

## 海運大手各社の20/3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20/3期決算および21/3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. 業界動向および新型コロナウイルス感染拡大による影響

海運大手各社の20/3期業績は、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（ONE）の収支黒字化を主因に改善した。また、懸案であった船舶用燃料油のSOx（硫黄酸化物）規制強化についてもおおむね円滑に対応できたもようである。一方、21/3期は新型コロナウイルス感染拡大の影響が本格化し、業績を下押しすることが見込まれる。特に、コンテナ船および自動車船事業において需要減少の影響が大きいと考えられる。

コンテナ船の主要航路の一つであるアジアから北米への荷動きは、19年9月まで堅調であった。しかし10月以降、米中貿易摩擦の影響で減速し、20年4月まで7か月連続で前年同月比マイナスとなった。もう一つの主要航路であるアジアから欧州への荷動きについても、20年3月まで5か月連続で前年同月比マイナスとなった。また、新型コロナウイルス感染拡大の影響により、2月以降は両航路ともマイナス幅が拡大している。一方、大手コンテナ船社は荷動きの減少に対して船腹供給量の削減を進め、結果的に運賃市況の下落は抑制されている。

自動車船は米中貿易摩擦に伴う世界経済の減速に加え、航路の合理化や採算性を重視した集荷により、3社とも20/3期の輸送台数が前期比10%前後減少した。21/3期は第1四半期を中心に新型コロナウイルス感染拡大に伴う自動車メーカーの減産による影響が顕在化する見通しであり、各社とも20/3期に比べてさらに輸送台数が減少する見込みである。

ドライバルク船では中国の粗鋼生産量が回復しつつあり、鉄鋼原料の輸送量も増加していくと見られる。しかし、世界経済の減速懸念から中小型船も含めて運賃市況が低迷しており、21/3期業績の下押し要因になる可能性がある。一方、タンカーは原油価格の変動によって運賃市況が乱高下しているが、比較的高い水準を維持しており、利益面でプラスに寄与すると考えられる。

### 2. 決算動向

海運大手3社の20/3期経常利益の合計額は1,069億円（前期124億円の赤字）と2期ぶりに黒字化した（図表1）。ONEの収支改善に加え、19/3期に各社で発生したコンテナ船事業移行に伴う一時的な負担がなくなったことや、エネルギー輸送および自動車船事業における増益が業績改善の要因である。ONEは収支改善に向けた様々な取り組みが奏功し、20/3期税引き後利益が105百万米ドル（前期586百万米ドルの赤字）と大幅に改善した。

また、20/3期親会社株主に帰属する当期純利益の3社合計額は690億円（前期1,288億円の赤字）と5期ぶりに黒字化した。19/3期までの4年間は経常利益の水準が低下したことに加え、各社で固定資産の減損損失や用船解約に係る損失などにより、多額の特別損失を計上してきたことから最終赤字が続いた。20/3期も一部でこうした特別損失が計上されたものの、従来に比べて少額にとどまった。

財務面では、海運大手3社合算の20/3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2.5倍と19/3期末の2.4倍から悪化した（図表2）。各社とも有利子負債はやや減少したものの、

その他の包括利益累計額の悪化により自己資本が減少した。一方、キャッシュフロー創出力の回復により、20/3期の3社合計の有利子負債/EBITDA倍率は8.0倍と19/3期の9.9倍から改善した。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

21/3期の業績は、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見込まれる。川崎汽船は現時点で合理的な将来見積もりが困難なことから21/3期業績予想を公表していないが、日本郵船は21/3期経常利益を0億円(20/3期444億円)、商船三井は同100~400億円の赤字(同550億円の黒字)と予想している。この前提として、日本郵船は第1四半期を底に経済活動の水準はその後緩やかに回復していくことを想定し、商船三井は新型コロナウイルスが半年で収束に向かうケースと1年継続するケースの2つを想定したとしている。

海運大手3社の21/3期業績において、ONEの収支動向が引き続き注目点となる。20/3期は業績を大きく改善させたが、収益性や利益水準で見れば海外の大手コンテナ船社と比べて劣位にとどまっている。また、足元の荷動きは前年実績を大きく下回っており、今後の回復についても楽観はできない。さらに、足元のスポット運賃は下落を抑制できているものの、需要の減少局面で年間契約の運賃を引き上げることは難しいと見られる。さらなるコスト管理の強化や効率性改善に向けた取り組みなどによってONEの収支を維持、改善できるか注視していく。

不定期船では、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と想定される。ただし、輸送数量の減少や為替の変動などによる影響に注意が必要である。自動車船は20/3期に各社とも増益となったが、足元で輸送量が減少しており、21/3期は厳しい事業環境が見込まれる。その他、航空運送や客船などの事業が各社の業績の変動要因になると考えられる。

財務基盤の強化は引き続き海運大手3社の課題である。ここ数年自己資本の毀損が続き、財務体力が低下している。そうした中で業績の下押し圧力が強まっており、さらに財務体力が低下する懸念がある。これまでも各社は劣後ローンの調達や資産売却などによって財務体質の悪化を抑制してきたが、今後業績が悪化する局面で様々な対応によって財務体質の悪化を抑制できるか注目していく。

(担当) 千種 裕之・水川 雅義

(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)	19/3 期	18,293	▲ 16.2	110	▲ 60.2	▲ 20	-	▲ 0.1	▲ 445	-
	20/3 期	16,683	▲ 8.8	386	249.1	444	-	2.7	311	-
	21/3 期予	14,300	▲ 14.3	50	▲ 87.1	0	-	0.0	-	-
商船三井 (9104)	19/3 期	12,340	▲ 25.3	377	66.3	385	22.6	3.1	268	-
	20/3 期	11,554	▲ 6.4	237	▲ 37.0	550	42.8	4.8	326	21.4
	21/3 期予	-	-	-	-	▲ 100~ ▲ 400	-	-	-	-
川崎汽船 (9107)	19/3 期	8,367	▲ 28.0	▲ 247	-	▲ 489	-	▲ 5.8	▲ 1,111	-
	20/3 期	7,352	▲ 12.1	68	-	74	-	1.0	52	-
	21/3 期予	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3 社合計	19/3 期	39,001	▲ 22.0	240	▲ 58.3	▲ 124	-	▲ 0.3	▲ 1,288	-
	20/3 期	35,590	▲ 8.7	693	188.0	1,069	-	3.0	690	-
	21/3 期予	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

※1 21/3 期予想は各社が公表している予想値を記載。日本郵船は親会社株主に帰属する当期純利益のみ未定と公表。商船三井は経常利益のみレンジで公表。川崎汽船は業績予想を公表していない。

(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)	18/3 期	5,518	9,911	1.8	1,261	7.9	890	▲ 1,379
	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
商船三井 (9104)	18/3 期	5,112	11,180	2.2	1,239	8.9	983	▲ 1,008
	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
川崎汽船 (9107)	18/3 期	2,170	5,705	2.6	544	10.5	11	▲ 228
	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
3 社合計	18/3 期	12,801	26,797	2.1	3,045	8.8	1,886	▲ 2,616
	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	8.0	1,958	▲ 1,824

(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なるものを問わず、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、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