

## 海運大手各社の26/3期決算の注目点

海運大手各社（日本郵船、商船三井、川崎汽船の3社）の26/3期決算および27/3期業績予想を踏まえ、株式会社日本格付研究所（JCR）の現況に関する認識と注目点を整理した。

### 1. 業界動向

中東情勢の悪化によりホルムズ海峡が事実上封鎖され、航路制約や燃料費上昇などを通じて海運各社に影響が出ている。ホルムズ海峡は世界のエネルギー輸送における要衝であり、特にエネルギー輸送分野への影響が大きくなる可能性がある。また、中東情勢の不安定化が長期化した場合、景気減速を通じて中長期的に荷動きが鈍化し、短期的には影響が限定的と見られるコンテナ船やドライバルク船にも需要面で影響が波及することが懸念される。

コンテナ船の運賃市況は、25年前半に米国の関税政策を見越した前倒し出荷が急増し、一時的に上昇する局面があった。しかし、その後は新造船の竣工が相次いだことや、北米向けの荷動きが鈍化したことから、運賃水準は低下した。足元では、燃料費上昇を受け、主要船社が運賃引き上げに動いており、市況は上昇傾向にある。ただし、荷動きは依然として鈍く、新造船供給が当面高水準で続く見通しであることから、市況回復の持続性に留意する必要がある。

自動車船は、新造船の竣工が増加しているものの、中国からの自動車輸出拡大などを背景に、船腹需給は引き続きひっ迫している。日本からの自動車輸出は、米国の関税政策による影響が懸念されたものの、おおむね底堅く推移した。ただし、今後も高水準の新造船竣工が続く見通しであるほか、中東向け需要の減少や中東航路からの撤退船増加が生じた場合、船腹の余剰感が強まる可能性がある。

タンカーの運賃市況は、ロシア産原油の代替取引拡大による輸送距離の長距離化を背景に、これまで高水準で推移してきた。加えて、足元ではホルムズ海峡封鎖の影響により、VLCCを中心に運賃市況が急騰している。スポット契約や数量輸送契約は運賃上昇の恩恵を受けやすい一方、輸送量減少時の業績振れ幅も大きい点に留意が必要である。なお、ホルムズ海峡は代替ルートの確保が困難である点を踏まえておくべきである。

ドライバルク船では、ケープサイズの運賃市況は今後も底堅く推移すると考えられる。中国景気の先行き不透明感は懸念材料であるものの、新造船供給が引き続き抑制的であることに加え、シマンドゥ鉱山の稼働開始による輸送需要の増加などが市況を下支えすると見られる。一方、中小型船では、石炭輸送の回復により運賃市況は持ち直してきているが、今後の新造船供給の増加により、上値は重い展開となる可能性がある。

### 2. 決算動向

海運大手3社の26/3期経常利益の合計額は4,960億円（前期比59.3%減）となった。コンテナ船運賃の下落が主因であるが、利益水準自体はコロナ禍前と比べて依然高水準である。自動車船が好調さを維持したほか、LNG船事業など比較的安定した収益源が全体業績を下支えした。

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26/3期税引後利益は338百万米ドル（前期比92.0%減）となった。前期の運賃市況高騰の反動に加え、新造船竣工増などによる短期運賃市況の下落が響き、大幅な減益となった。四半期別では第3四半期に88百万米ドルの赤字を計上したものの、第4四半期には運賃水準が一定程度回復し、55百万米ドルの黒字へ転換した。中東情勢悪化によるコスト増の影響は、当期決算においては限定的であった。

財務面では、海運大手3社合計の26/3期末DER（ハイブリッド商品の資本性評価後）が0.5倍（25/3期末0.4倍）であった。自己資本は厚く、総じて健全な財務構成が維持されている。ただし、投資の規模やタイミングには各社で差があり、商船三井はM&Aを含む積極投資を背景に有利子負債が大きく増加した。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

27/3期経常利益の3社合計額は4,300億円（前期比13.3%減）の計画である。ホルムズ海峡の封鎖に伴う燃料費の増加や航路制約が主な下押し要因であり、自動車船への影響が特に大きい。商船三井ではケミカル船への影響も見込まれている。各社はホルムズ海峡の混乱は第2四半期に正常化する一方、紅海の通航制約は通期で続くと想定している。

ONEの26/3期税引後利益は300百万米ドル（前期比11.2%減）を見込み、中東情勢を背景に不透明な状況が続く中でも通期黒字を確保する計画である。中東情勢は夏頃までに正常化することを想定している。上半期はサーチャージ反映の遅れなどで燃料費の増加を吸収できず、税引後損益は50百万米ドルの赤字を想定するが、下半期には収支が改善し、350百万米ドルの黒字に回復する見通しである。

今後の注目点は、中東情勢の悪化が各船種にどのような影響を与えるかである。仮にホルムズ海峡の封鎖が長期化した場合、エネルギー輸送分野を中心に代替輸送の確保がより重要となる。また、情勢悪化が景気減速を招けば、エネルギー以外の船種についても荷動きに大きな影響が及ぶ可能性がある。コンテナ船や自動車船は新造船供給が多く、需給が緩みやすい状況にある点に注意が必要だ。また、燃料費上昇分を運賃に適切に転嫁できるか、バンカー燃料調達の混乱が船腹供給の制約につながらないかも重要なポイントとなる。一方、LNG船などの長期契約については、ホルムズ海峡封鎖による影響は限定的であり、引き続き業績を下支えすると考えられる。

財務面では、投資拡大や株主還元強化により、財務レバレッジは総じて高まる方向にある。各社は一定の財務規律を維持する方針であるが、投資拡大のペースや株主還元の水準には3社間で差があり、それぞれの財務内容に与える影響を確認していく必要がある。特に商船三井については、先行的な投資により有利子負債が大きく増加しており、今後の財務改善の進展を注視する必要がある。

（担当）水川 雅義・長安 誠也

（図表1）海運大手3社の業績推移

（単位：億円、%）

		売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	売上高 経常利益率	親会社株主 に帰属する 当期純利益	前期比
日本郵船 (9101)	25/3期	25,887	8.4	2,108	20.7	4,908	87.8	19.0	4,777	109.0
	26/3期	24,236	▲6.4	1,386	▲34.3	2,111	▲57.0	8.7	2,117	▲55.7
	27/3期予	26,050	7.5	1,450	4.6	1,850	▲12.4	7.1	1,950	▲7.9
商船三井 (9104)	25/3期	17,754	9.1	1,508	46.3	4,197	62.1	23.6	4,254	62.6
	26/3期	18,250	2.8	1,270	▲15.8	1,758	▲58.1	9.6	2,132	▲49.9
	27/3期予	20,400	11.8	1,050	▲17.3	1,450	▲17.5	7.1	1,700	▲20.3
川崎汽船 (9107)	25/3期	10,479	9.4	1,028	22.2	3,080	132.1	29.4	3,053	199.4
	26/3期	10,183	▲2.8	841	▲18.2	1,091	▲64.6	10.7	1,329	▲56.5
	27/3期予	10,200	0.2	830	▲1.4	1,000	▲8.3	9.8	950	▲28.6
3社合計	25/3期	54,121	8.8	4,645	28.3	12,186	86.6	22.5	12,085	104.1
	26/3期	52,671	▲2.7	3,497	▲24.7	4,960	▲59.3	9.4	5,579	▲53.8
	27/3期予	56,650	7.6	3,330	▲4.8	4,300	▲13.3	7.6	4,600	▲17.6

（注） 27/3期予想は各社が公表している予想値を記載

（出所）各社決算資料より JCR 作成

(図表 2) 海運大手 3 社の財務推移

(単位：億円、倍)

		自己資本	有利子負債	D/E レシオ	EBITDA	有利子負債 /EBITDA	営業キャッシュ フロー	投資キャッシュ フロー
日本郵船 (9101)	24/3 期	26,503	9,138	0.3	3,313	2.8	4,014	▲2,856
	25/3 期	29,188	7,384	0.3	3,803	1.9	5,107	▲597
	26/3 期	30,719	12,014	0.4	3,306	3.6	4,733	▲3,712
商船三井 (9104)	24/3 期	23,788	12,797	0.5	2,383	5.4	3,142	▲3,528
	25/3 期	27,114	18,218	0.7	3,001	6.1	3,604	▲4,508
	26/3 期	28,992	24,705	0.9	3,219	7.7	4,509	▲7,215
川崎汽船 (9107)	24/3 期	16,069	2,727	0.2	1,357	2.0	2,024	▲663
	25/3 期	16,634	3,298	0.2	1,600	2.1	2,731	▲1,261
	26/3 期	18,027	2,960	0.2	1,463	2.0	2,647	▲351
3 社合計	24/3 期	66,361	24,662	0.4	7,055	3.5	9,180	▲7,048
	25/3 期	72,937	28,901	0.4	8,405	3.4	11,444	▲6,367
	26/3 期	77,739	39,680	0.5	7,989	5.0	11,890	▲11,279

(注) 商船三井、川崎汽船の自己資本および有利子負債は劣後債および劣後ローンの資本性評価後

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

## 【参考】

発行体：日本郵船株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

発行体：株式会社商船三井

長期発行体格付：A+ 見通し：安定的

発行体：川崎汽船株式会社

長期発行体格付：A 見通し：安定的

他の格付関連レポートや発行体レポートは、RatingEye 会員限定のサービスとなっております。  
RatingEye のご案内・入会につきましては、以下をご覧ください。

<https://www.jcr.co.jp/service/provision/#RatingEye>

## ■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