

## 民鉄大手各社の16/3期決算の注目点

民鉄大手各社の16/3期決算および17/3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、相鉄ホールディングス、東京急行電鉄、京浜急行電鉄、小田急電鉄、京王電鉄、京成電鉄、西武ホールディングス（以上、東日本エリア）、西日本鉄道、近鉄グループホールディングス、阪急阪神ホールディングス、南海電気鉄道、京阪ホールディングス、名古屋鉄道（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16/3期鉄道輸送人員数は75億442万人（前期比2.6%増）となった。定期輸送人員は同2.4%増、定期外輸送人員は同2.8%増となり、良好な雇用環境に加え、インバウンドを含む定期外利用者が増加している。地域別では東日本エリアでは定期同2.6%増、定期外同2.4%増、合計同2.5%増、西日本エリアでは定期同2.0%増、定期外同3.5%増、合計同2.7%増となった。定期については雇用環境がより良好な東日本エリアの民鉄のほうが、定期外ではインバウンド増加の影響などをより強く受けている西日本エリアの民鉄のほうが、総じて伸び率が大きかった様子がうかがえる。

17/3期鉄道輸送人員は、予想を開示している11社ベースで16/3期比1.1%増、定期同1.4%増、定期外同0.6%増の予想である。定期については当初17年4月に予定されていた消費税増税に伴う駆け込み需要が織り込まれているため、実質的な予想増加率は1%未満と見られる。また定期外についても曜日配列の悪化などにより前期比横ばい程度の予想となっている。

### 2. 決算動向

16/3期民鉄大手14社合計の営業収入は7兆3,590億円（前期比1.1%増）、営業利益は6,778億円（同13.1%増）となった。セグメント別にみると、運輸事業営業利益は3,132億円（同18.0%増）、関連事業（運輸事業以外セグメント）営業利益は3,660億円（同8.3%増）である（セグメント別利益は内部取引等考慮前）。運輸業では、鉄道輸送人員が堅調に推移したことに加え動力費の減少などが増益に寄与した。関連事業では、インバウンドの増加などによりホテル事業において客室稼働率、客室単価ともに上昇したことが主因である。地域別にみると、東日本エリアの民鉄合計営業利益は3,707億円（同10.8%増）、西日本エリアの民鉄合計営業利益は3,071億円（同16.1%増）となった。インバウンドの収益貢献が大きかったと見られる西日本エリアで増益率が大きくなっている。これに伴い、14社合計のEBITDAは1兆2,240億円（同7.7%増）となり、EBITDAマージンは15/3期15.6%から16/3期16.6%へ改善した。

14社合計の16/3期投資キャッシュフロー合計は6,792億円と前期6,994億円から減少した。これは前期に東武鉄道によるSPCからの資産買い取りや南海電鉄による大阪府都市開発の株式取得などがあった影響が大きい。これらの影響を除くと投資キャッシュフローが増加に転じた会社が多いが、これは16/3期を初年度とする中期経営計画において積極的な投資姿勢を打ち出した会社が多かったことによるものである。有利子負債残高は16/3期末8兆4,032億円と前期比676億円減少したが（一部JCR推定）、設備投資の増加などに伴って減少幅は縮小（14/3期末15/3期末2,158億円の減少）している。有利子負債/EBITDA倍率は6.9倍（前期7.5倍）と改善した。

### 3. 決算における格付上の注目点

14 社合計 17/3 期営業収益は 7 兆 5,409 億円（前期比 2.5%増）、営業利益は 6,307 億円（同 6.9%減）の予想である。セグメント別では運輸事業営業利益 2,941 億円（同 6.1%減）、関連事業営業利益 3,357 億円（同 8.3%減）となっている。運輸業では鉄道輸送人員の伸びが鈍化する見通しであることに加え、マイナス金利に伴う退職給付費用の増加や修繕費の積み増しなどを織り込んでいる会社が多い。関連事業では、不動産賃貸事業がキャッシュフローを下支えする構図に変化は見られず、また高水準で推移しているインバウンドの寄与などによりホテル事業セグメントを中心に引き続き堅調な業績推移が見込まれている。一方で、不動産分譲事業の減少や建築コストの上昇による採算悪化、および大規模プロジェクトの進捗に伴う費用増などが収益予想に反映されている。インバウンドについては大幅な増加は見込みにくいものの、引き続き高水準で推移すると見ている会社が多い。このため、西日本エリアの民鉄を中心に引き続きインバウンドの取り込みを積極的に推進する傾向が見られる。なお、足元の訪日外国人数は 4 月が前年同月比 18.0%増、5 月が同 15.3%増であり、引き続き増加基調にある。

財務面では引き続き積極的な設備投資を計画している会社が多い。このため、有利子負債の見通しを公表している 7 社合計の 17/3 期末有利子負債残高は前期比横ばいとなっている。

16/3 期および 17/3 期を初年度とする中期経営計画をスタートさせた民鉄が多く見られる。これらの中計に共通しているのは、当該期間を将来の収益基盤の多角化を目指した先行投資時期と位置付け、維持更新投資に加えて成長投資枠を設定し設備投資を積極化している点である。このため計画最終年度に向けて有利子負債の増加を見込む会社も多い。成長投資枠は宿泊特化型ホテルおよび不動産賃貸物件の取得などに向けられる計画であり、将来的に安定性が高いキャッシュフローの上乗せが見込まれる。中計初年度を終えた会社は概ね計画に沿った投資を実施できた模様だが、不動産価格の上昇などにより今後物件の取得などが計画通りに進まなくなる可能性もある。JCR では、投資を積極化している会社については、引き続きその進捗および中計期間中の財務内容を確認していくとともに、大規模プロジェクトを進めている会社については、テナントリーシングを含む計画の進捗と財務への影響に注目していく方針である。

（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	14/3 期	72,661	6.2	38,711	1.5	33,950	12.2
	15/3 期	72,765	0.1	38,780	0.2	33,985	0.1
	16/3 期	73,590	1.1	39,428	1.7	34,162	0.5
	17/3E	75,409	2.5	40,201	2.0	35,208	3.1
営業利益	14/3 期	5,719	11.3	3,199	12.9	2,520	9.3
	15/3 期	5,992	4.8	3,346	4.6	2,645	5.0
	16/3 期	6,778	13.1	3,707	10.8	3,071	16.1
	17/3E	6,307	-6.9	3,628	-2.1	2,679	-12.8
経常利益	14/3 期	5,214	17.1	3,011	17.7	2,203	16.3
	15/3 期	5,526	6.0	3,114	3.4	2,412	9.5
	16/3 期	6,358	15.1	3,476	11.6	2,881	19.5
	17/3E	5,881	-7.5	3,427	-1.4	2,454	-14.8
当期利益	14/3 期	3,145	20.9	1,933	20.8	1,212	21.0
	15/3 期	3,472	10.4	2,017	4.4	1,456	20.1
	16/3 期	4,020	15.8	2,284	13.2	1,737	19.3
	17/3E	3,985	-0.9	2,462	7.8	1,523	-12.3

		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	14/3 期	11,094	9.0	6,468	11.7	4,626	5.3
	15/3 期	11,368	2.5	6,572	1.6	4,795	3.7
	16/3 期	12,240	7.7	6,979	6.2	5,261	9.7
有利子負債	14/3 期	86,866	-3.9	49,649	-2.0	37,217	-6.4
	15/3 期	84,708	-2.5	48,404	-2.5	36,304	-2.5
	16/3 期	84,032	-0.8	48,457	0.1	35,575	-2.0
EBITDA マージン	14/3 期	15.3		16.7		13.6	
	15/3 期	15.6		16.9		14.1	
	16/3 期	16.6		17.7		15.4	
DER	14/3 期	2.3		2.3		2.4	
	15/3 期	2.0		1.9		2.0	
	16/3 期	1.9		1.9		1.9	
有利子負債 /EBITDA 倍率	14/3 期	7.8		7.7		8.0	
	15/3 期	7.5		7.4		7.6	
	16/3 期	6.9		6.9		6.8	

(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 16/3 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：ポジティブ

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：BBB+ 見通し：ポジティブ

発行体：西日本鉄道株式会社

長期発行体格付：A+ 見通し：安定的

発行体：近鉄グループホールディングス株式会社

長期発行体格付：BBB+ 見通し：安定的

発行体：阪急阪神ホールディングス株式会社

長期発行体格付：A+ 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：BBB+ 見通し：ポジティブ

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：ポジティブ

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