



Houlihan
Lokey

ITサービス・SaaS/ソフトウェア業界 マーケット動向レポート

2025年3月期2Q



		Page
01	ITサービス セクターアップデート	3
02	ITサービス業界における直近のM&A動向	9
03	SaaS/ソフトウェア セクターアップデート	16
04	SaaS/ソフトウェア業界における直近のM&A動向	23
05	業界マップ	28
06	Appendix 弊社ビジネスサービスチームのご紹介・主要案件実績	38

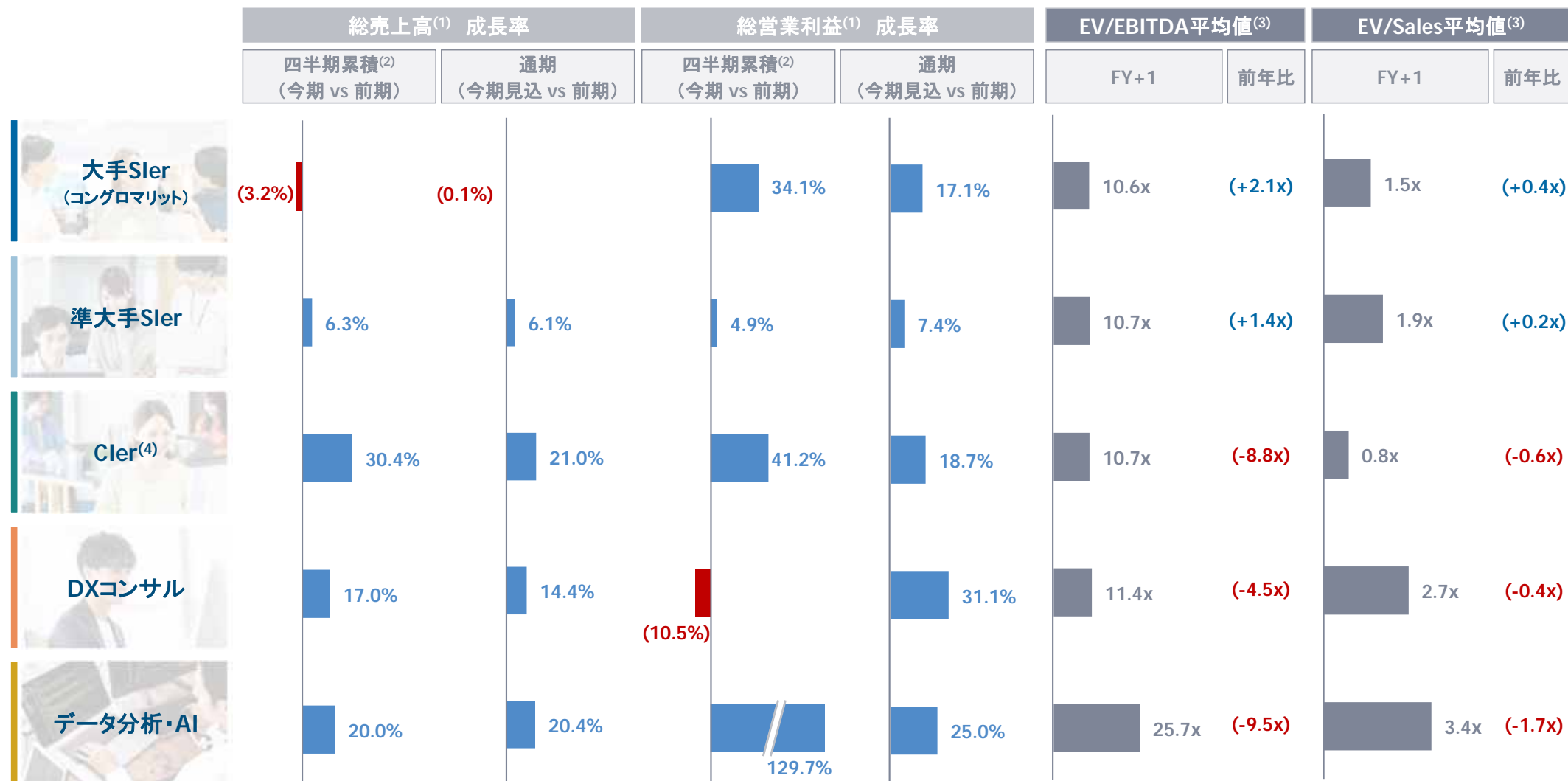


01

ITサービス セクターアップデート

2025年2月期2Q ITサービス業界の動向サマリー

良好な市場環境から、全体的に売上高・利益ともに業績好調に推移しているが、大手Slerの一部企業では事業再編・構造改革によって減収金利上昇などのマクロ環境要因によって、多くの高成長企業の株価がグロース市場指数と連動して下落したことでマルチプルが低下



Source: 各社Website、各社公表資料、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) 3月決算ではない企業については、直近の四半期業績を使用(ただし、通期業績については当該企業の決算月に基づく業績を使用)

(3) 各業種ごとの2023年5月15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

(4) Cler: クラウドインテグレーター

各社業績の状況 ITサービスプレイヤー(1/2)

企業・自治体のDXニーズ(クラウド・生成AI関連含む)の継続拡大を背景に、ITサービス企業全体としては前年比で増収増益傾向

各社の売上高・営業利益(前期四半期累積実績⇒今期四半期累積実績)

		(億円)		時価総額		四半期累積						コメント			
		直近決算	四半期	2024/11/18	騰落率	売上高			営業利益				営業利益率		
社名						前期	今期	前期比	前期	今期	前期比	前期	今期		
大手	日立製作所	'24/9	177,868	91.1%	49,601	45,460	(8.3%)	3,043	4,192	37.8%	6.1%	9.2%	各社のITサービスセグメントは国内においてのIT投資への旺盛な需要を背景に概ね増収増益基調。一方で、事業再編・構造改革や非Sier事業の影響により、減収となる企業も存在		
	富士通	'24/9	50,737	34.1%	17,119	16,967	(0.9%)	448	564	25.9%	2.6%	3.3%			
	NTTデータ	'24/9	38,789	48.1%	20,785	22,401	7.8%	1,219	1,490	22.3%	5.9%	6.7%			
	NEC	'24/9	33,145	54.2%	15,488	14,867	(4.0%)	280	447	59.6%	1.8%	3.0%			
	Sier	野村総合研究所	'24/9	25,906	8.1%	3,621	3,768	4.1%	586	653	11.5%	16.2%		17.3%	CMJは保守・運用サービス/アウトソーシング事業が好調だったがIT費用やのれん償却費等の販管費増加で、増収減益
		CMJ	'24/9	5,262	10.3%	4,446	4,732	6.4%	377	363	(3.7%)	8.5%		7.7%	
		TIS	'24/9	9,010	18.0%	2,675	2,756	3.0%	304	305	0.4%	11.4%		11.1%	
		SCSK	'24/9	9,168	9.6%	2,312	2,515	8.8%	269	270	0.1%	11.6%		10.7%	
		BIPROGY	'24/9	4,459	9.0%	1,730	1,860	7.5%	164	175	6.6%	9.5%		9.4%	
		日鉄ソリューションズ	'24/9	7,844	87.8%	1,448	1,566	8.2%	146	181	24.0%	10.1%		11.6%	
電通総研	'24/9	3,319	5.5%	1,053	1,122	6.6%	156	145	(7.0%)	14.8%	12.9%				
フューチャー	'24/9	1,783	12.4%	442	519	17.4%	104	116	11.7%	23.5%	22.3%	電通総研は受注高の増加により、増収したものの、人件費等の販管費増加により減益。また、売上高、営業利益ともに、通期計画の進捗率は前期を下回り、通期業績予想を下方修正			
Cier	システムサポート	'24/9	192	(1.7%)	50	62	22.3%	4	4	9.0%	7.9%	7.1%	サーバーワークスはリセール事業の堅調な推移により、増収増益。一方、中長期的な成長投資を積極的に行うとし、通期では減益の見込み		
	サーバーワークス	'24/8	179	(33.3%)	125	173	38.5%	4	6	49.6%	3.2%	3.5%			
	テラスカイ	'24/8	243	29.3%	89	119	33.5%	2	6	177.3%	2.5%	5.1%			
	フレクト	'24/9	101	(25.9%)	31	39	27.7%	2	4	77.8%	7.9%	11.1%			
DXIT・IT	コアコンセプト・テクノロジー	'24/9	201	(57.3%)	116	143	23.5%	14	16	19.8%	11.8%	11.5%	テラスカイは、国内のDX投資需要の堅調さにより受注が増加し、大幅に増収増益。通期でも増収増益を見込む		
	ベイカレントコンサル	'24/8	8,576	23.1%	437	541	23.7%	150	178	18.7%	34.4%	33.0%			
	シンプレクスHD	'24/9	1,496	4.8%	195	219	11.9%	40	39	(2.1%)	20.5%	17.9%			
	シグマクスHD	'24/9	792	43.0%	106	126	18.0%	20	28	40.8%	18.9%	22.6%			
	MSOL	'24/7	301	(37.4%)	123	143	15.7%	14	16	15.6%	11.2%	11.2%			
	モンスターラボHD	'24/9	37	(63.6%)	101	79	(21.4%)	(15)	(78)	NM	(14.8%)	(97.8%)			
	Sun Asterisk	'24/9	246	(39.1%)	93	100	7.7%	13	11	(12.2%)	13.6%	11.1%		シンプレクスはコンサルタントの増強によるDXコンサルティング事業の成長で、増収となったものの、大規模案件の中止により、減益	
データ分析・AI	エル・ティー・エス	'24/9	112	(28.9%)	82	122	48.8%	5	8	40.7%	6.6%	6.3%	シグマクスは投資事業で大幅に減収したものの、コンサルタントの稼働率向上や、外注案件の増加によるコンサルティング事業の成長によって増収増益		
	ライズ・コンサルティング	'24/8	169	(18.8%)	29	36	24.7%	8	8	1.1%	28.2%	22.8%			
	PKSHA Technology	'24/9	1,092	26.8%	139	169	21.5%	17	32	88.2%	12.4%	19.2%			
	ブレインパッド	'24/9	209	(1.0%)	25	28	10.9%	3	5	66.3%	11.1%	16.7%			
	エクサウィザーズ	'24/9	302	(11.0%)	34	46	35.7%	(5)	(2)	NM	(15.8%)	(5.3%)			
	HEROZ	'24/7	155	(26.1%)	11	14	25.5%	1	1	2.7%	6.5%	5.3%			
ABEJA	'24/8	203	(52.4%)	28	28	(0.3%)	4	3	(27.8%)	14.5%	10.5%	モンスターラボHDは既存案件の終了やEMEA拠点の赤字により、大幅に減収減益。一方、EMEA拠点の閉鎖及び非連結化によって利益は改善していく見通し			
													PKSHA Technologyは、生成AIやLLMによる追い風を受け増収増益。通期でも技術進化を促した先行投資を行い増収増益を見込む		
													ABEJAは個別の事情による既存取引のボリューム減により減収。さらに人件費の増加により減益		

各社業績の状況 ITサービスプレイヤー(2/2)

企業・自治体のDXニーズ(クラウド・生成AI関連含む)の継続拡大を背景に、ITサービス企業全体としては前年比で増収増益傾向

各社の売上高・営業利益(直近通期実績⇒今期予想)

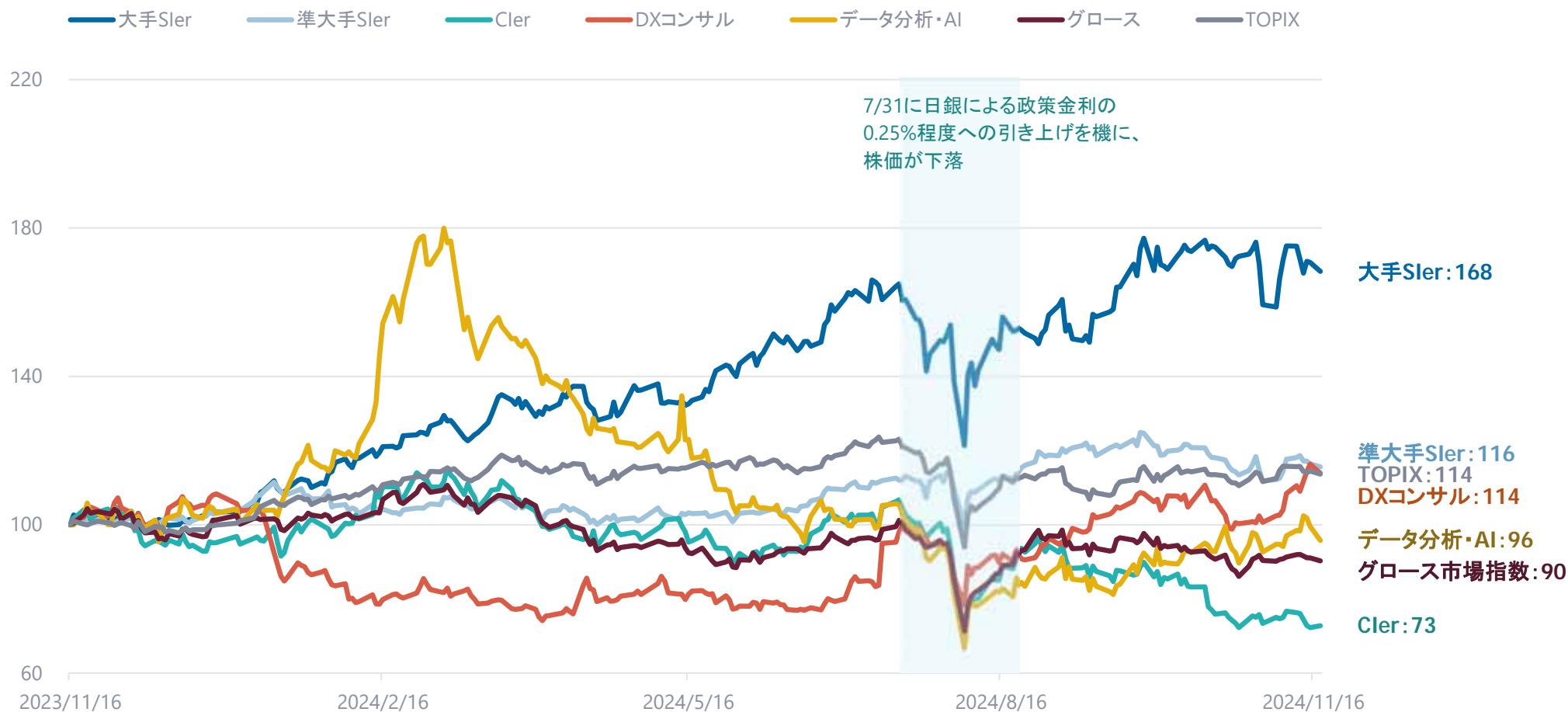
		(億円)		時価総額			通期					コメント	
		通期	2024/11/18	騰落率	売上高			営業利益			営業利益率		
社名					前期	今期	成長率	前期	今期	成長率	前期	今期	
大手	日立製作所	'24/3	177,868	91.1%	97,287	94,370	(3.0%)	8,073	9,196	13.9%	8.3%	9.7%	各社のITサービスセグメントは国内においてのIT投資への旺盛な需要を背景に概ね増益基調。一方で、事業再編・構造改革や非Sler事業の影響により、減収となる企業も存在
	富士通	'24/3	50,737	34.1%	37,561	38,030	1.2%	2,531	3,294	30.2%	6.7%	8.7%	
	NTTデータ	'24/3	38,789	48.1%	43,674	46,227	5.8%	3,095	3,399	9.8%	7.1%	7.4%	
	NEC	'24/3	33,145	54.2%	34,773	34,385	(1.1%)	1,880	2,351	25.1%	5.4%	6.8%	
Sler 準大手	野村総合研究所	'24/3	25,906	8.1%	7,366	7,827	6.3%	1,189	1,352	13.6%	16.1%	17.3%	CMJは保守・運用サービス/アウトソーシング事業が好調だったがIT費用やのれん償却費等の販管費増加で、増収減益
	CMJ	'23/12	5,262	10.3%	6,095	6,473	6.2%	525	535	1.9%	8.6%	8.3%	
	TIS	'24/3	9,010	18.0%	5,490	5,601	2.0%	671	666	(0.7%)	12.2%	11.9%	日鉄ソリューションズは、メガバンクや日本製鉄向け売上増加や売上総利益率の改善により増収増益
	SCSK	'24/3	9,168	9.6%	4,803	5,133	6.9%	571	621	8.9%	11.9%	12.1%	
	BIPROGY	'24/3	4,459	9.0%	3,701	3,945	6.6%	339	371	9.5%	9.2%	9.4%	電通総研は受注高の増加により、増収したものの、人件費等の販管費増加により減益。また、売上高、営業利益ともに、通期計画の進捗率は前期を下回り、通期業績予想を下方修正
	日鉄ソリューションズ	'24/3	7,844	87.8%	3,106	3,375	8.7%	353	395	11.9%	11.4%	11.7%	
電通総研	'23/12	3,319	5.5%	1,426	1,520	6.6%	210	200	(4.7%)	14.7%	13.2%		
フューチャー	'23/12	1,783	12.4%	593	702	18.3%	137	147	6.9%	23.1%	20.9%		
Cler	システムサポート	'24/6	192	(1.7%)	220	261	18.4%	17	21	26.6%	7.6%	8.1%	サーバーワークスはリセール事業の堅調な推移により、増収増益。一方、中長期的な成長投資を積極的に行うとし、通期では減益の見込み
	サーバーワークス	'24/2	179	(33.3%)	275	334	21.4%	9	7	(25.5%)	3.3%	2.0%	
	テラスカイ	'24/2	243	29.3%	191	240	25.5%	5	9	73.0%	2.7%	3.8%	テラスカイは、国内のDX投資需要の堅調さにより受注が増加し、大幅に増収増益。通期でも増収増益を見込む
	フレクト	'24/3	101	(25.9%)	69	82	17.9%	8	10	25.8%	10.9%	11.7%	
コアコンセプト・テクノロジー	'23/12	201	(57.3%)	159	191	20.0%	17	20	14.6%	11.0%	10.5%		
DXトランス	バイカレントコンサル	'24/2	8,576	23.1%	939	1,166	24.1%	336	419	24.9%	35.7%	35.9%	シンプレクスはコンサルタントの増強によるDXコンサルティング事業の成長で、増収となったものの、大規模案件の中止により、減益
	シンプレクスHD	'24/3	1,496	4.8%	407	462	13.5%	89	106	19.5%	21.9%	23.0%	
	シグマクシスHD	'24/3	792	43.0%	224	264	17.9%	42	56	32.3%	18.9%	21.2%	シグマクシスは投資事業で大幅に減収したものの、コンサルタントの稼働率向上や、外注案件の増加によるコンサルティング事業の成長によって増収増益
	MSOL	'23/10	301	(37.4%)	169	226	33.5%	22	27	22.3%	13.0%	11.9%	
	モンスター・ラボHD	'23/12	37	(63.6%)	133	NA	NA	(30)	NA	NM	(22.4%)	NM	モンスターラボHDは既存案件の終了やEMEA拠点の赤字により、大幅に減収減益。一方、EMEA拠点の閉鎖及び非連結化によって利益は改善していく見通し
	Sun Asterisk	'23/12	246	(39.1%)	125	136	8.7%	17	15	(11.9%)	13.6%	11.0%	
	エル・ティエ・エス	'23/12	112	(28.9%)	122	165	34.8%	7	13	74.3%	5.9%	7.6%	
ライズ・コンサルティング	'24/2	169	(18.8%)	62	77	25.6%	18	21	16.4%	29.3%	27.2%		
データ分析 ・AI	PKSHA Technology	'24/9	1,092	26.8%	169	200	18.4%	32	34	3.5%	19.2%	16.8%	PKSHA Technologyは、生成AIやLLMによる追い風を受け増収増益。通期でも技術進化を促した先行投資を行い増収増益を見込む
	ブレインパッド	'24/6	209	(1.0%)	106	119	12.7%	13	15	7.5%	12.8%	12.2%	
	エクサウィザーズ	'24/3	302	(11.0%)	84	111	32.9%	(3)	8	NM	(3.6%)	6.7%	ABEJAは個別の事情による既存取引のボリューム減により減収。さらに人件費の増加により減益
	HEROZ	'24/4	155	(26.1%)	48	60	23.9%	4	5	12.6%	9.2%	8.3%	
ABEJA	'24/8	203	(52.4%)	28	33	17.9%	3	2	(24.4%)	10.5%	6.7%		

直近1年間の株価動向

直近1年は、7月に日銀の金利引き上げを機に株価が下落したものの、その後回復し、日本企業全体として株価は上昇している。一方で、成長期待の高いClerやデータ分析・AI企業群は金利上昇等によるグロース株への逆風を受け、TOPIXよりも大きくアンダーパフォームしている

ITサービス企業の業種別時価総額推移

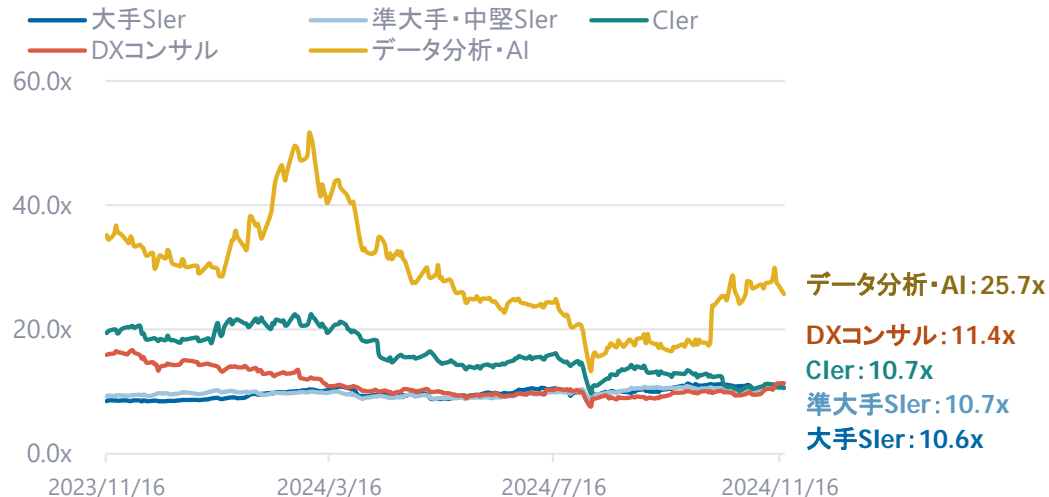
- 各業種の2023年11月16日の時価総額(自己株除く)合計値を100としたときの推移



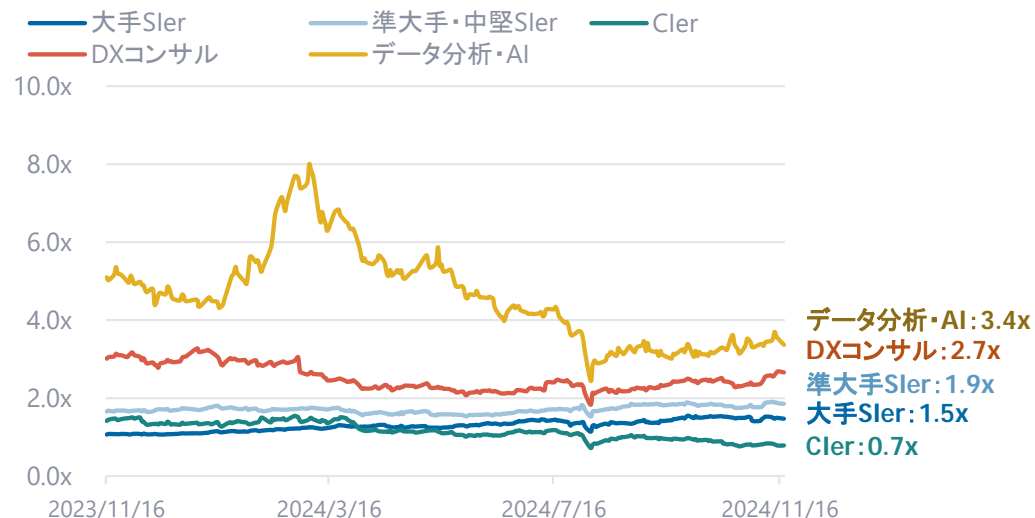
直近1年間のバリュエーション推移

大手・準大手Slerの市場評価は比較的安定しており、EBITDAの10-11xを推移。グロース市場指数の低迷と同様に、利益が十分に出ていないグロース銘柄が多く含まれるCler、データ分析・AI企業については、いずれも株価下落から回復しておらず、マルチプルが大幅に低下している

業種別EV/EBITDA⁽¹⁾マルチプル推移



業種別EV/Sales⁽¹⁾マルチプル推移



ITサービス各社の株価倍率⁽¹⁾

		EV/EBITDA FY+1	平均値	EV/Sales FY+1	平均値
大手Sler	日立製作所	12.9x	10.6x (+2.1x)	1.9x	1.5x (+0.4x)
	富士通	10.6x		1.4x	
	NTTデータ	10.1x		1.5x	
	NEC	8.7x		1.1x	
準大手Sler	野村総合研究所	14.7x	10.7x (+1.4x)	3.5x	1.9x (+0.2x)
	CMJ	6.5x		0.6x	
	TIS	10.0x		1.5x	
	SCSK	10.0x		1.6x	
	BIPROGY	8.4x		1.1x	
	日鉄ソリューションズ	11.6x		1.9x	
	電通総研	14.1x		2.2x	
	フューチャー	10.4x		2.4x	
Cler	システムサポート	7.5x	10.7x (-8.8x)	0.7x	0.8x (-0.6x)
	サーバーワークス	12.6x		0.3x	
	テラスカイ	15.5x		0.8x	
	フレクト	8.8x		1.1x	
	コアコンセプト・テクノ	8.9x		1.0x	
DXコンサル	ペイラント・コンサルティング	18.8x	11.4x (-4.5x)	7.0x	2.7x (-0.4x)
	シンプレクスHD	12.7x		3.4x	
	シグマクシスHD	12.7x		2.8x	
	マネジメントソリューションズ	9.3x		1.2x	
	モンスター・ラボ	NA		NA	
	Sun Asterisk	9.6x		1.2x	
	エル・ティー・エス	8.5x		0.7x	
	ライズ・コンサルティング	7.9x		2.2x	
データ分析・AI	PKSHA Technology	19.5x	25.7x (-9.5x)	4.8x	3.4x (-1.7x)
	ブレインパッド	9.5x		1.5x	
	エクサウィザーズ	13.5x		2.7x	
	HEROZ	8.4x		2.5x	
	ABEJA	77.5x		5.3x	

Source: Capital IQ, SPEEDA、各種公開情報

(1) 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直近通期実績値を用いて算出したEBITDAに基づくマルチプルを採用。今期売上高予想値についても同様に売上高のアナリストコンセンサス予想値が取得できない企業は会社予想値を採用

02

ITサービス業界における直近のM&A動向

国内ITサービス領域における主要M&A 2024年（1/2）

2024年後半は、PEファンドによる富士ソフト争奪戦、SCSKによるネットワークシステムズ買収など、Sler/Nlerの大規模な非公開化案件が多く見られた東証による上場維持基準の厳格化・アクティビストによる株価上昇を求める圧力が高まる中、非公開化を選択する企業が増加している

（億円）

非公開化案件

#	公表日	買い手	対象会社	カテゴリ	概要	取得比率	取得価額	EV	EV/Sales	EV/EBITDA	Sales (FY+1)	EBITDA (FY+1)
1	2024/12/11 2024/11/15 2024/10/11 2024/8/8	KKR vs. BainCapital	FUJISOFT	Sler	Bain CapitalとKKR両社は、TOBにより、組込システム開発を強みとする富士ソフトの買収を目指す。KKRは2024/11/5に第1回公開買付けを完了し、富士ソフトの普通株式33.86%を取得	Ongoing	6,051 ⁽¹⁾	6,215	2.0x	23.2x	3,150	268
2	2024/11/7	KDDI	LAC	Sler	セキュリティソリューションサービス、SIサービス、情報システム関連商品の販売及びサービスを提供するLACをTOBにより買収	100.0%	359	322	0.6x	9.7x	528	33
3	2024/11/6	SCSK	net one	Nler	通信ネットワーク構築を強みとするNlerのネットワークシステムズとの経営統合に向け、TOBにより買収	100.0%	3,575	3,568	1.6x	14.5x	2,200	246
4	2024/10/29	NEC	NEC NECネットエスアイ	Nler	NECは、上場子会社であり、ICTインフラの工事を手掛けるNECネットエスアイをTOBにより完全子会社化	48.6%	2,355	4,038	1.1x	12.3x	3,650	328
5	2024/10/25	非公表	Earth Technology	Sler	サンライズキャピタルはIT総合ソリューションを提供するEarth Technology Groupの全株式を譲渡	Majority	na	na	na	na	na	na
6	2024/10/11	N Holdings Corporation J-STAR	DOKIDOKI GROOVE WORKS	Sler	J-STARが出資するNホールディングスは、ソフトウェア開発・運営等を行うドキドキグループワークスの株式を取得	Majority	na	na	na	na	na	na
7	2024/9/13	SUNRISE	StrategyTee Consulting	DX コンサル	サンライズキャピタルは経営戦略とDXコンサルティング等を提供するストラテジーテック・コンサルティングの株式を取得	Majority	na	na	na	na	na	na
8	2024/9/6	ちばきん	EDGE Technology	AI	千葉銀行は、AIソリューション開発事業を行うエッジテクノロジーをTOBにより買収	100.0%	91	84	2.5x	65.8x	34	1
9	2024/6/18	Blackstone	infocom	Sler 電子 コミック	Blackstoneは電子コミック及びERP・ヘルスケアIT事業を手掛けるインフォコムをTOBにより買収	100.0%	2,758 ⁽²⁾	2,385	2.5x	19.3x	940	124

Source: 公開買付届出書、SPEEDA、日本経済新聞、帝国データバンク、各種公表資料

Note: EV/Sales、EV/EBITDAの試算におけるEVは株式価値に案件公表時点の直近期(非公表の場合は直近通期)のNet Debtを加算した値を使用。また売上高、EBITDAについては対象会社が上場会社である場合は案件公表時点の進行期の会社予想値を使用(但し、EBITDAの会社予想値が非公表の場合は進行期の営業利益予想値に案件公表時点のLTMの減価償却費、のれん償却額を加算した値を使用)。非上場会社の場合は案件公表時点における直近通期を参照し、注記内に記載がない場合は単体ベースの値を使用

(1) KKRが二段階TOBを実施しているが、Bain Capitalが2024/12/11に公表した買付価格9,600円にて潜在株式勘案後株式総数全てを買い付けた場合の取得価額を記載

(2) TOBによる買付予定数に買付価格を乗じた金額1,414億円、及び帝人が保有する株数に自己株式取得価格を乗じた金額1,344億円の合計値。自己株式取得を実行するための資金はBlackstoneより提供

国内ITサービス領域における主要M&A 2024年 (2/2)

2024年前半はアクセンチュア・IBM・FPTなど大手外資系の事業会社(日本法人)による国内Sler/Clerの買収が特に多く見られた
ソフトバンクによるSBテクノロジーの完全子会社化など、上場IT子会社の取り込み(親子上場の解消)の事例も増えている

(億円)

外資系プレイヤーによる買収案件

#	公表日	買い手	対象会社	カテゴリ	概要	取得比率	取得価額	EV	EV/Sales	EV/EBITDA	Sales (FY+1)	EBITDA (FY+1)
1	2024/5/29			Cler	AWSのクラウドインテグレーションを行うスカイアーチネットワークスを日本IBMが買収	100.0%	na	na	na	na	na	na
2	2024/5/17			Cler	AWS、Azure、GCPなどのクラウドインテグレーションを行うオープンストリームHDをアクセンチュアが買収	100.0%	na	na	na	na	na	na
3	2024/5/13			Sler	図研は、連結子会社でありソフトウェア開発などを行う図研エルミックをTOBIにより完全子会社化	59.6%	16	19	1.7x	9.4x	11	2
4	2024/4/25			Nler/Sler	ソフトバンクは、連結子会社でありSI/NIを行うSBテクノロジーをTOBIにより完全子会社化	47.2%	270	495	0.7x	6.7x	695	74
5	2024/4/12			Cler	国内でSalesforceのクラウドインテグレーションを行うテラスカイとNTT データが資本業務提携	21.2%	na	na	na	na	240	13
6	2024/4/8			Sler	システム開発・ITインフラ保守・運用を行うクライムをアクセンチュアが買収	100.0%	na	na	na	na	55	na
7	2024/4/5			Sler	独立系のソフトウェア開発会社であるジャステックをNTTデータがTOBIにより買収	100.0%	338	233	1.1x	8.1x	221	29
8	2024/3/15			Sler/BPO	CMJはオリックス傘下のPGTHDの子会社で、DX支援(SI及びBPO)を行うプリマジェストを買収	100.0%	370	na	na	na	198	na
9	2024/3/1			Sler	ベトナムのIT大手FPTソフトウェアの日本法人であるFPTジャパンHDはシステム開発・マーケティングコンサル支援のエヌ・エイ・シーを買収	100.0%	na	na	na	na	na	na
10	2024/1/24			DX コンサル	企業経営支援のリヴァンプをITコンサルのフューチャーが買収	100.0%	na	na	na	na	91	19

Source: 公開買付届出書、SPEEDA、日本経済新聞、帝国データバンク、各種公表資料

Note: EV/Sales、EV/EBITDAの試算におけるEVは株式価値に案件公表時点の直近期(非公表の場合は直近前期)のNet Debtを加算した値を使用。また売上高、EBITDAについては対象会社が上場会社である場合は案件公表時点の進行期の会社予想値を使用(但し、EBITDAの会社予想値が非公表の場合は進行期の営業利益予想値に案件公表時点のLTMの減価償却費、のれん償却額を加算した値を使用)。非上場会社の場合は案件公表時点における直近前期を参照し、注記内に記載がない場合は単体ベースの値を使用

(1) 2022年度業績を使用 (2) 2021年度の業績を使用

アクセントチャによるオープンストリームHDの買収



アクセントチャはオープンストリームHDの買収により、製造・物流領域におけるクラウド・AI・IoT導入などのデジタル化支援サービスを強化

本件概要

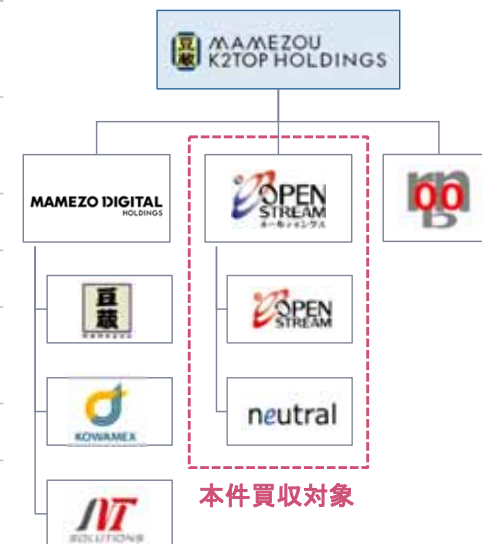
- 2024年5月17日、アクセントチャは、傘下に製造業向けのシステム開発に強みを持つオープンストリームとニュートラルの2社を抱えるオープンストリームHDの買収に合意したと発表
- アクセントチャは、オープンストリームHDの親会社である豆蔵K2TOPHDより同HDが持つオープンストリームHDの全株式を譲受することにより、オープンストリームHDを完全子会社化
- 買収金額は非公開

本件買収の背景・目的

- 本買収により、マルチクラウド(AWS、Azure、GCPなど)導入・移行支援や、AI、IoTなどの先端デジタル技術導入等のサービス強化を図る
- 製造・物流領域におけるオープンストリームHDの知見を活かし製造業を中心にDXを推進するインダストリーX事業の成長を目指す
 - バリューチェーン全体の高度化・自動化に強みを持つオープンストリームとニュートラルの持つ人材、ソリューション、顧客基盤を取り込むことで製造・物流領域におけるビジネスの拡大を狙う
- アクセントチャは日本におけるデジタルエンジニアリング領域への投資を積極化
 - 2024年:群馬のシステム開発・ITインフラ保守運用のクライムを買収
 - 2022年:トランコムITSより、物流領域向けのシステム開発事業を取得
 - 2021年:ディアスクエアより、PLM/ALM⁽¹⁾のシステム導入コンサル事業を取得

対象会社概要

会社名	オープンストリーム ホールディングス
所在地	東京都新宿区西新宿2-7-1 新宿第一生命ビルディング9階
代表者	吉原 和彦
設立年	2020年11月
従業員数	オープンストリーム:約600名 ニュートラル:約400名
資本金	1億円
株主	豆蔵K2TOPホールディングス (インテグラル)100%



	事業概要	売上高 ⁽²⁾
	<ul style="list-style-type: none"> 流通・小売業向けの先端技術(AI、IoT、クラウド、ビッグデータ等)を活用したシステム開発及びコンサルティング Biz / Browser(ビジネスUIプラットフォーム)の企画・開発・販売 	78億円
	<ul style="list-style-type: none"> 自動車などの製造業向けシステム開発 3次元CAD/CAM/CAEソリューション開発・提供 AI予測・因果探索・予知保全ツール 製造業向け3D突起検出ツール 	32億円

Source: プレスリリース, 会社Website, Capital IQ, 帝国データバンク
 (1) PLM=製品ライフサイクル管理, ALM=アプリケーション・ライフサイクル管理
 (2) 2023/3期実績

NTTデータとテラスカイの資本業務提携



NTTデータとテラスカイはSalesforce事業における成長を目的として、2024年4月12日に両社の資本業務提携を公表

業務提携の概要

- Salesforce事業に関する成長マーケットでの新規サービスの企画・開発
- 相互のブランド力を活かしたデジタル人材の獲得及び育成
- APACへの共同事業展開
- 相互人材の活用を通じた各種プロジェクトの連携
- 製品・サービスの販売協力
- NTTデータからテラスカイへの非常勤取締役1名の受け入れ

* 本資本業務提携にてNTTデータはテラスカイ株式の一部をNTTテクノクロスより取得⁽¹⁾したが、NTTテクノクロスは2010年(当時はNTTソフトウェアウェア。後にNTTアイティと合併しNTTテクノクロスが発足)、テラスカイ(マザーズ上場前)と共にSalesforceビジネスを中心としたクラウド事業を拡大・加速することを目的として、テラスカイからの第三者割当増資を引き受けていた

株価推移



資本提携の内容

(NTTデータによるテラスカイ株式の取得及び新株予約権の引受)

取得株数	テラスカイ株式の取得方法	取得持分 ⁽²⁾	合計取得持分
① 1,384,600	NTTテクノクロス株式会社からの譲渡 ⁽¹⁾	10.8%	10.8% ①
② 670,000	市場買付け	5.2%	16.0% ①+②
③ 670,000	テラスカイ発行の新株予約権引受け	5.2%	21.2% ①+②+③

テラスカイによる新株予約権発行の概要

項目	内容
新株予約(SO)の総数	6,700 個
発行価格	総額 6,934,500 円 (SO1個あたり1,035円)
SO発行による潜在株式数	670,000 株 (SO1個あたり100株)
行使価額	1,400 円
資金調達総額	944,934,500 円 ⁽³⁾
行使期間	2024年4月30日~2029年月30日
行使条件	2025年2月期から2027年2月期のいずれかの事業年度において、テラスカイの連結損益計算書上の営業利益が一度でも25億円を超過した場合にのみ行使可能

テラスカイのバリュエーション及び関連指標

	公表前 (4/12終値 基準)	公表1週間後 (4/19終値 基準)	
株価(円)	1,370	2,021	+47.5%
時価総額(百万円)	17,616	25,987	
EV(百万円)	12,229	20,600	
EV/EBITDA(LTM)	12.9x	21.7x	+68.5%
EV/EBITDA(FY+1)	9.2x	15.5x	

Source: テラスカイ公表の資本業務提携に関する適時開示、テラスカイ有価証券報告書、テラスカイHP、NTTデータHP、大量保有報告書、SPEEDA

(1) NTTテクノクロス株式会社はNTTの100%子会社。なお、NTTデータはNTTが57.7%を保有する上場子会社。当該株式譲渡は4/12(本件公表日)に、テラスカイ株価の同日終値1,370円で実行された

(2) 取得株数を発行済株式数(自己株除)で割って算出。発行済株式数(自己株除)=発行済株式総数12,866,380株-自己株数8,116株

(3) 資金調達総額は、発行価格6,934,500円に、SO行使による調達価格938,000,000円(SO行使価額1,400円×SO総数6,700個×SO1個あたり株数100株)を加えた金額

NTTデータによるジャステックへの公開買付 (1/2)



NTTデータは受託開発会社ジャステックの買収により、人材不足感が強まるIT業界における競争力強化を企図

本件概要

- 2024年4月5日、NTTデータは公開買付を通じ、株式会社ジャステックの完全子会社化を公表。NTTデータは、取得価格一株あたり1,940円(前日終値1,445円比+34%のプレミアム)で17.7百万株を取得予定(上限なし。買付予定金額は34,247百万円)
- +34%の公開買付プレミアムは、非公開化を目的とした公開買付の事例における過去のプレミアム水準を下回るものの、過去20年間のジャステック株価最高値1,586円に対し22%のプレミアムが付されており、独立委員会との交渉を経た三度の価格引き上げ他、公正性担保措置を講じていることから合理的な価格であると整理されている。また、本件において独立委員会は2024年4月4日付でプルータスよりフェアネスオピニオンを取得している
- NTTデータは、ジャステック創業者である神山茂氏の保有持分17%と、神山茂氏が所有する資産管理会社サスヤマを通じた保有持分7%の双方の全株式を取得する応募契約を締結

対象会社概要

会社名	株式会社ジャステック
所在地	東京都港区高輪三丁目5番23号
代表者	代表取締役社長 村中 英俊
設立年月日	1971年7月16日
従業員数	1,391名
資本金	2,239百万円 (2023年11月30日現在)
事業概要	請負契約及び準委任契約を基本とするソフトウェア開発事業。取引先は金融保険業が39%を占めており最大。他に電力・運輸業(20%)や製造業(19%)向けが特に大きな比率を占める(2023年11月期実績)
株主	神山 茂(17.2%) *87歳(2024年4月現在。1936年10月19日生) 日本マスタートラスト信託銀行(7.9%) 有限会社サスヤマ(7.0%)
拠点	東京本社、他 国内8拠点

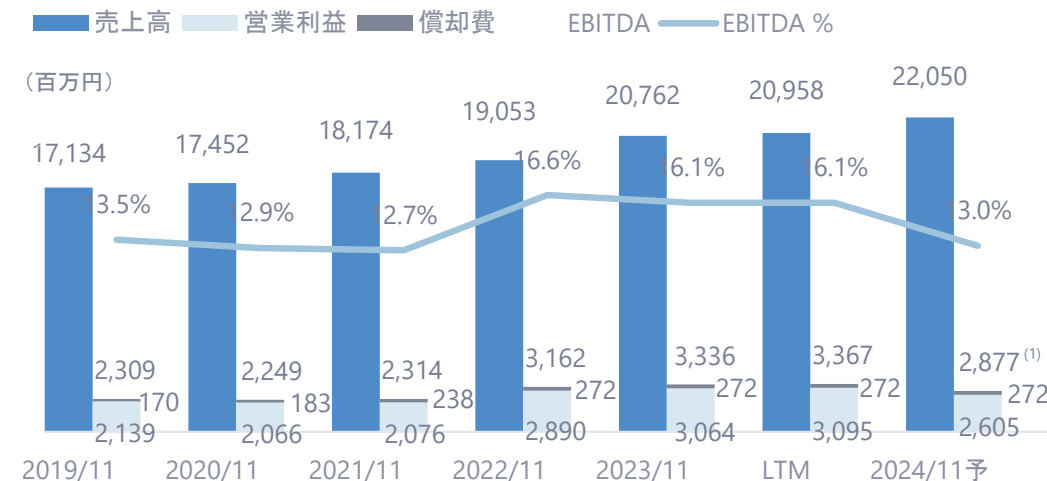
NTTデータの公開買付の狙い

- エンジニアリソースの確保
 - ITサービス業界において人材獲得競争が激化している中、エンジニアリソース強化がNTTデータにおいても競争力強化に必要となっている
 - ジャステック創業者である神山氏より全保有株売却意向の連絡を受領し、完全子会社化についての検討を開始。過去40年間に亘りジャステックとの取引がある上、高度な技術力・ノウハウ及び豊富な実績を有するジャステックを完全子会社化することで、少数株主との利益相反を排し、自由度の高い配置を行うことで競争力強化が図れるとの結論に至った

ジャステックの公開買付への賛同及び応募推奨の背景

- 競争環境の変化
 - コンサルティング会社のシステム開発領域参入により競争環境が激化。同社でも開発体制強化のための人材確保・育成が喫緊の課題となっていた
- NTTデータとのシナジーに対する期待
 - NTTデータとの業務提携により、NTTデータのブランドを活かしたIT人材獲得、高度な人材育成制度の構築、及び経営人材の確保が期待できる

対象会社 財務情報



NTTデータによるジャステックへの公開買付 (2/2)



公開買付価格1,940円に対する現行期EBITDA予想を基準としたImplied EV/EBITDA倍率は8.1x程度

株価推移



本件の経緯

- 2023年 7月24日
 - ジャステック創業者かつ当時取締役会長(その後任期満了退任)である神山茂氏から、NTTデータ及びジャステックに対し、同氏所有のジャステック全株式の売却意向を連絡
- 11月8日
 - NTTデータからジャステックへ初期的提案(買付価格の提案を含まない)を提示
- 11月13日
 - ジャステック取締役にて独立委員会設置を決議
- 12月26日
 - NTTデータとジャステックの経営者面談実施
- 11月下旬 ~翌1月中旬
 - NTTデータによる事業、財務・税務及び法務等のDD実施

- 2024年 1月22日
 - NTTデータから本取引の主要条件含む詳細提案を提示
- 1月下旬 ~2月上旬
 - 独立委員会の開催。独立委員会からNTTデータに対する、成長戦略・シナジー効果、ストラクチャー、本取引後の組織・人事等に関する書面質問の送付
- 2月9日
 - NTTデータからジャステックへの書面質問回答
- 2月13日
 - ジャステック独立委員会において、NTTデータから本取引の詳細及び本取引後の経営方針に関する説明を実施
- 3月5日
 - NTTデータから買付価格1,700円の提案を実施するも、同月7日に、ジャステックより価格引き上げを要請される。3月下旬まで、同様に買付価格1,800円と1,880円の提案を行うも更なる価格引き上げを要請される
- 4月2日
 - NTTデータから買付価格1,940円の最終提案を実施
- 4月4日
 - NTTデータはジャステックより1,940円にて応諾回答を受領
- 4月5日
 - NTTデータと神山氏及び資産管理会社サスマと応募契約を締結し、本件を公表

対象会社バリュエーション及び関連指標

		(百万円)	
公開買付価格(円)	1,940	EV/EBITDA(LTM)	6.9x
発行済株式総数(百万株) ⁽¹⁾	17.7	EV/EBITDA(FY+1)	8.1x
EqV (100%)	34,246	PER(LTM)	15.3x
Net Debt	(10,922)	PER(FY+1)	18.4x
現金及び同等物	11,202	PBR	1.6x
有利子負債	280	EBITDA(LTM)	3,367
非支配株主持分	0	EBITDA(FY+1)	2,877
EV	23,324	純利益(LTM)	2,232
		純利益(FY+1)	1,861
		株主資本	20,767

Source: 公開買付プレス、ジャステック有価証券報告書、ジャステックWebsite、SPEEDA

(1) 発行済株式数18,287,000株 + 期末以降の行使済新株予約権の対象株数59,500株 + 残存新株予約権の対象株数375,000株 - 自己株数1,068,756株

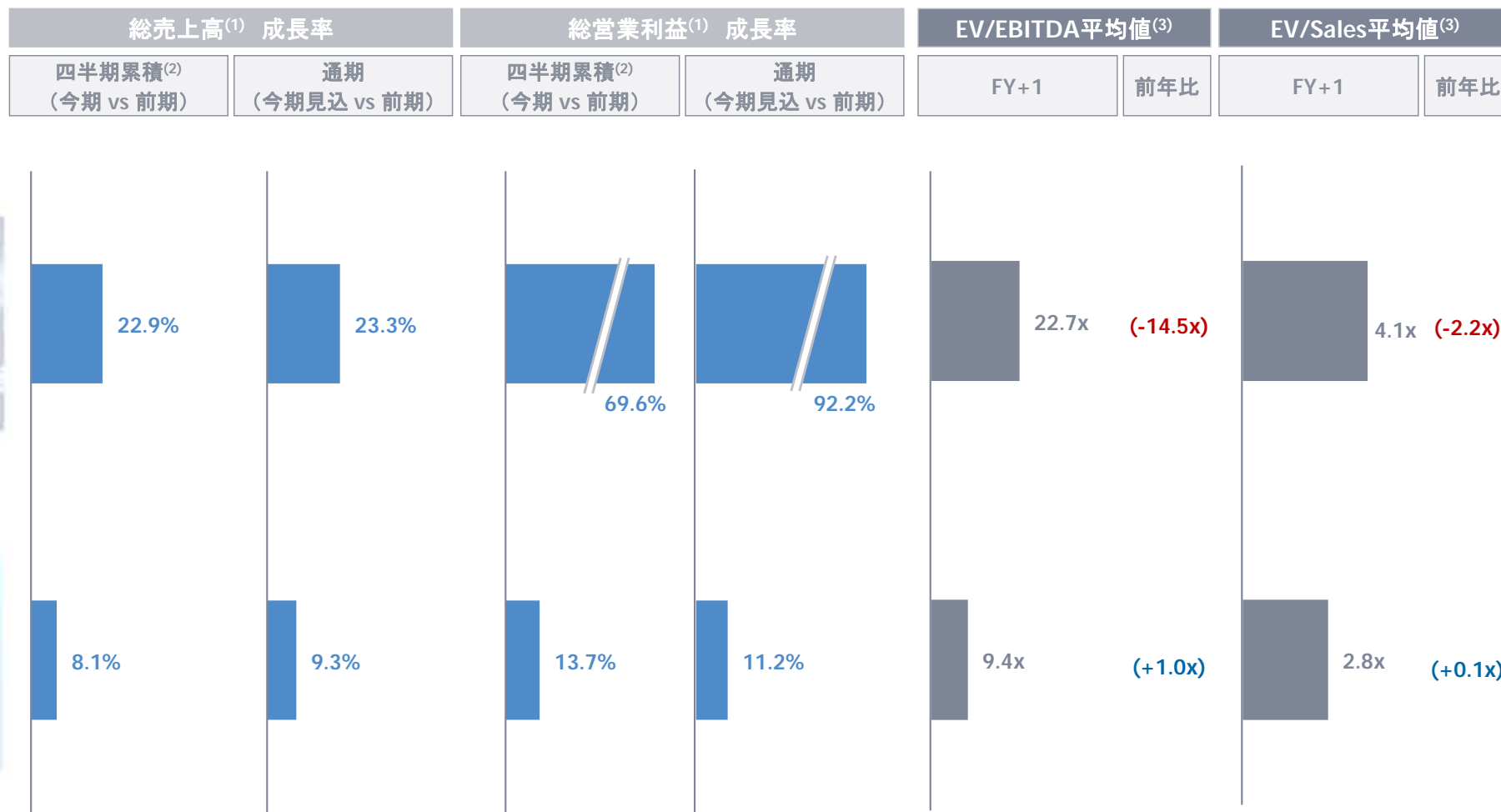


03

SaaS/ソフトウェア セクターアップデート

2025年度3月期2Q SaaS/ソフトウェア業界の動向サマリー

SaaS企業は市場の追い風を受け、高い売上高・営業利益成長を実現したが、足元の株価下落に伴いマルチプルは低下傾向
ソフトウェア企業はSaaSほど売上高・営業利益成長率は高くないものの、マルチプル水準は微増



Source: 各社Website、各社公表資料、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) 3月決算ではない企業については、直近の四半期業績を使用(ただし、通期業績については当該企業の決算月に基づく業績を使用)

(3) 各業種ごとの2023年5月15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 SaaS/ソフトウェアプレイヤー(1/2)

SaaS及びソフトウェア企業ともに全体として前年比で増収増益傾向。売上高成長だけでなく、収益性も重視されるようになってきたSaaS企業は広告宣伝費・外注費等の抑制(コストコントロール)によって、営業利益率が改善され増益となる企業が多く見られた

各社の売上高・営業利益(前期四半期累積実績⇒今期四半期累積実績)

社名	(億円)		時価総額			四半期累積						コメント	
	直近決算 四半期	2024/ 11/18	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		
SaaS	ビジョナル	'24/7	3,002	(4.2%)	563	661	17.5%	132	178	34.8%	23.5%	27.0%	SaaS企業は働き方の見直しや人手不足に伴う業務効率化のニーズが高まったことで企業のDXの取り組みが進展し、全体的に増収増益
	マネーフォワード	'24/8	2,465	1.8%	216	297	37.5%	(46)	(28)	NM	(21.1%)	(9.6%)	マネーフォワードは営業マーケティング体制の拡充を進めたことで、顧客数が増加し、増収増益
	ラクス	'24/9	3,883	(9.5%)	177	230	30.2%	17	47	168.6%	9.8%	20.3%	ラクスは投資の機動的な組み換えや、営業プロセスの見直しを実施、インボイス制度や電子帳簿保存法による追い風を受け、顧客数が増加し、増収増益。
	Sansan	'24/8	2,502	41.6%	75	96	27.7%	1	(3)	(368.6%)	1.6%	(3.4%)	Sansanは人材育成による営業体制の強化に取り組んだことにより、契約件数が増え、増収した一方、成長戦略に伴う人件費の増加などにより、減益
	サイボウズ	'24/9	967	5.2%	187	215	14.6%	31	35	10.7%	16.7%	16.1%	freeeは開発投資や従来の顧客基盤を活用したクロスセル販売の促進を行ったことで、有料課金ユーザーが増加し、増収増益。黒字に転じた。
	freee	'24/9	1,621	(16.7%)	57	74	29.0%	(21)	2	NM	(36.3%)	2.5%	freeeは開発投資や従来の顧客基盤を活用したクロスセル販売の促進を行ったことで、有料課金ユーザーが増加し、増収増益。黒字に転じた。
	インフォマート	'24/9	649	(37.5%)	97	112	15.8%	6	7	5.9%	6.5%	6.0%	ソフトウェア企業はDXやクラウドマイグレーションに関連する投資の進展やAIの急激な進化による企業のデジタル戦略の見直しを受け、増収傾向
	プラスアルファ・コンサル	'24/9	686	(39.8%)	112	139	24.6%	37	45	22.4%	33.2%	32.6%	アバントグループは、日本企業のデータ活用ニーズが堅調であることにより、増収増益
	オロ	'24/9	398	(2.5%)	52	58	12.4%	19	20	5.9%	36.4%	34.3%	ピー・シー・エーはサービス原価の低減や価格改定により、増収増益。通期でも「働き方改革」への対応を実現するクラウドサービスの需要増により、増収増益を見込む
	カオナビ	'24/9	204	(22.5%)	36	46	26.8%	3	3	19.7%	7.6%	7.2%	プロシップ
スマレジ	'24/7	597	(6.4%)	18	25	38.8%	4	6	46.5%	22.5%	23.8%		
ヒューマンテクノロジーズ	'24/9	124	NA	24	29	21.6%	2	6	174.1%	9.2%	20.7%		
Software	TKC	'24/9	2,005	10.8%	719	752	4.6%	143	155	8.1%	19.9%	20.6%	
	ミロク情報サービス	'24/9	573	24.3%	212	227	7.4%	28	30	6.0%	13.2%	13.0%	
	OBC	'24/9	5,201	6.6%	195	227	16.7%	82	101	23.9%	41.9%	44.5%	
	ウイングアーク1st	'24/8	1,152	13.8%	135	149	10.2%	47	50	5.2%	35.0%	33.4%	
	アバントグループ	'24/9	744	37.4%	56	68	20.0%	7	11	60.3%	12.1%	16.1%	
	ピー・シー・エー	'24/9	386	70.5%	71	79	11.6%	10	14	37.6%	14.1%	17.4%	
プロシップ	'24/9	182	18.6%	30	31	3.0%	4	5	21.0%	13.7%	16.1%		

各社業績の状況 SaaS/ソフトウェアプレイヤー(2/2)

SaaS及びソフトウェア企業ともに全体として前年比で増収増益傾向。売上高成長だけでなく、収益性も重視されるようになってきたSaaS企業は広告宣伝費・外注費等の抑制(コストコントロール)によって、営業利益率が改善され増益となる企業が多く見られた

各社の売上高・営業利益(直近通期実績⇒今期予想)

社名	(億円)			通期									コメント
	直近決算	時価総額		売上高			営業利益			営業利益率			
	通期	2024/11/18	騰落率	前期	今期	成長率	前期	今期	成長率	前期	今期		
SaaS	ビジョナル	'24/7	3,002	(4.2%)	661	763	15.4%	178	200	12.3%	27.0%	26.2%	SaaS企業は働き方の見直しや人手不足に伴う業務効率化のニーズが高まったことで企業のDXの取り組みが進展し、全体的に増収増益 マネーフォワードは営業マーケティング体制の拡充を進めたことで、顧客数が増加し、増収増益 ラクスは投資の機動的な組み換えや、営業プロセスの見直しを実施、インボイス制度や電子帳簿保存法による追い風を受け、顧客数が増加し、増収増益。 Sansanは人材育成による営業体制の強化に取り組んだことにより、契約件数が増え、増収した一方、成長戦略に伴う人件費の増加などにより、減益 freeeは開発投資や従来の顧客基盤を活用したクロスセル販売の促進を行ったことで、有料課金ユーザーが増加し、増収増益。黒字に転じた。
	マネーフォワード	'23/11	2,465	1.8%	304	414	36.1%	(63)	(30)	NM	(20.8%)	(7.3%)	
	ラクス	'24/3	3,883	(9.5%)	384	486	26.4%	56	95	70.7%	14.5%	19.6%	
	Sansan	'24/5	2,502	41.6%	339	431	27.3%	13	28	110.4%	3.9%	6.5%	
	サイボウズ	'23/12	967	5.2%	254	295	16.2%	34	41	21.3%	13.3%	13.9%	
	freee	'24/6	1,621	(16.7%)	254	328	29.2%	(84)	(2)	NM	(33.0%)	(0.7%)	
	インフォマート	'23/12	649	(37.5%)	134	156	16.4%	8	11	35.1%	6.2%	7.2%	
	プラスアルファ・コンサル	'24/9	686	(39.8%)	139	176	26.5%	45	60	31.7%	32.6%	34.0%	
	オロ	'23/12	398	(2.5%)	70	82	17.0%	26	28	7.4%	36.8%	33.8%	
	カオナビ	'24/3	204	(22.5%)	76	96	25.9%	7	8	10.6%	8.9%	7.8%	
Software	スマレジ	'24/4	597	(6.4%)	84	104	24.0%	17	22	23.9%	20.7%	20.7%	ソフトウェア企業はDXやクラウドマイグレーションに関連する投資の進展やAIの急激な進化による企業のデジタル戦略の見直しを受け、増収傾向 アバントグループは、日本企業のデータ活用ニーズが堅調であることにより、増収増益 ピー・シー・エーはサービス原価の低減や価格改定により、増収増益。通期でも「働き方改革」への対応を実現するクラウドサービスの需要増により、増収増益を見込む
	ヒューマンテクノロジーズ	'24/3	124	NA	50	60	18.8%	5	7	41.2%	10.3%	12.3%	
	TKC	'24/9	2,005	10.8%	752	800	6.4%	155	157	1.2%	20.6%	19.6%	
	ミロク情報サービス	'24/3	573	24.3%	440	455	3.5%	61	67	9.7%	14.0%	14.8%	
	OBC	'24/3	5,201	6.6%	420	474	13.0%	187	220	17.5%	44.6%	46.3%	
	ウイングアーク1st	'24/2	1,152	13.8%	258	289	12.0%	74	83	12.9%	28.5%	28.8%	
	アバントグループ	'24/6	744	37.4%	244	291	19.4%	41	50	23.1%	16.8%	17.3%	
	ピー・シー・エー	'24/3	386	70.5%	150	165	9.9%	23.1	24	2.1%	15.4%	14.3%	
プロシップ	'24/3	182	18.6%	68	73	7.2%	16	19	16.4%	24.0%	26.0%		

Source: 各社Website、各社公表資料、Capital IQ

Note: 前期と比較したときの変化率について、前期または今期の業績がマイナスである場合はNMと記載。AN予想値及び会社予想値がいずれも開示されていない場合はNAと記載

直近1年間の株価動向

直近1年は日銀の利上げや世界情勢の変化を機に株価が下落したものの、復調し、日本企業全体として株価は上昇。ソフトウェア企業においても同様に株価が上昇した一方で、成長期待の高いSaaS企業は金利上昇等のグロース株への逆風を受け、TOPIXよりもアンダーパフォームしている

ITサービス企業の業種別時価総額推移

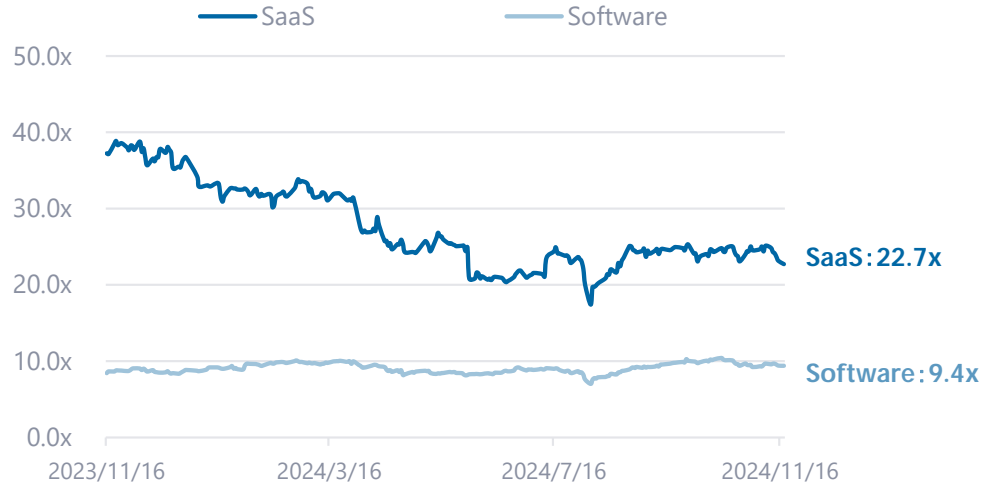
- 各業種の2023年11月16日の時価総額(自己株除く)合計値を100としたときの推移



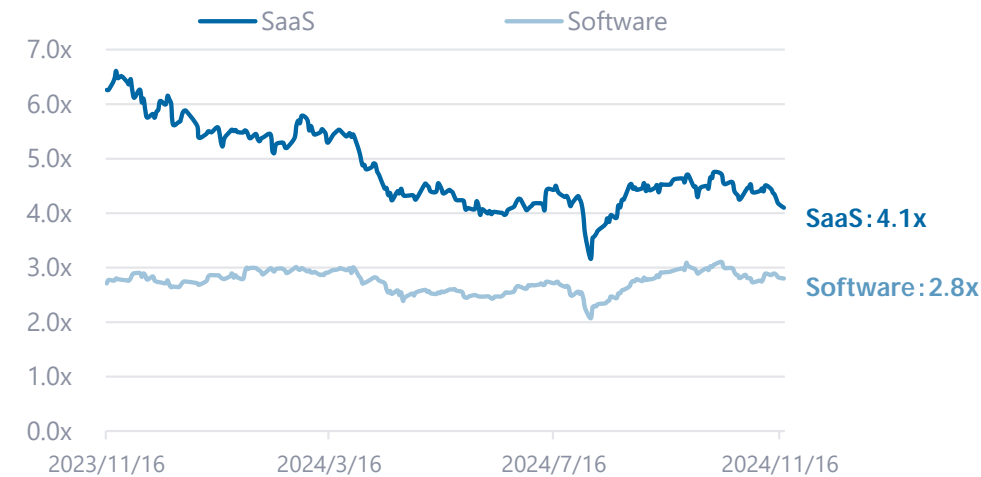
直近1年間のバリュエーション推移

成長期待の差によって、SaaS・ソフトウェア企業間にはマルチプル水準の乖離が存在するも、足元の SaaS企業の株価下落に伴い、EV/Salesは6.0xから4.0xの水準まで下落。SaaS企業の評価においてはトップラインの成長だけでなく、収益性・利益成長も重視される局面になりつつある

業種別EV/EBITDA⁽¹⁾マルチプル推移



業種別EV/Sales⁽¹⁾マルチプル推移



ITサービス各社の株価倍率⁽¹⁾

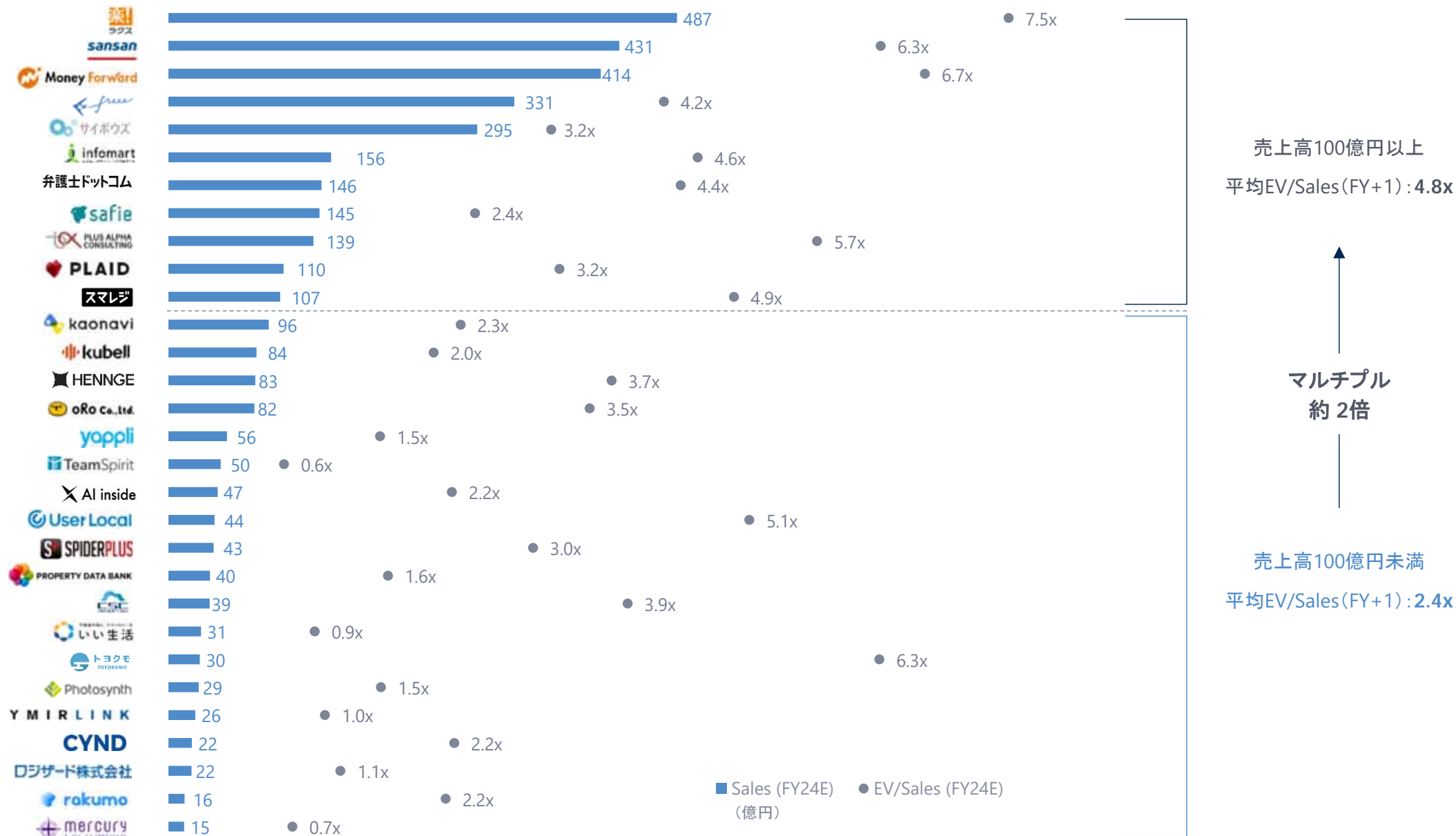
業種	会社名	EV/EBITDA FY+1		EV/Sales FY+1	
		個別	平均値	個別	平均値
SaaS	ビジョナル	11.6x	22.7x (-14.5x)	3.2x	4.1x (-2.2x)
	マネーフォワード	NM		6.1x	
	ラクス	35.7x		7.8x	
	Sansan	59.2x		5.3x	
	サイボウズ	14.7x		3.1x	
	freee	NM		4.2x	
	インフォマート	26.1x		4.1x	
	プラスアルファコンサル	9.3x		3.3x	
	オロ	9.8x		3.7x	
	カオナビ	NM		1.6x	
	スマレジ	26.6x		5.2x	
	ヒューマンテクノロジーズ*	11.6x		1.5x	
Software	TKC	8.7x	9.4x (+1.0x)	2.1x	2.8x (+0.1x)
	ミロク情報サービス	5.2x		1.1x	
	OBC	16.4x		7.7x	
	ウイングアーク1st	11.5x		3.8x	
	アバントグループ	11.0x		2.2x	
	ピー・シー・エー	7.2x		1.1x	
	プロシップ	5.7x		1.6x	

Source: Capital IQ, SPEEDA, 各種公開情報

(1) 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直近通期実績値を用いて算出したEBITDAに基づくマルチプルを採用。今期売上高予想値についても同様に売上高のアナリストコンセンサス予想値が取得できない企業は会社予想値を採用

(ご参考) 上場SaaS企業の売上高規模別EV/Salesマルチプル水準

売上高100億円以上のSaaS企業群の平均EV/Sales(FY+1)マルチプル(4.8x)は、100億円未満のSaaS企業群の平均値(2.4x)に比べて約2倍
 企業規模がバリュエーションに影響を与える状況下において、単一プロダクトでの成長からマルチプロダクト化戦略での規模拡大が進んでいる



Source: Capital IQ
 Note: マルチプルは、2024/11/6時点の数値を基に算出

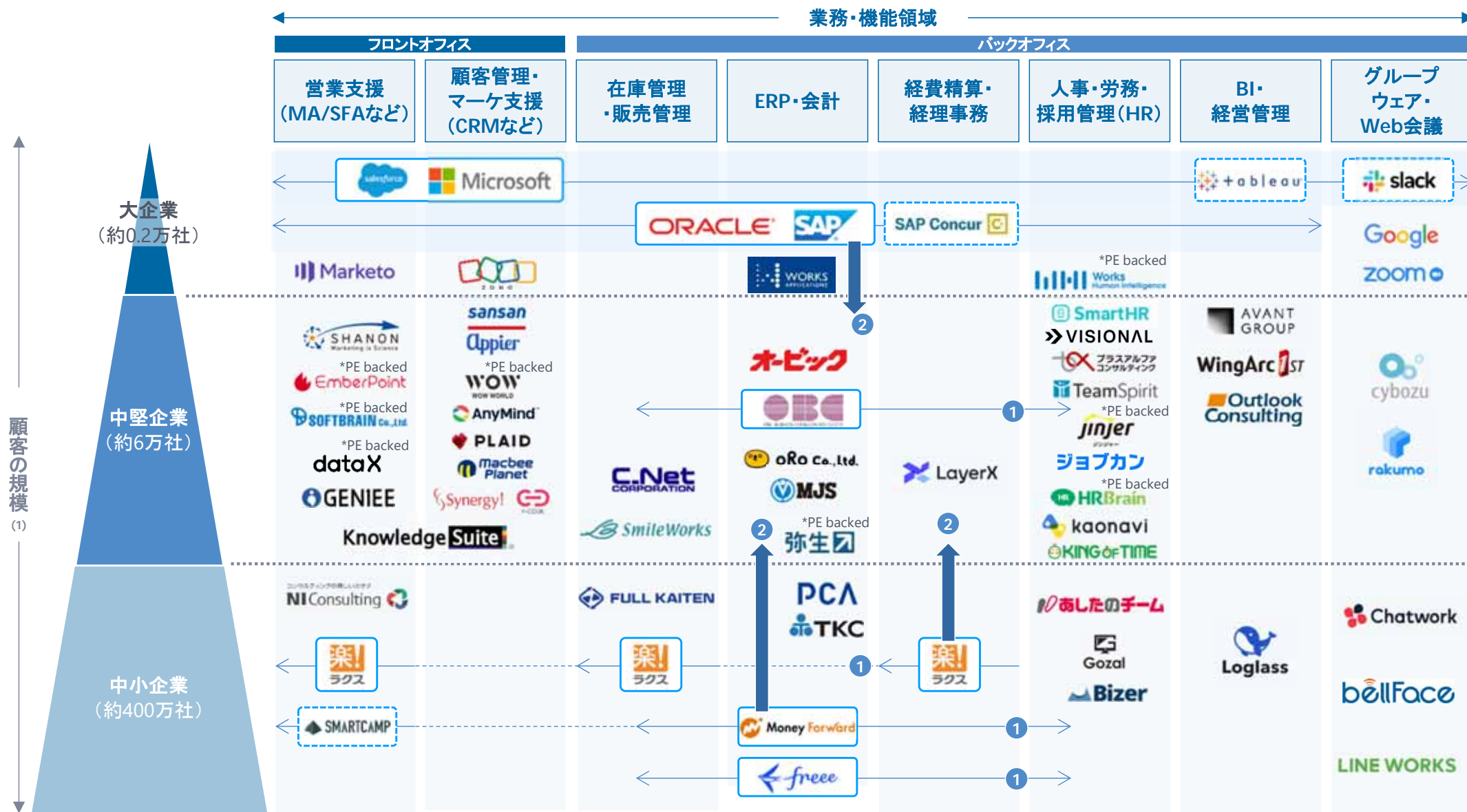
04

SaaS/ソフトウェア業界における直近のM&A動向

SaaS/ソフトウェア主要プレイヤー概観

大手外資系プレイヤーはM&Aを活用することで領域横断的に対応し、大企業を中心とする顧客基盤を有する

中堅・中小企業向けの国内SW/SaaSプレイヤーの中では①業務・機能領域の拡大、②新しい顧客層への進出などの動きが見られる



顧客の規模 (1)

1. 大企業: 従業員数2,000人以上、中堅企業: 従業員数100~2,000人、中小企業: 100人未満

国内SaaS/ソフトウェア領域における主要M&A

PEファンドによる、HR SaaSを中心としたバックオフィス領域での買収が盛ん。今後はPEに加え、マネーフォワード等の大手SaaS企業による買収・再編も進んでいくと予想される。売主目線としてはIPOよりも高い価格が期待できるとして、M&A Exitがさらに活発化していくと見られる

(億円)

#	公表日	買い手	対象会社	事業領域	取得比率	取得価額	EV	EV/Sales	EV/EBITDA	Sales (FY+1)	EBITDA (FY+1)
1	2024/11/13	Money Forward	Outlook Consulting	経営管理SW	60.0%	36	46	2.3x	7.7x	20	6
2	2024/09/18	potentia J-STAR	Jinjer	HR SaaS	100.0%	na	na	na	na	na	na
3	2024/07/01	KKR	SmartHR	HR SaaS	na	214	na	na	na	150 ⁽¹⁾	na
4	2024/06/24	Works Human Intelligence	CYDAS	HR SaaS	>50%	na	na	na	na	13	(3)
5	2024/01/24	TA ASSOCIATES	PAYROLL	給与計算 BPaaS	100.0%	252	288	2.9x	9.7x	987	30
6	2023/11/27	IEQT	HR HRBrain	HR SaaS	100.0%	200 ⁽²⁾	na	10.0x ⁽²⁾	na	20 ⁽²⁾	na
7	2023/03/31	GIC	Works Human Intelligence	HR SaaS	50.0%	1,750	na	na	na	450	200
8	2023/01/31	JGIA	WOW WOW WORLD	Marketing SaaS	100.0%	62	61	2.0x	9.9x	30	6
9	2022/11/09	CARLYLE	UZABASE	情報DB SaaS等	100.0%	614	612	3.4x	61.2x	182	10
10	2022/03/01	KKR	弥生	会計・経理 SW/SaaS	100.0%	2,400	na	na	na	212	na
11	2019/11/11	Money Forward	SMARTCAMP	マーケティング SaaS	72.3%	20	na	na	na	na	na

Source: 公開買付届出書、SPEEDA、日本経済新聞、帝国データバンク、各種公表資料

Note: EV/Sales、EV/EBITDAの試算におけるEVは株式価値に案件公表時点の直近期(非公表の場合は直近通期)のNet Debtを加算した値を使用。また売上高、EBITDAについては対象会社が上場会社である場合は案件公表時点の進行期の会社予想値を使用(但し、EBITDAの会社予想値が非公表の場合は進行期の営業利益予想値に案件公表時点のLTMの減価償却費、のれん償却額を加算した値を使用)。非上場会社の場合は案件公表時点における直近通期を参照し、注記内に記載がない場合は単体ベースの値を使用

(1) 2024年2月ARR (2) Industry sourceからの情報



jinjerのPotentia/J-STARへの売却(HLはセルサイドアドバイザー)

テクノロジー銘柄に対するIPO環境が厳しくなる中で、トレードセールによるExitを選択。Potentia/ J-Starの知見・経験を最大限活用し、安定した株主基盤の下で、高収益体質な企業へと成長し、IPOも見据えて国内トップの統合HR SaaSプラットフォームを目指す

本件概要



- 公表日: 2024年9月18日
- 買収金額: 非公開

会社概要

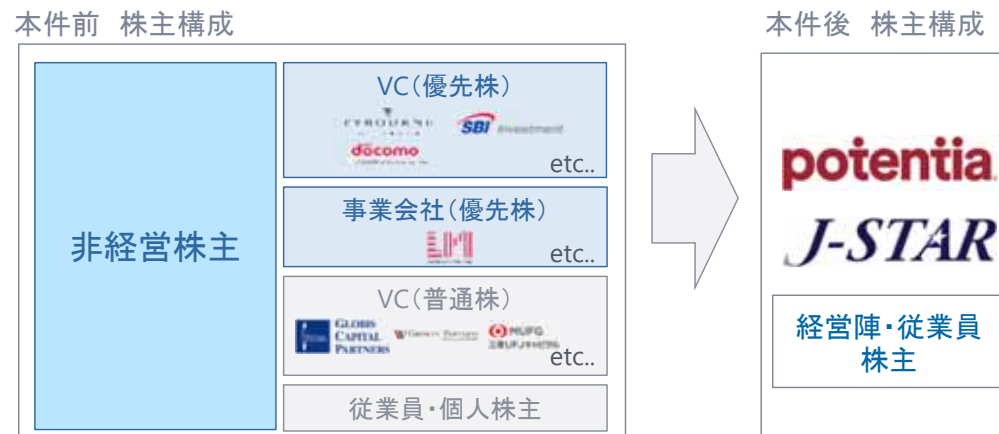
- jinjer株式会社 (jinjer)
 - 統合型人事労務システム「ジンジャー」を提供する日本のHR SaaSスタートアップ
- Potentia Capital (Potentia)
 - オーストラリアを拠点とするテック領域に特化したPEファンド。2015年に統合HR・給与計算ソフトウェアを提供するAscenderに投資
- J-STAR株式会社 (J-STAR)
 - 130件を超える日本の中小・中堅企業への投資経験を持つPEファンド

本件の背景・目的

- 2022年以降、IPO市場において、売上高成長率に加えて収益性も重視されるようになり、SaaS企業に対する選別が厳しくなった結果、ダウンラウンドIPOやIPOを断念するケースが増加 (右図参照)
- そのような状況の中で、対象会社株主は早期Exitを目指し、IPOではなくトレードセールでのリターン最大化を模索
- マネジメントも、現状の多数の株主を整理し、安定した株主の下で成長することを希望。新たなインセンティブプランを導入し、ハイマージンな企業へと成長した上で、IPOも見据えて国内トップの統合HR SaaSプラットフォームを目指す

本件による株主構成の変化

多数の株主を整理し、専門性の高いPEファンドの下で安定したガバナンスを実現



国内SaaS企業のIPO件数とEV/Sales⁽¹⁾マルチプル推移



Source: プレスリリース, 会社Website, Capital IQ, 日本経済新聞(2024/08/21朝刊)『SaaS新興、上場急がず スマートHRは100億円調達 海外マネーでM&A 事業拡大優先』
 (1) 今期見込売上高のアナリストコンセンサス予想値に基づくマルチプル

The Carlyle Groupによる公開買付を通じたユーザベース株式の取得

UZABASE

The Carlyle Groupによる公開買付を通じたユーザベース株式の取得



● ハイライト

- 買付価格(1,500円/株)は直近1ヶ月の平均株価に対して104%プレミアム
- EV/EBITDA倍率は53.6倍(今期見込ベース)と「公正M&A指針」公表後の国内TOB案件で最高⁽¹⁾
- 買付資金615億円のうち、LBOローンは70億円にとどめ、本件実施後の財務の健全性を維持

案件概要

- 2022年11月9日、カーライルはユーザベースの株式及び新株予約権の全てを対象としたTOBを公表
- 公開買付価格1,500円は直近1/3/6ヶ月の平均株価に対して100%を超えるプレミアムを付した水準
- EV/EBITDA倍率は53.6倍(今期見込ベース)と国内TOB案件で類を見ない高水準⁽¹⁾
- LBOによる買収でありながら、カーライルは買付資金構成をエクイティ約545億円、デット70億円としてレバレッジを抑え、財務の健全性維持と成長のための投資を後押し
- TOB成立後にスクイーズアウトによる非公開化を予定

各社概要

- ユーザベース(東証グロース上場)
 - 企業・業界分析が可能な経済情報プラットフォーム「SPEEDA」の他、「INITIAL」、「SPEEDA EDGE」、「FORCAS」、「AlphaDrive/NewsPicks」から成るSaaS事業とソーシャル経済メディアプラットフォーム「NewsPicks」を中心としたNewsPicks事業の2事業を展開
- The Carlyle Group(Nasdaq上場)
 - グローバルに展開する投資会社であり、2022年6月末現在の運用総額は約3,760億ドルであり、「グローバル・プライベート・エクイティ」、「グローバル・クレジット」、「インベストメント・ソリューションズ」の3つの分野で投資活動を展開

本件の戦略的意義

- ユーザベースは「経済情報のかで、誰もがビジネスを楽しめる世界をつくる」というパーパスの実現を目標とする
 - 「SPEEDA」等の経済情報プラットフォームを提供するSaaS事業及びNewsPicks事業を融合した事業モデルへの転換及び、SaaS事業の各種サービス間の更なる連携強化を目指す
- 本件を**現役職員による第二創業**と位置付け、カーライル資本の下で**インセンティブ・プラン設計の許容度を高め、優秀な人材の採用・育成・リテンションを強化**し、スピード感をもって成長戦略及び経営課題に取り組むことを可能とする

HLの役割

- 対象会社側FAとして本件全般をフルサポート
 - 案件全般に関するプロジェクトマネジメント
 - 自社(旧GCA)の非公開化の経験・ノウハウをもとに多様な課題・論点に対処、FA就任後2ヶ月で案件公表までリード
 - 経営陣及び特別委員会に対する交渉戦略の立案及び助言
 - 非公開化における各種実務対応
 - ストックオプション・株式報酬の取り扱いの整理やスクイーズアウトに向けた対応等
 - DDコーディネーション
 - 株式価値・TOB価格分析
 - 開示資料その他各種ドキュメンテーション支援 等

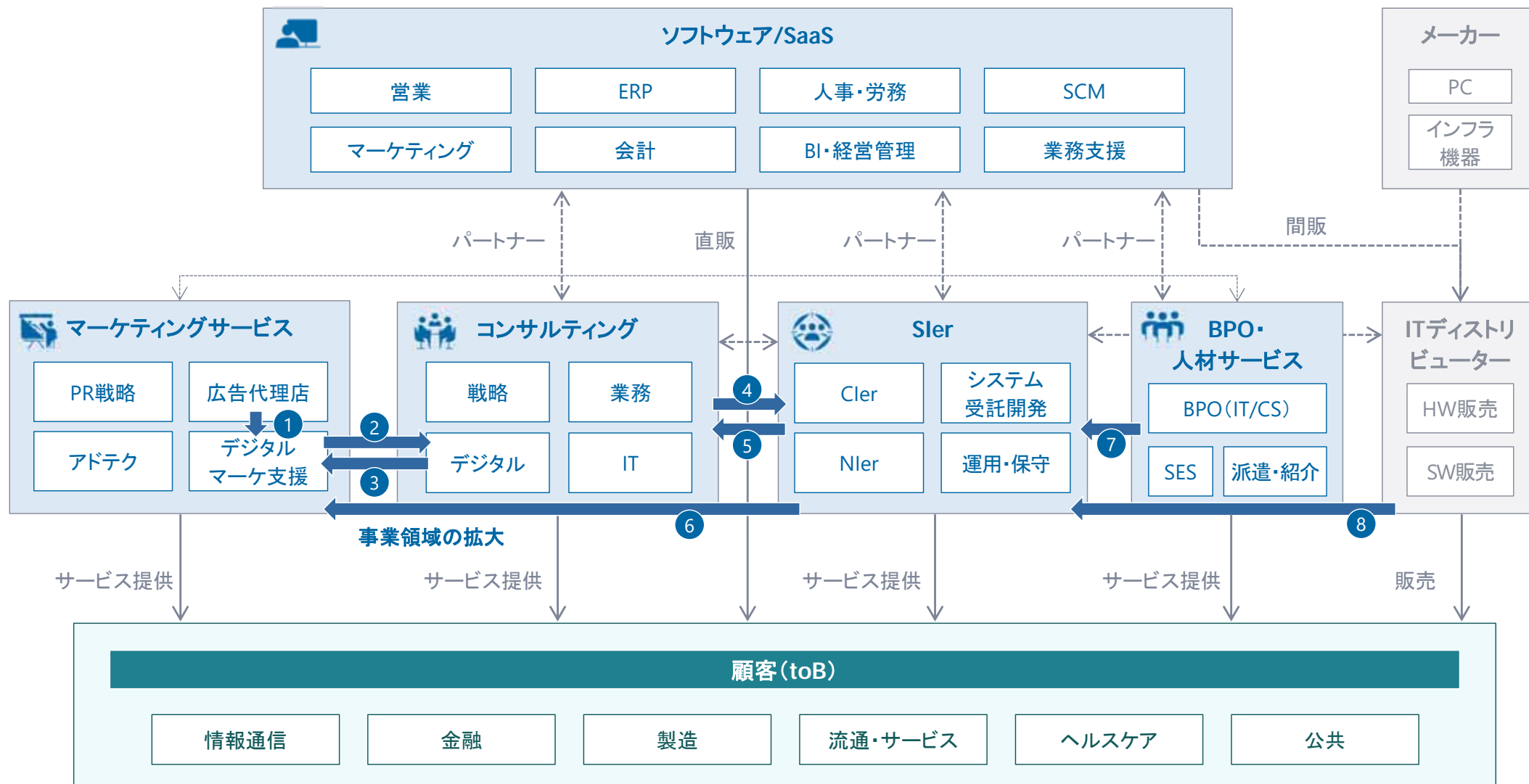
05

業界マップ



Business Services領域 (IT/マーケティングサービス・SW)の全体俯瞰図

領域横断型のM&Aによる、付加価値の高い上流工程のケイパビリティ獲得/補完および事業領域の拡大が進む



Business Services領域(IT/マーケティングサービス・SW)の主要なM&A事例


領域横断型のM&Aによる、付加価値の高い上流工程のケイパビリティ獲得/補完および事業領域の拡大が進む

広告代理店

① デジタルマーケティング支援会社の買収/経営統合



dentsu		(2021/10) 株式交換、第三者割当増資により株式取得(20.98%→52.01%)、連結子会社化 広告事業のデジタル化等が目的
		(2018/10) VOYAGE GROUPとCCIが統合し、電通が新会社CARTAの53.1%を保有 ネット広告領域の成長と対応力強化等が目的
HakuhodoDY holdings		(2024/04) 子会社2社(DACとアイレップ)を統合 グループ内のデジタルマーケのリソースを集約し、オペレーション体制を強化することが目的
		(2022/02) TOBにより完全子会社化。顧客基盤共有、クロスセル推進、提供サービス補完が目的

② コンサルティング会社の買収


dentsu		(2022/05)資本業務提携により、対象会社を連結子会社化、BX・DX領域の事業の強化が目的
---------------	---	---

コンサルティング

③ デジタルマーケティング支援会社の買収





accenture		(2023/07) PR会社のベクトルより全株式を取得 デジタルマーケの専門性を持つ人材の獲得、サービス運用体制強化が目的
		(2021/10) 2016年にIMJの過半株式を取得後、2021年に吸収合併。アクセンチュアのデジタルマーケティングサービスの拡充が目的

④ Cler/Sler/ITコンサルの買収



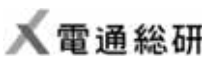

		(2023/06) インテグラルより全株式を取得 日本市場におけるクラウド・E2EのDXサービスの強化が目的
accenture		(2024/05) 豆蔵K2TOPHDより全株式を取得 クラウド移行支援やデータ、AI、IoTなどの先端デジタル技術の導入等のサービスの強化が目的

Sler

⑤ コンサルティング会社の買収/出資



		(2024/01) 経営陣・CCC等より株式取得し、完全子会社化。リヴァンプの経営支援ノウハウ・顧客基盤の獲得が目的
		(2023/03) 資本業務提携を締結。コンサルティングサービスの体制強化を行うことが目的

⑥ デジタルマーケティング支援会社の買収

		(2019/02) TOBにより連結子会社化(48.5%) より広範なサービスの提供とデジタルマーケティング市場でのプレゼンス向上が目的
		(2024/05) 全株式を取得し完全子会社化 システムのユーザビリティ強化、WEBサイト・スマホアプリ構築・運用力の獲得が目的



BPO・人材サービス

⑦ Sler/SESの買収

		(2023/10) アントキャピタルより全株式を取得 日本市場におけるエンジニアの獲得・エンジニアリング事業の拡大が目的
---	---	---

ITディストリビューター

⑧ Sler/Nlerの買収

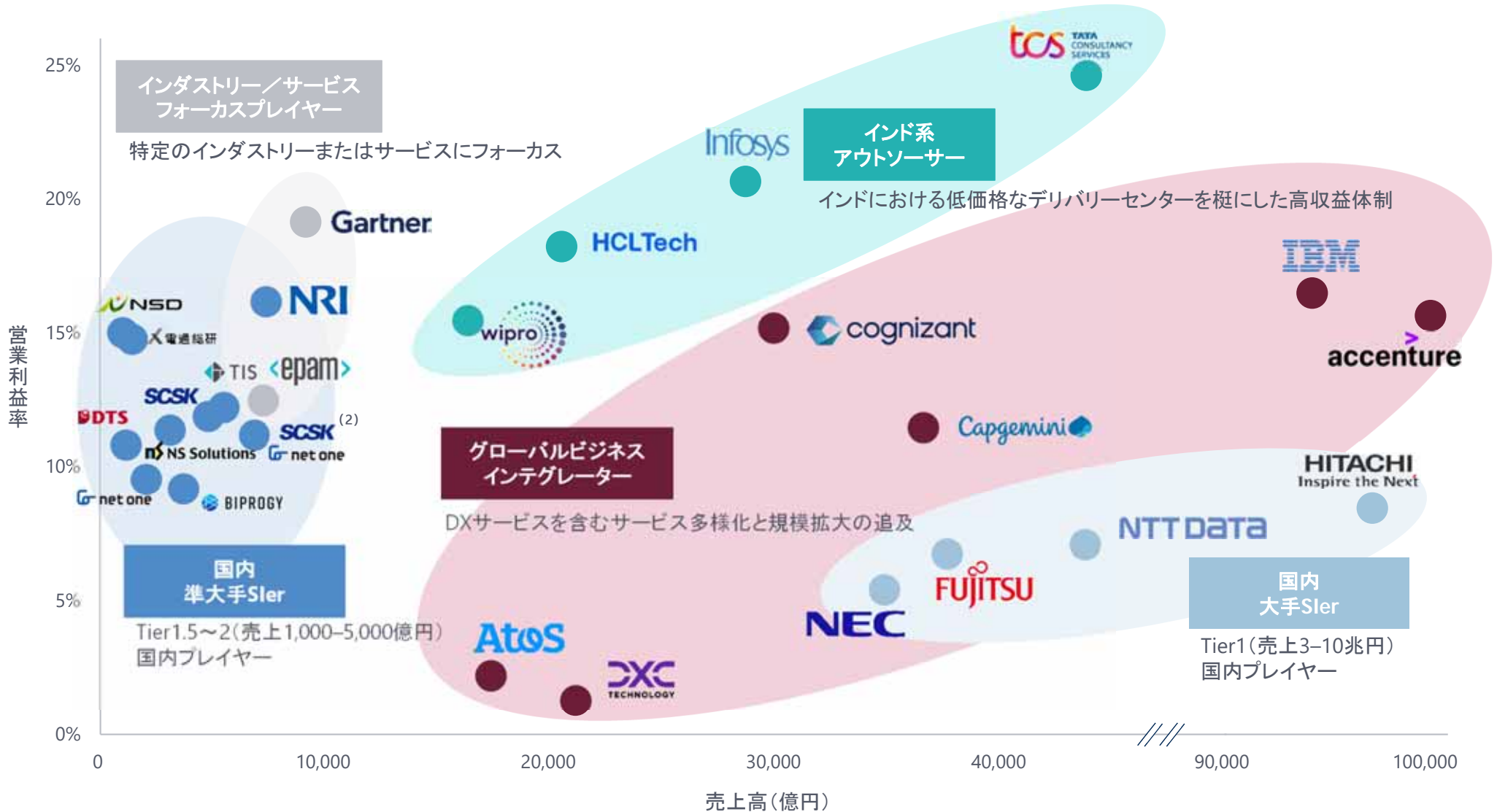
		(2023/02) 三菱ケミカルシステムより全株式を取得。 SI/NIのノウハウ獲得による高付加価値なディストリビューション事業の展開が目的
---	---	---

DX領域の各バリューチェーンにおける主要プレイヤー概観(上場企業)



国内大手・準大手SIer・外資系ITサービス企業のポジショニング

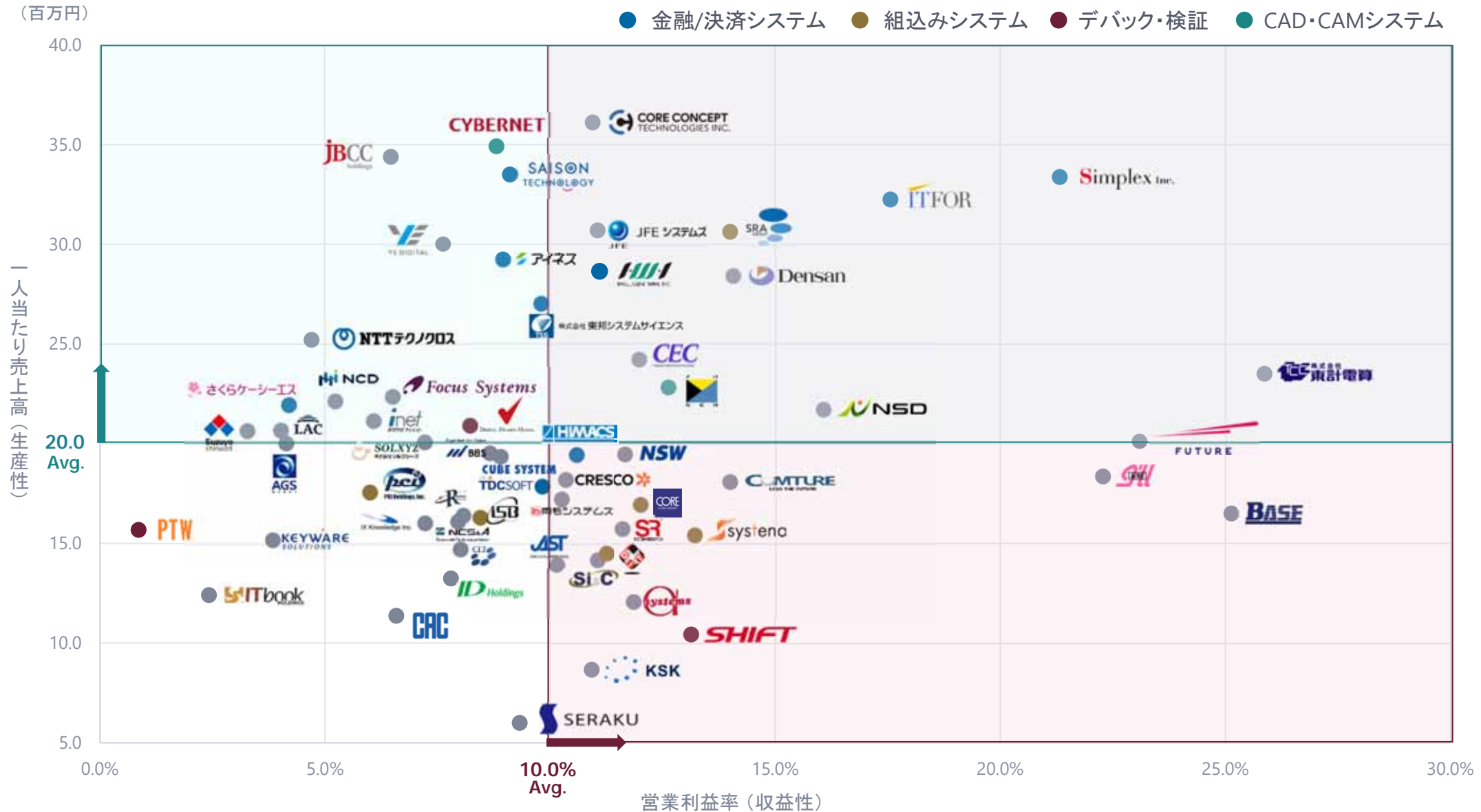
国内準大手SIerは、利益率を向上／維持しながら、「グローバルでスケールメリットを活かす規模追求型」あるいは「インダストリー／サービスフォーカス型」等へのシフトが求められる



Source: Capital IQ, 各社IR情報

(1) 財務数値は直前期末数値 (2) SCSKとネットワンシステムの直前期末数値を足し合わせて算出

国内中堅SIer/システム開発企業の生産性・収益性比較



ネットワークインテグレーション周辺領域におけるプレイヤー概観

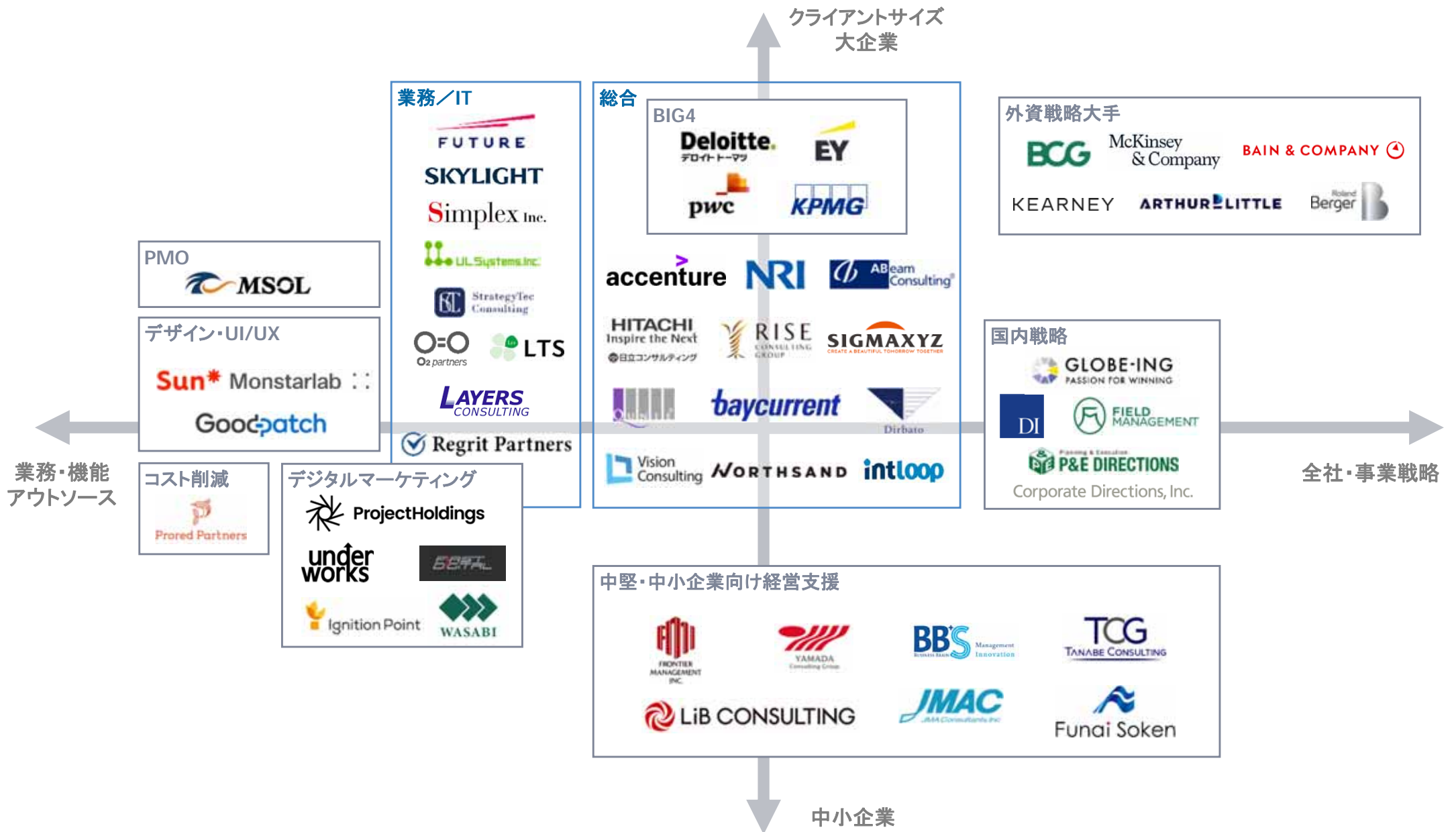
ネットワークインテグレーション事業は、ネットワークシステム構築・運用保守 (Nler) と通信・電気工事に大きく分類される



クラウドインテグレーター(Cler)プレイヤー概観



国内コンサルティング業界のプレイヤー概観



BPO領域における主要プレイヤー概観

		IT	コールセンター	事務全般	人事給与	経理財務	福利厚生	販売支援	その他
Selected Peers	High 相対的な売上高 Low								
Key Metrics (Average)	平均売上高	1,493 億円 (2023年度)	1,328 億円 (2023年度)	773 億円 (2023年度)	59 億円 (2023年度)	44 億円 (2023年度)	457 億円 (2023年度)	157 億円 (2023年度)	338 億円 (2023年度)
	過去売上CAGR	11.4 % (2019-2023)	6.9 % (2019-2023)	6.9 % (2019-2023)	10.5 % (2019-2023)	7.2 % (2019-2023)	5.6 % (2019-2023)	6.6 % (2019-2023)	1.3 % (2019-2023)
	EBITDAマージン	14.4 % (2023年度)	13.1 % (2023年度)	5.5 % (2023年度)	22.2 % (2023年度)	29.3 % (2023年度)	25.2 % (2023年度)	6.3 % (2023年度)	10.8 % (2023年度)

Note: 富士通、パーソル及びアバントグループの財務数値はアウトソーシングサービスに関する個別開示がないため、含まれていない
 出所: 各社HPより該当するセグメント情報を抽出

06

Appendix
弊社ビジネスサービスのご紹介・主要案件実績

フーリハン・ローキーの国内セクターカバレッジ体制

日本リージョンは約100名のプロフェッショナルを擁する体制で、グローバルチームと連携したM&A助言を提供

業界カバレッジ（日本リージョン）	ビジネスサービス	ITサービス/マーケティングサービス 久保田 朋彦 Executive Director		インダストリアル	オートモーティブ/インダストリアル・テクノロジー 吉村 尚 Managing Director	村井 慎 Managing Director		
	ヘルスケア	建設/物流 加藤 良輔 Managing Director		FIC (1)	資本財/エネルギー/エンジニアリング/ 製紙・印刷・パッケージング 串馬 輝保 Managing Director	前田 耕 Executive Director		
	コンシューマー	ヘルスケア/ライフサイエンス 美里 賢史 Managing Director			素材/ケミカル 住吉 克洋 Managing Director			
		FSCG(2)	小売り/食品/不動産 高橋 良友 Managing Director			金融機関 藤野 隆太 Managing Director	鈴木 道夫 Managing Director	
		CBSS(3)	酒井 圭一 Managing Director	酒井 恒 Managing Director	山崎 洋一 Managing Director	内田 慎次郎 Managing Director	中尾 洋一郎 Managing Director	

Business Servicesチームのご紹介

基本的に人が関わるBtoBサービスがBusiness Servicesのカバレッジ領域に含まれる

Business Services カバレッジ領域



IT サービス



BPO・人材サービス



ソフトウェア/SaaS



マーケティングサービス



メディア・コンテンツ



物流



建設・エンジニアリング



環境サービス



ファシリティマネジメント



フィンテック

主要な案件実績

ITサービス・ソフトウェア

JINJER
InseD
Potentia J-STARへの売却

POTENTIA
J-STAR

セルサイドアドバイザー

UZABASE
The Carlyle Groupによる
株式公開買付けを通じた
ユーザー向け株式の取得

CARLYLE

セルサイドアドバイザー

THE CARLYLE GROUP
WingArc
カーライルが保有する
オンライン・クラウドの
得意先グループ、Sanson、
データアプリケーション、
韓国・台湾・インドネシア
への展開

SANSAN
DPL

セルサイドアドバイザー

FRACTA
Fractaの異国企業への高単
価商品の販売

KURITA

セルサイドアドバイザー

物流

Transaction Banking
TRANCOM
トランコムがペイメント・決済
ソリューションを拡大

BainCapital

セルサイドアドバイザー

SBS ホールディングス
SBSホールディングスによる
異業種・クロスセクターの買収

未来ロジスティクス株式会社

バイサイドアドバイザー

ニチレイロジグループ
ニチレイロジグループ本社による
Roshinの買収兼事業の買収

NORISH
Cold Storage

バイサイドアドバイザー

日本通運
日本通運による
Future Supply Chain Solutions (FSC)
への一部株式取得

FSC

バイサイドアドバイザー

建設・エンジニアリング

MIRAIT ONE
ミライトワンによる
カーライル・グループからの
買収兼事業の買収

国際航業
CARLYLE

バイサイドアドバイザー

MIRAIT
ミライトワンホールディングスによる
西武建設の買収

西武建設

バイサイドアドバイザー

東洋建設株式会社
TOYO CONSTRUCTION CO., LTD.
インフラ分野における
買収兼事業の買収

Infroneer Holdings

ファナステックアドバイザー

機動建設工業株式会社
オートマテックによる
機動建設工業株式会社の
株式公開買付けによる
100%買収

EXEO

セルサイドアドバイザー



No.1

ALL Global Business Services
Transactions

2023 M&Aアドバイザーランキング Global Business Services

アドバイザー名	件数
1 Houlihan Lokey	63
2 Rothschild	46
3 Lincoln International	32
4 Clearwater International	31
5 Goldman Sachs	27

Source: LSEG (旧 Refinitiv) 会計事務所とブローカー除く。

Intentionally blanked

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。

Intentionally blanked



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