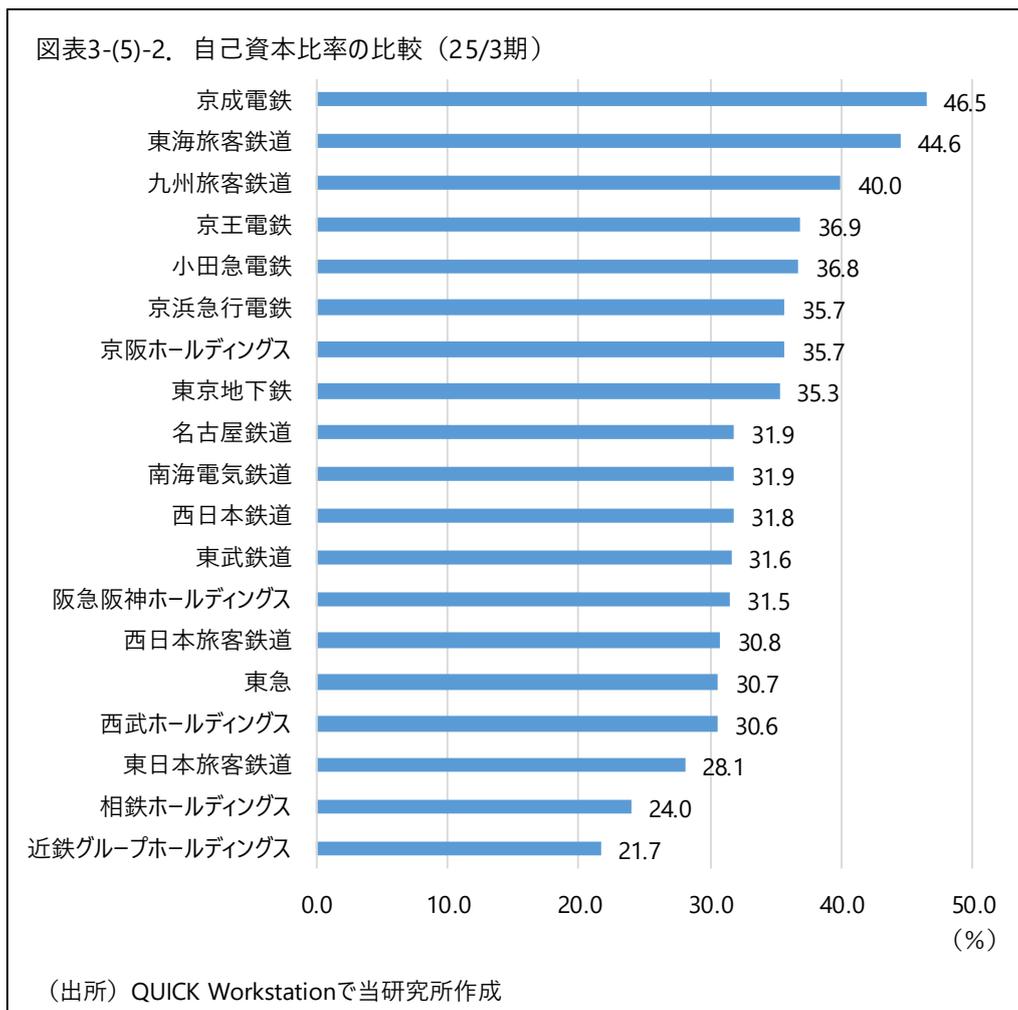
・まちづくりのノウハウ

運輸と不動産、生活関連サービスを一体的に提供するまちづくりを長年続けている。こうした取り組みにより、自治体などの外部パートナーと連携し、地域のニーズにあったまちづくりを進めるノウハウを蓄積している。

**弱み(Weaknesses)：克服すべき課題**

・財務の健全性が低い

25/3 期の自己資本比率は 21.7%と同業他社と比べ低い水準にある。同社は「近鉄グループ中期経営計画 2028」において、29/3 期に自己資本比率を 25%以上に引き上げる見通しを示している。なお、同業他社の自己資本の水準は図表 3-(5)-2 の通りで、30%台の会社が多くなっている。





・外部環境への依存度が高い

鉄道セクター共通事項ではあるが、人流や物流といった外部環境に依存した事業が多く、需要を自ら開拓する余地が少ない。

・事業エリアの集中

首都圏、海外での事業展開も行っているが、経営資源の多くを鉄道沿線の近畿・東海エリアに充てており、当該エリアの経済状況や人口動態に業績が左右される。同社は「近鉄グループ長期ビジョン 2035」における重点戦略として、「沿線外・グローバルでの事業深化・拡張」を進める方針を示している。

**機会(Opportunities)：捉えるべき機会**

・観光需要の拡大

訪日外国人や日本人による観光需要が拡大傾向にある。沿線に多くの観光地を持ち、鉄道やホテル、観光レジャー施設の運営、物販などを手掛ける同社にとっては、観光客の消費取り込みの余地が大きい。

・国際物流需要の拡大

国内外の経済成長に伴い、これまで航空、海上ともに国際物流需要の拡大が概ね続いてきた。米国による通商政策の影響など先行きは不透明な状況だが、中長期で見れば国際的な分業が世界の経済発展を支える構図は変わらず、貿易量の拡大が輸送需要の伸びを牽引する展開が続くと見込まれる。日本発祥のフォワーダー大手、近鉄エクスプレスを傘下に抱える同社にとっては、事業拡大の余地が大きい。

・大阪エリアの魅力向上

25年の大阪・関西万博開催や、30年に予定されている大阪のIR（統合型リゾート）開業に伴い、中長期的観点から、大阪エリアの魅力向上が見込まれる。同エリアで運輸や不動産、生活関連サービス事業を展開する同社にとっては、事業拡大の余地が大きい。また、大阪IRに向けさらなる賑わいをみせるベイエリアから沿線への大阪IR列車の導入で沿線への旅客誘致の可能性もある。

・沿線活性化ニーズの高まり

人口減少や高齢化などを背景に、再開発による地方創生のニーズが高まっている。こうしたニーズの高まりは、行政との協定締結を通じ進めるまちづくりのノウハウを持つ同社にとってはビジネスチャンスとなりうる。

・テクノロジーの進化

AIや自動運転など、ここ数年でテクノロジーが急速に進化。鉄道など労働集約的な事業を多く抱える同社にとっては、新たなテクノロジー活用による生産性向上の余地が大きい。

**脅威(Threats)：回避・対処すべき脅威**

・沿線人口の減少





沿線の人口減少が進んでおり、これは沿線の人流に依存した事業を多く抱える同社にとってはマイナス要因となる。こうしたなか同社では、沿線の観光資源を生かした観光客の呼び込みに注力している。

#### ・労働力不足

国内では人口減少や高齢化に伴い、労働力不足が深刻化している。これは労働集約的な事業を多く抱える同社にとってはマイナス要因となる。こうしたなか同社では、近鉄 HR パートナーズを設置し、単なる人手不足への対応だけでなく、グループとして「人事戦略」に取り組む体制を構築し、コスト構造改革の定着・深化や、DX による業務効率化に注力している。

#### ・エネルギー価格の上昇

原油や電気といったエネルギーの価格が中長期的にみて上昇傾向にあり、これは鉄道やバス、タクシー、国際物流といった事業において直接的ないしは間接的なコストの増加要因となる。こうしたなか同社では、グループ共同で資源の供給会社に対する価格交渉を随時行うなどして原価の抑制に努めているほか、鉄道にて使用電力量を 45%削減（従来車両比）できる新型一般車両導入や各事業での設備更新による省エネの推進、資源価格に左右されない再生可能エネルギーの調達拡大の検討を進めている。同社では、特急「ひのとり」全車両をCO2排出量実質ゼロで運行。また、あべのハルカスは「DBJ Green Building 認証」で最高ランクを取得している。

#### ・大規模自然災害の発生

南海トラフ地震とそれに伴う津波や、気候変動の影響により激甚化している大規模な風水害などが発生した場合、鉄道の設備や商業施設に大きな被害が生じる懸念がある。このため同社では、各事業における耐震補強などの防災対策工事を進めているほか、大規模な災害・事故等の発生に備えた危機管理体制の整備に取り組んでいる。

#### ・感染症の拡大

新規または既存の感染症が発生・拡大した場合、経済活動の規制や顧客の事業活動の停止を通じ、移動や観光需要が落ち込み、同社の収支が悪化する懸念がある。こうしたなか同社では国際物流事業の拡大など、過度に人の移動に依存しない事業ポートフォリオの構築を進めている。

#### ・デジタル社会の進展

社会のデジタル化が進むなか、新型コロナウイルスの感染拡大を機に在宅勤務やオンライン会議が普及し、通勤や出張需要が減少している。こうしたなか同社では、乗ること自体を目的とした観光特急など魅力ある鉄道車両の開発、伊勢志摩や奈良など沿線観光地の一層の魅力向上に取り組み、観光需要の喚起を図っている。

#### ・金利上昇

多くの設備を抱える鉄道事業者は有利子負債が膨らむ傾向にあるほか、同社は同業と比べ自己資本比率が低い。このため、金利上昇時の利息の負担が相対的に大きくなる懸念がある。同社では、有利子負債残高の削減に努めているほか、金利の長期固定化を図っている。また、回転型不動産ビジネスへの参画など効率経営の高度化を進めている。





## 4. 業績・財務分析

### 営業利益は中長期で増加傾向。ROE は概ね 10% 前後の水準で推移

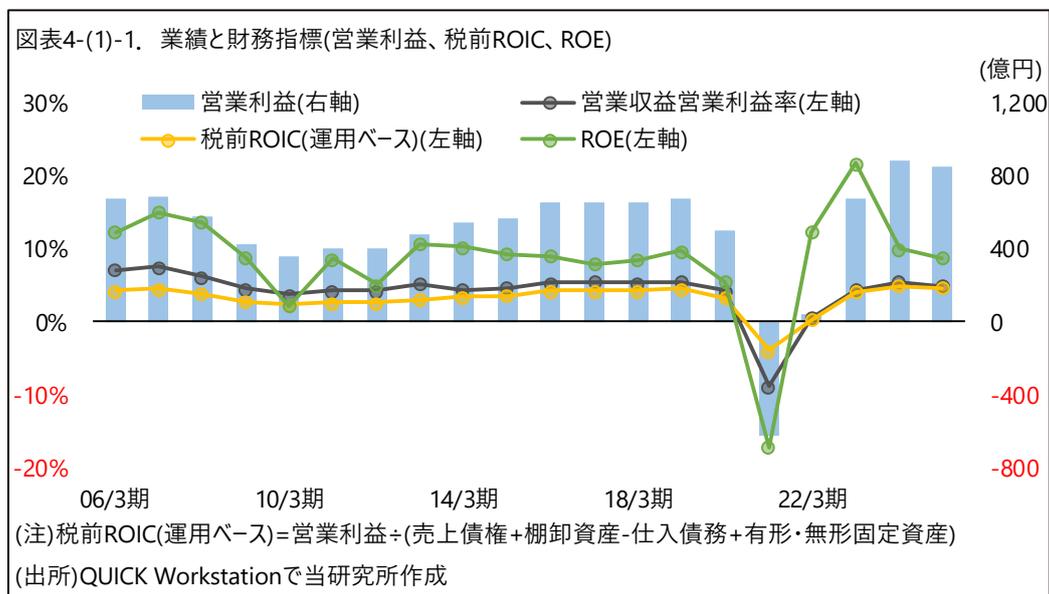
同社の長期業績を ROIC と ROE で分析する。第 1 に、ROIC（投下資本利益率、投下資本は運用ベースを使用）と成長性の組み合わせは、事業の成果を見る上で重要な指標である。ROIC（運用ベース）が資本コストを上回ることで、その上で投下資本が増えて利益が成長することで、企業価値が創造される。

なお、ROIC の分母となる投下資本は、運用ベース（運転資本 + 有形・無形固定資産。運転資本 = 売上債権 + 棚卸資産 - 仕入債務）、調達ベース（自己資本 + 有利子負債）、ネット調達ベース（自己資本 + 有利子負債 - 金融資産）がある。調達した資本を事業に投資し、そこから得られた収益を計測する。事業の収益性を見る目的では、運用ベースが有益である。一方、経営者として株式、負債の投資家から預かった資金の運用パフォーマンスは調達ベースが示す。

第 2 に、ROE は、自己資本が生む利益であり、ROIC に加えて資本構成（有利子負債、自己資本）、金融資産の多寡の影響を受ける。

#### (1) 業績と財務指標

業績の推移をみると、各事業における需要の堅調な推移に加え、M&A やコスト削減の効果もあり、営業収益、営業利益ともに新型コロナウイルスの感染拡大による一時的な落ち込みを除けば、中長期的にみて増勢傾向が概ね継続。25/3 期の営業収益は過去最高、営業利益は 24/3 期に次ぐ過去 2 番目の水準となっている。



#### (2) ROIC の分析

ROIC について説明する。ROIC は営業収益営業利益率と投下資本回転率に分解される (ROIC = 営業収

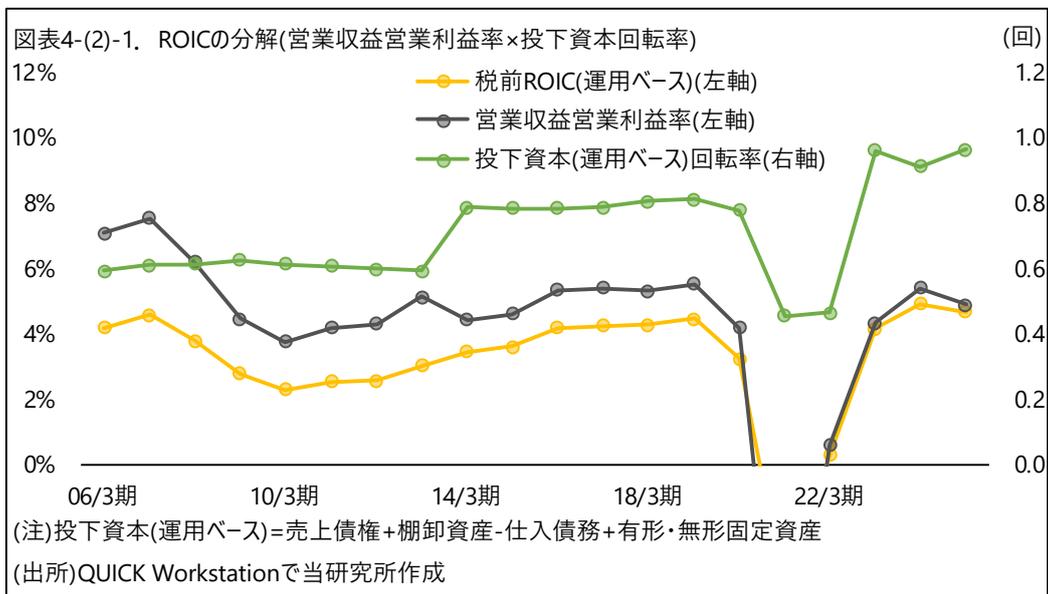


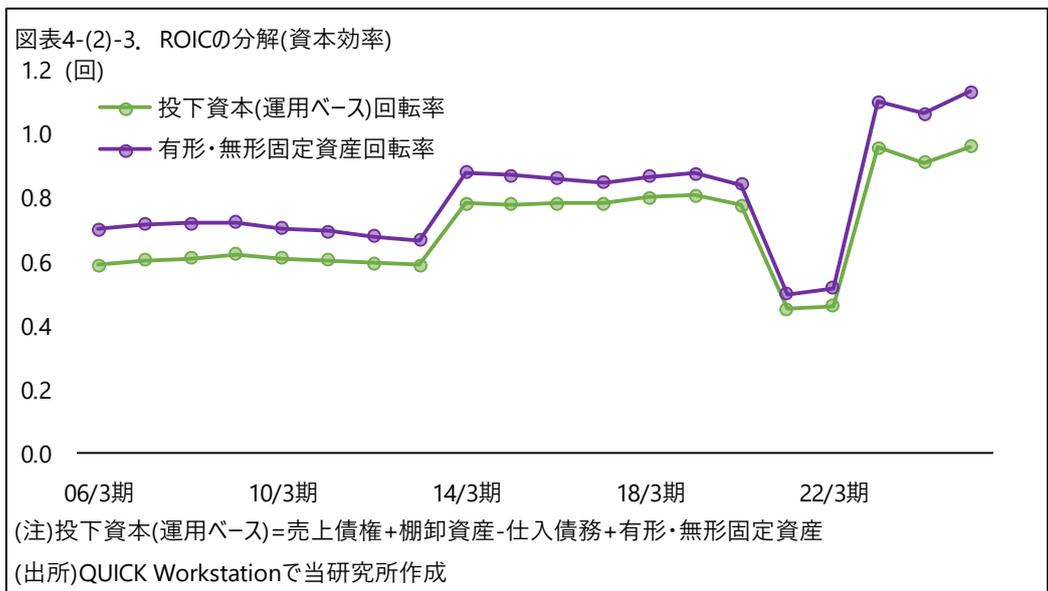
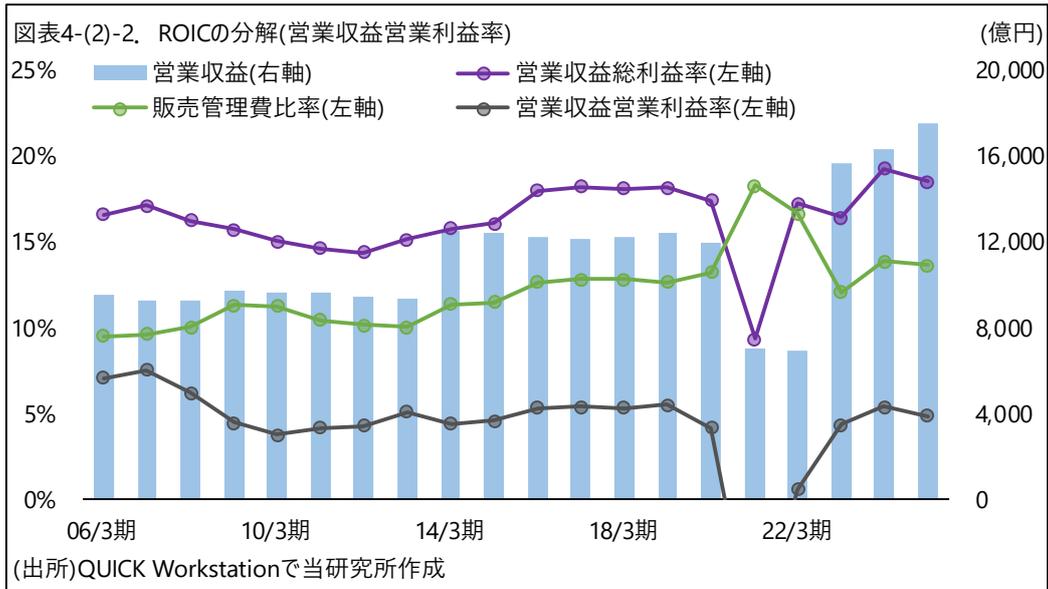


益営業利益率×投下資本回転率)。図表 4-(2)-1 をみると、10/3 期に 2.3%だった税前 ROIC は 25/3 期には 4.6%の水準になっており、11/3 期以降は新型コロナウイルスの感染拡大による一時的な落ち込みを除けば、緩やかな改善が概ね続いている。営業収益営業利益率や投下資本回転率の向上がその背景にある。

営業収益営業利益率の推移は、図表 4-(2)-2 の通り。10/3 期に 3.7%だった営業収益営業利益率は 25/3 期には 4.8%に向上。業務効率化などにより、営業収益総利益率が改善したことが、営業収益営業利益率の向上に寄与している。

投下資本回転率の推移は、図表 4-(2)-3 の通り。10/3 期に 0.6 回だった投下資本回転率は 25/3 期には 1.0 回に向上。不動産の流動化などバランスシートのスリム化により、有形・無形固定資産回転率が改善したことが、投下資本回転率の向上に寄与している。なお、同社の投下資本（運用側）の構成をみると、有形・無形固定資産が 8 割強、運転資本が 2 割弱（うち、棚卸資産が 1 割強）となっており、投下資本回転率は有形・無形固定資産回転率の影響を大きく受けることになる。





### (3) ROEの分析

ROEについて説明する。図表 4-(3)-1 では、ROE と投下資本（運用ベース）、自己資本、営業収益親会社株主利益率の推移を示した。これをみると、ROEは11/3期以降、大きな特別損益の計上があった12/3期と23/3期、新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受けた20/3期と21/3期を除けば、10%前後の水準で推移している。この間、前述の通りROICは緩やかな改善傾向にあるものの、財務レバレッジは縮小傾向にある。

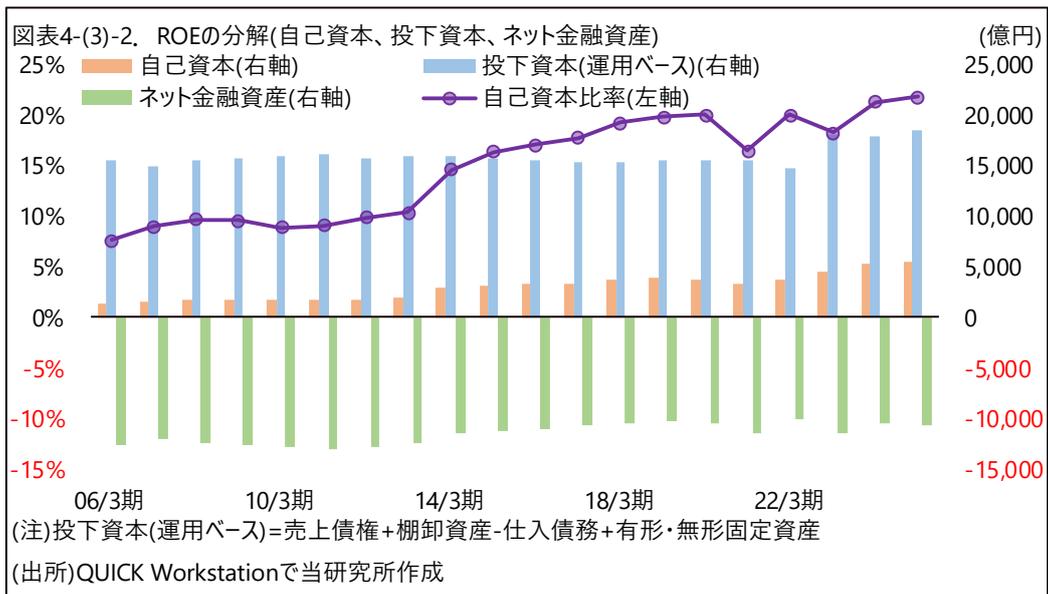
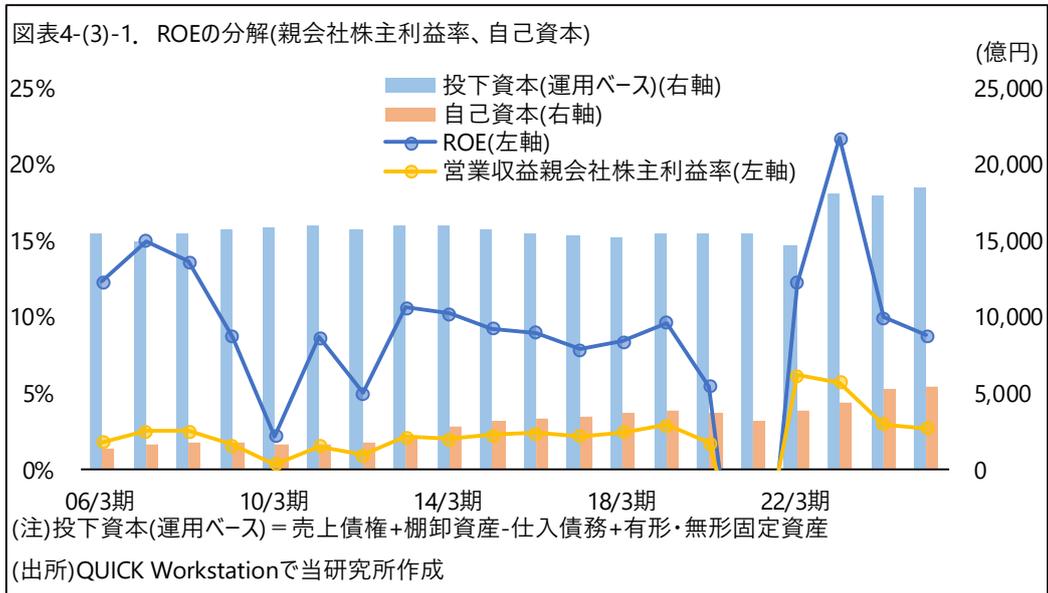
図表 4-(3)-2 では、自己資本と投下資本（運用ベース）、ネット金融資産、自己資本比率の推移を示した。これをみると、自己資本の蓄積に伴い、10/3期に8.9%だった自己資本比率は25/3期には21.7%に向上している。ただ、25/3期の自己資本比率は、3章の(5)で記述の通り、同業他社との比較では低い水準にあり、同

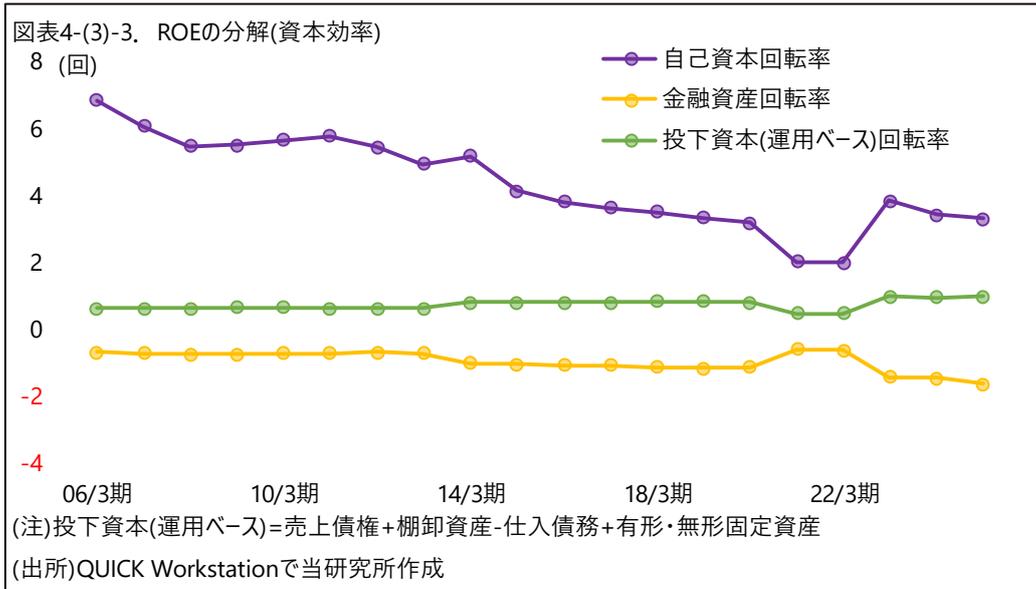




社ではさらに水準を引き上げる方針を示している。

図表 4-(3)-3 では、自己資本回転率と金融資産回転率、投下資本（運用ベース）回転率の推移を示した。これをみると、自己資本回転率は低下傾向が概ね続いている。







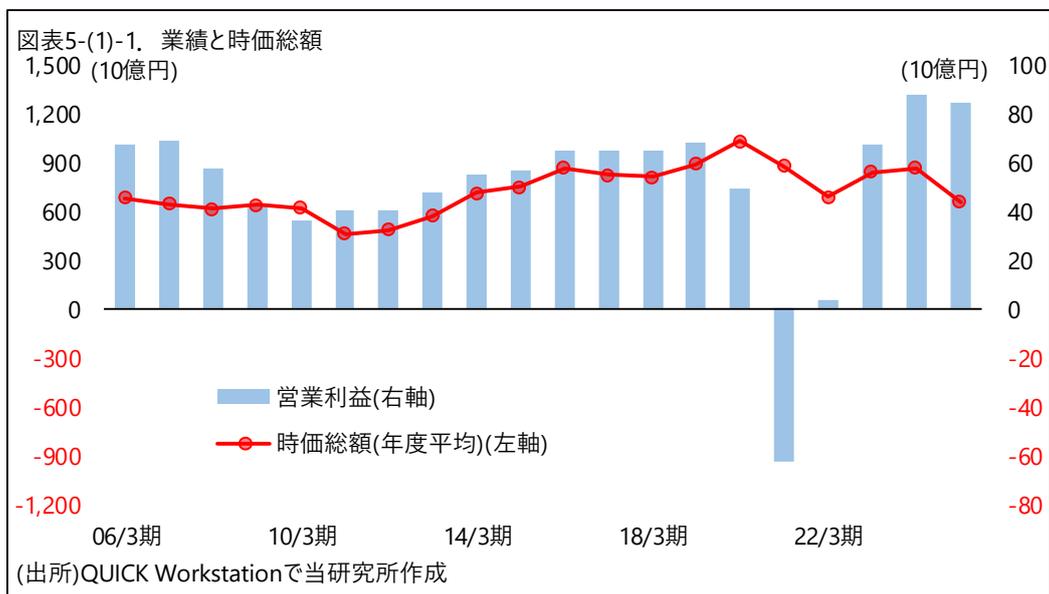
## 5. 株価と株価関連指標の関係

### 株価は 20/3 期を直近のピークに水準を切り下げ

#### (1) 業績と株価・関連指標の動向

##### 時価総額と営業利益の比較

同社の時価総額（年度平均）をみると、11/3 期をボトムに、その後は営業利益の堅調な推移に伴い、前期と比べて増加傾向が概ね継続。一方、21/3 期からは新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受け 2 期連続で減少を余儀なくされた。その後、一時持ち直したものの、金利上昇などが重荷となり、25/3 期は減少。25/3 期の時価総額は、20/3 期の 64% の水準にある。



##### 株価分析（株価と EPS、PER と EPS、ROE と PBR）

株価は EPS と PER に分けられ（株価 =  $EPS \times PER$ ）、PBR は ROE と PER に分けて考えられる（ $PBR = ROE \times PER$ ）。株価と EPS の推移は図表 5-(1)-2 の通り。株価は、前述の時価総額と同様に、11/3 期をボトムに、その後は上昇傾向が概ね続いていたが 20/3 期を直近のピークに水準を切り下げている。一方、この間の EPS をみると、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う一時的な悪化局面を除くと、概ね改善傾向で推移している。なお、23/3 期は近鉄エクスプレスの子会社化に伴う特別利益の計上があり、その分 EPS が高めにしている。

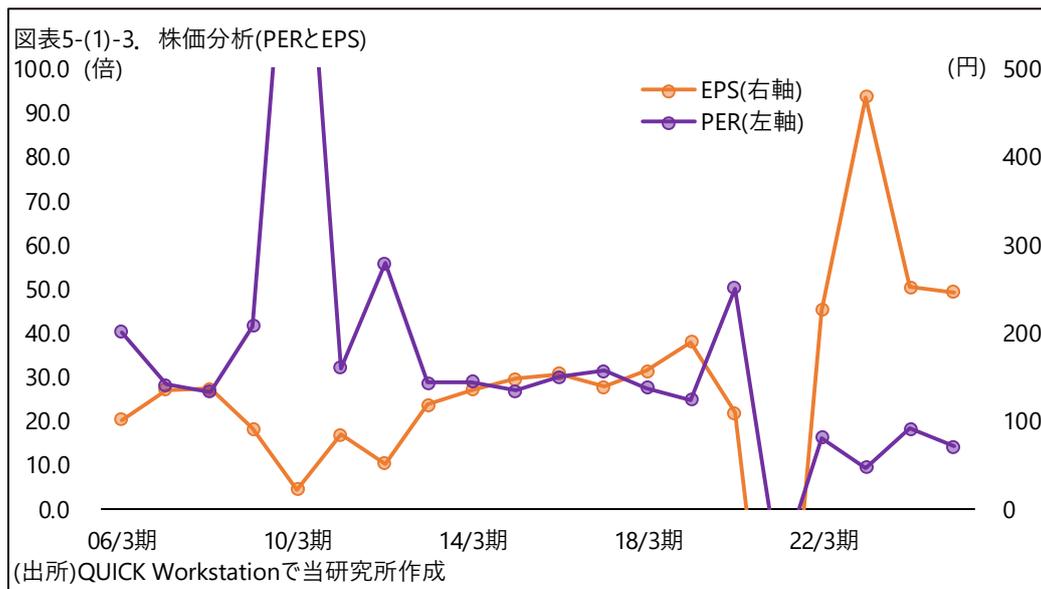
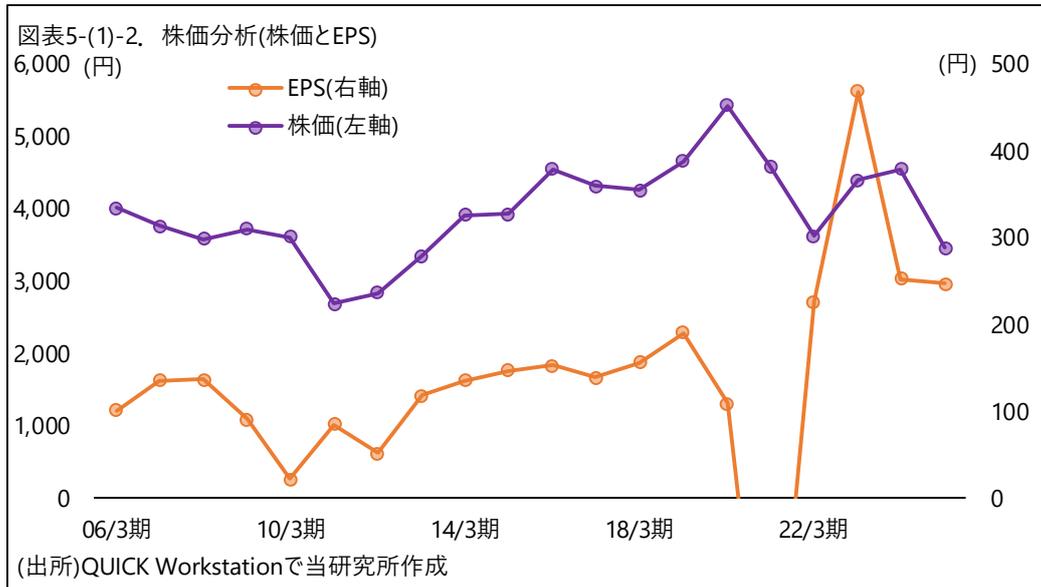
図表 5-(1)-3 では PER と EPS の推移を示した。EPS は前述の通りで、11/3 期以降は新型コロナウイルスの感染拡大期を除き概ね改善傾向で推移。一方、この間の PER をみると、11/3 期から 19/3 期までは 30 倍前後の水準で推移することが多かったが、22/3 期以降は水準を切り下げ、25/3 期は 14.1 倍となっている。

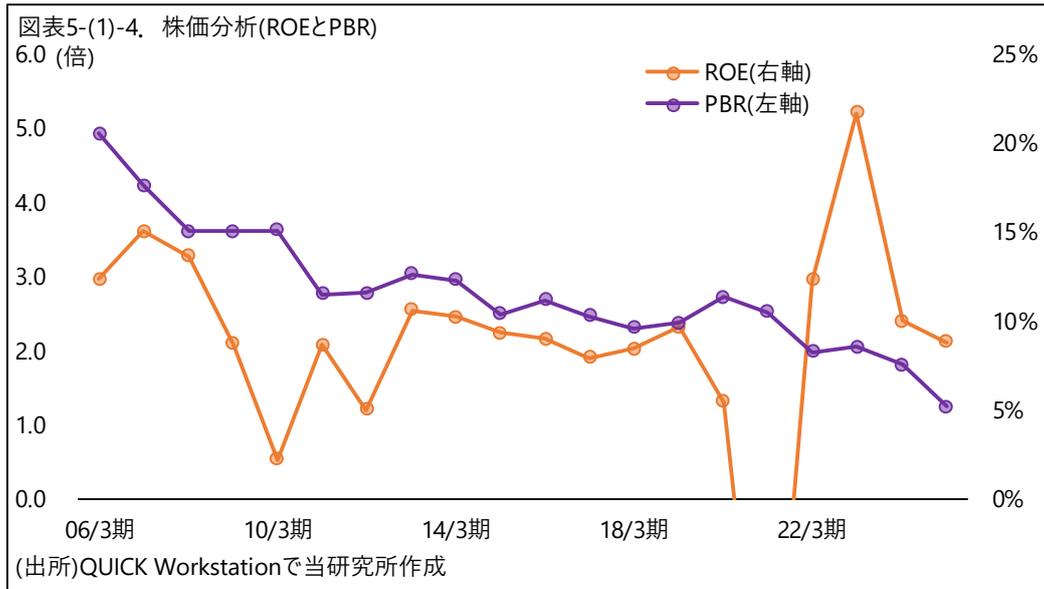
図表 5-(1)-4 では ROE と PBR の推移を示した。ROE は 4 章の(3)で記述の通り、11/3 期以降は一過性の





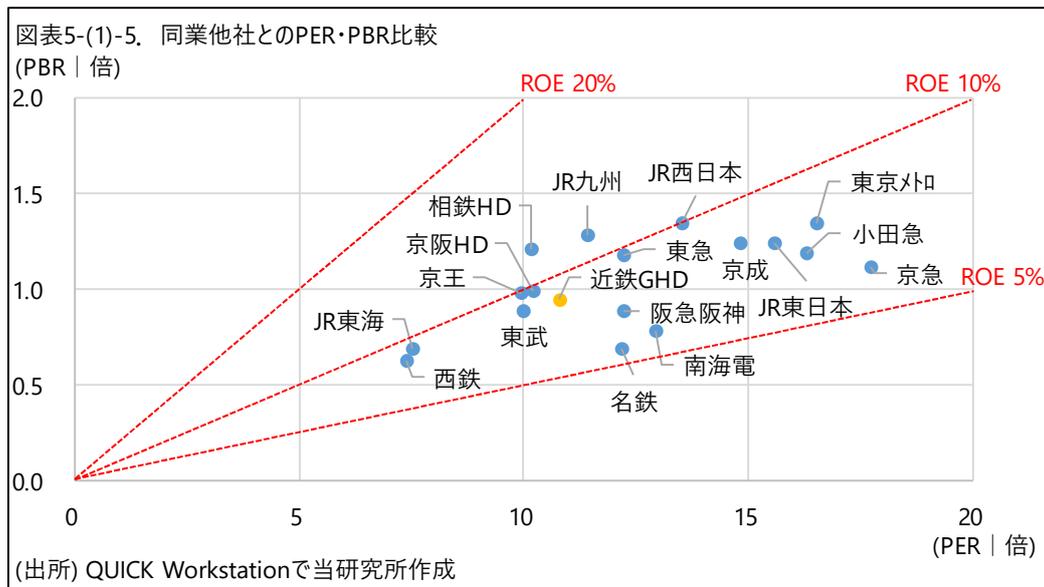
要因があった期を除き、10%前後の水準で推移している。一方、この間の PBR をみると低下傾向が概ね継続。  
11/3 期に 2.8 倍だった PBR は、25/3 期に 1.2 倍となっている。





### 同業他社とのPER・PBR 比較

図表 5-(1)-5 では、同社を含む鉄道大手 19 社のうち、西武ホールディングスを除く 18 社の PBR と PER をプロットした (25 年 7 月 1 日時点。EPS は会社予想)。この交点は ROE (ROE=PBR÷PER) となる。ROE5%、10%、20%のラインを図表に示した。西武ホールディングスは PER が 50.7 倍、PBR が 2.4 倍と水準が高いが、以外の 18 社のうち多くは PBR が 1 倍前後、PER が 10~15 倍程度の水準にある。同社の指標は鉄道大手 19 社のなかで、PBR、PER ともに上から 13 番目の水準にある。





## (2) 株主総利回り (TSR) の算出

投資家から注目される指標として、株主総利回り (TSR: トータルシェアホルダーリターン) がある。TSR は、投資家に対する総合的なリターン (株式の値上がり益 + 配当金) を測定する指標。業績だけでなく株価を含めた経営の成果を示すものとして、有価証券報告書にも記載されている。企業が業績連動の役員報酬を決める際に営業利益などの利益、ROE などと並んで TSR を採用するケースも増えている。

図表 5-(2)-1 で示した同社の過去 5 期の TSR は、23/3 期と 24/3 期はプラスながら、残りの期がマイナスとなったことから、5 期平均ではマイナスとなった。5 期平均の TSR を配当利回りと株価変化に分けると、配当利回りはプラスながら、株価変化がマイナスとなった。

図表 5-(2)-1 には比較指標として 33 業種別の陸運業と TOPIX も記載した。同社の 5 期平均の TSR は陸運業と TOPIX の水準を下回った。

有報記載の TSR は、直近期末の 5 期前を基準期とし、基準期末の株価からの累積リターン (1 株当たり配当金の合計 + 株価変動率) を示す。直近期の TSR は、(直近期末の株価 + 直近期まで 5 期分の 1 株当たり配当金の合計) ÷ 基準期末の株価で計算される。基準期を 100 とし、100 を上回れば投資家にプラスの成果をもたらしたとなる。TSR は、基準期の翌期～直近期まで 5 期分が記載されている。有報の TSR に対し当研究所は、期末の株価ではなく各期の月末終値平均を採用している。これには期末時点の株価の高低による TSR への影響を小さくする狙いがある。また、有報は各期ともに累積リターンを記載しているが、当研究所は各期のリターンを記載している (5 期累積のみ併記)。

配当を支払うと理論的には配当に見合うだけ株価が下がる (正確には権利落ち日に下がる) が、配当利回りに着目する投資家がいるため、配当利回りは株価を支える効果があると考えられる。

図表5-(2)-1. 株主総利回り(TSR)

基準期=20/3期

	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	5期平均	5期累積
近鉄 G H D	-15.3%	-20.7%	23.0%	4.4%	-22.8%	-7.8%	-33.0%
配当利回り	0.0%	0.5%	1.4%	1.1%	1.1%	0.8%	3.2%
株価変化	-15.3%	-21.3%	21.6%	3.2%	-23.9%	-8.6%	-36.3%
33業種別:陸運業	-13.5%	-1.0%	2.3%	13.8%	-4.4%	-0.9%	-4.6%
配当利回り	1.1%	1.0%	1.4%	1.7%	1.6%	1.4%	-
株価指数変化	-14.6%	-2.0%	0.9%	12.1%	-6.0%	-2.3%	-
近鉄 G H D - 33業種別:陸運業	-1.8	-19.7	20.7	-9.4	-18.4	-6.9	-28.4
TOPIX	8.2%	18.4%	2.1%	25.9%	17.8%	14.2%	94.2%
配当利回り	2.7%	2.4%	2.6%	3.2%	2.6%	2.7%	-
株価指数変化	5.6%	16.0%	-0.5%	22.6%	15.2%	11.5%	-
近鉄 G H D - TOPIX	-23.6	-39.2	20.9	-21.5	-40.6	-22.0	-127.2

(注1)会社名、33業種別(東証33業種別株価指数)、TOPIXの欄は株主総利回り(TSR)

(注2)会社のTSRは配当利回り+株価変化。33業種別とTOPIXのTSRは各々の配当込み株価指数の変化率

(注3)会社の5期平均は各期のTSRの幾何平均、5期累積は(5期分の配当+5期目の株価)÷基準期株価

(注4)株価指数変化は33業種別とTOPIXの各々の株価指数(配当なし)の変化率

(注5)株価指数の配当利回りは参考値。配当込み株価指数と株価指数(配当なし)の各々の変化率の差で計算

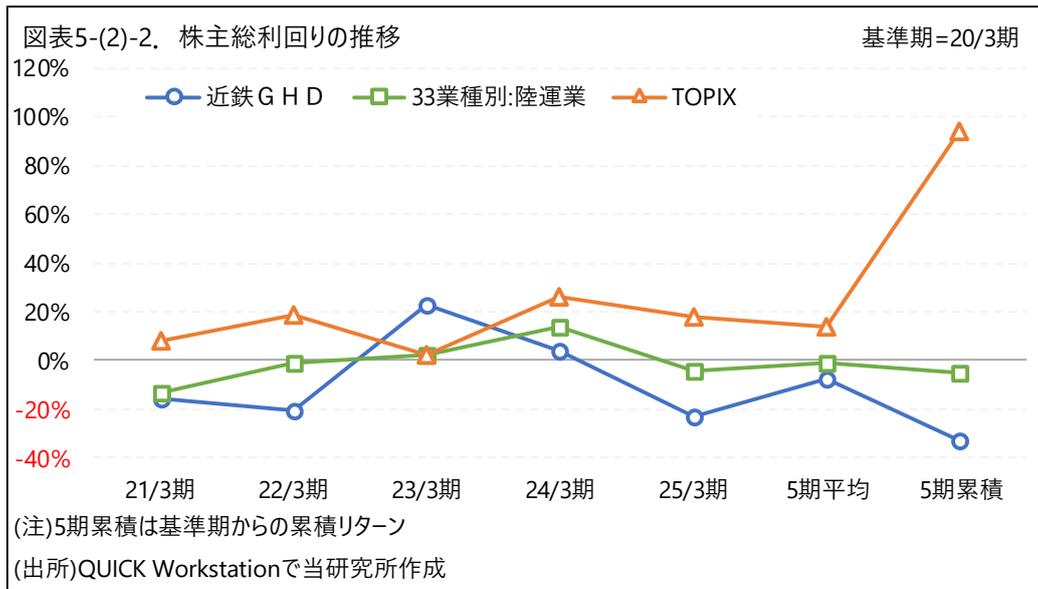
(注6)株価および株価指数は各期の月末終値の平均

(注7)5期累積は基準期からの累積または基準期との比較

(注8)会社名-33業種別、会社名-TOPIXは各々のTSRの差

(出所)有価証券報告書、QUICK Workstationで当研究所作成





同社の TSR をさらに詳しく分析する（算出方法、理論の詳細は Appendix1 参照）。

株価は、(1) BPS×PBR、(2) EPS×PER で表せることを利用した。株価は株式市場からの評価に依存し、企業側からはコントロールしにくいものに映るが、BPS や EPS は企業業績を反映する。つまり、企業側の努力次第でコントロールできる要素といえる。





図表5-(2)-3. 株主総利回り(TSR)の分解

	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	平均	
	(期)											10期
株主総利回り(TSR)	17%	-4%	-0%	11%	18%	-15%	-21%	23%	4%	-23%	-0%	-8%
配当利回り	1%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
株価の変化	16%	-5%	-1%	9%	17%	-15%	-21%	22%	3%	-24%	-1%	-9%

株価変化の分解(1)BPSとPBR

BPSの変化	4%	3%	8%	4%	-1%	-15%	18%	17%	18%	4%	6%	8%
ファンダメンタルの影響	6%	5%	6%	7%	3%	-16%	12%	20%	8%	7%	5%	6%
親会社株主利益	9%	8%	9%	10%	5%	-16%	13%	23%	11%	9%	8%	7%
配当	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%	0%	-1%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%
自己株取得/増資	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
それ以外の効果	-2%	-2%	2%	-2%	-4%	1%	6%	-3%	9%	-3%	0%	2%
PBRの変化	12%	-8%	-9%	5%	18%	-0%	-33%	4%	-13%	-27%	-6%	-15%
配当の影響(理論値)	2%	2%	2%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
自己株取得/増資の影響(理論値)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
株式市場での評価の変化(注2)	10%	-9%	-10%	3%	16%	-0%	-34%	3%	-13%	-28%	-8%	-16%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+BPS変化)	5%	4%	9%	6%	-0%	-15%	19%	18%	19%	5%	7%	8%

株価変化の分解(2)EPSとPER

EPSの変化	4%	-9%	13%	21%	-43%	-	-	108%	-46%	-2%	-	-
親会社株主利益	4%	-9%	13%	21%	-43%	-	-	108%	-46%	-2%	-	-
自己株取得/増資	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	0%	0%	0%	-	-
それ以外の影響	-0%	-0%	0%	0%	0%	-	-	0%	0%	0%	-	-
PERの変化	11%	5%	-13%	-10%	104%	-	-	-41%	92%	-22%	-	-
配当の影響(理論値)	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-	-	-1%	-1%	-1%	-	-
自己株取得/増資の影響(理論値)	0%	0%	0%	0%	0%	-	-	0%	0%	0%	-	-
株式市場での評価の変化(注2)	13%	6%	-12%	-9%	106%	-	-	-41%	94%	-21%	-	-
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+EPS変化)	5%	-8%	14%	23%	-42%	-	-	109%	-45%	-1%	-	-

参考資料

ROE	9%	8%	8%	10%	5%	-17%	12%	22%	10%	9%	7%	6%
配当性向	33%	36%	32%	26%	46%	-	11%	11%	20%	20%	-	-
総還元性向	34%	37%	33%	27%	47%	-	11%	11%	20%	21%	-	-
DOE(配当÷自己資本)	3%	3%	3%	3%	3%	0%	1%	2%	2%	2%	2%	1%

(注1)株価は年度の各月末値平均。BPSは期末ベース、PBR=株価÷BPS。PERは完全予想ベース、PER=株価÷実績EPS

(注2)株式市場での評価の変化には、配当と自己株取得の影響以外を含む

(注3)詳細な算出法については巻末の解説を参照

(注4)分析で参考にした文献：山口勝業、「わが国産業の株式期待リターンのサプライサイド推計」、証券アナリストジャーナル(2005.9)

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

まず、(1) BPS と PBR についてみていく。BPS の変化を、親会社株主利益と配当、自己株取得を合わせたファンダメンタルの影響と、それ以外の効果に分解した。親会社株主利益は黒字であれば BPS の増加要因となる。配当を行うと BPS の減少要因となるため、無配以外はマイナスとなる。自己株取得も実施すると減少要因。それ以外の効果は、その他の包括利益累計額などファンダメンタルの影響以外で BPS に影響を与える項目であり、ここではそれ以外の効果として一括りにしている。PBR の変化は、配当の影響と自己株取得の影響を理論値として切り分け、残りを株式市場での評価の変化として捉えている。

同社の BPS の変化をみると、21/3 期は純損失の計上に伴いマイナスとなったものの、22/3 期以降は、純利益の計上に伴いプラスで推移。一方、この間の PBR の変化はマイナスが概ね続いている。

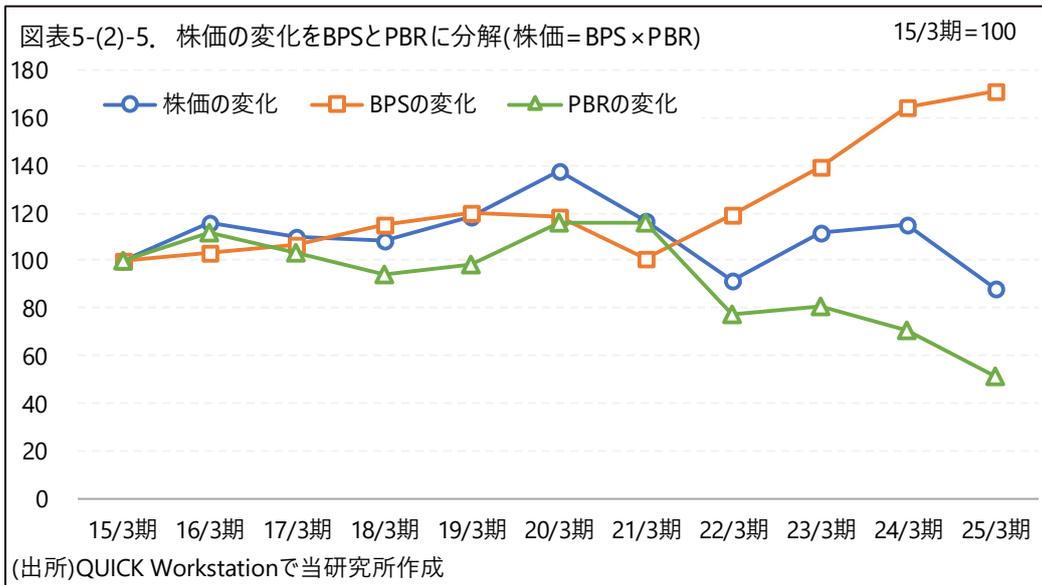
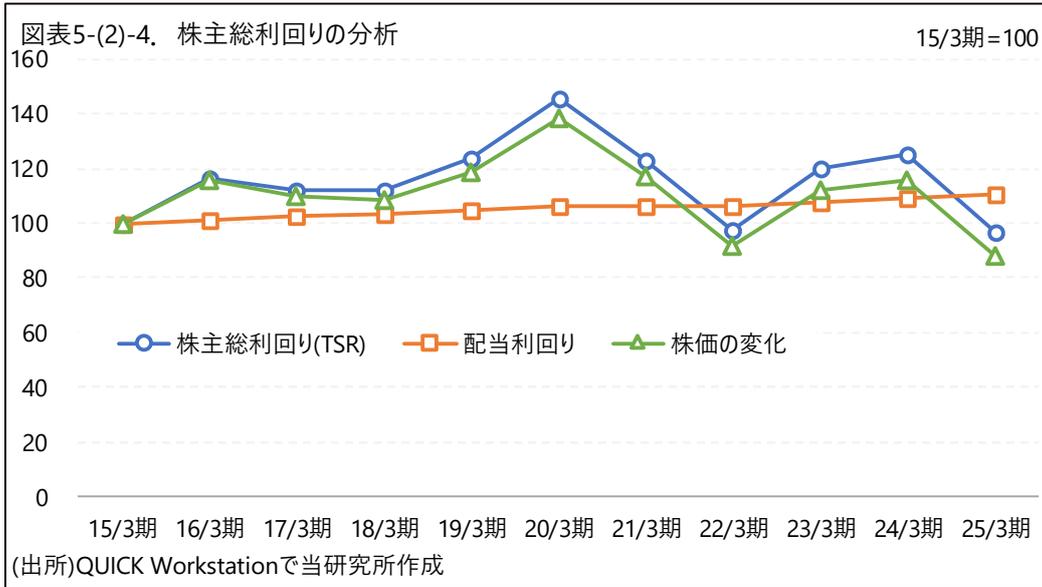
なお、配当利回りと BPS 変化を合わせてファンダメンタル・リターンと呼ぶ。ファンダメンタル・リターンは、企業が

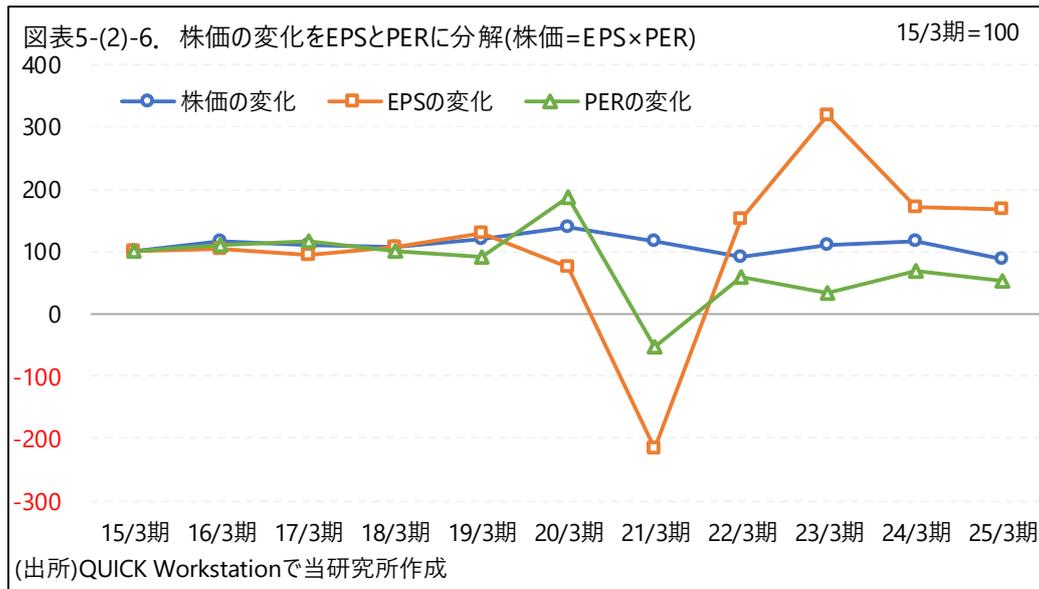




株主に提供するリターンを意味し、企業が利益をあげて配当を支払いつつ、株主の持ち分である BPS を増やすという企業活動から見たリターンといえる。

(2) EPS と PER は、(1) とほぼ同じ考え方である。EPS の変化を、主な変化要因である親会社株主利益、自己株取得の影響と、それ以外の効果に分解した。親会社株主利益は増益ならプラス、減益ならマイナスとなる（BPS と異なり、黒字でも減益ならマイナスとなることに注意）。PER の変化も、配当の影響と自己株取得の影響を理論値として切り分け、残りを株式市場での評価の変化として捉えている。ファンダメンタル・リターンは、配当利回りと EPS 変化の合計で表す。





### (3) 株主資本コストの算出

ROIC や ROE は投資家が想定する資本コストを上回って初めて価値が創造され、投資家に報いたことになる。ROE に対応する資本コストは株主資本コストであり、ROIC に対応する資本コストは WACC である。株主資本コストの算出方法には様々あるが、実務でよく使われるのが CAPM である。ここでは、CAPM に加え、QUICK が独自に算出している QUICK 株主資本コストも掲載した。

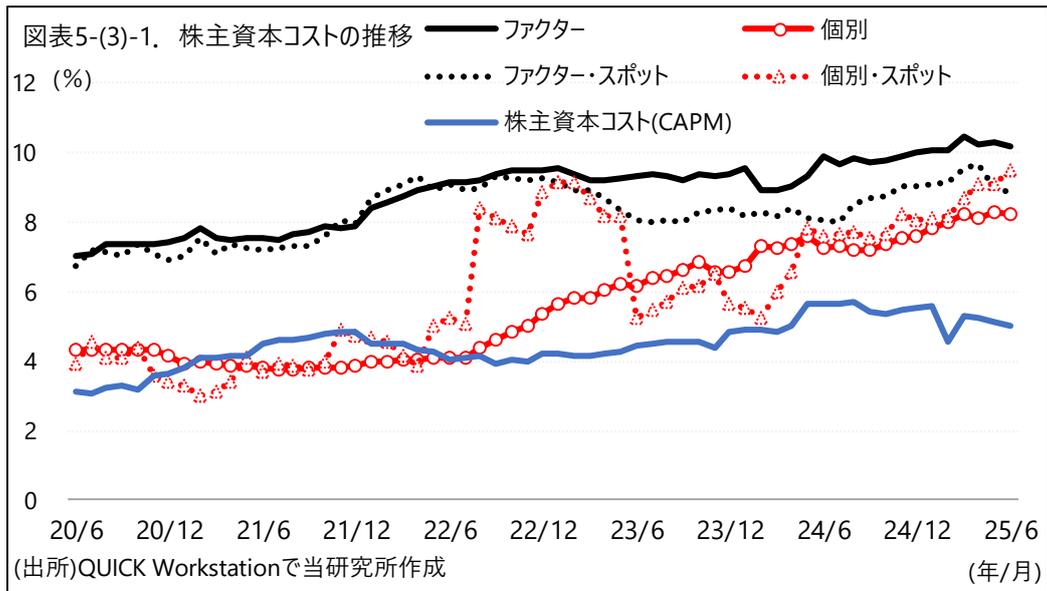
CAPM は、QUICK 算出のマーケット期待収益率（配当込み TOPIX の年率換算リターン-リスクフリーレート）、リスクフリーレート（新発 10 年物日本国債）、対配当込み TOPIXβ 値（60 カ月）から算出している。

QUICK 株主資本コストについての算出方法、見方については、巻末の「Appendix2～株主資本コストの見方」をご覧ください。

CAPM や QUICK 株主資本コストを示したが、これらの資本コストは推計値に過ぎない。

資本コストの推計値は目安として、投資家が想定する資本コストの水準を、対話などを通じて確認することが大切だろう。







## 6. 当面の業績動向

### 26/3 期は 2 期ぶりの営業最高益更新を見込む

#### (1) 25/3 期通期の業績実績

25/3 期の連結業績は、営業収益が前期比 6.9% 増の 1 兆 7418 億円、営業利益が同 3.5% 減の 844 億円。訪日外国人客の需要増加などで運輸、流通、ホテル・レジャーの各セグメントが増収となったほか、国際物流セグメントにおける取り扱いの増加もあり、連結全体で増収に。一方、不動産セグメントにおけるマンション売上原価の増加や、国際物流セグメントでの運賃原価の高騰が響き、営業減益を余儀なくされた。

セグメント別の業績は図表 6-(1)-1 の通り。運輸は、好調な訪日外国人客の需要や、名阪特急や伊勢志摩方面への観光需要の堅調な推移に伴い、鉄道の旅客収入が増加し増収、営業増益となった。流通は、百貨店業で免税売上や外商売上が、高額商品を中心に好調に推移し増収、営業増益だった。ホテル・レジャーは、インバウンド需要の増加など、ホテルの宿泊利用が伸びたほか、旅行業における海外旅行を中心とした需要の回復や、各種コラボイベントが好調だった志摩スペイン村の入場者数の増加もあり増収、営業増益となった。一方、不動産はマンション販売価格の上昇や買取再販事業の拡大が寄与し増収ながら、マンション売上原価の増加が響き営業減益だった。国際物流は、貨物の物量の増加と販売の増加により増収を確保したが、航空船舶会社へ支払う運賃原価の高騰等が響き営業減益となった。

図表6-(1)-1. 連結業績表（実績） 単位：億円、増減率は%

	24/3期	25/3期	
	実績	実績	増減率
<b>営業収益</b>	16,295	17,418	+6.9
運輸	2,119	2,232	+5.3
不動産	1,575	1,654	+5.0
国際物流	7,338	7,969	+8.6
流通	2,121	2,154	+1.6
ホテル・レジャー	3,175	3,449	+8.6
その他	451	451	+0.1
調整額	-483	-491	-
<b>営業利益</b>	874	844	-3.5
運輸	323	347	+7.3
不動産	151	139	-8.3
国際物流	176	130	-26.3
流通	58	70	+21.6
ホテル・レジャー	134	140	+4.0
その他	36	23	-35.0
調整額	-4	-4	-
<b>経常利益</b>	846	815	-3.7
<b>純利益</b>	478	467	-2.3

(注) 25/3期からセグメント区分を変更。24/3期のセグメント別実績は、新セグメントに組み替えて表示

(出所) 会社資料（決算短信）で当研究所作成





## (2) 26/3 期の業績計画

26/3 期の連結業績について会社側は、営業収益 1 兆 8800 億円（前期比 7.9% 増）、営業利益 880 億円（同 4.3% 増）を見込む。大阪・関西万博の開催効果や訪日外国人客の増加で運輸、流通、ホテル・レジャーの各セグメントで需要が伸びると想定。国際物流セグメントにおける取り扱いの増加もあり連結全体で増収、営業増益を見込む。営業収益は 4 期連続、営業利益は 2 期ぶりに過去最高を更新する見通し。

セグメント別の見通しは図表 6-(2)-1 の通り。運輸は、大阪・関西万博を訪れる旅客の取り込みに加え、名阪特急の増発やインバウンドの増加などで増収ながら、賃上げに伴う人件費の上昇や、一般車両の代替新造など積極的な設備投資に伴う減価償却費の増加もあり営業減益を予想。不動産は、マンション分譲戸数の伸長などで増収ながら、マンション売上原価や販売経費の増加により営業減益を見込む。一方、国際物流は米国の相互関税の影響など輸送需要の見通しは不透明だが、上期の駆け込み需要や下期以降の消費回復に伴う取り扱いの増加を見込み、増収、営業増益を予想。流通は、旗艦店「あべのハルカス近鉄本店」をはじめとする売場改装効果や、大阪・関西万博への百貨店の出店（オフィシャルストア運営）効果などで増収、営業増益を見込む。ホテル・レジャーは、ホテル業における客室改装効果や訪日外国人客の取り込み、旅行業における海外を含めた旅行需要の回復や、訪日旅行の取り扱い拡大、万博関連ツアーの取扱いなどにより増収、営業増益の見通しとしている。

図表6-(2)-1. 連結業績表（計画） 単位：億円、増減率は%

	25/3期	26/3期	
	実績	計画	増減率
<b>営業収益</b>	17,418	18,800	+7.9
運輸	2,232	2,250	+0.8
不動産	1,654	1,840	+11.3
国際物流	7,969	8,860	+11.2
流通	2,154	2,230	+3.5
ホテル・レジャー	3,449	3,700	+7.3
その他	451	480	+6.4
調整額	-491	-560	-
<b>営業利益</b>	844	880	+4.3
運輸	347	315	-9.1
不動産	139	136	-1.9
国際物流	130	171	+31.9
流通	70	83	+18.2
ホテル・レジャー	140	143	+2.3
その他	23	25	+6.7
調整額	-4	7	-
<b>経常利益</b>	815	780	-4.3
<b>純利益</b>	467	480	+2.7

（出所）会社資料（決算説明資料）で当研究所作成

## (3) 株主還元

同社では 3 章の(4)で記述の通り、26/3 期から DOE2.0% を下限とした累進配当を行う予定。この方針に基づく 26/3 期の 1 株当たり年間配当金は、前期比 10 円増配の 60 円（上期末、期末各 30 円）の見通し。





26/3 期の配当予想は DOE で 2.6%、連結配当性向で 23.8%の水準となる。





## 7. 主な非財務情報

### (1) 東証の要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について

東京証券取引所は23年3月、プライム市場およびスタンダード市場の全上場会社を対象に、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請。自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その内容や市場評価に関して取締役会で分析・評価し、改善に向けた具体的な取り組み等を投資家にわかりやすく説明することが求められている。

同社は25年6月に提出したコーポレート・ガバナンスに関する報告書で対応方針を開示。「顧客・地域社会・株主・取引先・従業員などのマルチステークホルダーとの共創を通じて価値を生み出し、資本コスト以上の利益を継続的に創出し、それを各ステークホルダーにバランス良く分配すべきという考えのもと、株主に対しては、DOE（株主資本配当率）2.0%を下限とした累進配当を導入することで、安定的な配当とあわせ、単年度の利益変動に捉われずに、中長期の成長に応じた株主還元を行うことを基本方針とする」としている。

同社では資本コスト（WACC）は3.5%程度と認識しているが、今後の金利上昇等に伴う資本コストの上昇局面においても市場が求める資本収益性を確保すべく、各社の業績評価や各投資判断にROIC的思考を取り入れ、グループ全体および各社ごとに施策等を設定し、利益水準の向上による自己資本の蓄積を図るとともに、純有利子負債のコントロールを実施する。また、資本効率の向上に向けて、回転型不動産ビジネス等の他人資本を利用したビジネスモデルを拡大させるとともに、保有資産の回転率の向上および選択と集中を加速させ、バランスシートの質向上に努める。これらの取り組みを通じて目標ROICを達成し、企業価値の最大化および株主価値の向上につなげていく。

### (2) サステナビリティ方針・重要テーマ

同社はグループの事業活動の意義を明確にするべく、21年11月、「近鉄グループ サステナビリティ方針」を定めた。この方針のもと、長期的に取り組む7つの重要テーマを設定し、実践することにより、持続的な成長を目指すとともに、共創による豊かな社会の実現に貢献する。





図表7-(2)-1. サステナビリティ方針・重要テーマ

**近鉄グループサステナビリティ方針**

(2021年11月制定)

近鉄グループは、  
 様々な人々との共創を通じて新たな価値を創出し、  
 持続的な成長を目指すとともに、  
 次代につなぐ豊かな社会の実現に貢献します。



(出所) 会社ホームページ

**サステナビリティ推進体制**

同社は、顧客、地域社会、株主、取引先、従業員といったステークホルダーとの信頼関係を築き、長期的な視点での社会課題解決と企業価値向上を図るため、サステナビリティ推進委員会を設置している。サステナビリティ推進委員会は、同社社長を委員長として、役員および同社グループ主要会社の社長により構成し、サステナビリティを巡る諸課題への取組み方針等を検討している。

**7つの重要テーマ**

サステナビリティ経営推進のため取り組む 7 つの重要テーマについて、同社が目指す方向性は図表 7-(2)-2、認識しているリスクと機会は図表 7-(2)-3 の通りとなる。





図表7-(2)-2. 目指す方向性

サステナビリティの重要テーマ	目指す方向性
<b>価値の創出</b>	
価値観の変化を先取りした、 くらしの創造	多様化するライフスタイルや嗜好など、移り変わる人々の価値観を先取りし、「くらす」「働く」「遊ぶ」生活の各シーンで心が豊かになるサービスを提供します。
ネットワークの充実による、 元気なまちづくり	共創を通じて、交通ネットワークや、近鉄グループと地域社会、人と人など様々なネットワークを充実させるとともに、コミュニティづくりに貢献し、地域の発展と幸福に寄与する元気なまちをつくります。
人と地域を豊かにする 観光の提供	共創を通じて、沿線の歴史文化や観光資源の魅力を発掘し、移動の楽しみを創出して、心に響く旅を提案します。また、観光による交流人口増加や産業育成により、地域を豊かにします。
脱炭素・循環型社会 実現への貢献	エネルギー効率が高く環境優位性の高い鉄道の強みを活かすとともに、各事業で省エネ・省資源に取り組み、脱炭素・循環型社会の実現に貢献していきます。
<b>事業の基盤</b>	
安全の確保と安心の追求	鉄道を中心とした日々のくらしを支える企業グループとして、基盤となる「安全」の確保に最優先で取り組みとともに、生活の各シーンでの「安心」を提供します。
ガバナンスと リスクマネジメントの強化	グループ各社で透明度が高く公正な経営体制の構築に注力し、シナジーの発揮、価値提供につなげます。また、グループ全体でコンプライアンスの徹底とリスクマネジメント強化に取り組みます。
多様な人財の育成と活躍	多様な人財を受け入れ、社員の能力を最大限発揮できる環境を整えて次代を担う人財育成に努めます。幅広いフィールドでの社員の活躍を通じて、皆さまに多様な価値を提供します。

(出所) 会社ホームページ





図表7-(2)-3. リスクと機会

サステナビリティの重要テーマ	リスク	機会
価値観の変化を先取りした、くらしの創造	<ul style="list-style-type: none"> <li>・人口減少に伴う需要の減少</li> <li>・交流人口の減少</li> <li>・国内・インバウンド観光客の減少</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オンラインビジネスの拡大、デジタル活用による新たな顧客接点づくり</li> <li>・アクティブシニア増加による事業機会</li> </ul>
ネットワークの充実による、元気なまちづくり	<ul style="list-style-type: none"> <li>・競争の激化、新たな競合の発生</li> <li>・生活様式変化・多様化による既存のビジネスモデルの見直し</li> <li>・人手不足</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・地方中核都市への回帰</li> <li>・リアルの価値の再認識</li> <li>・新たなビジネスモデルの構築</li> </ul>
人と地域を豊かにする観光の提供	<ul style="list-style-type: none"> <li>・地政学的リスクによる政情不安、経済の停滞、物価の上昇</li> <li>・イノベーション・技術革新の遅れ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・効率的な運営体制の構築</li> <li>・インバウンド増加</li> <li>・事業領域の拡大</li> </ul>
脱炭素・循環型社会実現への貢献	<ul style="list-style-type: none"> <li>・自然災害の増加・激甚化による設備損害、営業休止</li> <li>・エネルギー調達コストの増加</li> <li>・政策や規制等への対応</li> <li>・サプライチェーンを含む環境対応</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・環境負荷が小さい事業の展開</li> <li>・環境に配慮したサービスへの選好の高まり</li> </ul>
安全の確保と安心の追求	<ul style="list-style-type: none"> <li>・大規模災害・大規模事故の発生</li> <li>・新たな感染症の発生</li> <li>・品質や安全性に対する信用毀損</li> <li>・情報セキュリティの不備</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・レジリエンス強化による早期の事業復旧</li> <li>・安心・安全なサービスの選好の高まり</li> </ul>
ガバナンスとリスクマネジメントの強化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ステークホルダーからの信用低下</li> <li>・サプライチェーンを含む重大な法令倫理違反による企業価値の毀損</li> <li>・ステークホルダーからの要請の高度化</li> <li>・新規事業特有のリスク</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経営陣の多様化による企業価値向上</li> </ul>
多様な人財の育成と活躍	<ul style="list-style-type: none"> <li>・人手不足、人材確保の競争激化</li> <li>・不十分な労働環境</li> <li>・従業員の心身の健康</li> <li>・サプライチェーン等を含めた人権への配慮</li> <li>・ダイバーシティとインクルージブへの対応</li> <li>・技術革新等への対応</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・従業員の多様化による新たな価値の創造</li> <li>・テクノロジー活用の改善による生産性向上</li> <li>・教育研修の充実による新たな価値の創造</li> </ul>

(出所) 会社ホームページ





KPI および目標

同社では 7 つの重要テーマについて、テーマ毎に評価指標（KPI）を複数設定し、目標達成に取り組んでいる。同社が定めた KPI および目標、進捗状況は図表 7-(2)-4 の通りとなる。

図表7-(2)-4. KPIおよび目標、進捗状況

重要テーマ	業種	主な評価指標(KPI)	2022年度実績	2023年度実績	目標年度	目標
価値観の変化を先取りした、くらしの創造	鉄道	多様なニーズに対応した新型一般車両の導入	-	-	2025	計116両
	ストア	健康基軸商品の売上高構成比	2.5%	2.5%	2025	3%
ネットワークの充実による、元気なまちづくり	不動産	駅周辺再開発地域での定住人口・交流人口の創出	-	-	2024以降	モニタリング指標
	鉄道	鉄道輸送人員	501百万人	522百万人	2025	527百万人
	百貨店	地域、行政と連携した街づくり型複合商業サービス施設の実現	2店	2店	2024	順次拡大
	ストア	移動スーパーの運行台数	22台(累計)	22台(累計)	2024	30台(累計)
人と地域を豊かにする観光の提供	ホテル	地域企業とのタイアップ	9施設	12施設	2024	14施設
	鉄道	伊勢志摩特急の利用人員	約200万人	約230万人	2026	コロナ前水準 (2018年度約265万人)
	旅行	ユニバーサルツーリズム参加人数	71,688人	70,051人	2024	74,500人
脱炭素・循環型社会実現への貢献	グループ	エネルギー使用量(2015年度比)	▲14.3%	▲22.1%	2030	▲20%以上
		CO <sub>2</sub> 排出量(総量)国内(2015年度比)	▲40.9%	▲30.5%	2030	▲50%
		CO <sub>2</sub> 排出量(総量)国内+海外(2022年度比)	-	8.0%	2030	▲20%
	百貨店	食品廃棄物排出量(2019年度比)	▲25.7%	▲14.7%	2030	▲20%
	ストア	食品廃棄高(2018年度比)	▲27.4%	▲20.4%	2030	▲40%
	ホテル	サステナブル認証された食材の取扱いホテル数	9施設	15施設	2024	15施設
		宿泊者1人あたりのアメニティのプラスチック提供量(2021年度比)	▲23%	▲40.6%	2024	▲50%
	旅行	グリーンツーリズム参加人数	9,625人	9,714人	2024	10,000人
		エコツーリズム参加人数	4,125人	4,164人	2024	5,000人
		J-クレジット制度の利用者数	3,082人	9,076人	2024	10,000人
安全の確保と安心の追求	鉄道	有責の鉄道運転事故件数	0件	0件	毎年度	0件
		鉄道運転事故・輸送障害件数	92件	79件	毎年度	前年度を下回る
	不動産	マンション防災品備蓄品設置率	100%	100%	2024	100%
	ホテル	HACCPの実践(食中毒事故発生件数)	0件	0件	毎年度	0件
食物アレルギー対応の実践(重篤アレルギー事故発生件数)		0件	0件	毎年度	0件	
ガバナンスとリスクマネジメントの強化	当社	社外取締役比率	33.3%	33.3%	2024	3分の1以上維持
	鉄道	BCM(事業継続マネジメント)格付(日本政策投資銀行)	最高ランク	最高ランク	2025	最高ランクを維持
多様な人材の育成と活躍	当社	総合職採用に占める女性の割合	17.4%	38.1%	毎年度	30%以上
		当社籍総合職の離職率	2.0%	2.4%	毎年度	2.0%以下
総合的な評価指標						
当社	ESG外部評価の維持・向上					

(出所) 会社資料(統合報告書)





## 8. 大株主の状況、リスク等

### (1) 大株主の状況

25/3 期有価証券報告書に記載されている大株主の状況は、図表 8-(1)-1 の通り。

図表8-(1)-1. 大株主の状況(25/3期末)

氏名または名称	所有株式数 (千株)	発行済株式（自己株式 を除く）の総数に対する 所有株式数の割合 (%)
日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	28,224	14.8
日本カストディ銀行(信託口)	9,209	4.8
日本生命保険	4,198	2.2
JP MORGAN CHASE BANK 385781 (常任代理人 みずほ銀行)	2,546	1.3
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001 (常任代理人 みずほ銀行)	2,359	1.2
STATE STREET BANK WEST CLIENT - TREATY 505234 (常任代理人 みずほ銀行)	2,187	1.1
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505103 (常任代理人 みずほ銀行)	1,994	1.0
明治安田生命保険	1,629	0.9
三重交通	1,343	0.7
JP MORGAN CHASE BANK 385794 (常任代理人 みずほ銀行)	1,303	0.7
計	54,995	28.9

(出所) 会社資料（有価証券報告書）で当研究所作成

### (2) 事業等のリスク

同社グループでは、企業経営におけるリスクの把握・回避と影響の軽減、再発防止、有事における対応力強化、そしてリスク管理の意識向上を目的に、24 年 3 月、図表 8-(2)-1 の通り、グループ横断的なリスク管理体制を再整備・強化した。

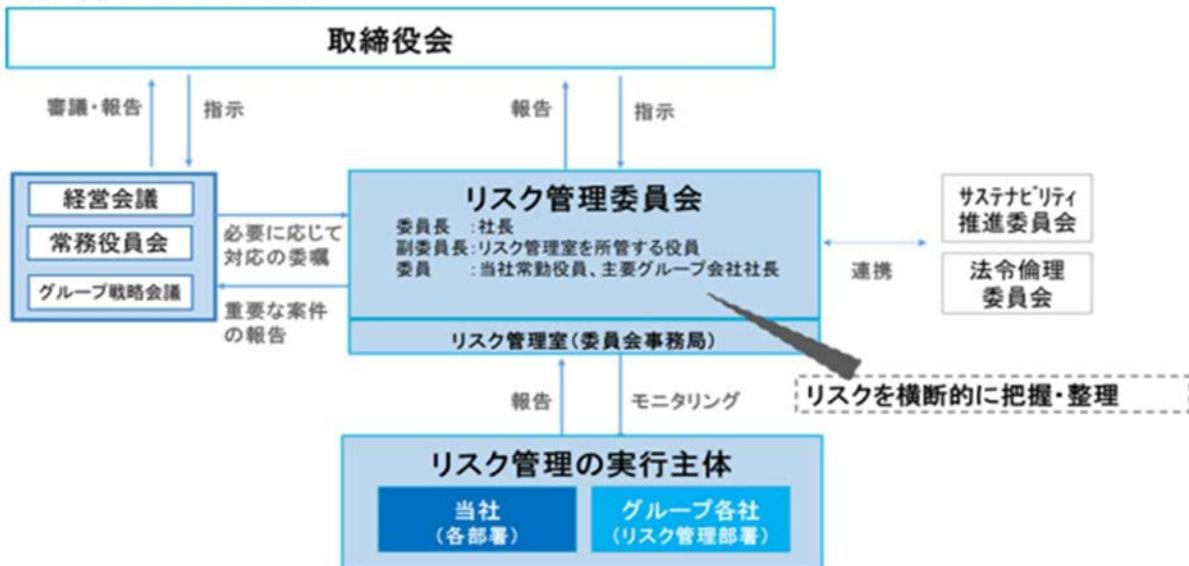
この体制のもと顧客・従業員の生命・健康に関わる「安全」、社会から同社グループへの「信頼」、同社グループに金銭的損失を与える「経済損失」という 3 つの視点から、同社およびグループ各社において具体的なリスクを抽出・把握した。そのうえで、把握したリスクを影響度・発生頻度の二軸で評価して同社グループ全体のリスクマップを作成し、対処すべき重要リスクを特定した。

同社およびグループ各社において、これらのリスクへの対応計画を決定して実行しており、リスク管理の運用状況や対応計画の実施状況については、当リスク管理体制のもと、リスク管理室が中心となり、リスク管理委員会を通じてモニタリングすることで、一元的なリスク管理を行っている。





図表8-(2)-1. リスク管理体制



(出所) 会社資料 (有価証券報告書) で当研究所作成

同社では特定した重要リスクを踏まえ、連結会社の財政状態、経営成績およびキャッシュフローの状況に重要な影響を与える可能性があるリスクおよびリスクへの対応について、25/3 期有価証券報告書で以下の点を挙げている。

(主に「安全」に関わるリスク)

① 大規模事故等の発生

万一大規模事故や大規模火災、テロ等が発生した場合、その復旧や損害賠償に巨額の費用が必要となるほか、長期間にわたる事業の中断が発生する可能性があり、業績に深刻な影響を与えるおそれがある。

同社グループでは、公共交通機関として多数の顧客の輸送に当たる鉄軌道事業やバス事業をはじめ、その他の各事業においても顧客の安全の確保を第一義に考えている。このため、運輸安全マネジメントの推進・徹底、従業員の教育・訓練、鉄軌道事業における運転保安設備の新設、更新、増強ほか各事業において計画的に投資を継続するなど、各種の安全対策に万全を期している。

② 大規模自然災害の発生

南海トラフ地震等とそれらに伴う津波や、気候変動の影響により激甚化している大規模な風水害などが発生した場合、長大橋梁・鉄道トンネル・線路等鉄道施設の毀損、特急座席予約システムの停止・損壊などのほか、ホテルや百貨店、賃貸施設、レジャー施設等についても大きな被害が生じるおそれがあり、同社グループにおいて大規模な損害および復旧費用が発生する可能性がある。また、同社グループの経営資源が大阪府、奈良県、三重県をはじめ、近鉄沿線に集中していることから、特に南海トラフ地震が発生した際は、グループ全体の業績に深刻な影響を与えるおそれがある。





このため、鉄軌道事業における駅や高架橋、シールドトンネルの耐震補強、橋梁洗掘対策、電気設備等の浸水対策等の計画的な実施、各事業における耐震補強など防災対策工事の推進、従業員の教育、大規模地震の発生を想定した異例事態対応訓練の実施によるグループ各社との連携強化、事業継続計画の定期的な見直し等、大規模な災害・事故等の発生に備えた危機管理体制の整備を一層推し進めている。

### ③ 労務管理の不足

運輸業をはじめ労働集約型の事業を幅広く展開している同社グループにおいては、自責・他責によらない事故の発生、就業環境等に起因するメンタル面の不調等、心身両面での健康被害や死傷者の発生等の労働災害が生じる可能性がある。また、働き方改革など労働環境改善のための法改定への対応が遅れた場合、従業員が心身両面での健康被害を受けるおそれに加え、ステークホルダーからの信用低下や業績悪化を招く可能性がある。

同社グループでは、労働安全衛生の向上を図るため、安全管理意識の徹底や設備面の充実によるバックアップ等を進めている。また、働きやすい職場環境の整備、従業員との対話や各種支援制度の充実、「近鉄グループ健康経営宣言」に基づく健康経営の積極的な推進などを通じて、従業員のエンゲージメント向上、心身の健康増進を図っている。さらに、グループ全体で法令遵守の徹底や必要な情報の収集・共有に努めている。

### ④ 感染症の拡大

新規または既存の感染症の発生・拡大に伴う経済活動の規制、顧客の事業活動の停止、移動需要や観光需要の激減が生じた場合、収支の著しい悪化、従業員の罹患による事業中断の可能性がある。また、アフターコロナ社会において、感染症がもたらした社会構造や行動様式の変化により、通勤・出張需要の減少、オンラインビジネスの拡大などが定着したように、事業形態や事業収支への影響が恒常的なものになるおそれがある。

同社グループでは、社会・経済環境、行動様式の変化に応じた各事業の構造改革や新サービスの創出を進めるとともに、感染症が発生した場合には感染予防と拡大防止に全力で取り組んでいく。

### ⑤ 商品・サービスの品質、安全性、表示の信用毀損

主として一般消費者を顧客としている流通業およびホテル・レジャー業において、同社グループが販売する商品・提供するサービスの品質や、食品類等の表示について信用毀損が生じた場合、顧客の減少による減収や損害賠償、争訟費用等のコスト発生により業績が悪化するおそれがある。

同社グループでは、24年に改組した食品表示衛生管理委員会を通じて、食品表示および食品衛生に関する法令の遵守状況の確認や品質・衛生管理・食品類等の表示のチェック、従業員に対する定期的な研修などを実施し、商品・サービスの品質、安全性の確保、適切な表示に努めている。

(主に「信頼」に関わるリスク)

#### ① 人権侵害

国内および海外で幅広く事業を展開する同社グループは、従業員のみならずサプライチェーンなど多岐にわたる





人々の支えのもと事業を営んでいる。グループ内やサプライチェーンにおいて人権侵害や各種ハラスメントが発生した場合、被害者の心身の健康被害につながるほか、社会的信用の低下や企業イメージの悪化、取引先企業からの取引停止、売上減少のおそれがある。

同社グループでは、22年11月に人権に関する国際規範に基づき制定した「近鉄グループ人権基本方針」のもと、人権リスクの特定、教育や研修を通じた予防・軽減、相談窓口等による救済・是正等、人権デュー・ディリジェンスの実施に努めており、グループ内およびサプライチェーンにおける対応を進めていく。

また、顧客の満足度を高めていくとともに、顧客・従業員などの全てのステークホルダーの人権が尊重される社会を実現するため、24年12月に「近鉄グループ カスタマーハラスメントに対する基本方針」を制定した。グループ各社の実情に応じて、相談窓口や対応手順を整備し、従業員に対する教育研修に取り組んでいる。

このほか、法令遵守や人権尊重など、同社グループとともにサプライチェーンに実践してもらいたいことを掲げた「近鉄グループ サプライチェーン方針」を25年4月に制定し、グループ各社に周知した。事業活動に関わる全ての人々の人権を尊重し、ともに協力しながらサステナブルな社会の実現を目指していく。

## ② 情報セキュリティの不備

同社グループは、定期乗車券の発売やカード会員の募集、ホテル業、百貨店業、旅行業等の営業を通じ、顧客の個人情報その他の機密情報を保有している。万一これらの情報への不正なアクセス、情報の紛失、改ざん、漏洩、消失等が起こった場合、損害賠償等による費用が発生するほか、信用失墜などにより業績等に悪影響を及ぼす可能性がある。

また、想定を超えるコンピュータシステム障害、通信障害、近年巧妙化しているコンピュータウイルスやサイバーテロ等により、システムが長時間にわたり機能しなくなる等の不測の事態が発生した場合にも、業績等に悪影響を及ぼす可能性がある。

同社グループでは、情報の漏洩等を防ぐため、法令、「近鉄グループ情報セキュリティ基本方針」ならびに各社が制定する規程等に基づき、各社がその責任において情報セキュリティを確保し、情報を厳重に管理しているほか、デジタル人材の採用・育成強化を実施している。また、不正アクセスやコンピュータウイルスに対しては、ハード・ソフトの両面からセキュリティ体制の強化に取り組んでいる。

## ③ 法令違反

同社グループの役員、従業員ほか、会社関係者の各種法令違反、犯罪・不祥事、反社会勢力との取引等が発生した場合、社会的信用の失墜・企業イメージの著しい低下を招くとともに、行政・司法からの処分、ペナルティの支払い、収支への影響、事業継続への支障のおそれがある。

同社グループでは、近鉄グループ経営理念の一つに「わたしたちは、誠実な企業活動により、暮らしの安心を支えます。」を掲げ、法令遵守を最優先に事業を営んでいる。さらに、社員一人ひとりが遵守すべき「近鉄グループ企業行動規範」、法令や企業倫理の遵守に関する「法令倫理指針」を制定し、周知の徹底・教育の充実を図っている。また、24年3月にCSR委員会が担っていた機能のうち法令倫理遵守に特化した「法令倫理委員会」を独立させて機能強化し、主要会社役員が委員となって、法令および企業倫理に則った誠実な企業行動の確





立に努めている。さらに、25年3月に「税の透明性に関する方針」を、同年4月に「近鉄グループ 腐敗行為（贈収賄等）の防止に関する基本方針」をそれぞれ制定し、グループ各社に周知した。事業活動を行う国や地域の法令等を遵守し、企業倫理に則った企業活動を推進していく。

#### ④ 新規事業特有のリスク

新たな事業機会を求めて新規事業に取り組む場合、業界やエリア特有の法令・商慣行の認識不足による法令・契約違反や、不慣れなオペレーションによる安全確保の不備、労働災害を発生させる可能性があり、それにより、顧客や取引先への迷惑や従業員の心身の健康阻害、また、企業イメージ・社会的信用の低下を招くおそれがある。

同社グループでは、新規事業特有のこのようなリスクを踏まえ、マニュアル・規程類の整備や業務システムによるバックアップ、また、外部パートナーや有識者とも連携し、当該業界固有の仕組み等に関する関係者への教育や潜在リスクに対する情報収集、対応力の強化等を図っていく。

（主に「経済損失」に関わるリスク）

#### ① 人財不足

同社グループにおいては、鉄軌道事業をはじめとする多くの事業が労働集約型であり、人財の安定的な確保が不可欠となる。しかしながら、少子高齢化により生産年齢人口の減少が続いており、また、終身雇用を前提としない働き方の浸透や、労働市場の流動化が進んでいることから、今後十分な人財が確保できない場合および優秀な人財がグループ外に流出した場合は、事業機会の損失や競争力低下により、事業運営への支障や収支に影響を及ぼす可能性がある。また、社会インフラである交通サービスを計画通りに提供できず、顧客の生活に迷惑をかけるおそれがある。

同社グループとしては、採用区分や採用エリアの拡大など多様な形態の採用活動により、引き続き適材適所の人財の確保に努めるとともに、働きがいがあり働きやすい魅力ある職場環境の整備、業務の合理化・システム化等による効率的な運営体制の構築、グループ全体で人財を有効活用する仕組みづくり等に取り組んでいる。また、24年10月、同社グループ全体の人に関する業務を担う新会社「近鉄 HR パートナース」を設立した。グループ各社の人事施策を支援していきながら、新たなビジネス機会の探究にも取り組んでいく。

#### ② 沿線人口の減少、沿線の魅力低下

少子高齢化および都心への人口移転により、近鉄沿線での人口、特に就労人口および通学人口が減少しており、今後もその傾向が続くと予想される。この状況は鉄軌道事業収入、流通業収入や不動産業収入等、各事業の需要減少を招き、収支に悪影響を及ぼすと見込まれる。また、沿線の街や観光地の賑わいが乏しくなり魅力が低下することによって、定住人口や交流人口がさらに減少するおそれがある。

同社グループとしては、顧客・地域社会のニーズに対応した商品・サービスの拡充、競争力のあるエリアでの不動産業等の展開、テクノロジーを活用した新たなビジネスモデルや効率的な運営体制の構築などの諸施策を積





極的に進めていく。また、グループ各社間のみならず、自治体ほか幅広い関係者との連携を強化し、まちづくり推進、産業振興等による沿線の定住人口の減少抑制・増加、沿線観光資源の活用、観光魅力の向上による交流人口の拡大を目指していく。

### ③ 競合他社への顧客転移

近鉄線と競合する高速道路網の整備等によりモータリゼーションが一層進展しているほか、一部路線が鉄道他社と競合している。また、沿線の観光地は、他の観光地と競合関係にあるため、観光客が減少し、鉄軌道事業のほかホテル・レジャー業の収入が影響を受ける可能性がある。さらに、大阪・奈良・三重地区等で競合する他の百貨店や異業態の新店舗開業・改装により、流通業の収入が影響を受ける可能性がある。

同社グループとしては、関係者と連携しながら、持続可能で魅力ある公共交通サービスの提供、豊富な沿線観光資源の活用や顧客・地域社会のニーズに対応した商品・サービスの拡充に努めるほか、競争力のあるエリアでの不動産業等の展開、テクノロジーを活用した新たなビジネスモデルや効率的な運営体制の構築などの諸施策を積極的に進め、グループ各社の連携によりグループ事業全体の基盤強化を図っていく。

### ④ 事業領域等の偏り

同社グループは、近畿・東海を主たる事業エリアとする鉄軌道事業など人の移動を前提とするB to C事業に事業領域が偏っていた。その結果、新型コロナウイルス感染症の拡大により、人流が激減したことが損益の大幅な悪化をもたらした。グループの事業が特定の事業領域および事業エリアに偏っていることは、外部環境の急激な変化に柔軟に対応しきれず、事業収支の大幅な悪化を招く可能性がある。

これに対して、21年に工業用製品を製造するサカイをグループに加え、22年には物流業界で世界的にフォーディング事業を展開する近鉄エクスプレスを完全子会社化して、国際物流業をグループの中核事業とするなど、M & Aなどを活用してバランスある事業ポートフォリオを構築するとともに、海外へも事業エリアを拡大している。この流れを継続深化するとともに、グループ間連携の強化によってグループ全体の企業価値向上を図っていく。

### ⑤ 気候変動

気候変動の物理的リスクのうち、急性リスクとして、大型台風、豪雨に伴う風水害や土砂災害により列車が運行不能になるおそれがある。また、旅行やホテルのキャンセルや、買物・レジャーの出控えが発生する。慢性リスクとしては、猛暑等により空調などの電力使用量やエネルギーコストが増加するおそれがある。また移行リスクとして、法律等の規制強化や、旅行や日常生活における消費者行動の変化により、大規模な設備投資や事業構造の見直しを迫られるおそれがある。鉄道事業においては、「炭素税等の導入」「エネルギーコストの増加」「災害激甚化」リスクの影響が特に大きいと見込んでいる。

同社グループとしては、TCFDの枠組みに沿って気候関連の影響に関するシナリオ分析を行い、戦略検討やリスク管理、統合報告書等での情報開示を進めている。激甚化する災害に備え鉄道の防災・安全対策を推進するとともに、23年11月に、50年カーボンニュートラルを目指す「近鉄グループ環境目標」における30年度のCO2排出量削減目標を引き上げ、各事業で省エネルギー、省資源等の取組みを一層推進し、気候変動への対応に努めている。





## ⑥ デジタル社会の進展

IT の進化により在宅勤務やオンライン会議の環境が整備されてきた中、コロナ禍を経てこれらが急速に普及し、公共交通機関を利用した通勤や遠距離の出張が減少している。今後この動きやデジタル化の進展による新たな技術革新、生産性向上等がさらに進んだ場合は、人流に依拠する鉄道・バスなどの運輸収入やオフィスビルなどの不動産賃貸収入が減少したり、生産性が低下したりするおそれがある。

同社グループとしては、交流人口を拡大するため、乗ること自体を目的とした鉄道車両の開発、伊勢志摩や奈良など沿線観光地の一層の魅力向上等により観光旅客の増加を図るとともに、競争力のあるエリアでの不動産事業の展開に加え、施設のリニューアル等により資産価値の維持・向上を図っていく。また、23 年にデジタル推進室（25 年 6 月にデジタル戦略部に改正）を設置してグループ全体のビジョンの策定、グループ共通顧客基盤の整備ほか DX 施策の推進、DX 人財の確保と育成等に努めている。

これらの取組みにより、近鉄沿線の交流人口の増加、新しい生活様式に適応したサービスの提供やデジタル技術を活用した新サービス創出、生産性向上等による業績の向上に努めていく。

## ⑦ 景気、個人消費動向、国際情勢等の変動

運輸業、不動産業、流通業およびホテル・レジャー業は、いずれも主に一般消費者を顧客としており、景気、個人消費動向等の経済情勢のほか、冷夏、暖冬などの異常気象や天候不順等の影響により、業績が悪化するおそれがある。また、これらの事業は、天災・悪天候や通商問題、テロ攻撃・戦争等による国際情勢の悪化により訪日外国人が減少し、業績が悪化するおそれがある。

また、国際物流業は、国内外の経済・景気動向、顧客企業の輸送需要、政治的または社会的な要因の地政学リスク、それに伴うテロ攻撃や地域紛争、天災・悪天候、パンデミックなど様々な要因により、業績が悪化するおそれがある。

同社グループとしては、構造改革の実施による損益分岐点の引き下げを図るとともに、B to B 事業の育成・強化による事業ポートフォリオのリスク耐性強化等を通じて、事業環境の変化、顧客の動向・ニーズに迅速かつ柔軟に対処して、業績の向上に努めていく。

## ⑧ 原油、電気料金、資材価格等の高騰

原油等の資源価格、電気料金、資材価格等の上昇は、同社グループの鉄軌道事業、バス事業、タクシー事業、国際物流業などに大きな影響を与える。また、不動産業におけるマンション建築工事費や飲食店業、ホテル業、百貨店業等におけるエネルギーコストの上昇は、利益減の要因となる。

同社グループとしては、各事業において原価の抑制に努めているほか、各社およびグループ共同で資源の供給会社に対する価格交渉を随時行っている。また、新型車両導入や設備更新等による省エネの推進、資源価格に左右されない再生可能エネルギーの調達拡大の検討を進めている。

## ⑨ 貨物運賃・運送原価の高騰

国際物流業の航空貨物輸送においては、チャーター便を利用した輸送スペースを確保する際には、チャーター契





約が固定的な仕入となることから、輸送需要が想定以上に低迷した場合は販売価格の下落により業績に影響を与える可能性がある。

これに対し、従前より取り組む機材スペースの部分的な確保や市場価格での買付けの比重を高めるなど、業績への影響を最小限に抑えるべく対処していく。また、安定的な供給スペースとサービスの提供による物量の拡大と継続的な成長を図るために、航空会社との関係を強化するとともに集中購買も進め、事業環境の変化に迅速かつ柔軟に対処していく。

他方、物流に関わる人財不足も顕在化しており、今後の情勢によっては、運送、荷役原価も大きく変動する可能性がある。仕入原価が想定以上に上昇し、一方顧客から適正料金の収受が困難となった場合は、業績および財務状況に影響を与える可能性がある。

これらの可能性に対し、航空会社、船会社、トラック会社などの実運送事業者との協力関係の強化や集中購買の強化を図るとともに、顧客からの環境変化に応じた適正料金収受に努める等、事業環境の変化に迅速かつ柔軟に対処し、業績への影響を最小限にすべく努めている。

#### ⑩ 法令による規制等

鉄道事業法（昭和61年法律第92号）の定めにより旅客運賃の設定・変更は国土交通大臣の認可を受けなければならない。また、鉄軌道事業における運賃の設定・変更を制限される可能性がある。

同社グループの事業活動においては各種法令の規制を受けており、法令改正の内容によっては、業績に影響を及ぼす可能性がある。

同社グループでは、国内外の法令に関する情報を収集することで、同社グループの業績への影響を最小限とするよう努めている。

#### ⑪ 大規模投資・新規投資の失敗、保有資産の価値棄損

駅周辺再開発や観光振興に向けた沿線および沿線外での大規模投資、成長に向けた新規事業への投資等を決定・着手した後の投資額の大幅な増額や、社会情勢の変化等によって完成後に期待した収益を創出できなかった場合、また、不動産市況の低迷や地価の下落に伴う販売用土地およびマンションの販売不振、不動産賃料収入の減少が生じた場合には、投資回収の遅れや固定資産および販売土地建物についての評価損失の計上などにより、業績が悪化するおそれがある。

同社グループとしては、経済動向や投資効果等を慎重に見極めて判断を行うとともに、地価変動の影響を極力避けるための保有資産の入替え、競争力のあるエリアでの事業展開、付加価値の高い案件への投資や新規物件の開発促進、低利用地の更なる有効利用等によって業績向上に努めている。

#### ⑫ 為替レートの変動

国際物流業や旅行業は、グローバルに事業を展開しているため、各地域における通貨の変動が業績および財務状況に影響を与える可能性がある。

これに対し、同社グループでは、外貨建債権・債務および外貨建予定取引に係る為替の変動リスクを回避す





る目的で、為替予約取引や通貨スワップ取引等を利用している。取引の運用にあたっては、社内管理規程等に則って執行と管理が行われており、投機目的およびレバレッジ効果の高い取引は行わない方針としている。また、海外での事業拡大に向けた投資に際しては、グループの海外法人が有する外貨資金の活用も資金調達の一つとして為替リスクの軽減および財務の効率的運用を図っていく。

### ⑬ 調達金利の変動

景気の急激な変動や金融市場の混乱等により、今後市場金利が上昇または乱高下した場合や、信用格付業者による格付が引き下げられた場合には、調達金利が上昇し、業績等に悪影響を及ぼす可能性がある。なお、24年度末の連結有利子負債残高は1兆2569億11百万円、24年度の連結営業外費用における支払利息および社債利息は117億44百万円となっている。

同社グループでは、「成長」と「財務健全性」のバランスに配慮しつつ、有利子負債残高のコントロールに努めており、また、金利変動による影響を軽減するため、金利の長期固定化を図っている。さらに、将来の金利上昇を予測した早期の資金調達実施の計画を立てている。

### ⑭ 株式相場の変動

株式相場の変動により、時価のある投資有価証券の価格が下落し、業績等に悪影響を及ぼす可能性がある。また、年金資産（退職給付信託を含む。）の一部は上場株式で運用しており、株価の下落は退職給付費用の増加や掛金拠出の増加につながるおそれがある。

同社グループでは、上場株式の売却を進めるとともに、定期的に投資有価証券の市場価格を把握し、リスクを抑制している。年金資産の運用については、外部の専門家によるアドバイスを参考にしつつ、定期的に運用状況の確認と見直しを行っている。

### ⑮ 企業買収等

同社グループ各社は、今後の成長に向けた競争力強化や収益性の向上および事業ポートフォリオの最適化のため企業買収等を行っており、また、将来行うことがある。

同社グループとしては、個々の案件の規模等に応じて、取締役会および各社における各種の会議体での審議ならびに投資先に対するデュー・ディリジェンスを十分に実施することにより、企業買収等の検討を進めるとともに、買収先の資産効率の向上および利益の最大化に努めていく。

なお、買収先企業の業績が買収時の想定を下回る場合、または事業環境の変化や競合状況等により期待する成果が得られないと判断された場合には、企業買収等を行ったグループ各社においてのれんを含む固定資産の減損損失が発生し、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

15年5月には、持分法適用関連会社であった近鉄エクスプレスがグローバルにロジスティクス事業を展開するAPL Logistics Ltdの買収を行ったほか、22年7月には、近鉄グループホールディングスが近鉄エクスプレスの発行済株式を対象とする公開買付けにより、同社を連結子会社化している。

25年3月末時点において、近鉄グループホールディングスの連結財務諸表で上記の買収に関連する固定資





産 2697 億 8 百万円（顧客関連資産 425 億 61 百万円、商標権 342 億 58 百万円およびのれん 560 億 17 百万円を含む。）が計上されている。





## 9. 財務関連データおよび指標

## (1) 損益計算書 (通期)

図表9-(1)-1. 損益計算書(通期)

単位：億円

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期 計画
営業収益	12,180	12,049	12,228	12,369	11,942	6,972	6,915	15,610	16,295	17,418	18,800
(前期比)	-1%	-1%	1%	1%	-3%	-42%	-1%	126%	4%	7%	8%
売上原価	10,000	9,861	10,021	10,134	9,873	6,323	5,729	13,060	13,168	14,208	
(前期比)	-3%	-1%	2%	1%	-3%	-36%	-9%	128%	1%	8%	
(売上原価率)	82%	82%	82%	82%	83%	91%	83%	84%	81%	82%	
売上総利益	2,180	2,187	2,207	2,236	2,070	649	1,186	2,550	3,127	3,210	
(前期比)	10%	0%	1%	1%	-7%	-69%	83%	115%	23%	3%	
(売上総利益率)	18%	18%	18%	18%	17%	9%	17%	16%	19%	18%	
販管費	1,533	1,539	1,561	1,558	1,576	1,270	1,147	1,879	2,253	2,366	
(前期比)	9%	0%	1%	-0%	1%	-19%	-10%	64%	20%	5%	
(販管費率)	13%	13%	13%	13%	13%	18%	17%	12%	14%	14%	
営業利益	647	648	646	678	494	-621	39	671	874	844	880
(前期比)	15%	0%	-0%	5%	-27%	-	-	-	30%	-3%	4%
(営業利益率)	5%	5%	5%	5%	4%	-9%	1%	4%	5%	5%	5%
EBITDA	1,179	1,181	1,172	1,200	1,033	-73	551	1,332	1,643	1,668	
(前期比)	7%	0%	-1%	2%	-14%	-	-	142%	23%	2%	
(EBITDAマージン)	10%	10%	10%	10%	9%	-1%	8%	9%	10%	10%	
ネット金融収支	-93	-95	-85	-74	-69	-70	-62	-69	-54	-60	
為替差損益	0	0	0	0	0	0	4	41	4	18	
持分法投資損益	67	19	60	71	48	117	219	87	23	20	
経常利益	611	567	613	671	472	-420	307	746	846	815	780
(前期比)	17%	-7%	8%	9%	-30%	-	-	143%	13%	-4%	-4%
(経常利益率)	5%	5%	5%	5%	4%	-6%	4%	5%	5%	5%	4%
税前利益	491	450	505	555	361	-835	521	1,069	771	824	
(税負担率)	35%	39%	38%	30%	47%	-	18%	14%	31%	34%	
親会社株主利益	290	262	296	360	206	-602	428	888	478	467	480
(前期比)	4%	-9%	13%	21%	-43%	-	-	108%	-46%	-2%	3%
(純利益率)	2%	2%	2%	3%	2%	-9%	6%	6%	3%	3%	3%
EPS(円)	152.3	138.0	155.7	189.2	108.2	-316.6	224.8	466.8	251.4	245.7	
DPS(円)	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	0.0	25.0	50.0	50.0	50.0	
配当性向	33%	36%	32%	26%	46%	-	11%	11%	20%	20%	
BPS(円)	1,728.7	1,780.2	1,927.2	2,010.9	1,983.1	1,686.6	1,990.9	2,323.3	2,743.8	2,861.3	
設備投資額	528	456	541	782	689	552	265	383	608	831	
減価償却費	531	533	525	522	539	548	513	636	736	792	
従業員数(人)	29,048	30,719	30,597	30,506	30,491	30,343	26,605	44,079	44,318	44,678	

(注1)EBITDA=営業利益+減価償却費+のれん償却額。税負担率=(法人税等+調整額)÷税前利益

(注2)EPS、DPS、配当性向、BPSは会社公表値。EPS、DPS、BPSは株式分割があれば、当研究所が遡及修正

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





(2) 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

図表9-(2)-1. 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

単位：億円

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期
流動資産	2,968	2,984	2,823	2,897	2,573	3,311	3,316	7,020	7,208	7,612
現預金	559	530	540	533	409	770	789	2,171	2,670	2,591
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	50	56	66
売上債権	529	543	543	582	385	447	597	2,243	1,849	1,932
棚卸資産	1,187	1,161	1,226	1,172	1,263	1,611	1,515	1,752	1,907	2,226
固定資産	16,315	16,124	16,290	16,438	16,310	16,212	15,619	17,205	17,316	17,444
有形固定資産	14,113	14,065	13,945	14,074	14,049	13,587	12,891	13,644	13,691	13,851
無形固定資産	149	118	119	158	172	150	140	1,699	1,675	1,613
のれん	1	1	0	1	0	0	0	625	593	560
投資その他の資産	2,054	1,941	2,226	2,207	2,089	2,476	2,589	1,862	1,951	1,981
資産合計	19,309	19,129	19,145	19,364	18,913	19,550	18,958	24,248	24,543	25,073
流動負債	5,667	6,489	5,599	5,765	5,167	5,858	5,040	7,798	7,133	7,616
買入債務	496	565	607	579	437	399	491	1,335	1,224	1,177
短期借入金・社債	2,721	3,564	2,753	2,693	2,538	3,261	2,568	3,614	3,036	3,437
固定負債	10,145	8,978	9,603	9,469	9,693	10,307	9,700	11,447	11,554	11,319
長期借入金・社債	8,603	7,428	8,049	7,866	8,045	8,561	8,033	9,180	9,333	9,133
負債合計	15,812	15,467	15,202	15,234	14,860	16,166	14,740	19,245	18,687	18,935
自己資本	3,287	3,385	3,664	3,823	3,770	3,206	3,786	4,419	5,218	5,441
非支配株主持ち分	209	277	278	308	283	179	431	584	638	696
純資産	3,497	3,662	3,942	4,131	4,053	3,385	4,218	5,003	5,857	6,137
運転資本	1,220	1,139	1,162	1,175	1,211	1,659	1,622	2,661	2,532	2,981
投下資本(運用ベース)	15,482	15,322	15,226	15,406	15,431	15,396	14,652	18,004	17,898	18,444
投下資本(調達ベース)	14,612	14,378	14,466	14,382	14,353	15,028	14,387	17,212	17,587	18,010
ネット投下資本(調達ベース)	14,053	13,847	13,927	13,848	13,944	14,258	13,598	14,991	14,861	15,353
ネットキャッシュ(-はネットデット)	-10,766	-10,462	-10,263	-10,026	-10,174	-11,052	-9,812	-10,572	-9,643	-9,912
1. 営業キャッシュフロー	839	848	888	1,023	583	-255	575	1,340	1,505	897
売上債権の増減額	-57	-21	-1	-38	197	-62	-92	627	507	-71
棚卸資産の増減額	83	3	-54	46	-43	-168	157	-236	-163	-333
仕入債務の増減額	8	27	45	-34	-141	-39	49	-329	-180	-59
2. 投資キャッシュフロー	-395	-413	-508	-641	-574	-460	443	-419	-563	-828
固定資産の取得	-495	-533	-544	-735	-646	-546	-332	-325	-568	-864
3. フリーキャッシュフロー(1+2)	445	435	380	382	8	-715	1,018	921	942	69
4. 財務キャッシュフロー	-460	-474	-369	-389	-130	1,079	-1,029	448	-720	-179
配当	-95	-95	-95	-95	-95	-95	0	-48	-95	-143
自己株取得	-1	-1	-2	-1	-1	-1	-0	-1	-1	-1
有利子負債の増減額	-371	-377	-260	-292	-30	1,179	-1,277	746	-608	-4
現預金の増減額	-15	-41	9	-6	-123	365	-6	1,324	335	-100
現預金の期末残高	556	519	528	521	398	763	758	2,082	2,417	2,317

(注)ネットキャッシュ=手元流動性-有利子負債

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





(3) 財務分析

図表9-(3)-1. 財務分析

単位：億円(表示なし項目)

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期
<b>&lt; ROEの3分解式 &gt;</b>										
純利益率	2.4%	2.2%	2.4%	2.9%	1.7%	-8.6%	6.2%	5.7%	2.9%	2.7%
総資産回転率(回)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
財務レバレッジ(倍)	6.0	5.8	5.4	5.1	5.0	5.5	5.5	5.3	5.1	4.7
<b>&lt; 資産収益性 &gt;</b>										
ROE	9.0%	7.9%	8.4%	9.6%	5.4%	-17.3%	12.2%	21.6%	9.9%	8.8%
ROA	3.2%	2.9%	3.2%	3.5%	2.5%	-2.2%	1.6%	3.5%	3.5%	3.3%
税前ROIC(運用ベース)	4.1%	4.2%	4.2%	4.4%	3.2%	-4.0%	0.3%	4.1%	4.9%	4.6%
税前ROIC(調達ベース)	4.4%	4.5%	4.5%	4.7%	3.4%	-4.2%	0.3%	4.2%	5.0%	4.7%
税前ROIC(ネット調達ベース)	2.5%	2.6%	2.6%	2.8%	2.0%	-2.5%	0.2%	2.6%	3.2%	3.1%
<b>&lt; 営業収益比 &gt;</b>										
売上総利益率	17.9%	18.2%	18.0%	18.1%	17.3%	9.3%	17.1%	16.3%	19.2%	18.4%
販管費率	12.6%	12.8%	12.8%	12.6%	13.2%	18.2%	16.6%	12.0%	13.8%	13.6%
営業利益率	5.3%	5.4%	5.3%	5.5%	4.1%	-8.9%	0.6%	4.3%	5.4%	4.8%
EBITDAマージン	9.7%	9.8%	9.6%	9.7%	8.7%	-1.1%	8.0%	8.5%	10.1%	9.6%
経常利益率	4.0%	3.7%	4.1%	4.5%	3.0%	-12.0%	7.5%	6.8%	4.7%	4.7%
純利益率	2.4%	2.2%	2.4%	2.9%	1.7%	-8.6%	6.2%	5.7%	2.9%	2.7%
<b>&lt; 効率性 &gt;</b>										
総資産回転期間(月)	19.1	19.1	18.8	18.7	19.2	33.1	33.4	16.6	18.0	17.1
売上債権回転期間(日)	15.0	16.2	16.2	16.6	14.8	21.8	27.6	33.2	45.8	39.6
棚卸資産回転期間(日)	51.9	43.5	43.5	43.2	45.0	82.9	99.6	45.7	50.7	53.1
買入債務回転期間(日)	18.0	19.6	21.3	21.3	18.8	24.1	28.3	25.5	35.5	30.8
CCC(日)	48.9	40.1	38.3	38.4	41.0	80.6	98.8	53.4	61.1	61.9
1人当たり営業収益	41.7	40.3	39.9	40.5	39.2	22.9	24.3	44.2	36.9	39.1
1人当たり営業利益	2.2	2.2	2.1	2.2	1.6	-2.0	0.1	1.9	2.0	1.9
<b>&lt; 財務安全性 &gt;</b>										
手元流動性比率(月)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	1.4	1.2	1.8	1.9
自己資本比率	17.0%	17.7%	19.1%	19.7%	19.9%	16.4%	20.0%	18.2%	21.3%	21.7%
流動比率	52.4%	46.0%	50.4%	50.3%	49.8%	56.5%	65.8%	90.0%	101.1%	99.9%
インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍)	5.6	6.3	6.9	8.0	6.3	-7.8	0.7	7.8	9.0	7.7
<b>&lt; 成長性 &gt;</b>										
前期比										
営業収益	-1.3%	-1.1%	1.5%	1.2%	-3.4%	-41.6%	-0.8%	125.7%	4.4%	6.9%
営業利益	14.7%	0.1%	-0.3%	4.9%	-27.1%	-	-	-	30.2%	-3.5%
親会社株主利益	3.9%	-9.4%	12.8%	21.4%	-42.8%	-	-	107.6%	-46.1%	-2.3%
投下資本(運用ベース)	-1.6%	-1.0%	-0.6%	1.2%	0.2%	-0.2%	-4.8%	22.9%	-0.6%	3.1%
自己資本	3.6%	3.0%	8.2%	4.3%	-1.4%	-15.0%	18.1%	16.7%	18.1%	4.3%
総資産	-0.8%	-0.9%	0.1%	1.1%	-2.3%	3.4%	-3.0%	27.9%	1.2%	2.2%

(注1)資産収益性、効率性で使用のBS項目、従業員数は期首・期末平均

(注2)ROAは経常利益ベース。EBITDA=営業利益+減価償却費+のれん償却額

(注3)売上債権回転期間は営業収益ベース。棚卸資産回転期間、買入債務回転期間は売上原価ベース

(注4)インタレスト・カバレッジ・レシオ=(営業利益+受取利息+配当金)÷支払利息・割引料

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





(4) 損益計算書 (四半期、半期)

図表9-(4)-1. 損益計算書(四半期)

単位：億円

	24/3期				25/3期				24/3期		25/3期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	上期	下期	上期	下期
営業収益	3,995	4,041	4,138	4,121	4,202	4,332	4,501	4,383	8,036	8,259	8,534	8,884
(前年同期比)	113%	-7%	-16%	-7%	5%	7%	9%	6%	29%	-12%	6%	8%
売上原価	3,227	3,270	3,314	3,357	3,410	3,558	3,630	3,610	6,497	6,671	6,968	7,240
(前年同期比)	113%	-15%	-18%	-8%	6%	9%	10%	8%	22%	-14%	7%	9%
(売上原価率)	81%	81%	80%	81%	81%	82%	81%	82%	81%	81%	82%	81%
売上総利益	769	771	824	764	792	774	871	773	1,539	1,588	1,566	1,644
(前年同期比)	114%	46%	-7%	-2%	3%	0%	6%	1%	74%	-5%	2%	4%
(売上総利益率)	19%	19%	20%	19%	19%	18%	19%	18%	19%	19%	18%	19%
販管費	548	560	562	582	574	597	587	608	1,109	1,144	1,171	1,195
(前年同期比)	85%	22%	1%	3%	5%	6%	4%	4%	47%	2%	6%	4%
(販管費率)	14%	14%	14%	14%	14%	14%	13%	14%	14%	14%	14%	13%
営業利益	220	210	261	182	218	177	284	165	431	444	395	449
(前年同期比)	248%	211%	-21%	-13%	-1%	-16%	9%	-10%	229%	-18%	-8%	1%
(営業利益率)	6%	5%	6%	4%	5%	4%	6%	4%	5%	5%	5%	5%
ネット金融収支	-12	-15	-13	-13	-10	-16	-15	-19	-27	-26	-25	-34
為替差損益	-11	11	-1	5	6	-9	16	5	0	4	-3	21
持分法投資損益	5	5	8	5	7	4	7	2	10	13	11	9
経常利益	194	212	256	185	222	156	291	146	405	441	379	437
(前年同期比)	50%	134%	-18%	-14%	15%	-26%	14%	-21%	85%	-16%	-7%	-1%
(経常利益率)	5%	5%	6%	4%	5%	4%	6%	3%	5%	5%	4%	5%
税前利益	186	205	245	135	225	155	325	120	390	380	380	445
親会社株主利益	104	135	154	85	127	91	200	49	239	240	218	249
(前年同期比)	-7%	-73%	-36%	148%	22%	-32%	30%	-43%	-61%	-13%	-9%	4%
(純利益率)	3%	3%	4%	2%	3%	2%	4%	1%	3%	3%	3%	3%

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





## Appendix 1 ～株主総利回り分析の補足解説（ファイナンス理論）

### （１） 株主総利回り（TSR）の分析について（ファイナンス理論）

本文の株主総利回り(TSR：Total Shareholder Return)の分析に関する補足解説を行う。この解説は、完全資本市場を仮定するファイナンス理論に基づいている。また、本分析においては以下の文献を参考にしている。山口勝業、「わが国産業の株式期待リターンサプライサイド推計」、証券アナリストジャーナル（2005.9）

また、図表 A1-1 には、仮想企業における配当、自己株取得による各種指標への影響シミュレーションを示している（PBR=2 倍、1 倍、0.5 倍のケース別）。

株主総利回り（TSR） = 配当インカム・リターン + キャピタル・リターン（株価変動リターン）

株価変動によるキャピタル・リターンは、以下の（A）と（B）の 2 通りに分解できる。

（A）キャピタル・リターン = BPS 成長率と PBR 変動率（株価 = BPS × PBR）

（B）キャピタル・リターン = EPS 成長率と PER 変動率（株価 = EPS × PER）

ファイナンス理論に基づくと、株価は配当によって配当分だけ下落する（配当落ち）。また、株価は自己株取得によって影響を受けない（株式価値に中立）。

配当は BPS、自己株取得は BPS と EPS に影響する。また、上記の株価変化の想定の下で、PBR、PER にも影響する。以下、影響度についてまとめてみる。

#### （A） 株価変動を BPS と PBR に分けるケース

（A）株主総利回り（TSR） = 配当インカム・リターン + （BPS 成長率 + PBR 変動率）

配当、自己株取得による株主総利回り（TSR）、その構成要素への影響について考える。

##### ① 配当による影響

###### （a） 配当利回り

- ・配当支払いによって配当インカム・リターンは上昇する。
- ・配当インカム・リターンは、配当利回り（配当 ÷ 株価）である。

###### （b） BPS

- ・配当により BPS は減少する。減少率は、配当 ÷ BPS（= DOE、株主資本配当率）である。
- ・配当利回りが DOE に比べて低い場合は（= PBR が 1 倍超）、（A）式における「配当インカム・リターン + BPS 成長率」（ファンダメンタル・リターン）が低下する。その低下分だけ、理論値での PBR が上昇し、株主総利回り（TSR）は不変である。その逆の場合は（= PBR が 1 倍未満）、そのファンダメンタル・リターンが上昇し、PBR が低下し、株主総利回り（TSR）は不変となる。

###### （c） PBR

- ・PBR は株価 ÷ BPS で、分母の BPS は上記（b）のように減少する。





- ・また、分子である株価は市場で変動し、それによっても PBR が変化する。この PBR の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PBR の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PBR の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PBR の変化（理論値）とは、株価は配当分だけ下落すると想定し（配当落ち）、その場合の PBR の変化である。計算は、以下の通り。
- ・PBR への影響は、分子である株価の配当による減少率（配当利回り）と分母である BPS の配当による減少率（= DOE）の差によって決まる。

$$\begin{aligned} \text{配当による PBR への影響} &= ( (1 - \text{配当利回り}) \div (1 - \text{DOE}) ) - 1 \\ &\doteq - \text{配当利回り} + \text{DOE} \end{aligned}$$

- ・配当利回り < DOE（= PBR が 1 倍超）の場合、PBR が上昇し、配当利回り > DOE の場合（= PBR が 1 倍未満）、PBR が低下する。配当利回り = DOE の場合（= PBR が 1 倍）、PBR は不変である。
- ・上記の理論値において、配当による株主総利回り（TSR）への影響はゼロ（中立）である。

<まとめ>

トータル・リターンへの影響：	ゼロ
配当インカム・リターンへの影響：	+ 配当利回り
キャピタル・リターンへの影響：	- 配当利回り
（BPS の成長率への影響）：	- DOE
（PBR への影響（理論値））：	- 配当利回り + DOE

- ・なお、後述するように、PBR の変化のうち、自己株取得による変化（理論値）も同様に算出する。そして、実際のデータからそれらの理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。

② 自己株取得による影響

(a) 配当利回り

- ・配当利回りへの影響はない。

(b) BPS

- ・BPS への影響は、自己株取得株数の発行済株式数に対する比率（a）、PBR によって決まる。

$$\begin{aligned} \text{自己株取得による BPS への影響} &= ( (1 - a \times \text{PBR}) \div (1 - a) ) - 1 \\ &= ( a \div (1 - a) ) \times \underline{(1 - \text{PBR})} \end{aligned}$$

- ・下線部を見ると、BPS の増加／減少は、PBR=1 が分岐点となることが分かる。PBR > 1 であれば BPS が減少、PBR < 1 であれば増加、PBR = 1 であれば不変となる。





・また、 $a$  は 1 より十分に小さい場合が多いと考えられることから、

$$a \div (1 - a) \approx a$$

$$\text{自己株取得による BPS への影響} \approx a \times (1 - \text{PBR})$$

(c) PBR

- ・PBR は株価/BPS で算出され、分母の BPS は上記 (b) のように増加/減少する。
- ・一方、実際の市場では株価が変動し、PBR が変化する。この PBR の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PBR の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PBR の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PBR の変化（理論値）とは、自己株取得によって株価は変わらないと想定し、その場合の PBR の変化である。それは分母である BPS の変化率によって決まる。計算は、以下の通り。

$$\begin{aligned} \text{自己株取得による PBR への影響} &= (1 \div (1 + \text{自己株取得による BPS への影響})) - 1 \\ &\approx - \text{自己株取得による BPS への影響} \\ &\approx a \times (\text{PBR} - 1) \end{aligned}$$

- ・ $\text{PBR} > 1$  の場合、BPS が減少して PBR が上昇し、 $\text{PBR} < 1$  の場合、BPS が増加して PBR が低下し、 $\text{PBR} = 1$  の場合、BPS、PBR が共に不変となる。
- ・上記の理論値において、自社株買いによる株主総利回り（TSR）への影響はゼロ（中立）である。

<まとめ>

配当インカム・リターンへの影響：なし

キャピタル・リターンへの影響：なし

$$(\text{BPS の成長率への影響}) : \approx a \times (1 - \text{PBR})$$

$$(\text{PBR への影響 (理論値)}) : \approx a \times (\text{PBR} - 1)$$

$a$  : 自己株取得株数の発行済株式数に対する比率

- ・PBR の影響については、配当、自己株取得による影響（理論値）を算出する。実際のデータから理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場による評価の変化」が含まれると考える。





**(B) 株価変動を EPS と PER に分けるケース**

$$(B) \text{ 株主総利回り (TSR)} = \text{配当インカム・リターン} + \frac{(\text{EPS 成長率} + \text{PER 変動率})}{\text{株価}}$$

配当、自己株取得による株主総利回り (TSR)、その構成要素への影響について考える。

① 配当による影響

(a) 配当利回り

- ・配当支払いによって配当インカム・リターンは上昇する。
- ・配当インカム・リターンは、配当利回り (配当 ÷ 株価) である。

(b) EPS

- ・EPS への影響はない。

(c) PER

- ・PER は株価 ÷ EPS で算出され、分母の EPS は変わらない。
- ・分子である株価は市場で変動し、それによって PER が変化する。この PER の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PER の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PER の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化 (理論値)」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PER の変化 (理論値) とは、株価は配当分だけ下落すると想定し (配当落ち)、その場合の PER の変化である。計算は、以下の通り。
- ・PER への影響は、「分子である株価の配当による減少率 (配当利回り)」で決まる。

$$\text{配当による PER への影響} = - \text{配当利回り}$$

- ・上記の理論値において、配当による株主総利回り (TSR) への影響はゼロ (中立) である。

<まとめ>

- 株主総利回り (TSR) への影響： なし
- 配当インカム・リターンへの影響： + 配当利回り
- キャピタル・リターンへの影響： - 配当利回り
- (EPS の成長率への影響： なし)
- (PER への影響 (理論値)： - 配当利回り)

- ・なお、後述するように、PER の変化のうち、自己株取得による変化 (理論値) も同様に算出する。実際のデータから理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。





② 自己株取得による影響

(a) 配当利回り

・配当利回りへの影響はない。

(b) EPS

・EPS への影響は、自己株取得の発行済株式数に対する比率 (a) によって決まる。

$$\begin{aligned} \text{EPS への影響} &= 1 \div (1-a) - 1 \\ &= a \div (1-a) \\ &\asymp a \text{ (} a \text{ が 1 よりも十分に小さい場合が多いと考えられるため)} \end{aligned}$$

(c) PER

・PER は株価 $\div$ EPS で算出され、分母の EPS は上記 (b) のように増加する。

・一方、実際の市場では株価が変動し、PER が変化する。この PER の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。

・PER の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PER の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。

・ファイナンス理論に基づく PER の変化（理論値）とは、自己株取得によって株価は変わらないと想定し、その場合の PER の変化である。それは分母である EPS の変化率によって決まる。計算は、以下の通り。

$$\begin{aligned} \text{自己株取得による PER への影響} &= (1 \div (1 - \text{自己株取得による EPS への影響率})) - 1 \\ \text{EPS への影響} &= 1 \div (1 - a) - 1, \text{ を代入すると} \\ &= 1 \div (1 \div (1 - a)) - 1 \\ &= -a \end{aligned}$$

・上記の理論値において、自社株買いによる株主総利回り (TSR) への影響はゼロ (中立) である。

<まとめ>

配当インカム・リターンへの影響：なし

キャピタル・リターンへの影響：なし

(EPS の成長率への影響： $\asymp a$ )

(PER への影響 (理論値)： $-a$ )

・PER の影響については、配当、自己株取得による影響 (理論値) を算出する。実際のデータから理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場による評価の変化」が含まれると考える。





図表A1-1. 仮想企業での配当、自己株取得による影響(ファイナンス理論)

自己株式取得・配 当支払の前後	項目・式(記号)・単位			ケース別：PBR		
				2倍	1倍	0.5倍
自己株取得・配 当 前	売上高	a	億円	2,000	2,000	2,000
	親会社株主利益	b	億円	100	100	100
	自己資本	c	億円	1,000	1,000	1,000
	ROE	d=b/c	%	10.0%	10.0%	10.0%
	株式数	e	億株	1	1	1
	EPS	f=b/e	円	100	100	100
	BPS	g=c/e	円	1,000	1,000	1,000
	株価	h	円	2,000	1,000	500
	時価総額	i=e*h	億円	2,000	1,000	500
	PER	j=h/f	倍	20.0	10.0	5.0
時価総額/親会社株主利益	k=i/b	倍	20.0	10.0	5.0	
自己株取得	PBR	l=h/g	倍	2.0	1.0	0.5
	時価総額/自己資本	m=i/c	倍	2.0	1.0	0.5
	自己株取得金額	n	億円	50	50	50
	% of 自己資本	n/c	%	5%	5%	5%
	% of 時価総額	n/i	%	3%	5%	10%
	自己株取得株数	o=n/h	億株	0.025	0.05	0.1
	% of total	o/e	%	3%	5%	10%
自己株取得後	時価総額	p=i-n	億円	1,950	950	450
	変化率	p/i-1	%	-2.5%	-5.0%	-10.0%
	株数	q=e-o	億株	0.98	0.95	0.9
	変化率	q/e-1	%	-2.5%	-5.0%	-10.0%
	株価	r=p/q	円	2,000	1,000	500
	変化率	r/h-1	%	0.00%	0.00%	0.00%
	自己資本	s=c-n	億円	950	950	950
	変化率	s/c-1	%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	BPS	t=s/q	円	974	1,000	1,056
	変化率	t/g-1	%	-2.6%	0.0%	5.6%
	EPS	u=b/q	円	102.6	105.3	111.1
	変化率	u/f-1	%	2.6%	5.3%	11.1%
	ROE	v=b/s	%	10.5%	10.5%	10.5%
	変化率	v/d-1	%	5%	5%	5%
	PER	w=r/u	倍	19.5	9.5	4.5
変化率	w/j-1	%	-2.5%	-5.0%	-10.0%	
PBR	x=r/t	倍	2.05	1	0.47	
変化率	x/l-1	%	2.6%	0.0%	-5.3%	
配当支払	DPS	y	円	20	20	20
	配当総額	z=y*e	億円	20	20	20
	配当利回り	aa=y/h	%	1.0%	2.0%	4.0%
	DOE	ab=y/g	%	2.0%	2.0%	2.0%
配当支払後	株価	ac=h-y	円	1,980	980	480
	変化率	ac/h-1	%	-1.0%	-2.0%	-4.0%
	時価総額	ad=i-z	億円	1,980	980	480
	変化率	ad/i-1	%	-1.0%	-2.0%	-4.0%
	自己資本	ae=c-z	億円	980	980	980
	BPS	af=ae/e	円	980	980	980
	変化率	af/g-1	%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
	PBR	ag=ac/af	倍	2.02	1	0.49
	変化率	ag/l-1	%	1.0%	0.0%	-2.0%
	EPS	f	円	100	100	100
PER	ah=ac/f	倍	19.8	9.8	4.8	
変化率	ah/j-1	%	-1.0%	-2.0%	-4.0%	

(注)完全資本市場を仮定するファイナンス理論に基づくシミュレーション  
(出所)当研究所作成





## (2) 実際のマーケットにおける株主還元（配当、自己株取得）の考え方

ファイナンス理論（完全資本市場を仮定）では、配当、自己株取得ともに、事業価値を増やすものではなく、株主総利回り（TSR）への影響がない（株主にとって価値中立）。

企業価値・株主価値を増やすのは、WACCを上回るROICを期待できる事業である。

一方、実際の株式市場では、株主還元（配当、自己株取得）を投資家が評価する場合も多い。これは、情報の非対称性（投資家は経営者ほどには企業の内部状況を知らない）があるために、配当、自社株買いが株主総利回り（TSR）を高める可能性が考えられる。以下が、その考え方である。

### (a) シグナリング理論

配当：経営者が先行きの企業業績に自信を持っていることのシグナル

自己株取得：経営者が現状の株価が割安と考えていることのシグナル

### (b) フリーキャッシュフロー理論／エージェンシー理論

経営者は株主（プリンシパル）の代理人（エージェント）として株主価値を最大化する経営を求められている。しかし、情報の非対称性によって、投資家は経営者がそれから外れた経営をしても、完全には知ることができない。例えば、企業に余剰資金（フリーキャッシュフロー、FCF）があるとWACCより低い事業に投資をして、株主価値を毀損するかもしれない。この価値毀損がエージェンシーコストである。

配当や自社株買いによってFCFが株主へ還元されれば、余剰資金が減少して経営者の裁量が制限され、エージェンシーコストが下がり、株主価値が高まる。

この考えに基づくと、潤沢な余剰資金（持ち合い株を含む）を持つ企業で、投資機会（WACCを上回るROICを期待できる事業）が少ない場合、株主還元を増やすことでエージェンシーコストを下げ、株主価値を高めることができる。

言い換えれば、こうしたネットキャッシュ企業では、エージェンシーコストが高く（経営者の裁量が大きく）、保有するキャッシュの市場価値が簿価より低く評価されている。そのキャッシュが株主還元に使われることで簿価と同水準の価値が実現し、株主価値が高まると言える（毀損されていた価値の回復）。

一方、余剰資金が多い企業、成熟期にある企業でも、経営者が株主価値を最大化するために有効活用することを期待されれば、エージェンシーコストは高くない。「株主還元だけを増やせば良い」というわけではなく、将来の投資計画を含めて、キャッシュフローの用途について投資家へ説明することで、情報の非対称性を縮小し、エージェンシーコストを下げ、株主価値を高めることができる。

また、株式市場が株主還元を評価するとすれば、それが経営者の意識変化を示し、株主価値増大の主要である事業価値向上への対応を期待していると考えられる。このため、会社は株主還元策だけでなく、事業資産の価値向上策を含めた方針を示すことが大事であろう。





## Appendix 2 ～株主資本コストの見方

### (1) 株主資本コストとは

株主資本コストとは、企業が事業を行うために調達した資本に係るコストのうち、株主より出資を受けて調達した資本に対するコストを指す。投資家の観点からみると、投資家が要求をする最低限の要求収益率と定義することもできる。つまり、株主の期待収益率と考えられる。東京証券取引所が上場企業に要請する「資本コストや株価を意識した経営」でも重要視されており、企業・投資家ともに重要視していかねばならない指標の 1 つと言えよう。算出法は複数あり、各々の算出値には、ばらつきがある。ただ、株主資本利益率（ROE）が株主資本コストを上回れば、企業価値が向上するというのがほぼ一致している概念だ。

### (2) QUICK 株主資本コストの算出法

株主資本コストの算出法としては、比較的算出が簡便な方法として CAPM（Capital Asset Pricing Model）を用いた手法が挙げられる。リスクフリーレート（一般的に 10 年物国債利回り）＋ベータ（個別資産の市場全体に対する感応度）×マーケットリスクプレミアム（投資家が資金を安全資産から、リスク資産に向ける際に要求する超過収益率）で示されるのが一般的だ。

さらに、ここでは QUICK 株主資本コストを紹介する。QUICK 株主資本コストは QUICK が株価との関連性を高め、精緻な結果を追求したモデルである。CAPM による手法よりも優れた分析というよりも、多面的な分析が可能な手法と言えるだろう。以下の手順で算出した 4 つの指標より構成される。

- (a) QUICK 株主資本コスト（ファクター）→ (b) で得られたインプライド株主資本コストをファクター感応度に回帰した推定値。マルチファクターモデル（QUICK4 ファクターモデル：Mkt・SMB・HML・DMS）から各ファクターの回帰係数を算出。次に、個別銘柄のファクター感応度を説明変数、個別銘柄の株式リスクプレミアムを被説明変数とするクロスセクションの回帰式での係数推定を行う。説明変数は、マルチファクターモデルから得られた各ファクターの回帰係数。被説明変数は (b) で求めたインプライド株主資本コストから長期リスクフリーレートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリーレートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター）とする。
- (b) QUICK 株主資本コスト（個別）→ 株式評価モデル（残余利益モデル）によって算出した株価について、市場の株価をよりよく説明する割引率を逆算した、インプライド株主資本コストの推定値。過去 36 か月の市場株価と、各月末時点で入手可能であった業績予想値を用いて算出する残余利益モデルの理論価格を一致させる（誤差 2 乗和を最小にする）割引率。
- (c) QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）→ (d) から得られたインプライド株主資本コストをファクター感応度に回帰した推定値。マルチファクターモデル（QUICK4 ファクターモデル：Mkt・SMB・HML・DMS）から各ファクターの回帰係数を算出。次に、個別銘柄のファクター感応度を説明変数とし、個別銘柄の株式リスクプレミアムを被説明変数とするクロスセクションの回帰式での係数推定を行う。説明変数は、マルチファクターモデルから得られた各ファクターの回帰係数。被説明変数は (d) で求めたイン

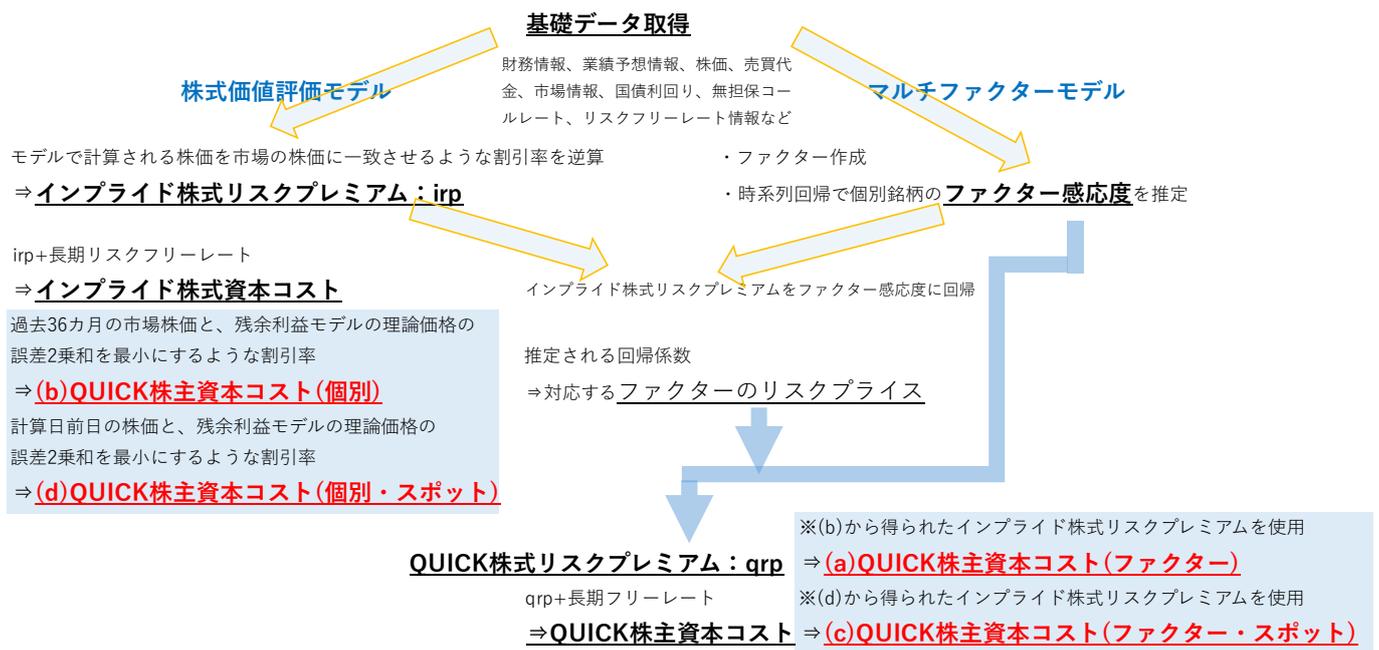




プライド株主資本コストから長期リスクフリーレートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリーレートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）とする。

- (d) QUICK 株主資本コスト（個別・スポット）→株式評価モデル（残余利益モデル）によって算出した株価について、市場の株価と一致するような割引率を逆算した、インプライド株主資本コストの推定値。計算日前日の株価と、計算日までに入手可能な業績予想を用いて算出する残余利益モデルの理論価格を一致させる（誤差 2 乗和を最小にする）割引率。なお、この手順を図式化したものが図表 A2-1 である。

図表A2-1. QUICK株主資本コストの算出の流れ

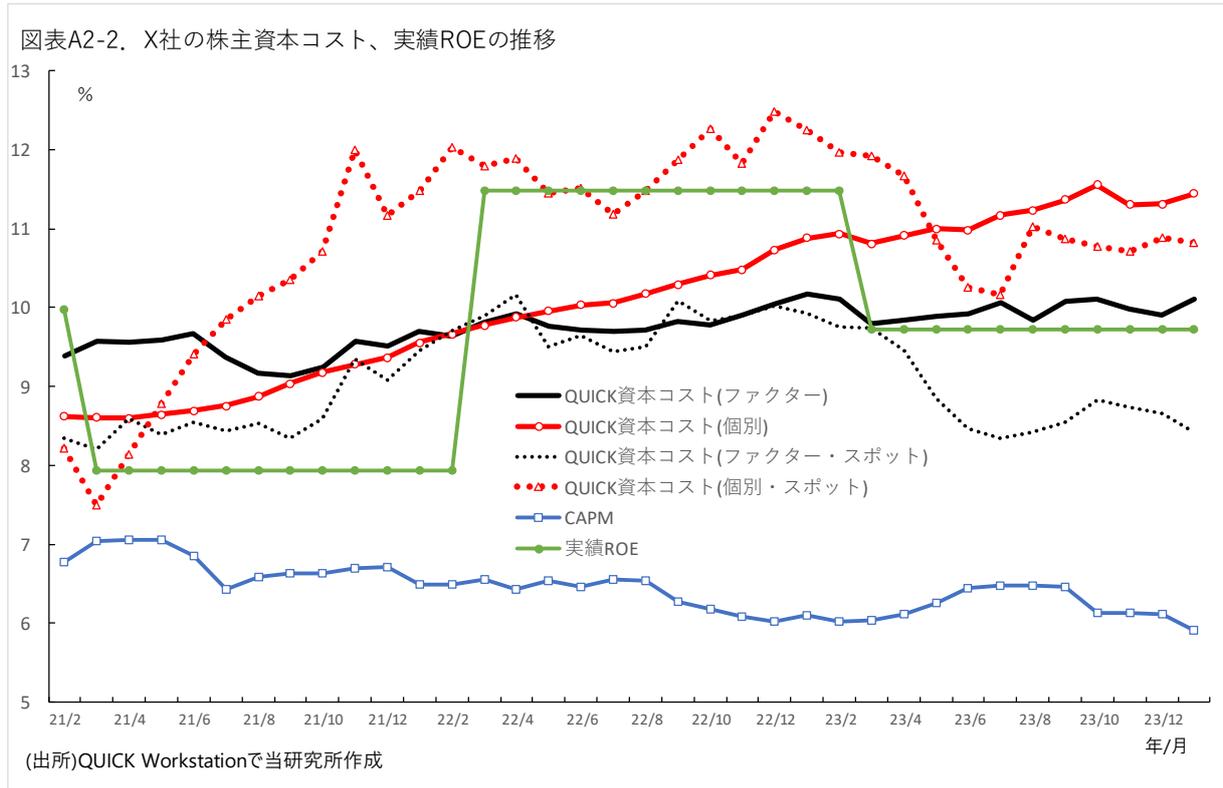


(出所)QUICK資料で当研究所作成

### (3) 具体的な活用方法

(2) による算出法に従い、対象企業を X 社として作成したのが、図表 A2-2。株主資本コストは自己資本利益率（ROE）と比較するのが一般的であり、参考として CAPM も加えてみた。時系列でどのように推移したかが分かるようになっている。





さらに QUICK 株主資本コストは、多様な見方ができる。図表 A2-3 をみていただきたい。4 つの QUICK 株主資本コストは期間（中長期、直近）と要因（市場全体、個別銘柄）に分けることができ、多様な見方の分析が可能となる。

図表A2-3. 要因・期間別のQUICK資本コスト

要因 \ 期間	中長期	直近
	過去36カ月の市場価値	計算日前日の市場価値
市場全体	(a)ファクター	(c)ファクター・スポット
個別銘柄	(b)個別	(d)個別・スポット

(出所)QUICK資料で当研究所作成

実際の事例として X 社のデータを入力したのが図表 A2-4。これを見ると、株主資本コストは市場全体および個別銘柄要因が中長期および直近でみて、どのように動くかが分かる。つまり、市場全体と個別銘柄の要因を比べることが可能だ。

図表A2-4. X社の要因・期間別のQUICK資本コスト

要因 \ 期間	中長期	直近
	過去36カ月の市場価値	計算日前日の市場価値
市場全体	10.10%	8.42%
個別銘柄	11.45%	10.82%

(出所)QUICK資料で当研究所作成

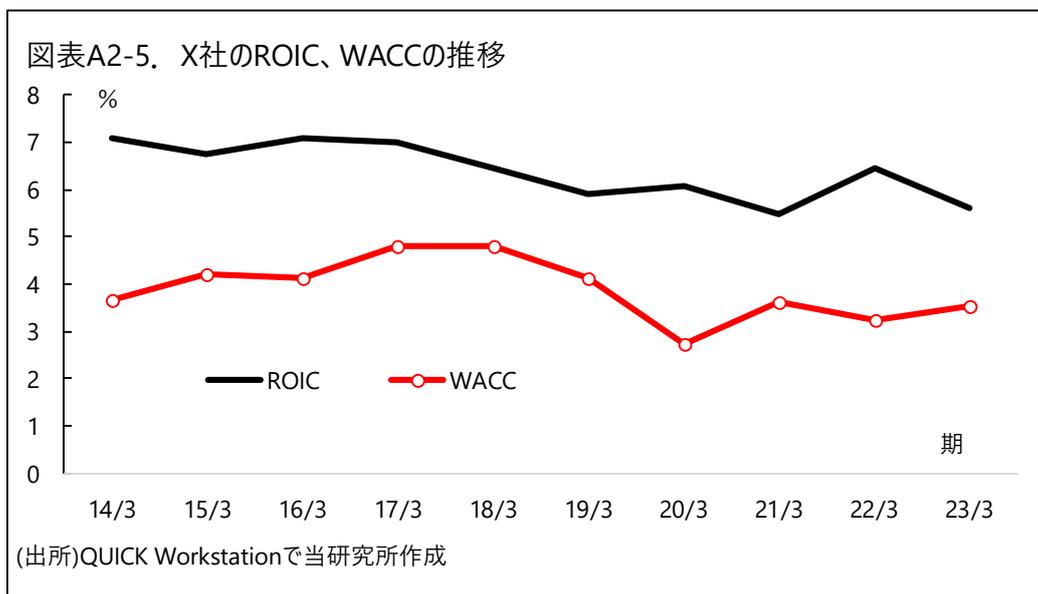




(1) で ROE と株主資本コストを比較することが一般的としたが、本レポートでは ROE に加え、投下資本利益率 (ROIC) と WACC (Weighted Average Cost of Capital) の比較も行ってみた (図表 A2-5)。ROIC は  $(1 - \text{実効税率}) \times (\text{営業利益}) \div (\text{株主資本} + \text{有利子負債})$  で計算。WACC は企業全体の資本コストを算出する際に用いられるもので、株主資本コスト (CAPM による算出) と負債コストの加重平均で計算した。

ROIC は、企業が投資者から集めた資金を用いて取得した投下資本から得られるリターンの割合。ROIC が WACC を上回る場合、企業価値は投下資本を上回る。逆に ROIC が WACC を下回る場合は、企業価値は投下資本を下回り、投資者から調達した資金の価値を毀損していることになる。

ここで、QUICK 株主資本コスト、ROE、ROIC による分析で分かることを整理すると、企業価値向上のために、資本コストは十分に引き下げられているかが、市場要因および個別銘柄要因でみることができる。また、ROIC の分析を加えることで、株主資本コストの観点から調達による運用資産の効率性が十分かなどが検証できる。



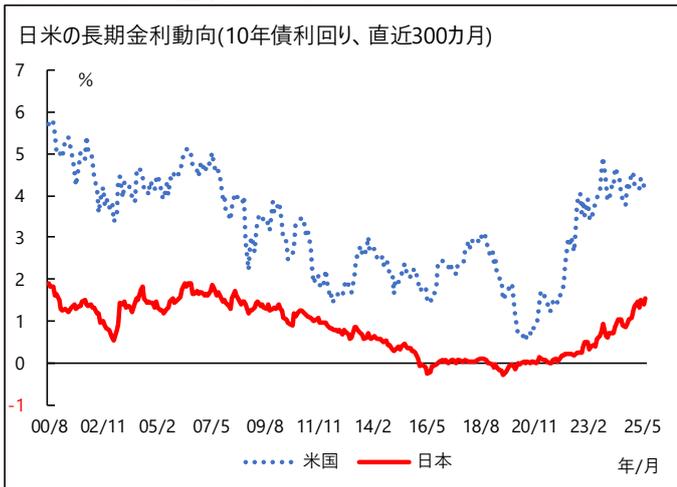


### Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向

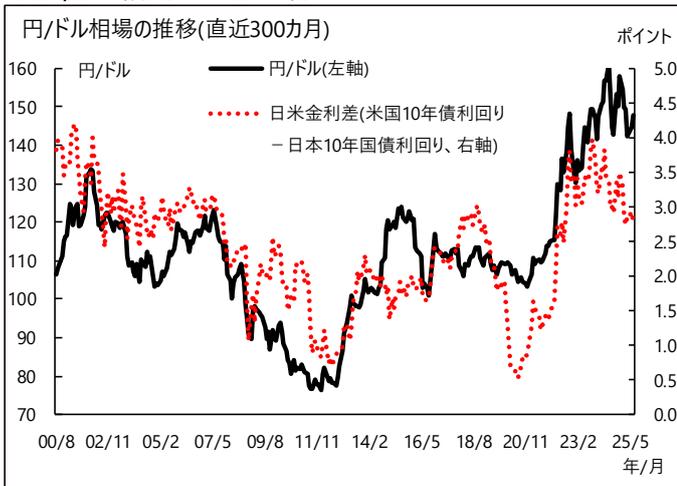
#### ○日米の株式市場の推移



#### ○日米の長期金利の動向



#### ○円/ドル相場と日米金利差

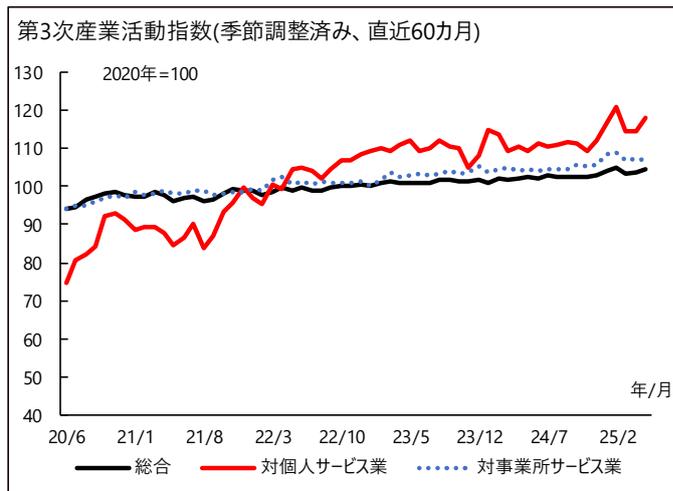


※上記の図表に関し、直近300カ月の計測期間は00年8月～25年7月、直近300週の計測期間は19年11月9日～25年7月28日  
※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

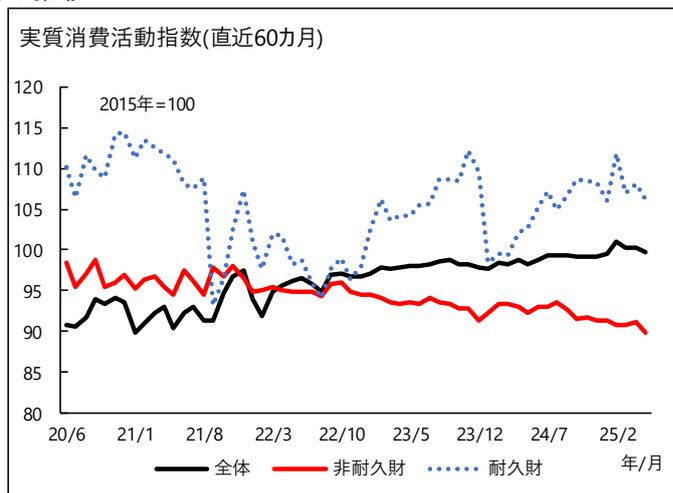
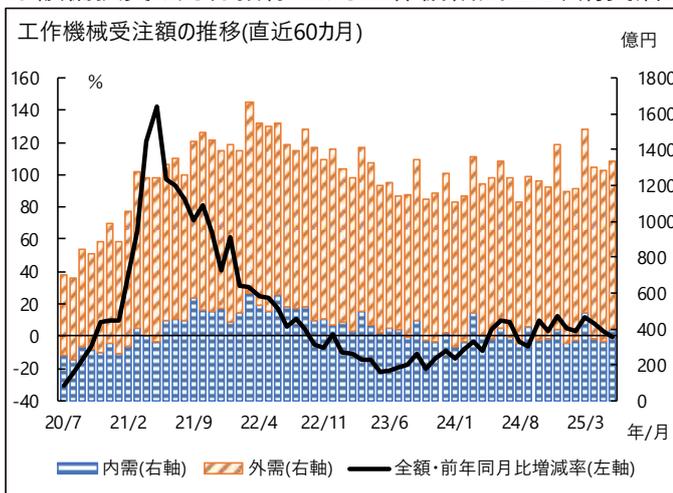




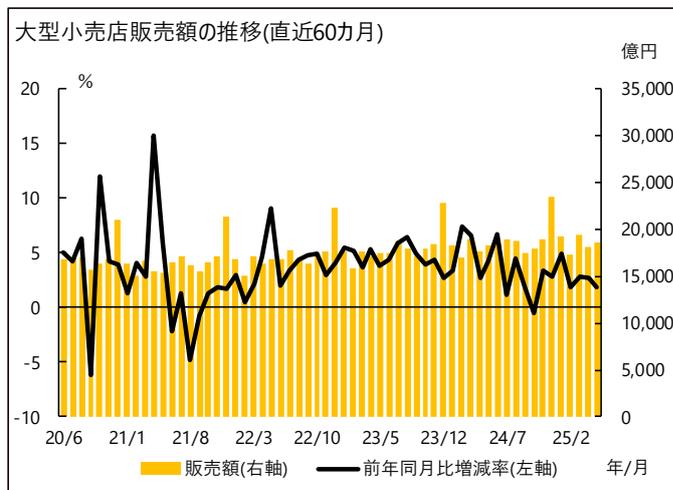
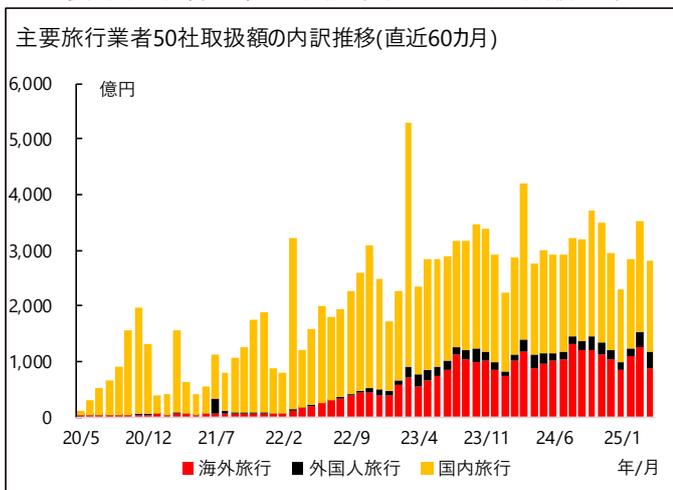
○製造業と非製造業の代表的指数の推移



○設備投資の先行指標である工作機械受注と、消費活動の推移



○主要旅行業者50社の取扱額、大型小売店販売額

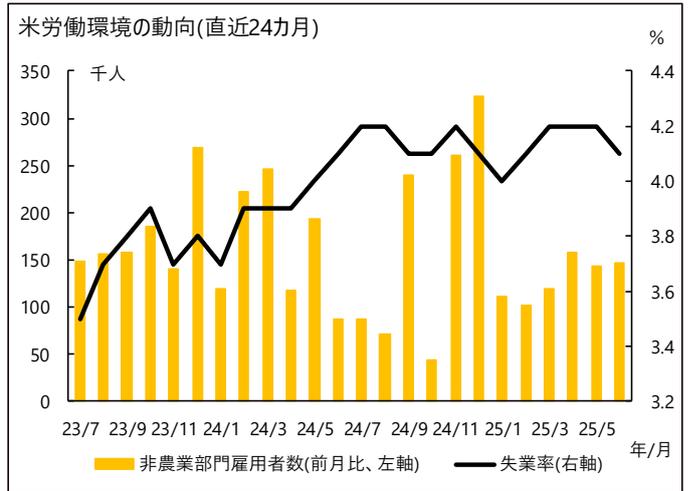
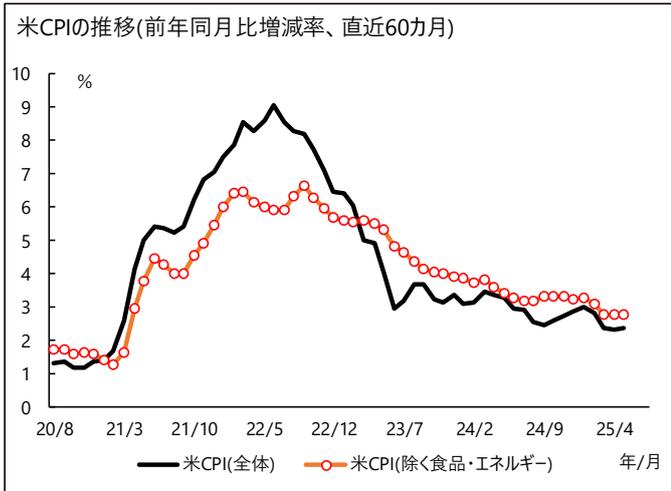


※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成



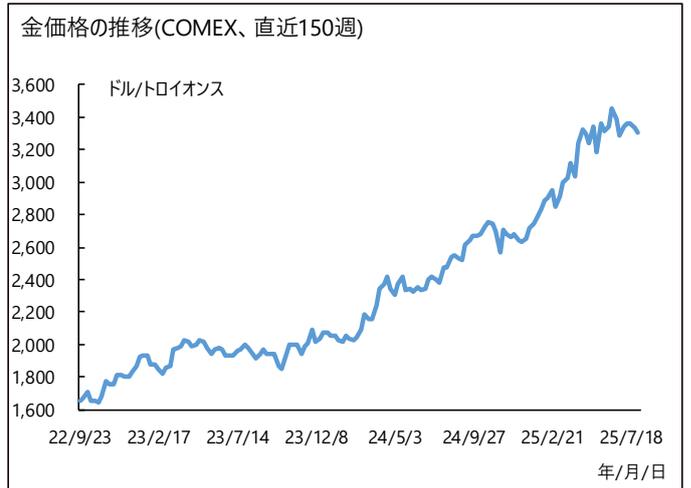


○米国の物価と労働環境



○主な商品の価格動向

エネルギーの代表商品である原油、金融商品と産業材としての性格も併せ持つ金



幅広い産業・製品に使用される銅、ステンレス鋼製造や、幅広い産業で使用されるニッケル



※上記の商品価格に関する4つの図表の計測期間は22年9月23日から25年7月28日まで

※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

※本資料のご利用に際して重要な事項を最終の2ページに記載しておりますので、必ずご確認下さい。





○株式市場での位置

東証市場別PBR分布状況

	プライム		スタンダード		グロース	
市場別企業数	1,625		1,570		605	
PBR分布状況	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比
0.5倍未満	116	7.1	315	20.1	5	0.8
0.5倍以上1倍未満	544	33.5	577	36.8	28	4.6
1倍以上2倍未満	555	34.2	411	26.2	142	23.5
2倍以上	410	25.2	267	17.0	430	71.1

ご参考：レポート対象企業

近鉄GHD(9041) プライム 1.00倍

(注)データは25年7月28日現在

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

国内上場企業の時価総額順位

(億円、位)

※計測データは25/7/28現在				各年末順位								
順位	企業名	コード	時価総額	16	17	18	19	20	21	22	23	24
1	トヨタ (7203)		443,049	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	三菱UFJ (8306)		254,086	3	2	4	6	18	9	5	5	2
3	ソニーG (6758)		223,730	16	11	6	4	4	2	3	2	3
4	日立 (6501)		207,407	34	26	38	26	30	21	19	14	5
5	SBG (9984)		172,357	4	4	3	3	2	7	6	15	10
6	任天堂 (7974)		166,817	30	12	20	12	8	15	11	12	12
7	三井住友FG (8316)		150,581	9	9	14	15	27	26	10	16	8
8	ファストリ (9983)		149,691	14	21	9	10	6	17	8	8	6
9	リクルート (6098)		141,540	41	22	17	9	12	4	13	10	4
10	キーエンス (6861)		141,328	13	5	5	5	3	3	4	4	7
11	NTT (9432)		137,093	2	3	2	2	5	5	2	3	9
12	東エレク (8035)		128,897	62	39	60	35	20	6	21	7	14
13	中外薬 (4519)		124,737	61	41	30	13	7	19	24	18	13
14	伊藤忠 (8001)		124,350	43	37	35	32	26	24	16	17	11
15	三菱商 (8058)		120,451	20	19	15	22	33	25	18	11	18
16	三菱重 (7011)		119,090	64	108	93	93	128	166	86	69	25
17	東京海上 (8766)		117,026	26	34	25	29	34	34	23	24	15
18	みずほFG (8411)		111,058	11	17	18	30	38	40	29	29	19
19	SB (9434)		103,088	-	-	8	8	19	16	12	19	21
20	KDDI (9433)		103,021	5	7	7	7	13	11	7	9	16
21	三井物 (8031)		89,933	37	40	36	40	40	33	20	20	20
22	信越化 (4063)		88,928	23	20	29	18	11	8	15	6	17
23	ホンダ (7267)		87,542	10	8	12	14	23	22	25	21	24
24	JT (2914)		85,380	6	6	13	19	29	31	26	23	23
25	アドテスト (6857)		80,177	279	308	247	109	92	76	95	47	26
26	三菱電 (6503)		69,440	28	31	42	42	37	50	48	38	34
27	第一三共 (4568)		69,333	70	67	46	17	10	23	9	22	22
28	武田 (4502)		68,491	24	18	37	11	21	29	17	27	29
29	HOYA (7741)		66,926	59	66	43	34	22	18	30	28	27
30	富士通 (6702)		66,586	98	88	84	68	43	36	39	36	33

ご参考：レポート対象企業

290	近鉄GHD (9041)	5,474	139	170	133	120	160	217	166	180	243
-----	--------------	-------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





## データの説明

- ・株価高安値：表示期間中の株式分割等の影響は調整済み。市場変更があった場合には市場変更後の高安値を表示
- ・PER（予想）・PBR（実績）：PER は株価収益率、PBR は株価純資産倍率の略。PER（予想）＝株価÷EPS（予想）。PBR（実績）＝株価÷BPS（実績）。“－”（ハイフン）の表示は EPS・BPS がゼロもしくはマイナスの場合、EPS・BPS が非常に少額で PER200 倍・PBR20 倍を上回る場合、EPS の予想値がない場合、変則決算のため PER（予想）の算出が不適当な場合など
- ・EPS（予想）・BPS（実績）：EPS（予想）は予想 1 株当たり利益の略で、普通株主に帰属しない配当を控除した予想純利益を用いて算出。“－”（ハイフン）は利益予想がない場合。この算出に用いる株式数は QUICK が日々算出する直近の普通株発行済株式数（自己株式除く）を使用。BPS（実績）は直近実績の 1 株当たり純資産の略で、QUICK が日々算出する 1 株当たり純資産を使用。株式分割等の影響は遡及修正している。
- ・配当利回り：1 株当たり年間予想配当金÷株価。“－”（ハイフン）は配当金予想がない場合、変則決算の場合
- ・年間予想配当金：株式分割等の権利落ちがあった場合には遡及修正した 1 株当たり配当金を表示。“－”（ハイフン）は会社予想がない場合、変則決算のため年間配当金としての表示が不適当な場合
- ・普通株発行済株式数：QUICK が日々算出する直近の普通株発行済株式数（自己株式含む）を表示
- ・普通株時価総額：株価×上記の普通株発行済株式数
- ・株価チャート：表示期間中の株式分割等の影響は遡及修正済み。また、市場変更があった場合は新旧両市場の株価を連続的に描画している。
- ・業績データ：会計基準の変更などに伴う過年度決算数値の遡及修正は会社が開示している範囲内で反映している。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。米国会計基準、国際会計基準において非継続事業が発生した場合は、原則として純利益を除き継続事業ベースの数値を表示

## 財務関連データおよび指標

業績データおよび指標の傾向を分析するが、原則として、同社の会計基準の変更や収益認識基準の影響額の調整などは行わず、分析している。

## 株式会社 QUICK からのお知らせ

- ・本資料は、本資料の対象会社、株式会社 QUICK および野村インバスター・リレーションズ株式会社の 3 社間の契約に基づき、株式会社 QUICK が作成したものです。
- ・本資料の執筆者は、対象会社の公表済み事実・情報、並びに一般に入手可能な情報の範囲で、正確性・客観性を重視して分析を行い、本資料が読者にとって有益なものとなることを目的として、本資料を作成しております。ただし、株式会社 QUICK は本資料の作成に当たり対象会社からスポンサー料を受領しているため、本資料の執筆者は対象会社から独立した立場にありません。
- ・なお、株式会社 QUICK は本資料の正確性・客観性を確保する態勢を整備しており、対象会社は事実誤認による記載についてのみ本資料の訂正を要求できるよう定めております。





## 有価証券の保有に関する開示

株式会社 QUICK または本資料の執筆者は、対象会社の発行する有価証券を保有していません。

## 免責事項

- ・本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としており、投資勧誘を目的とするものではありません。株式・債券等の有価証券の投資には、損失が生じるおそれがあります。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い致します。
- ・本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて株式会社 QUICK の一部門である QUICK 企業価値研究所が作成したものです。同研究所は、同研究所が基にした情報およびそれに基づく同研究所の要約または見解の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。本資料に記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更される可能性があります。
- ・本資料を参考に投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、株式会社 QUICK は、理由の如何を問わず、一切責任を負いません。

## 著作権等

本資料に関する著作権を含む一切の権利は、株式会社 QUICK または情報源に帰属しており、理由の如何を問わず無断での複製、転載、転送、改ざんおよび第三者への再配布等を一切禁止します。

## 野村インバスター・リレーションズ株式会社からのお知らせ

- ・本資料は、株式会社 QUICK、野村証券株式会社、野村インバスター・リレーションズ株式会社が共同で企画し、株式会社 QUICK が作成、野村インバスター・リレーションズ株式会社が配信をしています。よって、本資料は、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。使用するデータおよび表現等の欠落・誤謬等につきましては、当社はその責を負いかねますのでご了承ください。
- ・本資料は、株式等についての参考情報の提供を唯一の目的としております。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断でおこなってください。なお、本資料は金融商品取引法に基づく開示資料や外国証券情報ではありません。本資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願いいたします。

