

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。

空運各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
日本航空株式会社	9201	【据置】	A	安定的
ANA ホールディングス株式会社	9202	【据置】	A	安定的

（個別債券の格付など詳細については3ページをご参照ください）

■格付の視点

- (1) 日本格付研究所（JCR）は空運各社の長期発行体格付を見直し、日本航空、ANA ホールディングスの格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (2) 国内線及び国際線の旅客数は増加傾向を維持している。世界経済が緩やかな成長を続ける中、LCC（ローコスト・キャリア）の路線拡大や海外からの訪日旅客数の増加などが要因として挙げられる。当面は世界経済の減速による影響に留意する必要があるものの、訪日旅客数の伸びや東京オリンピック・パラリンピック（20年）の開催などを背景に旅客需要は底堅く推移していくと予想される。
- (3) 各社は引き続き商品サービスや顧客満足度の向上に注力している。また、大型機導入や機材の増強及び改修による生産拡大、新規路線の開設や他社とのアライアンスを通じたネットワーク拡充、LCC 事業の基盤強化などの取り組みを推進していく見通しである。財務方針としては、格付を意識した運営が継続される見込みである。
- (4) 足元の業績は燃油高の影響を受けているとはいえ、底堅く推移している。当面は旅客収入が増加する一方、人員や機材の増強に伴うコストアップが先行する傾向にあり、業績が踊り場を迎えると想定される。生産量の伸びが人件費や整備費の伸びを上回り、業績が一段と拡大するのは 21/3 期以降と、JCR ではみている。今後の注目点は 20 年頃に予定されている羽田空港発着枠の増加分の配分である。利便性の高い羽田空港発着の路線拡充は空運各社の収益力強化に資すると考えられる。
- (5) 財務諸指標は各社とも良好な水準にある。潜在的に戦争、テロ、疾病の発生などイベントリスクに引き続き留意する必要があるとはいえ、リーマンショック以前と比べ、自己資本の厚みが増しており、財務耐久力は向上している。中期的には、成長に向けた機材投資の増加や株主還元の充実化が見込まれる。各社とも自己資本比率の一定水準の維持といった具体的な数値目標を明示している。今後の業績見通しや財務運営方針を踏まえると、財務構成が悪化する懸念は小さい。

■各社の格付事由

日本航空

【据置】

長期発行体格付	A
格付の見通し	安定的
債券格付	A

- (1) 国内大手航空 2 社の一角。国内線は大手 2 社の寡占状態にあり、事業基盤が安定している。国際線では世界的な航空連合「ワンワールド」への加盟や有力エアラインとの提携を背景に充実したネットワークを構築している。10 年に会社更生手続の申立を行い、11 年に同手続が終結、12 年には東証一部に再上場を果たした。同手続を通じ、資産のスリム化が進むとともに収支構造が抜本的に見直され収益性の高い会社となっている。
- (2) 高い収益性と安定した業績を維持できている。収益性や顧客満足度の向上に注力する経営方針に変化はなく、海外エアラインとの提携を通じたグローバルネットワークの拡大や新しい旅客基幹システムの稼働などの事業施策は奏功している。当面はコストアップが先行するため、業績が一段と拡大するのは 21/3 期以降と想定される。また、財務内容は健全であり、今後についても悪化する公算は小さい。以上より格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 経常利益は 17/3 期以降 1,600 億円台で推移し、19/3 期の発行体計画は 1,610 億円（前期比 1.3%減）である。当面は人件費や整備費の上昇が続く見込みである。ただ、18/3 期に旅客基幹システムが稼働したことで海外発ビジネスクラスやプレミアムエコノミークラスの収入増加、予約の予測精度の向上といった成果が生まれつつある。また、成田＝シアトル線の開設などにより、20/3 期業績は底堅く推移していくと考えられる。今後もレベニューマネジメントの高度化・精緻化の進捗に注目していく。
- (4) 再上場後は手元流動性が有利子負債を恒常的に上回り、実質無借金となっている。自己資本比率は 14/3 期末以降 50%台を維持しており、財務諸指標は良好である。19/3 期～21/3 期は総額 7,000 億円の設備投資を計画。また、中長距離 LCC 事業への参入など特別成長投資枠 500 億円を設定しているうえ、株主還元の実現化も図る方針である。しかし、安定したキャッシュフロー創出力によって、上述の必要資金を賄うことは十分可能と想定される。

ANA ホールディングス

【据置】

長期発行体格付	A
格付の見通し	安定的
債券格付	A
発行登録債予備格付	A

- (1) 国内大手航空 2 社の一角である全日本空輸を傘下に擁する持株会社。当社が有する機能は資金調達、航空機の保有、経営資源の配分などである。グループの一体性が強く、格付にはグループ全体の信用力が反映されている。全日本空輸は座席キロ、旅客数などで国内トップシェアを占め事業基盤が安定している。世界最大の航空連合「スターアライアンス」に加盟し、利便性の高い羽田空港発着路線で高いシェアを確保している。
- (2) 良好な利益水準を確保できている。国内旅客事業では需要に見合った機材投入が奏功しているうえ、国際旅客事業ではネットワークの拡充が進む中、ビジネス客などの需要獲得が進捗している。当面は事業成長を見据えた先行費用の負担により、業績が本格的に拡大するのは 21/3 期以降と想定される。財務内容の健全性に配慮した経営方針に変更はない。今後は高水準で推移してきた機材投資がピークアウトを迎えるとみられ、良好な財務構成は維持できる見込みである。以上より、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 経常利益は 14/3 期を直近ボトムに拡大し、18/3 期には 1,606 億円と過去最高益を 3 期連続で更新した。19/3 期経常利益の発行体計画は生産連動費用の増加などにより、1,580 億円（前期比 1.6%減）。20/3 期は人

件費や整備費などコスト負担があるものの、新規路線の開設を計画している国際旅客事業の下支えにより、底堅い業績は維持できる見込みである。今後は A380 型機が就航するハワイ路線の強化や貨物専用機導入による三国間貨物の獲得などの進捗を注視していく。

- (4) 自己資本比率は 17/3 期末以降 40%程度で推移しており、19/3 期第 3 四半期末では 41.2%である。設備投資は機材購入を中心に高水準で推移しており、19/3 期には 4,000 億円程度を計画。20/3 期も同水準が継続する見通しである。ただし、投資額はピークアウトしつつあり、フリーキャッシュフローについては 20/3 期以降黒字化する見込みである。

(担当) 水川 雅義・小野 正志

■格付対象

発行体：日本航空株式会社

【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 3 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2018 年 9 月 21 日	2028 年 9 月 21 日	0.399%	A
第 4 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2018 年 9 月 21 日	2038 年 9 月 21 日	0.960%	A
第 5 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2019 年 3 月 20 日	2024 年 3 月 19 日	0.220%	A

発行体：ANA ホールディングス株式会社

【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 29 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	300 億円	2014 年 3 月 6 日	2024 年 3 月 6 日	1.22%	A
第 30 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	150 億円	2014 年 9 月 18 日	2026 年 9 月 18 日	1.20%	A
第 31 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	300 億円	2015 年 6 月 22 日	2019 年 6 月 21 日	0.376%	A
第 32 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	200 億円	2016 年 6 月 9 日	2036 年 6 月 9 日	0.99%	A
第 33 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	200 億円	2016 年 9 月 12 日	2020 年 9 月 11 日	0.258%	A
第 34 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2017 年 6 月 8 日	2037 年 6 月 8 日	0.880%	A
第 35 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	2038 年 5 月 24 日	0.820%	A
第 36 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（グリーンボンド）	100 億円	2018 年 10 月 24 日	2028 年 10 月 24 日	0.474%	A

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	2,000 億円	2018 年 4 月 9 日から 2 年間	A

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4月16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)、「空運」(2011年12月7日)、「持株会社の格付方法」(2015年1月26日)、「国内事業法人・純粋持株会社に対する格付けの視点」(2003年7月1日)として掲載している。
5. 格付関係者：
(発行体・債務者等) 日本航空株式会社
ANAホールディングス株式会社
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。
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行っており、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

予備格付：予備格付とは、格付対象の重要な発行条件が確定していない段階で予備的な評価として付与する格付です。発行条件が確定した場合には当該条件を確認し改めて格付を付与しますが、発行条件の内容等によっては、当該格付の水準は予備格付の水準と異なることがあります。

■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。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