

2021年の建設業界動向

2022年3月

2021年主要トピック

1

建築案件における採算性の悪化

- 東京五輪の関連案件をはじめとした好環境下での受注工事が一掃され、厳しい競争環境で受注した採算性の高くない案件への入れ替わりが進んだ
- 資材価格の高騰も相俟って、2021年は前年比で利益率が悪化するゼネコンが多く見られた

2

防災・減災 国土強靱化

- 2021年度は「防災・減災、国土強靱化のための5か年加速化対策」の初年度にあたり、同政策が牽引する形で土木の事業環境は堅調に推移し、今後も安定的な受注環境の継続が見込まれる

3

脱炭素社会に向けた 取り組みの加速

- 2021年4月に日本の温室効果ガス削減目標の26%から46%への引き上げが発表
- 大手デベロッパーはZEB・ZEHに関する取り組みを加速させ、中には全施工者に対する建築時のCO2排出量の算出や削減計画書の提出、建築現場での使用電力のグリーン化を要請を予定/開始を発表する会社も現れた

4

2024年問題に向けた 労働環境の改善

- 2024年からの残業上限規制の強化に向け、人材不足の解消を目的に労働環境改善の動きが加速。育休制度・フレックス制度の拡充や週休3日制を導入する会社も見られた
- 生産性向上の観点から、BIM/CIM等を用いたDX化推進の流れも活発になり、個別企業の枠を超えた業界全体としての取り組みが今後も加速すると見られる

5

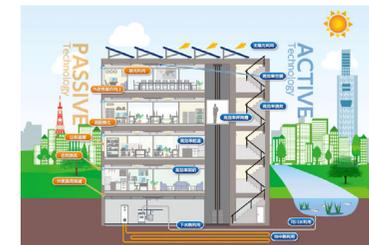
財務リストラに伴う M&A機会の増加

- コロナ禍によって影響を受けた非建設企業が、財務リストラに伴い、ノンコアである建設関連子会社を売却するケースが増加
- 2021年はフジクラによるフジクラエンジニアリングの売却の他、西武HD傘下の西武建設の売却プロセスが進行中との報道もなされた(2022年1月にミライトHDへの売却発表)

6

アクティビスト との対立

- 旧村上ファンドをはじめとしたアクティビストファンドによる建設会社への投資が近年目立っていたが、2021年も会社側とファンド側が対立するケースが散見された
- 特に西松建設、安藤・間は株主還元策を巡って従前から対立していたが、最終的にそれぞれ大規模な自社株TOBの実施、大幅な総還元性向の引き上げの発表をする形となった



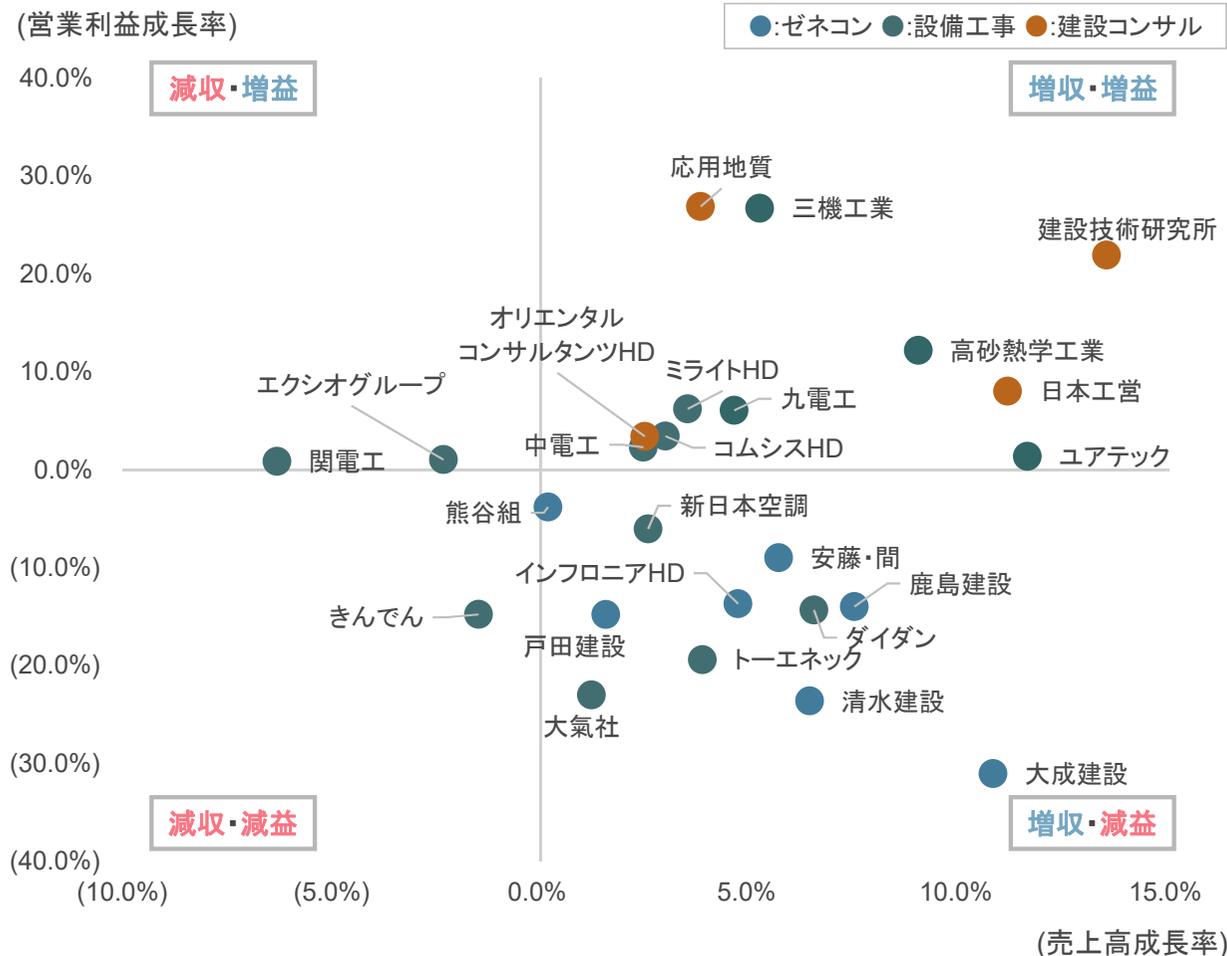
各社業績の状況

建築事業の受注環境の悪化を受け、ゼネコン各社はいずれも今期減益となった

一方で、土木については国土強靱化をはじめとした堅調な事業環境が追い風となり、建設コンサル各社はいずれも増収増益

売上高・営業利益成長率(前期実績⇒今期会社予想値)

業種	社名	成長率		
		売上高	営業利益	
ゼネコン	スーパーゼネコン	鹿島建設	7.5%	(14.0%)
		大林組*	10.9%	(72.0%)
		大成建設	10.8%	(31.0%)
		清水建設	6.4%	(23.6%)
		インフロニアHD(旧前田建設工業)	4.7%	(13.7%)
	準大手ゼネコン	戸田建設	1.6%	(14.8%)
		熊谷組	0.2%	(3.8%)
		三井住友建設*	(2.8%)	(153.3%)
		安藤・間	5.7%	(9.0%)
		高砂熱学工業	9.0%	12.2%
設備工事	空調工事	大気社	1.2%	(23.0%)
		三機工業	5.2%	26.7%
		ダイダン	6.5%	(14.3%)
		新日本空調	2.6%	(6.0%)
		きんでん	(1.5%)	(14.8%)
	電気工事	関電工	(6.3%)	0.9%
		九電工	4.6%	6.1%
		トーエネック	3.9%	(19.4%)
		ユアテック	11.6%	1.4%
		日本電設工業*	(15.1%)	(58.4%)
通信工事	中電工	2.4%	2.3%	
	コムシスHD	3.0%	3.4%	
	エクシオグループ	(2.3%)	1.0%	
	ミライトHD	3.5%	6.2%	
	建設コンサル	日本工営	11.1%	8.0%
オリエンタルコンサルタンツHD	2.5%	3.4%		
建設技術研究所	13.5%	21.9%		
応用地質	3.8%	26.9%		



*以下3社は上図では非表示

大林組: 複数の国内大規模建築工事で原価低減を見込んだVE提案が未採用となったことや資材価格上昇を受け約600億円の工事損失引当金を計上し大幅減益

三井住友建設: 国内の大型建築工事で採算が悪化し、工事損失引当金繰入含む206億円の損失を計上したことにより大幅減益

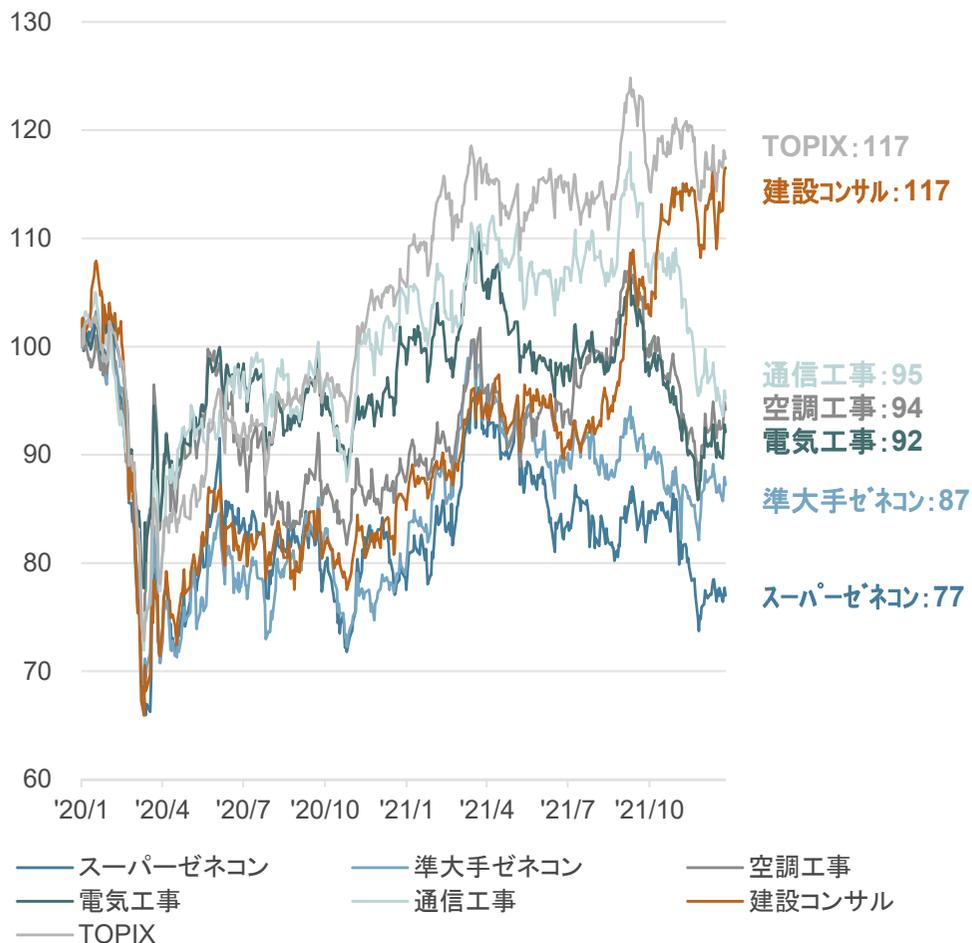
日本電設工業: 工事採算性の低下および施工体制維持・強化のための原価負担により大幅減益

コロナ禍における株式市場動向

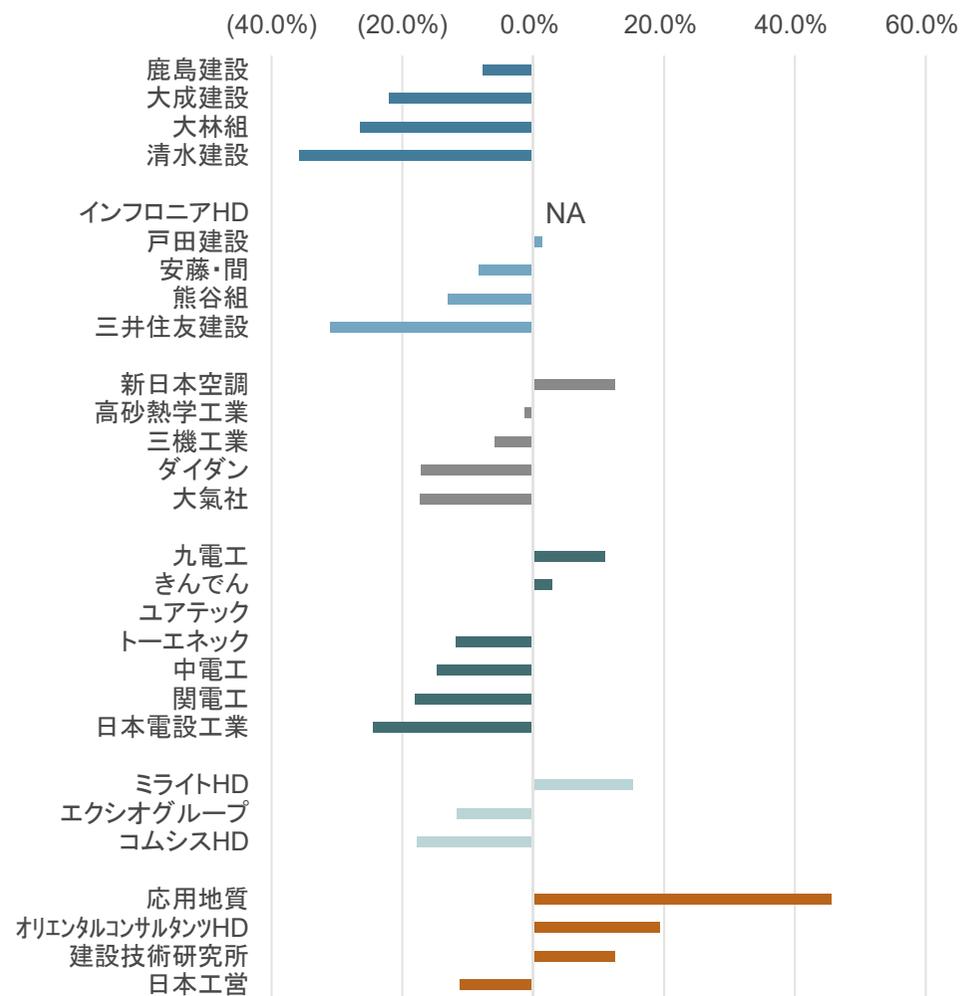
2020年初頭のコロナ禍による急落からは各業種とも回復傾向を見せているものの、いずれの業種もTOPIXをアンダーパフォームするトレンドが続き、足下の事業環境が好調な建設コンサルを除いて、株価水準はコロナ前の2020年初頭よりも低い状況

建設企業の株価指数推移

2020年初の各社株価を100としたときの業種ごとの平均値推移



各社株価騰落率



業種別時価総額ランキング (2020年初と2021年末の比較)

前田道路と統合をした前田建設工業(現インフロニアHD)や一部設備工事会社、建設コンサルは時価総額を拡大も、価値を減らした企業が大半を占める

(億円)



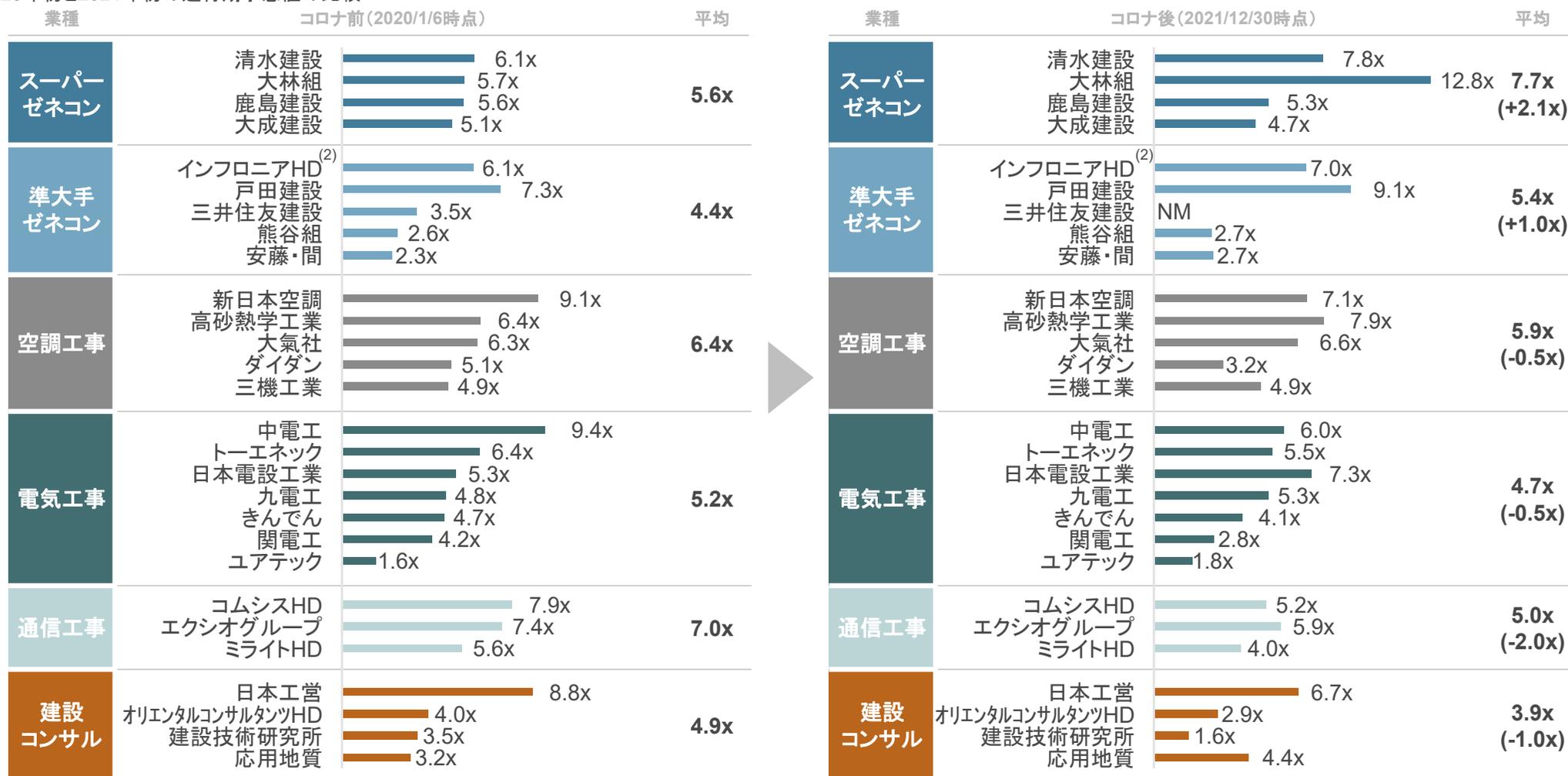
Note: (1) 2020年初時点の前田製作所の時価総額の比較を示しており、前田道路の子会社によって時価総額が増加している
Source: SPEEDA

バリュエーション(EV/EBITDA FY+1予想)推移

ゼネコンについては企業価値自体は減少しているものの、足下の業績の落ち込みに対する減少幅は限定的であり、結果的に株価倍率は増加している状況。一方で、建設コンサルについては好調な足下の業績に対して、十分な株式市場からの評価が伴わず株価倍率は減少

予想EV/EBITDA推移

2020年初と2021年初の進行期予想値の比較⁽¹⁾



Note: (1) 2020/1/6におけるFY+1 予想EV/EBITDA及び、2021/12/30におけるFY+1 予想EV/EBITDAの比較(2022年1月7日時点)

(2) コロナ前の数値は前田建設工業のEV/EBITDAを記載。コロナ後の数値は2021年末のインフロニアHDの時価総額と2021/9時点の前田建設工業の連結財務数値を用いて算出した企業価値を、インフロニアHDの営業利益予想値と2021/9時点の前田建設工業の減価償却費・のれん償却を用いて算出したEBITDAで除した値を記載

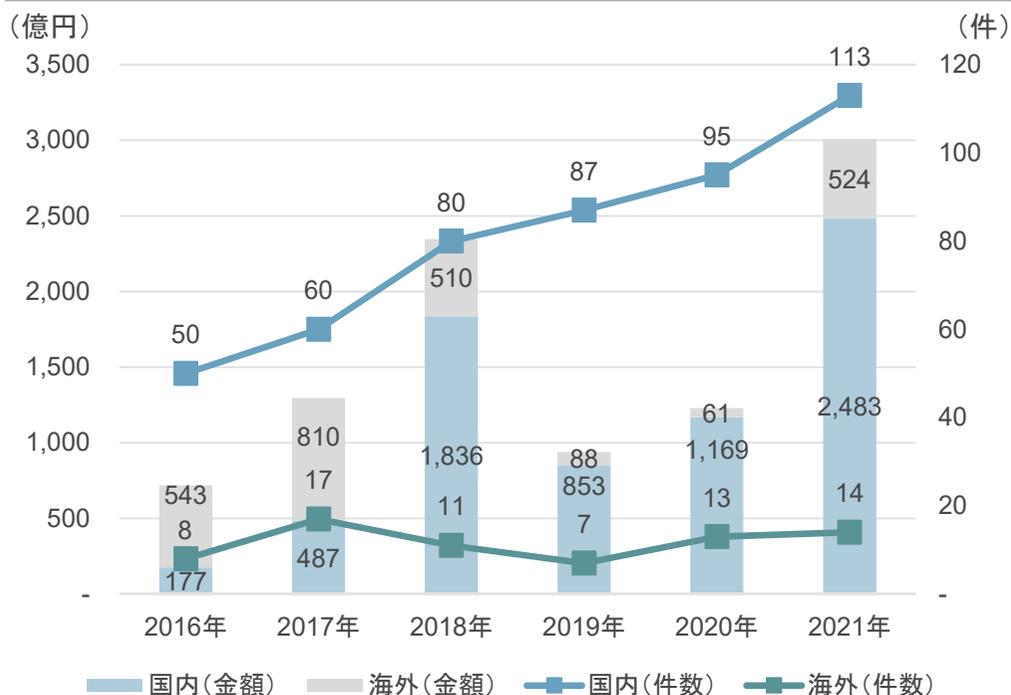
Source: SPEEDA

建設業界におけるM&Aトレンド

過去からM&Aが起きにくいと言われてきた建設業界であったが、コロナ禍を契機に件数・金額ともに増加傾向。背景として、コロナ禍における売却側・買収側それぞれの事情によって、M&Aのニーズが高まっていることが考えられる

前田建設工業グループの統合をはじめ、金額規模の大きな案件も幾つか見られ、今後も業界再編の動きが注目される

建設業に関するM&A(2016年以降)



- コロナ禍となった2020年以降、案件数、金額ともに増加傾向
- 件数の増加は、コロナに伴う財務リストラ・事業承継に関する売却ニーズの増加と、事業会社・金融投資家ともに買収意欲が高まっているという買収ニーズの高まり両面に支えられていると思われる
- また、金額については前田建設工業による前田道路の買収と統合が大半を占めている

2021年の案件の特徴

<p>I. 財務リストラ に伴う売却</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ コロナの影響もあり、親会社の財務悪化に伴う売却が起こっている
<p>II. ファンドによる 買収</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ カネ余りの状況もあり、事業承継の受け皿として投資ファンドが存在感を増している ■ 投資分野は土木工事、設備工事、地盤調査等多岐に亘る
<p>III. ゼネコン による買収</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 大手ゼネコンによる買収が増加傾向 ■ 前田建設工業、前田道路、前田製作所の統合のほか、海外のエンジニアリング領域の買収や、国内の新規領域の拡充を目的としたM&Aも見られた
<p>IV. 設備工事会社 による買収</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 設備工事会社のM&Aは、コロナ禍であっても海外買収が目立つ ■ 金額的にも50億円超の案件が多く、戦略的な意義を踏まえて検討していることが伺える

2021年の建設業界における主要M&A関連取引

公表日	買収企業	対象会社	事業内容	対象国	金額(億円)	取得比率
I. 財務リストラに伴う売却						
2021/06/02	きんでん	フジクラエンジニアリング	通信設備工事	日本	50 ⁽³⁾	100.0%
2021/10/08	ミライト・ホールディングス ⁽¹⁾	西武建設	総合建設業	日本	620	95.0%
II. 投資ファンドによる買収						
2021/02/01	エンデバー・ユナイテッド	小野中村	土木工事	日本		50.0%超
2021/02/01	いわかぜキャピタル	東北建設企画	大規模修繕工事	日本		90.0%
2021/05/01	ライジング・ジャパン・エクイティ	第一工業	地盤調査	日本		不明
2021/08/01	ニューホライズンキャピタル	平世美装	鉄塔塗装工事・橋梁塗装工事	日本		不明
2021/10/01	ライジング・ジャパン・エクイティ	岩水開発	地盤調査/設計・施工	日本		不明
III. ゼネコンによる買収						
2021/02/24	前田建設工業	前田道路(、前田製作所)	道路舗装工事	日本	1,967	51.3%→100.0%
2021/04/01	大林組	築柴	建築造作・内装工事等	日本		100.0%
2021/08/18	新日本建設	富士工 ⁽²⁾	総合建設業	日本	150	100.0%
2021/09/30	戸田建設	昭和建設	総合建設業	日本	11	100.0%
2021/11/02	大林組	富士防災	消火・警報・避難設備等の設計・施工・保守	日本		不明
2021/11/18	浅沼組	Evergreen Engineering & Construction	建設工事、電気・設備工事、メンテナンス	シンガポール		100.0%
2021/12/23	三井住友建設	Antara Koh	海上・水上杭工事	シンガポール	76	100.0%
IV. 設備工事会社による買収						
2021/02/08	ユアテック	Sigma Engineering JSC	総合設備工事	ベトナム		100.0%
2021/03/25	コムシスホールディングス	藤木鉄工	鉄骨橋梁製作	日本	50 ⁽³⁾	66.6%以上
2021/08/04	九電工	中央理化学工業	消火・防災関連設備の設計・施工	日本		50.0%以上
2021/11/10	エクシオグループ	アイティ・イット	ICT サポートエンジニアリング	日本	7	100.0%(株式交換)
2021/11/12	エクシオグループ	菱星システム	架空・地中送電線路設計、施工	日本		100.0%
2021/12/17	エクシオグループ	機動建設工業	管路地下推進埋設工事	日本		100.0%
2021/12/17	エクシオグループ	光陽エンジニアリング	管工事	日本	15	100.0%(株式交換)
その他主要なM&A関連取引						
2021/08/02	カーライル・グループ	国際航業	航空測量	日本	234	100.0%
2021/09/07	ENEOS/ゴールドマンサックス	NIPPO	道路舗装工事	日本	2,040	57.0%→100.0%
2021/09/21	西松建設	西松建設(自己株TOB)	総合建設業	日本	544	27.4%
2021/12/15	伊藤忠商事	西松建設(市場外取引)	総合建設業	日本	145	10.2%

Note: (1) 2021/10/8に売却プロセスが進行中との報道あり。その後、2022/1/27にミライト・ホールディングスによる買収が発表

(2) 2021/9/24に両者の合意による株式譲渡契約の解除が公表された

(3) GCA推定

Source: レコフM&Aデータベース

解消

(ご参考)西武ホールディングスによる建設子会社の売却

西武HD、建設子会社売却、400億円、財務悪化で事業再編

(2021年10月9日 日本経済新聞)

西武ホールディングス(HD)は傘下で住宅建築などを手がける西武建設(埼玉県所沢市)を売却する。売却額は400億円程度の見込み。在宅勤務の広がりや外出自粛で鉄道やホテル利用は想定より回復が遅れている。非中核事業などを売却する動きが続きそうだ。

西武建設は2021年3月期の売上高が686億円、純利益が24億円。黒字を確保しているが本体との相乗効果が低いと判断した。売却に向けた入札を進めており、建設や住宅大手などが入札したようだ。西武HDは「現時点で何も決まっていない。回答を差し控える」とコメントした。

西武HDは21年3月期の連結最終赤字が723億円と大手私鉄で最大。21年4~9月期も最終赤字となったようだ。6月末の自己資本比率は17%と財務が悪化しており、21~23年度の中期経営計画で資産や事業売却を進める方針を掲げた。子会社のプリンスホテルでは一部の土地・建物を売却し、22年4月をめどに運営に特化する。国内約40施設を1,000億円超で売却する見通しだ。

西武HD、西武建設を620億円で売却、ミライトHDに

(2022年1月28日 日本経済新聞)

西武ホールディングス(HD)は27日、傘下で住宅建築などを手がける西武建設(埼玉県所沢市)を電気通信工事を手掛けるミライト・ホールディングスに売却すると発表した。ミライトHDが約620億円で西武建設の株式の95%を取得する。新型コロナウイルスの影響で柱の鉄道やホテル事業が低迷するなか、西武HDは非中核事業を売却し事業再編を進める。

ミライトHDが西武建設の株式の95%をアドバイザー費用など含め約620億円で取得する。3月31日に株式譲渡される予定で、残りの5%は西武HD子会社の西武鉄道が継続して保有する。

ミライトHDはNTTなどの通信設備の施工や保守運用に強みを持つ。西武建設を傘下に入れることで、西武建設が取り組んできた都市開発での施工のほか、脱炭素に向けて太陽光発電などの再生可能エネルギー関連の施工を強化したい考えだ。現在の西武建設の社名や経営陣は一定期間据え置き、ミライト側からの役員派遣などは今後検討する。

西武HDは2022年1~3月期連結決算で西武建設の株式売却益約380億円を特別利益として計上する見込みだ。22年3月期連結業績予想については動向を精査中として据え置いた。

西武HD、建設子会社売却

400億円 財務悪化で事業再編

西武ホールディングス 億円、純利益が24億円。21年4~9月期も最終赤字(HD)は傘下で住宅建築 黒字を確保しているが本 字となったようだ。6月 などを手がける西武建設 体との相乗効果が低いと 木の自己資本比率は17% (埼玉県所沢市)を売却 判断した。売却に向けた 21~23年度の中期経営計 する。売却額は400億 入札を進めており、建設 画で資産や事業売却を進 程度の見込み。在宅勤 務の広がりや外出自粛で 務の妨がりや外出自粛で 鉄道やホテル利用は想定 時点でも決まっていな い。回答を差し控える」と 非中核事業などを売却す 一部の土地・建物を売却 し、22年4月をめどに運 営に特化する。国内約40 西武HDは21年3月期 連結最終赤字が723 西武建設は2021年 3月期の売上高が686 億円と大手私鉄で最大。 売却する見通しだ。

西武建設を620億円で売却

西武HD、ミライトHDに

西武ホールディングス 事業再編を進める。 (HD)は27日、傘下 住宅建築などを手がける 西武建設(埼玉県所沢市) 電気通信工事を手掛け るミライト・ホールディ ングスに売却すると発表 した。ミライトHDが約 620億円で西武建設の 株式の95%を取得する。 新型コロナウイルスの影 響で柱の鉄道やホテル事 業が低迷するなか、西武 HDは非中核事業を売却 ことで、西武建設が取り 組んできた都市開発での 施工のほか、脱炭素に向 けて太陽光発電などの再 生可能エネルギー関連の 施工を強化したい考え だ。現在の西武建設の社 名や経営陣は一定期間据 え置き、ミライト側から の役員派遣などは今後 検討する。 西武HDは2022年 1~3月期連結決算で西 武建設の株式売却益約3 80億円を特別利益とし て計上する見込みだ。22 年3月期連結業績予想に ついては動向を精査中と して据え置いた。

(ご参考) 日本アジアグループの非公開化および事業再編

シティによるTOBの発表～子会社2社売却・事業再編に至るまでの流れ

シティによるTOBの発表～買収防衛策の差止めまで

2020/11/5	カーライルによるMBO(公開買付価格:600円/株)の発表
2021/1/14	シティによる対抗TOB(公開買付価格:840円/株)の発表
2021/1/26	カーライルによる公開買付価格の変更(600円→1,200円/株)
2021/2初	GCAがFAとして参画
2021/2/4	シティによる公開買付価格の変更(840円→1,210円/株)
2021/2/9	カーライルによる公開買付不成立 →シティによるTOBのみが進行する状態に
2021/3/1	JAGが特別配当(300円/株)の実施と子会社2社売却及び売却資金による更なる株主還元を検討、並びに、第二の創業を目指すことを発表
2021/3/3	シティによる第一回TOB撤回
2021/3/9	JAGが買収防衛策(新株予約権無償割当て)の導入を決議
2021/3/17	シティによる第二回TOB(公開買付価格:910円)の発表
2021/3/22	JAGは取締役会決議を経て、買収防衛策を発動
2021/4/2	買収防衛策(新株予約権無償割当て)の差止め

シティによる第二回TOB開始～子会社2社売却まで

2021/4/26	シティによる第二回TOBの開始
2021/5/5～ 2021/5/28	JAGとシティ間で、第二回TOB、子会社2社売却、本売却資金を用いた株主還元並びに第二回TOB後の経営方針等にかかる協議
2021/5/14	シティによる第二回TOBに対する意見表明(留保)の発表
2021/6/4～	JAGとシティ間で、第二回TOB、子会社2社売却資金を用いた自己株TOBにかかる協議
2021/6/15	シティによる公開買付価格の変更(910円→960円/株)
2021/6/18	シティによる第二回TOBに対する意見表明(中立)の発表
2021/7/14	シティによる公開買付価格の変更(960円→970円/株) シティによる第二回TOBに対する意見表明(賛同)の発表
2021/8/2	子会社2社売却について取締役会決議
2021/8/31	臨時株主総会にて、子会社2社売却にかかる承認(特別決議) →国際航業及びJAG国際エナジーの譲渡は9月に完了
2021/11/15	JAGは子会社管理事業(子会社で運営する全ての事業)を新設会社の(株)JAGに承継し、第二の創業を実現

(ご参考)ENEOS/ゴールドマン・サックスによるNIPPOの非公開化(1/2)

ENEOSはGSによるNIPPOのTOBを通じたストラクチャーにより、上場子会社であるNIPPOを非公開化

案件概要

- 2021年9月、ロードマップHD合同会社(最終親会社:ゴールドマン・サックス(GS))がNIPPO(ENEOSの上場子会社)に対する公開買付け実施を発表。NIPPOはこれに賛同表明
- 海外の競争当局との手続きを経て、2021年10月中旬～11月中旬頃の公開買付け開始を目指す
- 最終的にロードマップHD、ENEOS、GSSPC(乃木坂HD・エーテルHD)は、当該公開買付けを含むストラクチャーにより、NIPPO株式の全てを取得し、共同してNIPPOを非公開化⁽¹⁾
- ENEOSは環境対応型事業・地域サービス事業・次世代型エネルギー供給事業などの分野を中心に、NIPPOとの間での更なる相乗効果が期待できる事業の有無や、他社との提携の進捗等を確認してきたが、**大きな効果を期待できるテーマは存在しないと判断するに至り、親子上場の解消を決定**
- ENEOSによるNIPPOの完全子会社化の選択肢もあったが、当該子会社化によるNIPPOの企業価値向上は難しいとの判断から、最終的にGSと共同での非公開化を通じ、NIPPO経営の最適化と更なる企業価値向上の追求を決定
- 本件ストラクチャーを通して、ENEOSは約1,700億円の現金を取得予定。当該現金を活用することで、**ENEOSは長期ビジョン及び第2次中期経営計画で掲げる環境対応型事業や次世代エネルギー供給事業などの成長事業への投資を加速し、更なる事業構造の改革と成長を目指す**

対象会社:NIPPO

売上高	4,457億円(2021/3期)	 この道の先に NIPPO 東証一部:1881
本社	東京都中央区京橋	
主要株主	ENEOSホールディングス(57%)	
事業概要	建設事業(舗装土木、一般土木、建築)、アスファルト合材、乳剤の製造・販売事業、不動産開発事業、その他の事業(建設機械等のリース等)	

対象会社親会社:ENEOSホールディングス

売上高	7兆6,580億円(2021/3期)	 ENEOS 東証・名証一部:5020
本社	東京都千代田区大手町	
事業概要	エネルギー事業、石油・天然ガス開発事業、金属事業を行う子会社およびグループ会社の経営管理ならびにこれに付帯する業務	

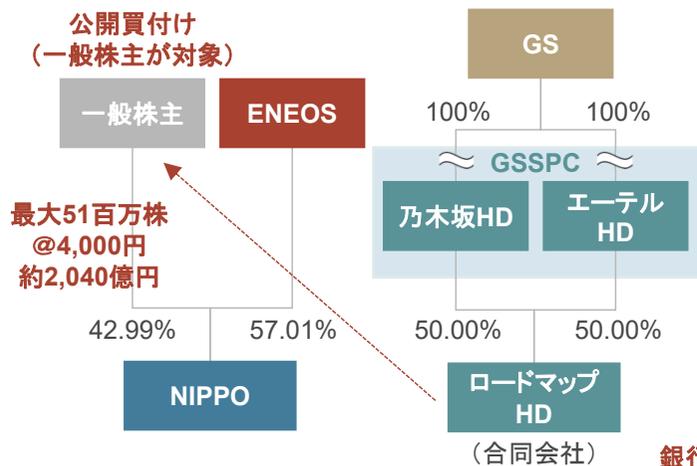
買手:ザ・ゴールドマン・サックス・グループ・インク

本社	アメリカニューヨーク州	
事業概要	世界的な銀行持株会社。企業、金融機関、政府機関、個人と多岐に亘る顧客基盤をもとに、投資銀行業務、機関投資家向けクライアント・サービス、投資及び貸付業務、投資運用業務等の広範なサービスを世界各地において提供	

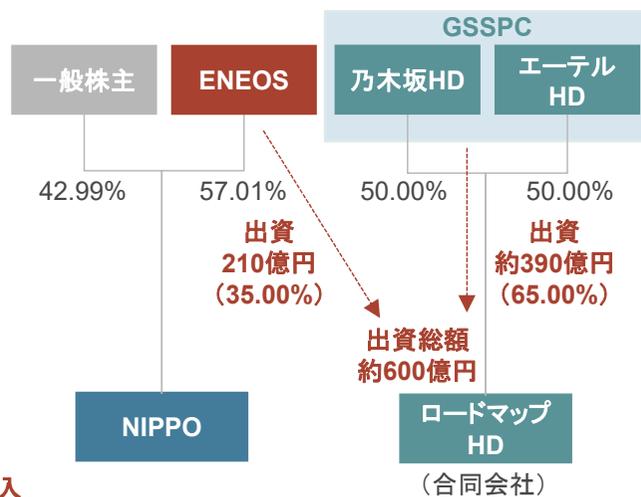
(ご参考)ENEOS/ゴールドマン・サックスによるNIPPOの非公開化(2/2)

ENEOSは②におけるロードマップHDへの出資と⑤での保有するNIPPO株の売却の差額である約1,700億円を取得

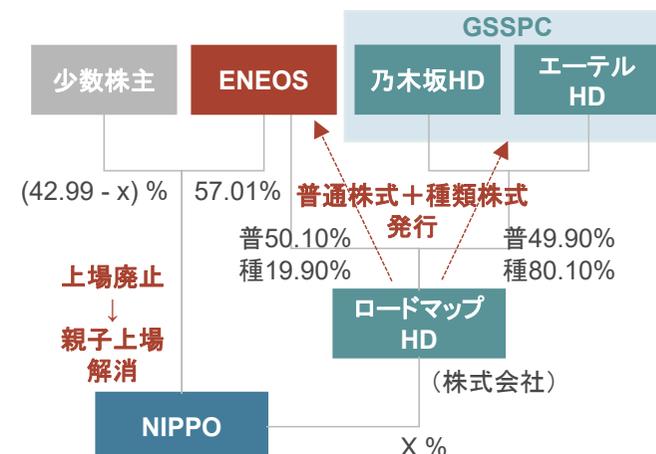
1 公開買付けの実施



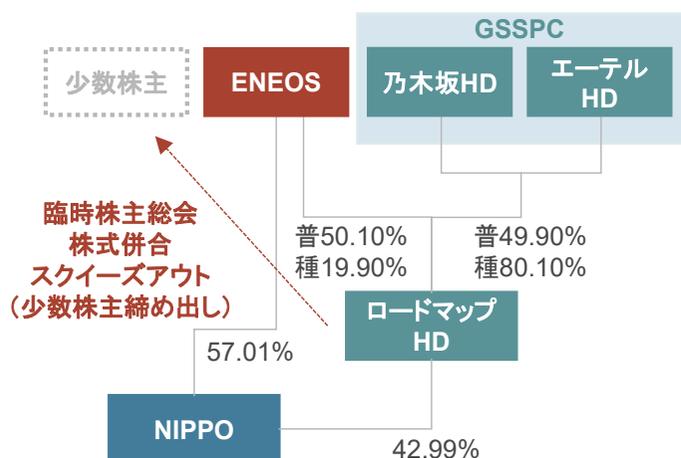
2 公開買付者への出資(1)



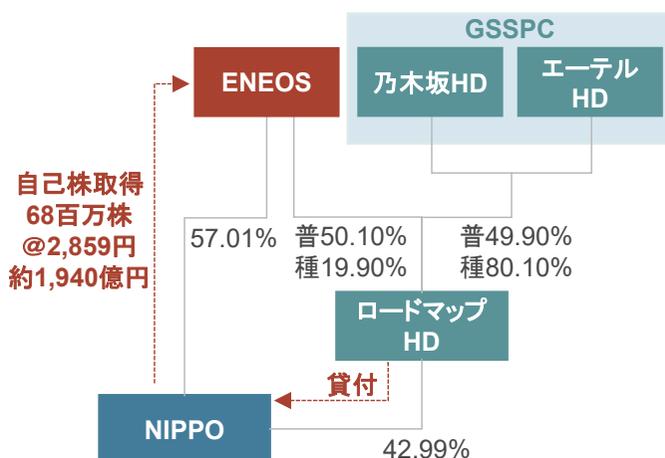
3 公開買付け完了+組織変更(2)



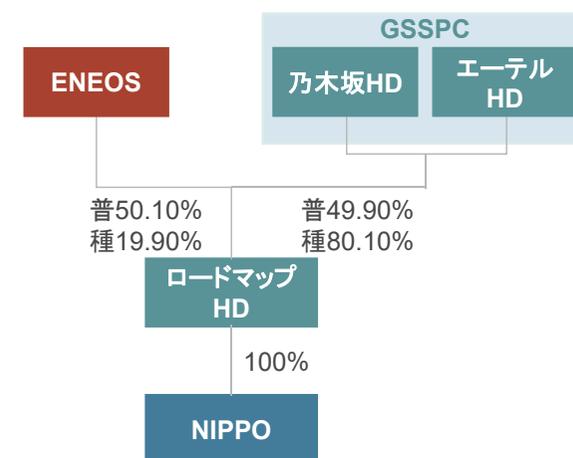
4 株式併合(スクイーズアウト)



5 自己株式取得



6 取引完了



Note: (1) 公開買付期間の末日後、公開買付けの成立を条件として、公開買付けに係る決済の開始までの間に投資が行われる
(2) ENEOS及びGSSPCからの出資の実行を条件として、ロードマップHDを合同会社から株式会社とする組織変更

Source: 公開情報

(ご参考)西松建設による旧村上ファンドが保有する自己株の取得

伊藤忠、西松建設と提携

150億円 対立株主から株取得

伊藤忠商事は15日、準大手ゼネコンの西松建設と資本提携する方針を固めた。西松建設と対立する株主の投資ファンドから、議決権ベースで約10%の株式を取得し筆頭株主となる。取得額は150億円程度になる見通し。インフラ投資や老朽施設の建て替えが増える

伊藤忠商事は15日、準大手ゼネコンの西松建設と資本提携する方針を固めた。西松建設と対立する株主の投資ファンドから、議決権ベースで約10%の株式を取得し筆頭株主となる。取得額は150億円程度になる見通し。インフラ投資や老朽施設の建て替えが増える

村上市とシティは西松建設の発行済み株式を一時最大で約25%保有し、株主還元などを巡って対立していた。10月に西松建設の自社株のTOB(株式公開買い付け)に応じ、TOBで売り残した持ち分を伊藤忠が全て買い取った。

伊藤忠はこれまで非上場のゼネコンに出資したことはあったが、準大手以上との資本提携は初めて。西松建設とは不動産開発などで取引がある。子会社や出資先を通じて材の製造や販売を手掛けている。技術面で知見がある。伊藤忠はこれまで非上場のゼネコンに出資したことはあったが、準大手以上との資本提携は初めて。西松建設とは不動産開発などで取引がある。子会社や出資先を通じて材の製造や販売を手掛けている。技術面で知見がある。

あるゼネコンとの連携強化が必要と判断した。伊藤忠はこれまで非上場のゼネコンに出資したことはあったが、準大手以上との資本提携は初めて。西松建設とは不動産開発などで取引がある。子会社や出資先を通じて材の製造や販売を手掛けている。技術面で知見がある。

西松建設、伊藤忠と資本提携、物言う株主と対立幕引き

(2021年12月16日 日本経済新聞)

準大手ゼネコンの西松建設は15日、伊藤忠商事との資本提携を発表した。伊藤忠が、西松建設と対立するアクティビスト(物言う株主)から、議決権ベースで10%の株式を取得し筆頭株主となった。取得額は150億円程度とみられる。アクティビストとの対立を幕引きした西松建設は今後、伊藤忠との協業の成果を市場から問われる。

伊藤忠が同日、村上世彰氏らが関わるアクティビストのシティインデックスイレブンス(東京・渋谷)などから株式を取得。シティ側は西松建設の発行済み株式を一時最大で約25%保有し、株主還元などを巡って対立していた。10月に西松建設の自社株のTOB(株式公開買い付け)に応じ、TOBで売り残した持ち分を伊藤忠が全て買い取った。

シティ側は2020年春に西松建設株の大量保有報告を出して以降、21年に入ってから急速に保有比率を積み増し、株主還元の強化策を西松建設に求めてきた。同社は24年3月期末までの中期経営計画で、3年で200億円以上の自社株買いを公表。22年3月期は前期比80円増配し、配当性向は前期の33・5%から70・8%に引き上げる。

それでもシティ側は5月、西松建設に本社の入る虎ノ門ヒルズなどの保有不動産を売却した上で、連結純資産とほぼ同額の最大2,000億円もの自社株買いを要求した。シティ側が株式の3割超を保有する大豊建設とのM&A(合併・買収)を提案したこともあり「企業価値を毀損する」と西松建設が反発した。

9月にシティ側が全保有株についてTOBに応じる契約を西松建設と締結。シティ以外からの応募が西松建設の当初想定を超えたことで、最終的に議決権ベースで10%の株式が村上氏側に残った。これを伊藤忠が買い取った形だ。

(ご参考)アクティビストファンドが投資する国内建設会社(1/2)

総合建設業

会社名	概要	保有アクティビストファンド	保有割合 (報告義務発生日) ⁽¹⁾	時価総額 (億円)	企業価値 (億円)	EV /EBITDA	PBR
 大成建設	スーパーゼネコンの1社。非同族会社。市街地再開発事業で強み。東南アジアや中東などを中心に海外市場を開拓	シルチェスター	:5.00% (2022/1/13)	7,100	4,723	4.7x	0.9x
 清水建設	スーパーゼネコンの1社。医療施設等でPFIに実績。グローバル、運営維持管理を行うストックマネジメント、環境・エネルギー・マネジメントを行うサステナビリティを重点3事業に掲げる	シルチェスター	:5.00% (2021/12/17)	5,274	7,432	7.8x	0.7x
 戸田建設	歴史的建造物から近代建築物まで手掛ける。東南アジア諸国実績多く、ブラジルにも拠点。風力などの新エネルギー、農業6産業化など新規事業にも取り組む	シルチェスター	:13.10% (2007/9/12)	2,233	2,547	9.1x	0.7x
 安藤ハザマ	2013年4月、建築に強みを持つ安藤建設と土木に定評のある間組が合併して誕生したゼネコン。事業規模の拡大と経営の効率化を図っており、省人化、省力化技術を導入	オアシス・マネジメント	:8.01%(2021/2/24)	1,393	741	2.7x	0.9x
 奥村組 OKUMURA CORPORATION	トンネル施工、免震等の技術を持ち全国に展開。土木・建築事業のほか不動産賃貸事業や新規事業の拡大を図る	シルチェスター	:11.91% (2007/6/12)	1,220	921	6.8x	0.7x
 DAIHO CORPORATION	土木を柱に建築、海外土木事業を拡大。ニューマチックケーソン工法・シールド工法など独自技術に強み	シティインデックスイレブンス ⁽²⁾	:37.23% (2020/5/7)	676	461	4.7x	1.0x
 東洋建設	空港滑走路、港湾など海に関わる土木工事に強い建設会社。国内土木事業の売上が全体の約6割を占める主力事業	レノ ⁽²⁾ 野村絢 ⁽²⁾	:4.50%(2021/1/6) :1.75%(2021/1/6)	546	368	3.4x	0.9x
 Mitsumi	住宅のほか物流施設、病院、学校に実績。建物のリニューアル改修事業を強化、選別受注で収益力向上に注力	ストラテジックキャピタル ⁽²⁾	:9.08% (2017/11/10)	444	327	5.5x	1.1x
 DAISUE 大末建設 「大連な安心」東証1st	首都圏・近畿圏で分譲マンション建築を中心とする民間建築事業者。建設・リニューアル事業にも注力、リニューアル事業は売上の2割を目指す	サイオン・アセットマネジメント	:4.00% (2020/9/4)	146	83	3.2x	0.7x

時価総額及び企業価値は2021/12/30時点、バリュエーション指標は今期会社予想値を使用

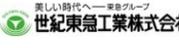
Note: (1) 保有割合は直近の変更報告書に記載の値、報告義務発生日は大量保有報告書の報告義務発生日を記載

(2) 旧村上ファンド系の投資ファンド及び関係者

Source: SPEEDA、有価証券報告書、FactSet

(ご参考)アクティビストファンドが投資する国内建設会社(2/2)

その他建設業

会社名	概要	保有アクティビストファンド	保有割合 (報告義務発生日) ⁽¹⁾	時価総額 (億円)	企業価値 (億円)	EV /EBITDA	PBR
 Kinden	電気工事2強の一角。電気・配電線・情報通信工事などを行う。首都圏での受注も多い。総合設備業として電気・環境関連・情報通信事業の強化・連携を図る	シルチェスター	:10.36% (2017/4/11)	3,541	1,767	4.1x	0.7x
 東亜建設工業 TOA CORPORATION	海洋ゼネコン。主要空港などに実績、浚渫・埋立事業を中心に地盤改良などに強み。コンプライアンス改善と国内建築事業、海外事業の拡大に取り組む	シティインデックスイレブンス ⁽²⁾ 野村絢 ⁽²⁾	:3.60% (2020/10/2) :5.75% (2020/10/2)	455	374	3.4x	0.6x
 新しい時代へー東急グループ 世紀東急工業株式会社	東急グループの道路舗装事業者。土木工事、水利工事、アスファルト合材などの製造販売も行う	ストラテジックキャピタル ⁽²⁾ ブロードピーク ⁽³⁾	:7.20% (2018/2/19) :12.36% (2019/7/30)	316	207	3.1x	0.8x
 オリエンタル白石株式会社	プレストレストコンクリートの建設工事・製造販売と欧米から導入した基礎構築技術「ニューマチックケーソン工法」による建設工事が主力。2021年4月、OSJBホールディングスを吸収合併、傘下に日本橋梁とタイコー技建	エフィッシモキャピタル ⁽²⁾	:11.06% (2020/11/30)	271	137	2.4x	0.7x
 FUDO TETRA	土木工事業業者。道路、鉄道、河川・港湾のほか、地盤改良事業等が中心。国土強靱化、リニューアル需要などの分野での受注に注力する	エフィッシモキャピタル ⁽²⁾	:11.45% (2020/11/13)	255	157	2.9x	0.9x
 大成温調 TAISEI ONCHO	空調、給排水などの設備工事が主力事業。保守、修理や省エネなどの環境改善まで総合的なサービスを提供。米ダルトン・インベストメンツ海外事業は米国、中国、インド、フィリピンなどに進出	米ダルトン・インベストメンツ	:6.22% (2018/12/11)	120	38	4.3x	0.5x

時価総額及び企業価値は2021/12/30時点、バリュエーション指標は今期会社予想値を使用

Note: (1)保有割合は直近の変更報告書に記載の値、報告義務発生日は大量保有報告書の報告義務発生日を記載

(2)旧村上ファンド系の投資ファンド及び関係者

(3)光通信系の投資ファンド(光通信の保有分も含めた保有割合を記載)

Source: SPEEDA、有価証券報告書、FactSet

Appendix. HLのプラクティス紹介

エンジニアリング・建設チームのご紹介

メンバー



宮本 正広 / *Managing Director*

- 30年以上にわたる投資銀行業務経験を有する
- 大手証券で事業法人部門を経験後、外資系証券において、カバレッジ・バンカーとしてM&A業務全般を担当
- 関西大学商学部卒



串馬 輝保 / *Managing Director*

- 東京とNYで20年以上にわたりM&Aアドバイザー業務に従事
- エネルギー（電力、ガス）、水処理、エンジニアリング、重電、化学、インフラセクターを主に担当
- 慶應義塾大学経済学部卒



加藤 良輔 / *Executive Director*

- 15年以上にわたりM&Aアドバイザー業務に従事
- 物流、建設セクターを主に担当
- 2012年にはタイのM&AファームであるQuant Groupへ出向し、それ以降は当社の東南アジア案件推進も担当
- 東京大学経済学部卒、公認会計士



花村 賢太朗 / *Associate*

- 当社入社以来一貫してM&Aアドバイザー業務に従事
- 建設、エネルギー、製薬など多様な業界における買収、売却案件の経験を有する
- 東京工業大学大学院経営工学系修了

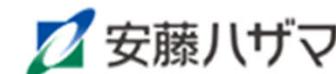
カバレッジ



Keep the Earth Sky-blue
株式会社神鋼環境ソリューション



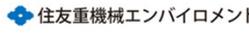
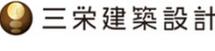
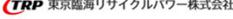
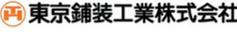
大林組



中電工



エンジニアリング・建設セクターにおける主要案件実績

 <p>ミライト・ホールディングスによる西武建設の買収</p>  <p>ミライト・ホールディングスへのアドバイザー*</p>	 <p>オーナー経営者による機動グローバルホールディングス株式のエクシオグループへの100%譲渡</p>  <p>オーナー経営者へのアドバイザー*</p>	 <p>日立プラントコンストラクションによる火力発電設備建設・O&M事業の東京エネシスへの売却</p>  <p>日立プラントコンストラクションへのアドバイザー*</p>	  <p>三井E&Sホールディングスのデンマーク100%子会社BWSCによるWaste-to-Energyセグメント内におけるAdvanced Conversion Technology事業の譲渡</p>  <p>三井E&Sホールディングスへのアドバイザー*</p>	 <p>住友重機械エンパイロメントによる一般廃棄物処理事業の日鉄環境プラントソリューションズへの売却</p>  <p>住友重機械エンパイロメントへのアドバイザー*</p>	 <p>メタウォーターによる米Wigen Water Technologiesの買収</p>  <p>メタウォーターへのアドバイザー*</p>
 <p>創業者によるマックホームの三栄建築設計への売却</p>  <p>マックホーム創業株主へのアドバイザー*</p>	 <p>中電工による昭和コーポレーションの買収</p>  <p>中電工へのアドバイザー*</p>	 <p>東京電力フェュエル&パワー</p>  <p>東京臨海リサイクルパワー株式会社</p> <p>東京臨海リサイクルパワーとJFE環境との合併</p>  <p>東京電力フェュエル&パワーへのアドバイザー*</p>	 <p>日立製作所によるイタリア子会社のHitachi Industrial Engineering EMEAのエンジニアリング事業の譲渡</p>  <p>日立製作所へのアドバイザー*</p>	 <p>コムシスホールディングスによるカンドーの株式交換による完全子会社化</p>  <p>コムシスHDへのアドバイザー*</p>	 <p>ミライト・ホールディングスによるLanTroVisionの買収</p>  <p>ミライト・ホールディングスへのアドバイザー*</p>
 <p>コムシスホールディングスによる東京舗装工業の株式交換による完全子会社化</p>  <p>コムシスHDへのアドバイザー*</p>	 <p>伊藤忠アーバンコミュニティ</p> <p>伊藤忠アーバンコミュニティによる大阪ガスコミュニティライフの買収</p>  <p>伊藤忠アーバンコミュニティへのアドバイザー*</p>	 <p>大和ハウス工業によるフジタの買収</p>  <p>大和ハウス工業へのアドバイザー*</p>	 <p>大京による扶桑エンジニアリング株式のIHI運搬機械への売却</p>  <p>大京へのアドバイザー*</p>	 <p>荏原製作所によるミライトへの日設の売却</p>  <p>荏原製作所へのアドバイザー*</p>	 <p>更生会社林原が保有する京都センチュリーホテルの株式持分の京阪電気鉄道への売却</p>  <p>林原へのアドバイザー*</p>

*当該案件は、統合前の当社プロフェッショナルが成約した案件です。

本プレゼンテーションは、フーリハン・ローキー株式会社(以下「フーリハン・ローキー」又は「弊社」という。)が貴社(以下「貴社」又は「受領者」という。)の為に、貴社内部限りの利用を前提として作成したものです。本プレゼンテーションは、貴社により今後実行される可能性のある一つ又は複数の取引について予備的な評価をする際の補助とすることを目的として作成されたものであり、本プレゼンテーションの内容の一部又は全部を公表する権利、また、いかなる第三者に対しても開示する権利も受領者に付与するものではありません。本プレゼンテーションは、貴社と協議する際の資料としての使用の為にのみ作成されたもので、弊社による口頭説明によって補完され、かつ、その説明との関連においてのみ考察されるべきものです。弊社の事前の書面による同意なしに、本プレゼンテーション及びその内容を他のいかなる目的にも使用することはできません。

弊社は、公共の情報源から入手した情報、その他弊社が独自に入手・検討した情報が、全て正確かつ完全であることを前提とし作成されたものであり、当該情報は、受領者が本取引を進めるか否かを評価するために必要とする可能性のあるすべての情報を含むとは限りません。フーリハン・ローキーならびにその役員、取締役、従業員、代理人および関係者は、本プレゼンテーションに含まれる情報(将来の予測、事業の推測、見込みまたは利益に関する成果または合理性を含む。)または受領者もしくはそのアドバイザーに対して書面もしくは口頭で提供されるその他一切の情報の正確性、完全性、クオリティ、妥当性または適切性に関し、現在または将来において、明示的にも黙示的にも表明または保証を行わず、義務または責任を負わず、かつ、それらの一切の責任は明示的に免責されます。本プレゼンテーションに含まれる一切の情報に関し、フーリハン・ローキーは独自の検証を行っていません。

本プレゼンテーションの内容は、法律、税務、規制、会計または投資に関する助言または勧告として解釈してはならないものとします。いかなる受領者も、本取引に関する法的事項その他の関連事項に関し、独自のカウンセル、税務アドバイザーおよび財務アドバイザーと相談すべきです。本プレゼンテーションは、すべての情報を網羅することを意図しておらず、また、貴社が必要とする可能性のあるすべての情報を含むことを意図していません。

フーリハン・ローキー株式会社

〒100-6230 東京都千代田区丸の内 1-11-1
パシフィックセンチュリープレイス丸の内30階

+81 3 6212 7100

CORPORATE FINANCE
FINANCIAL RESTRUCTURING
FINANCIAL AND VALUATION ADVISORY

HL.com