

空運業 3 社分析レポート

日本航空株式会社

Japan Airlines Co., Ltd.

東京証券取引所・市場第一部 [9201]

会計基準：IFRS

決算日：3 月 31 日 (年 1 回)

分析期間・分析年度

6 年間

2014 年度 (2014 年 4 月 1 日～2015 年 3 月 31 日) - 2019 年度 (2019 年 4 月 1 日～2020 年 3 月 31 日)

ANA ホールディングス株式会社

ANA HOLDINGS INC.

東京証券取引所・市場第一部 [9202]

会計基準：日本基準

決算日：3 月 31 日 (年 1 回)

分析期間・分析年度

6 年間

2014 年度 (2014 年 4 月 1 日～2015 年 3 月 31 日) - 2019 年度 (2019 年 4 月 1 日～2020 年 3 月 31 日)

アジア航測株式会社

Asia Air Survey Co., Ltd.

東京証券取引所・市場第二部 [9233]

会計基準：日本基準

決算日：9 月 30 日 (年 1 回)

分析期間・分析年度

6 年間

2014 年度 (2014 年 10 月 1 日～2015 年 9 月 30 日) - 2019 年度 (2019 年 10 月 1 日～2020 年 9 月 30 日)

経済学部 経済学科 2 年

1911510000

分析グレード グレード 5

設問① 企業概要と経営基礎分析

(1) 企業概要

日本航空株式会社

- 会社情報

創立：1951 年 8 月 1 日

資本金：181,352 百万円

従業員数(連結)：35,653 名

発行済株式総数：750,000,000 株

- 事業内容・サービス情報

国際旅客事業、国内旅客事業、貨物郵便事業、航空関連事業を主に行っている。国際旅客事業では、2020 年 2 月に日本の航空会社初の「成田＝ウラジオストク線」を開設するなど、路線拡大にも力を入れている。国内旅客事業では、日本トランスオーシャン航空株式会社、日本エアコミューター株式会社、株式会社ジェイエア等といったグループ会社が、地方や離島を結ぶ路線を展開し新型機材を導入することで、地域活性化や地域社会への貢献に努めている。貨物郵便事業においては、「貨物事業収支最大化」「運送サービス提供価値向上」「新事業領域への挑戦」に取り組んでいる。国際貨物ではアメリカの KALITTA 航空との貨物定期便のコードシェア（2019 年 8 月～）や、中国貨運航空のスペースの活用（2019 年 10 月～）などを通してアジア発北米向けの三国間輸送の需要を取り込んだサービスを展開している。国内貨物では農作物の集荷場を新規に開設し、収穫から出荷までのリードタイムを短縮することで鮮度を維持した輸送を実現している。航空関連産業では、外国航空会社の空港ハンドリング、航空機の整備、貨物ハンドリングの受託業務を行っている。

- 事業等のリスク

投資家の投資判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項として、

「世界的な疫病の万全、自然災害や気候変動に関わるリスク」「国際情勢や経済動向等の外部経営環境に関わるリスク」「航空機導入に関わるリスク」「市況変動に関わるリスク」「航空安全にかかわるリスク」「法的規制・環境規制、訴訟に関わるリスク」「IT、顧客情報の取り扱いに関わるリスク」「人材・労務に関わるリスク」が挙げられている。

- 企業理念

JAL グループは、全社員の物心両面の幸福を追求し、

一、お客様に最高のサービスを提供します。

一、企業価値を高め、社会の進歩発展に貢献します。

- 価値創出領域(価値創造モデルより)

「安心・安全」「顧客満足」「財務」「サステナビリティ」において価値を創出している。サステナビリティの重点領域は、環境(環境汚染や騒音対策、生物多様性保存等)、人(感染症拡大防止、人権侵害防止、人材育成等)、地域社会(路線ネットワーク拡充、地域活性化、被災地復興支援等)、ガバナンス(公平な事業行動の推進、情報開示等)である。

- 財務戦略

2019 年度では、燃費効率の高いエアバス A350 型機などの最新鋭機材を投入し、商品・サービスに磨きをかけた。一方、2019 年 1 月以降、新型コロナウイルスの拡大に伴い、運休・減便・小型化を行った。また、旅客便の運航減少に応じて貨物需要が増加したため、旅客機の貨物スペースや客室内収納スペースを利用した貨物専用便を運航し、収支改善に努めた。新型コロナウイルスの影響が長期化することへの備えとしては、約 5000 億円の手元流動性を確保し、安定的な外部資金調達能力を活かした前広かつ十分な資金調達の体制を整えている。2020 年度には、燃油費・整備費・着陸料を含む費用を最小限に抑え、人員配置や広告宣伝費などの見直しにより約 900 億円の固定費を削減し、さらに航空機を含む設備投資においても約 800 億円の削減をする予定だ。

- 人材戦略

「社員が生き生きと活躍し幸せになれる会社であること」という企業理念のもと、コロナ渦における「新しい日常」のなかで「変えていくもの」と「変えないもの」を明確にし、社員一人一人が活躍できる領域を拡充している。人材育成においては、対面中心の教育からオンライン中心の教育へとシフトしている。人材リソースについては、コロナ渦で人手に余裕ができたため、社員の活躍領域を拡大することに重きを置いている。また、対面コミュニケーションの機会が減り社員の健康面に影響が出ることを考慮し、丁寧なコミュニケーションやストレスチェックの活用ができる環境を整えている。

- 中長期経営計画

柔軟性と高いリスク体制を備えた強固な財務体質を再構築し、環境問題解決や観光・経済の活性化を行い、2030 年の SDGs の達成、2050 年の CO₂排出量実質ゼロを目指している。財務体質においては、テクノロジーを活用したコスト構造改革による生産性向上と固定費削減を推し進め、収益性の向上と投資の圧縮を行う。CO₂排出実質ゼロへに向けては、バイオ燃料の調達・カーボンオフセット・新世代航空機の導入といった政策が挙げられている。事業活動については、需要の回復時を見据えた羽田空港、成田空港での最適なネットワーク構築・幅広い層の旅客需要の取り込み・ニューノーマルにおけるライフスタイルに適合する旅行商品の開発・より安全な輸送サービスの提供・貨物情報のペーパーレス化をはじめとするテクノロジーの導入等を行い、事業規模の回復を推し進めていく。具体的には、VR に触覚や嗅覚の体験を加えた「JALxR Traveler」や、リモート旅行の提供を始めている。

ANA ホールディングス株式会社

- 会社情報

創立：1952 年 12 月 27 日

資本金：318,789 百万円

従業員数(連結)：45,849 名

発行済株式総数：348,498,361 株

- 事業内容・サービス情報

国際線旅客事業、国内線旅客事業、貨物郵便事業、ノンエア事業を行っており、フルサービスキャリアとしての ANA ブランドと、格安航空会社としての Peach Aviation(株)がそれぞれの強みを活かしている。国際線旅客事業では、成田＝パース線(2019 年 9 月～)、成田＝チェンナイ線(2019 年 10 月

～)、成田＝ウラジオストク線(2020 年 3 月～)を開設し、路線拡大に積極的である。また、ファーストクラス、ビジネスクラスに新シートを導入した(2019 年度)。ビジネスクラスの「The Room」には、ドア付き個室型ワイドシートに加え、世界初の 4K 対応パーソナルモニターが導入されている。国内線旅客事業では、電動リクライニング搭載シートや、タッチパネル式パーソナルモニターを導入し、サービス品質の向上に努めている。貨物郵便事業では、半導体・電子部品の輸出入を行っているが、2019 年度には半導体製造装置等の大型貨物の輸送を取り込んだ。ノンエア事業では、旅行事業や空港物販店での営業を行い、新たな収益の柱の確立を目指している。

● 事業等のリスク

経営者が連結会社の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に重要な影響を与える可能性がある」と認識している主要なリスクの要因は、

「国際情勢」「景気低迷」「航空政策」「原油価格・為替変動」「感染症・災害」「経営戦略(事業構造)」「航空安全」「IT・情報漏洩」「損益構造」「財務」である。

また、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項としては、上記に加え、

「(経営状況悪化等の)重要事象について」「法的規制に関わるリスク」「環境規制に関わるリスク」「競争リスク」「新感染症の発生・蔓延に関するリスク」「提携戦略が奏功しないリスク」「人事・労務に関わるリスク」「人材確保に関わるリスク」「訴訟に関わるリスク」「航空機燃料料確保に関わるリスク」が挙げられている。

● 企業理念

安心と信頼を基礎に

世界をつなぐ心の翼で

夢にあふれる未来に貢献します

● 価値創出領域(価値創造モデルより)

事業の推進と拡大により、「経済的価値」と「社会的価値」を同時創造している。競争力の強化、地域観光事業の活性化、多様な人材の開発・活用、DX による効率化とイノベーション、エネルギー効率の追求を通じて、それぞれ、「トップラインの拡大やコスト競争力の向上」と「スマートで快適な旅の提供」、「事業機会の拡大や新たな需要層の開拓」と「観光立国・訪日推進」、「従業員の生産性向上や品質サービスの向上」と「ダイバーシティ推進と人権尊重社会の実現」、「利便性向上と業務効率化の同時追及・新規事業の創出」と「パーソナライズサービスの提供や従業員の働きがい向上」、「燃油費を中心とした費用増加の抑制」と「地球環境に対する負荷の低減」を同時創造している。

● 財務戦略

世界中の新型コロナウイルス感染拡大を受けて、国際線の全方面で運休・減便を行った。資金調達については、借入や融資枠の拡大により当面の事業継続に必要な手元流動性 1 兆円を確保している。また、旅客需要の減少に合わせた人員稼働の調整やサービスの適正化、設備投資の大幅な減額を行うなど、コスト削減策を実施している。加えて、定期航空協会を通じて政府に業界支援要請を行い、空港使用料の支払い猶予等を受けている。

● 人材戦略

『人』にこだわり、『人』を源泉として持続的に成長する」というスローガンのもと、人材こそが最

大の資産であり、環境の変化に対応し、困難を乗り越え、持続的に成長する源泉であると考えている。具体的には、ANA グループらしさを伝承する「ANA's Day 研修」や、グループ全社共有で感謝を伝え合う「Good Job Program」、社員満足度を定期的に診断する「ANA's Way Survey」等が実施されている。健康面においては、定期健康診断項目や判定基準の共通化、がん予防対策の充実、メンタルヘルスに関わる施策のグループ全社展開といった政策が行われている。

- 中長期経営計画

中期的な目標として、「着実に価値を創出する強靱なグループ事業構造の確立」が挙げられている。これに向けて、航空事業のポートフォリオ戦略を深く進めていくとともに、ノンエア事業で航空に次ぐ収益の柱の確立を目指している。ノンエア事業として力を入れているのは、アバター事業である。アバターは遠隔操作分身ロボットであり、医療や観光施設、学校などに設置されたアバターに自らの意識や存在を伝送することで、入院中の方がショッピングや観光を楽しんだり、教師が遠く離れた島の学校で授業を行ったりすることができる。アバターとアバタープラットフォーム「avatarin」を普及させ、コロナ下における非接触や遠隔技術への社会的なニーズの増加に答えるため、幅広い企業との協業や資本提携を通じたロボット・サービスの共同開発を進めている。

アジア航測株式会社

- 会社情報

創立：1949 年 12 月 15 日

資本金：1,673 百万円

従業員数(連結)：1,483 名

発行済株式総数：18,614,000 株

- 事業内容・サービス情報

コンサルティング、地図・データ・システム、測量の事業を行っている。コンサルティングでは、防災コンサルタント、環境コンサルタント、河川事業、森林ソリューションといった国土保全を行っている。地図・データ・システムの事業においては、3 次元ソフトウェア開発や、AI、IoT 関連の業務を行っている。具体的には、土砂災害発生時の土砂移動域を自動抽出する AI の開発や、森林情報を把握するための航空レーザーの開発をしている。測量事業では、航空写真測量や、上記の航空レーザーを利用した計測、ドローンを利用した測量を行っている。

- 事業等のリスク

財政状態及び経営成績に影響を及ぼす可能性のある主なリスクとして、

「官公庁への高い受注依存」「高度な計測機器の損傷」「航空機事故」「顧客からの預かり情報資産の漏洩・減失」「新型コロナウイルス感染症による事業への影響」が挙げられている。

- 企業理念

1. 事業は人が創る新しい道である
2. 事業は永遠の道である
3. 事業は人格の集大成である

4. 事業は技術に始まり営業力で開花する
5. 事業は社会のために存続する
6. 事業はより高い利益創造で発展する

- エコ・ファースト企業としての価値

環境省認定の「エコ・ファースト企業」として、安全・安心、低炭素、環境負荷低減、生物多様性保全、景観再生を掲げ、地域環境保全に積極的である。

- 財務戦略

海外事業では、新型コロナウイルスの感染拡大により、想定外の不振となった。一方、経済活動の再開とともに政府の防災・減災、国土強靱化政策が進み、同時に当社の受注を計画通り進めることができた。また、配当性向 20～30%、連結売上高 300 億円、連結営業利益 15 億円以上、ROE8%を目標としているが、2019 年度にはそのすべてを達成している。来年度以降は、継続的かつ安定的な経営基盤を確保しつつ、安定的な事業の持続・成長に注力する、としている。

- 人材戦略

エコ・ファースト企業認定を受けて、環境保全に向けた人材づくりに努めている。また、コンプライアンス経営のもと、社会の構成員としての企業人・社会人として求められる価値観・倫理観を育てている。具体的には、コンプライアンス研修の実施やコンプライアンスに係る情報発信・共有、全役職員向け e ラーニングによる教育の実施等が行われている。

- 中長期経営計画

長期ビジョンである「新たな空間情報ビジネスの可能性に挑戦し、成長し続けるグローバル企業」を目指すため、4 つの中期目標を掲げている。1 つ目は **Contribution** で、空間情報ビジネスにおけるトップランナーへの成長や連結売上高 340 億円の達成を通じて社会に大きく貢献する企業を目指している。2 つ目は **Globalization** で、全社グローバル体制の再構築や国内技術の海外展開の推進によりグローバル社会から信頼され続ける企業を目指している。3 つ目は **Alliance** であり、事業連携や新規事業分野の拡大、ベンチャー起業支援を通じて成長・拡大し続ける企業を目指している。新規事業としては、海底地形データを利用した釣り人向けの Web 上アプリ「釣りドコ」等がある。4 つ目は **Value** であり、顧客から空間情報コンサルタント企業として最も信頼され、従業員の働く喜びと強い誇りを生み出す場となり、株主からは挑戦と持続的成長が分かりやすく見えるような価値のある企業を目指している。

(2) 業界の動向

近年は、格安航空会社(LCC)の成長が大きく、特に国際線において急激にシェアを伸ばしている。

2019 年度以降は、新型コロナウイルスの影響により、航空業界は窮地に立たされている。ANA ホールディングスは、2021 年 3 月期の最終利益(損失)が 5100 億円の赤字を見込むと発表し、大きなニュースとなった。航空業界の不況は海外でも著しく、米国では、大手のアメリカン航空やユナイテッド航空が財務省から大きな金銭支援を受けている。

空運業界シェア一位は ANA ホールディングス、二位は日本航空株式会社となっている。両社ともに格安航空会社を子会社に持っているが、格安航空会社に絞れば、スカイマーク株式会社、ジェットスター・ジャパン株式会社といった競合企業が存在している。

(3) SWOT 分析

日本航空株式会社

	好影響	悪影響
内部環境	強み 安定した経済基盤 ワールドベストエコノミークラス1位	弱み 負債・総資産の少なさ
外部環境	機会 一定の旅客需要 新興工業国の経済発展	脅威 業界トップANAホールディングス コロナ渦による旅客需要落ち込み

日本航空は、財政破綻後の生産コストの見直しによる安定した経済基盤や、スカイトラックスによる航空会社格付け調査での 2019 ワールド・ベストエコノミークラス一位選出等が強みである。特に、最終利益の大きさはコアコンピタンスと言える。また、一定の旅客需要があることや新興工業国の経済発展に伴う国際線の拡大などによってビジネスの機会が与えられていると言えるが、新型コロナウイルスの影響により特に国際線における旅客需要が激減していることが脅威である。

ANA ホールディングス株式会社

	好影響	悪影響
内部環境	強み 業界トップシェア ワールドベストエアライン3位	弱み 利益率の低さ 2020年度の大きな赤字
外部環境	機会 一定の旅客需要 新興工業国の経済発展	脅威 業界最終利益トップ日本航空 コロナ渦による旅客需要落ち込み

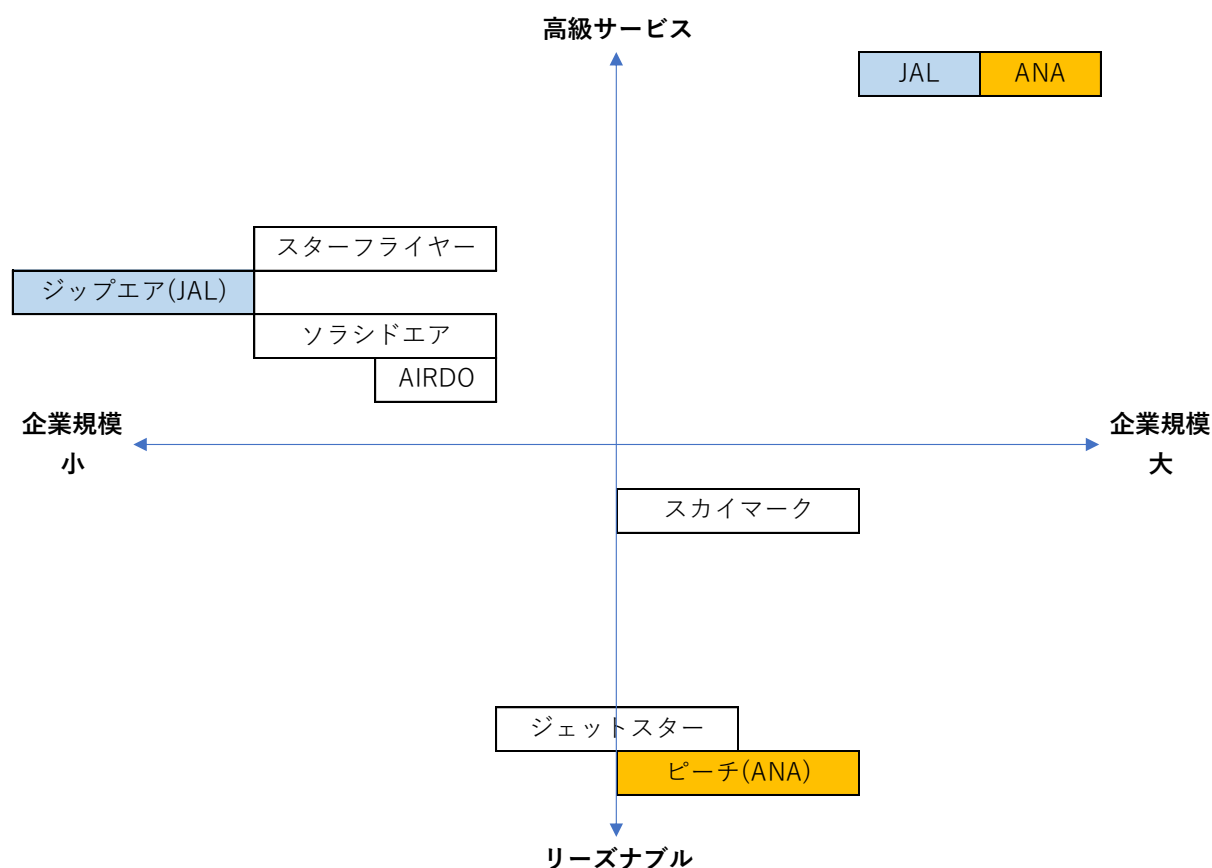
ANA ホールディングスは、売上高が業界トップであることや格付け調査での 2019 ワールド・ベストエアライン三位選出、2019 ワールド・ベストビジネスクラス二位選出等が強みである。特に、旅客数の多さはコアコンピタンスと言える。逆に、売上高に対して利益率が低いことや、2020 年度に日本航空以上の赤字見積もりを出していることなどが弱みである。

アジア航測株式会社

	好影響	悪影響
内部環境	強み 航空測量業界トップ3 認定エコファースト企業	弱み 配当の少なさ 民間発注の少なさ
外部環境	機会 官公庁からの発注 民間からの発注	脅威 航空測量東証一部パスコ

アジア航測は空運業の中でも航空測量という分野に属し、その中でトップ3の売上高を出していることや、環境省からエコ・ファースト企業に認定されていること等が強みである。加えて、官公庁からの発注が多く、ビジネスの機会を得ていると言える。また、新規事業として民間からの発注にも力を入れ始めているが、売上の7割が公共事業に頼り切っている状況である。アジア航測は東証第二部に上場されているが、東証第一部に上場されているパスコがライバル会社である。

(4) ポジショニング分析



航空旅客会社におけるポジショニングマップは上のようになる。フルサービスキャリアでは、ANA と JAL(日本航空)の寡占状態である。格安航空では、ジェットスターや中堅航空会社とも呼ばれるスターフライヤー、スカイマークなどが競合する中、ANA ホールディングスはピーチを子会社に、日本航空はジップエアを子会社に持っている。ジップエアは2020年6月に営業を開始したばかりで、現在赤字の状態である。そのため、日本航空とANA ホールディングスを比べるとANA ホールディングスの方が格安航空においては力を持っていると言える。

設問② 要約連結財務諸表

日本航空株式会社

[単位：百万円]

連結貸借対照表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期
資産合計	1,473,354	1,578,928	1,728,777	1,854,227	2,030,328	1,859,362
流動資産	615,455	629,242	626,332	686,069	761,539	525,995
当座資産	506,321	547,772	546,327	599,570	674,515	417,070
現金及び預金 ①	364,988	420,333	392,075	417,842	462,064	329,149
有価証券 ②	0	0	12,000	30,999	60,000	0
固定資産	857,899	949,686	1,102,444	1,168,158	1,268,788	1,333,367
有形固定資産	639,258	728,673	824,928	880,765	929,216	997,807
無形固定資産	63,174	80,518	95,913	95,686	92,255	95,777
のれん	1,305	455	0	0	0	0
投資その他の資産	155,466	140,494	181,602	191,706	247,317	239,781
資金性長期投資資産 ③	55,553	42,170	44,106	49,950	57,070	55,635
未稼働・遊休・廃止・処分予定事業資産	97,752	116,929	101,832	123,902	141,776	110,050
繰延資産	0	0	0	0	0	0
非事業余剰資金資産 ②+③	0	0	0	0	0	0
資金性資産合計 =①+②+③	55,553	42,170	56,106	80,949	117,070	55,635
負債合計	420,541	462,503	448,181	498,791	579,134	384,784
流動負債	672,603	708,371	725,384	760,099	830,192	727,525
短期有利子負債合計	373,074	368,552	364,601	396,846	454,399	358,460
固定負債	33,036	29,897	24,121	20,094	15,813	14,710
長期有利子負債合計	299,528	339,818	360,783	363,253	375,793	369,065
有利子負債合計	66,357	61,704	91,102	105,015	126,028	176,758
純有利子負債(ネット・デット)	99,393	91,601	115,223	125,109	141,841	191,468
純資産合計	-321,148	-370,902	-332,958	-373,682	-437,293	-193,316
資本金	800,751	870,557	1,003,393	1,094,127	1,200,135	1,131,836
資本剰余金	181,352	181,352	181,352	181,352	181,352	181,352
利益剰余金	183,042	183,042	183,047	183,049	183,050	183,049
自己株式(減算)	421,137	557,905	647,701	731,106	822,554	797,911
株主資本合計 ⑪	-538	-538	-531	-10,535	-535	-534
その他の包括利益累計額合計 ⑫	784,992	921,761	1,011,569	1,084,972	1,186,421	1,161,778
自己資本 =⑪+⑫	-8,516	-78,662	-39,504	-24,637	-21,287	-66,965
新株予約権	776,476	843,099	972,065	1,060,335	1,165,134	1,094,813
非支配株主持分	0	0	0	0	0	0
負債・純資産合計	24,275	27,457	31,328	33,792	35,001	37,023
事業投下資本	1,473,354	1,578,928	1,728,777	1,854,227	2,030,328	1,859,362

日本航空株式会社

[単位：百万円]

連結損益及び包括利益計算書	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期
営業収益	1,713,457	1,791,187	1,765,259	1,971,799	2,058,312	1,974,216
事業費	1,335,084	1,337,540	1,324,846	1,481,881	1,559,876	1,583,434
売上総利益	378,373	453,647	440,413	489,918	498,436	390,782
販売費及び一般管理費	286,832	317,184	294,874	325,402	333,417	329,976
減価償却費/償却費合計	131,329	138,830	140,354	150,408	159,541	175,739
研究開発費	0	0	0	0	0	0
営業利益	91,541	136,463	145,539	164,516	165,019	60,806
税引後営業利益(EBIAT)	58,916	91,348	100,626	113,746	114,490	42,187
営業外収益	12,499	15,950	15,042	12,615	16,599	18,657
営業外費用	36,911	21,688	20,206	16,495	24,937	20,105
利息費用合計 ①	13,732	11,455	9,804	8,676	6,995	6,291
経常利益 ②	67,129	130,725	140,375	160,636	156,681	59,358
EBIT ①+②	80,861	142,180	150,179	169,312	163,676	65,649
特別利益	11,985	5,876	2,283	44,758	6,813	19,254
特別損失	1,131	5,537	3,196	8,753	9,471	27,111
税金等調整前当期純利益	77,983	131,064	139,462	196,641	154,023	51,501
法人税等合計	37,956	52,478	40,155	51,003	42,186	25,582
当期純利益 ①	40,027	78,586	99,307	145,638	111,837	25,919
非支配株主に帰属する当期純利益	788	417	480	1,751	1,060	-1,736
親会社株主に帰属する当期純利益	39,239	78,169	98,827	143,887	110,777	27,655
その他の包括利益 ②	17,115	-73,760	46,301	16,857	29,793	-40,661
包括利益 ①+②	57,142	4,826	145,608	162,495	141,630	-14,742
非支配株主に係る包括利益	844	237	404	1,670	1,017	-1,993
親会社株主に係る包括利益	56,298	4,589	145,204	160,825	140,613	-12,749

日本航空株式会社

[単位：百万円]

連結キャッシュ・フロー計算書	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期
営業活動によるCF ①	206,879	263,878	237,084	316,014	296,148	130,169
投資活動によるCF ②	-210,749	-74,443	-194,651	-324,494	-308,671	-230,218
設備投資額(有形) ③	-241,733	-252,583	-224,888	-265,531	-336,807	-317,604
設備投資額(有形＋無形)④	-274,702	-281,416	-254,425	-304,707	-375,864	-351,361
フリー・キャッシュ・フロー ①＋②	-3,870	189,435	42,433	-8,480	-12,523	-100,049
フリー・キャッシュ・フロー ①＋③	-34,854	11,295	12,196	50,483	-40,659	-187,435
フリー・キャッシュ・フロー ①＋④	-67,823	-17,538	-17,341	11,307	-79,716	-221,192
財務活動によるCF	-30,424	-133,257	3,349	-29,989	-46,480	23,869
現金及び現金同等物の換算差額	703	8	-1,847	-80	332	-274
現金及び現金同等物の純増加額	1,593	0	43,935	-38,549	-58,671	-76,454
現金及び現金同等物の期首残高	240,935	208,937	265,123	309,058	270,509	211,838
現金及び現金同等物の期末残高	208,937	265,123	309,058	270,509	211,838	135,937

ANA ホールディングス株式会社

[単位：百万円]

連結貸借対照表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期
資産合計	2,302,437	2,228,808	2,314,410	2,562,462	2,687,122	2,560,153
流動資産	692,783	631,188	666,725	751,171	700,230	571,162
当座資産	466,729	416,928	474,317	530,569	473,871	336,954
現金及び預金 ①	43,901	55,293	60,835	78,036	68,301	109,447
有価証券 ②	278,692	222,380	257,950	279,540	225,360	129,200
固定資産	1,608,906	1,597,069	1,647,161	1,810,801	1,986,392	1,988,191
有形固定資産	1,295,208	1,327,954	1,360,263	1,433,101	1,547,070	1,580,326
無形固定資産	85,250	80,743	89,004	155,238	155,180	125,523
のれん	11,359	1,194	1,041	55,336	51,132	24,461
投資その他の資産	228,448	188,372	197,894	222,462	284,142	282,342
資金性長期投資資産 ③	83,914	67,840	76,387	83,871	120,619	107,218
未稼働・遊休・廃止・処分予定事業資産	206,148	185,643	151,889	202,328	286,635	180,005
繰延資産	0	0	0	0	0	0
非事業余剰資金資産 ②+③	748	551	524	490	500	800
資金性資産合計 =①+②+③	362,606	290,220	334,337	363,411	345,979	236,418
負債合計	406,507	345,513	395,172	441,447	414,280	345,865
流動負債	1,498,885	1,433,908	1,390,235	1,561,910	1,577,809	1,491,283
短期有利子負債合計	666,677	585,490	572,647	648,080	685,933	530,546
固定負債	210,029	94,781	118,382	100,125	112,987	108,307
長期有利子負債合計	832,208	848,418	817,588	913,830	891,876	960,737
有利子負債合計	609,802	609,105	611,495	698,268	675,662	734,555
純有利子負債(ネット・デット)	819,831	703,886	729,877	798,393	788,649	842,862
純資産合計	413,324	358,373	334,705	356,946	374,369	496,997
資本金	803,552	794,900	924,175	1,000,552	1,109,313	1,068,870
資本剰余金	318,789	318,789	318,789	318,789	318,789	318,789
利益剰余金	282,209	282,774	283,249	268,208	258,448	258,470
自己株式(減算)	189,353	253,545	334,880	457,746	548,439	550,839
株主資本合計 ⑪	-5,269	-4,830	-3,756	-59,015	-59,032	-59,435
その他の包括利益累計額合計 ⑫	785,082	850,278	933,162	985,728	1,066,644	1,068,663
自己資本 =⑪+⑫	13,198	-60,382	-14,005	2,933	32,769	-7,635
新株予約権	798,280	789,896	919,157	988,661	1,099,413	1,061,028
非支配株主持分	0	0	0	0	0	0
負債・純資産合計	5,272	5,004	5,018	11,891	9,900	7,842
事業投下資本	2,302,437	2,228,808	2,314,410	2,562,462	2,687,122	2,560,153

ANA ホールディングス株式会社

[単位：百万円]

連結損益及び包括利益計算書	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期
売上高・営業収益	1,344,711	1,336,661	1,288,967	1,387,257	1,487,261	1,411,230
売上原価	986,723	931,902	926,936	993,635	1,075,233	1,076,148
売上総利益	357,988	404,759	362,031	393,622	412,028	335,082
販売費及び一般管理費	178,298	195,567	191,698	215,055	235,867	234,449
減価償却費/償却費合計	85,897	88,528	95,777	110,860	124,104	138,035
研究開発費	0	0	0	0	0	0
営業利益	179,690	209,192	170,333	178,567	176,161	100,633
税引後営業利益(EBIAT)	118,056	142,251	118,892	124,640	123,489	70,544
営業外収益	10,326	12,651	8,934	8,784	9,148	10,105
営業外費用	14,740	12,624	14,252	20,169	19,948	8,166
利息費用合計 ①	1,665	1,172	843	798	803	658
経常利益 ②	175,276	209,219	165,015	167,182	165,361	102,572
EBIT ①+②	176,941	210,391	165,858	167,980	166,164	103,230
特別利益	1,175	11,179	7,574	7,144	2,812	3,220
特別損失	6,549	13,017	9,809	7,844	11,933	9,278
税金等調整前当期純利益	169,902	207,381	162,780	166,482	156,240	96,514
法人税等合計	15,976	26,398	-8,087	21,485	1,096	39,072
当期純利益 ①	153,926	180,983	170,867	144,997	155,144	57,442
非支配株主に帰属する当期純利益	4,880	6,514	6,690	5,588	4,337	4,034
親会社株主に帰属する当期純利益	149,046	174,469	164,177	139,409	150,807	53,408
その他の包括利益 ②	-2,157	-70,729	39,155	14,814	3,305	-45,812
包括利益 ①+②	151,769	110,254	210,022	159,811	158,449	11,630
非支配株主に係る包括利益	5,196	6,449	6,689	5,535	4,292	3,898
親会社株主に係る包括利益	146,573	103,805	203,333	154,276	154,157	7,732

ANA ホールディングス株式会社

[単位：百万円]

連結キャッシュ・フロー計算書	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期
営業活動によるCF ①	261,139	312,394	253,153	281,542	296,717	60,030
投資活動によるCF ②	-230,559	-288,915	-168,077	-166,600	-186,392	-221,573
設備投資額(有形) ③	0	0	0	0	0	0
設備投資額(有形＋無形)④	-198,635	-210,660	-233,125	-208,002	-222,126	-239,611
フリー・キャッシュ・フロー ①＋②	30,580	23,479	85,076	114,942	110,325	-161,543
フリー・キャッシュ・フロー ①＋③	261,139	312,394	253,153	281,542	296,717	60,030
フリー・キャッシュ・フロー ①＋④	62,504	101,734	20,028	73,540	74,591	-179,581
財務活動によるCF	-67,323	-49,636	-53,531	-55,883	-37,037	-30,135
現金及び現金同等物の換算差額	1,037	-141	-292	-354	-21	-1,236
現金及び現金同等物の純増加額	-35,705	-26,299	31,251	58,704	73,265	-192,914
現金及び現金同等物の期首残高	155,252	119,287	92,951	124,261	182,870	522,064
現金及び現金同等物の期末残高	119,287	92,951	124,261	182,870	522,064	329,149

アジア航測株式会社

[単位：百万円]

連結貸借対照表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
	27 年 9 月期	28 年 9 月期	29 年 9 月期	30 年 9 月期	31 年 9 月期	2 年 9 月期
資産合計	19,347	19,900	21,785	22,754	24,683	27,993
流動資産	13,007	13,279	14,410	14,616	14,949	16,697
当座資産	11,892	12,201	13,303	13,904	15,898	17,661
現金及び預金 ①	5,013	4,824	6,197	5,323	4,616	5,564
有価証券 ②	796	895	1,125	1,389	2,995	3,001
固定資産	6,340	6,620	7,375	8,138	9,733	11,296
有形固定資産	1,893	2,015	2,231	2,897	2,904	3,668
無形固定資産	812	816	880	900	1,165	1,873
のれん	0	0	0	0	0	336
投資その他の資産	3,634	3,789	4,263	4,339	5,662	5,753
資金性長期投資資産 ③	1,428	1,676	1,758	1,905	3,137	3,143
未稼働・遊休・廃止・処分予定事業資産	0	0	0	537	0	188
繰延資産	0	0	0	0	0	0
非事業余剰資金資産 ②+③	0	0	0	0	0	0
資金性資産合計 ①+②+③	2,224	2,571	2,883	3,294	6,132	6,144
負債合計	7,237	7,395	9,080	8,617	10,748	11,708
流動負債	9,820	9,938	10,489	10,711	10,658	12,348
短期有利子負債合計	4,397	4,295	4,921	5,152	5,148	6,602
固定負債	257	251	295	306	368	399
長期有利子負債合計	5,423	5,643	5,567	5,559	5,510	5,745
有利子負債合計	802	962	1,094	1,121	1,520	1,746
純有利子負債(ネット・デット)	1,059	1,213	1,389	1,427	1,888	2,145
純資産合計	-6,178	-6,182	-7,691	-7,190	-8,860	-9,563
資本金	9,526	9,962	11,296	12,043	14,024	15,645
資本剰余金	1,673	1,673	1,673	1,673	1,673	1,673
利益剰余金	2,476	2,476	2,496	2,535	2,540	2,543
自己株式(減算)	5,114	5,659	6,694	7,172	8,072	9,635
株主資本合計 ⑪	-244	-244	-237	-209	-206	-204
その他の包括利益累計額合計 ⑫	9,020	9,565	10,627	11,172	12,080	13,647
自己資本 ①+⑪+⑫	409	287	543	727	1,789	1,829
新株予約権	9,429	9,852	11,170	11,899	13,869	15,476
非支配株主持分	0	0	0	0	0	0
負債・純資産合計	97	110	125	143	154	167
事業投下資本	19,347	19,990	21,785	22,754	24,683	27,993

アジア航測株式会社

[単位：百万円]

連結損益及び包括利益計算書	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
	27 年 9 月期	28 年 9 月期	29 年 9 月期	30 年 9 月期	31 年 9 月期	2 年 9 月期
売上高・営業収益	23,336	23,581	23,955	24,593	28,480	30,120
売上原価	17,415	17,701	17,895	18,666	21,838	22,360
売上総利益	5,921	5,880	6,060	5,927	6,642	7,760
販売費及び一般管理費	4,552	4,671	4,714	4,979	5,296	5,685
減価償却費/償却費合計	709	800	792	801	908	1,003
研究開発費	103	223	200	323	326	319
営業利益	1,369	1,209	1,346	948	1,346	2,075
税引後営業利益(EBIAT)	882	809	930	655	934	1,440
営業外収益	82	108	429	194	294	319
営業外費用	63	62	33	61	59	109
利息費用合計 ①	24	22	22	24	33	35
経常利益 ②	1,388	1,255	1,742	1,081	1,581	2,285
EBIT ①+②	1,412	1,277	1,764	1,105	1,614	2,320
特別利益	44	2	0	200	109	315
特別損失	10	4	34	162	31	82
税金等調整前当期純利益	1,422	1,253	1,708	1,119	1,659	2,518
法人税等合計	593	570	531	443	566	744
当期純利益 ①①	829	683	1,177	676	1,093	1,774
非支配株主に帰属する当期純利益	3	13	14	16	13	17
親会社株主に帰属する当期純利益	826	670	1,163	660	1,080	1,757
その他の包括利益 ①②	131	-122	259	187	1,062	36
包括利益 ①①+①②	960	561	1,436	863	2,155	1,810
非支配株主に係る包括利益	1	13	17	20	13	15
親会社株主に係る包括利益	959	548	1,419	843	2,142	1,795

アジア航測株式会社

[単位：百万円]

連結キャッシュ・フロー計算書	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
	27 年 9 月期	28 年 9 月期	29 年 9 月期	30 年 9 月期	31 年 9 月期	2 年 9 月期
営業活動によるCF ①	777	978	2,463	608	503	2,494
投資活動によるCF ②	-700	-753	-1,005	-1,184	-1,192	-1,208
設備投資額(有形) ③	-424	-149	-500	-947	-479	-705
設備投資額(有形＋無形)④	-709	-509	-895	-1,321	-1,116	-1,421
フリー・キャッシュ・フロー ①＋②	77	225	1,458	-576	-689	1,286
フリー・キャッシュ・フロー ①＋③	353	829	1,963	-339	24	1,789
フリー・キャッシュ・フロー ①＋④	68	469	1,568	-713	-613	1,073
財務活動によるCF	-96	-410	-84	-296	-17	-437
現金及び現金同等物の換算差額	0	3	-1	-1	-3	0
現金及び現金同等物の純増加額	-19	-188	1,372	-873	-709	848
現金及び現金同等物の期首残高	5,033	5,013	4,824	6,197	5,323	4,614
現金及び現金同等物の期末残高	5,013	4,824	6,197	5,323	4,614	5,564

設問③ 財務分析表

日本航空株式会社

財務分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期	
収益性分析							
ROE	19.20%	20.69%	16.89%	13.15%	12.94%	4.88%	14.62%
売上高最終利益率	11.08%	13.05%	12.74%	10.05%	10.14%	3.78%	10.14%
自己資本回転率	1.73 回	1.59 回	1.33 回	1.31 回	1.28 回	1.29 回	1.42 回
ROE[包括利益(親会社株主)]	18.88%	12.31%	20.92%	14.55%	13.23%	0.71%	13.43%
ROA[営業利益]	12.20%	13.25%	9.85%	9.63%	8.68%	5.41%	9.84%
売上高営業利益率	13.36%	15.65%	13.21%	12.87%	11.84%	7.13%	12.35%
総資本(総資産)回転率	0.91 回	0.85 回	0.75 回	0.75 回	0.73 回	0.76 回	0.79 回
財務レバレッジ比率	1.90 倍	1.87 倍	1.78 倍	1.75 倍	1.74 倍	1.70 倍	1.79 倍
ROA[EBIT]	12.01%	13.32%	9.59%	9.06%	8.18%	5.55%	9.62%
ROA[EBITDA]	17.84%	18.93%	15.13%	15.04%	14.30%	12.98%	15.70%
ROA[EBIAT]	8.01%	9.01%	6.88%	6.72%	6.08%	3.79%	6.75%
ROA[経常利益]	11.90%	13.25%	9.55%	9.02%	8.14%	5.52%	9.56%
ROA[当期純利益]	10.45%	11.46%	9.88%	7.82%	7.64%	3.09%	8.39%
ROA[最終利益]	10.12%	11.05%	9.50%	7.52%	7.43%	2.87%	8.08%
ROIC	30.92%	37.17%	20.91%	20.89%	19.88%	8.51%	23.05%
売上総利益率	26.62%	30.28%	28.09%	28.37%	27.70%	23.74%	27.47%
売上原価率	73.38%	69.72%	71.91%	71.63%	72.30%	76.26%	72.53%
売上高販管費比率	13.26%	14.63%	14.87%	15.50%	15.86%	16.61%	15.12%
売上高総原価率	86.64%	84.35%	86.79%	87.13%	88.16%	92.87%	87.65%
売上高EBIT比率	13.16%	15.74%	12.87%	12.11%	11.17%	7.31%	12.06%
売上高EBITDA 比率	19.55%	22.36%	20.30%	20.10%	19.52%	17.10%	19.82%
売上高EBIAT比率	8.78%	10.64%	9.22%	8.98%	8.30%	5.00%	8.49%
売上高経常利益率	13.03%	15.65%	12.80%	12.05%	11.12%	7.27%	11.99%
売上高税引前利益率	12.63%	15.51%	12.63%	12.00%	10.51%	6.84%	11.69%
売上高総費用比率	16.03%	18.52%	16.11%	19.07%	18.08%	20.62%	18.07%
売上高減価償却費比率	6.39%	6.62%	7.43%	7.99%	8.34%	9.78%	7.76%
売上高研究開発費比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
販管費対マージン比率	49.81%	48.32%	52.95%	54.63%	57.25%	69.97%	55.49%
総原価対マージン比率	325.44%	278.55%	308.99%	307.07%	318.21%	391.13%	321.56%
償却費対マージン比率	23.99%	21.87%	26.46%	28.16%	30.12%	41.19%	28.63%
売上高営業キャッシュ・フロー比率	19.42%	23.37%	19.64%	20.29%	19.95%	4.25%	17.82%
売上高フリー・キャッシュ・フロー比率	2.27%	1.76%	6.60%	8.29%	7.42%	-11.45%	2.48%
自己資本フリー・キャッシュ・フロー比率	3.94%	2.78%	8.75%	10.84%	9.47%	-14.76%	3.50%
総資本営業キャッシュ・フロー比率	17.72%	19.79%	14.64%	15.18%	14.61%	3.23%	14.20%
設備投資対営業キャッシュ・フロー比率	76.06%	67.43%	92.09%	73.88%	74.86%	399.15%	130.58%
設備投資対純利益比率	129.05%	116.40%	136.44%	143.45%	143.17%	417.14%	180.94%
利益対キャッシュ・フロー比率	145.33%	149.33%	148.62%	157.67%	168.44%	59.65%	138.17%

日本航空株式会社

財務分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期	
財政状態分析							
長期的支払能力分析							
自己資本比率	52.70%	53.40%	56.23%	57.18%	57.39%	58.88%	55.96%
総資本負債比率	47.30%	46.60%	43.77%	42.82%	42.61%	41.12%	44.04%
有利子負債比率	6.75%	5.80%	6.67%	6.75%	6.99%	10.30%	7.21%
負債資本比率	89.75%	87.28%	77.85%	74.87%	74.26%	69.83%	78.97%
利息カバー比率	106.27 倍	179.51 倍	196.75 倍	210.50 倍	206.93 倍	156.88 倍	176.14 倍
営業キャッシュ・フロー対総負債比率	38.83%	44.10%	34.90%	37.04%	35.74%	8.25%	33.14%
有利子負債平均金利	1.68%	1.28%	0.73%	0.64%	0.57%	0.34%	0.87%
長期有利子負債対最終利益比率	0.45 倍	0.35 倍	0.55 倍	0.75 倍	0.84 倍	3.31 倍	1.04 倍
長期有利子負債対フリー・キャッシュ・フロー比率	2.17 倍	2.63 倍	1.07 倍	0.91 倍	1.14 倍	-1.09 倍	1.14 倍
有利子負債対 EBITDA 比率	0.38 倍	0.31 倍	0.44 倍	0.45 倍	0.49 倍	0.79 倍	0.48 倍
純有利子負債対 EBITDA 比率	-1.22 倍	-1.24 倍	-1.27 倍	-1.34 倍	-1.51 倍	-0.80 倍	-1.23 倍
長期運用安定性分析							
固定比率	110.49%	112.64%	113.41%	110.17%	108.90%	121.79%	112.90%
固定長期適合率	77.97%	78.46%	80.81%	80.15%	80.51%	88.84%	81.13%
短期的支払能力分析							
流動比率	164.97%	170.73%	171.79%	172.88%	167.59%	146.74%	165.78%
当座比率	135.72%	148.63%	149.84%	151.08%	148.44%	116.35%	141.68%
営業キャッシュ・フロー対流動負債比率	70.00%	84.76%	69.43%	70.94%	65.30%	16.75%	62.86%
手元流動性比率(月商ベース)	3.26 ヶ月	3.77 ヶ月	3.76 ヶ月	3.88 ヶ月	4.21 ヶ月	2.80 ヶ月	3.61 ヶ月
正味運転資本	242,381	260,690	261,731	289,223	307,140	167,535	254,783
活動性・能率性分析							
売上債権回転率	9.46 回	10.43 回	9.03 回	9.17 回	9.71 回	15.88 回	10.61 回
棚卸資産回転率	49.95 回	45.87 回	43.89 回	45.17 回	49.03 回	40.62 回	45.76 回
仕入債務回転率	6.81 回	6.41 回	5.82 回	5.58 回	5.79 回	6.47 回	6.15 回
売上債権回転日数	38.58 日	34.99 日	40.42 日	39.80 日	37.58 日	22.99 日	35.73 日
棚卸資産回転日数	7.31 日	7.96 日	8.32 日	8.08 日	7.44 日	8.99 日	8.01 日
仕入債務回転日数	53.58 日	56.95 日	62.70 日	65.36 日	63.02 日	56.41 日	59.67 日
キャッシュ・コンバージョン・サイクル	-7.69 日	-14.00 日	-13.96 日	-17.48 日	-18.00 日	-24.44 日	-15.93 日
固定資産回転率	1.57 回	1.41 回	1.17 回	1.19 回	1.17 回	1.06 回	1.26 回
有形固定資産回転率	2.10 回	1.83 回	1.56 回	1.58 回	1.60 回	1.41 回	1.68 回
固定資産回転日数	232.86 日	259.33 日	312.18 日	307.35 日	311.38 日	344.86 日	294.66 日
有形固定資産回転日数	173.52 日	198.98 日	233.60 日	231.74 日	228.05 日	258.07 日	220.66 日

日本航空株式会社

財務分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期	
従業員 1 人当たり指標							
従業員数(連結) 常勤職員 (人)	30,978	31,331	32,047	33,038	34,003	35,653	32,842
従業員数(連結) 臨時従業員 (人)	728	808	917	968	999	1,144	927
従業員数合計(連結) (人)	31,706	32,139	32,964	34,006	35,002	36,797	33,769
従業員 1 人当たり売上高(万円)	4,241	4,159	3,910	4,079	4,249	3,835	4,079
従業員 1 人当たり売上総利益(万円)	1,129	1,259	1,098	1,158	1,177	911	1,122
従業員 1 人当たり営業利益(万円)	567	651	517	525	503	273	506
従業員 1 人当たり最終利益(万円)	470	543	498	410	431	145	416
従業員 1 人当たり営業 CF(万円)	824	972	768	828	848	163	734
従業員 1 人当たりフリーCF(万円)	96	73	258	338	315	-439	107
人件費(販管費のみ) (百万円)	61,886	65,348	65,602	69,627	72,861	70,924	67,708
従業員 1 人当たり販管費内人件費(万円)	195	203	199	205	208	193	201
従業員 1 人当たり資産(万円)	4,647	4,913	5,244	5,453	5,801	5,053	5,185
従業員 1 人当たり有形固定資産(万円)	2,016	2,267	2,503	2,590	2,655	2,712	2,457
成長性分析							
売上高増加率	———	-0.60%	-3.57%	7.63%	7.21%	-5.11%	1.11%
販管費増加率	———	9.69%	-1.98%	12.18%	9.68%	-0.60%	5.79%
人件費(販管費のみ)増加率	———	5.59%	0.39%	6.14%	4.64%	-2.66%	2.82%
営業利益増加率	———	16.42%	-18.58%	4.83%	-1.35%	-42.87%	-8.31%
経常利益増加率	———	19.37%	-21.13%	1.31%	-1.09%	-37.97%	-7.90%
最終利益増加率	———	17.06%	-5.90%	-15.09%	8.18%	-64.59%	-12.07%
営業活動によるCF増加率	———	19.63%	-18.96%	11.21%	5.39%	-79.77%	-12.50%
フリー・キャッシュ・フロー増加率	———	-23.22%	262.35%	35.11%	-4.02%	-246.42%	4.76%
総資産増加率	———	8.72%	15.26%	9.04%	9.69%	-5.69%	7.40%
資金性資産合計増加率	———	9.98%	-3.10%	11.29%	16.11%	-33.56%	0.14%
正味運転資本増加率	———	7.55%	0.40%	10.50%	6.19%	-45.45%	-4.16%
有形固定資産増加率	———	13.99%	13.21%	6.77%	5.50%	7.38%	9.37%
固定資産増加率	———	10.70%	16.09%	5.96%	8.61%	5.09%	9.29%
負債増加率	———	5.32%	2.40%	4.79%	9.22%	-12.37%	1.87%
有利子負債合計増加率	———	-7.84%	25.79%	8.58%	13.37%	34.99%	14.98%
短期有利子負債増加率	———	-9.50%	-19.32%	-16.69%	-21.30%	-6.98%	-14.76%
長期有利子負債増加率	———	-7.01%	47.64%	15.27%	20.01%	40.25%	23.23%
純資産増加率	———	8.72%	15.26%	9.04%	9.69%	-5.69%	7.40%
自己資本増加率	———	8.58%	15.30%	9.08%	9.88%	-6.04%	7.36%
株主資本増加率	———	17.42%	9.74%	7.26%	9.35%	-2.08%	8.34%
利益剰余金増加率	———	32.48%	16.10%	12.88%	12.51%	-3.00%	14.19%
サステナブル成長率	15.46%	16.22%	12.41%	8.26%	9.56%	1.40%	10.55%
従業員数合計増加率	———	1.37%	2.57%	3.16%	2.93%	5.13%	3.03%
従業員数(連結) (常勤職員) 増加率	———	1.14%	2.29%	3.09%	2.92%	4.85%	2.86%
従業員数(連結) (臨時従業員) 増加率	———	10.99%	13.49%	5.56%	3.20%	14.51%	9.55%

ANA ホールディングス株式会社

財務分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期	
収益性分析							
ROE	4.92%	9.90%	10.75%	14.55%	10.08%	2.61%	8.80%
売上高最終利益率	2.29%	4.36%	5.60%	7.30%	5.38%	1.40%	4.39%
自己資本回転率	2.15 回	2.27 回	1.92 回	1.99 回	1.87 回	1.86 回	2.01 回
ROE[包括利益(親会社株主)]	7.05%	0.58%	15.80%	16.27%	12.79%	-1.20%	8.55%
ROA[営業利益]	3.98%	6.12%	6.29%	6.42%	6.14%	2.38%	5.22%
売上高営業利益率	5.34%	7.62%	8.24%	8.34%	8.02%	3.08%	6.77%
総資本(総資産)回転率	0.74 回	0.80 回	0.76 回	0.77 回	0.77 回	0.77 回	0.77 回
財務レバレッジ比率	2.88 倍	2.82 倍	2.52 倍	2.59 倍	2.44 倍	2.41 倍	2.61 倍
ROA[EBIT]	3.51%	6.38%	6.49%	6.61%	6.09%	2.56%	5.27%
ROA[EBITDA]	9.22%	12.61%	12.55%	12.48%	12.03%	9.43%	11.39%
ROA[EBIAT]	2.56%	4.10%	4.35%	4.44%	4.26%	1.65%	3.56%
ROA[経常利益]	2.92%	5.87%	6.07%	6.27%	5.83%	2.32%	4.88%
ROA[当期純利益]	1.74%	3.53%	4.29%	5.68%	4.16%	1.01%	3.40%
ROA[最終利益]	1.70%	3.51%	4.27%	5.62%	4.12%	1.08%	3.38%
ROIC	5.83%	9.44%	9.09%	9.85%	9.56%	3.04%	7.80%
売上総利益率	22.08%	25.33%	24.95%	24.85%	24.22%	19.79%	23.54%
売上原価率	77.92%	74.67%	75.05%	75.15%	75.78%	80.21%	76.46%
売上高販管費比率	16.74%	17.71%	16.70%	16.50%	16.20%	16.71%	16.76%
売上高総原価率	94.66%	92.38%	91.76%	91.66%	91.98%	96.92%	93.23%
売上高EBIT比率	4.72%	7.94%	8.51%	8.59%	7.95%	3.33%	6.84%
売上高EBITDA 比率	12.38%	15.69%	16.46%	16.21%	15.70%	12.23%	14.78%
売上高EBIAT比率	3.44%	5.10%	5.70%	5.77%	5.56%	2.14%	4.62%
売上高経常利益率	3.92%	7.30%	7.95%	8.15%	7.61%	3.01%	6.32%
売上高税引前利益率	4.55%	7.32%	7.90%	9.97%	7.48%	2.61%	6.64%
売上高総費用比率	21.18%	22.16%	20.30%	20.37%	19.92%	20.40%	20.72%
売上高減価償却費比率	7.66%	7.75%	7.95%	7.63%	7.75%	8.90%	7.94%
売上高研究開発費比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
販管費対マージン比率	75.81%	69.92%	66.95%	66.42%	66.89%	84.44%	71.74%
総原価対マージン比率	428.66%	364.76%	367.77%	368.89%	379.85%	489.64%	399.93%
償却費対マージン比率	34.71%	30.60%	31.87%	30.70%	32.01%	44.97%	34.14%
売上高営業キャッシュ・フロー比率	12.07%	14.73%	13.43%	16.03%	14.39%	6.59%	12.87%
売上高フリー・キャッシュ・フロー比率	-0.23%	10.58%	2.40%	-0.43%	-0.61%	-5.07%	1.11%
自己資本フリー・キャッシュ・フロー比率	-0.48%	23.98%	4.62%	-0.86%	-1.14%	-9.43%	2.78%
総資本営業キャッシュ・フロー比率	8.99%	11.84%	10.24%	12.33%	11.02%	5.08%	9.92%
設備投資対営業キャッシュ・フロー比率	132.78%	106.65%	107.31%	96.42%	126.92%	269.93%	140.00%
設備投資対純利益比率	686.29%	358.10%	256.20%	209.22%	336.08%	1355.61%	533.58%
利益対キャッシュ・フロー比率	226.00%	193.37%	162.90%	192.09%	179.46%	214.07%	194.65%

ANA ホールディングス株式会社

財務分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期	
財政状態分析							
長期的支払能力分析							
自己資本比率	34.67%	35.44%	39.71%	38.58%	40.91%	41.44%	38.46%
総資本負債比率	65.33%	64.56%	60.29%	61.42%	59.09%	58.56%	61.54%
有利子負債比率	35.61%	31.58%	31.54%	31.16%	29.35%	32.92%	32.03%
負債資本比率	188.42%	182.16%	151.80%	159.19%	144.41%	141.29%	161.21%
利息カバー比率	5.89 倍	12.41 倍	15.32 倍	19.51 倍	23.40 倍	10.44 倍	14.49 倍
営業キャッシュ・フロー対総負債比率	13.80%	18.40%	17.05%	20.23%	18.77%	8.73%	16.16%
有利子負債平均金利	1.67%	1.63%	1.34%	1.09%	0.89%	0.75%	1.23%
長期有利子負債対最終利益比率	15.54 倍	7.79 倍	6.19 倍	4.85 倍	6.10 倍	26.56 倍	11.17 倍
長期有利子負債対フリー・キャッシュ・フロー比率	-157.57 倍	3.22 倍	14.41 倍	-82.34 倍	-53.95 倍	-7.34 倍	-47.26 倍
有利子負債対 EBITDA 比率	3.86 倍	2.50 倍	2.51 倍	2.50 倍	2.44 倍	3.49 倍	2.88 倍
純有利子負債対 EBITDA 比率	1.95 倍	1.28 倍	1.15 倍	1.12 倍	1.16 倍	2.06 倍	1.45 倍
長期運用安定性分析							
固定比率	201.55%	202.19%	179.20%	183.16%	180.68%	187.38%	189.03%
固定長期適合率	98.36%	97.19%	94.57%	94.59%	99.26%	97.96%	96.99%
短期的支払能力分析							
流動比率	103.92%	107.81%	116.43%	115.91%	102.08%	107.66%	108.97%
当座比率	70.01%	71.21%	82.83%	81.87%	69.08%	63.51%	73.09%
営業キャッシュ・フロー対流動負債比率	31.03%	45.07%	41.40%	48.76%	43.17%	24.53%	39.00%
手元流動性比率(月商ベース)	2.26 ヶ月	1.86 ヶ月	2.17 ヶ月	2.18 ヶ月	1.71 ヶ月	1.45 ヶ月	1.94 ヶ月
正味運転資本	26,106	45,698	94,078	103,091	14,297	40,616	53,981
活動性・能率性分析							
売上債権回転率	11.87 回	12.85 回	11.32 回	11.37 回	11.39 回	19.97 回	13.13 回
棚卸資産回転率	21.07 回	21.62 回	20.41 回	23.72 回	25.11 回	23.52 回	22.58 回
仕入債務回転率	7.33 回	8.05 回	7.39 回	6.73 回	6.97 回	8.52 回	7.50 回
売上債権回転日数	30.74 日	28.41 日	32.23 日	32.11 日	32.04 日	18.27 日	28.97 日
棚卸資産回転日数	17.32 日	16.88 日	17.88 日	15.39 日	14.54 日	15.52 日	16.25 日
仕入債務回転日数	49.81 日	45.33 日	49.38 日	54.27 日	52.34 日	42.85 日	49.00 日
キャッシュ・コンバージョン・サイクル	-1.74 日	-0.05 日	0.74 日	-6.77 日	-5.77 日	-9.06 日	-3.77 日
固定資産回転率	1.06 回	1.12 回	1.07 回	1.09 回	1.04 回	0.99 回	1.06 回
有形固定資産回転率	1.32 回	1.35 回	1.30 回	1.38 回	1.33 回	1.25 回	1.32 回
固定資産回転日数	342.73 日	325.44 日	340.58 日	335.20 日	352.25 日	367.58 日	343.96 日
有形固定資産回転日数	275.90 日	270.60 日	281.26 日	265.28 日	274.34 日	292.18 日	276.59 日

ANA ホールディングス株式会社

財務分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 3 月 期	28 年 3 月 期	29 年 3 月 期	30 年 3 月 期	31 年 3 月 期	2 年 3 月 期	
従業員 1 人当たり指標							
従業員数(連結) 常勤職員 (人)	34,919	36,273	39,243	41,930	43,466	45,849	40,280
従業員数(連結) 臨時従業員 (人)	3,731	3,767	4,031	3,948	3,608	3,599	3,781
従業員数合計(連結) (人)	38,650	40,040	43,274	45,878	47,074	49,448	44,061
従業員 1 人当たり売上高(万円)	4,433	4,473	4,079	4,298	4,373	3,993	4,275
従業員 1 人当たり売上総利益(万円)	979	1,133	1,018	1,068	1,059	790	1,008
従業員 1 人当たり営業利益(万円)	237	341	336	359	351	123	291
従業員 1 人当たり最終利益(万円)	102	195	228	314	235	56	188
従業員 1 人当たり営業 CF(万円)	535	659	548	689	629	263	554
従業員 1 人当たりフリーCF(万円)	-10	473	98	-18	-27	-202	52
人件費(販管費のみ) (百万円)	35,559	37,307	36,653	38,976	39,760	39,446	37,950
従業員 1 人当たり販管費内人件費(万円)	92	93	85	85	84	80	87
従業員 1 人当たり資産(万円)	5,957	5,566	5,348	5,585	5,708	5,177	5,557
従業員 1 人当たり有形固定資産(万円)	3,351	3,317	3,143	3,124	3,286	3,196	3,236
成長性分析							
売上高増加率	———	4.54%	-1.45%	11.70%	4.39%	-4.09%	3.02%
販管費増加率	———	10.58%	-7.03%	10.35%	2.46%	-1.03%	3.07%
人件費(販管費のみ)増加率	———	4.92%	-1.75%	6.34%	2.01%	-0.79%	2.14%
営業利益増加率	———	49.07%	6.65%	13.04%	0.31%	-63.15%	1.18%
経常利益増加率	———	94.74%	7.38%	14.43%	-2.46%	-62.12%	10.39%
最終利益増加率	———	99.21%	26.43%	45.59%	-23.01%	-75.04%	14.64%
営業活動によるCF増加率	———	27.55%	-10.15%	33.29%	-6.29%	-56.05%	-2.33%
フリー・キャッシュ・フロー増加率	———	4994.96%	-77.60%	-119.98%	-47.68%	-698.92%	810.16%
総資産増加率	———	-1.08%	16.26%	8.26%	10.87%	-3.65%	6.14%
資金性資産合計増加率	———	-15.00%	14.37%	11.71%	-6.15%	-16.51%	-2.32%
正味運転資本増加率	———	75.05%	105.87%	9.58%	-86.13%	184.09%	57.69%
有形固定資産増加率	———	2.53%	2.43%	5.35%	7.95%	2.15%	4.08%
固定資産増加率	———	-0.74%	3.14%	9.93%	9.70%	0.09%	4.42%
負債増加率	———	-4.34%	-3.05%	12.35%	1.02%	-5.48%	0.10%
有利子負債合計増加率	———	-14.14%	3.69%	9.39%	-1.22%	6.87%	0.92%
短期有利子負債増加率	———	-54.87%	24.90%	-15.42%	12.85%	-4.14%	-7.34%
長期有利子負債増加率	———	-0.11%	0.39%	14.19%	-3.24%	8.72%	3.99%
純資産増加率	———	-1.08%	16.26%	8.26%	10.87%	-3.65%	6.14%
自己資本増加率	———	-1.05%	16.36%	7.56%	11.20%	-3.49%	6.12%
株主資本増加率	———	8.30%	9.75%	5.63%	8.21%	0.19%	6.42%
利益剰余金増加率	———	33.90%	32.08%	36.69%	19.81%	0.44%	24.58%
サステナブル成長率	3.60%	8.13%	8.85%	12.43%	8.25%	0.24%	6.92%
従業員数合計増加率	———	3.60%	8.08%	6.02%	2.61%	5.04%	5.07%
従業員数(連結) (常勤職員) 増加率	———	3.88%	8.19%	6.85%	3.66%	5.48%	5.61%
従業員数(連結) (臨時従業員) 増加率	———	0.96%	7.01%	-2.06%	-8.61%	-0.25%	-0.59%

アジア航測株式会社

財務分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 9 月期	28 年 9 月期	29 年 9 月期	30 年 9 月期	31 年 9 月期	2 年 9 月期	
収益性分析							
ROE	8.76%	6.80%	10.41%	5.55%	7.79%	11.35%	8.44%
売上高最終利益率	3.54%	2.84%	4.85%	2.68%	3.79%	5.83%	3.92%
自己資本回転率	2.47 回	2.39 回	2.14 回	2.07 回	2.05 回	1.95 回	2.18 回
ROE[包括利益(親会社株主)]	10.17%	5.56%	12.70%	7.08%	15.44%	11.60%	10.43%
ROA[営業利益]	7.08%	6.08%	6.18%	4.17%	5.45%	7.41%	6.06%
売上高営業利益率	5.87%	5.13%	5.62%	3.85%	4.73%	6.89%	5.35%
総資本(総資産)回転率	1.21 回	1.18 回	1.10 回	1.08 回	1.15 回	1.08 回	1.13 回
財務レバレッジ比率	2.05 倍	2.02 倍	1.95 倍	1.91 倍	1.78 倍	1.81 倍	1.92 倍
ROA[EBIT]	7.30%	6.42%	8.10%	4.86%	6.54%	8.29%	6.92%
ROA[EBITDA]	10.96%	10.44%	11.73%	8.38%	10.22%	11.87%	10.60%
ROA[EBIAT]	4.56%	4.06%	4.27%	2.88%	3.78%	5.14%	4.12%
ROA[経常利益]	7.17%	6.31%	8.00%	4.75%	6.41%	8.16%	6.80%
ROA[当期純利益]	4.28%	3.43%	5.40%	2.97%	4.43%	6.34%	4.48%
ROA[最終利益]	4.27%	3.37%	5.34%	2.90%	4.38%	6.28%	4.42%
ROIC	26.33%	21.40%	25.80%	15.18%	18.09%	24.43%	21.87%
売上総利益率	25.37%	24.94%	25.30%	24.10%	23.32%	25.76%	24.80%
売上原価率	74.63%	75.06%	74.70%	75.90%	76.68%	74.24%	75.20%
売上高販管費比率	19.51%	19.81%	19.68%	20.25%	18.60%	18.87%	19.45%
売上高総原価率	94.13%	94.87%	94.38%	96.15%	95.27%	93.11%	94.65%
売上高EBIT比率	6.05%	5.42%	7.36%	4.49%	5.67%	7.70%	6.12%
売上高EBITDA 比率	9.09%	8.81%	10.67%	7.75%	8.86%	11.03%	9.37%
売上高EBIAT比率	3.78%	3.43%	3.88%	2.66%	3.28%	4.78%	3.64%
売上高経常利益率	5.95%	5.32%	7.27%	4.40%	5.55%	7.59%	6.01%
売上高税引前利益率	6.09%	5.31%	7.13%	4.55%	5.83%	8.36%	6.21%
売上高総費用比率	22.36%	22.51%	22.17%	22.95%	20.90%	21.98%	22.15%
売上高減価償却費比率	3.04%	3.39%	3.31%	3.26%	3.19%	3.33%	3.25%
売上高研究開発費比率	0.44%	0.95%	0.83%	1.31%	1.14%	1.06%	0.96%
販管費対マージン比率	76.88%	79.44%	77.79%	84.01%	79.74%	73.26%	78.52%
総原価対マージン比率	371.00%	380.48%	373.09%	398.94%	408.52%	361.40%	382.24%
償却費対マージン比率	11.97%	13.61%	13.07%	13.51%	13.67%	12.93%	13.13%
売上高営業キャッシュ・フロー比率	3.33%	4.15%	10.28%	2.47%	1.77%	8.28%	5.05%
売上高フリー・キャッシュ・フロー比率	0.33%	0.95%	6.09%	-2.34%	-2.42%	4.27%	1.15%
自己資本フリー・キャッシュ・フロー比率	0.82%	2.28%	13.05%	-4.84%	-4.97%	8.31%	2.44%
総資本営業キャッシュ・フロー比率	4.02%	4.91%	11.31%	2.67%	2.04%	8.91%	5.64%
設備投資対営業キャッシュ・フロー比率	91.25%	52.04%	36.34%	217.27%	221.87%	56.98%	112.62%
設備投資対純利益比率	85.52%	74.52%	76.04%	195.41%	102.10%	80.10%	102.28%
利益対キャッシュ・フロー比率	56.76%	80.89%	182.99%	64.14%	37.37%	120.19%	90.39%

アジア航測株式会社

財務分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 9 月期	28 年 9 月期	29 年 9 月期	30 年 9 月期	31 年 9 月期	2 年 9 月期	
財政状態分析							
長期的支払能力分析							
自己資本比率	48.74%	49.51%	51.27%	52.29%	56.19%	55.29%	52.21%
総資本負債比率	51.26%	50.49%	48.72%	47.70%	43.80%	44.71%	47.78%
有利子負債比率	5.47%	6.10%	6.38%	6.27%	7.65%	7.66%	6.59%
負債資本比率	105.18%	101.99%	95.02%	91.22%	77.96%	80.87%	92.04%
利息カバー比率	58.83 倍	58.05 倍	80.18 倍	46.04 倍	48.91 倍	66.29 倍	59.72 倍
営業キャッシュ・フロー対総負債比率	7.91%	9.84%	23.48%	5.68%	4.72%	20.20%	11.97%
有利子負債平均金利	2.27%	1.81%	1.58%	1.68%	1.75%	1.63%	1.79%
長期有利子負債対最終利益比率	0.97 倍	1.44 倍	0.94 倍	1.70 倍	1.41 倍	0.99 倍	1.24 倍
長期有利子負債対フリー・キャッシュ・フロー比率	10.42 倍	4.28 倍	0.75 倍	-1.95 倍	-2.21 倍	1.36 倍	2.11 倍
有利子負債対 EBITDA 比率	0.50 倍	0.58 倍	0.54 倍	0.75 倍	0.75 倍	0.65 倍	0.63 倍
純有利子負債対 EBITDA 比率	-2.91 倍	-2.98 倍	-3.01 倍	-3.77 倍	-3.51 倍	-2.88 倍	-3.18 倍
長期運用安定性分析							
固定比率	67.24%	67.19%	66.03%	68.39%	70.18%	72.99%	68.67%
固定長期適合率	42.41%	42.42%	43.73%	46.23%	49.83%	52.81%	46.24%
短期的支払能力分析							
流動比率	295.82%	309.17%	292.83%	283.70%	290.38%	252.91%	287.47%
当座比率	270.46%	284.07%	270.33%	269.88%	308.82%	267.51%	278.51%
営業キャッシュ・フロー対流動負債比率	17.67%	22.77%	50.05%	11.80%	9.77%	37.78%	24.97%
手元流動性比率(月商ベース)	2.99 ヶ月	2.91 ヶ月	3.67 ヶ月	3.28 ヶ月	3.21 ヶ月	3.41 ヶ月	3.24 ヶ月
正味運転資本	8,610	8,984	9,489	9,464	9,801	10,095	9,407
活動性・能率性分析							
売上債権回転率	3.83 回	3.64 回	4.00 回	3.36 回	3.37 回	3.25 回	3.57 回
棚卸資産回転率	16.84 回	14.75 回	14.36 回	16.39 回	21.43 回	20.09 回	17.31 回
仕入債務回転率	28.83 回	16.11 回	19.75 回	16.32 回	15.65 回	15.50 回	18.69 回
売上債権回転日数	95.22 日	100.39 日	91.21 日	108.76 日	108.36 日	112.18 日	102.69 日
棚卸資産回転日数	21.67 日	24.74 日	25.41 日	22.27 日	17.03 日	18.17 日	21.55 日
仕入債務回転日数	12.66 日	22.66 日	18.48 日	22.37 日	23.32 日	23.56 日	20.51 日
キャッシュ・コンバージョン・サイクル	104.24 日	102.48 日	98.14 日	108.66 日	102.07 日	106.79 日	103.73 日
固定資産回転率	3.68 回	3.56 回	3.25 回	3.02 回	2.93 回	2.67 回	3.18 回
有形固定資産回転率	12.33 回	11.70 回	10.74 回	8.49 回	9.81 回	8.21 回	10.21 回
固定資産回転日数	99.16 日	102.47 日	112.37 日	120.78 日	124.74 日	136.89 日	116.07 日
有形固定資産回転日数	29.61 日	31.19 日	33.99 日	43.00 日	37.22 日	44.45 日	36.58 日

アジア航測株式会社

財務分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 9 月期	28 年 9 月期	29 年 9 月期	30 年 9 月期	31 年 9 月期	2 年 9 月期	
従業員 1 人当たり指標							
従業員数(連結) 常勤職員 (人)	1,119	1,158	1,203	1,241	1,321	1,483	1,254
従業員数(連結) 臨時従業員 (人)	636	654	643	656	650	658	650
従業員数合計(連結) (人)	1,755	1,812	1,846	1,897	1,971	2,141	1,904
従業員1人当たり売上高(万円)	1,330	1,301	1,298	1,296	1,445	1,407	1,346
従業員1人当たり売上総利益(万円)	337	325	328	312	337	362	334
従業員1人当たり営業利益(万円)	78	67	73	50	68	97	72
従業員1人当たり最終利益(万円)	47	37	63	35	55	82	53
従業員1人当たり営業 CF(万円)	44	54	133	32	26	116	68
従業員1人当たりフリーCF(万円)	4	12	79	-30	-35	60	15
人件費(販管費のみ) (百万円)	2,622	2,717	2,743	2,722	2,967	3,207	2,830
従業員1人当たり販管費内人件費(万円)	149	150	149	143	151	150	149
従業員1人当たり資産(万円)	1,102	1,098	1,180	1,199	1,252	1,307	1,190
従業員1人当たり有形固定資産(万円)	108	111	121	153	147	171	135
成長性分析							
売上高増加率	———	1.05%	1.59%	2.66%	15.81%	5.76%	5.37%
販管費増加率	———	2.61%	0.92%	5.62%	6.37%	7.35%	4.57%
人件費(販管費のみ)増加率	———	3.62%	0.96%	-0.77%	9.00%	8.09%	4.18%
営業利益増加率	———	-11.69%	11.33%	-29.57%	41.98%	54.16%	13.24%
経常利益増加率	———	-9.58%	38.80%	-37.94%	46.25%	44.53%	16.41%
最終利益増加率	———	-18.89%	73.58%	-43.25%	63.64%	62.69%	27.55%
営業活動によるCF増加率	———	25.87%	151.84%	-75.31%	-17.27%	395.83%	96.19%
フリー・キャッシュ・フロー増加率	———	192.21%	548.00%	-139.51%	-19.62%	286.65%	173.55%
総資産増加率	———	4.58%	13.39%	6.61%	16.45%	11.56%	10.52%
資金性資産合計増加率	———	2.18%	22.79%	-5.10%	24.73%	8.93%	10.71%
正味運転資本増加率	———	4.34%	5.62%	-0.26%	3.56%	3.00%	3.25%
有形固定資産増加率	———	6.44%	10.72%	29.85%	0.24%	26.31%	14.71%
固定資産増加率	———	4.42%	11.40%	10.35%	19.60%	16.06%	12.37%
負債増加率	———	1.20%	5.54%	2.12%	-0.49%	15.86%	4.84%
有利子負債合計増加率	———	14.54%	14.51%	2.74%	32.31%	13.61%	15.54%
短期有利子負債増加率	———	-2.33%	17.53%	3.73%	20.26%	8.42%	9.52%
長期有利子負債増加率	———	19.95%	13.72%	2.47%	35.59%	14.87%	17.32%
純資産増加率	———	4.58%	13.39%	6.61%	16.45%	11.56%	10.52%
自己資本増加率	———	4.49%	13.38%	6.53%	16.56%	11.59%	10.51%
株主資本増加率	———	6.04%	11.10%	5.13%	8.13%	12.97%	8.67%
利益剰余金増加率	———	10.66%	18.29%	7.14%	12.55%	19.36%	13.60%
サステナブル成長率	7.45%	5.54%	9.30%	4.04%	6.49%	9.96%	7.13%
従業員数合計増加率	———	3.25%	1.88%	2.76%	3.90%	8.63%	4.08%
従業員数(連結) (常勤職員) 増加率	———	3.49%	3.89%	3.16%	6.45%	12.26%	5.85%
従業員数(連結) (臨時従業員) 増加率	———	2.83%	-1.68%	2.02%	-0.91%	1.23%	0.70%

※収益性分析・財政状態分析について

EBIT = 経常利益 + 利息費用合計

フリー・キャッシュ・フロー(特に記載のない箇所) = 営業活動によるキャッシュ・フロー + 投資活動によるキャッシュ・フロー

設備投資額(特に記載のない箇所) = 有形固定資産の取得による支出 + 無形固定資産の取得による支出

自己資本比率 = 自己資本 / 総資本

総資本負債比率 = 他人資本 / 総資本

負債資本比率 = 他人資本 / 自己資本

固定比率 = 固定資産 / 自己資本

として計算している。

設問④ 企業価値・株価分析表

日本航空株式会社

企業価値・株価分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期	
株式投資指標							
株価 (円)	3,740 (2015/3/31)	4,122 (2016/3/31)	3,526 (2017/3/31)	4,282 (2018/3/30)	3,899 (2019/3/29)	1,990 (2020/3/31)	3,593
株価上昇率 ①	————	10.21%	-14.46%	21.44%	-8.94%	-48.96%	-8.14%
発行済株式総数 (株)	362,704,000 (2015/3/31)	362,704,000 (2016/3/31)	353,715,000 (2017/3/31)	353,715,000 (2018/3/31)	349,028,000 (2019/3/31)	337,143,000 (2020/3/31)	353,168,167
株式時価総額 (百万円)	1,356,513	1,495,066	1,247,199	1,514,608	1,360,860	670,915	1,274,193
企業価値(市場評価)(百万円)	1,455,906	1,586,667	1,362,422	1,639,717	1,502,701	862,383	1,401,633
剰余金の配当 (百万円)	29,010	37,700	43,500	51,790	39,377	38,050	39,905
EPS (円)	411.12	481.24	464.37	396.96	432.28	158.49	391
BPS(自己資本) (円)	2,141.78	2,325.55	2,749.45	3,019.23	3,339.82	3,248.93	2,804
DPS (円)	80.02	103.99	123.04	147.47	112.87	112.92	113
PER	9.10 倍	8.57 倍	7.59 倍	10.86 倍	9.02 倍	12.56 倍	9.62 倍
PBR(自己資本)	1.75 倍	1.77 倍	1.28 倍	1.43 倍	1.17 倍	0.61 倍	1.33 倍
PDR	46.74 倍	39.64 倍	28.66 倍	29.23 倍	34.55 倍	17.63 倍	32.74 倍
株式益回り	10.99%	11.67%	13.17%	9.21%	11.09%	7.96%	10.68%
配当利回り ②	2.14%	2.52%	3.49%	3.42%	2.89%	5.67%	3.36%
配当性向	19.46%	21.61%	26.50%	37.15%	26.11%	71.24%	33.68%
内部留保率	80.54%	78.39%	73.50%	62.85%	73.89%	28.76%	66.32%
株式投資収益率 =①+②	————	12.74%	-10.97%	24.86%	-6.05%	-43.29%	-4.54%
EBITDA 倍率法							
EBITDA (百万円)	262,838	298,919	261,635	278,840	290,268	241,265	272,294
EV/EBITDA 倍率 (自社)	3.94 倍	3.76 倍	3.49 倍	4.09 倍	3.18 倍	1.98 倍	3.41 倍
2社平均の EV/EBITDA 倍率	27.84 倍	20.97 倍	22.86 倍	4.25 倍	3.15 倍	4.43 倍	13.92 倍
事業価値の簡易概算額 (百万円)	7,316,434	6,269,741	5,982,259	1,185,486	915,769	1,067,637	3,789,554
株式1株の価値の簡易概算額(円)	21,057	18,309	17,854	4,408	3,877	3,740	11,541

日本航空株式会社

企業価値・株価分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期	
資本コスト							
法定実効税率	34.30%	32.00%	30.20%	30.20%	29.90%	29.90%	31.08%
負債コスト	1.10%	0.87%	0.51%	0.45%	0.40%	0.24%	0.59%
無リスク利子率	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
市場ポートフォリオの期待収益率	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
β (ベータ)	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03	1.03
株主資本コスト	3.09%	3.09%	3.09%	3.09%	3.09%	3.09%	3.09%
加重平均資本コスト	2.95%	2.96%	2.87%	2.89%	2.83%	2.46%	2.83%
資本利益率-コスト・スプレッド							
株主資本スプレッド	16.11%	17.61%	13.80%	10.06%	9.86%	1.79%	11.54%
総資本スプレッド	9.06%	10.37%	6.72%	6.17%	5.35%	3.10%	6.80%
全事業投下資本スプレッド	27.97%	34.21%	18.04%	18.01%	17.05%	6.06%	20.22%

ANA ホールディングス株式会社

企業価値・株価分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期	
株式投資指標							
株価 (円)	3,218 (2015/3/31)	3,171 (2016/3/31)	3,398 (2017/3/31)	4,118 (2018/3/30)	4,059 (2019/3/29)	2,639 (2020/3/31)	3,434
株価上昇率 ①	——	-1.46%	7.16%	21.19%	-1.43%	-34.98%	-1.91%
発行済株式総数 (株)	3,516,425,257 (2015/3/31)	3,516,425,257 (2016/3/31)	3,516,425,257 (2017/3/31)	348,498,361 (2018/3/31)	348,498,361 (2019/3/31)	348,498,361 (2020/3/31)	1,932,461,809
株式時価総額 (百万円)	11,315,856	11,150,584	11,948,813	1,435,116	1,414,555	919,687	6,364,102
企業価値(市場評価)(百万円)	12,135,687	11,854,470	12,678,690	2,233,509	2,203,204	1,762,549	7,144,685
剰余金の配当 (百万円)	10,467	13,977	17,492	21,021	20,084	25,105	18,024
EPS (円)	11.18	22.26	28.15	429.72	330.85	82.60	151
BPS(自己資本) (円)	227.36	224.98	261.81	2,952.68	3,283.54	3,168.97	1,687
DPS (円)	2.98	3.98	4.98	62.78	59.98	74.98	35
PER	288.37 倍	142.64 倍	120.90 倍	9.97 倍	12.76 倍	33.24 倍	101.32 倍
PBR(自己資本)	14.17 倍	14.12 倍	13.00 倍	1.45 倍	1.29 倍	0.87 倍	7.48 倍
PDR	1081.06 倍	797.75 倍	683.08 倍	68.24 倍	70.40 倍	36.62 倍	456.19 倍
株式益回り	0.35%	0.70%	0.83%	10.03%	7.83%	3.01%	3.79%
配当利回り ②	0.09%	0.13%	0.15%	1.47%	1.42%	2.73%	1.00%
配当性向	26.67%	17.88%	17.70%	14.61%	18.13%	90.78%	30.96%
内部留保率	73.33%	82.12%	82.30%	85.39%	81.87%	9.22%	69.04%
株式投資収益率 =①+②	——	-1.34%	7.31%	22.65%	-0.01%	-32.25%	-0.73%
EBITDA 倍率法							
EBITDA (百万円)	212,190	281,010	290,533	319,720	323,217	241,388	278,010
EV/EBITDA 倍率 (自社)	55.28 倍	40.96 倍	42.28 倍	5.61 倍	5.53 倍	5.87 倍	25.92 倍
2社平均の EV/EBITDA 倍率	2.17 倍	2.38 倍	3.47 倍	3.49 倍	1.98 倍	2.48 倍	2.66 倍
事業価値の簡易概算額 (百万円)	459,919	668,032	1,008,860	1,117,352	639,460	598,760	748,730
株式1株の価値の簡易概算額(円)	13	88	192	2,182	761	292	588

ANA ホールディングス株式会社

企業価値・株価分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期	
資本コスト							
法定実効税率	35.64%	33.06%	30.86%	30.86%	30.62%	30.62%	31.94%
負債コスト	1.08%	1.09%	0.93%	0.75%	0.62%	0.52%	0.83%
無リスク利子率	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
市場ポートフォリオの期待収益率	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
β (ベータ)	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96
株主資本コスト	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
加重平均資本コスト	2.76%	2.78%	2.77%	2.12%	2.07%	1.75%	2.38%
資本利益率-コスト・スプレッド							
株主資本スプレッド	2.03%	7.01%	7.87%	11.67%	7.19%	-0.28%	5.92%
総資本スプレッド	0.75%	3.60%	3.72%	4.49%	4.02%	0.81%	2.90%
全事業投下資本スプレッド	3.07%	6.66%	6.32%	7.73%	7.49%	1.29%	5.43%

アジア航測株式会社

企業価値・株価分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 9 月期	28 年 9 月期	29 年 9 月期	30 年 9 月期	31 年 9 月期	2 年 9 月期	
株式投資指標							
株価（円）	377 (2015/9/30)	443 (2016/9/30)	887 (2017/9/29)	683 (2018/9/28)	581 (2019/9/30)	1,046 (2020/9/30)	670
株価上昇率 ①	——	17.51%	100.23%	-23.00%	-14.93%	80.03%	31.97%
発行済株式総数（株）	18,614,000 (2015/9/30)	18,614,000 (2016/9/30)	18,614,000 (2017/9/30)	18,614,000 (2018/9/30)	18,614,000 (2019/9/30)	18,614,000 (2020/9/30)	18,614,000
株式時価総額（百万円）	7,017	8,246	16,511	12,713	10,815	19,470	12,462
企業価値(市場評価)(百万円)	8,076	9,459	17,900	14,140	12,703	21,615	13,982
剰余金の配当（百万円）	124	124	124	179	180	216	158
EPS（円）	46.31	37.57	64.84	36.62	59.88	97.42	57
BPS(自己資本)（円）	528.66	552.38	622.79	660.13	768.99	858.09	665
DPS（円）	6.95	6.95	6.91	9.93	9.98	11.98	9
PER	8.43 倍	12.22 倍	14.09 倍	19.12 倍	9.94 倍	11.00 倍	12.47 倍
PBR(自己資本)	0.74 倍	0.83 倍	1.47 倍	1.06 倍	0.77 倍	1.25 倍	1.02 倍
PDR	56.18 倍	66.01 倍	132.18 倍	70.50 倍	59.64 倍	89.48 倍	79.00 倍
株式益回り	11.86%	8.19%	7.10%	5.23%	10.06%	9.09%	8.59%
配当利回り ②	1.78%	1.51%	0.76%	1.42%	1.68%	1.12%	1.38%
配当性向	15.01%	18.51%	10.66%	27.12%	16.67%	12.29%	16.71%
内部留保率	84.99%	81.49%	89.34%	72.88%	83.33%	87.71%	83.29%
株式投資収益率 =①+②	——	19.02%	100.98%	-21.58%	-13.26%	81.15%	33.26%
EBITDA 倍率法							
EBITDA（百万円）	2,121	2,077	2,556	1,906	2,522	3,323	2,418
EV/EBITDA 倍率（自社）	0.40 倍	0.99 倍	3.45 倍	2.90 倍	0.78 倍	2.98 倍	1.92 倍
2社平均の EV/EBITDA 倍率	29.61 倍	22.36 倍	22.89 倍	4.85 倍	4.36 倍	3.92 倍	14.66 倍
事業価値の簡易概算額（百万円）	62,799	46,438	58,499	9,241	10,992	13,040	33,501
株式1株の価値の簡易概算額(円)	3,706	2,827	3,556	883	1,066	1,214	2,209

アジア航測株式会社

企業価値・株価分析表	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 9 月期	28 年 9 月期	29 年 9 月期	30 年 9 月期	31 年 9 月期	2 年 9 月期	
資本コスト							
法定実効税率	35.60%	33.10%	30.90%	30.90%	30.60%	30.60%	31.95%
負債コスト	1.46%	1.21%	1.09%	1.16%	1.21%	1.13%	1.21%
無リスク利子率	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
市場ポートフォリオの期待収益率	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
β (ベータ)	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82
株主資本コスト	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%
加重平均資本コスト	2.34%	2.32%	2.37%	2.35%	2.29%	2.34%	2.34%
資本利益率-コスト・スプレッド							
株主資本スプレッド	6.28%	4.32%	7.93%	3.07%	5.31%	8.88%	5.97%
総資本スプレッド	4.95%	4.10%	5.73%	2.51%	4.25%	5.94%	4.58%
全事業投下資本スプレッド	23.99%	19.08%	23.43%	12.83%	15.80%	22.09%	19.54%

※株式投資指標について

一株当たり指標は、期末発行済み株式総数を用いて計算している。

※EBITDA について

EBITDA = EBIT + 固定資産償却額（減価償却費、無形固定資産償却額）
= 経常利益 + 利息費用合計 + 固定資産償却額

として計算している。

※法定実効税率について

法定実効税率は、有価証券報告書第 5「経理の状況」(1)「連結財務諸表」の注記事項内の「税効果会計関係」欄記載の値を使用している。なお、「所得税法等の一部を改正する法律」(平成 28 年)、「地方税法等の一部を改正する等の法律」(平成 28 年)の影響を受けている。

※ROE、ROA について

計算式中の ROE は親会社株主に帰属する当期純利益を使用、
計算式中の ROA は EBIT を使用して計算している。

設問⑤ 財務諸表分析と経営比較

(1) 収益性分析

売上高(営業利益)



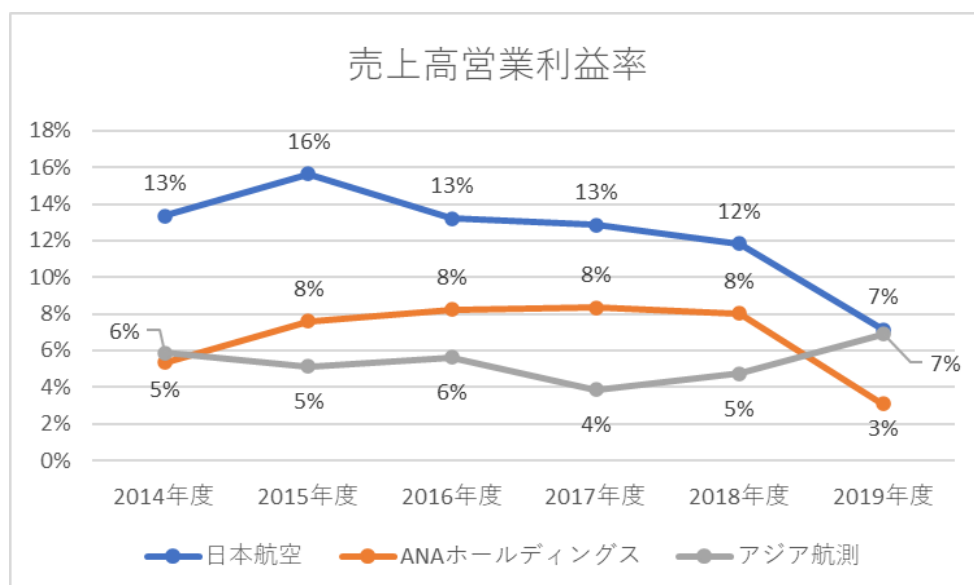
売上高は、顧客に販売した財・サービスの金額を表している。

日本航空とANAホールディングスの売上高は、熊本地震の影響を受けた2016年度を除いて、2018年度まで増加している。しかし、2019年度には、新型コロナウイルスの影響を受け売上高は大きく減少した。

それに対しアジア航測は、売上高を減少させることなく年々増加させている。特に、2018年度以降の増加は急激である。また、官公庁、自治体からの発注が主なため、新型コロナウイルスの影響が少ないことも追い風である。

売上規模の観点で比較すると、日本航空とANAホールディングスが空運業上位2社としてとび抜けているが、ANAホールディングスの方が一回り大きいことが分かる。

売上高営業利益率

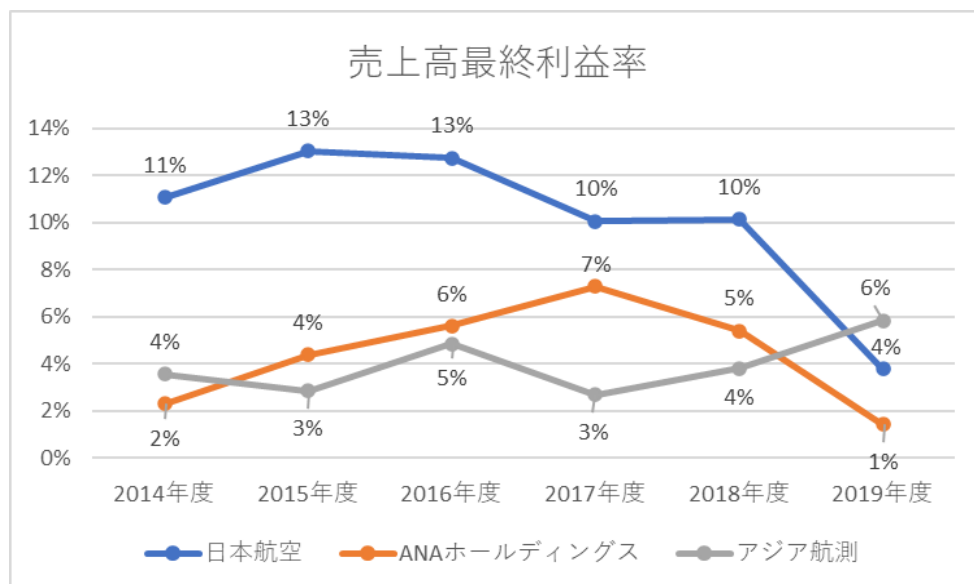


営業利益は企業の本業事業で得た利益の金額であり、売上高営業利益率は売上高における営業利益の割合を表している。つまり、売上高に対しどのくらい本業で儲かったかを見ることができる。

日本航空と ANA ホールディングスにおいては、売上高営業利益率は減少傾向にある。理由は、売上高が増加するのに伴って、本業事業にかかるコストがそれ以上に増加しているからだ。企業規模を拡大するためには売上高を増加させることが重要だが、それ以上にコストが嵩まないようにし、利益の増加に繋げたい。

アジア航測の売上高営業利益率は、2017 年度を除いておよそ横ばいに推移し、2019 年度で増加している。アジア航測では、売上高、本業事業にかかるコストともに年々増加しているが、2017 年度のコスト増加量が比較的大きく、営業利益が前年比約 3 割も減少してしまった。しかし 2019 年度には営業利益が前年比で約 1.5 倍に増え、売上高営業利益率も増加しているため、本業で成功した年度と言えるだろう。

売上高最終利益率

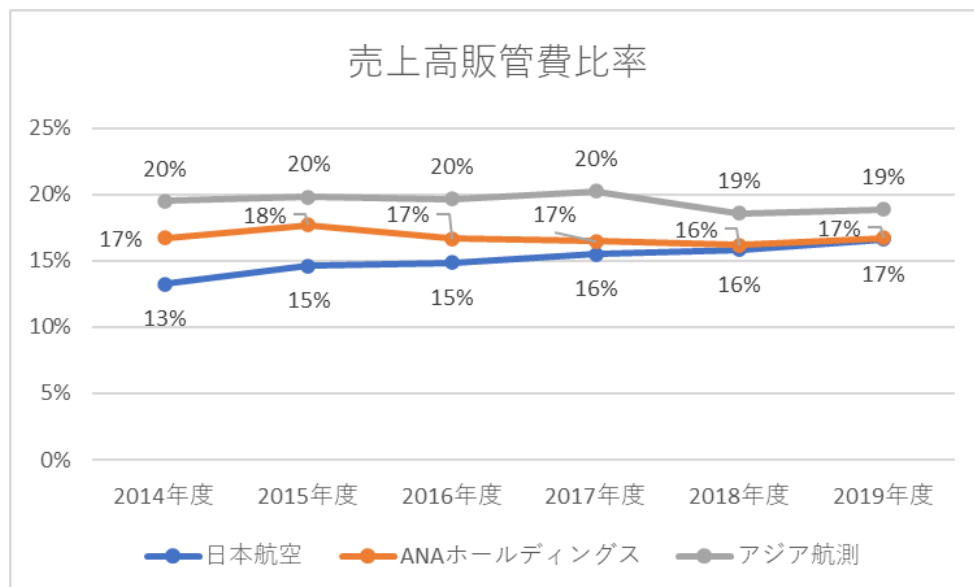


最終利益とは親会社株主に帰属する当期純利益のことであり、一会計期間全ての収益から全ての費用を減算した当期純利益から、非支配株主に帰属する金額を減算したものである。売上高最終利益率は、売上高に対する最終利益の割合である。

値を見ると、日本航空の方が ANA ホールディングスより利益の割合が大きいことが分かり、実際に最終利益は日本航空の方が大きい。ANA ホールディングスは 2017 年度まで最終利益を増加(売上高の増加以上に最終利益を増加)させ、日本航空に迫っていたが、コロナ渦の影響で 2019 年度には(売上高最終利益率は)1%にまで落ち込んでしまった。日本航空もコロナ渦の影響を受けているが、最終利益率減少割合でみると影響は比較的小さい。

アジア航測は 2019 年度に売上高を大きく増加させたが、(営業利益とともに)最終利益もそれ以上に増加させた。空運業界が落ち込んでいる中、売上高最終利益率の観点から見ても着実に規模を拡大していると言える。

売上高販管費比率

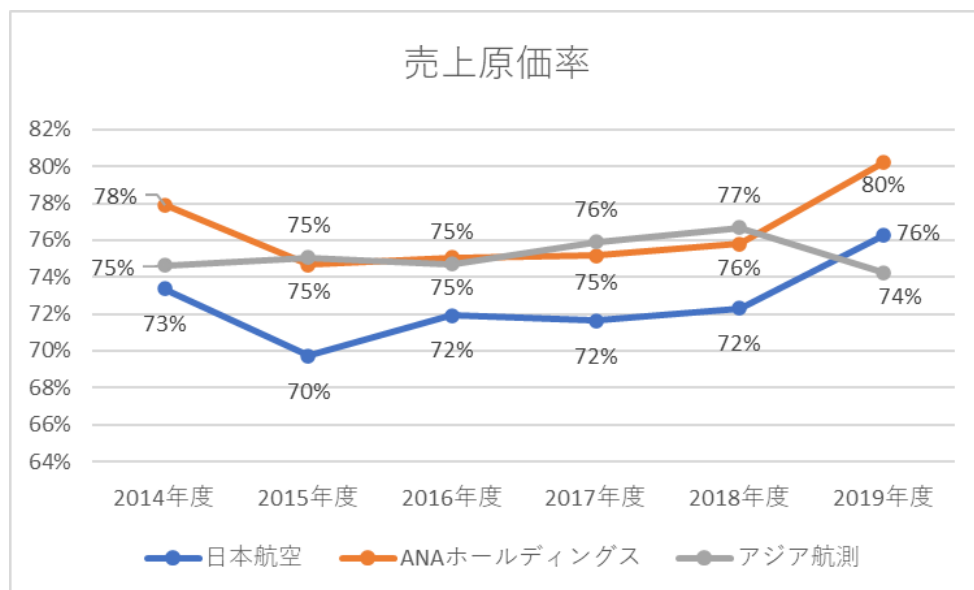


売上高販管費比率は、売上高における販売費及び一般管理費の割合を表しており、値が小さい方が収益性の高い企業と言える。

アジア航測は売上高販管費比率が比較的大きい値でほぼ横ばいに推移しているが、他2社に比べて売上高が50~100分の1であるのに対し人件費が15~25分の1掛かっているため、販管費の割合が大きくなってしまっている。

日本航空では上昇(悪化)傾向、ANAホールディングスはほぼ横ばいに推移しており、販管費比率の低かった日本航空だが2018年度にはANAホールディングスに追いついてしまった。売上高営業利益率では大きな差があった2社だが、販管費比率においては大きな差はないようだ。

売上原価(事業費)率



売上原価率は売上高のうちの売上原価(事業費)の割合である。

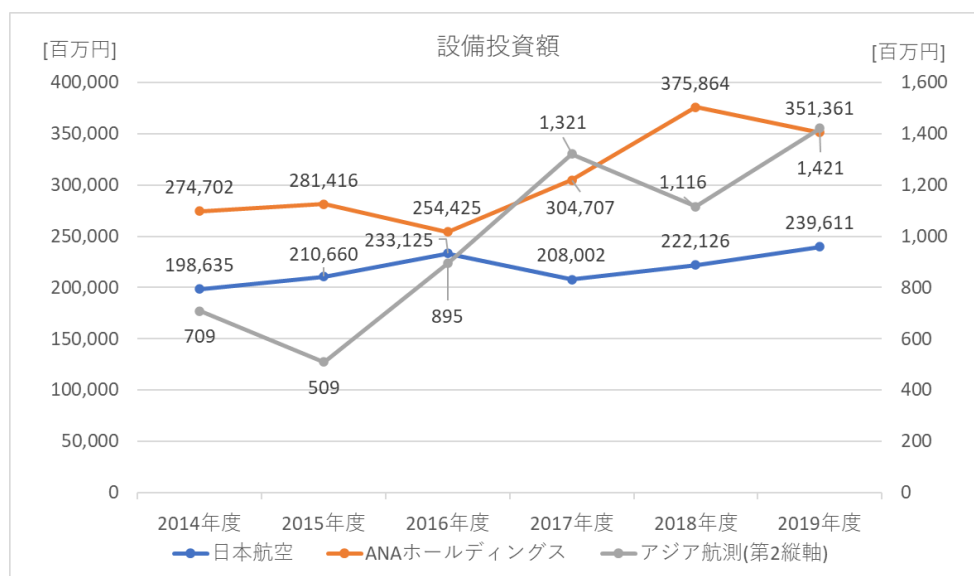
日本航空の値をみると、売上原価率は比較的小さい。日本航空は、売上の76.7%を航空・貨物郵便事業で占めており、「JAL SKY SUITE」や「JAL SKY NEXT」といった新機材を導入し、便利さ・快適さを提供している。また、2010年の経営破綻後、「抜本的な費用効率化」を掲げ「ユニットコストの低減」と「生産性向上」を行った。その結果、有償座席利用率(全座席に対する有償旅客数の割合)を高い水

準で保つことができ、2014 年度第 1 四半期には、国内線 62.4%、国際線 73.3%を記録した。これらの努力もあり、売上原価率を低く保つことができています。

次に、ANA ホールディングスを見ると、売上原価率は日本航空より一回り大きくなってしまっている。ANA ホールディングスは、売上の 85.9%を航空事業・航空関連事業で占めており、2019 年度にバニラ・エア(株)と事業統合した Peach・Aviation(株)が LCC 事業として ANA ブランドを支えている。また、役員報酬・管理職賃金の削減や夏季一時金の削減を行い人件費削減に努めてきたが、売上原価は大きいままである。日本航空との比較のために 2014 年度第一四半期の有償座席利用率を見ると、国内線 59.2%、国際線 69.0%となっており、これらの改善、そして売上原価率を減少させることが課題である。

アジア航測の売上原価率は、ANA ホールディングスと同じく大きいまま推移していたが、2019 年度の事業の好調と共に改善が見られる。アジア航測は、売上の 70%を官公庁や地方公共団体向けの公共事業で占めており、航空測量や環境コンサルティングが主な業務である。2019 年度には公共事業である「森林再生・河川砂防分野のコンサルタント事業」や公共・民間事業である「インフラマネジメントの道路分野」が好調であり、同時に費用面でも、売上高に対する「旅費交通費」や「外注費」の割合を減少(2017・2018 両年度との比較)させることに成功し、売上原価率を減少させることができた。

設備投資額



日本航空と ANA ホールディングスの設備投資額では ANA ホールディングスの方が大きい額で推移している。多額の設備投資による事業拡大が、ANA ホールディングスが業界トップ売上高を保っている理由の一つだと考えられる。

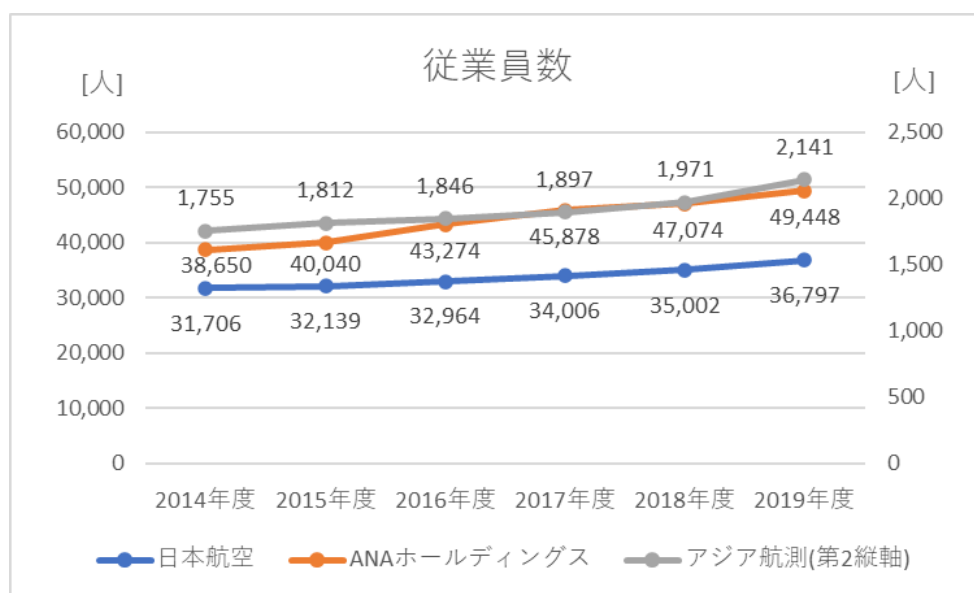
日本航空のセグメント別設備投資額を見ると、設備投資額のほとんどは航空機の購入に充てていることが分かる。古くなった既存の機体を交換したり、新しい機体を導入したりと、既存市場への投資を続け本業事業の継続に注力していると言える。そのようにして保有航空機の数を増やし、2019 年度には 185 機（他 23 機はリース中）となった。また、比較的少額（2019 年度は 2,921 百万円）ではあるがソフトウェアに関する設備投資も毎年行っており、業務プロセスのデジタル化やリモート旅行をはじめとする多角化領域にも踏み出していると言える。

ANA ホールディングスのセグメント別設備投資額では、航空機購入が最も大きなウエイトを占めているが、その金額は日本航空の航空機購入額とほとんど変わらなかった。日本航空と同じく本業を継続するための投資を行っていると言え、2019 年度の航空機保有数は 208 機（他 99 機はリース中）であった。航空機の数を増やししながら、業界トップの事業規模を確立していると言える。また、ANA ホールデ

イングスの設備投資額が大きい理由は、航空機以外の設備投資にある。例えば 2019 年度には、「航空輸送関連のコンピュータ端末・周辺機器及び航空機整備用器具類」7,430 百万円、「国内・海外事業所及び空港事業所の増改築」40,406 百万円、ソフトウェア関連 34,910 百万円と、多額の投資を行っている。他の年度を見ても、事業所の増改築とソフトウェア関連の投資に力を入れており、それが日本航空より設備投資額が大きい主要な理由である。事業所の増改築は従業員を増やしたり、新規市場に拠点を設置したりするためだと考えられる。ソフトウェア関連の投資では「業務省力化」を目指しており、アプリケーションの開発が大きなウエイトを占めていると考えられる。つまり、多角化戦略に大きな投資をしていると言える。

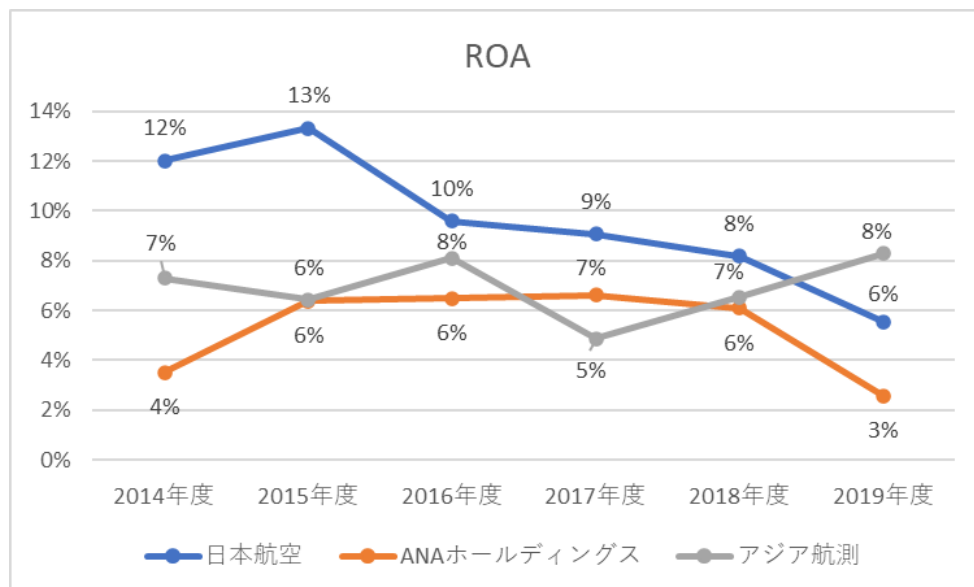
アジア航測では、設備投資額は増加傾向にある。内訳を見ると、大手 2 社と比べて無形固定資産への投資割合が大きく、2019 年度には無形固定資産への投資がおよそ 50%を占めている。また、有形固定資産の投資額はあまり増加しておらず、無形固定資産の投資額増加がそのまま設備投資額増加につながっていると言える。無形固定資産の投資が特に増加したのは 2018 年度以降である。これは、最新センシング機器のためのソフトウェア開発だけでなく、2019 年 10 月の「釣りドコ」リリースに向けたアプリ開発に力を入れていたからだと考えられる。

従業員数



従業員数の推移は上のグラフの通りである。3 社とも従業員数を常に増加させており、設備投資額との連動は特に見られない。グラフから分かるのは、日本航空とアジア航測が緩やかに従業員を増やしているのに対し、ANA ホールディングスが従業員を急激に増加させていることである。ANA ホールディングスは事業所の増改築の設備投資を行っているが、それと同時に従業員数を増やすことで路線・拠点拡大を行っていることを改めて確認できた。従業員数と設備投資の面では、ANA ホールディングスが最も盛んに投資していると言える。

ROA(EBIT)

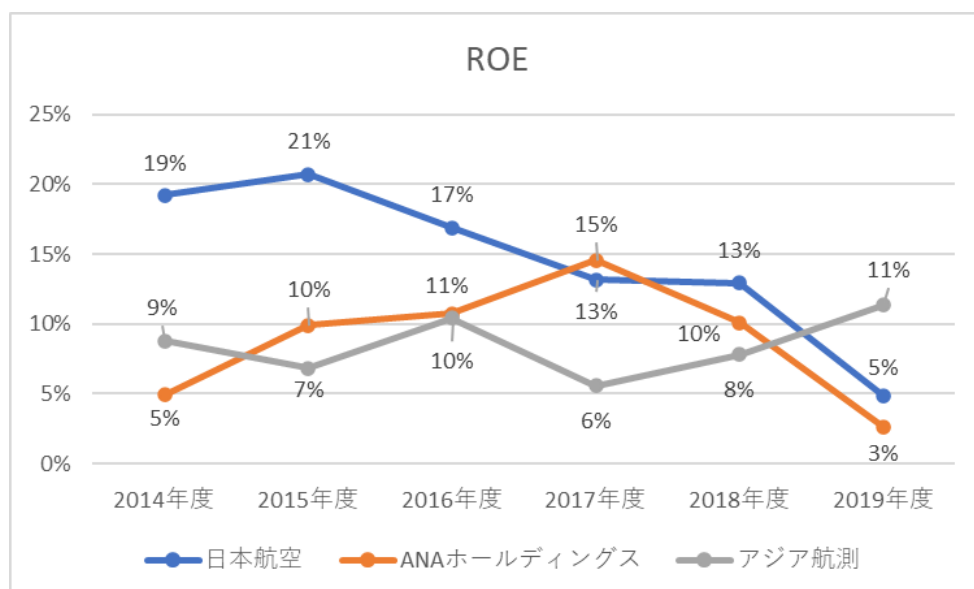


ROA は総資本利益率のことであり、企業の資産全体が生み出す利益(ここでは EBIT で計上)における資本効率や、株主と債権者にとっての資本利益率を表している。

値を見ると、日本航空と ANA ホールディングスでは日本航空の方が（総資産に対する）資本効率が良いことが分かるが、両社とも近年悪化傾向にあるので注意が必要である。理由は、利益(EBIT)が減少傾向にあることが挙げられる。

反対にアジア航測は、2017 年に低い ROE を記録したが近年改善傾向にある。同時に、利益(EBIT)も増加傾向にある。

(2) ROE 分析



日本航空株式会社

デュポンシステム	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期	
売上高最終利益率	11.08%	13.05%	12.74%	10.05%	10.14%	3.78%	10.14%
総資本(総資産)回転率	0.91 回	0.85 回	0.75 回	0.75 回	0.73 回	0.76 回	0.79 回
財務レバレッジ比率	1.90 倍	1.87 倍	1.78 倍	1.75 倍	1.74 倍	1.70 倍	1.79 倍
ROE	19.20%	20.69%	16.89%	13.15%	12.94%	4.88%	14.62%

ANA ホールディングス株式会社

デュポンシステム	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 3 月期	28 年 3 月期	29 年 3 月期	30 年 3 月期	31 年 3 月期	2 年 3 月期	
売上高最終利益率	2.29%	4.36%	5.60%	7.30%	5.38%	1.40%	4.39%
総資本(総資産)回転率	0.74 回	0.80 回	0.76 回	0.77 回	0.77 回	0.77 回	0.77 回
財務レバレッジ比率	2.88 倍	2.82 倍	2.52 倍	2.59 倍	2.44 倍	2.41 倍	2.61 倍
ROE	4.92%	9.90%	10.75%	14.55%	10.08%	2.61%	8.80%

アジア航測株式会社

デュポンシステム	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	平均
	27 年 9 月期	28 年 9 月期	29 年 9 月期	30 年 9 月期	31 年 9 月期	2 年 9 月期	
売上高最終利益率	3.54%	2.84%	4.85%	2.68%	3.79%	5.83%	3.92%
総資本(総資産)回転率	1.21 回	1.18 回	1.10 回	1.08 回	1.15 回	1.08 回	1.13 回
財務レバレッジ比率	2.05 倍	2.02 倍	1.95 倍	1.91 倍	1.78 倍	1.81 倍	1.92 倍
ROE	8.76%	6.80%	10.41%	5.55%	7.79%	11.35%	8.44%

デュポンシステム

ROE は以下のように分解できる

$$\text{ROE} = \text{売上高最終利益率} \times \text{総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ比率}$$

ROE は自己資本純利益率のことであり、株主から預かった資本の収益性を表している。

日本航空は、2019 年度を除いて高い ROE を保っているが、推移としては減少傾向にある。デュポンシステムによる内訳を見ると、総資本回転率と財務レバレッジ比率が減少していることが原因だと分かる。2019 年度には ROE は大きく減少し 10%を下回ってしまったが、その主な原因は、売上高最終利益率が大幅に減少してしまったことにある。

総資本回転率と財務レバレッジ比率が減少しているのは、2010 年の財政破綻後に自己資本や総資本が低いまま経営を再開し総資本回転率と財務レバレッジ比率が高くなったものの、法人税の減免措置が終了する 2019 年度以降に向けて安定経営を目指してきたからだと考えられる。安定経営を目指し財務レバレッジ比率を低くしながらも ROE を 10%以上に維持できたのは、有償座席利用率を高く保つ等して生産性を向上させ、売上高最終利益率を高く保っていたからだ。しかし、2019 年度にはコロナ渦の影響で最終利益が落ち込み、ROE も 4.88%まで下がってしまった。早くに ROE を立て直したいところだが、それよりもリスクを抑えることが先決だ。実際に、現在銀行からの借入れや社債によって手元流動性を確保している。財務レバレッジ比率を低く(自己資本比率を高く)していたのも、今となっては功を奏し、財務状態を保つことができている。逆に、観光需要が復活した後は財務レバレッジ比率を ANA

ホールディングスと同じくらいに高めて総資本を増やし、機材の買戻しや旅客数大量受け入れなどの規模拡大を行いたい。

ANA ホールディングスの ROE は、全体を通して日本航空より低めに推移しているが、2017 年度までは売上高最終利益率の改善により増加傾向にあり、一度日本航空の ROE を上回っている。そして、2015 年度から 2018 年度にかけてはおよそ 10%以上の ROE を保っていたが、2019 年度は日本航空と同じく売上高最終利益率の大幅減少で 2.61%まで落ち込んでしまった。

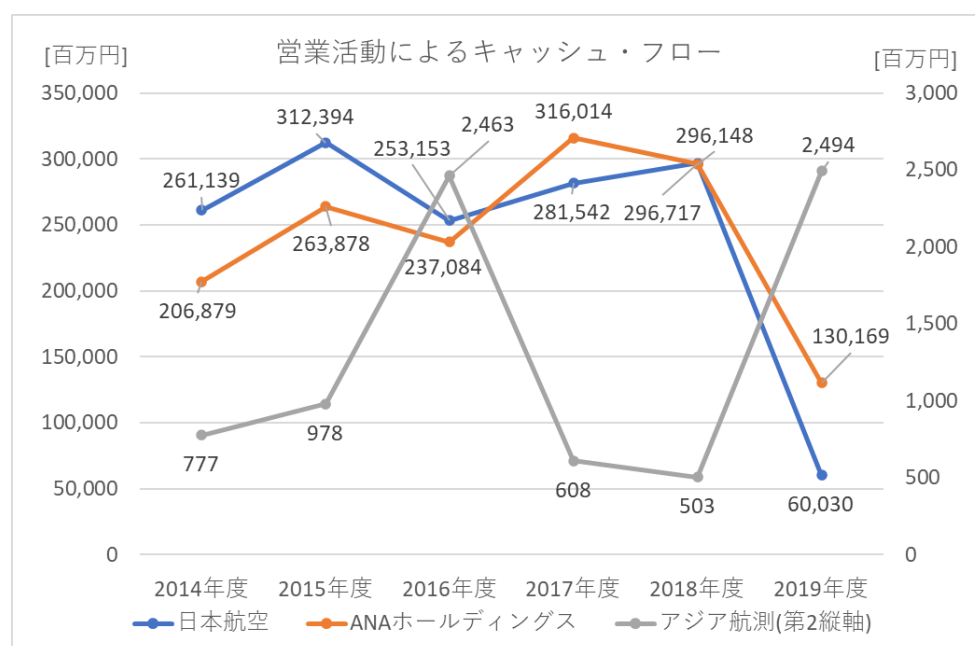
ANA ホールディングスの経営の特徴として、財務レバレッジ比率が高いことが挙げられる。自己資本は日本航空とあまり変わらないが、負債(特に有利子負債)を多く発行することで総資本を増やし、大規模な経営により売上高業界トップを誇っている。しかし、売上高最終利益率の低さが足枷となり、ROE は全体的に日本航空に劣っている。そんな中コロナ渦に突入し、2019 年度時点で親会社株主に係る包括利益に赤字が出てしまっている。それを受けて ANA ホールディングスは社債や借入金を増やし、手元流動性を確保した。自己資本比率は日本航空と比べると低い、2020 年 3 月期時点で 41.4%もあり、安全性の面では十分である。また、現在 ANA 路線を縮小して Peach 路線を拡大させたり、機材の小型化・高稼働の追求に取り組んだりしているが、これは、チャンスであると考えている。ANA ホールディングスの課題は有償座席利用率が低いことであるが、コロナ渦における高効率運航の検討(保有機材を圧縮したため、高効率化が必須)や「雇用を守る」宣言に関する人材配置の適正化を通して生産性向上が実現できるかもしれない。そうすれば、アフターコロナの環境において売上高最終利益率を高めることができ、ROE も安定させることができるに違いない。

アジア航測では、全体を通して売上高最終利益率が低く、ROE も 10%に満たない年度が多い。しかし、2019 年度には売上高最終利益率を大きく増加させ、ROE は 10%を超えている。デュポンシステムによる要素の年度ごとの推移を見ると、財務レバレッジ比率は減少傾向にあることが分かる。

アジア航測は順調に規模を拡大しており、売上高、売上高最終利益率共に増加傾向にある。2019 年度の成長を見ると、このままのペースで事業規模を拡大すれば ROE10%以上は達成できると思われる。しかし、事業規模を拡大するという点で考えると、総資本回転率をキープしたまま、総資本を増やし財務レバレッジ比率を高めることが重要である。2019 年度は公共事業の成功により売上を伸ばしたが、アジア航測の規模拡大を考えるとアフターコロナでは民間事業も拡大するに違いない。そうなった時にどれだけ売上を伸ばせるかは、財務レバレッジ比率を高められるかどうかにかかってくるだろう。

(3) キャッシュ・フロー分析

営業活動によるキャッシュ・フロー

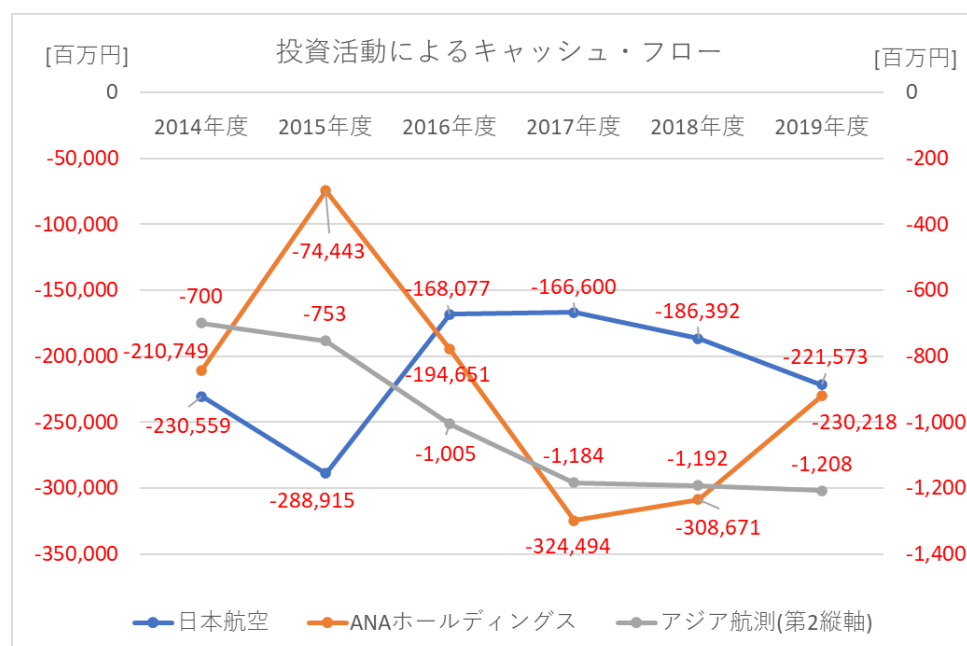


営業活動によるキャッシュ・フローは、本業で稼ぎ出したキャッシュの増加金額を表している。3社ともプラスの値であり、本業でキャッシュを得ていると言える。

大手2社はコロナ渦の影響を受け2019年度に本業の規模を縮小している。

アジア航測は経常利益が良かった2016年度にキャッシュを大幅に増加させているが、2019年度も公共事業の成功によりキャッシュを増加させている。

投資活動によるキャッシュ・フロー



投資活動によるキャッシュ・フローは、投資活動において生じた支出合計と収入合計の差額を表している。3社ともマイナスの値であり、設備投資などを積極的に行っていることが分かる。

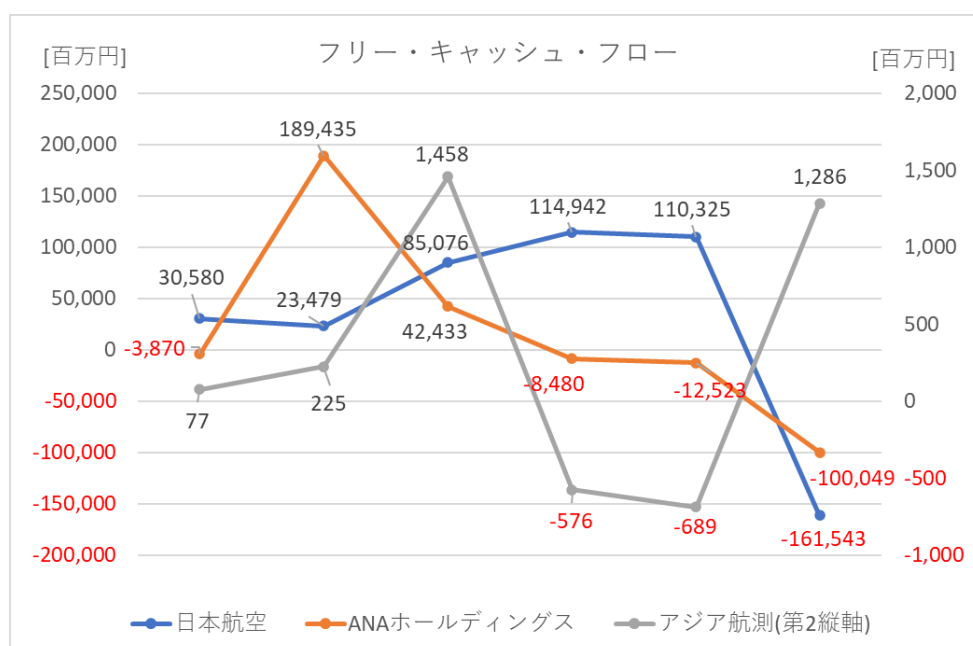
ANAホールディングスは2017年以降特に設備投資を盛んに行っていたが、2019年度には投資規模を縮小した。

日本航空は2019年度全体では投資を縮小しているとは言えないが、2019年度後半から2020年度に

かけては設備投資を縮小できているはずだ。

アジア航測は成長中の企業であり、順調に投資額を増やしていると言える。

フリー・キャッシュ・フロー



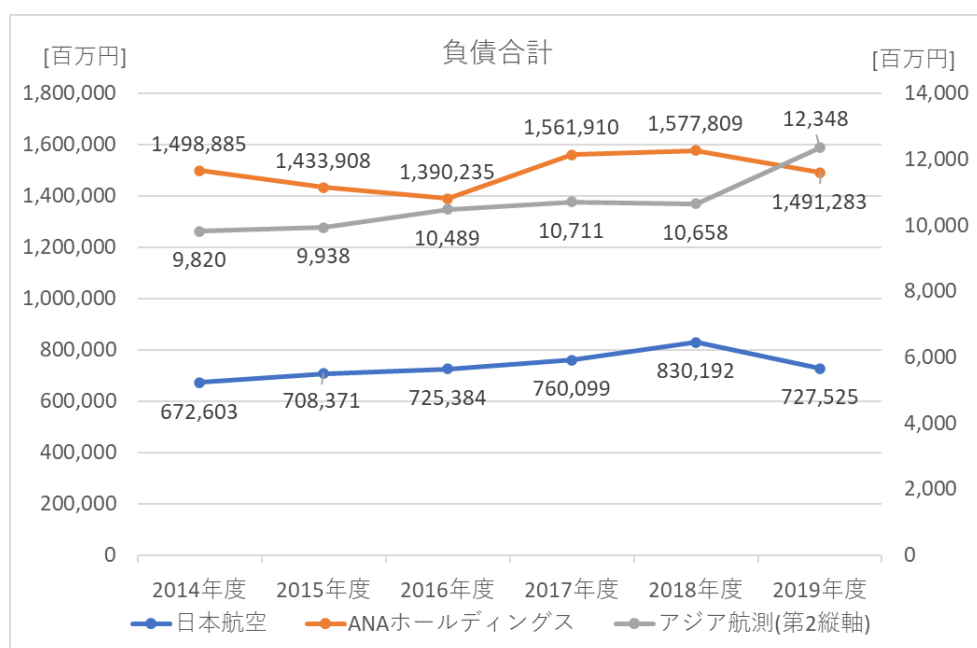
フリー・キャッシュ・フローは営業活動によるキャッシュ・フローから、設備投資などの(費用の)キャッシュ・フローを除いたものであり、株主と債権者に自由に分配できるキャッシュ・フローを表している。

日本航空はフリー・キャッシュ・フローが基本プラスの値であり、資金調達を多く行っていると考えられる。ANA ホールディングスは自己株買いを行った 2017 年度以降にはフリー・キャッシュ・フローがマイナスになっており、財務を健全化していると言える。また、設備投資額が大きいこともフリー・キャッシュ・フローがマイナスになる一つの要因である。そして、大手 2 社は本業の稼ぎが減った 2019 年度には、フリー・キャッシュ・フローは大きくマイナスになっている。

アジア航測は設備投資額を増やした 2017 年度以降フリー・キャッシュ・フローのマイナスが継続したが、2019 年度はそれ以上に本業の稼ぎが増加したため、プラスに転じている。

(4) 財政状態分析

負債合計

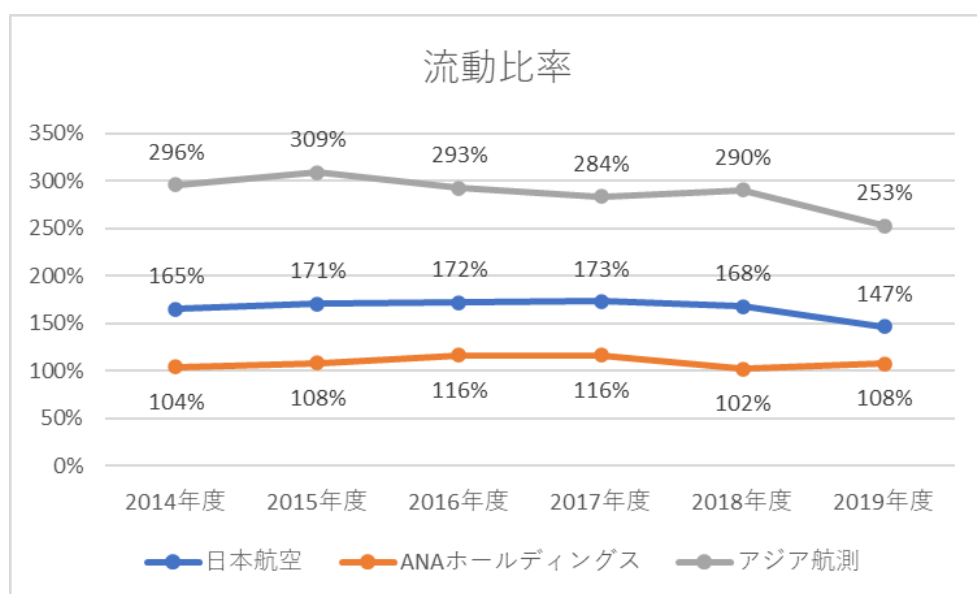


支払能力分析の前に、負債の額を見ていく。負債とは、経済的資源を引き渡す義務のことである。

アジア航測は企業規模が小さいため、負債の額も小さい。日本航空とANAホールディングスを比較すると、最終利益の少ないANAホールディングスの方が2倍近い負債を抱えており、支払い能力を高めるにはより多くの資産が必要なことが分かる。

(短期的支払能力分析)

流動比率



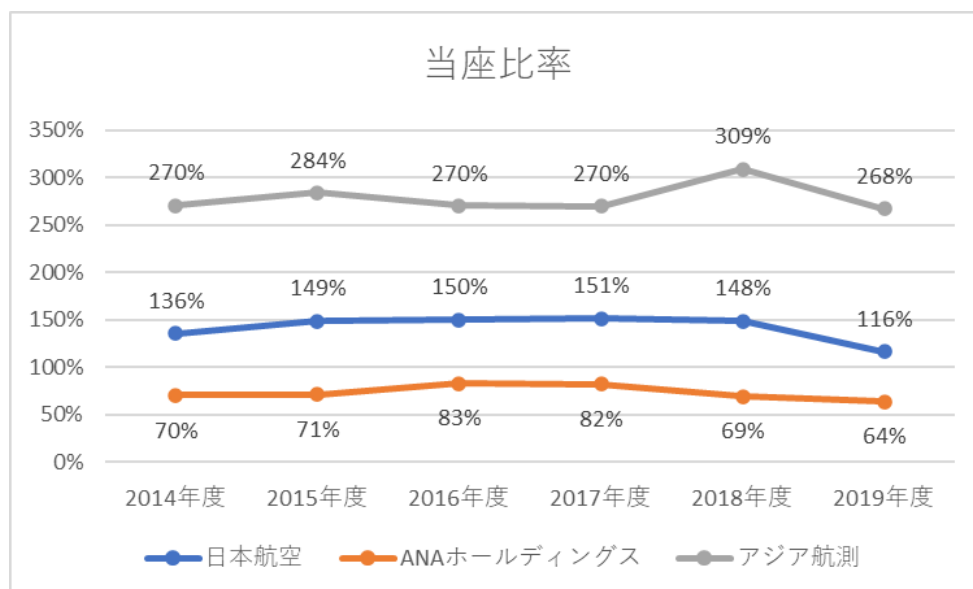
流動比率とは、流動負債(1年以内に返済する短期的な負債)に対してどれだけの流動資産(主に現金預金と短期間で現金預金に変換可能な資産)を持っているかを表しており、100%を超えていれば短期の負債を短期の資産でまかなえていることになる。

アジア航測を見ると300%に近い比率を保っており、資金的余裕度が高いと判断できる。理由としては、自己資本比率が大きい(負債が少ない)ことに加え、現金および預金が多いことが挙げられる。このことにより、新規事業を始める際に柔軟に動ける準備があると言えるだろう。

日本航空も 100%を大きく超える比率であり、資金に余裕がある。主な理由は(流動)負債が少ないことである。

ANA ホールディングスは 100%を少し上回ってはいるが、あまり資金的余裕があるとは言えない。流動資産が日本航空と同程度でありながら(流動)負債が圧倒的に多く、このような結果になっている。

当座比率



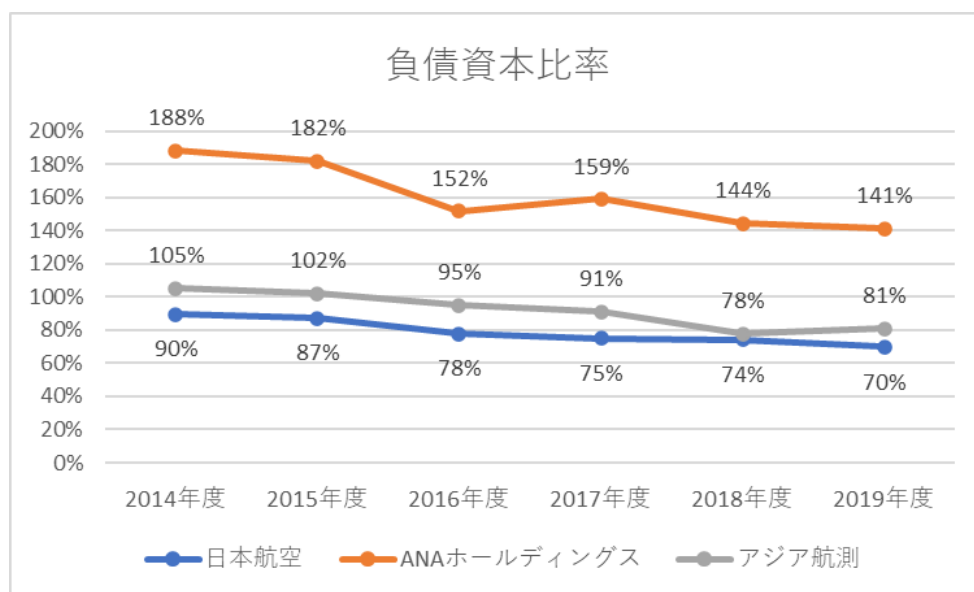
当座比率とは、流動負債に対してどれだけの当座資産(流動資産の中でも短期間のうちに現金預金払いに充てることができる資産)を持っているかを表しており、数値が高ければ短期的支払い能力が高いことになる。

アジア航測と日本航空は、当座比率が 100%を超えており、短期の負債に十分対応できる。流動比率で見たように、短期的支払い能力は十分である。

ANA ホールディングスは当座資産だけでは流動負債をまかないきれず、資産の確保が必要であることが分かる。しかし、後述のキャッシュ・コンバージョン・サイクルを考慮すると資産の確保は容易であるので、一概に短期的支払い能力が低いとは言えない。

(長期的支払能力分析)

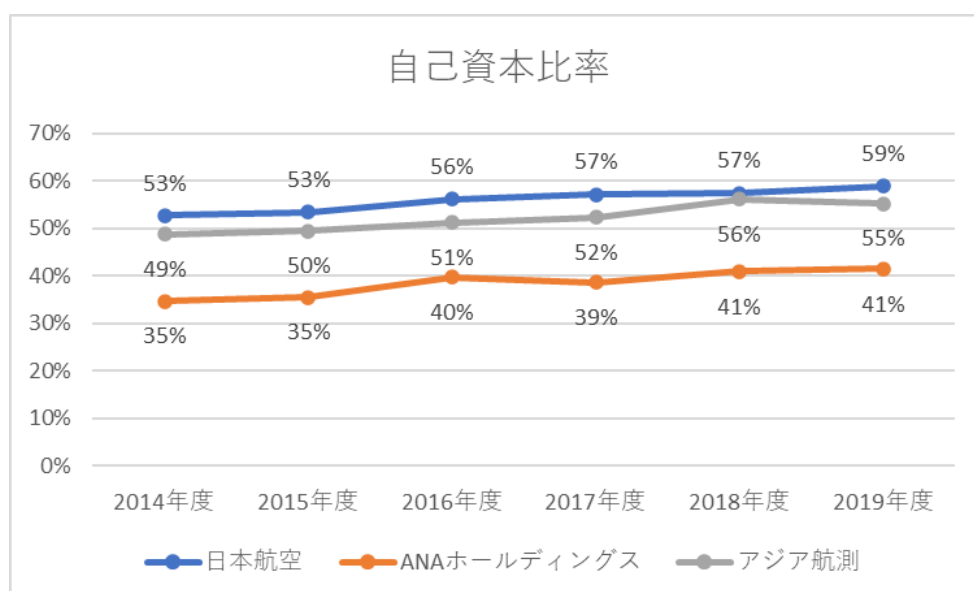
負債資本比率



負債資本比率は、自己資本(主に株主に帰属する資本)に対する他人資本(自己資本以外の資本であり、その多くは負債)の比率を表しており、数値が高ければ負債に頼った経営をしていることになる。

アジア航測と日本航空は近年を考えると自己資本の比率の方が高いが、ANA ホールディングスは多額の負債があることが原因で他人資本の比率が非常に大きくなってしまっている。推移を見ると3社とも他人資本の比率を減少させているが、これは、他人資本を減らしたのではなく自己資本を増やしたことの影響であり、順調に利益を出し利益剰余金を増加させていることがうかがえる。

自己資本比率



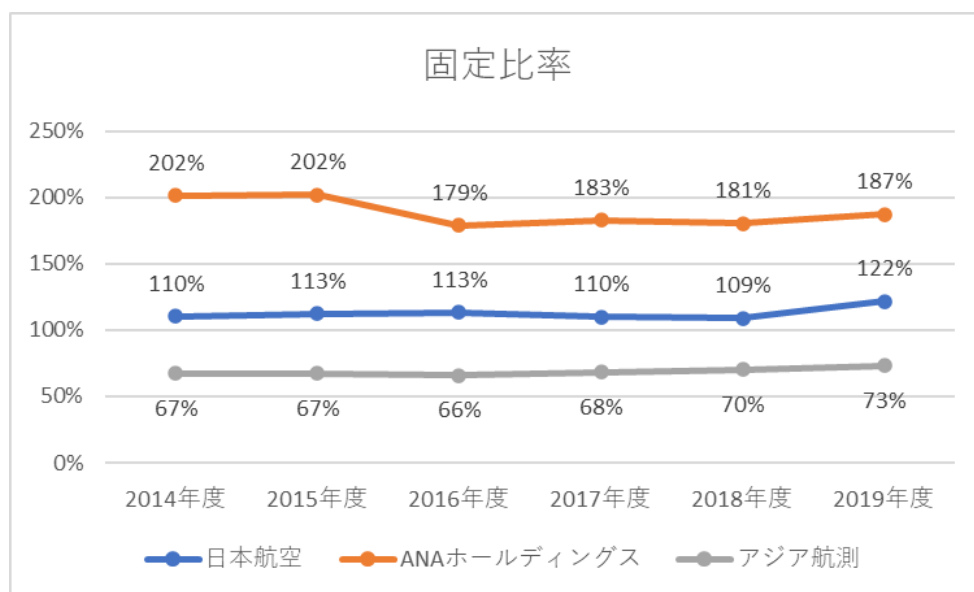
自己資本比率は、総資本(自己資本+他人資本)のうちの自己資本の割合であり、数値が高ければ長期的支払能力が高いと言える。

負債資本比率でも見たように、他人資本の多い ANA ホールディングスは自己資本比率が低く、長期の支払いには負債に頼ることになる。よって長期的支払能力は低いと言え、比較的风险が高い。

他2社は自己資本比率が高めで、自己資本を用いて長期的な支払いに対応できる。よって、比較的長期的支払能力が高いと言える。

(長期運用安定性分析)

固定比率



固定比率は、資金が長期的に拘束される固定資産が、長期的な資金調達源泉である純資産によってどれだけまかなわれているかを表した比率であり、数値が低ければ長期運用安定性が高いと判断される(100%を超えると純資産でまかないきれないことになる)。

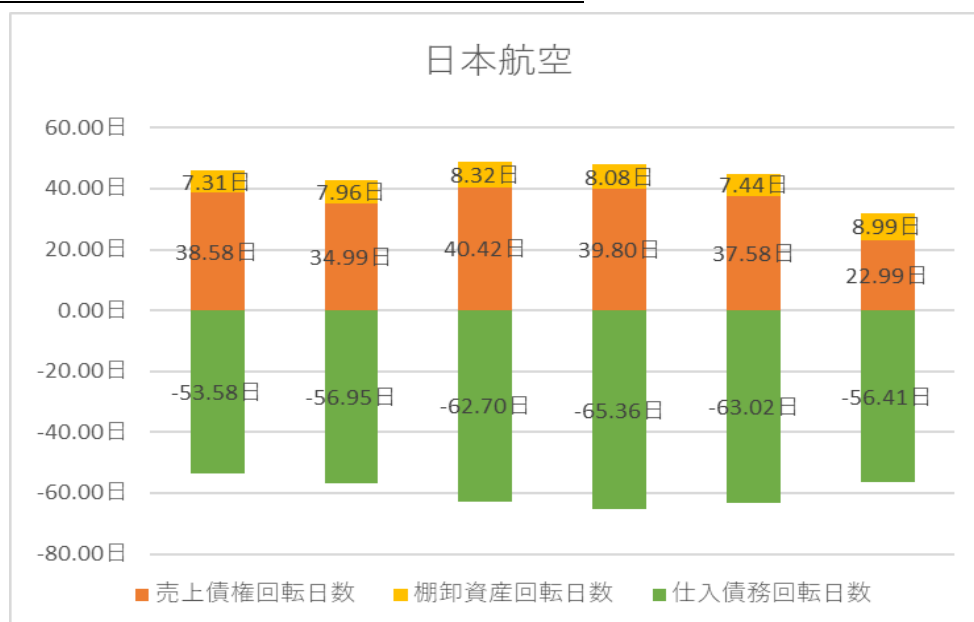
固定資産が純資産で完全にまかなえているのはアジア航測だけである。アジア航測は、資産の多くを流動資産で保有しており、長期運用安定性につながっている。

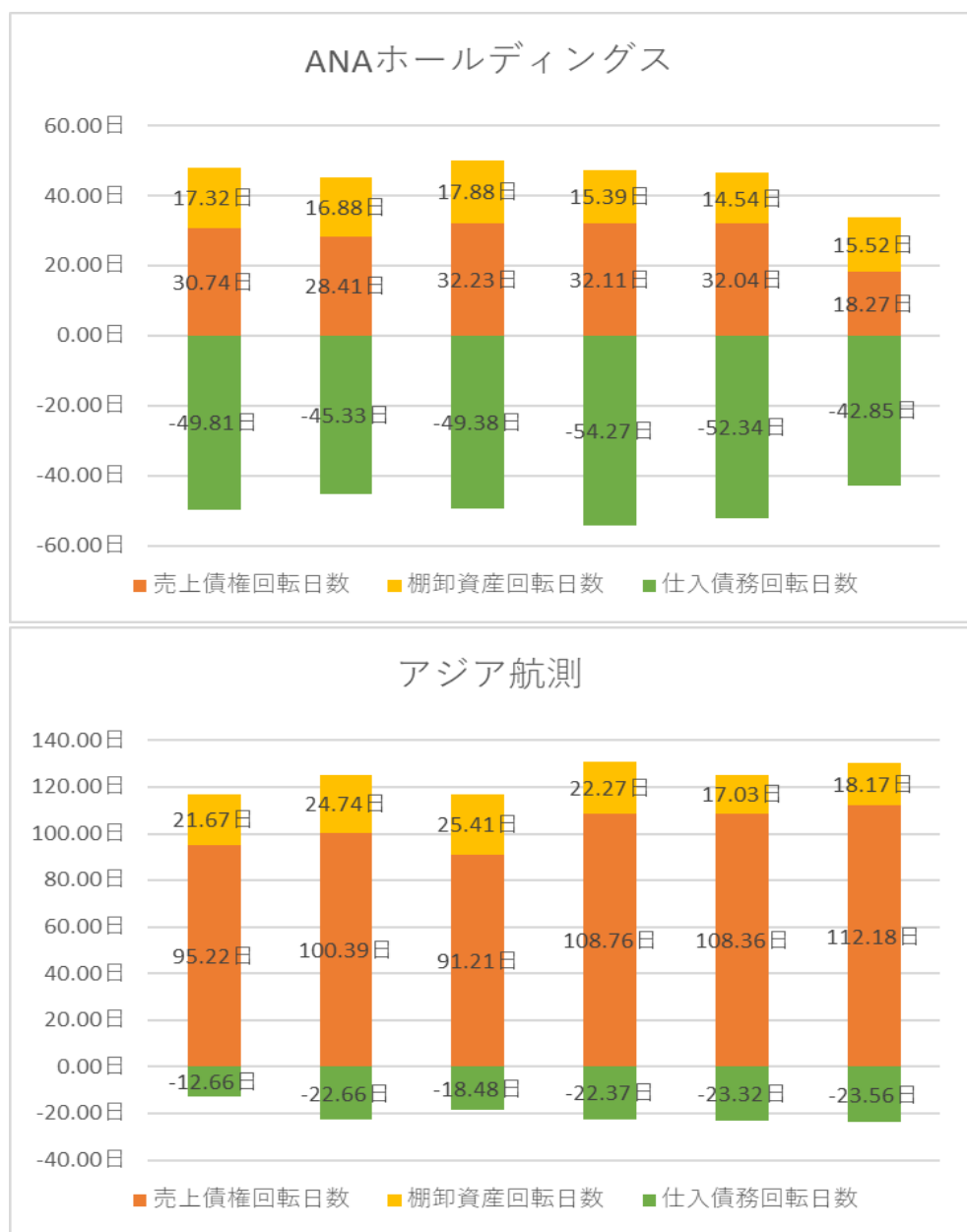
日本航空は100%を少し上回っており、長期運用安定性はまずまずであるが、2019年度の悪化が気になる。理由は、コロナ渦で純資産を減らしているのにも関わらず固定資産を例年通り増加させたからである。しかし、自己資本比率が大きいことを考えるとそこまでリスクが大きいとは言えない。

ANAホールディングスは固定資産の比率が非常に大きくなっており、長期運用安定性が低いと言える。しかし、推移を見ると改善傾向にあり、その理由は純資産の増加にある。

(5) 活動性・能率性分析

キャッシュ・コンバージョン・サイクルに関する回転日数

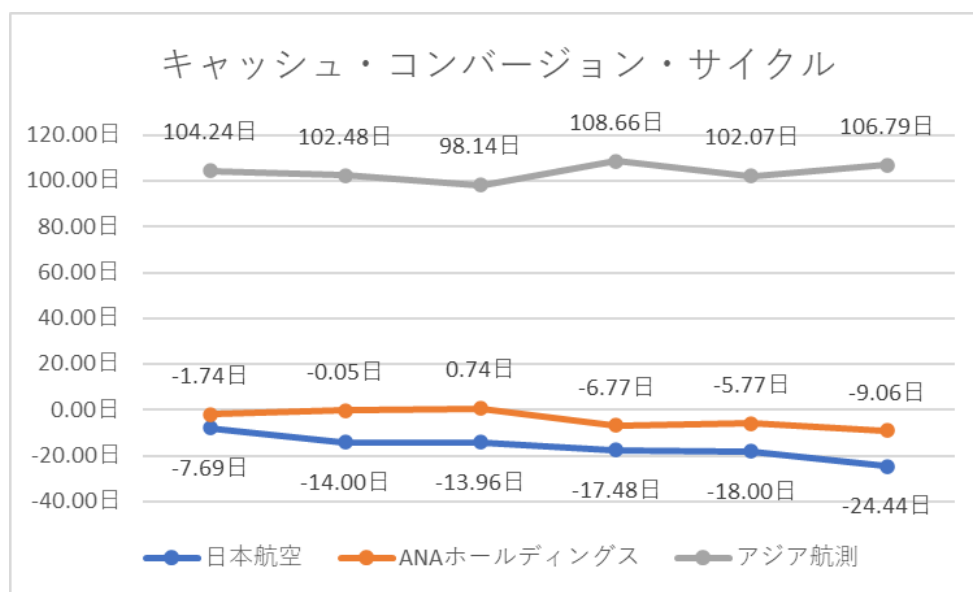




上記3つのグラフのデータ年度は、2014年度～2019年度である。

上記3つが企業別の回転日数をまとめたグラフである。売上債権回転日数とは、売上が生じてから実際に代金を受け取るまでの期間を表している。棚卸資産回転日数は仕入れた商品が販売(利用)されるまでの期間を表している。仕入債務回転日数は仕入れがされてから(買掛金などが発生してから)その代金を支払うまでの期間を表している。回転日数は短ければ活動性が高いと判断されるが、仕入債務回転日数においては支払いまでの期間が長い方が経営の自由度が上がるため、日数が長い方が望ましい。また、仕入債務回転日数は本来プラスの値だが、キャッシュ・コンバージョン・サイクルを考える際に減算するため値をマイナスで表示している。

キャッシュ・コンバージョン・サイクル



グラフのデータ年度は、2014年度～2019年度である。

回転日数の指標を踏まえた上でキャッシュ・コンバージョン・サイクルを見ていく。キャッシュ・コンバージョン・サイクルは、

$$\text{売上債権回転日数} + \text{棚卸資産回転日数} - \text{仕入債務回転日数}$$

で計算され、日数が短いほど能率が良いと言える。

アジア航測はキャッシュ・コンバージョン・サイクルが長い。仕入債務を支払うまでの期間に対して、売上債権を回収するまでの期間が長くなりすぎているからだ。大手2社と比べると企業規模が小さく、支払いを後ろに延ばすことが難しいため、このような日数になっているのだろう。企業規模を拡大するうえで仕入債務回転日数を伸ばし、より多くのキャッシュを能率よく回転させられるようにしたい。

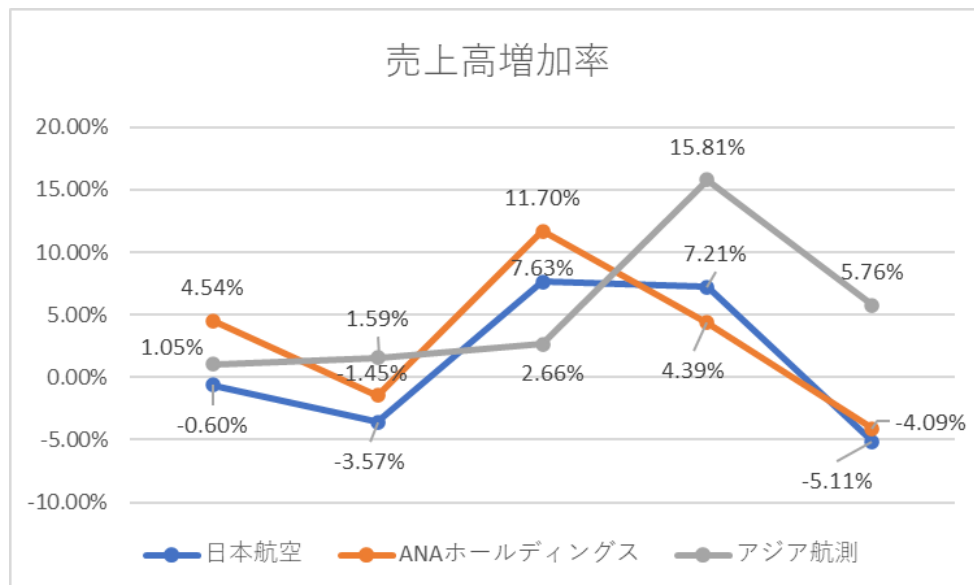
日本航空とANAホールディングスにおいてはキャッシュ・コンバージョン・サイクルが短いどころかマイナスになっている。これは、大手2社としての影響力を利用し、仕入債務の回転日数を長く(買掛金を多く)しながら売上債権回転日数を短く(売掛金を少なく)していることから生じており、「支払いはできるだけ遅く、回収はできるだけ早く」を実現できていることになる。また、お金を借りれば理論上無限に手元のキャッシュを増やすことができるため、リスクに備えた手元流動性の確保やアフターコロナの事業拡大は容易であると考えられる。

因みに、航空業はサービス業であるため、棚卸資産は少なく、回転日数も短くなっている。

(6)成長性分析

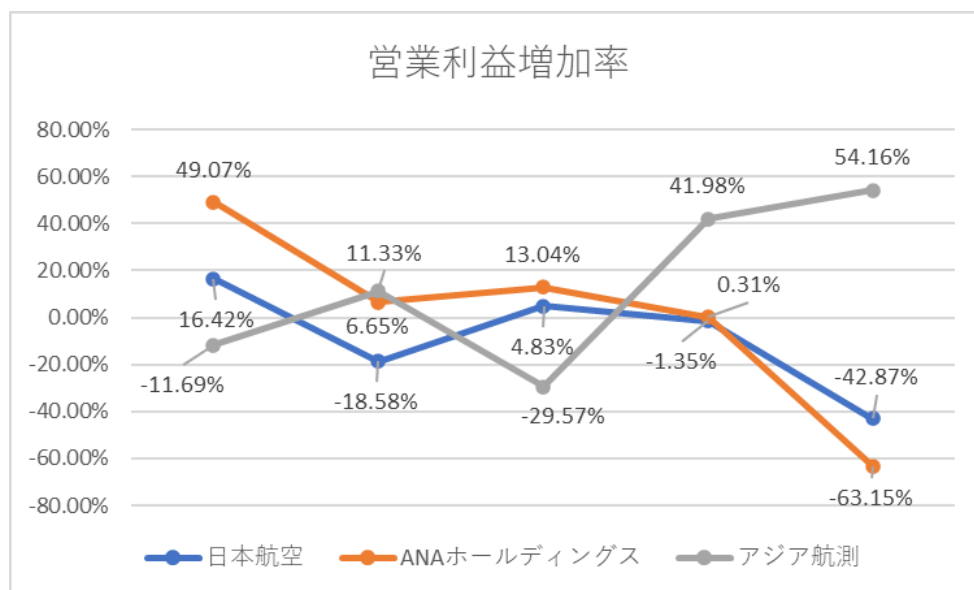
グラフについて、サステナブル成長率以外の増加率は、2015 年度～2019 年度のデータである。

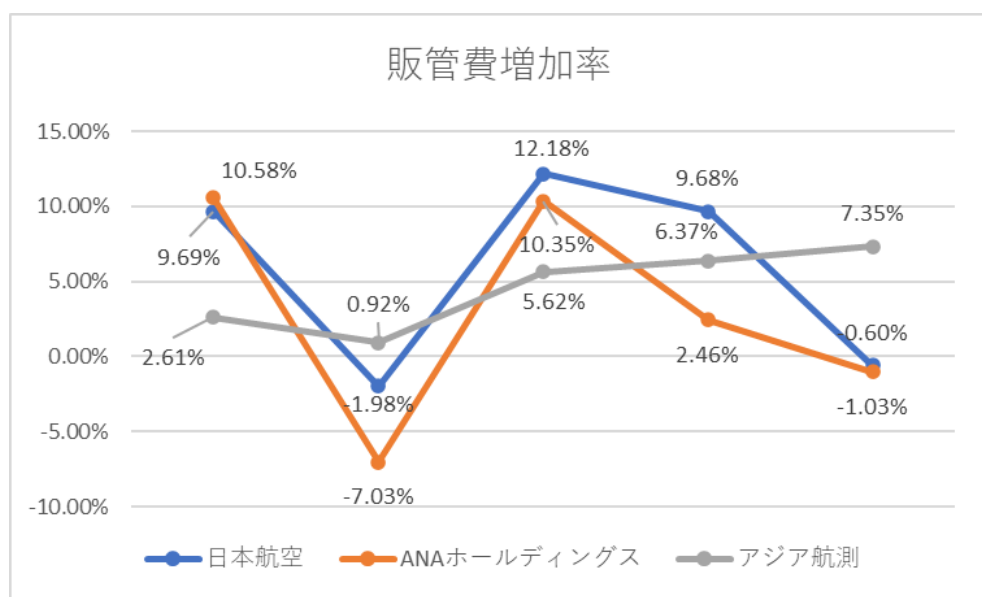
売上高増加率



売上高の増加率を見ると、日本航空と ANA ホールディングスはほぼ同じ動きをしている。これは、航空業界が世界経済や為替の影響を受けやすいからだと考えられる。2018 年度の売上高の大幅増加には、トランプ大統領就任によるアメリカ・世界経済活発化が影響しているという見方もできる。また、大手 2 社は、2019 年度に大きな損害を受けていることが分かる。アジア航測は売上高を減少させることなく推移しており、増加率も増加傾向にある。

営業利益増加率・販管費増加率



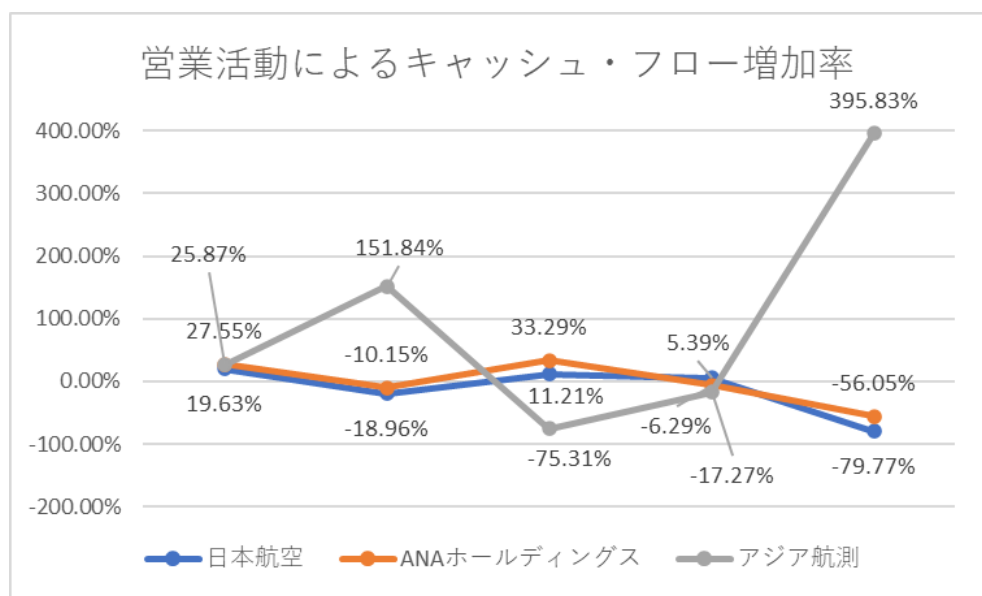


営業利益増加率は、売上高増加率に比べて業績による違いが出やすく、振れ幅が大きい。

日本航空と ANA ホールディングスの営業利益増加率は、売上高増加率とほぼ同じ推移をしているが、売上高増加率がプラスの値であった 2018 年度の営業利益増加率は 0 に近い値になっており、本業の利益は増加していないと言える。ここで販管費増加率を見ると、販管費が 2017 年度から 2018 年度にかけて大きく増加しており、営業利益が振るわなかった原因の一つであると考えられる。

アジア航測の販管費は売上高と同じく常に増加しており、増加率でみても増加傾向にある。売上高販管費比率が高いため、売上高増加率より販管費増加率の方が大きかった年は営業利益増加率がマイナスになっていたが、企業規模を拡大し売上高を伸ばした近年はその傾向が収まっている。

営業活動によるキャッシュ・フロー増加率

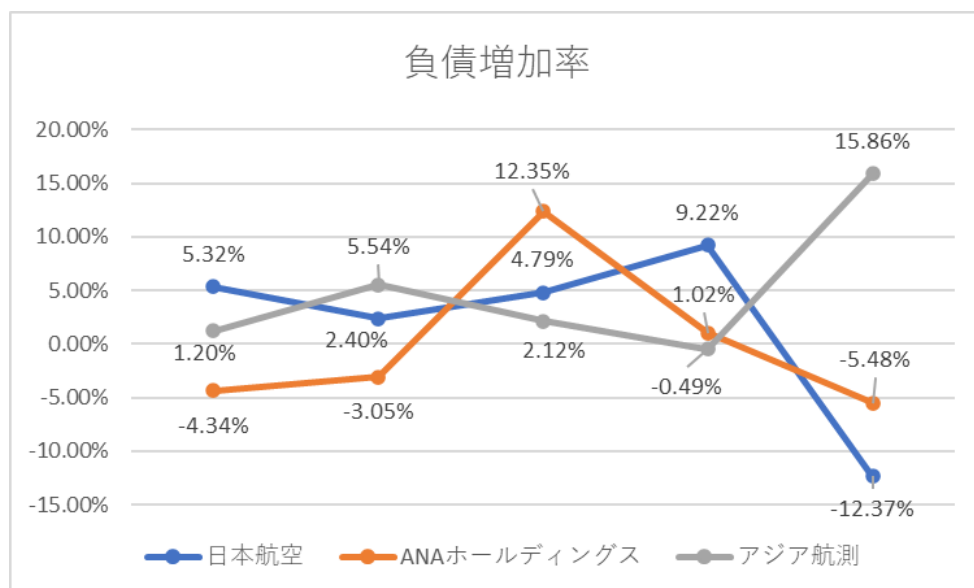


日本航空と ANA ホールディングスは、2015 年度と 2017 年度に大きく営業活動によるキャッシュ・フローを伸ばしている。2016 年度と 2019 年度には増加率が減少しているが、営業活動によるキャッシュ・フローが常にプラスの値であったことを考えると、業績に左右されながらも着実に本業によるキャッシュを得ていると言える。しかし、2019 年度のキャッシュ・フロー減少率は 50%を超えており、大きく営業規模を縮小したことが分かる。

アジア航測は、増加率の増減が非常に大きい。営業利益増加率が 54.16%と最も高かった 2019 年度に

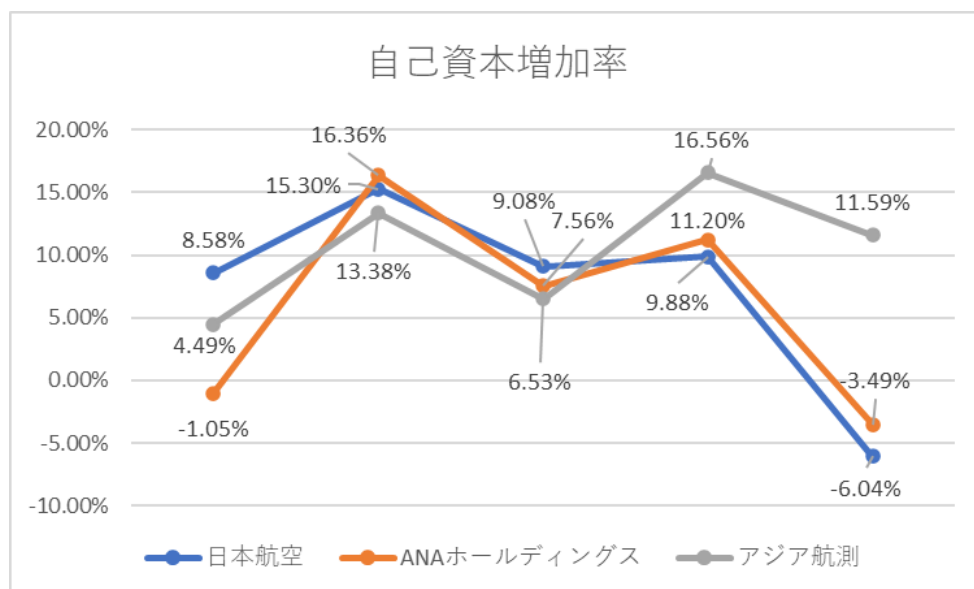
は、営業活動によるキャッシュ・フローが約 400%も増加しており、事業規模の成長の大きさが分かる。

負債増加率



負債増加率は上のように推移している。全体としてみると負債を増加させている企業が多く、企業規模を拡大しようとしているのが分かる。2019 年度には、大手 2 社が企業規模を縮小しアジア航測が企業規模を拡大している様子が、負債の増減で表れている。日本航空は 2017 年度に売上高を大きく伸ばしたが、負債増加率のグラフを見ると、負債を大きく増加させつつ売上高を伸ばしたことが分かる。

自己資本増加率



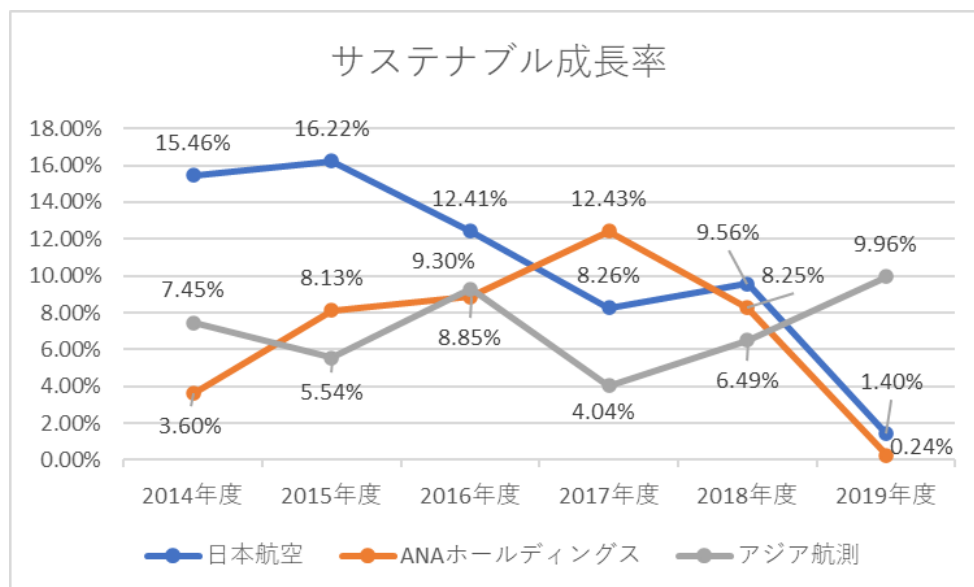
自己資本は主に利益剰余金の増加に伴って増加するが、2019 年を除き 3 社とも同じような動きをしている。

2015 年度から 2016 年度にかけて 3 社は自己資本を大きく増加させているが、その最も大きな理由は繰延ヘッジ損益にある。2015 年度にはドル安円高が進んでおり、おそらくその影響で繰延ヘッジ損益が大きくマイナスになったのだと考えられる。そして、繰延ヘッジ損益は自己資本に含めるため、2015 年度の自己資本増加率は小さくなってしまった。それに対して 2016 年度は、ドル・円の動きが落ち着くことで繰延ヘッジ損益の値が回復し、自己資本を大きく増加させることができています。また、利益剰余

金が順調に増加したことも自己資本増加の理由の一つである。

2019 年度は、利益剰余金を維持・減少させた大手 2 社は自己資本が減少しており、利益剰余金を増加させたアジア航測では自己資本が増加した。

サステナブル成長率



サステナブル成長率は

$$(1 - \text{配当性向}) \times \text{自己資本純利益率}$$

で計算され、企業のその時点の財務構造に基づく長期的な企業成長率の目安を表している。

日本航空は、2014・2015 年度において財務レバレッジ比率が高く自己資本純利益率(ROE)が高かったため、サステナブル成長率も高くなっている。そのため、全体として見るとサステナブル成長率は減少傾向にある。

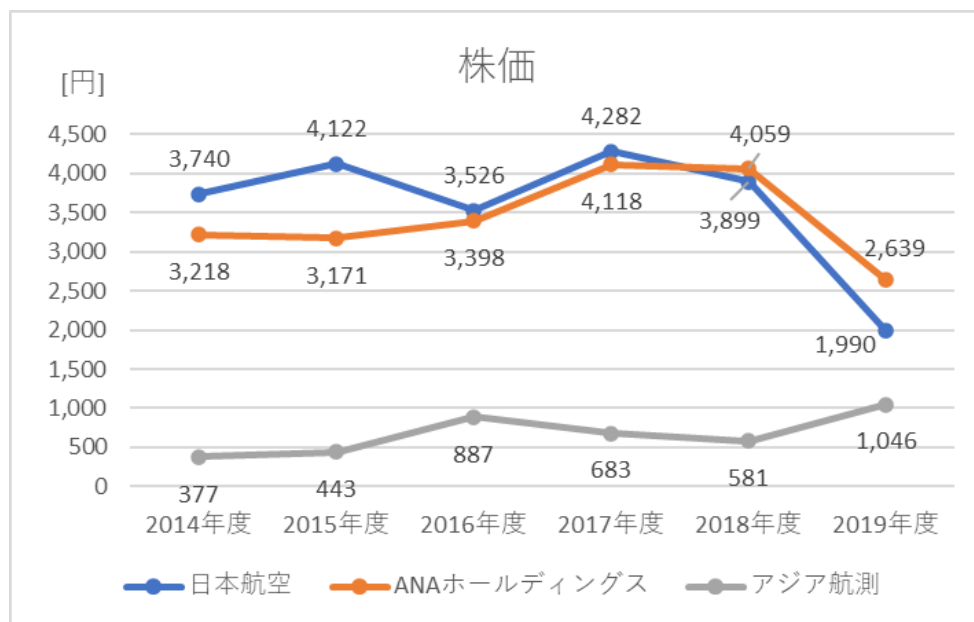
ANA ホールディングスは 2017 年度に向けて売上高最終利益率と ROE を高めていったため、サステナブル成長率も増加した。2018 年度には日本航空と同程度に落ち着いているが、企業規模を考えると成長率は十分だと捉えることができる。

2019 年度には大手 2 社のサステナブル成長率は 0%に近くなっており、経営の改善が必須であることが見て取れる。

アジア航測のサステナブル成長率は大手 2 社と比べると低めに推移しており、長期的な企業成長率が比較的小さいという結果になっていた。しかし、2019 年度には 10%近い値を出しており、企業成長に期待ができる。

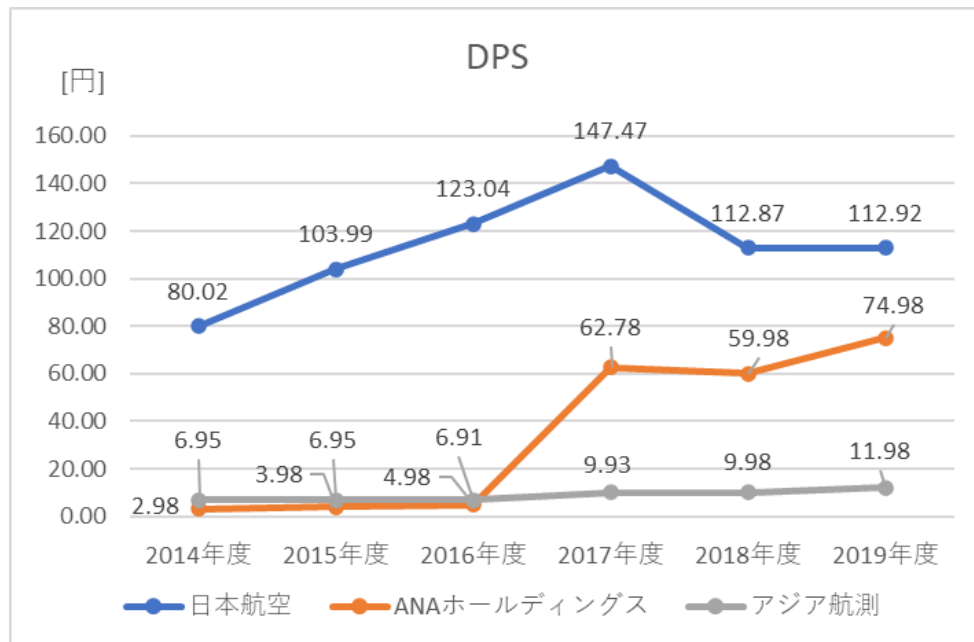
設問⑥ 株価と企業価値の分析

株価



株価を企業間で比較すると上のグラフのようになる。大手2社とアジア航測とでは株価が大きく異なっている。以降、配当金や企業業績と株価との関係を見ていく。

DPS



DPS は一株当たり配当金のことであり、普通株式一株に支払われた配当金の金額を表している。どの年度も配当金が高いのは日本航空であり、株主への還元が大きいことが分かる。逆にアジア航測はどの年度も配当金が高い。ANA ホールディングスは 2016 年度までは低配当だったが、2017 年度以降は高配当になっている。また、DPS と株価との相関はあまり見られず、配当金の金額より企業業績の方が株価と相関関係にあると予想できる。唯一 ANA ホールディングスにおいては、配当金が急激に高くなった 2017 年度において株価が上がり、強い正の相関が見られた。

PDR

PDR	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
日本航空	46.74 倍	39.64 倍	28.66 倍	29.04 倍	34.54 倍	17.62 倍
ANA ホールディングス	1079.45 倍	796.53 倍	682.02 倍	65.59 倍	67.67 倍	35.20 倍
アジア航測	54.23 倍	63.72 倍	128.30 倍	68.78 倍	58.21 倍	87.34 倍

(一部値が外れているためグラフは省略している)

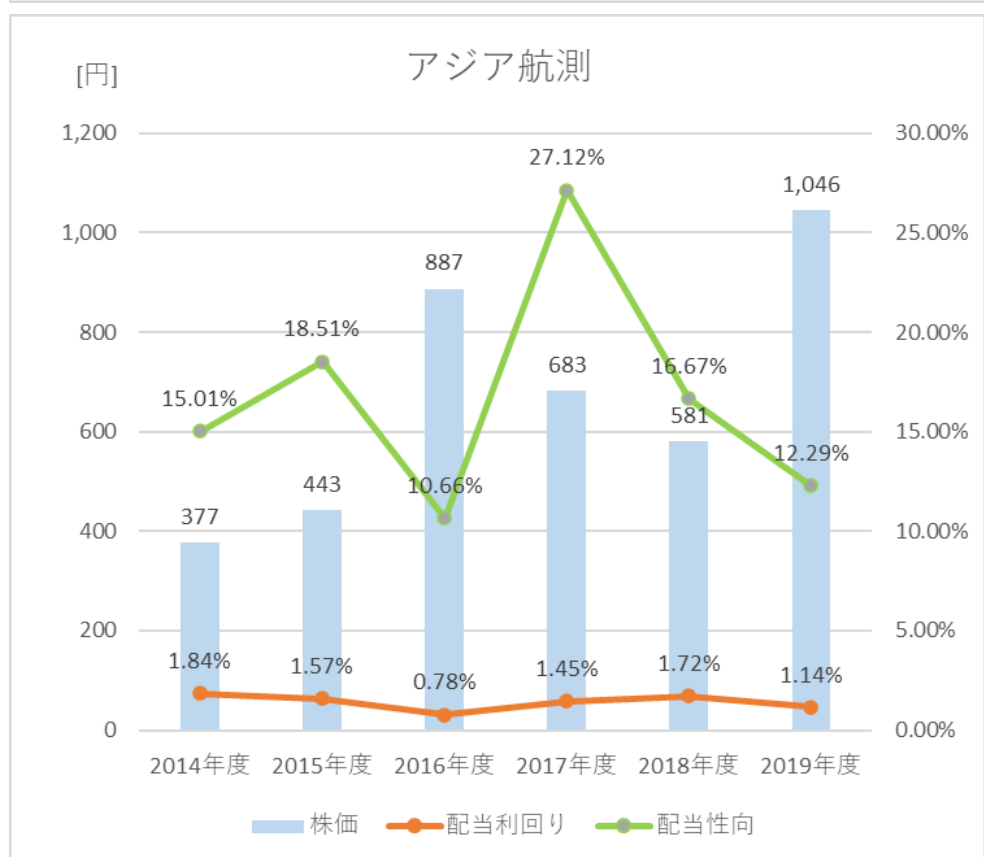
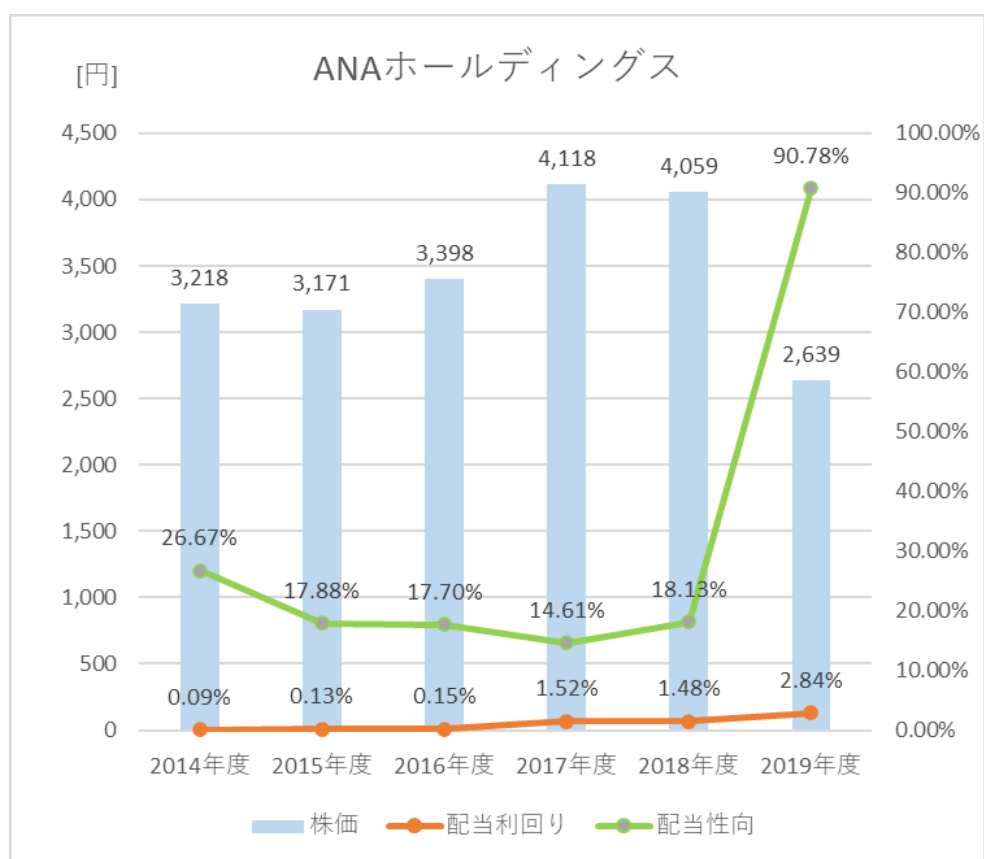
PDR は株価配当率のことであり、株価が配当金何年分にあたるか (何年配当金を受け取れば株価分回収できるか) を表している。

これを見ると、配当を狙う投資家目線では日本航空がもっとも良く、利益が大きいことが分かる。

ANA ホールディングスは 2016 年までは無配当に等しいほど低配当であることが分かり、アジア航測も配当重視の投資家の狙いからは外れるだろう。

株価・配当利回り・配当性向の関係



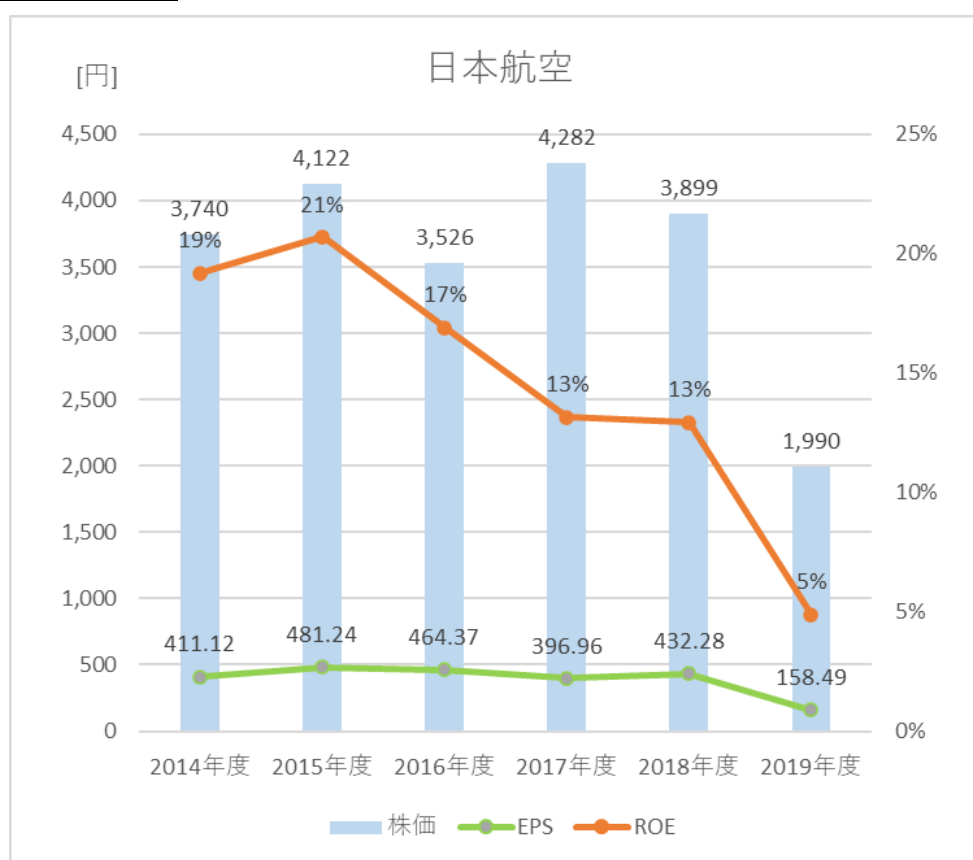


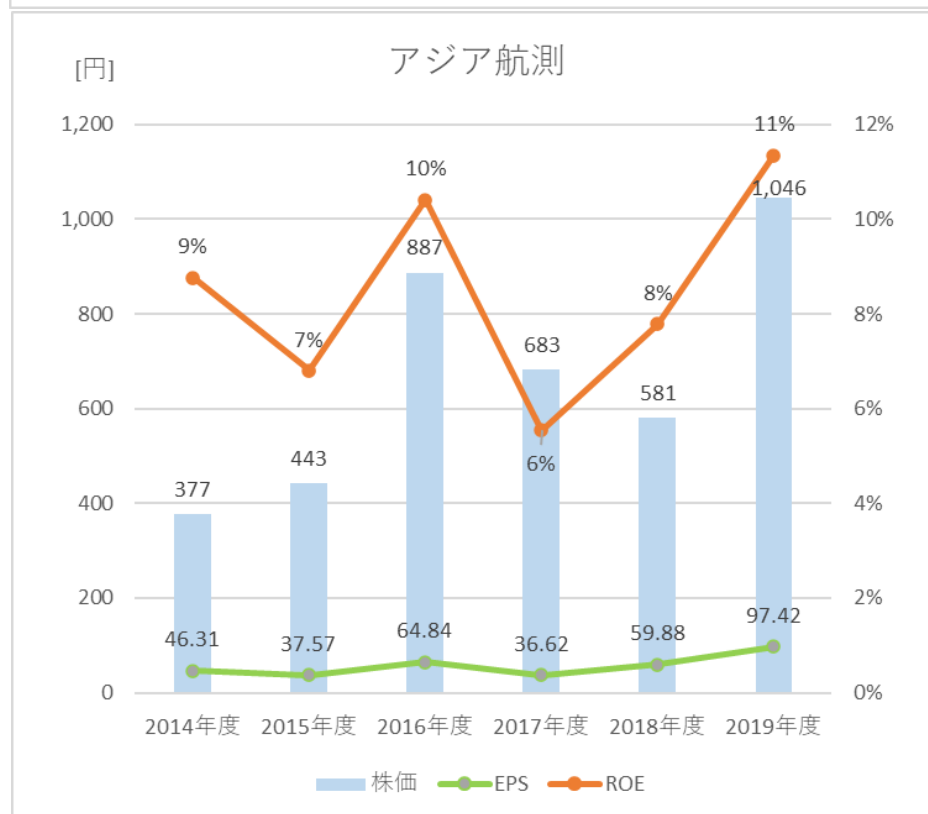
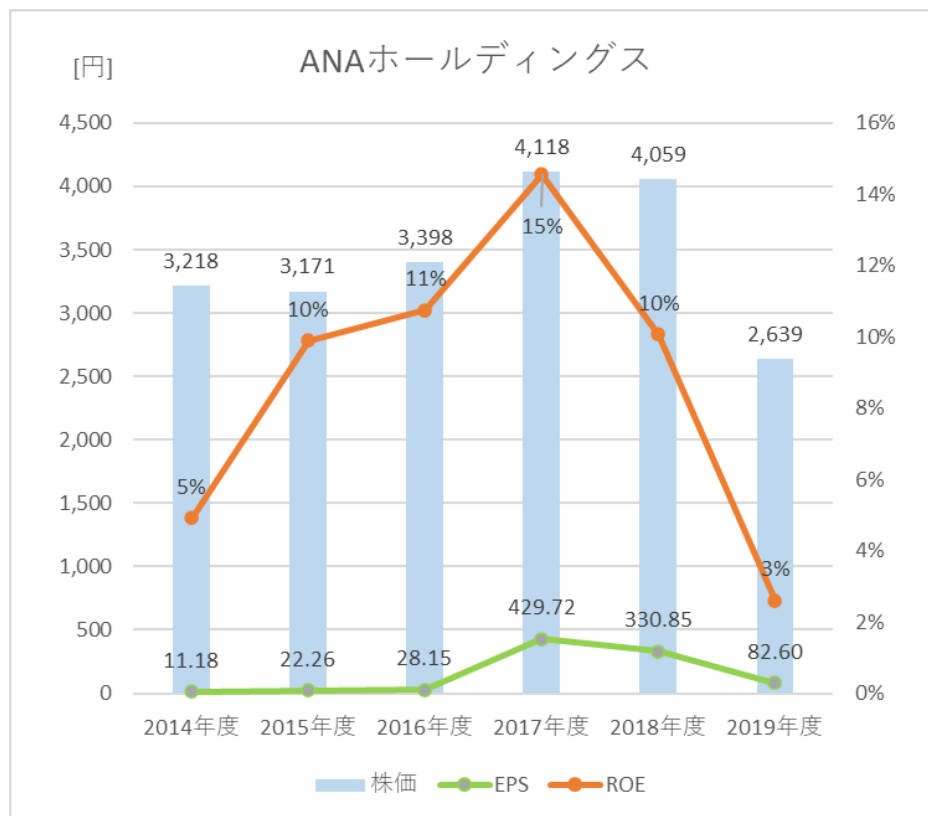
配当利回りとは、配当が株価に対して何%受け取れるかを表した数値であり、PDRの逆数である。配当性向は、最終利益のうち何%を剰余金の配当に充てたかを表した数値である。これらと株価との関係を表したのが上の3つのグラフである。上記2019年度のデータでは、日本航空の配当利回りは5.67%になっているが、期中、期末の2回の配当のうち期末の配当が0になったため（決算日以降に発表）、配当利回りは2.83%に、配当性向も半分の35.62%になっている。また、ANAホールディングスにおいても2019年度は年に一度の配当が0になったため、配当利回り、配当性向ともに0%になっている。も

し例年通り配当を支払っていたとすると、配当性向がそれぞれ 70.24%、90.28%と、最終利益のほとんどを配当に回さなければいけないことになり、日本航空と ANA ホールディングスの決断は賢明だと言える。

全体として相関を見てみると、やはり配当利回りと株価の相関関係はあまり見られない。続けて、配当性向と株価の関係を見てみると、正の相関はあまり見られないが、配当性向が急増した時に株価が下がり、配当性向が急落した時に株価が上がるという負の相関が一部（特にアジア航測）において見られる。これは、企業業績が上がると同時に株価が上昇し、（剰余金の配当があまり増えないまま）最終利益が増えた分配当性向が低下するからであると考えられる。また、逆に企業業績が下がると株価が低下し、最終利益が減少した分配当性向が上昇するということもいえる。

株価・EPS・ROE の関係

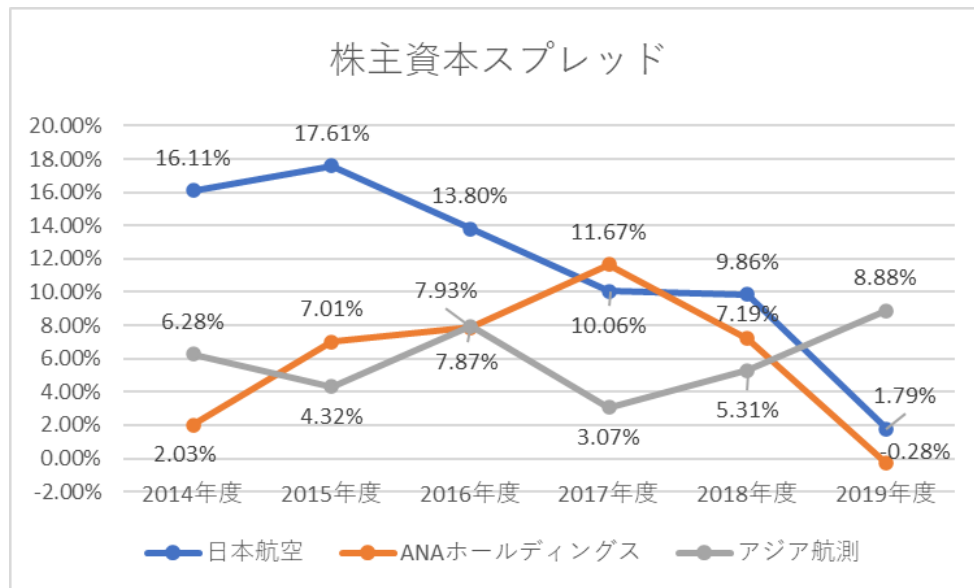




EPS とは、一株当たり純利益のことであり、普通株式一株に帰属する最終利益の金額を表している。ROE は前に記したように自己資本に対する最終利益の比率を表している。

これらの値と株価との関係を見ていくと、EPS も ROE も、株価との正の相関が見られる。EPS や ROE は、企業業績を示した数値であるので、企業業績と株価には正の相関があるといえる。つまり、EPS や ROE といった企業業績を表す指標を上げれば、株価が上がると言える。しかし、ANA ホールディングスの 2014~2016 年度など、発行株式数が極端に多い（少ない）場合は EPS に大きく影響するので、EPS と株価が常に連動しているとは言えない。

株主資本スプレッド



株主資本スプレッドは、

ROE － 株主資本コスト

で求められ、株主資本に対応する利益の大きさから、株主資本の使用コストを減算したものである。この値は株主にとっての価値を表しており、値がマイナスになると株主価値を毀損していると言える。

グラフを見ると、2018年度まではおよそ日本航空、ANAホールディングス、アジア航測の順に株主にとっての価値が高いと言える。2019年度ではアジア航測が大手2社を逆転し、コロナ渦による損害を受けた大企業が立場を落とし、比較的損害の少ない成長企業が株主価値を高めていく構図ができていると捉えられる。また、特にANAホールディングスは2019年度に株主価値を大きく落としており、株主価値毀損寸前である。事業規模を縮小している段階とはいえ、株主資本スプレッドをプラスに保ち、株主価値を毀損しないような努力が必要である。

また、株価と比較するとそれぞれの企業で正の相関関係が見られ、株主価値と株価が連動していると考えられる。

設問⑦ 企業分析のまとめ：企業の将来性

ここまで、空運業界の3社を比較分析してきた。分析結果は以下の通りである。

収益性分析では、売上原価率や売上高販管費比率、売上高最終利益率など、生産性・コストカットの面では日本航空が最も優れていることが分かった。ANA ホールディングスは、売上高においては日本航空に大きく勝っており、企業規模が最も大きい。しかし、最終利益では日本航空に劣っており、生産性に課題が残っていることが分かった。アジア航測は、売上高販管費比率が高く、生産性も良いとは言えない。しかし、他2社が大きく業績を落とした2019年度に利益率を増加させており、コロナ渦において生産性が最も高い企業だと言える。

ROE分析では、売上高最終利益率の高い日本航空のROEが最も高かったが、財務レバレッジ比率においてはANA ホールディングスに劣っており、課題も見れた。また、ANA ホールディングスがROEを高めるには売上高最終利益率の増加が必要であり、アジア航測は、財務レバレッジ比率を増加させることでさらにROEを高められることが分かった。

財政状態分析では、短期支払能力や長期運用安定性がとび抜けて優れているアジア航測が、最も安定した財政状態であることが分かった。逆に、ANA ホールディングスは支払い能力が低く、コロナ渦における手元流動性の確保が特に重要であることが分かった。

活動性・能率性分析では、日本航空とANA ホールディングスのキャッシュ・コンバージョン・サイクルがマイナスの値になっており、能率性が非常に優れていることが分かった。アジア航測はキャッシュ・コンバージョン・サイクルが長く、企業業績を伸ばした2019年度でも改善は見られなかった。

株価と企業価値の分析では、株価と企業業績が連動していることが分かった。成長性分析では2019年度に大手2社が業績を落とし、アジア航測が業績を上げる構図が見られたが、同時に大手2社の株価は下がり、アジア航測の株価は上がっている。

次に、これまでの分析を踏まえた企業ごとの経営改善戦略を、アンゾフの成長マトリックスに沿ってまとめた。以下がその表である。

日本航空

	既存製品	新規製品
既存市場	市場浸透 格付け調査上位獲得 売上高の増加	製品開発 シートや機体、機内サービスの 向上と差別化
新規市場	市場開拓 ZIPAIRの普及 路線拡大	多角化 JAL xR Travelerの普及 リモート旅行の普及

ANA ホールディングス

	既存製品	新規製品
既存市場	市場浸透 生産コスト削減 Peach路線拡大	製品開発 シートや機体、機内サービスの 向上と差別化
新規市場	市場開拓 航空機提供(売却) 路線拡大	多角化 アバター、avatarinの普及 ANA社員の他社出向

アジア航測

	既存製品	新規製品
既存市場	市場浸透 キャッシュ・コンバージョン・サイ クルの改善 / 売上高の増加	製品開発 最先端センシング機器の導入 ICTを駆使した包括的な行政支援
新規市場	市場開拓 民間事業における新規顧客獲得 グローバル市場への展開	多角化 釣りドコ含むB to C領域の開拓

アンゾフの成長マトリックスは、企業の成長戦略を、既存市場で既存製品を売る「市場浸透」、既存市場で新規製品を売る「製品開発」、新規市場で既存製品を売る「市場開拓」、新規市場で新規製品を売る「多角化」に分けたものである。

日本航空は、生産性は高いが前述の航空会社格付けランキングにおいて総合的に ANA ホールディングスに劣っており、機内サービスや設備の向上を目指すべきである。また、日本航空は、格安航空事業が弱いという弱点がある。コロナ渦におけるコストカットのため、これからの市場開拓のため、格安航空の ZIPAIR を普及させていきたい。多角化戦略においては、ニューノーマルに適応した業務形態である「JALxR Traveler」(VRに触覚と嗅覚を加えた体験サービス)や、リモート旅行の提供に踏み出しており、新事業として期待できる。

ANA ホールディングスは、日本航空と比べて生産性が低いのが弱点だ。現在、コストを削減するために ANA の路線を Peach に引き渡したり、余分な大型機体を売却したりしているが、それと同時に有償座席利用率を高めるための(空席を安く販売するといった)予約制度を整えるなどして、アフターコロナも見据えた更なるコスト削減に努めたい。多角化戦略においては、アバターの開発やアバタープラットフォーム「avatarin」を社会インフラとして普及させるため、努力している。これらが、新たな収益の柱になることを期待したい。また、ANA 社員の他社出向によって雇用を守る努力をしているが、アフターコロナに向けて体制を整えていると言えるだろう。

アジア航測は、技術力を活かして最先端のセンシング機器を導入しているほか、グローバル市場への展開も狙っている。多角化戦略では、海底地形データを利用した一般顧客向けサービス「釣りドコ」を開発し、B to C 領域の開拓も始めている。アジア航測の弱点は売上の多くを公共事業に頼っていることである。よって、民間事業での新規顧客獲得や、釣りドコ含め一般顧客に向けたサービスを拡大してい

くことで、企業規模を拡大すべきである。

最後に将来性を考えると、大手 2 社は既存事業の製品開発・設備投資は難しい状態にある。従って、ニューノーマルに適応した多角化戦略における新事業によりどこまで売上を伸ばせるかが、企業成長のカギになるだろう。アジア航測は、グローバル市場への展開を成功させれば企業規模を大きく成長させられるが、そのためには民間事業や一般顧客向けサービスにより地位を獲得しキャッシュ・コンバージョン・サイクルを改善することが重要である。そうすれば、資本を活かしたより急速な成長ができるだろう。

参考文献

矢部孝太郎『財務報告論 第 2 版』中央経済社

東洋経済 ONLINE: <https://toyokeizai.net>

EDINET: <https://disclosure.edinet-fsa.go.jp/>

JAL 企業サイト: www.jal.com/ja

ANA グループ企業情報: <https://www.ana.co.jp/group>

アジア航測 | 空間情報コンサルタント: <https://www.ajiko.co.jp>

ZIPAIR Tokyo: www.zipairtokyo.com/

Yahoo!ファイナンス: <https://finance.yahoo.co.jp>

ロイター: <https://jp.reuters.com>

モンスターラボ: <https://monstar-lab.com>