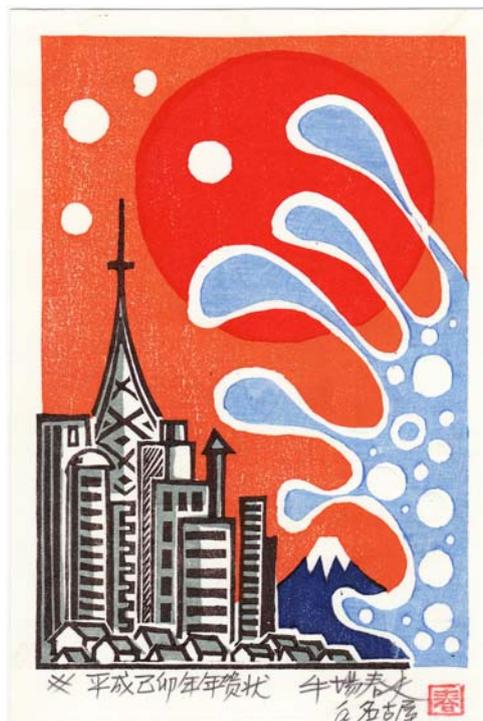


平成 20 年 3 月 24 日

TD 勉強会 情報 315

<エクスぺディア特集>

1. IAC デイラー、カブク 5 社分割へ
2. エクスぺディア株 “買い
3. 燃油高騰と景気後退が米航空会社を蝕む
4. その他のニュース



<エクスペディア特集 (1) >

nytimes.com, 3/16/2008

1. Barry Diller Conquered. Now He Tries to Divide

IAC デイラー、カづく 5 社分割へ

世界最大且つ最も採算性の良い双方向コマースのコングロマリットになる (Barry Diller = 写真) 筈だった IAC/InterActiveCorp がもがいている。

IAC の株価は、過去 52 週で▲44%も低下した。 5 年前にこの株を購入した人達は、S&P 500 銘柄が +54%上昇しているにも拘らず、▲17%の資産の目減りを余儀なくされている。



Barry Diller bought wide-ranging properties like Home Shopping Network, Ask.com, Match.com and LendingTree.

Diller (66) は、1990 年代中頃に初期の双方向 TV とインターネットを取り込み、当時は“新たなメディアの先見性を持った経営者”としてもはやされたが、彼の最近の手当たり次第の企業買収は、ウォール街のアナリスト達から経営センス欠如の疑いの眼差しで見られている。確かに、ABC や Paramount や Fox を運営していた頃の Diller は、極めて優秀なスタジオ経営者であった。そして誰もが未だ気が付かなかった時にホームショッピングとインターネット市場に真っ先に参入した。

Diller は、2005 年に Expedia をスピンアウトさせて\$173m(173 億円)を捻出したように、今度は買いまくった IAC の 60 以上のブランドを 5 社に分割しようとしている。この分社化計画には、株価を少しでも高めたいと言う Diller の思惑が込められている。こ

れに反対しているのが IAC 株を 30%保有している最大株主のケーブル大君 John C. Malone (66) だ。 Malone は、Diller が会社を分割して自分の IAC に対する正当な権利を奪おうとしていると抗議して、分社化中止と Diller 及びその幹部の追放を求めて Delaware 地方裁判所に IAC を訴えている。(関連：情報 308 ページ 16/309 号ページ 8)



Diller は、ハリウッドの William Morris Agency のメールボーイからスタートした。 1966 年に ABC テレビに移り、次に Paramount Pictures に異動して、映画スタジオとテレビ番組プロダクション事業で手腕を発揮した。 Paramount 在籍中に News Corporation の Rupert Murdoch の目に留まり、Fox に引き抜かれる。 Fox でも視聴者の拡大に功績を残すが、自身の会社を所有したがった Diller は、1992 年にホームショッピング チャンネルの QVC を買収し、彼の企業家としての評判を不動のものとする。

1994 年に Paramount Communications の買収に失敗した後で、彼は QVC を離れテレビ局を集めたグループ Silver King Communications の支配権を買収する。 この買収が、連続したゴタ混ぜの企業買収の始まりとなる。 HSN Inc の持ち株会社の下に、Home Shopping Network, Ticketmaster, the USA Network をはじめとして、10 数社の資産を保有

する。丁度この時期に、1998年に\$4bn(4,000億円)強で買収したUniversal Televisionを、その4年後にVivendiの合弁企業に\$11.7bn(1兆1,700億円)で売却するホームランを打つ。そして、それから多くの企業を買収した後、2003年に持ち株会社の社名を、近代的なデジタルの世界の代表企業となる願いを込めてIAC/InterActiveCorpに変更する。

現在のIACは、当初のHSN事業に加えてクーポン事業、Entertainment Publications Inc.と、3つのインターネット企業である；検索エンジンのAsk.com, デーティングサービスのMatch.com, 住宅ローンのLendingTree.comを含む数多くのオペレーションを実施している。多くの企業を買収しているにも拘らず、Dillerは未だ買収意欲を捨てていない。IACの或る幹部は、匿名を条件に「IACはM&Aを中核事業とする企業だ。買収した企業を繋いだシナジーの追求に無頓着で、Dillerが気に入った企業の買収だけを追っかけているミッション不在の会社だ」と言っている。

過去3年間でIACの収入は+79%増加したが、株主の期待には応えられていない。2007年度には、収入\$6.37bn(6,370億円)に対して▲\$144.1m(145億円)の欠損を計上した。この欠損の大部分は、住宅ローンの焦げ付きによるLendingTreeの▲\$475.7m(476億円)の減損会計による。これに加えて、5年前に\$360mで買収したEntertainment Publicationsについても▲\$57.2m(58億円)の特別損失を計上している。

2005年に、\$1.95bn(1,950億円)で買収したAsk.comも、IACの牽引車となるまでには至っていない。Googleに、IACが保有する数多くのデジタル企業群でもって対抗するという戦略が、実を結んでいないのだ。しかしDillerが集めた企業には、輝かしいスター企業、中でも特に2002年と2003年に買収した旅行WebサイトのExpediaが存在する。TicketmasterやMatch.comも健闘している。しかしLendingTreeやEntertainment Publicationsの如くの小規模ユニットの業績不振がIACの弱点となっている。2003年に、収入規模の4倍の\$725m(725億円)で買収したLendingTreeは、昨年の住宅抵当権市場のメルトダウンで業績不振に陥り、多額の減損に繋がった。業績好調のTicketmasterは、来年コンサートのチケット販売のLive Nationとの契約(収入の15%に相当)が終了する。

6ヶ月前には買い集めた60以上のブランドのシナジーを追求すると言っていたDillerが、今は5社分社化を唱え始めている。アナリスト達は、ゴタ混ぜ買収の如くの企業戦略が定まらないIACに懸念を抱いている。 ■

<エクスペディア特集（2）>

Boomberg.com, 3/13/2008

2. Expedia Holders Probe for Bottom as Travel Ads Climb

エクスペディア株 “買い”

市場は、景気の低迷が消費者の旅行熱を冷ますと予想して、世界最大のオンライン旅行社である Expedia の株価を 9 月 30 日以来▲32%低下させている。株価の下落の一部には、Expedia の大株主の Legg Mason Inc. の 1,700 万株売却も起因している。(Legg Mason は、Expedia 株売却について、“大型株式への購入シフト”とだけ説明し多くを語っていない。)

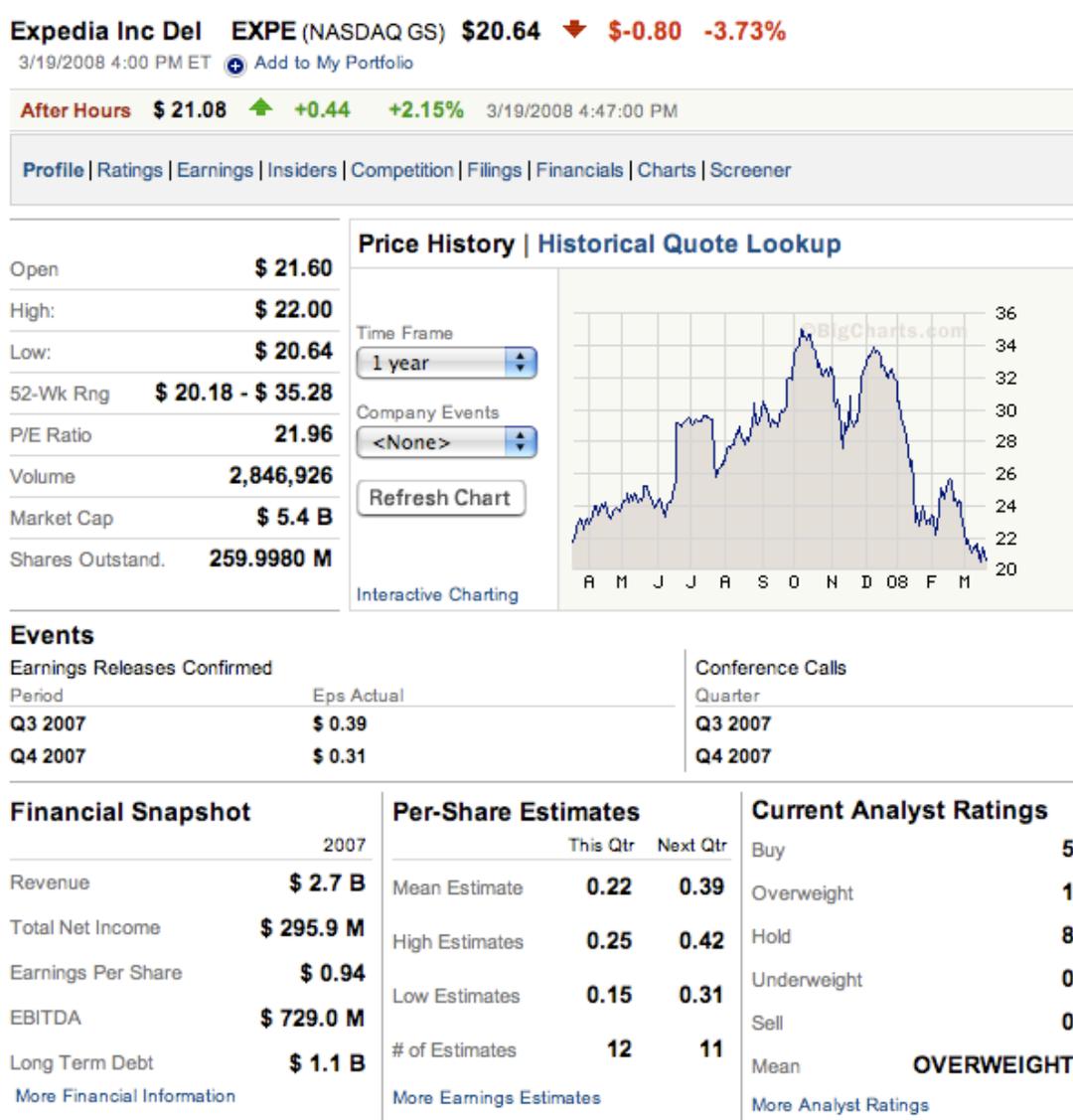
Expedia は、目的地やホテルなどの旅行関連企業に対するオンライン広告販売強化に努力している。Expedia の広告収入は、昨年、前年比ほとんど倍増の \$183m (183 億円) となり、2010 年までには全販売の 11%に相当する \$411m (411 億円) の規模に達するだろうと Citigroup アナリストの Mark Mahaney が予想している。推定利益の 15 倍 (PER=株価収益率を指す?) で、2007 年に広告収入増のお陰で営業利益率を +4 ポイントも上昇させて 20%とさえしたのに、Expedia は Priceline に比して 1/3 もコストが安い。

原油価格がバレル \$110 以上となり、米経済におけるレイオフと住宅差し押さえが最高値となりつつある中で、旅行関連ビジネスは消費者の財布のひもの引き締めにより不安定になると予想されている。それを反映して、収入のほとんど 70%を米国市場に依存している Expedia の株価が低迷しているという訳だ。

しかし、安くなっている Expedia 株は今が“買い”だ。Expedia は、2010 年までに現在の略倍の \$16.6bn (1 兆 6,600 億円) に拡大すると Forrester Research のアナリスト Henry Harteveltd が予想しているオンライン旅行広告とマーケティング支出の市場に積極的に参入しているからだ。Expedia は、航空便の検索の脇にホテルなどの宿泊施設の広告を掲載している。たとえば、マウイへの航空便のリクエストに対して Wailea Beach Marriott Resort and Spa の広告を掲載し、ユーザーにこのリゾートの予約を促している。

一般的に言って、オンライン広告のマージンはホテル等の旅行予約に伴うコミッションよりも高いので、オンライン広告収入を積極的に拡大している Expedia の採算性はより向上するだろう。その上、景気後退による旅行需要の減少が発生すれば、ホテルのオキュパンシーが低下し、それを埋め合わせようとするホテルは、それだけ Expedia など

の量販仲介業者に対して魅力的なネットレートを提供するという訳だ。従って、Expedia の業績は、景気後退局面入りにも拘らず安定して行くだらうから、底値と見られる今が買い時と言う事になる。 Institutional Investor マガジンでインターネット アナリストの第 3 位にリストされている Citigroup の Mahaney は、Web 企業の中で Expedia を最推奨株に推薦し、その株価が今後 12 ヶ月以内に +75%アップの \$38 に上昇すると予想している。 ■



Priceline Com Inc PCLN (NASDAQ GS) \$114.94 ▼ \$-8.12 -6.60%

3/19/2008 4:00 PM ET Add to My Portfolio

After Hours \$ 115.10 ▲ +0.16 +0.14% 3/19/2008 6:06:00 PM

Profile | Ratings | Earnings | Insiders | Competition | Filings | Financials | Charts | Screener

Open	\$ 119.26
High:	\$ 122.54
Low:	\$ 114.51
52-Wk Rng	\$ 51.61 - \$ 129.24
P/E Ratio	33.61
Volume	1,594,943
Market Cap	\$ 4.4 B
Shares Outstand.	38.4720 M

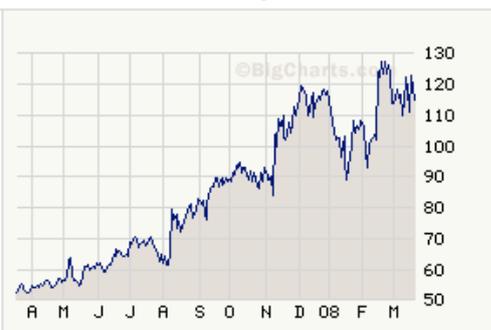
Price History | Historical Quote Lookup

Time Frame
1 year

Company Events
<None>

Refresh Chart

Interactive Charting



Events

Earnings Releases Confirmed

Period	Eps Actual
Q3 2007	\$ 1.58
Q4 2007	\$ 0.96

Conference Calls

Quarter
Q3 2007
Q4 2007

Financial Snapshot

	2007
Revenue	\$ 1.4 B
Total Net Income	\$ 157.1 M
Earnings Per Share	\$ 3.42
EBITDA	\$ 178.6 M
Long Term Debt	\$ 0.0
More Financial Information	

Per-Share Estimates

	This Qtr	Next Qtr
Mean Estimate	0.52	1.22
High Estimates	0.64	1.37
Low Estimates	0.23	0.91
# of Estimates	12	11
More Earnings Estimates		

Current Analyst Ratings

Buy	7
Overweight	0
Hold	5
Underweight	1
Sell	0
Mean	OVERWEIGHT
More Analyst Ratings	

wsj.com, 3/20/2008

3. Costly Fuel, Economic Woes Weigh U.S. Airlines

燃油高騰と景気後退が米航空会社を蝕む

2001 年以来の財務的苦境からやっとの事で抜け出した米航空会社が、燃油費の継続した高騰と、迫り来る景気後退で新たなリストラに直面しなければならなくなりつつある。昨年燃油費は +75% 上昇し、各社の収支に重大な影響を及ぼしている。CO では、今年、昨年の燃料費の +\$1.5bn (1,500 億円) を支払わざる得なくなると予想している。

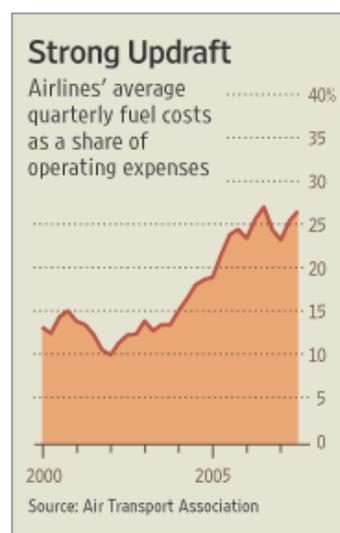
NW では、昨年 5 月に破産法 11 条の適用離脱時に想定した燃油費の少なくとも +\$1.7bn (1,700 億円) の支払いを余儀なくされるという。

Merrill Lynch は、米 8 大航空会社が今年に▲\$1.5bn (1,500 億円) の欠損を計上するだろうと予想している。 同社は、つい最近までは +\$1.7bn の利益計上を想定していたので様変わりだ。 JP Morgan のアナリストは、第 2 四半期から旅行需要の減少が始まり、業界は▲\$4bn から▲9bn (4,000~9,000 億円) の欠損を計上すると予測している。 航空会社は、昨年末に \$25bn (2 兆 5,000 億円) の現金を溜め込んでいるが、石油の価格が下がらなければ▲10bn の現金が吹っ飛んでしまうと Fitch Ratings のアナリストが予想している。 先のスランプの時には、航空会社は業界総従業員の 38%に相当する▲170,000 人をレイオフし徹底したコスト削減を実施した。 つまり、厳しいリストラを経験している航空会社は、一層の燃油費高騰への対応力を最早失っている。 Fitch は、2009 年には数社が破産法 11 条を申請し、その内の幾つかは倒産さえする可能性が存在すると言っている。

燃油費高騰にも拘わらず、航空会社は全体では 2007 年に利益を計上した。(第 4 四半期では数社が赤字を出した。) 運賃値上げを実施し、旅行需要は依然として堅調で、各社は 1 月に搭乗率 75%を達成した。 業界の現状は決して悪くない。 しかし S&P は、この傾向は続かないと考えている。 先ず国内線需要が、次に国際線需要の成長が緩和すると見ている。

国内線供給を更に減少させ、より競争が少ない国際線供給を拡大し、リジョナル航空の非効率な 50 席機の退役を促進させ、自身の燃油効率の悪い経年機を駐機させるだろう。 それでも燃油費増加への対応は十分ではない。

改良した座席や、受託手荷物からの追加料金などの新たな収入源獲得にますます努力するだろう。 ■



【関連記事】 (nytimes.com, 3/23/2008 Giving Old Planes New Life)

アリゾナの Sonoran Desert にある Evergreen Maintenance Center には、現在約 150 機がストレージされている。 燃油費の高騰で、燃費性能の悪い経年機が続々とここに駐機されている。 つい最近では、UA の 22 機の B737-300 型機がここで改修整備されてロシアに売られて行った。 現在は、NW の DC-9 型機×16 機の南米への売却前整備が実施されている。 米航空会社は、国内線に投入している経年機の退役を促進させている。 DL は、12 月に 13 機を退役させると発表した。 1 月には NW が、平均機齢 30 年以上

になる DC-9 型機×103 機の 1/3 を、駐機させる事を検討していると言っている。先週には UA が、国内線の 20 機をグランドさせると言っている。 □



About 150 airliners are now stored at the Evergreen Maintenance Center site in Arizona.

4. その他のニュース

旅行流通・TD

(1) ARC、レンタカー流通システム追加

ARC は、ARC Marketplace にレンタカー流通システムの CarTrawler(本社ダブリン)を追加した。ARC 公認旅行社 20,000 店は、レンタカーのコミッション収入(デポジットの 35%)を稼ぐ事が可能となる。(DTW, 3/18/2008)

(2) 税還付金の 10%が旅行支出に廻るだろう

米政府の景気刺激パッケージとなる 2008 年▲\$105bn(10 兆 5,000 億円)特別減税の 10%が旅行支出に廻されるだろう。これは、旅行保険ベンダーの Access America が週間 U.S. Telephone Omnibus Study の一部で 3 月 3 日から 6 日にかけて 18 歳以上の成人 695

人を調査した結果。しかしこの 10%が、既に計画している旅行費用の一部に充当されるのか、新規の旅行計画に廻されるのかは不明。(DTW, 3/18/2008)

(3) チューイ トラベル第 1 四半期▲\$83m 欠損

Tui Travel (英) が、合併後最初の第 1 四半期決算で ▲\$83m (83 億円) (前年同期は▲\$231.4m) の欠損を計上した。Tui は、Thomson Holidays と First Choice の統合は順調に進展していると語っている。収入は +5%増の\$5bn (5,000 億円) (前年同期は \$4.8bn) であった。(DTW, 3/18/2008)

(4) 米旅行者は、まだグリーンになっていない

Travel Weekly の親会社 Northstar Travel Media が調査したところによると、旅行社のエージェントの 4 人に 3 人は、彼等の顧客が環境に優しい旅行オプションについて特に聞いて来ないと言っている。(右表参照) (DTW, 3/18/2008)

(5) アマデウス、ヘルスケア情報サービスの旅行社販売を可能にする

Amadeus は、HTH Worldwide のグローバルの健康と安全のデータベースを北米の旅行社に提供する。旅行社は、HTH Mobile Health の購読販売で 25%コミッションを稼ぐ事ができる。HTH Worldwide の購読により、旅行者は、旅先における緊急時の医療機関、処方箋の薬の調達先、英語が話せる医者などの医療に関する情報の取得が可能になる。(DTW, 3/20/2008)



空 運

(1) FAA の航空旅客需要予測、一時成長鈍化を予想

3月10日の週の初めに WAS で開催された FAA の年次 Aerospace Forecast Conference で、FAA は、米経済の翳りを反映して航空旅客需要の成長が一時足踏みをする予測して

いる。 FAA は、2016 年には航空旅客数が 10 億人を突破すると予想している。 FAA は、10 億人の達成年次を前回予測よりも 1 年遅らせた。

FAA は、ビジネスジェット的大幅な拡大もあり、空の混雑解消のための早期の航空管制近代化法案の議会通過を要請している。 次世代の衛星航空管制システムの導入を含むこの法案は、管制コストの分担割合の決定を巡って定期航空業界とビジネスジェット業界が対立し、未だに議会を通過できないでいる。(DTW, 3/14/2008)

	2007	2008	2009
国内線供給	+3%	stagnate	na
国際線供給	na	+9% 近く	na
システムワイド供給	+3.3% (+3.9%)	+1.5% (+2.9%)	+3.8% (+4.7%)

() 内は RPM ベース

(2) 英民間航空局、航空料金規制システムの改革を訴える

LON の 3 大空港 LHR, LGW, STN の経済監視当局である英 Civil Aviation Authority が、空港料金設定に関する規制システムの改善を自ら訴えている。 現行システムでは、旅客と空港と航空会社の利害が異なる 3 者間の困難な調整を強いられているとして、旅客を中心に据えて、空港と航空会社に対してより競争を促進させる新たな規制システムに変更すべきだと主張している。 しかし、一方では、空港投資とサービスの改善の為に航空会社の応分の負担が必要であるとして、先の LHR と LGW 空港のプライシングキャッピングの値上げの正当性を自己弁護している。 大手航空会社は、向こう 5 年間に亘る LHR と LGW 両空港の空港料金の大幅値上げは、7 空港の独占している BAA に対する当局の管理の失敗の証左だと、CAA 批判を強めている。 BMI, Ryanair, easyJet, Virgin Atlantic の 4 航空会社は、3 月 24 日に Ruth Kelly 運輸大臣と面談し、BAA の独占排除と料金規制システムの抜本的改革と値上げの一時凍結を訴える。

英 Competition Commission は、CAA の求めにより英国空港の運営体制の審査を現在実施している。(FT.com, 3/16/2008)

(3) AF/KLM CEO スピネッタ、AZ の 9 組合と面談

AF/KLM CEO Jean-Cyril Spinetta は、3 月 17 日に AZ の 9 組合の代表者達と面談して AZ 買収に対する組合の合意取得に努力したが、会談は物別れに終わった。 組合は、“3 月末までの合意さもなければ倒産” の如くの高圧的なアプローチに対して、大きな不満と敵意さえ抱いている。

Spinetta は、買収成功に自信を示しつつも、交渉決裂の可能性を否定していない。

AF/KLM は、E747m (1,155 億円) の買収価格 (AZ×160 株 : AF×1 株による株式交換 + 転換株式の発行)、組合の合意、次期政府の合意を買収の条件としており、買収が合

意されれば、▲2,000 人のレイオフと MIL Malpensa 空港の運営縮小を実施し、即 E1bn (1,550 億円) の資金を注入する。

一方、来月の総選挙で次期首相の筆頭候補と目されている Silvio Berlusconi は、イタリアの翼を AF/KLM に渡すことに反対で、イタリア資本による買収を伊経済界に求めている。(Berlusconi の反対は、AZ の Malpensa 空港の運営規模縮小に反対しているイタリア北部地区向けの選挙対策用発言と見られている面もあるが・・・) 伊政府によれば、AZ は後数ヶ月で現金が底をつき運営継続が不可能になる待った無しの状況にある。1 月末時点で、AZ はネット負債額 E1.28bn (1,985 億円) を保有し、現金および短期ファイナンシャル クレジットは E282m (437 億円) しか持ち合わせていない。

交渉上手の Spinetta は、厳しい買収条件を提示し、それから一歩も引かず、「買収の可能性を追求しているのであってその義務はさらさら無い」とまで言い切っている。伊政府の一部には、“AF/KLM は、AZ の倒産を待っている” という批判が上がっている。3 月 21 日、Berlusconi は、自分が来月次期首相に選出されれば、AF/KLM の AZ 買収を阻止すると発言した。Tommaso Padoa-Schioppa 財務大臣を含む政府の買収賛成者は、明日にでも倒産するかもしれない AZ の現状を無視した Berlusconi の発言に怒りをあらわにしている。(FT.com, 3/16, 18, 20, 21/2008) (nytimes.com 3/17/2008) (wsj.com, 3/20/2008)

(4) サウスウエスト航空、機材退役計画見直しへ

整備点検期限見過ごしで一時 36 機の運航中止に追い込まれた Southwest 航空が、機材の退役計画の見直しに着手した。昨年末時点の同社のフリートは 520 機でその平均機齢は 9.4 年となっている。見直し如何によっては、今年の退役機数 22 機を更に増加して、整備費削減を促進させる。これに加えて、Southwest は、エルサルバドルへの海外重整備アウトソース計画を棚上げにした。Southwest は、現在整備作業の 60% をアウトソースしているが、海外へのアウトソースは実施していない。組合は、この計画に反対していた。その他の米航空会社の幾つかは、特定の整備作業を海外にアウトソースしている。連邦オフィシャルは、海外整備による安全上の問題は発生していないと言っている。米運輸省のインスペクター ジェネラルは、以前から FAA の海外アウトソースの甘い管理を批判している。(wsj.com, 3/17/2008)

(5) インドネシア アダム航空運航停止

インドネシアのバジェット航空会社 Adam Air が、運営資金不足に陥っている。同社は、3 月 20 日以降の航空機保険の更新ができないかも知れない事を認めている。そして、マイノリティー株主 2 社からも、財務上の問題(現金収入の未払い、費用の水増し請求)や、違法なパイロット採用、品質証明無しの部品購入などの問題の改善を要求されている。Adam Air は、インドネシア最大の航空会社の 1 社で、1 日 2 万人を輸送している。保有機 22 機の少なくとも 12 機は \$14m (14 億円) のリース費用が未納な

為に運航出来ないでいる。この他にも大きな負債を有し、先週時点では450億ルピア(4.9億円)しか銀行口座に残っていない。

インドネシア当局は、3月19日、安全上の理由によりAdam Airのoperational specificationを剥奪した。Adam AirのB737-400型機(175人が搭乗)が、先週悪天候下で滑走路スリップ事故を発生したばかり。この事故の直後に、同社の株式の50%を保有するPT Bhakti Investamaが全株をSuherman家に購入価格の2/3以下で売却するMOUを締結した。Adam Airは2003年の設立以来連続して事故を発生させている。昨年1月にはB737型機がSulawesi島沖に墜落し、搭乗者102人が全員が死亡する事故を発生させている。(FT.com, 3/17/2008)(channelnewsasia.com, 3/18/2008)

(6) シンガポール航空A380型機ロンドン線に投入

3月18日、SQがA380型機をロンドン線に投入した。A380型機の商業便がLHR空港に発着するのは、このSQのSIN=LON線が初めて。LHR空港は、A380型機の発着の為に空港改修に£450m(900億円)の投資を行った。2020年までには、A380型機×90機以上が飛来する空港となるだろう。エアバスは、A380型機のデリバリー遅延問題を発生させたが、2008年には13機、2009年には25機、2010年には45機(月産4機体制が完成)をデリバリーするだろう。(FT.com, 3/18/2008)

(7) DLとNWのパイロット組合、共通シニオリティーリスト作成に失敗

DL(組合員6,300人)とNWのパイロット組合(4,500人)は、共通シニオリティーリストの作成に失敗した。これで、(1)DL+NWの合併計画が頓挫する、(2)合併合意後に再協議させる、(3)第三者の調停に委ねる(この場合は調停案が拘束力を持つ)の3案が考えられるが、業界では(1)の計画ご破算の可能性が、株主の怒りを招く事になるが有力視されている。(2)の合併合意形成後の再協議は、US航空の例(2005年の合併以来3年も経つのに共通リストの合意ができていない)に見られる通り、余りにも長期間の交渉が継続する事になり、合併シナジーの追求がそれだけ遅れてしまう虞があり現実的ではない。(3)の第三者による調停には、NWより比較的若い年齢層のパイロットを多く保有するDLの組合が反対している。業界では、最も困難なシニオリティーリストの作成を合併の前提にした(しかも短期間の合意で)DLとNW経営陣の甘い判断に批判が集中している。DL+NWの合併計画が消滅すれば、その他のメジャー間コンソリの動きも沈静化されるだろう。(nytimes.com, 3/18, 20/2008)(wsj.com, 3/18/2008)(FT.com, 3/18, 20/2008)

(8) DL、事業計画を修正(縮小)

DL航空は、3月18日、燃料高騰と景気後退に対処する為に、30,000人の社員に対して早期退職者の募集(パイロットを除く)を開始し、国内線事業計画を更に▲5%縮小し

て（合計▲10%減）、最大 45 機の航空機をラインから外すと発表した。
一方 DL のライバルの UA 航空は、年末までに 20 機の経年機を退役させる計画を発表した。（wsj.com, 3/19/2008）（FT.com, 3/18/2008）

（9）中国国際航空、上海子会社設立か

中国国際航空は、中国東方航空株の 1 株 HK\$5 による 30%の取得を依然として諦めていない。東方航空の株価は、1 月末の国際航空の買収オファー時点の HK\$6.73 から HK\$3.36 に値を下げている。国際航空副会長の Kong Dong は、東方航空株取得の実現が困難な場合は、東方航空のライバル社である上海航空との提携か、あるいは 17.5%の相互株式交換協定を有する CX 航空との提携強化を模索すると語った。上海航空（国際航空と同様スターアライアンスメンバー）との具体的な協議は開始されていない。国際航空は、2007 年度の決算で、人民元高と投資リターンの上昇により前期比 +30%増益の 38.8 億人民元（548 億円）の純益を計上した。収入は +15%増の 497.4 億人民元（7,025 億円）であった。輸送旅客数は +9.7%増の 3,726 万人。
一方、SQ 航空は、依然として東方航空に対する HK\$3.80 による買収オファーは生きていると語っている。（wsj.com, 3/18/2008）

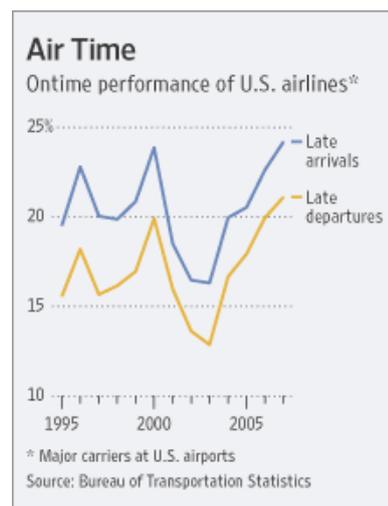
（10）連邦航空局への批判高まる

FAA は、長引く労使紛争、空の混雑緩和イニシャティブへの抵抗、ブッシュ政権の FAA 長官指名に対する民主党の拒否、NYC の混雑空港周辺の FAA 空域再編計画に対する懸念、航空管制近代化法案の議会通過失敗などの難問山積の FAA が、今度は Southwest 航空の安全検査見過ごしに端を発した航空会社の安全監査で議会や業界からプレッシャーを受けている。

FAA は、3 月 18 日、米国における商業航空の運航状況を再確認する為、およそ 3,000 人の検査官を航空会社に派遣して、FAA が発出した耐空性改善命令が正しく遵守されているかの検査を実施する。この安全監査は 6 月 30 日までかけて実施される。

議会は、来月にもシリーズの公聴会を開催し、FAA の安全監視体制について関係者からの意見の聴取を開始する。議会や検査官組合や旅客グループは、FAA の検査システムである Air Transportation Oversight System が、現場の実際の検査よりも航空会社から提出させているデータを重視し過ぎている事に注目している。

これとは別に、次世代衛星管制システム導入に際して、トラフィックや天候やその他の有用なデータをパイロットに送るテクノロジーではなくて、航空会社所有者に航空機の



位置情報を管制官に伝える機器の購入を提案している FAA の要請に対して、業界から強い批判が上がっている。業界団体の Aircraft Owners and Pilot Association は、機器購入のベネフィットが分からない上に、高いコストの支出を余儀なくされると語っている。(DTW, 3/18/2008) (wsj.com, 3/20/2008)

(11) Routes で世界の空港が航空会社乗り入れ誘致活動展開

昨秋ストックホルムで、世界の空港(時には地元の経済団体やツーリズムボードが同伴)が一堂に会して航空会社乗り入れ誘致活動を展開する世界最大のイベント Routes が開催された。昨年9月に開催された第13回 Routes には、100以上の国々から2,300人の業界人、300以上の航空会社、約750の空港が集合した。空港は、O&Dや各種のデータを航空会社に提供し、乗入れ誘致活動を積極的に展開した。航空会社は、今以上に財務的なインセンティブ — たとえば空港使用料金の値引き、最低搭乗旅客数保証(一定レベルに達しない場合は空港/地元政府が差額を補填する)、宣伝広告費補填などを要求している。ある米国主要空港の代表は、国際線の乗入れ誘致には\$7m〜\$10m(7億円〜10億円)のインセンティブが動くと言っている。2003年の米 Government Accountability Office の調査によると、GAOが詳細調査した12空港の内11空港がインセンティブを支払い、その中の5空港(内4空港がノンハブ)がインセンティブを停止した。Routes 参加を含めて、空港は、息の長い数年から場合によっては数10年以上の誘致活動を展開している。(DTW, 3/19/2008)

(12) US 航空パイロット組合分裂

US 航空のパイロット組合は、2005年の合併後3年間も単一シニアリティーリストの作成に失敗している。旧US航空のパイロット達は、ALPAから脱退して、新たな組合US Airline Pilots Association(USAPA)を結成した。US航空では、旧America West AirlinesパイロットのALPAとUSAPAの2つの組合が憎悪丸出しの反目し合う最悪の事態となっている。昨年には、第三者の調停者により単一シニアリティーリストが作成されたが、USAPAはこれに承服せずWashington DCの法廷に調停案不承認を許可するよう訴えている。パイロット間の交渉は中断されたままとされている。

そしてUSAPAは、既存の組合(ALPA)を追い出してそれに代わって会社との団体交渉権の獲得を試みている。連邦National Mediation Boardは、US航空の5,300人のパイロット達に対してどちらの組合を選ぶかの選挙を要求し、4月17日にはその選挙結果が判明する。選挙が進んでいる一方で、旧America Westのパイロットは、会社に2つの組合と別々に労働契約を結ぶ事を要請している。彼等は、仮にUSAPAが選挙で勝利したとしても、Railway Labor Actによれば、会社は別々の契約交渉を実施する義務を有していると主張している。US航空は、既にディスパッチ、シミュレーターエンジニア、客室乗務員訓練教官、旅客サービス エージェンと共同労働契約の締結に成功

しており、パイロットに限った別々の組合との契約交渉の実施を拒否している。
アナリストは、US 航空のパイロット間の仲違いは、航空業界のコンソリデーションの
落とし穴の典型例だと言っている。(nytimes.com, 3/19/2008)

(13) 英国航空、アイベリア航空株増加

BA が、保有している IB 株を 10.14%から 13.5%に増加させた。 株価下落のタイミン
グでの保有増ではあるが、BA の IB 買収意図の更新とも見られている。 購入価格は 1
株 E2.34 による総額 E67.3m (105 億円)。 なお、スペインの買収ルールでは、買収ビ
ッド無しの 12 ヶ月以内の株式購入は 5%以下に制限されている。 BA は、昨年、TPG
およびスペインの金融パートナー 3 社の IB 買収計画に参加したが、スペインの貯蓄銀
行 Caja Madrid による IB 株購入増 (1 株 E3.60 により持ち株を 10%から 23%に増加) に
より買収を断念した経緯がある。(FT.com, 3/19/2008)

(14) イージージェット、プロフィット ワーニング発出

easyJet が、現在の高騰した燃油価格が継続するのであれば、9 月に終了する年度決算は
先の利益見通しを下回るとしたプロフィット ワーニングを発表した。 これを受けて
easyJet 株価は▲9%低下して 339.25 ペンスをつけた。 easyJet は、2 月の時点では前期
比+20%増益の税前利益 £230m (460 億円) の利益見通しを維持していた。 3 月まで
の上半期は見通し通りで推移しているが、最近の燃油費の高騰により下半期のコストの
大幅上昇が避けられない (収入は予想通りで推移しているものの) 状況となっていると
説明している。 欧州最大の LCC Ryanair は、2009 年 3 月に終了する年度の利益は、▲
50%ほども減益する可能性がある」と発表している。 燃油サーチャージを徴収していな
い LCC が、継続した燃油費高騰により大きな収支インパクトを受けている。
BA は、燃油費高騰と景気後退により、来年度の利益は▲25%以上減益するとの見通し
を述べている。 そして営業利益率が、今年度の記録的な 10%からおよそ 7%程度に低
下するだろうと語っている。(FT.com, 3/19/2008) (wsj.com, 3/20/2008)

(15) ジェットブルー、座席ピッチ拡大

jetBlue が、A320 型機の 2 列目~5 列目と緊急脱出口の 10 列目と 11 列目の座席ピッチ
を 38 インチに拡大する。 その他の座席は 34 インチのまま。 easyJet は、拡大した座
席を Even More Legroom プロダクトしてより高い運賃 (600 マイル以下の短距離で+\$10、
601~1,500 マイルの中距離で+\$15、1,500 マイル以上の長距離で+\$20) で 4 月 1 日から
販売する。 この拡大ピッチ座席は jetblue.com で販売する。 GDS 経由では、テクニ
カルな問題で販売が出来ない。(DTW, 3/20/2008) (wsj.com, 3/20/2008)

(16) ボーイング、B787 型機デリバリー更に 6 ヶ月遅延させる

ボーイングは、3月19日、B787 型機ドリームライナーの一部に再設計が必要になった事を認めた。この新たな問題の発生により、B787 型機のデリバリーは、更に 6 ヶ月遅れて (3 回目の遅延) 2009 年の第 3 四半期以降にずれ込むと予想されている。B787 型機は既に 857 機を受注している人気機種であるが、安値による大量受注、デリバリー遅延違約金の発生、リカリング コストの増加がプログラム マージンを継続して減少させているので、この機材の長期的な採算性に大きな影響を当てるだろうと、JP Morgan のアナリスト Joseph Nadoll が言っている。最大発注者は International Lease Finance Corporation の 74 機。(FT.com, 3/19/2008) (wsj.com, 3/21/2008)

(17) BAA 空港オフィス スペース売却

BAA が、Morley Fund Management と共同所有している空港資産 (事務所スペースとその他の開発サイト) を、ホテル経営者の Surinder Arora に £265m (530 億円) で売却する。2006 年に BAA を高度のレバレッジ買収によって獲得したスペインのインフラグループの Ferrovial は、買収に要した £9bn (1 兆 8,000 億円) の負債の削減の為に非中核資産の売却に走っている。Ferrovial は、債務のリストラのためのリファイナンスを今年夏までには実施する予定であるが、最近の金融引き締めによりスケジュールが遅れがちとなっている。Surinder Arora は、同ファミリーが所有する英国最大のホテルチェーンで、LHR 空港 T5 の £180m (360 億円) の開発と、BAA Lynton (BAA の商業プロパティ企業) から 9 つの空港ホテルを買収しているほか、Manchester にホテルを所有 (Sir Cliff Richard との共同保有) している。(FT.com, 3/22/2008)

水 運

(1) チューイ、海運部門売却か

Tui の取締役会は、世界第 5 位のコンテナ海運 Hapag-Lloyd を切り離し、売却に踏み切る事を確認した。以前から、低迷する株価に嫌気した株主から、Hapag-Lloyd の分社と売却を要請されていた。Tui CEO Michael Frenzel のツーリズムと海運の 2 本柱経営が、これで終焉する事になりそうだ。コンテナ海運は、米経済の曇りで荷動きが減少しており、売却先はそう簡単には見つからないかもしれない。また、最近のコンテナ海運の M&A は、デンマークの AP Moller-Maersk (Maersk Line のオーナー) の P&O Nedlloyd との統合のもたつき、Hapag-Lloyd 自身の CP Ships 買収と余り芳しい結果を示していない事も Hapag-Lloyd 売却に影響を与えるだろう。Tui は、シンガポールの

Neptune Orient Lines と協議を持っている。(FT.com, 3/18/2008)

(2) カーニバル、第1四半期に\$236mの利益を計上

世界一のクルーズ Carnival Corp.が2月に終了した第1四半期で、\$236mの利益を計上した。2008年年の残りの期間の予約状況も、前年を上回り良い状況が見通されると言っている。Carnivalは、第2四半期にP&O CruisesのVentura号(3,076人乗り)とAida CruisesのAidabella(2,050人乗り)の2隻の新造船を受け取る。

	第1四半期	前年同期
収入	\$3.15bn	\$2.69bn
利益	236m	283m

(DTW, 3/20/2008)

陸 運 & ロジスティックス

(1) フェデックス、燃料費高騰と景気減速による業績悪化を警告

FedExが、燃油費高騰と米経済の景気後退により四半期利益が悪化すると警告した。ライバル会社のUPSも、先週、米国の国内貨物が1月末から減少し始めていると報告している。FedExの第3四半期利益は、収入が+10%増加したにも拘らず、燃油費の高騰でコストが嵩み、▲6%減益して\$393m(393億円)の利益に留まった。(FT.com, 3/20/2008)

ホテル & リゾート

(1) ホイットブレド、トラベロジ買収へ

WhitbreadがTravelodgeを買収して保有しているPremier Innと統合する事を検討している。これが実現すれば、Whitbreadは、バジェットホテルの60%のシェアを押さえる事になる。Travelodgeは、2006年8月にDubai International CapitalがWhitbreadに競り勝ってPermiraから£675m(1,350億円)で買収したバジェットホテル。今度は、DICがWhitbreadにTravelodgeを売却して、その見返りにWhitbreadの株式を20%保有

する。 Travelodge の収入は+20%増の £243.8m (488 億円)、EBITDA 利益は +30%増益の £55.8 (112 億円) で、現金 £54m を保有し債務の満期は 2014 年まで無い。 そして 2007 年には 27 ホテルを追加し、2008 年と 2009 年には 44 ホテルずつを追加する。 330 ホテル 22,000 室を所有し、年間 250 万室を 1 部屋 £39 (7,800 円) で販売する計画を立てている。(FT.com, 3/16, 17/2008)

(2) スターウッド新ブランドアロフト予約受け開始

Starwood Hotels & Resorts の 5 つの新ブランド Aloft の予約受付が開始された。 予約受付が開始される 5 つは、Charleston, S.C. (9 月 4 日オープン)、Lexington, Mass. (9 月 1 日)、Ontario-Rancho Cucamonga, Calif. (8 月 14 日)、Philadelphia (10 月 8 日)、Rogers-Bentonville, Arkansas (8 月 14 日)。 Aloft ブランドは、セレクトティブ サービス ブランド (伝統的ホテルが提供する豪華さやサービスが無い) で、大きな窓と 9 フィート高の天井を持つロフトスタイルの客室を備える。 このブランドは、現在 60 の開発プロジェクトが進行中。(DTW, 3/18/2008)

(3) ベストウエスタン、2010 年までに日本で 30 ホテル オープン

Best Western が、2010 年までに日本で 30 ホテルをオープンさせる。 Best Western 新宿 Astina (214 室) が今月オープンする。 Best Western 松本 (103 室 8 階建てシティホテル)、Best Western New World 仙台 (203 室)、Best Western Hotel Newcity 弘前 (134 室) が来月オープンする。 2009 年と 2010 年に開業するホテルは、改修を施したリブランドのホテルもしくは新ホテルの建設となる。 Best Western は、現在日本で 5 つのプロパティを運営している。(DTW, 3/19/2008)

その他

(1) ビザ上場、初日\$56.50 で引ける

米国最大の上場となった VISA が、3 月 19 日に NYC 証券取引所において取引が開始された。 売り出し希望価格 1 株 \$44 を上回り初日は \$56.50 で引けた。 VISA は、この上場で \$18bn (1 兆 8,000 億円) を調達した。 2 日目は、\$64.35 で引けた。 この株価をベースにすると VISA の時価総額は \$26.1bn (2 兆 6,100 億円) となる。 VISA は、昨年 440 億回に上る総額 \$3.2 trillion (320 兆円) のトランザクションを処理した世界最大のクレジットカード会社。 消費者金融に手を出していないトランザクションに集中した VISA が買われている。(nytimes.com, 3/20/2008)

Visa's chairman, Joseph W. Saunders, right, on the floor of the New York Stock Exchange Wednesday morning. He called it "an exciting and historic day for Visa."



Visa Inc V (NYSE) \$64.35 ◆ UNCH 0.00%

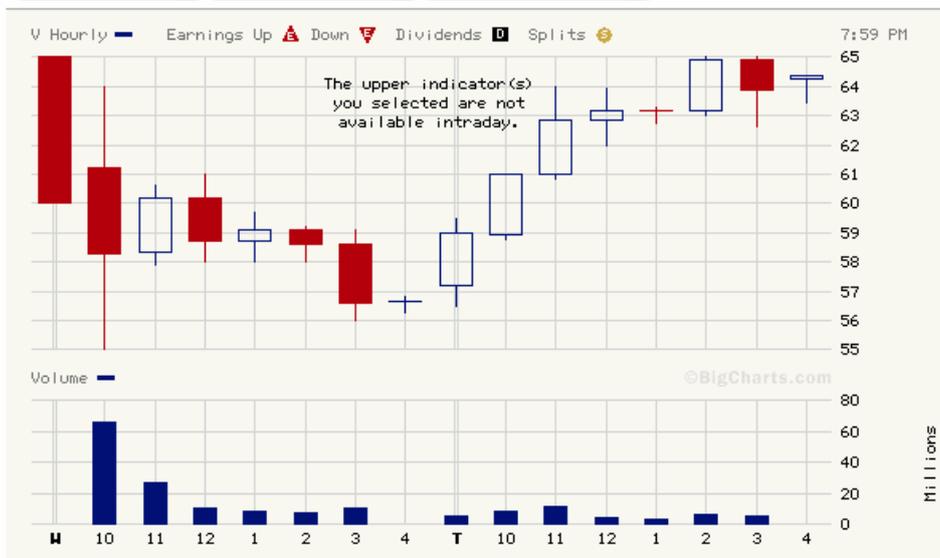
3/20/2008 4:03 PM ET [Add to My Portfolio](#)

[Profile](#) | [Ratings](#) | [Earnings](#) | [Insiders](#) | [Competition](#) | [Filings](#) | [Financials](#) | **[Charts](#)** | [Screener](#)

Time: Compare to Index: Compare to Symbol: Moving Average:

Frequency: Price Display:

Upper Indicator: Lower Indicator: Compare to Industry:



編集後記

今週号では、景気の先行きの懸念を予想した米航空会社の収支見通し悪化や機材退役促進の話が多かった。

先週号のトップニュースの「旅行業界 景気低迷に（未だに）影響されず」の論調とは様変わりのニュースが並んでいる。一部のアナリストは、倒産する企業まで発生するだろうと言っている。

景気の先行バロメータとして名高いロジスティック部門の FedEx も UPS も米国内の荷動きの減少と米経済の先行き懸念を表明している。

過去 5 年間の厳しいリストラをくぐり抜けて来た米航空メジャーには、バレル\$110 への対応余力はそんなには残っていないと各紙が言っている。唯一の強力な対応策となる筈だったコンソリデーションも、DL+NW の合併協議の行き詰まりに見られる通り進展を見せていない。そんな最中に、3 月 30 日からは大西洋路線でオープンスカイ協定が発効し、自由化された市場で一層の競争激化が予想されている。

一方では、BAA を凡そ 2 兆円で買収したスペインのインフラ グループの Ferrovial が、最近の金融市場の収縮で巨大負債のリファイナンスに苦しんでいる。 Hilton や Harrah's などの大型買収も同様の問題を抱えているのだろうか・・・？

旅行業界全体に、何やら暗雲が迫りつつあるようだ・・・。

TD 勉強会 情報 315 (以 上)

表紙：

#131 浪浦富士初日出

(バブル弾ける)

4 色 4 版 (骨板：桜)

H 150mm×W 100mm

2000 年 11 月作