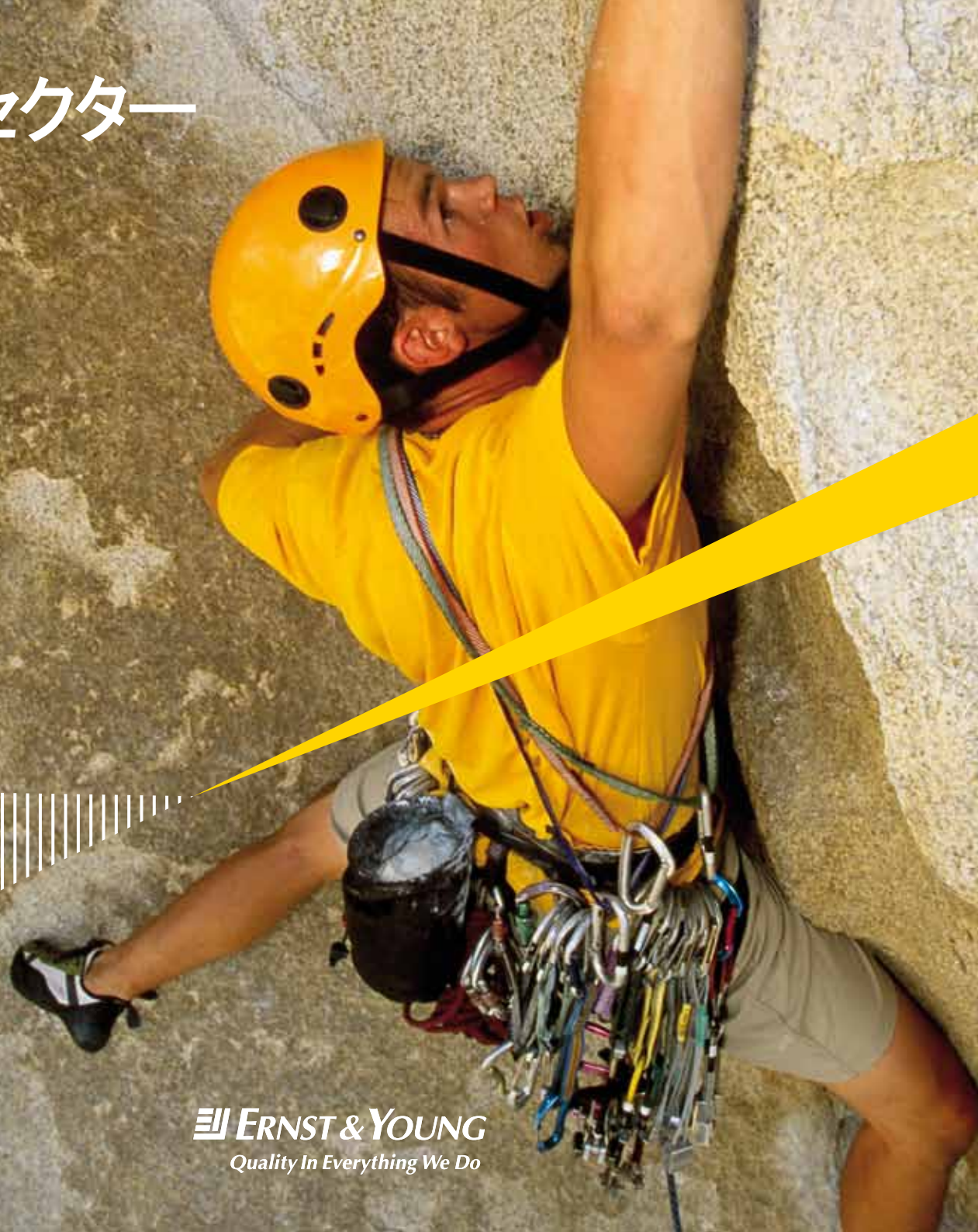


鉱業・金属セクター

負債の壁

2009年10月

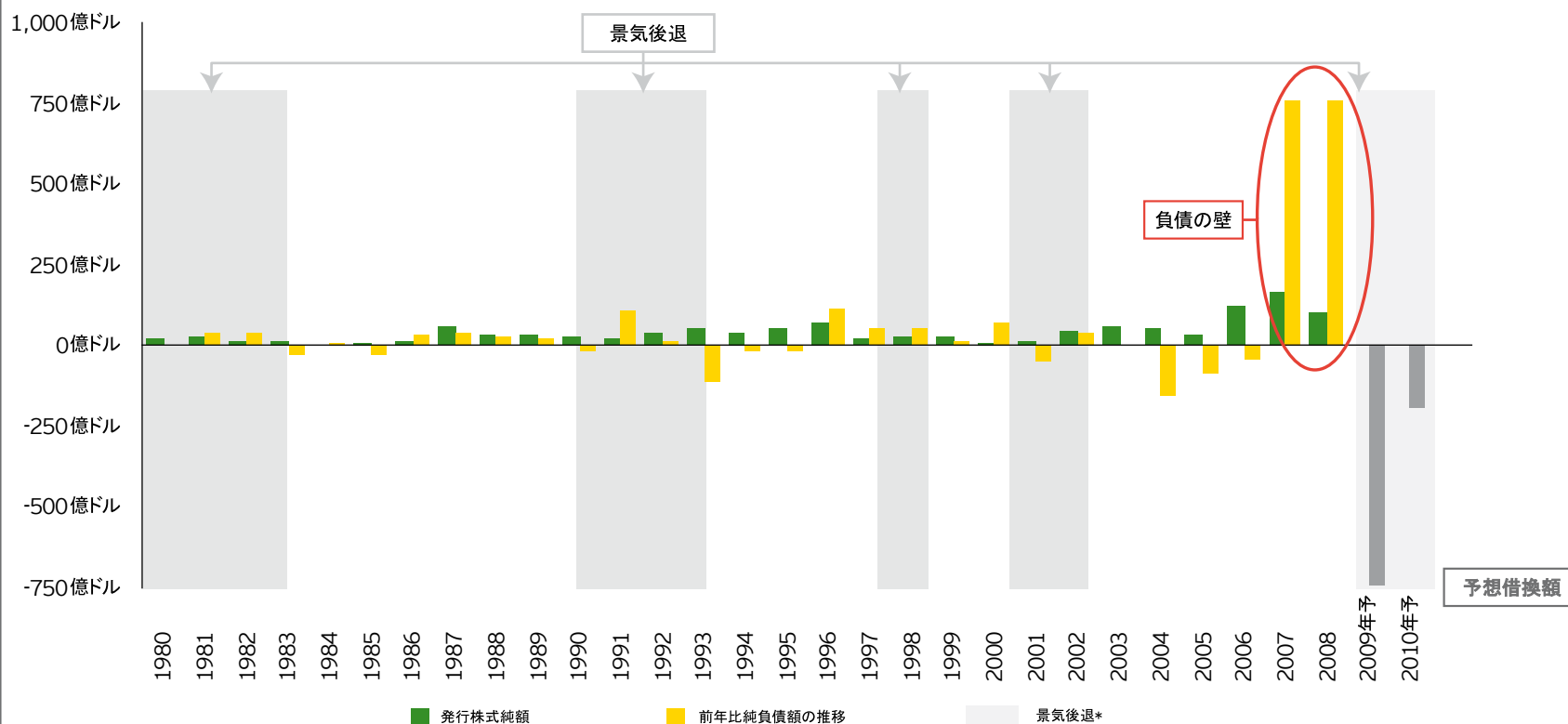


負債の壁

2007年から2008年にかけて、世界の鉱業・金属産業は驚くべき速度で借入を行い、市況の頂点では、借入額がかつてない水準に達しました。図表が示すとおり、これが「負債の壁」となって、今日多くの鉱業会社の間で債務返済や設備投資の制約に関して大きな懸念が生じています。この「壁」は、供給ギャップを埋めることに苦勞している業界全体の先行きにも影響を与えそうです。アーンスト・アンド・ヤング(以下、当法人)は、今後の成長する資金源として、借入に依存するよりも、革新的な取引に加え、株式調達復活するものと予想、また、政府系投資ファンドやプライベート・キャピタルの役割が増大し、更には個別鉱山プロジェクトのIPOが復活する可能性もあると見ています。

図表1

純負債額および資本の推移、対前年比実績



出所: Thomson Datastreamによるアーンスト・アンド・ヤングのWorldscope。予想は、ReutersナレッジによるReutersのコンセンサス予想

*本レポートの景気後退に関する言及は最新の国際通貨基金(以下IMF)予想に基づくもの。

IMFは、3%以下の世界経済成長は、世界的な景気後退に相当するとしている。

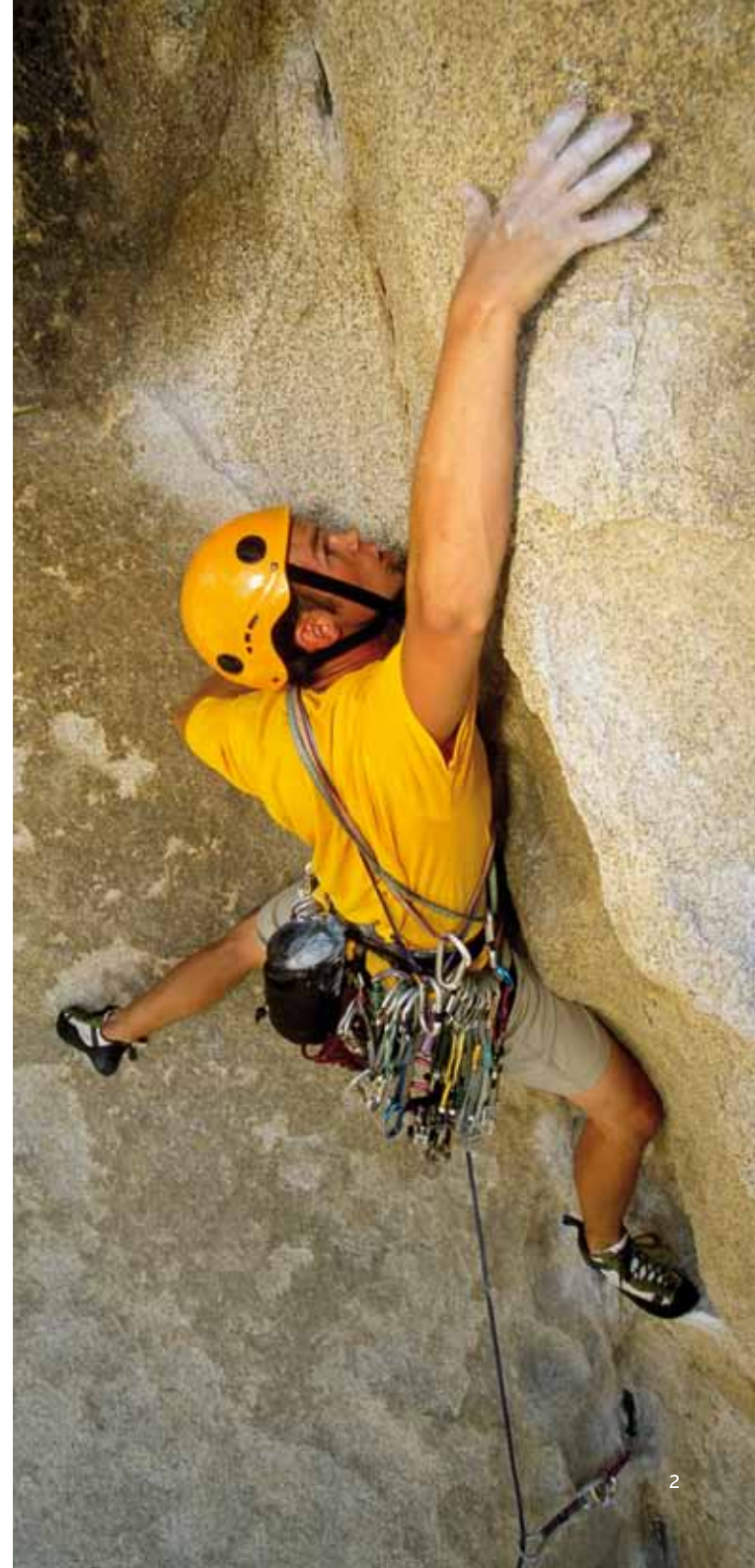
壁を登る

2008年後半に起きた金融市場の混乱は、突然のことで深刻かつ思いがけないものであり、金属・鉱業セクター全体も影響を受けました。2005年から2008年にかけて業界の借入が急増し、借入残高が記録的な水準に達した途端、収益が激減しました。

金属・エネルギー価格は2009年に力強く回復し、鉱業会社の株価は今年、目を見張るような上昇を見せています。市場は、金属や鉱物に対する需要の長期的なファンダメンタルズは堅調であることを示唆しているといえます。それでも、評価は2008年のピーク時水準に比べるとかなり低くなっています。債務返済が引き続き業界全体の大きな懸案事項であり、長期的には、重要な金属・鉱物の供給が大幅に抑制されることを意味しています。

- ▶ 新規生産能力に対する設備投資は大幅に削減されており、生産コストの高い施設は閉鎖され、再開しないところもある。
- ▶ 負債コストが増大したことや金属価格のボラティリティが大きくなったことからリスク認識が高まり、新規プロジェクトのリターンに関するハードルレートが高くなっている。
- ▶ 探査費については、大手から中堅企業に至るまで、大幅に削減されている。中堅企業の多くは、事実上株式調達への道を閉ざされた状態である。
- ▶ 最近になって、借換が多数行われているが、借入を行うのが非常に難しい状態が続いている。問題は、直近の景気サイクルにおいて、株式調達よりも借入調達がプロジェクト・ファイナンスの基礎となってきたことだ。

2009年第2四半期以降の金属・鉱物価格の回復および大規模な株主割当増資は、負債水準が正常化され始めていることを示唆しています。



EBITDA(金利・税金・償却前利益)の増加により業界の借入が記録的な水準に

当法人は、金属・鉱物セクターの借入状況が過去30年間でどのように変化してきたかを分析する調査を行いました。

1980年～2008年の期間について、60社にのぼる大手鉱業・金属企業をサンプルに選びました。このサンプルは、特に英国、米国、カナダ、南アフリカ、オーストラリアの企業を中心に、財務記録を公開している世界中の企業で構成されています。Rio TintoやNewmontなどの企業は期間全体をカバーしていますが、Xstrataなどのように、レビュー期間の後半のみに出てくる企業や、Phelps Dodgeなど、前半にのみ出てくる企業もあります。いずれの年も、サンプル企業として最低でも35社を取り上げています。

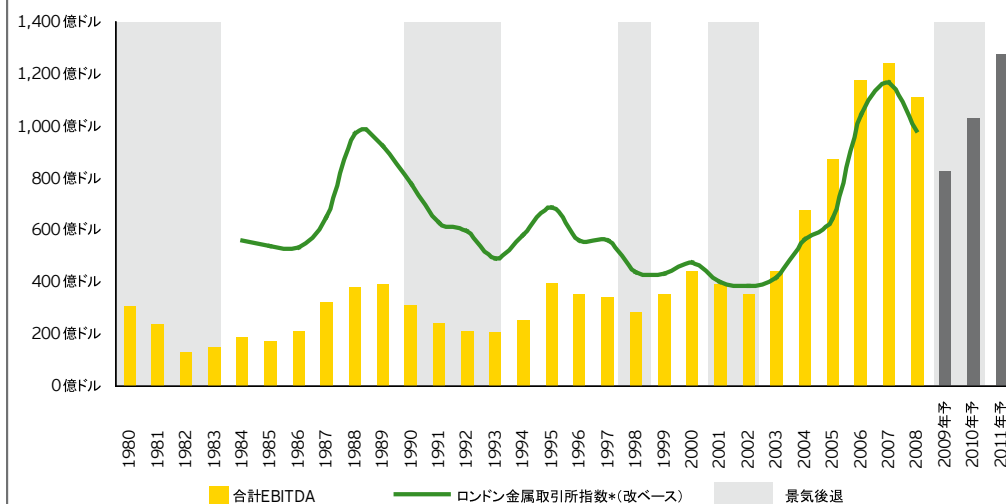
全ての企業および年度について、名目通貨情報は、米国消費者物価指数を使い、実質ベースに調整しています。当法人はそのデータから以下の点について検討しました。

- ▶ 負債の絶対水準がどのように変化したか。
- ▶ 業界におけるギアリング(レバレッジ)の水準に変化はあったか。
- ▶ 借入調達と株式調達の割合はどのように変化したか。

図表2は、2003年から2008年にかけて、サンプル企業の営業活動によるキャッシュフローが実質ベースでいかに大きく増えたかを示しています。また、金属価格が名目ベースで上昇し、実質ベースで不条理に高かったわけではないことは、単純に需給のアンバランスを反映していたことも示しています。金属に対する需要の大幅減は、高価格が原因ではありませんでした。つまり、俗に言う「バブル」ではありませんでした。

図表2

金属価格およびキャッシュフローに対するその影響



*ロンドン金属取引所指数は、同取引所で売買される金属価格の加重平均指数

出所: Thomson Datastream によるアーンスト・アンド・ヤングの Worldscope。予想は、Reuters ナレッジによる Reutersのコンセンサス予想。

金属や鉱物に対する需要の大幅減は、高価格が原因ではありませんでした。

当社サンプル企業の合計EBITDAは、ほとんどの金属や鉱物がピークに達した、あるいはそれに近かった2007年には、1,240億ドルを上回りました。だが、2008年には第4四半期の商品価格下落を受け、1,110億ドルに低下しました。価格下落の通年の影響により、2009年当社サンプル企業のEBITDAは約840億ドルまで低下すると予想されます。

強気姿勢から借入拡大へ、そして信用危機

図表3は、2007年と2008年の自信の高まりがいに借入増加につながったかを示しています。

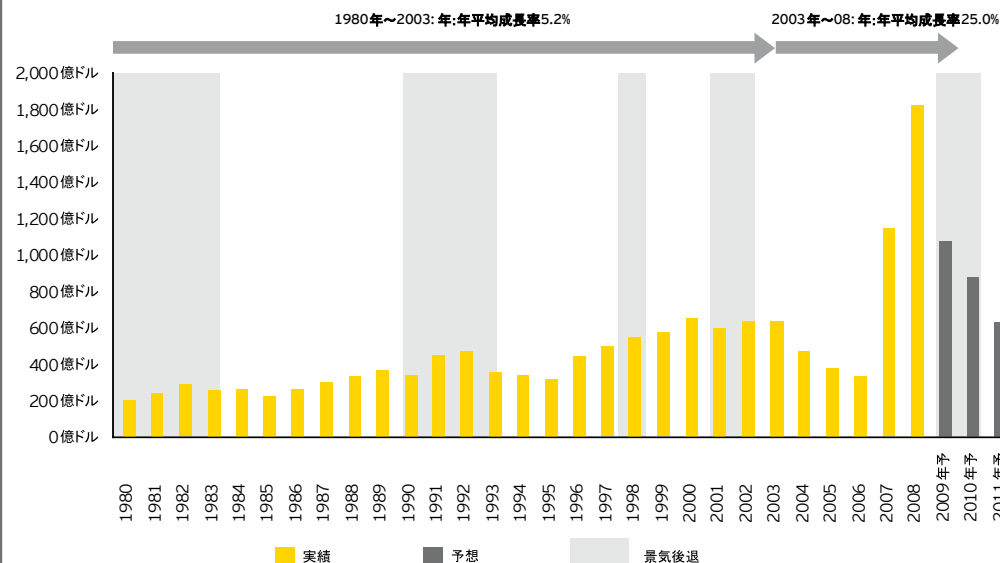
- ▶ 2003年から2006年にかけて、金属・鉱物価格が上昇し、キャッシュフローが記録的水準となる一方、サンプル企業の純負債額は減少した。
- ▶ 健全なバランスシートをバックにマネジメントは自信を深め、投資計画や買収に多額の投資を行った。借入調達が簡単に利用できたことから、これらの投資の大半は株式を発行することなく行われた。
- ▶ 純負債額は2007年に実質ベースで750億ドル跳ね上がり、2008年も同様に増加した。この結果、2008年12月31日現在のサンプル企業の純負債額は合計1,820億ドルとなった。

全体の流れの中で見てみると、1980年から2003年の間に年率5.2%のペースで増加してきた純負債額が、その後2003年から2008年にかけて25.0%という驚異的ペースで急増しました。

2008年から始まった金融危機やその結果生じた商品価格の暴落は、サンプル企業の収益見通しを著しく変化させ、経営者たちは直ちに債務の再編や資本支出の削減に注意を向けることとなりました。その結果、コンセンサス予想によると、今後3年間で純負債を1,180億ドル程度減らす必要があります。

図表3

純負債額—サンプル合計、実質ベース



出所: Ernst & Young Thomson DatastreamのWorldscope予想はReuters KnowledgeのReutersコンセンサス予想

鉱業会社は、2007年から2008年にかけてこれまで以上に自信を深め、生産や買収目的で急ぎ借入調達を行いました。

株式調達への回帰？

純負債の増加傾向は、前年比の推移や株式調達額との相対ベースで見ると更に目を見張るものがあります。

1980年から2007年のどの年をとっても、サンプル企業の純負債の総増加額は、実質ベースでわずか150億ドルでした。ところが、2007年と2008年には合計1,500億ドルを超えるまでに増加しました。

2007年と2008年の両年とも、多額の株式調達が行われたものの、同年度の借入額と比べると、株式調達額はかなり少ないものでした。図表4は、以前のサイクルでは、株式発行が主な資金調達源として利用され、多くの場合それが借入調達を上回っていたことを示しています。

しかし、私たちのリサーチによれば、2007年と2008年の借入調達額は株式調達額をはるかに上回っています。

また、図表4は、当面はこれほどの借入調達は実行できそうにないこと、また、既存債務の返済や返済繰延の必要性が、今後成長の大きな足かせとなり得ることを示しています。

図表4

純負債額および資本の前年比推移



出所: Thomson Datastream からのErnst & Young Worldscope予想は、Reuters KnowledgeからのReutersコンセンサス予想

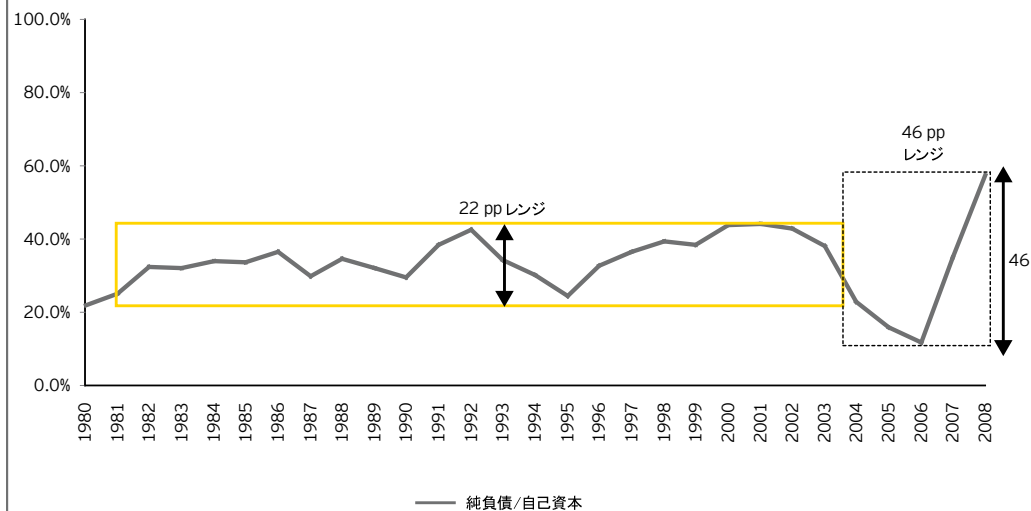
私たちは、次の供給増の波には、前回よりかなり大規模な株式発行による資金調達が必要であると見ています。これは「ペーパー取引」が増加し、鉱山プロジェクトごとの上場への回帰もありうることを意味しています。

負債急増後に市場が下落

2003年から2007年に需要が増え、金属・鉱物価格が上昇したことにより、サンプル企業の手元資金は著しく増加しました。これにより2006年のギアリング水準は11.7%にまで下がりました。しかし、その後、企業が成長資金として借入を行ったため、平均ギアリングは急速に高まり、2008年にはピークの58%に達しました。生憎、これは製品市場や価格、株価が急落したときでした。

金利は通常税控除となりますが、配当金はそうでないため、株式調達に比べ、一般的に債務と比べあまり高くありません。買収資金を株式調達する企業は、内部の資金調達の租税効率をどのように高めるか考える必要があります。しかし、最終的に株式での調達となる、租税効率の高い内部での資金調達を利用することは、国によっては税務当局から厳しい目で見られることになる可能性があります。

図表5
ギアリング



出所: Ernst & Young Thomson DatastreamのWorldscope

2008年の58%というギアリングは、他のどの年と比較しても著しく高くなっています。

純負債/自己資本で計算されるギアリングレンジは、20年以上にわたって22%ポイント以下でしたが、過去6年の間に突然46%ポイントにまで大きく広がりました。

キャッシュの行方

私たちは、企業が借入や株式で調達したキャッシュをどのように使っていたのか理解を深めるため、1980年から2008年におけるサンプル企業のキャッシュの調達源と用途について分析を行いました。

配当

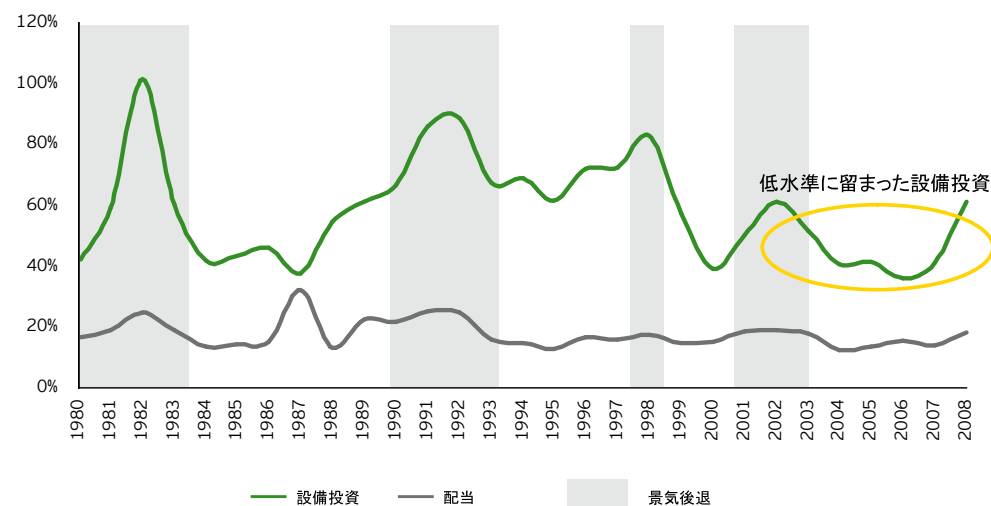
図に示すように、EBITDAに対する割合で見た支払配当金の水準は、1980年から2008年の間、平均して約16~17%で比較的一定しています。2008年の金融危機以来、サンプルの大部分の企業が2009年に無配または減配としたため、この割合は低下しました。

設備投資

より興味深いのは、EBITDAに対する設備投資の水準といえます。この業界は景気変動の影響を受けやすく、設備投資は環境が厳しくなるとまず最初に削減されるため、変動が大きくなります。一方で、成長期には多額の投資が行われる傾向があります。図表に示す通り、設備投資は1990年代と比べ直近のサイクルでは比較的低下水準に留まっています。そのため、金融危機を背景に多くのプロジェクトが最大5年、あるいは無期限に延期されるなか、中長期の供給がさらに圧迫されるものと予想されます。

図表6

EBITDAの%で示した配当金および設備投資



出所: Ernst & Young Worldscope Thomson Datastream

キャッシュの行方

買収

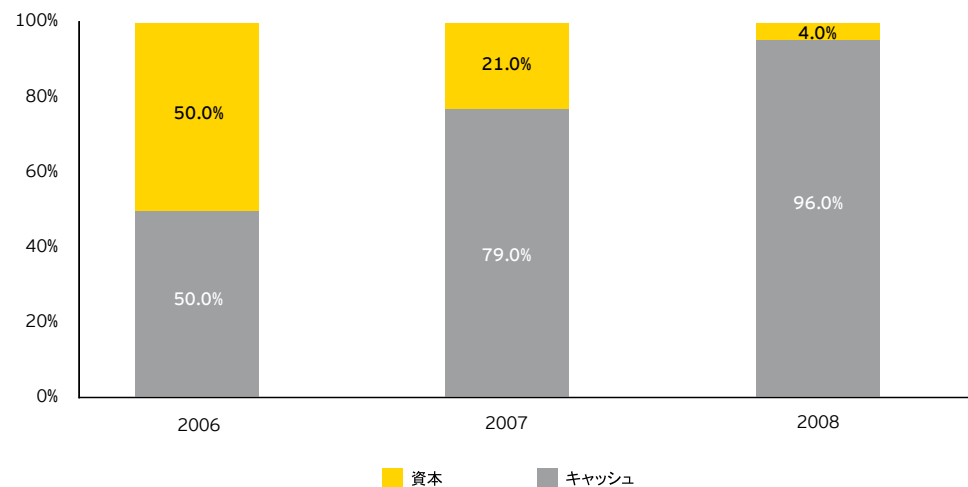
2006年から2008年の間にサンプル企業が買収に充てたキャッシュの額は3年間で約1,600億ドルと設備投資額とほぼ等しい金額です

ところが、この期間に使われた負債の割合は、2006年が50%対50%、2007年は79%が負債、そして、2008年には驚くべきことに96%*となっています。

*当社サンプル企業

図表7

買収のための資金調達一対価の内訳



出所: Ernst & Young Worldscope Thomson Datastream

将来の見通し

私たちは、いくつかの金属や鉱物について「供給ギャップ」の危険が迫っていると考えます。探査から設備増強に至るまで、業界内のあらゆるレベルで投資が大きく削減されていることで、世界の鉱業や金属生産の設備増強が2年以上遅れることになるとの見方もあります。

既存の銀行債務の再編や返済圧力に加え、新たなローン・ファシリティを確保することがますます困難になっていることが、業界の供給の伸びを抑えています。また、新規プロジェクトのパイプライン(計画予定)も著しく減少しています。

金属および鉱物に対する長期的な需要ファンダメンタルズは堅調だが、供給が縮小している。

M&A

銀行から新たな融資を受けることは非常に難しくなっています。社債市場は基本的に基準を満たした信用格付けを持つ企業のみに関われていますが、それら企業ですら信用枠に束縛されています。その結果、より革新的なM&A構造が求められるでしょう。これにより取引の競争は減り、市場シェアを伸ばすための成長より、今後は相乗効果にもっと焦点が向けられると思われれます。

買収、新規プロジェクト開発の双方で、株式調達への回帰が見られるでしょう。金属・鉱業の上場企業による買収は、キャッシュの要素を含まない全額株式交換をベースにした提案が増えると予想されます。

つまり、健全なバランスシートや資金調達能力を持つ企業は、戦略的に大きな動きを取ることができます。

多くの取引で買収後のリストラクチャリングの業務連携を通して相乗効果が得られ、税金支出の削減にもつながる可能性があります。

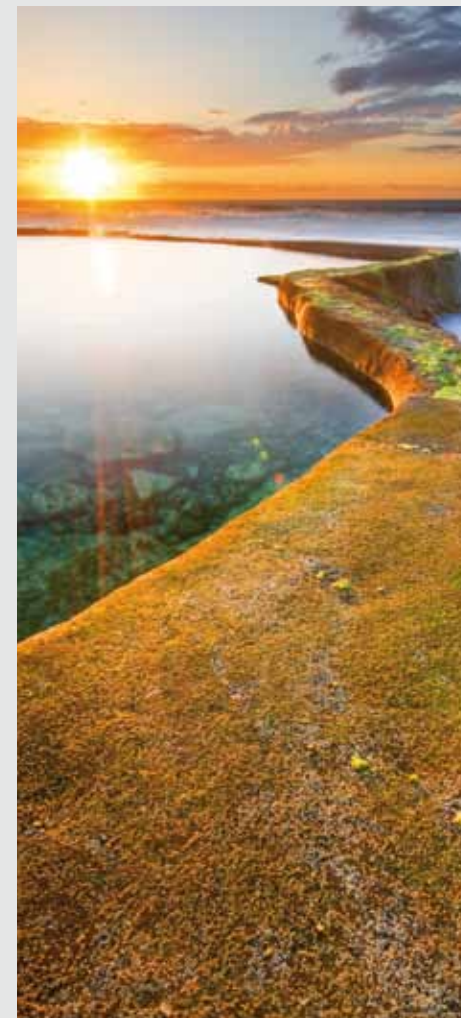
開発費

新規借入調達の難しさや既存の債務削減の圧力を考えると、今後は株式調達が増えると思われれます。戦略的投資およびプロジェクトごとのIPOを通じた個別プロジェクトの資金調達に特に重点が置かれるようになるでしょう。

また、企業が大きなプロジェクトの負担と個別プロジェクトへのリスク・エクスポージャーを分担できるパートナーを求めようになるにつれ、より協調的なベンチャーが出てくることが予想されます。未開発資産のポートフォリオは、例えば製品顧客と合同で、複合的に開拓していくことが望ましいと思われれます。

政府系投資ファンドや、国営企業(中国など)、プライベート・キャピタルなどが関与した革新的な資金調達方法が開発されると思われれます。輸出信用制度、設備リース、製品の先売り、また場合によっては、開発機関や開発銀行なども全面的に利用されることが考えられます。

革新的な資金調達方法では、可能な限り租税効果を保証するための財務側面も検討する必要があります。



Our global mining and metals contacts

Global Mining & Metals Leader, and Oceania

Mike Elliott
+61 29 248 4588
michael.elliott@au.ey.com

Brazil and South America

Marcelo Jordão
+55 21 2109 1406
marcelo.jordao@br.ey.com

Canada

Tom Whelan
+1 604 891 8381
tom.s.whelan@ca.ey.com

United States

Andy Miller
+1 314 290 1205
andy.miller@ey.com

China

Peter Markey
+86 21 2228 2616
peter.markey@cn.ey.com

Europe, Middle East, India and Africa

Michael Lynch-Bell
+44 (0) 20 7951 3064
mlynchbell@uk.ey.com

Africa

Adrian Macartney
+27 11 772 3052
adrian.macartney@za.ey.com

Austria, Germany, Switzerland

Reto Hofer
+41 58 286 7503
reto.hofer@ch.ey.com

Belgium and the Netherlands

Jeff Sluijter
+31 10 406 8331
jeff.sluijter@nl.ey.com

CES*

Jacek Hryniuk
+48 22 5577514
jacek.hryniuk@pl.ey.com

Commonwealth of Independent States

Evgeni Khrustalev
+7 495 648 9624
evgeni.khrustalev@ru.ey.com

Alexei Ivanov

+7 495 228 3661
alexei.ivanov@ru.ey.com

France and Luxembourg

Christian Mion
+22 430 41 21 82
christian.mion@fr.ey.com

India

Navin Vohra
+91 124 464 470
navin.vohra@in.ey.com

Italy, Spain, Portugal

Basilio Gomez Salinas
+34 915 727285
basilio.gomezsalinas@es.ey.com

Nordics

Ulf Borgcrantz
+46 8 520 59063
ulf.borgcrantz@se.ey.com

United Kingdom

Lee Downham
+44 (0) 20 7951 2178
ldownham@uk.ey.com

* Albania, Bulgaria, Croatia, Cyprus, Czech Republic, Estonia, Greece, Hungary, Latvia, Lithuania, Macedonia, Malta, Moldova, Poland, Romania, Serbia, Slovakia, Slovenia, Turkey.

For further information on our global capabilities, visit www.ey.com/miningandmetals.

Ernst & Young

Assurance | Tax | Transactions | Advisory

About Ernst & Young

Ernst & Young is a global leader in assurance, tax, transaction and advisory services. Worldwide, our 144,000 people are united by our shared values and an unwavering commitment to quality. We make a difference by helping our people, our clients and our wider communities achieve their potential.

For more information, please visit www.ey.com.

Ernst & Young refers to the global organization of member firms of Ernst & Young Global Limited, each of which is a separate legal entity. Ernst & Young Global Limited, a UK company limited by guarantee, does not provide services to clients.

EYG no. DX0068

© 2010 EYGM Limited.

All Rights Reserved.



In line with Ernst & Young's commitment to minimise its impact on the environment, this document has been printed on paper with a high recycled content.

This publication contains information in summary form and is therefore intended for general guidance only. It is not intended to be a substitute for detailed research or the exercise of professional judgment. Neither EYGM Limited nor any other member of the global Ernst & Young organization can accept any responsibility for loss occasioned to any person acting or refraining from action as a result of any material in this publication. On any specific matter, reference should be made to the appropriate advisor.

DPD13334.indd (UK) 10/09. Artwork by UKDP.