

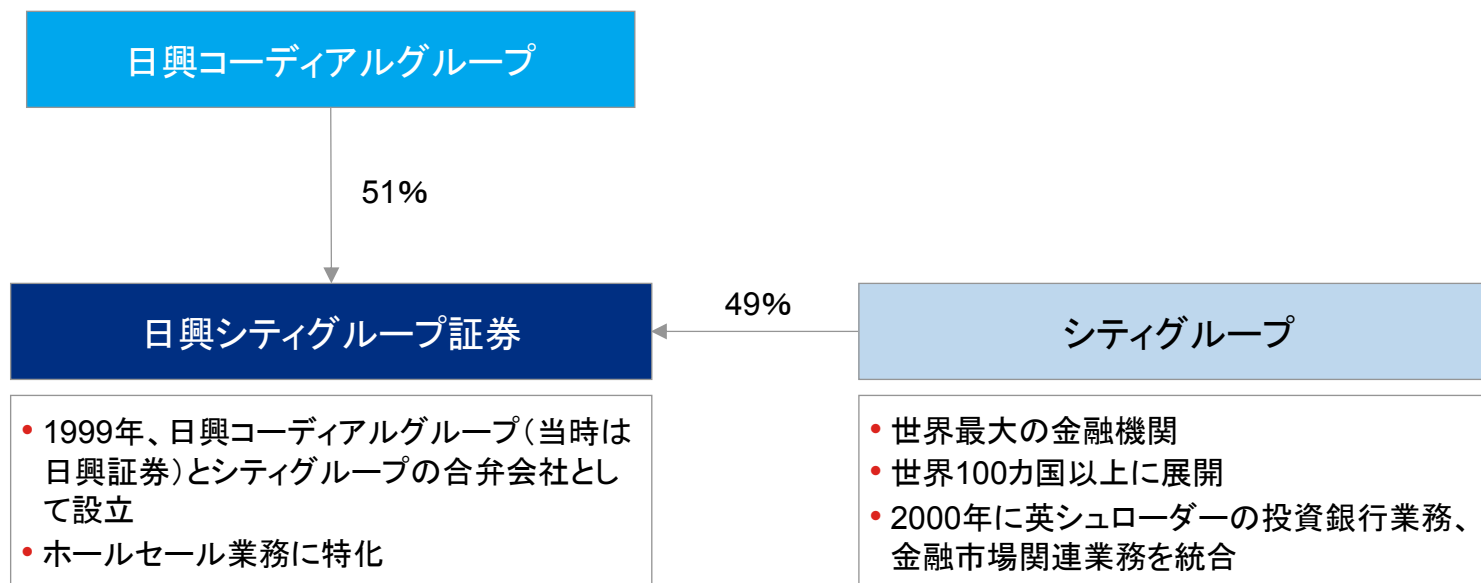
今後の国際拠点空港のあり方に関する懇談会(第3回)

国際拠点空港運営会社の株式売却・上場について

平成 18年 12月 8日

日興シティグループ証券株式会社

日興シティグループ証券について



国内での政府系事業の株式売却実績

(共同主幹事を務めた案件の事例)

- NTT株式第5次売出し(1999年)
- NTT株式第6次売出し(2000年)
- 石油資源開発・新規上場(2003年)
- JR西日本株式第2次売却(2004年)
- 国際石油開発・新規上場(2004年)

空港運営会社に関するアドバイス実績

- HOCHTIEFによるハンブルグ空港への資本参加(2001年)
- 豪州政府によるシドニー空港の売却(2002年)
- AdP(パリ空港会社)・新規上場(2006年)
- マンチェスター空港グループの財務戦略(2006年)
- フェロビアルを中心とするコンソーシアムによるBAA買収(2006年)

国際拠点空港運営会社の市場での評価

世界の空港運営会社の投資対象としての魅力

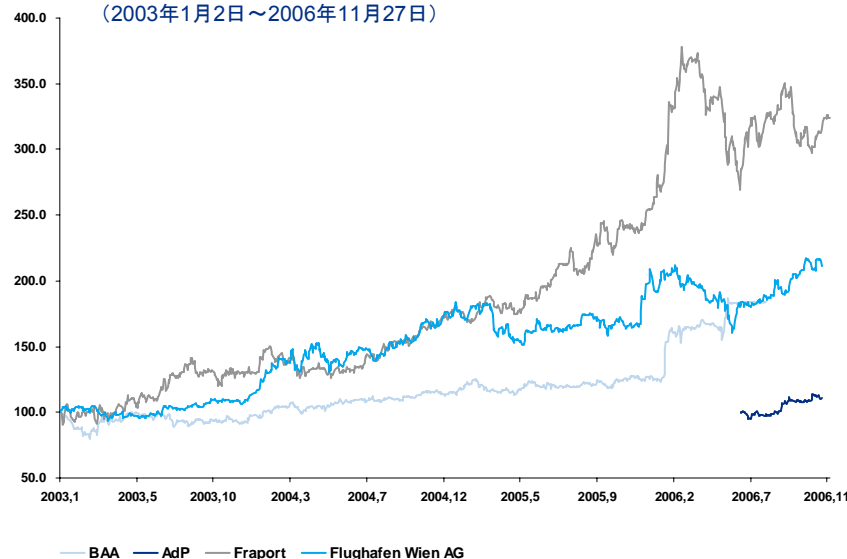
- 航空交通需要の安定的成長
 - 中長期的な安定成長
 - 航空会社と比較して需要変動時の業績への影響が小さい
- 他の公益企業よりも収益の成長率が高い
 - GDPよりも高い成長率
 - リテール事業の拡大等によるさらなる成長が可能
- 利益率改善の可能性
- 地域独占若しくは寡占市場(高い参入障壁)
- 投資対象としての希少性

我が国の国際拠点空港(特に成田国際空港)への関心度

- 世界第2位の経済大国の首都を支える国際拠点空港
- 大きな後背経済圏

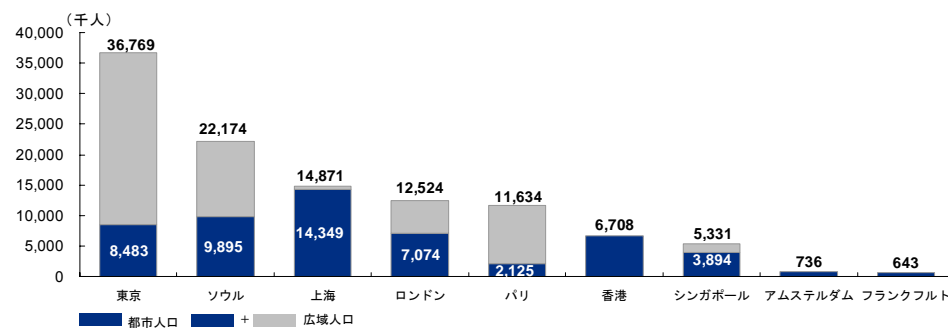
空港運営会社の株価推移

(2003年1月2日～2006年11月27日)



注記: AdPについては、2006年6月15日時点をもととする。それ以外については2003年1月2日時点をもととする。
出所: FACTSET

都市の後背人口



出所: 総務省「世界の統計2006」、World Gazetteer

過去に実施した政府系事業の株式売却・上場に係る経験等

- 政府系事業の民営化は大型の株式売却となるため、通常は国内外の優良投資家 / 個人投資家に幅広く販売される形態が主流。
- 日本国内に比較対象企業が存在しないのが通例であり、国内外の投資家への説明上、JRのような純粹国内型事業を除き、海外の同事業の先行事例との詳細な比較分析が必要。
 - － すべて海外企業と同じ条件で競争する国際石油開発の上場(2004年)
 - 一部指標については、会計処理の追加的参考数値を提示して比較可能性を向上
- 成田国際空港の上場に際しても、ビジネスモデル、対象市場・競争環境、規制環境等について、海外の空港運営会社との比較分析(特に相違点について)が重要となる。
- また、規制環境の変更可能性は、ほとんどの場合、投資家からリスクとして認識されており、企業価値の向上と反対方向の規制変更・緩和が進展する場合、特に留意が必要。

上場した(または上場を予定している)会社	比較すべきビジネスモデル(上場時)	対象市場・競争	事業上の規制環境	(会計処理)
JR	海外にはない	国内のみ	国内独自	—
NTT	海外のみ	国内のみ	国内独自	—
国際石油開発	海外のみ	海外のみ	海外企業と同じ環境	(一部独自の処理)
成田国際空港	海外のみ	複合的	国内独自(推定)	—

海外事例1 Aéroports de Paris (AdP)の株式上場

株式上場の概要

- 売却総株式数: 政府による売出し 15,310,584株
新株発行 13,599,102株
- 売却総額: 13億ユーロ
- 1株当たり価格: 機関投資家向け: 45ユーロ
個人投資家向け: 44ユーロ
- 売却条件決定日: 2006年6月15日
- 上場市場: ユーロネクスト

AdPの欧州における強固な位置付け

欧州第2位⁽¹⁾の空港グループ

- 旅客数: 78.7百万人 (2005年、前年比4.4%増加)
- 乗り入れ航空会社数: 461社
- 従業員数: 10,688人⁽²⁾

(1) 航空系収入 (2) 2005年12月31日現在

航空貨物・郵便において欧州最大の空港グループ

- 貨物・郵便取扱量: 2.1百万トン (2005年、前年比6.3%増加)

欧州空港最大の敷地面積

- 6,686ヘクタール (所有)

補完的な3空港を運営



AdPに対して投資家が提示した魅力と懸念

いわゆる“ディフェンシブ”(外部環境の悪化の影響を受けにくい安定性)な特性に加え、航空需要の伸びを背景とした成長性も期待できるのが空港運営会社の特徴。一方で、大規模投資が適正な利益率を生み出すための規律や、規制及び政治的要因に関するリスクの程度が意識される。

主要な投資魅力

高い競争力を持つユニークな投資対象

- 安定性や将来性が極めて理解しやすい投資案件
- 欧州第2位の空港運営会社としての位置付け
- 優位な戦略的ポジションにある数少ない投資対象
- ディフェンシブかつ成長性も有する魅力的な事業
- 最近のフランスにおける民営化の成功

高い成長性 / さらなる向上余地

- ライバルの欧州ハブ空港と比較して高い需要の伸び
- 将来的に空港容量の制約が少ない
- 規制の枠組みの改善に伴う今後の向上余地
- 規制を受けない事業の成長による企業価値向上余地
- 高い営業レバレッジ⁽¹⁾及びコスト削減期待
- 同業他社並の収益性への向上期待(EBITDAマージン等⁽²⁾)

ディフェンシブな特性

- 収益の下ぶれリスクが小さく、航空会社業績に関するリスクに対してもディフェンシブな性質
- 魅力的な配当利回り(空港運営会社株式全体として)
- 収入及びキャッシュフローの安定性及び見通しの容易さ(合意済みの着陸料、容量の余裕、等)
- 改善した財務上の効率性

⁽¹⁾ 営業レバレッジ: 費用に占める固定費の比率(これが高いほど営業収益の伸びが大きく利益増加に貢献する)

⁽²⁾ EBITDAマージン: 営業収益に対するEBITDAの比率

懸念事項

規制のわかりやすさと透明性に関する問題点

- 空港セクター特有の不確実性 – 5年間の規制期間は短い
- 2010年以降の規制の不確実性・リスク
- 外的要因に起因する航空需要見通しの不確実性
- 価格支配力(航空会社との調整)
- RAB⁽³⁾、WACC⁽⁴⁾が開示されていない

成長を達成する経営能力に関する疑問

- 設備投資およびWACCに関連するリスク
- 迅速な経営見直し及びコスト削減ができないリスク
- 株主価値の創造に重心が置かれないリスク
- 経営陣に実績がなくライバルを上回れないリスク
- 上場時の増資の合理性に対する疑問
- 配当政策
- 赤字のグラウンドハンドリング事業

政治及び労働市場に係るリスク

- フランスの労働市場に係る不確実性とストライキによる損失
- フランス政府の長期的な経営関与の意図が不明
- 政府が株式を保有することがディスカウント要因

⁽³⁾ RAB: 料金規制において、リターン算出の際に対象となる資産

⁽⁴⁾ WACC: 加重平均資本コスト。株主資本コストと負債コストの加重平均

海外事例2 フェロビアルを中心とするコンソーシアムによるBAAの買収

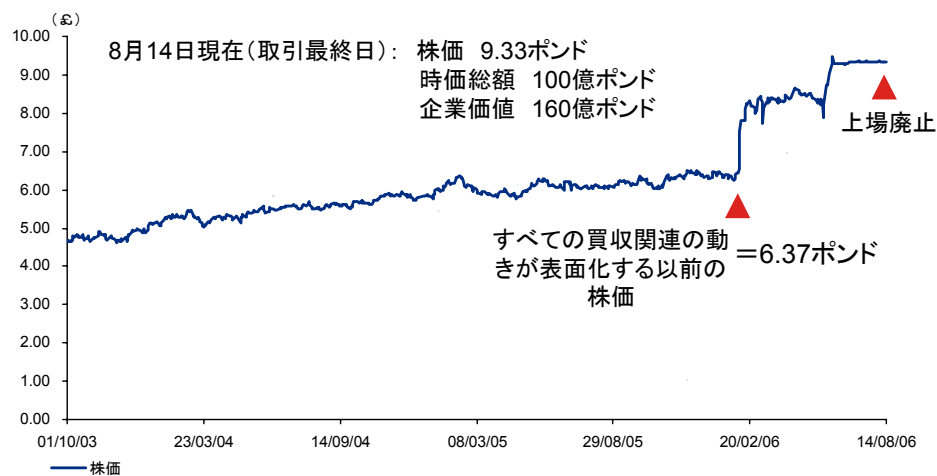
BAAの企業概要



BAAの沿革と買収までの経緯

- 1986年8月: 空港法の制定に伴い、英国空港公団の資産、権利及び負債を新設会社のBAAに承継
- 1987年7月: 株式上場。政府保有株を全て売却し、完全民営化(ただし、政府は黄金株*を保有)
 - * 黄金株及び定款の定めにより、主要な経営陣の判断に対して政府が拒否権を持つ他、定款には株式保有制限(1株当たりの上限15%)が規定されている
- 2003年5月: 欧州裁判所が、黄金株は欧州委員会条約に違反するとの判断
- 2003年10月: 英国政府が黄金株を消却
- 2004年7月: 定款を変更し、株式保有制限を撤廃
- 2006年2月: フェロビアルを中心とするコンソーシアムが買収意思を公表
- 2006年4月: ゴールドマン・サックスを中心とするコンソーシアムも買収意図を明確化
- 2006年6月: BAA取締役会がフェロビアル側の提案に賛同を表明
- 2006年8月: フェロビアルを中心とするコンソーシアムによる買収に伴い、上場廃止

株価推移



(続き) 買収の特徴及びコンソーシアムの構成員

- 買収総額が3兆円を超え、インフラ企業の買収としては過去最大の事例。
- 政府の政策の方向性に沿った形で事業を継続することについて、政府の理解が得られることを買収の前提とした。
- 英国の買収交渉ルールに基づいた透明なプロセスの下で、BAAの取締役会が条件に賛同。
- BAAの株主は一般投資家からコンソーシアムに移ったが、BAA取締役会の構成はほぼ不変、経営の一貫性は維持。
- 戦略の転換を検討。
 - － 投資の重点を国内にシフト、小売事業のてこ入れ、財務戦略の転換(効率性重視)、他...

ferrovial

- 出資割合 62%
- 所在地: スペイン
- 投資家であるとともに事業運営も行う
- 欧州におけるトップクラスの建設、運営サービス、インフラ資産所有会社
- 2005年の営業収益は90億ユーロで、40カ国に展開
- 2003年に子会社化したAmey社を通じ、英国国内で幅広くサービス事業を展開。地下鉄Tube Lines (Jubilee、Northern、Piccadillyの3路線の所有と維持管理を行う)にも66%を出資しており、ベルファスト市ジョージベスト空港、ブリストル国際空港にも出資

CAISSE
DE DEPOT
ET PLACEMENT
DU QUEBEC

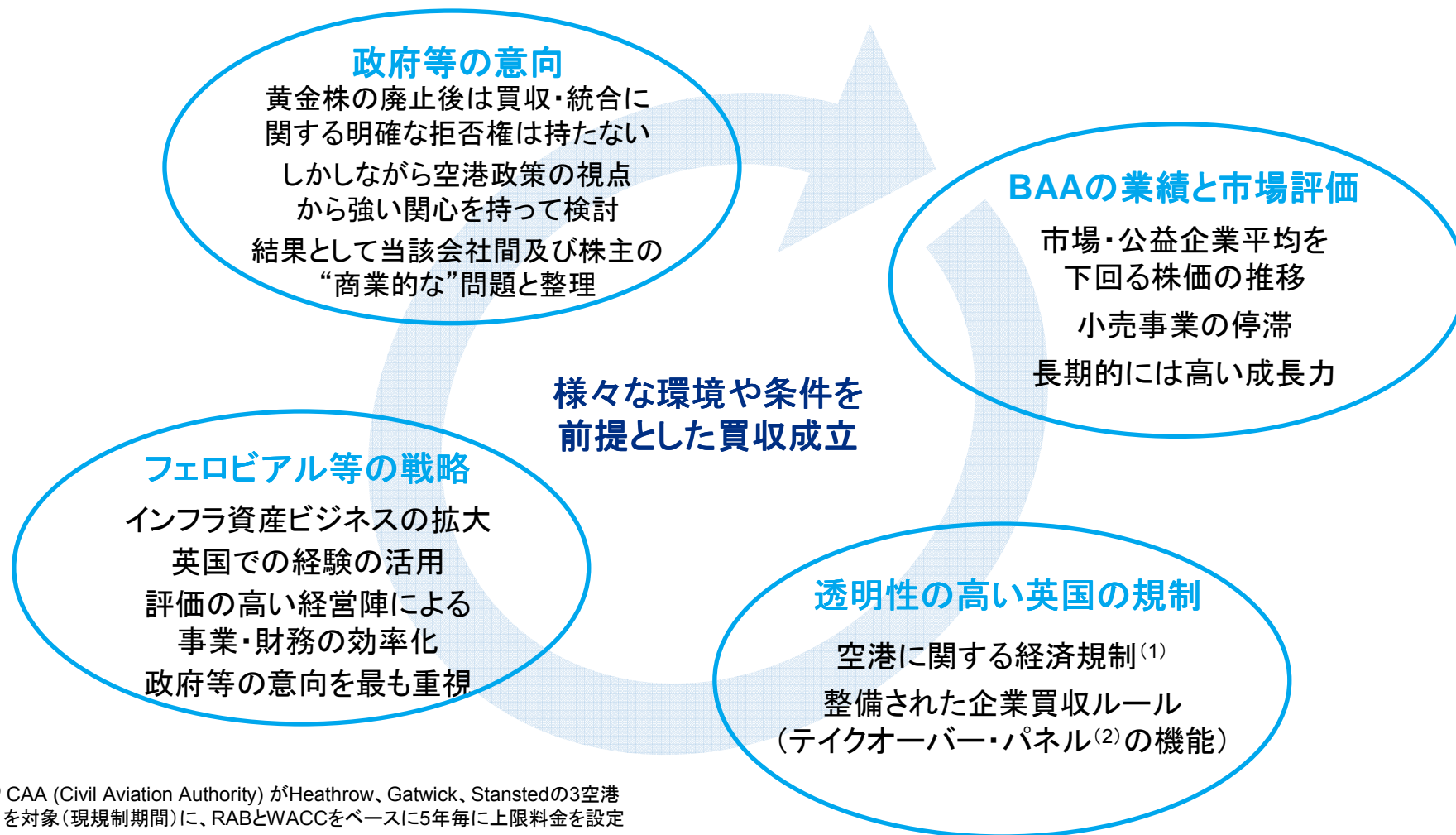
- 出資割合 28%
- 所在地: カナダ
- 公的・私的年金等のファンドを管理する金融機関
- 保有資産は約1,200億カナダドル
- 世界各地に投資を分散 – 欧州 (40%)、米国 (27%)、カナダ・ケベック州 (28%)
- 40%出資するホフティーフ・エアポート・キャピタルを通じて、アテネ空港、デュッセルドルフ空港、ハンブルク空港、シドニー空港の少数持分を有する

 **GIC**
SPECIAL
INVESTMENTS

- 出資割合 10%
- 所在地: シンガポール
- プライベート・エクイティ、ベンチャー企業投資、インフラ資産への投資を世界的に行う、GIC(シンガポール政府の投資会社)の一部門
- 保有資産は1,000億米ドル以上
- シンガポール、ロンドン、ニューヨーク、サンフランシスコ、北京に事務所を展開
- 世界有数のプライベート・エクイティの投資家に成長

(続き)BAAの買収成立の背景

BAAの買収成立の背景には、フェロビアル側の運営能力・実績に基づく政策上の確認(法令上の根拠があるものではない)を含め、複数の要素が存在。

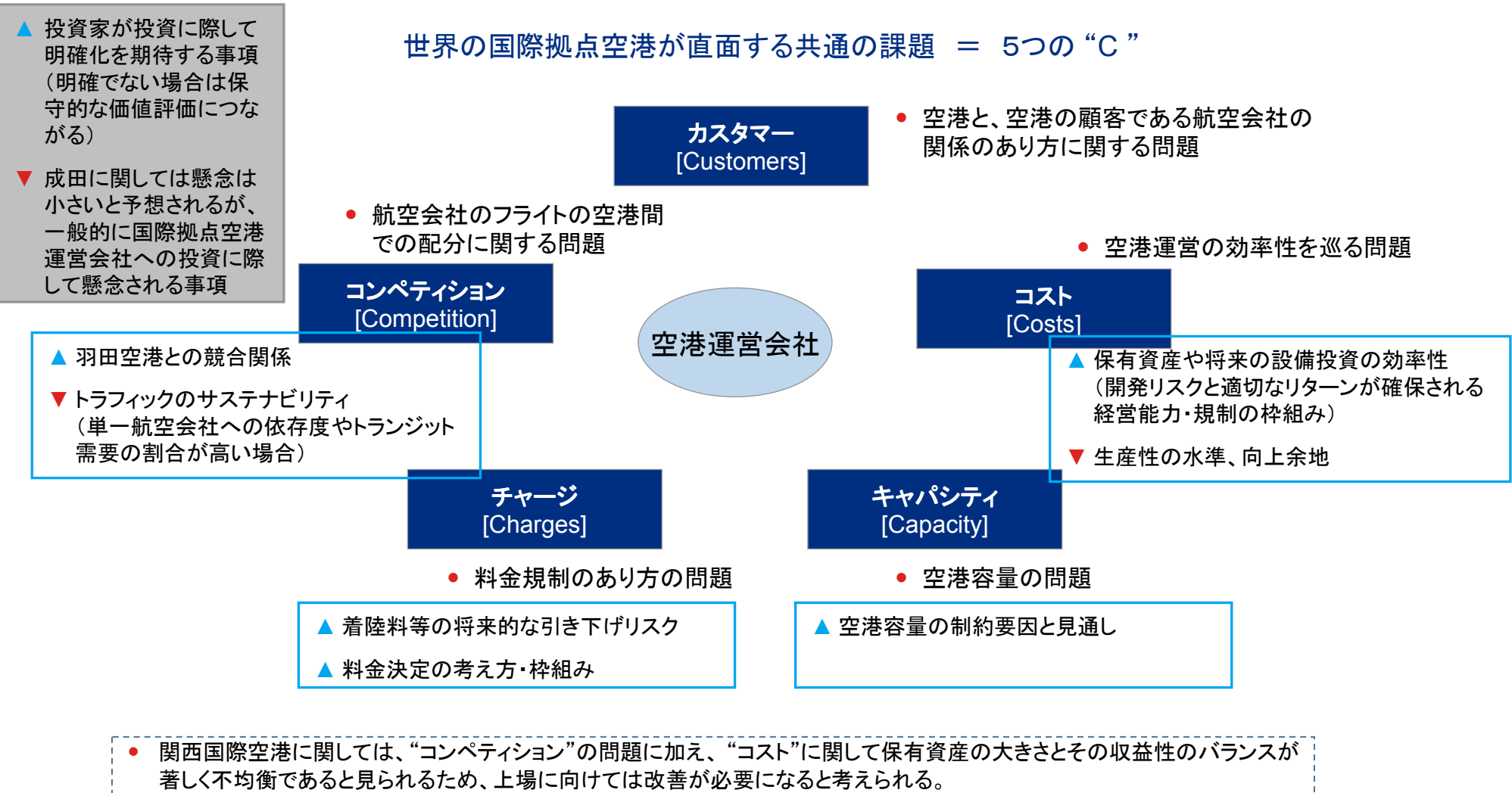


⁽¹⁾ CAA (Civil Aviation Authority) がHeathrow、Gatwick、Stanstedの3空港を対象(現規制期間)に、RABとWACCをベースに5年毎に上限料金を設定

⁽²⁾ 買収対象企業の株主に対する公正性の確保のため、買収に関するルールを定めた“テイクオーバー・コード”の制定や関連規制を行う独立機関

株式売却・上場に当たって投資家が安心して投資するための条件・課題

下記の課題は、過去数年間にわたり、国際拠点空港に対する資本市場の関心事となっている。重要な点が不明確である場合、市場は悲観的なシナリオを想定する場合も多い。



企業価値向上策、敵対的買収防衛策等のあるべき姿

一般企業の企業価値向上策

- 魅力的な商品・サービスの提供による収益拡大
- 経営の効率化による利益率の向上
- 最適資本構成の実現

政府系事業の特性

- 事業の独占性
- 高い参入障壁
- 社会インフラとしての公共性

政府系事業の企業価値向上策

- (国内で)競争がないことから非効率に陥るおそれを排除 …… 市場の規律は効率性の追求に有効
- 公共性の高い事業分野においても適正な利潤を追求できる枠組み …… 資本のコストに関する考え方(特に投資に対して)
- 公共性を阻害しない事業分野については、自由な経営を促進 …… 例、Single-Till⁽¹⁾ より Dual-Till⁽²⁾ の規制への流れ

敵対的買収防衛策

- 公共性や政策の担保、国策上の必要性の観点から合理性があれば、導入することに問題はない
- 買収防衛策の強力度、発動可能性によっては企業価値の減少すなわち株式の売却価格を低下させることを考慮して決定
- 透明性の確保が重要 …… 発動の基準等に関する開示によって企業価値に影響

(1) Single-Till: 料金規制の中で、投資リターンを考慮しつつ、空港運営者に一定の効率化を求める“Price Cap”の一つ。Price Cap算出の際に非航空系収入を考慮するもの

(2) Dual-Till: Price Cap算出の際に航空系収入のみを考慮するもの

今後の議論について

- 株式売却・上場に向けての議論においては、株式市場の視点から、以下のような点が重要となる。
- 市場から見てもっとも望ましいのは、政府の政策の方向性 = 空港運営会社の経営ビジョン = 企業価値向上につながる施策、となっていること。
- 公共の利益と企業価値向上につながる政策について、政府が明確な方向性を打ち出すことが望ましい。
 - － 極めて公共性の高い事業について、純粋な民間企業の経営戦略のみで方向が決まることはあり得ない(投資家もそのように考えている)
 - － 資本のコストを意識した考え方が必要
- 空港運営会社が政策を実行する担保としては、英国型の規制の枠組みを構築することが困難な場合、経営の自由度を確保しながら一定の重要事項に対する拒否権を種類株式等で政府が保持することが1つの方法。
 - － ただし、発動の考え方について透明性が必要

本資料は、参考情報として、弊社の分析を提示させていただいているものです。本資料における弊社の分析は、弊社が信頼できると判断する情報源からの情報を基礎としていますが、弊社は、それらの情報の正確性、完全性又は信頼性について保証するものではありません。本資料において、弊社は、いかなる助言も提供することは意図しておらず、本資料における分析の対象に関連して何らかの案件が実施される場合には、弊社の分析に依拠することなく、当該案件実施の決定がなされることが前提となっておりますので、ご注意ください。