

2010年11月8日

業種 陸運業

東日本旅客鉄道（東証1部-9020）

～ 11/3期営業利益見通しを増額、さらに強含みの可能性 ～

インプレッション

前回

今回

2+

2+

(10/8/12)

[Neutral Plus]

アナリスト

水田 雅展

(T.I.W.)

主要指標

(2010年11月5日現在)

株価	4,955 円
時価総額	19,600 億円
予想PER (11/3期)	14.1 倍
予想PER (12/3期)	12.6 倍
実績PBR	1.06 倍
予想配当	110.0 円
予想配当利回り	2.22 %
予想配当性向	31.3 %
予想ROE	7.41 %
予想DOE	2.32 %
発行済株式数	395,570 千株
売買単位	100 株

(注1) 予想はT.I.W.

(注2) DOEは株主資本配当率(配当性向 * ROE)

要旨・投資のポイント

< 通期業績の強含みの可能性を評価 >

株価は年初来安値圏である。11/3期見通しの増額修正に対する反応も限定的だった。景気の先行きに対する警戒感が影響しているのだろう。しかし指標面で見ると、JR3社の比較で割高感はなく、通期業績の強含みの可能性も評価する。反発余地があるだろう。

< 11/3期営業利益見通しを増額修正 >

11/3期2Q累計（4-9月）は増収増益だった。鉄道運輸収入は減収だったが、人件費減少や金融収支改善が利益を押し上げた。通期の営業利益見通しを増額修正した。新型インフルエンザの影響が一巡し、高速道路新料金の実施延期も当面のプラス要因となる。TIW予想は会社見通しに合わせて増額修正する。なお、修正後の会社見通しには、東北新幹線・新青森延伸の効果を織り込んでいない模様であり、強含みの可能性も考えられる。

業績推移

単位: 百万円、円、%

連結通期	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	DPS
2008/3	2,703,563	2	445,159	4	336,573	12	189,672	8	47,463.6	10,000.0
2009/3	2,696,999	0	432,554	-3	329,512	-2	187,291	-1	468.7	110.0
2010/3	2,573,723	-5	344,848	-20	235,137	-29	120,214	-36	303.4	110.0
2011/3 会社予	2,588,000	1	359,000	4	262,000	11	139,000	16	351.4	110.0
TIW予	2,588,000	1	359,000	4	262,000	11	139,000	16	351.4	110.0
2012/3 TIW予	2,650,000	2	380,000	6	285,000	9	155,000	12	391.8	110.0

出所: 会社データ、T.I.W. 注1) T.I.W.の予想EPSは発行済株式数で計算

注2) 2009年1月4日に1:100株の株式分割を実施。09/3期DPSは株式分割が期初に行われたと仮定して記載。

本レポートに掲載された情報・意見は株式会社ティー・アイ・ダヴリュが信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

- 11/3期2Q累計は増収増益
- 11/3期2Q累計の業績を前年同期との比較で見ると、売上高が1兆2,938億円で0.1%増、営業利益が2,343億円で8%増、経常利益が1,840億円で16%増、純利益が971億円で3%増だった。前回見通し（4月27日付）に対しては、売上高が31億円下回ったが、営業利益は203億円、経常利益は210億円、純利益は61億円、それぞれ超過達成となった。運輸事業の営業費用で、退職給付費用の会計基準変更時差異の費用処理終了に伴い、人件費の減少が寄与した。また営業外では金融収支の改善が寄与した。
- 鉄道運輸収入は減収
- 2Q累計の鉄道運輸収入は、合計で前年同期比0.3%減の8,333億円（うち定期が同0.4%減の2,493億円、定期外が同0.3%減の5,840億円）となった。前年同期との比較で減収となり、想定（合計で同0.1%減）も下回った。新型インフルエンザの影響一巡はプラス要因だったが、全体として戻りが想定より鈍かった模様である。また駅スペース事業は、紀ノ國屋の新規連結や「エコキュート東京」の開業効果などで増収増益だった。
- 11/3期営業利益見通しを増額
- 11/3期通期の見通しを修正した。前回見通しに対して、売上高を30億円、営業利益を70億円、経常利益を70億円、それぞれ増額修正し、純利益については据え置いた。セグメント別に見ると、運輸事業で売上高を30億円、営業利益を70億円、それぞれ増額している。2Q累計の鉄道運輸収入が想定を下回り、下期（10-3月）も回復は鈍いと想定しているが、高速道路新料金の実施延期がプラス要因としている。コスト面では、修繕費が20億円、機構借損料が20億円、それぞれ前回見通しを下回ることが増益要因となる。
- 通期は強含みの可能性
- 景気低迷の影響で事業環境は厳しいが、新型インフルエンザの影響が一巡し、高速道路新料金の実施延期も当面のプラス要因となる。TIW予想は会社見通しに合わせて増額修正する。なお、修正後の会社見通しには、東北新幹線・新青森延伸の効果を織り込んでいない模様であり、強含みの可能性も考えられる。
- 駅という経営資源を活用
- 中期的には、駅と鉄道ネットワークという経営資源を活用し、非運輸事業の拡大トレンドに変化はないだろう。既に非運輸事業では「エコキュート東京」開業効果など、経営資源を活用する戦略の成果も見られる。
- リスク要因
- 運輸事業では、事故・故障・自然災害による輸送障害と運輸収入の減少、損壊施設復旧のための費用負担、安全性確保のための設備投資負担、信用低下、他の交通機関との競合、燃料価格変動などがリスク要因となる。非運輸事業では、消費動向や不動産市況など景気変動が収益に影響を与える。
- アナリスト見解
- 株価は軟調な展開が続き、年初来安値圏である。11/3期通期見通しの増額修正に対する反応も限定的だった。景気の先行きに対する警戒感が影響しているのだろう。しかし指標面で見ると、JR3社の比較で割高感はなく、通期業績の強含みの可能性も評価する。反発余地があるだろう。

【会社概要】 87年4月の国鉄民営化で発足した。鉄道の営業エリアは関東、甲信越、東北の1都16県。運輸事業（鉄道など旅客運送事業）を柱に、非運輸事業では、駅スペース活用事業（小売店、飲食店、コンビニなど）、ショッピング・オフィス事業（ショッピングセンターやオフィスの開発・運営・賃貸など）、その他事業（ホテル業、広告代理業、旅行業、卸売業、貨物自動車運送事業、クレジットカード事業など）を展開している。中期計画では数値目標として、13/3期に営業収益2兆6,970億円、営業利益4,100億円を掲げ、11/3期から13/3期の設備投資は1兆4,000億円（うち成長投資5,000億円）の計画である。

【ビジネスモデルの特徴】

「安全」を最重要課題に位置付け、「駅と鉄道ネットワーク」という経営資源を活用してサービスを提供することが経営戦略の基本である。連結営業利益の約7割を占める運輸事業では、首都圏を営業エリアに持つことが強みで、事故・故障・自然災害による輸送障害と運輸収入の減少、損壊施設復旧のための費用負担、安全性確保のための設備投資負担、信用低下、他の交通機関との競合、燃料価格変動などがリスク要因となる。鉄道事業は新幹線、在来線ともに、定期外収入で景気変動の影響を避けられないが、首都圏を中心とする定期収入は比較的安定している。非運輸事業では駅ビルなどの建て替えなどを進めているが、消費動向や不動産市況など景気変動が収益に影響を与える。

【経営指標】

東日本旅客鉄道株式会社
連結決算

決算期	06/3期	07/3期	08/3期	09/3期	10/3期
売上高総利益率(%)	nm	nm	nm	nm	nm
売上高営業利益率(%)	15.3	16.1	16.5	16.0	13.4
ROE(%)	12.4	12.4	12.3	11.3	6.9
ROA(%)	2.3	2.6	2.7	2.7	1.7
正味運転資本比率(%)	-5.5	-4.4	-2.4	-2.0	-2.4
自己資本比率(%)	19.9	21.4	23.0	24.7	25.5
D/Eレシオ(倍)	2.76	2.44	2.25	2.03	1.94
有形固定資産取得額(百万円)	-390,438	-458,096	-488,210	-460,503	-446,232
減価償却費(百万円)	316,038	318,525	335,586	343,101	356,364
営業CF(百万円)	447,722	541,850	475,600	584,359	479,179
投資CF(百万円)	-309,488	-348,799	-400,789	-396,795	-391,682
財務CF(百万円)	-141,599	-172,027	-80,407	-159,237	-115,327
海外売上高比率(%)	nm	nm	nm	nm	nm

(注1) 正味運転資本比率=(売上債権+棚卸資産-仕入債務)/売上高

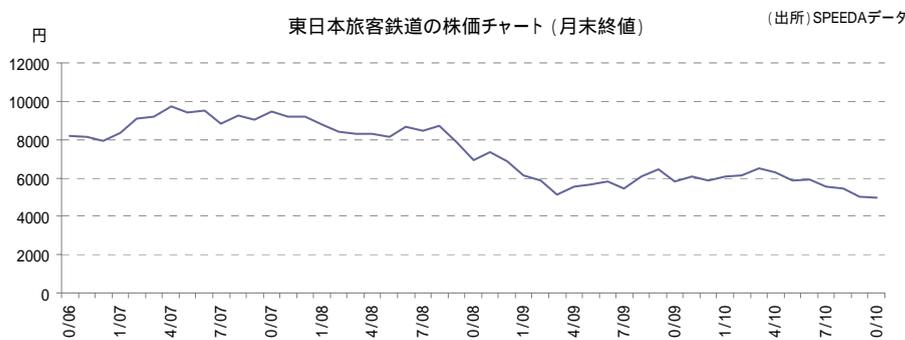
(注2) D/Eレシオ=有利子負債/自己資本

(注3) 経営指標は有価証券報告書の数値をベースに算出しています。なお、直前決算期で有価証券報告書未発行の場合は、便宜的に決算短信の数値を使用しています。このため、有価証券報告書発行後に算出した数値と若干の差異が生じる場合があります

(出所) SPEEDAデータ

本レポートに掲載された情報・意見は株式会社ティー・アイ・ダヴリュが信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【株価チャート/アナリスト・インプレッション®】



アナリスト・インプレッション		
2+		
過去インプレッション	株価(円)	
2010年8月12日	2+	5,530
2010年5月21日	2	6,100
2010年2月23日	2	6,030
2009年11月19日	2+	6,010
2009年8月19日	2	5,540
2009年5月25日	2	5,730

「アナリスト・インプレッション」は、アナリストの取材・調査・分析活動を通じた業界動向や企業業績見通し、財務状況、PER、PBR、配当利回り、マーケット環境などを勘案した上で、株価の方向性（対TOPIX）に対するアナリスト個人の印象（＝インプレッション）を表記しております。

1：Positive（ポジティブ）、2+：Neutral Plus（ややポジティブ）、2：Neutral（どちらとも言えない）、2-：Neutral Minus（ややネガティブ）、3：Negative（ネガティブ）

（注：過去インプレッションに付随して表示している株価は、レポートに掲載された前営業日終値です）

水田雅展（みずた まさのぶ）プロフィール

神戸大学法学部卒。メーカー勤務を経て、1989年から国内系証券経済研究所などで国内株のアナリスト。2004年から現職。20年のアナリスト活動で、ほぼ全セクターのリサーチを経験している。リサーチや銘柄選択の基本としては「業界動向」と「勝ち組」に注目しているが、最近は「企業のDNA」に興味を持っている。

（社）日本証券アナリスト協会検定会員補

アナリストによる宣言

私、水田雅展は本調査レポートに表明された見解が、対象企業と証券に対する私個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また私は過去・現在・未来において、本レポートで特定の推奨を行うことに対して直接または間接に報酬を受けていないことを証明します。

利益相反に関する開示事項

株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（以下、「T.I.W.社」）は、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はT.I.W.社が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。

担当アナリスト並びにT.I.W.社と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

本レポートに掲載された情報・意見は株式会社ティー・アイ・ダヴリュが信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1)本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ(以下、「T.I.W.社」)が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2)本レポートは、「T.I.W.社」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における「T.I.W.社」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3)本レポートは将来の結果をお約束するものではありませんし、レポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであります。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「T.I.W.社」が責任を負うものではありません。

4)本レポートに掲載されている内容の著作権は、原則として「T.I.W.社」に帰属致します。本レポートにおいて提供される情報に関して、「T.I.W.社」の承諾を得ずに当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行う権利を有しません。

株式会社ティー・アイ・ダヴリュ

東京都千代田区神田神保町3-5 BonMarusanビル8階

弊社へのご質問等はホームページ右上の「お問い合わせ」からお願いいたします

URL: <http://tiw.jp>