



海外エネルギー企業のM&A戦略 ～①Enel社(伊)～

エジソンがニューヨークに火力発電所を建設し世界で初めて家庭に電力が供給されるようになってから約150年、エネルギー業界は大きな転換点を迎えている。グローバルで脱炭素・カーボンニュートラル(以降、CN)が叫ばれる中、日本でもその潮流を皮切りに再エネ導入、DR(分散型エネルギーリソース)活用、スマートメーターを活用したエネルギーデータ分析など、エネルギー政策の基本概念3E+Sの「エネルギーの安定供給」、「経済効率性」、「環境への適合」、「安全性」を基本にしながらも、新たなアジェンダが次々と登場している。

一方、グローバルではこれらのアジェンダ実現に向けた動きが日本と比して圧倒的なスピードで進んでいる。この流れを作り出しているのは海外のエネルギー事業者であり、彼らを俯瞰するとここ20年間の中で変化に応じて時には大胆かつスピーディーな戦略を取っていることがわかる。例えば、独E.ONと独RWEが2019年に行った2兆円超の再編・資産交換や、同じく2019年の米NextEra Energyによる既存事業の早期拡大を狙った1兆円規模の企業買収は転換期における戦略的判断として記憶に新しい。このようなグローバル企業の判断や方向転換のスピードの要因を探るべく、彼らの戦略とりわけその大きな要素となるM&Aの手法や考え方の背景を捉えることは有益である。

本レポートでは、再エネ事業にいち早く参入しその後新興国ビジネスにも積極的に参画することで事業規模を拡大しているイタリアのEnelを取り上げ、CN時代における大胆な戦略やM&Aを理解し、なぜそれらを実現できているのか紐解いていく。

会社概要

イタリア・ローマに本社を置くEnelは1962年設立の元国営電力会社であり、2023年の時価総額は673億6,900万ユーロ、収益が955億6,500万ユーロ(海外比率は約49%)、EBITDAが220億ユーロであった。発電・配電・小売を主軸とした垂直一貫事業を手掛けながら世界43か国に進出しており、近年は決済や健康管理といった領域にも注力している。

M&A戦略の全体像

Enelは国内最大規模のエネルギー事業者であるにもかかわらず他企業とは少し異なり、被買収企業とのシナジーをM&A戦略に必ず織り込む投資方針を出している。それが民営化直後から今日に至るまで大規模かつスピーディーなM&A/投資を次々と試みて、成果を出してきたことに関係しているのだろう(図1)。

具体的には、被買収企業の成長余地を広く捉え、かつそれを市場拡大に伴う成長のみならず、自社が介入することにより通常の成長曲線を超えていくような計画をもって買収検討に臨んでいることが特徴的である。自社の持ち物を被買収企業にもあてはめることで大幅に価値を高められるため、結果として相応の買収額を提示できるというM&A戦略がみられる。将来的な成長を見込んでの買収であるため買収後は自社のソリューションと組み合わせることで買収先企業そのもののポテンシャル以上に成長させ、結果的には採算が一定とれており投資家からも一定評価されている。

次章以降では具体的なM&A事例も含めた各年代の取組を取り上げ、取組背景やビジネスモデル転換の詳細をみていく。

各年代の取組と背景

1990年代後半～2000年代前半

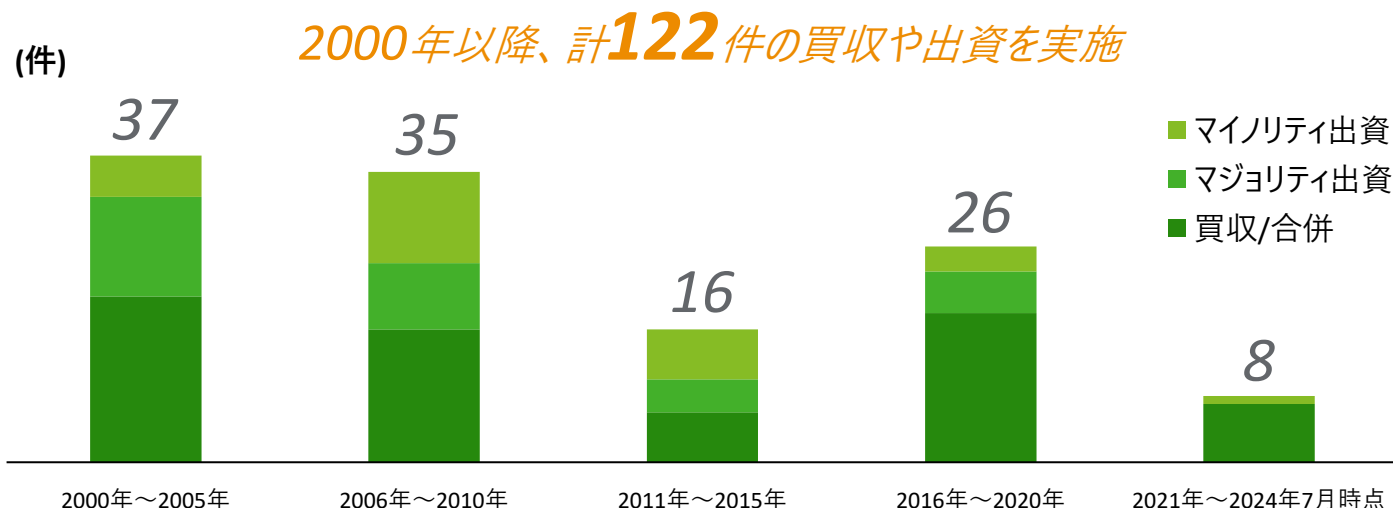
「新たな事業基盤の構築」

電力自由化によりEnelの市場独占時代に終止符が打たれ、小売電気事業による安定収益確保が難しくなった。そのような中でも積極的な出資により新たな事業領域を開拓し、通信事業・ガス事業に加え海外電力事業を通じて一定の成長をし続けることができた。

1999年、イタリアにおいて電力自由化暫定措置(ベルサーニ法)が承認されEnelは民営化された。電力自由化の下、Enelがこれまでどおり収益を生み出し続けるために、新たな収益源となる新規事業を確立する必要がある。そこで固定電話・携帯電話サービスプロバイダーWINDをフランス・ドイツの通信会社と共同で設立した他、ガス事業にも参入した。1999年には、海外初となる発電所の設計・建設プロジェクトへの出資を行ったほか、近隣諸国で発電所を開発するために合併会社設立を進めた。

通信事業においては前述した固定電話・携帯電話サービスプロバイダーWINDを完全子会社化したうえで、2001年には国内の通信会社Infostradaを72億5,000万ユーロで買収したことでイタリアの通信業界2位のシェアを確立。一方、ガス事業では2003年にEnel Gasを設立し、30を超える独立系企業を1つのプラットフォームに統合したことで、国内ガス市場における地位を確立した。

図1. M&A数推移



※デロイト・トーマツの市場動向分析ツールNapierより取得

海外電力事業では、2001年にスペインの発電・配電会社Viesgoを18億7,000万ユーロで買収したほか、水力・地熱・風力発電に強みを持つ中南米の電力会社EGIを5,750万ドルで買収するなど、欧州以外の海外企業買収も行うようになった。

その後、自由化の観点から「イタリア国内市場の50%以上の電力生産 & 輸入を禁じる」という規定が適用され、これを満たすためにEnelは電力会社3社(総量15GW強)を売却することになったが、1990年代後半から築いてきた他事業があり経営を支えることができた。

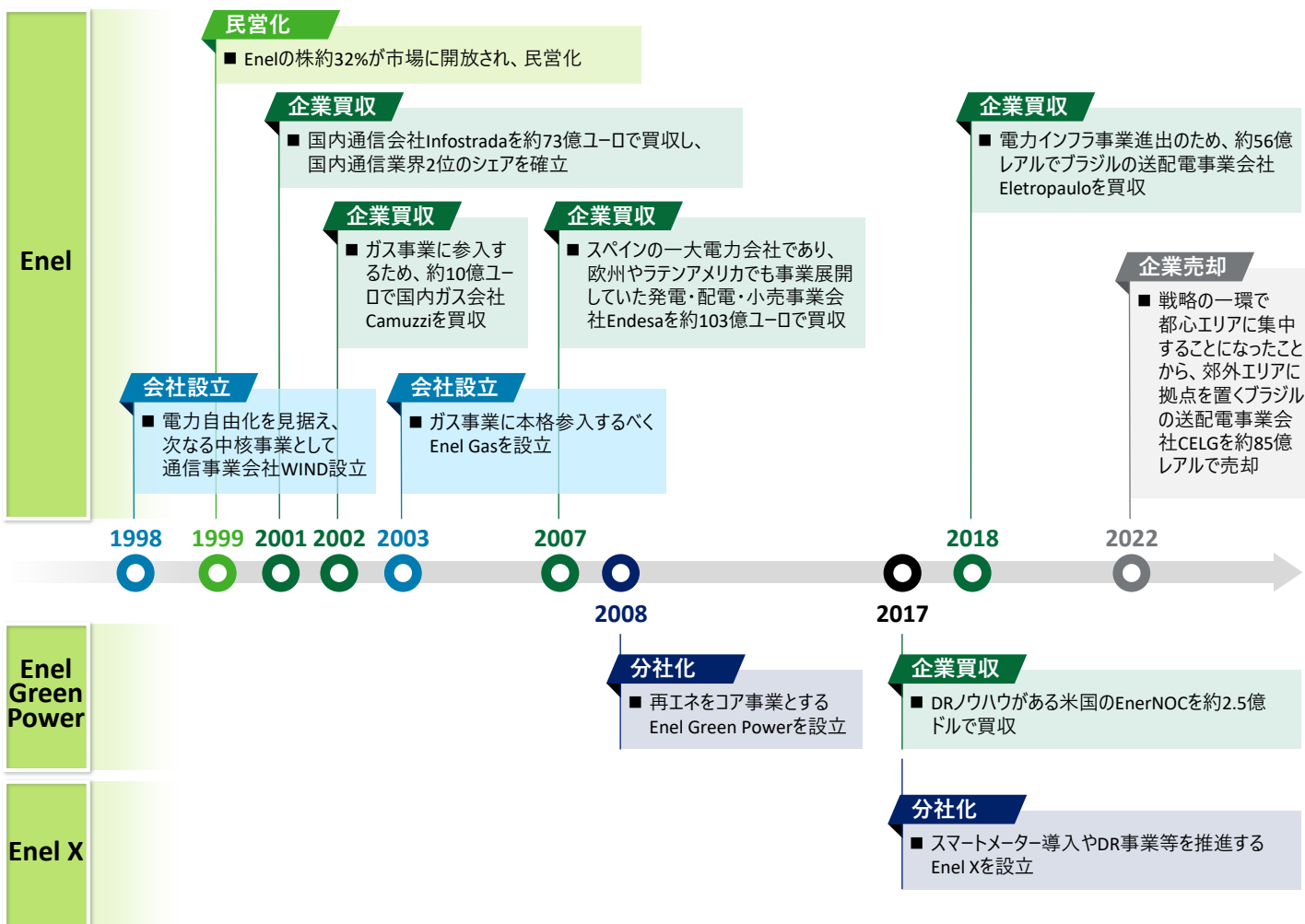
2000年代後半～2010年代

「新興国参入・再エネ注力開始」

スペインの電力会社Endesa買収をきっかけに、ラテンアメリカに本格進出。世界金融危機により不況が続く中、Enelはチリとコロンビアでの発電事業が功を奏し成長。この出来事を機に、2010年代後半には新興国でのビジネス拡大が戦略の1つとして掲げられるようになった。

2007年にスペインの発電・配電・小売を手掛ける大手電力会社Endesaの株を約67%取得(約103億1,200万ユーロ)し、Endesaが保有していた総設備容量約50GW(うち50%がイベリア半島、30%がラテンアメリカ)を獲得した(図2)。当該買収を皮切りに、Enelはイベリア半島とラテンアメリカのシェアを拡大し、イベリア・ラテンアメリカ部門を新規設立した。その後、チリとコロンビアにおける発電事業が好調だったため、2008年以降の世界金融危機の中でも成長を続けることができたのだろう(図3)。

図2. 主なM&Aヒストリー



2009年にはEU主導で再エネ指令が発令され、2020年までにエネルギー消費の20%を再エネで賄う目標が設定された。その中で発電・配電・小売を手掛ける独RWEは2016年に注力事業である再エネ・送電・小売事業を分割し新会社Innogyを設立する^{*1}など競合は2010年代半ばから再エネに舵を切り始めた。その一方、Enelはグローバルでの再エネリーダーになることを目的に、既存の国内外における再エネ発電・配電事業を統合した再エネ会社「Enel Green Power」を2008年に設立し、早期から再エネに注力してきた。したがって、2008年から再エネ発電量やプラント数実績は業界でトップ水準であった(総設備容量約4.5GW)。

ラテンアメリカ事業を機に、新興国・成長国へのビジネス拡大を戦略の1つとしたEnelは、2016年から2018年にかけて35億ドルを中南米に投資した。その一例が次章でも触れるEletropaulo社の買収である。M&Aを推進する一方で、買収による負債を減らすためにも、急速に拡大した新興国ビジネスの中で組織再編を通じた業務効率化や事業運営費削減にも努めていった。

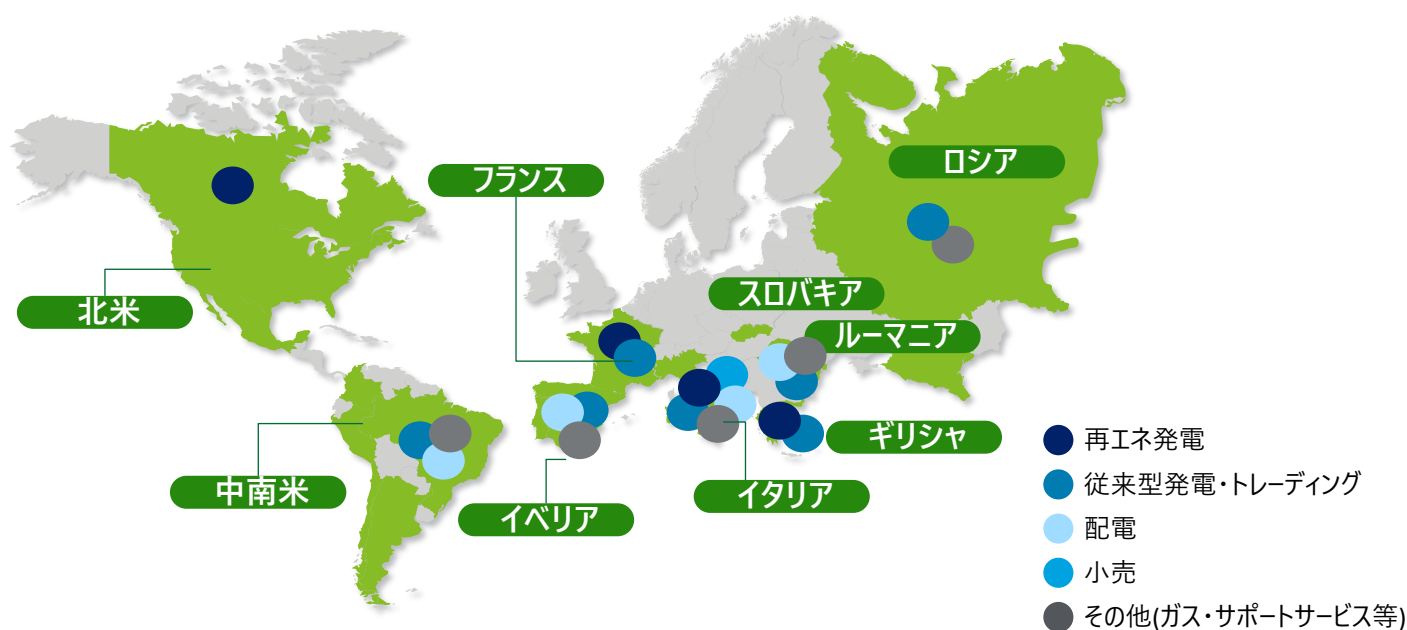
2020年代

「エネルギー転換」

デジタルを活用したエネルギー転換を掲げ、関連会社への出資や他社との協業を通じてノウハウを獲得し、デジタル領域を拡大した。

COVID-19の流行、供給不足によるエネルギー資源の高騰、ロシアによるウクライナ侵攻が起こった結果、電力業界は従前から求められてきたサステナビリティに加え、レジリエンス強化が求められるようになった。これらに対応するため、デジタルを活用したエネルギー転換を計画し、「Sustainable electrification」というビジネスモデルを策定した。

図3. 主要進出国における2010年代の注力事業



*きみどり色：Enelの注力国を指す

※2009 Annual Report”、” 2010-2014_strategic plan”を参照

^{*1}：Innogyプレスリリースを参照

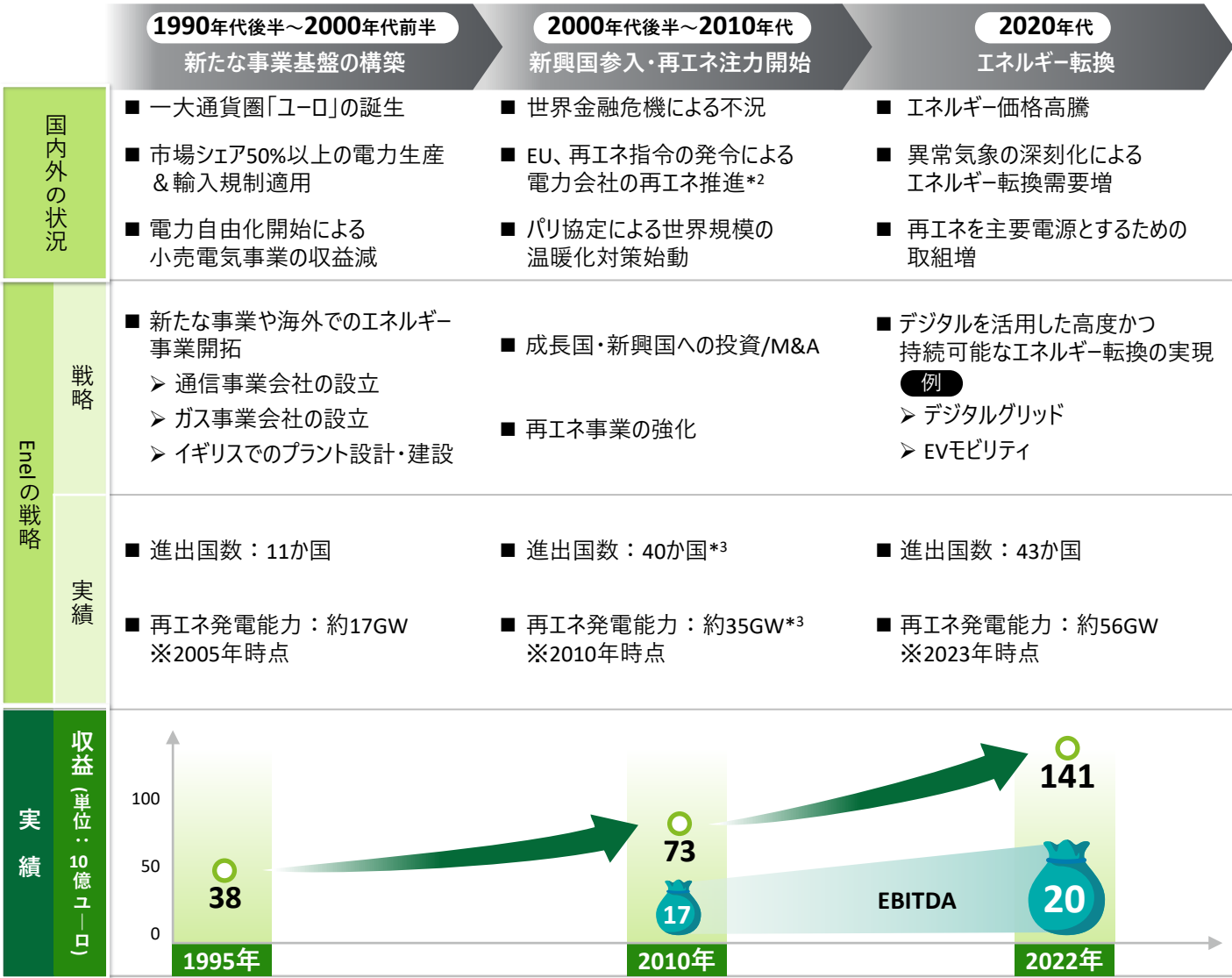
主に再エネ発電・送配電・小売領域に対しては、Enelが直接投資 (Ownership Model/出資比率100%/IRR-WACC 3%)をした。その中で既に Enelのエネルギービジネスが一定成熟している6つの国(イタリア・スペイン・アメリカ・ブラジル・チリ・コロンビア)については2025年までの目標を立てた。

- ① 固定価格販売のうち約90%をゼロエミッション電気で供給
- ② 再エネ発電比率を約75%まで引き上げ
- ③ 電力網のデジタル化による効率性やレジリエンス強化

さらに近年ではAIを活用した太陽光発電所の設計～メンテナンスまでの全ライフサイクルを管理するためのデジタルプラットフォームの作成、スマートメーターによる分散型再生可能エネルギー(約68GW)の導入、スマートグリッドのオペレーター養成プロジェクト(Energy for Growth)の立ち上げなど行っている。

また、新領域事業の開拓手段として、最先端事業を手掛けるスタートアップ企業との提携(Stewardship model/出資比率50%以下/IRR2桁以上)や、他社との共同出資(Partnership model/出資比率50%超、IRR-WACC3%まで)を行うことで、資産の流出リスクを減らしつつ各ビジネスにおけるノウハウを獲得し、新領域を拡大していくこととしている(図4)。

図4. 戦略変遷



^{*2} : EEA DIRECTIVE 2009/28/EC参照
^{*3} : Enel Sustainability Report 2010参照

ブラジル配電事業シェア20%

前述のとおり、Enelは中南米での事業拡大のため2016年から2018年にかけて30.5億ドル(約3,850億円^{*4})ほど投資した。とりわけブラジルではこれまで複数のM&A案件を通じて同国でのプレゼンスを拡大してきた。

数あるM&Aの中でも南米での電力インフラ進出にあたり一つのマイルストーンとなり、かつEnelのM&Aの要諦をおさえる買収事案として、2018年のブラジル送配電企業Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de Sao Paulo S.A.(以下、Eletropaulo)の買収が挙げられる(現: Enel Distribution São Paulo S.A.)。Eletropauloがサービスを展開するサンパウロ州はブラジルで最も発展し工業化が進んでいたが、同社の営業地域はここで24の自治体をカバーし、州内の消費電力の約34%を供給する国内最大手配電会社として知られていた(図5)。

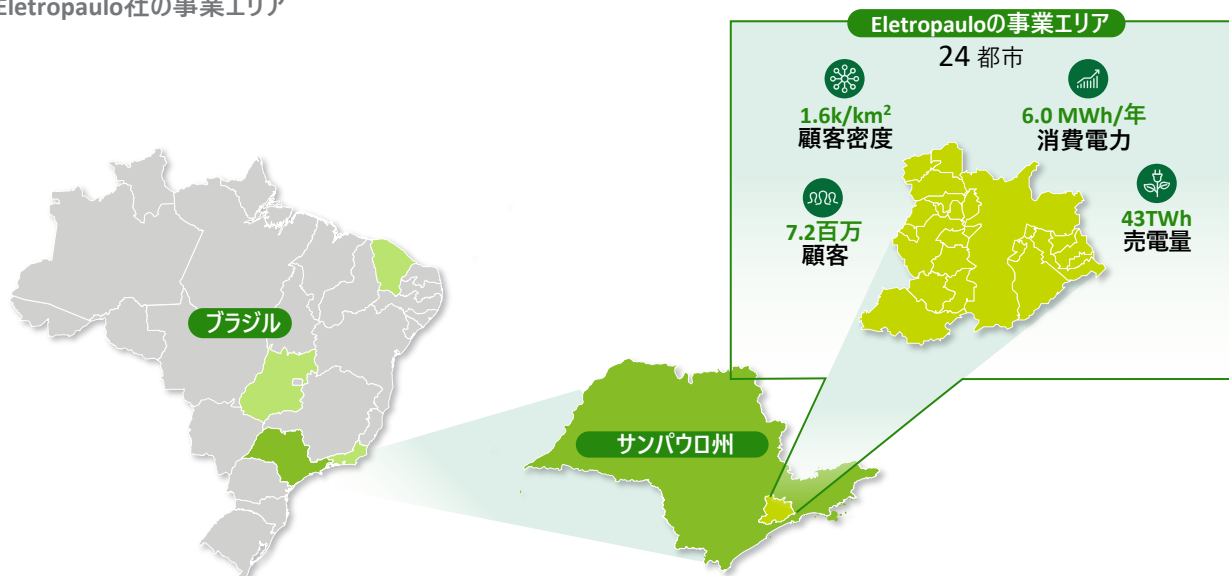
2017年中頃、当時Eletropauloの筆頭株主だったThe AES Corporation(以下、AES)がEletropauloの株式を手放す意向であると報道された。一方この時期、Enelは中南米の事業再編の最中でブラジルで配電会社買収の機会を模索していたとされ、Eletropaulo買収の入札者として名前が挙がっていた。

EnelのEletropaulo買収の狙いは主に以下の4点があったといわれている。

- ① ブラジル最大手の配電会社買収を通じて同国エネルギー業界のリーダーになる
- ② サンパウロ州というブラジルで最も発展し工業化が進んだ州の顧客基盤を獲得し、今後の成長にもつなげる
- ③ EnelおよびEnel Xの知見を活かしたコスト削減と配電網のデジタル化による効率性改善を通じた収益拡大を見込む
- ④ RAB^{*5}の成長機会による収益を最大化させる

まもなくしてEletropaulo側がNeoenergia(Iberdrolaの子会社)の提示価格(一株当たり約689円^{*6})にてほぼ合意に至ったと報じられたが、その後Enelが入札に参加したことで二社間の札入れ合戦が繰り上げられることになった。一時はIberdrolaがEuropean Commissionに向けて入札の公平性に関する抗議文を提出するに至るほど対立は激化したが、2018年6月にEnelがEletropauloの株式73.4%を取得する形で終結し、翌月には93.3%まで増資。最終的に2019年11月に残りの株式を取得し、Eletropauloを上場廃止にし完全子会社化した^{*7}。

図5. Eletropaulo社の事業エリア



*きみどり色：Enelの当時の配電事業展開地域

※Enel Group「[Corporate Presentation July 2018 \(enelamericas.com\)](https://www.enelamericas.com/enel-group/corporate-presentation-july-2018)」を参照

*4：1ドル=110円(当時のレート)

*5：RABはRegulatory Asset Baseの略で、日本語では規制資産ベース。総括原価方式で需要家から費用を回収するスキーム。原価償却費や運転維持費を電力料金に付加することができるので、積極的に設備投資することができる。

*6：一株当たり25.51リアルを当時のレートで日本円に換算

*7：買収企業はEnelの投資子会社であるEnel Brasil Investimentos Sudeste, S.A

EBITDA 2.5倍

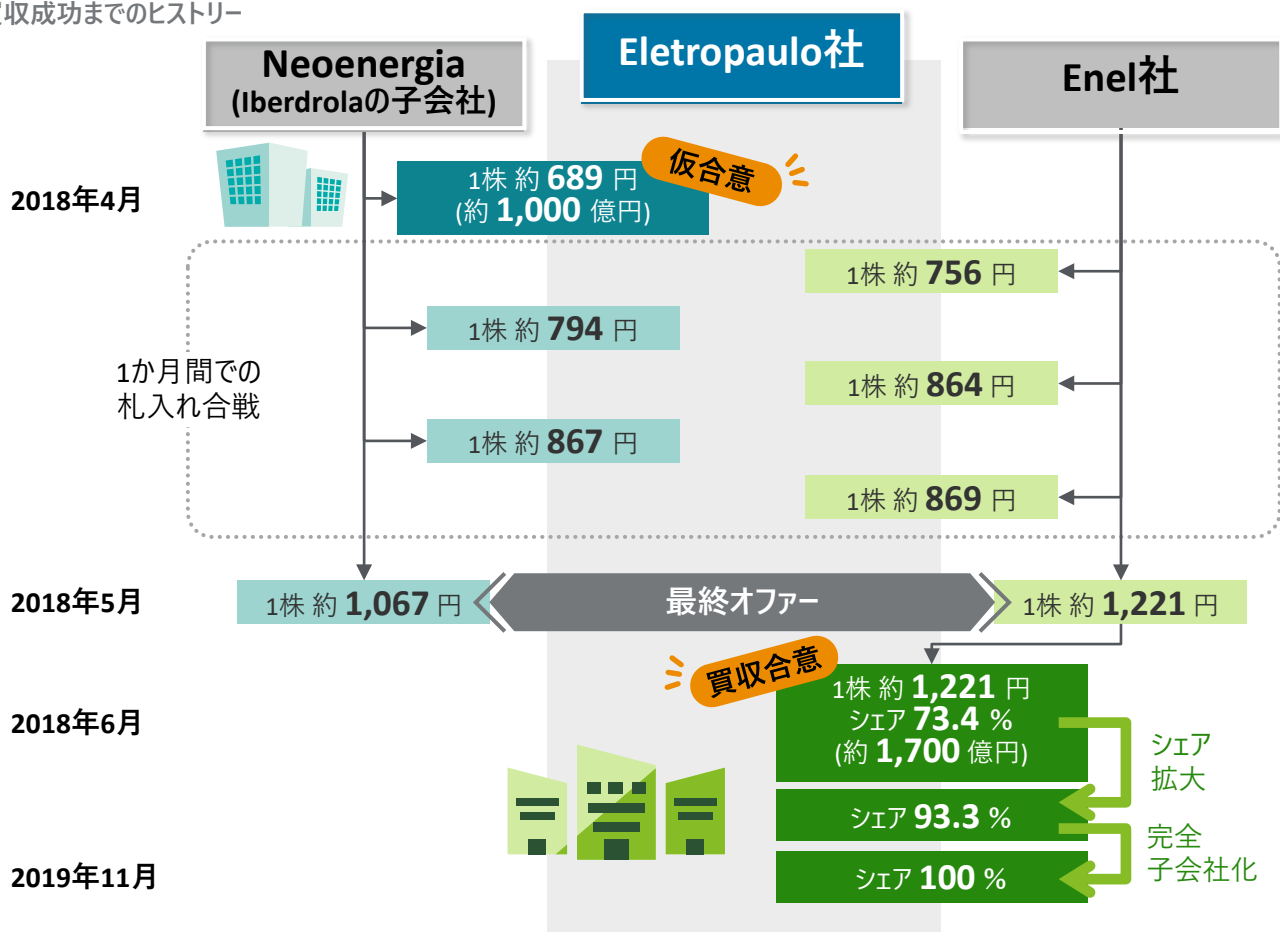
買収額 **1,000** 億円 → **1,700** 億円

AESのEletropauloの売却が報じられた数か月後、Eletropauloは公募株式を発行する旨を公表し、翌2018年4月にまずスペイン大手電力会社のIberdrola S.A.の子会社であるNeoenergia S.A.が入札に手を挙げた。

EnelによるEletropauloの買収価格は、当初Neoenergiaが提示したものを大幅に上回るものとなった。Enelがこのような価格を提示できたのは、同社が買収先に対して価値向上余地がどの程度あるかを重視することが背景にある。Enelは買収先を決定するにあたり、現状の企業価値を評価するだけでなく、買収後の自社とのシナジーによる収益拡大や事業効率化のポテンシャルを試算したうえで総合的な判断を行っていた。

例えば、Eletropauloに対しては収益性のポテンシャルを測るためにEnel傘下の他の配電会社のEBITDAと比較検討を行い、EletropauloのEBITDAが大幅に低いことがわかった。Enelは自社のノウハウや技術を投じることでEletropauloの収益性は改善の余地があると見込み、そのため最終的に一株当たり約1,221円*8(当初Neoenergiaが提示したのは一株当たり約689円)という高値を提示することができたと考えられる(図6)。

図6. 買収成功までのヒストリー



※Enelプレスリリース、Iberdrolaプレスリリースを参照 (当時のレートをもとに日本円に換算)

*8：一株当たり45.22レアルを当時のレートで日本円に換算

なおEnelは下表の取り組みを通じてEletropauloのEBITDA向上を見込めると判断した。

技術関連	① 故障削減による予防保全と投資計画の改善
	② 技術部門の人員整理
	③ リモート制御とプロセスの効率向上
営業活動関連	④ 検針業務のアウトソーシング
	⑤ 検針工程の改善
	⑥ 小売コストの最適化
その他	⑦ スマートテクノロジーの導入
	⑧ グローバル調達を活用
	⑨ サービス契約の見直し(Enelの標準に統一)

効果的だった取組の一例として、表の②技術部門の人員整理や④検針業務のアウトソーシングに関連する大胆な人件費削減が挙げられる。2019年にエネルギー配給子会社で解雇計画を発表し、勤続8年以上または55歳以上の従業員に応募資格がある依願退職を促したほか、保守サービスをアウトソーシングする等の施策によって、2019年から2022年の間に従業員23,800人から15,300人へ35%削減することに成功した。

また、⑦スマートテクノロジーの導入では、Enel XのDXソリューションを活用したスマートメータ設置を行い、スマートシティ化を行うことで都市部の電力

需給を最適化し、あらゆる機会への投資を集中させていった。2021年には、サンパウロ北部に30万台のスマートメータ設置を発表するなどブラジル各地にスマートメータ設置を実施。リモートで電力消費量を確認できるようになり、検針スタッフの削減と電力使用の効率化に貢献。

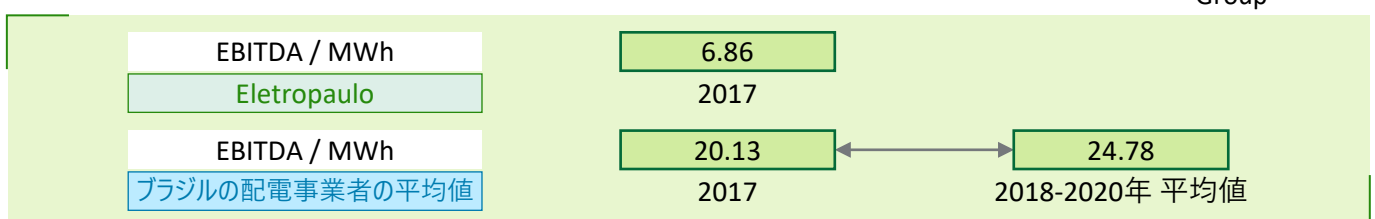
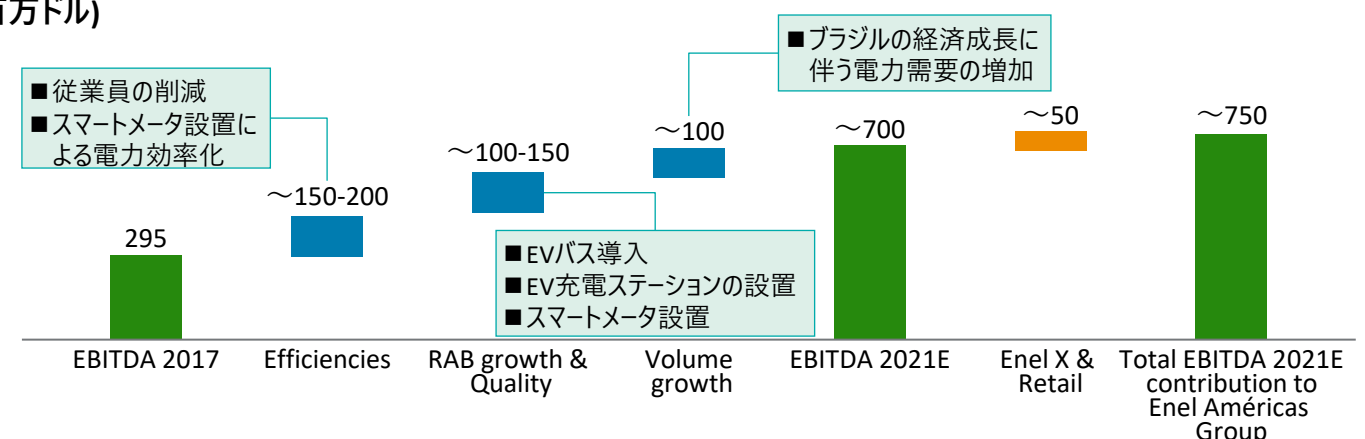
これら取組により図7に示す計画とほぼ一致する成長を遂げ、2019年から2022年の間に利益は7億7,000万レアル(231億円*)から14億レアル(420億円*)へと増加し、EBITDAマージンは16.1%から22.2%に上昇。他にも脱炭素の取組として、グリッドの系統を安定させるために系統用蓄電池を用い、再エネ発電所や水力発電所と接続することにより需給をコントロールしているほか、都市型EVバスの運行や、スマートEV充電ステーションの設置を行った。サンパウロでは217台のEVバスを運行し、年間277tのCO₂排出を抑えている。

また、2020年にはEstaparとパートナーシップを結び、空港、商業ビル、アリーナ、病院、コンドミニウムや住宅の駐車場に電気自動車の充電施設を増やす計画を立てている。現在までにブラジルの29都市に200か所の充電スポットを設置しており、2022年までに1,000か所の設置を目指している。

このようにEnelは、自社グループ全体のケイパビリティをEletropaulo社の事業に対して全面的に活用し、かつそれをM&A検討段階から企業価値向上として見込むことで、戦略的なM&Aの成功とその後の企業成長ができている。

図7. Enelが描いたEletropauloの企業価値向上シナリオ

(百万ドル)



※3.60レアル/ドルにて換算

※Enel Group「Corporate Presentation July 2018 (enelamericas.com)」を参照

*9: 当時のレートをもとに換算

最後に

今回は海外エネルギー企業における事業戦略のうちエネルギー業界の転換期におけるEnelのM&A戦略に焦点を当て、その戦略的取組の背景および成果を分析した。エネルギー企業は技術革新と環境規制の進展により新たなビジネスモデルへの適応が急務とされる中、Enelは既存の自社技術・ノウハウを横展開できる先として国外探索することで、国内では見込めない大規模市場へ参入できるとともにオペレーションを含めた長期的な関与の可能性を広げることに成功した。

特にブラジルのEletropaulo買収はIberdrolaの仮合意額に対して1.7倍の約1,700億円で合意する高額投資案件となったが、グループ内ノウハウ・技術を活用することでEBITDAマージンを約1.5倍へ押し上げるなどEnelの戦略的投資の代表例として挙げられ、南米市場でのリーダーシップを確立するうえで重要な役割を果たした。買収のための初期投資額あるいはその背景としての現状の市場価値などに捉われ過ぎず、自社が買収することによる意義付けと将来的な価値がそれ以上に見込まれた理想的なM&Aであるといえる。

日本のユーティリティ各社も様々な場面でM&Aの検討は行うが、果たしてここまで将来価値を自ら創出することを前提とした戦略的な投資判断に踏み切れているだろうか。Enelのような時代に即した大胆な舵取りとそれを加速するM&Aは、自社の戦略・考え方・ケイパビリティに対する自信の現れでもあり、一層の海外展開を目指す国内企業にとっても学ぶ点があるといえる。今後もニュースレターを通じて大きな転換点を迎えているエネルギー業界の中で、大胆な戦略転換や舵取りを行った海外エネルギー企業の取組および成果等について、定期的に情報発信を行っていきたい。

参考文献

- i. Enel S.p.A. Annual Report(1998～2023)
- ii. Enel Group Press release
- iii. Enel Strategic Plan(2010-2014/2024-2026)
- iv. Enel Américas Strategic Plan(2018-20/2019-21)
- v. Enel Américas Corporate Presentation, July 2018
- vi. Enel 2013 Results 2014-2018 Plan

執筆者

大倉 一郎 Ichiro Okura

執行役員 / パートナー

向井 元一郎 Motoichiro Mukai

シニアマネジャー

佐藤 優衣 Yui Sato

マネジャー

田中 寛樹 Hiroki Tanaka

マネジャー

多田 善紀 Yoshinori Tada

シニアコンサルタント

佐伯 健一 Kenichi Saeki

コンサルタント

山田 圭介 Keisuke Yamada

ディレクター

李 銀飛 Eunbee Lee

マネジャー

堀之内 利浩 Toshihiro Horinouchi

マネジャー

依田 尚也 Hisaya Yoda

シニアコンサルタント

高橋 里也子 Riyako Takahashi

シニアアソシエイト

水野 真理 Mari Mizuno

コンサルタント

Deloitte.

デロイト トーマツ

デロイト トーマツ コンサルティング 合同会社 エネルギーセクター

〒100-8361 東京都千代田区丸の内3-2-3 丸の内二重橋ビルディング
TEL：03-5220-8600 / FAX：03-5220-8601
pur_center_of_intelligence@tohmatsu.co.jp

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイト ネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ 合同会社ならびにそのグループ法人(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ リスク アドバイザリー 合同会社、デロイト トーマツ コンサルティング 合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャル アドバイザリー 合同会社、デロイト トーマツ 税理士 法人、DT 弁護士 法人およびデロイト トーマツ グループ 合同会社を含む)の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスク アドバイザリー、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー、税務、法務等を提供しています。また、国内約30都市に約2万人の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト、www.deloitte.com/jpをご覧ください。

Deloitte(デロイト)とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド("DTTL")、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人(総称して"デロイト ネットワーク")のひとつまたは複数を指します。DTTL(または"Deloitte Global")ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTLおよびDTTLの各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTLはクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。デロイト アジア パシフィック リミテッドはDTTLのメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィック における100を超える都市(オークランド、パノコク、北京、ベンガルール、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、ムンバイ、ニューデリー、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む)にてサービスを提供しています。

Deloitte(デロイト)は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー、リスク アドバイザリー、税務・法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約9割の企業や多数のプライベート(非公開)企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来175年余りの歴史を有し、150を超える国・地域にわたって活動を展開しています。"Making an impact that matters"をパーパス(存在理由)として標榜するデロイトの45万人超の人材の活動の詳細については、www.deloitte.com をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド("DTTL")、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約(明示・黙示を問いません)をするものではありません。またDTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTLならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2024. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



IS 669126 / ISO 27001



BCMS 764479 / ISO 22301

IS/BCMSそれぞれの認証範囲はこちらをご覧ください
<http://www.bsigroup.com/clientDirectory>