

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- → A	安定的 → ポジティブ
株式会社商船三井	9104	【変更】	A- → A	安定的
川崎汽船株式会社	9107	【変更】	BBB- → BBB	安定的 → ポジティブ

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）は海運大手 3 社の格付を見直し、長期発行体格付をそれぞれ 1 ノッチ格上げした。また、格付の見通しについて、日本郵船と川崎汽船をポジティブ、商船三井を安定的とした。
- 業績の大幅な向上によって財務構成が飛躍的に改善している。3 社は 10/3 期から 19/3 期の 10 年間にそれぞれ数回の最終赤字を計上して自己資本が毀損し、財務構成の改善が課題となっていた。22/3 期はコンテナ船の運賃市況が高水準で推移し、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）の利益が大幅に改善して、各社とも過去最高益を大きく上回る業績となる見通しである。多額の最終利益によって自己資本が増加し、財務体質が良化する見込みであることを踏まえ、3 社の長期格付を引き上げた。また、財務構成の改善度合いが大きい日本郵船および川崎汽船については、見通しをポジティブとした。
- ONE の利益が 3 社の業績に大きな影響を与えている。コンテナ輸送量が増加していることに加え、滞船やコンテナ不足などに伴う供給面での制約により、コンテナ船の運賃市況は過去最高水準に達している。このため、ONE の税引き後利益は大きく伸びており、各社の持分法投資利益が増加して業績の向上に寄与している。足元のコンテナ船の運賃レベルが長期的に持続することは想定しにくいものの、物流機能が正常化して運賃が落ち着く時期を見通すことは難しく、高水準の運賃市況が続けばさらに各社の業績が押し上げられることになる。
- LNG 船の中長期契約が着実に積み上がり、過年度に実施した事業構造改革の効果もあって、コンテナ船以外の事業についても収益力が向上している。21/3 期にコロナ禍の影響を受けたドライバルク船と自動車船は、輸送量の回復や運賃の上昇などにより、22/3 期は利益が改善する見込みである。もっとも、鉄鋼や自動車など主要荷主の国内生産は将来的に伸長を期待できず、LNG 船でも競争が激化する方向にある。事業環境の先行きが楽観できない中で、中長期的に安定的な利益を確保し、業績の下振れリスクを抑制していくことができるか引き続き注目していく。
- 世界的に脱炭素化の動きが強まる中、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は既存の船舶に比べて船価が高く、追加コストを荷主と適切に分担していく必要がある。

- (6) 財務面での懸念は後退している。自己資本の増加に加え、キャッシュフローの改善によって有利子負債も減少しつつある。他方、財務構成の改善を受けて、各社とも投資や株主還元などを含め財務運営方針を変更する可能性がある。もともと業績のボラティリティが大きい業界であり、船舶の更新投資に加え環境規制対応、成長分野などへの投資が必要であることを勘案すれば、今後も一定の財務健全性を維持していくことは重要である。

## ■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-	→	A
格付の見通し	安定的	→	ポジティブ
債券格付	A-	→	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。また、21年2月に「NYK グループ ESG ストーリー」を公表し、ESG 経営を加速化させて中長期的な競争力の強化や事業機会の拡大を目指す方向性を打ち出している。
- (2) 世界的な物流の混乱を背景に、定期船のみならず航空運送および物流事業でも利益が大きく伸びている。ドライバルク事業では、過年度に実施した構造改革の効果に加え、運賃市況上昇によって増益幅が拡大している。LNG 船を中心とした中長期契約の積み上げや自動車輸送事業の好転も増益に寄与している。コンテナ船やドライバルク船の運賃市況の持続性に注意が必要であるものの、当面は従来に比べて高い利益が見込まれる。また、最終利益の改善に伴い自己資本はこれまで毀損した額を上回る増加となっているほか、有利子負債の削減も進みつつある。財務構成は大幅に改善しており、良好な事業環境が続けばさらに改善する可能性もある。以上を踏まえ、1ノッチ格上げし、見通しをポジティブとした。
- (3) 22/3 期経常利益は 7,100 億円（前期比 3.3 倍）と 2 期連続で過去最高益の更新が予想されている。定期船をはじめほぼすべての主要事業で増益となる見込みである。23/3 期以降は、22/3 期に比べて利益水準が低下する可能性が高いものの、運賃安定型事業の積み上げが進んでおり、当面業績が落ち込む懸念は小さい。
- (4) 22/3 期第 2 四半期末自己資本比率は 43.1%（21/3 期末 29.4%）と大幅に改善した。最終利益の拡大によって自己資本の増加が加速している。また、20/3 期以降はフリーキャッシュフローの黒字が続き、有利子負債が減少に転じている。今後、投資や株主還元の拡大が想定されるが、有利子負債の増加を抑制していく方針であり、財務の健全性は維持されると考えられる。

### 株式会社商船三井

#### 【変更】

長期発行体格付	A-	→	A
格付の見通し	安定的		
債券格付	A-	→	A
債券格付（期限付劣後債）	BBB	→	BBB+
劣後ローン格付	BBB	→	BBB+

#### 【据置】

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、FPSO（浮体式海洋石油・ガス生産貯蔵積出設備）や FSRU（浮体式 LNG 貯蔵再ガス化設備）などの海洋事業を拡大している。また、不動産賃貸業を手掛ける連結子会社のダイビル（21年9月末所有割合 51.91%）を完全子会社化する意向である。

- (2) 業績は大幅に改善する見込みである。ONE の収支改善によってコンテナ船事業の利益が拡大している。ドライバルク船は市況エクスポージャー縮減による利益の安定化に加え、運賃市況上昇の効果で増益となっている。LNG 船などの安定利益の積み上げが進み、苦戦していた自動車船も減船や配船合理化などの効果によって利益が改善している。コンテナ船やドライバルク船の運賃市況の持続性に注意が必要であるが、当面は従来に比べて高い利益が見込まれる。また、有利子負債の減少ペースは鈍いものの、自己資本の増加により財務構成が良化している。以上を踏まえ、1ノッチ格上げし、見通しを安定的とした。
- (3) 22/3 期経常利益は 4,800 億円（前期比 3.6 倍）と 14 年ぶりの最高益の更新が予想されている。油送船は運賃市況低迷の影響から減益となるものの、コンテナ船をはじめその他の主要事業は増益が見込まれる。23/3 期以降は、22/3 期に比べて利益水準が低下する可能性が高いものの、コンテナ船以外の事業の収益力が向上しており、当面業績は底堅く推移すると考えられる。
- (4) 22/3 期第 2 四半期末自己資本比率（劣後債および劣後ローン計 1,000 億円の資本性評価後）は 38.2%（21/3 期末 30%強）と改善が進んだ。また、21/3 期に 5 年ぶりにフリーキャッシュフローが黒字化し、有利子負債が減少に転じた。今後、投資や株主還元の拡大が想定されるが、一定の財務規律を維持していくと見られる。

## 株式会社商船三井 Euromol B.V.

### 【変更】

MTN プログラム格付      A- → 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、商船三井の格付を見直したことに伴い、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

### 【変更】

長期発行体格付	BBB-	→	BBB
格付の見通し	安定的	→	ポジティブ
債券格付	BBB-	→	BBB
劣後ローン格付	BB	→	BB+

### 【据置】

国内 CP 格付      J-2

- (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てきており、18/3 期に重量物船事業を売却、19/3 期には主力のコンテナ船事業を他邦船大手 2 社と統合した。また、20/3 期にプロダクトタンカー事業から撤退するとともに国内港湾運送事業を再編、21/3 期に北米西岸ターミナル事業売却、22/3 期には海外オフショア支援船事業から撤退した。
- (2) 課題であった自己資本の回復が急速に進み、過去最高額を更新した。財務諸指標が大幅に改善しており、財務リスクは従来に比べて抑制されている。良好な事業環境が続けばさらに財務面での改善が進む可能性もある。ONE の増益を主因に自動車船やドライバルク船の収支改善も寄与し、利益水準が大幅に向上している。コンテナ船やドライバルク船の運賃市況の持続性に注意が必要であるが、コンテナ船の備船契約損失引当金も減少していく予定であり、当面は従来に比べて高い利益が見込まれる。以上を踏まえ、1ノッチ格上げし、見通しをポジティブとした。

- (3) 22/3 期経常利益は 3,900 億円（前期比 4.4 倍）と過去最高益を更新することが予想されている。コンテナ船をはじめほぼすべての主要事業で増益となる見込みである。23/3 期以降は、22/3 期に比べて利益水準が低下する可能性が高いものの、事業構造改革や船隊規模適正化などの効果によって収益力が向上しており、当面は好業績が続くと考えられる。
- (4) 22/3 期第 2 四半期末自己資本比率（劣後ローンの資本性評価後）は 42.0%（21/3 期末 26.2%）と大幅に改善した。また、21/3 期に 5 年ぶりにフリーキャッシュフローが黒字化し、有利子負債が減少に転じた。今後、投資や株主還元への拡大が想定されるが、高度化してきたリスク・リターン管理に基づいて投資案件を選別していく予定であり、財務規律が維持されると見ている。

（担当）千種 裕之・水川 雅義

## ■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	A	ポジティブ

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 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 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
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%	A
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%	A

発行体：株式会社商船三井

### 【変更】

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 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

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）	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)	BBB+

(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ヵ月ユーロ円ライボースに2.60%を加算した値

対象	借入額	実行日	弁済期日	利率	格付
劣後ローン	500億円	2021年10月7日	2056年10月9日	(注)	BBB+

(注) 実行日から2026年10月7日までは基準金利に当初スプレッドを加算した値  
2026年10月7日以降は基準金利に当初スプレッドおよび1.00%を加算した値

#### 【据置】

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.

#### 【変更】

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

#### 【変更】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	BBB	ポジティブ

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
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	450億円	2019年4月5日	2054年3月31日	(注1)	BB+
劣後ローン	300億円	2020年9月23日	2057年9月23日	(注2)	BB+

(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ヵ月日本円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ヵ月日本円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ヵ月日本円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ヵ月日本円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

#### 【据置】

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：2022年1月13日
2. 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：千種 裕之
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。
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。

**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が定める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