

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	【変更】	A- → A	ポジティブ → 安定的

（個別債券の格付など詳細については3ページ以降をご参照ください）

■ 格付の視点

- 日本格付研究所（JCR）は空運各社の格付を見直し、日本航空の格付を据え置きとした。ANA ホールディングスの格付は1ノッチ引き上げた。また、見通しについては両社とも安定的とした。
- 業績はコロナ禍による落ち込みから大幅に改善している。国内線の旅客数は順調に回復しており、おおむねコロナ禍前の水準に戻っている。国際線では旅客数が回復途上にあるものの、高単価が続くもとで業績は好調に推移している。今後、単価のピークアウトに留意する必要があるが、旅客数の回復をテコに業績は引き続き安定感を高めていくと想定される。また、業績改善とともに財務基盤の修復が進んでいる。今後も規律を重視した財務運営方針が掲げられており、改善が進むとみている。ANA ホールディングスは業績が過去最高水準となっていることや財務改善の進捗を踏まえ、1ノッチ格上げした。
- 旅客需要の回復が顕著なものとなっている。国内線はコロナ禍前の9割程度に回復している。リモート会議の普及などでビジネス需要はコロナ禍前の水準に戻っていないが、旺盛なレジャー需要が全体の回復をけん引している。ただ、足元ではレジャー需要の伸びに陰りが見え始めており、その動向に留意する必要がある。訪日客の地方誘導に向けた取り組みなどで旅客需要を喚起していけるか注目していく。国際線でもインバウンド需要を中心に回復が進んでいる。また、業務渡航を中心にアウトバウンド需要も徐々に回復してきている。地域別では、中国がビザの問題などで回復ペースが鈍いが、北米やアジアなどでは回復が鮮明となっている。今後も国際線の旅客数は回復基調をたどるとみているが、そのスピードや度合いは様々な外部要因によって変動するため、動向をフォローしていく。
- 需要の回復を追い風に単価が高水準で推移しており、利益を大きく押し上げている。25/3期もこのトレンドが続く見通しである。ただ、国際線では各社の供給量回復に伴い単価は中期的に下がることが想定される。また、人件費や整備費が増えてきているほか、公租公課の減免措置の縮小も進んでいる。近時は円安水準が続いており、それを受けたコスト増にも留意が必要である。収益力の維持・強化に向けては成長分野である国際線の旅客需要の取り込みが重要となる。国際線 LCC の拡大や、提携戦略の推進などによる路線ネットワークの拡充を通じて、収益基盤を強化できるか注目していく。
- 財務改善が進んでおり、今後もその方向性が維持される見通しである。利益の蓄積によって資本が積み上がってきていることに加え、キャッシュフローの改善に伴いネット有利子負債の削減が進んでいる。一方、今後は成長に向けて機材数の拡大が見込まれる。航空機価格が上昇傾向にあることも相まって、設備投資額は増加する見通しである。株主還元についても強化の動きがみられており、今後の動向を確認する必要がある。ただ、大手2社の財務規律に対する意識は高く、現状のキャッシュフロー創出力や潤沢な手元現預金なども踏まえれば、財務内容は引き続き改善に向かうと想定している。

■各社の格付事由

日本航空株式会社

【据置】

長期発行体格付	A
格付の見通し	安定的
債券格付	A
債券格付（期限付劣後債）	BBB+
劣後ローン格付	BBB+
発行登録債予備格付	A

- (1) 国内大手航空2社の一角。国内線は大手2社の寡占となっており、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」の一員であるほか、有力エアラインと提携し、充実したネットワークを構築している。コロナ禍による業績の悪化を受けて、従来のフルサービスキャリア事業に依存した収益構造から、LCC、貨物郵便、マイル・ライフ・インフラの分野に事業領域を拡大してリスク耐性の高い事業構造への転換を進めている。
- (2) 利益はコロナ禍前の水準に回復しており、今後も底堅いと考えられる。国内線・国際線ともに回復する旅客需要を着実に取り込んでいる。特に国際線が高単価を維持するもとで好調に推移しており、全体の業績をけん引している。国際線では単価のピークアウトが想定されるが、LCCを含む事業展開を通じて旺盛な需要を取り込み、当面も堅調な業績推移が想定される。財務面では引き続き良好な財務内容が保たれる見通しである。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 25/3期財務・法人所得税前利益（EBIT）は1,700億円（前期比17.1%増）の計画である。人件費や整備費などのコスト増が見込まれるものの、国際線を中心とする増収効果で補い、増益となる見通し。26/3期以降は国際線単価の動向に留意が必要だが、旅客数の増加に伴い業績は安定感を高めていくとみられる。
- (4) 25/3期第1四半期末親会社所有者帰属持分比率（劣後債および劣後ローンの資本性評価後）が38.9%であるなど財務内容は良好である。投資や株主還元を拡大させているが、財務規律を遵守したうえで行うとしている。キャッシュフロー創出力なども踏まえれば、今後も良好な財務内容を維持できるとみられる。

ANAホールディングス株式会社

【変更】

長期発行体格付	A-	→	A
格付の見通し	ポジティブ	→	安定的
債券格付	A-	→	A
劣後ローン格付	BBB	→	BBB+
発行登録債予備格付	A-	→	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。当社は資金調達、航空機の保有、経営資源の配分などを行っている。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を反映させている。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有する。日本貨物航空の買収を発表しており、25年3月に完全子会社化を予定している。
- (2) 収益力の回復とともに財務基盤の修復が進んでいる。コロナ禍で悪化した財務諸指標が改善してきており、財務リスクは大きく後退している。今後も規律を重視した財務方針のもとで、有利子負債の削減が進む見通しである。業績は過去最高水準にある。旅客数の回復が進んでいるほか、国際線の単価上昇が利益を押し上げている。今後、国際線単価のピークアウトに留意する必要があるが、旺盛な国際線旅客需要の取り込みなどを通じて業績は底堅く推移すると考えられる。以上を踏まえ、格付を1ノッチ引き上げ、見通しを安定的とした。

- (3) 25/3期経常利益は1,600億円（前期比22.9%減）の計画である。旅客需要回復などのプラス寄与が見込まれるものの、整備費や人件費などのコスト増、国際線の単価下落などが想定されており、減益となる見通し。26/3期以降は国際線単価の動向に留意が必要だが、旅客数の増加に伴い業績は安定感を高めていくとみられる。
- (4) 25/3期第1四半期末自己資本比率（劣後ローンの資本性評価後）は35.0%（前年同期末32.1%）であるなど財務諸指標は改善している。投資や株主還元を拡大させる動きがみられるが、引き続き財務基盤の修復を優先する方針である。キャッシュフロー創出力なども踏まえれば、財務内容はもう一段改善するとみられる。

（担当）水川 雅義・長安 誠也

■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6回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2019年12月16日	2024年12月16日	0.130%	A
第7回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2019年12月16日	2029年12月14日	0.280%	A
第9回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2020年3月19日	2040年3月19日	0.700%	A
第10回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	300億円	2021年6月10日	2026年6月10日	0.580%	A
第11回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	100億円	2022年3月1日	2027年3月1日	0.700%	A
第12回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	200億円	2023年6月19日	2033年6月17日	1.200%	A
第13回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	650億円	2024年5月23日	2034年5月23日	1.634%	A
第14回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	150億円	2024年5月23日	2039年5月23日	2.278%	A
第1回回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）	1,500億円	2021年10月12日	2058年10月11日	（注）	BBB+

（注）発行日の翌日から2028年10月12日までの利払日においては年1.600%。2028年10月12日の翌日以降の利払日においては、当該利率基準日における1年国債金利に2.645%を加算した利率。

対象	借入額	実行日	弁済期日	利率	格付
劣後特約付タームローン <トランシェA>	1,500億円	2021年9月30日	2056年9月29日	（注1）	BBB+
劣後特約付タームローン <トランシェB>	500億円	2021年11月30日	2057年11月30日	（注2）	BBB+

（注1）実行日から2026年9月（同月を含まない）までのいずれかの日を開始日とする各利息計算期間においては基準金利に当初スプレッドを加算した利率、26年9月（同月を含む）以降のいずれかの日を開始日とする各利息計算期間においては当初スプレッドおよび1.00%のステップアップ金利を加算した利率。

（注2）実行日から2027年11月（同月を含まない）までのいずれかの日を開始日とする各利息計算期間においては基準金利に当初スプレッドを加算した利率、27年11月（同月を含む）以降のいずれかの日を開始日とする各利息計算期間においては当初スプレッドおよび1.00%のステップアップ金利を加算した利率。

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	3,000億円	2023年7月8日から2年間	A

発行体：ANAホールディングス株式会社

【変更】

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
第37回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（ソーシャルボンド）	50億円	2019年5月22日	2026年5月22日	0.270%	A
第38回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	150億円	2019年5月22日	2039年5月20日	0.840%	A
第39回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	300億円	2019年12月9日	2025年12月9日	0.273%	A
第40回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2019年11月28日	2029年11月28日	0.280%	A
第41回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2019年11月28日	2039年11月28日	0.690%	A
第42回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（サステナビリティ・リンク・ボンド）	200億円	2021年6月8日	2026年6月8日	0.480%	A

対象	借入額	実行日	弁済期日	利率	格付
劣後ローン（トランシェA）	2,000億円	2020年10月30日	2055年10月29日	（注1）	BBB+
劣後ローン（トランシェB）	2,000億円	2020年10月30日	2057年10月31日	（注2）	BBB+

（注1） 実行日から2025年10月の利払日（同日を含まない）までは、基準金利に当初スプレッドを加算した変動金利、2025年10月の利払日（同日を含む）以降は、基準金利に当初スプレッドと1%のステップアップ金利を加算した変動金利。

（注2） 実行日から2027年10月の利払日（同日を含まない）までは、基準金利に当初スプレッドを加算した変動金利、2027年10月の利払日（同日を含む）以降は、基準金利に当初スプレッドと1%のステップアップ金利を加算した変動金利。

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	2024年4月12日から2年間	A

格付提供方針等に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2024年10月10日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：殿村 成信
主任格付アナリスト：水川 雅義
- 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。
- 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」(2024年10月1日)、「空運」(2024年10月4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)、「ハイブリッド証券の格付について」(2012年9月10日)として掲載している。
- 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
- 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もって示すものである。
なお、本件劣後債および劣後ローンにつき、約定により許容される利息の支払停止が生じた場合、当該支払停止は「債務不履行」に当たらないが、JCRでは債務不履行の場合と同じ「D」記号を付与することとしている。
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。
- 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
- 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。
- 格付関係者による関与：
本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。
- 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。

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