

業種別格付方法「医薬品」「海運」を改定

株式会社日本格付研究所（JCR）は、このたび業種別格付方法「医薬品」「海運」を改定しましたので、お知らせします。

いずれの業種の改定も、枠組み、考え方および取扱いなどの内容を変更するものではありません。格付方法の背景となる業界特性の説明に最近の動向等を反映させるため、あるいは考え方の説明をより分かりやすくするため、記述を見直したものです。したがって、個別格付への影響もありません。

改定された格付方法は「格付方法 事業法人」(https://www.jcr.co.jp/rinfo/meth_corp/) のページに掲載されます。

(格付企画部)

■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。

■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。

■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

業種別格付方法

【医薬品】

医薬品は、医師の処方に従って病院の薬局や院外の調剤薬局が患者に提供する医療用医薬品と、医師の処方箋がなくても薬局などで自由に購入できる一般用医薬品に大別される。前者には医薬品を開発・製造・販売する製薬企業と、その流通を担当する医薬品卸、患者に直接提供する調剤薬局などが関わっている。ここでは医療用医薬品の製薬企業、医薬品卸、調剤薬局についてまとめている。なお、本文中の医薬品は医療用医薬品のことを意味する。

1. 事業基盤

国内の医薬品の価格（＝薬価）は国により決められる公定価格であり、1年ごとに改定される。このため、医薬品業界は国の財政状況や政策によって大きく影響を受ける。高齢化と医療技術の進歩による医療費の増加を抑えるべく、国は薬剤費の抑制を図っており、医薬品の国内市場の伸びは低位にとどまっている。こうした中であって、製薬企業は中長期的にも成長が見込める海外市場への展開を重視している。これに対し、医薬品卸と調剤薬局は国内中心の業界である。海外企業の国内市場への参入がない代わりに、国内企業の海外進出も一部に限定される。医薬品卸は薬価を維持したい製薬企業と薬価差益をより多く取りたい病院や調剤薬局の間に挟まれマージンが低下しやすい。医薬品卸はマージン縮小をコスト削減で補おうと90年代後半以降、業界再編を本格化させ現在では4グループにほぼ集約化されている。調剤薬局では医薬分業が一巡し市場は成熟している。調剤報酬の見直しで収益環境が厳しくなっている。

(1) 産業の特性

① 市場概要

世界の医薬品市場の規模は200兆円を上回り、拡大傾向にある。日本市場の規模は11兆円程度であり、緩やかに成長している。近年は創薬手法が多様化しており、低分子医薬品や抗体医薬に加え、遺伝子治療や細胞治療などが実用化され、それらの存在感が高まりつつある。日本を含む世界各国でジェネリック医薬品（GE）の普及が進んでおり、独占販売期間が終了した先発薬は基本的にGEに置き換えられることとなる。

② 競合状況

製薬企業と医薬品卸、調剤薬局とでは競合状況が異なる。製薬企業では海外の大手企業が古くから日本市場に進出する一方、国内の大手企業も海外大手より遅れたものの海外へ進出しており、グローバルな競合関係にある。一方、医薬品卸や調剤薬局は国内中心に展開しており海外から国内市場への進出もほとんどなく、競合関係は国内に限定される。

製薬企業では企業間の競合というよりも、同じ適応症の医薬品の中での競合があり、より優れたエビデンスを持つ医薬品の競争力が高くなる。そのため、同じ作用機序を持つ候補化合物の中で、いち早く発売することや、より効果の高い医薬品を発売することが重要となる。GE はエビデンスによる差別化が難しく、先発薬の売上規模が大きいほど、多くの企業から発売されるため、競合は激しくなりやすい。

医薬品卸は集約化された 4 グループ間での競合が存在する。医薬品卸が製薬企業の系列に属していた頃は品揃えに偏りがあったが、業界再編を経た現在では各グループとも製薬企業の製品をほぼフルラインで取り揃えている。品揃えで他社との違いを打ち出せないことから、価格競争に陥りやすい。政府が公表した「流通改善ガイドライン」により適正な価格形成が図られているとはいえ、その動向に留意が必要である。また、近年、製薬企業が取扱卸を限定する製品が増えている。これらは特別な管理が必要な医薬品であり、受託には物流機能や価格管理機能など総合的な能力が問われる。

調剤薬局は大手といえども市場シェアは数%に過ぎず、中堅・中小チェーンや所謂「パパママ薬局」が依然として多数存在する。将来的には、調剤報酬がより厳しくなり、医薬品のバイイングパワーや薬剤師の確保と教育、調剤作業の自動化、在庫管理などの面で優れる大手の優位性がこれまで以上に増し、中堅・中小チェーンなどは大手により集約化されていく可能性が高い。

③ コスト構造

医薬品の開発・製造・販売を手がける製薬企業と、その流通を手がける医薬品卸、調剤薬局とではコスト構造が大きく異なるため、それぞれについて見てみることにする。

製薬企業においても先発医薬品中心の企業と GE 専業企業とではコスト構造が異なる。一般に先発薬は、薬価に対して製造原価が小さく、粗利益を確保しやすい。ただ、先発薬中心の企業では多額の研究開発費が必要となる。新薬の発売までには基礎研究、非臨床試験、臨床試験（フェーズⅠ～Ⅲ）、承認申請、審査、承認と 10 年以上もかかるうえ、候補化合物の大半が安全性、有効性、発売後の経済性などの観点から中止・中断を余儀なくされている。こうした開発を断念した化合物の研究開発費も全て含むと新薬 1 品目当たりの研究開発費は膨大なものとなるため、費用の効率化とともに成功確率を高めることが重要となる。また、自社の新薬パイプラインの強化を目的に外部から候補化合物を導入するケースが多く見られるが、契約一時金と開発段階に応じたマイルストーンを支払うのが一般的である。開発段階が進んだ、すなわち新薬として承認される可能性が高い候補化合物や、上市後の大型化が期待される候補化合物の場合、契約一時金が多額になりやすい。一方、GE は新薬の長年にわたる臨床使用経験を踏まえて開発されることから、GE 専業企業の研究開発費は少ない。ただ、GE の薬価は低く製造原価のウェイトが高くなるため、粗利益を確保しづらい。安定供給などに対する固定費負担も重くなるため、的確なコスト管理が重要となる。

医薬品卸では病院や調剤薬局など医療機関への納入価格と製薬企業からの実質的な仕入価格（リベートなどを含む）との差額から経費を差し引いたものが営業利益となる。医療機関への納入価格は同業間の競争状況により変動する。「流通改善ガイドライン」に基づき、①長期間にわたる未妥結・仮納入（医薬品の緊急性に鑑み価格決定前でも医療機関に納入する取引）、②総価取引（個々の品目ごとに取引価格を決めるのではなく取引全体で一括して価格を決める取引）、③一次売差マイナス（仕入価格より販売価格が低い状態）、などの改善が図られてきており、価格競争はかつてより穏やかである。経費の中では営

業所、物流センターなどの物流経費やMS（医薬品卸販売担当者）など人件費が大きなウエートを占めている。これまでの業界再編を通じて効率化が進められており、経費の削減余地は少なくなっている。

調剤薬局の収入は薬剤料収入と技術料収入から成り、これから医薬品卸からの薬剤仕入額と店舗経費を差し引いたものが店舗ベースの営業利益となる。薬剤の仕入価格はバイイングパワーが発揮できる大手調剤チェーンほど相対的に安くする（薬価差益を拡大させる）ことができる。また、技術料収入の引上げと店舗経費の効率化には、調剤作業を省力化する機器の導入、薬剤師教育体制の強化と質の向上、薬歴管理・在庫管理など各種システムの高度化などが重要となってくる。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

製薬企業では、特定の領域でどの程度強みを持っているか、海外展開がどの程度進んでいるかといったことを重視している。特定領域でのプレゼンスが大きい企業は、その分野の優秀な人材を確保しやすく、また候補化合物の導入や共同開発にも有利に働く。グローバルな販路や開発拠点を持つ企業は、一つの製品から得られる利益の最大化を図りやすい。

医薬品卸は集約化された4グループはほぼフルラインで全国展開するようになったが、リベート・アローアンスの確保や情報提供料収入の拡大などの観点から営業地域ごとに一定の事業基盤を築き相応のシェアを確保していくことが重要である。

調剤薬局では大手チェーンのシェアがまだまだ低いとはいえ、規模が大きく広域（全国）展開しているチェーンほど薬剤の仕入れ交渉や薬剤師の採用で有利である。薬科のある大学は大都市に偏在しているため、地方を地盤としている中小チェーンでは薬剤師の確保が厳しくなっているが、広域展開していれば大都市で採用した薬剤師を地方に派遣することができる。

② 本業の収益力

製薬企業では、良い医薬品を生み出しているか、生み出した医薬品から得る利益を最大化しているか、良い医薬品を多く有しているか、将来の主力になり得る候補化合物を有しているか、といった視点が重要となる。これらの切り口から、既存薬の販売動向、海外展開、新薬開発状況を確認している。既存薬の販売動向では製品ごとの中期的な収益力を分析している。収益源の分散度合いなどにも注目する。海外展開は製品価値の最大化に向けた基盤と捉え、グローバルな販売体制や開発体制、地域別の販売動向などに注目する。研究開発ではPoC（ヒトへの有効性の確認）を得た後期候補化合物の数や業績寄与の期待度、発売までのスケジュールなどを確認する。

医薬品卸では営業基盤としている地域の特性や経営効率化の進捗、リベート・アローアンスの多寡、医療機関に対する交渉力や価格管理能力、情報提供料収入などを総合的にみている。薬価の引き下げやGEの普及で医薬品の単価に下方圧力がかかる一方、医療ニーズの拡大による医薬品の数量増加で管理コストの負担が増している。

調剤薬局では既存店の収益が伸び悩む中、店舗網を拡大させチェーン全体での処方せん応需枚数を増加させていくことが継続的な収益確保には必要である。店舗開発力を判断するにあたり、新規出店候補物件に関する情報収集体制、薬剤師の採用・教育体制、出店基準や投資回収計画を確認する。また、病

院や診療所の近隣に出店する「門前薬局」や、不特定多数の病院や診療所からの処方せんを応需する「面
対応薬局」、16年に規制緩和された病院や診療所の敷地内に出店する「敷地内薬局」など、その店舗フォー
マットにも注目する。店舗の譲受・M&Aにあたっては、買収金額が適正かどうか注意が必要である。

③ 多角化事業の収益力

製薬企業はかつては医療用医薬品以外に一般用医薬品や栄養補給食品、農薬、動物薬、化成品などを
手がける企業も多かった。しかし、事業の選択と集中を進めた結果、先発医薬品に特化した企業とGEも
手がける企業、医療用医薬品以外に一般用医薬品（OTC）も継続している企業などに分けられる。GEや
OTCを兼業している企業については個別事業としての収益力はもちろんのこと、当該企業グループ内
での位置づけ、他の事業とのシナジー効果などにも注目している。

医薬品卸はグループで医薬品製造や調剤薬局、デジタルサービスなどを展開している。業界再編の一
段落や市場の成熟により本業での成長余地が狭まっており、周辺事業での収益確保が重要になる。これ
らは総じて本業の営業基盤を活用したものが多く、シナジーが得やすいものとみている。ただ、調剤薬
局への展開は顧客であるグループ外の調剤薬局チェーンとの関係維持に留意する必要がある。また、医
療機器卸や日用品卸、食品卸など業界をまたいだ経営統合や業務提携の動きについては、本業とのシナ
ジーを慎重に見極める必要がある。

調剤薬局はGE関連や、化粧品などの小売を展開している。GE関連は、製造分野にまで進出している
ケースとGE専門の卸にとどまっているケースでは事業リスクが異なる。ただ、いずれの場合でもGE関
連子会社の主要顧客は自社グループの調剤薬局であり、販売は安定しやすい。化粧品などの小売は品ぞ
ろえなどドラッグストア専業大手との差別化が重要である。

2. 財務基盤

(1) 収益力

製薬企業では研究開発費の変動により営業利益が大きく影響を受けるため、営業利益だけではなく研
究開発費控除前の営業利益もみている。主要製品の収益動向や地域別の収益動向も可能な限り把握す
るよう努めている。医薬品卸ではフィー収入などを把握した上で営業利益をみている。調剤薬局では本
業における調剤報酬の内訳、薬価差益、店舗経費、店舗別の損益などを把握した上で営業利益を見るよ
うにしている。また、3セクターともセグメント別の営業利益で多角化事業の収益力を分析している。

(重視する指標)

- 営業利益、経常利益
- セグメント別営業利益
- ROA

(2) キャッシュフロー創出力

製薬企業では候補化合物の導入、医薬品卸では物流拠点への投資、調剤薬局では自社出店・同業の買
収など通常ベースの投融資を賄っていただくだけのキャッシュフローを確保していることが重要である。ま
た、製薬企業の海外進出に伴う企業買収、医薬品卸や調剤薬局の多角化事業拡大に向けた企業買収など

スポット的に多額な投資を必要とするケースでは、一時的に財務構成を悪化させても、比較的短期間で復元できるだけの十分なキャッシュフロー創出力を有しているかどうかに着目している。

(重視する指標)

- 営業キャッシュフロー
- 投資キャッシュフロー
- 有利子負債/EBITDA 倍率

(3) 安全性

3セクターとも財務が比較的良好な企業が多いが、大型 M&A や新規事業への大型投資を実施した企業の中には財務を過去に比べ相対的に悪化させている企業もある。製薬企業では海外展開や新薬確保に向けた大型 M&A、調剤薬局では業界再編の本格化などでのれんや無形資産が多額となりやすい。それらの減損リスクや自己資本とのバランスにも留意する。

(重視する指標)

- 有利子負債
- 自己資本、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

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

① 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。日本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、新興国の経済成長などに伴い、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、液化天然ガスを運ぶLNG船などに分けられる。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2~3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。また、韓国および中国の造船所が建造能力を拡大し、船腹供給過剰になりやすい需給構造となっている。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割程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利益が圧迫される構造であることに変わりはない。

② 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。日本の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厳しい安全基準が設けられており、参入障壁が比較的高い。また、コンテナ船は業界再編による集約化が進み、過去に比べて過当競争に陥るリスクが抑制されていると考えられる。

③ 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。

特に燃料費はコストに占める割合が大きく、振れ幅も大きい。ただ、海運会社は燃料サーチャージの導入などで時間差を伴いながらも業績に与える影響を軽減している。

④ 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。日本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、日本の海運会社が必ずしも優位な立場にあるとは言いがたい。

他方、世界的に脱炭素化の動きが強まる中で、船舶に関連する環境規制が順次強化されている。海運会社は次世代燃料船の開発、建造によって中長期的に高水準の投資負担が続く見通しである。また、これらの次世代燃料船は従来の船に比べて船価が高く、運航コストも上昇することが想定される。こうした負担の増加分を適切に運賃に反映していく必要がある。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

海運業界は自動車船など一部の船種を除いてプレーヤーの数が多く、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言いがたい。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。国内大手3社は世界有数の船隊規模を有し、特に不定期船で上位を占める。

② 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する。日本の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、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。

③ 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中長期契約などの安定的な収益を確保することが有効である。

中長期契約はケープサイズ型ドライバルク船、原油タンカー、LNG船などの船種が主体となる。国内の粗鋼生産量や原油処理量が減少する一方、LNGの需要は増加傾向にある。しかし、LNG船では市場の拡大に伴って参入業者が増え、競争が激化しているほか、船価が高く、資金面の負担も大きい。そのため、安定した収益をもたらす契約内容となっているか確認する必要がある。

④ 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。

⑤ 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ある。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の確保や、輸送と用船の契約期間のミスマッチを軽減し、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、用船契約を含めた債務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・用船債務
- 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