

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	【据置】	A-	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】	BBB-	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-2

（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

- (1) 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、全社の格付を据え置きとした。また、見通しについては全て安定的とした。
- (2) 20/3 期の各社業績は改善する見込みである。オーシャンネットワークエクスプレス（ONE）の収支黒字化が大きく寄与する見通しである。また、①バルカーやタンカー市況の上昇②安定した利益を稼ぐ LNG 船事業の拡大③航路再編効果や運賃修復を背景とした自動車船事業の改善などが利益増加を後押しすると想定される。財務体質の悪化にも歯止めがかかり、各社の信用力は一旦落ち着いた状態にあると考えられる。
- (3) 中期的に業績は回復していくと JCR ではみている。過年度の構造改革を経て、事業リスクの抑制が進んでいるうえ、今後も LNG 船事業の拡大が見込まれる。また、ONE については採算のよい貨物への入替や間接費の削減などによって、業績下振れリスクを軽減していくと考えられる。ただ、当面は中国経済の減速に加え、新型コロナウイルス感染拡大などによる荷動き、海運市況への影響に注意が必要である。
- (4) 業界としてみると、船腹量の需給ギャップ解消にはまだ時間がかかると想定される。海運市況全般では上値が重く、下振れリスクを見据えた経営が引き続き求められる。これまでの構造改革により、事業リスクの抑制は進んでいるが、安定した収益力を有する事業の拡大や収益変動リスクの大きい事業の縮小は今後も必要であろう。
- (5) 財務面では業績改善を背景にさらなる悪化リスクは後退したと考えられる。しかし、近年の投資が高水準であったことや利益の蓄積が鈍かったこともあり、回復が遅れている。事業環境悪化時の損失バッファー確保や将来の事業拡大、環境規制対応に向けた投資余力の改善などの観点を踏まえると、財務基盤を回復させていくことが、各社共通の課題となる。特に自己資本の回復が重要で、今後の改善度合いを注視していく。

■各社の格付事由

日本郵船

【据置】

長期発行体格付	A－
格付の見通し	安定的
債券格付	A－

- (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も手掛けている。18年7月には航空運送事業において、連結子会社日本貨物航空（NCA）が不適切な整備作業を実施したことなどから、国土交通大臣より「航空輸送の安全の確保に関する事業改善命令及び業務改善命令」を受けた。その後、健全性が確認された機体から運航を再開し、19年1月には運航機材全てが稼働した。
- (2) 収益力は回復しつつあるものの、業績の回復度合いについてはやや力強さに欠ける。不定期専用船事業の市況エクスポージャー縮小や LNG 船事業の拡大などによって、市況耐性の強い事業ポートフォリオへの転換が着実に進んでおり、海運事業の体質改善はおおむね順調である。しかし、NCA の赤字削減が遅れており、収支構造の改善が課題となっている。財務面では改善余地が残る。業績回復が本格化し、財務基盤の強化が進むには、まだ時間がかかると考えられる。以上より、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 20/3 期経常利益は 400 億円の黒字（前期 20 億円の赤字）と予想されている。航空運送事業が需要低迷を背景に 170 億円の赤字（前期 159 億円の赤字）の見込みであるが、定期船事業が 130 億円の黒字（前期 264 億円の赤字）と改善する見通しである。中期的には LNG 船の増強効果が業績を下支えしていくと見込まれる。ただ、当面は NCA の動向に加え、中国経済の減速や新型コロナウイルス感染拡大などによる業績への影響に注意が必要である。
- (4) 17/3 期以降、2 度の最終損失計上やフリーキャッシュフローの赤字継続を背景に財務諸指標が悪化した。20/3 期第 3 四半期末の自己資本比率は 23.4%である。業績回復や資産売却などによって、財務構成のさらなる悪化には歯止めがかかったとみられるものの、回復の足取りはしばらく鈍いとみられる。リスクバッファとなる自己資本の拡充など財務基盤の強化は引き続き課題である。

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－
国内 C P 格付	J－1

- (1) 油送船や LNG 船など資源エネルギー輸送を中心とした多様な船種により世界最大級の船隊を構築し、国内外で多くの優良顧客をもつ。強みとする LNG 船事業は着実に輸送契約を伸ばし、船隊規模は世界首位。16/3 期と 18/3 期にドライバルク船やコンテナ船事業の構造改革を実施した。また、傘下には不動産賃貸業を営むダイビル（当社の議決権所有割合 51.07%）を有する。
- (2) 事業ポートフォリオの改善の取り組みは順調で、収益体質の強化が進んでいる。安定収益源が拡充される中、収益変動の大きい船種が縮小されており、事業リスクの抑制が進展している。今後の業績も下振れリスクを軽減しつつ、改善基調を維持できる可能性が高い。他方、財務面では過年度の構造改革や LNG 船及び海洋事業での投資拡大により、改善ペースが鈍い。財務基盤の強化は依然課題である。以上を勘案し、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 20/3 期経常利益は 500 億円（前期比 29.6%増）と 3 期連続の増益予想である。これはコンテナ船事業の収支黒字化やエネルギー輸送事業の堅調推移などによる。中期の業績は LNG 船の稼働隻数の増加などによる

安定利益の拡大が寄与し、底堅く推移していく見通しである。ただ、当面は中国経済の減速に加え、新型コロナウイルス感染拡大などによる業績への影響に注意が必要である。

- (4) 19/3 期以降は最終黒字を維持し、20/3 期末自己資本比率は 20% 台後半（劣後ローンの資本性勘案後）を確保する見通しである。LNG 船の増強など高水準の船舶投資を計画しており、当面の有利子負債の返済余力は小さいと考えられる。しかし、中長期的な成長に向けた投資余力の重要性を考慮すると、有利子負債のさらなる削減が課題である。また、リスクバッファーとなる自己資本の回復状況を注視していく。

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、実質的に親会社とは一体と判断される。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。JCR では 20 年 2 月 12 日付で商船三井の格付据え置きを公表した。MTN プログラムの格付にもこれを反映させている。

川崎汽船

【据置】

長期発行体格付 B B B -
格付の見通し 安定的
債券格付 B B B -
劣後ローン格付 B B
国内 C P 格付 J - 2

- (1) 海運大手 3 社の一角。自動車船、ドライバルク船は世界有数の船隊規模をもつ。近年は事業ポートフォリオの構造改革に注力している。18/3 期に重量物船事業を売却。19/3 期には高コストのコンテナ船及びドライバルク船の傭船契約を期限前解約したうえ、20/3 期にはプロダクトタンカー事業から撤退した。
- (2) これまでの構造改革効果を背景に、業績は最悪期を脱し、今後回復に向かう見通しである。ただ、利益水準は依然低く、コンテナ船や自動車船事業を中心に改善余地が大きい。市況影響型事業のさらなる縮小は引き続き重要となる。財務面では体力が低下しており、厳しい水準にある。当社では財務基盤の健全化を経営の優先課題として掲げ、劣後ローンの調達など自己資本の増強に向けた施策に取り組んできた。今後は業績回復などにより、財務基盤は緩やかに改善していく見込みである。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 20/3 期経常利益は 50 億円の黒字（前期 489 億円の赤字）の予想である。これはコンテナ船事業やエネルギー資源事業の改善などによる。特にコンテナ船事業では ONE の収支黒字化に加え、同社設立に伴う一過性費用の一巡などにより、20/3 期経常利益が 120 億円の赤字（同 488 億円の赤字）と良化する見通しである。中期的には過年度の構造改革効果が業績を下支えしていく見通しであるが、当面は中国経済の減速に加え、新型コロナウイルス感染拡大などによる業績への影響に注意が必要である。
- (4) 16/3 期から 19/3 期にかけて累計で約 3,000 億円に及ぶ最終損失を計上した。自己資本比率（劣後ローンの資本性勘案後）は直近ピークの 15/3 期末 37.3% から 19/3 期末 12.5% まで低下した。その後、メインバンク中心に劣後ローンを調達した上、子会社株式の一部譲渡などにより、20/3 期第 3 四半期末の自己資本比率（同）は 18.2% まで回復。引き続き、金融機関の取引方針や財務内容の改善進捗を注視していく。

（担当）水川 雅義・小野 正志

■格付対象

発行体：日本郵船株式会社

【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%	A-
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%	A-
第31回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	250億円	2011年9月9日	2021年9月9日	1.218%	A-
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%	A-
第35回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2012年6月18日	2022年6月17日	1.177%	A-
第37回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	200億円	2013年9月13日	2020年9月11日	0.939%	A-
第38回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	200億円	2017年5月31日	2022年5月31日	0.390%	A-
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%	A-
第40回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2018年5月24日	2023年5月24日	0.290%	A-
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%	A-
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%	A-

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15回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	200億円	2011年6月21日	2021年6月21日	1.361%	A-
第18回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2012年7月12日	2022年7月12日	1.139%	A-
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20回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2018年8月30日	2023年8月30日	0.420%	A-
第21回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2018年9月10日	2023年9月8日	0.420%	A-
第22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	2023年7月19日	0.320%	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-

対象	発行限度額	格付
コマーシャルペーパー	1,000億円	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
ステイタス	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	BBB-	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第 12 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	30 億円	2015 年 8 月 31 日	2020 年 8 月 31 日	0.69%	BBB-
第 13 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	70 億円	2015 年 8 月 31 日	2022 年 8 月 31 日	1.05%	BBB-

対象	借入額	実行日	弁済期日	利率	格付
劣後ローン	300 億円	2015 年 9 月 24 日	2075 年 9 月 20 日	(注 1)	BB
劣後ローン	450 億円	2019 年 4 月 5 日	2054 年 3 月 31 日	(注 2)	BB

(注1) 実行日から 5 年間は利払日（年 2 回）の利息期間に対応したユーロ円 LIBOR に実行時におけるスプレッド（当初スプレッド）を合計した変動利率。実行日から 5 年経過後は利払日（年 2 回）の利息期間に対応したユーロ円 LIBOR に当初スプレッドおよび 1.00% のステップアップ金利を合計した変動利率。

(注2) 実行日から 24 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、24 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

対象	発行限度額	格付
コマーシャルペーパー	600 億円	J-2

格付提供方針に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2020年2月6日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：窪田 幹也
主任格付アナリスト：水川 雅義
3. 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。
4. 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」(2014年11月7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。
5. 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
6. 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等級をもって示すものである。
なお、本件劣後ローンにつき、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。
7. 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
8. 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。
9. 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。

■用語解説

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と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