

São Paulo

ブラジル企業の 現状と展望

COMGEST



ブラジル現地報告

コムジエスト・グローバル・
エマージング市場チーム

コムジエスト・グローバル・エマージング市場チームによるブラジル企業分析

2022年3月、コムジエスト・グローバル・エマージング市場（GEM）チームのアナリスト兼ポートフォリオ・マネジャーである我々三名——アブラ・ベラクダル、ジュリエット・アルベス、スラバート・バン・ジル——は、揃ってブラジルのサンパウロ州とミナスジェライス州を訪問しました。ラテンアメリカ最大のこの国が、新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）からの持続的回復をいかに実現しているか、2022年10月に予定されている大統領選挙の展望はどうか、といった点について、この目で直に確かめることが目的でした。

経済的困難と政治的リスク

現在のブラジルでは、物価上昇によって低中所得者層の生活が圧迫されるなど、困難な経済状況がなお続いています。国際商品（コモディティ）価格の上昇により交易条件が改善傾向を示していることもあって、通貨リアル相場への圧力は幾分緩和されています。来たる大統領選では、左派労働者党（PT）のルイス・イナシオ・ルラ・ダシルバ（「ルラ」）元大統領が3期目の再選を果たすとの見方が大勢を占めています（注1）。ルラ氏は、中道層からの支持拡大に向けて発言内容を軟化させている上、2006年の大統領選で闘った中道右派の元サンパウロ州知事ジェラルド・アルキミン氏を副大統領候補に指名していることから、多くのブラジル企業は、ルラ再選の場合でも対応はそれほど難しくないと考えているようです。現在のジャイル・ボルソナロ政権に関して、ポジティブな材料はそれほど多くありません。ただ、同政権下では国内の汚職水準が低下し、様々な機関や国有企業（SOE）でも改革が進んで、ガバナンスの点で改善が見られます。そのためか、ルラ氏が勝利してPTが与党に返り咲いたとしても、以前のPT政権（2003～2016年）時の汚職水準に戻ることはない、市場や投資家は見ているようです（例えば2014年には、「ラバジャット（洗車作戦）」と呼ばれる汚職捜査により、ブラジルの大半の経済・産業セクターやSOEにまで及ぶ大規模な汚職構造の存在が明らかとなりました）（注2）。

企業業績は引き続き堅調、成長機会をつかむべくテクノロジー投資を拡大

企業幹部との面談は、そのほとんどが総じて楽観的な雰囲気の中で行われました。各社は野心的な成長見通しを持ち、例えばeコマースのMeliやデジタル銀行のNubank、証券仲介・資産運用のXPなどは、金融サービスの急速なデジタル化により生じている事業機会をつかもうと意欲を示しています。また高級靴ブランドのArezzoや、ペットフード／ペット用品最大手Petzなどの小売企業は、その規模の大きさと強力なブランド、豊富な商品提供を武器に市場シェアを広げており、ブ



コムジエストGEMチーム・メンバー
アブラ・ベラクダル（左）、ジュリエット・アルベス
（右）、Arezzoにて

（注1）「Brazil's Bolsonaro officially launches re-election bid, says army on his side（ブラジルのボルソナロ現大統領、再選に向けて正式に始動 軍部からの支持を明言）」

ガブリエル・スターガートナー、グラム・スラットリー、ナスダック、2022年7月24日

（注2）「Lava Jato: See How Far Brazil's Corruption Probe Reached（ラバジャット：ブラジルの汚職捜査はどこまで進んだか）」 アメリア・チャーザム、外交問題評議会（非営利シンクタンク）、2021年4月19日

ブラジル企業の現状と展望

ブラジル現地報告

2022年8月

コムジエスト・グローバル・エマージング市場チーム

ブラジル経済のフォーマル化（公式統計等で認識されず、税や社会保障の負担を逃れている非公式経済部門の縮小）に寄与しています。そのほか、商業銀行バンコド・ブラジルの保険部門である BB Seguridade Participacoes (BBSE) やビールメーカーの Ambev など老舗企業からも、活発な事業展開について話を聞くことができました。例えば BBSE は、バンコド・ブラジルのネットワーク（支店網）外での保険商品の販売を通じて、ターゲット市場を大幅に拡大しています。Ambev は、網の目のように張り巡らされたブラジル最大の販売ネットワークを活かし、地ビールのデリバリー・サービス Z-Delivery（注3）や、パブやバル向けにビールだけでなく食品も販売するオンライン・プラットフォーム BEES（注4）の事業拡張に動いています。またブラジル産業界の宝とも言える産業機械（電動機）メーカーの WEG は、米国、中国、インド、メキシコなど国外で引き続き順調に事業を拡大する一方、国内では、風力・太陽光発電や電気自動車（EV）の充電ステーションにも投資を広げており、同社のこうした動きは、ブラジル国内におけるエネルギー転換の方向性を定めるものともなっています。最後に、化粧品メーカーの Natura は、長年のライバルであったエイボンの吸収合併が転機となりました。現在はグループ再編の傍ら、ロジスティクス（物流）やデジタル販売の部分でエイボンを自社プラットフォームに組み入れる作業を進めており、先行き、世界第4位の美容・パーソナルケア製品メーカーとなる可能性も見えてきました。しかしその実現は決して簡単ではなさそうです。なぜなら同社はすでに100カ国以上にプレゼンスを有し、国際商品価格の高騰、インフレ拡大、為替変動といった様々な問題に対処する必要があるからです。Natura の場合、①複数の有名ブランドを擁している、②伝統的な直接販売チャネルのデジタル化を着実に進めている、といった十分な強みを持っていますが、消費者支出が低迷するなかで成長ペースを押し上げるには、非常に困難が伴う恐れがあります。

ブラジルの優良企業：ターゲット市場の拡大を継続

まず最初に、ブラジルのリース／カーレンタル市場で第1位の Localiza Rent a Car を取り上げます。我々は、ミナスジェライス州ベロ・オリゾンテに位置する同社の新本社を訪問し、初対面のブルーノ・ラサンスキー新最高経営責任者（CEO）、ロドリゴ・タバレス最高財務責任者（CFO）のほか、最高技術責任者（CTO）のアンдре・ペテヌッシ氏、最高執行責任者（COO）のジョアン・アピラ氏、IR（インベスター・リレーションズ）部門代表のギリエルメ・ミルトン氏との面談に臨みました。会合は丸一日に及びましたが、我々は最終的に、「Localiza は、2022年7月に完了した同業ウニーダス（ブラジルのリース／カーレンタル市場第3位）との合併によるシナジー効果を具現化できるだけの十分な能力を有する」との印象を強く持って、同社オフィスを後にしました。ウニーダスは基本的に、Localiza と比較して事業規模がはるかに小さく、従って利益率も低い企業でしたが、自動車メーカーからの車の調達やメンテナンス・サービスなどの部分で Localiza が自身の購買力を活かすことができれば、短期的な成長を後押しする原動力となり得るかもしれません。さらに、資金調達コストの低下やシナジーによる販管費（注5）の縮小、税の軽減効果により、マクロ経済環境に左右されない収益成長が可能になるものと見られます。加えて Localiza は、ターゲット市場の一層の拡大を目指して、新たな事業機会の開拓にも乗り出しています。今なお成長の可能性があり、安定してキャッシュを創出する中核事業は維持する一方で、ライドシェア・ドライバー向けのサービスや、個人向けの自動車サブスクリプション（定額課金）プログラムを新たに開始したのです。これらの新事業は二桁から三桁台の成長率を示していますが、引き続きシェア拡大余地は大きいと見られます。Localiza は、テクノロジーの積極的な活用に加え、価格競争力、優れたサービス、割安な回収料金、低い盗難率、そして事業全体での適切なコスト管理を実現することで、今の成功を築き上げてきました。同社は今なお、スペアパーツやメンテナンス市場など、バリューチェーン上の様々な領域で収益力を強化すべく、新たな事業機会を常に模索しています。

我々は、ブラジルの産業機械（電動機）最大手 WEG の幹部とも意見交換しました。同社はエネルギーチェーンのあらゆる領域で事業を展開する数少ない資本財企業の一つであり、発電、送電、配電設備から、モーターなど電力を使用する設備・



コムジエストGEMチーム・メンバー
アブラ・ベラケダールとスラバート・バン・ジル(右)、
Localiza従業員と共に

(注3)「Fast, cold, competitive prices Zé's on-demand delivery service comes knocking for millions of consumers（速い、冷たい、安いオンデマンド型配達サービス Zé、数百万の消費者を虜に）」ABinBev、2021年12月30日

(注4)「BEES: The fast-growing e-commerce platform that has more than a million retailers buzzing（BEES: 急成長する e コマース・プラットフォーム、100 万超の小売店舗がひしめく）」ABinBev、2021年5月26日

(注5)「販管費」は「販売費および一般管理費」の略称。

ブラジル企業の現状と展望

ブラジル現地報告

2022年8月

コムジエスト・グローバル・エマージング市場チーム

機器に至るまで、様々な製品を提供しています。実は WEG はコムジエストにとって、ブラジル銘柄の中でも最も古い投資先の一つであり、我々は長年、同社の経営の安定性と長期的な視点、資本政策や国際進出における優れた判断や手腕に感銘を受けてきました。WEG 成功の背景にあるのは、垂直統合、段階的な事業拡大、マス・カスタマイゼーション（顧客の要望に合わせ少量多品種を効率的に大量生産すること）に基づく安定したビジネスモデルであり、そのおかげで柔軟な生産体制、優れたコスト構造、高いレベルのサービスとカスタマイゼーション（個別設計・生産）の実現が可能となっています。近年 WEG は、太陽光関連製品や風力タービンの生産を通じてブラジルの再生可能エネルギー・セクターへの参入を果たすなど、異なる景気サイクルの様々な場面で、新たな成長の原動力を見出し、育む能力を見せつけてきました。従って WEG は、エネルギーや産業の効率化、再生可能エネルギーの利用拡大、より地域に根差した大規模インフラ・プロジェクトへのニーズの高まりを主な原動力として、長期的に 10%台半ばの成長を維持することができる、と我々は考えています。同社は、メキシコ、米国、中国、インドでもブラジル同様のビジネスモデルを徐々に展開しており、これも二桁台の成長目標の達成に寄与する可能性があります。

履物最大手 Arezzo も、ターゲット市場の拡充に向けて動いているブラジル企業の一つであり、2020 年 10 月にメンズ・アパレル、最近ではレディース・アパレルの企業を買収しました。アパレル市場は履物市場の2倍の規模があり、加えて、これまで強力な高級ブランドを生み出し育て上げた Arezzo の実績と、過去に買収したブランドの創設者を Arezzo が未だ手放していない事実から見ても、同社の野心的な拡大戦略が成功する可能性は十分にあります。Arezzo のシェアはなお広がり続けていますが、現時点でもコア市場（中・高級婦人靴）の占有率は 20 ~ 25%に達します。従って、これにアパレル分野を足し合わせれば、同社のターゲット市場は大幅に拡大し、結果として成長の持続性が高まると考えられます。実際、ブランド構築・管理のノウハウを有する Arezzo が、アパレル分野への進出で成功する可能性は高い、と我々は考えています。

その後我々は、商業銀行バンコ・ド・ブラジルの保険部門である BB Seguridade Participacoes (BBSE) の新 CEO との間で、非常に興味深い対話を行いました。BBSE は現在、販売チャネルの多角化に着手しており、これはバンコ・ド・ブラジルのネットワークのみを通じた保険販売で実績を積み上げてきた会社にとっては、小さいながらも革命と言える取り組みです。具体的には、消費者向けの事業を行っている大企業を通じて損害保険を販売したり、各地の協同組合を通じて BBSE が高いシェアを持つ農村保険を販売するなどして、販売網の拡大に努めています。なお以前、同社利益の3分の1をもたらしていた金融収益は、過去5年間の金利低下に伴って減少し、一時は純利益に占める割合がほぼゼロとなっていました。しかし今年はブラジル国内の金利上昇が追い風として働く可能性があります。金融収益の増加は、BBSE の全体的な収益成長見通しの改善につながると我々は見えています。

さらに我々は、ブラジルの証券取引所 B3 の最高財務責任者 (CFO) と面談しました（同 CFO は近く退任し、香港証券取引所で新たなポジションに就く予定）。B3 は、株式、デリバティブ、債券等、広範囲にわたる金融商品を扱い、大規模でかつ十分に分散化された事業モデルを有することから、今も同社への投資の根拠に何ら不安な部分はない、と我々は考えています。上場企業の収益成長、市場全体のバリュエーション向上、新規上場といった要因を考えれば必然とも言えますが、ブラジルの株式市場では、過去2年間に時価総額が急速に増大しており、従って B3 の成長見通しは明るいといえます。

ブラジルの株式市場では、ヘッジファンドや高頻度取引 (HFT) 業者といった高度なプレイヤーだけでなく、個人投資家も存在感を増しており、取引頻度の高さが出来高拡大の重要な原動力となってきました。デリバティブ市場も、債券のヘッジや銀行の資産・負債管理 (ALM) などのニーズを受けて、やはり成長しています。B3 の経営陣は、こうした成長機会を模索し、健全な環境を整えて市場の厚みを増大させる能力に長けていることを自ら証明してきました。もちろん競合企業が参入する懸念は一定程度あります。しかし B3 は、従来、商品ごとにばらばらであった清算機関を一つに統合し、さらに顧客向けには資本要件を引き下げるなど、高い参入障壁を築き上げているため、新たに別の証券取引・清算機関を作る旨味はあまりない、という厳然たる事実があります。また国際商品関連の銘柄や銀行銘柄の組入比率が高いボベスパ指数 (B3 の一角であるサンパウロ証券取引所の株価指数) が年初来で比較的堅調な推移を示していることも、B3 にとっては追い風となっています。

テクノロジー分野の状況は急速に変化

その後も我々はブラジル企業との対話を継続し、Mercado Livre (Meli、アルゼンチンの e コマース・プラットフォームである Mercado Libre のブラジル事業部門) と、その新たな競合企業として登場した Shopee の幹部と対話しました。東南アジアで大規模に事業を展開し、近年ラテンアメリカへの進出を果たした Shopee は、e コマース事業において紛れもない成功を収め、ニッチな商品を幅広く取り揃える「ロングテール戦略」で急速に事業を拡大してきました。しかし一方の Meli も、一貫した業務遂行力とロジスティクスへの投資によって、割安な価格と効率的な配送の組み合わせを実現する一方、多様な決済手段を

ブラジル企業の現状と展望

ブラジル現地報告

2022年8月

コムジエスト・グローバル・エマージング市場チーム

提供し、さらには信用商品から保険、資産運用、暗号資産に至る幅広い金融商品までも提供しており、今もeコマース市場で最高の立ち位置を維持している、と我々は考えています。このようにeコマースの大半の分野においてマーケット・リーダーとなったMeliですが、さらに利用者の購入頻度と一回当たり購入金額を増やす一方、フルフィルメント業務（商品の受注処理から代金回収に至るまでの業務全般）やロジスティックス部分の収益化、広告サービスの販売などの取り組みを通じて、収益水準を引き上げ、利益率を向上させるべく努力しています。我々はMeliの成長見通しの明るさについて高い確信度合いを保っていますが、これは以下の二点を考え合わせた結果です。①ラテンアメリカ小売業界におけるeコマース浸透度の低さから見て、今後複数年にわたり成長できる機会が残されている、②Meliは、利益率を向上させつつ、一貫して市場シェア拡大を実現できる優れた実行力を持つ、この二点です。ただしこの一年間のMeli株式（米ナスダック上場）は、金利上昇による市場全体の株価急落と、テクノロジー・セクターの世界的な株価調整の影響を受け、厳しい推移を余儀なくされました。

今回、我々が幹部と面談し、分析を行ったもう一つのブラジル企業として、最近、新規株式公開（IPO）を果たしたばかりのデジタル銀行Nubankが挙げられます。Nubankは、ブラジル、メキシコ、コロンビアで5,800万人超の顧客を擁するラテンアメリカ最大のデジタル銀行です。ブラジルでは、競争重視の観点から政府が規制緩和を進めているため、フィンテック（情報技術を駆使した金融サービス）セクターには多数の企業がひしめいています。しかしそうした中でもNubankは非常に有利な立ち位置にあることから、今後市場シェアを大きく拡大し、利益率を改善できるものと我々は考えています。例えば同社は、信用決済を中心に据えた魅力的なバリュー（価値）を顧客に提供していますが、これは、消費者金融事業は運営が極めて難しいものの、最もニーズの強い領域であること、またフィンテック業界では、利益のほとんどが消費者金融から生み出されていること、以上を踏まえた戦略です。Nubankは、魅力的な価格設定と非の打ち所のないサービス、そして優れた業務遂行力を背景に、顧客獲得単価（CAC）の面で競争力を高め、同業他社に対する圧倒的なコスト優位を打ち立ててきました。現在のNubankは、今後数年間を視野に、顧客ベースの拡大に向けて新規顧客の開拓を継続し、新商品の投入によりサービス内容を充実させるなど、力強い成長の道を切り拓くための取り組みを進めています。これらはいずれ、顧客エンゲージメントの向上と収益力の強化をもたらし、最終的に大幅な売上増加と利益率向上という形で実を結ぶはずで

次の持続的なアウトパフォームはブラジル企業が

今回のブラジル各社での面談を通じ、我々は以下の確信を新たにしました。つまり、多くのブラジル企業は、①企業としての質の高さが有利に働いている、②堅固な事業基盤と優れた経営チームを擁する、③特に経営陣は長期的視野を持ち、現時点で利用可能なデジタルツールや技術ツールを駆使しつつ、広大なブラジル市場がもたらす事業機会をつかむ意欲がある、との確信です。しかしブラジルという国ではありがちなことですが、現在の経済環境は本当の意味で良好とは言えず、追い風ともなっていません。実際今回の旅では、インフレが消費者の購買力を削いでいることへの不安を多く耳にしました。民間債務の増加と延滞率の上昇も懸念材料であり、さらに我々が対話した企業の半数が、消費者金融分野での成長戦略を描いているという事実を踏まえると、懸念を強めざるを得ません。一方、最近の国際商品価格の上昇による交易条件の改善で、ブラジルのマクロ経済環境にも一筋の光明が見えてきました。また過去10年間は、ブラジルの通貨レアル相場の低迷が国内株式のリターンを損なう原因となっていました。将来は逆にレアル相場が追い風として働く可能性もあります。こうした状況が長く続けば、世界の投資家は以前よりはるかに魅力的な投資候補をブラジル市場の中に見出すことになるでしょう。

主なリスク

- ・ 投資は、元本毀損の可能性を含むリスクを伴います。
- ・ すべての投資商品の価値および投資商品から生じる収入は、減少または増加することがあります。
- ・ 為替相場の変動は、投資商品の価値および受取収入の水準にマイナスの影響を及ぼすことがあります。
- ・ エマージング市場は、先進国市場と比較してボラティリティが高まりやすく、流動性に欠けることがあるため、相対的にリスクが高くなる傾向があります。



ブラジル企業の現状と展望



ブラジル現地報告

2022年8月

コムジエスト・グローバル・エマージング市場チーム

IMPORTANT INFORMATION

業務内容：当社は金融商品取引業者として投資運用業、第二種金融取引業及び投資助言・代理業を行っております。尚、現在本邦のお客様に対する助言業務は行っておりません。

運用報酬：当社の投資運用サービスをご利用になる場合の当社の報酬については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提（投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等）により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

ご負担頂く費用等：当社の投資運用サービスをご利用になる場合、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。これらの費用については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

リスク情報：投資運用業において行われる運用は、主に国内外の株式や公社債等の債券などの値動きがある有価証券を投資対象としており、投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあります。投資対象は、個別の投資信託または投資一任契約毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資信託または投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資信託または投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資信託または投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。

注記：本資料に記載されている過去の例はあくまでも投資運用業務における運用のご参考として表示したものです。過去の例は将来の運用成果を保証するものではありません。本資料はコムジエスト・グループの運用方針やファンドの商品性格および運用状況等に関する情報提供を目的に、コムジエスト・エス・エー社が作成した資料等に基づきコムジエスト・アセットマネジメント株式会社が作成したものです。本資料は、当グループのファンドの取引を勧誘又は推奨するものではなく、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。特定の商品や取引、あるいは資料中に個別の銘柄名等が含まれている場合であっても、当該銘柄への金融商品取引を勧誘・推奨するものではありません。本資料は弊社が信頼できると考える情報等に基づいて作成されておりますが、その正確性・完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。投資される際には、投資リスク及びご負担いただく手数料などの諸費用について約款等でご確認の上、ご自身の責任と判断をお願いします。当社の事前の承諾なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配付等する行為はお断りします。

商号等：コムジエスト・アセットマネジメント株式会社（金融商品取引業者）

登録番号：関東財務局長（金商）第 1696 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

ブラジル企業の現状と展望

ブラジル現地報告

コムジエスト・グローバル・エマージング市場チーム



2022年8月