



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 冬季

目次

01

ITサービス
セクターアップデート

p.3

02

ITサービス業界における
直近のM&A動向

p.9

03

SaaS/従来型ソフトウェア
セクターアップデート

p.23

04

SaaS/従来型ソフトウェア
業界における直近のM&A動向

p.30

05

業界マップ

p.36

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

p.46

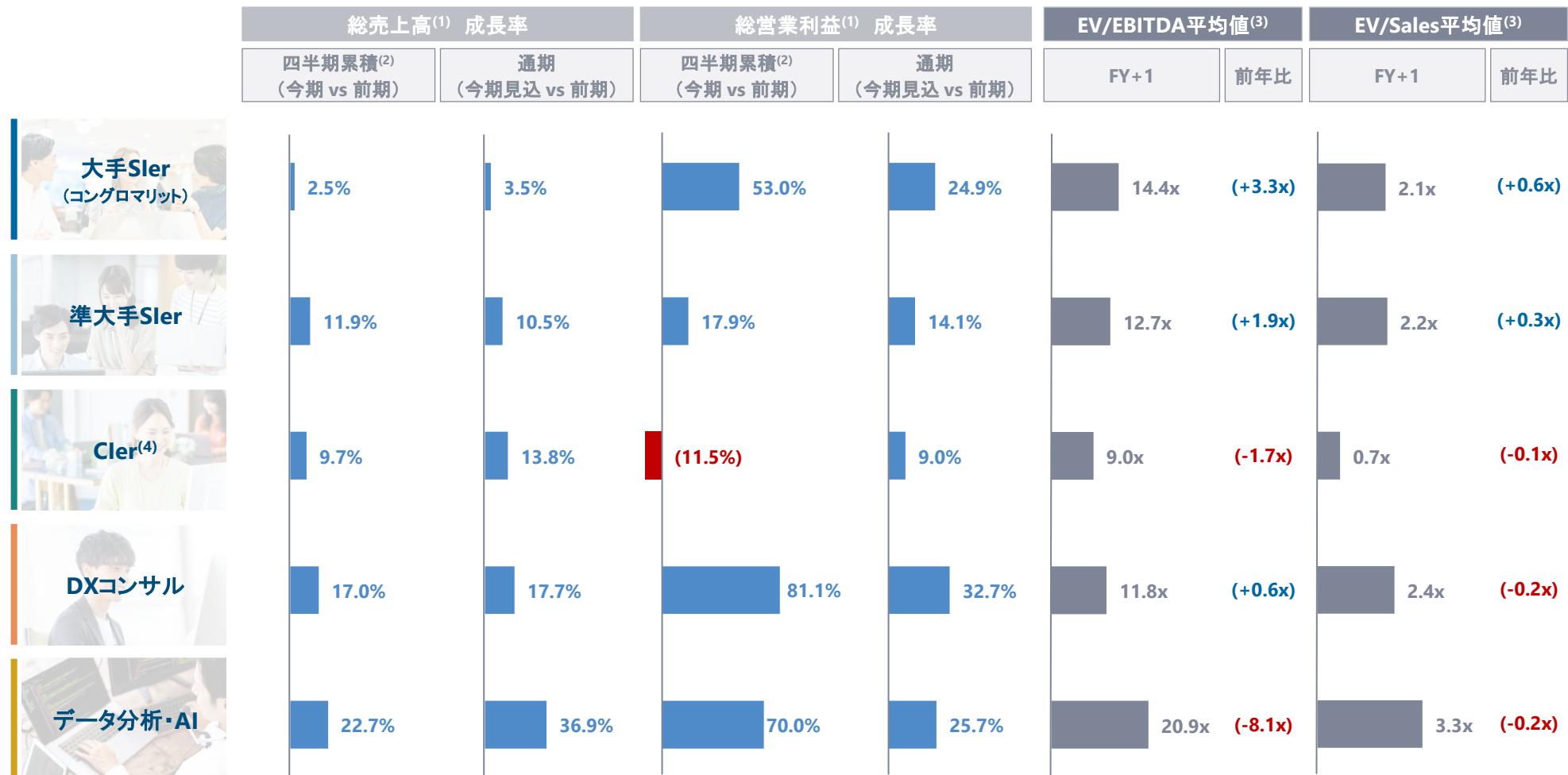


ITサービス セクターアップデート

01

2026年度3月期2Q ITサービス業界の動向サマリー

DX需要拡大を追い風にSler各社は売上・利益とも堅調。他方、スマートキャップ銘柄中心のクラウド関連セクターは、大手プレイヤーとの競争環境の中、収益性改善に一定の苦戦。AI銘柄においては、利益成長に伴うマルチプルの正常化傾向が見られる



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) 9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2025年11月28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。なお、SCSK及びブレインパッドについては、TOB公表の影響を除くため、公表日当日の株価(10月29日及び10月30日)をそれぞれ採用

(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)

大手SIer各社は営業利益率が前期比で3pt前後改善。DX需要によるトップライン成長が継続していた中、開発標準化・人員最適化・AI活用が進み、収益性も追随して改善傾向

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)

社名	直近決算 四半期	時価総額		四半期累積							
		2025/11/28 ⁽¹⁾	騰落率	売上高			営業利益 ⁽²⁾			営業利益率	
				前期	今期	前期比	前期	今期	前期比	前期	今期
大手 SIer	日立製作所	'25/9	225,411	24.4%	45,460	47,874	5.3%	4,192	5,722	36.5%	9.2%
	富士通	'25/9	73,211	40.4%	16,967	15,665	(7.7%)	564	1,053	86.8%	3.3%
	NEC	'25/9	78,536	125.6%	14,867	15,698	5.6%	447	1,186	165.3%	3.0%
	野村総合研究所	'25/9	35,740	36.9%	3,768	3,971	5.4%	653	783	19.9%	17.3%
	CMJ	'25/9	7,430	39.9%	4,732	4,918	3.9%	363	382	5.3%	7.7%
	TIS	'25/9	11,646	36.0%	2,756	2,885	4.7%	305	356	16.5%	11.1%
	SCSK	'25/9	13,556	42.5%	2,515	3,713	47.6%	270	416	54.3%	10.7%
	BIPROGY	'25/9	5,850	28.7%	1,860	2,051	10.3%	175	204	16.5%	9.4%
	日鉄ソリューションズ	'25/9	6,994	(7.1%)	1,566	1,784	13.9%	181	183	0.7%	11.6%
	電通総研	'25/9	5,140	46.3%	1,122	1,212	7.9%	145	163	12.5%	12.9%
Cler	フューチャー	'25/9	1,821	8.2%	519	553	6.5%	116	117	1.0%	22.4%
	システムサポート	'25/9	299	61.4%	62	75	22.1%	4	6	31.2%	7.1%
	サーバーワークス	'25/8	140	(23.0%)	173	187	8.4%	6	1	(84.9%)	3.5%
	テラスカイ	'25/8	267	4.7%	119	133	11.6%	6	6	2.6%	5.1%
	フレクト	'25/9	105	5.2%	39	38	(2.5%)	4	4	(4.2%)	11.1%
DX推進 SIer	コアコンセプト・テクノロジー	'25/9	178	(5.2%)	143	154	7.8%	16	16	(3.1%)	11.5%
	ペイカレントコンサル	'25/8	10,382	21.2%	541	685	26.6%	181	233	28.4%	33.5%
	シンプレクスHD	'25/9	2,507	71.2%	219	278	27.1%	39	71	80.1%	17.9%
	シグマクシスHD	'25/9	679	(10.8%)	126	126	0.0%	28	32	12.7%	22.6%
	MSOL	'25/9	213	(25.3%)	143	170	19.0%	16	18	13.5%	11.2%
	モンスター・ラボHD	'25/9	135	234.9%	79	58	(26.6%)	(78)	6	NM	(97.8%)
	Sun Asterisk	'25/9	187	(30.6%)	100	110	9.6%	11	9	(17.1%)	11.1%
データ 分析	エル・ティー・エス	'25/9	102	(5.1%)	122	129	5.2%	7	9	16.0%	6.0%
	ライズ・コンサルティング	'25/8	219	29.0%	36	44	21.8%	8	10	21.5%	22.8%
	PKSHA Technology	'25/9	1,056	(17.4%)	169	218	28.9%	32	53	63.4%	19.2%
	ブレインパッド	'25/9	288	32.3%	28	28	0.0%	5	1	(77.2%)	16.7%
	エクサウイザーズ	'25/9	613	90.7%	46	52	14.0%	(2)	5	NM	(5.3%)
AI SIer	HEROZ	'25/7	136	(10.9%)	14	15	7.9%	1	1	57.3%	5.3%
	ABEJA	'25/8	255	38.2%	28	36	29.6%	3	4	53.3%	10.5%

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

(1) SCSK及びブレインパッドについては、TOB公表の影響を除くため、公表日当日の株価(10月29日及び10月30日)をそれぞれ採用

(2) 一部、一過性の費用を営業利益の算出過程から一部除外

各社業績の状況 ITサービスプレイヤー(2/2)

大手SIer各社は営業利益率が前期比で3pt前後改善。DX需要によるトップライン成長が継続していた中、開発標準化・人員最適化・AI活用が進み、収益性も追随して改善傾向

各社の売上高・営業利益(直近通期実績⇒今期予想)

社名	(億円)			直近決算			時価総額			通期					
	通期	2025/11/28 ⁽¹⁾	騰落率	売上高			営業利益 ⁽²⁾			営業利益率					
				前期	今期	成長率	前期	今期	成長率	前期	今期	成長率	前期	今期	
大手SIer	日立製作所	'25/3	225,411	24.4%	97,834	102,798	5.1%	9,622	11,135	15.7%	9.8%	10.8%			
	富士通	'25/3	73,211	40.4%	35,501	35,212	(0.8%)	2,389	3,632	52.0%	6.7%	10.3%			
	NEC	'25/3	78,536	125.6%	34,234	35,476	3.6%	2,565	3,441	34.1%	7.5%	9.7%			
	野村総合研究所	'25/3	35,740	36.9%	7,648	8,141	6.4%	1,338	1,546	15.5%	17.5%	19.0%			
	CMJ	'24/12	7,430	39.9%	6,539	6,780	3.7%	531	578	8.7%	8.1%	8.5%			
	TIS	'25/3	11,646	36.0%	5,717	5,930	3.7%	691	756	9.4%	12.1%	12.7%			
	SCSK	'25/3	13,556	42.5%	5,961	7,921	32.9%	678	874	28.9%	11.4%	11.0%			
	BIPROGY	'25/3	5,850	28.7%	4,040	4,290	6.2%	385	429	11.5%	9.5%	10.0%			
	日鉄ソリューションズ	'25/3	6,994	(7.1%)	3,383	3,761	11.2%	407	429	5.5%	12.0%	11.4%			
	電通総研	'24/12	5,140	46.3%	1,526	1,670	9.4%	210	233	10.6%	13.8%	13.9%			
Cler	フューチャー	'24/12	1,821	8.2%	699	764	9.3%	147	162	10.2%	21.0%	21.2%			
	システムサポート	'25/6	299	61.4%	269	320	18.8%	22	27	21.0%	8.2%	8.4%			
	サーバーワークス	'25/2	140	(23.0%)	357	384	7.5%	11	4	(63.5%)	3.0%	1.0%			
	テラスカイ	'25/2	267	4.7%	247	294	19.1%	15	18	26.2%	5.9%	6.2%			
	フレクト	'25/3	105	5.2%	79	96	20.8%	11	14	31.6%	13.7%	14.9%			
DX推進・AI	コアコンセプト・テクノロジー	'24/12	178	(5.2%)	192	209	8.8%	20	22	10%	10.5%	10.6%			
	ペイカレントコンサル	'25/2	10,382	21.2%	1,161	1,450	25.0%	426	523	22.8%	36.7%	36.1%			
	シンプレクスHD	'25/3	2,507	71.2%	474	571	20.5%	109	142	29.9%	23.0%	24.8%			
	シグマクシスHD	'25/3	679	(10.8%)	263	299	13.8%	56	70	24.1%	21.4%	23.4%			
	MSOL	'24/12 ⁽³⁾	213	(25.3%)	233	230	(1.1%)	28	27	(2.9%)	12.1%	11.8%			
	モンスター・ラボHD	'24/12	135	234.9%	100	85	(14.9%)	(53)	4	NM	(53.4%)	4.2%			
	Sun Asterisk	'24/12	187	(30.6%)	136	151	10.9%	14	10	(30.0%)	10.7%	6.7%			
	エル・ティー・エス	'24/12	102	(5.1%)	166	183	10.2%	11	12	6.5%	6.7%	6.5%			
データ分析	ライズ・コンサルティング	'25/2	219	29.0%	77	100	30.5%	20	23	19.8%	25.5%	23.4%			
	PKSHA Technology	'25/9	1,056	(17.4%)	218	360	65.4%	53	52	(1.7%)	24.3%	14.4%			
	ブレインパッド	'25/6	288	32.3%	118	135	14.7%	16	18	11.0%	13.4%	13.0%			
	エクサウイザーズ	'25/3	613	90.7%	98	118	20.3%	0	14	5525.0%	0.2%	11.4%			
	HEROZ	'25/4	136	(10.9%)	59	67	13.0%	3	8	161.4%	5.2%	11.9%			
	ABEJA	'25/8	255	38.2%	36	44	22.7%	4	5	12.1%	12.4%	11.4%			

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

(1) SCSK及びブレインパッドについては、TOB公表の影響を除くため、公表日当日の株価(10月29日及び10月30日)をそれぞれ採用

(2) 一部、一過性の費用を営業利益の算出過程から一部除外

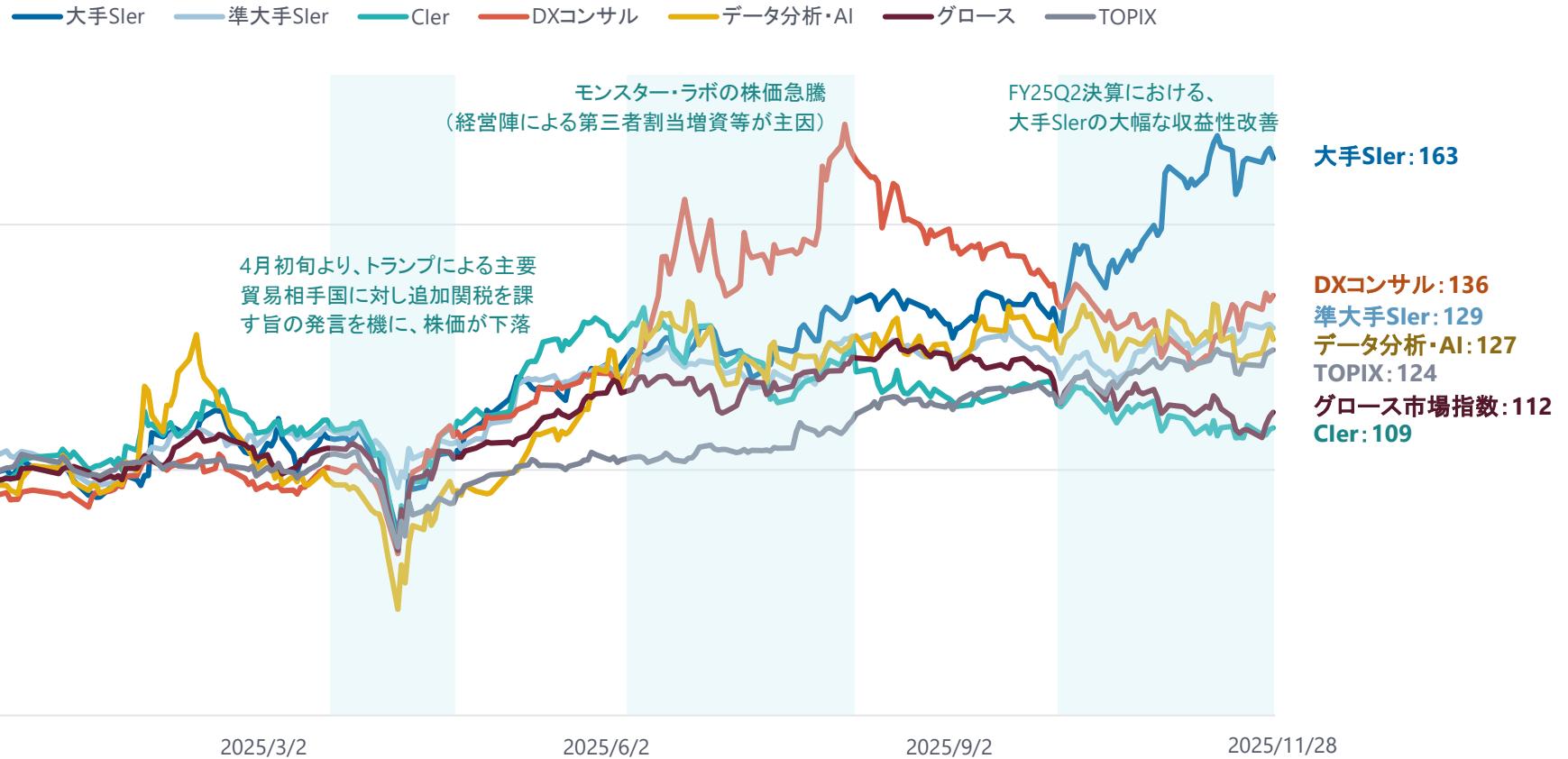
(3) マネジメントソリューションズについては、2024年期からの決算期変更(10→12月)の影響により、前通期実績値は23/11~24/12の14か月分の合算値

直近1年間の株価動向

マクロ環境を背景とした一時的な下落局面を経たものの、株価は概ね下落前水準を回復。特に、過去最高益を更新する企業も見られた大手Sierの業績好調が株価動向にも明確に反映

ITサービス企業の業種別時価総額推移

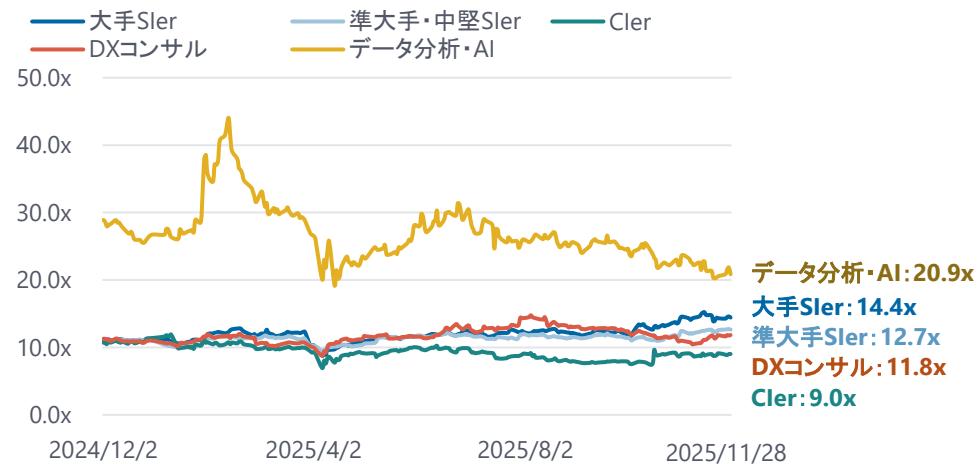
- 各業種の2024年12月2日の各社時価総額(自己株除く)を100としたときの、各サブセクターにおける平均推移



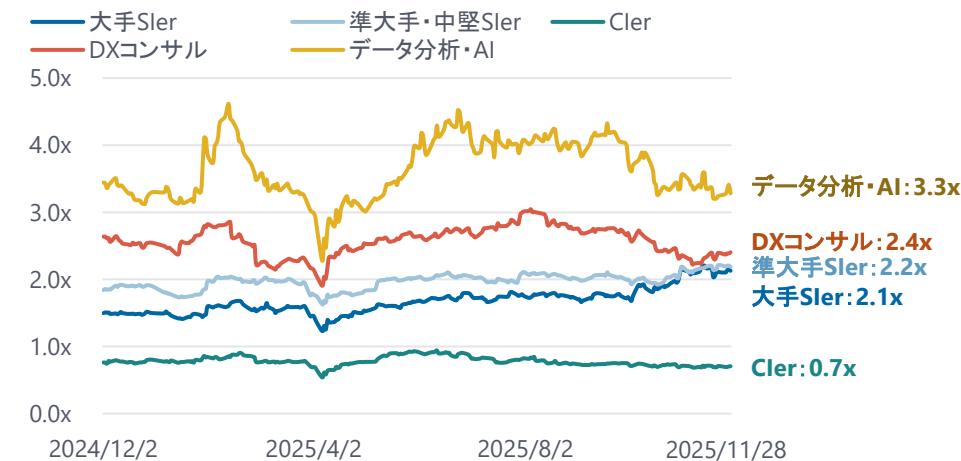
直近1年間のバリュエーション推移

大手SlerはEV/EBITDAが前年同期比で3x超上昇し、規模の経済を背景に準大手との差異も拡大。一方、市場が収益性を重視する局面において、営業利益率の伸長が限定的なクラウド関連銘柄は、株価の上昇が抑えられる傾向

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	14.2x	14.4x (+3.3x)	2.2x	2.1x (+0.6x)
	富士通	13.4x		2.0x	
	NEC	15.7x		2.3x	
準大手Sler	野村総合研究所	18.1x	12.7x (+1.9x)	4.5x	2.2x (+0.3x)
	CMJ	8.1x		0.9x	
	TIS	11.7x		1.9x	
	SCSK	13.5x		2.0x	
	BIPROGY	9.4x		1.3x	
	日鉄ソリューションズ	12.4x		1.7x	
	電通総研	18.8x		3.1x	
Cler	フューチャー	9.2x	9.0x (-1.7x)	2.2x	0.7x (-0.1x)
	システムサポート	9.5x		0.9x	
	サーバーワークス	13.9x		0.2x	
	テラスカイ	9.4x		0.8x	
	フレクト	5.9x		0.9x	
	コアコンセプト・テクノ	6.5x		0.7x	
DXコンサル	ヘイカレント・コンサルティング	18.2x	11.8x (+0.6x)	6.7x	2.4x (-0.2x)
	シンプレクスHD	14.8x		4.4x	
	シグマクシスHD	8.7x		2.1x	
	マネジメントソリューションズ	6.3x		0.9x	
	モンスター・ラボ	22.3x		1.8x	
	Sun Asterisk	9.4x		0.8x	
	エル・ティー・エス	6.5x		0.5x	
	ライズ・コンサルティング	8.5x		2.1x	
データ分析・AI	PKSHA Technology	13.7x	20.9x (-8.1x)	2.7x	3.3x (-0.2x)
	ブレインパッド	11.9x		1.9x	
	エクササイズ	27.1x		5.1x	
	HEROZ	10.8x		2.0x	
	ABEJA	40.8x		4.7x	

Source: Capital IQ, SPEEDA, 各種公開情報

Note: SCSK及びブレインパッドについては、TOB公表の影響を除くため、公表日当日の株価(10月29日及び10月30日)をそれぞれ採用

(1) 今期見込EBITDAのア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



ITサービス業界における 直近のM&A動向

02

国内ITサービス領域における主要M&A (2025年6月～)

5月のゆめみ買収に続き、SI&C買収と、アクセントによるSI/Clerの買収が相次いでいる。デジタル人材育成支援ベンチャーであるAidemyのTOB含め、積極的な既存事業の拡充、相互補完を進めている

(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	2025/11/28	 BIPROGY	 CATALINA®	マーケティングDX支援	実購買データをベースとした各種マーケティングサポートのカタリナをD Capitalより買収。BIPROGYはマーケティング事業領域で生活者・購買起点のソリューションを加速させる狙い	100.0%	405	na	na	na	100	na
2	2025/10/30	 住友商事	 SCSK	Sler	住友商事はTOBによるSCSKの完全子会社化を公表。自社アセットや資金を活用し競争激化・人材確保・海外展開などの課題解消を支援しつつ、NOSとのシナジーで高付加価値化とモデル転換を推進する方針	49.5%	8,818 ⁽¹⁾	20,249	2.6x	17.2x	7,921	1,181
3	2025/10/29	 FUJITSU	 BrainPad	AI	富士通はAIを活用したデータ分析のブレインパッドのTOBを公表。同社のAI・量子・セキュリティ等の先端技術を背景に、AI技術のUvanceへの融合を進め、提供価値の高度化とサービスの差異化を図る方針	100.0%	566 ⁽²⁾	534	4.0x	25.1x	135	21
4	2025/9/12	 BIPROGY	 MATTRZ	DXコンサル	BIPROGYはJ-STARからデジタルマーケティングソリューション提供ベンチャーのMattrzを買収。両社が持つSMB向けのサービス・販売網を相互活用し、SMB向けのDX化支援事業の拡大を図る	100.0%	na	na	na	na	na	na
5	2025/8/27	 accenture	 SI&C	Sler	アクセントは米Bain Capital傘下のSI&Cを買収。同社はクラウド、データ・AIをはじめとする先端デジタル技術の導入に向けたシステム開発からコンサルティングサービスまでを手掛ける	Majority	na	na	na	na	na	na
6	2025/8/14	 accenture	 Aidemy	DXコンサル/AI	アクセントは、AIやDX人材を育成するためのオンライン講座や個人向けのリスクリミング支援などを手掛けるアイデミーのTOBを公表。連携を通じて、リスクリミングを含む人材・教育関連ビジネスを拡大	100.0%	65 ⁽³⁾	55	2.8x	nm	20	(2)

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) 住友商事が2025/10/30に公表した買付価格5,700円にて、自己株除く株式総数全てを買い付けた場合の取得価額を記載

(2) 富士通が2025/10/29に公表した買付価格2,706円にて、自己株除く株式総数全てを買い付けた場合の取得価額を記載

(3) アクセントが2025/8/14に公表した買付価格1,450円にて、自己株除く株式総数全てを買い付けた場合の取得価額を記載

国内ITサービス領域における主要M&A (2025年1月～)

足元では、Dirbato/AMBLやSHIFT/ライズといった、川上・川下間での相互補完を目的とした動きが見られる。東証による上場維持基準の厳格化やアクティビストの圧力を背景に、非公開化を選択する企業の増加傾向は今後も継続する可能性が高い

(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	2025/5/8	 NTT	 NTT Data	Sler/Nler	NTTは、上場子会社であるNTTデータグループをTOBにより完全子会社化し、上場廃止する。意思決定を一元化し、同社をグローバル・ソリューション事業の中核に据える。	42.3%	23,712 ⁽¹⁾	87,683	1.8x	11.0x	48,424	7,995
2	2025/5/8	 accenture	 YUMEMI	Cler	アクセンチュアは、セレス子会社の、モバイルアプリなどデジタルサービス開発に強みを持つゆめみを買収。企画から運用まで一貫支援体制を強化。セレスはポイント・D2C事業への集中を図る	49.8%	37	na	na	na	49	na
3	2025/4/24	 FRONTEO	 AL N E T Z create the valuable future	Cler/DX コンサル	FRONTEOは、Mendixを活用したDX支援で実績を持つアルネットを買収。自社ソリューション「匠KIBIT零」との連携を通じ、付加価値創出と製造業顧客へのMendix導入拡大を図る	100.0%	1,575	na	na	na	21	na
4	2025/4/23	 NS Solutions	 infocom	Sler	NSSOLは米Blackstone傘下のインフォコムを買収。買収に先立ち、インフォコムは電子コミック事業を分離し、ITサービス事業に特化。両社はプロセス系製造業向けSI事業の強化・拡大を目指す	100.0%	550	173	0.6x	na	275 ⁽²⁾	na
5	2025/4/11	 TBS HOLDINGS	 WACUL	DX コンサル	TBS HDがWACULをTOBで買収し完全子会社化。マーケティングDXに強みを持つWACULを取り込み、戦略立案から実行までの支援体制を強化	100.0%	39 ⁽³⁾	30	1.6x	12.9x	18	2
6	2025/4/4	 SHIFT	 RISE CONSULTING GROUP	DX コンサル	SHIFTがライズ・コンサルティングに出資。戦略コンサルと自社の開発・保守機能を連携し、一貫体制を強化、受注拡大を図る	33.0%	76	237	3.0x	11.4x	78	21
7	2025/3/4	 Dirbato	 AMBL	Sler	新興DXコンサルのDirbatoは、川下のデリバリー領域に強みを持つAMB'Lを買収	100.0%	na	na	na	na	na	na
8	2025/2/4	 ant capital partners	 TEN JAPAN	Sler	アントキャピタルは、ERPやCRMなどの基幹系システム導入を強みとするテクノスジャパンをTOBにより買収	100.0%	223	187	1.3x	10.6x	143	18

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考し、注記内に記載がない場合は単体ベースの値を使用

(1) NTTが2025/5/8に公表した買付価格4,000円にて、自己株除く株式総数全てを買い付けた場合の取得価額を記載

(2) インフォコムのITサービス・セグメントにおける直近通期セグメント売上を記載

(3) TBSが2025/4/10に公表した買付価格502円にて、自己株除く株式総数全てを買い付けた場合の取得価額を記載

国内ITサービス領域における主要M&A (2024年6月～)

24年後半は、PEファンドによる富士ソフト争奪戦、SCSKによるネットワン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	2024/8/8	KKR	 FUJISOFT	Sler	KKRは、組込システム開発を強みとする富士ソフトに対して2段階TOBを実施。Bainの競合提案を上回る条件を提示し、最終的に議決権ベースで56.79%を取得。株式併合を通じて富士ソフトを完全子会社化	100.0%	6,208 ⁽¹⁾	6,373	2.0x	23.8x	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のネットワン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ネットツエスアイ	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ネットツエスアイをTOBにより完全子会社化	48.6%	2,355	4,038	1.1x	12.3x	3,650	328
5	2024/10/11	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ヴワークスの株式を取得	Majority	na	na	na	na	na	na
6	2024/9/13	 SUNRISE	 StrategyTec 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
7	2024/9/6	 ちばぎん	 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
8	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	2,385 ⁽²⁾	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、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会社別ベースの値を使用

(1) KKRが2025/2/4に公表した買付価格9,850円にて潜在株式勘定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1-5月)

2024年前半はアクセント・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をアクセントが買収	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TOBにより完全子会社化	59.6%	16	19	1.7x	9.4x	11	2
4	2024/4/25			Sler/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TOB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トが買収	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TOB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)を行うプリマジエストを買収	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) 2022年度業績を使用 (2) 2021年度の業績を使用

国内ITサービス領域における主要M&A (2023年)

大手Slerや商社などの事業会社によるTOBを通じた上場Slerの非公開化、及びPEファンドによるSlerの買収が多く見られた、

欧州コンサル会社のCapgeminiが国内IT会社を買収するなど、大手海外プレイヤーによる日本進出を狙う動きは今後も加速すると思科

(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	取得価格	EV	EV/Sales	EV/EBITDA	Sales (FY+1)	EBITDA (FY+1)
1	2023/11/7			Cler	Salesforceのマーケティング・オートメーションを行うtoBeマーケティングを富士通が買収	100.0%	na	na	na	na	na	na
2	2023/11/6			Sler/SES	フランス拠点の技術コンサルティング会社ALTEENグループが、独立系のソフトウェア開発企業の東日本技研を、アント・キャピタル・パートナーズより買収	100.0%	100	82	na	na	na	na
3	2023/9/27			Sler	独立系Slerであるシステム情報は米国拠点の大手投資ファンドのペインキャピタルと組み、非公開化(MBO)を実施	100.0%	210	175	1.1x	9.8x	154	18
4	2023/9/1			Sler	システム開発やITソリューションビジネスを行うHCSHDをDXコンサルティングなどを行うLTSがTOBにより買収	100.0%	51	39	0.8x	28.0x	46	1
5	2023/8/23			Sler	インテグラルはシステム/ソフトウェア開発を手がけるTCSホールディングスと資本業務提携し、一部株式を取得	na	na	na	na	na	1,270	126
6	2023/8/10			Sler	CMJはITインフラやクラウドサービスを提供する東京日産コンピュータシステムをTOBを通じて買収	100.0%	110	80	1.0x	8.9x	82	9
7	2023/8/2			Sler	伊藤忠商事は上場子会社である大手Slerの伊藤忠テクノソリューションズをTOBを通じて完全子会社化	38.8%	3,876	9,486	1.5x	13.8x	6,250	686
8	2023/6/23			Sler/Cler	大手欧州コンサルのCapgeminiはインテグラルの投資先でありDXコンサルやシステム開発を手がけるビッグツリーテクノロジー&コンサルティングを買収	100.0%	>500	na	>5x	na	93	na
9	2023/1/27			Sler	兼松は上場子会社であるSlerの兼松エレクトロニクスをTOBを通じて完全子会社化	42.2%	748	1,346	1.7x	9.5x	772	141

Source: 公開買付届出書、SPEEDA、日本経済新聞、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) 財務数値はWebsite記載の連結数値を参照し、EBITDAは経常利益を記載 (2) 売上高は2022年度の連結ベース

TBSホールディングスによるWACULへの公開買付け(1/2)

TBSは2025年4月10日、マーケティング・DX支援サービスを提供するWACULへのTOBを公表。TBSとして初めてのTOB案件となる本件を通じて、TBS IDを用いたグループ横断的なマーケティング機能の強化を図ることで、中期経営計画で掲げたEDGE戦略⁽¹⁾の実現を目指す



本件概要



公表日	2025年4月10日
譲渡金額	約39.1億円 <ul style="list-style-type: none"> EV / EBITDA(FY+1): 9.5x プレミアム(公表前日): 87.3%
買付者	株式会社TBSホールディングス(TBS)
対象会社	株式会社WACUL(WACUL) <ul style="list-style-type: none"> マーケティングDX支援サービスを提供。2021年2月に東証マザーズ市場へ上場 売上高: 約18.5億円 / EBITDA: 約2.3億円(25/2期) 従業員数: 86名(2025年2月末現在)
その他	TBSは代表取締役の大淵氏・垣内氏両名と応募契約を締結し、計31% ⁽²⁾ ほどの応募を確保

本件の意義

TBS HOLDINGS

中期経営計画にて、コンテンツ価値最大化を目的とするEDGE戦略⁽¹⁾を掲げており、その一環として、グループ共通IDサービス「TBS ID」を用いたグループ横断的なマーケティング戦略の強化を志向。WACULのマーケ・DXのケイパビリティを取り込むことで以下2点を企図

- CM等のマス広告の枠を超えた、顧客のマーケティング課題全般を解決するマーケティングソリューションの展開
- グループ横断的マーケティング機能強化による、コンテンツIPの集客力向上

WACUL

TBSグループ傘下となることで、WACULは以下3点のシナジー実現を企図

- マスメディア/TV配信という希少なマーケティング媒体の獲得による事業拡大
- TBS IDに蓄積された大量のデータの獲得・活用による自社サービスの向上
- 現状WACULがリーチできていない、エンタープライズ企業へのリーチ拡大

HLの付加価値

- 買付者側FAとして本件全般をフルサポートし、TBSとして初めてのTOB案件を成功に導く
- 対抗者の登場により入札案件となったが、1次入札の段階でTBSがベストパートナーであることを訴求し、「相対取引」で進めることをDD開始の絶対条件として意向表明書を提出
- その結果、1次入札では法的拘束力のない提案にも関わらず、TBSは独占交渉権を獲得することに成功(特別委員会が設置される上場会社の買収案件としては、極めて異例)

本件の経緯

時期	イベント	提案価格
24年3月～ 24年8月	TBSとWACULの間で、マーケティング領域での協業可能性について協議。24年8月下旬、WACULの完全子会社化を含む資本業務提携の可能性の検討を開始することをTBSが決定	-
24年10月18日	TBSとは別の候補者より、過半数の取得を目指す旨の法的拘束力のない意向表明書をWACULが受領	-
24年11月上旬	上記意向表明書の受領後、WACULが特別委員会を組成し、TBS及び上記意向表明書提出者を含む計4社を、1次プロセスに招待	-
24年12月中旬	プロセスに参加した4社が、WACULに対する初期的DDを実施。その後、法的拘束力のない意向表明書を各社提出	-
24年12月下旬	TBSのみを2次プロセスに招聘し、同社に独占交渉権を付与	-
25年1月～ 2月下旬	WACULに対して、経営陣／実務者へのインタビュー含むDDを実施。DD終了直前にWACULが通期業績予想を下方修正	431円
25年3月11日	TBSが法的拘束力を持つ意向表明書を提出	431円
25年3月24日	価格増額要請を受け、TBSは買付価格を増額する書面を再提出	474円
25年4月1日	価格増額要請を受け、TBSは買付価格を増額する書面を再提出	500円
25年4月8日	価格増額要請を受け、TBSは買付価格を増額し最終提案を提出	502円
25年4月9日	WACUL特別委員会として本TOBには賛同するものの、本TOBへの応募については、中立の立場を取ることを決定	-
25年4月10日	本件公表	502円

Source: 各社ウェブサイト、IR資料

(1) Expand Digital Global Experience の略称であり、「デジタル分野」「海外市場」「エクスペリエンス」の3分野を最重点領域として、コンテンツ価値の最大化を目指す拡張戦略を指す

(2) WACUL社の潜在株式数考慮済発行済株式総数 = 7,144,090株 (2025/2/28時点の発行済株式総数) + 644,250株 (第2回乃至第9回の新株予約権の目的株式数の合計) = 7,788,340株 の約31%

TBSホールディングスによるWACULへの公開買付け(2/2)

2021年2月に初値4,645円で上場後、300円台まで株価が低迷していたWACULを、TBSは直近株価に対して約90%のプレミアムを付けて買収



株価推移(2025/5/29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

バリュエーション	(百万円)
公開買付価格(円)	502
潜在株式数考慮済発行済株式総数(百万株) ⁽¹⁾	8
EqV (100%)	3,910
Net Debt	(768)
現金及び同等物	(1,252)
有利子負債	484
EV	3,142

マルチプル

EV/EBITDA(LTM)	13.5x
EV/EBITDA(FY+1)	9.5x
PER(LTM)	42.0x
PER(FY+1)	25.6x
PBR	3.0x

財務数値

EBITDA(LTM)	232
EBITDA(FY+1)	330
純利益(LTM)	93
純利益(FY+1)	153
株主資本	1,305

Source:各社ウェブサイト、IR資料

(1) WACUL社の潜在株式数考慮済発行済株式総数 = 7,144,090株 (2025/2/28時点の発行済株式総数) + 644,250株 (第2回乃至第9回の新株予約権の目的株式数の合計) = 7,788,340株

AMBLのDirbatoへの売却

AMBL



IPO環境が厳しく、東証自らもスモールIPOに係る市場の伸び悩みを意識する中で、AMBLは単独IPOではなくトレードセールを選択。本件後は、Dirbatoグループとしての企業成長を目指し、グループ全体での将来のIPOも視野に入れる

本件概要

- 公表日: 2025年3月4日
- 譲渡金額: 非公開



本件の背景・目的

- AMBLは当初単独でのIPOを目指していたが、スモールIPO後の伸び悩みの可能性(右図参照)を懸念し、IPOとトレードセールのデュアルトラックを実施
- 最終的な買い手となったDirbatoは、プライム顧客を多く抱える新興・急成長ITコンサル企業であり、川下のデリバリー領域に強みを持つAMBLとの親和性を両社トップが強く認識できたことで最終合意に至る
- AMBLは今後はDirbatoグループとしての企業成長を目指し、グループ全体での将来のIPOも視野に入れる

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
 - 買い手候補の紹介(最終的な買い手であるDirbato含む)
 - DDコーディネーション
 - 価格交渉
 - 各種契約書交渉 等

東証の各市場の株価指数の推移(2022年4月以降)

※2024年12月10日に日本取引所グループが発表した「グロース市場における今後の対応」より抜粋



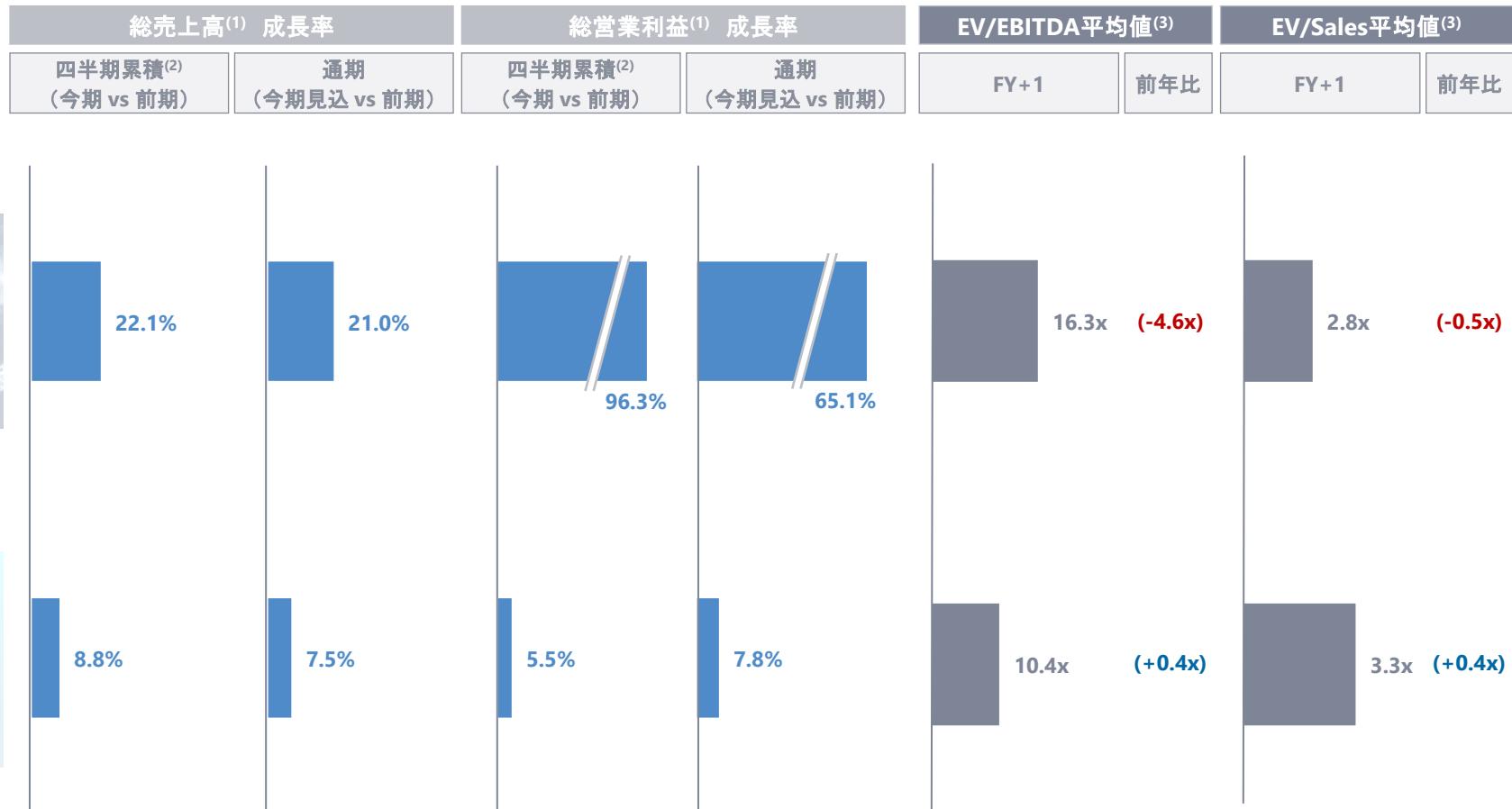


SaaS/従来型ソフトウェア
セクターアップデート

03

2026年度3月期2Q SaaS/従来型ソフトウェア業界の動向サマリー

SaaS企業は足元株価・マルチプルが下落局面にあるが、市場環境の追い風を受けて売上・利益ともに高成長を継続。一方、従来型ソフトウェア企業は成長率こそSaaSに劣るもの、マルチプルは安定的に推移



Source: 各社Website、各社公表資料、Capital IQ

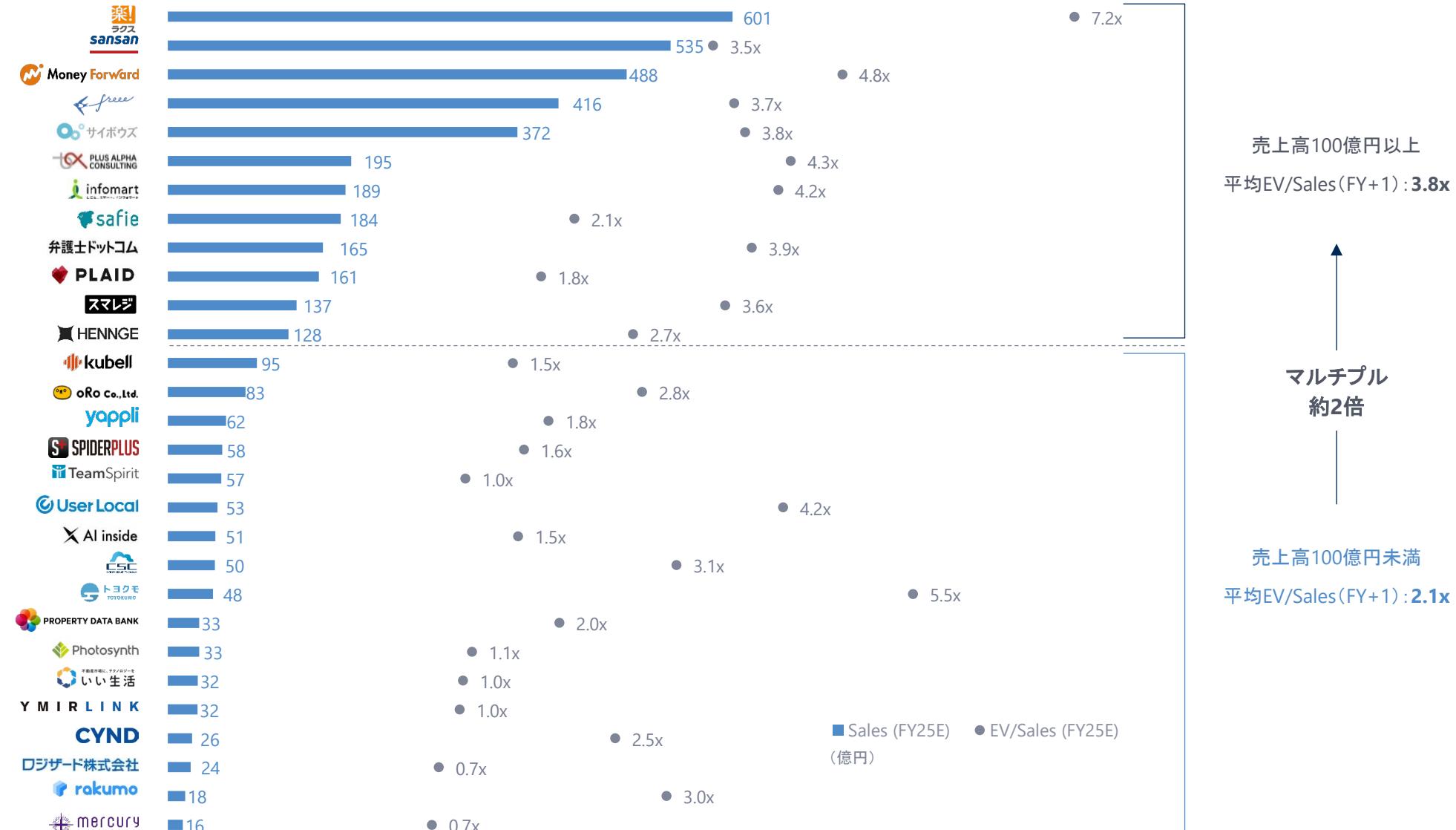
(1) 各業種ごとに当該業種に分類される企業(詳細は後頁参照)の売上高、営業利益の合計値の前年実績からの変化率を記載(前期の業績がマイナスである場合はNMと記載)

(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2025年11月28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

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(3.8x)は、100億円未満のSaaS企業群の平均値(2.1x)に比べて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



各社業績の状況 大手SaaS/従来型ソフトウェアプレイヤー(1/2)

大手SaaS・従来型ソフトウェア企業群は、堅調な売上成長とともに、収益性の改善が進展。価格改定や契約社数の増加が増収に寄与し、広告宣伝費や外注費の抑制により営業利益率が向上。全体として、コスト効率を重視する経営へのシフトが見られる

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)	直近決算	時価総額			四半期累積							
		四半期	2025/11/28	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
大手SaaS ⁽¹⁾	ラクス	'25/9	4,455	18.8%	230	288	25.1%	47	77	65.4%	20.3%	26.8%
	マネーフォワード	'25/8	2,309	(14.1%)	297	353	19.0%	(28)	(20)	NM	(9.6%)	(5.6%)
	Sansan	'25/8	2,132	(20.8%)	96	123	28.2%	(3)	5	NM	(3.4%)	4.3%
	サイボウズ	'25/9	1,521	52.7%	215	274	27.7%	34	80	132.6%	16.0%	29.1%
	freee	'25/9	1,774	(1.1%)	74	97	32.1%	2	2	22.3%	2.5%	2.3%
	インフォマート	'25/9	813	28.7%	112	138	22.8%	7	24	258.6%	6.0%	17.4%
	セーフィー	'25/9	458	(6.5%)	105	135	27.9%	(4)	(1)	NM	(3.5%)	(0.7%)
	プラスアルファ・コンサル	'25/9	1,000	33.8%	139	171	22.8%	45	64	40.5%	32.6%	37.3%
	弁護士ドットコム	'25/9	665	13.2%	67	78	16.0%	5	11	98.9%	8.1%	14.0%
	スマレジ	'25/7	552	(5.0%)	25	30	19.1%	6	6	(2.0%)	23.8%	19.6%
従来型Software	プレイド	'25/9	333	(37.9%)	110	134	21.9%	3	14	443.6%	2.4%	10.6%
	HENNGE	'25/9	421	(0.5%)	84	109	30.6%	10	18	76.7%	12.1%	16.4%
	TKC	'25/9	2,131	5.5%	752	835	11.0%	155	161	4.1%	20.6%	19.3%
	ミロク情報サービス	'25/9	564	(2.7%)	227	242	6.3%	30	32	6.2%	13.0%	13.0%
	OBC	'25/9	6,576	21.9%	227	249	9.6%	101	112	10.4%	44.5%	44.8%
	ウイングアーク1st	'25/8	1,224	4.3%	149	147	(1.1%)	50	41	(17.2%)	33.4%	27.9%
	アバントグループ	'25/9	658	(9.9%)	68	75	10.9%	11	13	22.8%	16.1%	17.8%
	ピー・シー・エー	'25/9	366	(14.7%)	79	82	4.2%	14	12	(11.9%)	17.4%	14.7%
	プロシップ	'25/9	417	118.6%	31	39	25.0%	5	14	179.9%	16.1%	36.1%

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

(1) 今期予想売上高が100億円超のSaaS企業を抽出

各社業績の状況 大手SaaS/従来型ソフトウェアプレイヤー(2/2)

大手SaaS・従来型ソフトウェア企業群は、堅調な売上成長とともに、収益性の改善が進展。価格改定や契約社数の増加が増収に寄与し、広告宣伝費や外注費の抑制により営業利益率が向上。全体として、コスト効率を重視する経営へのシフトが見られる

各社の売上高・営業利益(直近通期実績⇒今期予想)

(億円)	直近決算	時価総額			通期						
		社名	通期	2025/11/28	騰落率	売上高			営業利益		
						前期	今期	成長率	前期	今期	成長率
大手SaaS ⁽¹⁾	ラクス	'25/3	4,455	18.8%	489	601	22.9%	102	164	60.6%	20.8%
	マネーフォワード	'24/11	2,309	(14.1%)	404	488	20.9%	(47)	(31)	NM	(11.7%)
	Sansan	'25/5	2,132	(20.8%)	432	535	23.8%	28	71	154.1%	6.5%
	サイボウズ	'24/12	1,521	52.7%	297	372	25.4%	49	91	85.0%	16.5%
	freee	'25/6	1,774	(1.1%)	333	416	24.9%	6	12	93.2%	1.8%
	インフォマート	'24/12	813	28.7%	156	189	20.9%	12	27	122.7%	7.7%
	セーフィー	'24/12	458	(6.5%)	150	184	22.3%	(6)	2	NM	(3.9%)
	プラスアルファ・コンサル	'25/9	1,000	33.8%	171	195	14.1%	64	75	17.6%	37.3%
	弁護士ドットコム	'25/3	665	13.2%	141	165	17.2%	14	25	78.1%	9.9%
	スマレジ	'25/4	552	(5.0%)	111	137	23.8%	24	30	24.2%	21.5%
	プレイド	'25/9	333	(37.9%)	134	161	20.0%	14	19	30.4%	10.6%
従来型Software	HENNGE	'25/9	421	(0.5%)	109	128	17.5%	18	21	14.7%	16.4%
	TKC	'25/9	2,131	5.5%	835	855	2.4%	161	166	2.8%	19.3%
	ミロク情報サービス	'25/3	564	(2.7%)	462	490	6.2%	63	67	6.8%	13.6%
	OBC	'25/3	6,576	21.9%	470	518	10.3%	217	243	11.6%	46.3%
	ウイングアーク1st	'25/2	1,224	4.3%	287	312	8.7%	83	90	8.3%	28.8%
	アバントグループ	'25/6	658	(9.9%)	282	333	18.0%	46	51	10.8%	16.3%
	ピー・シー・エー	'25/3	366	(14.7%)	162	175	8.0%	26	25	(3.6%)	16.2%
	プロシップ	'25/3	417	118.6%	76	82	8.4%	23	26	13.6%	30.5%

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

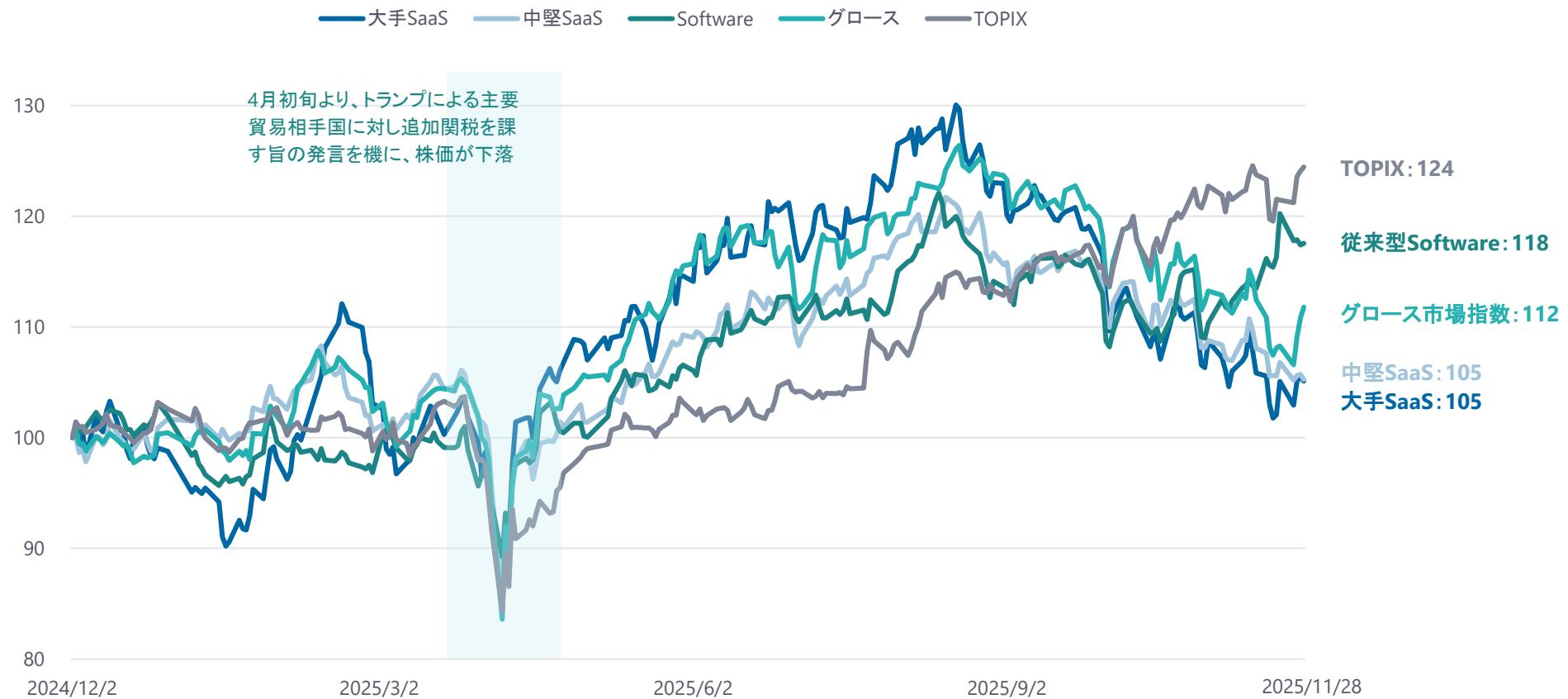
(1) 今期予想売上高が100億円超のSaaS企業を抽出

直近1年間の株価動向

マクロ環境を背景とした一時的な下落局面を経て、業界全体としては市場回復に伴い下落前水準を上回る水準まで反発。ただし、従来型ソフトウェア銘柄が相対的に堅調に推移する一方、SaaS銘柄の株価は足元やや調整局面にある

SaaS/従来型ソフトウェア企業の業種別時価総額推移

- 各業種の2024年12月2日の各社時価総額(自己株除く)を100としたときの、各サブセクターにおける平均推移



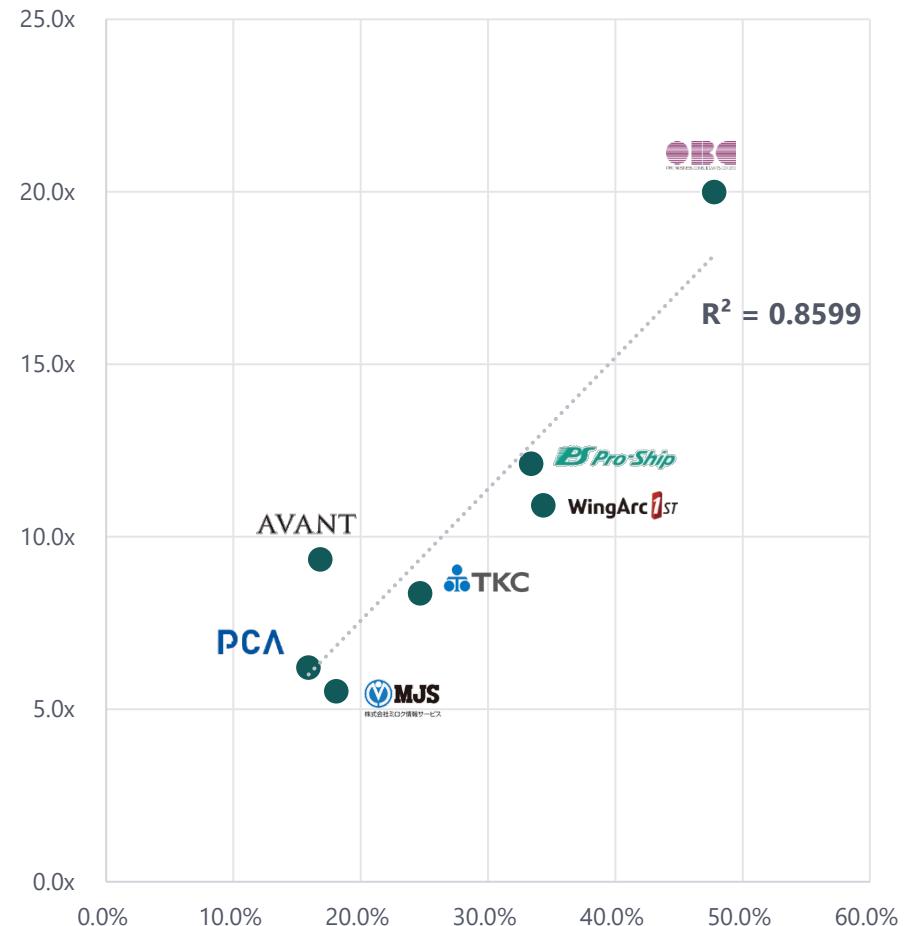
国内中堅Horizontal SaaS/従来型ソフトウェア企業の成長性・収益性比較

大手と比較しトップラインの成長性が高い中堅Horizontal SaaS市場では、EV/SalesとRule of 40に非常に高い相関性が見られる。一方、急成長が見込みづらい従来型ソフトウェア市場では、足元の収益性がバリュエーションの決定要因となる

中堅 Horizontal SaaS⁽¹⁾各社のRule of 40⁽²⁾とEV/Salesの分布



従来型ソフトウェア各社のEBITDAマージンとEV/EBITDAの分布



Source: Capital IQ、各種公開情報

Note: マルチブルは、2025/11/28時点の数値を基に算出

(1) 今期予想売上高が100億円未満の国内Horizontal SaaS企業を抽出

(2) 売上高成長率(今期予想 vs 前期)とEBITDA マージンを合算した値



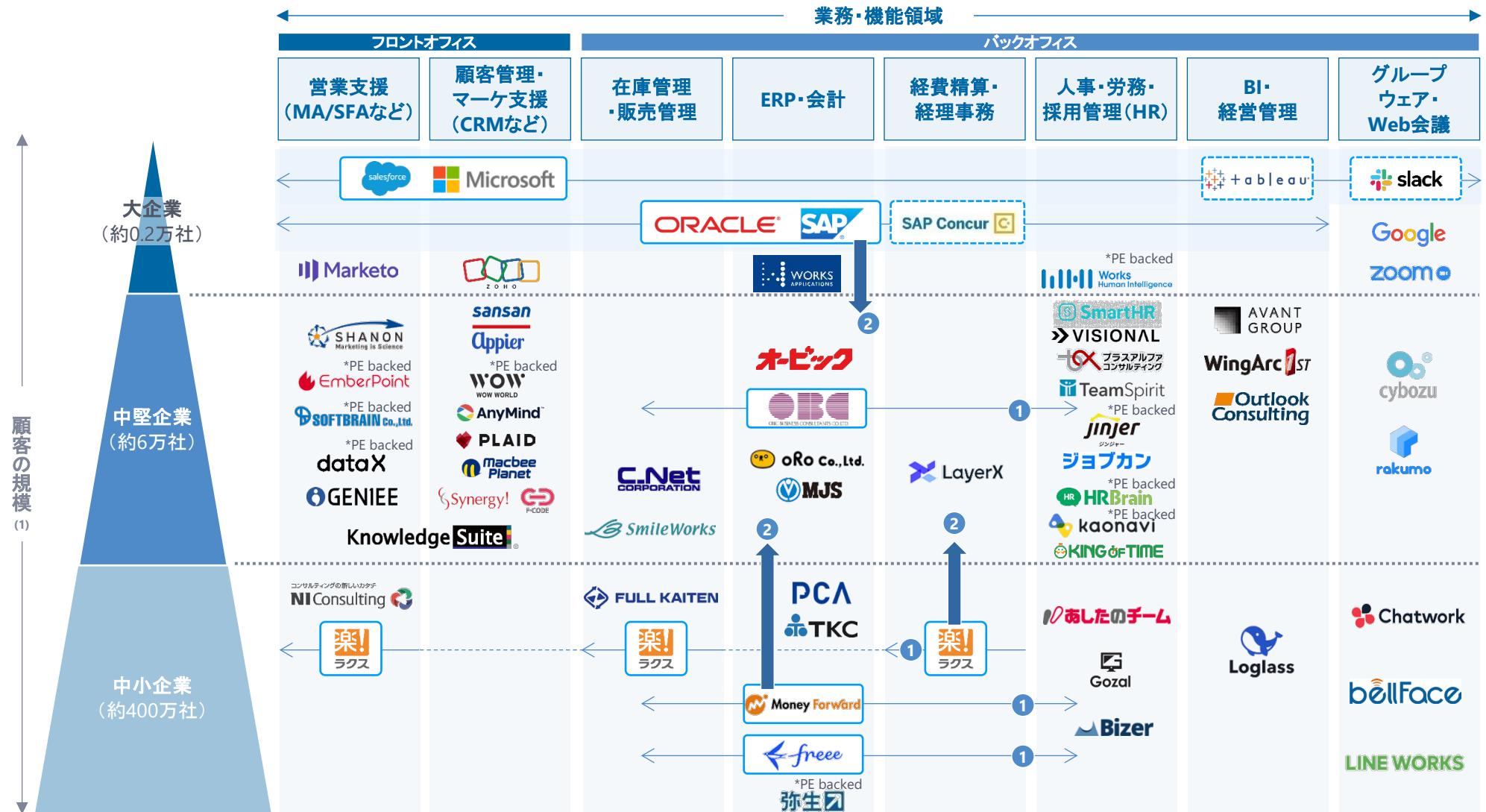
SaaS/従来型ソフトウェア業界 における直近のM&A動向

04

SaaS/従来型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

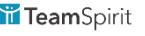
中堅・中小企業向けの国内SW/SaaSプレイヤーの中では①業務・機能領域の拡大、②新しい顧客層への進出などの動きが見られる



国内SaaS/従来型ソフトウェア/BPaaS領域における主要M&A (2025年1月～)

国内SaaS/BPaaS市場では、PEファンドによる非公開化と事業会社による周辺領域の取り込みが並行して進展。プロダクト補完、事業拡張、再成長を狙った戦略的買収が多くみられる

(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	2025/11/18	 GENERAL ATLANTIC	 SmartHR	HR SaaS	na	146	na	na	na	160	na
2	2025/9/12	 BIPROGY	 MATTRZ	Marketing SaaS	100.0%	na	na	na	na	na	na
3	2025/7/23	 VISIONAL BIZREACH	Thinkings	HR SaaS	100.0%	140	140	7.1x	na	20	na
4	2025/5/27	 MUFG	 Moneytree	FinTech SaaS	100.0%	na	na	na	na	na	na
5	2025/5/22	 Link and Motivation Drive	 Unipos	HR SaaS	100.0%	25 ⁽¹⁾	25	2.0x	15.2x	12	2
6	2025/4/25	 SmartHR	 CloudBrains	Back Office SaaS	100.0%	na	na	na	na	na	na
7	2025/3/14	 THE LONGREACH GROUP	 LIGHTWORKS	HR SaaS	51.2%	55	97	2.5x	15.2x	38	6
8	2025/2/25	 JAFCO	 CASIO カシオヒューマンシステムズ株式会社	HR SaaS	80.0%	na	na	na	na	64 ⁽²⁾	na
9	2025/2/13	 CARLYLE	 kaonavi	HR SaaS	100.0%	500	552	5.8x	72.0x	95	8
10	2025/1/10	 TeamSpirit	 WorkLifeLog	HR SaaS	100.0%	na	na	na	na	28	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考し、注記内に記載がない場合は単体ベースの値を使用

(1) 株式交換時に発行されたLMI株式に公表前日終値の559円を乗じた値

(2) カシオ計算機から分割されるSMB事業と承継会社であるカシオヒューマンシステムズの売上高の合算値

国内SaaS/従来型ソフトウェア/BPaaS領域における主要M&A (~2024年)

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思料

(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	2024/12/26	J GIA	BASE	Marketing SaaS	100.0%	103 ⁽¹⁾	114	10.8x	1.0x	112	11	
2	2024/11/13	Money Forward	Outlook Consulting	経営管理SW	60.0%	36	46	2.3x	7.7x	20	6	
参考	3	2024/09/18	potentia J-STAR KKR ONTARIO TEACHERS' PENSION PLAN	jinjer	HR SaaS	100.0%	na	na	na	na	na	
4	2024/07/01		SmartHR	HR SaaS	na	214	na	na	na	150	na	
5	2024/06/24	Work Human Intelligence	CYDAS	HR SaaS	>50%	na ⁽²⁾	na	na ⁽¹⁾	na	13 ⁽¹⁾	(3)	
6	2024/01/24	TA ASSOCIATES	PAYROLL	給与計算 BPaaS	100.0%	252	288	2.9x	9.7x	987	30	
7	2023/11/27	IEQT	HR Brain	HR SaaS	100.0%	200	na	10.0x	na	20	na	
8	2023/03/31	GIC	Work Human Intelligence	HR SaaS	50.0%	1,750	na	na	na	450	200	
参考	9	2023/01/31	J GIA	WOW WORLD	Marketing SaaS	100.0%	62	61	2.0x	9.9x	30	6
10	2022/11/09	CARLYLE	UZABASE	情報DB SaaS等	100.0%	614	612	3.4x	61.2x	182	10	
11	2022/03/01	KKR	弥生	会計・経理 SW/SaaS	100.0%	2,400	na	na	na	212	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考し、注記内に記載がない場合は単体ベースの値を使用

(1) J-GIAが2024/12/26に公表した買付価格 1,953円にて、自己株除く株式総数全てを買い付けた場合の取得価額を記載

(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

本件前 株主構成



本件後 株主構成



国内SaaS企業のIPO件数とEV/Sales⁽¹⁾マルチプル推移



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

UZABASE

The Carlyle Groupによる
株式公開買付けを通じた
ユーザベース株式の取得

CARLYLE

セルサイドアドバイザー

・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「経済情報の力で、誰もがビジネスを楽しめる世界をつくる」というパーカスの実現を目指とする
 - 「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

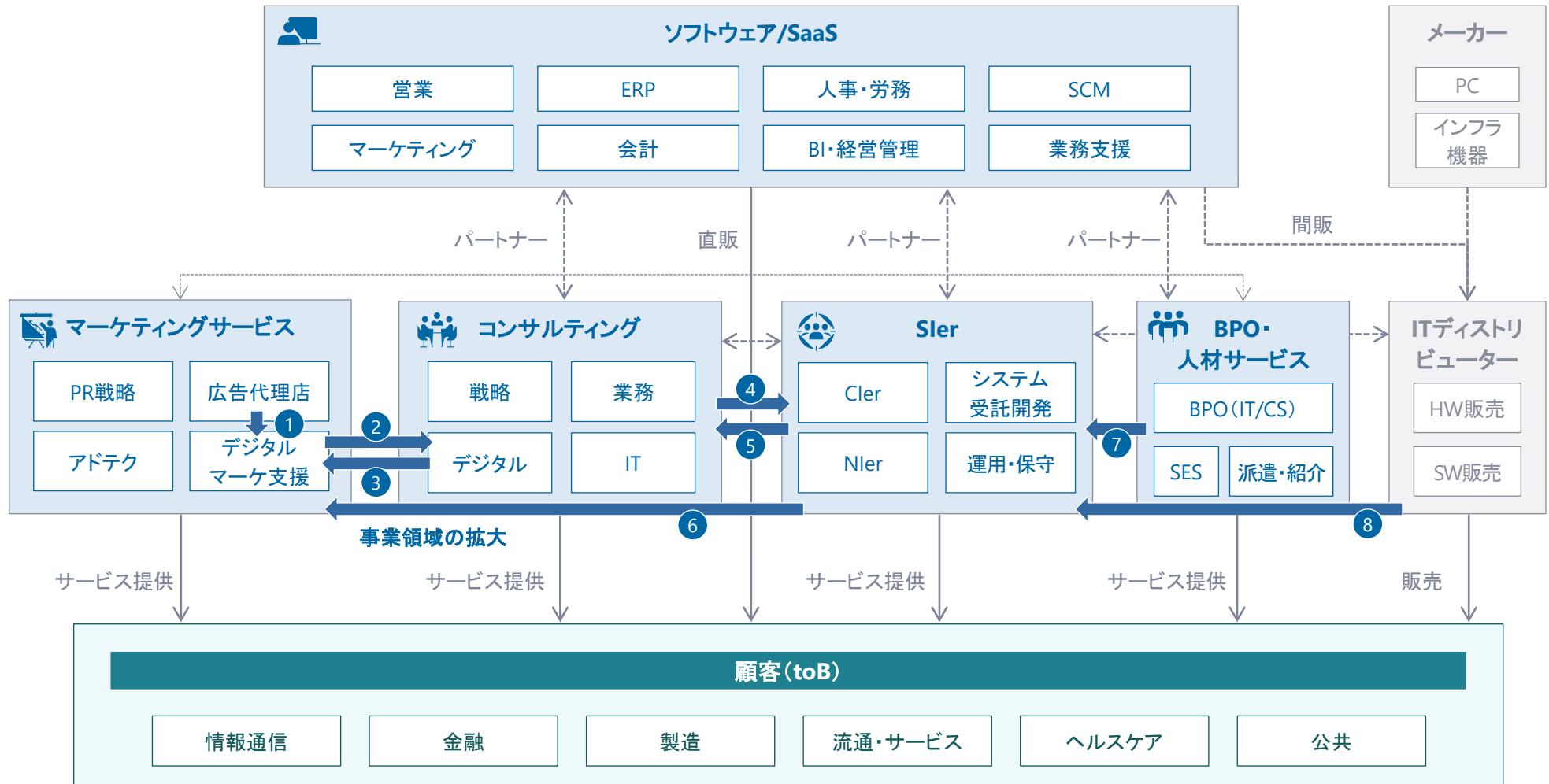


業界マップ

05

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

SEPTENI

(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

CARTA

Hakuhodo DY holdings
ともに覚悟する。ともに挑む。
SOLDOUT

(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

(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) TOBI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

Ignition Point

(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

SIGNAL
Part of Accenture

IMJ
Part of 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。アクセントのデジタル
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

Capgemini

BTG

accenture

OPEN STREAM

(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

(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

FUTURE

REVAMP

NTT DATA

RISE
CONSULTING GROUP

(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

NTT DATA

NOT YEAR

X電通総研

MITSUE-LINKS

SHIFT

RISE
CONSULTING GROUP

(2019/02) TOBI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

(2025/04) SHIFTがライズ・コンサルティングに出
資。戦略コンサルと自社の開発・保守機能を連
携し、一貫体制を強化、受注拡大を図る

BPO・人材サービス

⑦ Sler/SESの買収

ALTEL

株式会社東日本技術研究所
East Japan Institute of Technology Co., Ltd.

(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

DIS

ALPHATEC
SOLUTIONS

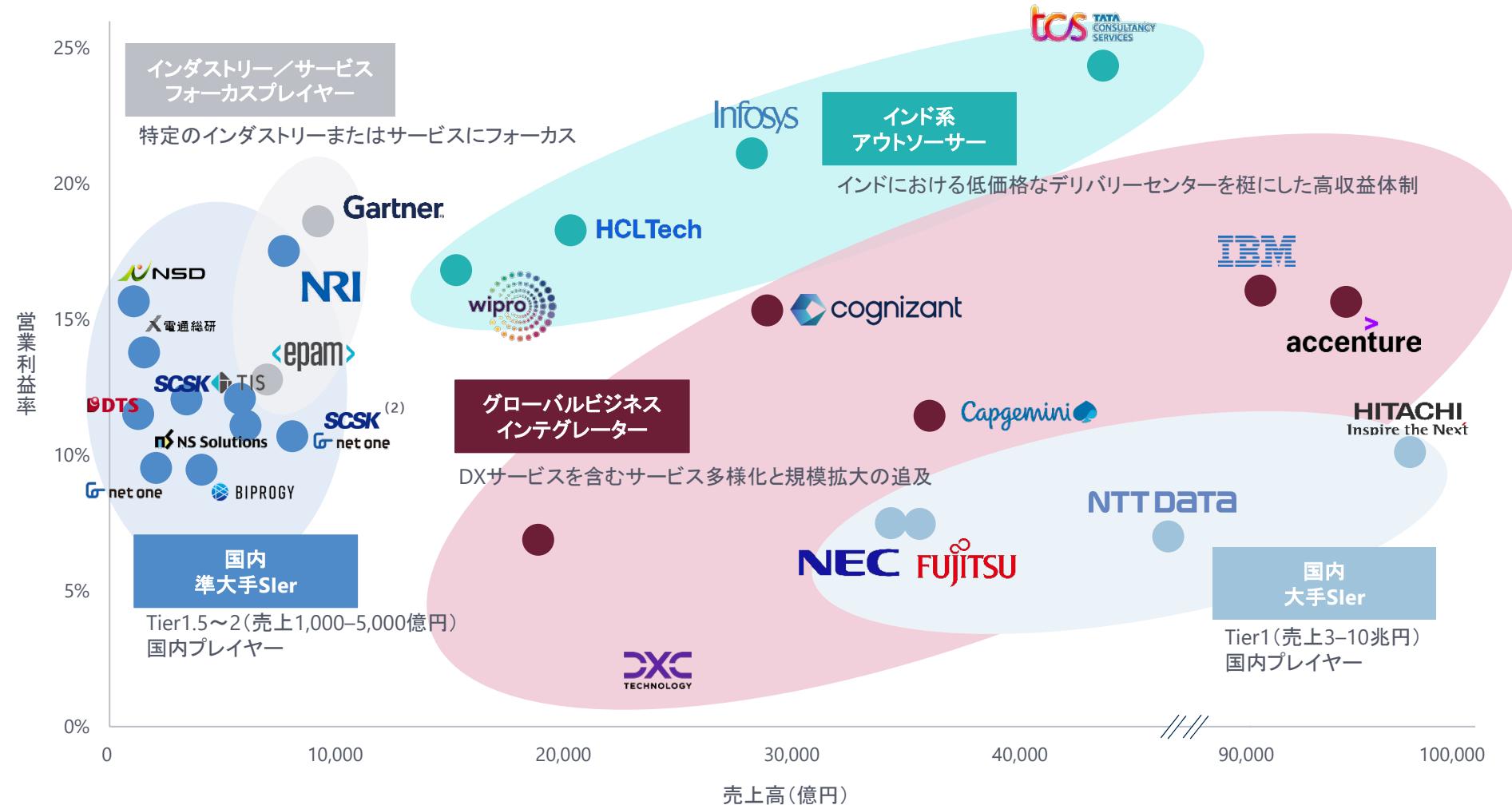
(2023/02) 三菱ケミカルシステムより全株式を取
得。SI/NIのノウハウ獲得による高付加価値な
ディストリビューション事業の展開が目的

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

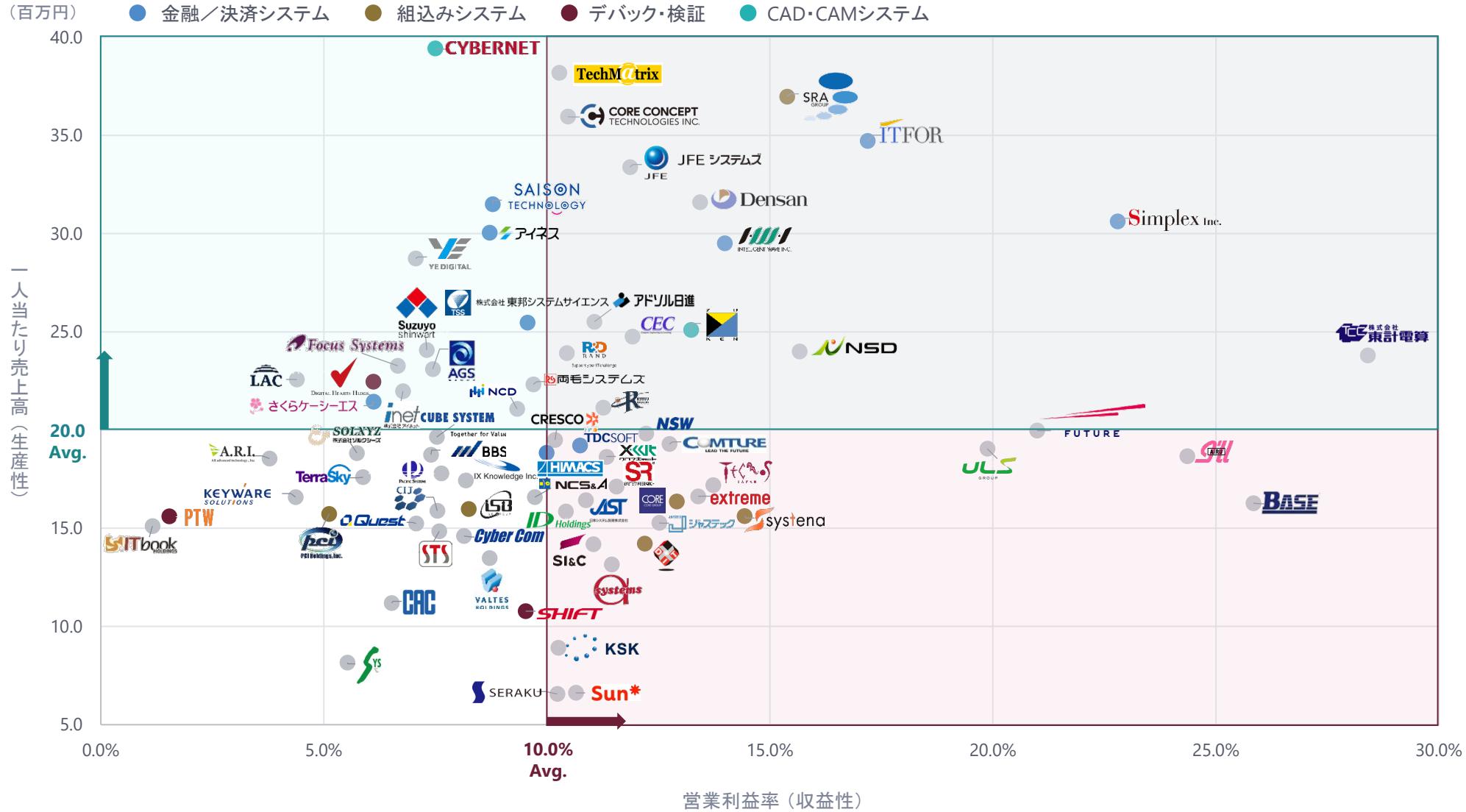


Source: Capital IQ, 各社IR情報

(1) 財務数値は直前期末数値

(2) SCSKとネットワンシステムズの直前期末数値を合算し算出

国内中堅SIer/システム開発企業の生産性・収益性比較

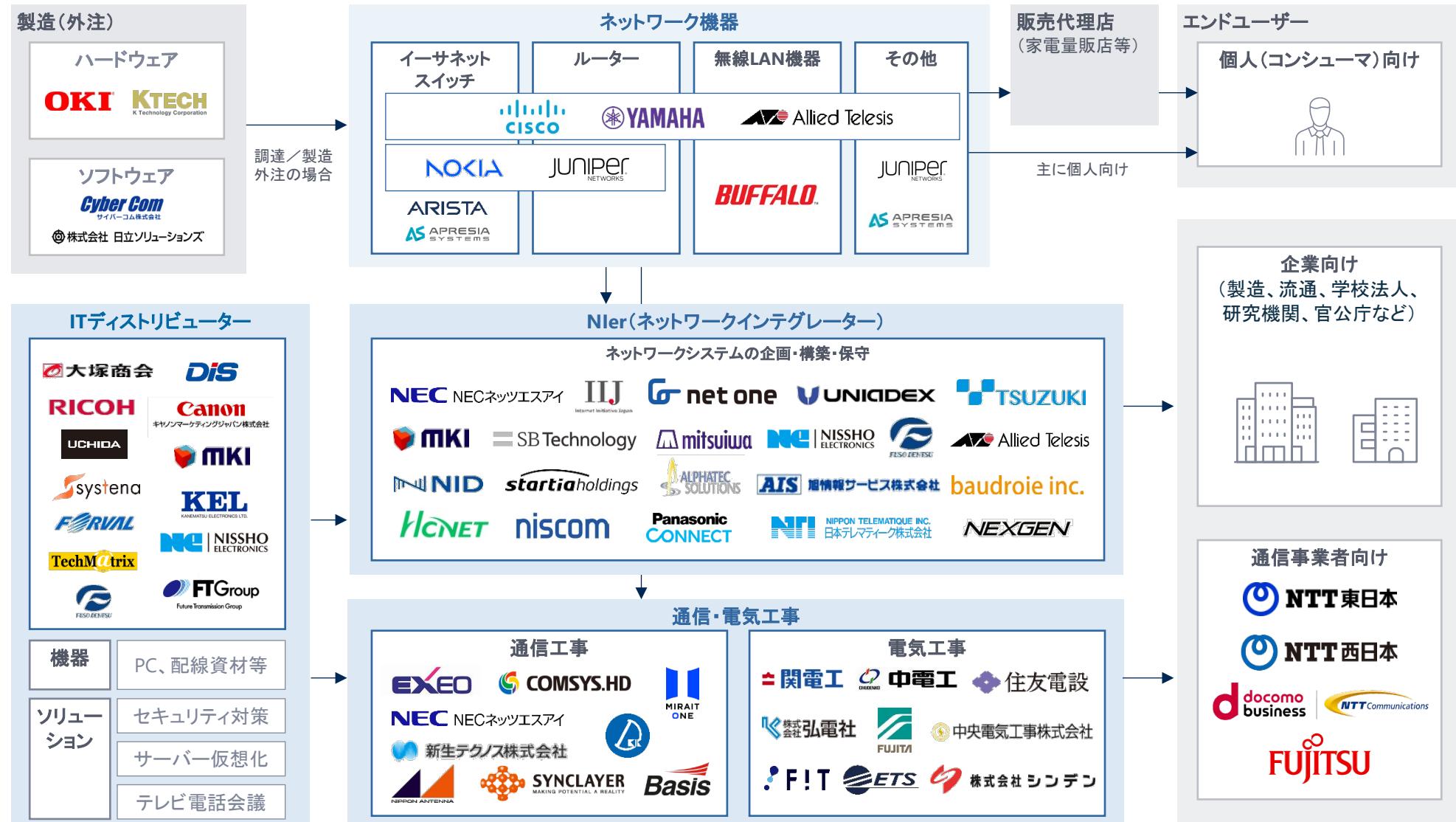


Source: Capital IQ, SPEEDA, 各社IR情報

Note: 財務数値は直前期末を使用。営業利益率がマイナスあるいは30%超、一人当たり売上高が4,000万円超の企業、及び財務数値が不明な企業については除外

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

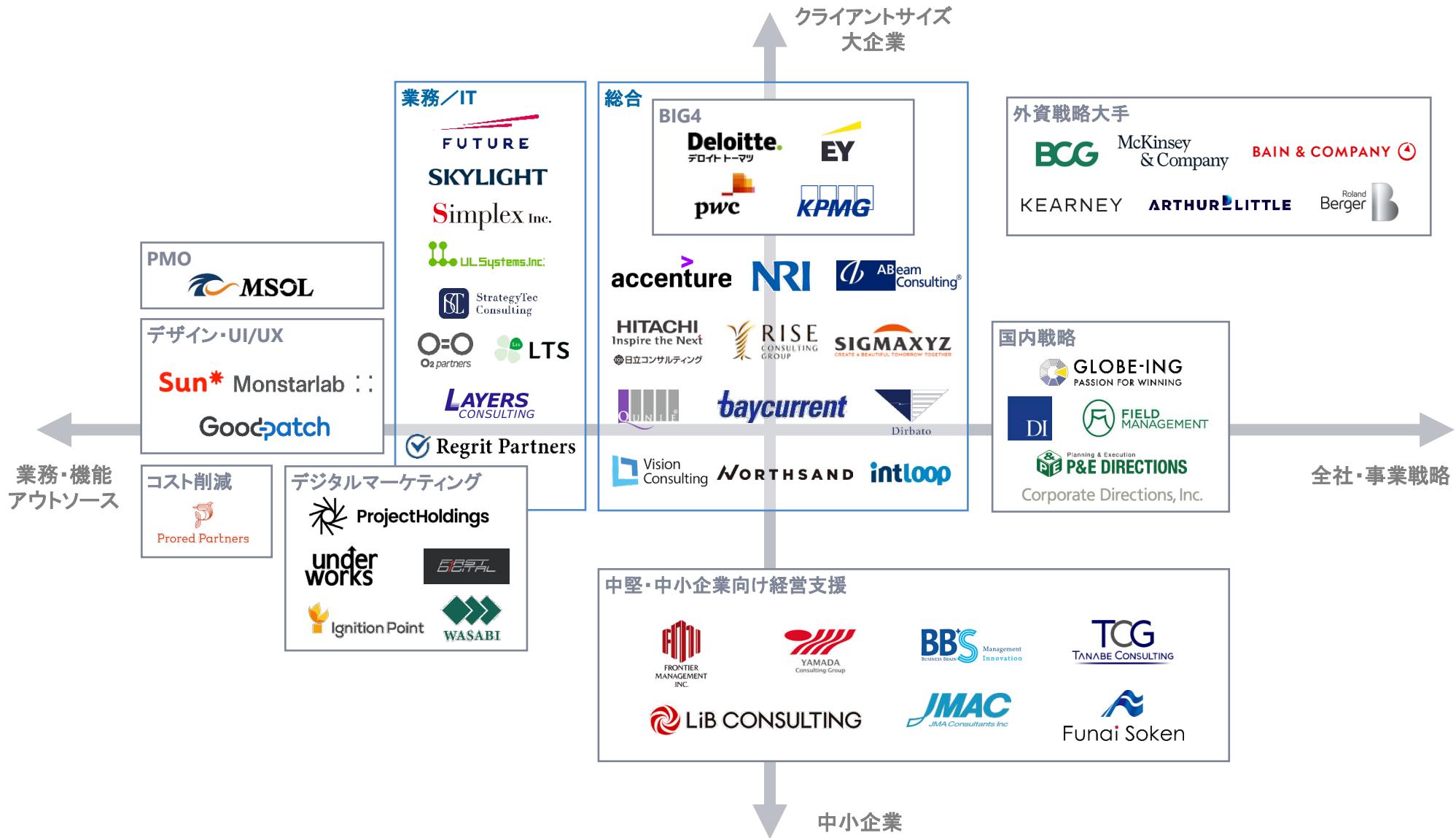
ネットワークインテグレーション事業は、ネットワークシステム構築・運用保守(Nler)と通信・電気工事に大きく分類される



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



出所: 各社HPより該当するセグメント情報を抽出

Note:

(1) 2019年度から2024年度までにセグメント変更があった企業については、セグメント変更が発生した決算期から直近期までのCAGRを計算のうえ考慮

(2) 該当するセグメント情報が抽出できない場合には、Key Metricsの計算から除外



Appendix 弊社ビジネスサービスの ご紹介・主要案件実績

06

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

ビジネスサービス
業界カバレッジ (日本リージョン)

ヘルスケア

コンシューマー

FSCG⁽²⁾

CBSS⁽³⁾

ITサービス/マーケティングサービス

久保田 朋彦
Executive Director



建設/物流

加藤 良輔
Managing Director



ヘルスケア/ライフサイエンス

美里 賢史
Managing Director



小売り/食品/不動産

高橋 良友
Managing Director



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



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

前田 耕
Managing Director



素材/ケミカル

住吉 克洋
Managing Director



金融機関

藤野 隆太
Managing Director



鈴木 道夫
Managing Director



原田 恵一郎
Managing Director



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



**Houlihan
Lokey**

No.1

**ALL Global Business Services
Transactions**

2024 M&Aアドバイザーランキング

Global Business Services

アドバイザーナ	件数
1 Houlihan Lokey	86
2 Rothschild	62
3 Goldman Sachs	54
4 Benchmark International	49
5 JP Morgan	46

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



物流



建設・エンジニアリング



Source: LSEG (I/B Refinitiv) 会計事務所とプローカー除く

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のみに作成されたもので、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
〒106-0041 東京都港区麻布台1-3-1
麻布台ヒルズ森JPタワー49階
+81 3 6212 7100

**CORPORATE FINANCE
FINANCIAL RESTRUCTURING
FINANCIAL AND VALUATION ADVISORY**

HL.com