

## Japan Business Services

### Newsletter

# 2008: キャッシュが王者だった年 鉱山・金属セクターにおける合併、吸収、資金調達

#### Contacts

Andy Lang  
Partner

Tel: +61 2 9248 4103  
[Andy.Lang@au.ey.com](mailto:Andy.Lang@au.ey.com)

Takamasa Kikui  
Partner

Tel: +61 2 9248 5986  
[Takamasa.Kikui@au.ey.com](mailto:Takamasa.Kikui@au.ey.com)

2008 年を要約するには、世界的な金融危機とそれに端を発した経済不況の影響から始める必要があります。

#### 2008 年上半期

2008 年上半期、楽観論が業績好調な鉱山・金属業を占めていましたが、年末に向けて失望感が広がっていきました。2008 年 7 月、世界的な景気減速が現実となり、鉱山・金属業も例外ではないこと、全セクターが深刻な打撃を受けるだろうという認識が高まりました。

2008 年上半期、金属価格は、限られた供給と好調な需要によって堅調に上昇を続けました。アジアと南アメリカの急速に工業化している国々を中心とした需要の伸びは、鉱山・金属業界が対応しきれないほど急激なものでした。そして 7 月以降、大規模なレバレッジ解消が明らかになりました。突然、米ドルはそれまでのドル安基調からドル高になり、世界、特にブラジル、ロシア、インドの成長が著しく減速、金属価格の下落が加速しました。

#### 2008 年下半期

2008 年第 3 四半期の鉱山・金属価格の暴落は、致命的な特質を持っていました。それは、不意であり、突然であり、急速であり、深刻なものでした。中国経済は、先進国の経済問題の影響を受けないだろうという考えはわずか数日のうちに信用を失い、消滅しました。

2008 年の第 4 四半期は産出量の削減、新規プロジェクトの延期、コスト削減、設備投資計画の見直し、人員削減、探査および開発の大幅な削減についての発表が目白押しとなりました。

#### キャッシュを持つ者と持たざる者

鉱山・金属業界は、(キャッシュを)持つ者と持たざるものに二極化しました。強気市場のときに資金を借入れて合併・吸収を行った鉱山・金属会社のなかには、商品価格の下落という重圧に沈みながら、如何に借金返済の潮に流されないように苦慮している会社もあります。

中国の鉱山・金属生産者に牽引された、クロスボーダー取引は、前代未聞の 1,659%の成長となりました。

2008 年、鉱山会社の IPO は著しく減少しました。しかし、市場が回復した時のための健全な基盤が存在します。

債権・株式市場は依然として逼迫し、債権市場の質への逃避が続くでしょう。

## M&A

2008 年鉱山取引総数は、2007 年の 903 件から 2%増加し 919 件でした。2008 年総取引額は、2007 年の 2110 億ドルから 40%下落し、1270 億ドルでした。これらの数字上には、2008 年上半期と下半期の対照的な結果が現れていません。

2008 年は、計画あるいはもくろまれていた多くの取引が、信用収縮とそれに伴う金属価格崩壊によって、遅延、打撃、または解消された年でもありました。最も注目を浴びた惨事は、BHP Billiton による Rio Tinto の買収計画でした。

M&A の主要傾向：

依然として取引の中心を占めたクロスボーダー取引高は、国内取引高 580 億ドルに対し 690 億ドル

- ▶ 供給、エネルギー、輸送の確保と、コスト制御をねらった垂直統合
- ▶ 政府系ファンド(SWF)や国有企業(SOE)のさらなる関与

二大取引として、Chinalco による 143 億ドルに上る Rio Tinto PLC への出資、Teck Cominco による 136 億ドルに上る Fording Canadian Coal Trust への出資が挙げられます。これらの取引は、2009 年に入って出資者を全く違った立場におく結果となりました。

## 新規株式公開 (IPO)

2008 年、特に下半期の異常な市場状況により、鉱山・金属会社の IPO は大幅に減少しました。株式市場の極端な変動、また年末にかけての鉱山会社株の評価が驚くほど低かったことから、エクイティ・ファイナンスが事実上、不可能となりました。

鉱山・金属セクターの中で最も悪影響を受けたのは、探査と初期段階の開発会社でした。市場が破綻する前に十分なキャッシュを調達できなかった会社は、何らかの形で、財政的に非常に困難な状況に直面しました。

2007 年には 280 件、調達高 214 億ドルであった鉱山・金属会社の IPO は 2008 年には 117 件、同 124 億ドルにとどまりました。最上位 IPO は、ロンドン証券取引所上場の New World Resources (25 億ドル)と Fresnillo PLC(18 億ドル)、リヤド証券取引所上場の Ma'aden (24 億ドル)、そしてジャカルタ証券取引所上場の PT Adora Energy Tbk(13 億ドル)でした。

2008 年、鉱山会社による IPO トップ 10 によって調達された資金は、全体の 93%を占めました。

## 債券

2008 年、140 の債券発行で 381 億ドルの新たな資金調達がされました。平均発行価格は 2 億 6870 万ドル。最大の投資家にとっても魅力的な社債市場となりました。然しながら、鉱山・金属業界の他の資金調達源と同様、2008 年下半期、社債の需要も急速に減少しました。2008 年末までに、債券発行を保証していたモノライン保険会社問題が主な理由となり、債券市場は事実上閉鎖されました。

57 の債券発行者のうち、16 は、中国に拠点とし、それらは総額 67 億ドル、54 の債券を発行し、市場をリードしました。

## 借入

意外にも、2008 年、鉱山・金属セクターへの融資は、件数及び額共に、2007 年と比較して増加しました。融資件数は、2007 年の 83 件から 2008 年の 268 件に増加、融資額も 1107 億ドルから 1717 億ドルに増加しました。平均融資額は、

2009年、大型取引は低調になり、資源確保のための投資がより堅調になると予想されま  
す。

2007年の13億ドルから2008年の6億4100万ドルに減少し、買収とプロジェクトの規模が共に縮小したことを反映しています。

オーストラリアは、総額564億ドルを超える、5件の資金調達により、鉱山・金属の融資市場の中心となりました。このうち550億ドルは、Rio Tintoの買収計画(後に断念)を見越したBHP Billitonが手配しました。(しかし、実際の引き出しは無し) Fording Canadian Coal Trustの買収資金のために、Teck Cominco of Canadaに融資された98億ドルが、2008年の2番目に大きな融資でした。

### プロジェクト・ファイナンス

2008年、鉱山・金属セクターのプロジェクト・ファイナンス(PF)は比較的堅調でした。2008年初頭における多数の大型プロジェクトに支えられて、融資額は2007年の64億ドルから77億ドルに増加しました。

件数は、17件から16件へと減少しており、このうち7件は借換えによるものでした。2008年の年末には、PFは事実上停止しました。

PFの取引の中には、企業向け融資と似通ったものもありました。これは、PF役割がより伝統的なもの、すなわちリスク評価と融資保証という役割へ移行していることを反映しました。

上位を占めたPFは、Taiwan Hot Rolled Coil Plant(16億ドル);オーストラリアのNewcastle Third Coal Loader Terminal Project(14億ドル);ブラジルのVotorantim expansion and refinancing project(13億ドル);インドネシアのKaltim Prima Coal and Arutmin Indonesia acquisition project(11億ドル)です。

### 今後の見通し

鉱山・金属セクターでは来年、「繁栄と存続」の心理的傾向が現れるでしょう。このセクターの回復は、必至でタイミングの問題です。不況下にあつて適切な準備をした会社には、機会が訪れるでしょう。

2009年、大型取引は依然低調である一方、ニッチ取引は増加すると予想されます。キャッシュに富んだ中堅企業が、20億から100億ドル規模の比較的小規模な取引を数多く行うでしょう。また、プライベート・エクイティや専門投資家へ資産を売却することで業務の合理化に重点的に取り組む可能性が高いと思われます。また、スペシャリスト・ファンドがこのセクターに再度焦点を置くことが予想されます。

このセクターにおける長期のファンダメンタルズは、依然良好です。供給の安定確保に目を向けているSWFや長期投資家は鉱山・金属業への関心を高めています。2009年は、先進国の比較的割安な資産に偏向すると思われる。埋蔵量長期確保の為、比較的規模が大きく成功している探査会社の中には買収されるところもあるでしょう。

中国が資源確保を目的とした投資をすれば、多くの国で、国益と外国からの投資の促進のどちらを優先するのかについての議論を引き起こすでしょう。このことは、財政状態の悪い会社とそうではない会社を別個に扱う規制を作るべきかどうかという、政府当局にとってタフな議論を引き起こすはずで

2009年の終わりに近くなって、一連の破産企業に加え、融資義務を果たすために身売りせざるを得ない会社によって、取引基盤が強化されるでしょう。全体的に資金調達が容易になり、取引は活性化するでしょう。結果、信用取引や現現金取引の回復、そして買い手と売り手の評価のずれが解消した段階でのキャッシュに富んだ会社による、資産の便乗買い。

2、3の大きな取引が財布の紐をゆるめ、取引が順調に行われるようになっていくでしょう。今後の取引は、潜在的な可能性への投資というよりは、原資産への直接的投資となるかもしれません。

市場が初期段階の探索会社を事実上締め出したことから、今後の IPO 市場は、若手の鉱山会社にとって難しいものとなるでしょう。然しながら IPO の潜在的な基盤はしっかりしているようで、時がくれば、非中核的な資産のディスインベストメントの為将来的に IPO する可能性があります。このことから IPO は依然として、多くの会社にとって中期的戦略であり、IPO までの時間的余裕を持たせることで、変革に十分に備えることが可能になります。

短・中期的には、会社が資金調達することは難しく、引き続き債券市場では質への逃避が見られるでしょう。資金調達が困難なこと、財務コストの全体的増加、コモディティ価格適正化によって、鉱山・金属会社は代替的な資金提供基盤を探す、あるいはプロジェクトのリスクをどうにか分散する必要があります。

2つの出来事がセンチメントの変化を示すと考えます。1 つ目は、高コストの鉱山が閉鎖あるいは一時停止され、設備投資の延期が効果を発揮し始めるにつれ、在庫が急激に減少します。底入れしているコモディティ価格、相次ぐ生産カット、中断された拡大計画が供給を犠牲者としています。2 つ目は、インフラ刺激策の詳細が明らかになってくることです。計画されているインフラの正確な内容が分かれば、アナリストは金属需要の行方をよりはっきりと判断することができます。平均してインフラは景気刺激策の 30%から 40%を占めています。これにより、金属価格が急上昇し、取引価格も追随することで需要と供給の不均衡を新たに引き起こすかもしれません。

Adelaide  
Ernst & Young Building  
121 King William Street  
Adelaide SA 5000  
Tel: +61 8 8417 1600  
Fax: +61 8 8417 1775

Brisbane  
1 Eagle Street  
Brisbane QLD 4000  
Tel: +61 7 3011 3333  
Fax: +61 7 3011 3100

Canberra  
Ernst & Young House  
51 Allara Street  
Canberra ACT 2600  
Tel: +61 2 6267 3888  
Fax: +61 2 6246 1500

Gold Coast  
12-14 Marine Parade  
Southport QLD 4215  
Tel: +61 7 5571 3000  
Fax: +61 7 5571 3033

Melbourne  
Ernst & Young Building  
8 Exhibition Street  
Melbourne VIC 3000  
Tel: +61 3 9288 8000  
Fax: +61 3 8650 7777

Perth  
Ernst & Young Building  
11 Mounts Bay Road  
Perth WA 6000  
Tel: +61 8 9429 2222  
Fax: +61 8 9429 2436

Sydney  
Ernst & Young Centre  
680 George Street  
Sydney NSW 2000  
Tel: +61 2 9248 5555  
Fax: +61 2 9248 5959

Ernst & Young

Assurance | Tax | Transactions | Advisory

#### About Ernst & Young

Ernst & Young is a global leader in assurance, tax, transaction and advisory services. Worldwide, our 135,000 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/au](http://www.ey.com/au)

© 2009 Ernst & Young Australia.

This communication provides general information which is current as at the time of production. The information contained in this communication does not constitute advice and should not be relied on as such. Professional advice should be sought prior to any action being taken in reliance on any of the information. Ernst & Young disclaims all responsibility and liability (including, without limitation, for any direct or indirect or consequential costs, loss or damage or loss of profits) arising from anything done or omitted to be done by any party in reliance, whether wholly or partially, on any of the information. Any party that relies on the information does so at its own risk.

Liability limited by a scheme approved under Professional Standards Legislation.