

グローバルにおける 自動車部品サプライヤー 業界の統合 2013年版

本調査は、グローバルにおける自動車部品サプライヤーがほかのサプライヤーを買収する能力およびその意欲に関する調査である。

グローバルにおける自動車部品サプライヤーのM&A活動は、2013年には25%程度減少すると予想されている。

目次

エグゼクティブサマリー	1
2012年の傾向が2013年にも継続	2
成長局面における注意点	4
将来の市場競争の激化	6
買収する企業としない企業 — 調査結果の考察	7
急速に合併が進むパワートレインおよびシャーシセグメント	10
今後の展望	11
PwCの手法	12

エグゼクティブサマリー

2013年の自動車部品サプライヤーのM&A活動は25%減少するものの、平均取引規模は増加することが見込まれる。

2013年の買収企業のトップは、引き続き、グローバルにおける自動車部品サプライヤー100社のうち最大規模である北米の自動車部品サプライヤーとなることが予想される。

一方、2013年に最も業績が不振となったのは、欧州の自動車部品サプライヤーであり、これは2年連続である。

パワートレインやシャーシのサブシステムの合併が加速している。

中でも、韓国の自動車部品サプライヤーの売上は約20%と最も高い伸びを見せており、利益率も最も高まっている。一方、日本のサプライヤーの利益は5%下落し、中国のサプライヤーの利益は19%と大幅に低下した。

世界的な自動車業界の生産高は2012年に史上最高を記録し、2013年も同水準となるとの見通しだが、自動車部品サプライヤーの合併および買収(M&A)活動は、2011年の水準と比べて大幅に減少している。PwCは、2013年にグローバルで約180の自動車部品サプライヤーによるM&A案件が成立すると予想しており、これは2011年に成立した約303件という案件数から減少している。私たちはこの理由として、北米の自動車産業による二桁成長も終盤を迎え、欧州の自動車部品サプライヤーの多くがいまだに欧州の自動車業界の不況の影響を受けているためと考えている。

勝者と敗者

世界最大の自動車部品サプライヤー100社のうち27社が北米の自動車部品サプライヤーであり、これらは今後強力な買収企業となる可能性があると見ている。このような状況は3年連続して続いている。実際に、PwCが調査で認識した14社のグローバルにおける買収企業のうち、8社が北米の自動車部品サプライヤーであり、欧州の自動車部品サプライヤーは4社のみ、日本と中国の自動車部品サプライヤーはそれぞれ1社のみであった。前年度に続き、2013年も欧州の自動車部品サプライヤーが最も業績不振に直面しており、特に小規模な欧州の自動車部品サプライヤーは不況に見舞われ、さらなる倒産が予想される。

ここ2年間は、パワートレインやシャーシシステム業界におけるM&A活動が最も活発になっており、今後も継続していくと見られる。現在、世界的なM&Aディールの53%は、ほとんど統合が進んでいないこのセグメントで行われている。

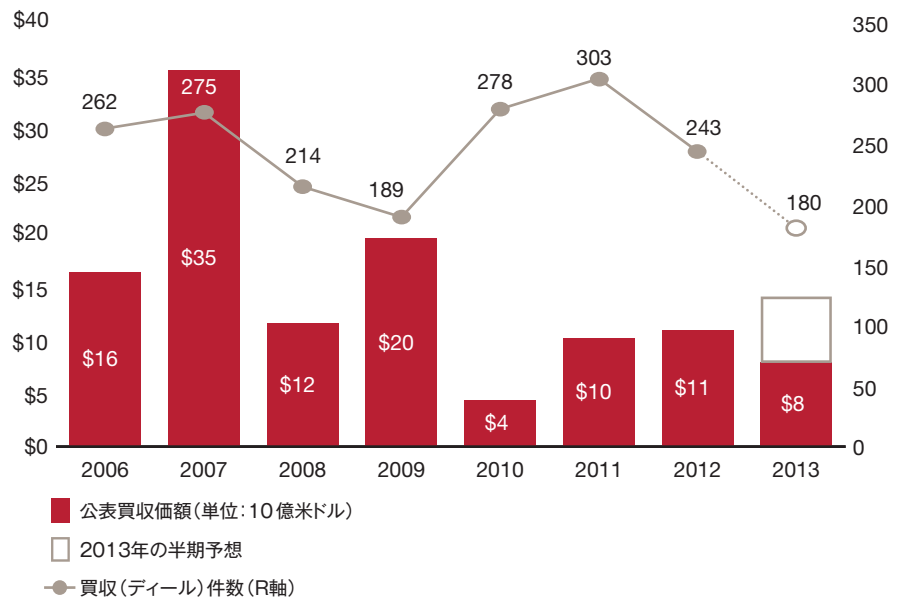
韓国的大幅な成長と中国の停滞

2012年の韓国の自動車部品サプライヤーの売上は2011年比20%増加しており、これにはヒョンダイの成功が大きく寄与している。一方、中国の自動車部品サプライヤーの利益は19%減という大幅な減少を見せている。これは中国で乗用車生産の成長が停滞した上に、商用車セグメントの製造が落ち込んでいるためである。北米の自動車部品サプライヤーの成長率は1%であり、利益率は1%増となっている。

2012年の傾向が2013年にも継続

自動車部品サプライヤーのM&A活動は、記録的な伸びを見せた後、休止しており、2013年のディール量は25%減少している。

図1:2007年から2012年までの自動車部品サプライヤーによるM&A活動(成立したディールのみの年度累計



出典: Thomson Reutersおよびそのほか公表されている情報源

2013年前半、自動車部品サプライヤーのディールで成立したものは99件のみであった。M&A活動のこのような減少傾向は継続すると見られ、世界全体でのディール成立件数の合計は、2011年の303件、2012年の243件から、2013年はおよそ180件と予想される(図1参照)。2009年から2011年にかけて統合のスピードが加速していたため、この落ち込みは大きな話題となっている。

ディール数は低い一方で、驚くべきことにディールの取得価額は増加している。一例として、大手プライベートエクイティによるDuPont Performance Coatingsのカーブアウト型買収が今年ついに成立し、買収価額は40億米ドルを上回った。このディールだけで、2012年に成立した全てのディールの取得価額合計の三分の一を占めている。その他注目度が高く大規模な取引が現在交渉中または検討中であることにより、2013年の取得価額は2012年の数値を上回ることが見込まれる。

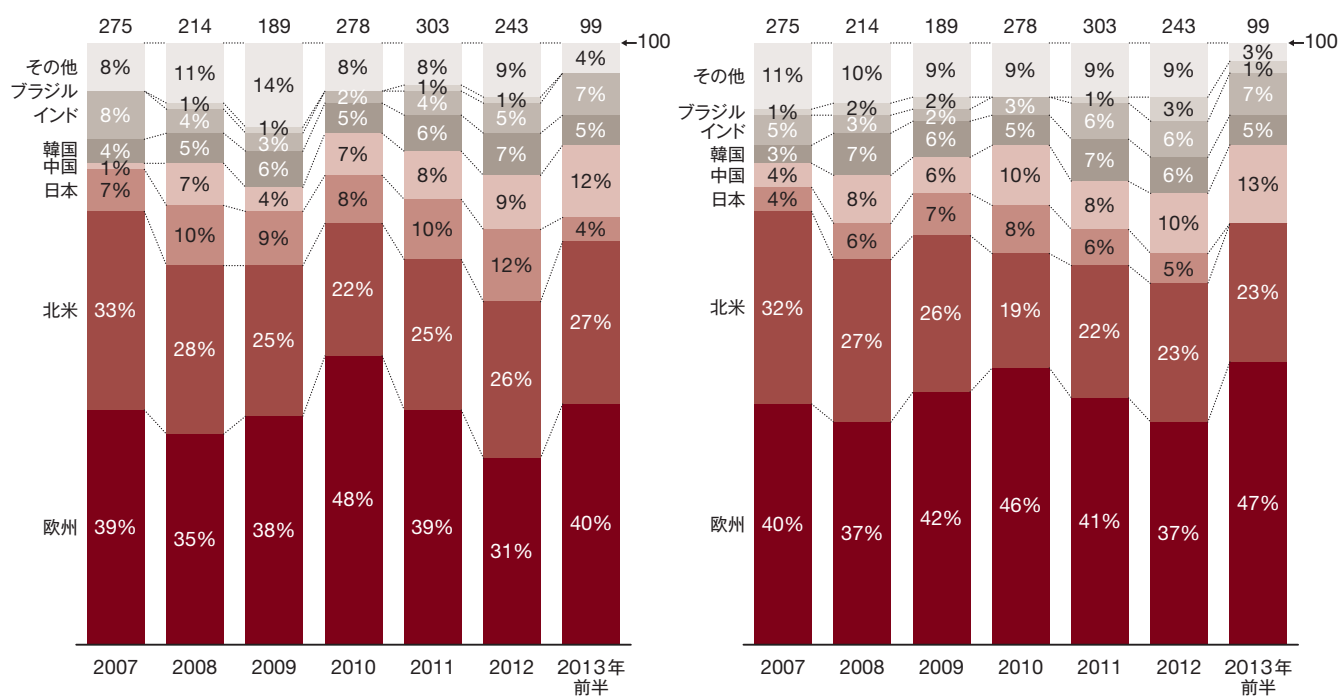
全体像

自動車部品サプライヤーのディールの地域ごとの分布から、中国の自動車部品サプライヤーは買収活動のシェアを伸ばしており、2013年には買収活動をより強化していくことが明らかである(図2参照)。2013年には、中国の自動車部品サプライヤーは買収企業全体の12%を占めており、買収ターゲットとしても全体の13%を占めている。欧州の自動車部品サプライヤーは、自動車部品サプライヤー業界最大の買収ターゲットとなっており、被買収企業全体の47%となっている。

図2：2007年から2013年までの地域別自動車部品サプライヤーによるM&Aディール件数の年度累計(成立したディールのみ、成立年度別)

(取得企業本社 単位:%)

(買収対象先本社 単位:%)



出典: Thomson Reuters, PwCによる分析

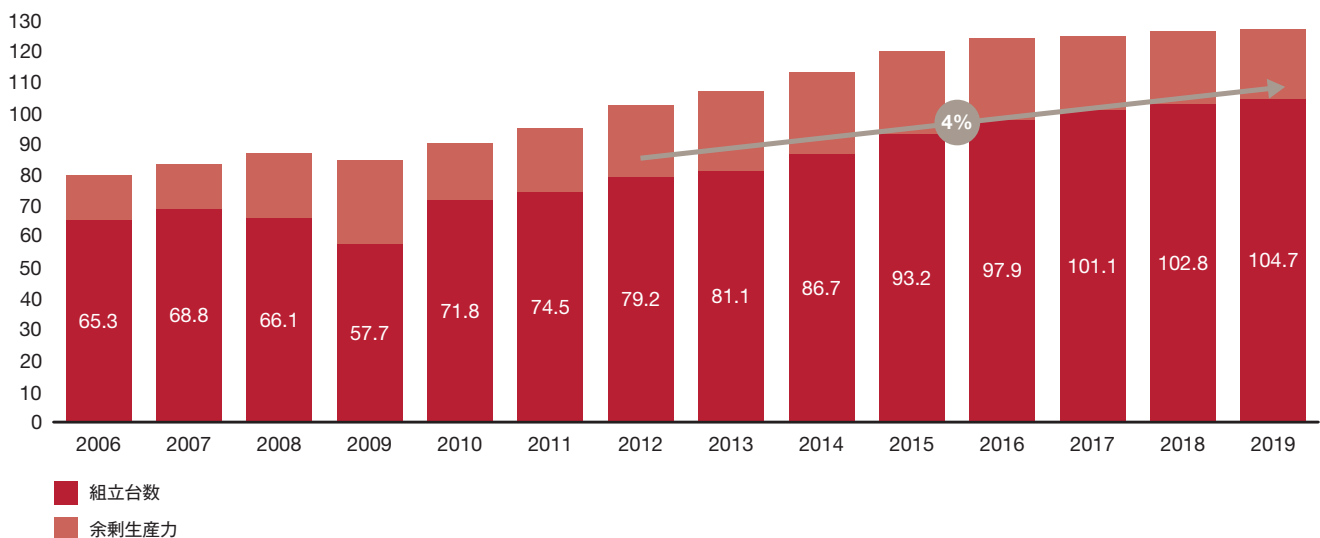
成長局面における注意点

車両生産台数は、記録的なレベルにあり、多数の潜在的な買収ターゲットが存在する一方、ディール件数は減少している。このように市場が成長しているにもかかわらず、M&A活動が停滞している要因は何か。

自動車産業が成長市場であることは明白である。2013年には全世界の自動車生産台数は8100万台と非常に高い水準に達し、年平均成長率約4%が見込まれ、早ければ2017年には1億台に達することが予想されている(図3)。北米では、自動車生産台数は2011年の1310万台から安定的に増加しており、2013年には1620万台、2017年

までには1800万台を超えると予想されている。これは、不況によって業界が多大な影響を受けて以来、記録的な生産台数である。世界最大の自動車生産国である中国は、向こう10年間で既存の大きな生産基盤にさらに1000万台を追加し、世界の成長を先導すると見られている。

図3: 乗用車組立に関する見通し 2013年対2019年: グローバル (単位: 百万台)



出典: Autofacts2012年第三四半期データリリース

世界の車両生産台数の年平均成長率は

4%と予想され、
2017年頃には
1億台を超えると
見られている。

自動車部品サプライヤーの統合は 今後の動向 何故減速しているのか。

買い手の多くは、大手の北米自動車部品サプライヤーまたは欧州の自動車部品サプライヤーのいずれかであるため、統合に歯止めをかける主な要因は以下のとおりと考えられる。1) 以前からグローバルにおいて自動車業界におけるM&Aを盛んに行ってきた欧州の自動車部品サプライヤーは、現在の不況環境において、ほかの事業を買収するだけの余剰資金がない。2) 北米の自動車部品サプライヤーは、自国の市場で4年間続いた10%以上の成長が終わりに近づいていると考え、M&A活動に慎重になっており、これを手控えている。3) 中国の自動車部品サプライヤーは、買収企業としての存在感を高めているが、特に自国の市場成長が落ち込んでいる中、ディール量の減少を穴埋めできる程ではない。

ディール量は減少しているものの、取得価額は上昇しており、現在大型のディールが数多く検討されていることから、現在のM&A活動の停滞状況から間もなく脱却することが予想されている。世界的な生産量のシフトや、景気低迷により価値の高い買収ターゲットを低価格で買収することが可能になったことにより、近年事業統合の波が加速している。2015年以降、欧州市場の好転に伴い、欧州の自動車部品サプライヤーは再びM&Aに意欲的になり、ディールの実行が可能となるであろう。次の自動車部品サプライヤー統合の波は、テクノロジーの動向や、OEMの事業基盤のグローバル化を支える必要性によって誘発されることが見込まれており、最近行われたWangxiangによるA123システムの買収など、中国の自動車部品サプライヤーが関与した取引が増え始めていることから、今後は合併において中国の自動車部品サプライヤーの果たす役割が大きくなっていくことが考えられる。総じて、2015年までにディール件数はおよそ300件となることが予想されている。

将来の市場競争の激化

世界のサプライヤーの動向

2011年から2012年にかけて、北米、韓国、インドの自動車部品サプライヤーの平均利益のみが上昇し、ブラジル、中国、欧州および日本の自動車部品サプライヤーの平均利益は下落を見せた(図4)。中国企業の利益は19.3%下落したが、売上高は3.6%のみの減少であった。調査では、100社以上の中国の自動車部品サプライヤーが対象となったが、当該分析にあたって十分なデータを有していたのは56社であった。

・韓国がトップ

韓国の自動車部品サプライヤーは類を見ない程に売上を伸ばしてい

る。2011年から2012年にかけて、韓国の調査対象企業は平均売上高を19.7%伸ばし、平均利益は23%の伸びであった。このような目覚ましい成長は、現代が世界中でマーケティングを成功させ、自動車部品サプライヤーがそれに乗じたことによるものであったと見ている。

・日本は後れを取っている

一方、日本の自動車部品サプライヤーは、同時期に平均5.6%の減収となっている。この業績低迷の要因は、日本の自動車販売高の落ち込みに加え、日本円の為替リスクを回避するために日本のOEMメーカーが

自動車生産拠点の大部分を日本から販売拠点のある地域に移転するといった大規模な業界構造改革が行われたことである。

例えば、トヨタは過去に北米で販売される全車両の35%から40%を輸入していた。現在は、北米で販売される車両について、組立て作業の85%から90%を現地で行うことを最終目標として、車両生産拠点のシフトを行っている。

図4：地域別の自動車部品サプライヤーの売上およびEBITDA実績

	売上**				EBITDA**				2012年平均 (10億米ドル)	2011年の 売上に対する EBITDAの 割合(%)	2012年の 売上に対する EBITDAの 割合(%)
	2011年 合計 (10億米ドル)	2012年 合計 (10億米ドル)	△%	件数	2012年 平均	2011年 合計 (10億米ドル)	2012年 合計 (10億米ドル)	△%			
グローバル100社*	661	668	1.0%	83	8	70	69	-0.6%	0.8	10.6%	10.4%
ブラジル	4	4	-7.3%	8	0.4	0	0	-28.5%	0	12.7%	9.8%
中国	32	31	-3.6%	56	0.5	4	3	-19.3%	0.1	12.1%	10.1%
欧州	297	307	3.6%	69	4.5	34	34	-0.2%	0.5	11.6%	11.2%
インド	22	24	5.7%	44	0.5	2	3	5.0%	0.1	10.7%	10.6%
日本	208	196	-5.6%	34	5.8	20	19	-5.3%	0.6	9.7%	9.8%
北米	236	238	0.9%	71	3.4	25	25	0.9%	0.4	10.5%	10.5%
韓国	51	61	19.7%	46	1.3	5	7	22.9%	0.1	10.4%	10.7%

*グローバル100社の数値は、地域別の数値にも含まれている。

**財務数値には、自動車販売による収益のみを含む。

出典：CapIQ、公表された財務データ、PwCによる分析

買収する企業としない企業—調査結果の考察

特にグローバル100社に含まれる北米の自動車部品サプライヤーが、3年連続で最も有力な買収企業となっている。

PwCのスコアリング手法について

PwCの調査では、773社の自動車部品サプライヤーのそれぞれについて、以下のスコアを付けた。

- ・ 買収能力を測定するための**買い手**スコア
- ・ 買収意欲を測定するための**買い手姿勢**スコア
- ・ 特定資産を売却する意図を反映した**売り手**スコア
- ・ 財務上の問題を示す**潜在的な問題**スコア



主要な自動車部品サプライヤー

グローバル100サプライヤー：自動車関連売上高がおおむね25億米ドルを越える企業。グローバル100社のうち27社が北米、38社が欧州、24社が日本の自動車部品サプライヤーである。

潜在的買手：買手スコアに基づき、財務上・業務上買収を行う能力があると測定された自動車部品サプライヤー。

買収企業：買手姿勢スコアに基づき、買収を行う可能性が最も高い潜在的買手。

売り手：手元流動性の問題や、自社のポートフォリオの最適化などのため、事業部門または事業全体を売却することを検討している自動車部品サプライヤー。

潜在的な問題企業：財政支援や再建を必要としている、または買収を受けやすい状態にある自動車部品サプライヤー。

グローバル100
自動車部品サプライヤーの多くが
買収を行っているが、
最善の立場にあるわけではない。

2013年の調査のスコアは、グローバルにおける自動車部品サプライヤー業界の全体像を示している。

グローバル100社中、北米自動車部品サプライヤーは、0から10のうち6.7という最も高い平均買手スコアを獲得し、グローバル100社中の欧州の38社と日本の24社を上回っていた(図5)。調査では、グローバル100社とは関係なく全ての北米の自動車部品サプライヤー132社の平均買手スコアは5.7であり、そのほかの地域を上回った(一方、中国の自動車部品サプライヤー109社の平均スコアは5.0であった)。しかし、これは単に財務面での実行可能性の問題ではない。多くの自動車部品サプライヤーが高い買手姿勢スコアを有しており、これは買収

への意欲が高まっていることを意味している。

欧州のグローバル100自動車部品サプライヤー38社のうち、2013年の買収企業リスト上位10位に入ったのは3社のみであった(一方、北米は6社、中国の自動車部品サプライヤーは1社)。これは、欧州が現在厳しい状況にあることを示唆している。欧州のグローバル100自動車部品サプライヤーの売手スコアは6.1で、これは当該カテゴリーにおいて、2年連続で全地域中最高水準のスコアとなった。潜在的問題スコアは5.7で、217社の全ての欧州自動車部品サプライヤーが、潜在的問題のある脆弱な自動車部品サプライヤーのカテゴリーで高水準となった。

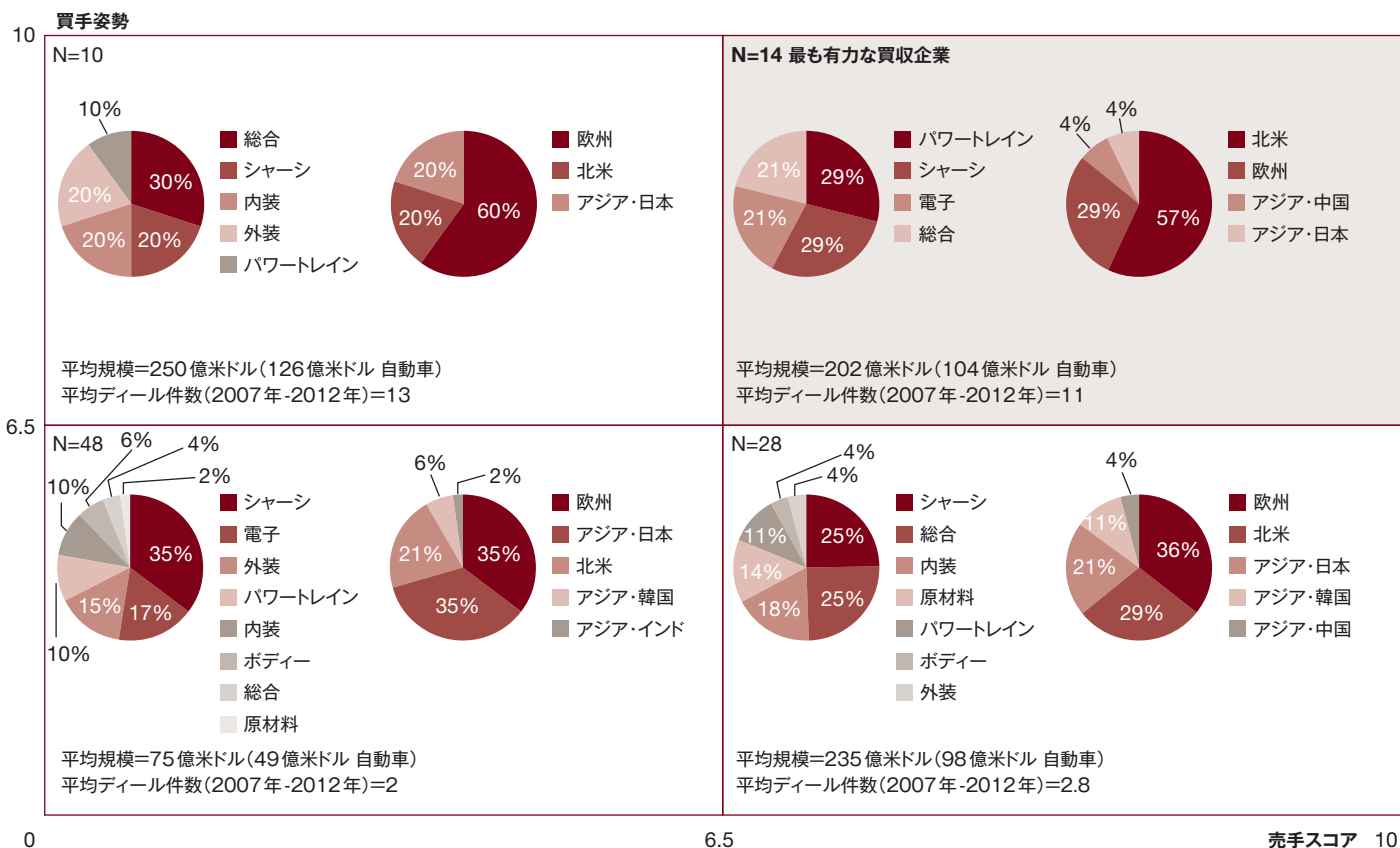
図5：地域別平均スコア

	企業数	買手スコア	売手スコア	潜在的問題スコア
中国	109	5.0	5.5	5.6
インド	68	4.5	5.4	5.8
日本	136	5.2	5.5	5.5
韓国	68	5.1	5.2	5.4
欧州	217	4.9	5.3	5.7
北米	132	5.7	5.0	5.1
南米	24	4.6	6.0	6.0
グローバル100社*	100	6.3	5.9	5.4
日本のグローバル100社	24	6.1	5.8	5.5
欧州のグローバル100社	38	6.0	6.1	5.6
北米のグローバル100社	27	6.7	5.9	5.0
合計(全体平均)	773	5.1	5.3	5.5

■ カテゴリー中最高スコア ■ カテゴリー中最低スコア

出典：公表された財務データ、PwCによる分析

図6：グローバル100自動車部品サプライヤーの買手スコアおよび買手姿勢スコア



出典:PwCによる分析

今年度のPwCの調査では、総じて、買手スコアおよび買手姿勢スコアが高いことは、北米の自動車部品サプライヤーが最も強力な買収企業となりうることを示している。グローバル100社において、買手姿勢スコアと買手スコアが6.5を上回っている14の最も有力な買収企業のうち、8社が北米企業、4社のみが欧州企業、中国、日本企業は各1社のみであった(図6、右上図)。グローバル100自動車部品

サプライヤーのうち買手姿勢スコアは高いが買手スコアは低い企業も多数ある。これは買収を行ってきており、今後も引き続き行うであろうが、これらの買収を実行する上で財務面・オペレーション面での適切な体制が整っていないことを意味している(図6の左上図)。

最も有力な買収企業は過去6年間で平均11件の買収を行った。これは驚

異的なペースである。しかし、これらの自動車部品サプライヤーは世界を先導する自動車部品サプライヤーでもあり、財務的に健全である。一方、買手姿勢スコアは高いが買手スコアが低い図6左上図の企業は、過去6年間で13件の買収を行っており、買収のペースが速すぎたといえる。これらの企業の多くが欧州自動車部品サプライヤーであるが、その多くは現在問題を抱えている。

急速に合併が進むパワートレインおよびシャーシセグメント

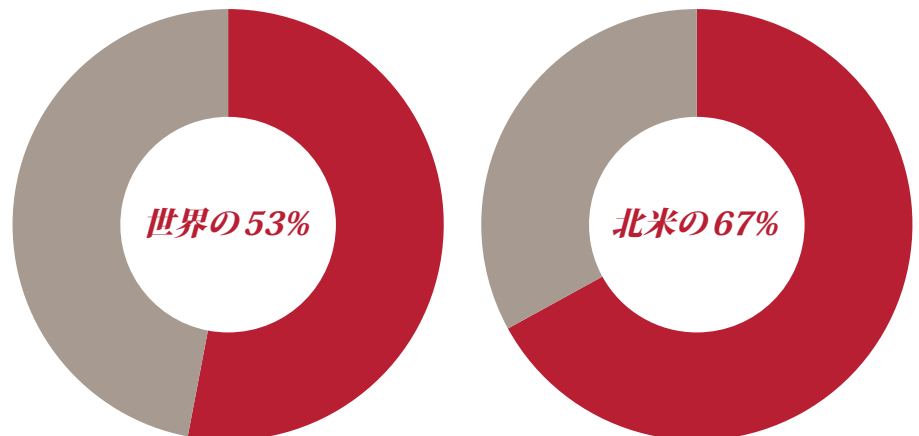
グローバル100自動車部品サプライヤー中、最も有力な14社の買収企業のうち8社はパワートレインもしくはシャーシサプライヤーである。

世界中における全てのディーラーの53%がパワートレインもしくはシャーシシステムに関連するものであり、北米ではこの割合がさらに高い(67%)。これらのセグメントの供給体制は、例えば、内装または外装サプライヤーのようにはまだ統合が進んでおらず、テクノロジー面での重要な動向により影響を受ける。世界の多くの国・地域において自動車OEMが直面する、かなり厳格な排出規制や燃料

節約規制の実施を踏まえ、自動車業界はこれらに対応するため数多くの技術開発に着手した。特にパワートレインセグメントでは、直接噴射やターボ過給技術に加え、小排気量エンジンおよび7、8、もしくは9個ものギアを備えたトランスミッションが増加した。シャーシシステムの高度化には、高強度鋼、アルミニウム、カーボンファイバーの使用量増加が必要となる。

過去20年間で、活発なM&A活動により、自動車外装および内装セグメントが縮小再編されたが、パワートレインおよびシャーシ部品の製造業者は、まだ数百社存在している。当面はこれらの領域での統合が増加すると予想しており、PwCの調査から、現在も統合が進んでいることが示されている。

パワートレインおよびシャーシのM&A取引



今後の展望

2014年以降の業界動向予想

欧州の自動車業界は、2015年以降回復していくと見られる。これは、日本および韓国のOEMが自国の製造拠点を継続的に欧州領域内に現地化していくことに加え、売上の緩やかな伸びによるものと考えられる。乗用車の追加生産が3百万台を超え、欧州に重点投資していた自動車部品サプライヤーに安心感を与えることができる。

中国は将来の成長に拍車をかけている。今年、中国では自動車販売台数が落ち込んでいるものの、PwCやその他の専門家、中国での車両生産は今後7年間でさらに1000万台増加すると見込んでいる。中国の国内OEMおよび国際的な合併によるOEMはいずれも、より多くの工場を建設することが予想される。現在から2019年までに、10以上の車両組立工場が開設される予定である。興味深いことには、主要な合併企業によるOEMのほとんどが、中国の国内プレーヤーと競争するために中国で低コストブランドを構築しようとしていることである。また、中国の国内OEMと国際的なOEMのシェアはそれほど変動しないものと見られている。PwCは中国の高級車市場が急速に成長することも予想している。中国の自動車部品サプライヤーは、真の大手グローバル自動車部品サプライヤーへと成長する上でまだ初期段階にあるが、自動車部品サプライヤー同士の統合とグローバルな合併の両方で非常に大きな役割を果たすものと見られている。グローバル100社中、既に2社が中国の自動車部品サプライヤーである。そして、10社以上が、向こう2年から3年間でこのトップ自動車部品サプライヤーの一員となるために力を入れている。

インド、ブラジルおよびロシアは、今後7年間にかけて車両生産を大幅に増加させていく。これら三カ国の車両生産高を合算しても中国の組立量の半数にしかならず、この状況は2019年まで続く見込みである。2016年以降に高額な輸入税を回避するため、ブラジルおよびロシア現地で車両組立を行うことが必要とされる。多くの自動車部品サプライヤーは、政府介入に関する不確実性から、ロシアへ積極的に進出している。

グローバル展開している自動車部品サプライヤーは、今後も引き続き技術動向に影響を受けることになる。OEMメーカーは、引き続き、グローバルな事業基盤を展開することに焦点を当てていくと見られている。自動車部品サプライヤーは、中核事業分野に注力することにより、新しいビジネスの獲得について、数は少ないが、より大きな機会を得ることができると見られている。車両のライフサイクルは今後5年まで短縮されていくと予想される。大量生産のセグメントに属する車種については、2年から3年ごとに改良が行われる。改良のほとんどがダッシュボードや特定の内装部品に関するため、特に内装・外装自動車部品サプライヤーや自動車金型メーカーに影響を及ぼす。PwCは、特に欧州の製造業者の間で製品の種類が増加し、新たな金型への投資が必要となると予想している。平均燃料節約(CAFE)規制やその他の排出規制は、引き続き軽量素材や直接燃料噴射またはターボチャージャーなどの先進的なパワートレイン技術の進化と革新をけん引する。これはパワートレインや構造分野での競争を激化させ、対応の遅い企業は取り残されていく。

PwCは、世界的な773社の自動車部品サプライヤーについて、30の指標に基づき情報収集および分析を行った。

『グローバルにおける自動車部品サプライヤー業界の統合』は6年連続で公表されており、全ての主要な自動車メーカー市場を代表する、自動車産業専門家のグローバルチームによって収集された財務的・業務的・戦略的データに基づくものである。PwCは、ブラジル、中国、欧州、インド、日本、北米および韓国などの主要な地域からの773社の自動車部品サプライヤーについて調査を行った。2012年、車両および車両以外の収益の合計は、2兆8420億米ドルであった。調査対象はtier 1、tier 2、tier 3の自動車部品サプライヤーと原材料の自動車部品サプライヤーであった。

公表された情報源からのデータのほか、業界のオブザーバー、一部の選定された自動車部品サプライヤー、OEMへのインタビューなどを含む固有の調査により、各カテゴリについて適切に加重された30の変数を用いたモデルを実行した。変数は、以下の八つのカテゴリに関して、自動車部品サプライヤーの財務・オペレーション・戦略を評価することとした。

- ・ 規模および重要性
- ・ 資本の構成および健全性
- ・ セグメントの商品体系
- ・ 事業の健全性
- ・ 事業の柔軟性
- ・ 顧客基盤
- ・ 所有者構造および管理
- ・ 買収実績

また、それぞれの自動車部品サプライヤーの被買収もしくは破綻の可能性、またはほかの企業の事業一部またはすべてを買収する可能性について反映したスコアが算定された。調査対象企業の多くが株式非公開であったが、調査対象の全自動車部品サプライヤーの80%を評価するのに十分なデータを収集することができた。

PwCについて

PwCの自動車産業プラクティス(グループ)について

私たちの自動車産業プラクティス(グループ)では、業界での豊富な経験を活用して、複雑な経営課題を会社が効率的かつ高品質な方法をもって解決できるよう支援しています。

私たちの競争上の強みの一つは、自動車産業における製品開発、製造、サプライチェーンおよび部品調達業務に固有の専門知識を有するグローバルな業界スペシャリストから成る、PwCの自動車マネジメントコンサルティングチームです。自動車産業マネジメントコンサルティングチームは本研究の基礎となる調査を実施しており、4,800人を超える専門家集団を擁し、クライアントがグローバル市場において有効な競争力を獲得するため、将来予想、提案、意思決定などを支援するための見解および分析結果の提供を行います。

本レポートやPwCのコンサルティングサービスの具体的に関することをお問い合わせ先

Dietmer Ostermann
グローバル・自動車アドバイザリー・リーダー
dietmar.ostermann@us.pwc.com
+1 313 394 3220

Christopher Recktenwald
ディレクター
christopher.recktenwald@us.pwc.com
+1 313 394 3263

Chad Mollin
マネージャー
cha.a.mollin@us.pwc.com
+1 224 622 2593

Jonathan LaCross
シニア・アソシエイト
jon.lacross@us.pwc.com
+1 312 298 3937

本調査にご協力いただいた方々に感謝の意を表します。
Gylherme Brito, Kelvin Chin, Ryan Chung, Nawaz Ghia, Douglas Gilman, Brandon Mason, Alex Min, Jochen Morr, Charles Quan, Swetha Ramdas, Divya Sharma, Chris Skaggs, Shinsuke Suzuki, Junji Yumoto

日本のお問い合わせ先

プライスウォーターハウスクーパース株式会社
岩嶋 泰三
パートナー
taizo.iwashima@jp.pwc.com
03-3546-8480

平地 辰二
シニアマネージャー
tatsuji.hirachi@jp.pwc.com
03-3546-8480

www.pwc.com/jp

PwCは、世界157カ国に及ぶグローバルネットワークに184,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスの提供を通じて、企業・団体や個人の価値創造を支援しています。詳細は www.pwc.com/jp をご覧ください。

PwC Japanは、あらた監査法人、京都監査法人、プライスウォーターハウスクーパース株式会社、税理士法人プライスウォーターハウスクーパースおよびそれらの関連会社の総称です。各法人はPwCグローバルネットワークの日本におけるメンバーファーム、またはその指定子会社であり、それぞれ独立した別法人として業務を行っています。本報告書は、PwCメンバーファームが2013年9月に発行した『Consolidation in the Global Automotive Supply Industry 2013』を翻訳したものです。電子版はこちらからダウンロードできます。

www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/report.jhtml

オリジナル(英語版)はこちらからダウンロードできます。

<http://www.pwc.com/gx/en/automotive/industry-publications-and-thought-leadership/consolidation-in-the-global-automotive-supply-industry-2013.jhtml>

日本語版発刊日： 2014年2月 管理番号： M201310-1

©2014 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.