

今後の国際拠点空港のあり方に関する懇談会

ご説明資料

2006年12月8日

国際空港の市場評価

空港セクターに対する投資家からの評価は高く、株価は継続して上昇

株式市場の各指数の推移



出典: Bloomberg、DataStream、UBS

注:

1 2002年1月を100として指数化

国際空港の市場評価

様々な要因が市場における空港セクターの株価評価を押し上げている

1

投資対象としての魅力の認識

- ◆ 旅客需要の堅調な増加に伴う収益成長性
- ◆ 長期的に予測しやすいキャッシュフロー
- ◆ 参入障壁の高さ

2

投資環境の変化

- ◆ 従来の投資対象の利回りの低下(例、社債等)

3

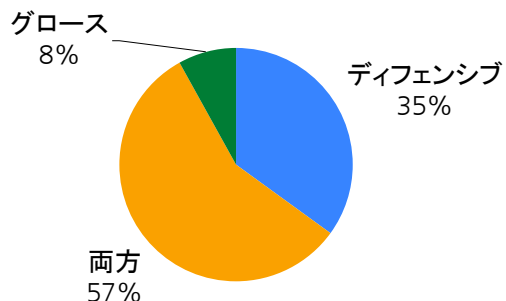
良好な需給状況

- ◆ インフラ・プロジェクト及び投資対象の希少性
- ◆ 機関投資家によるポートフォリオ多様化
- ◆ インフラ投資ファンドの増加と年金基金からの資金流入

国際空港の市場評価 (UBS Transport Conference: 参加者のアンケートより)

安定性と成長性の二つの側面を兼ね備えた空港セクターへの投資ニーズは強い...

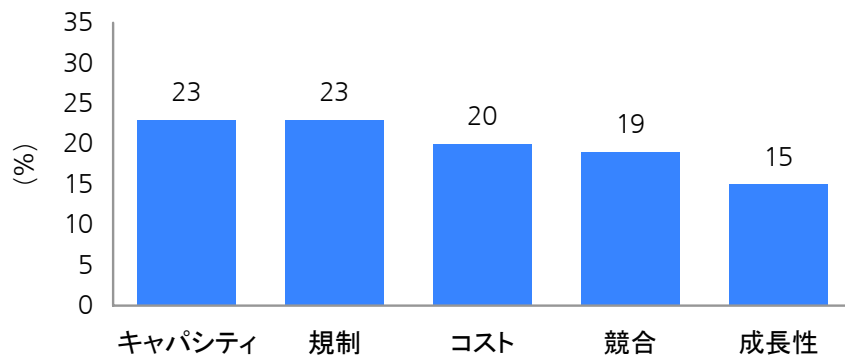
空港株はディフェンシブ銘柄¹か? グロース銘柄²か?



注:

- 1 防衛株。景気停滞局面にも着実に相対パフォーマンスが期待できる銘柄
- 2 成長株。成長性の高い銘柄

空港セクターに対する投資家の懸念点 (複数回答)



出典: UBS

UBS Transport Conference とは

- ◆ UBS が主催する世界を代表する空港会社や運輸企業の経営陣と運輸セクターに投資する投資家を集めたカンファレンス。今年で 10 回目を数え総勢 137 名が参加
- ◆ 今年 9 月には ADP、マッコーリー・エアポート (MAP)、スキポール空港などの経営陣がプレゼンテーションを実施



Invitation 2006 Transport Conference

Monday, 18 - Tuesday, 19 September 2006
Renaissance Chancery Court Hotel
252 High Holborn
London WC1V 7EN



Introduction

It gives me great pleasure to invite you to the UBS 2006 Transport Conference. This year's line up of speakers promises to provide another fascinating insight into the Transport sector to build on the success of the previous ten years.

We will retain the usual format including:

- Breaking the two days into individual sub-sector panels;
- Speeches from the industry leaders;
- A chance to question the speakers.

We will look at the full spectrum of transport companies ranging from airlines, to logistics, to infrastructure, to shipping, to bus and rail. While there will be more European companies presenting, as always there will be many speakers from all corners of the world putting Transport into its global context.

The conference offers plenty of opportunities to interact with other delegates. In addition, many of the companies will be offering one-on-one meetings over the two days.

Please indicate your attendance at the conference by submitting the online registration form or faxing back the printable reply form.

I hope you are able to attend what should be one of the key conferences in the industry.

Tim Marshall
Head of European Transport Research, UBS

...一方で規制の動向と今後の成長・発展の可能性が投資家の関心事に

民営化空港における投資家の関心事

投資家の関心事に対し、明確な回答を呈示することが民営化の成功のためには重要

1

収益性

- ◆ 収益マインド／コスト管理
- ◆ 競争力

2

規制及び料金体系

- ◆ 料金体系の枠組み
- ◆ 規制の透明性及び予見性

3

政府の関与について

- ◆ 空港運営や規制に対する影響力
- ◆ 政治的リスク

4

成長性及び安定性

- ◆ 発着枠の制約
- ◆ 他空港との競争（成田空港の場合は、羽田空港との棲み分け）

5

設備投資

- ◆ 将来の巨額な設備投資の必要性
- ◆ 投資に対するリターン

6

資本構成／株主構成

- ◆ 負債と株主資本の適切なバランス
- ◆ 政府保有比率及びオーバーハング¹

注:

¹ 将来売却が可能な株式を政府が保有していることによる将来の追加供給懸念

空港の民営化における政府と投資家の関心事

国側の関心事

資産の戦略性

- ◆ 国の競争力の維持及び経済発展への貢献
- ◆ 安全保障

事業面での継続性

- ◆ 空港サービスの向上
- ◆ 安全基準の維持

自然独占の乱用防止

- ◆ 適正な料金体系

環境問題／騒音問題

- ◆ 周辺住民及び周辺自治体への対応

売却収入の最大化

投資家側の関心事

国との関係

- ◆ 規制の予見性・透明性の高さ
- ◆ コーポレート・ガバナンスの確立

投資リターン確保

- ◆ 民間企業として収益性の追求
- ◆ 投資の効率性
- ◆ 環境対策に伴うコスト負担

市場での適正な価格形成

- ◆ 株式の流動性の確保
- ◆ 幅広い投資家層

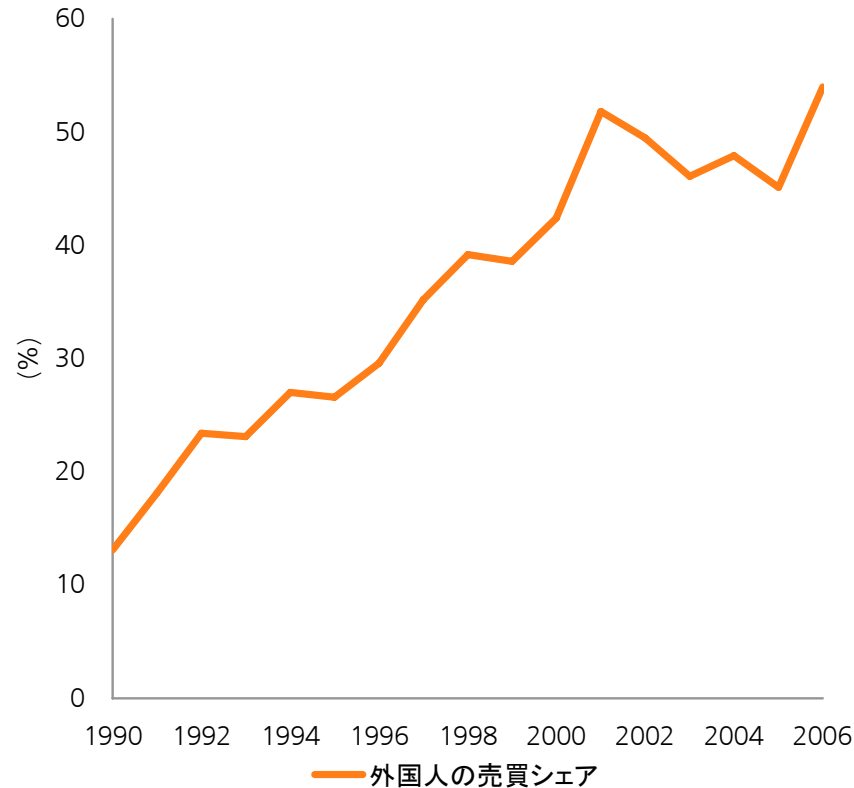
継続可能な空港運営を行うには、国と投資家(民営化後の株主)の視点を十分に考慮し、バランスを取った枠組みの導入が必要

- ◆ 政府保有比率(オーバーハング)
- ◆ 外国人持株比率の制限
- ◆ 黄金株

外国人投資家の日本株投資動向

外国人投資家の日本の株式市場における影響力は増大している

外国人投資家の日本株売買シェア

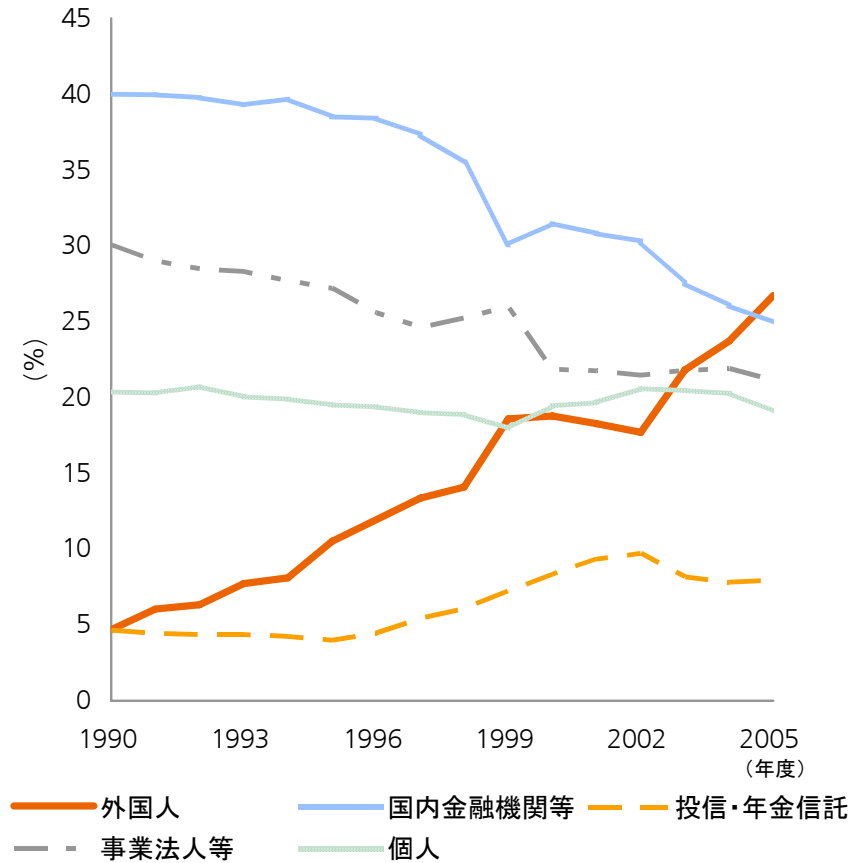


出典: 東京証券取引所, Quick (三市場合計)

注:

1 2006年については11月25日現在の数値

投資主体別の日本株保有比率

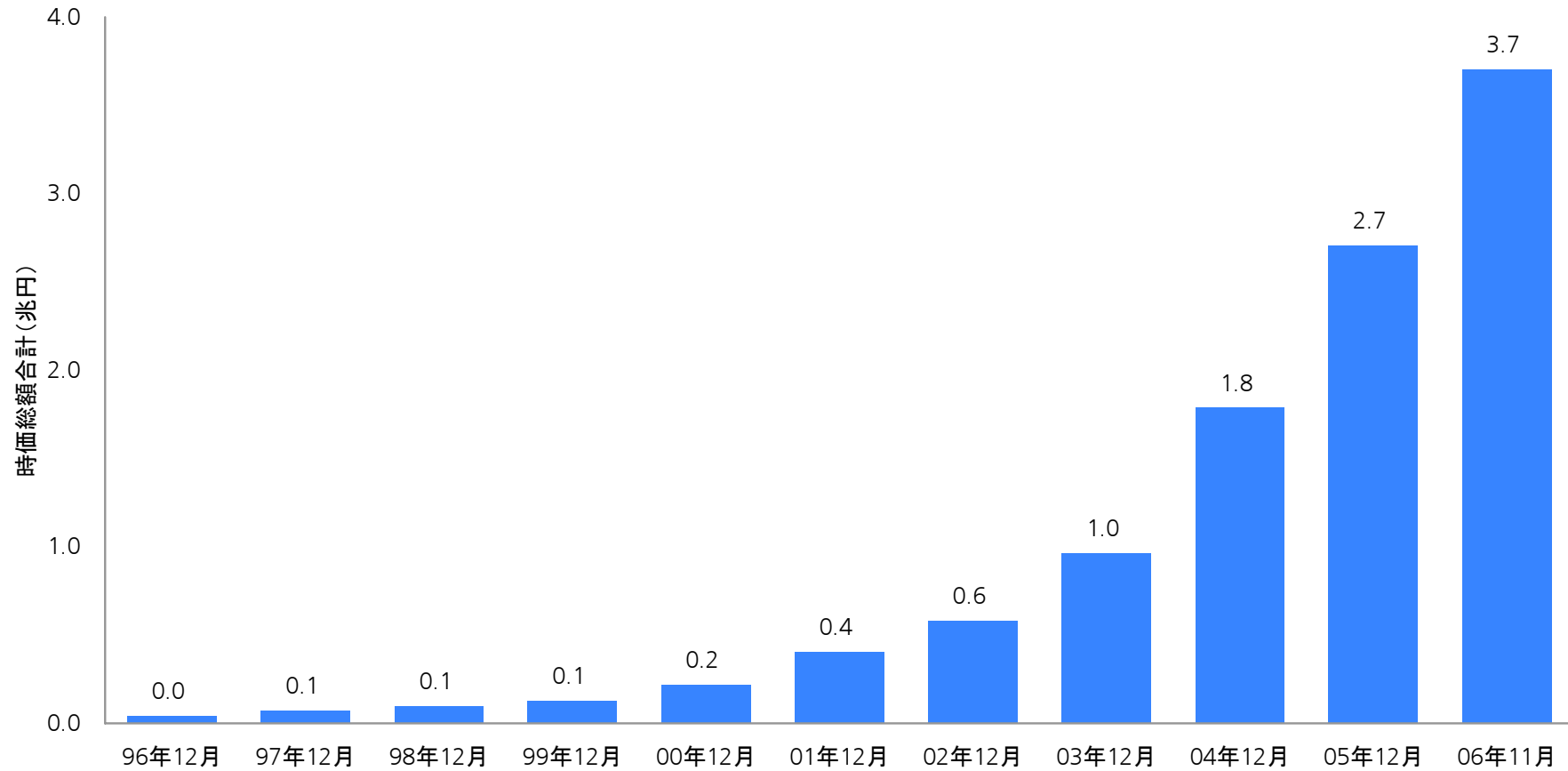


出典: 東京証券取引所 (五市場合計)

補足資料

インフラ投資ファンドの増加

上場インフラ投資ファンドの資産運用規模の推移



出典: UBS

注:

1 1USドル=115円にて換算

代表的なインフラ投資ファンド



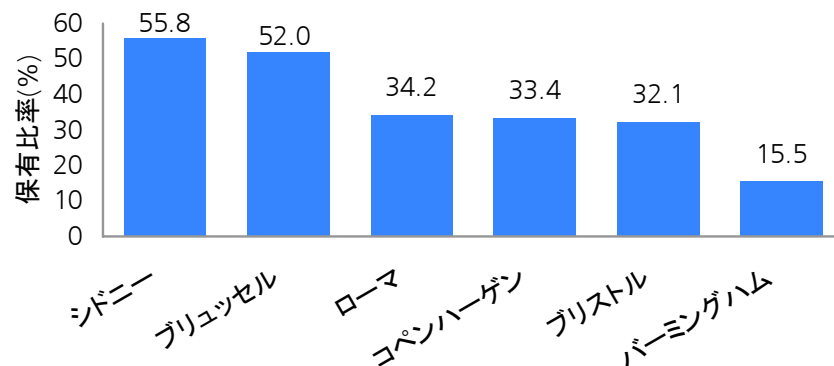
マッコーリー・エアポート(MAP)

- ◆ Macquarie Airports はオーストラリアを主要拠点とする空港投資ファンド
- ◆ 空港の業績改善及び利益最大化を目指し、保有空港の業務改善やキャピタルマネジメントを行う
- ◆ 空港ファンドとして上場しており、発行済み株式数の 17%をマッコーリー銀行が保有

財務ハイライト(投資ファンド全体の収益状況)¹

億円	2004	2005	2006 予	2007 予
売上高	1,501	1,318	1,011	1,048
営業利益 (EBIT)	1,244	1,199	416	436
営業利益率 (EBIT margin, %)	82.9	91.0	41.1	41.6
当期利益	787	982	246	255
当期利益率 (%)	52.4	74.5	24.3	24.3

投資空港別保有比率



出典: UBS 株式調査部、会社資料

注: 1 オーストラリアドル=91 円にて換算

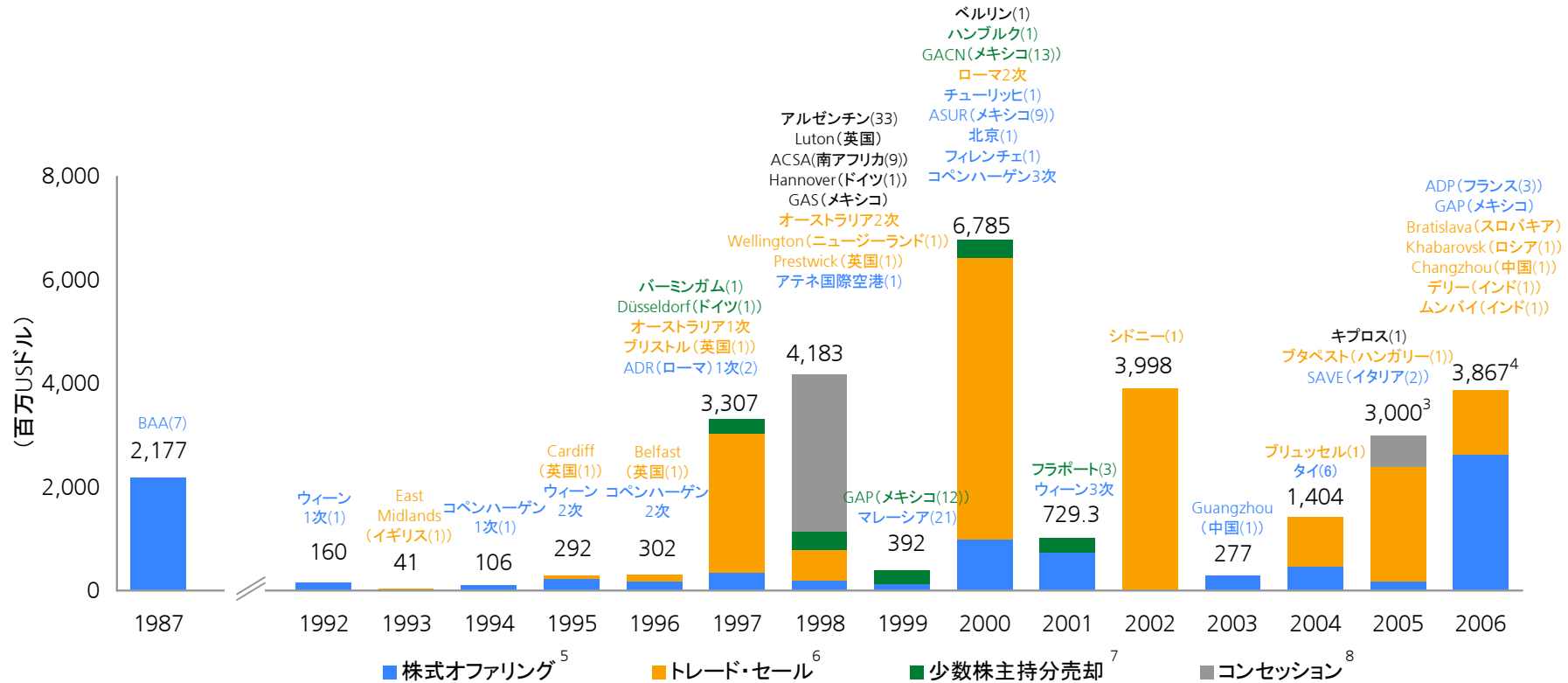
その他のインフラ投資ファンドの例

ファンド名	主要投資先
BABCOCK & BROWN	Babcock & Brown ◆ PD Ports(英国・港湾会社) ◆ Powerco (ニュージーランド・配電会社)
RREEF	Rreef Infrastructure ◆ Melbourne Airport (メルボルン空港) ◆ Cross City Tunnel (オーストラリア・トンネル)
AMP capital INVESTORS	AMP Capital ◆ Sydney Airport (シドニー空港)
Caisse de dépôt et placement du Québec	CDP Capital ◆ BAA (英国空港会社)
GE CREDIT SUISSE	Global Infrastructure Partners ◆ London City Airport (ロンドン・シティ空港)
Infrastructure Investors	Infrastructure Investors ◆ Inverness Airport Terminal (インヴァネス空港ターミナル)
TEACHERS' PENSION PLAN	Ontario Teachers ◆ Northumbrian Water (英国・水道会社) ◆ Wales and the West Gas (ウェールズ・ガス供給会社)

空港民営化の動向

各国において過去に様々な手法で空港民営化が行われてきた

タイプ別民営化案件



出典: UBS 株式調査部

注:

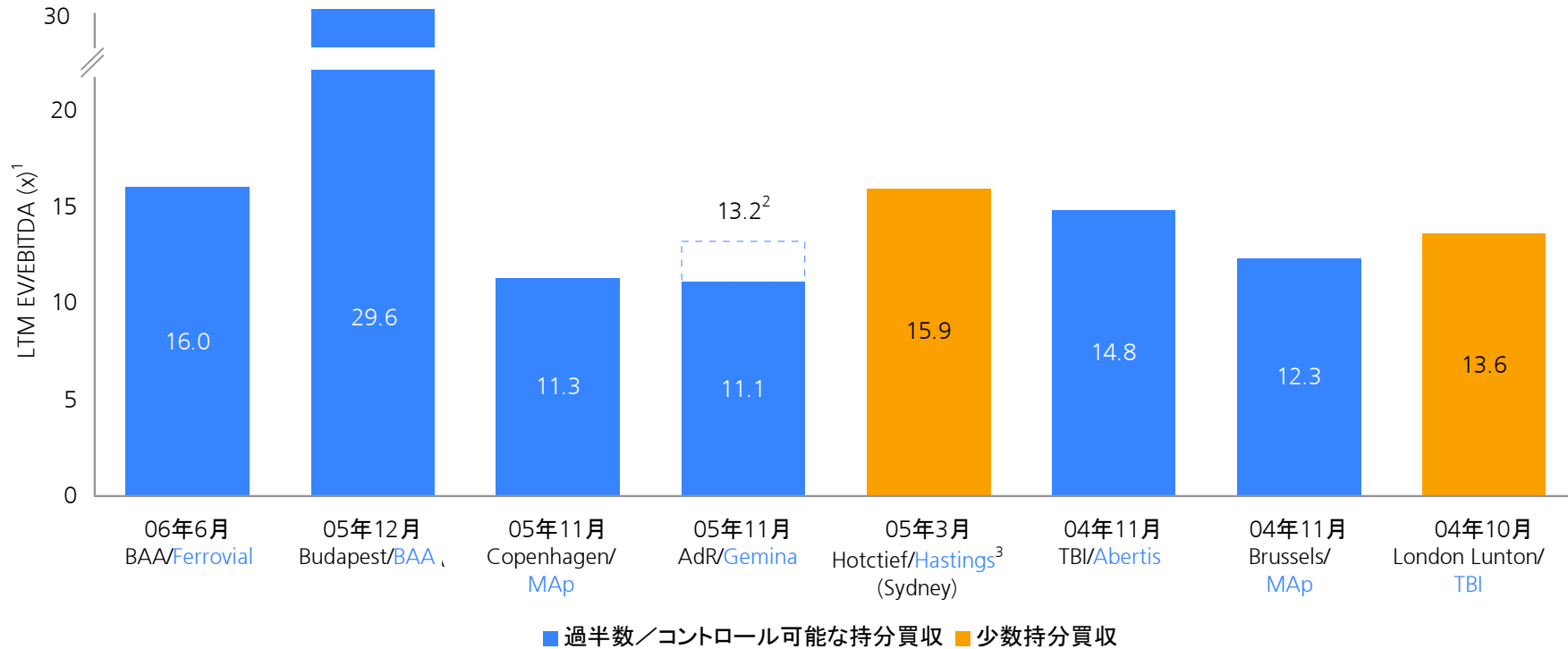
- 1 大型案件のみ。()内に当時保有している空港数を表示
- 2 金額は、株式オファリング規模及びトレードセールもしくは少数株主持分売却時のインプライド(推定)EV、コンセッション支払額およびそれに伴うCAPEX ObligationのNPV
- 3 ブルガリアの2空港(Varna及びBourgas)民営化を含まない。コペンハーゲン空港は35年間で総額6億3,300万ユーロを投資し、年間売上総額の30%をコンセッション・フィー(推定総額14億USD)とすることを公約している

- 4 デリー及びムンバイ空港民営化は含まない
- 5 市場における株式売却(上場及び上場後の追加売却)
- 6 入札などによる特定の第三者への売却
- 7 親会社とはならないが、少数株主として所有した株式の売却
- 8 営業権の譲渡

直近の空港セクターにおける M&A 案件

直近の空港セクターM&A 案件については高値で取引が成立しており株価の支援要因となっている

直近の空港セクターM&A 案件におけるバリュエーションレンジ



出典: UBS 株式調査部・アナリストレポート

注:

1 EV(Enterprise Value)とは、主に買収に必要となる時価総額と、買収後の純負債の返済に必要な金額を合計して計算され、企業価値と呼ばれている。EBITDA(Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization)とは営業利益に現金支出の伴わない減価償却費やのれん代の償却費等を合計したもので、通常の営業により一年間にどれだけ現金を生み出すことができるかを表している。上記では LTM(Last twelve months) EV/EBITDA を用いており、直近十二ヶ月間の EBITDA を用いて算出。EV/EBITDA とは、買収に伴うコストを通常の営業において得られる収入の何年分で返済できるかの目安となる。各国の会計差異が排除されるため、株価を国際比較する場合、尺度として主に用いられる

2 UBS 株式調査部予測に基づく

3 買収当時のシドニー空港のインプライド(推定)株価評価に基づき算出

4 欧州内に所有する資産のみ

5 空港の資産は均一な基準で測れないため、DCF(割引現在価値)が空港セクターの主要な株価評価比較手法となり、上記のような倍率は個別の空港毎に見てゆく必要がある

6 青字は買収側の企業

欧州主要空港における料金規制の状況



業務領域に関わる規制	第一期目は Single Till (一元勘定)	Single Till (一元勘定)	Dual Till (二元勘定)
考えられる展開	第二期契約において不動産の一部を除外予定。第二期契約では非航空事業による業績低下を制限することが可能になると予想	Q5(2008年-2013年)の規制手続きの開始	なし
規制機関	経済省、民間航空省	英民間航空局(CAA)	ヘッセン州、経済省
期間	2006年-2010年	2003年-2008年	2002年-2006年
基準	WACC ¹ に基づいた ROCE ²	規制資産の利益率	航空費用+“妥当な利益”
WACC	na	7.75%(税引前、実質)	10%(税引前、名目)
料金値上げ(基準)	3.25%+CPI	LHR: +6.5%+CPI GTW: +0.0%+CPI STN: +0.0%+CPI	+2%
輸送量の増減リスクの調整	基準値を上回った/下回った場合、70%を補償	補償なし	1/3を補償
サービスのクオリティの調整	ボーナス/罰金	罰則のみ	なし
投資損失の調整	多岐にわたる	投資水準による料金の見直し BAAが超過分を負担	料金値上げの上限に関する合意

出典: 会社資料、UBS

注:

1 WACCとは、Weighted Average Cost of Capitalの略。加重平均資本コストとも言われ、企業の資金調達に対して平均して係るコストを表している

2 ROCEとは、Return on Capital Employedの略。全投下資本に対する利益率で資本の効率性を表す指標

空港セクターにおける UBS の実績



進行中

香港空港の部分的民営化の実現可能性検討に係るアドバイザー

Schiphol Group

進行中

スキポール空港民営化における上場アドバイザー



2006

Grupo Aeroportuario del Centro Norte の 3 億 7,600 億ドル IPO(上場)におけるシニア・コマネージャー(上席共同幹事)



2006

Capital Airports Holdings からの北京空港第 3 ターミナル買収における BCA(Beijing Capital Airport) への単独ファイナンシャルアドバイザー(2 億 USドル)



2006

北京首都国際空港における 1 億 3,100 万 USドル公募増資、単独売却エージェント(主幹事)



2006

フェロビアルを含むコンソーシアムによる BAA 買収(159 億ポンド)における BAA 側のファイナンシャルアドバイザー



2005

Macquarie International Infrastructure Fund (MIIF)のシンガポール証券取引所上場(4,860 万 USドル相当)におけるジョイントブックランナー



2005

BAA によるブタペスト空港買収(12 億 5,500 万ポンド相当)におけるジョイントコーポレートブローカー



2004

空港経営会社である Grupo Aeroportuario del Sureste ("ASUR")の親会社である Inversiones y Tecnicas Aeroportuarias ("ITA") S.A. de C.V.株の 25.5%売却に関する NAFIN, the Mexican Development Bank への単独ファイナンシャルアドバイザー



2003

Belfast City Airport 売却における Bombardier 側アドバイザー



Sangster International Airport

2003

サングスタ国際空港の 30 年の営業権譲渡におけるジャマイカ政府へのアドバイザー



2002

資本再構築及びそれによる 2 億 1,300 万 NZドル相当の元金返済におけるオークランド国際空港のアドバイザー

空港セクターにおける UBS の実績



2001

パース、ダーウィン、及びホバート空港への株式売却における TBI 側のアドバイザー



Angkasa Pura II

2001

ジャカルタの Siekarno-Hatta 国際空港を含む複数の空港における民営化及び株式会社化に関するインドネシア政府側のアドバイザー



2001

チューリッヒ空港の 3 億スイスフランの社債発行におけるジョイントブックランナー (主幹事)



2001

ウィーン国際空港の株式 6,600 万ユーロ売却におけるジョイントブックランナー (主幹事)



2000

メキシコ政府が、Central North Group 株式持分 (少数株主持分として、9,100 万ドル相当) を ADP を含むコンソーシアムへ売却した際のメキシコ政府側のアドバイザー



2000

メキシコのカンクン国際空港を含む 9 つの空港を所有する ASUR の IPO (上場) におけるジョイントグローバルコーディネーター (主幹事)



2000

ウィーン空港 (VIE) 自社株買い (発行済株式数の 10%、9,450 万ユーロ相当) における、ウィーン空港側のアドバイザー



1999

37 空港を運営する Malaysia Airports Berhad の上場アドバイザー



1998

コペンハーゲン空港を含むコンソーシアムに対し、Southeast group 少数株主持分 (1 億 1,600 万 US ドル相当) のアドバイザー



1998

アルゼンチンにおける国営 33 の空港に関して、59 億 US ドル相当で 30 年の営業権譲渡案件におけるアルゼンチン共和国側のアドバイザー



1995

2 億 5,700 万 US ドル公募増資及び売却における主幹事



1992

民営化 IPO (上場) における主幹事 (3 億 9,700 万 US ドル相当)

日本における UBS の民営化及び株式案件の実績



2006

979 億円、預金保険機構持分売出におけるジョイントグローバルコーディネーター(主幹事)



2005

4,770 億円、第 2 次売出におけるジョイントグローバルコーディネーター(主幹事)



2004

2,607 億円、第 2 次売出におけるジョイントグローバルコーディネーター(主幹事)



2006

1,583 億円グローバル公募増資における海外ジョイントブックランナー(主幹事)



NTT

1999

1 兆 5,860 億円、NTT 第 5 次売出におけるジョイントグローバルコーディネーター(主幹事)



NTT

1998

8,550 億円、NTT 第 4 次売出におけるジョイントグローバルコーディネーター(主幹事)



NTT

1994

ロンドン証券取引所への株式上場スポンサー(アドバイザー)



2004

1,000 億円ユーロ円転換社債発行における単独ブックランナー(主幹事)



2006

1,204 億円、グローバル IPO(東証一部上場)におけるコ・グローバルコーディネーター(主幹事)



2004

3,748 億円、民営化 IPO(東証一部上場)におけるジョイントグローバルコーディネーター(主幹事)

dentsu

2001

567 億円、グローバル IPO(東証一部上場)におけるコ・グローバルコーディネーター(主幹事)



2000

2,635 億円、グローバル IPO(東証一部上場)におけるコ・グローバルコーディネーター(主幹事)

日本における UBS の民営化及び株式案件の実績



2001
314 億円、グローバル IPO (東証一部上場) におけるジョイントグローバルコーディネーター (主幹事)



2004
780 億円、グローバル公募増資におけるコ・グローバルコーディネーター (主幹事)



2004
986 億円、グローバル IPO (東証一部上場) におけるコ・グローバルコーディネーター (主幹事)



2001
771 億円、グローバル公募増資におけるコ・グローバルコーディネーター (主幹事)



東武鉄道(株)

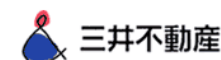
2006
500 億円、ユーロ転換社債における単独ブックランナー (主幹事)



2004
300 億円、インターナショナル転換社債における単独ブックランナー (主幹事)



2002
428 億円、グローバル IPO (東証一部上場) におけるジョイントグローバルコーディネーター (主幹事)



2002
800 億円、ユーロ転換社債における単独ブックランナー (主幹事)



2006
724 億円 J-REIT IPO (東証一部上場) におけるジョイントブックランナー (主幹事)



2006
918 億円 J-REIT IPO (東証一部上場) におけるジョイントブックランナー (主幹事)



2006
716 億円グローバル J-REIT 公募増資におけるジョイントグローバルコーディネーター (主幹事)



2005
716 億円グローバル J-REIT 公募増資におけるジョイントグローバルコーディネーター (主幹事)

本資料は、UBS 証券会社が収集した公開情報又はその他の公開情報をもとに作成されています。UBS はかかる情報について別途その内容を確認したのではなく、正確性、完全性及び信頼性については、明示されていると否とに関わらず、それらを保証するものではありません。

本資料中の査定、予測、見積もり、意見には一部主観的な判断、分析が含まれていることをご了承下さい。本資料中に掲載されている内容は事前の通告なく変更されることがあります。また、前提となる条件、基準の違いなどから、UBS の他のグループまたは事業部門によって表明される意見と本資料の意見とは相違または齟齬をみることがあります。本資料に将来の見通しについて言及されている可能性があります。今後起こる出来事の結果を受けてこのような情報を更新すること、また現在ある情報を維持することについて UBS は一切の義務を負うものではありません。将来起こる出来事の予測、見通しは公開情報をもとにした UBS の本資料作成時における最善の判断に基づくもので、これらの見通しが実現することを保証するものではありません。実際の結果は予測したものと異なりますが、その差異が重大な損失につながる可能性もございます。

本資料には過去、将来について表明もしくは保証をするものは一切ございません。UBS、その関連会社、役職員、従業員、及び代理人は、本資料のすべてまたは一部の利用から生じるいかなる責任も負いません。

本資料は情報提供のみを唯一の目的としており、いかなる証券・金融商品に係る売買もしくは勧誘をするものではありません。本資料は法律・税務・会計または投資に関するアドバイスを構成するものではなく、本資料の内容のみを根拠に判断されることのないようお願いいたします。本資料に記載される取引について法律その他の問題については法律・税務・財務の専門家へご相談されることをお勧めいたします。本資料は投資または財務の決定を行う上で必要となる情報が全て網羅されているわけではありません。