

民鉄大手各社の18/3期決算の注目点

民鉄大手各社※の18/3期決算および19/3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18/3期鉄道輸送人員数は76億8,140万人（前期比1.3%増）となった。定期輸送人員数は同1.4%増、定期外輸送人員は同1.2%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、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。18/3期の訪日外国人観光客数は2,977万人（同19.9%増）と、引き続き増加傾向にある。

地域別では東日本エリアの民鉄の輸送人員合計は同1.4%増、西日本エリアの民鉄は同1.2%増。定期輸送人員は東日本エリアの民鉄が同1.5%増、西日本エリアの民鉄が同1.3%増、定期外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1.1%増となり、地域別の違いは特にみられなかった。

19/3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1.1%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1.3%増、定期外同0.8%増、西日本エリアの民鉄は輸送人員合計同0.9%増、定期同0.8%増、定期外同0.9%増の計画である。3月に複々線化に伴うダイヤ改正を発表した小田急は定期同3.3%増、定期外同1.0%増、合計同2.4%増と高い伸びを計画しているが、小田急以外の民鉄は、外部環境に大きな変化が見られないことなどを背景に、おおむね18/3期程度の伸び率を見込んでいる。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り、それを考慮すれば19/3期も堅調な推移が予想される。

2. 決算動向

18/3期民鉄大手14社合計の営業収入は7兆5,425億円（前期比2.3%増）、営業利益は6,973億円（同0.8%増）となった。セグメント別にみると、運輸事業営業収入は2兆1,209億円（同0.9%増）、営業利益は3,124億円（同1.0%減）、関連事業（運輸以外のセグメント計）の営業収入は6兆5億円（同2.7%増）、営業利益は3,925億円（同2.8%増）となっている（内部取引等考慮前）。運輸事業の減益は減価償却費、修繕費および燃料費の増加などが要因である。一方、関連事業では不動産賃貸事業やホテル事業の好調が利益を押し上げた。期初予想が運輸業営業利益同4.0%減、関連事業営業利益同4.3%減であったことを考えれば、期初想定以上に良好な結果であったということができよう。

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1,879億円（同0.3%増）、関連事業営業利益は2,088億円（同0.6%減）であった。関連事業の減益は京急の分譲土地に対する評価減の実施など一時的要因によるところが大きい。一方、西日本エリアの民鉄合計の運輸事業営業利益は1,244億円（同2.9%減）と減益となったが、償却前営業利益は前期比横ばいであり、償却負担の増加が営業利益を押し下げている。関連事業営業利益は1,837億円（同7.0%増）となり、ホテル事業などが好調に推移した。

14社合計のEBITDAは1兆2,562億円（同0.9%増）。EBITDAマージンは16.7%と17/3期16.9%からやや悪化したが、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8,542億円と17/3期7,434億円から増加したが、営業キャッシュフローが増加したことにより、有利子負債残高は8兆2,692億円（前期末比0.2%減）と微減となった（一部JCR推定）。結果として、有利子負債/EBITDA倍率は6.6倍（前期6.7倍）、DERは1.6倍（同1.7倍）といずれも緩やかに改善している。地域別では、東日本エリアの民鉄の有利子負債残高合計は前期末比横ばいだったが、西日本エリアの民鉄の合計は同1.8%減少した。両エリアとも投資キャッシュフローは営業キャッシュフローを下回っているが、営業キャッシュフローに対する投資キャッシュフローの割合は東日本エリアが79.9%なのに対して西日本エリアでは69.9%である。東日本エリアの民鉄のほうが積極的な投資を行った様子がうかがえる。

3. 決算における格付上の注目点

14社合計の19/3期営業収益は7兆7,384億円（同2.6%増）、営業利益は7,008億円（同0.5%増）の予想である。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3,978億円（同0.8%増）、西日本エリアの民鉄の営業利益合計は3,030億円（同0.1%増）と、いずれのエリアにおいてもおおむね前期比横ばい程度の予想となっている。

セグメント別では運輸事業営業利益3,173億円（同1.6%増）、関連事業営業利益3,896億円（同0.8%減）の予想である。運輸事業では引き続き燃料費等の費用増加が見込まれているものの、鉄道輸送人員は堅調に推移する見込みであり、増収で費用増を吸収できる見込みである。関連事業では分譲事業における販売数量の減少や利益率の低下を見込む会社が多い。

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、19/3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再開発計画の推進などが見込まれている。設備投資計画を公表している13社合計では前期比28.5%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12社合計でみると、19/3期末の有利子負債残高は前期末比で4.2%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）。ただ収益環境が大きく悪化する可能性は低く、現状程度のキャッシュフロー創出力は当面維持できるものと考えられることから、財務内容が前期と比較して大きく悪化する可能性は低い。

近年、10年程度の期間を対象とした長期ビジョンを作成・公表する民鉄が散見される。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、各社は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と交流人口の増加を目指すとともに、不動産賃貸事業やホテル事業などの強化によって安定性が高いキャッシュフローの積み上げを進める計画である。また新規事業の立ち上げや海外展開なども長期ビジョンに織り込まれている。19/3期を初年度とする中期経営計画を公表した民鉄は6社（進行中の中計をローリングした西武ホールディングスを除く）あるが、各社は長期ビジョンに基づいて中期経営計画（3か年）を策定している。6社合計の設備投資額は前中計比較で8.7%増加する計画であり、このうち成長投資は31.9%増と大幅に増加する見通しである。進行中の大規模再開発案件を着実に推進しつつ、不動産賃貸物件の取得や宿泊特化型ホテルの積極展開などが打ち出されている。ただ足元では不動産価格の上昇などにより、不動産賃貸物件の取得にあたっては各社が想定するハードルレートでの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、投資内容や投資規模、想定リターンと達成確度などに注意を払っていく方針である。

（担当）上村 暁生・加藤 直樹

(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	34,556	1.7
	17/3 期	73,733	0.2	39,493	0.2	34,240	-0.9
	18/3 期	75,425	2.3	40,293	2.0	35,131	2.6
	19/3E	77,384	2.6	41,515	3.0	35,869	2.1
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
	19/3E	7,008	0.5	3,978	0.8	3,030	0.1
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	6,924	3.7	3,886	0.2	3,037	8.5
	19/3E	6,781	-2.1	3,882	-0.1	2,899	-4.5
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	4,591	3.0	2,854	4.4	1,736	0.8
	19/3E	4,429	-3.5	2,625	-8.0	1,804	3.9

		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	7,304	4.7	5,140	-2.3
	18/3 期	12,562	0.9	7,346	0.6	5,215	1.5
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	34,819	-2.1
	18/3 期	82,692	-0.2	48,491	1.0	34,200	-1.8
EBITDA マージン	16/3 期	16.5		17.7		15.2	
	17/3 期	16.9		18.5		15.0	
	18/3 期	16.7		18.2		14.8	
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	
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		6.6	

(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 18/3 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：ポジティブ

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であることを問わず、当該情報の正確性、結果的正確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、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が定める 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