

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

海運大手 3 社の格付見直し結果

発行体	証券コード	長期発行体格付		見通し
日本郵船株式会社	9101	【据置】	A-	安定的
株式会社商船三井	9104	【据置】	A-	安定的
川崎汽船株式会社	9107	【据置】	BBB-	安定的

発行体	証券コード	国内 CP 格付	
株式会社商船三井	9104	【据置】	J-1
川崎汽船株式会社	9107	【据置】	J-2

（個別債券の格付など詳細については4ページ以降をご参照ください）

■ 格付の視点

- (1) 日本格付研究所（JCR）は海運大手 3 社の格付を見直し、全て据え置きとした。また、格付の見通しについて、3 社とも引き続き安定的とした。
- (2) 業績の回復によって海運大手 3 社の信用力は落ち着いた状況にある。21/3 期の各社の業績は、新型コロナウイルス感染拡大の影響により、20/3 期と比べて悪化することが予想されていた。しかし、コンテナ船の運賃市況が想定以上に上昇し、3 社の定期コンテナ船事業を統合したオーシャン ネットワーク エクスプレス社（ONE）の収支が大幅に改善して、各社の業績を押し上げている。また、最終黒字が続き自己資本が緩やかに回復していることから、財務構成も改善に向かいつつある。今後も事業環境は楽観視できないものの、各社の信用力に対する下方圧力は従前と比べて弱まったと考えられる。
- (3) 海運大手 3 社の業績において、今後も ONE の収支動向が大きな影響を与えると予想される。コンテナ船業界では再編が進み、基幹航路で 3 大アライアンスのシェアが高まった。荷動きの変動に合わせた機動的な船腹調整が奏功し、足元では北米、欧州航路とも運賃市況が 5 年ぶりの高値圏にある。引き続き業界秩序が維持されることにより、事業環境が安定化することが期待される。ただ、コンテナ船の運賃市況は過去にも価格競争によって上下動を繰り返してきた経緯があり、運賃市況の動向を確認していく必要がある。
- (4) 海運大手 3 社の主要荷主である日本の素材メーカーや自動車メーカーの国内生産数量は減少する方向にあり、従前の水準に回復することは見込みにくい。また、エネルギー分野では地球温暖化問題を背景に需要構成が変化していくことが見込まれる。他方、温室効果ガス排出削減に向けて様々な規制が強化される方向にある。海運業界を取り巻く環境は大きく変化していくことが見込まれ、各社の戦略や対応によって中長期的に信用力の差が拡大する可能性がある。
- (5) 各社の設備投資および投融資はおおむねピークアウトしつつあり、22/3 期以降は有利子負債が減少に向かう見通しである。また、21/3 期は 2 期連続で最終黒字となり、自己資本が増加する見込みである。しかし、19/3 期までの数年間で各社とも自己資本が大幅に毀損しており、引き続き財務面で改善余地は残る。もともと業績のボラティリティが大きい業界であることや、船舶の更新投資に加え環境規制対応、成長分野などへの投資が必要であることを勘案すれば、さらなる財務体質の改善が課題である。

■各社の格付事由

日本郵船

【据置】

長期発行体格付	A-
格付の見通し	安定的
債券格付	A-

- (1) 世界有数の船隊規模を持つ総合海運会社。長い業歴を背景に国内外で多数の優良顧客を抱え、安定した事業基盤を有する。多様な船種による海上輸送に加え、陸上輸送や航空輸送にも事業を展開している。19/3 期からスタートした中期経営計画では、ドライバルク船の市況耐性強化や運賃安定型事業の積み上げに注力するとともに、デジタル化やグリーンビジネスの分野で様々な取り組みを進めている。
- (2) 業績は大幅に改善する見込みである。LNG 船などの中長期契約の積み上げや継続的に実施してきた構造改革の効果に加え、コンテナ船や航空運送事業における運賃上昇が増益に寄与している。ただ、これらの運賃上昇には一時的に過熱している側面も想定され、今後の持続性に注意を要する。財務については引き続き自己資本の回復が課題であるが、フリーキャッシュフローの黒字化により 20/3 期以降は有利子負債が減少に転じている。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 21/3 期経常利益は 1,600 億円（前期比 3.6 倍）と大幅な増益が予想されている。ONE の収支改善に伴う持分法投資利益の増加に加え、国際旅客便の大幅減による貨物運賃の高騰が業績を押し上げる見込みである。22/3 期以降は、航空貨物運賃や ONE の収支動向に留意していく必要があるものの、不定期専用船事業の利益回復などにより、業績は底堅く推移すると考えられる。
- (4) 21/3 期第 3 四半期末の自己資本比率は 25.5%と依然として改善余地は大きい。過年度の最終赤字によって毀損した自己資本の回復には時間を要する見込みである。他方、投資のピークアウトに加え、業績の改善や資産流動化により 20/3 期のフリーキャッシュフローは 4 期ぶりに黒字化した。当面はフリーキャッシュフローの確保を優先していく方針であり、財務構成の改善が続くと考えられる。

商船三井

【据置】

長期発行体格付	A-
格付の見通し	安定的
債券格付	A-
国内CP格付	J-1

- (1) 資源エネルギー分野を中心とした多様な船種により世界最大級の船隊規模を有する。国内外に優良顧客を抱えており、事業基盤は強固である。近年は LNG 船の中長期契約を積み上げるとともに、FSRU（浮体式 LNG 貯蔵再ガス化設備）などの海洋事業を拡大している。また、連結子会社のダイビル（当社の議決権所有割合 51.07%）で不動産賃貸業を手掛ける。
- (2) 業績は安定的に推移している。LNG 船などの安定利益の積み上げに加え、過年度に実施した構造改革による固定費の引き下げや市況エクスポージャーの縮減が奏功している。課題であったコンテナ船事業も ONE の収支改善に伴い、業績の下振れリスクが軽減される方向にある。また、財務構成の改善ペースは鈍いものの、投資の抑制により 22/3 期以降は有利子負債の削減が進む見込みである。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 21/3 期経常利益は 950 億円（前期比 72.4%増）と 4 期連続の増益が予想されている。新型コロナウイルス感染拡大の影響によりドライバルク船、自動車船、客船などが減益となるものの、ONE の持分法投資利益が大幅に増加する見通しである。22/3 期以降は、ONE の収支動向に留意していく必要があるものの、自動車船やドライバルク船の輸送数量回復などにより、業績は底堅く推移すると考えられる。

- (4) 21/3 期第 3 四半期末の自己資本比率は 30%未満（劣後ローンの資本性評価後）、DER は 1 倍台後半にとどまっており、依然として改善余地が残る。高水準の投資などを背景に 17/3 期からフリーキャッシュフローの赤字が続いている。しかし、投資キャッシュフローの圧縮によって 22/3 期以降はフリーキャッシュフローを黒字化し、有利子負債を削減させていく計画である。

商船三井

Euromol B.V.

【据置】

MTN プログラム格付 A-

本 MTN プログラムは商船三井と Euromol による共同プログラムである。Euromol は商船三井が間接的に 100% の株式を有するほか、役員を兼任するなどその支配下にあり、実質的に親会社と一体であると考えられる。また、商船三井と Euromol との間で有効な保証契約が締結されており、Euromol が発行する債券の償還能力は商船三井と同等であると評価できる。今般、商船三井の格付を見直し、MTN プログラムの格付にもこの結果を反映させた。

川崎汽船

【据置】

長期発行体格付 B B B-
格付の見通し 安定的
債券格付 B B B-
劣後ローン格付 B B
国内 C P 格付 J-2

- (1) 自動車船およびドライバルク船で優良な顧客基盤を抱え、世界有数の船隊規模を持つ。近年はポートフォリオ戦略の転換を進めており、18/3 期に重量物船事業を売却、19/3 期には主力のコンテナ船事業を他海運大手 2 社と統合した。また、20/3 期にプロダクトタンカー事業から撤退するとともに国内港湾運送事業を再編した。
- (2) 事業ポートフォリオの見直しや船隊規模の適正化が進み、収益力は回復しつつある。ONE の収支改善により 21/3 期は大幅な増益となる見込みである。しかし、その他の事業では利益改善が鈍く、またコンテナ船の備船契約損失引当金が引き続き業績の下押し要因になると見られる。財務面では依然として改善余地が大きく、過年度に毀損した自己資本の回復が課題である。他方、メインバンクとの関係は良好であり、資金面で特段の懸念はない。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 21/3 期経常利益は 500 億円（前期比 6.8 倍）と 2 期連続で改善する見込みである。ドライバルク、エネルギー資源、自動車船などは減益となるものの、ONE の収支改善に伴う持分法投資損益の増加が増益に寄与する見通しである。22/3 期以降は輸送数量回復などにより、自動車船やドライバルク事業の利益が改善すると想定される。
- (4) 21/3 期第 3 四半期末の自己資本比率（劣後ローンの資本性評価後）は 21.7%（20/3 期末 15.5%）と改善したものの、依然として低位にとどまっている。また、20/3 期までの 4 年間はフリーキャッシュフローの赤字が続いてきた。21/3 期以降の 5 年間は総投資額を営業キャッシュフローの範囲内に抑制する方針であり、財務構成は緩やかに改善していくと考えられる。

（担当）千種 裕之・水川 雅義

■格付対象

発行体：日本郵船株式会社

【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	A-	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第23回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2004年6月9日	2024年6月7日	2.36%	A-
第25回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2006年6月22日	2026年6月22日	2.65%	A-
第31回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	250億円	2011年9月9日	2021年9月9日	1.218%	A-
第32回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2011年9月9日	2031年9月9日	2.130%	A-
第35回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2012年6月18日	2022年6月17日	1.177%	A-
第38回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	200億円	2017年5月31日	2022年5月31日	0.390%	A-
第39回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2017年5月31日	2024年5月31日	0.530%	A-
第40回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2018年5月24日	2023年5月24日	0.290%	A-
第41回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	130億円	2019年8月29日	2024年8月29日	0.290%	A-
第42回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	140億円	2019年8月29日	2029年8月29日	0.650%	A-

発行体：株式会社商船三井

【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	A-	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第15回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	200億円	2011年6月21日	2021年6月21日	1.361%	A-
第18回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2012年7月12日	2022年7月12日	1.139%	A-
第19回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	296億円	2014年6月19日	2024年6月19日	0.97%	A-
第20回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2018年8月30日	2023年8月30日	0.420%	A-
第21回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2018年9月10日	2023年9月8日	0.420%	A-
第22回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2019年7月19日	2023年7月19日	0.320%	A-
第23回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2019年7月19日	2025年7月18日	0.490%	A-
第24回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2019年7月29日	2025年7月29日	0.490%	A-

対象	発行限度額	格付
コマーシャルペーパー	1,000億円	J-1

発行体：株式会社商船三井

Euromol B.V.

【据置】

プログラム名	Euro Medium Term Note Programme
発行限度額	10 億米ドル相当額
プログラム設定日	1996 年 11 月 20 日
ステイタス	無担保・非劣後の債務で、他の無担保・非劣後債務と同順位
信用補完等	Euromol B.V. は株式会社商船三井との間で保証契約締結
特約条項	ネガティブ・プレッジ条項、クロス・デフォルト条項
格付	A-

発行体：川崎汽船株式会社

【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	BBB-	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第 13 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	70 億円	2015 年 8 月 31 日	2022 年 8 月 31 日	1.05%	BBB-

対象	借入額	実行日	弁済期日	利率	格付
劣後ローン	450 億円	2019 年 4 月 5 日	2054 年 3 月 31 日	(注 1)	BB
劣後ローン	300 億円	2020 年 9 月 23 日	2057 年 9 月 23 日	(注 2)	BB

(注1) 実行日から 2024 年 3 月の利払日（同日は含まない）までは 3 ヶ月日本円 TIBOR に当初スプレッドを加算した利率、2024 年 3 月の利払日（同日含む）以降は 3 ヶ月日本円 TIBOR に当初スプレッドおよび 1.0% のステップアップ金利を加算した利率

(注2) 実行日から 2027 年 9 月の利払日（同日は含まない）までは 3 ヶ月日本円 TIBOR に当初スプレッドを加算した利率、2027 年 9 月の利払日（同日含む）以降は 3 ヶ月日本円 TIBOR に当初スプレッドおよび 1.0% のステップアップ金利を加算した利率

対象	発行限度額	格付
コマーシャルペーパー	600 億円	J-2

格付提供方針に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2021年2月12日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：殿村 成信
主任格付アナリスト：千種 裕之
3. 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準は、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」(2014年1月6日)として掲載している。
4. 信用格付の付与にかかる方法の概要：
本件信用格付の付与にかかる方法の概要は、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に、「コーポレート等の信用格付方法」(2014年11月7日)、「海運」(2011年12月7日)、「ハイブリッド証券の格付について」(2012年9月10日)として掲載している。
5. 格付関係者：
(発行体・債務者等) 日本郵船株式会社
株式会社商船三井
Euromol B.V.
川崎汽船株式会社
6. 本件信用格付の前提・意義・限界：
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。
なお、本件劣後ローンにつき、約定により許容される利息の支払停止が生じた場合、当該支払停止は「債務不履行」に当たらないが、JCRでは債務不履行の場合と同じ「D」記号を付与することとしている。
本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関してのJCRの現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCRが格付対象の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あるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
7. 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：
・ 格付関係者が提供した監査済財務諸表
・ 格付関係者が提供した業績、経営方針などに関する資料および説明
8. 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：
JCRは、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、独立監査人による監査、発行体もしくは中立的な機関による対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
9. JCRに対して直近1年以内に講じられた監督上の措置：なし

■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。

■用語解説

MTN プログラム格付：プログラム格付はプログラムに対する信用格付です。個別のノートの信用力はプログラム格付と同等と判断されるケースもありますが、クレジット・リンク・ノートやエクステンジャブル・ノートなど、元利支払いが第三者の信用状況に依存するノートなどではプログラム格付と異なると判断されることもあります。JCRでは、発行体から依頼がある場合などを除き、通常、プログラムに基づき発行される個別のノートに対する信用格付は行っていません。

■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。米国証券取引委員会規則17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示はJCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■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