

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。

## 海運各社の格付見直し結果

発行体	証券コード	長期発行体格付		見直し
日本郵船株式会社	9101	【据置】	A	ネガティブ
株式会社商船三井	9104	【見直し変更】	A-	ネガティブ → 安定的
川崎汽船株式会社	9107	【見直し変更】	BBB	ネガティブ → 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

- 日本格付研究所（JCR）は海運各社の長期発行体格付を見直し、全社の格付を据え置いた。格付の見直しについては、日本郵船をネガティブで継続し、商船三井及び川崎汽船はネガティブから安定的に変更した。
- 海運市況は16年の歴史的低水準から持ち直しつつある。ドライバルク船やコンテナ船などでの構造改革の効果も加わり、18/3期の各社収益は改善に向かう見通しである。19/3期以降も海運市況の緩やかな上昇やオーシャンネットワークエクスプレス（ONE）の段階的なコストダウン効果などを背景に回復していくと想定される。また、財務諸指標も現状程度は維持できる見込みである。収益の下振れリスクや財務基盤のさらなる悪化リスクは後退したと判断し、全社の格付を据え置いた。
- 16年度の格付見直し時と比べ事業環境は改善している。ただ、当面は海運市況の回復力が鈍いと想定され、事業環境の好転に依拠した収益改善を期待できない。悪化した財務基盤の立て直しに必要な収益力やキャッシュフロー創出力を回復させるのに時間がかかる懸念がある。中でも、日本郵船は17/3期に自己資本を大幅に毀損し、財務改善の余地が依然として大きい。商船三井及び川崎汽船の格付の見直しはネガティブから安定的へ変更する一方、日本郵船の見直しはネガティブを継続した。
- 国内大手3社のコンテナ船事業は赤字に陥ることが多く、長らく経営課題となっていた。厳しい業況を鑑み、国内大手3社は定期コンテナ船事業の統合に踏み切り、17年7月にONEを設立。同社は世界5位の船隊規模を保有するとみられる。3社のベストプラクティスをベースに1,100億円のシナジー効果を創出していく計画であり、JCRでは19/3期各社収益の改善に一定程度織り込んでいる。ONEは18年4月に操業開始を予定しており、円滑なオペレーションが進むか注視していく。
- 近時の大幅な最終赤字の計上で自己資本が大きく毀損し、財務面での余力が低下していることは否めない。一方で、中期的には安定収益の積み上げのため、LNG船の増強といった船舶投資が継続する見込みである。今後の資金調達面も踏まえると、財務の健全性確保が欠かせない。収益力やキャッシュフロー創出力を高め、財務基盤を強化していくことが各社共通の課題となる。特に中長期的な収益変動リスクを考慮すると、自己資本の拡充が重要である。

## ■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	ネガティブ
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にも事業を展開している。16年にコンテナ船、ドライバルク船を中心に多額の減損損失を計上するなど構造改革を行った。また、17年7月に商船三井、川崎汽船と共に定期コンテナ船事業を統合した合弁会社オーシャンネットワークエクスプレス（ONE）を設立し、18年4月に操業を開始する予定である。
- (2) 収益は17/3期で底を打った公算が大きい。中期的にはONEの合理化効果の享受や物流事業の強化などを背景に収益回復が続き、財務構成の改善も進むと考えられる。しかし、17/3期に実施した構造改革に伴う自己資本の毀損が著しく、財務基盤の改善余地が依然として大きい。船舶投資や財務改善に必要な収益力やキャッシュフロー創出力を回復させるのに時間がかかる懸念がある。以上より、格付を据え置き、見通しはネガティブを継続した。財務改善の進捗度合いを確認しながら、格付に反映させていく。
- (3) 18/3期は定期船や不定期専用船事業が黒字転換し、経常利益270億円（前期10億円）を見込む。19/3期以降は自動車船事業の回復が鈍いとはいえ、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の段階的なコストダウン効果などを背景に増益基調を維持できると想定される。財務改善を加速させるには収益の拡大が欠かせない。特に、ONEにおける合理化効果を早期に実現させていくこと、郵船ロジスティクスとの連携強化で物流事業の収益力を高めていくことが鍵になると考えられる。
- (4) 17/3期に2,657億円の最終赤字を計上した結果、自己資本は16/3期末7,736億円から5,224億円に減少し、自己資本比率も同じく34.5%から25.6%に低下した。18/3期最終利益は110億円の予想で自己資本の毀損に歯止めがかかり、船舶投資については18/3期でピークアウトする見通しである。ただ、当面は利益蓄積による自己資本の回復やキャッシュフロー創出力の改善による有利子負債の削減は緩やかなレベルにとどまる可能性が高い。

### 商船三井

#### 【見通し変更】

長期発行体格付	A-
格付の見通し	ネガティブ → 安定的

#### 【据置】

債券格付	A-
国内CP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有する。16年にはドライバルク船やコンテナ船の船舶処分を中心とした構造改革を実施した。また、17年7月に日本郵船、川崎汽船と共に定期コンテナ船事業を統合した合弁会社オーシャンネットワークエクスプレス（ONE）を設立し、18年4月に操業を開始する予定である。
- (2) 収益の下振れリスクが後退しつつある。過年度の構造改革効果に加え、中長期契約に基づく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が奏功している。中期的にはONEの合理化効果を享受することで市況変動に対する耐久力が一層強化されると考えられる。財務面では17/3期に調達した資本性の高いハイブリッド・ローン（劣後ローン）の下支えもあり、今後も現状程度は維持可能と想定される。以上を勧告し、格付を据え置き、見通しを安定的とした。

- (3) 18/3 期経常利益は 250 億円とほぼ前期並みを見込む。燃油価格の上昇による影響をコンテナ船事業の赤字減少やドライバルク船事業の持ち直しなどでカバーするとみられる。19/3 期以降は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 の段階的なコストダウン効果などを背景に増益基調を維持できると考えられる。また、収益力のさらなる向上に向けて、浮体式海洋石油・ガス生産貯蔵積出設備などの海洋事業や競争力の高いステンレスタンク船を主力としたケミカル船事業を強化していく方針である。
- (4) 自己資本比率は 16/3 期末 24%を直近ボトムに改善に転じ、18/3 期末で 20%台後半（劣後ローンの資本性勘案後）を確保するとみられる。18/3 期～20/3 期の 3 ヶ年で累計 4,000 億円の船舶投資を実施し、20/3 期にフリーキャッシュフローを黒字化する計画である。フリーキャッシュフローの回復状況やリスクバッファとなる自己資本の拡充など財務体質強化の進捗状況をフォローしていく。

## 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 18 年 2 月 8 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

#### 【見直し変更】

長期発行体格付            B B B  
格付の見直し            ネガティブ    →    安定的

#### 【据置】

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。構造改革に取り組んでおり、15 年、16 年にドライバルク船事業の船隊規模の縮小、17 年 7 月には重量物船事業の売却を実施した。また、17 年 7 月に日本郵船、商船三井と共に定期コンテナ船事業を統合した合弁会社オーシャンネットワークエクスプレス（ONE）を設立し、18 年 4 月に操業を開始する予定である。
- (2) 構造改革の効果や海運市況の持ち直しなどにより、収益は回復に向かっている。ONE の合理化効果を享受することで下振れリスクが抑制され、中期的には収益改善が図られると考えられる。ただ、足元の収益水準は低位にある。また、収益源の一角となる自動車船事業の回復力が弱いことから、今後は核となる収益源の育成や安定収益型事業の拡充が必要である。財務面では、自己資本の毀損などの悪化リスクが当面後退した。以上より、格付を据え置き、見直しを安定的とした。
- (3) 18/3 期経常利益は 30 億円（17/3 期 523 億円の赤字）となる見直しである。収益は 2 期ぶりに黒字転換し、底を打つ公算が大きい。19/3 期は 17/3 期に計上した引当金効果が下支えする中、海運市況の緩やかな上昇や ONE の段階的なコストダウン効果などを背景に増益基調を維持できると想定される。なお、自動車船事業では中近東向けの低迷により、輸送効率の改善には時間がかかると考えられる。
- (4) 17/3 期まで 2 期連続の大幅な最終赤字を計上し、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%から 17/3 期末 22%まで低下した。財務構成はさらなる悪化が回避されるとはいえ、中長

期的な収益変動リスクを考慮すると、自己資本の拡充が課題となる。財務基盤を強化するには収益力やキャッシュフロー創出力の一層の向上が欠かせず、回復の進捗をフォローしていく。

(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	ネガティブ

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29回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	300億円	2009年8月11日	2019年8月9日	1.782%	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34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	2018年6月18日	0.594%	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36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	2018年9月13日	0.572%	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

発行体：株式会社商船三井

### 【見通し変更】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	A-	安定的

### 【据置】

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）	200億円	2009年5月27日	2019年5月27日	1.999%	A-
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-

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

【見直し変更】

対象	格付	見直し
長期発行体格付	BBB	安定的

【据置】

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)	BB+

(注) 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。

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：2018年2月5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