

民鉄大手各社の20/3期決算の注目点

民鉄大手各社※の20/3期決算および21/3期業績予想を踏まえ、株式会社日本格付研究所（JCR）の現況に関する認識と格付上の注目点を整理した。

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

1. 業界動向および新型コロナウイルス感染拡大による影響

JCR 格付先の民鉄大手 14 社合計の20/3期鉄道輸送人員数は77億2,742万人（前期比0.3%減）となった。定期輸送人員数は同0.8%増、定期外輸送人員は同2.0%減である。第3四半期までは良好な雇用環境や堅調なインバウンドに支えられて定期・定期外ともに輸送人員は増加基調にあった。しかし第4四半期以降、新型コロナウイルスの感染拡大による外出自粛やインバウンドの減少が輸送人員を押し下げている。とりわけ感染者数が急増した3月の輸送人員は大きく減少している。各社の月次営業概況を見ると3月の定期輸送人員は前年同月比でおよそ10%台のマイナス、定期外輸送人員はおよそ30%台のマイナスとなっている。なお東日本エリア・西日本エリア別で見た鉄道輸送人員の傾向に大きな違いは見られない。

また外出自粛やインバウンド減少はホテルの稼働率低下や百貨店の売上減少、レジャー施設の営業休止など、各社が手掛ける関連事業にも影響を与えている。

21/3期は新型コロナウイルスの感染拡大による影響を見通すことが出来ないため、各社とも鉄道輸送人員の予想は公表していない。政府による緊急事態宣言が関西圏では4月7日から5月21日まで、首都圏では5月25日まで続いたため、各社の第1四半期の定期外輸送人員は大幅に減少すると見られる。またテレワークの浸透によって定期輸送人員も減少している可能性が高い。会社によっては4月の月次状況を開示しているが、鉄道輸送人員（定期・定期外合わせて）は前年同月比50~60%程度の減少と、3月より状況は一段と厳しくなっている模様である。現状、感染の収束時期を見通すことは難しい。緊急事態宣言の解除に伴って鉄道輸送人員は底を打つと想定しているが、今後の回復状況を確認していく。

2. 決算動向

20/3期民鉄大手 14 社合計の営業収入は7兆7,075億円（前期比0.9%減）、営業利益は6,242億円（同14.7%減）となったが、第3四半期までの累計と第4四半期単独ではトレンドに大きな違いが見られる。第3四半期累計の営業収入は5兆8,416億円（前年同期比2.2%増）、営業利益は5,947億円（同0.5%増）であるが、第4四半期のみ営業収入は1兆8,658億円（同9.6%減）、営業利益は294億円（同79.0%減）である。第4四半期は新型コロナウイルスの感染拡大による外出自粛などが影響した。セグメント別にみると運輸事業の営業収入は4,533億円（同9.7%減）、営業利益は57億円の赤字（前年同期は421億円の黒字）、関連事業（運輸以外のセグメント合計、内部取引等考慮前）の営業収入は1兆4,125億円（同9.6%減）、営業利益は352億円（同64.0%減）とそれぞれ大きく落ち込んだ。近年はインバウンドを含む観光旅客需要の取り込み強化を目指して優等列車の投入や増発を行っていた会社があり、そうした会社は観光旅客需要の減少に伴い足元で定期外収入の落ち込みが比較的大きくなっている様子がうかがえる。関連事業では不動産賃貸業が各社の業績を一定程度下支えているものの、ホテル業の稼働率低下や百貨店売上減少などが収益悪化要因となっている。

積極的な投資姿勢を背景に 14 社合計の投資キャッシュフローは 1 兆 126 億円と営業キャッシュフロー 9,788 億円を上回り、有利子負債残高合計は 8 兆 5,992 億円（一部 JCR 推定）と前期末 8 兆 3,852 億円から増加した。これにより DER は 1.7 倍（前期末 1.5 倍）に、また EBITDA の水準が低下したこともあり有利子負債/EBITDA 倍率は 7.0 倍（前期 6.4 倍）にそれぞれ悪化したものの、過年度と比較して良好な水準は維持している。

3.業績予想における格付上の注目点

各社ともに 21/3 期の業績予想は開示しておらず、予想が可能となった段階で速やかに開示するものとしている。鉄道事業は装置産業であり、稼働率に低下による利益への影響が大きい。そのため鉄道利用の回復が遅れた場合は 21/3 期業績に及ぼす影響は大きくなる可能性が高く、輸送状況を月次ベースでフォローしていくことが重要である。短期的には緊急事態宣言の解除などをトリガーとした鉄道利用の回復状況、中期的にはインバウンド需要の回復および「新しい生活様式」の浸透などに伴う鉄道利用や商業施設の集客への影響にそれぞれ注目している。関連事業については沿線拠点駅や大規模ターミナルに隣接する商業施設賃貸やホテル事業が中心であり、鉄道事業と同様のタイミングで一定程度回復してくる可能性が高い。ただし地域性や業態により回復力は異なると考えられるため、個々の施設ごとにインバウンド需要の回復の影響などを確認していくことが重要と見ている。

民鉄各社は大規模な再開案件を控えているケースが多く、今後財務負担が重くなる可能性が高い会社もある。これらの会社については特に再開案件以外の成長投資の再検討などによる投資負担の軽減に向けた取り組みが重要と考えられる。中期経営計画等に示されている投資計画に対して 21/3 期にどのような修正が行われるのか、計画全体の投資規模が見直される可能性およびそれによる財務負担への影響に注目している。なお各社とも近年の好業績を背景に資本の蓄積が進んでおり、足元のキャッシュフロー創出力の低下が直ちに財務内容の大幅な悪化をもたらす可能性は低い。またホテルを中心とするレジャー施設に対する減損処理などが懸念されるものの、自己資本を大きく毀損する規模での損失は現状想定しづらい。

（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
	20/3 期	77,075	-0.9	41,931	0.4	35,143	-2.4
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
	20/3 期	6,242	-14.7	3,495	-16.4	2,746	-12.5
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
	20/3 期	6,041	-16.3	3,429	-17.8	2,611	-14.3
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
	20/3 期	3,326	-24.6	1,807	-32.7	1,519	-12.0

		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
	20/3 期	12,333	-5.8	7,244	-5.9	5,084	-5.7
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	83,852	1.5	49,430	2.0	34,422	0.7
	20/3 期	85,992	2.6	51,103	3.4	34,888	1.4
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	
	20/3 期	16.0		17.3		14.5	
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	
	20/3 期	1.7		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	
	20/3 期	7.0		7.1		6.9	

(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：東急

長期発行体格付：AA- 見通し：ポジティブ

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