

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	【変更】	A+ → AA-	ポジティブ → 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】	A-	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-1

（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

- 日本格付研究所（JCR）は海運大手 3 社の長期発行体格付を見直し、日本郵船の格付を 1 ノッチ引き上げ、商船三井と川崎汽船の格付を据え置きとした。また、見通しについてはすべて安定的とした。
- 利益水準は引き続きコロナ禍前を上回って推移する見通しであり、おおむね前回見直し時の JCR の想定に沿った形となっている。好業績をけん引してきたコンテナ船事業の利益が大幅に減少するも、各社の 24/3 期の業績は 22/3 期、23/3 期に比べて大きく落ち込む見込みである。他方、自動車船などのコンテナ船以外の収益力が向上しており、業績を下支えしている。財務面では、各社の中期経営計画ないし経営計画で積極的な投資および株主還元拡大が計画されているが、今後も良好な財務構成を維持可能と考えられる。以上より、商船三井と川崎汽船の格付を据え置いた。また、日本郵船は自己資本の積み上がりが大きいことに加え、有利子負債の増加が抑制されると見込まれることから、1 ノッチ格上げした。
- 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）は 24/3 期に大幅減益となるが、今後も一定の利益を確保できると想定している。経営統合に伴うシナジー効果の発現で収益力が向上しているほか、潤沢な手元資金の運用による利益が業績に寄与している。足元ではコンテナ船各社によるスエズ運河航行回避の動きなどを受けて運賃市況が急騰しており、今後の業績にプラスに働く公算もでてきた。ただ、こうした状況は短期的に収束する可能性があるほか、新造船竣工隻数の増加が続いていることなども踏まえると、コンテナ船の運賃市況については引き続き慎重に見る必要がある。また、近時はコンテナ船社のアライアンスの組み直し起きており、今後の動向や競争環境に与える影響を確認していく。
- コンテナ船以外の事業の業績はおおむね堅調に推移している。特に自動車船は船腹需給ひっ迫を背景に好業績が続いており、全体の業績のけん引役となっている。今後の新造船供給の増加には留意が必要だが、自動車生産の回復見通しなどを踏まえれば、引き続き業績は底堅く推移しよう。LNG 船では中長期契約が着実に積み上がっており、今後も利益貢献が想定される。ドライバルク船では中国景気の先行き不透明感が強く、運賃市況への影響に留意する必要がある。ただ、今後の新造船供給が限定的であるほか、過年度に実施した構造改革により収益体質が強化されていることなどを踏まえれば、ドライバルク船の業績が大きく崩れる懸念は小さいと考えられる。

- (5) 船舶運航時に化石燃料を使用する海運会社にとって、温室効果ガス問題への対応は避けることのできない大きな課題である。3社は50年のカーボンニュートラルに向けて様々な施策を進めており、LNG燃料船への代替やゼロエミッション船の開発を加速していく計画である。一方、こうした次世代燃料船の開発、建造によって中長期的に高水準の投資負担が続く見通しである。また、これらの次世代燃料船は従来の船に比べて船価が高く、運航コストも上昇することが想定される。こうした負担の増加分を適切に運賃に反映していくことができるか注目していく。
- (6) 財務内容は良好であり、好業績を背景に自己資本が大きく積み上がっている。他方、財務構成の改善を受けて各社とも投資や株主還元を積極化させており、有利子負債は増加する方向にある。現状のリスクバッファの規模に照らせば、財務基盤が大きく損なわれる懸念は小さいが、業績のボラティリティが大きい業界ということもあり、今後も財務健全性の確保が重要と考える。また、投資拡大のペースや株主還元の規模などは3社の間で差があり、各社の財務内容への影響度を確認していく必要がある。

■各社の格付事由

日本郵船株式会社

【変更】

長期発行体格付	A+	→	AA-
格付の見通し	ポジティブ	→	安定的
債券格付	A+	→	AA-

- (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。近年はLNG輸送船や低・脱炭素船の積み増しを図るとともに、M&Aによる物流事業の強化なども打ち出している。なお、24年4月に航空輸送事業を手掛ける日本貨物航空の売却を予定している。
- (2) 利益水準は引き続きコロナ禍前を上回って推移するとみられる。コンテナ船市況の高騰が収束するもとで定期船事業の業績が大きく落ち込むものの、自動車事業とエネルギー事業が好調に推移している。また、LNG輸送船などの安定利益の積み上げも進んでおり、業績の下振れリスクは抑制される方向にある。財務面では好業績を背景に自己資本の増加が顕著である。また、キャッシュフローの改善を背景に有利子負債の削減が進み、今後についても有利子負債の増加を抑制していく方針である。以上を踏まえ、格付を1ノッチ引き上げ、見通しを安定的とした。
- (3) 24/3期経常利益は2,450億円（前期比77.9%減）と減益になる見通し。定期船事業を中心としたライナー&ロジスティクス事業の利益減少が主因である。25/3期以降の業績は底堅く推移すると考えられる。自動車事業やエネルギー事業の船腹需給は今後緩和に向かうことも想定され、これらの好業績の持続性に留意する必要がある。ただ、中長期契約の積み上げや、過年度に実施したドライバルク事業における構造改革の効果などもあり、業績が大きく崩れる懸念は小さいと考えられる。
- (4) 24/3期第3四半期末自己資本比率は63.1%と良好な水準にある。他方、財務内容の改善を受けて、投資や株主還元を拡大させており、有利子負債は24/3期に増加に転じる見込みである。もともと、リスクバッファは十分に確保されているほか、一定の財務規律を遵守していく方針が示されており、今後も健全な財務内容が保持されるとみている。

株式会社商船三井

【据置】

長期発行体格付	A+
格付の見通し	安定的
債券格付	A+
債券格付（期限付劣後債）	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、事業基盤が強固である。近年は LNG 船の中長期契約を積み上げるとともに、不動産事業や海洋事業、クルーズ船などの非海運事業を拡大させていく方針である。
- (2) コンテナ船事業の業績が大きく落ち込むものの、自動車船事業とエネルギー事業の好業績もあり、利益水準は引き続きコロナ禍前を上回って推移するとみられる。また、LNG 船などの安定収益型事業における利益の積み上げも進んでおり、業績の下振れリスクは抑制される方向にある。財務面では好業績を背景に自己資本が大きく積み上がっており、今後も良好な財務構成が維持されるとみられる。ただし、事業投資を積極化させており、有利子負債の増加ペースが早い点に留意が必要である。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 24/3 期経常利益は 2,250 億円（前期比 72.3%減）と減益になる見通し。コンテナ船事業の利益減少が主因である。25/3 期以降の業績は底堅く推移すると考えられる。自動車船事業やタンカー事業の船腹需給は今後緩和に向かうことも想定され、これらの好業績の持続性に留意する必要がある。ただ、安定収益源の拡充や過年度に実施したドライバルクを中心とする構造改革の効果もあり、業績が大きく崩れる懸念は小さいと考えられる。
- (4) 24/3 期第 3 四半期末自己資本比率（劣後債の資本性評価後）は 58.7%と良好な水準にある。他方、財務内容の改善を受けて、積極的な投資を進めており、有利子負債の増加が続いている。ただ、リスクバッファは十分に確保されているほか、一定の財務規律を遵守していく方針が示されており、今後も財務健全性は維持できるとみられる。

株式会社商船三井

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、商船三井の格付を据え置きとしたことに伴い、MTN プログラムの格付にもこの結果を反映させた。

川崎汽船株式会社

【据置】

長期発行体格付 A -
格付の見通し 安定的
債券格付 A -
劣後ローン格付 B B B
国内 C P 格付 J - 1

- (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、高コスト船の処分や不採算事業の撤退などに取り組んできた。今後は成長の牽引役を担う鉄鋼原料、自動車船、LNG 輸送船の 3 事業に対して経営資源を集中的に配分する方針である。
- (2) 自動車船事業が好調に推移するも、利益水準は引き続きコロナ禍前を上回って推移するとみられる。コンテナ船事業の業績が大きく落ち込むものの、LNG 輸送船の中長期契約が積み上がっている。また、コンテナ船の傭船契約損失引当金が減少しており、業績の下振れリスクは抑制される方向にある。財務面では好業績を背景に自己資本が大きく積み上がっていることに加え、キャッシュフローの改善を背景に有利子負債の削減も進

んでいる。他方、段階的に株主還元が進められてきており、今後の動向を確認する必要がある。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。

- (3) 24/3期経常利益は1,350億円（前期比80.5%減）と減益になる見通し。コンテナ船事業の利益減少が主因である。25/3期以降の業績は底堅く推移すると考えられる。自動車船事業の船腹需給は今後緩和に向かうことも想定され、同事業における好業績の持続性に留意する必要がある。ただ、中長期契約の積み上げに加え、過年度に実施した事業構造改革や船隊規模適正化などの効果もあり、業績が大きく崩れる懸念は小さいと考えられる。
- (4) 24/3期第3四半期末自己資本比率（劣後ローンの資本性評価後）は74.8%と良好な水準にある。他方、財務内容の改善を受けて、投資を増やしているほか、積極的な株主還元を進めており、有利子負債は中期的に拡大に向かう見通しである。一定の財務健全性は維持されるとみているが、追加の株主還元も積極的に検討するとしており、今後公表予定の最適資本構成の考え方を確認していく。

（担当）水川 雅義・長安 誠也

■格付対象

発行体：日本郵船株式会社

【変更】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AA-	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%	AA-
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%	AA-
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%	AA-
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%	AA-
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%	AA-
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%	AA-
第43回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	100億円	2021年7月29日	2026年7月29日	0.260%	AA-
第44回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	100億円	2021年7月29日	2028年7月28日	0.380%	AA-
第45回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	100億円	2023年7月21日	2028年7月21日	0.439%	AA-
第46回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	100億円	2023年7月21日	2033年7月21日	0.910%	AA-

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+
第25回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	90億円	2023年7月10日	2028年7月10日	0.425%	A+

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第26回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（ブルーボンド）	200億円	2024年1月25日	2029年1月25日	0.639%	A+
第1回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）	500億円	2021年4月27日	2056年4月27日	（注）	A-

（注） 発行日の翌日から2026年4月27日までの利払日においては、年1.60%。2026年4月27日の翌日以降の利払日においては、利率基準日における6ヶ月ユーロ円ライボークに2.60%を加算した値。

対象	発行限度額	格付
コマーシャルペーパー	1,500億円	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
ステータス	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	A-	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第14回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	80億円	2023年9月11日	2028年9月11日	0.729%	A-

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）	BBB
劣後ローン	300億円	2020年9月23日	2057年9月23日	（注2）	BBB

（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-1

格付提供方針等に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2024年2月15日
- 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：水川 雅義
- 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。
- 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」(2024年2月1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。
- 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
- 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もって示すものである。
なお、本件劣後債および劣後ローンにつき、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。
- 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
- 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。
- 格付関係者による関与：
本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。
- 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。

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