



M&A市況から見た ロシア経済（2020）

“2020年は、近代史で最も過酷な一年だったといえる”

Covid-19の流行により、事業者は、その事業の持続可能性という課題に直面した。デジタル化が進んだ現代の社会において、これを実現するためのトランスフォーメーションが、ロシアに限らず、世界中の企業にとって最優先事項となった。

そして、M&Aは依然として、トランスフォーメーションを実現するための最速の手段である。

Head of Deal Advisory Russia and the CIS
Lydia Petrashova

2021年3月

本資料は、「Russian KPMG M&A Review 2020」
(2021年2月発行) に基づき作成している。
[https://home.kpmg/ru/en/home/insights/2021/02/
russian-2020-ma-overview.html](https://home.kpmg/ru/en/home/insights/2021/02/russian-2020-ma-overview.html)

2020年の振り返り：年始は好調な滑り出しも、3月以降パンデミックに加え、原油価格の下落、ルーブル安に苦しんだ1年であった。

M&A市況

(第1四半期)

年始休暇が長かったにもかかわらず、取引件数と取引金額の両面で前年を上回り、好調であった。

(第2四半期)

原油価格やルーブルの下落、ロックダウンにより、国内案件、インバウンドのいずれにおいても、投資の見合わせや、キャンセルが相次いだ。

(第3四半期)

取引件数でわずかに回復が見られたが、大型投資には、いまだ慎重であり、USD500mInを超えるM&Aは僅かに1件と、大半が少額なディールに留まった。

(第4四半期)

USD500mInを超えるM&Aが7件と、株式公開も5件が発表された。

2020年の主なイベント

(2020年の始まり)

- ロシア経済は、近年の財政・金融政策への取り組みによって成長軌道にのっていた。
- 国家プロジェクト（13分野に26兆ルーブル）は、2019年に遅延が見られたが、新年から新首相のもと実行に移されると期待されていた。
- 第1四半期**は、政府支出や民間消費の回復を背景に前年同期比**1.6%の経済成長**を記録した。

(パンデミックの足音、さらにOPEC+)

- 3月上旬**からCovid-19に世界的に流行し、パンデミックが宣言された。
- OPEC+が石油の減産合意に至れなかったことが、原油価格、ルーブルの急落を招いた。

原油価格：1バレル **69ドル**（年初）▶ **22ドル**（3月下旬）
 ルーブル：1ドル **61.2rub**（年初）▶ **80.6rub**（3月下旬）

(ロックダウン)

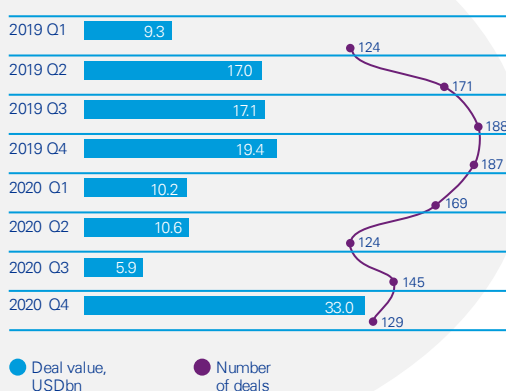
- 4-5月**：欧州各国と同様、ロシアも厳格なロックダウンを実施し、GDPや小売は急激に落ち込んだ。

GDP : 4月▲**9.5%**、5月▲**8.9%**

小売売上高 : 4月▲**23%超**、5月▲**20%弱**

- 6月**に入るとロックダウンは段階的に緩和され、またOPEC+でも協調減産が合意に至った。（ロシアは日量2百万バレルの減産）原油価格は、回復に向かったが生産量への影響は深刻であり、政府の歳入の主な減少要因となった。
- さらに6月下旬の米国の対ロシアの追加制裁の決定をうけ、**7-10月**の間、原油価格は11%回復したものの、逆にルーブルは、対ドルで16.5%下落した。

Russian M&A in 2019–2020 quarterly



(ロックダウン後の政府支援)

- 政府は、第2四半期から、一連の支援策を実施し、消費とサービスセクターの回復が見られた。

GDP : 9月▲**3%未満**、小売 : 7-11月▲**3%未満**

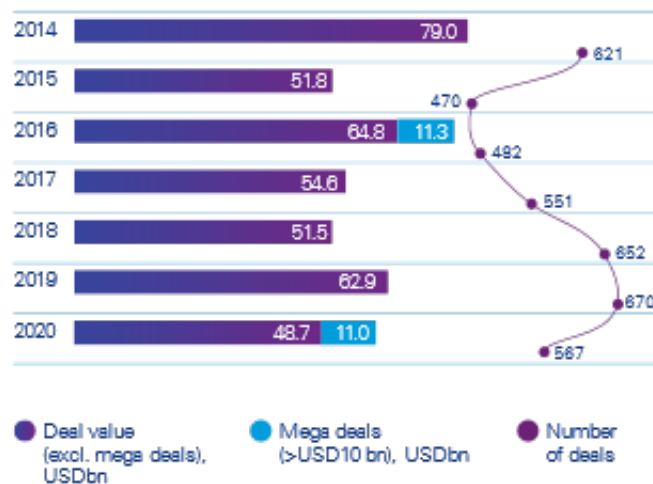
- 第4四半期**に入るとワクチンの供給への期待などから、パンデミックの先行きを楽観する傾向がみられた。

2020年の振り返り：ロシアは、欧州に比べ、よく危機を乗り越えた。 世界銀行によると、2020年の欧州経済のGDPの下落は7.4%であるの に対して、ロシア経済は4%程度の下落に留まると予想されている*1。

*1 2021年1月に公表された世界銀行の世界経済予想による。

2020年の**M&A**は、取引件数で前年比15%減少の567件、取引金額で前年比5%減少のUSD59.7bln と2017年の水準に留まった。
2019年は、欧米の経済制裁後、ロシアで最もM&Aが活発な年であったが、2020年は、パンデミックやロックダウンに加え、原油価格の下落やルーブル安に見舞われた。
ただし、トップ10M&A（下記右表）にある4件のロスネフチによるディール（総額USD25bln）により、減少幅は相殺された。

Russian M&A in 2014-2020



(Note)

- 上表は、KPMGのM&Aデータベースに基づき作成している。合併会社の設立や株式公開も含まれる。
- データベースは、プレスリリースやマーケット予想などの公開情報をもとに、取引金額がUSD5mIn以上の取引や、金額が公開されていない取引を含めている。後に情報が、更新されることによって過年度の情報が修正されることもある。
- 比較可能性の観点から、ロシア政府によるロシア中銀からのズベルバンクの支配株式の取得取引（USD29bln）は、統計に含めていない。

2020年ロシアの上位M&A

#	買収対象	買い手	売り手	取得比率	USD bln
1	Pay akhskoye oil field*	ロスネフチ	NNK	100.0%	11.0
	RN-Severnaya neft, Varyeganneftegaz, RN-Sakhalinmorneftegaz, Talinskoye field (西シベリア) SamaraneftegazとOrenburgeneftegazのライセンス*	NNK	ロスネフチ	n/a	1.4
2	Vostok Oil LLC	Trafigura (シンガポール)	ロスネフチ	10.0%	8.5
3	ロスネフチのベネズエラ資産	ロシア政府	ロスネフチ	100.0%	4.0
4	IKS Holding	USM Telecom	Anton Cherepennikov氏	100.0%	2.0
6	Uralkali	UralChem	Rinsoco Trading; Dmitry Lobayak氏	35.0%	2.0
5	Elga coal complex**	A-Property	Mechel, ガスプロム	100.0%	1.9
7	En+ Group***	En+ Group	VTB Bank	21.37%	1.6
8	オゾン ホールディング	投資家(ナスダックとモスクワ証券取引所を介して)、BVCP、システム		20.0%	1.3
9	アエロポート (ロシア航空)	投資家 (モスクワ証券取引所を介して)		55.0%	1.0
10	Demetra-Holding	Marathon Group; Agronova	VTB Bank	49.99%	1.0
					35.7
全体に占める割合					60%

* 一連の取引、** 2つのトランジェ、*** バイバック

2021年の見通し： 2021年は2020年の“ミラーイメージ”になると考えられる。

M&A市況

第1四半期はパンデミックのネガティブな影響が続くが、第2四半期から堅調に回復し、下期にかけて回復が加速するとみられる。

2021年のM&Aは、以下のような取引がみられると予想する。

1. パンデミックにより保留されたM&Aの実行
2. パンデミックの結果として
 ノンコアアセットの売却
 デジタル化の有無による事業価値の二極化
 市場の寡占化
3. デジタル・テクノロジー関連のM&Aの加速
4. 盛況な株式市場を背景としたIPO

経済見通し

2021年が始まり、業界にはパンデミックへの楽観と、事態の長期化に対する懸念の双方が混在する。楽観的な根拠には以下のようなものがあるが、Covid-19を巡る環境は、依然、不透明である。2020年の夏季に、一度、新規感染者数が低下したため、楽観論が広がったが、秋には状況が反転したことも忘れてはならない。

(先行きを楽観視する根拠)

1. ロシアでのCovid-19

パンデミックの最悪期を脱したものとする見方。
予防接種が行き渡ることによる新規感染者数の低下。これが、消費支出の上昇や、事業者の新規投資、在庫水準の上昇といった効果に繋がると期待する。

2. 原油価格

年初にOPEC +メンバーが、原油価格の安定化にコミットした。その後、原油価格は1バレル50ドルを超えて推移している。

3. 米国の経済制裁

アメリカの新政権への移行が制裁緩和に働くのではないかという期待。昨今の政情不安も専門家の間では、制裁対象が治安部隊の指導者に限定され、経済全体への影響は限定的であろうとする見方がある。

4. 政府の財政基盤

ロシアは世界第5位の準備金を蓄えており、また国家債務は2020年初頭でGDP比13%と世界で下から6位である。2020年末でもGDP20%程度と予想されており、依然、世界的に見ても低水準である。

= 財政貯蓄と金の備蓄量 **USD595.8bln** (2020年末)

= 国家基金 **USD175bln** (2020年末)

5. 経済復興計画 (NERP)

USD100blnの規模の経済復興計画(NERP)が進められている。
現在、第2段階 (安定化フェーズ) であり、第3段階では大規模な投資が予定され、国家プロジェクトとの連動が図られている。

セクターピックアップ：TMT (Technology, Media, and Telecom)

イノベーション&テクノロジーは、2020年のパンデミックによるロックダウンという困難な状況で、むしろ世界各地で過去に例のない水準に注目を集めた分野である。



2020年の主なM&A

オゾン

- ▶ ナスダック上場によりUSD1bln超を調達
- 2GIS**(72%, Rub14.3bln) デジタル地図と都市情報の開発

ズベルバンク：

非金融サービスの収益を2030年までに30%を目指す

- ▶ **Rambler** (45%, Rub136mln)：Okkoのオンラインシネマを統合
- ▶ **Samokat** (75.6%)*1：フードデリバリー
- ▶ **Local Kitchen**(84.7%)*1：レディーミールのデリバリー
- ▶ **Eアプтека**(45%)*2：オンライン薬局

*1 ズベルバンクとMail.ruグループとの合併会社を通じたM&A
*2 Rファーマとの共同出資

Yandex：

独自で金融サービスを開発、無人運転は優先課題

- ▶ ズベルとの事業切り離し
- ▶ **Self-Driving Group** (無人運転) の分社とUberからの持分買取
- ▶ **Tincoff**の買収検討 (ただし、後に破談)

Mail.ruグループ：

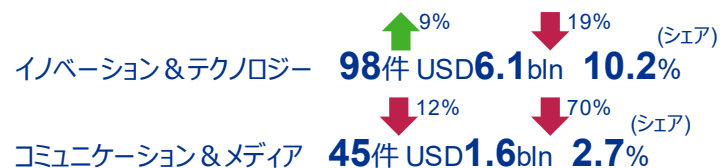
Edtechへの集中投資とゲーム部門への投資

- ▶ **SkillFactory** (18.31%+コールオプション) オンライン教育サービス
- ▶ **Skillbox**(70%)
- ▶ **Tetrika**(45%)
- ▶ **Uchi.ru**(25%, Rub3.75%) 学童向けサービス
- ▶ **転換社債 (USD600mln)** の発行とゲーム部門への投資

ロステレコム：

12件以上のM&Aを実施

- ▶ **YADRO** (IKSホールディング)との合併設立(51%)、PaaS、IaaS領域
- ▶ **VTB**との合併設立(44.8%)、データストレージセンターにてビッグデータ処理
- ▶ **ルクオイル**の電話通信事業の買収 (51%とオプション)
- ▶ その他、地方の電気通信事業者、情報セキュリティ、住宅共同サービス用のソフトウェア、高度道路交通システム、システムインテグレーションなどの分野で事業を営むIT企業を多数買収



今後の見通し

- TMTセクターでは、主要プレーヤーが、M&Aによりエコシステムの構築を加速している。これは、Eコマースの急速な発展や、あらゆる産業のオンラインシフト化（教育、一般医薬品、映画など）が背景にある。
- また、株式市場でもテクノロジー株の高評価が継続している。オゾンが、高い株価を維持していることは、ロシア国内のEコマース事業が国際市場で評価されていることを意味する。
- 2021年のM&Aは、最低でも2020年の水準を維持することは期待でき、またCOVID-19の収束とともに経済が回復すれば2019年の水準の投資が実行されると予想する。

セクターピックアップ：メディカル・製薬業界

パンデミックは、ウイルス学の発展や、メンタルヘルスへの注目を集めたが、同時にデジタル化の進行や業界関係者間の連携といった業界のトランスフォーメーションを加速させた。



2020年の主なM&A

- Rファーマ**：3件のディーラーを発表
 - ▶ **Teva (イスラエル)** からヤロスラブリの工場を買収
キャノンメディカルシステムズとの合併設立。診断機器の生産、販売
Eアプテカをズベルと共同で90%取得。オンライン薬局
- AFKシステム**：
ロシアトップ3の製薬メーカーへ
 - ▶ **PJSC Sintez**(9.69%, USD13.4mln) 56.2%とし支配権獲得
Binnopharmグループというホールディング会社を設立
グループ会社 (**Alium**、**Biocom**、**Binnopharm**) をHD傘下へ
- Pharmstandar**：スイスでストーマ患者用の医療機器を増産
 - ▶ **Gemamed**(20%) デンマークのディストリビュータに出資
- Stada (ドイツ)**：ロシアの主要プレーヤーへ
 - ▶ **武田薬品**(USD660mln) から
ロシアCISで販売していた複数のOTC医薬品ブランドをで取得
- Dr. Reddy's Laboratories (インド)**
 - ▶ **Glenmark**から
ロシアやCIS諸国における抗アレルギー薬ブランドを取得
- TheIma Therapeutics (韓国)**
 - ▶ **Bebig**(27%, USD20mln) 抗がん用デバイスメーカーに出資



今後の見通し

- 2020年は、人命と健康を守るという社会的責任を果たすため、業界は迅速な構造改革を余儀なくされた。これにより、その他の投資活動は下火となった。一方で、デジタル化や新たなアライアンスといった、将来の基礎固めを築く年となった。
- その好事例が、スプートニク-Vワクチンである。
 - RDIF、ズベルバンクなどの金融事業者、
 - Rファーマ社、Pharmstandard社、Binnopharm Group (AFKシステム)などの生産者、
 - Gamaleaやアストラゼネカの研究の連携によって完成した。
- 今後、以下の分野でのM&Aが予想される。
 - 2020年に見られたような異業種間の連携
 - 従来の医薬品市場（がん、心血管疾患など）に加え、ウイルス学、デジタル療法、メンタルヘルスのようなパンデミックにより重要性が増した領域でのM&A
 - 薬局チェーンのさらなる統合

セクターピックアップ：再生可能エネルギー（RES）

ローカライゼーションの制約から、マーケットプレイヤーが限定されていたが、2020年は、この分野がグリーンフィールド投資だけでないことが証明された。



ロシアの再生可能エネルギー計画

2020年
生産量**2GW**超が設置
約半分が試運転

(ローカライゼーション)
風力発電所：65%
小水力発電所：65%
太陽光発電所：70%

2024年末まで
約**3.8 GW**が試運転

第1波

2035年末まで
4.6-6.2GWの追加

(ローカライゼーション)
90%

第2波



2020年の主なM&A

RDIF



風力エネルギー開発基金（PJSC FortumとRosnano）
ウリヤノフスク、ロストフの風力発電所を取得。

ルクオイル



Hevel Group
ボルゴグラード地域の太陽光発電所の買収を計画。

VetroOGK



SIBUR Energo managementと
風力発電所からの電力供給契約を締結。
(アディゲ共和国からヴォシビルスクまで)

*M&Aではないが、グリーンエネルギーへの関心の高まりを象徴する契約の一つとして紹介する。



今後の見通し

- これまで、再生可能エネルギー分野は、政府補助のメカニズムである容量供給協定（いわゆるCDA）により、適時に施設が試運転されることを条件に、15年以内の投資回収とロシア国債による利益が保証されてきたが、部品のローカライゼーションが足かせとなり、投資家もこうした機器の製造が可能な企業に限定されてきた。
- 2020年に試運転を迎えたウリヤノフスクやロストフの風力発電所は、ロシアにおける、この分野の最初のM&Aとなった。
- 建設中の施設が稼働するに連れて、このようなM&Aの件数は増え、新規参入が増えると考えられる。
- また、CDAの第2波に参入するには、関連機器の輸出が要件となる。既存プレイヤーは海外市場への参入の検討が必要となり、そのための資金需要が既存プロジェクトの売却を促す可能性がある。

その他のセクターについて

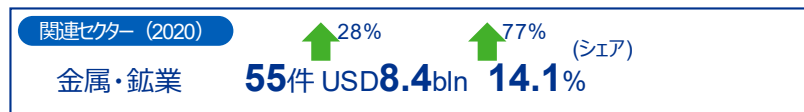
エネルギー：

従来から主要なエネルギー分野でのM&Aは、石油・ガスプロジェクトに関連している。ロシアのエネルギー戦略では、2035年まで、石油は現在の生産量を維持しながら、LNGの生産量を拡大するとされている。近年のプロジェクトの大部分は、ヤマルLNGプロジェクトに投資されている。また、再生可能エネルギーやエネルギーマネジメントの分野も投資機会がさらに増えると見られている。



金属・鉱業：

2020年以前に計画された取引であったが、パンデミックにもかかわらず、取引は実行され、M&Aは前年水準を上回った。むしろ、金価格は年初来12%上昇し、これをFortiana Holdings によるHighland Gold Mining社の買収なども行われている。



輸送：

パンデミックによる被害が最も大きかった運輸部門では、債務負担の大きい企業の破産や、これに伴うM&Aが予想される。国営企業を含む、輸送企業は、財政状態、業績の改善のための、事業の選択と集中を余儀なくされるであろう。



化学品：

近年、石油化学製品を含む化学製品への投資が堅調に増加している。これは、国の経済構造を、価格が不安定な資源への依存度を下げ、炭化水素やその他の資源の付加価値化を進めるという国家戦略に一致する。2020年の化学品セクターでのM&Aは、取引金額が前年の1.5倍に増加しており、投資家が、このセクターに長期的な可能性を見出していることを示している。



農業・食品：

農業・食品分野は、産業の多様化や輸出の成長戦略における重点分野である。ロシアは現在、ほとんどの食品カテゴリーで自国の自給を賄える水準にあり、輸出品目となるの可能性を秘めている。2020年の農業分野におけるM&Aの取引金額は、昨年比でほぼ2倍に増加しており、投資家がこの分野における長期的な成長を期待していることを示している。



コンシューマ：

コンシューマセクターは、過去20年間で、価格、量、多様性のあらゆる側面で大きく発展を遂げた分野である。政府プログラムが、今後、賃金水準の上昇や、可処分所得を回復に貢献する限り、より高価な財やサービスの成長が期待できる。



政府の重点領域： 経済や社会的な優先事項に注目が移っており、以下の6つの政策課題に 関連する分野で高い成長機会が期待できる。

産業の多様化：

歳入の変動を抑制するため、政府は、産業の多様化に取り組んでいる。非資源分野や、原材料の加工化への投資の誘致を目指している。デジタル化や雇用スキルセットの改善など、いくつかの国家プロジェクトは、この目標の達成を目的としている。

輸出の促進と多様化：

農業や食品分野、化学品分野など、政府は輸出品の生産が可能な分野に、国内外の投資家の誘致を期待している。輸出競争力を高めるもう一つの手段は、対ドルで安いルーブルを安定させることである（1ドル60台半ばのルーブル）。中国の一路一帯でロシアを横断する鉄道システムは、ロシア製品を競争力のある輸送費でヨーロッパ、アジア、および、中東に輸出することを可能にする。

実質所得の改善：

経済的、政治的な優先課題であり、今年を含む将来4年間の予算の修正の多くがこれを目的としている。景気回復により、雇用主は迅速に従業員の賃金の引き上げを行うことが奨励される。これは、コンシューマ・サービス分野の回復を促進し、この分野での投資機会の拡大となる。

ライフスタイルの改善：

国家プロジェクトの予算の大部分は、医療、教育、文化、さらに、住宅分野に割り当てられている。住宅用不動産は、既に急速に成長している分野であり、この傾向は当面続く予想される。

成長の持続可能性：

産業の多様化の背後には、通貨の安定を含む、より大きな枠組みでの経済の安定が主眼におかれている。あらゆる産業分野において、投資のより長期的な予測可能性や確実性を高めることを目的としている。

環境とエネルギー：

環境や再生可能エネルギーの分野は、政府が発展計画を練り、投資の誘致を目指す比較的、新しい分野である。気候変動問題は、炭素税を始めとした新たな環境規制など、ロシアに幅広く影響する。伝統的な化石燃料の供給の持続可能性は、ロシアにとって今や喫緊の問題である。



柴田 曜
公認会計士
Associate director,
Deal Advisory

Tel: +7 (495) 937 44 44
Mob: +7 (929) 938 21 38
Email: y.oshibata@kpmg.ru

KPMG
10 Presnenskaya Naberezhnaya,
Block C,
Moscow, Russia, 123112

kpmg.ru

The information contained herein is of a general nature and is not intended to address the circumstances of any particular individual or entity. Although we endeavor to provide accurate and timely information, there can be no guarantee that such information is accurate as of the date it is received or that it will continue to be accurate in the future. No one should act on such information without appropriate professional advice after a thorough examination of the particular situation.

© 2021 JSC "KPMG", a company incorporated under the Laws of the Russian Federation and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.