

業種別格付方法

【空運】

1. 事業基盤

空運は遠距離を短時間で結ぶ唯一の交通インフラとして重要性が高い。しかし、収益に影響を与える主要な変動要因を自社でコントロールするのが困難である上、短期的な収益変動が大きくなりやすい業界である。このため格付にあたっては、事業リスクをどう抑制しているかを重視している。具体的には、収入増大に向けた施策、機材戦略、コスト削減への取組状況などに注目している。

(1) 産業の特性

① 市場概要

旅客需要の中長期的な趨勢を見通す上では、人口動態や経済成長などの社会・経済の動向が重要となる。国内線の旅客数は少子化の影響により今後も大きな伸長は期待できない。また、リモート会議の普及などによってビジネス需要の増加も見込みにくい。他方、国際線は訪日外国人の増加をけん引役に、旅客需要が拡大の方向にある。もっとも、日本発の旅客数については国内線同様、顕著な伸びは難しいと考えられる。

短期的にはテロや感染症、景気動向などによる旅客需要の変動が大きく、特に国際線ではその傾向が強い。2000年以降で見ても、米国での同時テロ、中国でのSARS、リーマンショック、東日本大震災、新型コロナウイルス感染症などイベントの発生により需要が大きく落ち込む局面があった。中でもコロナ禍の影響は著しく、従来のイベントと比べて需要の落ち込みが大きかったことに加え、回復までに時間を要した。

② 競争状況

国内線は、基幹空港である羽田空港の発着枠に制限があることから全日本空輸、日本航空の大手2社の寡占状態となっている。しかし、空運業界はサービスの差別化が難しい上、装置産業ということもあり、需要が減退する局面で価格競争に陥りやすい。また、新幹線と競合するケースもある。長距離路線での航空機の優位性に変化はなく、新幹線の延伸計画が少なくなってきたとはいえ、新幹線の高速化や路線整備の状況などを確認する必要がある。

国際線では、オープンスカイの進展や首都圏空港の拡張などによって海外エアラインの就航路線が増加していることから、競争が激しくなっており、その動向に注目している。特にインバウンド需要が拡大する中で海外のロー・コスト・キャリア（LCC）が存在感を高めている。とはいえ、大手2社は傘下

のLCCを含めて多くの発着枠を確保しているほか、日本人旅客における自国ブランドの選好度の高さもあり、大手2社の優位性が大幅に低下しているわけではない。

③ コスト構造

空運業界は、装置産業でありながら高い専門性を必要とされる労働集約型産業の側面も持つため、機材関連費や人件費などの固定費負担が大きい。このため、イベントの発生などによって需要が急変するような場合には短期的に収益が大きく変動しやすい。

変動費は、燃料費、公租公課（空港使用料、着陸料、燃料税など）などが代表的なコストとなる。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。大手2社は燃油サーチャージの導入やヘッジ取引の活用などで収益に与える影響を軽減しているが、完全に抑制できるわけではない。

④ 政策に関するリスク

空運は交通インフラとしての重要度が高いことから、制度融資など政府による一定のサポートが見られる。コロナ禍の影響で大幅な減便を余儀なくされた際は、公租公課の減免をはじめとする経済的支援が行われた。他方、様々な規制が多く、政策の変更によって空運業界にプラスマイナス両面の影響を与える可能性がある。また、航空会社には民間企業として自立した経営が求められており、経営が悪化した場合に政府のサポートを過度に織り込むことは難しいと考える。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

国内線では、収益源である羽田発着路線のスロット（発着枠）をどれだけ保有できているかが重要である。定期的に発着枠の見直しが行われているが、大手2社が約8割のスロットを確保している。また、羽田空港は国際線のスロットの拡大が段階的に進んでおり、国内線と国際線の乗り継ぎの利便性を高めることで国内線の利用率を向上させることも期待される。

国際線でも同様に成田空港のスロット確保が重要であり、大手2社が傘下のLCCを含めて一定のシェアを確保している。他方、国際線では世界の航空会社が3つの航空連合（アライアンス）に集約されており、アライアンスから一歩踏み込んだ共同事業による提携も広く行われている。国際提携を通じてネットワークの競争力を維持・向上していけるか確認している。

② 収入増大に向けた施策

ビジネス客は観光客に比べて価格よりも利便性を優先する傾向があり、比較的単価が高い。また、同一顧客の利用頻度も高くなる傾向がある。このため、各社はビジネス客の獲得・囲い込みに注力しており、高単価の座席クラスのサービス改善、法人向け営業の強化、マイレージサービスの拡充、予約・搭乗手続きの簡素化、路線ネットワークの拡大などの利便性向上に取り組んでいる。このような施策によってビジネス客を安定的に獲得できているかに注目している。

他方、アジアを中心に観光需要の拡大が見込まれる中で、各社はフル・サービス・キャリア（FSC）だけでなく、LCCの強化や、新ブランドの立ち上げなどを進めている。各サービスの棲み分けを図りつつ、顧客層をどこまで広げられるかがポイントである。

供給量や価格の調整によって需要の変動に適切に対応し、収益を極大化させることも重要である。供給面では需要に合った機材繰りを実施することがポイントとなる。また、価格面では需要予測を精緻化するとともに競合状況を正確に把握し、需要を喚起しつつ採算を確保できるようなきめ細かい運賃設定が必要となる。機材繰りや運賃設定を誤れば収益機会を失うこととなり、事業運営能力によって各社の収益力に格差が生じることとなる。

③ 機材戦略

航空機は収益の源泉となるものであり、その機材戦略は空運各社の経営戦略を具現化するものとして注目している。特に、機材戦略は燃油コスト削減と成長戦略の両面で重要性が高い。また、各社が進める省燃費機材への更新は CO2 排出量削減の中心的な役割を担う。

燃油コスト削減には、燃費効率の高い新鋭機の導入が大きな効果を発揮する。特に、長距離飛行が可能な中小型機の導入によって大型機から代替すれば、長距離路線での固定費を下げることができ、1 フライト当たりの採算が改善する。

新鋭の中小型機の導入は路線の拡充にも有効である。低コストでの飛行が可能な機材によって、従来であれば採算が合わなかった路線についても設定できるようになる。また、低採算路線の改善にも効果を発揮すると考えられる。

④ コスト削減と安全運航

今後、国際線を中心にさらなる競合激化が予想される。また、景気変動やイベントの発生などによる需要の変動も避けられない。従って、より一層のコスト引き下げに注力し、外部環境の変化に対する耐久性を向上させることが重要である。一方で、空運業界にとって安全運航の確保が最重要課題である。コスト削減と両立させ、安全に関するトラブルを回避できるか注視していく。

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、景気循環やイベント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、好況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

空運会社では新鋭機材への更新、システム投資などの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。

(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

空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ーとして自己資本の充実が重要となる。また、多額の設備投資によって有利子負債がかさみやすく、各社の機材にはオフバランス取引で調達したものも多い。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なるものを問わず、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