

2025年1月



Houlihan
Lokey

建設業界 マーケット動向レポート

2024年度 第2四半期

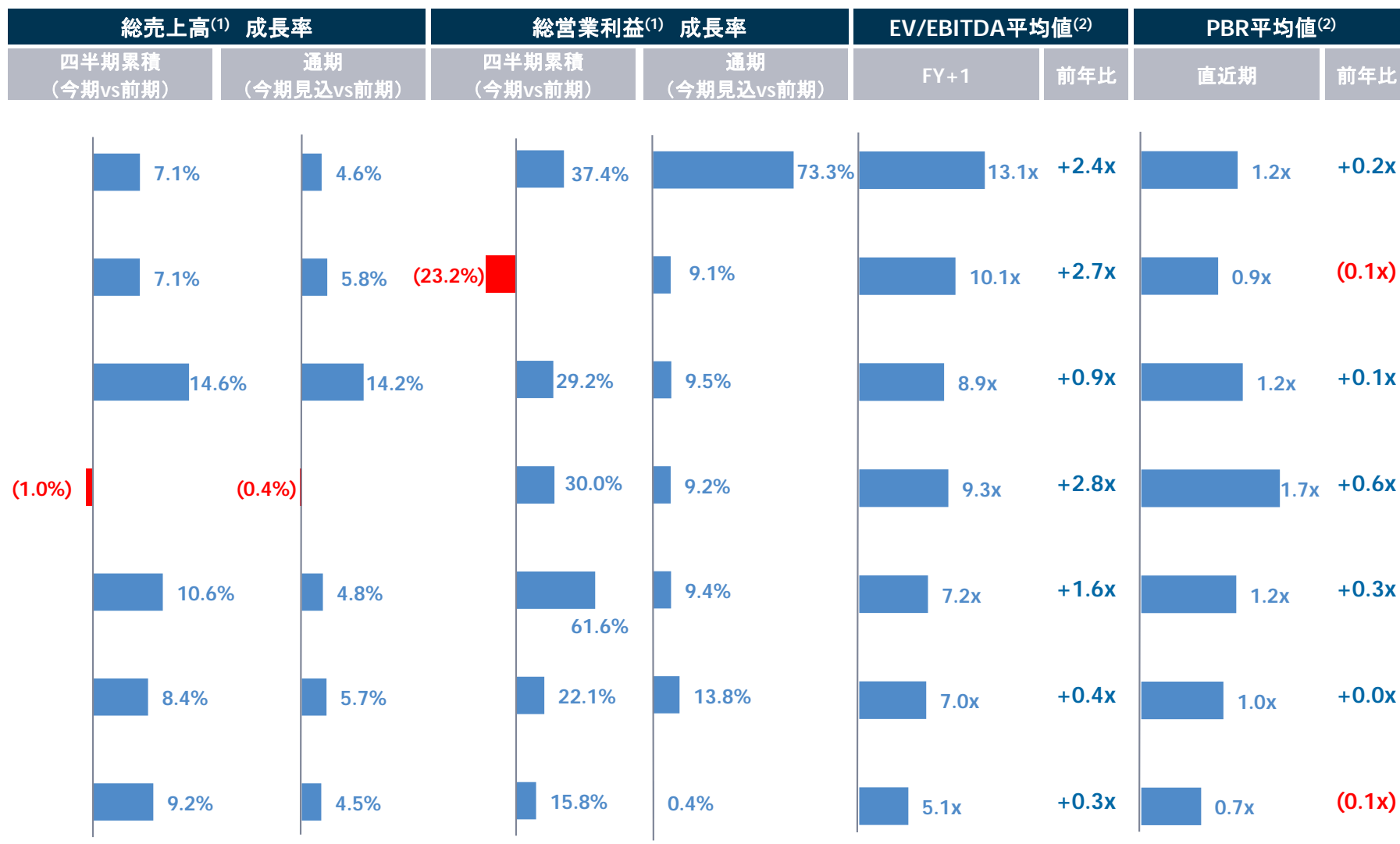


01

業績／株価について

2024年度第2四半期 建設業界の動向(サマリー)

スーパーゼネコンは前年業績からの反動増により2Q実績/通期ともに大幅な増収増益となる。民間・公共ともに旺盛な建設需要を背景に、スーパーゼネコン、空調工事、電気工事を中心に多数の企業が中間期決算において業績の上方修正を発表



Source: 各社Website、IR資料、Capital IQ

(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、営業利益の合計値の前年実績からの変化率を記載(前期の業績がマイナスである場合はNMと記載)

(2) 各業種ごとの2024年11月18日時点の株価に基づくマルチプル及び前年比の増減を記載

各社業績の状況 大手建設プレイヤー(1/2)

今年度については殆どの企業で増収増益を見込む。順調な受注や工事進捗や生産性の改善を背景に業績の上方修正を発表した企業も多数見られた

各社の売上高・営業利益(前期四半期実績 今期四半期実績)

社名		直近決算			四半期累積			業績予想の上方修正をした企業		業績予想の下方修正をした企業		コメント		
		時価総額			売上高			営業利益			営業利益率			
		四半期	11/18	騰落率	前期	今期	前期比	前期	今期	前期比	前期		今期	
ゼネコン	スーパー	鹿島建設	'24/9	12,694	16.1%	13,058	13,217	1.2%	664	481	(27.6%)	5.1%	3.6%	鹿島建設は原価上昇により2Q実績で減益したものの、大型案件獲得や順調な工事進捗により、通期業績予想の上方修正を発表 清水建設は完成工事高減少により2Q実績は減収したが、案件の順調な進捗や採算改善により、通期業績予想の上方修正を発表 長谷工コーポレーションはマンション販売が堅調に進捗し増収の一方、販売費用や宣伝費の増加により減益 インフロンニアHDは建築事業・土木事業の減益が影響し、全社で減益 五洋建設・戸田建設は、建築事業・土木事業の売上が順調なことや、利益率の改善があったことにより増収増益 三井住友建設は2Q実績で減収減益。更に、国内の大型建築工事での工事損失追加計上を理由に、通期予想を修正し大幅な減益を発表 熊谷組は建築事業において、工期延伸等により追加設計変更の獲得が遅れた影響で減益 大和ハウスは開発物件の売却、積水ハウスは国内外の住宅事業が業績を牽引し、両社ともに通期業績予想の上方修正を発表 住友林業は米国の戸建て分譲住宅事業の販売が堅調なことや、円安進行により大きく増収増益となり、全社でも増収増益 高砂熱学工業・三機工業は順調な工事進捗や受注高の推移の他、採算性の改善によって、両社ともに通期業績予想の上方修正を発表 大気社は大型案件の剥落により減収・減益を見込む 全体としては、受注案件高の増加や大型案件の順調な進捗の他、受注時採算の改善等により通期では増収増益傾向 きんでは原価低減や効率的な施工により、関電工は旺盛な民間建設投資や生産性の改善により、中電工は予想以上の受注高や工事進捗の他、利益率の改善により、通期業績予想の上方修正を発表 ITソリューション分野は引き続き堅調であるほか、NTT関連事業も徐々に回復を見せ、各社通期で増収・増益を見込む 建設技術研究所は、米国やオーストラリアにおける高金利・高建設コストの影響などにより減益 応用地質は災害廃棄物関連、洋上風力関連事業及び海外グループ会社の売上進捗を鑑みて、通期業績を上方修正
		大林組	'24/9	14,680	57.2%	10,814	12,406	14.7%	308	455	47.5%	2.9%	3.7%	
		清水建設	'24/9	8,347	19.5%	9,369	8,374	(10.6%)	2	177	NM	0.0%	2.1%	
		大成建設	'24/9	12,329	24.5%	7,381	9,523	29.0%	131	405	210.1%	1.8%	4.3%	
	準大手	長谷工コーポレーション	'24/9	5,146	3.5%	5,230	5,588	6.8%	433	354	(18.1%)	8.3%	6.3%	
		インフロンニア・ホールディングス	'24/9	2,998	(25.6%)	3,531	3,807	7.8%	199	140	(29.9%)	5.6%	3.7%	
		五洋建設	'24/9	1,744	(21.8%)	2,786	3,280	17.8%	130	151	16.6%	4.6%	4.6%	
		戸田建設	'24/9	2,949	3.3%	2,303	2,413	4.7%	32	60	87.6%	1.4%	2.5%	
		三井住友建設	'24/9	579	(6.9%)	2,306	2,183	(5.4%)	88	(68)	(177.2%)	3.8%	(3.1%)	
ハウスビルダー	熊谷組	'24/9	1,535	2.5%	1,963	2,195	11.8%	38	12	(67.1%)	1.9%	0.6%		
	安藤ハザマ	'24/9	1,851	9.9%	1,797	1,869	4.0%	52	97	85.9%	2.9%	5.2%		
	大和ハウス工業	'24/9	29,540	6.4%	25,448	26,526	4.2%	1,912	2,347	22.8%	7.5%	8.8%		
設備工事	空調	積水ハウス	'24/7	23,046	18.2%	14,624	18,591	27.1%	1,249	1,571	25.8%	8.5%	8.5%	
		住友林業	'24/9	11,149	47.9%	12,329	14,923	21.0%	976	1,426	46.0%	7.9%	9.6%	
		高砂熱学工業	'24/9	3,955	104.8%	1,644	1,599	(2.7%)	82	98	19.2%	5.0%	6.1%	
	電気	大気社	'24/9	1,612	14.0%	1,304	1,146	(12.1%)	74	63	(15.5%)	5.7%	5.5%	
		三機工業	'24/9	1,547	63.5%	895	1,060	18.4%	13	59	362.4%	1.4%	5.6%	
		きんでは	'24/9	6,299	42.1%	2,707	2,980	10.1%	91	129	40.9%	3.4%	4.3%	
	通信	関電工	'24/9	4,682	73.4%	2,618	2,867	9.5%	157	254	61.5%	6.0%	8.9%	
		九電工	'24/9	3,725	20.6%	2,006	2,193	9.3%	137	183	33.3%	6.8%	8.3%	
		中電工	'24/9	1,871	44.0%	827	982	18.8%	15	82	452.1%	1.8%	8.3%	
建コン	エクシオグループ	'24/9	3,493	5.4%	2,652	2,735	3.1%	92	103	12.0%	3.5%	3.8%		
	コムシスホールディングス	'24/9	3,913	3.5%	2,449	2,642	7.9%	142	164	16.1%	5.8%	6.2%		
	ミライト・ワン	'24/9	1,959	14.8%	2,166	2,499	15.4%	24	47	98.0%	1.1%	1.9%		
	ID&Eホールディングス	'24/9	585	18.6%	313	336	7.2%	(6)	(1)	NM	(2.0%)	(0.4%)		
建設技術研究所	建設技術研究所	'24/9	629	(3.9%)	690	722	4.6%	83	74	(11.0%)	12.1%	10.3%		
	オリエンタルコンサルタンツHD	'24/9	258	62.2%	782	863	10.4%	39	47	20.1%	5.0%	5.4%		
	応用地質	'24/9	564	12.9%	468	538	15.2%	16	33	109.3%	3.4%	6.2%		

Source: 各社Website、IR資料、Capital IQ

(1) 各業種毎に直近通期の売上高降順で表示

(2) 前期と比較したときの変化率について、前期の業績がマイナスである、又は異常値の場合はNMと記載

各社業績の状況 大手建設プレイヤー(2/2)

今年度については殆どの企業で増収増益を見込む。順調な受注や工事進捗や生産性の改善を背景に業績の上方修正を発表した企業も多数見られた

各社の売上高・営業利益(直近通期実績 今期予想)

社名		直近決算			時価総額		通期						業績予想の上方修正をした企業	業績予想の下方修正をした企業	コメント	
		通期		11/18	騰落率	売上高		営業利益		今期成長率		営業利益率				
		直近期	今期予想	直近期	今期予想	売上高	営業利益	売上高	営業利益	直近期	今期予想					
ゼネコン	スーパー	鹿島建設	'24/3	12,694	16.1%	26,652	28,000	1,358	1,400	5.1%	3.1%	5.1%	5.0%	鹿島建設は原価上昇により2Q実績で減益したものの、大型案件獲得や順調な工事進捗により、通期業績予想の上方修正を発表 清水建設は完成工事高減少により2Q実績は減収したが、案件の順調な進捗や採算改善により、通期業績予想の上方修正を発表 長谷工コーポレーションはマンション販売が堅調に進捗し増収の一方、販売費用や宣伝費の増加により減益 インフロニアHDは建築事業・土木事業の減益が影響し、全社で減益 五洋建設・戸田建設は、建築事業・土木事業の売上が順調なことや、利益率の改善があったことにより増収増益 三井住友建設は2Q実績で減収減益。更に、国内の大型建築工事での工事損失追加計上を理由に、通期予想を修正し大幅な減益を発表 熊谷組は建築事業において、工期延伸等により追加設計変更の獲得が遅れた影響で減益 大和ハウスは開発物件の売却、積水ハウスは国内外の住宅事業が業績を牽引し、両社ともに通期業績予想の上方修正を発表 住友林業は米国の戸建て分譲住宅事業の販売が堅調なことや、円安進行により大きく増収増益となり、全社でも増収増益 高砂熱学工業・三機工業は順調な工事進捗や受注高の推移の他、採算性の改善によって、両社ともに通期業績予想の上方修正を発表 大気社は大型案件の剥落により減収・減益を見込む 全体としては、受注案件高の増加や大型案件の順調な進捗の他、受注時採算の改善等により通期では増収増益傾向 きんでんは原価低減や効率的な施工により、関電工は旺盛な民間建設投資や生産性の改善により、中電工は予想以上の受注高や工事進捗の他、利益率の改善により、通期業績予想の上方修正を発表 ITソリューション分野は引き続き堅調であるほか、NTT関連事業も徐々に回復を見せ、各社通期で増収・増益を見込む 建設技術研究所は、米国やオーストラリアにおける高金利・高建設コストの影響などにより減益 応用地質は災害廃棄物関連、洋上風力関連事業及び海外グループ会社の売上進捗を鑑みて、通期業績を上方修正		
		大林組	'24/3	14,680	57.2%	23,252	25,100	794	930	7.9%	17.2%	3.4%	3.7%			
		清水建設	'24/3	8,347	19.5%	20,055	18,600	(247)	560	(7.3%)	NM	(1.2%)	3.0%			
		大成建設	'24/3	12,329	24.5%	17,650	19,900	265	870	12.7%	228.5%	1.5%	4.4%			
	準大手	長谷工コーポレーション	'24/3	5,146	3.5%	10,944	11,800	857	820	7.8%	(4.4%)	7.8%	6.9%			
		インフロニア・ホールディングス	'24/3	2,998	(25.6%)	7,933	8,399	500	590	5.9%	18.1%	6.3%	7.0%			
		五洋建設	'24/3	1,744	(21.8%)	6,177	6,550	287	325	14.8%	13.1%	4.7%	5.0%			
		戸田建設	'24/3	2,949	3.3%	5,224	6,000	179	300	6.0%	67.5%	3.4%	5.0%			
		三井住友建設	'24/3	579	(6.9%)	4,795	4,550	85	10	(5.1%)	(88.2%)	1.8%	0.2%			
ハウビルダー	大和ハウス工業	'24/3	29,540	6.4%	52,029	53,700	4,402	4,400	3.2%	(0.0%)	8.5%	8.2%				
	積水ハウス	'24/1	23,046	18.2%	31,072	40,000	2,716	3,200	28.7%	17.8%	8.7%	8.0%				
	住友林業	'23/12	11,149	47.9%	17,332	20,950	1,468	1,800	20.9%	22.7%	8.5%	8.6%				
設備工事	空調	高砂熱学工業	'24/3	3,955	104.8%	3,634	3,720	242	285	2.4%	17.8%	6.7%	7.7%			
		大気社	'24/3	1,612	14.0%	2,936	2,580	183	140	(12.1%)	(23.4%)	6.2%	5.4%			
		三機工業	'24/3	1,547	63.5%	2,219	2,450	116	165	10.4%	42.4%	5.2%	6.7%			
	電気	きんでん	'24/3	6,299	42.1%	6,545	6,600	427	470	0.8%	10.1%	6.5%	7.1%			
		関電工	'24/3	4,682	73.4%	5,984	6,330	409	430	5.8%	5.0%	6.8%	6.8%			
		九電工	'24/3	3,725	20.6%	4,691	5,000	379	395	6.6%	4.2%	8.1%	7.9%			
	通信	中電工	'24/3	1,871	44.0%	2,010	2,230	119	165	10.9%	38.1%	5.9%	7.4%			
		エクシオグループ	'24/3	3,493	5.4%	6,141	6,300	335	360	2.6%	7.3%	5.5%	5.7%			
		コムシスホールディングス	'24/3	3,913	3.5%	5,712	6,000	391	400	5.0%	2.2%	6.8%	6.7%			
建シ	ミライト・ワン	'24/3	1,959	14.8%	5,184	5,700	178	270	10.0%	51.4%	3.4%	4.7%				
	ID&Eホールディングス	'24/6	585	18.6%	1,590	1,650	123	122	3.8%	(0.9%)	7.7%	7.4%				
	建設技術研究所	'23/12	629	(3.9%)	931	970	100	96	4.2%	(4.1%)	10.8%	9.9%				
	オリエンタルコンサルタンツHD	'24/9	258	62.2%	863	870	47	47	0.8%	0.8%	5.4%	5.4%				
応用地質	'23/12	564	12.9%	656	730	29	35	11.3%	20.6%	4.4%	4.8%					

Source: 各社Website、IR資料、Capital IQ

(1) 各業種毎に直近通期の売上高降順で表示

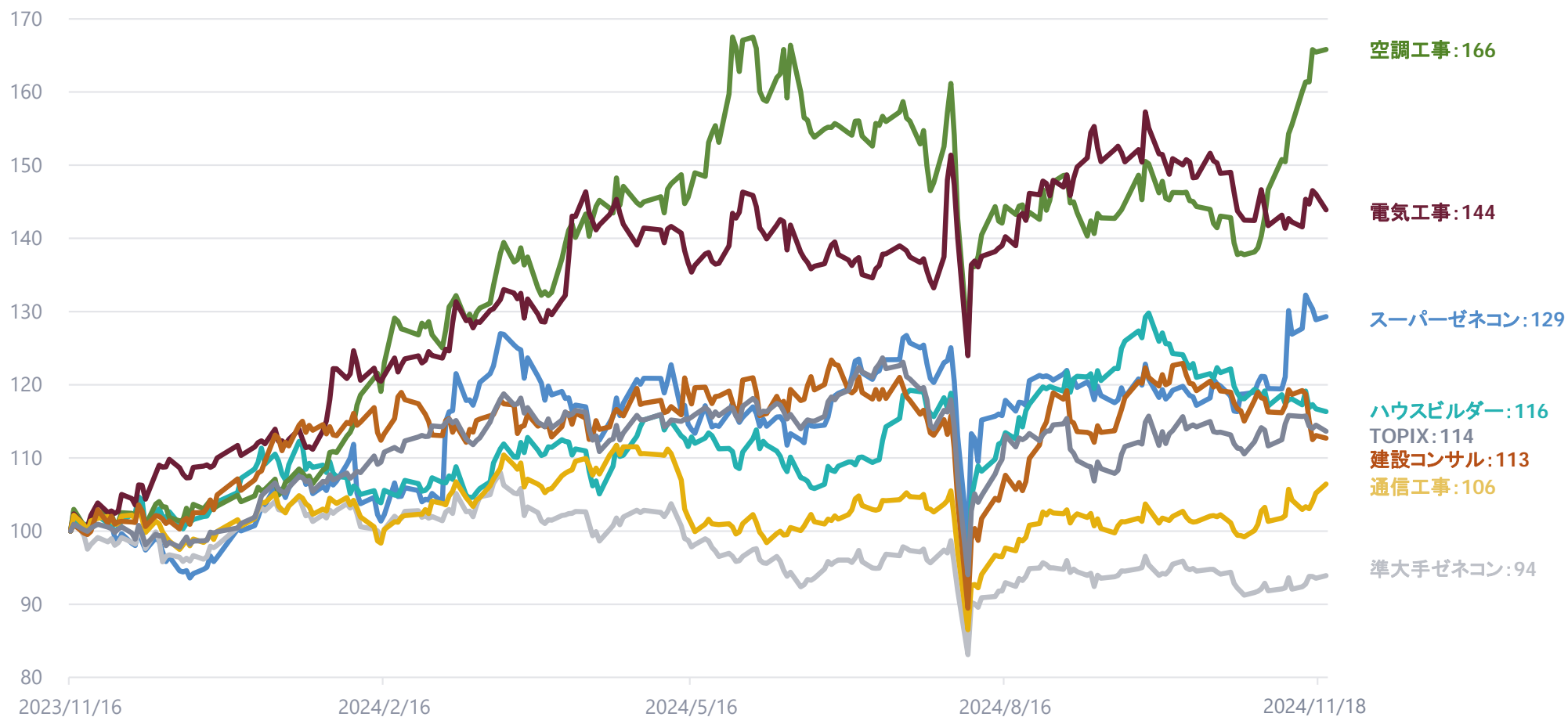
(2) 前期と比較したときの変化率について、前期の業績がマイナスである、又は異常値の場合はNMと記載

直近1年間の株価動向

好調な空調工事、電気工事のプレイヤーが相対的に高い水準で推移し、また直近で大きな業績予想の上方修正を行ったスーパーゼネコン、空調工事の会社が足元では大きな伸びを見せている

建設関連企業の業種別時価総額推移

- 各業種ごとの2023年11月16日の時価総額(自己株除く)合計値を100としたときの推移

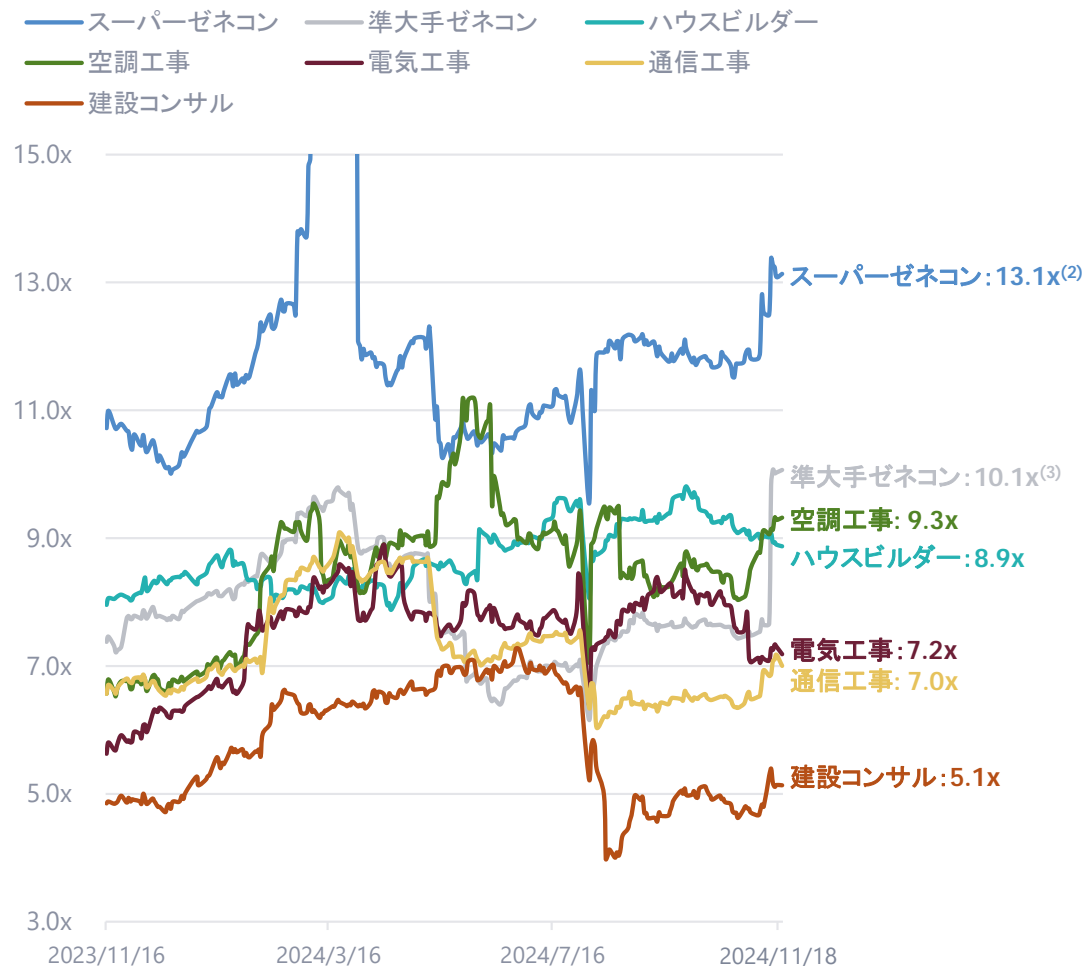


Source: Capital IQ, IR資料

直近1年間のバリュエーション推移

2024年8月初旬の下落はあったものの、その後各業界で復調が見られたこともあり、マルチプルとしては概ね微増傾向

業種別EV/EBITDA⁽¹⁾マルチプル推移



建設業各社の株価倍率⁽¹⁾

		EV/EBITDA	平均値	PBR	平均値
スーパーゼネコン	鹿島建設	11.1x	13.1x (+2.4x)	1.0x	1.2x (+0.2x)
	大林組	12.8x		1.3x	
	清水建設	15.7x		1.0x	
	大成建設	12.9x		1.3x	
準大手ゼネコン	長谷工コーポレーション	8.2x	10.1x (+2.7x)	1.0x	0.9x (-0.1x)
	インフロニアHD	7.0x		0.6x	
	五洋建設	7.0x		1.0x	
	戸田建設	13.8x		0.9x	
	三井住友建設	22.1x		1.1x	
	熊谷組	5.9x		0.8x	
	安藤ハザマ	6.5x		1.2x	
ハウスビルダー	大和ハウス工業	8.5x	8.9x (+0.9x)	1.1x	1.2x (+0.1x)
	積水ハウス	10.4x		1.2x	
	住友林業	7.7x		1.4x	
空調	高砂熱学工業	13.8x	9.3x (+2.8x)	2.4x	1.7x (+0.6x)
	大気社	7.1x		1.1x	
	三機工業	7.0x		1.5x	
電気	きんでん	7.8x	7.2x (+1.6x)	1.1x	1.2x (+0.3x)
	関電工	7.2x		1.4x	
	九電工	6.6x		1.3x	
	中電工	7.1x		0.9x	
通信	エクシオグループ	8.2x	7.0x (+0.4x)	1.1x	1.0x (+0.0x)
	コムシスHD	6.0x		1.1x	
	ミライト・ワン	6.8x		0.8x	
建設コン	ID&E HD	5.0x	5.1x (+0.3x)	0.0x	0.7x (-0.1x)
	建設技術研究所	3.3x		1.1x	
	オリエンタルコンサルタンツHD	5.2x		1.1x	
	応用地質	7.0x		0.8x	
全体平均:			8.9x (+1.7x)	全体平均:	1.1x (+0.1x)

Source: Capital IQ, IR資料

- (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
- (2) スーパーゼネコンは、2024年11月7日に大成建設が通期当期純利益予想の上方修正及び自己株式取得を発表したことや、2024年11月12日に清水建設・鹿島建設が通期業績予想の上方修正を発表したことにより、3社とも時価総額及びそれに伴ってEV/EBITDA倍率が上昇
- (3) 2024年11月12日に、三井住友建設が営業利益予想を大幅に下方修正したことにより、同社のEV/EBITDA倍率が上昇

02

2024年の建設業界におけるM&Aについて

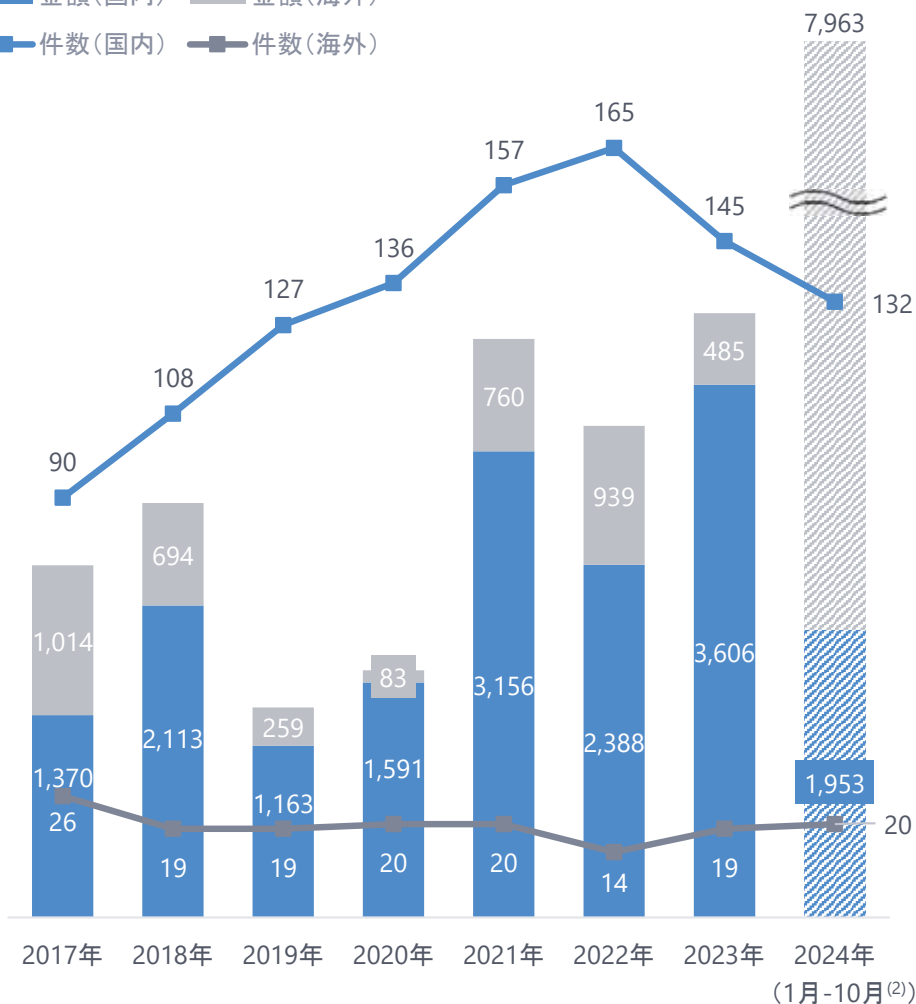
2024年の建設業界における主要M&A

2024年の建設業界におけるM&Aは件数としては昨年と同水準での着地が見込まれ、金額として積水ハウスによる海外の大型買収が大きく牽引
電機メーカーによる施工子会社の完全子会社化のほか、東京海上HDによる建設コンサル最大手ID&E HDの買収も特徴的な案件として挙げられる

建設業に関するM&A⁽¹⁾ (2017年以降)

(億円, 件)

■ 金額(国内) ■ 金額(海外)
■ 件数(国内) ■ 件数(海外)



Note:

(1) グループ内M&Aは含まない件数・金額を表示

(1) 期間外の案件として、11月19日公表の東京海上ホールディングスによるID&Eホールディングスのみ追加した金額・件数を表示

(2) 株式の取得に係る対価総額を表示(但し、日本ハウズイングについてはTOBと自己株式取得の合計額、富士古河E&Cは交付された富士電機株式の総額(公表前日終値ベース)を表示)

Source レコフM&Aデータベース(一部HLIにて加工)、各種公表情報

2024年の主要M&A案件(抜粋)

(億円)

公表日	買手	対象会社	取得比率	取得価格 ⁽³⁾	EV/EBITDA
2024/1/18	SEKISUI HOUSE	MDC HOLDINGS, INC. (米国)	0.0% →100.0%	6,879	9.6x
2024/5/22	Goldman Sachs + 創業家	日本ハウズイング	32.4% →100.0%	943	8.3x
2024/6/7	大成建設	平和不動産	1.5% →20.1%	292	20.0x
2024/9/5	SECOM + ITOCHU	PASCO	71.7% →100.0%	87	2.6x
2024/10/29	NEC	NEC ネットズエスアイ	51.4% →100.0%	2,391	12.5x
2024/10/30	富士電機	E&C	46.3% →100.0% (株式交換)	357	4.7x
2024/11/8	清水建設	GRANDWORK (シンガポール)	0.0% →100.0%	na	na
2024/11/19	東京海上ホールディングス	ID&E	0.3% →100.0%	978	7.9x

積水ハウスによるM.D.C HDの買収

積水ハウスは米国大手ホームビルダーM.D.C HDの買収により、米国第5位の住宅会社に

本件概要

- 2024年1月18日、積水ハウス株式会社は、米国子会社SH Residential Holdingsを通じて、米国において戸建住宅事業を行う上場会社M.D.C Holdingsの全株式を約6,879億円(4,914百万米ドル、EV/EBITDA=9.6x⁽¹⁾)で取得することを発表
- 積水ハウスは北米事業に注力しており、2017年にWoodside Homes(約533億円)、2022年にHolt Homes、Chesmar Homes(約668億円)を買収。本件は4度目の買収となり、投資額としては過去最大
- 本買収により、積水ハウスは全米第5位(年間15,000戸)の住宅会社へ成長

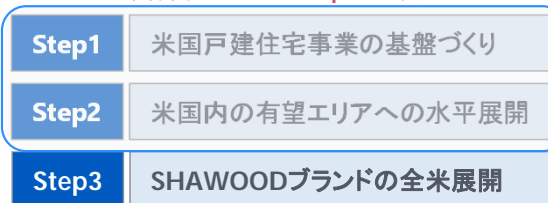
対象会社概要

会社名	M.D.C. Holdings, Inc.
所在地	4350 S. Monaco Street, Denver, CO 80237, United States
代表者	David Mandarich
設立年	1972
従業員数	1,643名
資本金	\$0.75mm
事業概要	米国の大手ホームビルダー。これまでに24万戸超の供給を行ってきており、2022年度の引渡戸数ベースで全米第11位(9,710戸)
株主	BlackRock (12.08%), CVentures (11.89%), The Vanguard Group (9.19%)
拠点	16州34都市

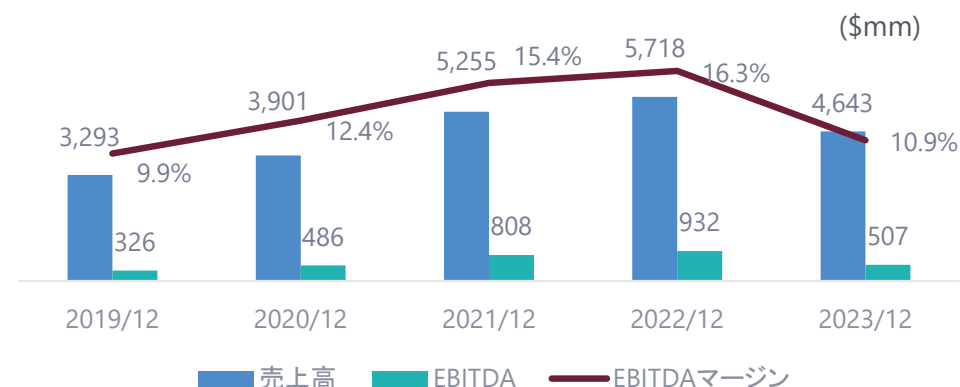
積水ハウスの北米事業

- 本買収によって**米国事業における事業プラットフォームの確立が完了**
 - 積水ハウスは中期経営計画において2025年までに海外市場にて10,000戸を提供するという目標を掲げていたが、本買収により前倒しで達成
 - 南部/西部での展開が中心であったが、南東部へも事業エリアを拡大
 - 本買収により**積水ハウスは全米第5位(年間15,000戸)の住宅会社に**
- 今後は自社ブランド(SHAWOOD)の拡大を目指す

本件買収によってStep2まで完了



対象会社財務情報



ゴールドマン・サックスによる日本ハウズイングのMBO

より中長期的な経営戦略のための投資を行う体制の構築を目的に、日本ハウズイング経営陣はゴールドマン・サックスをパートナーとしてMBOを実施。事業変革を推し進めた後、最終的には再上場を目指す

案件概要

- 2024年5月9日に、ゴールドマン・サックス・グループは、日本ハウズイングの非公開化を目的とする公開買付の開始予定を発表
- 対象会社の流通株式比率が14.3%と上場維持基準の25%を下回っていたこともあり、23年3月より6社のパートナー候補から非公開化や企業価値向上戦略の提案を受け、最終的に24年1月下旬に実施を決定
- 筆頭株主であるリログループ、及び創業家とは事前に応募契約を締結。リログループは、2008年に日本ハウズイングが原弘産から敵対的TOBを受けた際に、ホワイトナイトとして対象会社の筆頭株主となる
- 既存事業における事業基盤の強化、M&Aを活用した国内事業の拡大、海外事業基盤の再構築の3点を推し進め、再上場を目指す

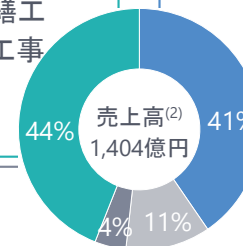
事業概要

営繕工事業

建物・設備営繕工事並びに外壁塗装工事等の大規模修繕工事、専有部分のリフォーム工事及び新築工事等

マンション管理事業

分譲マンションの管理員業務、清掃・設備管理・保全の各業務、管理組合の決算・運営補助業務等マンションの総合的管理業務等



不動産管理事業

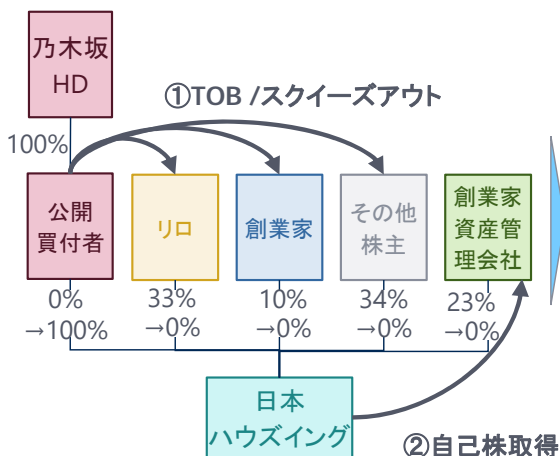
オーナー所有物件の建物管理・賃貸管理代行及びサブリース業務、不動産の売買・仲介業務等

ビル管理事業

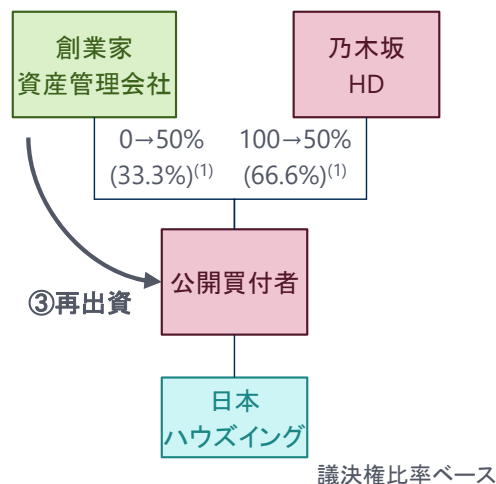
ビルの環境衛生清掃・保安警備・受付・設備管理・保全の各業務及びビルの総合的管理業務等

ストラクチャー概要

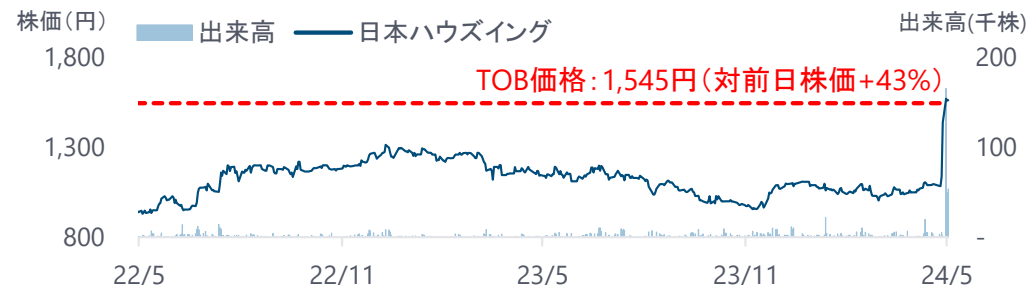
1. 公開買付+自己株取得による非公開化



2. 創業家による再投資



バリュエーション



TOB総額	769	EV/EBITDA(今期見込)	8.3x
自己株式取得総額	173	PER(直近通期)	94.8x
株式価値(100%ベース)	943	PBR(直近期)	2.2x
Net Debt	(153)		
非支配株主持分	10		
企業価値	800		

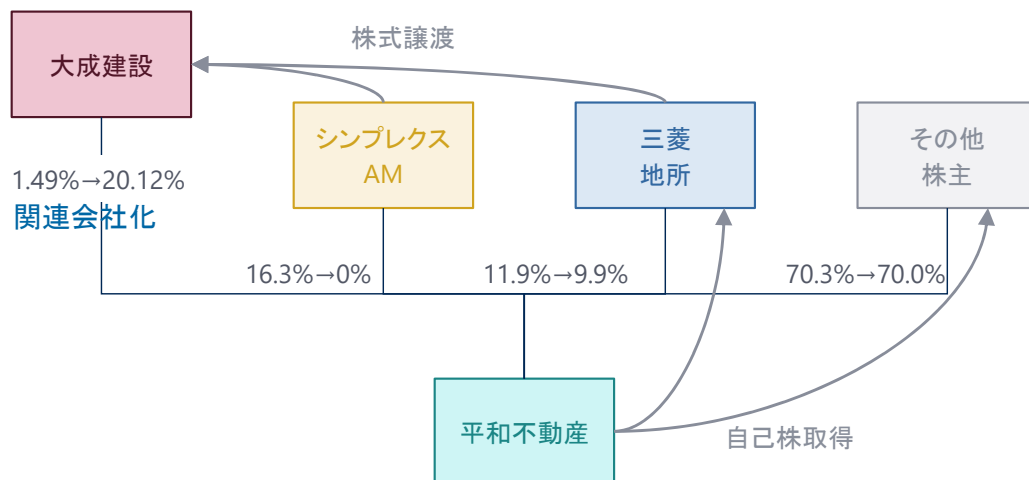
大成建設と平和不動産の資本業務提携

大成建設は平和不動産を関連会社化し、日本橋兜町地区の再開発事業等の拡大を目指す

本件概要

- 2024年6月7日、大成建設は平和不動産及び三菱地所との3社間の資本業務提携契約締結を発表
- 平和不動産は再開発事業の拡大、利益成長と資本効率向上の両立、社会価値の向上といった目標を達成するための提携先を検討してきた
- 本契約に基づき、三社は再開発事業分野、新規事業分野、サステナビリティ・DX分野にて積極的に相互協力していく
- 大成建設は平和不動産の筆頭株主であったシンプレクスアセットマネジメントの保有する株式の全部及び三菱地所の保有する同社株式を一部取得(シンプレクスアセットマネジメントは2019年11月より平和不動産株式を保有(取得原価約145億円))
- 併せて平和不動産は、三菱地所及びその他株主から自己株式取得を行い、最終的に大成建設は20.12%を保有し、筆頭株主として平和不動産を関連会社化

ストラクチャー



大成建設のM&A方針と本件意義

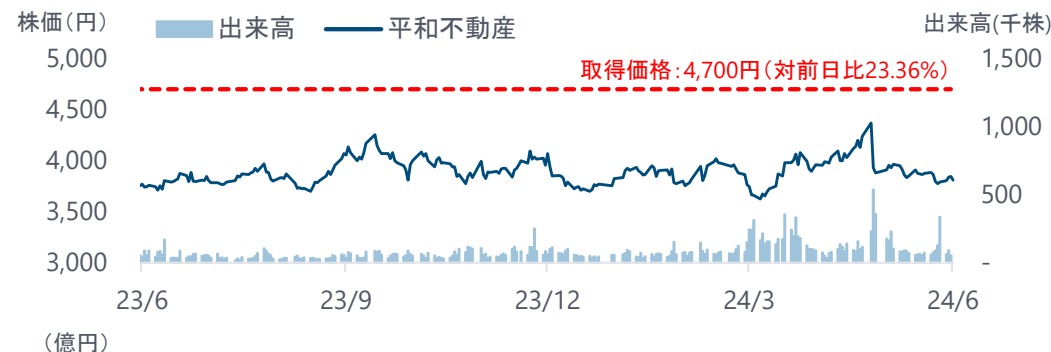
		事業フェーズ			
		企画	設計	施工	O&M
事業分類	デジタル	街づくりDX	設計DX	建設DX BIM/CIM	デジタルツイン
	現実	企画開発	設計エンジ	① 施工管理	AM PM
	実施段階	用地取得	調査測量	④ 専門工事	警備清掃
		④ 海外			

大成建設は、中期経営計画において4つのM&A検討領域を提示

- ① 業界再編を目指す水平統合
- ② 担い手確保・省人化を図る垂直統合
- ③ 新たな価値提供を目指すバリューチェーン統合
- ④ 事業拡大を目指す海外展開

本件は日本橋兜町地区の再開発をはじめとする③実現のための資本業務提携と考えられる

バリュエーション



取得価額合計	株式価値 ⁽¹⁾	企業価値	EV/EBITDA ⁽²⁾	PER ⁽²⁾
292	1,680	3,623	20.0x	19.8x

25/3期業績の会社予想値は
売上高: 416億円、EBITDA: 181億円、純利益: 85億円

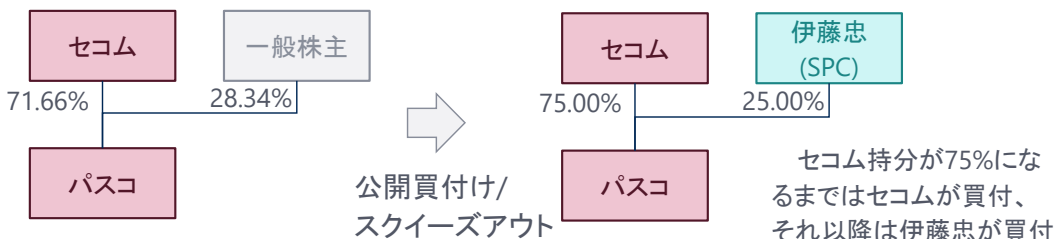
セコムおよび伊藤忠商事による株式会社パスコの共同公開買付け

セコムは伊藤忠をパートナーとして、上場子会社であるパスコを共同で非公開化

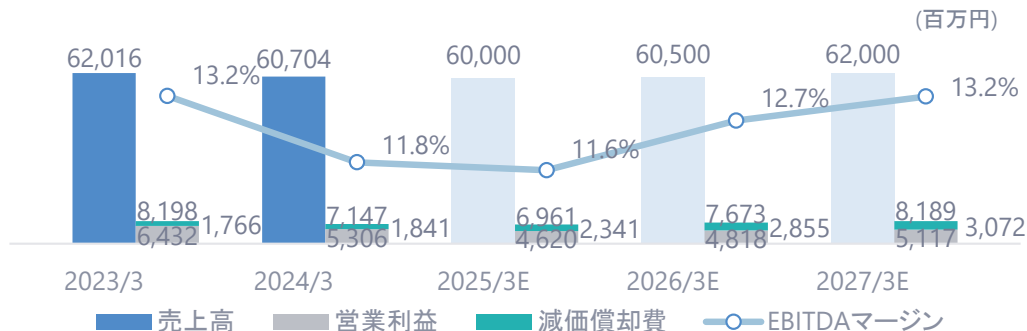
案件概要

- 案件概要
- 2024年9月5日、セコム株式会社及び伊藤忠商事株式会社は株式会社パスコに対する共同公開買付けを発表し、パスコは賛同を表明
 - パスコはセコムが約72%を保有する上場子会社であったが、本件によって非公開化し、**セコムは75%を保有、伊藤忠商事は25%を保有し持分法適用会社化**
 - 伊藤忠商事との連携により、主に以下に挙げられるシナジーの創出を目指す
 - 相互のインフラ部門の連携を通じた公共向け事業の強化
 - 伊藤忠商事の販路を活用した、パスコの民間取引の拡大
 - 伊藤忠商事の海外ネットワークを活用したASEANにおける事業の発展

ストラクチャー概要



業績予想



事業概要



防災・減災

空間情報技術等を基に、自然災害における企業のリスク管理や、災害時の情報提供、復興支援をサポート



国土/インフラ管理

社会インフラの維持・管理、土地区画整理、施設予約や工事情報公開などの住民サービス等を提供



環境保全

環境アセスメント、森林資源解析、野内利用状況調査、再生可能エネルギー導入支援、海洋施設管理等を支援



DX・分析

自治体業務効率化、物流の全体最適化、店舗の出店戦略支援、不動産情報管理、地下工事時の地盤変動モニタリング等を提供

バリュエーション



(億円)			
TOB総額	87	EV/EBITDA(FY+1)	2.6x
株式価値(100%ベース)	308	PER(FY+1)	9.9x
Net Debt	(131)	PBR(直近期)	1.0x
非支配株主持分	6		
企業価値	183		

NECによるNECネットエスアイの公開買付けを通じた完全子会社化

NECは上場子会社であるNECネットエスアイを完全子会社。グループ内のITリソースの統合を目的とする事業再編を進め、DX化需要へ対応できる体制の強化を目指す

案件概要

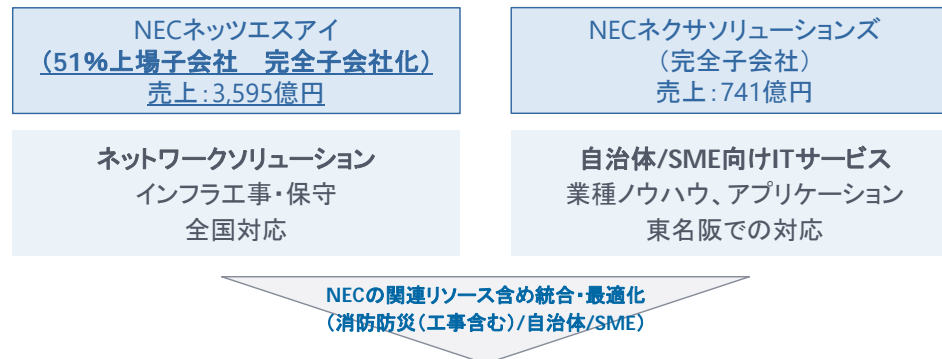
案件概要	<ul style="list-style-type: none"> 2024年10月29日、日本電機株式会社(NEC)は、連結子会社であるNECネットエスアイに対するTOB・完全子会社化を発表 NECネットエスアイは企業や自治体、社会インフラ事業者等の幅広い顧客に対し、主に通信工事などコミュニケーション分野を中心としたICTシステムの企画・コンサルティングから運用・監視まで提供するとともに、関連機器の製造・販売も行う 本取引により、NECは親子上場に起因する利益相反問題を解決するとともに、グループ内再編を行いDX領域、社会公共インフラ領域における事業基盤の強化を図る 本取引後、NECの保有する消防防災事業とSME事業をそれぞれNECネットエスアイと、NECネクサソリューションズ(ITサービス事業を担うNEC完全子会社)へ承継し、グループ再編を予定
買付総額	<ul style="list-style-type: none"> 2,355億円(TOB価格:3,300円) 公表時はTOB価格3,250円としていたところ、2024年12月20日に変更を発表
買付期間	<ul style="list-style-type: none"> 47営業日(至2025年1月10日) 公表時は2024年12月11日までとしていたところ、同日及び2024年12月20日に延長を発表
資金調達	<ul style="list-style-type: none"> 三井住友銀行より2,400億円を限度として借入れ

バリュエーション

TOB価格	3,300円		
公開買付け総額	2,391億円		株価 プレミアム
株式価値(100%ベース)	4,916億円	基準日終値 (24年10月28日)	2,675 23.36%
企業価値	4,112億円	過去1か月平均	2,711 21.72%
EBITDA(25/3期予想)	328億円	過去3か月平均	2,659 24.08%
純利益(25/3期予想)	180億円	過去6か月平均	2,520 30.95%
自己資本(24/9末時点)	1,531億円		
EV/EBITDA(25/3期予想)	12.5x		
PER(25/3期予想)	27.3x		
PBR(24/9末時点)	3.2x		

本件の目的・意義

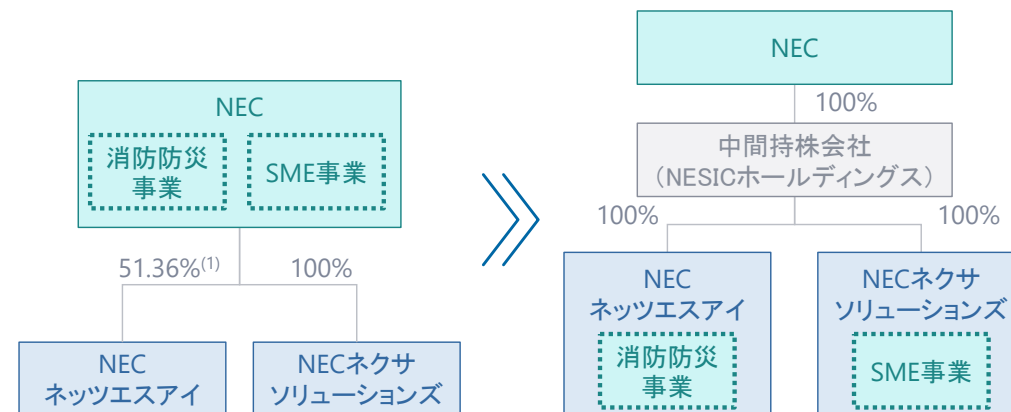
- 企業/自治体ともにDX化に向けた投資が加速する中、それらの需要にワンストップで応えることを企図し、本件実施と併せて事業再編を行いグループ内のIT分野のリソースを統合



既存領域、全国の自治体およびSME(中堅・中小企業)に対してIT・ネットワークを統合したDXソリューションをコンサルからSI、工事、保守まで一気通貫で提供可能な事業体制を構築

ストラクチャー概要

- NECネットエスアイを完全子会社化
- NECネットエスアイおよびNECネクサソリューションズを、新設する中間持株会社の傘下とし、NEC本体の消防防災事業とSME事業を各社にそれぞれ承継



富士電機による富士古河E&Cの簡易株式交換を通じた完全子会社化

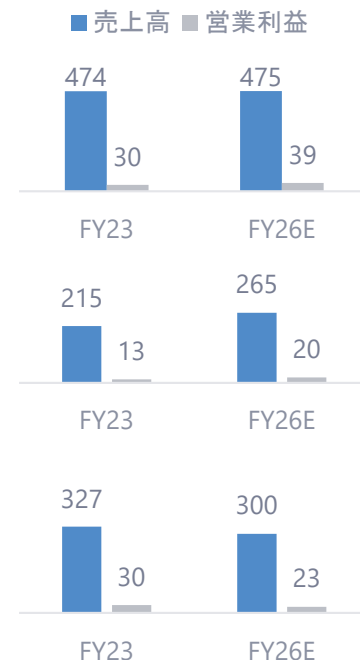
富士電機は上場子会社である富士古河E&Cを完全子会社化。電気・空調設備工事や環境関連分野などで双方の既存事業や技術を組み合わせた製品・サービスの開発といった協業を進めシナジーの創出を目指す

案件概要

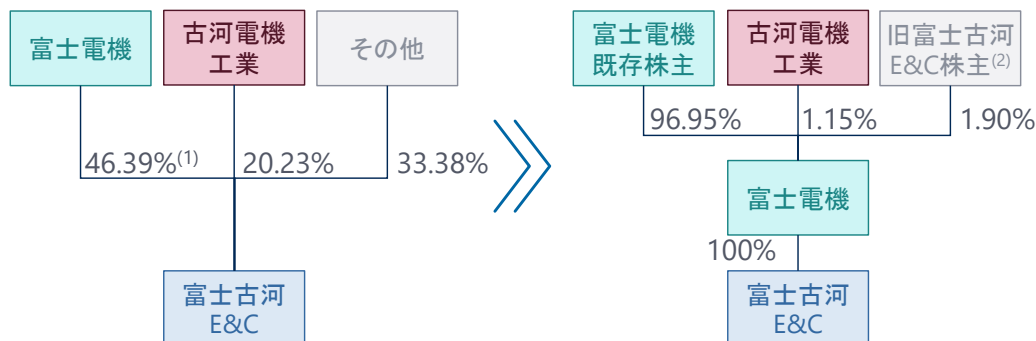
案件概要	<ul style="list-style-type: none"> 2024年10月30日、富士電機株式会社は、同社の連結子会社であり、電気工事請負を主体とする富士古河E&Cを株式交換により完全子会社化すると発表 富士古河E&Cは、大型船の艤装電気工事、製紙機械の輸入及び修理等を祖業として1923年に設立。1944年に富士電機が富士古河E&Cの前身を完全子会社化し、1996年に上場。2009年に古河総合設備および富士電機総設と合併し富士古河E&Cとなる
割当比率	■ 富士電機:富士古河E&C = 100:93
実施予定日	■ 2025年2月3日
統合の目的	<ul style="list-style-type: none"> 本公開買付けにより、富士電機は親子上場に起因する利益相反問題を解決すると共に、以下3点の強化・拡大を図る <ul style="list-style-type: none"> 電気設備工事/空調設備工事事業の拡大 <ul style="list-style-type: none"> 製品開発から保守までの一気通貫での提供、リソース共有による生産性・付加価値向上等 成長市場であるGX関連分野の強化 海外事業の拡大(特に東南アジア)

富士古河E&C事業概要

- ① プラント工事業**
上下水道や廃棄物処理施設、電鉄・道路といった公共施設、産業プラントにおける電気・機械設備の設計・施工を手掛ける
- ② 内線・建築工事業**
ロボットや半導体などの生産施設、官公庁・民間の電気施設、建物の新設、データセンターやサーバーラームの情報通信設備の設置と配線、ネットワーク環境設備を手掛ける
- ③ 空調設備工事業**
設計・施工から保守・メンテナンスまで手掛ける。半導体・データセンター分野に注力を進め、高度なエンジニアリングを提供



ストラクチャー概要



バリュエーション

富士古河E&C交換相当株価	7,413円
交換総額	357億円
株式価値(100%ベース)	667億円
企業価値	397億円
EBITDA(25/3期予想)	85億円
純利益(25/3期予想)	52億円
自己資本(24/9末時点)	418億円
EV/EBITDA(25/3期予想)	4.7x
PER(25/3期予想)	12.8x
PBR(24/9末時点)	1.6x

	プレミアム
基準日終値 (24年10月30日)	32.61%
過去1か月平均	25.08%
過去3か月平均	25.11%
過去6か月平均	27.91%

清水建設によるGrandwork Interiorの買収

清水建設は、高付加価値の高級内装工事業でシンガポール国内トップクラスのシェアを誇るGrandwork Interiorを買収することで、成長を続けるASEAN地域の市場を確保しグローバル事業の強化を企図

本件概要

- 2024年11月8日、清水建設はGrandwork Interiorの全株式を取得し、完全子会社化することを発表(買収額は非公開であるが、数十億円規模との報道あり)
- 清水建設は、中期経営計画で掲げたグローバル事業の事業領域拡大/収益力強化を企図
 - 同社は、対象会社とシンガポール・チャンギ空港改修プロジェクトの内装工事での協働実績を持つ他、対象会社がローカルマーケットに精通した優秀な経営人材を抱える点に注目
 - 本買収により、以下3点を企図
 - 新規事業として、高級内装工事分野へ参入
 - 高級内装工事は成熟国で一定のマーケットを持ち、経済成長を続けるASEANを中心に今後もマーケットの成長が期待
 - ASEANでの事業拡大
 - グローバル経営人材の獲得
- Grandwork Interiorとしても、清水建設の持つリソースや知見の活用による事業成長を企図

対象会社概要

会社名	Grandwork Interior
所在地	7 Sungei Kadut Street 3, Grandwork Building, Singapore 729142
代表者	Jay Chiu (取締役社長)
設立年月日	1996年4月8日
従業員数	543名(2024年9月末現在)
主要顧客	LVMHグループ、Richemontグループ、KERINGグループなど
進出国	シンガポール、マレーシア、インドネシア、タイ、ベトナム、フィリピン、オーストラリア
売上高	約110億円(2023年度)

対象会社事業概要

- 高級内装工事市場でシンガポール国内トップクラスのシェアを有する他、ASEAN各国においてもラグジュアリーブランドの店舗を中心に高級内装工事を手掛ける
- 内装工事と併せて高品質な家具製作も自社で担えることで、家具製作から施工、メンテナンスまでワンストップの店舗内装サービスを顧客に提供可能



Louis Vuitton



Cartier



Giorgio Armani



83 Club Street Restaurant



チャンギ空港



Tiffany & CO. Office



Four Season Hotel (Bangkok)



Dermacare Citispa

清水建設 中期経営計画

- 清水建設は、グローバル事業全体における重点施策として以下を掲げる
 - 拠点経営の自立化による収益力強化
 - 進出国に根差した持続的・安定的な事業展開
 - エリアごとに事業機会、リスク及び収益性を鑑み、現地ニーズ実現を目指す事業の展開・拡充
 - 拠点経営を支えるグローバルプラットフォームの進化
 - 地域・事業・組織の特性に応じた適切なガバナンスの実行
 - グローバル人材の獲得・育成と、成長市場へのスピーディーな人財シフト
 - 最適なローカルパートナーとの連携促進による受注能力・生産体制の強化
 - M&Aの実行による事業展開の加速

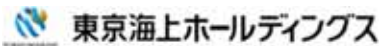
東京海上ホールディングスによるID&Eホールディングスへの公開買付け(1/2)

東京海上HDは、建設コンサルタント大手のID&E HDの買収により、保険事業の「事前」「事後」領域における事業拡大を目指す

案件概要

- 2024年11月19日、東京海上ホールディングス(東京海上HD)は、公開買付けを通じたID&Eホールディングス(ID&E HD)の完全子会社化を公表
- 取得価格は一株あたり6,500円(前日終値3,875円比+68%のプレミアム)であり、東京海上HDは、完全子会社の東京海上日動火災保険が所有する株式を除く15.0百万株を取得予定(上限なし、買付予定金額は約978億円)
- 公開買付期間は、2024年11月20日から2025年1月15日までの35営業日を予定。対抗的買収提案者とID&E HDとの接触を制限する内容の合意もしておらず、対抗的な買付け等の機会を確保することで、公正性の担保に配慮
- 東京海上HDは自己資本・手元現金を決済に要する対価として想定

本件の意義



- 東京海上HDは、中期経営計画におけるグループ重点戦略の一つとして、「**価値提供領域の飛躍的な拡大**」を掲げ、**事故の未然防止等の保険事業の「事前」領域や、早期復旧・再発防止等の「事後」領域における事業拡大を目指す、新たなソリューションの開発**を志向
- ID&E HDが保有する工学技術に基づく経営資源と、東京海上HDの強みである保険を組み合わせることで、**以下4つの領域において、「民間防災事業」として一貫通貫のソリューションを国内外の顧客に展開し、「社会的価値」及び「経済的価値」の創出が可能となる**
 - ✓ 現状把握: 災害リスクの評価・把握や温室効果ガスの排出量可視化
 - ✓ 対策実行: 都市計画・防災設計・物理的な自然災害対策やエネルギー最適化
 - ✓ 経済的補償: 財物・工事・利益補償(保険金支払い)
 - ✓ 復旧・維持管理: 被災からの早期復旧再建・再発防止や施設の運営維持管理

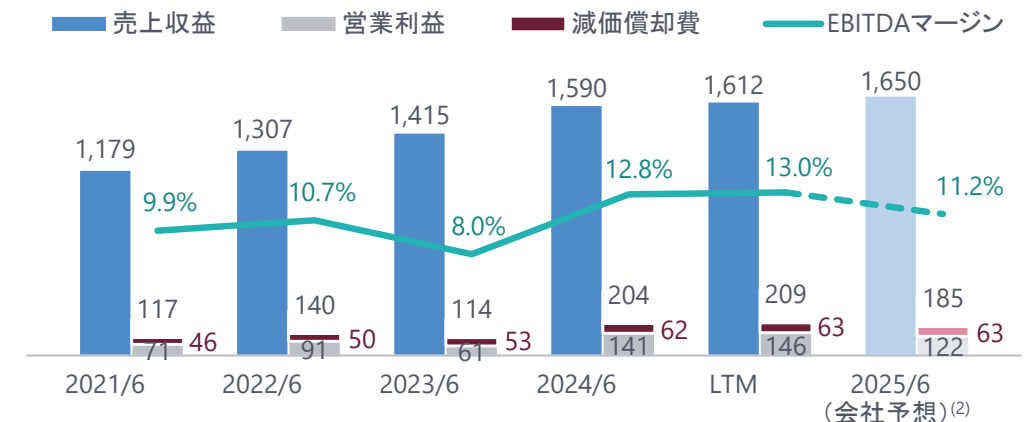


- ID&E HDは、公共事業・公益事業、政府開発援助を中心に事業を展開してきたものの、民間部門での顧客接点は開拓途上。**東京海上HDが保有する「国内外における民間顧客とのネットワーク」を活用することで、民間市場への本格参入を加速化させる想定**
- また、東京海上HDの財務基盤や人財の活用により、戦略的投資の実施や、必要に応じた人的支援を受けることも可能となり、今後の持続的な成長とグループ経営が実現可能

対象会社概要

会社名	ID&Eホールディングス株式会社	売上高構成比(事業別) (2024年6月期)
本社	東京都千代田区麹町5丁目4番地	
代表者	代表執行役社長 新屋 浩明	
設立	2023年7月3日	
従業員数	6,648名(2024年6月30日現在)	
資本金	7,553百万円(2024年10月25日現在)	
主要株主	<ul style="list-style-type: none"> 日本マスタートラスト信託銀行(12.72%) 従業員持株会(7.67%) 日本カストディ銀行(6.26%) 他 	<ul style="list-style-type: none"> ■ コンサルティング ■ 都市空間 ■ エネルギー ■ その他
事業概要	建設コンサルタント大手である日本工営(株)の持株会社。国内46拠点・海外43拠点を有し、以下3事業を主に手掛ける <ul style="list-style-type: none"> コンサルティング事業: 国内外における河川・水資源、上下水道、農業農村整備・開発、都市・地域開発などに係る調査、計画、評価、設計、工事監理等 都市空間事業: 都市空間形成における事業組成、計画・設計、運営等 エネルギー事業: 電力機器・制御装置などの製造・販売、機電・通信施設における計画・設計・工事・工事監理・エネルギーマネジメント等 	

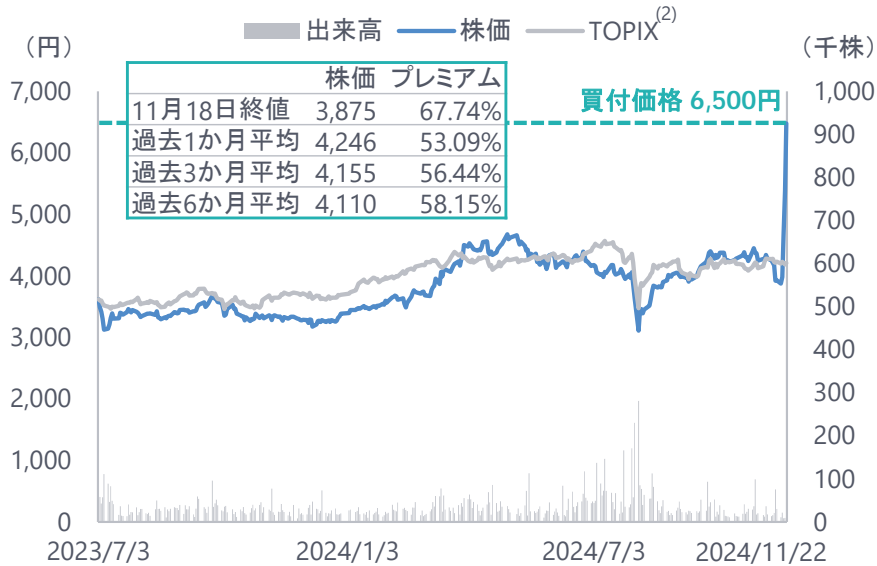
対象会社財務情報(億円)⁽¹⁾



東京海上ホールディングスによるID&Eホールディングスへの公開買付け(2/2)

東京海上HDは相対で交渉を進め、公表前日株価に対して約68%のプレミアム、PBR1倍を上回る水準の買付価格で公開買付けを公表

株価推移⁽¹⁾



本件の経緯

	時期	イベント	提案価格
初期的検討期間	20年8月~22年7月	21年11月に東京海上HDが「防災コンソーシアム(Core)」を設立し、ID&EHDも参画するなど、防災・減災・モビリティ・スマートシティ等の領域に関する協議・意見交換を継続的に実施	-
	22年11月~23年5月	22年11月に、東京海上HDとID&EHDは潜在的な協業や提携関係に関する協議を開始し、23年5月まで協議を継続	-
	23年8月上旬	東京海上HDは、公開買付け等を通じて、ID&EHDを完全子会社とすることを含む施策について議論したい旨の口頭提案を実施	-
	23年8月29日	資本関係・業務上の協業の検討に関する 基本合意書を締結	-
DDを伴う本格検討期間	23年9月~11月	ID&EHDグループに対するDD実施	-
	23年12月~24年1月中旬	当事者間で目指す事業や、シナジー効果及びメリットの創出に関する協議を実施	-
	24年1月下旬~24年3月上旬	ID&EHD株式の保有割合に関する協議を実施	-
	24年3月中旬	東京海上HDは、本公開買付けを通じて、ID&EHDを完全子会社化する旨の、 本取引に係る提案を実施	-
	24年4月3日	ID&EHD取締役会にて、特別委員会設置を決議	-
	24年5月~7月	ID&EHDグループに対する追加的なDD実施	-
	24年9月~10月	財務・税務に係る追加確認や、ID&EHD経営陣との面談を通じた事業シナジーの創出に向けた具体的な施策の議論・検討を実施	-
最終交渉	24年10月16日	ID&EHDの完全子会社化を前提に、 価格や買付予定数等の諸条件に係る記載を含む法的拘束力を有しない書面を提出	4,700円
	24年10月22日	価格増額の要請を受け、法的拘束力を有しない書面を再提出	5,250円
	24年10月28日	価格増額の要請を受け、法的拘束力を有しない書面を再提出	5,400円
	24年11月4日	価格増額の要請を受け、法的拘束力を有しない書面を再提出	5,700円
	24年11月10日	価格増額の要請を受け、法的拘束力を有しない書面を再提出	6,200円
	24年11月14日	価格増額の要請を受け、 法的拘束力を有する書面を提出し、最終提案を実施	6,500円
	24年11月19日	本件公表	6,500円

対象会社バリュエーション及び関連指標

バリュエーション

公開買付価格(円)	6,500
発行済株式総数(百万株) ⁽³⁾	15.1
EqV (100%)	98,104
Net Debt	48,581
現金及び同等物	(17,781)
有利子負債	63,558
非支配株主持分	2,804
EV	146,685

マルチプル

EV/EBITDA(LTM)	7.0x
EV/EBITDA(FY+1)	7.9x
PER(LTM)	12.7x
PER(FY+1)	13.4x
PBR	1.2x

財務数値

EBITDA(LTM)	20,886
EBITDA(FY+1) ⁽⁴⁾	18,534
純利益(LTM)	7,750
純利益(FY+1)	7,300
株主資本	83,824

Source: 各種公表資料、SPEEDA

Note: (1) ID&Eホールディングスが発足した2023年7月3日以降の株価

(2) TOPIXは、2023年7月3日時点の指数を、同時点のID&Eホールディングスの株価(3,620円)としたときの推移

(3) 2025年9月末時点発行済株式数(15,091,195株) + 期末以降に払込まれた新株式数(3,177株) - 自己株式数(1,451株)にて算出 (4) 営業利益(会社予想) + 償却費(LTM)にて算出

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