

アナリストの眼

大手民鉄の業績動向

【ポイント】

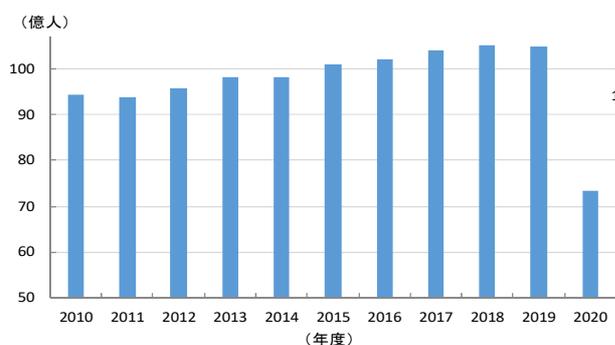
1. 新型コロナウイルスの影響で大手民鉄の輸送人員は 1970 年代前半の水準まで落ち込んだ。投資を促進していたホテルなどレジャー関連への打撃も大きい。
2. 2021 年 3 月期は多額の特別損失の計上により全社が赤字決算となり、改善基調だった財務内容は一転して悪化した。
3. 今期は業績回復を見込むも、下方修正が相次ぐリスクを孕んでいる。

新型コロナウイルス禍における人々の流れの劇的な変化は、民鉄各社の経営へ深刻な打撃を与えた。もともと少子高齢化、将来の人口減少などによって需要が減少する懸念はあったが、コロナ禍によって想定よりも早く現実化された格好である。昨年度の業績動向および今後の見通しについて検証する。

1. 輸送人員等

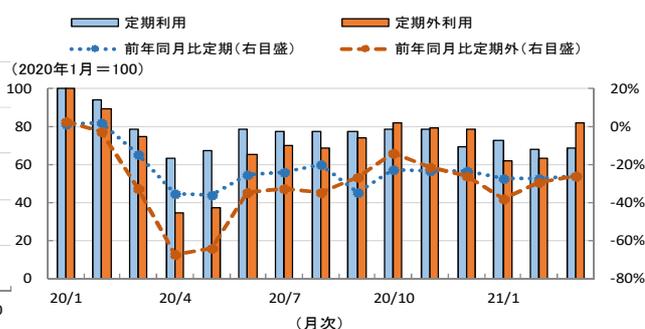
図表 1 は大手民間鉄道 15 社の輸送人員の年度推移である。東日本大震災の影響で落ち込んだ 2011 年度以降概ね順調に伸びていた輸送人員は、新型コロナウイルスの影響が顕著に出始めた 2020 年 3 月の落ち込みが大きかったため、2019 年度にわずかではあるが前期比でマイナスとなった。図表 2 の 2020 年度の月次推移をみると、最初の緊急事態宣言が発令された 4 月から 5 月にかけて、観光客やインバウンドの影響を受けやすい定期外利用を中心に輸送人員は前年の半分程度まで落ち込んだ。緊急事態宣言解除後に定期外利用は大きく増加し、さらに GoTo トラベル事業の開始で利用者の戻りが加速、10 月は前年同月比▲14%まで回復した。その後は感染再拡大、GoTo トラベル事業の縮小にあわせて減少に転じ、緊急事態宣言が再発令された 2021 年 1 月の定期外利用は同▲38%まで反落した。ただし、この時点での落ち込み度合いは最初の緊急事態宣言の時ほどではなく、首都圏以外で宣言が解除された 3 月の利用者数は 2020 年 2 月に次ぐ多さだった。一方、定期利用は 4 月に大きく落ち込んだあとは戻りも限定的で、概ね▲20%台で推移した。テレワークや学生のオンライン授業が浸透している様子がうかがえる。最終的に 2020 年度の輸送人員は、前年度の約 104 億 8,000 万人から 30.2%減となる約 31

図表 1. 大手民鉄の輸送人員推移



(資料) 各社資料より富国生命投資顧問作成

図表 2. 輸送人員の月次推移



(資料) 各社資料より富国生命投資顧問作成
(備考) 2021年3月のみ2019年3月比

億6,000万人減少して約73億2,000万人となったが、これは1970年代前半の水準となる。

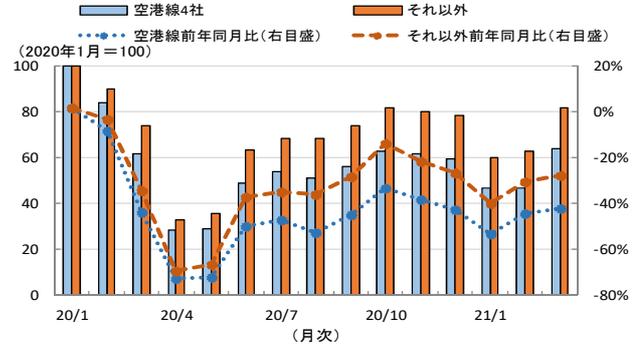
また近年のインバウンド急増を背景に、各国際空港とのアクセス路線を運行する民鉄4社の定期外運賃収入は有料特急運賃の増加などにより押し上げられてきたが、2020年度はインバウンドの消失による影響が大きく、月次推移でも6月以降の回復度合いの遅れが鮮明となっている（図表3、4）。

図表3. 空港線運行4社の定期外収入と訪日外国人数



(資料) JNTO及び各社資料より富国生命投資顧問作成

図表4. 空港線運行4社の定期外収入の月次推移



(資料) 各社資料より富国生命投資顧問作成
(備考) 2021年3月のみ2019年3月比

固定費負担が重く損益分岐点が高い鉄道事業では、運賃収入が急減すると大幅な営業赤字となりやすい。各社とも修繕費や人件費などのコスト削減に努めたものの、2021年3月期決算では、15社全社がバス・タクシー等も含めた運輸事業で営業赤字となり、赤字合計額は約2,600億円にのぼった。

2. レジャー関連事業

新型コロナウイルスの影響は、各社が展開するホテル業、旅行業、娯楽施設等のレジャー関連事業にも大きく及んだ。従前より各社は、インバウンド急増により需要が喚起されたホテル事業、特に利益率が高い宿泊特化型ホテルの新規出店を加速させるなど、投資を積極的に進めてきた。その結果、全15社合計の営業利益に占めるレジャー関連事業の比率は、2010年度の2%程度から2018年度には9%程度まで高まった。これが2020年度には、インバウンドの消失に加えて人々の移動制限による国内・海外旅行需要の激減、娯楽施設の休業等で状況が一変した。最初の緊急事態宣言期間中にホテルの稼働率は軒並み10%程度まで落ち込み、その後の回復も限定的で通期でも20%程度と低水準に沈んだ。旅行事業でも取扱高の急減で債務超過となるグループ子会社も出るなど、早急な事業立て直しが喫緊の課題となっている。レジャー関連事業は、全社合計で運輸事業を上回る約2,700億円の営業赤字の計上を余儀なくされた。

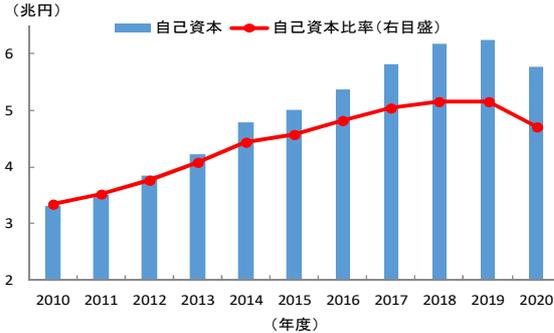
3. 財務への影響

個社別で見ると数は少ないが、レジャー関連事業の比率を抑えていたなどのケースで営業黒字や経常黒字になったところもある。だが減損損失など特別損失計上額が急増したため当期純損益では15社全社が赤字、合計額は4,884億円となった。特別損失の内訳は、稼働率の低下で収益性の悪化したホテル関連などの減損損失が約1,450億円、新型コロナウイルス関連損失としてホテル、レジャー施設などの臨時休業中に発生した固定費負担が約510億円、ホテル売却や旅行店舗統廃合・人員削減といった事業構造改革費用約270億円などで、レジャー関連事業絡みの損失が目立つ。特別利益として雇用調整助成金約250億円（営業外損益段階でも別途約480億円計上）、投資有価証券や固定資産の売却益約390億円などを計上したものの、全社

合計の特別損益は1,844億円の赤字だった。

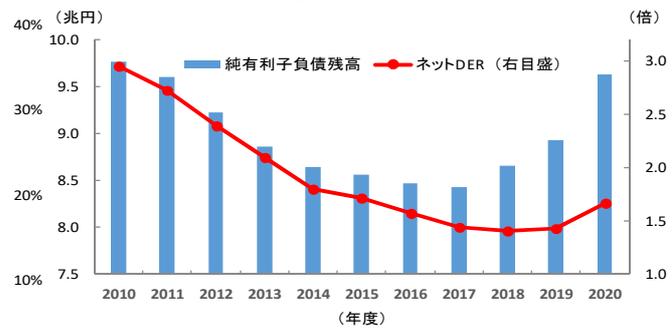
これまで各社は、安定した輸送人員の伸びが収益力向上につながり順調に自己資本を増やしてきたが、2020年度は最終赤字の計上により、全社合計の自己資本は前期末から約4,800億円毀損、自己資本比率は3ポイント低下の28%となった(図表5)。また営業キャッシュフローが前期末の1兆1,155億円から今期末は1,491億円まで急減したため、各社は手元流動性確保のため社債やCP発行など資金調達に走った。その結果、現預金等を差し引いた純有利子負債残高は全社合計で約7,000億円増加し、自己資本に対する倍率(ネットDER)は前期末の1.4倍程度から1.7倍程度まで悪化した(図表6)。

図表5. 自己資本と自己資本比率の推移



(資料) 各社有価証券報告書より富国生命投資顧問作成

図表6. 純有利子負債残高とネットDERの推移



(資料) 各社有価証券報告書より富国生命投資顧問作成

4. 今期の見通し

今期の業績見通しについて、5月時点で会社計画を発表している13社の予想値を集計した。まず前提条件として、輸送人員はワクチン接種が進むことにより徐々に回復し、通期では概ね新型コロナウイルス前(2018年度)の80~85%に戻るとされる。その結果、運輸事業の営業損益は、約1,900億円の赤字から350億円の黒字へ約2,250億円改善する(9社が赤字解消)。レジャー関連事業は約1,000億円の営業赤字は残るものの、ホテルの稼働率が40~60%程度まで回復することを前提に約1,700億円の改善となる。

今年度から新しい会計ルール「収益認識に関する会計基準」が適用されるため、旧基準の予想値と比較すると、売上高は前期から約1兆円増えて19%増収、営業損益は前期の2,450億円の赤字から1,712億円に黒字転換する(13社全社が黒字)。当期純損益も1,002億円の黒字となるが(12社が黒字転換)、2018年度の13社合計営業利益約7,000億円、当期純利益約3,000億円と比べると水準はまだ低い。また各社の計画は、作成時期からみても4月以降の緊急事態宣言の発令による影響はほぼ織り込んでいない。前期末から徐々に回復するという前提が崩れる状況になれば、計画の下方修正が相次ぐリスクを孕んでいる。4月は感染が拡大した関西圏の定期外の輸送人員の悪化が顕著となっている。

各社の事業計画では、収益力強化・多様化に向けた具体的な取り組みとして、次世代移動サービス「MaaS」、サテライトオフィス展開、特急列車に荷物を載せて運ぶ貨客混載事業、サブスクリプションサービス、ワーケーション対応など様々な施策が並ぶが、輸送人員の減少をカバーできるまでに育っていくかは未知数である。

即効性のある収益確保の手段は、やはり運賃値上げということになるだろう。運賃の上限改定には国土交通省からの認可が必要となるためハードルは高いが、検討を始めたところもある。ただしアフターコロナにおいてかつてのような需要が戻るのか、という状況は業界共通であるため、全社が足並みを揃えて値上げ申請に動く必要がある。消費増税以外の理由で全社が一斉値上げに動いたのは1995年まで遡るが、今後の収益力回復の鍵を握るポイントとなるだろう。