

## 業種別格付方法

### 【海運】

#### 1. 事業基盤

海運業は市況産業であり、運賃、燃料油、為替など様々な市況変動の影響を避けられない。また、一種の装置産業であるため固定費負担が重く、需要低迷時に収益が低下しやすい傾向がある。このため格付にあたっては、これらの事業リスクをどう抑制しているかに注目している。具体的には、事業や船種などのポートフォリオの分散、中長期契約など安定的な収益の積み上げ、コスト競争力などがポイントとなる。

##### (1) 産業の特性

###### 市場概要

世界の海上荷動きは、経済のグローバル化の進展、新興国の経済成長などにより増加基調にある。世界各地を結び大量、同時輸送できるのは船舶だけであり、他の物流手段では代替できないことから、世界的なインフラとしての重要性が高い。わが国においても貿易量の大宗を海運が担っている。

海運は定期船と不定期船に大別される。定期船は特定の航路を定期的に運航し、コンテナ船が大部分を占める。コンテナ船は日用品、食料品、衣料品、建材、自動車部品など多様な貨物を規格化されたコンテナに入れて輸送する。世界各地を結ぶ航路が張り巡らされており、輸送量の多いアジア発北米、欧州向けが二大航路となっている。また、近年は新興国の経済成長に伴い、アジア発南米向けやアジア域内の航路で輸送量が伸びている。

不定期船は特定の貨物を専用船などで個別に運搬し、ドライバルク船、タンカー、自動車船が主要な船種となる。ドライバルク船は船の大きさによって運搬される貨物の種類が異なり、ケープサイズ型は鉄鋼原料、パナマックス型は石炭や穀物、ハンディマックス型およびスモールハンディ型は鋼材や非鉄金属などのマイナーバルクを主要貨物としている。タンカーはVLCCなどの原油タンカー、石油製品を運ぶプロダクトタンカー、化学製品を運ぶケミカルタンカーなどに分けられる。自動車船は乗用車やトラックなどの運搬に特化した船種であり、荷主、船社とも限られたプレーヤーによって構成されている。

運賃は船腹需給によって決まる。需要は、短期的には景気循環などの影響を受けてシクリカルに動き、一時的に大きく変動することもある。一方、新造船は発注から竣工までに3年程度かかる場合が多く、需要が減少した際に新造船の発注を止めてもすぐに船腹供給量を削減できるわけではない。船腹の調整は停船、係船、解撤、減速航行などによって対応することとなるが、市場参加者の思惑なども絡み運賃市況のボラティリティは高い。

また、外航海運の運賃は大半がドル建てであり、収入の8割超がドル建てとなっている。各社は過去の円高局面を経て費用のドル化を進めてきており、現在では費用の7割前後がドル建てとなっているもようであるが、ギャップは依然として残っており、円高が進めば円ベースの

収益が圧迫される構造であることに変わりはない。

#### 競合状況

国内の海運業界は、幾度かの過去の不況期を経て集約が進み、現在では安定した業界構造となっている。多様な船種を抱える総合海運会社として日本郵船、商船三井、川崎汽船の3社が中心となっており、その他の海運会社は特定の船種に特化した事業構成となっている。

他方、海運業界では「海運自由の原則」により世界中の海運会社が競合相手となる。わが国海運会社にとってビジネスチャンスが広がる一方、競合は厳しい。また、海運事業は一般的にサービスの差別化が難しく、需給が緩む場面では運賃が下落しやすい。ただ、タンカーなど一部の船種では安全面に対する規制や荷主の対応が厳格化される方向にあり、将来的に安全運航能力などで海運会社が淘汰される可能性も考えられる。

#### コスト構造

海運会社のコストは、船舶を調達するための費用と船舶を動かすための費用に分類される。前者は新造船や用船、後者は燃料油や船員などが代表的なコストとなる。これらのコストはそれぞれの市況によって変動し、各社の業績に大きな影響を与える。また、船隊を維持・拡大するための固定費負担も大きい。このため、コストの変動リスクに対する抑制策、固定費負担の大きさ、コスト削減の余地などに注目している。

コストの中で、近時は燃料油価格の上昇が顕著となっている。海運会社は荷主との契約において燃料油価格の変動を運賃に反映できる条項を付加することに注力しているが、完全に転嫁できているわけではない。そこで、コンテナ船を中心に船の運航速度を落とすことによって燃料油の使用量をセーブするようになっている。

#### 政策に関するリスク

海運会社は各国の法制度や税制に従って事業を行う一方、ビジネスフィールドは基本的に世界単一市場であることから、競争条件が異なる中で海外の海運会社との競合に晒されることとなる。わが国でも船舶の特別償却制度や日本籍船に対するトン数標準税制などの政策が導入されているが、海外では海運産業振興に向けさらなる優遇策を導入している国があり、わが国海運会社が必ずしも優位な立場にあるとはいえない。

他方、タンカーでシングルハル規制が導入されたほか、温暖化ガスの排出やバラスト水などの環境問題において世界的な規制強化の動きが強まっている。これらは海運会社の負担増につながる可能性があるものの、競争条件としては同じであり、上手く対応すれば競争力を高めることができる可能性もある。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### 市場地位

海運業界は自動車船やLNG船など一部の船種を除いてプレイヤーの数が多く、市況をコント

ロールできるほどのマーケットシェアを握っている企業はない。また、不定期船では顧客との個別の条件によって契約を結ぶケースが多く、一概に規模が大きい企業の方が有利とはいえない。しかし、海運会社の収益の源泉は船舶であり、一定の収益力を確保するためには相応の船隊を抱える必要がある。船隊規模で見れば国内大手 3 社は世界のトップ 5 に入っており、特に不定期船で上位を占める。

#### 顧客基盤

海運業では船種によって運ぶ荷物が異なり、それぞれの業界における有力企業との取引状況に着目している。優良な顧客基盤を有することは収益変動リスクの抑制につながるものと考えられる。わが国海運会社は業歴の長い企業が多く、一定の顧客基盤を有していると見ている。

一方、国内市場が成熟し、需要の拡大を見込みにくい業界もある。このため、各社では国内企業との取引で培ったノウハウを生かし、中国などアジアを中心に海外企業との取引を拡大させている。国内の顧客基盤を維持した上で、海外の顧客層をどこまで広げられるかがポイントである。

#### 安定的な収益の積み上げ

海運会社の収益構造は様々な市況の影響によって変動しやすいことから、業績の下ぶれリスクを抑制するために、市況変動の影響を受けにくい安定的な収益を確保することが有効である。特に、ケープサイズ型ドライバルク船、原油タンカー、LNG 船などの中長期契約による収益の積み上げ状況に注目している。

なお、中長期契約による収益は契約更新や為替動向などによって変動することに注意が必要である。運賃市況の低迷が続けば十分な収益性を確保した中長期契約を積み上げることは難しい。また、中長期契約の中でも契約期間の長短や契約内容などによって収益の安定性は異なる。従って、中長期契約の中身の変化について定期的に確認していく必要がある。

#### 事業ポートフォリオ

海外の海運会社の多くは特定の船種に特化しているのに対し、国内大手 3 社は定期船から不定期船まで多様な船種を抱えている。市況変動の要因は船種ごとに異なるため、多様な船種に事業ポートフォリオを分散させることは収益変動の抑制に有効である。

非海運事業を拡大することも収益変動の抑制に有効である。一例として不動産事業は、海運業に比べて事業規模が小さいものの、安定した収益源となっている。また、その他の事業についても、一定の収益性を確保できれば収益の加算要素となる。さらに、物流など海運業との関連が深い事業については、総合的に顧客ニーズに応えることによってシナジー効果を発揮し、海運業の収益拡大に寄与することも考えられる。

各社の事業ポートフォリオにはそれぞれの会社の経営方針や戦略が反映されている。これらは事業環境の変化に対応して適宜見直しが行われることから、各社の事業ポートフォリオの変化や業績への影響などに留意を要する。

### 船隊のコスト競争力

船舶は新造から20年超使用するのが一般的であり、また用船の中には中長期の契約で調達するものも多い。一方、運賃市況は大きく低下する局面もあるため、採算を維持していくためにはできるだけ船隊のコストを下げることが重要である。従って、船価や用船料の安い船を確保し、船隊のコスト競争力を高めることができるか注目している。

## 2. 財務基盤

### (1) 収益力

事業の維持・拡大の観点から収益力を重視している。ただし、海運会社の収益は景気循環や様々な市況変動などの影響を受けやすいため、一時期の実績のみを捉えるのではなく、一定のサイクルの中で評価を行う。収益水準に顕著な変化が見られる場合、その要因を分析し、景気循環や一時的な要因ではなく、構造的、趨勢的な変化が生じている場合には格付に反映させる。なお、好景気時に高水準の利益を獲得することも重要であるが、それ以上に、景気低迷時にも業績の下ぶれを抑制できるような不況抵抗力の強い収益構造であるかどうかに着目している。

(重視する指標)

- 営業利益
- 経常利益
- EBITDA
- 売上高経常利益率
- ROA

### (2) キャッシュフロー創出力

海運会社では船隊を維持・拡大するために恒常的に資金を調達し、継続的に投資を行っている。これまでの投資が計画どおり成果を生み、創出されたキャッシュフローが適切に外部負債の返済に充当されるかどうか確認する必要がある。船舶は投資の意思決定から竣工までタイムラグがあり、通常は支払いの多くが数年後となるため、過去の投資分についてもカバーできるだけのキャッシュフローを維持していることが重要である。

(重視する指標)

- 営業キャッシュフロー
- フリーキャッシュフロー
- 有利子負債/EBITDA 倍率
- 有利子負債/営業キャッシュフロー倍率

### (3) 安全性

海運会社は収益のボラティリティが高いことから、収益変動のバッファーとして自己資本の充実が重要となる。また、一種の装置産業であることから多額の設備投資によって有利子負債が嵩みや

すく、各社の船隊にはリースや用船などオフバランス取引で調達した船舶も多い。従って、バランスシートに計上された有利子負債だけでなくリース取引を含めた債務や用船契約の状況にも注目している。

(重視する指標)

- 自己資本
- 有利子負債
- 有利子負債 + リース債務
- 自己資本比率
- デット・エクイティ・レシオ

以上

#### 留意事項

本文書に記載された情報には、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、当該情報はJCRの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。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。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。

**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