

## 海運大手各社の21/3期決算の注目点

海運大手各社（日本郵船、商船三井、川崎汽船の3社）の21/3期決算および22/3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。

### 1. 業界動向

コンテナ船の好調が続いている。北米航路（往航）のコンテナ荷動き量は、新型コロナウイルス感染拡大の影響により、20年4～6月に前年同月比マイナスとなった。しかし、消費財や医療関連の需要増加などによって7月以降は前年同月比プラスに転じており、21/3期通年では1,962万TEU（前年比13.6%増）と荷動き量が増加した。欧州航路（往航）は20年4月から21年2月のコンテナ荷動き量が1,490万TEUとほぼ前年同期並みとなった。他方、荷動きの減少に合わせて運航隻数を抑制していた中で北米航路の荷動きが増加し、船腹需給がタイト化した。新型コロナウイルス感染拡大に伴う米国の港湾労働者不足や内陸輸送の混雑なども相まって、20年夏頃から運賃市況は急上昇した。また、コンテナや船腹の需給タイト化が北米以外の航路にも波及し、足元ではほぼ全ての航路で運賃市況が高水準で推移している。

ドライバルク船は、20年5月頃まで新型コロナウイルス感染拡大の影響によって中国の粗鋼生産量が伸び悩み、ケープサイズの運賃市況は低位で推移した。しかし、6月以降は中国の経済活動が急回復し、粗鋼生産量および鉄鉱石輸入量も増加した。これに伴ってケープサイズの運賃市況は急騰し、その後も短期的な変動はあったもののおおむね横ばいで推移した。また、船腹需給のタイト化によって21年4月以降はさらに運賃市況が上昇している。もっとも、通年で見ると21/3期のケープサイズの平均運賃は20/3期を下回る水準にとどまった。

タンカーは、20年3～5月の原油価格下落時に将来の価格上昇を見越した洋上貯蔵需要増加によって船腹需給がタイト化し、VLCCの運賃市況が急騰した。その後は原油価格の上昇に伴って洋上貯蔵需要が剥落し、船腹需給が緩和して運賃市況は低下した。海運大手3社のVLCCは中長期契約が主体で運賃市況変動による影響は限定的であったが、中小型の原油タンカーやVLCCの一部では運賃上昇のメリットを享受できた。しかし、主要産油国の減産などによって足元の運賃市況は弱含んでおり、当面は上値が重い状態が続くと見られる。

自動車船は、新型コロナウイルス感染拡大の影響に伴い21/3期第1四半期に輸送台数が激減したが、その後は当初想定された以上のペースで回復し、第3四半期以降は前年同期並みの水準に回復している。しかし、上半期のマイナスが大きく、21/3期通年では3社とも自動車の輸送台数が前年比2割強の減少となった。各社は上半期の需要減少に対し、船舶の処分などによって船隊規模の適正化を進めた。22/3期は輸送台数が回復し、3社とも前年比2割前後の増加を見込んでいる。

### 2. 決算動向

海運大手3社の21/3期経常利益の合計額は4,384億円（前期比4.1倍）と大幅に増加した（図表1）。期初の時点では、新型コロナウイルス感染拡大の影響により、20/3期と比べて業績が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、各社の経常利益を押し上げた。

ONEは、21/3期税引き後利益が3,484百万米ドル（前期比3,380百万米ドル増加）と大幅な増益となった。第1四半期は積高の減少によって税引き後利益が167百万米ドルと低位にとどまったものの、その後は積高

の増加や運賃市況の上昇を背景に、第 2 四半期 515 百万米ドル、第 3 四半期 944 百万米ドル、第 4 四半期 1,858 百万米ドルと同社の税引き後利益は加速度的に増加した。特に北米航路の運賃上昇が顕著であったことから、同航路のシェアが高い ONE に追い風となった。

財務面では、海運大手 3 社合算の 21/3 期末 DER（商船三井および川崎汽船の劣後ローンの資本性を勘案せず）が 1.7 倍（20/3 期末 2.5 倍）と 6 期ぶりに改善した（図表 2）。各社とも有利子負債が減少したことに加え、最終利益の改善により自己資本が増加した。他方、各社とも営業利益ベースでは減益となり EBITDA が減少したことから、21/3 期の 3 社合計の有利子負債/EBITDA 倍率は 8.4 倍と 20/3 期の 8.1 倍からやや悪化した。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

22/3 期経常利益の合計額は 2,850 億円（前期比 35.0%減）と 3 期ぶりの悪化が見込まれている。輸送量の回復や運賃の上昇などにより自動車船およびドライバルク船の業績は改善する見通しであるが、下半期に ONE の利益が低下すると想定されていることが減益予想の主因である。

海運大手 3 社の 22/3 期業績において、ONE の収支動向が引き続き注目点となる。ONE は、現時点で合理的な策定が困難であるとして 22/3 期業績見通しを未定と公表している。一方、3 社はおおむね下半期に向けて高騰しているコンテナ船の運賃市況が沈静化することを各社の業績予想に織り込んでいると見られる。足元では港湾や内陸の混雑、各港における滞船、世界的なコンテナ不足などコンテナ船のサプライチェーンの混乱が続いており、運賃市況はさらに騰勢を強めている。こうした混乱の収束が遅れるようであれば、運賃が高止まりし、22/3 期の 3 社の業績にプラスに働くことも想定される。しかし、足元の運賃市況は過去の実績から見て高い水準にあり、今後の持続性に注意していく必要がある。

不定期船はドライバルク船やタンカー、LNG 船などの中長期契約により、一定の利益を確保できる見通しである。また、ドライバルク船を中心にこれまで各社が取り組んできた構造改革の効果が利益を押し上げると考えられる。各社とも市況エクスポージャーを縮減してきたことから、運賃市況上昇時の増益幅は限定的と見られるが、下振れリスクは従前に比べて抑制されており、不定期船の業績は当面底堅いと考えられる。

ここ数年、有利子負債の高止まりや自己資本の毀損により、海運大手 3 社の財務構成は改善余地が残る水準にあった。しかし、21/3 期は業績の改善によって自己資本が増加するとともに、資産売却などによって有利子負債が減少し、財務構成が改善した。22/3 期も各社で利益の蓄積や有利子負債の削減が進む計画であり、財務構成はさらに改善すると考えられる。業績が好調な局面で財務構成の改善を加速させることができるか注目していく。

（担当）水川 雅義・坪井 悠祐

(図表 1) 海運大手 3 社の業績推移

(単位：億円、%)

		売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	売上高 経常利益率	親会社株主 に帰属する 当期純利益	前期比
日本郵船 (9101)	20/3 期	16,683	▲ 8.8	386	249.1	444	-	2.7	311	-
	21/3 期	16,084	▲ 3.6	715	84.9	2,153	384.1	13.4	1,392	347.3
	22/3 期予	15,000	▲ 6.7	660	▲ 7.7	1,400	▲ 35.0	9.3	1,400	0.6
商船三井 (9104)	20/3 期	11,554	▲ 6.4	237	▲ 37.0	550	42.8	4.8	326	21.4
	21/3 期	9,914	▲ 14.2	▲ 53	-	1,336	142.5	13.5	900	176.0
	22/3 期予	10,600	6.9	280	-	1,000	▲ 25.2	9.4	900	▲ 0.1
川崎汽船 (9107)	20/3 期	7,352	▲ 12.1	68	-	74	-	1.0	52	-
	21/3 期	6,254	▲ 14.9	▲ 212	-	894	1,108.3	14.3	1,086	1,962.9
	22/3 期予	5,700	▲ 8.9	0	-	450	▲ 49.7	7.9	350	▲ 67.8
3 社合計	20/3 期	35,590	▲ 8.7	693	188.0	1,069	-	3.0	690	-
	21/3 期	32,253	▲ 9.4	449	▲ 35.2	4,384	309.8	13.6	3,379	389.7
	22/3 期予	31,300	▲ 3.0	940	109.1	2,850	▲ 35.0	9.1	2,650	▲ 21.6

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

※1 22/3 期予想は各社が公表している予想値を記載。

(図表 2) 海運大手 3 社の財務推移

(単位：億円、倍)

		自己資本	有利子負債	D/E レシオ	EBITDA	有利子負債 /EBITDA	営業キャッシュ フロー	投資キャッシュ フロー
日本郵船 (9101)	19/3 期	4,874	10,526	2.2	1,127	9.3	452	▲ 1,322
	20/3 期	4,626	10,498	2.3	1,541	6.8	1,169	▲ 548
	21/3 期	6,253	9,511	1.5	1,782	5.3	1,593	▲ 168
商船三井 (9104)	19/3 期	5,250	11,058	2.1	1,416	7.7	552	▲ 1,983
	20/3 期	5,133	10,966	2.1	1,256	8.7	1,007	▲ 1,072
	21/3 期	5,777	10,269	1.8	933	11.0	988	▲ 546
川崎汽船 (9107)	19/3 期	1,035	5,502	5.3	195	28.2	▲ 68	▲ 354
	20/3 期	1,010	5,434	5.4	547	9.9	▲ 217	▲ 202
	21/3 期	2,181	5,070	2.3	251	20.2	333	169
3 社合計	19/3 期	11,160	27,087	2.4	2,739	9.9	937	▲ 3,661
	20/3 期	10,770	26,899	2.5	3,346	8.1	1,958	▲ 1,824
	21/3 期	14,213	24,851	1.7	2,967	8.4	2,916	▲ 545

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

※2 商船三井、川崎汽船の自己資本および有利子負債は劣後ローンの資本性評価前

## 【参考】

### 発行体：日本郵船株式会社

長期発行体格付：A- 見通し：安定的

### 発行体：株式会社商船三井

長期発行体格付：A- 見通し：安定的

### 発行体：川崎汽船株式会社

長期発行体格付：BBB- 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、結果的正確性、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が定める 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