

海運大手各社の19/3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19/3期決算および20/3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

足元の海運市況はまだ模様展開となっている。コンテナ船市況については上値が重い。スケールメリットを追求した船腹量1万TEUを超える超大型船へのシフトが継続する中、荷動きが停滞していることが影響しているとみられる。米国経済が依然として底堅く、世界のコンテナ船大手が減便を実施しており、市況が大幅に悪化する可能性は小さいものの、中国経済や米中貿易摩擦問題の動向に留意したい。

ドライバルク市況は低調に推移している。特に鉄鋼原料を輸送するケープサイズバルカーの市況が厳しい。これは、ブラジルでの鉱山用ダムの決壊事故や豪州での大型サイクロン発生などによる。今後は中国の景気対策により、鉄鉱石の輸入量が底堅く推移していく見通しである上、環境規制への対応を背景とした船舶の稼働率低下や解撤の増加などが市況の下支え要因になるとみられるが、市況低迷が長引かないか注意が必要である。

タンカー市況はボトムアウトしたとみられる。18年後半から、米国の対イラン制裁や米国原油増産を背景とした調達地域の広がり、解撤増加などが市況回復を後押ししている。VLCCの新造船の竣工量はしばらく高水準で推移する見通しで、本格的な上昇局面に入る可能性は小さい。ただ、当面は新興国での原油需要の増加が予想される上、環境規制への対応を背景とした船舶の稼働率低下や解撤の増加が見込まれることから、市況が低下する懸念も小さい。

2. 決算動向

海運大手3社の19/3期経常利益の合計額は124億円の赤字（前期614億円の黒字）となった（図表1）。コンテナ船事業統合会社（ONE）の業績悪化が各社共通の利益圧迫要因である。ONEについては立ち上げ時のオペレーションに支障を来し、荷物の積み取りが計画通り進まなかった上、燃料油価格の上昇も重なり、19/3期税引き後利益は586百万米ドルの赤字（期初予想110百万米ドルの黒字）となった。

日本郵船と川崎汽船は経常赤字となった。日本郵船は連結子会社日本貨物航空（NCA）の業績悪化が、川崎汽船ではコンテナ船備船契約損失引当金の計上さらに利益を下押しした。商船三井についてはLNG船などの安定収益源の拡充や中小型ドライバルク船などの市況エクスポージャーの縮小といった施策の成果が発揮されている上、不動産事業の安定利益が寄与した。同社はONEの赤字転落による悪影響を軽減し、経常黒字を確保できた。

親会社株主に帰属する当期純利益の3社合計額は19/3期1,288億円の赤字（前期168億円の赤字）になり、4期連続の赤字計上となった。商船三井が黒字転換する一方、日本郵船と川崎汽船が最終赤字となった。両社とも経常赤字を計上する中、日本郵船ではコンテナ船の備船に関する契約損失の引当や航空機の減損損失の計上、川崎汽船ではコンテナ船の備船解約金の計上により、赤字額が膨らんだ。

財務面では海運大手3社合算の19/3期末DEレシオ（商船三井及び川崎汽船の劣後ローンの資本性を勘案せず）は2.3倍（18/3期末2.0倍）となり、依然として悪化が続いている（図表2）。自己資本は日本郵船と川崎汽船が毀損し、商船三井が小幅ながら増加した。なお、財務内容の厳しい川崎汽船は20/3期に入り、劣後ローン450億円（資本性50%）を調達し、財務基盤を一定程度強化した。

3. 業績予想における格付上の注目点

20/3 期は業績回復が見込まれる。3 社合計の経常利益は 920 億円、親会社株主に帰属する当期純利益は 770 億円の見通しである。経常利益の黒字転換の理由は①海運市況の改善見通し②コンテナ船事業における ONE の黒字化と統合に関する初年度費用の一巡③自動車船や LNG 船事業の改善一などである。ONE は荷物の積み取りの回復や運航費の削減などを背景に、税引き後利益 85 百万米ドルを予想している。なお、19 年 2 月の格付見直し時と比較し、19 年 4 月 26 日に公表された各社の 20/3 期業績計画値はおおむね想定どおりと JCR ではみている。財務面では、20/3 期は利益蓄積による自己資本の改善度合いが依然緩やかと想定され、財務基盤の強化には時間がかかると考えられる。

今後の注目点としてはまず、ONE の利益改善である。ONE の設立はコンテナ船事業の業績変動リスクを軽減することが目的であった。当初予定していたシナジー効果を発現できたとはいえ、19/3 期は厳しい船出となり、期待に反した結果となった。足元では事業開始時の混乱が収束しており、20/3 期に本領を発揮できるか、真価が問われる。採算のよい貨物への入れ替えや効率的な運航ルートへの見直しなどによって、収益体質を強化していくことができるか、注視が必要である。

次に環境規制強化への対応である。IMO（国際海事機関）による SOx（硫黄酸化物）排出規制では 20 年 1 月以降、船舶燃料として C 重油が原則使用できず、硫黄含有分 0.5%以下の低硫黄燃料（LSFO）を使用することとなる。対応策として、①規制に適合した燃料油（適合油）の使用②排ガス浄化装置（スクラバー）の搭載③LNG などの代替燃料を使用した船舶へのシフトなどが挙げられる。主な対策と目される適合油の使用では、C 重油との値差が大きくなる見通しであり、海運会社には大幅なコストアップが見込まれる。最も影響が大きいとみられるコンテナ業界では大手船社が新たな BAF（燃料油調整金）を提示し、荷主に理解を求めている。今のところ、荷主の理解が浸透しつつあり、価格改定の取り組みは順調とみられる。

自動車船事業の改善は引き続き課題である。自動車メーカーの海外生産移管の進展を背景とした日本出しの減少や採算のよい中近東向け輸送の低迷などにより、同事業の収益性が低下している。ただ、3 社は世界有数の自動車船オペレーターであり、連結業績の回復には強みとしている同事業の利益底上げが必要と考えられる。配船効率の向上や運賃の修復などによって、収益性を改善させられるかフォローしていく。

最後に財務基盤の強化である。19/3 期末は DE レシオや自己資本比率が悪化しており、財務体力の低下に依然歯止めがかかっていない。海運会社では競争力の維持向上を目的に多額の船舶投資が必要であることから、有利子負債がかさむ傾向にある。中期的な業績変動リスクも考慮すると、財務基盤の強化にはリスクバッファーとなる自己資本の拡充が不可欠となる。ここ数年間で 3 社とも数千億円単位で自己資本を毀損させた。資本性のある劣後ローンの調達も一部にみられるが、総じて利益蓄積が遅れており、財務基盤の改善余地が依然として大きい。

（担当）水川 雅義・小野 正志

(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)	18/3 期	21,832	13.5	278	-	280	-	1.3	201	-
	19/3 期	18,293	▲ 16.2	110	▲ 60.2	▲ 20	-	▲ 0.1	▲ 445	-
	20/3 期予	17,300	▲ 5.4	380	242.8	370	-	2.1	260	-
商船三井 (9104)	18/3 期	16,523	9.8	226	786.7	314	23.8	1.9	▲ 473	-
	19/3 期	12,340	▲ 25.3	377	66.3	385	22.6	3.1	268	-
	20/3 期予	11,940	▲ 3.2	260	▲ 31.1	500	29.6	4.2	400	48.8
川崎汽船 (9107)	18/3 期	11,620	12.8	72	-	19	-	0.2	103	-
	19/3 期	8,367	▲ 28.0	▲ 247	-	▲ 489	-	▲ 5.8	▲ 1,111	-
	20/3 期予	7,600	▲ 9.2	60	-	50	-	0.7	110	-
3 社合計	18/3 期	49,976	12.1	577	-	614	-	1.2	▲ 168	-
	19/3 期	39,001	▲ 22.0	240	▲ 58.3	▲ 124	-	▲ 0.3	▲ 1,288	-
	20/3 期予	36,840	▲ 5.5	700	190.9	920	-	2.5	770	-

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

(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)	17/3 期	5,224	9,344	1.8	839	11.1	279	▲ 1,446
	18/3 期	5,518	9,713	1.8	1,261	7.7	890	▲ 1,379
	19/3 期	4,874	10,261	2.1	1,127	9.1	452	▲ 1,322
商船三井 (9104)	17/3 期	5,719	11,019	1.9	1,016	10.8	176	▲ 739
	18/3 期	5,112	11,001	2.2	1,239	8.9	983	▲ 1,008
	19/3 期	5,250	10,901	2.1	1,416	7.7	552	▲ 1,983
川崎汽船 (9107)	17/3 期	2,194	5,138	2.3	41	122.8	▲ 439	▲ 248
	18/3 期	2,170	4,735	2.2	544	8.7	11	▲ 228
	19/3 期	1,035	5,021	4.8	195	25.7	▲ 68	▲ 354
3 社合計	17/3 期	13,139	25,501	1.9	1,897	13.4	16	▲ 2,434
	18/3 期	12,801	25,450	2.0	3,045	8.4	1,886	▲ 2,616
	19/3 期	11,160	26,183	2.3	2,739	9.6	937	▲ 3,661

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

【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もを問わず、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