

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-	ネガティブ → 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	【変更】	BBB → 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）は海運大手 3 社の長期発行体格付を見直し、日本郵船と川崎汽船の格付を 1 ノッチ引き下げ、商船三井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。
- 3 社のコンテナ船事業の統合会社オーシャンネットワークエクスプレス（ONE）は 19/3 期業績予想を期初計画から下方修正し、大幅な赤字を計上する見込みである。これによる各社業績への影響は大きく、日本郵船と川崎汽船については 19/3 期に連結経常赤字となる見通しである。業績低迷に加え、財務基盤の改善がさらに遅れないし悪化する可能性が高まったことから、日本郵船と川崎汽船の格付を引き下げた。一方、商船三井は ONE の赤字計上による影響を受けるものの、ドライバルク船やエネルギー輸送事業の利益下支えによって、最終黒字を確保し、財務基盤の悪化を回避できる見込みであることから、格付を据え置いた。
- 20/3 期以降の各社業績は回復に向かう見込みであり、財務基盤がさらに悪化する懸念は小さいことから、格付の見通しを「安定的」とした。業績回復の要因は①海運市況の改善見通し②コンテナ船事業における ONE の赤字縮小と統合に関する初年度費用の一巡③自動車船や LNG 船事業の改善一などである。ただし、各社とも財務体力が低下している中で事業リスクが顕在化し、業績のみならず財務基盤の悪化が想定される場合には、格付に下方圧力がかかりやすい。
- 19 年の海運市況は回復傾向が続く見通しである。世界経済の緩やかな成長を背景とした底堅い荷動きに加え、20 年開始の SOx（硫黄酸化物）規制強化への対応として、スクラバー搭載工事に伴う稼働船舶の減少や老齢船解撤の増加などが見込まれ、船腹需給がやや引き締まると想定される。一方、足元では米中貿易摩擦や英 EU 離脱など経済に悪影響を及ぼしかねない問題を複数抱えている。また、SOx 規制が強化される中、船舶燃料として現在の C 重油から低硫黄燃料（LSFO）へ切り替えることでコストアップが見込まれる。燃料油価格の上昇分を適正に荷主へ転嫁できるスキームを確立させていくことが海運業界の課題となっている。
- ONE の船出は厳しい。3 社は赤字体質にあった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、18 年 4 月にサービスを開始した。コンテナ船市況が回復に向かう中、1,100 億円におよぶシナジー効果創出を計画し、18 年 4 月時点では 19/3 期連結当期純利益 110 百万米ドルを見込んでいた。サービス開始後、シナジー効果は順調に発現しているとみられるが、立ち上げ時のオペレーションに支障を来した。荷物の積み取りが計画通り進まなかった上、燃料油価格の上昇も重なり、18 年 10 月に 19/3 期同損益を 600 百万

米ドルの赤字予想へ変更。その後、19年1月には594百万米ドルの赤字予想に修正された。ONEの立ち上げにより、各社の業績下振れ要因の一つが解消されると期待されたが、解消されるにはもう少し時間がかかる見込みである。20/3期は立ち上げ時のサービス混乱に伴う費用負担の一巡にシナジー効果が加わり、業績が改善に向かうと想定される。採算のよい貨物への入れ替えや効率的な運航ルートへの見直しなどによって、収益体質を強化できるかフォローしていく。

- (6) 3社とも財務体力は低下している。16/3期から今期予想を含めると、最終赤字の計上は日本郵船で2期、商船三井で2期、川崎汽船で3期にわたり、累計額では3社とも2,000億円を上回る見込みである。さらに、将来に向けた事業基盤強化や船隊ポートフォリオの再構築のため、当面はLNG船の増強などの船舶投資が継続する見込みでしばらく財務負担が軽減される可能性は小さい。今後の資金調達を踏まえると財務の健全性確保が欠かせない。特に、中期的な業績変動リスクを考慮すると自己資本の拡充が重要である。収益力やキャッシュフロー創出力を早期に回復させ、財務基盤を強化していくことが引き続き各社共通の課題となる。

■各社の格付事由

日本郵船

【変更】

長期発行体格付	A	→	A-
格付の見通し	ネガティブ	→	安定的
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4月にサービスを開始したONE（当社出資比率38%）は19/3期594百万米ドルの赤字予想で厳しい業況が見込まれる。また、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。
- (2) 不定期専用船事業は高コスト備船の期限前解約などによって、市況耐性の強い利益構造へ改善しつつある。また、LNG船の寄与拡大で運賃安定型事業を積み上げている。しかし、業績は19/3期で底を打つ見込みであるものの、ONEやNCAの利益低迷による影響が大きく、本格的な回復には時間を要すると考えられる。財務面では17/3期に大きく毀損した自己資本の回復が遅れており、今後も緩やかな改善にとどまると想定される。以上より、格付を1ノッチ引き下げ、見通しは安定的とした。
- (3) 19/3期は50億円の経常赤字（前期280億円の黒字）となる見通しである。これは定期船及び航空運送事業の赤字額が大きいこと、自動車船事業における新興国向け輸送の低迷などによる。20/3期以降はドライバルク船事業が底堅く推移する中、定期船や航空運送事業の赤字減少、中長期契約に基づくLNG船の新造船竣工などにより、業績が回復に向かうと考えられる。
- (4) 17/3期にコンテナ船、ドライバルク船を中心とした減損損失などにより、2,657億円の最終赤字を計上した。自己資本比率は17/3期末25.6%（16/3期末34.5%）へ低下したのちも回復が進まず、19/3期第3四半期末25.9%と小幅な改善にとどまっている。20/3期も資産売却を進めるものの、自己資本の回復度合いは緩やかと想定される。中期的な業績変動リスクを考慮すると、自己資本の拡充が継続的な課題である。

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。16/3 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、18 年 4 月にサービスを開始した ONE（当社出資比率 31%）は 19/3 期 594 百万米ドルの赤字予想で厳しい業況が見込まれる。
- (2) 底堅い業績を維持できている。足元では 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の成果が発揮されている。不動産事業の安定利益も寄与しており、ONE の赤字転落に伴う業績の下振れリスクを抑制できている。LNG 船事業の拡大などにより、今後の業績は回復していく公算が大きい。財務面では 18/3 期の最終赤字計上により、自己資本が毀損した。ただ、今後は利益拡大に伴う自己資本の回復が見込まれ、財務諸指標の改善度合いを注視していく。以上を勘案し、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 19/3 期はドライバルク船やエネルギー輸送事業が堅調に推移する一方、コンテナ船事業が落ち込み、経常利益 280 億円（前期比 11.0%減）と減益に転じる見通しである。20/3 期業績は回復していくと想定される。ドライバルク船事業が底堅く推移する中、ONE の赤字縮小や事業移行期費用の一巡などによるコンテナ船事業の改善に加え、LNG 船の新造船が順次竣工していく見込みである。
- (4) 19/3 期末自己資本比率は利益蓄積により、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。19/3 期～21/3 期の 3 ヶ年では LNG 船の増強を筆頭に累計 3,500 億円の船舶投資を実施する計画だが、フリーキャッシュフローは利益拡大により改善していく見通しである。リスクバッファーとなる自己資本の拡充など財務体質の強化は引き続き課題である。

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 19 年 2 月 13 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

【変更】

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

【据置】

国内CP格付 J-2

- 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。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、18年4月にサービスを開始したONE（当社出資比率31%）は19/3期594百万米ドルの赤字予想で厳しい業況が見込まれる。
- ここ数年は業績低迷が続いている。足元ではONEの損失計上が主因であるものの、新たな収益源の育成や安定収益型事業の拡充が遅れていることが業績低迷の根底にあると考えられ、利益構造の改善余地が大きい。財務面では相次ぐ構造改革により体力が低下していることが懸念される。今後は業績および財務基盤のさらなる悪化を回避できる見込みであるものの、業績の黒字安定化と財務体質の強化が喫緊の課題である。以上より、格付を1ノッチ引き下げ、見通しを安定的とした。
- 19/3期経常損益は280億円の赤字（前期19億円の黒字）と予想されている。海運市況が改善に向かい、17/3期に計上した引当金効果が寄与するものの、ONEの赤字転落や自動車船事業の不振といった悪影響が大きいと想定される。20/3期業績は海運市況の緩やかな上昇、ONEや自動車船事業の損益改善などを背景に回復に向かうとみられる。
- 16/3期末以降、今期予想を含め累計で2,000億円を上回る最終赤字を計上し、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19/3期末20%前後まで落ち込む見込みである。設備投資は抑制する方針であるものの、キャッシュフロー創出力が低下しており、有利子負債を削減するだけの原資を確保するには至らないと想定される。中期的な業績変動リスクを踏まえると自己資本の拡充が欠かせない。

（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

【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-

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-
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-

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

【変更】

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)	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。

【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：2019年2月7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なるものを問わず、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