

海運大手各社の18/3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18/3期決算および19/3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

海運市況の回復力は総じて鈍い。荷動きが底堅く推移する中、依然として船腹量の供給過剰が重荷となり、船腹需給が緩いことが主因とみられる。貿易摩擦問題といったかく乱要因も台頭しており、本格的な市況回復にはまだ時間を要すると想定され、厳しい事業環境がしばらく続く見通しである。

コンテナ船市況は上値が重い。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に伴う供給拡大が続いていることが主因である。特に、超大型船の投入が進む欧州航路の運賃が伸び悩んでいる。世界経済の緩やかな回復を受け、荷動きは底堅く推移していくと想定されるものの、運賃については需給緩和を背景に回復力が弱い展開が続くと想定される。

ドライバルク市況については16年を底に回復基調にある。鉄鉱石や原料炭などの底堅い輸送需要に加え、他の船種より船腹量の需給改善が進んでいることが背景として挙げられる。米中の貿易摩擦問題など留意すべき要素はあるものの、引き続き緩やかな市況回復が継続するとみられる。

タンカー市況は低迷が続いている。中国やインドの原油需要は今後も緩やかに増える見込みであるが、18年まで新造船の竣工量が高水準で推移する計画となっており、需給ギャップは依然拡大する方向にある。足元では解撤が進むなど好材料も散見されるが、需給改善効果を楽観できず、当面の市況は弱含みで推移していくと考えられる。

2. 決算動向

海運大手各社の18/3期業績は改善に転じた（図表1）。3社の経常利益合計額は614億円の黒字となり、17/3期259億円の赤字から大幅に改善した。燃料油価格の上昇やコンテナ船事業統合会社（ONE）の準備費用負担などの利益圧迫要因を、市況回復を背景としたコンテナ船、ドライバルク船事業の利益改善で吸収したからである。中でも、川崎汽船は構造改革やコストダウン効果（計449億円）が下支えとなり、17/3期523億円の赤字から18/3期19億円と黒字転換した。

親会社株主に帰属する当期純利益合計額は17/3期3,999億円の赤字から18/3期168億円の赤字と、損失が縮小した。17/3期に赤字を計上した日本郵船と川崎汽船は経常利益の改善に固定資産売却益が加わり、黒字を確保。一方、商船三井についてはONEに対する貸船に関連する損失、代理店の整理損失などの引き当てを中心に事業再編関連損失734億円を計上したことから、2期ぶりに赤字へ転落した。

19/3期業績については、利益水準自体は依然として本格的な回復には至っていないものの、各社とも改善基調を維持できる見込みである。経常利益合計額は850億円と前期比増益が見込まれる（図表1）。燃料油価格の上昇や円高による影響を受けるものの、海運市況の緩やかな上昇、中長期契約に基づくLNG船事業の寄与、ONEのシナジー効果などが下支えすると想定される。なお、自動車船事業は引き続き配船効率の向上に注力していくとはいえ、利益貢献度は依然小さいとみられる。

ONE の 19/3 期親会社株主に帰属する当期純利益は 110 億円と予想されている。運賃は 18/3 期並み、積高は緩やかな伸びを前提としている。また、変動費や一般管理費の削減、配船・運航費効率化など 1,100 億円のシナジー効果額のうち、6 割程度を初年度で計上する計画である。一方、各社とも事業撤退に伴う一過性費用の負担が上期に残るため、コンテナ船事業の利益が本格的に回復してくるのは 20/3 期以降と想定される。なお、19/3 期コンテナ船事業の経常利益予想は日本郵船 15 億円、商船三井 5 億円の黒字に対し、川崎汽船は 48 億円の赤字となっている。

財務面では海運大手各社の 18/3 期末 DE レシオ（3 社平均、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 2.0 倍（17/3 期末 1.9 倍）となり、悪化が続いている（図表 2）。商船三井は 18/3 期の親会社株主に帰属する当期純利益が 473 億円の赤字となり、自己資本が前期比減少した。日本郵船と川崎汽船については利益蓄積の度合いが小さく、DE レシオの改善は限定的であった。

財務構成の各社見通しをみると、19/3 期も利益蓄積による自己資本の改善度合いが緩やかであり、財務基盤の強化には時間がかかると想定される。同期末 DE レシオの予想値は日本郵船で 1.72 倍（18/3 期末 1.78 倍）、商船三井で 2.15 倍（18/3 期末 2.19 倍）にとどまる見通しである。

3. 決算における格付上の注目点

ONE の業績動向に注目している。各社のコンテナ船事業はこれまで赤字に陥ることが多く、長らく各社の経営課題となっていた。今後は設立初年度より 600 億円強のシナジー効果を発現させることで同事業の黒字安定化に向け前進する見通しである。競争力を発揮し、世界的な再編が進んだコンテナ船業界でのプレゼンスを高めるのみならず、計画通りシナジー効果を引き出せるか、フォローしていく。また、ONE 設立に伴い、各社で予算化している一過性費用が計画の範囲内に収まるか注視していく。

ケープサイズをはじめとするドライバルク市況の回復度合いが 19/3 期の業績改善において重要となる。コンテナ船やタンカー市況は需給緩和により大幅な改善が期待しがたい局面にある。他方で、ドライバルク市況は比較的底堅く推移していくとみられる。日本郵船では不定期専用船事業の利益が 19/3 期 330 億円（18/3 期 96 億円）と前期比 234 億円増加する計画にある。

自己資本比率や DE レシオの改善も課題である。DE レシオ（3 社平均、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）では業績悪化以前の 15/3 期末 1.3 倍と比べ、18/3 期末 2.0 倍まで上昇した。財務体力がここ数年間で低下した状況にあり、とりわけ自己資本の拡充が必要である。格付見通しをネガティブとしている日本郵船では利益蓄積の度合い、資産流動化の取り組み、用船の期限前解約の進め方など財務構成の改善進捗を注視し、格付に反映させていく。また、見通しを安定的としている商船三井、川崎汽船はコンテナ船について事業再編関連損失をそれぞれ 18/3 期、17/3 期に計上し、親会社株主に帰属する当期純利益の赤字の主因となった。将来の期間損益の改善につながるとはいえ、財務耐久力の低下を先行させた格好となっている。業績が回復する中で、自己資本の毀損が限定的となる場合は直ちに格付を見直す必要はないと考えられるが、財務耐久力が低下した状況で業績が悪化した場合には格付に下方圧力がかかりやすい。

（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)	17/3 期	19,238	▲ 15.3	▲ 180	-	10	▲ 98.3	0.1	▲ 2,657	-
	18/3 期	21,832	13.5	278	-	280	-	1.3	201	-
	19/3 期予	18,050	▲ 17.3	370	33.0	400	42.8	2.2	290	43.8
商船三井 (9104)	17/3 期	15,043	▲ 12.1	25	10.1	254	▲ 29.9	1.7	52	-
	18/3 期	16,523	9.8	226	786.7	314	23.8	1.9	▲ 473	-
	19/3 期予	11,300	▲ 31.6	230	1.4	400	27.1	3.5	300	-
川崎汽船 (9107)	17/3 期	10,301	▲ 17.2	▲ 460	-	▲ 523	-	▲ 5.1	▲ 1,394	-
	18/3 期	11,620	12.8	72	-	19	-	0.2	103	-
	19/3 期予	7,545	▲ 35.1	50	▲ 30.7	50	154.8	0.7	70	▲ 32.6
3 社合計	17/3 期	44,584	▲ 14.7	▲ 615	-	▲ 259	-	▲ 0.6	▲ 3,999	-
	18/3 期	49,976	12.1	577	-	614	-	1.2	▲ 168	-
	19/3 期予	36,895	▲ 26.2	650	12.6	850	38.3	2.3	660	-

(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)	16/3 期	7,736	9,278	1.2	1,613	5.8	1,428	▲ 468
	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
商船三井 (9104)	16/3 期	5,409	10,219	1.9	1,053	9.7	2,091	▲ 266
	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
川崎汽船 (9107)	16/3 期	3,553	4,808	1.4	622	7.7	396	▲ 295
	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
3 社合計	16/3 期	16,700	24,305	1.5	3,289	7.4	3,916	▲ 1,031
	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

(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：ネガティブ

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

■ このニュースリリースは、FAX 送信用として「格付提供方針に基づくその他開示事項」、「留意事項」、「用語解説」等を省略して構成しています。これらの項目を含む正式なニュースリリースについては、JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) をご覧ください。

■ 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