



Houlihan  
Lokey

# 物流業界 マーケット動向レポート

2024年度 第3四半期



Houlihan  
Lokey

	Page
1 物流セクターアップデート	3
2 直近のM&A動向	9
Appendix	17



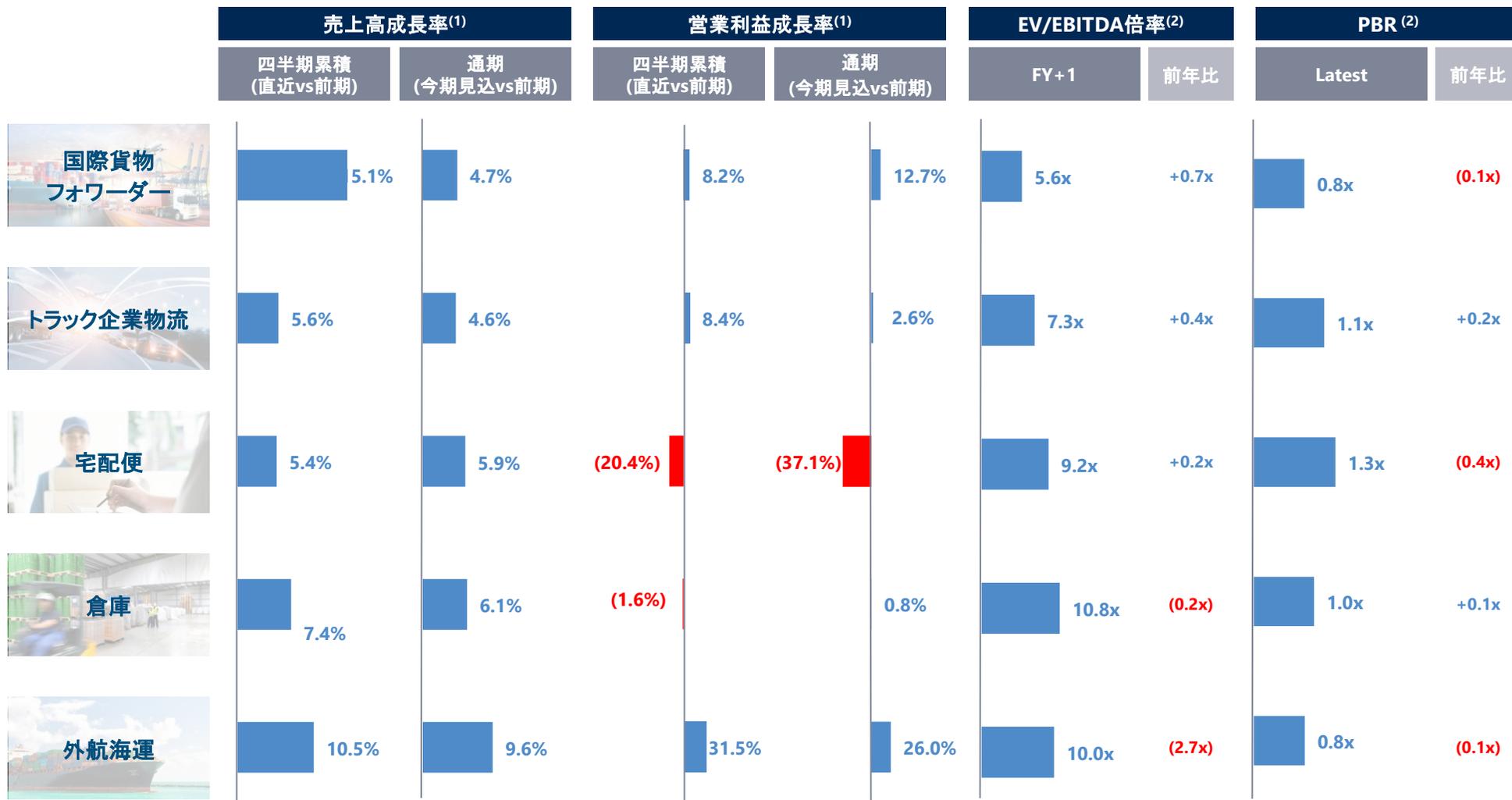
Houlihan  
Lokey

1

物流セクターアップデート

# 2024年度第3四半期 国内動向サマリー

物流需要の回復や料金改定等を背景に宅配便業界を除いて業界全体として増収増益基調。株価は軟調に推移しており、バリュエーションに大きな変化はない



Note: (1)各業種ごとに当該業種に分類される企業(詳細は後頁参照)の売上高、営業利益の前年実績からの変化率の中央値を記載

(2)各業種ごとの2025年2月19日時点及び2024年2月17日時点の株価に基づく倍率の中央値を算出し、その差異を記載

Source: 各社Website、各社公表資料、Capital IQ

# 2024年度第3四半期 国内企業業績サマリー(1/2)

物流需要の回復や料金改定、買収企業の収益貢献等を背景に業界全体として増収増益基調。各種コストの増加は業界共通の収益圧迫要因だが、売上拡大を企図した新規拠点開設コストや不動産事業の一時的な減益(昨年度の反動含む)等、一過性の要因で減益となった企業も存在

## 各社の売上高・営業利益(前年四半期累積実績→今期四半期累積実績)

社名		直近決算	時価総額		四半期累積							コメント	
			2/17	騰落率	売上高			営業利益			営業利益率		
					前期	今期	前期比	前期	今期	前期比	前期		今期
国際貨物 フォワーダー	NIPPON EXPRESS HD	'24/12	7,046	(0.7%)	22,390	25,776	15.1%	601	491	(18.3%)	3.3%	1.8%	NXIは物流需要の回復とCP社の連結効果で増収も感染症関連物資の取扱削減、人件費等のコスト増加で減益
	上組	'24/12	3,346	(8.7%)	2,027	2,100	3.6%	236	256	8.2%	11.6%	12.2%	上組は穀物、資料及び青果物の取扱数量の持ち直し、定温倉庫建て替えによる取扱量の増加による港湾運送事業の伸長、三国間輸送の取扱量増加による国際運送事業の伸長により増収増益
	日新	'24/12	639	15.4%	1,239	1,477	19.2%	64	75	17.8%	5.2%	5.1%	日新は物流、旅行、不動産事業の成長により増収増益
トラック (企業物流)	センコーグループ ホールディングス	'24/12	2,393	40.6%	5,828	6,419	10.1%	254	289	14.0%	4.4%	4.5%	センコーは料金改定、M&Aの収益寄与により増収増益。特に物流、ライフサポート事業の伸びが大きい
	セイノーホールディングス	'24/12	3,797	(2.4%)	4,868	5,417	11.3%	206	247	20.2%	4.2%	4.6%	セイノーはMDロジスの新規連結、好調な自動車販売事業を背景増収増益(MDロジス除いても増収増益)
	SBSホールディングス	'24/12	1,051	13.8%	4,319	4,481	3.8%	197	177	(10.2%)	4.6%	4.0%	SBSは物流事業における新規拠点立ち上げコストの影響で減益 福山通運は特積みの物量回復・単価改善に加え、倉庫取扱数量の増加で増収も人件費、外注費、減価償却費の増加で減益
	福山通運	'24/12	1,440	(16.3%)	2,183	2,288	4.8%	109	85	(22.6%)	5.0%	3.7%	AZ-COMはEC常温輸送事業以外における大型拠点の閉鎖に伴う輸送数の減少、各種コスト増により減益
	AZ-COM丸和 ホールディングス	'24/12	1,673	(12.9%)	1,501	1,576	5.0%	116	89	(22.7%)	7.7%	5.7%	KRSは鶏卵供給の回復、適正料金施策、海外事業の伸長により増収。増収効果に加え、電気代高騰の緩和、前期の減損計上による減価償却費の減少により増益
	キューソー流通システム	'24/11	510	119.9%	1,846	1,952	5.7%	40	56	38.0%	2.2%	2.9%	ハマキョウレックスは貨物自動車運送事業の前期の一過性利益の喪失、外注費の増加等の影響を受けるも新規センターの業績寄与、M&A効果、運賃値上げにより増収増益
	ハマキョウレックス	'24/12	936	28.0%	1,051	1,110	5.6%	98	106	8.4%	9.3%	9.6%	
宅配便	ヤマトホールディングス	'24/12	6,341	(23.6%)	13,668	13,445	(1.6%)	504	263	(47.8%)	3.7%	2.0%	ヤマトはグローバル事業は伸長するも、エクスプレス事業、CL事業の不振で減収減益(但し、営業赤字からは脱却)
	SGホールディングス	'24/12	8,972	(24.8%)	9,952	11,188	12.4%	717	767	6.9%	7.2%	6.9%	SGはエクスプランカの好調な業績、C&Fの連結化により増収増益。宅配便の単価は計画通りに推移するも取扱個数は減少
倉庫	三井倉庫ホールディングス	'24/12	1,930	66.1%	1,975	2,120	7.4%	169	149	(11.6%)	8.6%	7.0%	三井倉庫は航空貨物輸送の取扱増加、海上運賃の上昇、物流事業の新設拠点のフル稼働により増収も、不動産事業における一時的な空室により減益
	三菱倉庫	'24/12	3,587	2.3%	1,925	2,142	11.3%	158	162	2.4%	8.2%	7.5%	三菱倉庫はセンター業務拡大、国際輸送貨物の取扱拡大、不動産事業のテナント確保、Cavalier Logisticsの連結効果等で増収増益
	住友倉庫	'24/12	2,158	5.0%	1,407	1,438	2.1%	103	101	(1.6%)	7.3%	7.0%	住友倉庫は貨物の取扱いが堅調に推移し、物流関連事業は増収も、当四半期は不動産の売却がなかったことや人件費の増加で減益
外航海運	日本郵船	'24/12	22,636	0.5%	17,892	19,770	10.5%	1,443	1,781	23.5%	8.1%	9.0%	日本郵船は取扱量が増加した物流事業と好調な市況に後押しされたドライバルク事業、定期船事業の伸長により増収増益
	商船三井	'24/12	19,349	1.6%	12,187	13,187	8.2%	801	1,223	52.7%	6.6%	9.3%	商船三井はM&A効果等を背景としたエネルギー事業の伸長により増収、貨物取扱量が増加したロジスティクス事業や好調なコンテナ船事業により増益
	川崎汽船 <sup>(1)</sup>	'24/12	13,657	(17.6%)	7,154	8,050	12.5%	702	922	31.5%	9.8%	11.5%	川崎汽船はドライバルク事業の堅調な輸送需要、効率的な配線計画と運航を推進した自動車船事業の収益貢献により増収増益

# 2024年度第3四半期 国内企業業績サマリー(2/2)

第2四半期で業績予想を修正した企業も多く、今回の決算ではこれまで通り増収増益を見込む企業が多数。通期決算を公表したNX HD、SBS、KRSは取引拡大、料金改定、コスト削減、M&Aのシナジー発現などを背景に25年度も増収増益を見込んでいる

## 各社の売上高・営業利益(直近通期実績⇒今期予想)

社名		通期											コメント
		直近決算	売上高		営業利益			今期成長率		営業利益率			
		通期	前々期	直近期	今期予想	前々期	直近期	今期予想	売上高	営業利益	直近期	今期予想	
国際貨物 フォワーダー	NIPPON EXPRESS HD	'24/12	22,390	25,776	27,000	1,555	470	800	4.7%	70.3%	1.8%	3.0%	NX HDは、25/12期の見立てとして、物流需要の緩やかな回復の継続、CP社、SH社等の買収企業とのシナジー効果により特に欧州事業の成長を見込む 上組、日新は進行期の業績が概ね計画通りに推移していることから、25/3期の業績予想に変更なし
	上組	'24/3	2,741	2,668	2,740	316	306	313	2.7%	2.3%	11.5%	11.4%	
	日新	'24/3	1,942	1,699	1,830	126	81	91	7.7%	12.7%	4.8%	5.0%	
トラック (企業物流)	センコーグループ ホールディングス	'24/3	6,963	7,784	8,600	255	299	358	10.5%	19.7%	3.8%	4.2%	前四半期決算で業績予想を修正した企業も多く、今回は業績予想に変更なし SBSは、25/12期は、3PL、国際事業、EC事業の成長戦略の推進、24/12期の新規立ち上げ拠点の収支改善、倉庫空き坪の解消など物流事業の収益構造改革の推進により増収増益を見込む(中期経営計画との対比では、海上運賃の変動などの事業環境の変化を受け、当初計画から減額修正(売上高△150億円、営業利益△70億円)) KRSは、共同物流・専門物流における新規・既存取引の拡大に加え、物流の安定確保を念頭に、適正料金施策やサービスの再整理の推進、海外事業の成長促進により、増収増益を見込む
	セイノーホールディングス	'24/3	6,315	6,428	7,313	285	234	332	13.8%	41.7%	3.6%	4.5%	
	SBSホールディングス	'24/12	4,319	4,481	4,850	197	177	205	8.2%	15.8%	4.0%	4.2%	
	福山通運	'24/3	2,934	2,876	3,007	214	104	67	4.6%	(35.9%)	3.6%	2.2%	
	AZ-COM丸和 ホールディングス	'24/3	1,778	1,986	2,070	114	138	112	4.3%	(19.1%)	7.0%	5.4%	
	キューソー流通システム	'24/11	1,846	1,952	1,980	40	56	56	1.4%	0.7%	2.9%	2.8%	
	ハマキョウレックス	'24/3	1,319	1,406	1,460	115	126	129	3.9%	2.6%	8.9%	8.8%	
宅配便	ヤマトホールディングス	'24/3	18,007	17,586	17,600	601	401	100	0.1%	(75.0%)	2.3%	0.6%	ヤマトはナカノ商会の連結効果により売上高を300億円上方修正、営業費用の増加予想を踏まえ、営業利益は前回予想を据置き SGはデリバリー事業はやや弱い進捗・見通しの方、ロジスティクス事業の上振れを受け、業績予想は据置き
	SGホールディングス	'24/3	14,346	13,169	14,700	1,353	892	900	11.6%	0.9%	6.8%	6.1%	
倉庫	三井倉庫ホールディングス	'24/3	3,008	2,606	2,800	260	208	180	7.4%	(13.3%)	8.0%	6.4%	三菱倉庫は、ITLに関してのれん相当額の未償却残高88億円を持分法による投資損失として計上したことにより、経常利益、当期純利益のみ下方修正(景気減速による業績悪化、事業計画の進捗に遅れ) 住友倉庫は関西高速鉄道が主導する「なにわ筋線事業」による自社建物からのテナント撤退に伴う賃料の減少により売上高、営業利益を下方修正(但し、受取補償金の計上で当期純利益は上方修正)
	三菱倉庫	'24/3	3,006	2,545	2,700	230	189	200	6.1%	5.6%	7.4%	7.4%	
	住友倉庫	'24/3	2,239	1,847	1,918	261	132	133	3.9%	0.8%	7.1%	6.9%	
外航海運	日本郵船	'24/3	26,161	23,872	25,800	2,964	1,747	2,100	8.1%	20.2%	7.3%	8.1%	好調なコンテナ船事業を背景に各社経常利益の上方修正を発表 日本郵船は、世界的な船不足が続く自動車船事業は堅調な輸送需要に支えられ好調に推移する見込み 商船三井は中東情勢の緊迫化でケミカル船の輸送距離が伸びており、24年3月に買収した米子会社が利益に貢献 川崎汽船はドライバルク事業で新造船が少ないことを背景に、船腹需給の引き締まりで市況は底堅い推移すると見込む
	商船三井	'24/3	16,120	16,279	17,900	1,087	1,031	1,540	10.0%	49.3%	6.3%	8.6%	
	川崎汽船 <sup>(1)</sup>	'24/3	9,426	9,579	10,500	789	841	1,060	9.6%	26.0%	8.8%	10.1%	

# 株価推移

業績は比較的好調ではあるものの、一部企業を除いて株価は軟調に推移

## 時価総額指数推移

2024年2月19日の各社時価総額合計を100としたときの推移



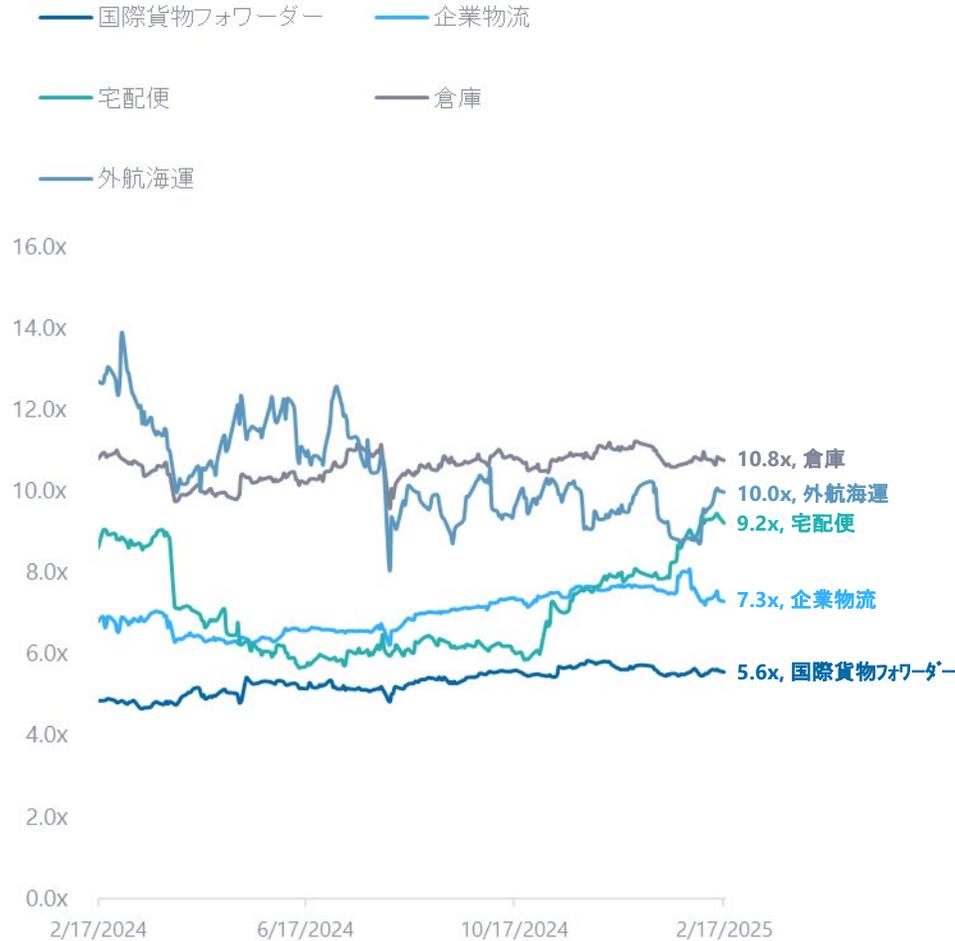
## 株価騰落率(2024年2月19日と2025年2月17日の比較)

Category	Company	時価総額 <sup>(1)</sup>		騰落率	平均 8.0%
		2024年2月19日	2025年2月17日		
国際貨物フォワーダー	NIPPON EXPRESS	7,046	7,046	(0.7%)	
	上組	3,346	3,346	(8.7%)	
	日新	639	639		15.4%
企業物流	センコー	2,393	2,393		40.6%
	セイノー	3,797	3,797	(2.4%)	
	SBS	1,051	1,051		13.8%
	福山通運	1,440	1,440	(16.3%)	
	AZ-COM	1,673	1,673	(12.9%)	
	KRS	510	510		119.9%
宅配便	ハマキョウ	936	936		28.0%
	ヤマト	6,341	6,341	(23.6%)	
倉庫	SG	8,972	8,972	(24.8%)	
	三井倉庫	1,930	1,930		66.1%
外航海運	三菱倉庫	3,587	3,587		2.3%
	住友倉庫	2,158	2,158		5.0%
	日本郵船	22,636	22,636		0.5%
外航海運	商船三井	19,349	19,349		1.6%
	川崎汽船	13,657	13,657	(17.6%)	

# バリュエーション推移

業界全体としてバリュエーションに大きな変化はない。外航海運は好調な業績に比して株価の上昇が限定的なためバリュエーションは低下、逆に宅配便は軟調な業績とNet Debtの増加でEV/EBITDAは微増、下落している株価の影響を受けPBRは下落

## 業種別EV/EBITDA推移



## 前年四半期のマルチプル比較<sup>(1)</sup>

業態別	2025/2/17時点	EV/EBITDA	中央値	PBR	中央値
国際貨物フォワーダー	NIPPON EXPRESS	5.0x	5.6x (+0.7x)	0.8x	0.8x (-0.1x)
	上組	6.2x		0.9x	
	日新	5.6x		0.7x	
企業物流	センコー	7.6x	7.3x (+0.4x)	1.1x	1.1x (+0.2x)
	セイノー	7.1x		0.9x	
	SBS	6.3x		1.2x	
	福山通運	9.0x		0.5x	
	AZ-COM	12.3x		3.0x	
	KRS	7.3x		1.2x	
	ハマキョウ	5.6x		1.1x	
宅配便	ヤマト	10.9x	9.2x (+0.2x)	1.1x	1.3x (-0.4x)
	SG	7.5x		1.6x	
倉庫	三井倉庫	8.2x	10.8x (-0.2x)	1.6x	1.0x (+0.1x)
	三菱倉庫	10.8x		1.0x	
	住友倉庫	11.2x		0.9x	
外航海運	日本郵船	8.3x	10.0x (-2.7x)	0.8x	0.8x (-0.1x)
	商船三井	13.2x		0.8x	
	川崎汽船	10.0x		0.8x	

Note: (1)Capital IQが提供する今期見込EBITDAのアナリストコンセンサス予想値が取得可能な企業については当該数値に基づくマルチプル取得できない企業については営業利益の会社予想値と減価償却費・のれん償却の直近実績値を用いて算出したEBITDAに基づくマルチプルを採用  
Source: Capital IQ



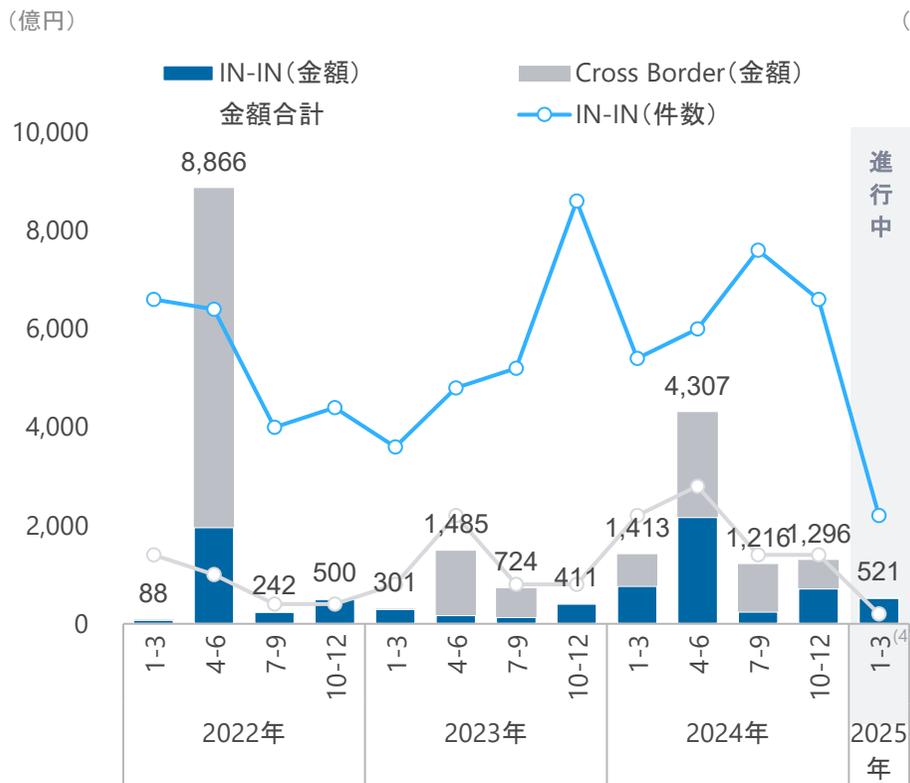
Houlihan  
Lokey

## 2 直近のM&A動向

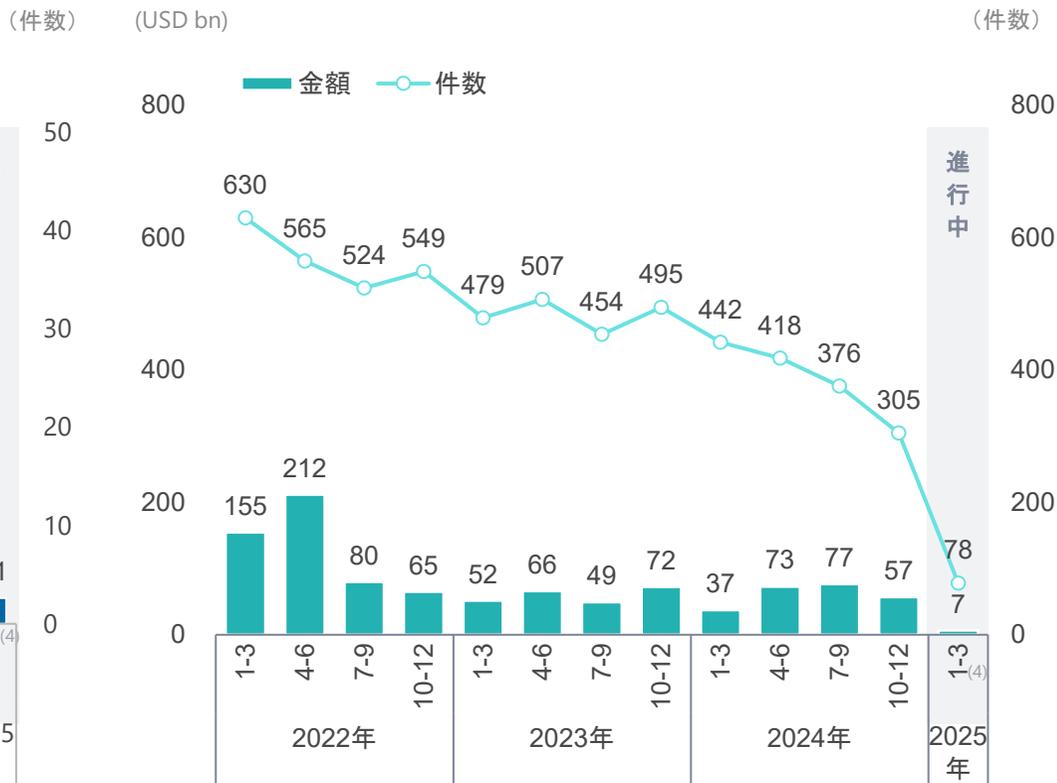
# M&A動向

国内は2024年前半に大型案件が立て続けに公表され、足許は件数、金額ともに落ち着いている状況。グローバルはコロナ禍以降、件数は減少しており、金額も低調に推移

物流セクター(国内物流企業)のM&A(過去3年)<sup>(1)(2)(3)</sup>



物流セクター(全世界)のM&A(過去3年)<sup>(1)(3)</sup>



- 2024年10-12月はヤマトによるナカノ商会の買収が取引金額を牽引
- 2025年1-3月はニッコンHDIによる中央紙器工業へのTOB、CREのMBO、日本郵便によるトナミHDへのTOB等の非公開化案件や、SGホールディングスによるMorrison Expressの買収などが公表

- コロナ禍の影響で活発化した大手の再編が一巡したことから、案件数は右肩下がりでも推移しており、金額も下落傾向にある
- 2025年1-3月も同様の傾向が続いており、2月7日時点では件数、送金額共に低調となっている

Note: (1) 案件金額が非開示の案件も含む (2) Cross Borderは、買手もしくは対象会社の本社所在地が海外の案件を含む  
 (3) 買手・対象会社のいずれかがTransportationセクターに分類されるM&A案件を抽出 (4) 2月7日までの公表案件のみ集計  
 Source: Mergermarket, MARR

## 国内における主要M&A(2024年11月～)

#	公表日	買収・出資企業	対象会社	事業内容	対象国	金額 (億円)	取得比率	
1	2025/3/7	IAパートナーズ	内外トランスライン	フォワーディング	日本	380	0%→100%	
MBO	2	2025/2/26	日本郵便	トナミホールディングス	自動車運送	日本	926	0%→99.98%
3	2025/2/18	日本郵船	Northern Offshore Group	洋上風力発電向け作業員輸送船運航	スウェーデン	n/a	0%→50%+	
4	2025/2/7	SGホールディングス	モリソン・エクスプレス	フォワーディング	台湾	1,368	0%→100%	
5	2025/1/31	ニッコンホールディングス	中央紙器工業	段ボール製品の製造・販売	日本	240	0%→95%	
MBO	6	2025/1/28	SMFLみらいパートナーズ・CRE会長	CRE	物流不動産開発	日本	217	41.0% <sup>(1)</sup> →100%
7	2025/1/17	商船三井	NODE	外国人向け人材事業	日本	n/a	0%→~67%	
8	2024/12/24	SBSホールディングス	ブラックバード・ロジスティクス	3PL	オランダ	78	0%→80%	
9	2024/12/20	F-LINE	芸北急送	加工食品輸送	日本	n/a	33.4→100%	
物流子 会社	10	2024/12/01	千趣会	ベルメゾンロジスコ	EC物流	日本	n/a	33.4→100%
11	2024/11/21	AZ-COM丸和ホールディングス	ルーフィ	B2B、B2C配送	日本	n/a	0%→100%	
12	2024/11/5	ヤマトホールディングス	ナカノ商会	コントラクト・ロジスティクス	日本	469	0%→87.7%	

※ハイライトした案件はケーススタディを後掲

## グローバルにおける主要M&A(2024年11月～)

#	公表日	買収・出資企業	国	対象会社	事業内容	国	金額 (USD M)	取得後 比率
1	2025/1/15	Dachser	Germany	Dachser Finland (DachserとAOE LogisticsのJV)	道路輸送、フリートフォワーディング	Finland	n/a	100%
2	2025/1/7	AIT Worldwide Logistics	USA	Krupp Trucking	トラック輸送	USA	n/a	100%
3	2024/12/23	JAS Worldwide Management	USA	International Airfreight Associates	航空貨物サービス(生鮮食品に強み)	Netherlands	n/a	100%
4	2024/12/6	JD Logistics	China	Kuayue-Express Group	短時間の臨時輸送	China	892	36.4%
5	2024/12/4	Starwood Capital他投資ファンド	USA	ESR Group	物流不動産開発	HK	9,418	60.2%
6	2024/11/25	Schneider National	USA	Cowan Systems	トラック輸送	USA	390	100%
7	2024/11/15	DFDS	Denmark	Ekol Lojistik	トルコ⇔欧州間輸送	Turkey	255	100%
8	2024/11/14	Kuehne & Nagel International	Switzerland	IMC Logistics	港湾ドレージ	USA	870	51%
9	2024/11/11	DP World	UAE	Silk Logistics Holdings	港湾物流、3PL	Australia	351	100%
10	2024/11/7	Lineage	USA	Coldpoint Logistics Warehouse	低温物流	USA	223	100%
11	2024/11/7	Swissport International	Switzerland	ViaEurope	EC物流	Netherlands	n/a	100%

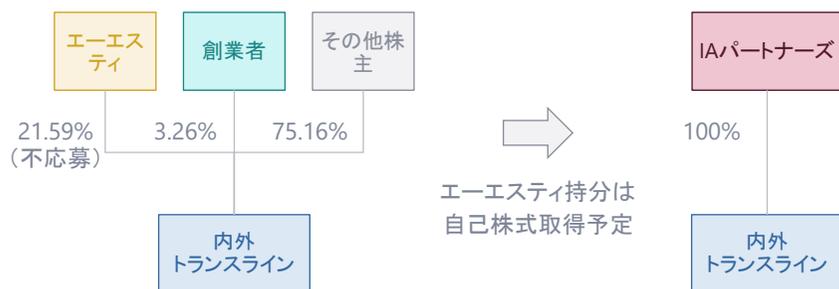
# IAパートナーズによる内外トランスラインのTOB | 案件概要

国際海上混載輸送を営む内外トランスラインは、IAパートナーズ(IA)をパートナーとした非公開化により、DX化や組織再編・最適な人材配置を通じた抜本的な業務改革、事業領域の拡大などを推進し、フォワーディング事業の徹底的な拡大を目指す

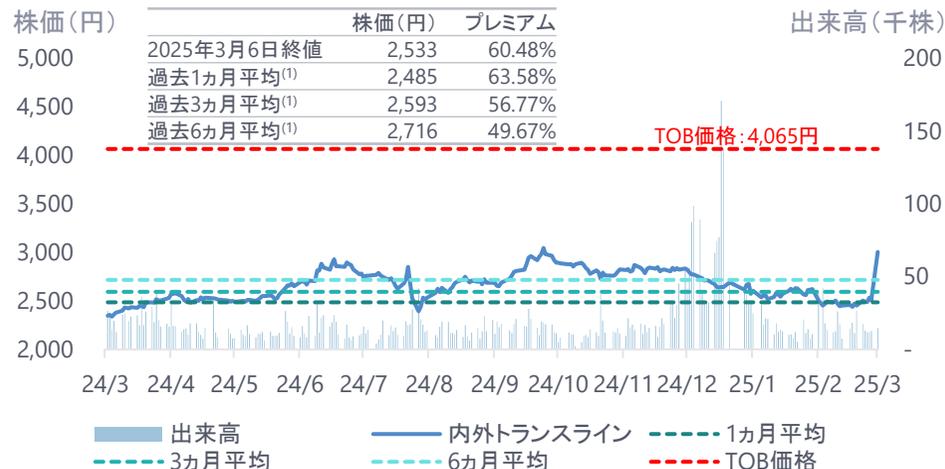
## 案件概要

取引概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>国際海上混載輸送を主軸とする内外トランスラインは、IAによる同社のTOBと、それに対する賛同表明を発表</li> <li>2024年3月12日に、IAから面談の申し入れがあったことから検討が始まり、9月27日の初回提案まで合計12回の面談を実施。並行して事業会社含む複数の企業と非公開化を含めた資本政策に関する議論を実施したものの正式な諸条件の提案がなく、最終的にIAへ独占交渉権を付与してDDを開始</li> <li>IAは創業者である戸田氏(所有割合:3.26%)と応募契約、創業家資産管理会社エーエスティ(所有割合:21.59%)と自己株式取得を前提とした不応募契約を締結</li> <li>本非公開化により、①CRMの強化や直荷主へのマーケティング強化といったDX推進 ②フォワーディング事業拡大のための人事面を中心とした抜本的改革 ③M&amp;A、アライアンスを通じてのインオーガニックな事業領域、ネットワークの拡大に努める</li> </ul>
買付期間	2025年3月11日～2025年4月21日(期間:30営業日)
取引金額	TOB価格:4,065円(89億6,500万円を上限としてIAが出資、227億1,800万円を上限としてみずほ銀行、三井住友銀行より借入)

## 取引ストラクチャー



## 株価推移(基準日:2025年3月6日)



## 業績推移



## バリュエーション

TOB価格	4,065円
TOB対象株式数	10,698千株
自己株式取得価格	3,239円
自己株式取得対象株式数	2,122千株
<b>株式価値</b>	<b>382億円</b>
Net Debt	(154)億円
非支配株主持分	10億円
<b>企業価値</b>	<b>238億円</b>
EBITDA(25/12期見込)	43億円
純利益(25/12期見込)	27億円
自己資本(24/12末)	222億円
<b>EV/EBITDA</b>	<b>5.5x</b>
PER	14.1x
PBR	1.72x

# トナミHDによる日本郵便をパートナーとしたMBO | 案件概要



自動車運送を主体とするトナミHDは、2024年問題に対処するため、グループにて郵便・物流事業を営む日本郵便をパートナーとしてMBOを行い、物流工程を網羅した「共創プラットフォーム」の実現により物流事業の強化・効率化を目指す

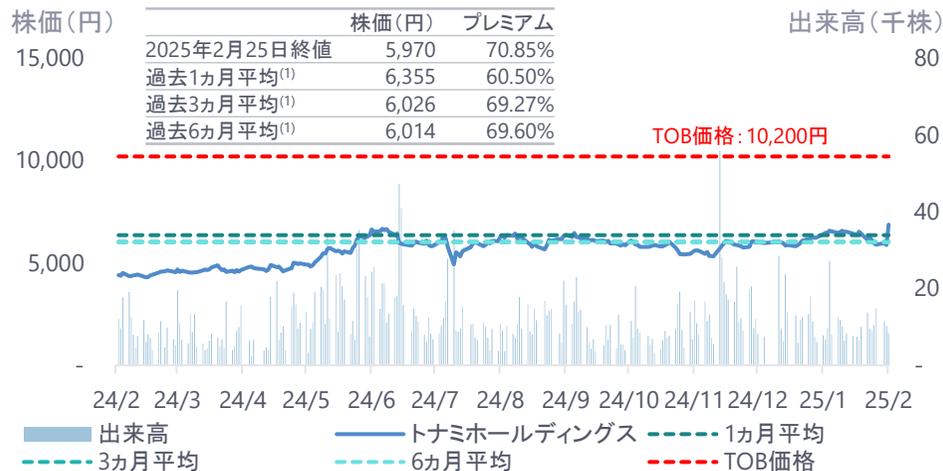
## 案件概要

取引概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>自動車運送を主体とするトナミHDは、日本郵便をパートナーとしたMBOを発表(2025年2月26日公表、翌日買付け開始)</li> <li>物流業界において2024年問題が深刻化する中、中長期的な経営のために非公開化の検討を始めた。<b>純粋MBOも検討したものの、LBOローンが多額となり断念</b></li> <li>他の事業会社との合併や資本提携も検討したものの、同程度の事業規模を持つ事業会社のパートナー候補は存在せず。<b>5社の事業会社との協議の上、最終的に日本郵便の保有する顧客・物流ネットワークを含む豊富な経営資源や、協業を重視する戦略的方針</b>から、日本郵便をパートナーとしてMBOをするに至った</li> <li>日本郵便は創業者・経営陣に加え、明治安田生命等の<b>複数の大株主(合計所有割合20.17%)と応募契約</b>を締結</li> <li>本件終了後の取り組みとして、①日本郵便グループのTOLL(国際物流)、JPロジスティクス(国内企業物流)、日本郵便(ラストワンマイル)と協力し、物流工程を網羅した「共創プラットフォーム」の実現による物流事業の強化・効率化 ②営業力・経営基盤の強化・適正化を行うとしている</li> </ul>
買付期間	2025年2月27日～2025年4月10日(期間:30営業日)
取引金額	TOB価格: 10,200円

## 取引ストラクチャー



## 株価推移(基準日:2025年2月25日)



## 業績推移



## バリュエーション

TOB価格	10,200円
発行済株式総数(自己株控除済み)	9,075千株
<b>株式価値</b>	<b>926億円</b>
Net Debt	(7)億円
非支配株主持分	8億円
<b>企業価値</b>	<b>926億円</b>
EBITDA(25/3期見込)	121億円
純利益(25/3期見込)	48億円
自己資本(24/12末)	948億円
<b>EV/EBITDA</b>	<b>7.7x</b>
PER	19.3x
PBR	0.98x

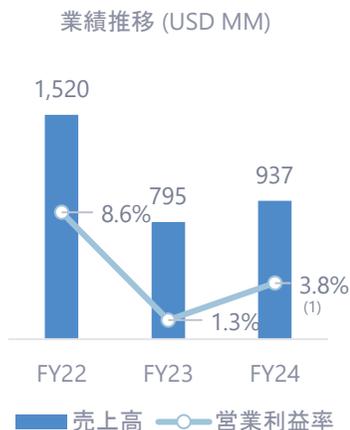
# SG HDによる台湾Morrison Expressの買収 | 案件概要



グローバル物流の基盤拡大を重要戦略と位置付けるSG HDは、電子製品航空輸送のグローバルリーダーであるMorrison Expressの買収により、半導体関連の物流ノウハウを取得するとともに、アジア事業基盤の強化を目指す。取引金額は9億ドル(企業価値ベース)

## 対象会社概要

名称	Morrison Express Worldwide Corporation
所在地	台湾台北市
設立年	1972年
代表者	Danny T. Chiu
事業内容	国際フレイトフォワーダー ハイテク・電子製品航空輸送の業界リーダーであり、バリューチェーン全体で顧客をグリップ。台湾の半導体製造のEMS顧客を中心に6,000社以上の取引実績を有する
拠点	東アジア: 35拠点 インド・東南アジア: 8拠点 ヨーロッパ: 11拠点 北アメリカ: 15拠点



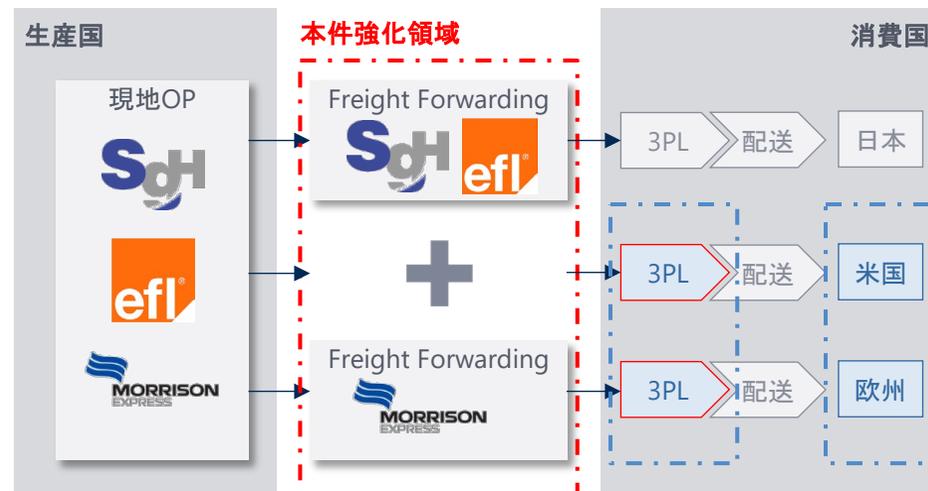
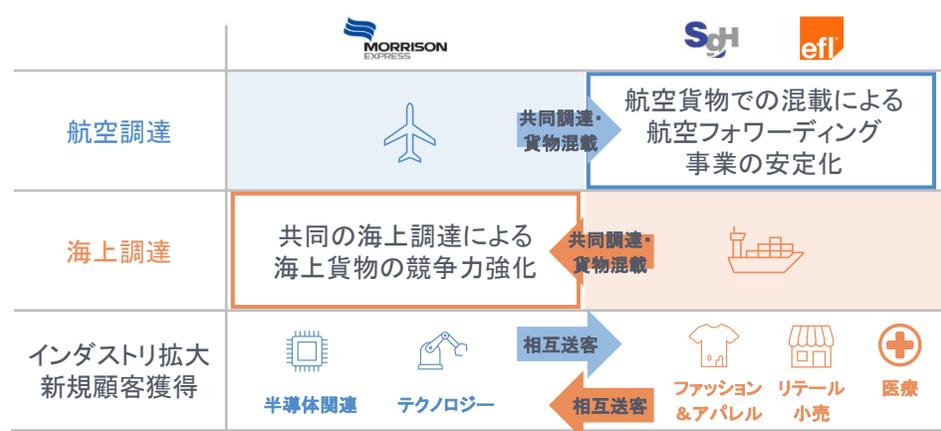
## 本件の戦略的意義

- 1 半導体・テクノロジー関連物流のノウハウ・顧客獲得
- 2 航空貨物での混載による航空フォワーディング事業の安定化
- 3 中国・東南アジアの物流ネットワーク強化
- 4 世界第2位の売上規模を持つ日本の半導体製造設備向け事業の拡大

## SGHDのグローバル物流戦略

フォワーディング事業強化と消費国(特に米国・欧州)での3PL事業の強化  
グローバル物流において、2030年度で営業収益約6,000億円、営業利益約200億円、ROIC8%越えを目指す

## SG HDとMorrison Expressの補完性



2030年に向けた強化エリア

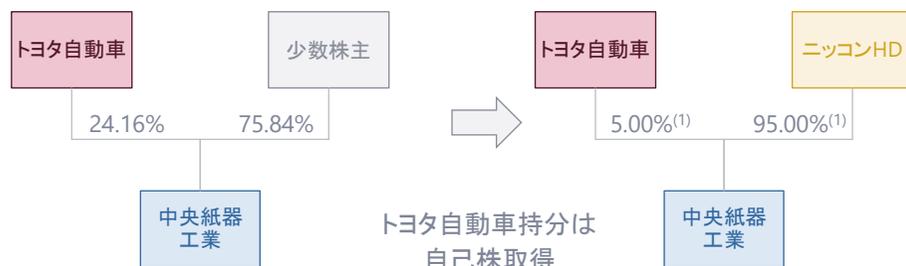
# ニッコンHDによる中央紙器工業のTOB | 案件概要

ニッコンHDがTOBを通じて中央紙器工業を非公開化後、筆頭株主であるトヨタ自動車が保有する持分を自己株取得により取得(トヨタ自動車は本件後も5%を継続保有)。梱包事業の強化、顧客基盤の拡大、海外事業展開の加速を目指す

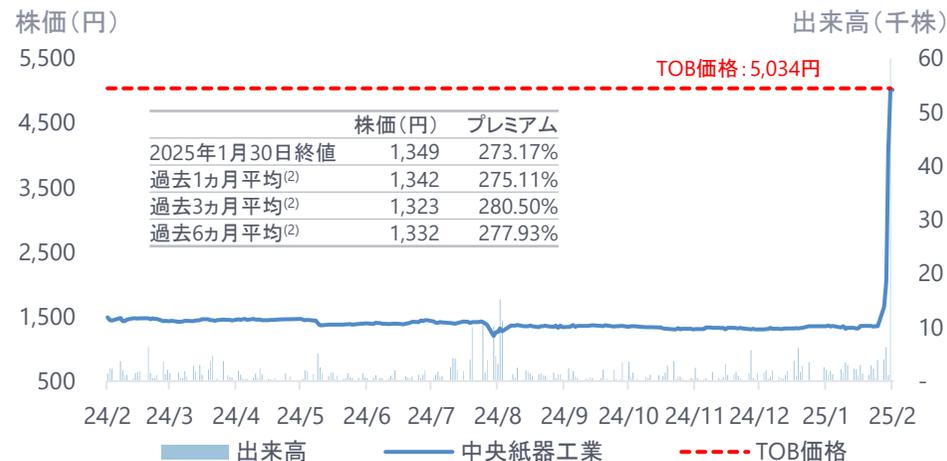
## 案件概要

取引概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>陸上運送を中心に営むニッコンHDは、段ボール製品を中心とした各種包装材の製造販売を行う中央紙器工業に対するTOBを発表(2025年1月31日公表、翌営業日買付け開始)</li> <li>対象会社は、2024年3月上旬に、筆頭株主であったトヨタ自動車から上場継続の必要性、対象会社の厳しい経営環境及びトヨタ自動車持分の取扱いに関する相談を受け、資本政策の検討を開始。対象会社及びトヨタ自動車含む株主の利益最大化の観点から、複数の事業会社及びファンドを対象とした非公開化プロセスに踏み切った</li> <li>1次プロセスではファンドを含む14社が関心を示し、そのうち3社を2次プロセスへ招聘。最終的に最も高い価格を提示したニッコンHDを買い手に選定</li> <li>トヨタ自動車は本件後も対象会社との取引を維持していきたい意向があったことから、5.0%の持分を継続保有</li> <li>ニッコンHDは、①梱包資材の開発・製造の内製化による梱包事業の強化、②顧客基盤の拡大、③両社の海外事業展開の加速を目指す</li> </ul>
買付期間	2025年2月3日～2025年3月18日(期間:30営業日)
取引金額	TOB価格:5,034円

## 取引ストラクチャー



## 株価推移(基準日:2025年1月30日)



## 業績推移



## バリュエーション

TOB価格	5,034円
自己株取得価格	4,197円
<b>株式価値</b>	<b>240億円</b>
Net Debt	(84)億円
非支配株主持分	-億円
<b>企業価値</b>	<b>156億円</b>
EBITDA(25/3期見込)	8億円
純利益(25/3期見込)	4億円
自己資本(24/9末)	134億円
<b>EV/EBITDA</b>	<b>20.4x</b>
PER	57.1x
PBR	1.8x

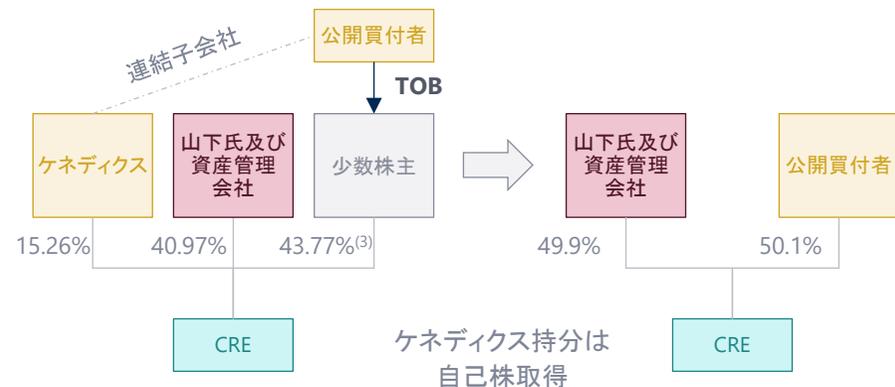
# CREによるSMFLをスポンサーとしたMBO | 案件概要

物流施設の賃貸、開発、投資運用を行うCREは、資金力を有し、アセットマネジメント事業との協業による事業拡大が見込める三井住友ファイナンス&リース(SMFL)子会社をスポンサーとしてMBOを実行。加熱する不動産業界において機動的かつ柔軟な意思決定による企業価値向上を目指す

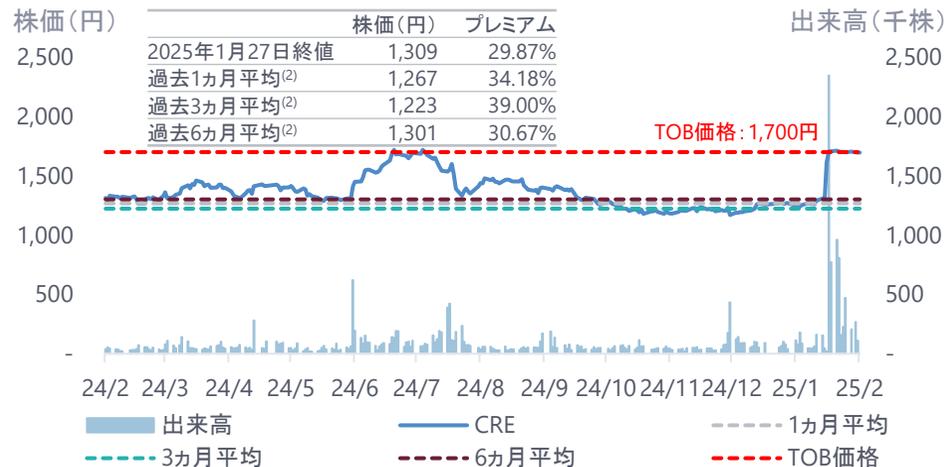
## 案件概要

取引概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>物流施設の賃貸、開発、投資運用を行うCREは、SMFLみらいパートナーズをスポンサーとしたMBOを目的とする公開買付けを発表(2025年1月28日公表、翌日買付け開始)</li> <li>対象会社は収益性の高い物流投資事業をストックビジネスの成長ドライバーとするものの、物件売却の時期は市場の影響を受けることから各期業績への影響が不安定となる</li> <li>不動産市場が過熱する中、<u>対象会社社長である山下氏は、上記理由から上場したままでは短期的な業績の悪化を伴う中長期的な事業運営は難しいとして、非公開化の検討に至った</u></li> <li>非公開化により、①SMFLに裏付けられた信用力・資金調達力の向上 ②ブリッジ保有機能等による物流施設開発案件の加速 ③SMFLグループの顧客基盤やネットワークを用いた規模拡大や事業機会の増加 ④SMFLグループの投資事業との協業によるストック収益の積み上げが可能になるとしている</li> </ul>
買付期間	2025年1月29日～2025年3月13日(期間:30営業日)
取引金額	TOB価格:1,700円

## 取引ストラクチャー



## 株価推移(基準日:2025年1月27日)



## 業績推移



## バリュエーション

TOB価格	1,700円
公開買付け総額	217億円
買付け対象株式割合	43.46%
<b>株式価値(100%ベース)</b>	<b>500億円</b>
Net Debt	611億円
非支配株主持分	1億円
<b>企業価値</b>	<b>1,112億円</b>
EBITDA <sup>(3)</sup> (25/7期見込)	106億円
純利益(25/7期見込)	50億円
自己資本(24/11末)	402億円
<b>EV/EBITDA</b>	<b>10.5x</b>
PER	10.0x
PBR	1.24x



Houlihan  
Lokey

## Appendix

# 国内企業 マーケットデータ

(JPY Mil. 但し、株価は除く)

会社名	本国籍	株価	過去52週		時価総額 2/14/2025	Net Debt Latest	企業価値 2/14/2025	EV/ Sales FY+1(E)	EV / EBITDA FY+1(E)	PER FY+1(E)	PBR Latest	Revenue FY+1(E)	EBITDA FY+1(E)	Net	株主資本 Latest	売上高	EBITDA
		2/14/2025	Max/ %	Min/ %										Income FY+1(E)		成長率 前期比	
<b>国際貨物フォワーダー</b>																	
NIPPON EXPRESSホールディングス	Japan	2,505	109.8%	85.2%	650,669	287,641	957,409	0.4x	3.8x	11.8x	0.7x	2,678,720	251,231	55,000	873,048	3.9%	9.4%
上組	Japan	3,346	106.0%	87.0%	338,875	(69,385)	271,127	1.0x	5.9x	13.6x	0.9x	270,882	45,950	25,000	393,065	1.5%	17.0%
日新	Japan	4,405	111.8%	61.5%	64,461	12,124	82,103	0.4x	8.5x	6.3x	0.6x	183,000	9,658	10,300	90,277	7.7%	5.3%
								<b>Mean</b>	0.6x	6.1x	10.5x	0.8x				4.4%	10.5%
								<b>Median</b>	0.4x	5.9x	11.8x	0.7x				3.9%	9.4%
<b>トラック企業物流</b>																	
セイノーホールディングス	Japan	2,275	110.0%	87.7%	383,259	(38,144)	351,039	0.5x	6.2x	19.4x	0.9x	734,460	56,650	19,707	431,295	14.3%	7.7%
センコーグループホールディングス	Japan	1,428	109.7%	74.1%	242,996	218,249	487,198	0.6x	7.2x	12.6x	1.2x	860,308	67,250	19,300	216,271	10.5%	7.8%
AZ-COM丸和ホールディングス	Japan	1,268	121.7%	70.3%	170,753	(7,014)	166,254	0.8x	11.9x	22.2x	3.0x	208,900	14,000	7,700	58,369	5.2%	6.7%
福山通運	Japan	3,670	116.8%	91.6%	145,595	30,503	177,886	0.6x	7.0x	18.2x	0.5x	301,628	25,488	8,000	289,022	4.9%	8.5%
SBSホールディングス	Japan	2,545	111.3%	86.9%	101,081	48,884	174,693	0.4x	5.4x	9.0x	0.9x	492,000	32,600	11,200	112,947	9.8%	6.6%
キューソー流通システム	Japan	2,077	117.2%	44.2%	51,627	37,012	100,390	0.5x	7.2x	25.8x	0.9x	199,000	13,860	2,000	54,653	2.0%	7.0%
								<b>Mean</b>	0.5x	7.5x	17.9x	1.2x				7.8%	7.4%
								<b>Median</b>	0.5x	7.1x	18.8x	0.9x				7.5%	7.3%
<b>宅配便</b>																	
SGホールディングス	Japan	1,442	139.0%	93.7%	901,927	49,636	963,043	0.7x	7.4x	15.0x	1.5x	1,465,922	130,463	60,000	571,182	11.3%	8.9%
ヤマトホールディングス	Japan	1,925	126.9%	79.2%	649,428	(67,112)	588,463	0.3x	9.9x	36.1x	1.1x	1,744,534	59,407	18,000	574,798	-0.8%	3.4%
								<b>Mean</b>	0.5x	8.6x	25.6x	1.3x				5.3%	6.2%
								<b>Median</b>	0.5x	8.6x	25.6x	1.3x				5.3%	6.2%
<b>倉庫</b>																	
三菱倉庫	Japan	1,035	117.2%	79.6%	360,643	48,946	416,397	1.5x	10.8x	11.8x	0.9x	269,600	38,544	30,600	406,151	5.9%	14.3%
住友倉庫	Japan	2,765	105.1%	86.1%	214,227	34,848	258,918	1.4x	10.9x	11.2x	0.8x	190,500	23,800	19,200	262,558	3.2%	12.5%
三井倉庫ホールディングス	Japan	7,570	106.2%	54.6%	188,768	21,258	221,015	0.8x	7.5x	18.9x	1.6x	281,400	29,418	10,000	124,612	8.0%	10.5%
								<b>Mean</b>	1.2x	9.7x	13.9x	1.1x				5.7%	12.4%
								<b>Median</b>	1.4x	10.8x	11.8x	0.9x				5.9%	12.5%
<b>外航海運</b>																	
日本郵船	Japan	5,315	104.3%	74.1%	2,303,461	560,888	2,907,864	1.2x	8.3x	5.1x	0.9x	2,523,948	351,971	450,000	2,824,012	5.7%	13.9%
商船三井	Japan	5,524	103.2%	72.3%	1,939,818	1,221,692	3,178,010	1.8x	12.4x	4.8x	0.8x	1,783,913	256,000	400,000	2,679,003	9.6%	14.4%
川崎汽船	Japan	2,160	129.5%	76.7%	1,371,765	57,384	1,462,384	1.4x	9.9x	4.7x	0.8x	1,020,691	148,000	295,000	1,614,063	6.1%	14.5%
								<b>Mean</b>	1.5x	10.2x	4.9x	0.8x				7.1%	14.3%
								<b>Median</b>	1.4x	9.9x	4.8x	0.8x				6.1%	14.4%
<b>All Companies</b>																	
								<b>Mean</b>	0.8x	8.2x	14.5x	1.1x				6.4%	9.9%
								<b>Median</b>	0.7x	7.5x	12.6x	0.9x				5.9%	8.9%

# グローバル企業 マーケットデータ

(USD Mil. 但し、株価は除く)

会社名	本国籍	株価		時価総額 2/14/2025	Net Debt Latest	企業価値 2/14/2025	EV/ Sales FY+1(E)	EV / EBITDA FY+1(E)	PER FY+1(E)	PBR Latest	Revenue FY+1(E)	EBITDA FY+1(E)	Net Income		売上高 成長率 前期比	EBITDA margin FY+1(E)	
		2/14/2025	過去52週 Max/ % Min/ %										FY+1(E)	Latest			
<b>Asset-Light / 3PL</b>																	
DSV A/S	Denmark	30,879	108.4%	68.0%	7,257,983	(111,485)	7,153,504	1.7x	13.0x	27.1x	2.9x	4,321,181	548,761	267,348	2,499,099	-100.0%	12.7%
Kuehne & Nagel International AG	Switzerland	35,430	143.0%	93.1%	4,191,865	188,506	4,381,625	1.0x	10.2x	20.0x	7.9x	4,220,031	430,582	209,399	460,436	5.7%	10.2%
XPO, Inc.	United States	22,147	110.5%	66.6%	2,596,542	579,670	3,176,212	2.5x	15.4x	34.0x	10.3x	1,269,098	206,109	76,412	251,709	0.0%	16.2%
Expeditors International of Washington, Inc.	United States	17,282	115.8%	95.3%	2,419,089	(132,370)	2,287,042	1.4x	13.7x	19.9x	7.2x	1,638,691	167,095	121,723	350,435	25.0%	10.2%
C.H. Robinson Worldwide, Inc.	United States	15,129	115.4%	65.3%	1,795,891	167,712	1,963,603	0.7x	14.2x	20.0x	6.6x	2,706,707	138,311	89,904	270,741	-2.9%	5.1%
Landstar System, Inc.	United States	24,604	121.7%	97.6%	868,921	(68,723)	800,198	1.1x	15.8x	28.1x	5.7x	760,874	50,524	30,878	153,133	0.0%	6.6%
GXO Logistics, Inc.	United States	5,993	160.7%	87.6%	716,125	629,823	1,350,980	0.7x	10.4x	15.7x	1.5x	1,924,715	130,008	45,501	477,163	4.6%	6.8%
Kerry Logistics Network Ltd.	Hong Kong	132	141.9%	95.0%	239,398	36,486	322,828	0.3x	3.7x	6.8x	0.7x	1,085,464	87,231	35,124	382,973	26.9%	8.0%
CJ Logistics Corp	South Korea	10,070	146.9%	80.6%	200,847	252,309	508,517	0.4x	4.4x	6.8x	0.5x	1,346,968	116,785	29,682	463,763	5.3%	8.7%
Forward Air Corporation	United States	4,658	134.1%	36.6%	134,862	300,916	448,721	1.1x	9.6x	NM	1.3x	394,431	46,791	(4,481)	58,590	104.1%	11.9%
								<b>Mean</b>	1.1x	11.0x	19.8x	4.4x				6.9%	9.6%
								<b>Median</b>	1.0x	11.7x	20.0x	4.3x				4.9%	9.4%
<b>Parcel Delivery</b>																	
United Parcel Service, Inc.	United States	17,673	136.8%	94.1%	15,081,595	2,635,479	17,721,005	1.3x	8.9x	14.7x	5.7x	13,571,671	1,984,187	1,024,937	2,632,334	-5.2%	14.6%
FedEx Corporation	United States	40,718	117.2%	87.6%	9,807,062	4,382,225	14,189,287	1.1x	8.7x	13.7x	2.3x	13,364,259	1,627,649	714,687	3,982,336	-3.1%	12.2%
Deutsche Post AG	Germany	5,849	119.2%	90.2%	6,738,906	2,495,983	9,323,139	0.7x	5.4x	12.4x	1.9x	13,692,245	1,713,096	543,144	3,891,775	7.0%	12.5%
								<b>Mean</b>	1.0x	7.7x	13.6x	3.3x				(0.4%)	13.1%
								<b>Median</b>	1.1x	8.7x	13.7x	2.3x				(3.1%)	12.5%
<b>Container</b>																	
Hapag-Lloyd AG	Germany	23,976	126.9%	75.0%	4,213,993	31,008	4,257,135	1.3x	5.6x	11.0x	1.4x	3,277,852	766,545	381,526	3,184,554	17.3%	23.4%
A.P. Moller - Maersk A/S Class B	Denmark	259,111	109.9%	69.5%	4,070,365	(3,496,101)	739,345	0.1x	0.7x	16.0x	0.5x	7,706,972	1,114,326	254,439	8,882,458	-11.6%	14.5%
COSCO SHIPPING Holdings Co., Ltd. Class H	China	245	120.5%	63.1%	3,856,891	(2,459,084)	2,437,085	0.5x	1.4x	3.5x	0.8x	5,033,582	1,731,100	1,102,353	5,698,686	44.6%	34.4%
Evergreen Marine Corp. (Taiwan) Ltd.	Taiwan	983	114.2%	69.5%	2,128,494	(319,518)	1,973,667	0.9x	2.1x	3.3x	1.0x	2,156,328	947,234	644,777	2,583,476	-100.0%	43.9%
								<b>Mean</b>	0.7x	2.4x	8.5x	0.9x				(12.4%)	29.0%
								<b>Median</b>	0.7x	1.7x	7.3x	0.9x				2.8%	28.9%
<b>Cold Chain</b>																	
Americold Realty Trust, Inc.	United States	3,254	142.3%	95.4%	925,031	568,033	1,496,562	3.5x	15.3x	43.2x	1.8x	424,020	97,988	21,407	558,139	12.5%	23.1%
STEF	France	22,362	105.0%	81.6%	274,631	166,207	440,850	0.6x	5.7x	10.6x	1.5x	781,428	76,799	25,875	205,406	12.9%	9.8%
Marten Transport, Ltd.	United States	2,336	127.7%	95.9%	190,277	(2,670)	187,606	1.3x	7.8x	37.9x	1.6x	147,815	24,087	5,018	120,733	-2.4%	16.3%
Covenant Logistics Group, Inc.	United States	4,092	114.3%	80.0%	107,864	(5,534)	102,331	0.6x	4.1x	11.2x	1.6x	177,866	24,990	9,626	67,849	0.0%	14.0%
								<b>Mean</b>	1.5x	8.2x	25.7x	1.6x				5.7%	15.8%
								<b>Median</b>	0.9x	6.8x	24.6x	1.6x				6.3%	15.2%
<b>All Companies</b>																	
								<b>Mean</b>	<b>1.1x</b>	<b>8.4x</b>	<b>17.8x</b>	<b>3.1x</b>				<b>1.9%</b>	<b>15.0%</b>
								<b>Median</b>	<b>1.0x</b>	<b>8.7x</b>	<b>15.2x</b>	<b>1.6x</b>				<b>4.6%</b>	<b>12.5%</b>

## 留意事項

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。



Houlihan  
Lokey

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