



ヴァーレ ADR

VALE S.A.

市場: 米国(ニューヨーク証券取引所) 銘柄コード: VALE 業種: 金属・鉱業 決算月: 12月



外国企業調査部: 中川 雅人

◆事業内容

ブラジルに本拠を置く資源大手。主力は製鉄原料・石炭事業で、世界トップシェアの鉄鉱石は主にブラジル国内で採掘・生産し、世界の鉄鋼メーカーなどへ供給。また、非鉄金属事業では、カナダ及びインドネシアを中心にニッケルの採掘・精錬を手がけるほか、ブラジルなどで銅の採掘・精錬を行う。他に、肥料事業ではリン酸肥料などの生産も行っている。

◆業績推移

(実績数値は会社発表、予想数値はブルームバーグより。伸び率: 四半期は前年同期比%、通期は前年度比%、赤字から赤字への計算は、変化の値を基準値の絶対値で除して計算され、改善はプラス、悪化はマイナスで表示される。純利益は普通株主帰属分の最終利益。EPSと配当は分割等調整済みの一株当たり)

決算期(年/月) Q: 四半期, FY: 通期	売上高		純利益		EPS(一株利益)		配当 ドル
	百万ドル	伸び率	百万ドル	伸び率	ドル	伸び率	
2014/12 4Q (実績)	9,072	-30.88	-1,849	71.34	-0.050 *	赤転	/
2015/12 1Q (予想)	6,990	-26.44	36	-98.57	0.006 *	-98.50	
2015/12 2Q (予想)	7,218	-27.11	110	-92.30	0.087 *	-77.11	
2014/12 FY (実績)	37,539	-19.73	657	12.50	0.860 *	-63.87	0.815
2015/12 FY (予想)	29,422	-21.62	1,427	117.20	0.305 *	-64.53	0.373
2016/12 FY (予想)	33,062	12.37	3,588	151.44	0.512 *	67.87	0.367

注: 売上高と純利益の予想は実績値の表示桁数に合わせ四捨五入した数値。伸び率は小数点以下第3位を四捨五入。伸び率のN.A.は、比較対象値間の継続性がないか、もしくは不確実であることから、比較不能であることを意味する。*: 特殊要因を除く継続事業ベース

◆投資の視点

①決算概況: 減収、赤字縮小

2014年12月期4Q(10-12月)決算は、売上高が前年同期比30.88%減の90.72億ドル、純損失が18.49億ドルへと縮小(前年同期は64.51億ドルの純損失)。主力の鉄鉱石は、生産能力増強もあり出荷数量が前年同期比で割増の増加となったが、中国をはじめとする鉄鋼生産の減産などにより需給緩和を背景に販売単価は同5割程度下落した。鉄鉱石の価格下落が大きく響き、特殊要因を除く連結営業利益は同8割減となった。ただ、REFIS(滞納税回収プログラム: 海外所得に対するブラジル政府への税金支払)による一時負担や減損損失などの減少から、純損失は大きく縮小した。

②最近の株価と背景: 国際市況軟調で株価下落基調

決算発表以降の同社株価は軟調に推移している。2014年12月期決算で実績売上高及びEPSが市場予想を下回る厳しい内容であったことに加えて、鉄鉱石の国際市況下落が続いていることが背景とみられる。

③今後の株価見通し: 下値不安は拭えない

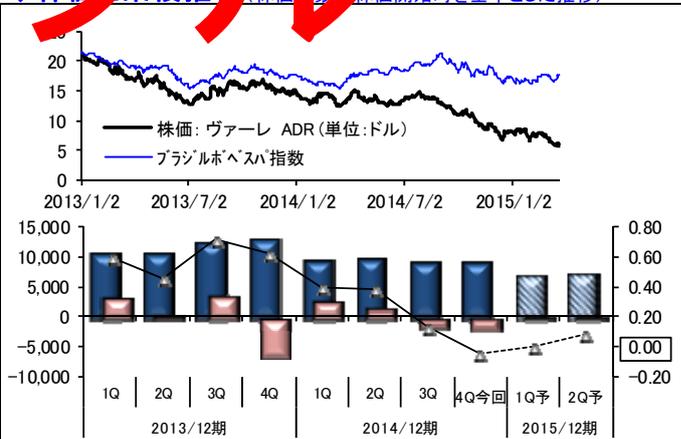
2015年12月期の市場予想EPSは引き続き大幅な減少が見込まれており、これに基づくPERは過去5年平均を上回っており割安感には乏しい。鉄鉱石の需要動向には中国経済の減速など不透明な要素が拭えない。また、鉄鉱石メジャーの増産姿勢など需給バランスの側面からも、国際市況価格について下げ止まりを見通しづらい。このため、実績PBRは1倍を下回っているものの、同社株価は下値サポートに乏しいとみる。

◆株価指標 (ドル、分割等調整済み、数値はブルームバーグより)

株価 (2015/3/20)	6.26	2015/12月期予想PER	20.07倍
52週高値 (2014/4/8)	15.59	2016/12月期予想PER	12.25倍
52週安値 (2015/3/13)	5.63	5年平均予想PER	7.75倍
時価総額 (百万ドル)	31,005.0	実績PBR(株価純資産倍率)	0.71倍
		実績ROE(株主資本利益率)	0.65%

注: 52週高値安値・5年平均予想PERデータが当該期間に満たない場合は存在するデータがない対象期間とする(本ページ中も同様)。

◆株価と業績推移 (株価: 数値、株価開始時を基準とした推移)



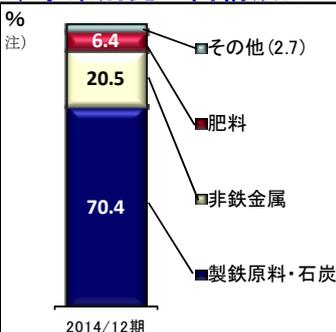
注: EPSは特殊要因を除く継続事業ベース。比較対象値間の継続性がないか、もしくは不確実であることがある

主要計数(2014年12月期4Q実績)

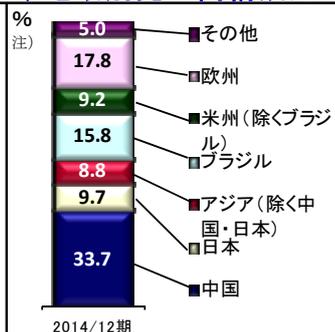
	鉄鉱石		前年同期比	ヴァーレ連結		前年同期比
	2013/12期 4Q	2014/12期 4Q		2013/12期 4Q	2014/12期 4Q	
単位: 百万ドル,%						
売上高	8,182	4,568	-44.2	13,125	9,072	-30.9
営業利益(特殊要因除く)	4,753	653	-86.3	5,046	856	-83.0
出荷数量(千ト)	69,352	74,603	7.6			
販売単価(トン/USドル)	118.77	61.57	-48.2			
市況価格(トン/USドル)	134.60	74.28	-44.8			

* 鉄鉱石市況価格は鉄含有量62%のPlatts指標価格

◆事業別売上高構成比



◆地域別売上高構成比



出所: 事業・業績関連データなどは会社資料、株価関連データ、業績予想などはブルームバーグより東海東京調査センター作成 注: 売上高構成比は四捨五入により合計が100%にならないことがある

【ご参考】スティーフル・フィナンシャル・コープによる同銘柄の投資判断

東海東京フィナンシャル・ホールディングス株式会社とスティーフル・フィナンシャル・コープ(米国、以下「スティーフル」)は業務提携を結んでおり、東海東京調査センター(当社)はスティーフルとの契約によりスティーフルから有料で投資情報の提供を受けています。以下の記載は、スティーフルより提供されたレポート(英文)の一部を翻訳したものです。

スティーフルによるレーティング	Buy(「買い」に相当)、継続
同、目標株価 ※	13.00ドル

※スティーフルによる目標株価の期間はアナリストによる特段の指定がない場合は向こう12か月間

スティーフルのアナリスト(Paul A. Massoud氏、Anthony Shen氏)は、ヴァーレの4Q決算をふまえた2015年2月26日付投資レポートにおいて同社株の投資判断を据え置き、投資判断の背景を以下のように説明している。
 「われわれは2015年12月期のEPS見通しを0.95ドル(従来1.40ドル)へ下方修正するとともに目標株価を13ドル(従来16ドル)へと引き下げる。鉄鉱石価格がヴァーレの業績にネガティブな影響を与えているのは明らかであり、われわれは2015年及び長期ベンチマークの鉄鉱石価格見通しを引き下げている。しかし、われわれは2015年に入っても続いているブラジルレアランやエネルギーコストの低下が生産コストに与える影響は無視できないほど重要であると考えている。これらの要素や追加的な固定費低減により出荷ベースの鉄鉱石生産コストは2015年にトン当たり5ドル低下することで、平均販売価格の低下影響の幾ばくかを吸収するであろうとわれわれはみている。非鉄金属についてはこの4Qでメンテナンスにかかわる問題が解決したことにより、幾分は生産コストの改善を見込めるとわれわれは考えている。われわれはBuy(「買い」)の投資判断を据え置く。」

【同社株の目標株価算定の根拠】

スティーフルによる同社株の目標株価算定の根拠は以下の通り。
 「目標株価13ドルは、サム・オブ・ザ・パーツ分析から導出しており、同社の保有資産の長期的な価値を考慮に入れている。」

また、スティーフルは算定された目標株価には以下のリスク要因があることを指摘している。
 「①商品市況のリスク-われわれの投資判断及び目標株価は商品市況の前提に左右される。われわれの想定を超える商品市況の下落は株価にネガティブなインパクトを与えうる。②需要のリスク-鉄鉱石の需要減少(とりわけ中国の需要において)はヴァーレの株価にはネガティブになりうる。」

【スティーフルの投資判断(米国株)の定義】

BUY: 今後12か月間におけるトータルリターン(株価の変化率と配当利回りの合計)が10%を上回るとアナリストが予想する場合。

HOLD: 今後12か月間におけるトータルリターンが-5%と10%の間であるとアナリストが予想する場合。

SELL: 今後12か月間におけるトータルリターンが-5%を下回るとアナリストが予想する場合。

【注意事項】

このレポートは、東海東京調査センター（以下「当社」）が作成し、当社の許諾を受けた証券会社、及び情報提供会社等から直接提供する形でのみ配布いたしております。提供されたお客様限りでご利用ください。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、当社は、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された内容は、作成日におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートの一切の権利は当社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製又は転送等を行わないようお願いいたします。

このレポートで述べられている見解は、当該証券又は発行会社に関する執筆者の意見を正確に反映したものです。執筆者の過去、現在そして将来の報酬のいかなる部分も、直接、間接を問わず、このレポートの投資判断や記述内容に関連するものではありません。

当社は、このレポートを含め、経済・金融・証券等に関する各種情報を作成し、東海東京証券に提供することを主たる事業内容としており、当社の収入は主に東海東京証券から得ております。

審査済 東海東京調査センター
平成 27 年 3 月 25 日

このレポートは、東海東京調査センターが作成し、東海東京証券株式会社が許諾を受けて提供いたしております。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

金融商品取引法に基づきお客様にご留意いただきたい事項を以下に記載させていただきます

東海東京証券の概要

商号等：東海東京証券株式会社 金融商品取引業 東海財務局長(金商)第140号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

リスクについて

- ◎ 国内外の金融商品取引所に上場されている有価証券（上場有価証券等）の売買等にあたっては、株式相場、金利水準等の変動や、投資信託、投資証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品等（裏付け資産）の価格や評価額の変動に伴い、上場有価証券等の価格等が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 上場有価証券等の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合、上場有価証券等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等については、これらの権利を行使できる期間に制限がありますのでご注意ください。
- ◎ 上場有価証券等が外国証券である場合、為替相場（円貨と外貨の交換比率）が変化することにより、為替相場が円高になる過程では外国証券を円貨換算した価値は下落し、逆に円安になる過程では外国証券を円貨換算した価値は上昇することになります。したがって、為替相場の状況によっては為替差損が生じるおそれがあります。
- ※ 裏付け資産が、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等である場合には、その最終的な裏付け資産を含みます。
- ※ 新規公開株式、新規公開の投資証券及び非上場債券等についても、上記と同様のリスクがあります。

手数料等諸費用について

【1】国内の金融商品取引所に上場されている有価証券等

国内の取引所金融商品市場における上場有価証券等の売買等についてお支払いいただく委託手数料等は、次の通りです。

- (1) 国内の金融商品取引所に上場されている株券等(新株予約権付社債券を除く。)委託手数料の上限は、約定代金の1.242%(税込)になります。
- (2) 国内の金融商品取引所に上場されている新株予約権付社債券等委託手数料の上限は、約定代金の1.08%(税込)になります。
※上記金額が2,700円(税込)に満たない場合には、2,700円(税込)になります。

【2】外国金融商品市場等に上場されている株券等

外国株券等(外国の預託証券、投資信託等を含みます)の取引には、国内の取引所金融商品市場における外国株券等の売買等のほか、外国金融商品市場等における委託取引と国内店頭取引の2通りの方法があります。

1. 外国金融商品市場等における委託取引

①国内取次ぎ手数料

国内取次ぎ手数料が約定代金に対して掛ります。
当該手数料の上限は、約定代金の1.404%(税込)になります。

②外国金融商品市場等における委託手数料等

外国株券等の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における委託手数料及び公租公課その他の諸費用が発生します。当該諸費用は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

2. 国内店頭取引

お客様に提示する売り・買い参考価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ公正な方法で算出した社内価格を仲値として、仲値と売り・買い参考価格との差がそれぞれ原則として2.5%(手数料相当額)となるように設定したものです。当該参考価格には手数料相当額が含まれているため、別途手数料は頂戴いたしません。

※ 外国株券等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものといたします。

【3】その他

募集、売出し又は相対取引の場合は、購入対価をお支払いいただきます。また、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。