

2025年4月



Houlihan
Lokey

建設業界 マーケット動向レポート

2024年度 第3四半期

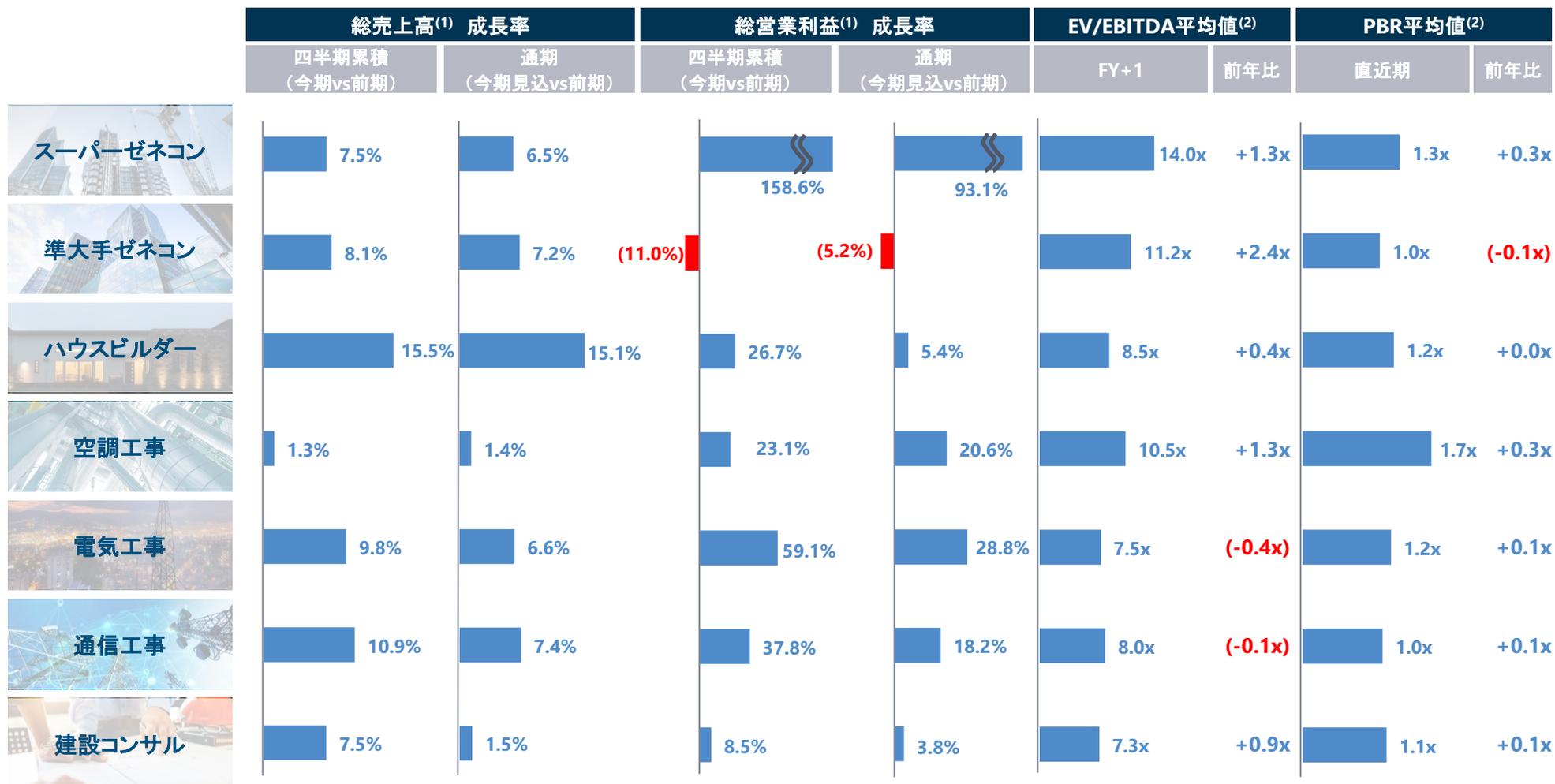
01

業績／株価について



2024年度第3四半期 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3Q実績/通期ともに大幅な増収増益。民間・公共ともに堅調な建設需要を背景に、スーパーゼネコン、電気工事を中心に多数の企業が好調に推移する一方、採算性の改善に苦戦し業績予想を下方修正する準大手ゼネコンの企業も多数見られた



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2025年2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(2/2)

準大手ゼネコンを除くほとんどの企業で実績・予想共に増収増益。設備工事等の多くの企業が、受注や工事進捗及び、採算性の改善が順調なことで通期業績予想を上方修正する一方、準大手ゼネコンの多くの企業が、受注や工事進捗が順調でない影響で通期業績予想を下方修正

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								コメント	
			2/18	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	直近期	今期予想		
ゼネコン	スパー	鹿島建設	'24/3	14,428	5.5%	26,652	28,700	1,358	1,440	7.7%	6.0%	5.1%	5.0%	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px;">利益予想の上方修正をした企業</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; margin-top: 2px;">利益予想の下方修正をした企業</div>
		大林組	'24/3	14,669	42.0%	23,252	26,100	794	1,320	12.3%	66.3%	3.4%	5.1%	
		清水建設	'24/3	10,193	54.7%	20,055	18,600	(247)	560	(7.3%)	NM	(1.2%)	3.0%	
	大成建設	'24/3	12,107	34.4%	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	5,581	8.5%	10,944	11,800	857	820	7.8%	(4.4%)	7.8%	6.9%	
		インフロンティアホールディングス	'24/3	2,855	(22.9%)	7,933	8,432	511	477	6.3%	(6.6%)	6.4%	5.7%	
		五洋建設	'24/3	1,956	(10.2%)	6,177	6,940	292	210	12.4%	(28.0%)	4.7%	3.0%	
		戸田建設	'24/3	2,841	(3.0%)	5,224	5,800	179	200	11.0%	11.7%	3.4%	3.4%	
		三井住友建設	'24/3	668	(3.7%)	4,795	4,550	85	25	(5.1%)	(70.6%)	1.8%	0.5%	
		熊谷組	'24/3	1,702	2.4%	4,432	4,900	127	118	10.6%	(6.7%)	2.9%	2.4%	
安藤ハザマ		'24/3	2,099	8.2%	3,941	4,171	186	270	5.8%	45.2%	4.7%	6.5%		
ハウズビルダー	大和ハウス工業	'24/3	31,353	13.0%	52,029	53,700	4,402	4,400	3.2%	(0.0%)	8.5%	8.2%		
	積水ハウス	'24/1	22,398	5.0%	31,072	40,000	2,710	3,200	28.7%	18.1%	8.7%	8.0%		
	住友林業	'24/12	9,657	14.8%	20,537	25,560	1,946	1,950	24.5%	0.2%	9.5%	7.6%		
設備工事	空調	高砂熱学工業	'24/3	3,660	25.6%	3,634	3,720	242	285	2.4%	17.8%	6.7%	7.7%	
		大気社	'24/3	1,563	(2.5%)	2,936	2,690	183	157	(8.4%)	(14.1%)	6.2%	5.8%	
		三機工業	'24/3	1,830	78.9%	2,219	2,500	116	210	12.7%	81.2%	5.2%	8.4%	
	電気	きんでん	'24/3	6,447	20.5%	6,545	6,900	427	520	5.4%	21.8%	6.5%	7.5%	
		関電工	'24/3	5,449	67.4%	5,984	6,660	409	570	11.3%	39.2%	6.8%	8.6%	
		九電工	'24/3	3,326	(17.6%)	4,691	4,700	380	440	0.2%	15.7%	8.1%	9.4%	
	通信	中電工	'24/3	1,795	12.1%	2,010	2,240	119	190	11.4%	59.0%	5.9%	8.5%	
		エクシオグループ	'24/3	3,662	11.6%	6,141	6,600	341	400	7.5%	17.2%	5.6%	6.1%	
		コムシスホールディングス	'24/3	3,897	(2.7%)	5,712	6,000	392	400	5.0%	2.0%	6.9%	6.7%	
		ミライト・ワン	'24/3	2,110	29.7%	5,184	5,700	178	270	10.0%	51.4%	3.4%	4.7%	
IT	建設技術研究所	'24/12	674	(15.3%)	977	1,000	94	100	2.4%	6.4%	9.6%	10.0%		
	オリエンタルコンサルタンツHD	'24/9	311	78.2%	863	870	47	47	0.8%	0.8%	5.4%	5.4%		
	応用地質	'24/12	697	24.0%	741	750	44	45	1.2%	1.4%	6.0%	6.0%		

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

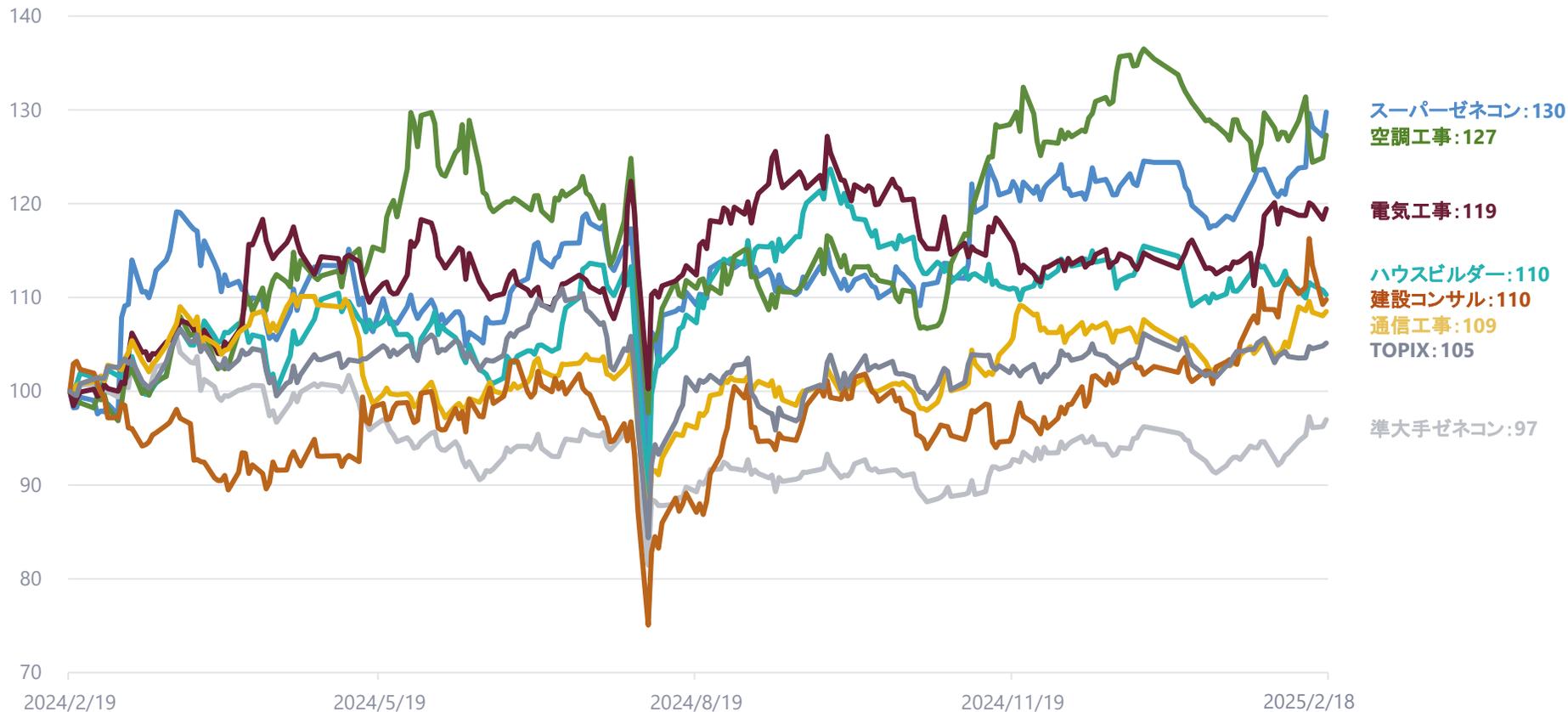
(2) 前期と比較したときの変化率について、前期の業績がマイナスである、又は異常値の場合はNMと記載

直近1年間の株価動向

好調なスーパーゼネコン・空調/電気工事のプレイヤーが相対的に高い水準で推移。また直近で業績予想の上方修正や好決算を公表したスーパーゼネコンや電気工事の企業が足元では伸びている一方で、業績悪化とともに業績予想の下方修正を公表した準大手ゼネコンが伸び悩む

建設関連企業の業種別時価総額推移

- 各業種ごとの2024年2月19日の時価総額(自己株除く)合計値を100としたときの推移



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	12.0x	14.0x (+1.3x)	1.2x	1.3x (+0.3x)
	大林組	11.6x		1.3x	
	清水建設	19.4x		1.2x	
	大成建設	13.0x		1.4x	
標準大手ゼネコン	長谷工コーポレーション	8.9x	11.2x (+2.4x)	1.1x	1.0x (-0.1x)
	インフロンHD	8.0x		0.6x	
	五洋建設	9.0x		1.2x	
	戸田建設	13.5x		0.8x	
	三井住友建設	21.3x		1.1x	
	熊谷組	9.1x		1.0x	
ハウスビルダー	大和ハウス工業	9.1x	8.5x (+0.4x)	1.2x	1.2x (+0.0x)
	積水ハウス	10.3x		1.3x	
	住友林業	6.2x		1.0x	
	高砂熱学工業	17.4x		2.2x	
空調	大気社	7.2x	10.5x (+1.3x)	1.1x	1.7x (+0.3x)
	三機工業	6.9x		1.8x	
	きんでん	8.2x		1.1x	
電気	関電工	8.9x	7.5x (-0.4x)	1.5x	1.2x (+0.1x)
	九電工	6.1x		1.1x	
	中電工	6.7x		0.8x	
通信	エクシオグループ	9.9x	8.0x (-0.1x)	1.2x	1.0x (+0.1x)
	コムシスHD	6.6x		1.1x	
	ミライト・ワン	7.6x		0.9x	
建設コン	建設技術研究所	4.7x	7.3x (+0.9x)	1.1x	1.1x (+0.1x)
	オリエンタルコンサルタンツHD	7.8x		1.3x	
	応用地質	9.4x		0.9x	
全体平均:			9.9x (+1.0x)	全体平均:	1.2x (+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) 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

(3) 2025年2月13日に、高砂熱学工業は政策保有株式の売出し及び自己株式取得を発表し株価が上昇 (4) 2025年1月31日関電工が好決算を発表し株価が上昇 (5) 2025年2月14日、オリエンタルコンサルタンツHDは好決算を発表するとともに自己株式取得を発表し株価が上昇

02

直近の建設業界におけるM&Aについて



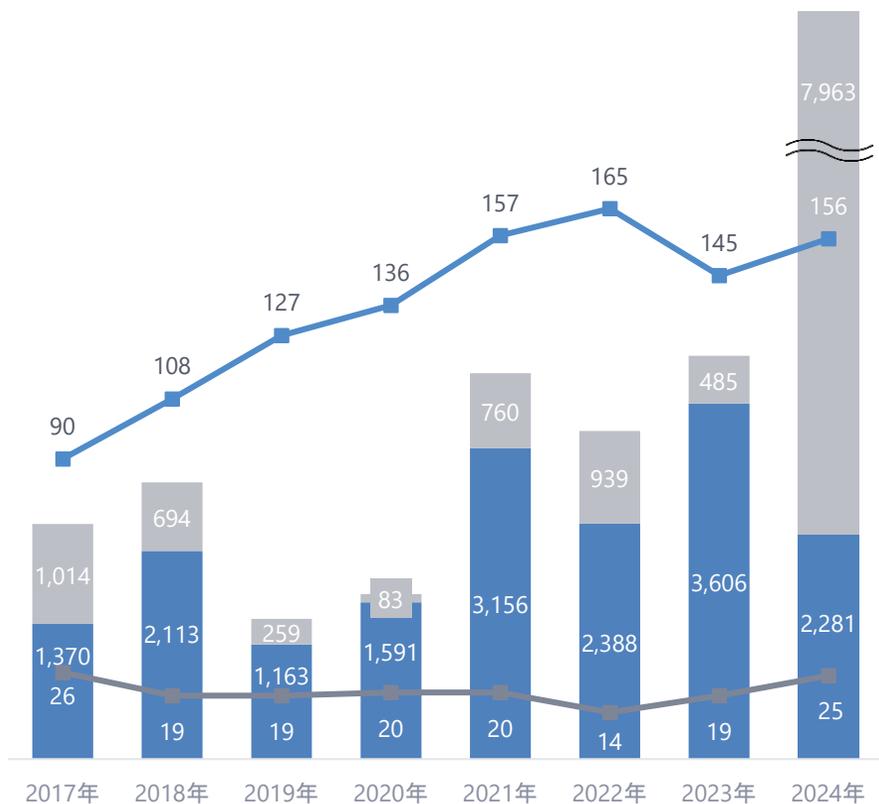
2024年の建設業界における主要M&A

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

(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 レコパM&A データベース(一部HL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 ⁽²⁾	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 + 創業者	日本ハウズイング	32.4% →100.0%	943	8.3x
2024/10/29	NEC	NEC NECネットスアイ	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

(ご参考)2025年に公表されたM&A案件

2025/2/27	清水建設	CMC CROSS MANAGEMENT CORP.	0.0% →51.0%	na	na
2025/2/28	AEON	AEON delight	58.7% →100.0%	1,068	9.1x
2025/3/3	Kinden	北のこうでなくちゃ。 北弘電社	0.0% →100.0%	na	na

清水建設によるCross Management Corporation (CMC)の買収

清水建設は、ニューヨークを拠点とする改修・内装工事会社CMCの株式51%を取得し、米国市場での事業拡大を企図
CMC社の買収により、非日系企業との取引拡大を図るとともに、成熟国の建設市場の成長市場である改修・内装工事分野の取り組みを強化

本件概要

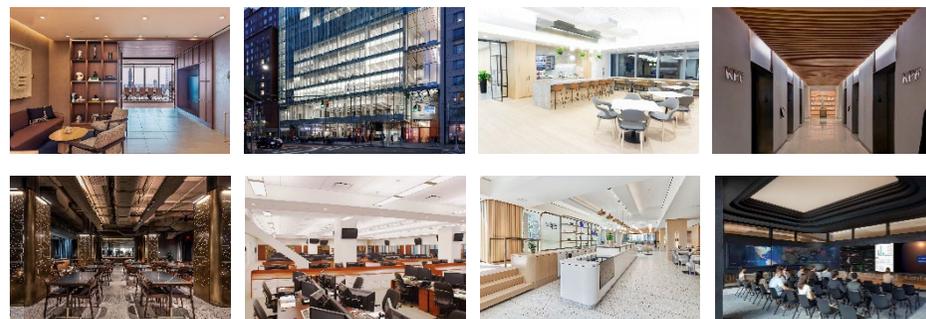
- 2025年1月末、清水建設は、CMCの株式51%を取得し子会社化を発表(買収額は非公開であるが、数十億円規模)
- CMCのグループ会社化により、以下を企図
 - 成熟国の建設市場の成長分野である既存ビルの改修・内装工事マーケットへの取り組みの強化・拡充
 - ローカルの発注者との接点を広げることによる、新たな事業機会の創出、案件受注の拡大
 - 清水建設の米国事業はこれまで日系顧客が中心であるところ、現地企業からの売上/利益を過半にすることを目指す
- グローバル事業の強化を掲げる清水建設にとっては、2024年11月に発表したシンガポールGrandwork Interiorに続く海外建築工事会社の買収
- 2030年度までに連結ベースの粗利のうち、海外比率を5%前後から25%まで引き上げることを目指す

対象会社概要

会社名	Cross Management Corp.
所在地	8 East 40th Street. Suite 510, New York, NY 10016
代表者	Ann Caruso (CEO)
設立年月日	2003年6月
従業員数	51名(2024年7月末現在)
売上高	128百万USD(2023年)

対象会社事業概要

- 米国内でオフィスビルのほか、飲食店や小売店の内外装工事を手がける
- 事業エリアは、マンハッタンを中心とするニューヨーク州のほか、隣接するニュージャージー州、デラウェア州の一部地域をカバーし、大手金融機関や大手デベロッパーなど米系有力企業も顧客



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材シフト
 - 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

イオンによるイオンディライトへの公開買付け(1/2)

イオンはイオンディライトの完全子会社化により、同社のビジネスモデルの改革を目指すとともに、グループ全体での経営資源の最適化を目指す

案件概要

- 2025年2月28日、イオン株式会社は、公開買付けを通じたイオンディライト株式会社の完全子会社化を公表
- 取得価格は一株あたり5,400円(前日終値4,625円比+16.76%のプレミアム)であり、イオン株式会社は、買付予定数の下限を4,297,400株(所有割合:8.98%)としている
- 公開買付期間は、2025年3月3日から2025年4月24日までの38営業日を予定
- みずほ銀行からの借入れにより、買付けのための資金を充足

本件の意義



- イオングループ全体の経営資源の相互活用
- イオングループ内の他の会社のノンコア業務をイオンディライトに集約することによる、グループ内リソース配置の最適化
- なお、グループ全体の統合による全体での成長を目指すイオンは、同日付でイオンモールの完全子会社化も発表

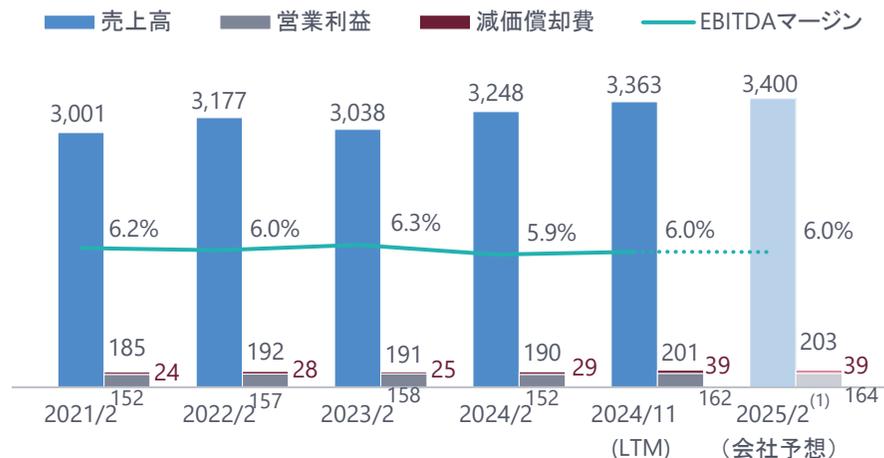


- ファシリティマネジメント業界全体として、コスト上昇や人手不足により、従来型ビジネスからの転換が求められる中、非上場化により以下のような改革を目指す
- イオングループのスケラビリティを最大限活用し、収益を拡大。それにより、大規模なR&D投資を行うことで競争力を高め、グループ外顧客からの受注拡大を目指す
 - イオングループの修理・修繕とビルメンテナンスに関わる内装工事等の需要集約
 - グループのニーズの取り込みによる事業領域の拡大(省エネ事業等)、DXを活用した省人化等の推進により、ファシリティに関するアウトソーシングニーズを統合的に管理運営
 - 将来的にはグループのバックオフィス業務をイオンディライトに集約し、BPOサービスを展開することも検討

対象会社概要

会社名	イオンディライト株式会社	売上高構成比(2024年2月期)
本社	東京都千代田区神田錦町1-1-1	
代表者	代表取締役社長 兼 社長執行役員 グループCEO 濱田 和成	
設立	1972年11月16日	
従業員数	連結 21,209名、単体 4,326名 (2024年2月29日現在)	
資本金	32億3,800万円	
主要株主	<ul style="list-style-type: none"> イオン(株) (57.69%) 日本マスタートラスト信託銀行(6.45%) イオンディライト取引先持株会(2.82%) 	
事業概要	イオングループ、商業・オフィスビルなどの施設管理運営に関わる顧客のノンコア事業を一括受託。各種工事、間接資材供給、自販機運営も手掛ける。中国、ASEANを中心に海外事業拡大	

対象会社財務情報(億円)



イオンによるイオンディライトへの公開買付け(2/2)

イオンは、公表前営業日終値株価に対し約16.8%のプレミアムを付けてイオンディライトの完全子会社化を発表

株価推移(2025/2/28現在、直近2年間)



対象会社バリュエーション及び関連指標

(百万円)

バリュエーション

公開買付価格(円)	5,400
潜在株式数考慮済発行済株式総数(百万株) ⁽¹⁾	48

EqV (100%) 258,474

Net Debt	(74,170)
現金及び同等物	74,550
有利子負債	380
非支配株主持分	1,316

EV 185,620

マルチプル

EV/EBITDA(LTM)	9.2x
EV/EBITDA(FY+1)	9.1x
PER(LTM)	22.8x
PER(FY+1)	24.9x
PBR	2.5x

財務数値

EBITDA(LTM)	20,132
EBITDA(FY+1) ⁽²⁾	20,303
純利益(LTM)	11,534
純利益(FY+1)	10,400
株主資本	101,478

Source: 各種公表資料、SPEEDA

Note: (1) 2025年1月末時点発行済株式数(48,469,633株) + 公表日時点で残存し行使可能な新株予約権全ての目的となる株式数(29,200株) - 自己株式数(633,247株)=47,865,586

(2) 公開買付届出書に記載のある25/12-25/2までの対象者側事業計画の数値と実績値を合算して算出

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