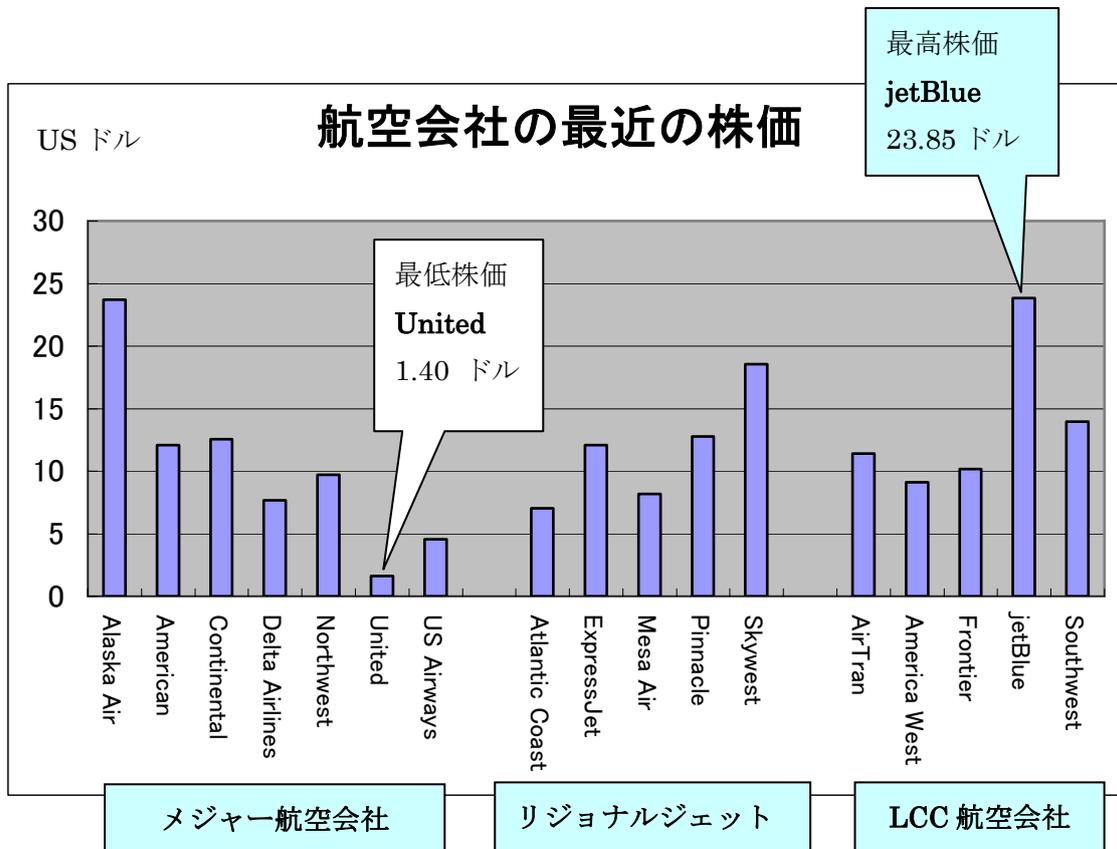


TD 勉強会 情報 102

Blaylock&Partners Research TRAVEL & LEISURE:
AIRLINES
March 29, 2004

米航空会社株 買い? 売り? 保留(手控え)?



この資料の原文は有料です。 コピー及びメール転送はご遠慮ください。

このレポートは、投資コンサルタント Blaylock & Partners 社の、米航空会社 17 社株の、“売り”、“買い”、“保留（手控え）” のリコメンデーションである。

このコンサルタントのリコメンデーションは、下表の通りである。①～⑰は、株価の順位を示している。

Rating	航空会社名	区 分	ティッカー	Mar29 株価
BUY	⑨AirTran Holdings	LCC	AAI	\$ 11.42 ⑨
	②Alaska Air Group	Major	ALK	\$23.71 ②
	America West	LCC	AWA	\$ 9.12 ⑫
	⑩Frontier	LCC	FRNT	\$10.19 ⑩
	①JetBlue	LCC	JBLU	\$23.85 ①
	Mesa Air Group	Regional	MESA	\$ 8.17 ⑬
	⑤Pinnacle Airlines	Regional	PNCL	\$12.78 ⑤
	③Skywest Inc.	Regional	SKYW	\$18.56 ③
	④Southwest Airlines	LCC	LUV	\$13.94 ④
HOLD	⑧AMR Corporation	Major	AMR	\$12.08 ⑧
	Atlantic Coast Airlines	Regional	ACAI	\$ 7.03 ⑮
	⑥Continental Airlines	Major	CAL	\$12.54 ⑥
	Delta Airlines	Major	DAL	\$ 7.67 ⑭
	⑦ExpressJet Holdings	Regional	XJT	\$12.10 ⑦
	Northwest Airlines	Major	NWAC	\$ 9.69 ⑪
SELL	UAL Corporation	Major	UALAQ.OB	\$ 1.40 ⑰
	US Airways Group	Major	UAIR	\$ 4.57 ⑯

Legacy Carriers Still Await Recovery

- 経済の回復と多客需要期を迎えて、航空会社株価は、低い冬のレベルを抜け出て、きっと回復し始める筈と考える。
- 2004 年に航空会社株価を著しく低下させる要因は： ①燃油費の高騰の継続と、②需要の増加にも拘わらず、運賃値上げが実施困難な事の二つ。 運賃値上げが実施困難となるのは、LCC に対するメジャーの対抗増便による供給過剰が主な原因。
- 最近の株価の反騰は、①全般的な株式市場の活況、②伝統的航空会社の倒産水準レベル近くの株価、③ピークを越え下降局面入りした燃油価格、④限定的燃料サーチャージの最近の浸透、によるものである。 燃料は、人件費に次ぐ二番目に大きな費用で、原油のバレル当たり 1 ドルの値上げは、およそ \$ 425M (467 億円) の航空会社の燃料費をアップさせる事になる。
- B&P は、予想以上の燃料費の高騰とイールドの緩慢な回復のために、2004 年の第 1 四半期と年度の EPS 予想を、次表の通り下方修正した。 B&P は、以前は、AMR と CAL については、僅かではあるが、2004 年の第 2 四半期の利益計上を予想していた。

()内赤字数値は欠損 単位：一株当たり米ドル損益

		Q1'04	2004	2005			Q1'04	2004	2005
ALK	Old	(1.07)	0.57	2.99	CAL	Old	(1.51)	(1.03)	3.12
	New	(1.38)	0.29	2.71		New	(1.51)	(1.03)	3.12
	Cons.	(1.32)	0.97	2.64		Cons.	(1.31)	(0.71)	2.12
AMR	Old	(1.22)	2.34	4.27	DAL	Old	(2.65)	(3.13)	0.68
	New	(1.17)	1.39	3.61		New	(3.00)	(4.45)	(0.68)
	Cons.	(1.17)	(0.08)	2.59		Cons.	(2.94)	(5.37)	(0.51)
AWA	Old	0.03	1.42	1.71	NWA C	Old	(1.99)	(3.29)	2.19
	New	(0.16)	1.58	1.84		New	(2.24)	(3.38)	2.19
	Cons.	(0.34)	0.74	1.42		Cons.	(2.53)	(3.24)	1.23

Old= 前回予想、 New= 今回予想、 Cons.= コンサーバティブ=控えめな予想

- LCC では、2強の LUV (Southwest)、JBLU (jetBlue) 株は、現在は高値に張り付いている (fully priced) が、長期保有する余裕があるのであれば、購入すべき株である。 AAI と FRNT と AWA 株は、今後上昇すると見込まれると同時に、現在でもバリューのある株であると思われる。
- P&B が調査している殆どのリジショナルは、優良株である。 P&B は、成長力のあるコスト管理の上手な PNCL 株を推す。 ACAI については LCC への転換計画のために (魅力的な株価ではあるが) 勧めない。 XJT は、拡大計画を見るまでは保留するべきだ。

Details

景気の回復に勢いがついている。消費意欲の向上と、商取引 (traffic) の増加が見られる。これらの傾向は、伝統的には、産業界と株価に対して明るい見通しを与える。しかしながら航空株は、昨年の秋の、我々は早すぎた反騰相場と考えている所から、大きく下落している。航空会社株は、特に景気回復局面に於いては、オンシーズンの夏の多客期に期待して、春に値を上げる傾向が強い。我々は、この傾向が、今年にも継続されると考える。最近の原油価格の極めて高いレベルからの低下により、既に値動きが始まっているのかも知れない。原油価格が、バレル 30 ドルまで低下するならば、航空会社株の、全般的な大きな反騰がキットあるだろう。

現下の環境は、航空会社にとって良くなりつつある。しかし伝統的航空会社にとっては、シッカリした回復を拒む二つの要因が存在する。一つは供給過剰の問題である。この問題が、需要の増加が有るにも拘らず、運賃とイールドの上昇を抑えてしまっている。二つ目が、予想外の原油価格の高騰である。価格の沈静化が見られるまでは、そして/或い

は、運賃値上げ（運賃そのものの値上げか、強力なイーロード管理のどちらか）が実施されるまでは、春の株価反騰は、短命に終わるかも知れない。景気の回復は、勿論経済全体を押し上げる事になるが、原油価格も高値を維持させてしまう。

Our outlook for the three sectors of the airline industry is as follows:

Legacy carriers

我々の意見では、伝統的航空会社が多すぎる。多すぎるハブで犇めき合っている。我々は、伝統的航空会社は、LCC のレジャー市場の point-to-point (PTP) 路線に於ける競争で、敗北すると予想している。幾つかの伝統的航空会社が、自社の中に低コスト航空会社を立ち上げているが、仮にこれが失敗すると（我々は、そうなると予想している）、伝統的航空会社は、レジャーPTP 路線から撤退を余儀なくされて、それらの路線を LCC 達に明け渡す事になるだろう。そして、伝統的航空会社は、彼らの強さを発揮出来るハブや国際線に、事業運営を集中して行く事になるだろう。この領域の高いコストにも拘らず、彼らは多分利益計上出来るだろう。この領域は、LCC にとっては、苦手な路線なのだ。

しかしながら、当面は、供給過剰と多すぎるハブの問題は継続する。伝統的航空会社のセクターでは、収支の回復は、倒産・合併・強固な提携（サブ的合併）などによる供給問題が解消されるまでは、短期的なものに終わるだろう。多くの負債を抱えているので、伝統的航空会社が損益分岐点に達するには、凡そ 4%の営業利益率が必要と、我々は考える。9-11 以前は、2%が損益分岐点であった。

Low cost carriers

長期的に生き残れる LCC は、6 社から 7 社と我々は考える。彼らは、分かりやすい単純な運賃構造で、全米の 70%の路線で運航している。非稼動となっている中古機が多く存在し、スタータップがそれらの機材を容易に利用できるにも拘らず、既存 LCC の柔軟性とクリティカルマスにより、これからは、新しい LCC (startup) の誕生は、余り多くはないだろう。LCC の成功のためには、ローコスト以外に、①ニッチの追求 (finding solid niches) (隙間市場への路線参入)、②良い経営チームの保有 (having a good management team)、③資金の確保 (to be well funded)、の三つが必要である。どの潜在的なスタータップにも、この三要素を揃えられない。現在の LCC 達が、健全な経営と市場シェアを確保する限りは、新しい LCC の誕生は難しい。彼らは、安い、古い航空機だけでは、競争力ある航空会社を興せない事を教えている。

Regional airlines

過去 5 年間に、リジョナルにとって二つの出来事、①リジョナルジェット（機材）のテクノロジーの進歩、②コスト・プラス（或いは収入保証）契約が、彼らの営業利益と成長を約束している。最近の UA の倒産により、UA Express のリジョナル運航便の契約見直しが強行された結果、株価は下落。しかしながら、我々は、リジョナル航空は、一般的には“小確り”（over hit）していると考える。リジョナルにとって、将来（殆どのキャリアにとって 2 年以上先）の大きなリスク（main danger）は、リジョナルジェット不要論である。特に、若し伝統的航空会社が本格的なリストラ（major retrenchment）を開始し、赤字を出している小規模ハブを閉鎖するとなると、そこで使用されているリジョナルジェットは、お払い箱となってしまふ事になる。しかし、それは早くても今後数年はかかると、我々は見ている。

Summary

①バレル当たり 35 ドル以上による燃油費高騰、②供給過多がイールド向上を抑制、の二つが、現在、航空会社を痛めつけている。LCC は、この燃油コストレベルでも利益の計上が可能であるが、伝統的航空会社は、そうは行かない。伝統的航空会社は、昨年度よりは欠損を縮小してはいるが、彼らは、資金（cash）の流出が止まらず、大きな流動性（cash reserve）を維持する為に、資産も売り尽くしつつある。が、現時点では流動性不足に陥るおそれは生じない。US Airways を除いて、今年に破産申告（chapter 11 申請）をするメジャーは出ないと、我々は考える。

Delta Air Lines は、コスト削減のために、パイロットと交渉中である。我々は、今年中に、この解決がはかられるとは思っていない。DL は、今年は、困難な事業運営を迫られる事になるだろう。だからと言って、DL が破産申告をするなどとは、他もそう見ている通り、我々も考えていない。DL は最早、伝統的航空会社の中で、最強のバランスシートを持っている訳ではない。そして、DL は、パイロットとの契約更改年の 2005 年には、年金の支払い、資本支出（CAPEX = capital expenditure）、負債の満期返済、の現金支出のために、▲10 億ドル（▲1,100 億円）に上る流動性の悪化を招く、と我々は予想する。運航区間距離を調整すると、DL は、米航空会社の中で、多分、最も高い CASM（cost per available seat mile = 有効座哩当たりコスト）のキャリアである。

全ての伝統的航空会社は、多くの PTP 路線で、決してコスト競争力のある運営など出来ない事に気がつき、そして、その多くが、これらの路線から撤退しなければならない事になるだろう、と我々は予想している。彼らが LCC とのコードシェアー（現在は大規模には存在していない）を通じて、それらの路線に生き残る可能性はある。しかし、伝統的航空

会社自身が立ち上げる LCC は、成功するとは考えられない。 余りにも違う社風や文化、と組合が、その成功を許さないだろう。

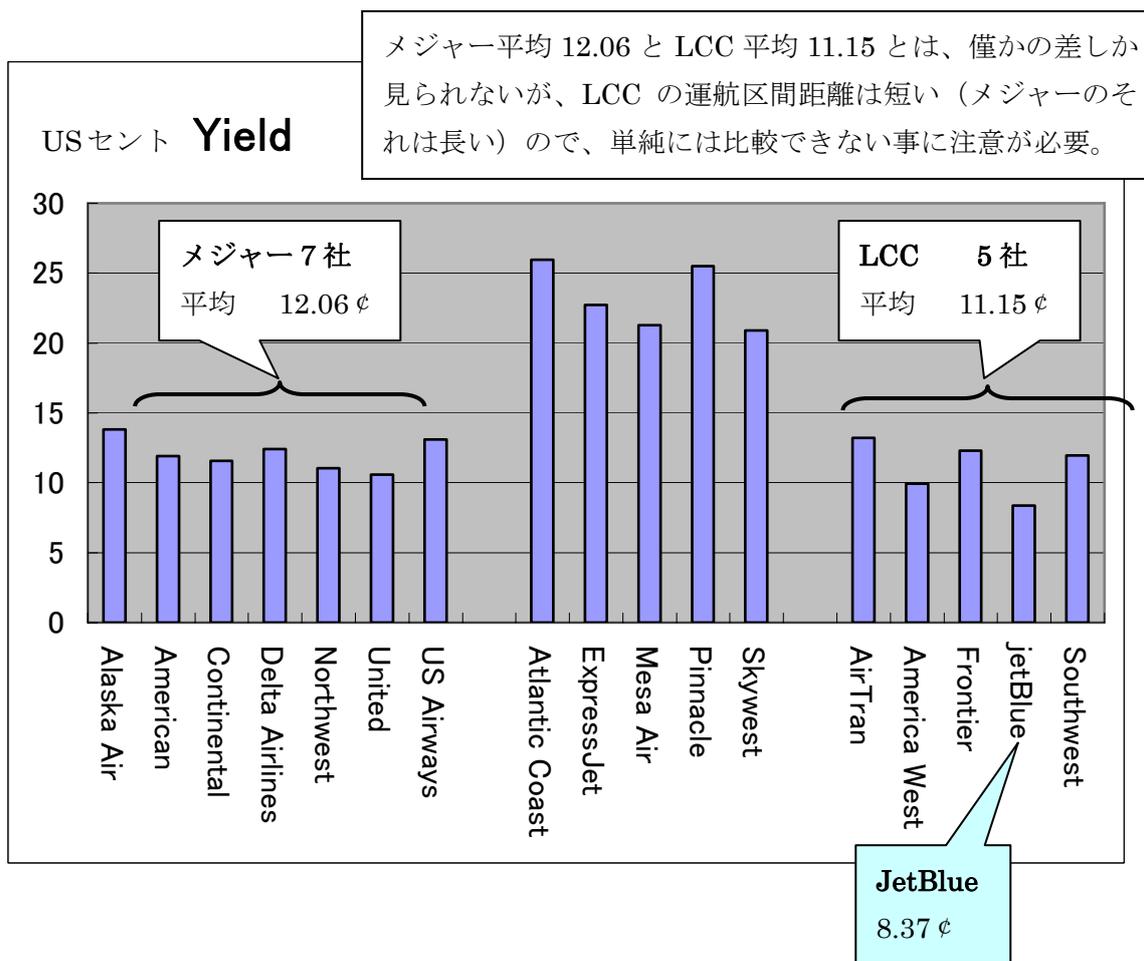
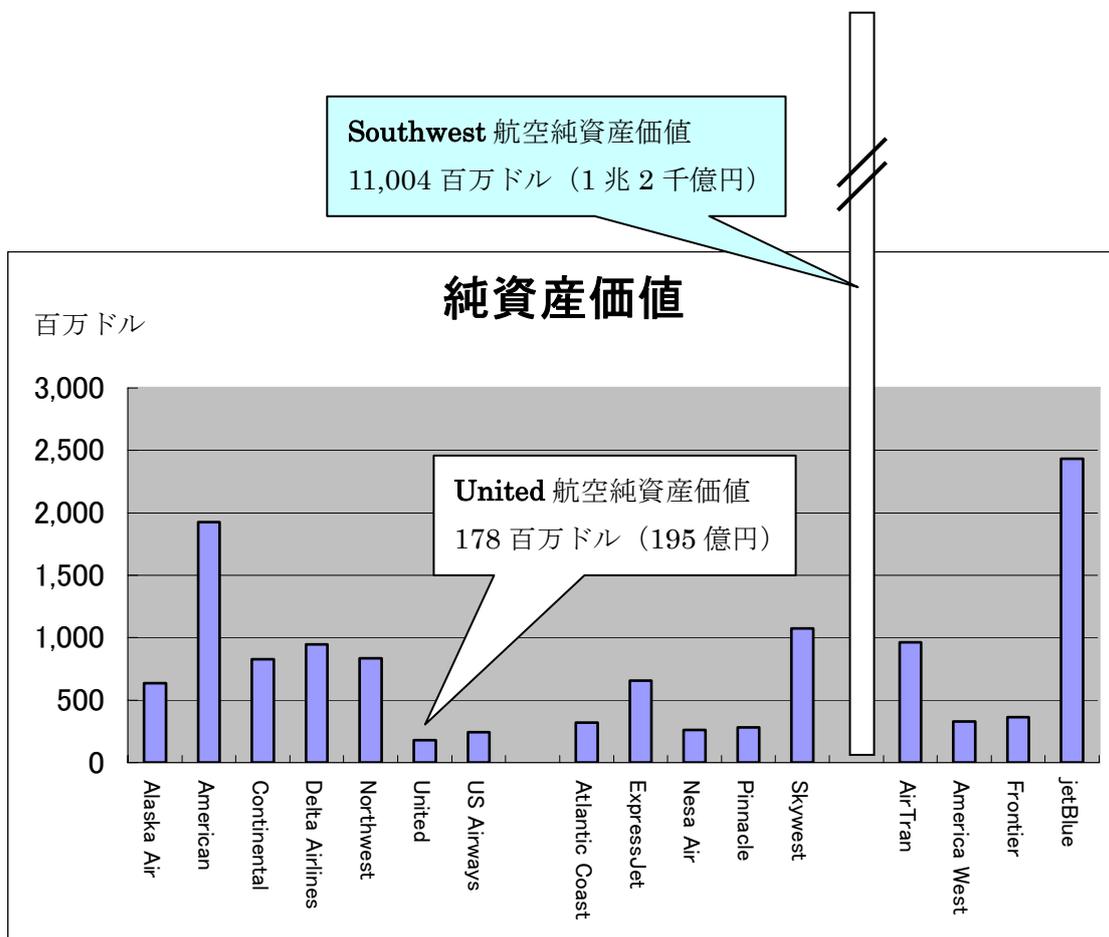
国内線と国際線の双方の強力な空運輸送システムを提供する必要性が、H&S キャリアにあるとは言え、この伝統的航空会社セクターは、キット縮小するだろう。 伝統的航空会社には、供給を減少し、余剰の小規模ハブを閉鎖する、大幅なリストラが必要だ。 我々は、三つの方法の何れかにより、それが起こるだろうと考えている。

- ① 倒産 (a major bankruptcy and liquidation)、
- ② 合併 (mergers)、
- ③ 競争法免除による、より密着した提携 (allowing closer partnerships through anti-trust immunity)、

CAL-NWAC-DAL の提携は、上記の③の完璧な具体例となり得る。 上記の①及び②のケースは、以前の合併が、株主のバリューを崩壊(destroyed)してしまった経験から、短期的には発生しないと考える。

今春の株価の反騰を期待したい。 特にシーズンリティーと景気の回復をベースに、現在の低いレベルからの脱出を期待したい。 原油価格がよりモデレートなレベルに下がるならば、より大きな反騰が見られるであろう。 殆どのキャリア (リストラしていない倒産間近のキャリアを除く) の株価は値を上げるだろう。 我々は、大きな労使問題の無い伝統的航空会社と、LCC と、リジョナルを勧めたい。

次ページ以降に、各社のイーロドと純資産価値の比較のヒストグラム、及び株価のチャートをつける。



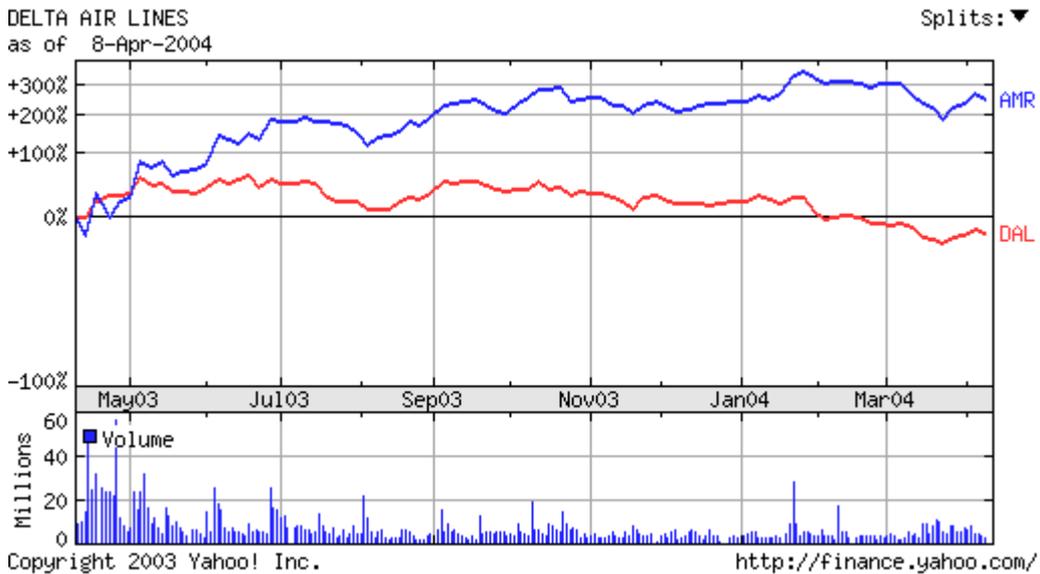
過去1年間のチャート

(2003年4月9日を基点とした株価変動率を表示している。)

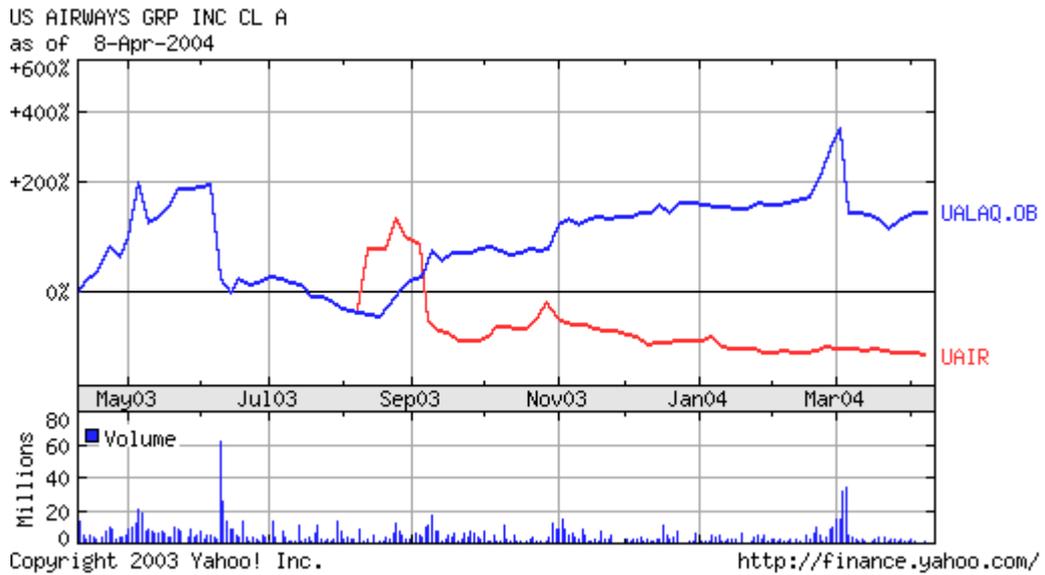
4月8日 Southwest (LUV) 終値 14.96ドル、jetBlue (JBLU) 終値 25.99ドル。



4月8日 American (AMR) 終値 13.31ドル、Delta (DAL) 終値 8.12ドル。



4月8日 United (UALAQ.OB) 終値 1.48 ドル、US Airways (UAIR) 終値 4.00 ドル。



4月8日 Northwest Airlines (NWAC) 終値 12.96 ドル、Continental Airlines (CAL) 終値 12.96 ドル。

