

ANAホールディングス

Rating: Overweight

ロイター: 9202.T
Bloomberg: 9202.JP

文責: Agents_8th (酒井貴史、須藤駿介、本田貴大)

企業概要

国内線首位、国際線2位、アジア軸に拡大。エアアジア合併や関空拠点のピーチで格安航空参入

Summary

LCCの参入やJAL復活などの懸念要因はあるが、LCCの顧客との食い合いが少なく、現在リーマンショック後の回復期にあり、政府の保護が続くと考えられることから長期的な投資判断は買いとする。株価下落要因としては、イベントリスクに脆いこと、航空規制や羽田発着枠の状況がANAにとって悪化することなどがある。

>守られるANA

国土交通省は10月2日、羽田発着枠の配分をJAL5枠、ANAに11枠の傾斜配分を行った。また近年日本の空の自由化が進んできたが、中心航空である羽田空港においては、混雑を理由に新規参入は抑えられ、ANAの優位は変わっていない。概算だが、羽田の発着便の6割以上がANAのそれであり、同社の最大の収益源となっている。この結果、世界の各地でフルサービス航空会社の脅威となってきたLCCからANAは守られている。また、日本の空港の多くが交通の便が悪いという地理的要因と、ピーチをはじめとする国内LCCが大手の傘下にあることもあり、ANAが激しい競争に晒されるという予想はたてるのが難しいだろう。

>天井が見える国内線

国内線旅客数はリーマン以降急速に下がり、前年度から回復の兆しをみせているが、以前の水準までの復活は見込むことができない。LCCに影響は比較的微小だが、

- ・2015年に北陸・北海道新幹線が開業すること
- ・出張数の減少・国内景気や人口の低迷

などの大きな要因で旅客数はリーマン以前よりも低い段階で天井を打つだろう。国内で多くの常連ユーザーを抱えており、国内LCCに多数出資しているだけに、将来は安定した事業となるだろう。

>成長が見込める国際線

国内線と違って変わって、ANAの収入を押し上げているのが国際線だ。国際線首位のJALの復活がありながら、売上は前年度比で10%近く増加している。要因としては、

- ・中国をはじめとするアジア地域の経済発展でヒトの移動が活発になった。
- ・スターアライアンス間のJVが売上を押し上げた。

ことがあり、これらは今後も続いていくものと思われる。また、東京オリンピックの開催は一時的な貢献かもしれないが、副次的な外国人観光客の増加を目指す動きは長期にわたって業績にプラスとなるだろう。ただし、過去の同時多発テロやSARSのような海外情勢に大きく業績を引っ張られることがあるので、イベントリスクには注意が必要だ。

>株価について

先述の傾斜配分の報道に対し、株価はほぼ無反応といつていい動きだった。すでに織り込み済みだったとしても、過去に目立った動きはなく、アベノミクスにも取り残された株価水準だ。考えられる理由は、

- ・円安ネガティブであるため、会社業績予想を達成できないどころかマイナス成長すると見込まれている。(第一四半期の進捗率は22.3%だった。)
- ・行政の介入自体が、特に海外投資家に冷めた目線で見られている。

などがあるが、我々は月次実績の改善に伴い、徐々に株価が上昇していくと予想。目標株価は300円である。

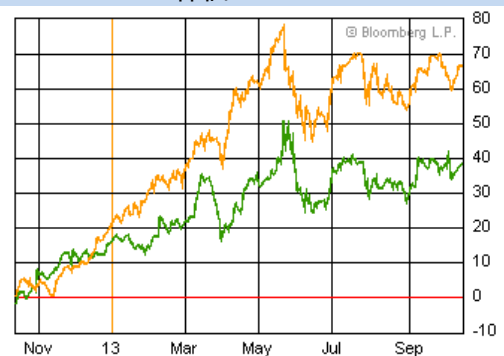
株式データ

株価(円)	217
目標株価(円)	300
52週高値/安値	247/154
時価総額(百万円)	763,064
発行済株式数(千株)	3,516,425
(数値は全て2013/10/16現在)	

主な指標

ROE(%)	5.66
EPS(円)	13.51
BPS(円)	218.41
PER(倍)	15.99
PBR(倍)	0.99

株価 vs TOPIX

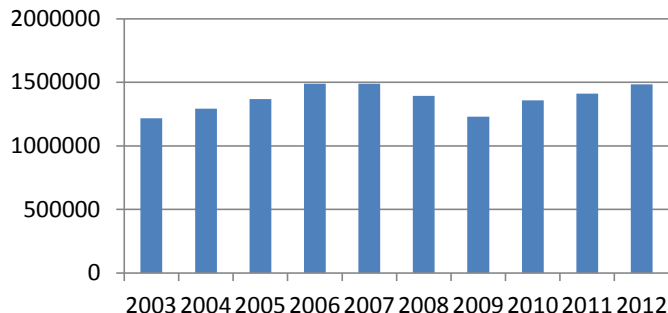


企業概要

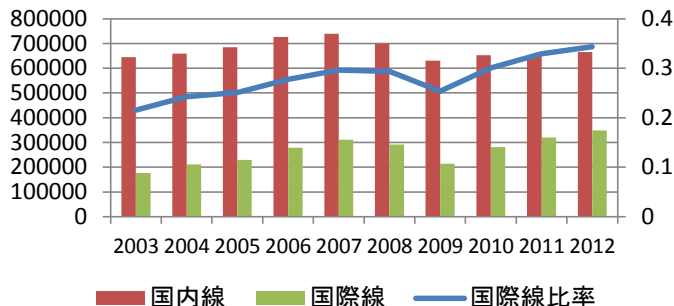
収益構造

空運業界の大きな売上変動要因は、景気である。ANAの営業収入(売上高に相当)も、国内・海外の景気、リーマンショックや東日本大震災により大きく左右されている。国内線は、2008年、2009年に落ち込みを見せたまま、2007年の水準には回復していない。国際線は2009年に底をうったのち、右肩上がりで成長している。

ANA営業収入

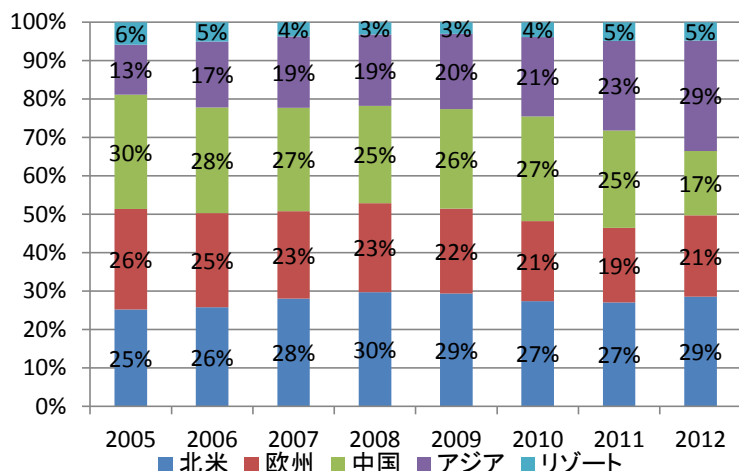


ANA国内・国際別旅客収入



ANA訪問先別旅客数

近年のANAの方面別国際線旅客の構成比は、アジアの拡大と中国の縮小が見て取れる。アジア市場は今後も拡大するとみられており、ANAもアジア路線の拡充に取り組んでいる。中国の減少は反日デモの影響が大きい。



日本航空(JAL)との比較

ANAとJALを比較すると、財務的に大きな差があることが読み取れる。JALは経営再建を通じたコスト削減により、利益率がANAを大きく上回っている。また、国内線はANAの方が多く、国際線はJALの方が多い。

2013,百万円,%	ANA	JAL
売上高	1,483,581	1,238,839
営業利益	103,827	195,242
純利益	43,140	171,672
総資産	2,137,242	1,216,612
純資産	773,100	583,189
自己資本比率	36.2%	47.9%
時価総額	760,000	1,070,000
PER	15.99	6.21
国際線旅客収入	348,300	406,657
国内線旅客収入	665,900	485,214
国際線比率	34.3%	45.6%

香港線は2011年までは中国に含まれ、2012年からはアジアに含まれる

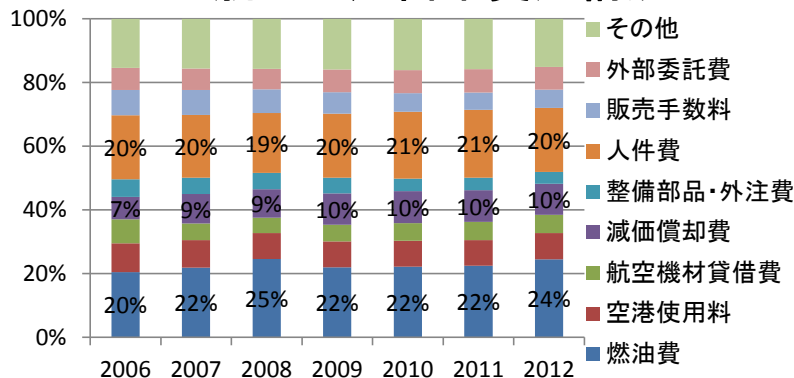
コスト、感応度

費用の変動要因のうち大きいものは、燃料費・人件費・機材費である。(コストについては後のページ参照)

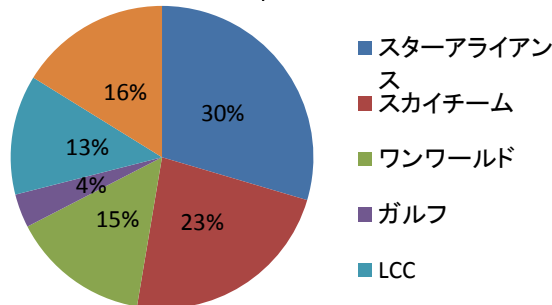
アライアンス

詳しくは後述するが、ANAはスターアライアンス、JALはワンワールドに属する。

航空運送営業費用構成



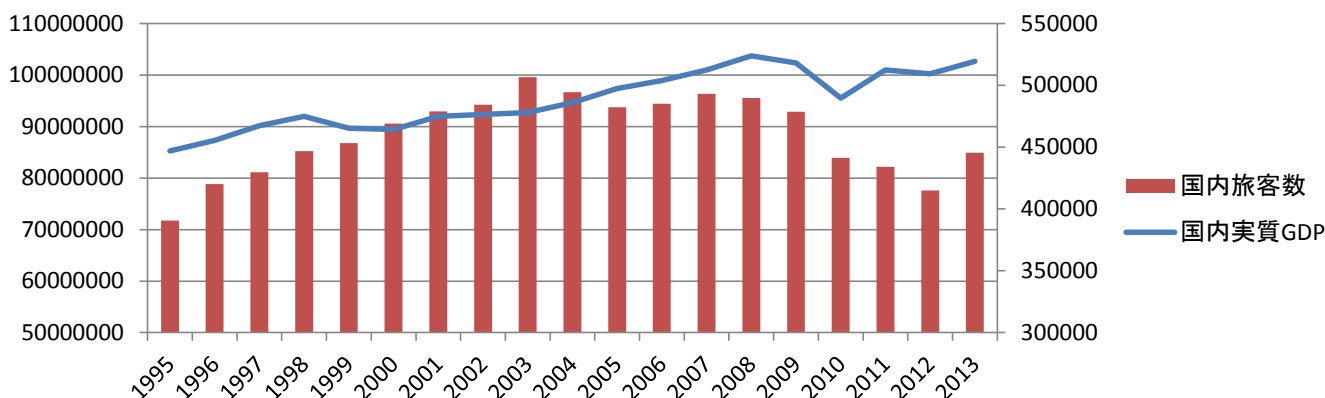
アライアンス別売上高シェア



国内線市場分析

国内線市場推移

国内旅客数は「2003年まで右肩上がり、2004-2009まで横ばい、リーマンショック後の景気後退・大震災で減少」となっている。2004-2009の期間では、GDPの成長にも関わらず旅客数は横ばいとなっているので、景気の回復と旅客数には相関がなくなったと判断。以上のことから、航空のビジネス需要・観光需要が上限を迎えたと推測し、国内線旅客数の上限は9500万人程度と予想する。



国内線市場予測

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
①	86,044,025	87,148,761	88,253,498	89,358,234	90,462,971	91,567,707	92,672,444	92,672,444	92,672,444	92,672,444
②			-3,000,000			-3,000,000				
③								500,000	-500,000	
国内旅客数	86,044,025	87,148,761	85,253,498	86,358,234	87,462,971	85,567,707	86,672,444	88,277,181	88,881,917	89,986,654

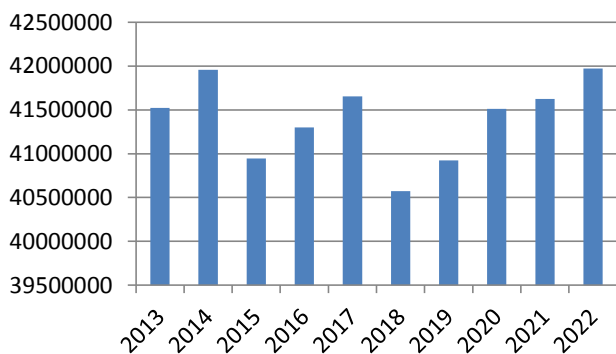
国内の上限は約9500万人だと述べたが、44%を占めると言われる(平成22年国土交通省航空旅客動向調査)ビジネス需要は、国内ビジネスの縮小とIT化により上限が減少すると予想。2019年の段階でリーマン前の2007年の97%の旅客数に戻るとまず予想(①)。毎年一定数増加するとすると、一年で約110万人の増加。加えてイベントリスクを見込み、300万人減少を2回(②)、オリンピックの影響を2020年に50万人見込んだ(③)。③のイベントの回復を毎年110万人見込み、加算した。以上の計算から、最終的な国内旅客数を算出した。

ANA国内線売上予測

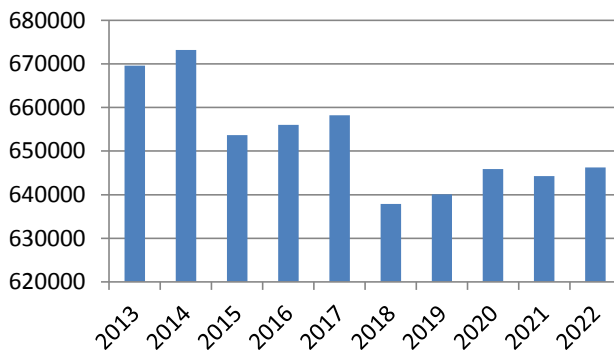
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ANA国内旅客	41,523,498	41,956,627	40,944,177	41,298,947	41,652,619	40,571,335	40,922,807	41,510,988	41,623,040	41,971,252
単価	16,127	16,046	15,965	15,884	15,803	15,722	15,641	15,560	15,479	15,398
ANAシェア	48.3%	48.1%	48.0%	47.9%	47.8%	47.7%	47.6%	47.4%	47.3%	47.2%
国内線収入	669,648	673,233	653,669	655,986	658,228	637,853	640,062	645,898	644,268	646,257

ANAの国内線旅客数は、国内線旅客数全体の伸び率と同じだけ伸ばし、そこからLCCの潜在需要掘り出し(p.14参照)が10年で200万人、毎年20万人あるので、その半分の10万人をANAの旅客数から引いた。単価(旅客収入/旅客数)は、LCC効果で10年で5%の下落を予想。この単価と旅客数を掛け合わせ、最終的な国内線旅客収入を算出した。シェアは上のようになった。

ANA旅客数



ANA国内線旅客収入



➤ 国際線市場分析

目的地別旅客数推移

ここでは日本から他国へ結ぶ国際線路線を扱うが、21世紀を迎えて以降、国際線市場は厳しい局面を迎えている。というのも、海外ともインターネットで国際電話などが出来るようになり、ビジネス客が減った上に、同時多発テロ事件、アメリカ・イラク戦争、SARSの流行、豚インフルエンザ、リーマンショック、東日本大震災、欧州危機、と航空業界には大きな影響を与える事件が次々と起こったからである。2012年には少し回復を見せたものの、全体としては縮小傾向にあった。

	アジア	中国	韓国	米大陸	太平洋	欧州	オセアニア	計
2007	11,373,541	3,392,729	2,407,956	1,925,243	2,308,083	1,715,644	358,060	17,680,571
2008	10,286,033	2,949,470	2,398,971	1,688,013	2,088,309	1,539,134	284,012	15,885,501
2009	10,030,144	3,174,531	2,215,747	1,620,703	2,038,308	1,457,599	252,959	15,399,713
2010	9,031,840	2,999,033	1,873,097	1,485,442	1,773,453	1,231,901	184,310	13,706,946
2011	8,581,794	2,783,286	1,640,558	1,431,914	1,340,756	1,120,996	118,811	12,594,271
2012	9,577,373	2,844,940	1,907,982	1,682,203	1,370,437	1,232,461	134,383	13,996,857

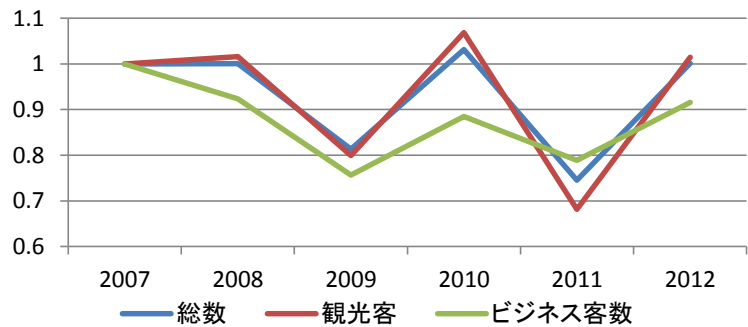
出所:国土交通省「航空輸送統計年報」

目的別訪日外客数

訪日外国人の数の推移とその観光客とビジネス客の内訳は以下のとおりとなっている。ビジネス客数は年に10%~20%程度の増減にとどまっているが、観光客数は1年に50%変化する年もあり、総数の約70%を観光客が占めるため、総訪日外客数の変化のほとんどは観光客数の増減によるものである。そのため、日本の景気の影響はほとんど受けず、相手国の航空輸送の状況に応じて変化すると考えて良い。

	総数	観光客	ビジネス客数
2007	8,346,969	5,954,180	1,575,858
2008	8,350,835	6,048,681	1,455,284
2009	6,789,658	4,759,833	1,192,622
2010	8,611,175	6,361,974	1,394,586
2011	6,218,752	4,057,235	1,243,484
2012	8,358,105	6,041,645	1,442,946

出所:日本政府観光局(JNTO)



旅客数予想

日本からの輸送量は近年の現状を踏襲し、イベントリスクを除くと一定と仮定する。他国から日本への輸送量は、日本航空機開発協会より相手国の航空需要を参照し、それに比例するものとして算出した。日本のGDP予測は2018年まではIMFの予測より。それ以降はマッキンゼー社レポートを参照。

イベントについて

2001年の同時多発テロ以降、さまざまなイベントが発生し、外部からのネガティブな影響を受けているが、今後10年だけ何も発生しないとは考えづらい。たとえば、アメリカ・イラク戦争、SARSの流行があった2003年は約20%の減少、リーマンショックの2008年は約10%の減少となっており、非常に大きなリスクとなっている。ここでは、2003年から2012年までとほぼ同様に、10%の影響を与えるイベントが2,3年に一度のペースで起きることと仮定する。また、2020年の東京オリンピックでは、2012年ロンドンオリンピックでBritish AirwaysのAnnual Reportによると、Madrid発着便の旅客数が約2%減少しているのに対し、London発着便では10%増加していることから、英国の国際線需要約3000万人の10%である300万人増加するだろうと予測した。

市場予測	アジア・太平洋	中国	米大陸	欧州	計	
2012	17,470,170	4,270,040	2,558,604	2,008,301	22,037,075	
2013(予測)	18,163,884	4,431,965	2,599,138	2,040,117	22,803,139	
2014(予測)	18,869,670	4,596,212	2,635,837	2,068,922	23,574,429	→10%減→
2015(予測)	19,569,144	4,758,316	2,663,613	2,090,725	24,323,482	→10%減→
2016(予測)	20,310,803	4,929,983	2,695,988	2,116,137	25,122,928	→10%減→
2017(予測)	21,078,171	5,107,187	2,728,038	2,141,293	25,947,502	→10%減→
2018(予測)	21,868,651	5,289,265	2,758,872	2,165,496	26,793,019	→10%減→
2019(予測)	22,729,815	5,487,612	2,800,255	2,197,978	27,728,049	→10%減→
2020(予測)	23,625,229	5,693,397	2,842,259	2,230,948	28,698,436	→3,000,000人増→
2021(予測)	24,556,262	5,906,900	2,884,893	2,264,412	29,705,567	→10%減→
2022(予測)	25,524,341	6,128,409	2,928,166	2,298,378	30,750,885	→10%減→

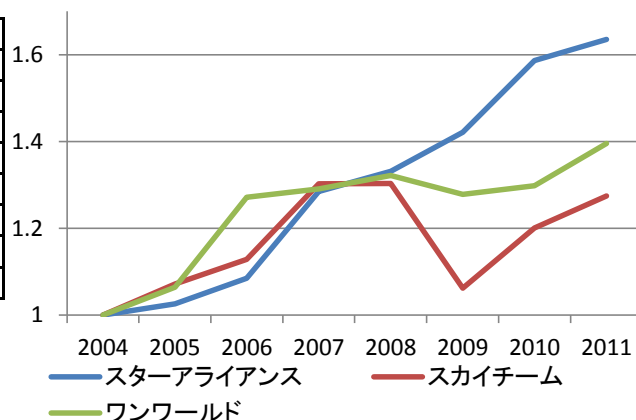
ANA国際線業績予測

アライアンス別旅客数推移

アライアンスとは、マイレージサービスなどを共同で提供するなどする企業提携で結ばれた航空連合を指し、スターアライアンス、スカイチーム、ワンワールドが三大アライアンスとなっている。ウイングス・アライアンスがスカイチームに加盟した2004年以降の旅客数の伸びを見ると、ANAの属するスターアライアンスが他アライアンスより顕著に成長していると言える。

	スターアライアンス	スカイチーム	ワンワールド
2004	752,698	642,305	529,614
2005	772,390	688,508	563,712
2006	816,592	725,050	673,600
2007	966,939	836,760	683,673
2008	1,002,071	836,907	700,062
2009	1,069,833	682,106	676,855
2010	1,193,944	771,126	687,452
2011	1,230,524	818,728	739,238

出所:航空統計要覧



ANA国際線業績予想

JALの経営破綻後、JALのシェアが大きく減った影響でANAはシェアを伸ばしている。2012年にはJALの回復の影響もあり、シェアを少し下げているが、今後はスターアライアンスのシェア拡大も加味すると、シェアは維持できると予測する。

国際線シェア	北米	ヨーロッパ	アジア・太平洋	合計
2007	33.62%	22.13%	16.22%	18.81%
2008	39.13%	25.21%	18.42%	21.41%
2009	38.69%	23.31%	18.60%	21.37%
2010	39.96%	25.90%	19.89%	22.64%
2011	48.93%	32.61%	27.58%	30.47%
2012	48.65%	31.17%	25.22%	28.48%

出所:ANAグループ実績

旅客数予想	北米	ヨーロッパ	アジア・太平洋	合計
2012	1,244,778	625,945	4,405,910	6,276,633
2013(予測)	1,264,498	635,861	4,580,862	6,481,222
2014(予測)	1,154,117	580,355	4,282,973	6,017,445
2015(予測)	1,295,865	651,635	4,935,263	6,882,764
2016(予測)	1,180,455	593,600	4,610,076	6,384,130
2017(予測)	1,327,209	667,396	5,315,834	7,310,439
2018(予測)	1,207,989	607,445	4,963,671	6,779,105
2019(予測)	1,362,343	685,063	5,732,372	7,779,779
2020(予測)	1,521,056	764,873	6,554,012	8,839,941
2021(予測)	1,263,168	635,192	5,573,696	7,472,056
2022(予測)	1,424,573	716,356	6,437,141	8,578,070

売上高予測

イールド(旅客キロあたり旅客収入)がここ3年一定であることから、売上高予測を行う。

	北米	ヨーロッパ	アジア・太平洋	合計
2012	104,250	68,072	175,997	348,558
2013(予測)	105,902	69,150	183,234	358,286
2014(予測)	96,657	63,114	171,319	331,090
2015(予測)	108,529	70,865	197,411	376,805
2016(予測)	98,863	64,554	184,403	347,820
2017(予測)	111,154	72,579	212,633	396,366
2018(予測)	101,169	66,060	198,547	365,776
2019(予測)	114,096	74,501	229,295	417,892
2020(予測)	127,388	83,180	262,160	472,729
2021(予測)	105,790	69,077	222,948	397,815
2022(予測)	119,308	77,904	257,486	454,697

(単位:百万円)

コスト分析1

※JAMR(航空経営研究所)より以下三つのグラフを作成した。(数値は2011年度)

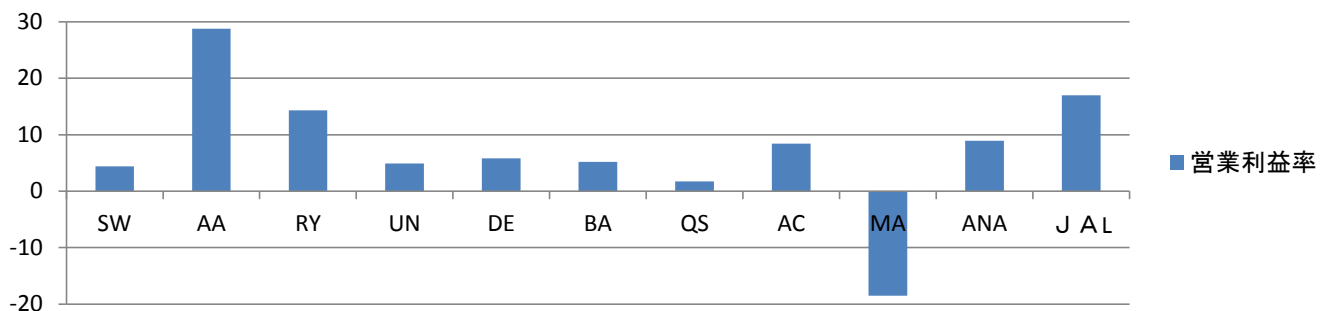
※略称は以下の通りである。

- SW・・・ サウスウエスト航空
- AA・・・ エアアジア
- RY・・・ ライアン航空
- UN・・・ ユナイテッド航空
- DE・・・ デルタ航空
- BA・・・ ブリティッシュエアウエイズ
- QS・・・ カンタス航空
- AC・・・ エアチャイナ
- MA・・・ マレーシア航空

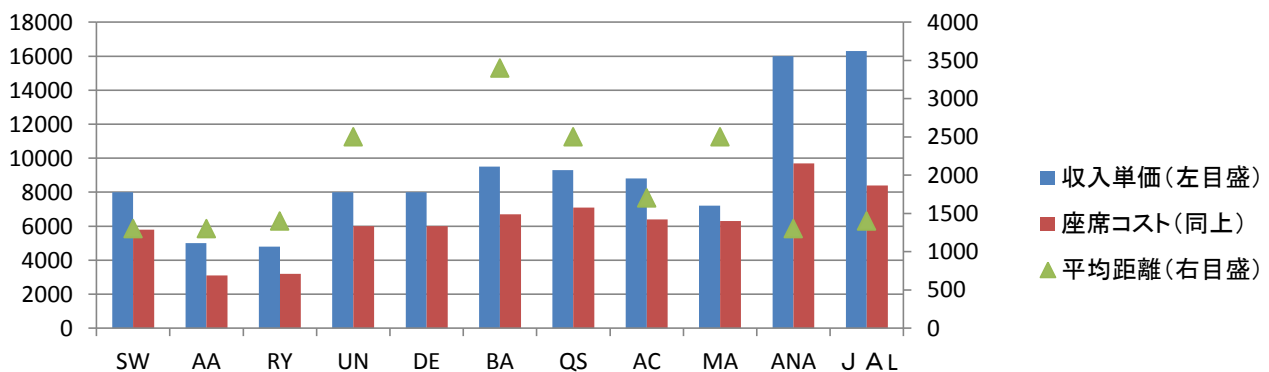
※図2は1000座席キロ当たりの数値で、単位は円である。

※1ドル=90円で計算している

営業利益率(図1)



他社比較(図2)



搭乗率とB/E(図3)



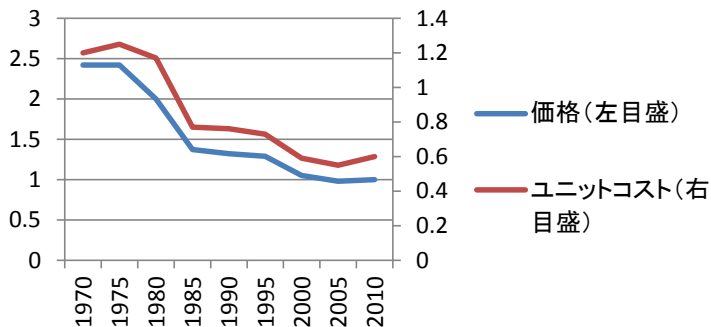
➤コスト分析2

ANAを海外他社と比較してみると、営業利益率は高い水準にあるといえるが、(図1)それは、高い収入単価に依存していることがわかる。(図2)平均距離は海外LCCと変わらないにもかかわらず、高いコスト、単価の状態である。このため、ANAの搭乗率は60%前半であるにもかかわらず、(図3)損益分岐搭乗率がさらに低いことで経営が成り立っている状態である。この状態が続けば、海外航空の参入の如何によっては、顧客の多くが流れていく可能性が高い

また、ANAは2015年度までにユニットコストの1円削減を掲げているが、一般にユニットコストと価格＝単価は連動することがわかっていて、コストの削減は利益率を上げる手段とはならない(図4) 営業利益率を高める要因は搭乗率である。上述のとおり、日本政府が海外航空の便数増加を推進すれば(なさそうだが、)搭乗率はさらに下がる危険性がある。

ユニットコストの計算についてだが、通常は総費用/座席キロで求められるが、ANAの決算資料を見ると $\text{ユニットコスト} = \{\text{営業費用} - (\text{貨物収入} + \text{その他収入})\} / \text{座席キロ}$ となっている。確かに営業費用の内に余分な貨物とその他に関する費用が入っているのだが、収入分を引いてしまえば正確な数値が出てこない。総費用を分子にして計算すると13円程度になるが、他社と比較するととなると現在の9.53円より高いコストが正解だろう。

ユニットコストと単価(図4)

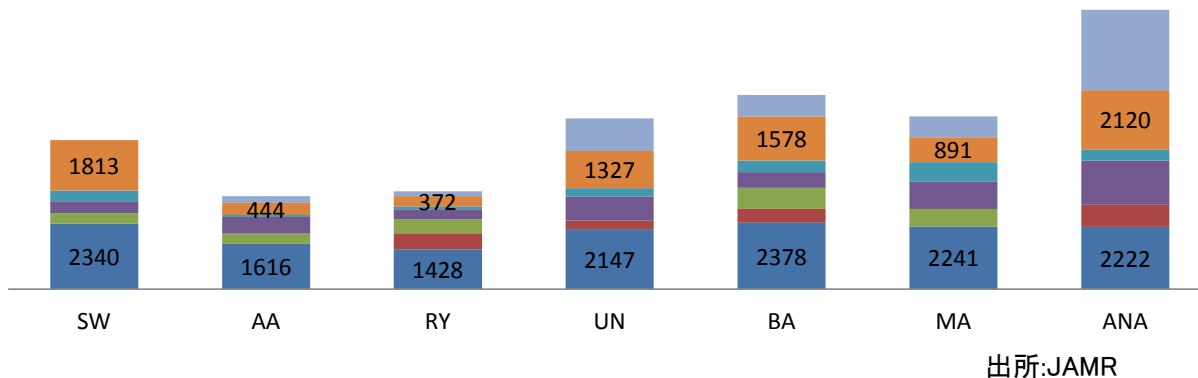


※IAEAより作成
2010年での価格を1とした。

コストの各社内訳は図5のようであるが、燃油費は他社と同程度であり注目すべきは人件費とその他費用だ。(その他費用の内訳は不明)一人当たり人件費は最高レベルなのに対し、一人当たり座席キロは低く、その傾向はここ10年で変化していない。労働生産性も悪い。(図6、7) ANAは正社員の数を増やすと発表しているが、これから事業を拡大し航空機数を増加させる中で、人件費は必ず上がっていくものと考えられる。

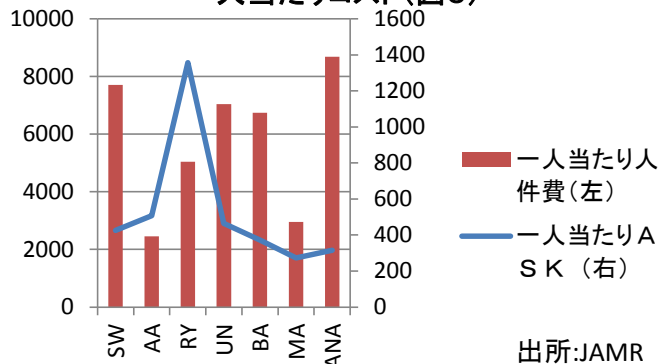
1000km当たりコスト(図5)

■ 燃油費 ■ 着陸航援料 ■ 空港費 ■ 機材費 ■ 整備費 ■ 人件費 ■ その他

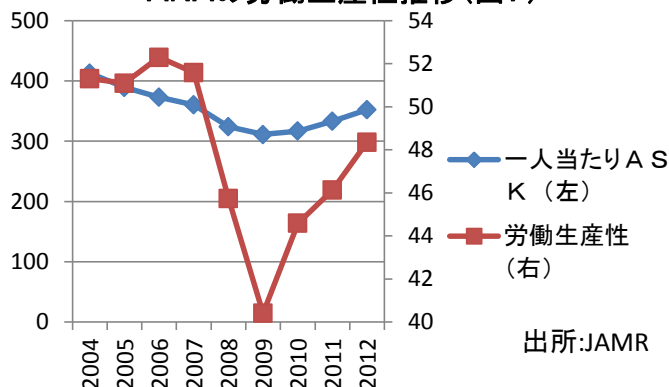


➤コスト分析3

一人当たりコスト(図6)



ANAの労働生産性推移(図7)



※単位は、人件費は千円、労働生産性(売上/従業員数)は百万円、ASK(座席キロ)は万座席キロ。
ANAは先に掲げた1000億円のコスト削減の中で人件費を最も大きな削減部位としており、その効果は今年度から現れ始めるとしている。以上、ANAのコストを分析し悲観的な意見を述べてきたが、逆を言えばそれだけコスト削減の余地があるということである。

コスト予測

単位:億円	年度	FY2012	FY2013e	FY2014e	FY2015e	FY2016e	FY2017e
変数	コスト合計	12,294	12,075	12,060	12,266	12,233	12,389
便数と原油価格	燃油費	2,999	2,901	2,966	3,045	2,953	3,044
便数	空港使用料	1,021	1,030	1,030	1,053	1,046	1,070
	航空機材貸借費	702	663	624	585	546	507
機数	減価償却費	1,199	1,233	1,253	1,309	1,319	1,377
	整備品・外注費	455	445	456	444	467	444
生産連動費用	人件費	2,476	2,200	2,100	2,147	2,134	2,183
収入	販売費	700	684	702	684	718	683
固定費とみる	外部委託費	879	870	870	870	870	870
固定費とみる	その他	1,865	1,930	1,940	1,980	2,000	2,000
Agents予想	旅客数	47,365,719	47,772,673	47,509,322	48,573,146	48,271,115	49,392,141
WorldBank予想	原油価格	105	101	100	99	98	97
旅客数	便数	2,069	2,087	2,086	2,133	2,120	2,169
便数	総機数	230	232	232	237	236	241
年-3機	リース機数	54	51	48	45	42	39
総機数-リース機数	保有機数	176	181	184	192	194	202
△保有機数+7	購入機数	20	12	10	15	9	15
Agents予想	旅客収入	1,014,526	1,027,934	1,004,323	1,030,473	1,003,806	1,054,594

FY2018e	FY2019e	FY2020e	FY2021e	FY2022e
12,104	12,611	12,637	12,382	12,670
2,960	3,059	3,052	2,897	3,057
1,063	1,089	1,113	1,074	1,093
468	429	390	351	312
1,386	1,446	1,503	1,464	1,514
468	495	461	487	498
2,168	2,221	2,269	2,190	2,230
720	762	710	750	766
870	870	870	870	870
2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
49,053,658	50,245,333	51,339,435	49,538,706	50,444,719
97	96	96	96	96
2,154	2,206	2,254	2,175	2,215
239	245	251	242	246
36	33	30	27	24
203	212	221	215	222
8	16	16	1	14
1,003,628	1,057,954	1,118,627	1,042,083	1,100,954

・1ドル=95円から1円の円安変動で営業費用は30億増加する。(ヘッジ含む)

・各要素の為替要因の計算は上記の30億*円安分を加えることでまとめて計算した。

・変数の欄にある数値に大方比例するように計算した。

セグメント別利益・費用

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
収入										
航空事業										
国内線旅客	669,648	673,233	653,669	655,986	658,228	637,853	640,062	645,898	644,268	646,257
国際線旅客	358,286	331,090	376,805	347,820	396,366	365,776	417,892	472,729	397,815	454,697
国内貨物	32,000	31,900	31,800	31,700	31,600	31,500	31,400	31,300	31,200	31,000
国際貨物	87,000	87,870	88,749	89,636	90,533	91,438	92,352	93,276	94,209	95,151
郵便	7,065	7,065	7,065	7,065	7,065	7,065	7,065	7,065	7,065	7,065
航空その他	156,680	156,680	156,680	156,680	156,680	156,680	156,680	156,680	156,680	156,680
航空事業小計	1,310,679	1,287,837	1,314,767	1,288,887	1,340,472	1,290,311	1,345,451	1,406,947	1,331,236	1,390,849
旅行事業										
国内	131,837	133,889	135,940	137,992	140,044	142,096	144,148	146,199	148,251	150,303
国際	23,024	21,376	24,450	22,679	25,969	24,082	27,637	31,403	26,544	30,473
旅行その他	11,347	11,347	11,347	11,347	11,347	11,347	11,347	11,347	11,347	11,347
旅行事業小計	166,207	166,612	171,737	172,018	177,360	177,525	183,131	188,949	186,142	192,122
その他事業	142,387	142,387	142,387	142,387	142,387	142,387	142,387	142,387	142,387	142,387
営業収入小計	1,619,273	1,596,835	1,628,891	1,603,291	1,660,218	1,610,222	1,670,969	1,738,283	1,659,765	1,725,358
内部取引	159,318	159,318	159,318	159,318	159,318	159,318	159,318	159,318	159,318	159,318
営業収入	1,459,955	1,437,517	1,469,573	1,443,973	1,500,900	1,450,904	1,511,651	1,578,965	1,500,447	1,566,040
費用										
航空事業	1,207,504	1,205,986	1,226,586	1,223,306	1,238,872	1,210,411	1,261,092	1,263,723	1,238,159	1,266,957
旅行事業	161,583	161,976	166,959	167,231	172,425	172,585	178,035	183,691	180,962	186,776
その他事業	137,201	137,201	137,201	137,201	137,201	137,201	137,201	137,201	137,201	137,201
内部取引	159,318	159,318	159,318	159,318	159,318	159,318	159,318	159,318	159,318	159,318
営業費用	1,346,969	1,345,844	1,371,428	1,368,420	1,389,180	1,360,879	1,417,010	1,425,298	1,397,004	1,431,616
営業利益	112,985	91,673	98,144	75,553	111,720	90,025	94,640	153,667	103,443	134,424

予想に用いた数字

収入

国内線旅客…〇〇参照

国際線旅客…〇〇参照

国内貨物…年額100百万円の減少

国際貨物…年率1%成長

旅行国内…2022年までに、2007年の水準に回復する(国内の旅行事業の需要上限は2007年から変わっていないと考えたため)

旅行国際…国際線旅客収入の成長率予想と同じ年率で成長

郵便、航空その他、旅行その他、内部取引、その他…過去5年平均の値で一定

費用

航空事業…〇〇参照

旅行事業…2012年の利益率2.8%で今後一定として算出

その他事業…2012年の利益率3.6%で今後一定として算出

内部取引…収入の内部取引と同額(過去の数字から、ほぼ収入と費用が同額だったため)

➤ Valuation1

Merc WACC 計算表

資本構成	
負債比率	53.4%
資本比率	46.6%
有利子負債コスト	
税前コスト	2.3%
税率	35.6%
税引後コスト	1.5%
資本コスト	
Risk-free Rate	1.55%
Market Risk Premium	5.00%
Relevered Beta	0.61
Cost of Equity	4.6%
WACC	2.9%

Net Working Capital	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
売上高	1,357,653	1,411,504	1,483,581	1,459,955	1,437,517	1,469,573	1,443,973	1,507,681
流動資産								
売掛金	95,756	80,034	104,609	89,368	87,763	90,919	89,190	92,526
在庫	55,459	51,446	51,061	54,658	53,676	55,606	54,549	56,590
計	151,215	131,480	155,670	144,025	141,439	146,525	143,739	149,116
流動負債								
買掛金	160,755	148,933	162,623	161,979	159,070	164,790	161,656	167,704
計	160,755	148,933	162,623	161,979	159,070	164,790	161,656	167,704
運転資本	-9,540	-17,453	-6,953	-17,953	-17,631	-18,265	-17,918	-18,588
売上比率 (%)	0	-0.012	-0.005	-0.012	-0.012	-0.012	-0.012	-0.012
増(減)額	-	-7,913	10,500	-11,000	322	-634	347	-670
売掛回転日数(売上比)	25.7	20.7	25.7	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
在庫回転日数(売上比)	14.9	13.3	12.6	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7
買掛回転日数(売上比)	43.2	38.5	40.0	40.6	40.6	40.6	40.6	40.6

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
売上高	1,477,682	1,535,780	1,594,345	1,507,313	1,564,429
流動資産					
売掛金	90,685	94,251	97,845	92,504	96,009
在庫	55,464	57,644	59,843	56,576	58,720
計	146,149	151,895	157,687	149,079	154,728
流動負債					
買掛金	164,367	170,829	177,344	167,663	174,016
計	164,367	170,829	177,344	167,663	174,016
運転資本	-18,218	-18,934	-19,656	-18,583	-19,287
売上比率	-0.012	-0.012	-0.012	-0.012	-0.012
増(減)額	370	-716	-722	1,073	-704
売掛	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
在庫	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7
買掛	40.6	40.6	40.6	40.6	40.6

➤ Valuation2

	実績値			CAGR (11-13)	計画値		
	2011	2012	2013		2014E	2015E	2016E
営業収入	1,357,653	1,411,504	1,483,581		1,459,955	1,437,517	1,469,573
% growth	NA	4.0%	5.1%	4.5%	-1.6%	-1.5%	2.2%
営業費用	1,289,845	1,314,482	1,379,754		1,346,810	1,340,269	1,375,213
営業利益 (EBIT)	67,808	97,022	103,827		113,145	97,248	94,359
% margin	5.0%	6.9%	7.0%		7.7%	6.8%	6.4%
法人税 35.6%	27,123	38,809	41,531		45,258	38,899	37,744
NOPLAT (NOPAT, EBIAT)	40,685	58,213	62,296		67,887	58,349	56,616
(+) 減価償却費	118,440	119,268	123,916		137,738	139,118	143,994
(-) 設備投資	211,698	196,881	162,752		190,000	190,000	190,000
(-) 運転資本の増加(+減少)	0	-7,913	10,500		-11,000	322	-634
フリーキャッシュフロー(FCF)	-52,573	-11,487	12,960		26,625	7,144	11,243
EBITDA	186,248	216,290	227,743		250,883	236,366	238,353
WACC (%)	2.9%						
割引期間(年):					1.0	2.0	3.0
割引係数					0.97	0.94	0.92
FCFの現在価値					25,875	6,747	10,319

	計画値							CAGR (13-23)
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	
営業収入	1,443,973	1,500,900	1,450,904	1,511,651	1,578,965	1,500,447	1,566,040	
% growth	-1.7%	3.9%	-3.3%	4.2%	4.5%	-5.0%	4.4%	0.6%
営業費用	1,363,762	1,395,417	1,358,082	1,413,019	1,435,652	1,392,276	1,429,957	
営業利益 (EBIT)	80,212	105,483	92,822	98,632	143,313	108,171	136,084	
% margin	5.6%	7.0%	6.4%	6.5%	9.1%	7.2%	8.7%	
法人税	32,085	42,193	37,129	39,453	57,325	43,268	54,433	
NOPLAT (NOPAT, EBIAT)	48,127	63,290	55,693	59,179	85,988	64,903	81,650	
(+) 減価償却費	145,247	150,370	151,496	156,912	162,098	158,952	163,675	
(-) 設備投資	190,000	190,000	190,000	190,000	190,000	190,000	190,000	
(-) 運転資本の増加(+減少)	347	-670	370	-716	-722	1,073	-704	
フリーキャッシュフロー(FCF)	3,026	24,330	16,820	26,807	58,808	32,781	56,030	
EBITDA	225,458	255,853	244,319	255,543	305,411	267,122	299,759	
割引期間(年):	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	
割引係数	0.89	0.87	0.84	0.82	0.80	0.77	0.75	
FCFの現在価値	2,699	21,089	14,169	21,945	46,786	25,345	42,098	

➤ Valuation3

継続価値 (Terminal Value)

最終年のFCF	61,963
永久成長率 (PGR)	0.0%
Terminal Value	2,136,648
割引係数(10年)	0.75
TVの現在価値	1,605,385

企業価値 (Enterprise Value)

FCFの現在価値	256,758
TVの現在価値(永久成長法)	1,605,385
企業価値(永久成長法)	1,862,143
FCF/TV 比率(永久成長法)	13.8%
理論株価(永久成長法)	310.28356

➤LCCの動向

国内のLCC企業は、ピーチ、エアアジア・ジャパン(2013年11月から「バニラエア」へ改称)、ジェットスター・ジャパンの3社となっている。好スタートを切ったのはピーチ。成田に比べて混雑の少ない関空を拠点に展開。稼働率を増やすことにより、就航1年半で、300万人の累計登場者数を記録した。しかし直近の決算では赤字を計上するなど、まだ収益基盤がととのっていないようである。ピーチ以外の2社も大幅な赤字を計上した。

	ピーチ・アビエーション	エアアジア・ジャパン	ジェットスター・ジャパン
売上高	14,387	3,467(就航後8か月のみ)	12,000
営業損益	-1,209	-3,641	-8,800
出資	ANAが38%出資	ANAの100%子会社	JALが33.3%出資
特徴	関空拠点	今後はリゾート向け	国内重視。今後は海外も
路線	関西-新千歳、仙台、福岡、長崎、 鹿児島、那覇、石垣、成田(予) 那覇-石垣 関西-ソウル、香港、台北、釜山 那覇-台北	成田-新千歳、那覇(予) 成田-ソウル、台北(予)	成田-新千歳、関西、松山、福岡、 大分、鹿児島、那覇 関西-新千歳、福岡、那覇 中部-新千歳、福岡、鹿児島

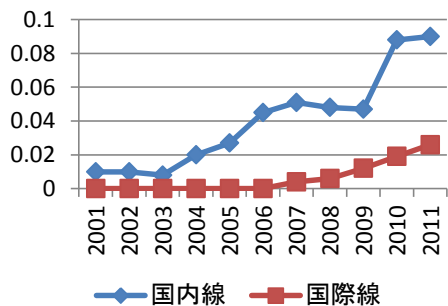
出所:帝国データバンク、官報

日本のLCC比率は増加傾向にあるものの、国内線が9%、国際線が2.6%と、世界的に見て低い水準になっている。日本へのLCCの参入が遅かったことも理由としてあげられるが、日本にはLCCの業績に悪影響を与える要素がいくつか存在する。

第一に、空港の問題である。日本には利用料の安いセカンダリー空港(都市圏の基幹空港を補完する空港)が、都市圏に存在しない。そのためLCC会社も利用料の高い成田空港を使用するしかなく、コストの押し上げ要因となっている。また、成田空港には深夜時間帯の離発着規制があり、稼働率を増やすことでコストを抑えるLCCにとっては厳しい環境となっている。

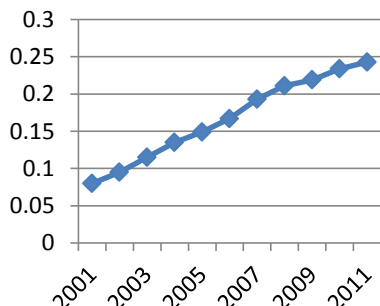
第二に、単純に人件費などの航空機運航に必要な費用が高いことである。ユニットコストは、海外のLCCは2~3円。日本の大手航空会社は10円以上、エアアジア・ジャパンでも6円かかっている。

国内LCC比率

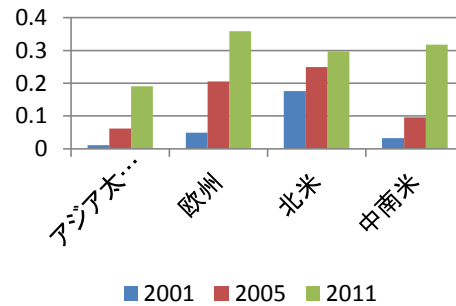


国内の比率にはスカイマークなど含む

世界LCC比率



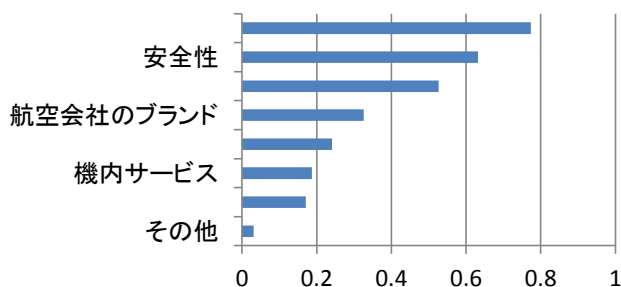
地域別LCC比率



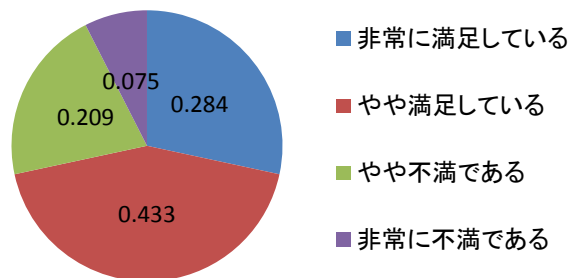
出所:CAPA資料

とはいえ、フルサービスと比べ低価格のLCCは日本人にとっても魅力的なものである。マクロミルが行ったアンケートによると、航空会社を選ぶ際に気を付けることの第一位に「料金」と回答した人が最も多かった。また、LCCに乗って満足していると回答した人も7割以上に上っている。

航空会社を選ぶポイント



LCCの満足度

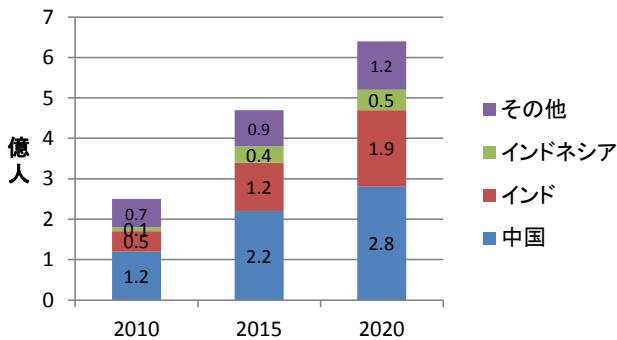


出所:マクロミル「LCCに関する調査」8月27日~9月4日

➤LCC予想

国際線LCC予想

参考:新興国における上位中間層の割合

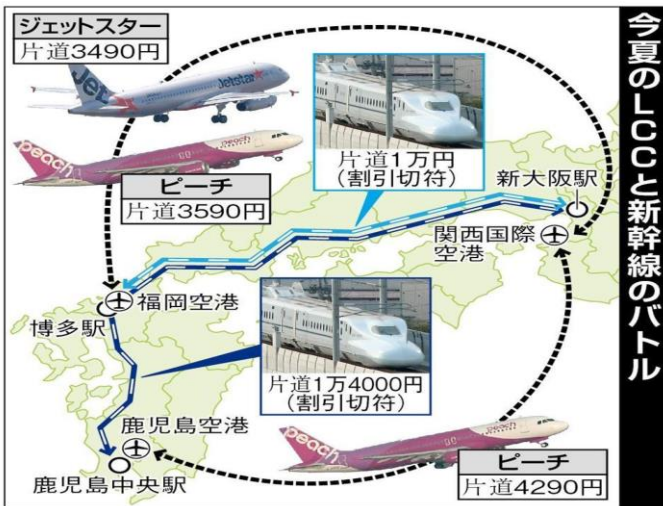


上位中間層は年間所得15000ドルから35000ドル。「市場経済を楽しみ、様々な家電製品を購入し、医療、教育などのサービス支出を増加させ、週末や夏期・冬期の長期休暇にレジャーを楽しむ余裕のある人々」と定義される。(経済産業省資料より)

世界的なLCCのシェアは今後も拡大すると予想。理由は、発展途上国の経済成長による中産階級の増加である。LCCはこれまで高価格の飛行機に乗ることのできなかった人々の需要を掘り起こした。今後もアジア太平洋地域、中南米地域を中心に、世界的なLCCの比率は拡大していくだろう。

しかし、価格の面で海外勢におとる日本のLCCが、今後シェアを大きく伸ばすとは考えにくい。売上の増加も大きくは見込めないと予想。また、日本はまだアジア諸国に比べてLCC比率が低く、春秋航空などのアジアのLCCがこぞって日本への参入を進めている。競争の激化により価格が今後一層押し下げられれば、利益幅も縮小するだろう。

国内線LCC予想



msn産経ニュース2013年8月3日より転載

日本においても、LCCの比率は概ね拡大傾向をたどると予想する。理由はLCCの浸透に向けて空港などに努力がみられることである。成田空港はLCC専用ターミナルを建設することが良い例だ。新幹線以上の低価格を武器に、観光客や帰省客の需要をつかむだろう。しかし、国内に多くの問題を抱える中、新幹線のシェアを奪うのは容易ではない。事実、LCCが新幹線の半分程度の価格で運べる大阪-福岡間のシェアは、いまだ8割以上を新幹線が握っている。現在のLCC三社の国内線売上合計を250億円程度、単価を5000円と予想すると、現在のLCCの旅客数は約500万人。2023年には、新たな航空需要の発掘(新幹線から奪ったものも含む)が200万人、既存航空会社から奪った旅客を100万人と予想し、約800万人の旅客がLCCを利用すると予想。単価一定とし、市場規模は400億円。

また国内のLCCはすべてANAまたはJALの傘下にいる。自社の得意な路線と競合しないようにしているため、LCCの業績が増加してもANAの大きな売上減少要因にはならない。

また出資比率は低いいため、国内線LCCの市場規模が400億円になったとしても、ANAの業績の増加には100億円程度しか寄与しない。利益率が低ければなおさら株価への影響は少ないだろう。

日本に乗り入れている国際線LCC一覧

航空会社	乗り入れ先	開始年
ジェットスター航空	オーストラリア	2007年
セブパシフィック	フィリピン	2008年
済州航空	韓国	2009年
エア・ブサン	韓国	2010年
ジェットスター・アジア航空	シンガポール	2010年
春秋航空	中国	2010年
エアアジアX	マレーシア	2010年
ジン・エア	韓国	2011年

FSAとLCCのコスト比較

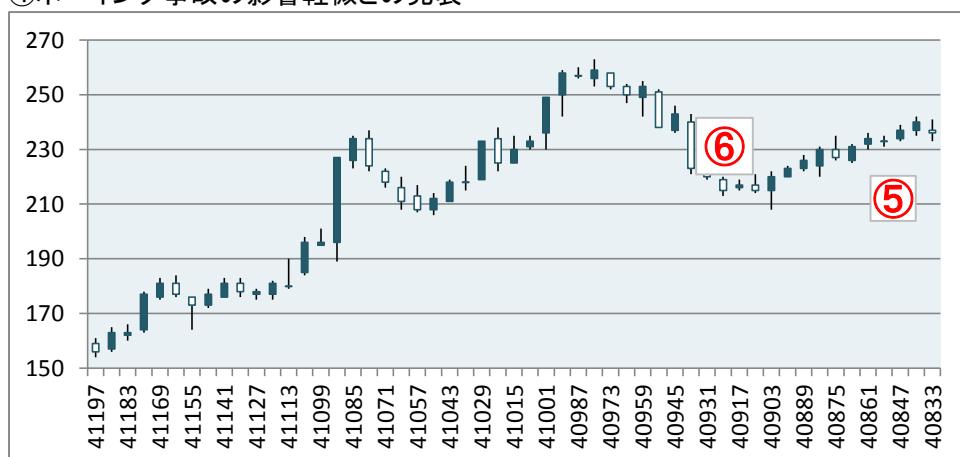
有効座席マイルあたりコスト(米セント)

2010年10~12月	AA	B6	AK
労務費	1.99	1.48	0.5
燃油費	0.58	0.57	0.26
空港使用料	0.69	0.64	1.19
整備費	0.38	0.39	0.1
航空機リース	0.74	0.56	0.35
減価償却費	0.87	0.64	0.53
販売費	4.01	3.4	2.35
その他	4.12	2.66	0.74

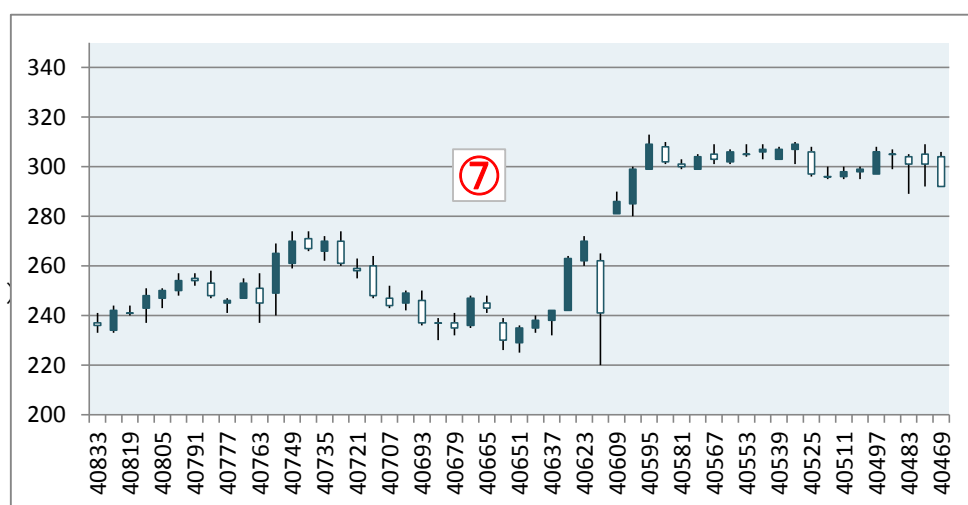
株価値動き分析



- ①羽田発着枠配分・・・株価はほぼ反応なし。発着枠の話題は決定以前から次第に織り込まれ始める。
- ②ミャンマーの航空会社へ出資・・・M&Aの増加が見込まれるため、この手の話題には要注意である。
- ③ボーイング787再開
- ④ボーイング事故の影響軽微との発表



- ⑤中国反日運動とJAL再上場・・・海外情勢は特に注意が必要である。
- ⑥M&Aなどを見据えて増資を行う可能性がある。



- ⑦産油国リビアでの騒乱・・・原油や為替の値動きには特に敏感と言える。ニュースの発表時期からずれている場合や主観が入っている場合がある。

※株価はYAHOOファイナンスより

➤財務諸表分析1

百万円	FY03/2013E	FY03/2014E	FY03/2015E	FY03/2016E	FY03/2017E	FY03/2018E	FY03/2019E
連結損益計算書							
百万円、円、%							
営業収入	1,459,955	1,437,517	1,469,573	1,443,973	1,500,900	1,450,904	1,511,651
営業費用	1,346,810	1,340,269	1,375,213	1,363,762	1,395,417	1,358,082	1,413,019
営業利益	113,145	97,248	94,359	80,212	105,483	92,822	98,632
受取利息	1,770	2,710	3,370	4,210	7,970	9,230	9,860
支払利息	-17,480	-17,800	-18,120	-18,440	-18,760	-19,080	-19,400
受取配当金	2,030	2,210	2,390	2,570	2,750	2,930	3,110
持分法投資損益	371	515	472	459	454	475	465
その他営業外損益	-11,954	-11,954	-11,954	-11,954	-11,954	-11,954	-11,954
経常利益	87,882	72,929	70,518	57,057	85,943	74,423	80,713
特別利益	1,764	1,764	1,764	1,764	1,764	1,764	1,764
特別損失	10,490	10,490	10,490	10,490	10,490	10,490	10,490
税金等調整前純利益	100,136	85,184	82,773	69,312	98,198	86,678	92,968
法人税等	-40,055	-34,073	-33,109	-27,725	-39,279	-34,671	-37,187
少数株主利益	-5	0	0	0	0	0	0
当期純利益	60,077	51,110	49,664	41,587	58,919	52,007	55,781
EBITDA	250,882	236,366	238,353	225,458	255,853	244,319	255,543

一株あたり指標	FY03/2013E	FY03/2014E	FY03/2015E	FY03/2016E	FY03/2017E	FY03/2018E	FY03/2019E
EPS(円)	17	14,554	14,142	11,842	16,778	14,809	15,884
DPS(円)	4	4	4	4	4	5	5
配当性向	0	0	0	0	0	0	0
BPS(円)	232,036	246,871	261,294	375,644	392,703	407,792	423,955
期末発行済株式数(百万株)	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516
期末自己株式数(百万株)	5	5	5	5	5	5	5
期末発行済株式数-自己株除く	3,512	3,512	3,512	3,512	3,512	3,512	3,512

特別利益…過去5年平均(2010の独禁法関連引当金戻入益除く)

特別損失…過去5年平均

➤財務諸表分析2

貸借対照表	FY03/2013E	FY03/2014E	FY03/2015E	FY03/2016E	FY03/2017E	FY03/2018E	FY03/2019E
百万円、円、%							
現金及び預金	134,824	168,863	212,303	406,044	471,095	503,489	578,748
受取手形及び営業未収入金	120,536	120,536	120,536	120,536	120,536	120,536	120,536
有価証券	276,041	271,960	288,590	272,590	299,390	269,230	302,180
その他流動資産	177,571	177,571	177,571	177,571	177,571	177,571	177,571
流動資産合計	708,972	738,930	799,000	976,741	1,068,592	1,070,826	1,179,035
有形固定資産	1,248,624	1,299,506	1,345,513	1,390,266	1,429,896	1,468,400	1,501,488
のれん及び無形固定資産	66,828	66,828	66,828	66,828	66,828	66,828	66,828
長期貸付金	4,487	4,487	4,487	4,487	4,487	4,487	4,487
短期貸付金	0	0	0	0	0	0	0
投資有価証券	74,574	80,665	86,756	92,847	98,938	105,029	111,120
その他固定資産	101,076	84,680	48,538	230,410	177,928	187,014	130,474
固定資産合計	1,495,589	1,536,167	1,552,122	1,784,839	1,778,078	1,831,758	1,814,397
資産合計	2,204,561	2,275,097	2,351,122	2,761,579	2,846,669	2,902,584	2,993,432
支払手形及び営業未払金	161,425	163,870	173,250	166,140	175,330	162,260	180,350
短期借入金、一年内期限の長期債	119,259	107,679	96,098	84,518	72,938	61,358	49,777
その他流動負債	169,322	169,322	169,322	169,322	169,322	169,322	169,322
流動負債合計	450,006	440,871	438,670	419,980	417,590	392,940	399,449
長期借入金、社債	707,829	688,852	669,875	650,898	631,921	612,944	593,967
その他固定負債	178,949	178,949	178,949	178,949	178,949	178,949	178,949
固定負債合計	886,778	867,801	848,824	829,847	810,870	791,893	772,916
負債合計	1,336,784	1,308,672	1,287,494	1,249,827	1,228,460	1,184,833	1,172,365
資本金	318,789	318,789	318,789	408,789	408,789	408,789	408,789
資本剰余金	281,969	281,969	281,969	371,969	371,969	371,969	371,969
利益剰余金	210,726	261,822	311,472	353,044	411,949	463,939	519,702
自己株式	-898	102	1,102	181,102	182,102	183,102	184,102
株主資本合計	814,857	866,953	917,603	1,319,175	1,379,080	1,432,070	1,488,833
累積その他の包括利益	4,271	4,271	4,271	4,271	4,271	4,271	4,271
少数株主持分	6,368	6,368	6,368	6,368	6,368	6,368	6,368
資本合計	821,225	873,321	923,971	1,325,543	1,385,448	1,438,438	1,495,201
負債・資本合計	2,204,561	2,275,097	2,351,122	2,761,579	2,846,669	2,902,584	2,993,432

財務諸表分析3

キャッシュフロー計算書	FY03/2013E	FY03/2014E	FY03/2015E	FY03/2016E	FY03/2017E	FY03/2018E	FY03/2019E	
税金等調整前当期純利益	100,606	85,694	83,333	69,922	98,858	87,388	93,728	
減価償却費	137,738	139,118	143,994	145,247	150,370	151,496	156,912	cf.コスト分析
のれん償却費	-1	0	0	0	0	0	0	
運転資本の増減:	3,199	2,445	9,380	-7,110	9,190	-13,070	18,090	
売上債権	0	0	0	0	0	0	0	
仕入債務	3,199	2,445	9,380	-7,110	9,190	-13,070	18,090	
その他営業キャッシュフロー ¹	0							
営業キャッシュフロー	241,542	227,256	236,706	208,058	258,418	225,814	268,730	
設備投資	-190,000	-190,000	-190,000	-190,000	-190,000	-190,000	-190,000	一定
投資有価証券の増減	-6,091	-6,091	-6,091	-6,091	-6,091	-6,091	-6,091	過去5年の外れ値を除いた平均
長期貸付金の増減額	0	0	0	0	0	0	0	増減なし
短期貸付金の増減額	0	0	0	0	0	0	0	
その他投資キャッシュフロー	0	0	0	0	0	0	0	
投資キャッシュフロー	-196,091	-196,091	-196,091	-196,091	-196,091	-196,091	-196,091	
短期借入金等の増減	-11,580	-11,580	-11,580	-11,580	-11,580	-11,580	-11,580	過去5年平均
長期借入金・社債の増減	-18,977	-18,977	-18,977	-18,977	-18,977	-18,977	-18,977	過去3年平均
配当金の支払額	-14	-14	-14	-14	-14	-18	-18	
新株発行による収入/自己株	1,000	1,000	1,000	180,000	1,000	1,000	1,000	過去と同程度の増資を一回行うことを予;
その他財務キャッシュフロー	-13,597	-13,597	-13,597	-13,597	-13,597	-13,597	-13,597	
財務キャッシュフロー	-43,168	-43,168	-43,168	135,832	-43,168	-43,172	-43,172	
キャッシュフロー合計	2,283	-12,003	-2,553	147,799	19,159	-13,448	29,467	
現金及び現金同等物に係る:	0	0	0	0	0	0	0	
その他	0	0	0	0	0	0	0	
現金及び現金同等物期末残	88,742	76,739	74,186	221,985	241,143	227,695	257,162	

補足情報	FY03/2013E	FY03/2014E	FY03/2015E	FY03/2016E	FY03/2017E	FY03/2018E	FY03/2019E
有利子負債	827,088	796,531	765,973	735,416	704,859	674,302	643,744
ネット負債	738,346	719,792	691,787	513,431	463,715	446,606	386,582
ネットD/Eレシオ	0.91	0.83	0.75	0.39	0.34	0.31	0.26

財務3表計算用指標及び前提

貸借対照表計算用指標	FY03/2013E	FY03/2014E	FY03/2015E	FY03/2016E	FY03/2017E	FY03/2018E	FY03/2019E
売上債権回転日数(日)	70	70	70	70	70	70	70
期中平均売掛債権	279,860	274,830	284,710	279,300	289,750	283,980	295,150
仕入債務回転日数(日)	-45	-45	-45	-45	-45	-45	-45
期中平均仕入債務	165,470	164,670	168,960	167,550	171,440	166,850	173,600
損益計算書前提	FY03/2013E	FY03/2014E	FY03/2015E	FY03/2016E	FY03/2017E	FY03/2018E	FY03/2019E
支払利息							
前期との平均負債額	842,366	811,809	781,252	750,695	720,137	689,580	659,023
支払利息	17,010	16,390	15,770	15,150	14,530	13,910	13,290
支払利息/負債額	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
受取利息							
前期現預金及び債権	90,946	93,229	81,226	78,673	226,472	245,630	232,182
受取利息	1,770	1,810	1,580	1,530	4,400	4,770	4,510
受取利息/現預金	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
受取配当金							
前期投資有価証券他	68,483	74,574	80,665	86,756	92,847	98,938	105,029
受取配当金	2,030	2,210	2,390	2,570	2,750	2,930	3,110
受取配当金/投資有価証券 ¹	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
実効税率	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%