

平成 20 年 5 月 26 日

TD 勉強会 情報 324

1. アメリカン航空、燃油費高騰対策で大幅供給削減
2. ジェネラル アビエーション 3 話
3. 旅行検索エンジン モビッシモ、カヤックに対抗
4. その他のニュース



1. アメリカン航空、燃油費高騰対策で大幅供給削減

【AA 航空】

AA 航空が、5月14日、大幅な供給削減と数千人に及ぶ従業員のレイオフを実施すると発表した。この措置は、記録的な燃油費高騰への対応だ。原油スポット価格はバレル\$133.82に達し、2016年12月デリバリー予定価格は、過去最高の\$142.14を付けている。

AAの今年度の燃油費は、\$3bn（3,000億円）近く上昇するとされている。AA CEO Gerard Arpeyは、今日の航空業界はバレル\$125の原油価格で運営するようには作られていないし、今週のような記録的な高騰では、数社のメジャーが倒産しても可笑しく無いと語っている。AAは、先の航空業界の低迷時にChapter-11を申請しなかった唯一の大手FSA航空会社である。

AAは、今年度の供給を、前回決定した▲1.5%から▲4%の削減に拡大する。第4四半期の国内線供給は▲12%減となるだろう。そして、少なくとも▲75機の機材の退役と施設の閉鎖や従業員のレイオフを予定する。

（AAの保有機数合計は、American Eagleを加えて954機に及ぶ。）

（米航空業界は、2001年の同時多発テロ攻撃以来、およそ▲130,000の職をカットした。現在の業界総従業員数は415,000人で、未だに過去のレベルまで復帰していない。）

また、AAは、運賃以外の収入を増加させる為に、\$5～\$50の各種の手数料を徴収して数億ドル（数100億円）の増収を計画する。受託手荷物の最初の1個についても\$15を6月15日から徴収する。（AAは、既に、2個目の受託手荷物に\$25を課している。）

AAは、燃油費の記録的な高騰への追加対策を逸早く打ち出した最初の米航空会社となる。AAは、第1四半期決算で、▲\$328mの欠損（1Q07は+\$81m）を計上している。AAの株価は、5月22日、▲24.2%急落し\$6.22を付けた。

【米航空業界】

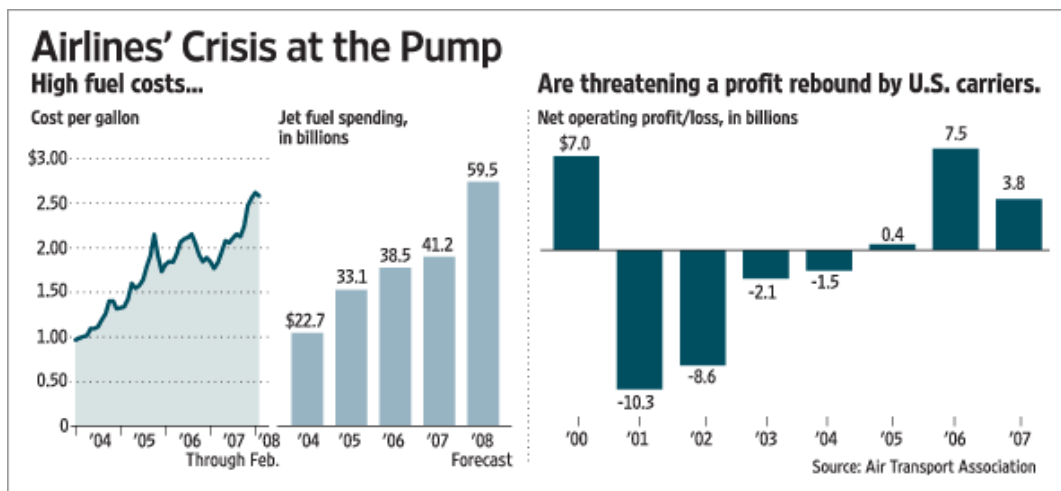
幾人かのアナリストは、米航空業界が2008年に▲\$7bn（7,000億円）の営業損失の計上を余儀なくされると予想している。この欠損は、2001年の業界欠損▲\$10.3bnに接近する。燃油費合計は、昨年比+18bn～+20bn増の\$60bn（6兆円）に達するだろう。

(昨年の業界利益は \$3.8bn であった。) 現在の航空業界は、9/11 以来の最悪な経済ショックに見舞われていると ATA がコメントしている。同協会は、今年の業界の燃油費が前年比で +72%増加すると予測している。Merrill Lynch のアナリストは、原油価格がバレル \$150 に達すれば(幾人かのエコノミストはそうなると言っている)、政府は航空路線網を維持する為に介入せざるを得ないだろうと予想している。(9/11 の際には、政府は航空業界に \$5bn の補助金を支給した。)

格付け企業の S&P は、5月22日、最近の燃油費高等による航空業界の財務的影響を考慮して、米主要航空会社9社を CreditWatch ネガティブに指定した。S&P は支給各社の格付け再評価を実施すると言っている。格付け機関がかくも大量に米航空会社に CreditWatch ネガティブを指定するのは、1992年の運賃戦争、2001年の同時多発テロ攻撃、以来3回目となる。S&P のシニアアナリスト Philip A. Baggaley は、仮に幾つかの航空会社が破産法保護を申請したとすると、その内の数社は倒産する嵌めになるかも知れないとコメントしている。各社は既に大幅なリストラを経験しているので、追加のリストラ策がほとんど残っていない事と、保有している資産が既に担保に取られている為に手元現金が枯渇した場合の資金調能力が著しく低下していると彼は指摘している。9社とは、AA, UA, DL, CO, WN, US, AS, 6B, FS。NW は、4月に既に CreditWatch ネガティブに指定されている。

米国の30弱の小規模空港が、昨年、定期便が1便も寄港しないオフライン空港となった。メリーランド州の Hagerstown は、数年間と \$61.4m をかけて滑走路の延伸工事を実施してターボプロップ機からリジョナルジェット機の発着を可能にしたが、定期便の寄港は全て廃止されてしまった。New Heaven (Conn.), Wilmington (Del.), Lake Havasu City (Ariz.), Boulder City (Nev.)が同じくオフライン化の憂き目に遭遇している。

先週、PHX ベースのリジョナル・キャリアの Mesa Air Lines は、子会社の Air Midwest を6月30日を以て営業停止すると発表した。これにより、更に16の小規模都市への路線が廃止されてしまう。小規模コミュニティーへの空の便を確保する為に、連邦政府が1978年に制定した Essential Air Service プログラムが存在する。このプログラムにより政府は約 \$100m を航空会社に補助している。その結果、102のコミュニティーへの空の便が確保されている。しかし、最近になって EAS プログラムの適用を受ける事が出来るコミュニティーでさえオフライン化されてしまう傾向が見られるようになった。燃油費の高騰により採算性が急速に悪化した為だ。

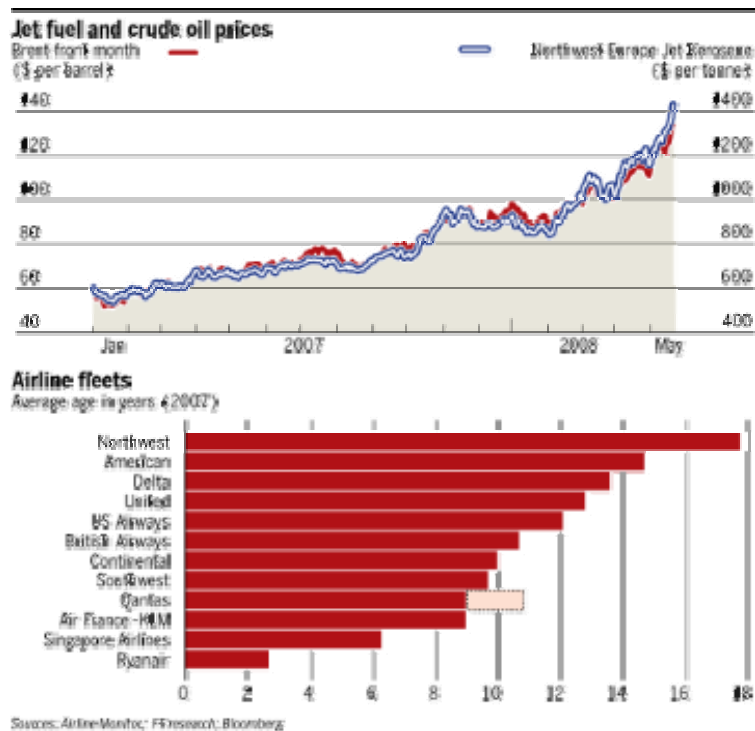


Grounded

Rising fuel prices have led airlines to reduce service and cut costs. Many locations have been affected, with some losing their service entirely.

Major airports with the largest cuts in flights	FLIGHTS			Largest airports that have had commercial service eliminated	FLIGHTS JAN. '07
	JAN. '07	JAN. '08	DECLINE		
Chicago (O'Hare)	33,770	30,675	3,095	Boulder City, Nev.	401
Pittsburgh	7,641	5,716	1,925	Grand Canyon, Ariz.	234
Boston	13,284	11,580	1,704	Oak Harbor, Wash.	198
Washington (Dulles Int'l)	12,168	10,710	1,458	Port Angeles, Wash.	179
Cincinnati	12,557	11,874	683	Lake Union Seaplane Base, Wash.	120
New York (La Guardia)	15,296	14,643	653	Peach Springs, Ariz.	91
Newark	13,293	12,668	625	Princeton/Bluefield, W.Va.	84
San Juan, P.R.	4,222	3,728	494	Lancaster, Pa.	79
New York (Kennedy Int'l)	11,765	11,277	488	Lake Havasu City, Ariz.	56
Philadelphia	17,027	16,580	447	Wilmington, Del.	56

Source: Bureau of Transportation Statistics



AMR Corporation AMR (NYSE) \$6.56 ▲ \$+0.34 +5.47%

5/22/2008 4:01 PM ET [Add to My Portfolio](#)

After Hours \$ 6.66 ▲ +0.10 +1.52% 5/22/2008 7:59:00 PM

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

Open	\$ 6.51
High:	\$ 6.92
Low:	\$ 6.49
52-Wk Rng	\$ 6.00 - \$ 29.32
P/E Ratio	41.00
Volume	34,181,886
Market Cap	\$ 1.6 B
Shares Outstand.	249.4560 M

Price History | Historical Quote Lookup

Time Frame
10 days

Company Events
<None>

[Refresh Chart](#)



[Interactive Charting](#)

Events

Earnings Releases Confirmed

Period	Eps Actual
Q4 2007	\$ -0.74
Q1 2008	\$ -1.32

Conference Calls

Quarter
Q4 2007
Q1 2008

Financial Snapshot

	2007
Revenue	\$ 22.9 B
Total Net Income	\$ 504.0 M
Earnings Per Share	\$ 1.78
EBITDA	\$ 2.2 B
Long Term Debt	\$ 10.1 B

[More Financial Information](#)

Per-Share Estimates

	This Qtr	Next Qtr
Mean Estimate	-1.14	-1.37
High Estimates	0.28	0.40
Low Estimates	-2.42	-3.00
# of Estimates	13	12

[More Earnings Estimates](#)

Current Analyst Ratings

Buy	3
Overweight	2
Hold	5
Underweight	0
Sell	5
Mean	HOLD

[More Analyst Ratings](#)



American Airlines said rising fuel prices would add \$3bn to its annual expenses. The world's largest carrier announced that it was slashing routes, cutting jobs and charging customers for most checked baggage.



American Airlines pilots demonstrating in Fort Worth, outside a shareholder meeting of American's parent, AMR. They are concerned about customer satisfaction.

Checked-Bag Rules

AMERICAN CHARGES

\$15 each way	1st bag
\$25	2nd
\$100	3rd, 4th, 5th
\$200	6th and more

"BAGS" INCLUDE BUT NOT

Suitcases	Car seats
Boxes	Strollers
Skis	Wheelchairs
Golf clubs	

EXEMPT CUSTOMERS INCLUDE THOSE WHO

- Buy tickets or fly before June 15
- Fly internationally with two or fewer bags*
- Buy full-fare tickets in economy, business or first class
- Are active-duty military passengers
- Are Gold or Platinum AAdvantage members

**Fees for more than two bags vary by destination for international flights.*



【その他の航空会社】

燃油費の記録的な高騰により、弱小の資金力の乏しい航空会社や新興航空会社が倒産に追い込まれるだろう。米国では、既に8社の航空会社が破産法の保護を申請し、その内の5社が運航停止に追い込まれている。長距離LCCのパイオニアと言われているOasis 香港も運航停止した。米大手の航空会社は、DL+NWの合併合意に見られる如く、この難局を切り抜ける為にメジャー同士の合併を模索している。

欧州最大手のAF/KLM、LH、BAの3社と、アジアのSQ、CX、QF、それに中東のEmiratesは、良好なP/Lと強力なB/Sに支えられて、このクライシスを比較的容易に切り抜ける事が出来るだろう。

AF/KLMは、5月20日、燃油費高騰により2008年の利益が▲33%減益する見通しであるとするプロフィットワーニングを発表した。AF/KLMは、第4四半期に、米国と欧州連合の司法当局に対する運賃談合の罰金支払引当金・530m(850億円)の引当金を計上したために、▲€542mの大幅欠損の計上を余儀なくされている。同四半期の収入は+5.8%の・5.7bnであった。それでもAF/KLMは昨年度に記録的な営業利益を計上し、2008年の収支についても燃油費高騰にも拘らずコンフォタブルな利益およそ・1bn(1,600億円、2007年度比▲€400m減益)を計上出来るだろうと予測している。燃油費は2007年度の・4.6bnが更に+・1.2bn程度上昇すると予測している。同社の株価は、2002年9月以来最大の日間下げ幅である▲10%を記録して・16.74となった。年初以来▲30%値を下げている。

BA CEO Willie Walsh は、5月16日、原油価格がバレル \$125 と想定した場合、2008年の利益が消し飛んでしまい、2009年には欠損計上を余儀なくされるだろうと語った。2007年度に営業利益率10%を達成したBAは、2008年の利益見通しの数値の発表を拒んでいる。 昨年の燃油費は £2.06bn (4,200億円) に達し、バレル \$120 をベースにした場合、年間燃油費はおよそ +£1bn (2,000億円) 上昇すると予測している。BAは、今年度上半期の燃油消費量の72%をバレル \$84 で、下半期の消費量の60%を \$88 でヘッジ予約している。

Austrian 航空 (スター アライアンス) は、サウジの事業家 Sheikh Mohamed Bin Issa Al Jaber からの新たな資本投下を得る事に失敗し、財務的苦境に追い込まれている。(LH CEO Wolfgang Mayrhuber は、「OSの買収意図は無いけれども、OSが単独で生き残れるかどうかは疑問だ」と言っている。)

LH と AF/KLM に MIL の展開拡大を許している AZ は、既に倒産の瀬戸際に追い込まれている。 一時 AZ との合併を計画した AF/KLM は、2ヶ月前の買収案は、バレル\$86 に基づいており、現在の原油価格では到底成立出来ない計画だと言っている。 スペインの小規模 LCC Vueling と Clickair や東欧の SkyEurope と Wizz Air も不安定だ。 SAS も例外ではない。

唯一例外は LH で、適切な燃油費ヘッジとドル安に加えて、Swiss との合併による初の通期シナジー計上の影響もあって、記録的な燃油費高騰下にあるにも拘らず、2007年度の最高利益と略同額の利益計上を今年度にも達成出来る見通しであると語っている。

経年機が少ない航空会社である欧州の LCC Ryanair と easyJet やアジアの AirAsia は、燃油費高騰の影響を少なくする事が出来るだろう。



上記のレポートは、以下の記事から編集した。

FT.com, 5/17/2008	Sky-high profits but BA issues warning
DTW, 5/21/2008	American to charge passengers \$15 for first checked bag
wsj.com, 5/21/2008	After AMR, the Deluge
DTW, 5/21/2008	AA employees picket against management
nytimes.com, 5/21/2008	Airlines' Cuts Making Cities No-Fly Zones
nytimes.com, 5/22/2008	American cuts flights as fuel costs soar
wsj.com, 5/22/2008	American Cuts Flights, Adds Fees As Airlines Face Crisis

nytimes.com, 5/22/2008	American, Cutting Back, Plans \$15 Bag Fee
nytimes.com, 5/22/2008	Understanding and Outrage From Air Travelers
FT.com, 5/22/2008	Air France-KLM says oil cost will hurt hit profits
FT.com, 5/22/2008	Airlines face battle for survival
wsj.com, 5/23/2008	Air France-KLM Posts Loss And Warns of Weakness
nytimes.com, 5/23/2008	9 Airlines Face Threat of a Credit Downgrade

2. ジェネラル アビエーション 3 話

欧州最大のビジネスジェット運業者の NetJets Europe の成長が減速し始めた。 富裕層が、レジャー支出を削減し始めている。 米国では、プライベート アビエーション企業の XOJet が、フリート拡大資金として \$2.5bn を確保した。 その一方で、成長間違いなしと言われていたエアタクシー新興企業が資金難で拡張計画の縮小を余儀なくされている。

【NetJets 快進撃が減速】

欧州最大のビジネスジェット運業者の NetJets Europe (Warren Buffett の Berkshire Hathaway グループ [英] の一部門) の成長が減速し始めている。

今年最初の 4 ヶ月間の運航便数は +7% 増加した。 この増率は、2007 年の増率の +17% 増には程遠い。 過去数年間、記録的な大幅増加を達成して来たビジネスジェット市場の成長が、世界経済の減速に影響されて緩和し始めているようだ。

ビジアビ市場のトップエンドでは、米先進エンジニアリング グループの Aerion が、世界初の超音速ビジネスジェット機×40 機以上の売却 (リスト価格 1 機 \$80m) に関する LOI を締結したと発表した。 Aerion は、今年中に航空機メーカーと契約し、2014 年に超音速機の耐空証明を取得すると言っている。

ビジネスジェット機のメーカーは、記録的な受注残を抱えている。 カナダの Bombardier, 米国の Cessna, Gulfstream, Hawker Beechcraft, 仏の Dassault の各社は、昨年に前年比 +28% 増の 1.138 機をデリバリーした。 大量な機数のデリバリーは、今年とそして今後 10 年間は継続するだろう。 NetJets Europe は、昨日 Dassault Falcon 2000LX ×20 機 (リスト価格 \$720m) を発注したと発表した。 9 月以降、NetJets は向こう 8

年間で×30機のジェット機のデリバリーを受ける事になる。グループは、今年に135機から170機にフリートを拡大する。そして2007年に341人のパイロットを追加し、2008年には更に200人を加え、今年末までに1,650人から2,000人に増員する。

(FT.com, 5/19/2008 Business aviation growth slowing, warns NetJets)



Aerion Supersonic Business Jet

【XOJet が\$2.5bn の資金獲得】

急成長を遂げているプライベート アビエーション企業 XOJet (米) が、フリート拡大の為に \$2.5bn の資金を確保した模様である。同社は、海外展開の為に Abu Dhabi Investment Authority の不動産部門 Tasameem と提携する計画を有している。TPG, Tasameem と XOJet の経営陣が \$85m の資金 (株式投資) を XOJet に提供し、残りは借

入金により調達する。借入金は、Export Development Canada から Bombardier 社製の Challenger ジェット機購入要資金として \$900m と、Abu Dhabi からの \$500m により構成される予定。残りの \$1.5bn は、中東の投資家から調達する。

2006 年に設立された XOJet は、127 機の航空機を発注済みで、現在、月間およそ 1,000 便を運航している。世界最大の NetJets は、保有機 750 機により日間 1,000 便を運航している。この企業を支援している TPG は、同社のベンチャーキャピタルである TPG Growth を通じて、昨年 \$143m の株式と負債によるファイナンスを提供した。TPG の共同設立者である David Bonderman は、XOJet の取締役役に就任している。
(wsj.com, 5/19/2008 XOJet Gets \$2.5 Billion for Expansion)

【エアタクシーが資金難で計画縮小】

国内線の運賃値上げ、空港混雑、劣悪な定時性が殆ど存在しない、新たに開発されたオンデマンドのエアタクシーは、成功が間違い無しと言われて来た。しかし、ここに来て信用市場の収縮の影響で、拡大の為の資金調達に苦しんでいる。

昨年営業を開始したエアタクシー最大手の DayJet (本社 Boca Raton フロリダ) は、事業拡大の為の資金 \$40m の調達に失敗した。そして 260 人の従業員の内 100 人をレイオフした。エアタクシーは、比較的新しい事業で、Air Taxi Association によれば、現在米国で 12 社が運航しているという。

業界 2 番手の PogoJet (本社 NYC、AA の元 CEO Robert Crandall が経営に参加) も、3 月に予定していた上場の中止を余儀なくされ、営業開始を来年の第 2 四半期に延期した。Pogo は、Eclipse 500 型機による NYC 市を中心とした凡そ 600 マイル圏内の数百の空港間でエアタクシー事業を展開する計画を有している。

既にファイナンスを獲得しているその他の企業は、より安価なプロペラ機を購入し、抑制した拡大計画により今のところは上手に運営を行っている。そして燃油費の高騰も、燃費性能の良い新造機のフリートにより余り大きな影響を受けていない。

エアタクシーに使用される VLJ 機 (very light jets) のメーカーである Eclipse Aviation は、同社の Eclipse 500 型機が 2,600 機も受注されていると言っている。(DayJet も、Eclipse 500 型機を使用している。) しかし、損益分岐の年産×500 機の生産レベルには達していない。他のメーカーには Cessna, Embraer, Honda が存在する。Embraer は、最近、同社の Phenom 100 型機の VLJ の組立工場をフロリダにオープンする計画を発表した。

DayJet は、現在、VLJ 機のベストモデルである Eclipse 500 型機 (1 機 \$1.6m) を 28 機保有している。そして、航空機的最適配置とタクシー運賃を計算出来る洗練されたテ

テクノロジーにより、オンデマンドによる1座席単位の販売を可能にした。フロリダと同州周辺の45のコミュニティー空港間を運航している。



An air taxi owned by DayJet, an on-demand service, prepared for takeoff recently from Boca Raton, Fla.

この他には、以下の企業がエアタクシー事業を行っている。

Linear Air : Cessna Grand Caravan プロペラ機（旅客8人乗り）を使用して New England で営業。今年中に Eclipse 500 型機×15機を保有する。

SATSair (Greenville, S.C.) :短距離用の Cirrus SR22 プロペラ機（パイロット1人+乗客4人）（緊急時にはハイテク落下傘による滑空が可能）により南東部でエアタクシー展開を拡大中。SATSair は、昨年に前年を +60%上回る 16,000 便を 26 州で運航した。

JetSuite は、jetBlue の創立幹部の1人である Alex Wilcox により設立された最大エアタクシー企業の1社で、ブラジル Embraer 社製の Phenom 100 型機×50機を使用して南カリフォルニア、ユタ、アリゾナ、ネバダにおける営業を計画している。

1機丸ごとか1座席ごとの販売かは別にして、エアタクシー事業は確実に航空旅客輸送に革新的な変化を引き起こすだろう。

(nytimes.com, 5/20/2008)



Cessna Grand Caravan



Cirrus SR22



Phenom 100



3. Mobissimo Has 1/223 The Capital Of Kayak (And Out Executes Them)

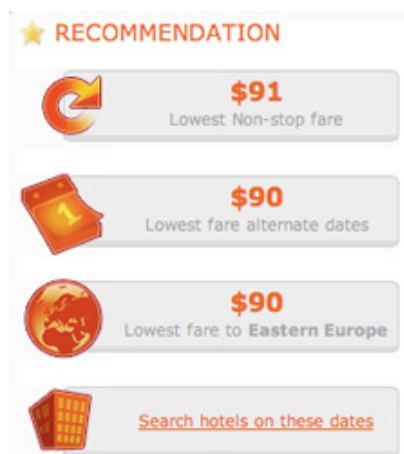
旅行検索エンジン モビッシモ、カヤックに対抗

旅行検索エンジンの Kayak (Connecticut) の資本金は、ベンチャー・キャピタルから資金を調達して \$223m となっている。そして、58 人を雇用して一層の成長を目論む。(Kayak は、昨年 12 月に \$200m で SideStep を買収している。)

この Kayak の主要な競争相手である Mobissimo は、Kayak の 1/223 の \$1m の資本金で 15 人の社員により昨年利益を計上した。(Mobissimo は、モバイルとイタリア語でベストを表すイ.シモを組み合わせて作ったそうである。)

両社の検索方法は異なっている。Mobissimo は、Kayak よりも旅行社が欲している航空便やホテルの検索に優れている様だ。Kayak は、他の旅行検索サイトと同様に、行きたい目的地を入力し、そして価格などの選択に従って、多くのプロバイダーから検索結果を表示する方法が採用されている。これ反して Mobissimo は、通常検索に加えてより多くの旅行オプションを表示するスマートな検索能力を備えている。より低運賃の直行便、より安い代替出発日、最低ビジネスクラス運賃などのオプションを、新たな検索の手間を必要とせずに表示する。若し、鉄道が利用可能なルートであれば、鉄道ダイヤに付いても表示してくれる優れものだ。

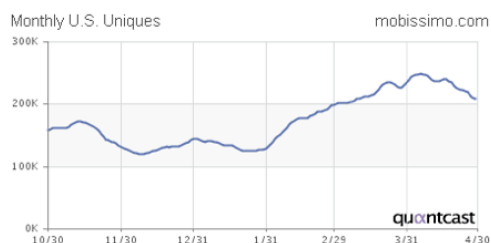
Mobissimo がもっと優れている点は、同じような安い代替目的地まで表示する点だ。例えばポーランドへの便検索は、より安い東欧の他の目的地の付加的な案内をしてくれる。また或るビーチへの便検索は、より安い遠く離れた他のビーチまでを案内してくれる。カジノ、ゴルフ、ワイン試飲などのツアーを欲するならば“activity”のタグにより検索をかければ良い。その上、第三者の目的地情報や天気、Flickr 写真交換サイトや旅行ガイドを画面左側のサイドバーに揃えている。



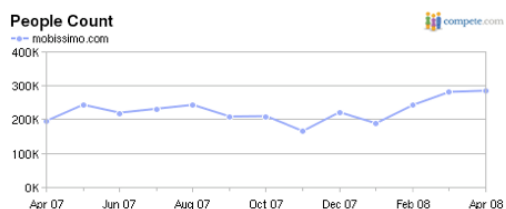
Mobissimo のトラフィックは、未だ Kayak のそれに到底及ばないけれども、そのユニークな検索能力は将来の成長を約束しているようだ。

Traffic Analytics

Quantcast

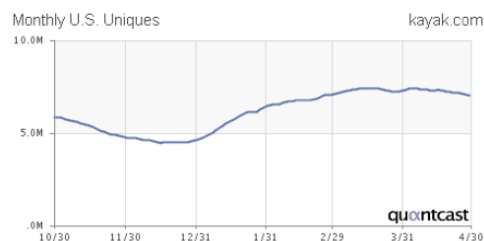


Compete

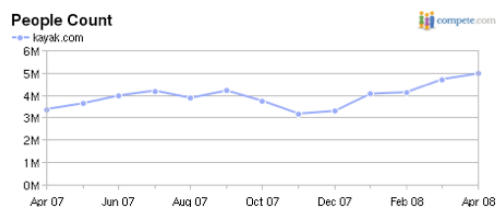


Traffic Analytics

Quantcast



Compete



3. その他のニュース

旅行流通・TD

(1) ATL 空港が、クリアーを指名

ATL Hartsfield Jackson 空港が、同空港の registered travelers 用のレーンの管理者に Clear 社を指名した。これで Clear 社が管理する空港は、合計 15 空港となった。(DTW, 5/13/2008)

(2) VISA が会議カードを導入

VISA がミーティング カードを導入した。このカードは Arcaneo の会議管理システムである Metron の支払手段用に開発された。このカードの導入により、企業は会議コストの可視性を増して、より効率的な法人旅行のコスト管理を可能にする。(DTW, 5/15/2008)

(3) YTB、第1四半期

オンライン旅行販売とマルチレベル マーケターの YTB が、第1四半期に▲\$3.5m の欠損を計上した。前年同期は、▲\$2.2m の損失であった。ネット収入は、+77%増加して \$42.7m となったが、それだけ営業費用の増加を発生させた。YTB の勢力である referring travel agents (RTAs) が大幅に増加している。3月31日現在で、前年比 +67% の 138,814 の RTAs を抱えている。YTB は、第1四半期に、前年比 +7.5%増の 30,893 の Web サイトを販売した。サイトの使用料は、初期開設費用が \$499.95、月間使用料が \$49.95。(DTW, 5/16/2008)

(4) 企業、炭酸ガス排出削減で航空機利用の出張減少

企業は、炭酸ガス排出を削減する為に、航空を使用する出張の削減を検討している。FTSE 350 社銘柄の 100 社を調査した所、89%が向こう 10 年間にビデオ会議などの代替手段を多用して航空機利用の出張を削減する意向であると言っている。これは、環境保護団体 WWF-UK の One Planet Future キャンペーンの一環として Critical Research が調査した結果。(FT.com, 5/16/2008)

(5) TRX、予約ツールにコンサルティング サービス導入

TRX が、同社のセルフ予約ツール RESEX を使用している旅行社と法人に対してコンサルティングとマネジメント サービス RESEX Professional Services を提供する。この新サービスを通じて、法人のツール使用を促進させると同時に出張費管理のより効率的運営を可能にする。(DTW, 5/19/2008)

(6) カナダ旅行社、IATA に完全 e-チケット化の延期を要請

Canadian Standard Travel Agent Registry (CSTAR) が、5月20日、カナダの Competition Tribunal に対して IATA が6月1日から導入しようとしている完全 e-チケット化の差し止めを請求した。CSTAR は、3月に、カナダ旅行協会と共にカナダの Competition Bureau に対して救済を求めていたが、Competition Bureau はこのケースを受理しなかった。AC は、e-チケット発行が出来ない航空会社を含む旅程の AC 航空券の発行に際しては、

- (1) 旅行社は V-MPD (virtual miscellaneous charge order) を発行しなければならない。
- (2) AC は、この V-MPD をベースにして紙の航空券を発行する。
- (3) 出発日の 10 日前にリクエストしなければならない。

という通達をカナダの旅行社宛に送付した。(DTW, 5/21/2008)

空 運

(1) 米運輸省、EWR に便数規制導入

DOT は、空の混雑解消を目的として、EWR 空港に 6 月 1 日から 2009 年 10 月までの間、1 時間当たり 83 回の発着便数規制を導入する。これで NYC の JFK、LGA、EWR の 3 空港に規制が導入される事となった。DOT は、発着規制に併せてこの 3 空港に今後 5 年間有効となるスロット競売システムを導入する。既存企業より割譲させたおよそ 10% のスロットを競売に廻す事が考えられている。当然の事ながら、既存企業は競売制の導入は航空運賃への転嫁を誘発するとこの計画に猛反対している。DOT は、競売により新規航空会社の乗入れの機会が作られる結果、競争が促進され運賃が低下する筈だと言っている。(DTW, 5/19/2008)

(2) ARC 4 月実績 +9.5% 増加

ARC の 4 月精算実績が、前年同期比 +9.5% 増加して \$7.8bn となった。トランザクション量は +0.7% の微増にとどまったが、運賃単価増 +8.5% と税やフィーの収入 +15.7% 増が全体の増加に貢献した。国内線は、トランザクション▲0.9% 減、精算単価 +7.6% 増の \$3.5bn となり、国際線はトランザクション +5.2% 増、精算単価 +9.4% 増の \$3.25bn であった。(DTW, 5/19/2008)

(3) BA パイロット、子会社 OpenSkies のパイロット採用反対でスト突入か

BA のパイロット組合員 3,200 人の過半数が、子会社 OpenSkies の単独パイロット採用に反対したスト権確立に賛成票を投じた。パイロット組合は OpenSkies によって採用された安い賃金のパイロットが、BA のパイロットのジョブ セキュリティーを侵害する可能性が強いと主張している。

BA は、BALPA (BA パイロット組合) の反対は、欧州連合加盟国内における企業設立の自由を保証するローマ条約 43 条に違反するとして、高裁にスト中止を訴えた。

OpenSkies は、6 月 19 日より ORY=NYC 線毎日 1 便を開設する。この路線で OpenSkies は、仏の全席ビジネスクラスの L'Avion とコードシェア協定を結ぶ。L'Avion は、現在毎日 2 便の ORY=EWR 線を B757 型機により運航している。今年 3 月のオープンスカイ協定発効により、BA は初めて英国以外の欧州空港から国際線を運航する。

OpenSkies は、来年末までに B757 型機×6 機を保有する。そして、今年中に 2 番目の路線として BRU=NYC 線の開設を検討している。

BA では、過去 30 年間ストは発生していない。(FT.com, 5/19/2008)

(4) FAA 内部通告者への報復 捜査される

米国の連邦職員の内部通告者からの苦情を取り扱う U.S. Office of Special Counsel が、

FAA に関連する少なくとも 9 つのケースを捜査している事を明らかにした。同局は、FAA の 24 人の幹部の E-メール、電話記録、PC ファイルの保存を要求している。この幹部の中には Robert Sturgell や彼の補佐官を含む FAA のトップクラス幹部が含まれている。今回の捜査対象とされる幹部の数や捜査内容の範囲を勘案すると、FAA 内部の問題が、以前予想されていたモノよりもズーッと大規模となるようだ。先の Southwest 航空の整備期限見過ごし機の運航継続に見られるごとく、FAA と航空会社間の馴れ合いが問題とされている。(FAA は、Southwest に対して異例の高額罰金 \$10.2m を要求している。) FAA では、整備不良や管制ミス of 隠蔽、内部通告者への報復や脅しがかかなり広範囲に実施されていた形跡がある。この捜査結果の如何では、FAA は安全性を監視する職員に対する対応を再検討する必要が生じるだろう。(wsj.com, 5/20/2008)

(5) シンガポール航空、ビジネスクラスで iPhone 接続

SQ が、EWR=SIN 線全席ビジネスクラス便で iPod と iPhone 接続サービスを導入する。同便の機内エンタメシステムは、15.4 インチ LCD スクリーンを使用した KrisWorld 社製のシステムを採用している。SQ は、8 月から LAX=SIN 線の全席ビジネスクラス便を開始する。(DTW, 5/20/2008)

(6) 英政府 環境アドバイザー 英国空港拡張計画に注文

英国政府の環境アドバイザーである Sustainable Development Commission は、5 月 20 日、“航空の真の恩恵と影響”を評価する為の特別委員会の設置を求めた。そして、計画されている LHR 空港拡張計画を保留するべきだと表明した。Institute for Public Policy Research の報告書の中で、SDC は、航空に関して政府の各省庁間に亘って異なった優先順位付けが行われており、一貫した政策が欠如していると指摘している。そして、幾つかの基本的な問題が解決されない限り、航空輸送の将来に関する主要政策を決定するべきではないとしている。政府は、過去 6 年間に及ぶ広範囲な議論を踏まえ、2003 年 12 月に Stansted 空港の第 2 滑走路と Heathrow 空港の第 3 滑走路建設を支持する航空白書をまとめている。運輸省は、SDC の計画保留の要求に当惑している。イングランド南東部では、1946 年以来新たな滑走路は一本も建設されていない。空港拡張計画の遅延は、英経済に大きな打撃を与えると主張が在る一方で、それとコンフリクトする地球温暖化や騒音や空気汚染への対応の問題が存在し、二つの主張の基本的な意見の相違が存在している。(FT.com, 5/20/2008)

(7) 英国航空 JFK 空港ターミナル改修

BA は、JFK 空港ターミナル (T7) を 18 ヶ月と \$30m をかけて改修する。6 月から改修工事が開始される。プレミアム クラス用の専用チェックイン施設が作られる他、ラ

ウンジ施設が LHR の新 T5 と同じ品質に揃えられる。なお改修に際しては、例えば自然光をふんだんに取り入れてエネルギーを節約する等、Leadership in Energy and Environment Design (LEED) 証明を取得した設計と工事手法が採用される。(DTW, 5/2/2008)

(8) FAA パイロットなどに禁煙薬服用禁止

FAA は、5月21日、パイロットと管制官に対して禁煙誘発薬 Chantix の服用を禁止した。Food and Drug Administration は、2月に公衆衛生アドバイザリーを発出し、Chantix の服用により各種の重大な精神障害(幾人かは自殺した)の副作用が発生していると警告した。FAA の服用禁止命令は、この FDA の警告に基づいている。2006年5月から2007年12月までで、Chantix 服用による自殺の試み若しくは自殺ケースが227件、精神障害ケースが397件、凶暴ないし敵対的態度をとるケースが525ケースそれぞれ報告されている。Chantix は、Pfizer 社製で、2006年に米国と欧州連合で販売が許可され、去年は全世界で \$883m が販売された。現在、推定650万人が服用している。Federal Motor Carrier Safety Administration は5月20日、トラック運転者に対して Chantix の服用を取り止める様勧告した。(nytimes.com, 5/22/2008) (wsj.com, 5/23/2008)

(9) シルバージェット (英) ロンドン証取 株式売買停止

大西洋線全席ビジネスクラス Silverjet が、予定していた資金獲得に失敗した直後に、ロンドン証取 (AIM) における株式売買を停止した。Silverjet は、今月初め £8.4m の新規ローンの獲得に成功し、内 £5m が同社の銀行口座に振り込まれる予定であったが、未だにそれが実行されていない。Silverjet は、スケジュール通りの運航を継続すると語っている。Silverjet は、2007年1月より運航を開始し、現在、保有機3機により Luton 空港と NYC/DBX 便を運行中。(BBC NEWS, 5/23/2008)

(10) デルタとノース、競争法適用除外を獲得

米運輸省は、DL と NW が SkyTeam アライアンスの欧州メンバー航空会社4社との間で結んだ大西洋線の提携強化策に対して反競争法の適用を免除すると語った。DOT は、4月9日に暫定的承認を両社に与えている。競争法適用免除により、DL と NW は欧州4社 (AF, KL, AZ, CSA Czech) の間で、大西洋線運賃、サービス、供給について恰も1社の如く計画する事が可能となる。(wsj.com, 5/23/2008)

(11) 航空旅客の旅行時間の20%が便遅延で占められている

航空旅客の旅行時間の20%が便の遅延で無駄にされている。そして、遅延により▲\$41bn (4兆1,000億円)の経済損失が発生している。以上は、Joint Economic Committee Congress のレポート。経済損失▲\$41bnの内訳は、旅客の生産性減少▲\$12bn、航空

に密接に関係する産業であるホテルや食事サービスの▲\$10bn、そして航空会社の▲\$19bn。 航空会社の損失の中には、遅延による燃料消費 \$1.9bn が含まれる。(wsj.com, 5/23/2008)

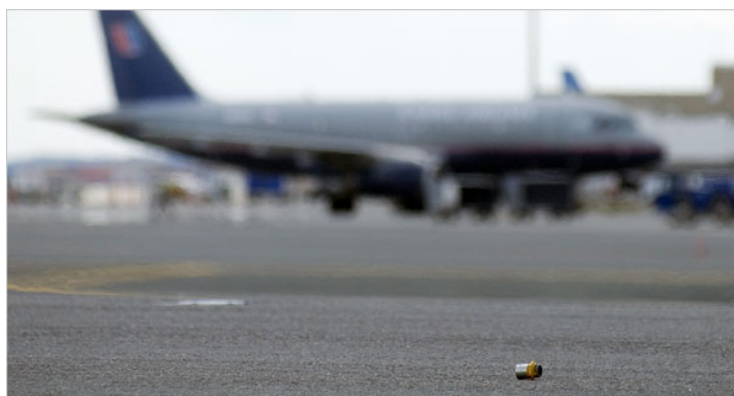


(12) FAA 滑走路上の異物発見センサー開発

FAA は、滑走路上の小さな異物を発見するセンサーを開発した。 先ず手始めに、Logan International Airport で試験運用が開始された。 この小型カメラとレーダーを組み合わせたセンサー（写真）が、回転しながら滑走路をチェックし、異物を発見した場合は直ちに「F.O.D Alert, F.O.D Alert」と言う機械音声により管制塔に知らせる能力を有している。(F.O.D. = foreign object debris = 異物破片)



2000年7月25日にCDGで発生したコンコルドの離陸直後の炎上墜落事故(109名全員が死亡)は、CO航空のDC-10型機から滑走路上に落下した18インチの金属破片がコンコルド燃料タンクを突き破った事が原因とされている。試験運用でもって目視よりも良好な結果が得られれば、このシステムを全米の空港へ展開する。現在FAAがテストしているセンサーは、イスラエルのXsight Systems社製。(nytimes.com, 5/23/2008)



A sensor device is used to find litter like this 3-inch object in a test on the runway at Logan International Airport in Boston.

水 運

(1) ハンブルグ市 Hapag-Lloyd 買収に参加

- TUIは、3月に、保有する世界第5位のコンテナ海運会社 Hapag-Lloyd の売却を含む戦略的価値の再検討を行うと表明した。売却となれば・6bn(約1兆円)の値がつくと言われている。
- 世界第8位のシンガポールの NOL (Temasek 所有) が、Hapag-Lloyd の買収に手を挙げている。
- 世界の大手コンテナ海運会社(デンマーク Maersk Line、GVA ベース Mediterranean Shipping Company、仏 CMA CGM、台湾 Evergreen Marine) の全てはファミリーが所有しており、被買収企業候補とは決してならない。残る準大手の中国 Cosco、APL (NOL のコンテナ ブランド)、中国 CSCL、日本の郵船と商船三井は国営か海運コングロマリットで、これ等の企業も売却される可能性は殆ど無い。要するに、Hapag-Lloyd の売却は、仮に実現されるとすれば事業拡大の為の千載一遇の恰好の出物となる。
- 2004年に P&O Nedlloyd の買収に失敗した NOL は、Hapag-Lloyd を買収してシンガ

ポールの国家的戦略である運輸とロジスティックの強化へ応えようとしている。

- ・ ドイツ第1位、欧州連合第2位の港湾施設の規模を誇るハンブルグ市は、5月20日、Hapag-Lloydの本社がHAMより移転される事は許されないとして、このコンテナ海運の独買収コンソーシアムに・1mの種子資本の20%を出資すると表明した。

(FT.com, 5/20/2008)

陸 運 & ロジスティックス

(1) スペイン アベリティス Penn ターンパイク落札

- ・ インフラ投資グループの Abertis (スペイン) が、ペンシルバニア州の Pennsylvania Turnpike の75年間リース権を買収した。
- ・ 米国では、道路整備はガソリ税により手当てされている。最近は、車の燃料消費性能の向上等により、この税収が減少している。 カルフォルニアのシンクタンク Reason Foundation は、ハイウエーの品質を現状で維持する為には年間▲\$9bn が不足していると語っている。
- ・ 道路整備不足により、昨年8月には、ミネソタ州の1-35W Interstate のミシシッピ川に架かる橋(1967年建設)が崩壊し13名が死亡する事故が発生している。



- ・ 財源確保の唯一の代替策は、地方政府が所有する有料道路の民間への売却(長期リース)となる。 Penn. Turnpike の場合は、市がここから10年間に稼ぐであろう有料道路収入よりも+13%も大きな収入をこの売却で得る事になる。 税収難に喘ぐ市にとっては、極めて有効な財政強化策となる。
- ・ 2004年にMacquarie(豪)とCintra(ス)買収コンソーシアムに\$1.82bnで売却(99年間リース)されたシカゴ市のChicago Skyway以来、民間への市保有社会インフラ

の売却が促進されている。 インディアナ市は、2006年に Indiana Toll Road を \$3.85bn で 75年のリースに出した。

- ・ しかし、一部では主要インフラを外国の投資家に売却しても良いものか？ という懸念が広がり始めている。 強力な組合もこれを問題視し始めている。
- ・ 財政難と社会インフラのセキュリティ上の問題と市民感情への対応のバランスを如何にとるかの難しい政治判断が、市に求められている。

(FT.com, 5/19/2008) (wsj.com, 5/20/2008)

ホテル & リゾート

(1) アポロ、欧州プロパティ

プライベート エクイティ ファンド マネジャーの Apollo Real Estate Advisors が欧州の商業プロパティ負債事業 (commercial property debt business) に乗り出す為に、Stoneleigh Capital を買収した。 大型買収を手掛けた金融機関や大企業の、信用市場の収縮で最早証券化できなくなってしまった投げ売り負債 (distressed debt) を、安い価格で買収するのが目的。 Apollo の他にも、Blackstone や今まで不動産投資には手を出さなかった TPG までが、この劣後ファイナンス (mezzanine finance) 市場に群がっている。 Apollo は、本来ならば証券化される予定であった ・30bn~・40bn (4兆8,000億円~5兆6,000億円) の不良債権 (“overhang” of debt) が存在していると踏んでいる。 このプライベート エクイティの新たな方向は、市場が底を抜け出したと彼等が判断している証なのかも知れない。(FT.com, 5/18/2008)

(2) 第1四半期、世界ホテル投資▲60%減少

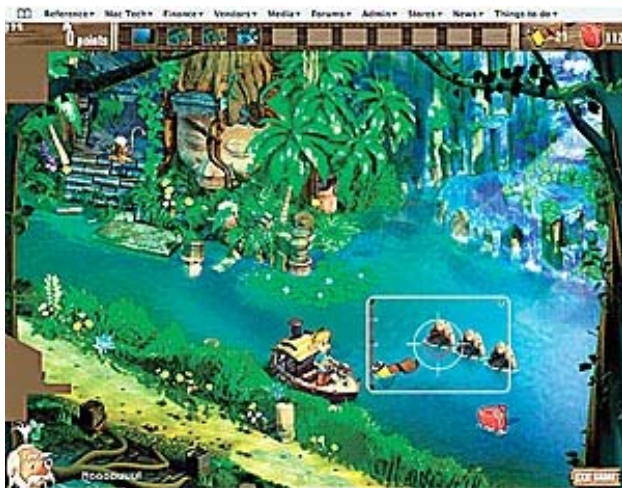
2007年に、世界のホテル投資は前年を +52%上回り、記録的な \$110bn (11兆円) を記録した。 しかし、今年の第1四半期には、前年同期比で▲60%減少した。(Jones Lang LaSalle Hotels 調べ) 買収は、2007年の第1四半期の \$20bn (2兆円) から約▲\$8bn 低下した。 米国のサブプライム住宅ローンの崩壊がホテル投資に影響を及ぼしている。 しかし市場は苦境期にある訳では無く、投資家が市場の方向を見極めようと待機しているに過ぎないと、この世界的な不動産企業が言っている。(DTW, 5/20/2008)

(3) バーチャル Disneyland の終結にファンが抗議

2005年、Walt Disney は創立 50周年のプロモーションの一環として、本物そっくりの Virtual Magic Kingdom という無料のオンラインゲームを作った。 ここでは、ユーザーはアバター (化身) を作り、Tomorrowland や Main Street 等のオンライン上のあらゆる

場所の探検や、他のユーザーとのチャット、又実生活に於いてもオンラインプロモーションの利点を利用して、California や Florida にある Disney リゾートを利用することが出来た。また、ゲーム上でポイントを貯めて、バーチャルの個室用のアクセサリーや、実生活における Disney 映画の DVD 等の購入も可能であった。その結果、Virtual Magic Kingdom (VMK) は年代を問わず多くの熱烈なファンに支持されて来た。しかしながら 21 日を以て、VMK の全てが閉じられる。創立 50 周年のプロモーションをこのように長期に続ける計画がなかったことに加えて、VMK が無料であるということが VMK 閉鎖に繋がった。VMK が無料であるばかりか、有料の他のオンラインゲーム (Club Penguin, Toontown) に VMK からフルアクセスできてしまう。(Toontown の場合は、1 ヶ月 \$9.95 の料金がかかる。)

この閉鎖計画を聞き及んだ熱烈な支持者達は、20,000 もの存続希望の署名を集め、また抗議のピケを張る人たちまでが出た。しかしながら、Disney は、VMK の人気を Club Penguin や Disney Fairies 等のゲームに押されて下降気味であることもあり、VMK を中止する計画である。(wsj.com, 5/20/2008)



This screen allows Virtual Magic Kingdom's gamers to build an avatar they can play with.



Disney's plan to close its free Virtual Magic Kingdom game (top) prompted some fans to protest recently.

(4) 米カジノ企業、マカオで大金賭博客斡旋業者に躓く

マカオの賭博市場開放は、米賭博運営会社（Las Vegas Sands, MGM Mirage, Wynn Resort 等）にとって最高の好機到来の筈であった。米経済の減速で大元の Las Vegas に於けるカジノ運営が不振の上に、マカオでも新たな問題が発生している。

それは、VIP プレーヤーといわれる大金を賭ける顧客を斡旋する現地の仲介業者の出現である。仲介業者は“junket operator（大名旅行運営者）”とも呼ばれ、旅行代理店から銀行そして負債の集金まで受け持つ。カジノの代わりに中国本土からの顧客に金を貸し、負債の集金まで受け持つので、彼らは、大金を賭博する顧客が利用する賭博場を決定する大きな力を持っている。マカオでは多くのカジノのオープンとともに競争も激しくなる一方で、仲介業者はこれに乗じて高額な顧客の斡旋料を請求し始めた。仲介業者は、斡旋した顧客の儲け金の 40% をカジノ運営会社から得ている。マカオ政府が 40% を取るのでカジノ会社は残りの 20% のみ得ることになる。（MGM Mirage 等数社は、それに加えて客の賭け金総額の 1% を仲介業者に渡している。）

高額賭博者の重要性と仲介業者の影響は Wynn の第一四半期に良く表れている。

VIP とされる高額賭博者の賭け金総額は、昨年と比較すると 105% の伸びで \$ 14.8bn に達した。そこから Wynn は \$444m を得たが、その内 \$177m を仲介料として支払い、そしてほぼ同額を税金で支払うので、残りの取り分は約 \$88m になってしまう。

又、Las Vegas Sands は、過当競争で昨年 12 月以来 VIP 客市場の 1/3 を失ったため、仲介料を 40% から 45% に引き上げている。MGM Mirage は今月初めに、仲介業者に対して賭け金総額の一部、あるいはカジノ儲け分の一部を得る事が出来る選択権をオファーしている。

これらは全て、市場競争に生き残るためであると会社関係者は言っている。MGM Mirage CEO Terrence Lanni は、今後は高額賭博市場よりマカオの大衆市場に焦点を置く積もりだと言う。そこでは、仲介業者抜きのため、より多くの利益が得られると算段している。それにより、少しの後退はあるだろうが、未だまだマカオの市場は成長し続けると彼は期待している。

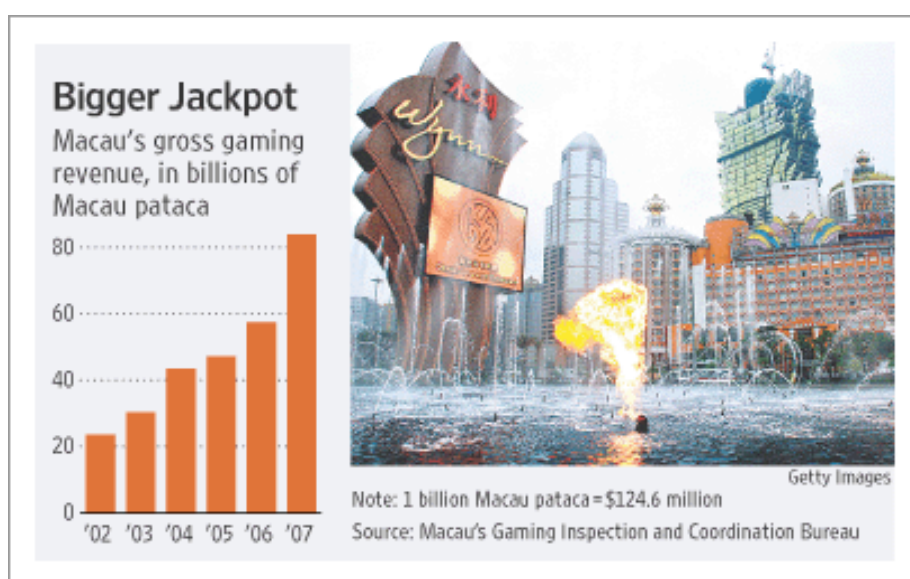
MGM Mirage mistakenly expected name recognition to draw customers to its MGM Grand Macau when it opened last year.



仲介業者の存在は、高額賭博者との直接的関係にしか慣れていない Las Vegas のカジノ運営会社の為のものである。米賭博会社は、中国本土の未知の VIP に信用貸しを拡大することを躊躇った。その理由は、たとえ賭博者が負けを支払えなくても、中国政府

に 40%の税金を支払わなければならないからだ。米賭博会社は、中国本土で負債集金会社を運営するのにもためらいがある。しかし、仲介業者は、信用貸しはするし、負債を支払わず逃げる者を追跡する集金会社も所有している。香港に本部を置く仲介業社 **Success Universe Group** の代表 **Hoffman Ho** は次のように言っている。「仲介業者にとって最も大事なことは客の財務状況を把握することだ」、「負債取り立てのシステムが重要で、客の抵当力を見極めておく事が必要だ」、「H\$110m (約 13 億円) を一日で負けた顧客からは、一週間以内という迅速さで負債を取り立てたことがある」。

A-MAX Holdings (以前の液晶画面製作会社) は、巨大仲介業者の代表例と言える。昨年 12 月には 8 つの大手仲介業者を一つにまとめあげ、マカオに於ける競争模様を単独で大きく塗り替えた。同社は、マカオの 6 社の政府認定業者の 1 社であり、**Crown Macau** の運営会社である **MPEL (Melco PBL Entertainment (Macau) Ltd)** と 3 年間の独占契約を結んだ。**A-MAX** は **Crown Macau** に **VIP** 客を提供し、その見返りに賭博賭け金総額の最大 1.35%の手数料を得る契約だ。**A-MAX** の効果は劇的で、**Crown** は昨年 5 月オープン以来、最初の数ヶ月は不振であったが、今年 3 月にはマカオ **VIP** 市場の 27% を占めるに至った (**Credit Suisse** 4 月報告)。**MPEL** (ナスダック上場) は、3 月 31 日までの 3 ヶ月間で、前四半期に比較すると 2 倍の収益を得ている。前四半期には▲\$36.5m の損失を出したが、2008 年第 1 四半期には \$43.2m の純利益を計上した。**Crown Macau** の成功は、他の 5 社にとってはプレッシャーとなり、**VIP** 客獲得にますます過度な手数料を支払うという現象が起きている。先月、マカオ政府長官 **Edmund Ho** は、市場を安定させるために、新期カジノの認可を一時停止すると共に、賭博台数の制限する異例とも言うべき措置を採った。(wsj.com, 5/22/2008)



(5) ベトナム、カジノ解禁

共産党が支配するベトナムで、カジノリゾート計画が進んでいる。この計画は Ho Tram と呼ばれているホーチミン市東方の Xuyen Moc に展開するプロジェクトで、カナダ YYZ の Asian Coast Development Ltd. が 30%、NYC のヘッジファンド Harbinger Capital LLC が 25% をそれぞれ出資する。\$1.3bn かける第 1 段階では、2,300 室の 5 つ星ホテル 2 軒と 90 賭博テーブルを持つ 1 つのカジノが展開される。2015 年には、2 つのカジノと 9,000 室を擁する 5 つのホテルのカジノリゾートが完成する。
(wsj.com, 5/23/2008)



その他

(1) 米上院司法委員会 石油メジャー5社幹部を聴取

ガソリンがガロン\$4 に近づきつつある。ワシントンは、価格上昇を食い止めたいと願っているが解決策を見出せないでいる。業界は政府の介入は事態を悪化させるだけだ主張している。



Executives of major oil companies were sworn in Wednesday.



Senator Arlen Specter, left, and Senator Patrick J. Leahy at the Judiciary Committee hearing. Mr. Leahy asked the oil company executives to tell him the size of their pay packages.

(nytimes.com, 5/22/2008)

編集後記

原油スポット価格がバレル \$130 を超えてしまった。

航空会社株は、軒並み大幅に値を下げている。 AMEX Airline Index は、1年前の 52.97 を大きく割り込み 18.03 を付けている。 この1年で株価は 1/3 に減ってしまった事になる。

米国では、既に 8 社が破産法 Chapter-11 を申請し、その内の 5 社が運航を停止した。 長距離 LCC のパイオニア Oasis 香港も運航停止を余儀なくされた。 大西洋全席ビジネスクラスの MAXjet と Eos (何れも米国) の破綻に続いて、今度は Sliverjet (英) が資金難に陥っている。

UA+US の合併が今にも合意されると言う報道が今月初めに主要紙に掲載されたが、一向にその話の進展が聞かれない。 DL+NW 計画も、燃油費がこれだけ上昇したので合併シナジーの再計算が必要になるようだ。 合併合意後に DL 株が続落している事が、その厳しい現実を明らかにしている。

アナリストは、燃油の高騰が続くのであれば、米航空業界は今年▲\$7bn (7,000 億円) の欠損を計上するだろうと言い出した。 そして、破産法 Chapter-11 を申請する航空会社が更に増加し、その内の数社は倒産に追い込まれるだろうと予想している。

AA は、不採算路線を徹底的にカットして更に供給を削減し、総フリートの略 10%に相当する▲80 機の経年機材を退役させるという。 そして 1 個目の受託手荷物から \$15 を徴収する。 各社も同様に一層の供給削減を迫られるだろう。

しかし何でも例外が存在するように、この難局をチャンスと捉えている航空会社が 1 社存在する。 燃油ヘッジで大成功している Southwest が、20 数機の経年機材の退役を延長させて、他社が供給削減した路線で増便する事を計画している。(Southwest は、バレル \$51 で消費量の 70%をヘッジ予約している。)

メジャー間のコンソリが業界再編に拍車をかけると予想されていたが、燃油がここまで高騰してしまうと、倒産による需給調整メカニズムが始動する事になりそうだ……。

(H.U.)

(次頁に AMEX Airline Index の 52 週チャートを掲載した。)

Basic Chart

Get **Basic Chart(s)** for:



Index Value:	18.03
Trade Time:	May 23
Change:	↓ 0.80 (4.25%)
Prev Close:	18.83
Open:	18.83
Day's Range:	17.87 - 18.83
52wk Range:	17.87 - 52.97

表紙 :

NYC 4:

New York Broadway Theater

B5 Sketch Book

2004年 2月作

TD 勉強会 情報 324 (以上)