

海運

公表日：2010年7月28日

R&Iの格付対象は日本郵船、商船三井、川崎汽船の大手3社と、飯野海運である。大手3社はコンテナ船やドライバルク船などあらゆる種類の外航船を満遍なく手掛けている。これに対し、飯野海運はタンカーやケミカル船が主力と、大手に比べ事業展開する船種が限られており、業容も小さい。格付に際しては船種によって異なるリスクや各社の収益構成の違いなどを考慮している。

I. 事業リスクの評価

1. 産業リスクの見方

海運業は様々なリスクにさらされている。為替や燃料価格の変動により、利益が直接影響を受けるといったリスクはもちろんだが、最大のリスクは市況変動が大きいことである。また、根源的なリスクとして、需要と供給のタイムラグが大きいことが指摘できる。船舶の発注から竣工まで2~3年かかることから、需要の増減に対応した供給調整が難しく、これも市況変動が大きくなる一因になっている。中国をはじめとする新興国の経済は成長が続くと見られるものの、それだけで海運業の産業リスクを大きく軽減することはできず、海運業の産業リスクは全産業の中で見て比較的高いと考えている。産業リスクについては具体的に以下のような視点で評価している。

(1) 市場規模、市場成長性、市場のボラティリティー

世界経済のグローバル化による貿易量拡大で、海上荷動きも増加している。商船三井が2010年5月に公表した「MOL Investor Guidebook」によれば、1993年から2009年までの貨物輸送トン数の年平均伸び率はコンテナが8.6%、LNG（液化天然ガス）が7.3%、鉄鉱石が5.7%、石炭が5.0%など、主要な貨物については世界の同期間のGDP伸び率2.8%を上回っている。長期的にも経済成長余地の大きい新興国が牽引する格好で海上荷動きは拡大を続ける可能性がある。

一方、海運市況は大きく変動しやすい。海運会社の価格支配力はほとんどないといえ、また、新造船供給は発注から竣工まで2~3年かかるため、需要が急激に変動しても、供給がすぐに対応できないという構造的な問題を抱えており、これが市況変動幅を大きくする要因になっている。

(2) 業界構造（競争状況）

コンテナ船は新規参入が容易ではない。コンテナのターミナルでの荷揚げや陸上運搬など海上輸送以外の事業も多く投資資金が膨らむうえ、総合的な運営ノウハウが必要なためだ。ただし、既存海運会社間の価格競争は激

しい。運賃は船社と顧客の相対交渉で決まるが、運航スケジュールが決まっているだけに、荷物を積まずに運航するよりも、運賃を安くしてでも積み荷を確保したいというインセンティブが強く働くからだ。

不定期専用船で運搬する荷物はコンテナ船とは異なり、種類が限られるうえ、船舶以外の運搬手段がない。このため、鉄鋼メーカーや自動車メーカーは海運会社と安定した取引関係を結び、運搬手段を確保したいという動機が働き、海運会社と荷主の間で中長期にわたって荷物を運搬する契約を結ぶケースが多い。長期間の取引を前提とするような荷主については、新興の海運会社が参入する余地はほとんどない。

しかし、中長期の荷物運搬契約を結べば安定した利益を確保できる半面、既存の海運会社との競合もあって採算性を高めにくい。そこで、海運会社はスポット契約で運航する船舶を一定割合保有し、市況リスクを負うことで利益水準を高める戦略をとっている。

スポット契約で運航する船舶のうち、特に注意すべきはドライバルク船で、ここ数年、その収支が海運会社の全体の損益に与える影響が大きくなっている。ドライバルク船は、参入が比較的容易であるうえ、中長期契約の運賃もその時のスポット相場を参考に決められるので、スポット相場の動向が海運会社の収益力を大きく左右する要因のひとつになっている。

(3) 顧客の継続性・安定性

顧客の継続性・安定性もコンテナ船、不定期専用船で大きく違う。コンテナ船はほとんどの航路で往路復路の荷動きのバランスが取れていないこともあって、既存海運会社間の顧客争奪戦が激しく、顧客の継続性・安定性に欠ける。一方、不定期専用船の場合、荷主は信頼関係を重視して同じ海運会社との取引を続ける傾向があり、実績の豊富な海運会社ほど不定期専用船の顧客基盤の安定性は高い。

(4) 設備・在庫投資サイクル

船舶は20年以上使用でき、技術革新の余地も大きくないことから陳腐化リスクは小さい。船隊は自社で保有する船のほか、船主から借りる用船も含めて整備する。

船舶の建造に当たっては、あらかじめ積み荷を確保してから発注するケースもあれば、将来の需要増を見越して造船コストの安いうちに発注するケースもある。前者のリスクは小さいものの、船社間で激しい競争となることもあり、高採算は見込みにくい。一方、後者の場合、新造船の竣工に2~3年かかることから、竣工時に思惑通り市況が高騰していれば高採算を期待できる。逆に竣工時に市況が低迷していれば、利益水準を高めることができず、投資回収にも時間がかかることになる。

(5) 保護、規制・公共性

船舶の航行の自由、海運取引に対する政府の干渉からの自由といった「海運自由の原則」が国際慣行として定

着しており、信用力評価上、特に考慮すべき国の保護や規制はない。

(6) コスト構造

海運業は船舶本体の資本費（減価償却費や金利など）と船員費、用船料といった船舶経費が比較的大きく、コスト構造は柔軟性が乏しい。ドル建て収入の比率が高く、収入は為替変動によって大きく振れることが避けられないほか、燃料価格変動の影響も大きい。

2. 個別企業リスクの見方

産業リスクが対象企業の属する業界の標準的なリスクを示すのに対し、以下のような個別企業リスクにより各社の事業リスクは相違する。

(1) 海運事業の収益分散、船種の競争力

海運事業において船種による収益分散が効いていれば、特定船種の市況が悪化した場合でも他の船種で補い、利益の変動を抑制できる。採算が不安定なコンテナ船よりも、特定の顧客と長期間積荷保証契約を結び、その顧客専用の船を運航する「専用船」や、運搬する荷物の数量と運賃を顧客と契約し、運搬する船は海運会社が自由に選択できる「COA（数量輸送契約）」などにより利益を確保しやすい不定期専用船の割合が高い海運会社のほうが、収益力の安定性が高くなる傾向がある。不定期専用船についてはドライバルク船、自動車船、オイルタンカー、LNG船などの分散状況もポイントとなる。

また、船隊のコスト競争力といった点からは、船舶投資や用船手配のタイミングも重要である。船隊整備は、海運需要、市況についての各社独自の見通しに基づいて実施されるが、需要拡大余地の大きい船種を他社よりも早い時期から発注、竣工時に市況高騰の波に乗れば、競争力が強まる。

(2) 顧客基盤

鉄鋼、自動車、電力、石油化学など主要業種の有力企業が不定期専用船部門の顧客になっている国内海運会社の場合、同部門の顧客基盤の分散や厚みが収益力を見る上で重要な要素になっている。なお、コンテナ船を中心とした定期船部門は価格競争による顧客争奪戦が激しく、顧客基盤は不定期専用船ほどには安定していないが、多くの顧客と取引実績があれば、荷物を集めやすくなると考えられる。

(3) 収支変動リスク軽減への取り組み

海運事業は収支変動が大きく、これを軽減することが信用力評価のポイントのひとつである。コスト削減の取り組み状況はもちろんのこと、利益水準を高めつつ、その安定性を強固にするという目的を達成するために、船

隊整備方針やスポット契約船舶比率の考え方、それらが収益力・キャッシュフロー創出力、財務体力などからみて無理がないか、といった観点から評価する。

(4) 海運業以外の事業の状況

市況変動の影響が大きい海運事業のリスクを軽減するには、海運業以外の事業を育成するという戦略をとる海運会社もある。大手海運の中では日本郵船が陸上運送や航空貨物も手がけるなど、事業の多角化に積極的に取り組んでいる。また、歴史の古い海運会社は簿価の低い土地を保有し、オフィスビルを建設して賃貸しているケースもある。日本郵船や商船三井は子会社に不動産賃貸会社を抱えるほか、飯野海運は不動産賃貸事業が海運事業の収支変動をある程度軽減する役割を担っている。

II. 財務リスクの評価

投資規模、収支変動が大きい海運事業においては、投資余力、財務基盤の重要性が高いといえる。このため、キャッシュフローや自己資本の規模、自己資本比率やネット D/E レシオを重視している。

また、海運会社は船隊規模を効率良く拡充する必要もあって、船主から船舶を借り受けて運航しているケースが少なくない。船主の経営が厳しくなった場合などに、貨物を運搬する責任上、用船している船舶を買い取る可能性もあると考えている。

このため、海運会社の財務指標を把握するに当たっては、資産、負債、キャッシュフローなどについて、用船などを全てオンバランスしたと仮定した数値も算出している。全てオンバランスするのは、保守的に評価することに加え、各社の財務指標を比較しやすくするためである。

(1) 規模・投資余力：EBITDA（利子・税金支払い前、償却前利益）、自己資本の規模

技術革新などで付加価値を高め収益力を向上させることができる製造業とは違い、海運事業の収益基盤強化は船隊整備に大きく依存している。投資余力がどの程度あるかが、将来の競争力を分ける要因となるが、投資余力を見るうえでは、EBITDA と自己資本の水準を重視している。また、収支変動の大きい海運事業は損益が赤字に陥ることもまれではない。業績悪化局面でのリスクバッファーを見るという意味においても自己資本の規模は重要である。

(2) 財務構成：自己資本比率（%）、ネット D/E レシオ（純有利子負債の自己資本に対する倍率）、 用船契約考慮後の自己資本比率（%）、用船契約考慮後のネット D/E レシオ

自己資本の規模が大きくても、有利子負債が多く、財務構成が悪い場合は、投資余力が限られ、不況に対する抵抗力も小さくなる。自己資本の規模も考慮しなければならないのは言うまでもないが、海運事業の産業リスク

の大きさを考慮すれば、自己資本比率でみて、AA 格で 50%以上、A 格で 40%以上、BBB 格で 30%以上は必要と考えている。

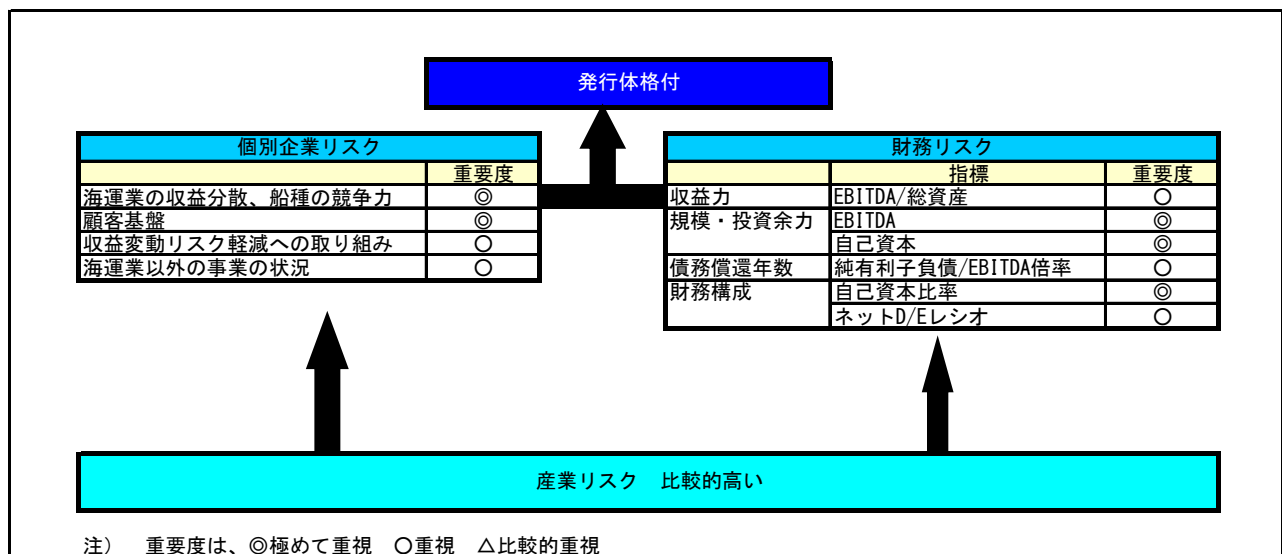
(3) 債務償還年数：純有利子負債/EBITDA 倍率、用船契約考慮後の純有利子負債/EBITDA 倍率

設備投資が大きく、有利子負債の依存度が高い海運会社にとって、有利子負債とキャッシュフローのバランスは重要な指標のひとつである。また、投資余力を見る上でも、EBITDA の額とともに、純有利子負債/EBITDA 倍率がどの程度にあり、投資によって、この指標が先行き大きく悪化しないかなどを把握しておく必要がある。

(4) 収益力：EBITDA/総資産平均 (%)

船舶の投資回収という観点も踏まえ、EBITDA/総資産がどの程度になっているかを収益力の判断材料としている。産業リスクの大きさを考慮すれば、かなり高い水準を確保することが求められるが、同指標が 15%を超えるようだと、かなり収益力は高いといえる。もっとも、海運市況の高騰局面では、15%よりもさらに高くなる傾向にある。規模が小さく、ある分野に特化している海運会社の場合はなおさらだ。一定期間の平均的な水準を把握するように努めるほか、同業他社比較が欠かせない。

III. 海運業界の格付



R&I が格付対象の評価に用いる格付方法及びモデル等（以下「格付方法等」と総称します）は、R&I が独自の分析、研究等に基づいて作成した R&I の意見の表明にすぎず、R&I は、格付方法等の正確性、適時性、網羅性、完全性、商品性、及び特定目的への適合性その他一切の事項について、明示・黙示を問わず、何ら表明又は保証をするものではありません。また、R&I は、格付方法等の開示によって、いかなる者の投資判断や財務等に関する助言を行い、又は投資の是非等の推奨をするものではありません。R&I は、格付方法等の内容、使用等に関して使用者その他の第三者に発生する損害等につき、請求原因の如何や R&I の帰責性を問わず、何ら責任を負いません。格付方法等に関する一切の権利・利益（特許権、著作権その他の知的財産権及びノウハウを含みます）は、R&I に帰属します。R&I の事前の書面による許諾無く、格付方法等の全部又は一部を自己使用の目的を超えて使用（複製、改変、送信、頒布、譲渡、貸与、翻訳及び翻案等を含みます）し、又は使用する目的で保管することは禁止されています。