

# 欧州・米国からみたラテンアメリカ

片岡 万枝

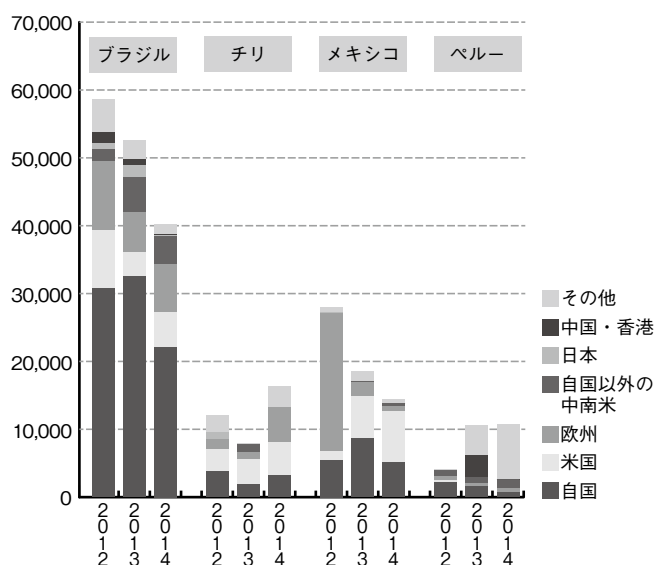
今回、ラテンアメリカ諸国に対する欧米の視点について、欧州・米国・ラテンアメリカにおける PwC (PricewaterhouseCoopers) メンバーファームのプロフェッショナルの協力を得ながらご紹介し、日本企業の皆様にとって、中南米の投資機会の検討の際の、ご参考にしていただければと思う。

## M&A 投資トレンド

添付図1は、直近数年間の主要ラテンアメリカ諸国の投資会社の最終親会社国別 M&A 投資のトレンドである（グリーンフィールドによる直接投資は含まれない）。そもそも、ラテンアメリカ最大の経済圏ブラジルとそれ以外の国で、M&A 水準に大きな開きがある。

ブラジルの場合、自国内の M&A も活発で、経済の成長にともない、オーナー会社や一地方会社が全国区の企業になっていく等の再編淘汰プロセスによるディールが多く発生している。また、海外からの投資も、日本からの投資は、2013 年に増加後、14 年には落ち込んでいるが、ブラジル経済の失速がいわれ始めた 13 年以降も、欧米からの投資は 13 年に一度減少傾向を見せた後も、14 年は対前年比で増加している。14 年の米国の増加は、テレコムサービスのプロバイダーの大型買収等が大きく、その他肥料関係・テキスタイル製造業・製紙製造関係等が続く。一方、14 年の欧州の投

図1 主要国の M&A 投資の推移



(出所：Thomson より集計、PwC 分析。公表ベース)

表1 AB-InBev の 2014 年地域別業績

|                   | 欧州   | 北米    | ラテンアメリカ | Asia Pacific | その他  |
|-------------------|------|-------|---------|--------------|------|
| Normalized EBITDA | 7.2% | 36.8% | 50.1%   | 5.8%         | 0.1% |
| 販売数量 (シェア)        | 9.7% | 26.4% | 44.1%   | 18.0%        | 1.8% |

(出所：Anheuser-Busch InBev, Annual Report 2014)

資は、スペイン大手金融機関による子会社持分の買い増しの他、金融、保険、自動車、アセットマネジメント等広範囲な産業における投資が続く。

メキシコは、アメリカを中心とした国からの M&A 投資が 13 年、14 年で増加している。メキシコの 12 年の欧州からの M&A 投資は、飲料最大手のメキシコ法人の買い増しである。メキシコは自動車産業中心と思われがちであるが、欧米からは、自動車関連の他にも、飲料関連の資材、通信、アセットマネジメントの投資で、それぞれ 10 億ドル以上の投資が行われている。

実際、欧州の同僚に最近の投資トレンドにおける、ラテンアメリカ投資について問い合わせても、顕著な変化といえるものが示せなかった。欧州の企業にとっては、ラテンアメリカ市場は既にしっかり組み込まれた市場ということなのだろう。

## ラテンアメリカ消費市場

一般社団法人日本自動車工業会によると、メキシコの自動車市場については、アメリカの景気持ち直しを反映して、2014 年の生産台数はブラジルを超えた。一方、ブラジルの 2014 年の自動車販売は良くなかったが、販売台数はもうドイツを抜いて世界第 4 位となっている。ブラジルの 1,000 人あたりの自動車普及台数は、未だ、アメリカの 3 分の 1 程度で、中長期的な成長期待が高く、欧米企業も過去数年間で生産能力を増強している。今年、ダイムラー傘下のメルセデス・ベンツも、新工場の建設に約 5 億レアル投資し、16 年第一四半期からの製造開始予定である。

また、飲料業界最大手が、世界のどの市場で多く利益をあげているかといえば、北米でも、欧州でもなく、ラテンアメリカ市場である（表 1 参照）。世界最大の化粧品会社にしても、売上の構成は、北米や欧州全体の方が高いが市場成長率ではラテンアメリカが最も高い

成長を示している（表2参照）。

少々経済が停滞したとしても、欧米企業にとって、ブラジル・メキシコを中心としたラテンアメリカ市場は、収益の柱や重要なサプライチェーンの一部となっており、成長基軸の取込みとして外せない市場となっているという事実なのかもしれない。

### コモディティ市場の見通し

ラテンアメリカの消費市場に注目してきたが、ラテンアメリカ諸国はコモディティへの依存も大きく、PwCのレポート「Mine 2015 Gloves are off」からコモディティ市場の見通しについても触れたい。

コモディティ価格は、特に鉄鉱石で過去ボラタイルしている。金は2013年に不安定になって以降相対的に安定しているが、銅や石炭市場では不安定さを増している。

使用資本利益率（ROCE）は、2014年はマイニングの歴史の中でも最も低い水準になっており、13年の9.5%より下落している（図2）。ROCEは、減損を除く純利益を、固定資産＋流動資産－流動負債で除して試算している。

OECD諸国の企業のROCEは、BRICS等の新興国の16%に対して10%と低くなっている。

3年以上の間資本支出を削減し、資本速度（使用資本に対する資本支出の割合）は14年に12%超減少している。2015年にさらなる減少が予想されており、OECD諸国とBRICS等の新興国の双方で減速している。

14年、マイニングTop40の多くは、リターン改善のためにコスト削減を行っている。しかしながら、コスト削減は、主要メタルや資源の生産国の貨幣価値の下落、及び昨年夏以来の原油価格の劇的な下落の結果でもある（図2）。

銅は、車から、電子トランスミッションまで全てにおいて、幅広く使用されるメタルで、グローバル経済の主な役割を反映し、マイニングTop40企業の売上に最も貢献している。銅は、年初、約3.40ドル/1bでスタートし、低いときでも約2.90ドル/1bである。供給過剰と需要の落ち込みで価格が下落しているにも関わらず、世界の鉱業生産は1%増加している。この数値は、予想よりも少ないサイトしか増えておらず、現在の鉱山におけるグレードの低さとなかなか進まない生産性の改善のため、期待より低くなっている。15年のUS Geological Survey Dataに基づけば、14年の銅生産は、2.6%増と見積もられ、前年の8.1%増よりずっと低くなっている。

チリは、14年に5.8百万トンの最大の生産国となっており、世界の銅生産の30%以上を占める。14年のチリでは、顕著な生産の増加はみられない。生産量は、グレードの低下により停滞しており、さらに生産トン数の増加や現在の生産レベルを維持するための加工能力の増強が必要となっている。

The International Copper Study Group（ICSG）は、15年、16年の世界の精錬銅の生産は、需要を364千トン、228千トン超過すると予測している一方、世界の銅生産は15年、16年で、約5%、19.5百万トン、20.5百万トン増加することが見込まれている。これは、現存するサイトの拡張や最近生産が開始された鉱山における生産の増加を反映している（ペルーのLas BambasプロジェクトやZambiaのSentinelプロジェクト）。

ICSGの銅の余剰に対する見込みは、15年で2%、16年で1%となっており、顕著ではなく、容易に不足に陥る可能性もある。

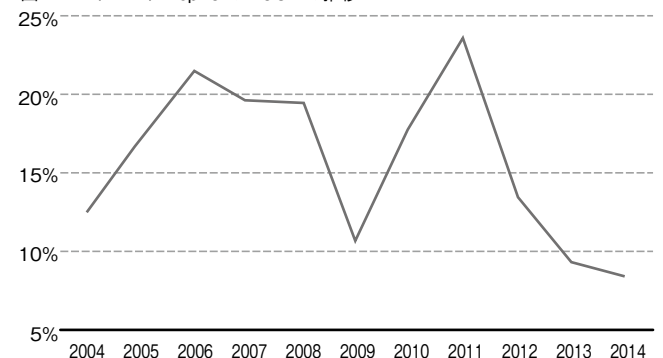
南アメリカの最大の銅生産国の一つペルーでは、the Peruvian National Society of Mining, Oil and Energyによれば、マイニング関連の投資が14年に12.3%も下

表2 ロレアル社の2014年地域別業績

|                | 西欧      | 東欧      | 北米      | ラテン<br>アメリカ | Asia<br>Pacific | アフリカ・<br>中東 |
|----------------|---------|---------|---------|-------------|-----------------|-------------|
| 連結売上高<br>(百万€) | 7,697.7 | 1,585.4 | 5,389.4 | 1,853.7     | 4,563.6         | 568.4       |
| 化粧品販売<br>構成割合  | 35.5%   | 7.3%    | 24.9%   | 8.6%        | 21.1%           | 2.6%        |
| 売上成長率          | 2.4%    | 6.0%    | 1.1%    | 10.0%       | 5.3%            | 13.5%       |
| 市場伸び率          | 0.3%    | 3.1%    | 2.8%    | 10.0%       | 4.1%            | 7.0%        |

（出所：ロレアル Annual Report 2014）

図2 マイニングTop40のROCEの推移



（出所：PwC, "Mine 2015: Gloves are off"）

落している。多くのプロジェクトが、コア資産への集中、複雑な許認可プロセス、環境や社会的な要求等、様々な理由により遅延している。

中国の都市化率が、かつてほどではなくなり、世界中の鉱山の生産ベースが鈍化したため、銅価格がその他のコモディティのように下落している。これは、新興国がより速いペースで工業化が進むとすれば、銅産業の長期の潜在的可能性を示している。また、中長期にわたる供給の安定性に関しては、質の悪化、いくつかの国における不安定な労働力、政府の介入が、供給に重要な影響を与えている。

現在の銅価格では、多くの鉱山関係者は新しいプロジェクトを始める意欲を示していない。しかしながら、14年に、世界最大の銅の生産者、Codelcoは、役員会で、Chuquibambillaの地中鉱山の開発のために33億米ドルの投資を承認したと発表した。次の5年間で承認された追加の220億ドルの投資プランもある。ペルーでの15年の10.2%の銅生産の増加は、Peruvian Central Reserve Bankの予測であり、Constancia, Las BambasやCerro Verdeの拡張プロジェクトに起因している。コモディティ価格が改善するかどうかは、定かではなく、供給不足が重要になるかどうか予測することは難しい。需要の急激な増加は、短期的には期待できないが、中国は昨年、価格を維持するためにかなりの銅の購入をしたという噂がある。多くの銅山は、新しいプロジェクトへの投資決定の前に価格が持ち直すことを待っている待機モードである。

## インフラ投資

世界で一番安く生産されるブラジル産大豆も、港に到着した際には主にトラックによる陸送の高コストの結果、米国産の大豆に対して競争力を失うなど、ブラジルをはじめとしたラテンアメリカ諸国ではインフラ投資が決定的に不足しているのが現状である。

2013年に発行されたIMFのワーキングペーパー(WP/13/132)“The Growth Comeback in Developing Economies: A New Hope or Back to the Future”から、以下引用する。50年前に一人当たりGDPがブラジルとほぼ同水準であった韓国も、1970年代初頭まで相当な経常赤字を外国からの投資と外部借款で賄った。しかし、その後、政府が個人の貯蓄を推進し、貯蓄性向を大幅に改善させ、競争力や生産性を向上するための投資を持続的に行い、第2次オイルショック後は輸出に牽引され経済が持ち直した。一方、ブラジルは国家

の貯蓄性向は高かったものの、投資を行わず外部借款により経常赤字を賄った。そのため、第2次オイルショック後、世界的な金利の上昇に伴い、債務不履行となった。

スタンダード・アンド・プアーズが、9月に投資格下げを行いレアル安が進行している。しかし、当時と比べるとブラジルの外貨準備3,600億ドルと、桁違いに改善している。他の格付け2機関も今回の格下げには今のところ追随していない。ブラジルが同じ轍を踏まないためのポイントは、コモディティ価格に翻弄される経済であるが、より長期的視点にたち、教育と個人も含めた貯蓄性向の向上を通じた、生産性向上のためのインフラ投資にあるのかもしれない。

(かたおか かずえ プライスウォーターハウスクーパース  
ディールアドバイザリー部門 シニアマネージャー)

協力

Christian Korver (ディレクター。PwC ブラジル勤務), James Thomson (シニアマネージャー。PwC UK より PwC チリ出向中)