

民鉄大手各社の19/3期決算の注目点

民鉄大手各社※の19/3期決算および20/3期業績予想を踏まえ、株式会社日本格付研究所（JCR）の現況に関する認識と格付上の注目点を整理した。

※東武鉄道（証券コード：9001）、相鉄ホールディングス（同：9003）、東京急行電鉄（同：9005）、京浜急行電鉄（同：9006）、小田急電鉄（同：9007）、京王電鉄（同：9008）、京成電鉄（同：9009）、西武ホールディングス（同：9024）（以上、東日本エリア）、西日本鉄道（同：9031）、近鉄グループホールディングス（同：9041）、阪急阪神ホールディングス（同：9042）、南海電気鉄道（同：9044）、京阪ホールディングス（同：9045）、名古屋鉄道（同：9048）（以上、西日本エリア）

1. 業界動向

JCR 格付先の民鉄大手 14 社合計の 19/3 期鉄道輸送人員数は 77 億 5,230 万人（前期比 0.9%増）となった。定期輸送人員数は同 1.1%増、定期外輸送人員は同 0.6%増であり、大都市圏を中心に良好な雇用状況が続いていることに加え、定期外ではインバウンドの増加などが輸送人員を下支えしたようすがうかがえる。18 年の訪日外国人観光客数は 3,119 万人（同 8.7%増）と過去最高を更新し、19 年に入っても増加傾向にある。

地域別では東日本エリアの民鉄の輸送人員合計は同 1.1%増、西日本エリアの民鉄は同 0.6%増。うち定期輸送人員は東日本エリアの民鉄が同 1.2%増、西日本エリアの民鉄が同 1.0%増と大きな違いは見られなかった。一方で定期外輸送人員は東日本エリアの民鉄が同 0.9%増、西日本エリアの民鉄はほぼ横ばいとなった。これは西日本エリアにおいて地震や台風などの自然災害による影響があったためと考えられる。

20/3 期鉄道輸送人員数は予想を開示している 13 社ベースで同 1.0%増の見通し。地域別では、東日本エリアの民鉄は輸送人員合計同 1.1%増、定期同 1.0%増、定期外同 1.2%増、西日本エリアの民鉄は輸送人員合計同 1.0%増、定期同 0.6%増、定期外同 1.5%増の計画である。前期の自然災害の反動が見込まれる西日本エリアの定期外を除き、おおむね 19/3 期程度の伸び率を見込んでいる。外部環境に大きな変化が見られないことおよび民鉄各社の鉄道輸送人員の見通しは例年総じて保守的であることなどを考慮すれば、20/3 期も堅調な推移が予想される。

2. 決算動向

19/3 期民鉄大手 14 社合計の営業収入は 7 兆 7,777 億円（前期比 3.1%増）、営業利益は 7,319 億円（同 5.0%増）といずれも過去最高を更新した。セグメント別にみると、運輸事業営業収入は 2 兆 1,398 億円（同 0.9%増）、営業利益は 3,250 億円（同 4.0%増）、関連事業（運輸以外のセグメント計）の営業収入は 6 兆 2,396 億円（同 4.0%増）、営業利益は 4,144 億円（同 5.6%増）となっている（内部取引等考慮前）。運輸事業では良好な雇用状況やインバウンド増加により鉄道輸送人員が堅調に推移する中、各社の有料特急増発なども寄与している。関連事業では不動産事業やホテル事業が好調に推移している。

地域別では東日本エリアの民鉄合計の運輸事業営業利益は 1,929 億円（同 2.6%増）、関連事業営業利益は 2,280 億円（同 9.2%増）、西日本エリアの民鉄合計の運輸事業営業利益は 1,321 億円（同 6.1%増）、関連事業営業利益は 1,863 億円（同 1.4%増）と各地域とも堅調な業績推移となった。西日本エリアでは前述のとおり地震や台風など自然災害が多発したが、関西国際空港の早期復旧などもあり業績への影響は限定的であった。また東日本エリアの関連事業および西日本エリアの運輸事業の増益率が高いが、それぞれ京浜急行電鉄の不動産評価損計上の反動および近鉄グループホールディングスでの退職給付費用の減少など、主に一時的な要因によるところが大きい。

14 社合計の EBITDA は 1 兆 3,090 億円 (同 4.0%増) であり、EBITDA マージンは 16.8% (前期 16.7%) と引き続き高い水準を維持できている。積極的な投資姿勢を背景に投資キャッシュフロー合計は 1 兆 63 億円と営業キャッシュフロー合計 9,656 億円を上回った。これにより有利子負債残高合計は 8 兆 3,870 億円 (一部 JCR 推定) と前期末 8 兆 2,636 億円から増加した。ただキャッシュフロー創出力の向上や自己資本の増加などにより、有利子負債/EBITDA 倍率は 6.4 倍 (前期 6.6 倍)、DER は 1.5 倍 (同 1.6 倍) といずれも改善している。地域別に見ると東日本エリアの有利子負債残高合計は 4 兆 9,474 億円 (前期末比 2.1%増)、西エリアの有利子負債残高合計は 3 兆 4,396 億円 (同 0.6%増) となった。渋谷再開発を本格化させている東京急行電鉄や JR 東日本との相互直通運転を控える相鉄ホールディングスなど、東日本エリアの民鉄の方が積極的な投資を行った様子が見える。

3.業績予想における格付上の注目点

14 社合計の 20/3 期営業収入は 8 兆 243 億円 (前期比 3.2%増)、営業利益は 7,097 億円 (同 3.0%減) が計画されている。エリア別にみると東日本エリアの民鉄の営業利益合計は 4,046 億円 (同 3.2%減)、西日本エリアの民鉄の営業利益合計は 3,051 億円 (同 2.8%減) といずれも減益の計画。東日本エリアの減益要因としては京浜急行電鉄における加算運賃引下げや前期の大規模分譲の反動の影響が大きい。一方で西日本エリアでは、なんばスカイオの通年寄与や不動産評価損の反動が見込まれる南海電気鉄道を除く 5 社で減益予想となっている。減益要因は各社異なるが、鉄道事業での減価償却費や人件費の増加および前期の不動産分譲の反動などを見込むケースが多い。ただ各地域とも現状の良好な収益環境が大きく悪化する可能性は低く、当面は安定性の高いキャッシュフロー創出力を維持可能と考えられる。

財務面では引き続き高水準の設備投資を計画している会社が多く、20/3 期も不動産賃貸物件の取得や新規ホテルの開発、沿線拠点駅周辺を中心とする開発などが見込まれる。設備投資計画を公表している 13 社合計では前期比 16.9%増の見通しである。このため、有利子負債の見通しを公表している 13 社合計で見ると、20/3 期末の有利子負債残高は前期末比で 2.6%増加する計画である (ネット有利子負債で予想を公表している会社もそのまま合算した)。ただ安定したキャッシュフロー創出力などを考慮すれば、財務内容が大きく悪化する懸念は小さい。

現在の中期経営計画を見ると、14 社合計の設備投資額に対する成長・戦略投資の割合は 46%と約半分を占める。予想される沿線人口の減少などの事業環境の変化に対して、沿線開発や沿線観光資源の深耕などによる沿線人口の維持や交流人口の増加を目指すとともに、不動産事業やホテル事業などの強化に向けた投資を積極化させている。一方で足元では不動産価格の上昇などにより、各社が想定するハードルレートでの物件取得が難しくなっているケースが見られる。また、新規事業の立ち上げや海外展開においては、投資に対するリスクコントロールが重要である。現状では大規模なリスクが顕在化する可能性は低いと考えられるが、今後、環境変化や投資方針が変更される場合もありうることから、投資内容や規模、想定リターンと達成確度などを引き続き注視していく。

(担当) 加藤 直樹・外窪 祐作

(図表) 民鉄大手 14 社の連結業績の推移

(単位、億円、%、倍)

		14 社合計		東日本エリア計		西日本エリア計	
			前期比		前期比		前期比
営業収益	16/3 期	73,590	1.1	39,427	1.7	34,162	0.5
	17/3 期	73,733	0.2	39,493	0.2	34,240	0.2
	18/3 期	75,425	2.3	40,293	2.0	35,131	2.6
	19/3 期	77,777	3.1	41,764	3.7	36,013	2.5
	20/3E	80,243	3.2	43,512	4.2	36,731	2.0
営業利益	16/3 期	6,777	13.1	3,706	10.8	3,070	16.1
	17/3 期	6,916	2.1	3,950	6.6	2,966	-3.4
	18/3 期	6,973	0.8	3,946	-0.1	3,026	2.0
	19/3 期	7,319	5.0	4,181	6.0	3,138	3.7
	20/3E	7,097	-3.0	4,046	-3.2	3,051	-2.8
経常利益	16/3 期	6,357	15.1	3,476	11.7	2,881	19.5
	17/3 期	6,680	5.1	3,879	11.6	2,800	-2.8
	18/3 期	6,824	2.2	3,886	0.2	2,937	4.9
	19/3 期	7,219	5.8	4,173	7.4	3,045	3.7
	20/3E	6,905	-4.3	3,932	-5.8	2,973	-2.4
当期利益	16/3 期	4,020	15.8	2,283	13.2	1,736	19.3
	17/3 期	4,457	10.9	2,735	19.8	1,722	-0.8
	18/3 期	4,451	-0.1	2,714	-0.8	1,736	0.8
	19/3 期	4,414	-0.8	2,686	-1.0	1,727	-0.5
	20/3E	4,515	2.3	2,692	0.2	1,823	5.6

		14 社合計		東日本エリア計		西日本エリア計	
			前期比		前期比		前期比
EBITDA	16/3 期	12,240	7.7	6,979	6.2	5,261	9.7
	17/3 期	12,444	1.7	7,303	4.6	5,140	-2.3
	18/3 期	12,585	1.1	7,346	0.6	5,239	1.9
	19/3 期	13,090	4.0	7,699	4.8	5,391	2.9
有利子負債	16/3 期	84,051	-0.8	48,481	0.1	35,569	-2.0
	17/3 期	82,850	-1.4	48,032	-0.9	34,818	-2.1
	18/3 期	82,636	-0.3	48,454	0.9	34,182	-1.8
	19/3 期	83,870	1.5	49,474	2.1	34,396	0.6
EBITDA マージン	16/3 期	16.5		17.7		15.4	
	17/3 期	16.9		18.5		15.0	
	18/3 期	16.7		18.2		14.9	
	19/3 期	16.8		18.4		15.0	
DER	16/3 期	1.9		1.9		1.9	
	17/3 期	1.7		1.7		1.7	
	18/3 期	1.6		1.6		1.6	
	19/3 期	1.5		1.6		1.5	
有利子負債 /EBITDA 倍率	16/3 期	6.9		6.9		6.8	
	17/3 期	6.7		6.6		6.8	
	18/3 期	6.6		6.6		6.5	
	19/3 期	6.4		6.4		6.4	

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

(注) 有利子負債、DER、有利子負債/EBITDA 倍率の 20/3 期数値は一部 JCR 推定

【参考】

発行体：東武鉄道株式会社

長期発行体格付：A 見通し：安定的

発行体：相鉄ホールディングス株式会社

長期発行体格付：A- 見通し：安定的

発行体：東京急行電鉄株式会社	長期発行体格付：AA-	見通し：安定的
発行体：京浜急行電鉄株式会社	長期発行体格付：A+	見通し：安定的
発行体：小田急電鉄株式会社	長期発行体格付：AA-	見通し：安定的
発行体：京王電鉄株式会社	長期発行体格付：AA	見通し：安定的
発行体：京成電鉄株式会社	長期発行体格付：A+	見通し：安定的
発行体：株式会社西武ホールディングス	長期発行体格付：A-	見通し：安定的
発行体：西日本鉄道株式会社	長期発行体格付：A+	見通し：安定的
発行体：近鉄グループホールディングス株式会社	長期発行体格付：BBB+	見通し：安定的
発行体：阪急阪神ホールディングス株式会社	長期発行体格付：AA-	見通し：安定的
発行体：南海電気鉄道株式会社	長期発行体格付：A-	見通し：安定的
発行体：京阪ホールディングス株式会社	長期発行体格付：A	見通し：安定的
発行体：名古屋鉄道株式会社	長期発行体格付：A+	見通し：安定的

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル