

Houlihan  
Lokey

# Industrial Technology Sector Update

FY23 12月期



# ご挨拶

レポートをご覧の皆様へ

フーリハン・ローキーのインダストリアルテクノロジーチームより、業界の最新動向を織り込んだ四半期アップデートをお届けします。

各社の業績について、2023年度10-12月期は、自動化・省人化需要に支えられ増収増益を達成する企業もありましたが、中国景気悪化や各社の在庫調整に伴う受注減少を主要因として、特にFA部材関連やロボット関連企業を中心に減収減益となる企業が増加しました。

当セクターの株価については、好調な株式市場を追い風に、直近では回復基調に転じております。

M&A市場に目を向けると、今四半期の本セクターのM&A案件数は減少しています。とはいうものの、海外中心に中規模案件が複数発表されており、引き続き国内企業と海外企業の積極性の差が顕著に表れる結果となっております。主な日本企業関連案件としては、Mujinによる資金調達や、中央工機によるエンデバー・ユナイテッド傘下のNESの買収などの案件が発表されております。また海外案件では、KnappによるNoyes Technologiesの買収や、Anthelion Capital及びBlume VenturesらによるGrey Orangeの買収等の案件が発表されています。

本レポートが本業界に関する直近動向の整理の一助となりましたら幸いです。ご質問やお気づきの点等がございましたら、お気軽に下記担当者までご連絡ください。

皆様からの忌憚なきご意見をお待ちしております。

HLインダストリアルテクノロジーチーム

2024年3月

## インダストリアルテクノロジーセクター カバレッジチーム

## セクター情報掲載Webサイト



村井 慎  
Managing Director  
[Shin.Murai@HL.com](mailto:Shin.Murai@HL.com)  
+81-80-9022-1577



宮之原 啓輔  
Vice President  
[Keisuke.Miyanohara@HL.com](mailto:Keisuke.Miyanohara@HL.com)  
+81-80-9352-0090



阿迦井 岳  
Associate  
[Gaku.Akai@HL.com](mailto:Gaku.Akai@HL.com)  
+81-70-7773-6589



真坂 卓実  
Associate  
[Takumi.Masaka@HL.com](mailto:Takumi.Masaka@HL.com)  
+81-70-7773-6597



加藤 勇希  
Analyst  
[Yuki.Kato@HL.com](mailto:Yuki.Kato@HL.com)  
+81-70-8690-9892

日本最大級M&A  
コンテンツサイト

Compass

フーリハン・ローキー  
HP



Houlihan Lokey



Houlihan  
Lokey



01

業績アップデート

4

02

株価・バリュエーション推移

18

03

M&A動向

26

04

DATA SHEET

38

Appendix

- 上場企業を取り巻く環境と同意なき買収について

41



01

業績アップデート

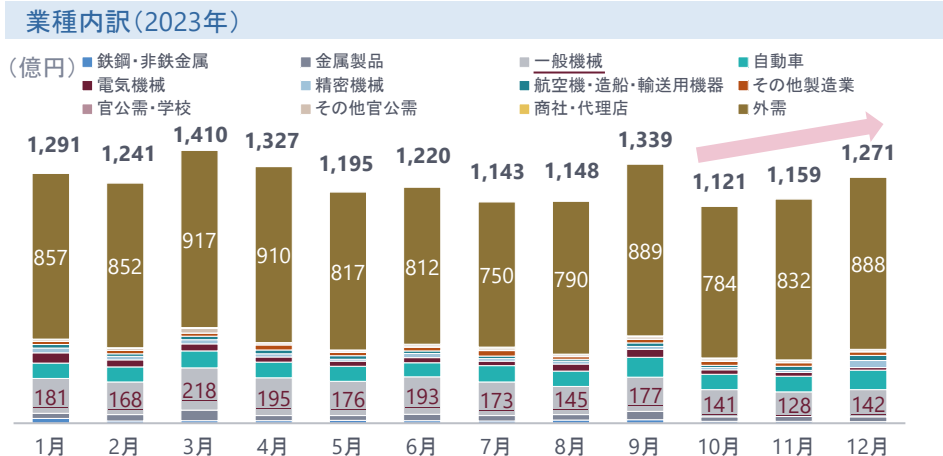
# 本レポートにおけるサブセクター区分と採用企業一覧

サブセクター区分	定義	採用企業
国内マテハン	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 自動倉庫等保管システム</li> <li>- 工場内・倉庫内物流</li> <li>- クリーンルーム搬送システム</li> </ul>	      
海外マテハン	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 空港ラゲッジハンドリング</li> <li>- 上記関連エンジニアリングサービス 等</li> </ul>	      
国内ロボット	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 産業ロボット、協働ロボット、半導体ウエハ搬送ロボット</li> <li>- 上記関連エンジニアリングサービス 等</li> </ul>	    
国内FA	<ul style="list-style-type: none"> <li>- センサー</li> <li>- モーションコントロール (モーター、減速機、アクチュエータ)</li> <li>- 半導体及び各種試験・検査装置</li> </ul>	          
海外FA	<ul style="list-style-type: none"> <li>- コントローラー・フローコントローラー</li> <li>- プロセスオートメーションソフトウェア</li> <li>- 上記関連エンジニアリングサービス 等</li> </ul>	      
その他 コングロマリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 多角的に事業を展開する企業のうち、上記マテハンやFA関連事業の規模が相応に大きい企業群</li> </ul>	       

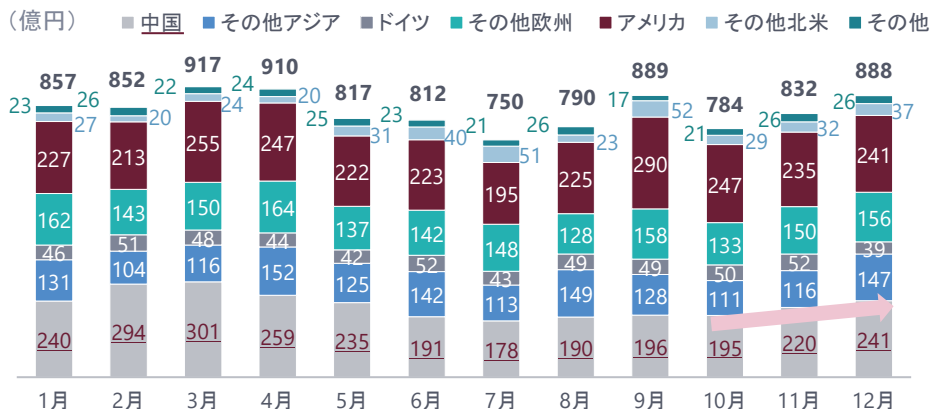
# (ご参考)マクロ市場環境の動向

国内の一般機械に対する設備投資は足許回復基調に転じている。中国向けについても昨年末にかけて好転。米国景気は、ISM指数が景気後退・拡大の区分となる50を下回る推移を続けているものの、足許は右肩上がりに上昇しており、景気回復の兆しが見えつつある

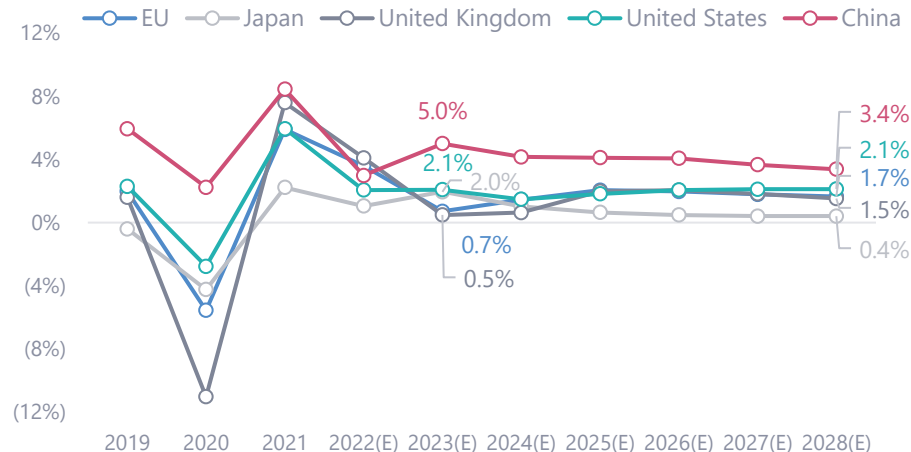
## 国内設備投資受注額の推移



## 外需輸出先内訳(2023年)

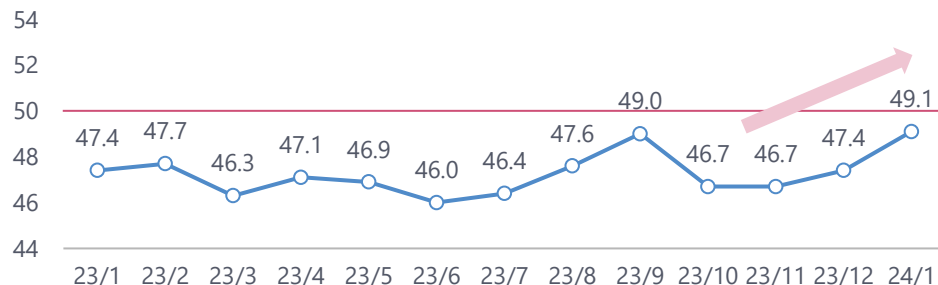


## 主要各国の実質GDP成長率推移



## US Institute for Supply Management (ISM指数)

- ISM指数(製造業購買担当者景気指数)は新規受注・生産・雇用・入荷遅延・在庫の5つの項目の総合指数
- 50を下回ると景気後退、50を上回ると景気拡大を示す



出所: 日本工作機械工業会、IMF、Institute for Supply Management

# 国内各社業績の状況(四半期比較 前期3Q(4-12月期)累積 vs. 今期3Q累積)

増収増益を記録する企業は一定数存在も、中国の景気後退を背景に減収・減益を記録する企業が更に増加。特に中国エクスポージャーの大きいFA部材・ロボット関連企業は、前期に引き続き減収減益が目立つ結果に

## 売上高・営業利益成長率(前年同四半期累積⇒直近四半期累積)<sup>(1)</sup>

(億円)		売上高			営業利益		
		21/12	22/12	23/12	21/12	22/12	23/12
国内マテハン	ダイフク	3,695	4,357	4,374	330	402	371
	トーヨーカネツ	432	332	370	20	12	11
	椿本チエイン	1,555	1,829	1,968	130	138	144
	豊田自動織機	19,679	24,676	28,276	1,363	1,387	2,009
	三菱ロジスネクスト	3,368	4,410	5,210	30	76	360
	西部電機	178	195	230	17	13	20
	村田機械 <sup>(2)</sup>	NA	NA	NA	NA	NA	NA
国内ロボット	ローツェ	466	714	652	108	177	158
	不二越	2,291	2,581	2,655	147	170	119
	安川電機	3,574	4,075	4,243	399	481	465
	ダイヘン	1,109	1,272	1,272	101	112	78
	ファナック	5,403	6,361	5,965	1,399	1,472	1,074
国内FA	平田機工	497	552	610	37	45	59
	オムロン	5,586	6,380	6,080	669	729	266
	横河電機	2,808	3,175	3,931	221	247	584
	アズビル	1,793	1,911	2,054	160	159	233
	HDS	416	534	419	65	81	7
	ナブテスコ	2,998	3,087	3,336	301	178	174
	CKD	1,046	1,201	1,003	132	162	96
	SMC	5,424	6,275	5,826	1,752	1,978	1,552
	シンフォニアテクノロジー	623	717	686	32	60	46
	FUJI	1,094	1,155	957	213	201	106
	NITTOKU	179	214	193	16	20	20
その他 コングロマリット <sup>(3)</sup>	IHI	8,162	9,464	8,667	143	649	(1,038)
	オカムラ	1,828	1,975	2,102	94	80	132
	三菱電機	31,813	35,652	37,824	1,902	1,632	2,223
	川崎重工業	10,387	11,963	12,291	390	770	(54)
	セイコーエプソン	8,467	9,944	9,921	785	825	517
	デンソー	40,090	46,357	53,549	2,563	2,679	2,386
	ヤマハ発動機	18,125	22,485	24,148	1,823	2,249	2,507
	日立製作所	73,467	81,088	72,182	5,537	4,468	5,901

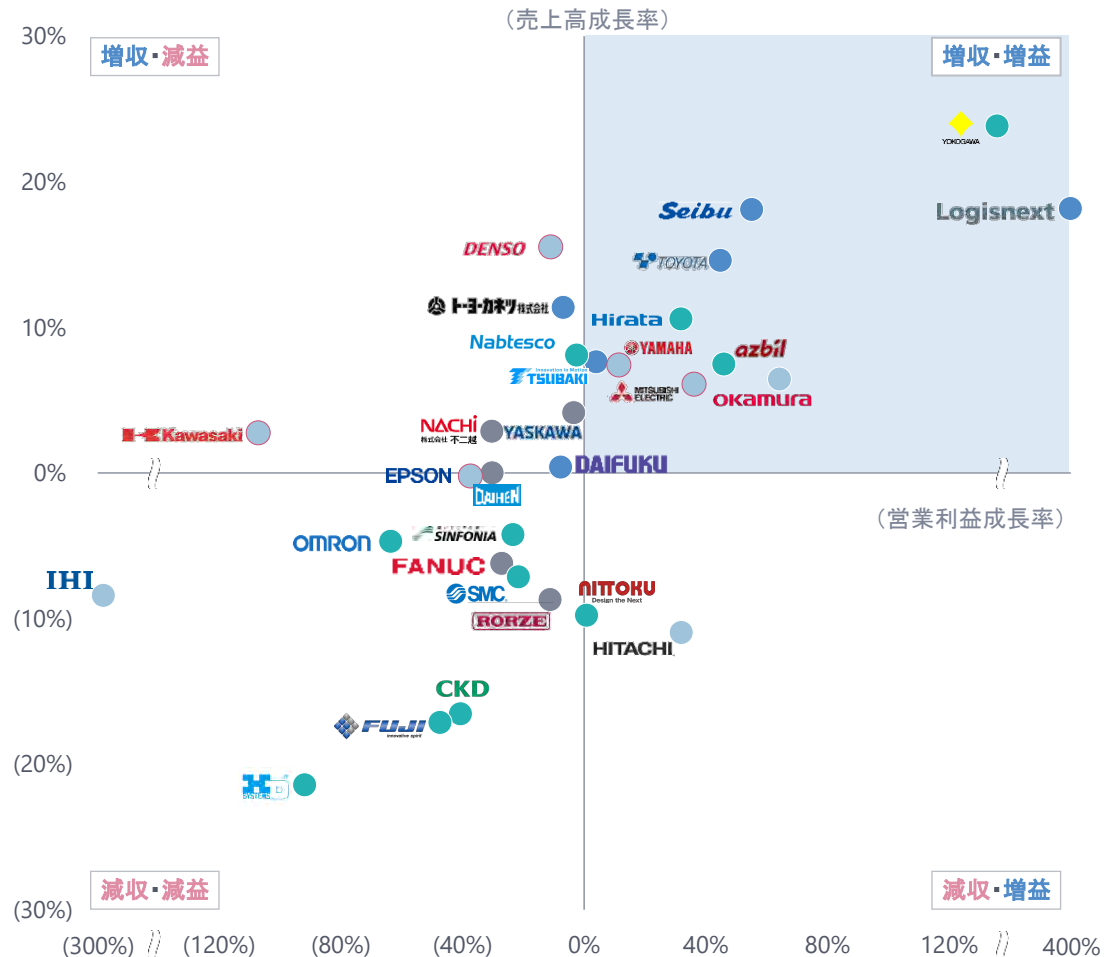
出所: 決算短信、決算説明会資料

(1) ローツェ、安川電機は22/3~11月期と23/3~11月期累計、不二越は21/12~22/11月期と22/12~23/11月期累計、ナブテスコとヤマハ発動機は22/1~22/12期と23/1~23/12期累計の比較

(2) 村田機械は通期決算のみの開示であるためNA。増収増益社数比率の計算からも除外

(3) その他コングロマリットのうち、FA関連事業が減収(減益)である企業は赤字で表示

増収増益社数比率: **33.3%** (今期2Q:43.3%)

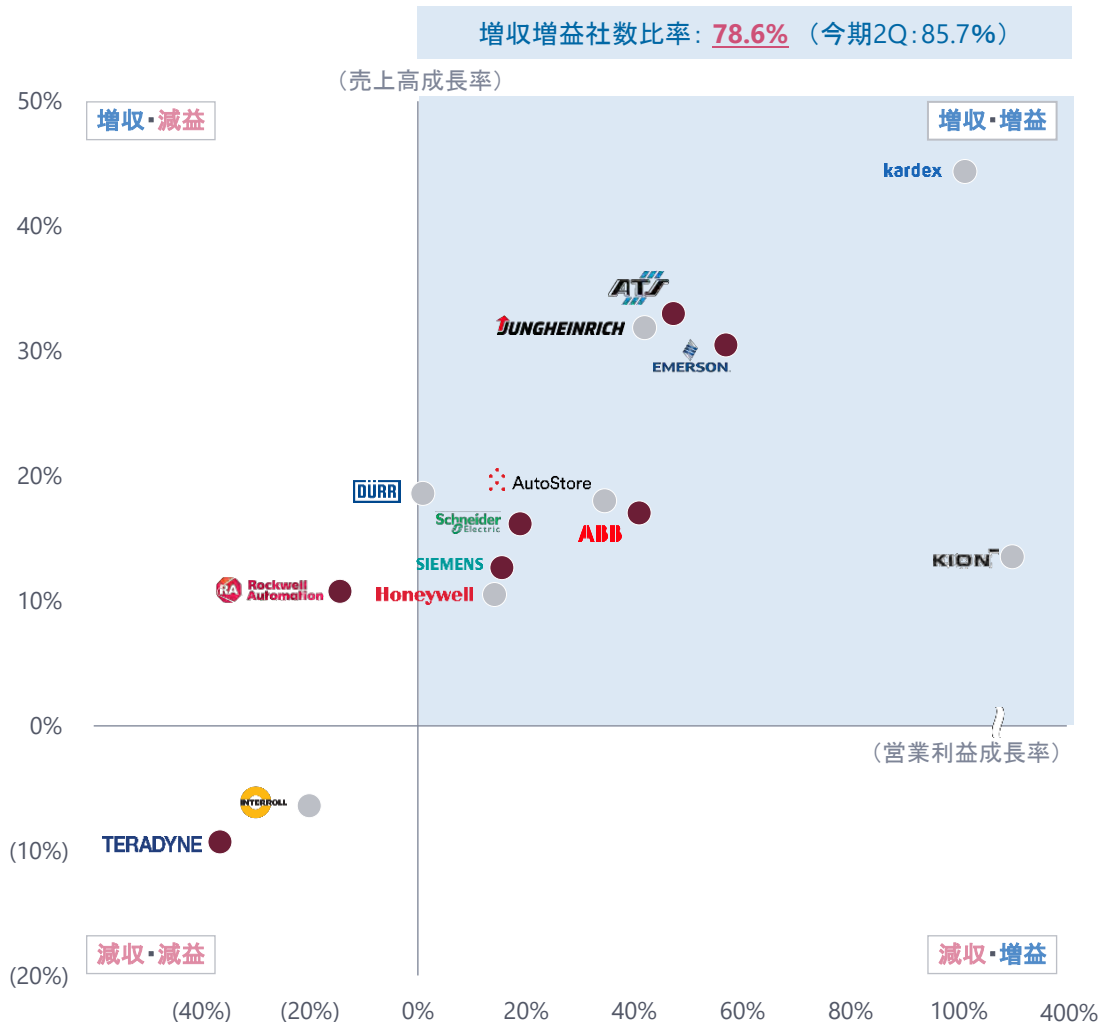


# 海外各社業績の状況(四半期比較 前期3Q(4-12月期)累積 vs. 今期3Q累積)

各社の在庫調整が続き、受注環境は引き続き軟調も、受注残の売上転換や部材価格高騰の価格転嫁等により、増収増益を記録した企業が大半を占める

## 売上高・営業利益成長率(前年同四半期累積⇒直近四半期累積)<sup>(1)(2)</sup>

(億円)		売上高			営業利益		
		21/12	22/12	23/12	21/12	22/12	23/12
海外 マテハン	Honeywell	39,598	46,770	51,679	8,604	9,323	10,648
	Kion	13,480	15,694	17,815	987	206	1,000
	Kardex	273	366	528	35	34	68
	Interroll	327	442	414	54	58	46
	Durr	4,631	6,080	7,210	214	295	298
	Autostore	375	771	910	(4)	258	347
	Jungheinrich	3,904	4,820	6,355	334	377	536
海外FA	ABB	33,327	38,831	45,439	4,409	4,865	6,856
	Siemens	21,602	25,467	28,688	2,573	3,136	3,624
	Schneider electric	37,849	48,166	55,939	5,945	7,785	9,261
	Rockwell automation	2,138	2,612	2,893	352	471	403
	ATS	1,410	1,799	2,392	145	188	277
	Emerson Electric	3,634	4,448	5,803	610	785	1,232
	Teradyne	4,263	4,161	3,773	1,392	1,148	728



出所: 決算短信、決算説明会資料

(1)海外企業は23/1~12月期の累計の比較が基本も、SiemensとRockwellは22/10~22/12までの累計と23/10~23/12、ATSは22/4~22/12と23/4~23/12までの累計を比較

(2)KardexとInterrollは半期開示かつ23/12期決算が未発表の為、22/1~22/6までの累計と23/1~23/6までの2期累計の比較、Jungheinrichは23/12決算が未開示の為、22/1~22/9と23/1~23/9の3期累計の比較



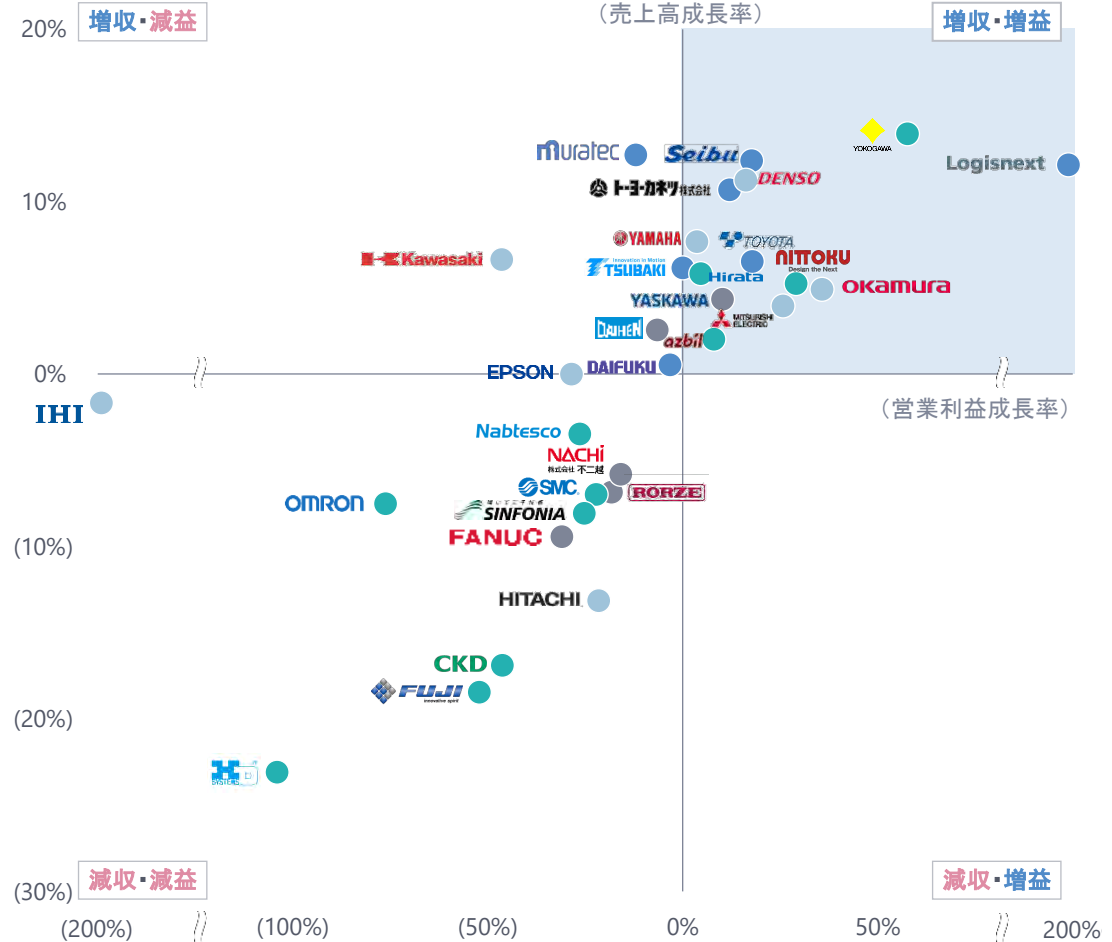
# 国内各社業績の状況(通期比較 前期 vs. 今期見込)

国内FA関連部材メーカーの減収減益傾向が顕著。また中国エクスポージャーの大きいファナック等のロボット関連企業についても厳しい状況が続いており、中国市場の回復のタイミングが業績向上の鍵となる

## 売上高・営業利益成長率(直近通期⇒今期見込)<sup>(1)</sup>

(億円)		売上高			営業利益		
		FY2021	FY2022	今期見込	FY2021	FY2022	今期見込
国内マテハン	ダイフク	5,123	6,019	6,050	503	589	570
	トーヨーカネツ	592	474	524	28	25	28
	椿本チエイン	2,159	2,516	2,670	178	190	190
	豊田自動織機	27,052	33,799	36,000	1,597	1,696	2,000
	三菱ロジスネクスト	4,654	6,154	6,900	36	147	450
	西部電機	263	285	320	27	24	28
	村田機械	3,918	4,661	5,253	604	638	562
国内ロボット	ローツエ	670	945	880	158	264	216
	不二越	2,581	2,655	2,500	170	119	100
	安川電機	4,791	5,560	5,800	526	635	700
	ダイヘン	1,606	1,853	1,900	143	166	155
	ファナック	7,330	8,520	7,715	1,832	1,914	1,322
国内FA	平田機工	671	784	830	39	59	62
	オムロン	7,629	8,761	8,100	893	1,007	240
	横河電機	3,899	4,565	5,200	304	444	700
	アズビル	2,566	2,784	2,840	282	312	337
	HDS	571	715	550	87	102	(4)
	ナブテスコ	3,087	3,336	3,220	178	174	128
	CKD	1,422	1,595	1,325	179	212	114
	SMC	7,274	8,248	7,670	2,279	2,582	2,010
	シンフォニアテクノロジー	946	1,088	1,000	75	116	87
	FUJI	1,481	1,533	1,250	285	271	130
	NITTOKU	281	295	310	29	31	40
その他 コングロ マリット	IHI	11,729	13,529	13,300	252	783	(800)
	オカムラ	2,612	2,770	2,906	160	174	236
	三菱電機	44,768	50,037	52,000	2,521	2,624	3,300
	川崎重工業	15,009	17,256	18,400	458	801	430
	セイコーエプソン	11,289	13,303	13,300	906	951	680
	デンソー	55,155	64,013	71,200	3,550	4,258	4,950
	ヤマハ発動機	22,485	24,148	26,000	2,249	2,507	2,600
	日立製作所	102,646	108,812	94,500	7,382	9,423	7,400

増収増益見込社数比率: **45.2%** (今期2Q: 69.6%)



出所: 決算短信、決算説明会資料

(1) 2023/3期(実績)と2024/3期(見込)の比較が基本も、ローツエ、安川電機は2023/2期(実績)と2024/2期(見込)、不二越は2023/11期(実績)と2024/11期(見込)、ナブテスコとヤマハ発動機は2023/12期(実績)と2024/12期(見込)を比較

(2) 本頁では全社社予想値を採用しているため、後段のアナリスト予想と差異あり

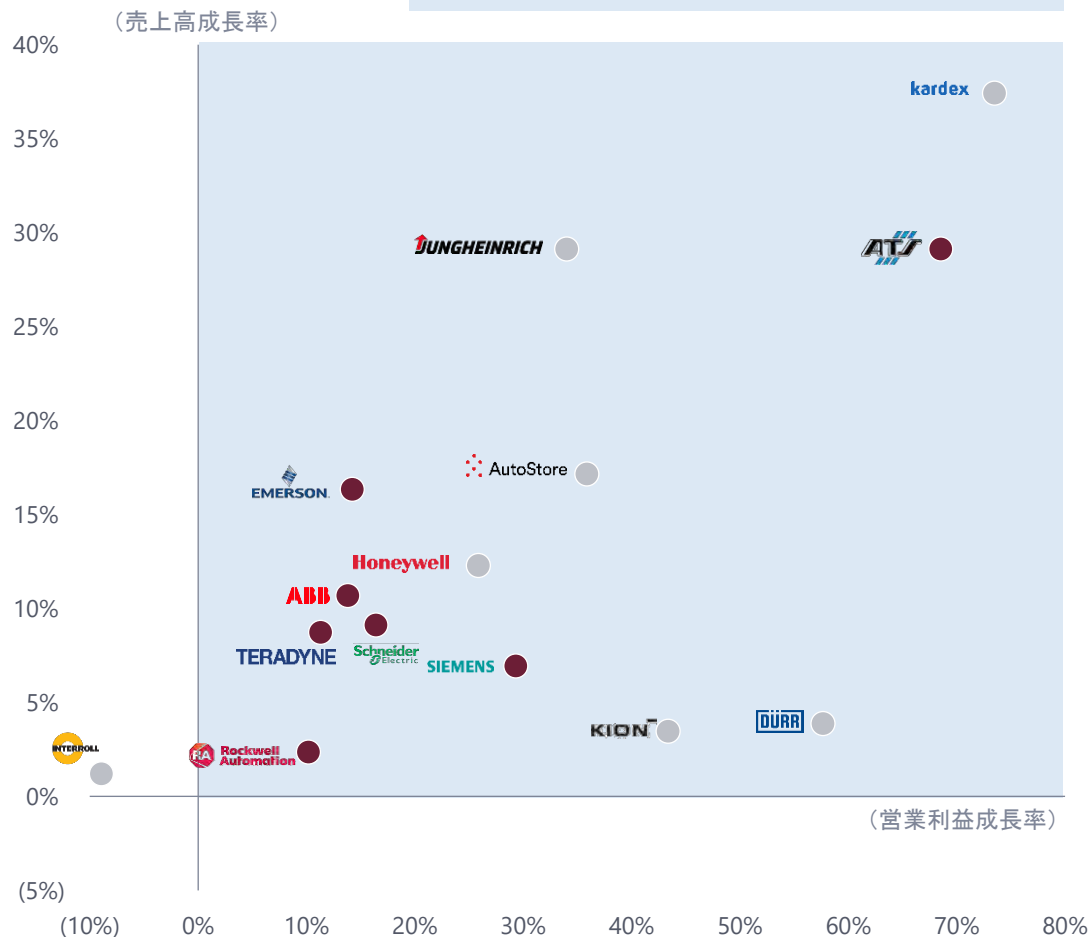
# 海外各社業績の状況(通期比較 前期 vs. 今期見込)

北米・欧州に軸足を置く企業が多く、足許の景気回復を受けて通期で増収増益を見込む企業が太宗を占める。中国関連で大きな影響を受けた日系企業とは対照的な結果となった

## 売上高・営業利益成長率(直近通期⇒今期見込)<sup>(1)</sup>

(億円)		売上高			営業利益		
		FY2022	FY2023	今期見込	FY2022	FY2023	今期見込
海外 マテハン	Honeywell	46,770	51,679	58,025	9,323	10,648	13,405
	Kion	15,694	17,815	18,431	185	1,000	1,434
	Kardex	596	797	1,095	80	80	139
	Interroll	808	948	959	149	149	136
	Durr	6,080	7,210	7,488	295	298	470
	AutoStore	771	910	1,066	258	347	472
	Jungheinrich	5,552	6,713	8,667	530	530	711
海外FA	ABB	38,831	45,439	50,290	4,865	6,856	7,806
	Siemens	102,119	122,944	131,464	10,323	14,612	18,901
	Schneider electric	48,166	55,939	61,036	7,785	9,261	10,785
	Rockwell automation	11,228	13,529	13,847	1,927	2,406	2,651
	ATS	2,123	2,532	3,269	222	258	434
	Emerson Electric	19,973	22,651	26,347	3,554	4,337	4,956
	Teradyne	4,161	3,773	4,101	1,148	728	811

増収増益見込社数比率: **92.9%** (今期2Q: 85.7%)



出所: 決算短信、決算説明会資料

(1) 2022/12期(実績)と2023/12期(見込)の比較が基本も、Siemens、Rockwell、Emersonは2023/9期(実績)と2024/9期(見込)、ATSは2023/3期(実績)と2024/3期(見込)を比較

(2) Kardex・Kion・Jungheinrichは23/12期決算が未発表の為、22/12期(実績)と2023/12期(見込)を比較

# 四半期決算概要 国内

## インダストリアルテック関連事業

会社名	セグメント別決算	概要				
	セグメント	(億円)	22/4-12	23/4-12	差異	
<b>DAIFUKU</b> 国内マテハン 業績見通し: 営業利益上方修正 【売上高】 6,050億円 【営業利益】 570億円 (+25億円)	ダイフク	売上高	1,775	1,649	(7%)	自動車生産ライン向けシステムが好調も、一般製造業・流通業、半導体・液晶生産ライン向けシステムが減収。自動車生産ライン増収と関係会社配当増額により増益
		セグメント利益	186	191	+3%	
	コンテック(産業用PC)	売上高	132	138	+4%	北米での医療機器・空港セキュリティ関連業界の在庫調整影響を受けるも、国内での製造業向け販売が増加し、増収。在庫適正化に伴う評価損を計上し、減益
		セグメント利益	5	2	(48%)	
	DNAHC(北米事業)	売上高	1,123	1,324	+18%	自動車製造、半導体・液晶生産ライン、空港向けシステムの受注減少も、自動車生産ライン及び空港向けシステム受注残高の切崩し及び価格転嫁により、増収増益
		セグメント利益	55	98	+79%	
	Clean Factomation(韓国事業)	売上高	320	225	(30%)	半導体市況軟化の影響を受け、投資意欲が旺盛だった前年同期の受注を大きく下回り、減収減益
		セグメント利益	27	12	(56%)	
	その他	売上高	1,005	1,046	+4%	ダイフクプラスモアでの洗車機販売数増及び、海外でのマテハンシステムの受注残高切崩しにより増収も、オセアニアでの案件における一過性コスト計上に伴い減益
		セグメント利益	46	20	(57%)	
連結合計	売上高	4,357	4,374	+0%		
	セグメント利益	318	323	+2%		
	セグメント利益率	7.3%	7.4%	+0%		

会社名	セグメント別決算	概要				
	セグメント	(億円)	22/4-12	23/4-12	差異	
<b>豊田自動織機</b> 国内マテハン 業績見通し: 修正なし 【売上高】 36,000億円 【営業利益】 2,000億円	産業車両	売上高	16,724	18,842	+13%	フォークリフトトラック販売が国内で減少も、北米・欧州で増加。物流ソリューション売上も円安効果などにより堅調に推移しており、増収増益
		営業利益	1,070	1,354	+27%	
	自動車	売上高	6,947	8,310	+20%	RAV-4は国内で減少も、海外で増加。カーエアコン用コンプレッサーは中国で減少も、北米・欧州で増加。電池・DCコンバーター等電子機器/エンジンも増加し、増収増益
		営業利益	213	521	+144%	
	繊維機械	売上高	624	705	+13%	紡機や繊維等の販売数量が増加し、増収効果もあり増収増益
		営業利益	64	69	+8%	
	その他	売上高	381	419	+10%	
		営業利益	38	68	+79%	
	連結合計	売上高	24,676	28,276	+15%	
		営業利益	1,387	2,009	+45%	
	営業利益率	5.6%	7.1%	+1%		

出所: IR資料

# 四半期決算概要 国内(続き)

## インダストリアルテック関連事業

会社名	セグメント別決算	概要				
	セグメント	(億円)	22/3-11	23/3-11	差異	
<b>YASKAWA</b> 国内ロボット 業績見通し: 修正なし 【売上高】 5,800億円 【営業利益】 700億円	モーションコントロール	売上高	1,885	1,981	+5%	ACサーボは半導体・電子部品向け需要が低迷し、減収も、インバータは、米国オイルガス・アセアンやインドでのインフラ関連需要が堅調に推移し、全体でも増収増益
		営業利益	261	285	+9%	
	ロボット	売上高	1,618	1,669	+3%	欧米で人件費高騰・労働力不足を背景とした生産の高度化・自動化の投資が堅調に推移、価格転嫁や高付加価値提案の効果も相まり、増収増益
		営業利益	177	186	+5.1%	
	システムエンジニアリング	売上高	348	402	+16%	日米における太陽光発電用パワーコンディショナや海外の湾岸クレーン関連の販売が堅調に推移、増収増益
		営業利益	8	16	+103%	
	その他	売上高	224	192	(14%)	物流サービス事業等で構成され、前年同期比で減収減益
		営業利益	6	1	(86%)	
	連結合計	売上高	4,075	4,243	4%	
		営業利益	481	465	(3%)	
	営業利益率	11.8%	11.0%	(1%)		

## OMRON

会社名	セグメント別決算	概要				
	セグメント	(億円)	22/4-12	23/4-12	差異	
国内FA 業績見通し: 下方修正 【売上高】 8,100億円 【営業利益】 240億円 (▲210億円)	IAB(制御機器事業)	売上高	3,591	3,019	(16%)	中華圏において二次電池や半導体関連の投資が低調に推移し、販売代理店での在庫滞留が相次ぎ、滞留在庫に対する評価損の計上により、減収減益
		営業利益	645	183	(72%)	
	HCB(ヘルスケア事業)	売上高	1,067	1,167	+9%	欧州での血圧計の需要が堅調に推移し、中国における呼吸器疾患の増加によるネブライザ等の防疫関連商品も堅調に推移したため、増収増益
		営業利益	131	165	+27%	
	SSB(社会システム事業)	売上高	639	903	+41%	エネルギーソリューション事業にて、蓄電システムが好調に推移したほか、鉄道各社のNA設備投資が増加したことで、駅務システム事業も好調に推移し、増収増益
		営業利益	(2)	55		
	DMB(電子部品事業)	売上高	1,050	885	(16%)	インフレによるグローバルでの投資抑制・生産活動の停滞により、減収減益
		営業利益	135	31	(77%)	
	DSB(デジタルソリューション事業) <sup>(1)</sup>	売上高	-	74	-	製薬企業および保険会社との取引量、さらに遠隔読影サービスを利用する医療機関数などが拡大し、増収増益
		営業利益	-	6	-	
連結合計	売上高	6,380	6,080	(5%)		
	営業利益	729	266	(64%)		
	営業利益率	11.4%	4.4%	(7%)		

出所: IR資料

(1) 医療データベース(レセプト・医療品ほか)の開発・提供、医療ビッグデータの分析等を行うセグメントで23/12期に新設。

# 四半期決算概要 国内(続き)

## インダストリアルテック関連事業


会社名	セグメント別決算	概要				
	セグメント	(億円)	22/4-12	23/4-12	差異	
<b>Hirata</b> 国内FA 業績見通し: 売上高下方・ 営業利益上方修正 【売上高】 830億円(▲70億円) 【営業利益】 62億円(+8億円)	自動車関連	売上高	212	268	+27%	自動車メーカーからのEV関連設備投資受注は引き続き堅調であるものの前年比では受注減。一方で売上高はEV関連の売上が寄与し前年比で増加
	営業利益	9	19	+115%		
	半導体関連	売上高	204	201	(1%)	半導体市場の在庫調整等により受注は減少。ウェーハ搬送関連の生産が進むもその他の半導体関連の案件減少により売上高は微減
	営業利益	26	37	+39%		
	その他自動車省力機器	売上高	120	122	+2%	車載向けFPDで売上増となるも、有機ELの売上減等により、前年比で利益率が悪化
	営業利益	10	4	(61%)		
	その他	売上高	17	19	+12%	
	営業利益	(0)	(0)	NA	-	
	合計	売上高	552	610	+11%	
	営業利益	45	59	+32%		
営業利益率	8.1%	9.7%	+2%			

## ■ Kawasaki

会社名	セグメント別決算	概要				
	セグメント	(億円)	22/4-12	23/4-12	差異	
その他 コングロマリット 業績見通し: 上方修正 【売上高】 18,400億円 【営業利益】 430億円 (+30億円)	精密機械・ロボット	売上高	1,791	1,587	(11%)	中国建機市場での需要低迷に伴う油圧機器の減少及び産業用ロボット全般の需要が減少した影響で減収減益
	営業利益	74	(43)	NA		
	航空宇宙システム	売上高	2,386	2,355	(1%)	防衛省・民間航空向け分担製造品及びエンジン製造品は増収も、PW1100G-JMエンジン不具合に伴う特別損失を一括計上したことで、大幅に減収減益
	営業利益	137	(355)	NA		
	車両	売上高	923	1,358	+47%	北米での大型案件の受注があった前期と比べると受注高は大きく減少。売上では国内向けやアジア向け車両が減少したものの米国向けが増加したことにより増収
	営業利益	7	26	+271%		
	エネルギーソリューション & マリン	売上高	2,123	2,343	+10%	エネルギー事業やLPG/アンモニア運搬船を中心とした船舶事業が好調に推移し、持分法による投資利益の増益に伴い、増収増益
	営業利益	93	166	+78%		
	パワースポーツ&エンジン	売上高	4,137	4,044	(2%)	欧州向け二輪車及び北米向け四輪車販売が増加した一方で、新興国向け二輪車や汎用エンジンが減少したことで減収。減収に加え、販売促進費・固定費増加・北米向け四輪車に係るリコール関連費用計上により減収
	営業利益	537	320	(40%)		
その他事業	売上高	600	602	+0%		
営業利益	33	15	(55%)	-		
連結合計	売上高	11,963	12,290	+3%		
営業利益	808	7	(99%)			
営業利益率	6.8%	0.1%	(7%)			

# 四半期決算概要 国内(続き)

## インダストリアルテック関連事業

会社名	セグメント別決算	概要					
	セグメント	(億円)	22/4-12	23/4-12	差異		
 その他 コングロマリット	インダストリー・モビリティ-FAシステム	売上高	6,193	5,797	(6%)	半導体等のデジタル関連分野での減少に加え、リチウムイオンバッテリー等脱炭素関連で、国内外で需要が減少し、減収減益。受注も前年同期比で減少	
		営業利益	1,020	771	(24%)		
	インダストリー・モビリティ-自動車機器	売上高	5,930	6,932	+17%	半導体需給改善に伴う新車販売台数増加や、EV市場拡大に伴うモーター・インバーター等電動化関連製品の増加、自動車用電装品・ADAS関連製品が増加し、増収増益	
		営業利益	(236)	176	NA		
	インフラ	売上高	6,146	6,598	+7%	社会システムにて、国内外の交通・公共事業が増加。電力システムでは発電・電力流通事業が増加し、防衛・宇宙システムでの大口案件獲得により、増収増益	
		営業利益	(122)	22	NA		
	ライフ	売上高	14,307	15,195	+6%	ビルシステム事業では、中国を除くアジア及び国内・欧州にて増加。空調・家電機器事業では、脱炭素化の動きを受け、空調機器が欧州・アジアにて増加し、増収増益	
		営業利益	707	1,044	+48%		
	ビジネスプラットフォーム	売上高	915	964	+5%	レガシーシステム更新やDX導入関連需要が堅調に推移し、システムインテグレーション、IT新フラサービス事業の増加により、増収増益	
		営業利益	53	54	+3%		
	【売上高】 52,000億円	セミコンダクター・デバイス	売上高	2,089	2,143	+3%	民生・電鉄・電力会社向けパワー半導体需要が堅調に推移し増収も、コスト増加などの影響により減益。民生向けパワー半導体需要は前年同期比で減少
		営業利益	257	247	(4%)		
	【営業利益】 3,300億円	その他	売上高	6,094	6,157	+1%	資材調達・ソフトウェア関係会社の売上増加に伴い増収も、売上案件の変動に伴う利益変動や、各種コスト増加の影響で減益
	営業利益	235	219	(7%)			
	連結合計	売上高	41,674	43,785	+5%		
		営業利益	1,914	2,533	+32%		
		営業利益率	4.6%	5.8%	+1%		

# 四半期決算概要 国内(続き)

## インダストリアルテック関連事業

会社名	セグメント別決算	概要				
HITACHI Inspire the Next	セグメント	(億円)	22/4-12	23/4-12	差異	
その他 コングロマリット	デジタルシステム& サービス	売上高	16,780	18,232	+9%	フロントビジネス・ITサービスとも、Lumada事業が好調に推移したほか、GlobalLogicの成長やストレージ販売の回復、DX/クラウドサービスの増加により増収増益
	調整後EBITA	1,883	2,221	+18%		
業績見通し: 上方修正	グリーンエネルギー& モビリティ	売上高	17,079	21,285	+25%	原子力・日立パワーソリューションズ、エネルギー事業の堅調な推移。鉄道システムは一部不採算案件の影響を受けるも、大口案件進展により、増収増益
	調整後EBITA	1,015	1,270	+25%		
業績見通し: 上方修正	コネクティブ インダストリーズ	売上高	21,704	22,039	+2%	日立ハイテク(計測・分析)が半導体製造装置売上減に伴い減収減益となり、ビルシステム・インダストリアルデジタルBU等が増収増益も、セグメント全体では増収減益
	調整後EBITA	2,274	2,244	(1%)		
業績見通し: 上方修正	オートモティブ システム	売上高	13,772	11,644	(15%)	日立Astemoの持分法適用会社化に伴い、10月まで連結計上
	調整後EBITA	399	507	+27%		
業績見通し: 上方修正	日立建機	売上高	4,751	-	(100%)	売却済
	調整後EBITA	432	-	(100%)		
【売上高】 94,500億円(+3,000億円)	日立金属	売上高	8,477	-	(100%)	売却済
	調整後EBITA	431	-	(100%)		
【調整後営業利益】 7,400億円(+200億円)	その他	売上高	3,487	3,681	+6%	-
	調整後EBITA	(0)	135	NA		
業績見通し: 上方修正	合計	売上高	81,088	72,182	(11%)	
		調整後営業利益	5,275	5,257	(0%)	
		営業利益率	6.5%	7.3%	+1%	
		調整後EBITA	6,242	6,322	+1%	

# 四半期決算概要 海外

## インダストリアルテック関連事業


会社名	セグメント別決算		概要			
<b>Honeywell</b> 海外マテハン 2023年12月期 (第4四半期)	セグメント	(USD MM)	22/1-12	23/1-12	差異	
	Safety and Productivity Solutions	売上高	6,907	5,489	(21%)	軟調な市況に伴いWarehouse and Workflow 及び Productivity Solutionsの受注量が減少したことにより、減収減益
		営業利益	1,080	901	(17%)	
	Aerospace	売上高	11,827	13,624	+15%	航空輸送の旺盛な需要が継続しており、民間航空機事業(アフターマーケット)及び軍事・宇宙関連事業が好調に推移し、増収増益
		営業利益	3,228	3,741	+16%	
	Honeywell Building Technologies	売上高	6,000	6,031	+1%	建築資材(セキュリティ関連)の販売が微減も、ソリューション事業が堅調に推移したことにより増収。部材価格高騰の影響を受けるも、生産性向上により増益
		営業利益	1,439	1,505	+5%	
	Performance Materials and Technologies	売上高	10,727	11,506	+7%	ライフサイエンス事業におけるフッ素の好調な推移に支えられ、HPSが増収。UOPも増収したことで、セグメント全体で増収増益
		営業利益	2,354	2,549	+8%	
	連結合計	売上高	35,466	36,662	+3%	
営業利益		7,689	8,304	+8%		
営業利益率		22%	23%	+1%		


会社名	セグメント別決算		概要			
<b>KION GROUP</b> 海外マテハン 2023年12月期 (第4四半期)	セグメント	(EUR MM)	22/1-12	23/1-12	差異	
	Industrial Trucks & Services	売上高	7,356	8,480	+15%	EMEA及びアメリカでの需要は減速も、その他地域でのフォークリフトやWarehouse Truckの旺盛な需要に支えられ、価格転嫁も進んだことで増収増益
		営業利益	376	831	+103%	
	Supply Chain Solutions	売上高	3,807	2,997	(21%)	Warehouse Automation Solution市場の軟調な推移や、プロジェクト進捗遅れ等により、受注・売上とも大幅に減少し減収も、不採算案件の排除により、大幅に増益
		営業利益	(147)	(72)	NA	
	連結合計	売上高	11,136	11,434	+3%	
営業利益		168	661	+293%		
営業利益率		1.5%	5.8%	+4%		



# 四半期決算概要 海外(続き)

## インダストリアルテック関連事業

会社名	セグメント別決算	概要				
	セグメント	(USD MM)	22/1-12	23/1-12	差異	
 海外FA  2023年12月期 (第4四半期)	Robotics & Discrete Automation	売上高	3,181	3,640	+14%	サプライチェーンの在庫調整の影響により、受注高は前年比で大幅減少。特に中国での減少が顕著。一方で、価格上昇と前期からの受注残高の切り崩しにより、FY23は増収増益  複数年契約の大型契約を受注するなど、受注は好調に推移。受注済み案件の売上化も進み増収。全セグメントで利益率は改善し特に測定・分析分野が利益率改善を牽引  住宅向けで特に米・中国で落ち込みが見られたが住宅向け以外の市況は堅調に推移 営業利益は価格転嫁・生産効率改善・生産規模拡大により前年比で+25%となった  プロセス関連事業での受注は好調も、HVAC・パルプ・製紙・セグメントでの受注は減少。全地域にて受注は2桁成長し、増収増益・利益率向上も達成
		営業利益	340	536	+58%	
	Process Automation	売上高	6,044	6,270	+4%	
		営業利益	848	909	+7%	
	Electrification	売上高	13,619	14,584	+7%	
		営業利益	2,343	2,937	+25%	
	Motion	売上高	6,745	7,814	+16%	
		営業利益	1,163	1,475	+27%	
	連結合計	売上高	33,988	33,818	(1%)	
		営業利益	4,510	5,427	+20%	
営業利益率		13.3%	16.0%	+3%		

会社名	セグメント別決算	概要				
	セグメント	(EUR MM)	22/10-12	23/10-12	差異	
 海外FA  2024年9月期 (第1四半期)	Digital Industries	売上高	4,795	4,562	(5%)	顧客の在庫調整が継続しており市況は前年同期比で軟化。特に中国を中心とするアジア・オセアニア地域の受注・売上が大幅減少。減収及び稼働率の低下影響で現役  米国・ドイツにおけるビル事業の伸長とデータセンター顧客からの需要好調が影響し増収。増収・稼働率向上に加え、過去のポートフォリオ活動に関連し計上していた負債の取崩しによるプラス影響で過去最高益  オーストラリアでの2件の受注をはじめとする大型案件の増加により受注高は大幅増。前期からの好調な受注残の売上計上に伴い増収増益を達成  Varian事業の高成長をはじめとし各事業で増収 増収及び診断薬事業の事業改革に関連したコスト削減により収益性も改善し増益  Siemens Financial Servicesは収益性好調。Debtビジネスではリスク引当金の費用減少、Equityビジネスでは株式売却益の計上が発生
		営業利益	1,119	895	(20%)	
	Smart Infrastructure	売上高	4,585	4,827	+5%	
		営業利益	704	885	+26%	
	Mobility	売上高	2,446	2,700	+10%	
		営業利益	195	251	+29%	
	Siemens Healthineers	売上高	5,079	5,175	+2%	
		営業利益	636	692	+9%	
	Other	売上高	1,046	1,043	(0%)	
		営業利益	332	338	+2%	
	連結合計	売上高	19,070	18,412	(3%)	
		営業利益	1,644	2,535	+54%	
		営業利益率	8.6%	13.8%	+5%	



# 02

株価・バリュエーション推移

# 株価・バリュエーションサマリー

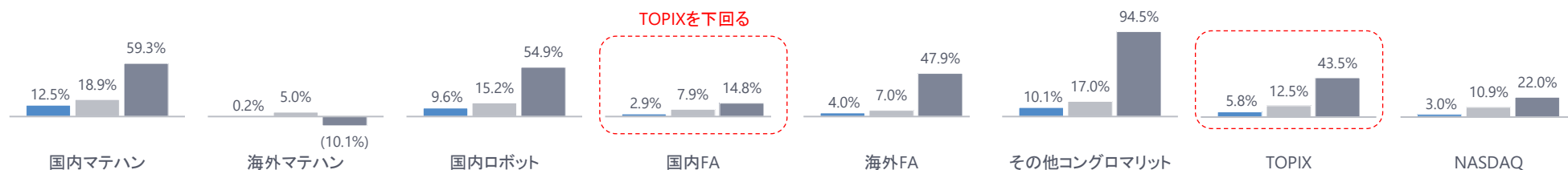
海外勢の売上高・EBITDAは大きな成長を実現。成長が鈍化している国内FAの株価はTOPIXを下回るパフォーマンスで推移  
好調な株式市場に支えられる形で、国内・海外のバリュエーション(EV/EBITDA)は近い水準になっている

## Trading Analysis Summary

	Stock Price Performance <sup>(1)</sup>			Multiples <sup>(2)</sup>				FY2022A–2023E Growth		FY+1 Margin
	1 Month	2024 YTD	3Yr. <sup>(3)</sup>	EV/EBITDA	EV/EBIT	PER	PBR	Revenue	EBITDA	EBITDA %
国内マテハン	12.5%	18.9%	59.3%	9.1x	13.5x	15.5x	1.5x	8.5%	15.1%	10.9%
海外マテハン	0.2%	5.0%	(10.1%)	12.7x	16.2x	21.6x	4.5x	9.5%	27.6%	21.2%
国内ロボット	9.6%	15.2%	54.9%	14.5x	19.4x	21.5x	2.6x	(1.6%)	(8.9%)	17.4%
国内FA	2.9%	7.9%	14.8%	14.0x	17.8x	20.5x	1.8x	(4.6%)	(19.3%)	15.3%
海外FA	4.0%	7.0%	47.9%	16.4x	19.9x	26.7x	5.0x	7.0%	16.0%	20.6%
その他コングロマリット	10.1%	17.0%	94.5%	8.4x	15.4x	18.8x	1.5x	2.1%	(11.1%)	9.5%
TOPIX	5.8%	12.5%	43.5%	--	--	--	--	--	--	--
NASDAQ	3.0%	10.9%	22.0%	--	--	--	--	--	--	--
DAX	4.3%	6.4%	28.2%	--	--	--	--	--	--	--

## Stock Price Performance

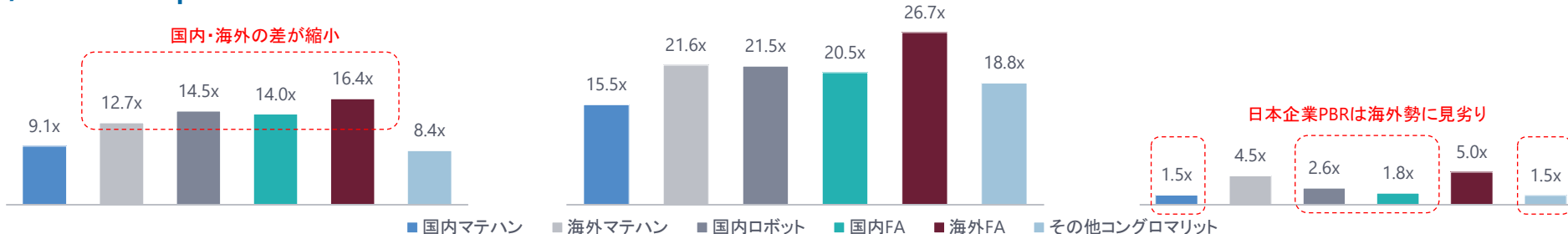
■ 1 Month ■ 2024 YTD ■ 3Yr.



## EV/EBITDA Multiple

## PER

## PBR



出所: Capital IQ

Note: (1)2024年2月29日時点の株価を参照して各種計算

(2)Multiples について、PBR以外はFY+1の数字、PBRはLTMを使用

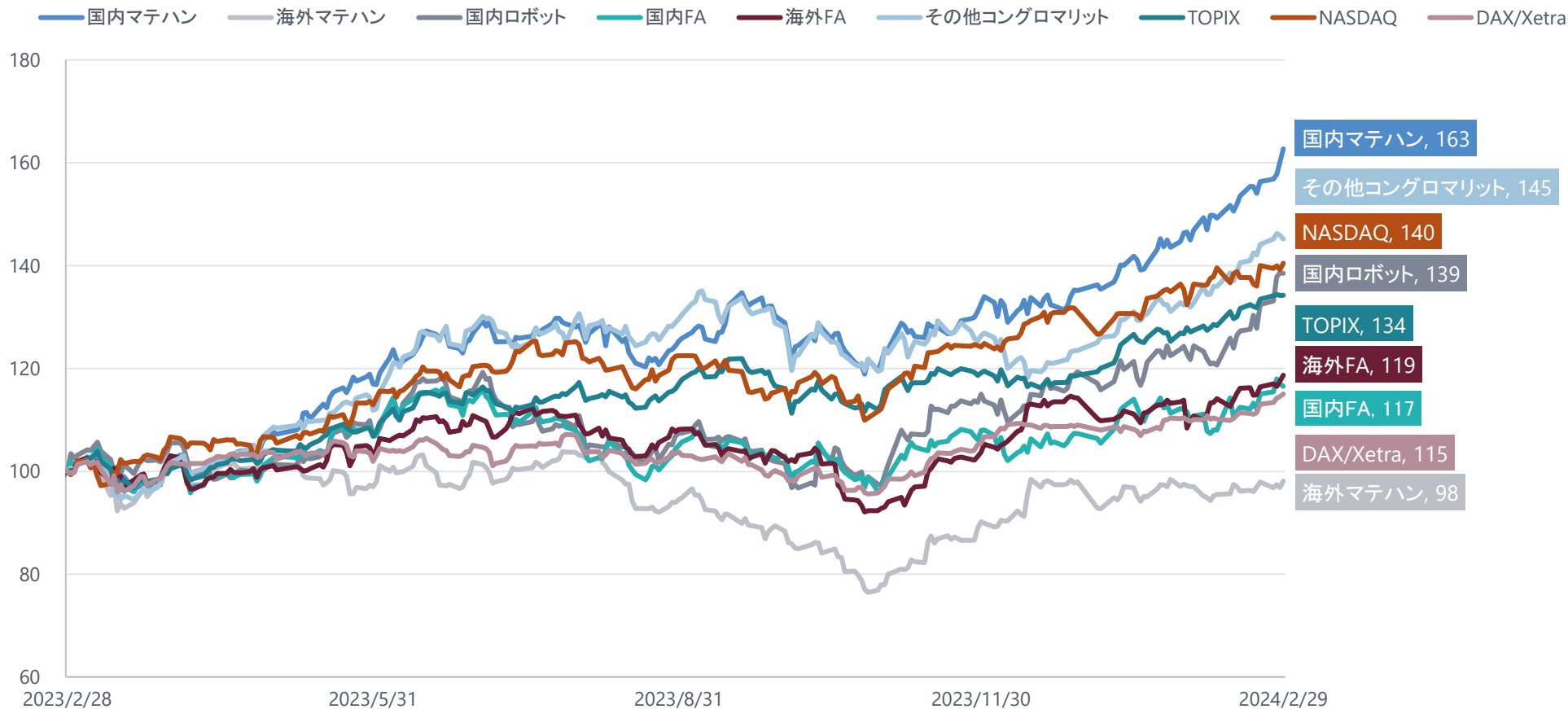
(3)海外マテハンの3Yr.Stock performanceからはAutoStoreの数字は除外して計算

(4)国内マテハンについては、すべての計算から村田機械(非上場)の値を除外

# 株価推移 業種別株価推移(23年2月28日～24年2月29日)

海外マテハンを除き直近1年間はすべてのカテゴリで右肩上がりである一方、国内・海外FAはTOPIX、NASDAQを下回る水準で推移

## 株価指数推移(業界別)

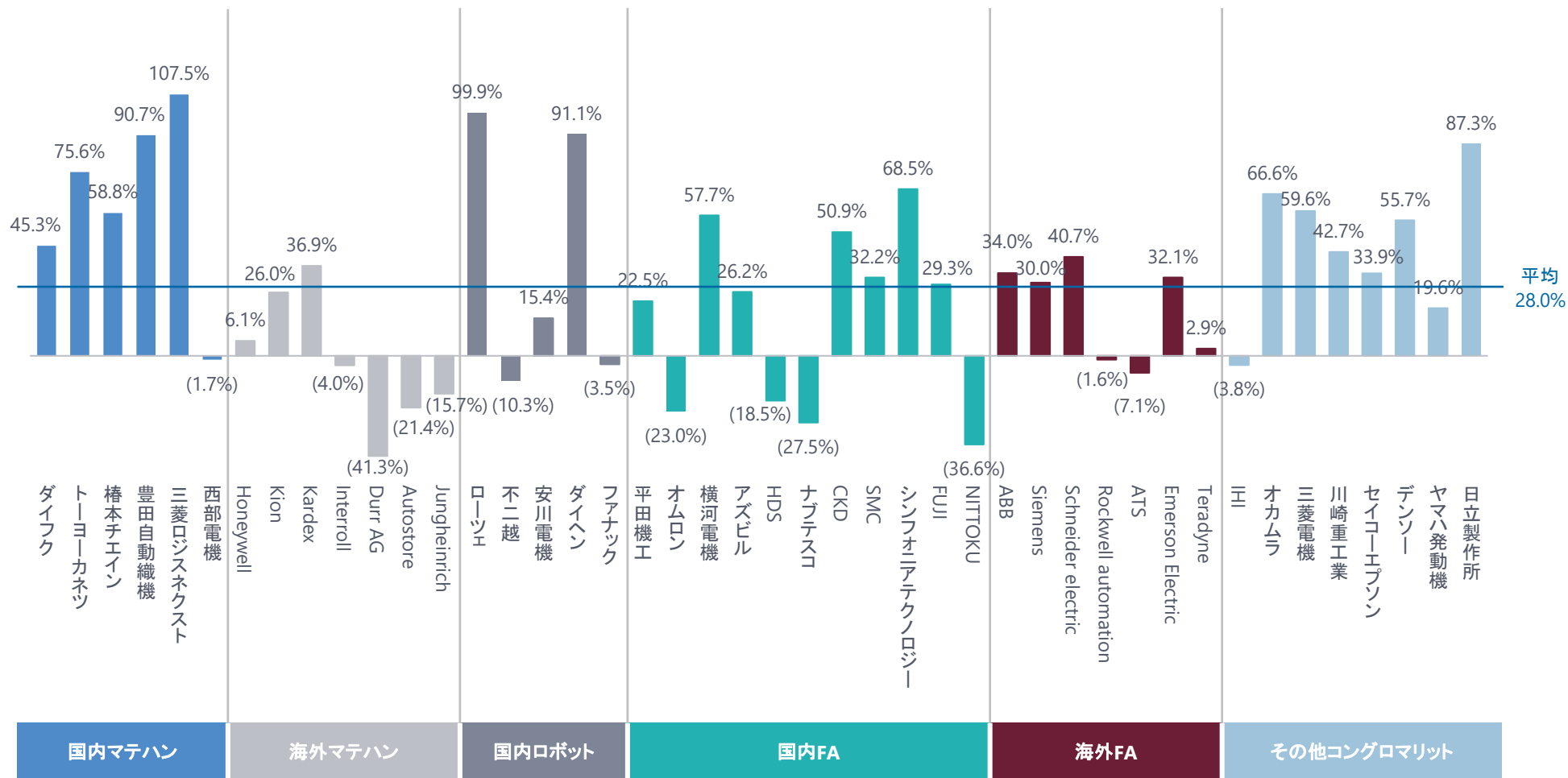


出所: Capital IQ  
(1) 2023年2月28日時点の数値を100として指数化し、各業界ごとの平均値を使用

# 株価推移 (cont.) 個別企業株価騰落率 - 1年前(23年2月28日) vs 直近(24年2月29日)

多くの企業が成長傾向にあるものの、海外マテハンは自動化ブームの渦中にあった2023年初頭に比して下落が目立つ。また、前四半期に引き続き、海外マテハン銘柄や中国景気後退のあおりを受けた国内FA企業等の株価は低調に推移

## 各社株価騰落率

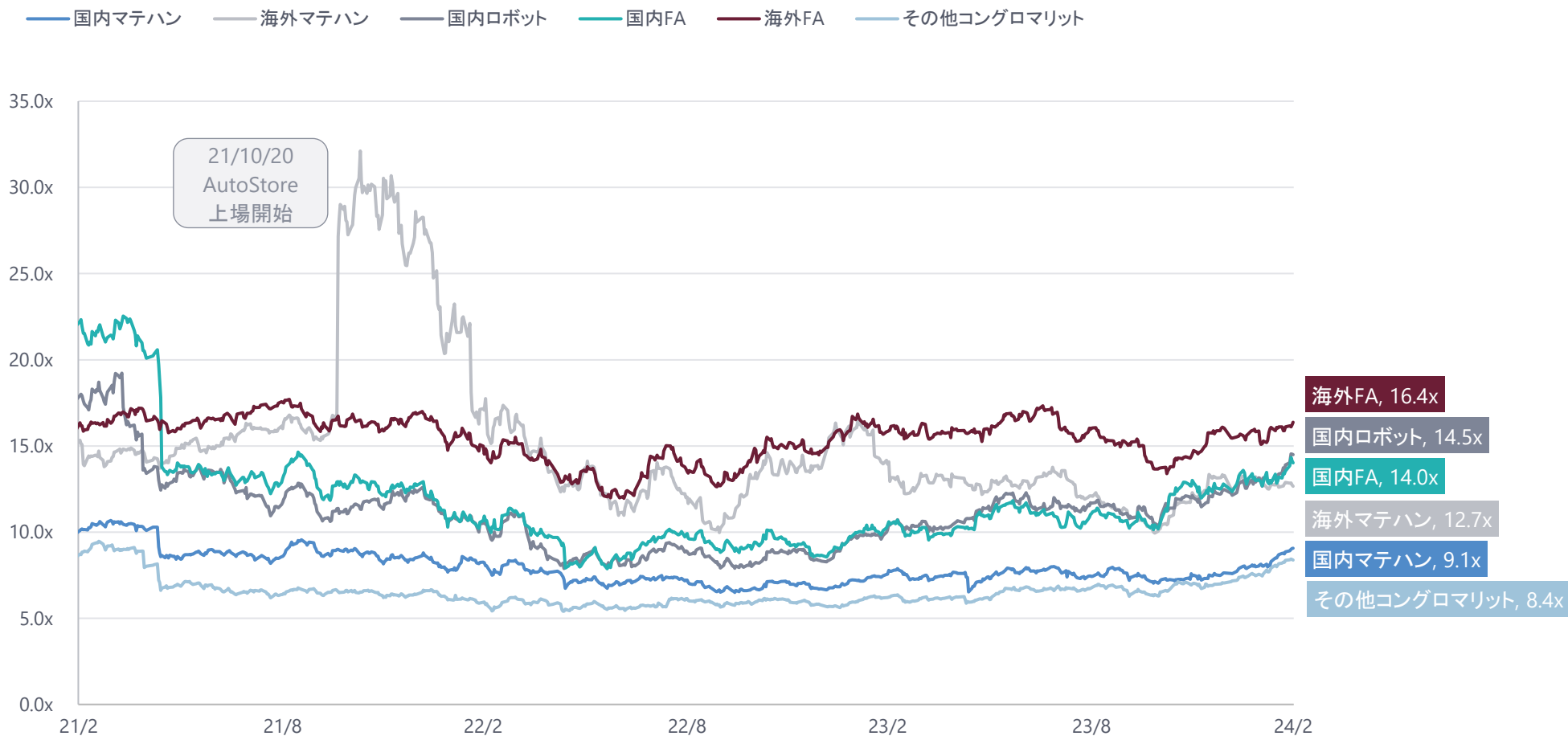


出所: Capital IQ  
 (1) 2023年2月28日と2024年2月29日の終値にて、各社株価騰落率を計算

# バリュエーション推移 業種別バリュエーション推移(21年2月28日から24年2月29日)

低迷する業績に比して株価が好調な国内FA関連を筆頭に、株高を追い風に各カテゴリでバリュエーションは上昇傾向

## EV/EBITDAマルチプル(平均)推移



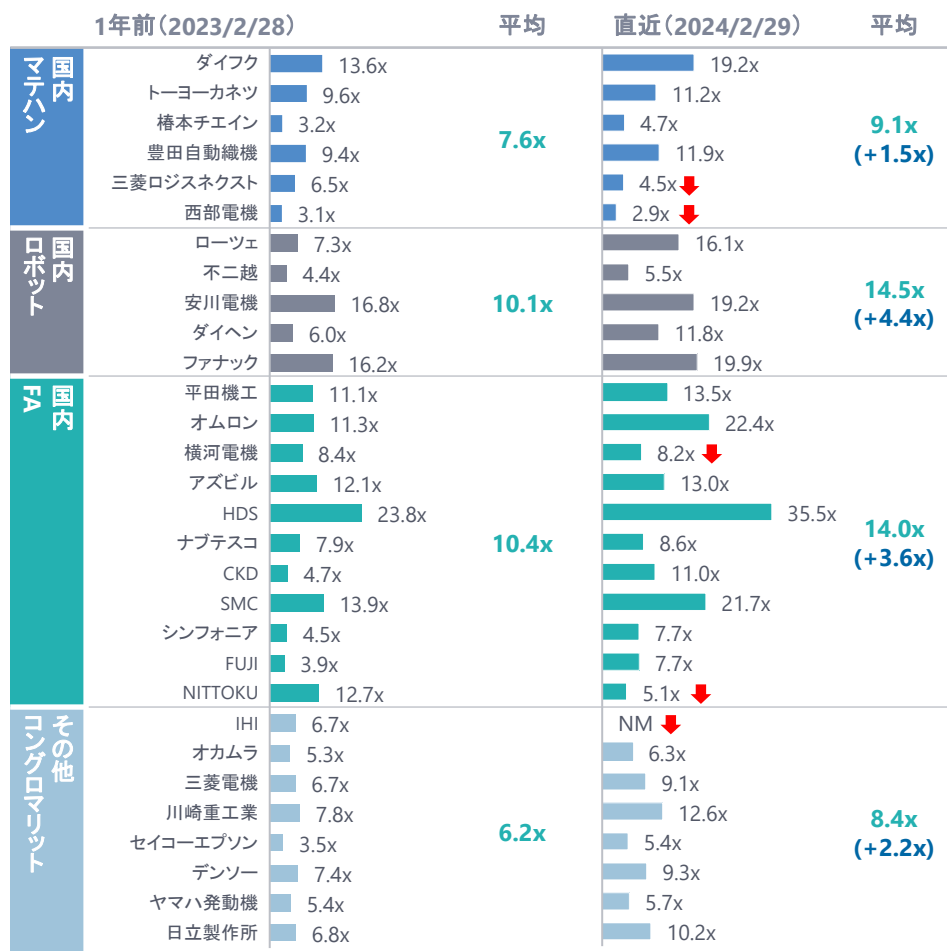
出所: Capital IQ

(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会社予想値を採用

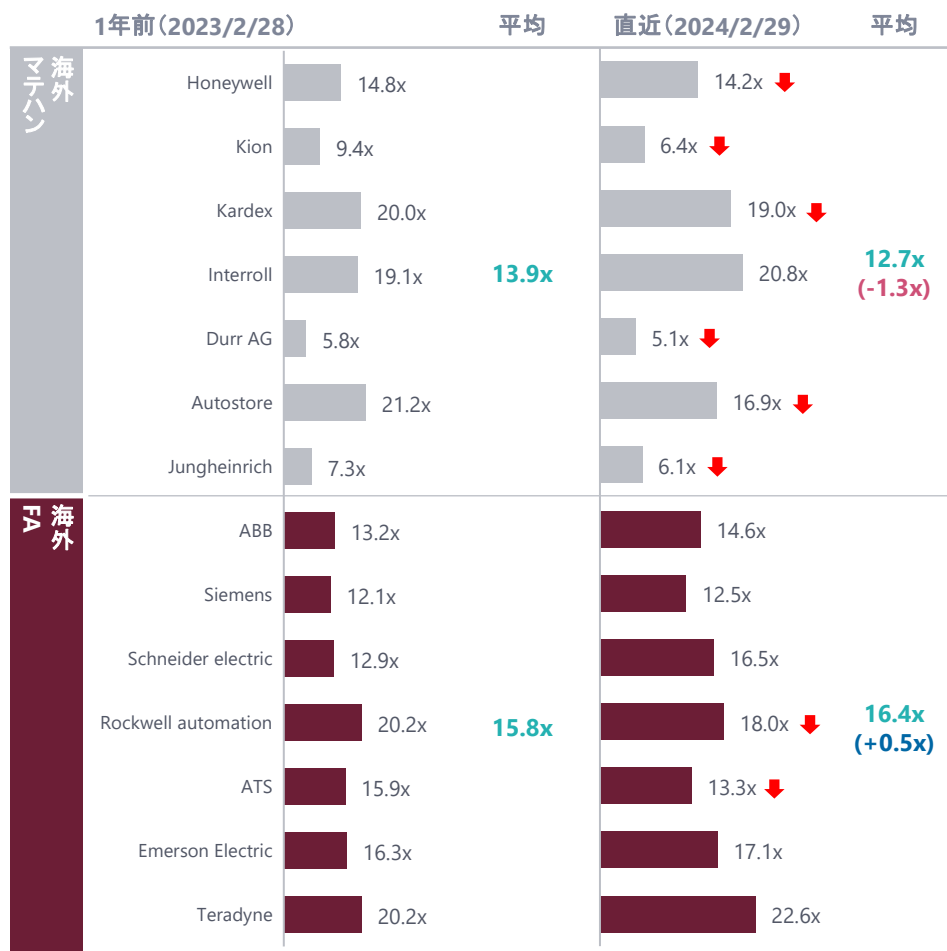
# 個別企業バリュエーション騰落率 - 1年前(23年2月28日) vs 直近(24年2月29日)

前期に引き続きローツェ、安川電機、ファナックがけん引する形で国内ロボットのValuationは大きく上昇。国内FAは中国市場の低迷に伴い業績が大きく下落も、株価の下落幅は業績ほど大きくはなく、結果としてValuationは上昇

## 1年前と直近のEV/EBITDAマルチプル比較 (国内)



## 1年前と直近のEV/EBITDAマルチプル比較 (海外)







出所: Capital IQ

(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会社予想値を採用

## (ご参考)国内 vs. 海外におけるPBR構成要素の分析

昨今話題となっている「PBR 1倍割れ問題」に関して、国内と海外企業を比較。海外企業は売上高当期純利益率が高いことに加え、財務レバレッジを生かしたM&A戦略を実行するなど、企業価値を高める施策を取っていることが伺える

会社名	PBR		=	PER		×	ROE				
	時価総額	÷	自己資本	時価総額	÷	当期純利益	売上高 当期純 利益率	×	総資産 回転率	×	財務 レバ レッジ
(JPY MM)											
		<b>9.1x</b>			<b>26.8x</b>			<b>33.8%</b>			
	4,897,735	÷	540,885	4,897,735	÷	182,699	<b>13.3%</b>	×	80.6%	×	<b>3.1x</b>
		<b>8.2x</b>			<b>22.9x</b>			<b>35.7%</b>			
	19,431,498	÷	2,377,211	19,431,498	÷	848,276	<b>15.4%</b>	×	59.6%	×	<b>3.9x</b>
		<b>0.7x</b>			<b>11.8x</b>			<b>6.1%</b>			
	174,964	÷	241,856	174,964	÷	14,785	5.6%	×	71.0%	×	<b>1.5x</b>
		<b>0.8x</b>			<b>10.4x</b>			<b>7.7%</b>			
	23,468	÷	29,327	23,468	÷	2,254	7.0%	×	64.3%	×	<b>1.7x</b>
		<b>0.5x</b>			<b>12.4x</b>			<b>4.0%</b>			
株式会社 不二越	79,948	÷	162,713	79,948	÷	6,469	2.4%	×	71.7%	×	<b>2.3x</b>
		<b>0.9x</b>			<b>16.1x</b>			<b>5.7%</b>			
	34,254	÷	37,190	34,254	÷	2,132	7.8%	×	52.2%	×	<b>1.4x</b>

出所: Capital IQ  
 Note: Capital IQが提供するLTMベースの財務数値をそれぞれ用いてHLにて計算

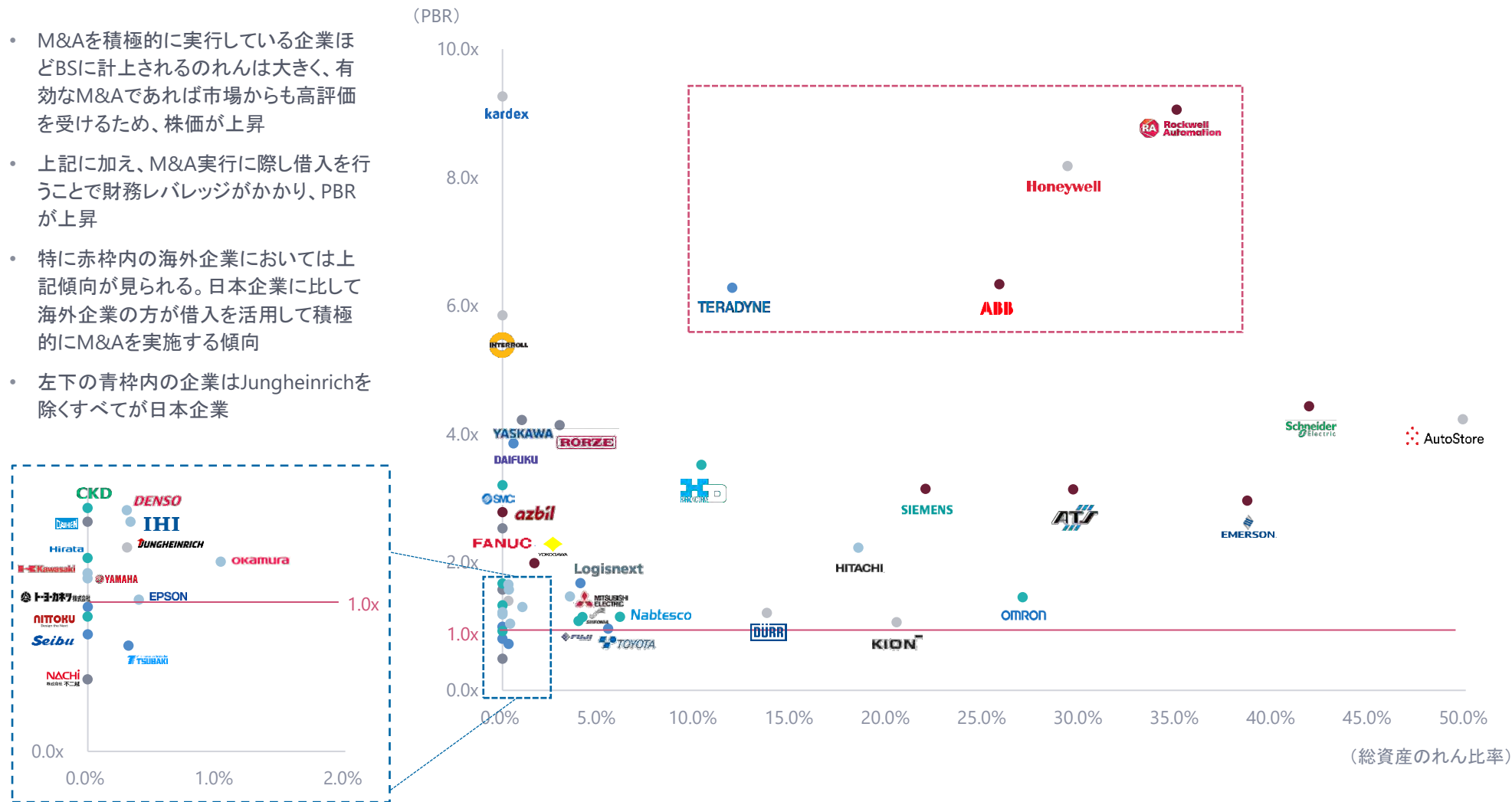


# (ご参考)総資産に占めるのれん割合とPBRの相関関係

のれん割合が高い海外企業(=M&Aを積極的に実行していると考えられる海外企業)のPBRは高水準となっている

## のれん比率とPBRの相関関係

- M&Aを積極的に実行している企業ほどBSに計上されるのれんは大きく、有効なM&Aであれば市場からも高評価を受けるため、株価が上昇
- 上記に加え、M&A実行に際し借入を行うことで財務レバレッジがかかり、PBRが上昇
- 特に赤枠内の海外企業においては上記傾向が見られる。日本企業に比して海外企業の方が借入を活用して積極的にM&Aを実施する傾向
- 左下の青枠内の企業はJungheinrichを除くすべてが日本企業



出所: Capital IQ, 会社公開資料

Note: (1) Jungheinrich、シンフォニアテクノロジー、セイコーエプソン、デンソーは、直近期末ののれん残高を使用  
(2) 豊田自動織機、三菱電機は24/3期3Q四半期報告書にて開示されている貸借対照表上の“のれん及び無形固定資産”の額を使用

03

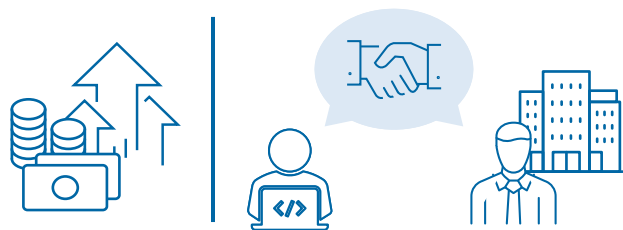
M&A動向



# 2024年のM&Aのテーマ

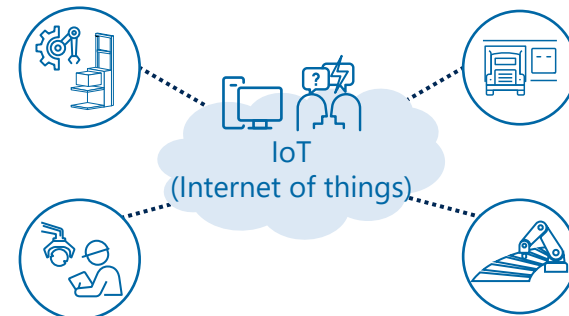
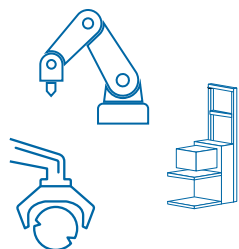
## ① スタートアップとの提携・買収

- デジタル技術を中心とした特定分野に強みを持つスタートアップとの提携・投資への動きが活発化



## ② ソリューション指向

- 産業用ロボットやFA機器、マテリアルハンドリング機器のモノ売りが従来メインであったが、近年は、IoTやAI等を活用したデジタルソリューションの提供を通じたコト売りを目指す動きが加速



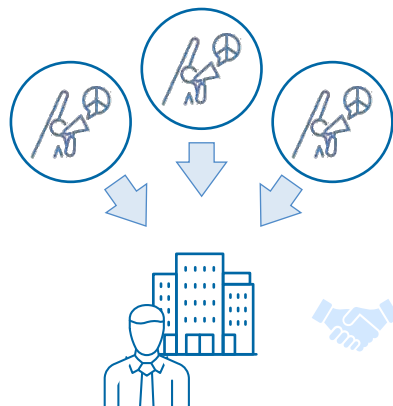
## ③ 倉庫管理システムにおける主導権争い

- 自動倉庫システム(WMS、WES、WCS)業界において、物流企業・マテリアルハンドリング企業、コングロマリットの3業種が加速



## ④ 外圧をきっかけとした業界再編

- アクティビスト・エンゲージメントファンド等の圧力による業界再編の動きが加速\*



## ⑤ 業績悪化によるポートフォリオの見直し

- 業績不振のマテハン・ロボット・FA部門の売却が業界再編のきっかけに



# 「物流2024年」問題へのFA・マテハン各社の取り組み

「物流2024年問題」への対応として自動化・省人化を推進するマテハン機器への需要が増加。また、サプライチェーン全体の効率化のためマテハン各社とデータ/ソフトウェア企業との連携や、大手IT企業による物流・製造工程DXへの取組みなども活性化

『「物流の2024年問題」を迎え打つマテハン機器・システム』-日本物流新聞

『「物流2024年問題」解決へ...マテハン、自動化の提案続々』-日刊工業新聞

- 「物流の2024年問題」は、他業種では5年前から適用されている働き方改革関連法の規制が、トラックドライバーにも適用されることで起こる諸問題のことを指す

## 荷待ち時間の削減が即効性アリ?

- 国土交通省の調査によれば、現状トラックドライバーの1運行の平均拘束時間の内、荷待ち・荷役作業などに関わる時間は3時間を超える。これを1時間以上短縮すると、トラックドライバーの走行時間を規制適用前程度は確保できると見られている
- 経済産業省による本問題対策への投資枠として例示されている物流機器・システムはパレタイザー・デパレタイザーやパース予約システム、レンタルパレット利用料、AMR、自動仕分け機、無人フォークリフトなどがある。いずれも、トラックパース周辺の省人化やDX化を短期間で実現できる製品が選ばれている印象だ

## 拠点配置の見直しも

- 荷主企業が水面下で着々と進めてきたことがある。物流網の見直しだ
- 物流拠点の増加によって需要が高まっているのが、高い保管効率と省力・省人化に寄与する製品だ。そもそも中継拠点は敷地面積を大きく取れないことや人手の分散に繋がる。そのため、小規模から始められる柔軟性の高い自動倉庫や在庫管理の手間を省くことのできるピッキングシステムに注目が集まっている

## 荷待ち解消、連携で技術確立

- マテハン各社は物流の「2024年問題」への対応のため、自動化の技術開発や提案活動を加速させる。オークラ輸送機(兵庫県加古川市)は自律移動ロボット(AMR)にパレタイズロボットを組み合わせ、倉庫内での移載作業の自動化提案を24年4月に始める。トラックの荷待ち時間の解消については、技術的に難しい要素も多い。各社は産学連携や業界をまたいだ連携を通じて自動化の確立を急ぎ、物流業界の課題解決を後押しする
- オークラ輸送機はAMRにパレタイズロボットを組み合わせた自動化を進める。ただトラックからの荷下ろしに活用する場合は、画像センサーの配置場所などが技術的に難しく、画像認識のスピードが遅くなる課題があるという。トラックの荷待ち時間の解消のためには、センサー技術の改良が欠かせない
- トラックからの荷下ろしには、デバンニングロボット(荷下ろしロボット)が効果を発揮する。そこでMujin(東京都江東区)は「トラックボット」の提案活動を本格化している。荷崩れしない最適な荷下ろし作業をロボットが自律的に判断するのが特徴だ
- 一方、荷待ち時間の解消にはトラックが倉庫に到着するタイミングに合わせて、AMRなどを稼働させる仕組みも求められる。日本物流システム機器協会の下代博会長(ダイフク社長)は「トラックと連動しないと、マテハンでいくら能力があっても対応できない」と運送事業者など関連業界の連携を訴える
- 産学連携も進んでいる。ダイフクは強度や形状などが統一されていない荷物でもつかめるような技術を大阪大学と開発中。同分野はロボットによる自動化が難しく、現場では人手に頼る部分も多いという。
- 一方、椿本チエインはスタートアップとの連携を強化する。立体倉庫からの取り出しやピッキングなどを自動化する「アストロクス」を開発しており、今後は同社が出資するイーグリス(東京都渋谷区)の人工知能(AI)技術を活用。導入前のシミュレーションで全体設計を詰め、幅広い現場で自動化できるよう検討する。

# アクセンチュアとMujinによるJVの設立

製造・物流現場でのオペレーションデータをサプライチェーン全体のデータと統合し、全社的な経営判断への活用推進を目指す

## 取引概要

- 2024年1月25日に、アクセンチュアとMujinが合弁会社 Accenture Alpha Automation株式会社を設立したことを発表
- 本合弁会社はアクセンチュアが70%、Mujinが30%の割合で出資
- 本合弁会社では主に以下の2つの事業を展開予定
  - 製造・物流領域における自動化構想立案/コンサルティング
  - 同領域におけるシステムインテグレーション

## 本JV設立の意義

### 意義

### 概要

#### 製造・物流バリューチェーンにおけるデータ主導型経営の実現

- ✓ 製造・物流オペレーション現場で生み出されるオペレーションデータを、全社情報基盤に一気に貫通で繋げることで全社のサプライチェーン状況や財務・マーケット情報等従来断絶されていたデータを統合し顧客の経営判断及びデータ主導型経営の実現支援を行うことを目指す

#### 自動化・省人化ソリューションの強化

- ✓ Mujinとアクセンチュアが蓄積してきた製造・物流現場のデータ・AGVやロボットアームに関する知見と、豊富な企業変革のノウハウやデジタル技術に果敢する知見を組み合わせることで、製造・物流領域における徹底した自動化・省人化ソリューションの創出を目指す

## Mujin会社概要

設立年	2011年												
拠点	東京本社、名古屋営業所、USオフィス、中国オフィス、ヨーロッパオフィス(オランダ)												
代表者	滝野一征(CEO)												
株主	Rosen Diankov(CTO)、滝野一征(CEO)、Huan Liu(VP・中国オフィス代表)、JAFCO、アクセンチュア、SBIインベストメント、日本郵政キャピタル 等												
従業員数	352人(24年1月時点、グループ計)												
事業内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ コンポーネント事業                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ ロボット・ビジョン・ハンド・AGVを纏めて制御し、複雑な工程の自動化を実現する知能ロボットコントローラの開発・販売</li> <li>➢ 主要メーカー10社のロボットアームに接続可能な汎用的知能ロボットコントローラであることが特徴</li> </ul> </li> <li>■ ソリューション事業                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 知能ロボットシステムによるピッキング工程の自動化ソリューションの開発・提供</li> <li>➢ AGVソリューションの開発・提供</li> </ul> </li> <li>■ ロボットエンジニアリング事業</li> </ul>												
沿革	<table border="1"> <tr> <td>2012年8月</td> <td>シリーズAにてUTECより75百万円を調達</td> </tr> <tr> <td>2014年8月</td> <td>シリーズBにJAFCO・UTECより6億円を調達</td> </tr> <tr> <td>2019年2月</td> <td>創業者2名(滝野氏・Rosen氏)によるUTEC保有の全株式の取得</td> </tr> <tr> <td>2019年6月</td> <td>アクセンチュアとの協業開始</td> </tr> <tr> <td>2023年6月</td> <td>シリーズCにて総額123億円を調達</td> </tr> <tr> <td>2023年10月</td> <td>シリーズCエクステンションラウンドで27億円を調達</td> </tr> </table>	2012年8月	シリーズAにてUTECより75百万円を調達	2014年8月	シリーズBにJAFCO・UTECより6億円を調達	2019年2月	創業者2名(滝野氏・Rosen氏)によるUTEC保有の全株式の取得	2019年6月	アクセンチュアとの協業開始	2023年6月	シリーズCにて総額123億円を調達	2023年10月	シリーズCエクステンションラウンドで27億円を調達
2012年8月	シリーズAにてUTECより75百万円を調達												
2014年8月	シリーズBにJAFCO・UTECより6億円を調達												
2019年2月	創業者2名(滝野氏・Rosen氏)によるUTEC保有の全株式の取得												
2019年6月	アクセンチュアとの協業開始												
2023年6月	シリーズCにて総額123億円を調達												
2023年10月	シリーズCエクステンションラウンドで27億円を調達												

# 製造・物流自動化推進に向けたデータ/ソフトウェア企業との提携・協業事例

省人化・自動化ニーズの高まりを受けて、マテハン機器メーカーが自動化に関するデータ・ソフトウェア知見を有する企業との連携強化を推進

## 樫本チエインとKDDI、物流倉庫DX合併会社「Nexa Ware」設立(24年1月)



### 「次世代型の物流倉庫自動化ソリューション」をワンストップ提供

- 両社はベンダーフリーな物流倉庫DXソリューション提供のために22年11月から業務提携を開始しており、迅速な事業展開とさらなる事業拡大を図るため新たにNexa Ware(樫本チエイン51%、KDDI49%保有)を設立

#### [Nexa Ware設立背景・市況]

- EC市場拡大により物流需要が増大する中、物流業界では慢性的な人手不足や物流2024年問題への対応が喫緊の課題となり、省人化や作業の効率化を図るべく物流倉庫の自動化ニーズが高まる
- 物流倉庫の自動化に向けて技術革新が進む一方で、従来型のソリューションでは、特定機器によるパターン化された組み合わせでの提供が主体となり、倉庫全体の自動化に最適なマテハン機器やロボットの選定・導入の障壁となっている。また、自動化の進展に伴い、複数の物流拠点の統合管理や全体最適化、遠隔操作・監視のための高度なネットワークやセキュリティが必要となる。加えて、倉庫内の工程変更や人員配置の見直しなど、実績データに基づいた分析、可視化、業務の最適化が求められる

#### [Nexa Ware事業内容]

- 樫本チエインのエンジニアリング力とメンテナンスサービスに加え、KDDIが持つ高品質なネットワーク・セキュリティサービスやデータ分析サービス・マネージドサービスを活かした、顧客の物流倉庫の環境構築実現の支援
- デジタルツインを活用したシミュレーション提供等による物流倉庫DXの推進と社会課題解決への寄与

## 三菱ロジネクスとラピュタロボティクスの業務提携(23年4月)



### 両社の強みを活かした業務提携によって、物流業界におけるDXを促進・加速

- 三菱ロジネクスのフォークリフト(車体)にラピュタロボティクスの自動制御装置を搭載し、フォークリフトの自動化推進を企図
- 同製品はクラウドロボティクスプラットフォーム「rapyuta.io」をコアにして動作し、同プラットフォームに設定したフロアマップと機体の全3か所に取り付けたLiDARセンサーによって自己位置を高精度で推定できるため、従来の自動フォークリフトで必要だった床面への反射板や磁気テープなどの施工が不要で、最短2か月で現場に導入
- メンテナンスはハード面を三菱ロジネクスが、ソフト面をラピュタロボティクスが担当
- 数年以内に自動フォークリフトの国内シェア約半数の取得を目指す

#### [ラピュタロボティクスについて]

- チューリッヒ工科大学初のベンチャー企業であり、最先端の制御技術及び人工知能技術を活用した次世代クラウドロボティクス・プラットフォーム「rapyuta.io」の開発と、「rapyuta.io」を活用したロボットソリューションの開発・導入・運用支援を展開

# 大手IT企業による物流・製造工程DXへの取組み

NECや富士通といった大手IT企業も、需要の高まりを受けて物流・製造工程DXに注力。業界知見やデータの獲得を企図して、他社との連携を加速

## NECと日本通運、物流・倉庫オペレーションDXのための業務提携(21年6月)




今後も更なる物流の高度化が求められる社会の要求に応えるため、業務提携を締結し連携を強化

- 短期的には、IoTを活用した倉庫オペレーションの効率化・省力化・無人化を目指す
- 中長期的には、倉庫作業などの遠隔操作ロボットの開発や、物流プロセスにおけるCO2排出量可視化ソリューションの開発・提供を目指す

**日本通運×NEC 業務提携の概要**

社会への貢献	労働力不足の解消 働き方の変革	人々の暮らしを支える 止まらない社会の実現	環境への配慮 (低炭素・脱炭素)		
	サプライヤー メーカー	商社/卸 小売	消費者		
We Find the Way 日本通運	産業軸		新領域		
	電機・電子産業	自動車産業	アパレル産業	医薬品産業	半導体産業
アセットの提供	セグメント軸		新領域		
	ロジスティクス ※ 倉庫作業のデジタル化	重機建設	警備輸送	物流サポート	サプライチェーンCO2の見える化 ロボット遠隔操作
Orchestrating by NEC	クラウド	サイバーセキュリティ	ICT・DX	自社サプライチェーン経験	IoT
	通信ネットワーク/5G	システムインテグレーション	AI	生体認証	ロボット制御

## 富士通とリコー、工場全体生産状況可視化システムの共同開発(21年6月)




富士通の工場可視化ソリューションを活用した、工場全体生産状況可視化システムをリコーと共同開発

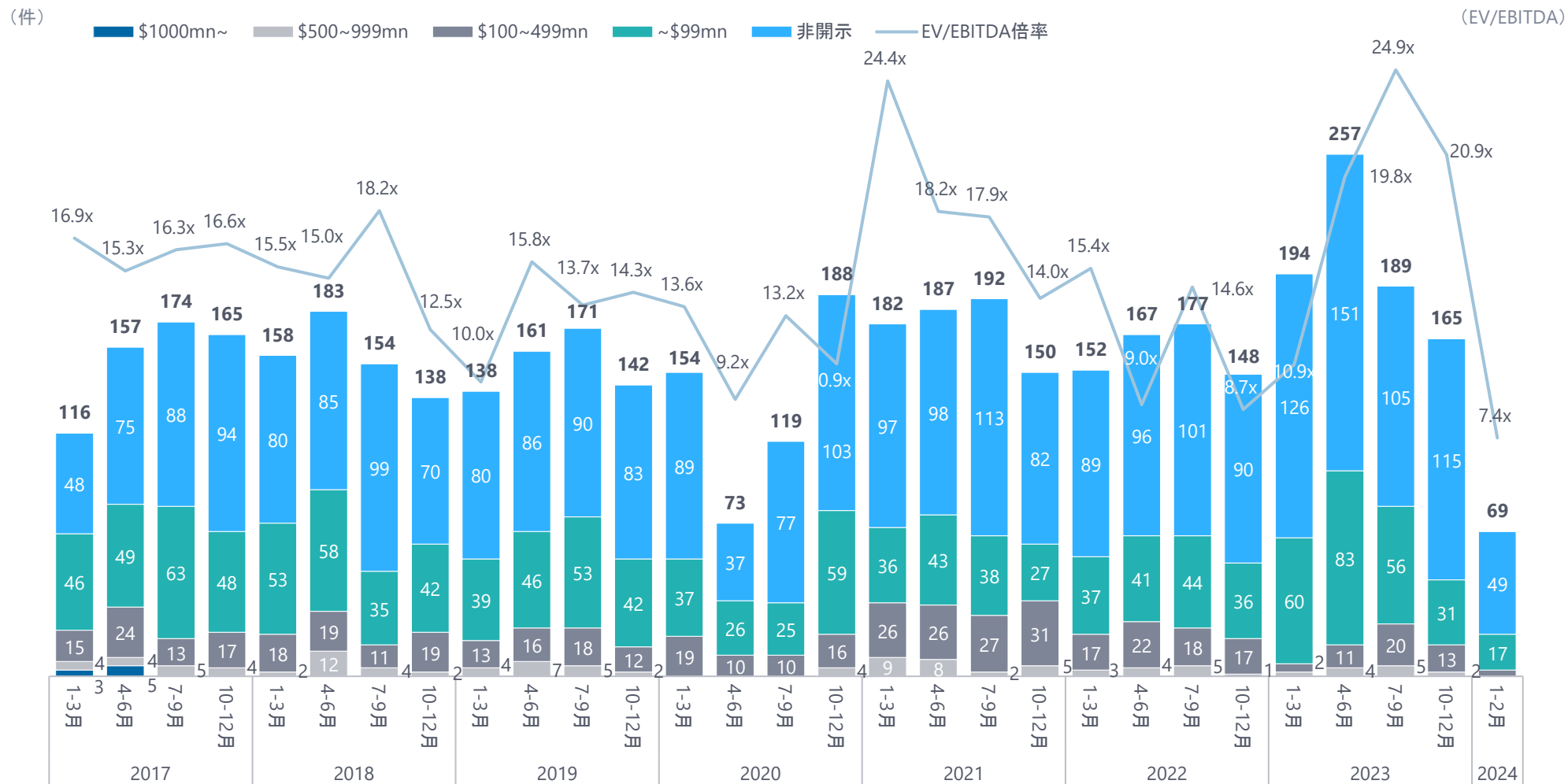
- 同システムによりケミカル工場全体の生産設備から収集した稼働情報や稼働ログデータを、管理に必要な指標にリアルタイムで加工、蓄積
- データ可視化により工場の安全性や品質状況を直感的かつ迅速に管理可能、かつスマートフォンやタブレットとの連携により時間・場所に関わらず各種状況が確認可能



注) 富士通は赤字・赤い領域をご支援 ※1PLC: Programmable logic controller 工場などの自動機械の影響に依り得る

# インダストリアルテックセクターにおけるM&A動向 2017年以降のM&A案件数・平均EV/EBITDA倍率推移<sup>(1)</sup>

22年10月から増加傾向にあった本セクターのM&A案件数は、23年4-6期に2017年以降で最大の案件数を記録するも、7月以降はその反動で件数自体は減少傾向。足元では財務情報非開示の案件が多いことも影響し、EV/EBITDA倍率が低く計算されている



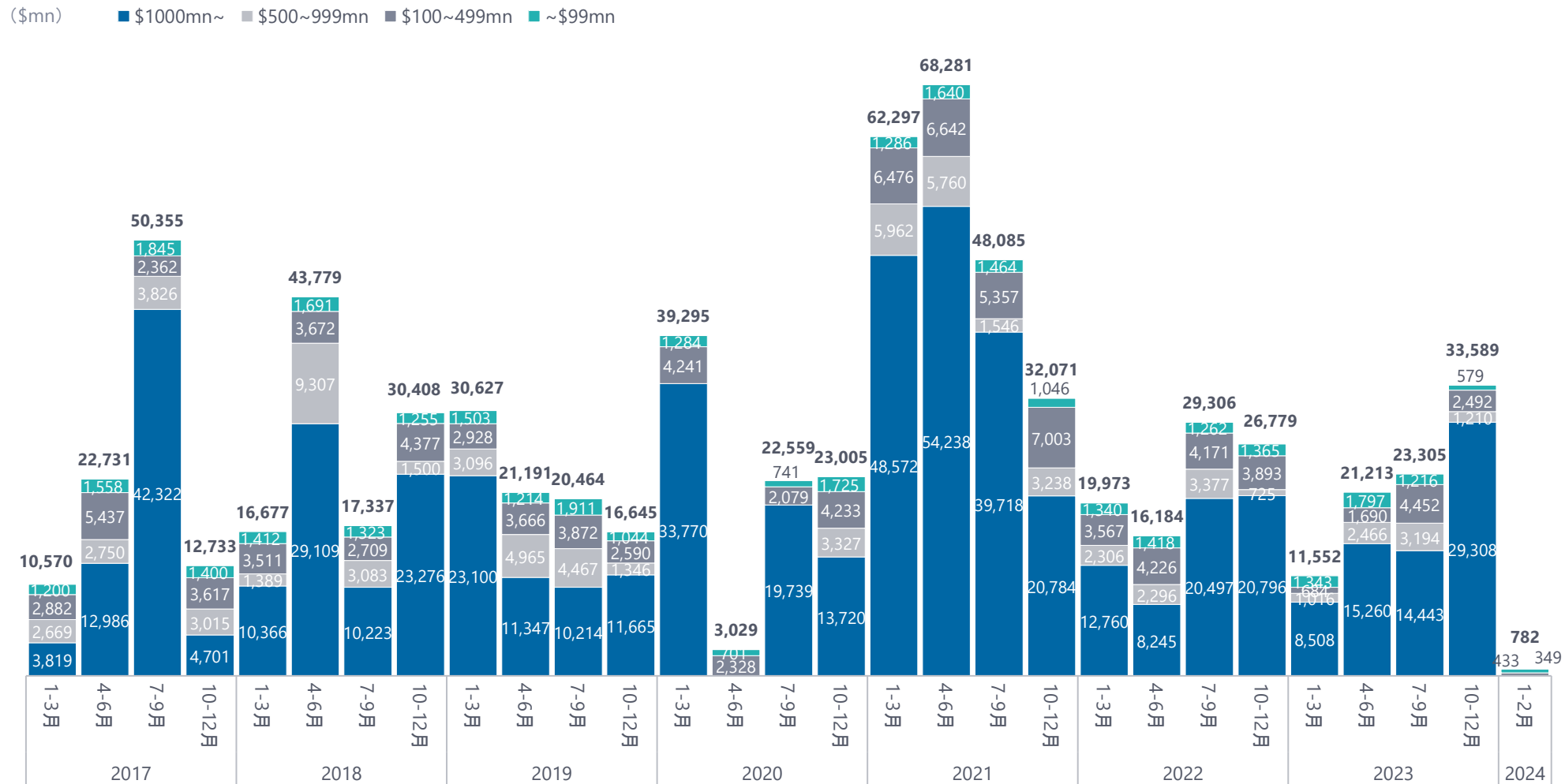
出所: Merger Market

(1) 2017年以降のIndustrial Automation関連案件を対象として集計。案件金額はデータが取得できる案件のみで集計



# インダストリアルテックセクターにおけるM&A動向 2017年以降のM&A案件金額の推移<sup>(1)</sup>

22年以降、海外プレーヤー含め各社大型の投資には消極的な姿勢を見せており、小規模案件が大半を占める。23年に入ってから規模も回復基調にあるが、依然として技術獲得を企図したスタートアップへの出資等の案件が多い。足元は財務非開示又は小規模案件が主流



出所: Merger Market  
 (1) 2017年以降のIndustrial Automation関連案件を対象として集計。案件金額はデータが取得できる案件のみで集計

# インダストリアルテックセクターにおける主要M&A 2023年11月～ (1/2)

公表日	買手	対象企業	対象国	事業内容	買収価格 (USD Mil)	取得比率
2024/03/01	NITTOKU	Astecnos		自動車・医療・食品業界等向けの自動化システムエンジニアリングサービスを展開	7	0%→100%
2024/02/29	Microsoft, Intel, NVIDIA etc	Figure AI		AIを搭載したヒューマノイドロボットの製造・開発・販売に従事	675	- (資金調達)
2024/02/19	China-based family office	XTS Technology		製造工程や物流工程の自動化に関するエンジニアリングソリューションを展開	NA	0%→+51%
2024/02/13	Toyota Boshoku, Abies Ventures, MLC Ventures	Cuebus		リニアモータを活用した都市型立体ロボット倉庫システム「CUEBUS」を開発・展開	2	- (資金調達)
2024/02/05	Iconical Plural VC	Starship Technologies		デリバリー用AMRの開発・製造に従事	90	0%→100%
2024/02/02	Knapp	Noyes Technologies		自動ストレージシステムの開発・販売に従事	NA	0%→100%
2024/01/31	PACIV	Data Science Automation		製造業向けの自動化ソリューションや、計測・測定ソリューション、及び検査ソリューションを展開	NA	0%→100%
2024/01/31	ITIS Holding (PPF Group Company)	VITRONIC Group		製造工程におけるマシンビジョンシステムや各種監視システム、検査ソリューションを展開	NA	0%→100%
2024/01/18	ABB	Meshmind		AI、IIoT、マシンビジョンに関するソフトウェアを研究開発・提供	NA	0%→ マジョリティ
2024/01/11	ABB Technology Ventures	Sevensense Robotics		AMR向けのAIと3Dビジョンを組み合わせたナビゲーション技術を開発	NA	マイノリティ →100%
2024/01/11	EQT Partners, Samsung Next, Skagerak Venture Capital, etc.	1X Technologies (旧Halodi Robotics)		警備・物流・消費者領域向けの汎用ヒューマノイドロボットを研究開発・販売	100	- (資金調達)
2024/01/10	Accuron Technologies	Recif Technologies		ウェアハンドリングにおける自動化製品及びソリューションを展開	NA	0%→100%

出所: Merger Market, プレスリリース

# インダストリアルテックセクターにおける主要M&A 2023年11月～ (2/2)

公表日	買手	対象企業	対象国	事業内容	買収価格 (USD Mil)	取得比率
2024/01/09	Mitsui Matsushima Holdings Sansei Denshi	Saunders & Associates		水晶デバイス製造工程の全工程(ブランク工程、組立工程、 検査工程)における計測装置の製造・販売に従事	NA	0%→50.1%
2024/01/08	Etteplan	Strongit		ソフトウェア・ハードウェア開発に係るコンサルティングサービ スを展開	2	0%→100%
2024/01/04	Chuo Koki	NES		自動車製造ラインのラインビルディング及び各種産業機械・製 造ラインの設計等を展開	NA	0%→100%
2023/12/20	Anthelion Capital, Blume Ventures, Mithril Capital, etc.	Grey Orange		倉庫・配送・フルフィルメントセンターの自動化ロボットシステ ムの設計・製造を展開	135	- (資金調達)
2023/12/06	Japan Post Capital	Mujin		製造・物流領域で用いられる知能ロボットコントローラの開発・ 販売を展開	18	- (資金調達)
2023/12/01	Hefei Songguo Power Technology Partnership	CSG Smart (Hefei) Technology		電力自動化システムのエンジニアリング事業を展開	7	0%→50%
2023/11/30	Ai Holdings	Iwatsu Electric		情報通信機器を中心に、電子計測器・印刷関連機器も製造販 売	25	0%→32.9% (資本提携)
2023/11/20	Durr	INGECAL		製造業向けのカスタムマシンの設計・製造を展開	NA	0%→100%
2023/11/20	Emerson Electric	Frugal Technologies		タンカー・フェリー等の大型船におけるAIを用いた燃料消費削 減ソフトウェアを展開	NA	NA
2023/11/13	Hexagon AB, etc.	Divergent Technologies Inc		3Dプリンティング技術・自動組立技術を活用した自動車メー カー	230	- (資金調達)
2023/11/07	Guangdong Yuanyuan Technology	Guangdong Harvest Star Technology		CNC工作機械及び関連ソリューションを製造・開発・販売	112	0%→100%
2023/11/02	SCIO Automation	Fabmatics GmbH		半導体ウェハ搬送ロボットのほか、RFID等各種クリールーム 内での工程の自動化ソリューションを展開	NA	0→100%



出所: Merger Market, プレスリリース

# インダストリアルテックセクター 主要PEファンド銘柄(国内)

対象会社	保有ファンド(保有比率)	投資開始時期	財務 (JPY MM)*	本社所在地	事業概要
<b>ラインビルダー</b>					
 北斗	CLSA (100%)	2021/2	売上: 18,000	愛知県	<ul style="list-style-type: none"> <li>自動車製造ラインを中心とした製造・組立ラインのラインビルディング</li> </ul>
 シンコー	キャス・キャピタル (n.a.)	2020/1	売上: 3,000	愛知県	<ul style="list-style-type: none"> <li>ヘミング・溶接ロボットやその他自動化システムの設計・設置を行うシステムエンジニアリングサービスを展開</li> </ul>
<b>ロボット</b>					
 TAKUMI 匠	マーキュリアインベストメント (n.a.)	2021/8	売上: 234	福岡県	<ul style="list-style-type: none"> <li>AGV・AMR等各種搬送ロボットの製造</li> </ul>
<b>FA機器</b>					
 VS Technology	アント・キャピタル・ パートナーズ (80%)	2020/6	売上: 4,806	東京都	<ul style="list-style-type: none"> <li>マシンビジョンレンズ、照明、監視用レンズの製造</li> <li>画像処理ソリューション</li> </ul>
<b>ソフトウェア・システム</b>					
 プロGRESS・テクノロジーズ	ジャフコグループ (n.a.)	2020/7	売上: 4,780	東京都	<ul style="list-style-type: none"> <li>ダッソーシステム社のソフトウェアを用いた製造プロセス、ソフトウェア開発コンサル</li> <li>3D CAD/CAE分析等</li> </ul>
 シーアイエム 総合研究所	ブルパス・キャピタル (Majority)	2021/4	売上: 450	東京都	<ul style="list-style-type: none"> <li>製造プロセス管理システムの開発</li> <li>基幹システム・CAD等との連携に係るコンサルティング</li> </ul>

出所: 帝国データバンク、各社開示資料  
 Note: FY22の業績(単体)を掲載

# インダストリアルテックセクター 主要PEファンド銘柄(海外)

対象会社	保有ファンド(保有比率)	投資開始時期	財務 (USD MM)*	本社所在地	事業概要
<b>マテリアルハンドリング</b>					
 Scio Automation	AEA Investors (Majority)	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023/7</li> </ul>	売上: 200~		<ul style="list-style-type: none"> <li>物流倉庫内AMRおよびインテグレーションシステムの開発・販売</li> <li>半導体製造クリーンルーム向け搬送ロボットの製造・販売</li> </ul>
 AGILOX	Carlyle (Minority) Raiffeisen (Majority), Existing Investor along with the Founders)	<ul style="list-style-type: none"> <li>2021/6</li> <li>2017/4</li> </ul>	売上: 51~		<ul style="list-style-type: none"> <li>AMRおよびイントラロジスティクス・プロセスオートメーションシステムの開発・販売</li> <li>自律型フォークリフトも展開</li> </ul>
<b>自動化エンジニアリング</b>					
 ConvergiX Automation Systems	Crestview Partners (100%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022/5</li> </ul>	n.a.		<ul style="list-style-type: none"> <li>製造バリューチェーンにおいて、包括的なオートメーションソリューションを展開</li> <li>ロボティクス、マテリアルハンドリング、及び制御システム等に関するソリューションも展開</li> </ul>
 ASIC Robotics	Paragon Partners (Majority)	<ul style="list-style-type: none"> <li>2018/7</li> </ul>	売上: 70		<ul style="list-style-type: none"> <li>様々な工程のオートメーションソリューションを提供</li> <li>樹脂パーツのInjection Moldingシステムとの連携もあり</li> </ul>
<b>ソフトウェア・システム</b>					
 Fortna	Thomas H. Lee Partners (Majority) Abu Dhabi Investment Authority (Minority)	<ul style="list-style-type: none"> <li>2017/4</li> <li>2022/4</li> </ul>	売上: 745		<ul style="list-style-type: none"> <li>倉庫内物流に関する自動化ソフトウェアを展開</li> <li>仕分・ピッキング・AGV・AMR・コンベヤ等のシステムに関するソリューションを展開</li> </ul>
 PACIV <small>A Global Leader in Industrial Automation Solutions</small>	Blackford Capital	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023/6</li> </ul>	n.a.		<ul style="list-style-type: none"> <li>製造業向けのプロセスオートメーションを展開。新規システム導入システム更新、MES導入支援に強みを持つ</li> <li>2024年1月にBlackfordによるロールアップ投資として製造現場の各種オートメーション・コンサルティングを提供するData Science Automation社を買収</li> </ul>

出所: Capital IQ、各社開示資料  
 Note: FY22の業績を掲載



# 04

## DATA SHEET

# マーケットデータ (1/2)

(億円)	時価総額	Net Debt	企業価値	EV / Sales	EV / EBITDA	PER	PBR	Revenue	EBITDA	Net Income	自己資本	売上高成長率	EBITDA margin
会社名	2024/2/29	Latest	2024/2/29	FY+1(E)	FY+1(E)	FY+1(E)	Latest	FY+1(E)	FY+1(E)	FY+1(E)	Latest	前期比	FY+1(E)
<b>国内マテハン</b>													
豊田自動織機	46,230	8,825	56,083	1.5x	11.9x	18.9x	1.0x	36,807	4,703	2,440	48,184	8.9%	12.8%
ダイフク	13,143	(466)	12,680	2.1x	19.2x	30.9x	3.8x	6,093	661	425	3,415	1.2%	10.8%
三菱ロジスネクスト	1,766	1,803	3,572	0.5x	4.5x	6.1x	1.7x	6,900	799	290	1,057	12.1%	11.6%
椿本チエイン	1,750	(371)	1,402	0.5x	4.7x	12.1x	0.7x	2,657	300	145	2,419	5.6%	11.3%
トーヨーカネツ	352	47	399	0.8x	11.2x	12.6x	1.0x	524	36	28	357	10.7%	6.8%
西部電機	235	(123)	112	0.4x	2.9x	12.4x	0.8x	320	38	19	293	12.4%	11.9%
				<b>Mean</b>	1.0x	9.1x	15.5x	1.5x				8.5%	10.9%
				<b>Median</b>	0.6x	7.9x	12.5x	1.0x				9.8%	11.4%
<b>海外マテハン</b>													
Honeywell	194,315	20,151	215,343	3.7x	14.2x	19.8x	8.2x	58,025	15,150	9,805	23,772	5.6%	26.1%
Kion	9,906	9,211	19,127	1.0x	6.4x	14.6x	1.1x	18,431	2,991	679	9,347	(0.5%)	16.2%
AutoStore	8,062	649	8,712	8.2x	16.9x	30.7x	4.2x	1,066	513	263	1,908	10.1%	48.1%
Jungheinrich	4,771	4,072	8,843	1.0x	6.1x	9.6x	1.4x	8,667	1,442	495	3,425	47.2%	16.6%
Interroll	3,875	(185)	3,690	3.8x	20.8x	36.5x	5.8x	959	178	106	663	(15.0%)	18.5%
Kardex	3,078	(71)	3,008	2.7x	19.0x	30.4x	9.3x	1,095	158	101	332	19.5%	14.4%
Durr	2,293	855	3,168	0.4x	5.1x	9.8x	1.2x	7,488	616	234	1,900	(0.2%)	8.2%
				<b>Mean</b>	3.0x	12.7x	21.6x	4.5x				9.5%	21.2%
				<b>Median</b>	2.7x	14.2x	19.8x	4.2x				5.6%	16.6%
<b>国内ロボット</b>													
ファナック	41,383	(4,773)	36,735	4.7x	19.9x	33.1x	2.5x	7,806	1,850	1,249	16,392	(8.4%)	23.7%
安川電機	15,994	583	16,659	2.9x	19.2x	33.2x	4.2x	5,714	867	482	3,797	2.8%	15.2%
ローツェ	3,707	2	3,782	4.2x	16.1x	19.7x	4.1x	905	235	188	897	(4.3%)	26.0%
ダイヘン	1,930	380	2,448	1.3x	11.8x	13.1x	1.6x	1,867	208	148	1,230	0.8%	11.1%
不二越	799	795	1,663	0.6x	5.5x	8.2x	0.5x	2,680	300	97	1,627	1.0%	11.2%
				<b>Mean</b>	2.7x	14.5x	21.5x	2.6x				(1.6%)	17.4%
				<b>Median</b>	2.9x	16.1x	19.7x	2.5x				0.8%	15.2%

# マーケットデータ (2/2)

(億円)	時価総額	Net Debt	企業価値	EV / Sales	EV / EBITDA	PER	PBR	Revenue	EBITDA	Net Income	自己資本	売上高成長率	EBITDA margin
会社名	2024/2/29	Latest	2024/2/29	FY+1(E)	FY+1(E)	FY+1(E)	Latest	FY+1(E)	FY+1(E)	FY+1(E)	Latest	前期比	FY+1(E)
<b>国内FA</b>													
SMC	58,100	(5,332)	52,809	6.8x	21.7x	33.0x	3.2x	7,806	2,438	1,759	18,169	(5.4%)	31.2%
オムロン	10,933	217	12,783	1.6x	22.4x	NM	1.5x	8,240	571	48	7,531	(5.9%)	6.9%
横河電機	8,231	(890)	7,443	1.4x	8.2x	14.7x	2.0x	5,213	910	560	4,150	14.2%	17.5%
アズビル	5,785	(552)	5,266	1.8x	13.0x	21.0x	2.8x	2,863	406	276	2,083	2.8%	14.2%
HDS	3,718	55	3,773	6.9x	35.5x	NM	3.5x	550	106	(5)	1,059	(23.1%)	19.3%
ナブテスコ	2,982	(454)	2,682	0.8x	8.6x	28.2x	1.1x	3,186	311	106	2,605	(4.5%)	9.8%
FUJI	2,398	(570)	1,829	1.4x	7.7x	22.4x	1.1x	1,294	237	107	2,225	(15.6%)	18.3%
CKD	2,049	55	2,104	1.6x	11.0x	25.3x	1.7x	1,336	191	81	1,232	(16.2%)	14.3%
平田機工	843	247	1,094	1.3x	13.5x	16.5x	1.3x	819	81	51	638	4.4%	9.9%
シンフォニアテクノロジー	754	174	927	0.9x	7.7x	10.9x	1.1x	1,000	121	62	661	(6.2%)	0.0%
NITTOKU	343	(120)	226	0.7x	5.1x	12.3x	0.9x	310	45	28	372	5.2%	14.4%
				<b>Mean</b>	2.3x	14.0x	20.5x	1.8x				(4.6%)	15.3%
				<b>Median</b>	1.4x	11.0x	21.0x	1.5x				(5.4%)	14.3%
<b>海外FA</b>													
Siemens	234,078	62,483	304,381	2.3x	12.5x	17.5x	3.1x	131,464	24,196	13,344	74,572	4.9%	18.4%
Schneider electric	189,846	16,919	207,909	3.4x	16.5x	25.9x	4.4x	61,036	12,570	7,321	42,888	4.9%	20.6%
ABB	127,331	4,757	133,192	2.6x	14.6x	22.9x	6.3x	50,290	9,074	5,558	20,105	4.1%	18.0%
Emerson Electric	91,583	14,100	114,501	4.3x	17.1x	33.2x	3.0x	26,347	6,714	2,760	30,996	15.9%	25.5%
Rockwell Automation	48,977	4,953	54,199	3.9x	18.0x	24.9x	9.1x	13,847	3,012	1,964	5,409	2.0%	21.7%
Teradyne	23,775	(1,105)	22,669	5.5x	22.6x	34.8x	6.3x	4,101	995	683	3,787	2.2%	24.3%
ATS	5,584	1,206	6,794	2.1x	13.3x	27.4x	3.1x	3,269	511	204	1,783	14.9%	15.6%
				<b>Mean</b>	3.5x	16.4x	26.7x	5.0x				7.0%	20.6%
				<b>Median</b>	3.4x	16.5x	25.9x	4.4x				4.9%	20.6%
<b>その他コングロマリット</b>													
日立製作所	117,358	5,976	124,781	1.3x	10.2x	20.7x	2.2x	94,679	12,254	5,657	52,787	(13.0%)	12.9%
デンソー	81,323	922	84,205	1.2x	9.3x	19.5x	1.6x	71,410	9,044	4,176	49,337	11.6%	12.7%
三菱電機	49,761	(1,670)	49,383	1.0x	9.1x	18.9x	1.5x	51,825	5,434	2,633	34,045	3.6%	10.5%
ヤマハ発動機	13,283	5,050	18,926	0.8x	5.7x	7.3x	1.2x	25,231	3,324	1,809	11,235	4.5%	13.2%
セイコーエプソン	8,029	(811)	7,219	0.5x	5.4x	13.9x	1.0x	13,320	1,333	580	7,744	0.1%	10.0%
川崎重工業	6,923	8,556	15,685	0.9x	12.6x	41.1x	1.2x	18,382	1,245	168	5,688	6.5%	6.8%
IHI	4,989	5,567	10,815	0.8x	NM	NM	1.6x	13,119	(63)	(745)	3,180	(3.0%)	NM
オカムラ	2,072	(184)	1,911	0.6x	6.3x	10.4x	1.3x	2,945	302	199	1,599	6.3%	10.3%
				<b>Mean</b>	0.9x	8.4x	18.8x	1.5x				2.1%	10.9%
				<b>Median</b>	0.8x	9.1x	18.9x	1.4x				4.0%	10.5%



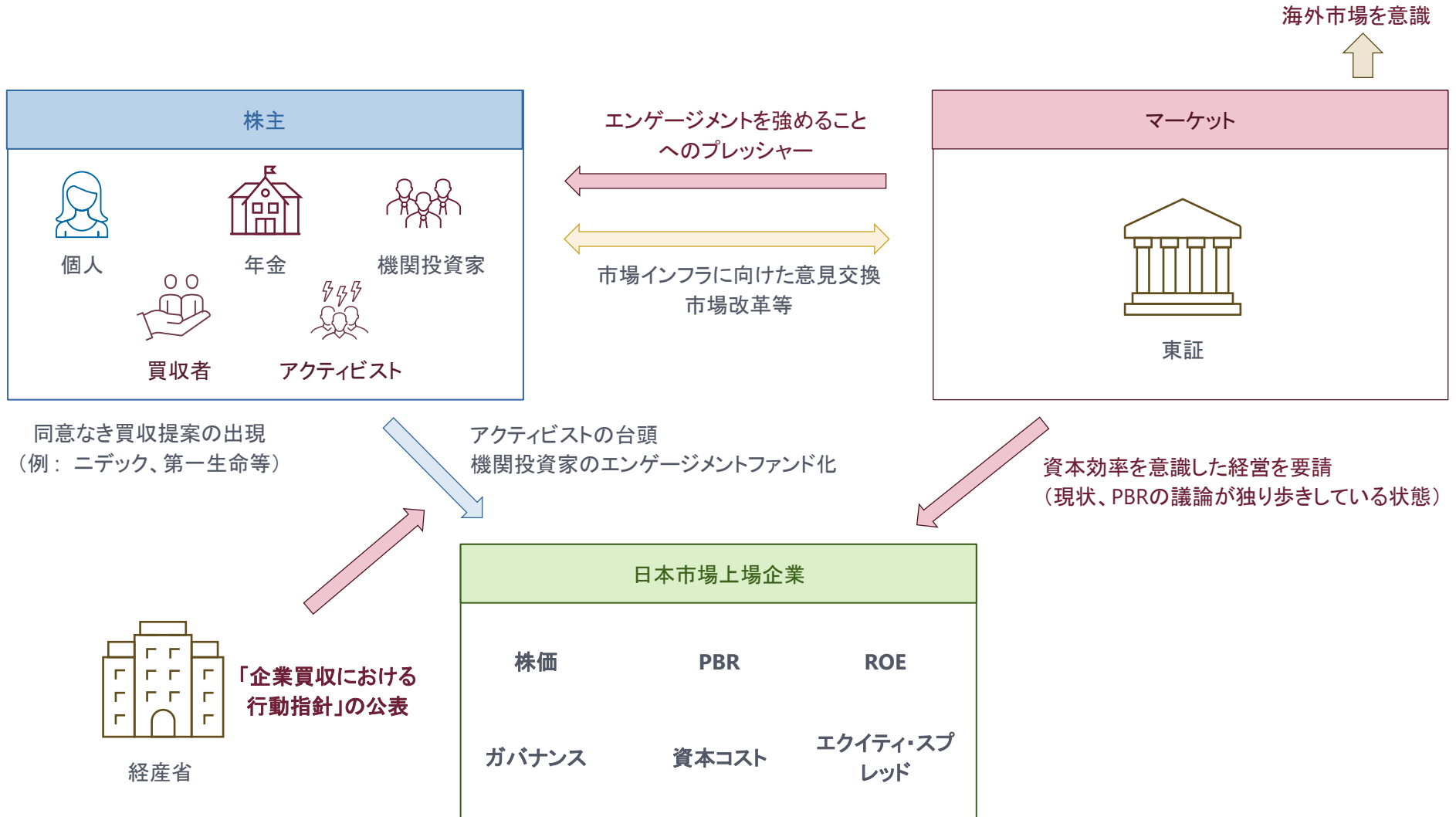
A person in a dark blue suit is holding a tablet computer. The background is a server room with blue metal racks and red cables. A blue semi-transparent box is overlaid on the right side of the image, containing the text 'App. 上場企業を取り巻く環境と同意なき買収について'.

# App.

上場企業を取り巻く環境と同意なき買収について

# 市場改革を含む上場企業を取り巻く環境変化

上場企業の企業統治の在り方は、一部のモノ言う株主のみならず、東証の旗振りで機関投資家がエンゲージメントを強める時代に。経産省からも「企業買収における行動指針」が示される等、経営陣自らに分析に基づいた外部との対話が求められている



# 「企業買収における行動指針」(以下、本指針)の目的と主な内容

買収提案に対する当事者の行動の原則や在り方(ベストプラクティス)を示すことにより、買収者が経営陣からの要請や打診を受けずに実施される買収提案(unsolicited offer/bid)や望ましい買収(企業価値の向上と株主利益の確保の双方に資する買収)を促進

## (本指針の目的)

- 上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M&Aに関する公正なルール形成に向けて経済社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示すること
- 公正なM&A指針を継承・発展しつつ、公正なM&A市場の確立に向けたさらなる一助となり、更には望ましい買収の実行を促進

## (本指針の対象)

- 本指針では、買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為を主な対象とするもの
- なお、対象会社の経営陣からの要請や打診を受けて買収者が買収を提案する場合のみならず、**経営陣からの要請や打診が行われていない中で買収提案が行なわれる場合(英語のunsolicited offer/bidに相当)**についても射程とする

## 本指針によって明確化された主な内容<sup>(1)</sup>

### 本指針以前の状況

#### 買収提案への対応

- 買収提案を受けた際の取締役会の一般的な行動規範を示す指針が存在しない

※MBOや親会社による子会社の買収については、**公正M&A指針**で行動規範を示している(公正性担保措置)

#### 買収者の透明性・公正性確保

- 市場内買付けで買収する場合は、公開買付制度の適用対象外
- 株主名簿上は誰が買収者か分からないことがある(実質株主を把握できる制度がない)

#### 買収防衛策

- 平時導入型については、**買収防衛指針**で在り方を示している
- 現行指針の策定後に、株主総会決議を重視する司法判断が示されている

### 新指針の主な内容

- 原則として取締役会に付議・報告すべきなど**取締役・取締役会の行動規範を提示**
- 一般株主利益の確保が重要となる場合において、**特別委員会の活用を推奨**
- 取締役会の対応を株主が評価できるよう、買収成立後に**取締役会の対応について開示することを推奨**

- **現行制度では開示が不要な部分(市場内での買い上がり)について、任意の開示を促す**
- 買収提案をしようとするものは**実質株主の確認に応じるべき旨を記載**  
※公開買付制度の見直し等について、今後、金融審で検討される予定

- **有事導入型の防衛策も指針の対象に**
- **株主総会にかけることを原則とするなど、司法判断や機関投資家の見方を踏まえた内容にアップデート**
- 「**買収防衛策**」の名称を見直し

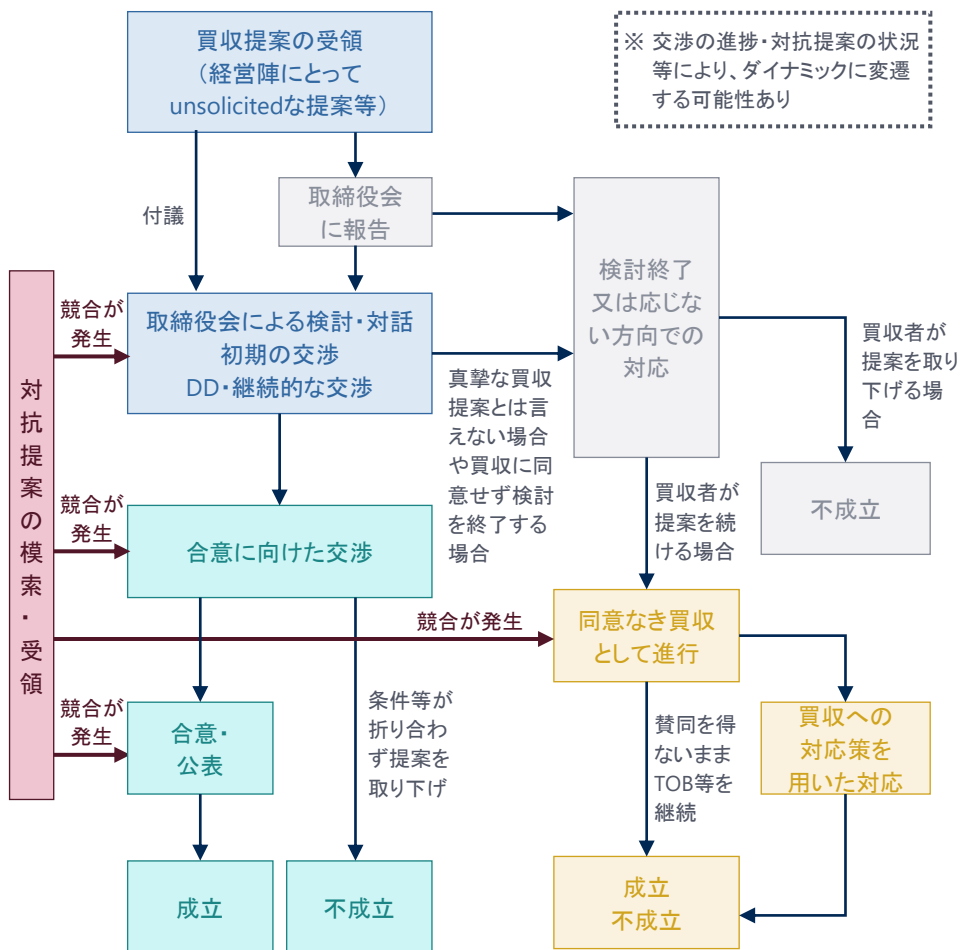
出所:

(1) 2023年5月18日実施の企業法制委員会が説明された2023年5月付経済産業省「公正な買収の在り方に関する政策動向」より引用

# 買収提案の検討における取締役・取締役会の行動規範

本指針では、買収提案がなされた場合の対象会社の取締役会の検討フローについて、企業価値の向上に資するか否かを検討する具体的な着眼点等を含めて、ベストプラクティスが示されており、今後、対象会社にはこれらに沿った説明責任が生じるものと考えられる

## 買収提案の検討フローの例(本指針における例示)



(1) 本研究会の議論は、買収提案の受領に先立って経営陣と買収者間で要請や打診が行われていない「Unsolicitedな買収提案を受けた場合を主に 念頭に置いているが、大きな検討フローについては、そうでない場合も含め、買収提案を受けた場合一般に妥当するものと考えられる。

## 取締役会への付議

- 経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場合には、速やかに取締役会に付議又は報告することが原則
  - 取締役会における取扱い(付議するか報告に留めるか等)を判断するに当たっては、買収提案の具体性の有無に加え、例えば買収者としてのトラックレコード、資力の蓋然性など買収者の信用力も考慮することが考えられる

## 取締役会での検討

- 「真摯な買収提案」に対しては「真摯な検討」をすることが基本
- 買収後の経営方針、買収価格等の取引条件の妥当性、買収者の資力・トラックレコード・経営能力、買収の実現可能性等を中心に、企業価値の向上に資するかどうかの観点から買収の是非を検討。特に買収価格等の取引条件が軽視されるようなことがあってはならず、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が示されていることから合理的に企業価値を高めることが期待し得る提案である場合には、十分に検討する必要がある
- 多くの場合、買収価格は直前の株価(現在の経営陣やその経営戦略に対する市場の評価を基礎として形成される)よりも高いと考えられ、取締役会として買収提案に賛同しない場合には、この点を踏まえた説明が事後的に必要となり得ることも想定した比較検討をすることが考えられる

## 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合

- 買収の実行が株主の利益に影響を及ぼす蓋然性が高まることや、価格等の取引条件が主な争点となることから、株主の利益についてより丁寧な検討が求められ、また、会社としての説明責任もより強く求められる(対抗提案がある場合は更に強まる)
- 買収者との間で企業価値に見合った買収価格に引き上げるための交渉を尽くす、競合提案があることを利用して競合提案に匹敵する程度に価格引き上げを求める、部分買収であることによる問題が大きいと考える場合には全部買収への変更も含めて交渉するなど、企業価値の向上に加えて株主利益の確保を実現するための合理的な努力を貫徹すべき

# ニデックによるTAKISAWAの買収 | 案件概要

「企業買収における行動指針」<sup>(1)</sup>の策定以降、初めて行われた同意なきTOBの事例

## 案件概要

- TOB開始予定公表日: 2023/7/13 (TAKISAWA及び同社株主の賛同・理解を得る為に、TOB開始を約2ヶ月後の9月中旬に設定)
- TOB概要:
  - 買付価格: 2,600円 (基準日終値に79.68%、直近1ヶ月平均に104.89%、直近3ヶ月平均に104.40%、直近6ヶ月平均に112.94%のプレミアム)
  - 買付期間: 2023/9/14-11/13 (40営業日)
  - 買付下限: 発行済株式総数の過半
  - 買付上限: 制限なし
- 結果: 買付期間最終日の11/13までに86.13%の応募があり、下限として設定されていた過半の応募を越えた為、TOBが成立。11/20に決済も完了し、TAKISAWAがニデックグループ入り

## 本件の論点

- 経済産業省が発表した「企業買収における行動指針」<sup>(1)</sup>を度々引用する形で、本件がTAKISAWA及び同社株主にとっていかに「望ましい買収」であるかを強調
  - プレミアムに鑑みても、「買収を行われなければ実現できない価値」の公正な分配を適切に実現することが可能な買付価格と強く主張
  - 買付価格は過去株価を大きく上回り、バリュエーション水準も過去実績を大きく超過する等、現経営陣傘下で実現できてこなかった水準の株価を提案
  - 買収後のシナジー効果や経営方針なども具体的に示し、株主・取締役会・特別委員会が十分に検討できるように必要な情報を提示
- 競争法を含む取引実施に必要な手順は可能な限り水面下で済ませつつも、TAKISAWA及び同社株主の賛同・理解を得る為の時間を十分に確保するスケジュール
  - 日本及びベトナムにおける競争法関連の事前届出は提出済み、米国のCFIUS規制に纏わる簡易届出も数日以内に提出予定の段階まで準備の上、TOB予定を公表
  - 他方、TOBは開始予定を公表してから約60日後に開始しており、同期間にTAKISAWAの質問への回答や、経営統合に関する協議を実施

## 対象会社株価推移(直近10年)



Source: プレスリリース、各種公開情報、Capital IQ

Note: (1) ニデックが同意なき買収予定を公表した2023/7/13時点では、経済産業省が「企業買収における行動指針(案)」に係るパブリックコメントの受付を実施しており、その後、2023/8/31に正式に策定を発表



# ニデックによるTAKISAWAの買収 | 詳細なタイムライン

TAKISAWAや同社株主の賛同・理解を得るのに十分な検討期間を与える為、TOBを開始する約2ヶ月前にTOB予定を発表。一方で、企業買収における行動指針(案)のパブリックコメント受付開始後にTOB予定を発表しており、市場へのメッセージ性も意識した動きと推察

対象会社 交渉	競争法 対応	対抗 検討	時期	主な動き
●			2022/1-3	ニデック、TAKISAWA原田社長に対して、資本業務提携の提案。特段理由を示さずにTAKISAWAが謝絶
			2023/2下旬	ニデック、TAKISAWAの完全子会社化を再度検討開始
			2023/6/2	ニデック、公正取引委員会に対して事前届出を提出
			2023/6/8	経済産業省、「企業買収における行動指針(案)」に係るパブリックコメントの受付を開始
			2023/6/27	ニデック、公正取引委員会から排除措置命令を行わない旨の通知書を受領
			2023/7/2	ニデック、競争法に基づく取得禁止期間が正式に満了
●		●	2023/7/13	ニデック、TAKISAWAに同意なき買収の開始予定を発表。同時にニデックがTAKISAWA取締役に対し意向表明書を提出
			2023/7下旬	TAKISAWA、外部アドバイザーを選任
			2023/7/18	ニデック、対米外国投資委員会(CFIUS)に対して事前届出を提出
			2023/7/27	TAKISAWA、特別委員会を設置
			2023/7/28	TAKISAWA、ニデックに必要情報リストを提出(第1回)
		●	2023/7/28	TAKISAWA、対抗提案者から初期的な意向表明書を受領
			2023/7/31	TAKISAWAの特別委員会、TAKISAWAの外部アドバイザーを承認
			2023/8/1	ニデック、TAKISAWAより受領した必要情報リストに対する回答を提出(第1回)
			2023/8初旬	TAKISAWA、役員員に対してシナジー・ディスシナジーについてヒアリング開始
			2023/8/17	TAKISAWA、ニデックに必要情報リストを提出(第2回)
			2023/8/17	ニデック、CFIUSに対する事前届出手続に基づく、待機期間が満了
			2023/8/22	ニデック、TAKISAWAより受領した必要情報リストに対する回答を提出(第2回)
			2023/8/21	ニデック、ベトナム競争委員会に対して事前届出
			2023/8/28	TAKISAWA、ニデックに対して経営統合契約の主要条件書を提出し、協議開始
		●	2023/8下旬	TAKISAWA、対抗提案者から最終提案を行わない旨の連絡を受領
			2023/8/31	経済産業省、「企業買収における行動指針」を策定
			2023/9/5	ニデック、TAKISAWA間で、企業価値向上に関する協議。特別委員会の諮問・取締役会の賛成を前提に、友好的に協議する方針で同意
			2023/9/6	ニデック、TAKISAWAに対してTOBへの応募推奨及びTAKISAWAの利益最大化に真摯且つ誠実に協議する旨の覚書を交付
			2023/9/9	ニデック、取締役会決議にてTOBの実施に係る最終決定を永守会長に一任
			2023/9/12	ニデック、特別委員会から賛同表明、及び、応募推奨の答弁書を受領
●			2023/9/13	ニデック、9/14からTOBを開始する旨を発表
			2023/9/14	ニデック、公開買付届出書を提出し、TOBを開始(買付期間は9/14-10/27)
			2023/9/27	ニデック、CFIUSから正式な審査を請求する通知の提出を求める事も、株式取得に関して正式審査を開始する事も、行わない旨の回答を受領
			2023/10/27	ニデック、公開買付期間末日を10/27から11/13に延長(30日間→40日間)
			2023/11/14	ニデック、TAKISAWAへのTOB成立を発表

## (ご参考)日本の資本市場における「同意なきTOB」

8月に経産省が発表した「企業買収における行動指針」に則り、買収提案を受けた上場会社は合理的な理由なく拒否できず、自社としての企業価値向上策を示せなければ、買収に応じざるを得ない状況に変わりつつある

### TAKISAWA買収、ニデック永守氏「M&Aのモデルケース」 2023/09/14 日本経済新聞電子版

ニデックが14日開始した工作機械のTAKISAWAに対するTOBは、日本のM&A市場に一石を投じた。相手の同意がないまま買収提案を公表し、多少強引にでも成就させる買収手法について、ニデックの永守重信会長兼最高経営責任者(CEO)は14日、「**M&Aの新たなモデルケースになる**」との見解を示した。

永守氏が日本経済新聞の取材に応じ「**企業価値が低い企業にこの手法を使えば、M&Aが活性化し、国益につながる**」と述べた。ニデックは7月13日、TAKISAWAの同意がないままTOBを予告。同社は開始前日の9月13日にTOBに賛同すると発表した。TOBが成立すれば、TAKISAWAはニデックの子会社になる。

(中略)

**経済産業省8月、企業価値向上につながる真摯な買収提案なら真剣に検討すべきだという「企業買収における行動指針」を新たに打ち出した。**永守氏は「この指針を使う実質第1号案件。指針にのっとった」と話した。**指針を参考に「同意なき」買収に取り組む上場企業が増えることに期待を寄せた。**

買い手と売り手が水面下で合意しないと前に進まないこれまでの日本流M&Aの流儀を壊して「窓を開けた」と語る永守氏。今回の成功を機に「M&Aを次々とやる。もっと大きな会社にTOBをかけられる」と述べた。



ニデック永守CEO

### ニデックの提案受け入れ、TAKISAWA社長「買収阻止しても先はない」 価値向上策、他に見当たらず 2023/09/23 日本経済新聞

ニデックから事前の連絡がないまま買収提案を受け、13日にTOBへの賛同を表明したTAKISAWAの原田一八社長は、「**買収を阻止しても先はなかった**」と受け入れの理由を語った。「**上場している以上、買収対象になるのは仕方がない**」とし、「**経済産業省の指針に沿って対応したら、賛同するしか答えはなかった**」と振り返った。

(中略)

TAKISAWAでも22年の提案以降、**ニデック以外の買い手やMBOも模索していた**。「持ち合い株への批判も厳しくなっており買い手もなかなか見つからず、**MBOをしても収益性が上がると思えなかった**」と代替案にはならず、自社の株価を高めることも「**短期的な方策があるわけでもなかった**」という。

ニデックのTOB価格は2600円。直前株価の2倍程度の水準で「正直(高く)びっくりした」。経産省は6月に「企業買収における行動指針」の案を取りまとめ、**企業価値向上につながる提案を合理的な理由なく拒んではならない**ということが盛り込まれていた。「**(この値段では)TOBに賛同を表明し、株主に応募を推奨するしかない**」との判断になったという。



TAKISAWA原田社長



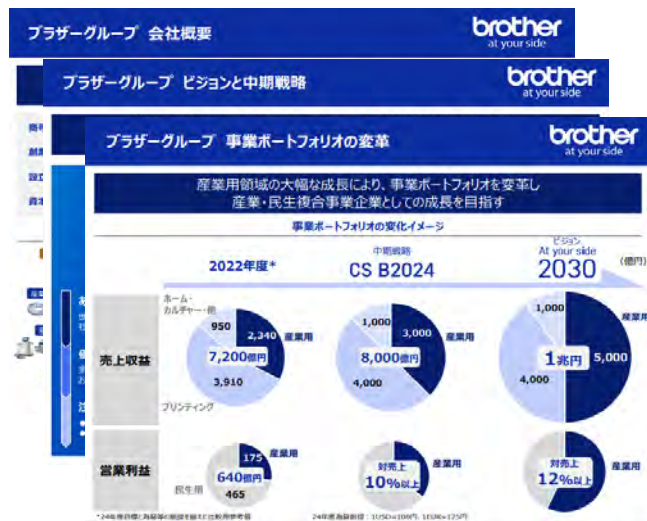
# Taiyo Pacific/田部社長(1<sup>st</sup>)・ブラザー(2<sup>nd</sup>)によるローランドDGの買収 | 詳細なタイムライン

ブラザーは約5年前からアプローチし、ローランドDG側が不明瞭な対応を続ける中で、ブラザーが昨年9月に非公開化提案を実施。提案を契機に「真摯な検討」とビッドプロセスを実施し、ブラザーの提案価格(当時)を上回るTaiyo側の提案を選ぶも、ブラザーが対抗TOB予定を公表

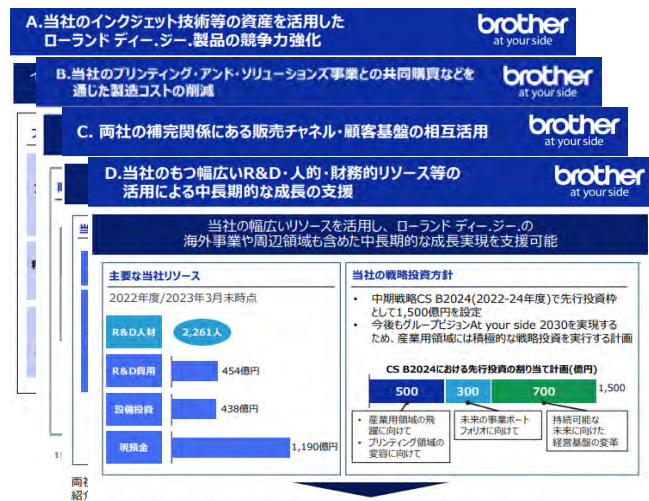
対象会社 交渉	競争法 対応	対抗 検討	時期	主な動き
			2019/1	ブラザー、ローランドDGとの事業上の親和性から資本業務提携が有力な選択肢として見据える
●			2019/12	ブラザー、ローランドDGと製品共同開発を開始、並行して協業等の企業価値向上施策を協議するもローランドDGの意向は不明瞭
●			2022/2/10	ブラザー、ローランドDGに対して、戦略的提携に関する書面での提案を実施
			2022/4/20	ローランドDG、ブラザーに具体的な内容の説明を要請
		●	2023/9/1	ブラザー、ローランドDGへ買付価格 4,800円の非公開化提案を提出
			2023/9月上旬	ローランドDG、アライアンスによる企業価値成長の具体的な検討にあたり、外部アドバイザーを選任
●			2023/9下旬	Taiyo、非公開化を含む様々な戦略的選択肢の具体的な検討を開始
			2023/9/29	ローランドDG、行動指針を踏まえて、ブラザーへ質問を提出し、その他候補先の検討も開始。FAを通じてTaiyo、PE2社にタッピング
1ヶ月			2023/10初旬	ローランドDG、Taiyo・PE2社の計3社に対し入札手続を実施
			2023/10月上旬・中旬	Taiyo、DDIに向けて外部アドバイザーを選任
			2023/10/17	ブラザー、ローランドDGからの質問に回答
			2023/10下旬-11月上旬	3社から初期的提案書を受領(Taiyoは11/2に提出)
●			2023/11/2	Taiyo、ローランドDGに対して非公開化の提案書を提出。現社長 田部氏にも出資の検討を依頼
48日			2023/11/6	ローランドDG、Taiyoを含む①価格が最も高い候補先と②企業価値向上施策の評価が高い候補先の計2社をDDIに招聘
		5ヶ月	2023/11月上旬-2024/1 1月上旬	ブラザー、ローランドDGの懸念するディスシナジーへの懸念払しょくのため、情報提供を実施
			2023/11月中旬-12中旬	ローランドDG、2社のDDを実施
●			2023/12/20	ローランドDG、2社から最終提案書を受領。Taiyoは公開買付価格5,035円を提示
			2023/12/21	ローランドDG、価格含む観点でTaiyo提案が他社(ブラザーを除く)よりも優れていると判断。詳細協議を開始するとともに、特別委員会を設置 ブラザーとは継続協議していくことを確認 / 田部氏、出資検討意向を表明
			2024/1初旬	ブラザー、FAを選任
51日			2024/1/16	ローランドDG、Taiyoに買付価格引き上げを要請
			2024/1/19	Taiyo、ローランドDGに価格を引き上げる意向はないことを伝達
			2024/1/26	Taiyo、スペイン政府機関に対してFDI規制法に基づく初期届出を行い、受理される
			2024/2/2	ローランドDG、ディスシナジーを理由にブラザー提案の検討を中止する旨をブラザーに伝達
		●	2024/2/6	ブラザー、ローランドDGに買付価格4,850円の修正意向表明書を提出
●		●	2024/2/9	ローランドDG、Taiyo・田部氏によるTOB開始を公表。TOBへの賛同意見を表明及び株主へ応募を推奨。 ブラザーには検討を中止する意向に変更がない旨を伝達
11日			2024/2/20	Taiyo、米国HSR法に基づく反トラスト当局に対する事前届出が受理される
●			2024/3/7	Taiyo、スペイン政府機関からFDI規制法に基づく認可制度を適用しない旨の回答を受領
17日			2024/3/8	Taiyo、米国HSR法に基づく待期間が終了したことを公表
●		●	2024/3/13	ブラザー、買付価格5,200円の対抗TOB予定を公表

# Taiyo Pacific/田部社長(1st)・ブラザー(2nd)によるローランドDGの買収 | ブラザーの提案資料(抜粋)

ブラザーの概要、買収によって想定されるシナジー、Taiyo/田部氏の提案対比で優れている点等について丁寧に説明



- ブラザーの概要、中期戦略と事業ポートフォリオの変革の歴史を説明



- ブラザーが考えるシナジーを技術・コスト・販売・リソースの4つの観点から丁寧に説明



- ローランドDG株主向けの事業シナジー及び企業価値向上施策に加え、従業員をはじめとするステークホルダー向けにも買収後の方針を説明

**当社公開買付けとMBOの内容の比較**

	ブラザー工業株式会社	XY株式会社によるMBO
公開買付け価格	5,200円	5,035円
公開買付け期間	30営業日(2024年5月中旬を目途に開始予定) ※下限に達した場合、更に10営業日延長	30営業日(2024年2月13日(火)~2024年3月27日(水))
買付予定株数の下限	50.00% ※議決権の過半数を確保できる株数	66.16%
買付予定株数の上限	なし	なし

- Taiyo/田部氏の提案と自社の提案の主要条件を横並びで比較

# エムスリー・第一生命によるベネフィット・ワンの買収 | 案件概要

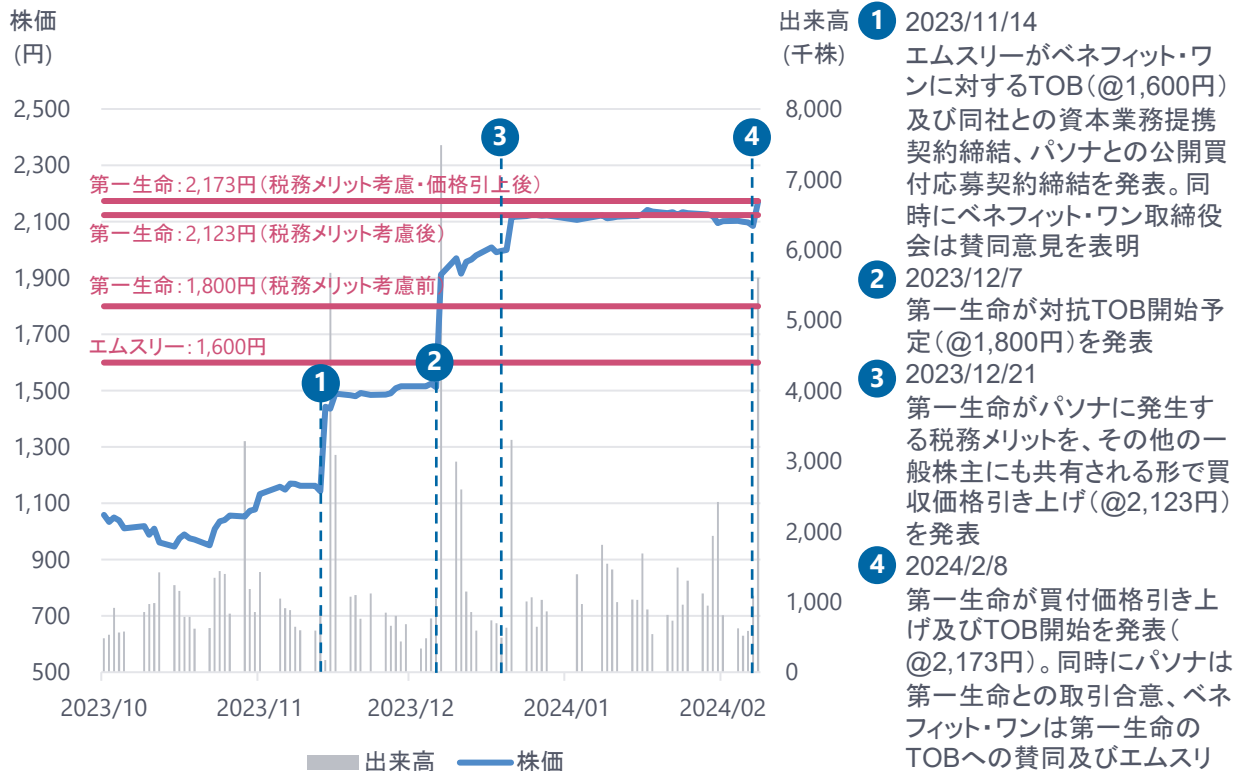
「企業買収における行動指針」の策定以降、初めて行われた対抗TOB事例。大株主のパナソニックは当初エムスリーのTOBに応募同意していたが、第一生命の対抗提案を受け、応募契約を終了し、新たに第一生命との取引(TOB+自己株式取得)に合意・契約締結

ターゲット	先行者	対抗者	公表日	対抗公表日	日数	基準日終値	先行者買付価格	対抗者買付価格	応募同意	特徴
ベネフィット・ワン	エムスリー	第一生命	2023/11/14 賛同意見 (11/14) <sup>(1)</sup>	2023/12/7 賛同意見 (2024/2/8付)	23日	1,163円 (9/18付)	①1,600円	②1,800円 <sup>(2)</sup> ③2,123円 <sup>(2)</sup> ④2,173円 <sup>(2)</sup>	あり (パナソニック) 51.16%保有)	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業買収指針の発表以降、初の対抗TOB</li> <li>大株主から応募同意を得て連結子会社化を目的とした先行者と完全子会社を目的とする対抗者</li> </ul>

## 本件のポイント

- 先行者を上回る提案(価格・買収比率)**
  - 1株あたり1,600円、買付予定数の上限を55.0%と設定したエムスリーに対し、1株あたり1,800円(後に2,173円<sup>(2)</sup>)、買付予定数の上限なしで第一生命が対抗提案
  - パナソニック以外が所有する少数株主の株式を対象とするTOBを実施後、対象会社がパナソニック持分を自己株式取得するスキームを提案。パナソニックに発生する税務メリットを、一般株主に共有する形で買付価格を設定
- 大株主による応募同意**
  - 大株主(ベネフィット・ワンの51.16%を保有)のパナソニックは2023/11/14付でエムスリーと公開買付応募契約を締結
  - 公開買付期間満了日の5営業日前までに、エムスリー以外の者から同社の買付価格を超える提案があった場合、エムスリーと協議可能な規定あり
  - 第一生命の対抗提案を受け、2024/2/8付でパナソニックはエムスリーとの応募契約を終了。新たに第一生命との取引(TOB+自己株式取得)に合意・契約締結
- 各種法令対応**
  - 第一生命は、取引実施に必要な手続等を検討する為に必要な情報提供を受けていないことから、ベネフィット・ワンの協力を得て独占禁止法・保険業法・その他適用法令の有無の調査を実施する前提でTOB予定を公表

## 対象会社株価推移



Source: プレスリリース、各種公開情報、Capital IQ

Note: (1)2024/2/8に意見の留保に変更、(2)2023/12/7に公表された買付価格1,800円はTOB後に実施される自己株式取得にパナソニックが応じる場合に生じるみなし配当額を計算する前の価格であり、12/21に発表された2,123円は必要な情報を入手後に計算し直した価格。その後、ベネフィット・ワン・パナソニックとの協議・交渉の結果を踏まえ、2024/2/8に買付価格を2,173円に引き上げる旨を発表

# エムスリー・第一生命によるベネフィット・ワンの買収 | 詳細なタイムライン

エムスリーはTOB発表まで約5ヶ月間、水面下でベネフィット・ワン及び大株主にあたるパソナと同社の連結子会社化について協議。一方、第一生命は、エムスリーによるTOB発表を受け、僅か23日後に対抗TOB予定を公表。約2ヶ月後にTOBを開始

対象会社 交渉	競争法 対応	対抗 検討	時期	主な動き
●			2023/5月上旬	エムスリー、パソナに対して持分を買収したい旨を申し入れ
			2023/7/18	エムスリー、上記を書面で提案
			2023/8/4	パソナ、エムスリーの提案の協議を推進する旨を連絡
			2023/8中旬	エムスリー、外部アドバイザーを選任
			2023/8/21	パソナ、ベネフィット・ワンに対して、エムスリーが連結子会社化をしようとしている旨を説明
			2023/8/24	エムスリー、ベネフィット・ワンに対して、パソナから株式取得を予定している事パソナと業務提携を検討している旨の意向表明書を提出
			2023/8下旬	ベネフィット・ワン、エムスリーから受領した意向表明書に対する対応について、外部アドバイザーに相談開始
			2023/8/31	ベネフィット・ワン、取締役会決議により特別委員会を設置。上記アドバイザーにコンフリクトがないことを確認し、正式に選任
			2023/9中旬-10下旬	エムスリー、ベネフィット・ワンのDDを実施
			2023/10/13	エムスリー、公正取引委員会に対して事前届出を行い、同日に受理
			2023/10/16	エムスリー、ベネフィット・ワンとの資本業務提携契約及び基本合意書について協議開始
			2023/10/18	エムスリー、パソナとの会議において、公開買付価格1,400円を提示。同日に再検討を迫られる
			2023/10/23	エムスリー、パソナとの会議において、公開買付価格1,500円を提示。10/25に再検討を迫られる
2023/10/27	エムスリー、公正取引委員会から10/24付の「排除措置命令を行わない旨の通知書」及び「禁止期間の短縮の通知書」を受領			
2023/10/27	エムスリー、公開買付価格1,600円、対象会社との資本業務提携契約締結等を含む法的拘束力を伴う意向表明書をパソナに提出			
2023/11/13	パソナ、上記に応募する旨を通達			
●			2023/11/14	エムスリー、ベネフィット・ワンへの1株あたり1,600円でのTOB、及び資本業務提携契約締結を発表 ベネフィット・ワン、TOBへの賛同表明及び応募については株主の判断に委ねる旨を発表
			2023/11/15	エムスリー、公開買付届出書を提出し、TOBを開始(買付期間は11/15-12/13)
			2023/11下旬	第一生命、外部アドバイザーを選任
			2023/12/7	第一生命、ベネフィット・ワンへの1株あたり1,800円での対抗TOB予定を発表
			2023/12/12	エムスリー、TOB期間を20日から40日に延長(2023/12/13→2024/1/17)
			2023/12/21	第一生命、パソナにおける税務メリット享受に伴う買付価格引き上げ(1,800円→2,123円)を発表
			2024/1/11	第一生命、本件に関して協議継続中である旨、TOB開始が1月末になり得る旨を発表
			2024/1/12	第一生命、公正取引委員会に対して事前届出を行い、同日に受理
			2024/1/16	エムスリー、TOB期間を40日から60日に延長(2024/1/17→2024/2/15)
			2024/1/30	第一生命、協議継続中である旨、TOB開始が2月中旬になり得る旨を発表
			2024/2/5	第一生命、公正取引委員会から2/5付の「排除措置命令を行わない旨の通知書」及び「禁止期間の短縮の通知書」を受領
			2024/2/8	第一生命、1株あたり2,173円で2/9よりTOBを開始する旨、パソナと取引(TOB+自己株取得)合意の旨を発表 ベネフィット・ワン、第一生命のTOBへの賛同表明及び応募推奨並びにエムスリーのTOBへの意見の留保を発表
			2024/2/9	第一生命、公開買付届出書を提出し、TOBを開始(買付期間は2024/2/9-2024/3/11)

# エムスリー・第一生命によるベネフィット・ワンの買収 | 第一生命による提案資料(抜粋)

第一生命が提供可能な価値、買収によって想定されるシナジー、エムスリーの提案内容に対して優位である点等について丁寧に説明

ベネフィット・ワンのバリューアップへ向けて当社が提供可能な支援

**福利厚生** 顧客基盤の提供を通じた競争力強化・スケール拡大

**ヘルスケア** 健康経営実現に向けた付加価値の提供とお客さま体験価値の向上

**海外** ベネフィット・ワンの海外展開における手厚いサポート

▶ 当社海外拠点に於いて、企業向けビジネスを展開している地域での海外版ベネフィット・ステーションの展開をサポートします  
▶ システム・事務オペレーションの集約等、ベネフィット・ワンと当社の海外事業展開におけるコストシナジーの発出を目指します

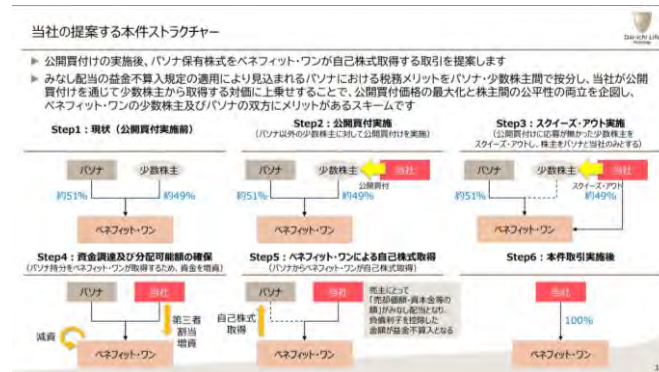
**海外拠点一覧**

- North America
- Europe
- Asia Pacific

両社の海外拠点

11

- 事業毎に提供可能な支援や想定されるシナジーを丁寧に説明



- みなし配当の益金不算入規定の適用により見込まれるパナソニックにおける税務メリットを、一般株主に共有するストラクチャーを提案

その他 当社によるベネフィット・ワンのPMI・ガバナンスイメージ

▶ 当社のPMIの基本的スタンスとして、買収先の経営陣を尊重し、当社グループのノウハウや資金力の潤沢な提供による、買収先の自主的な成長を志向しております  
▶ 当社は国内外で多くのM&Aを実行し、これまでも、マーケット特性に応じた機動的な資本支援を行うことで、成長機会を的確に捕捉してきました

買収先	2011年	2015年	2023年
TAL	生命保険事業を展開する兼州TAL社の買収	生命保険事業を展開する米国Protective Life Corporationの子会社化	アイイベントホールディングスの子会社化
経営陣	TAL社による内部登用や新たに任命したCEOが自ら兼任したチームを尊重 買収時のCEO-Managing Directorは2014年までGroup CEOを務め、後継者もTAL社の内部昇格者から任命	買収以降も、買収時のCEO-CFOを含む現地経営陣の意思を尊重した体制を維持 現CEOは買収時のCFOで内部昇格者から任命	CEOが主要な投資を始めた民間経営陣は、従来通りパナソニック向け保険事業の経営レポート
サポート	現地経営陣によるM&Aを積極的にサポートし、資金提供 (2018年Suncorp Life社、2021年Westpac Lifeの買収等) Westpac買収後、TALの市場シェアは3割強になり、首位の座を固めた	現地経営陣によるM&Aを積極的にサポート (2016年Genworth Financial社の定額保険ブロック、2018年Liberty Life社の個人保険、年金ブロック、2019年Great West Life社の個人保険・年金ブロック等) かかる成長的ブロック買収等	資金面でのバックアップによる財務健全性向上と機動性確保、人材派遣を強化し、体制整備、業務品質向上、システム刷新等でのサポート等を実施

12

- 過去の買収事例を用いて、PMIにおいて買収先の経営陣を尊重、成長を支援する方針である旨を強調

当社、エムスリーの公開買付け内容の比較

	Dai-ichi Life	エムスリー
取得価格 (1株当たりの株式価値)	1株当たりの株式価値: 1,800円 加えて、みなし配当の益金不算入規定の適用により見込まれるパナソニックにおける税務メリットを価格に上乗せする想定	公開買付け価格: 1,600円
公開買付け期間	2024年1月中旬を目途に開始予定 (20営業日を予定)	2023年11月15日~12月13日 (20営業日)
買付け予定数の下限	15.51% <sup>(1)</sup> パナソニックとは当社による公開買付けへの不応募、及び公開買付け後にベネフィット・ワンが実施する自己株式取得に応じてベネフィット・ワン保有株式を売却することに合意する前提	51.16%
買付け予定数の上限	設定せず	55.0%

13

- エムスリーと自社の提案の主要条件を横並びで比較

# 親子上場の意義、東証が開示要請 1000社超が対象

- 東京証券取引所は親子関係や持分適用関係にある上場企業に対し、12月にも企業統治に関する情報開示の拡充を求める
- 情報開示の拡充は、親会社側と子会社/関連会社側の双方が対象となり、コーポレートガバナンス報告書に記載
- 当該子会社を持つことになった経緯、上場維持の合理性、役員指名プロセスの関与方針、選解任議案での議決権行使の考え方等の説明が必要
- 開示は義務ではないものの、東証は通知文で「投資判断上重要であり、投資家との対話の出発点となる」と記載して対応を促す構え

グループ経営に関する開示の要点	
開示の主体	
上場子会社・関連会社を持つ会社	上場子会社・関連会社
主な開示内容	
・グループ経営の考え方 ・上場子会社を持つ意義 ・子会社の統治の実効性を高める取り組み	・親会社や大株主のグループ経営の考え方 ・親会社からの独立性確保のための取り組み

東京証券取引所は親子関係や持ち分法適用関係にある上場企業1000社超に対して12月にも、企業統治に関する情報開示の拡充を求める。企業側は上場子会社を持つ意義や、子会社の独立性確保のための取り組みなどの説明が必要になる。少数株主の利益を脅かしかねない親子上場などには相応の説明責任を求め、市場全体の魅力向上につなげる。

情報開示の拡充は、上場子会社や上場関連会社を持つ親会社・大株主側と、株式を持たれている子会社・関連会社側の双方が対象となる。親子上場では、親会社が企業グループとしての利益を優先することで子会社に不利益になるような経営を進めても、子会社の少数株主がその決定を覆すのは難しいなどの問題が指摘されている。

上場各社は取り組み内容を、東証に提出するコーポレート・ガバナンス報告書に記載する。開示は義務ではないが、東証は上場企業への通知文に「(開示事項が)投資判断上重要であり、投資家との対話の出発点となる」と記載して対応を促す。

親会社・大株主側には、子会社や関連会社を持つことになった経緯や、それらの上場を維持しておくことの合理性などの説明を求める。子会社や関連会社の役員の指名プロセスへの関与方針や、役員の選解任議案での議決権行使の考え方なども示すようにする。

子会社・関連会社側には、親会社や大株主が掲げるグループ経営に関する考え方を代わりに説明するよう求める。グループの事業ポートフォリオにおける自社の位置づけを示し、グループ会社間で資金管理をしている場合はその意義の開示を要請する。

少数株主保護のため、自社の意思決定プロセスへの親会社や大株主の関与の有無や内容なども示すようにする。グループ間取引や完全子会社化といった利益相反懸念のある行為を監督する特別委員会を設置している場合、委員の構成や実際の活動状況などを開示するように求める。

東証は親子上場に関する開示要請とあわせて、親会社や個人の支配株主を持つ上場会社で独立社外取締役が果たすべき役割をまとめた通知も出す。独立社外取締役は「少数株主の利益を保護するという重要な責務を負う」と明記し、取締役会や特別委員会での役割などを示す。独立社外取締役が役割を十分に発揮できるよう、取締役会をはじめ会社側にも体制を整備するよう求める。

東証が企業に開示拡充を求める背景には、親子上場自体は減っているものの、持ち分法適用関係にある上場企業はむしろ増えていることがある。東証によると、親子上場に厳しい目が向けられるようになり、上場子会社は22年時点で約260社と4年間で18%減少した。ところが、発行済み株式の20%以上50%未満を保有する大株主(個人株主を除く)を持つ上場会社は22年時点で約960社と、4年間で27%増えた。上場企業間での資本業務提携が増えていることが大きい。

19年にはアスクルの株主総会で社長と独立社外取締役の選任議案に、株式の4割超を握るヤフー(現LINEヤフー)が反対し、否決となった。東証は実質的な支配力を持つ株主がいる上場会社における少数株主保護の枠組みなどを議論するため、20年1月に外部の専門家で作る研究会を立ち上げた。研究会は同年9月に中間整理をまとめて以降、中断していたが、23年1月に再開して議論を進めてきた。研究会では独立社外取締役の実効性を高めるため、選任議案には「マジョリティー・オブ・マイノリティー(MOM)」と呼ぶ手法を採用する案が浮上した。MOMでは利害関係のある大株主を除いた少数株主の過半の賛同が必要になる。こうしたルールを導入には上場制度の見直しが必要になるため、今後東証で論点を整理した後、研究会で改めて議論する。

# 株主説明責任が問われる事案：自己株TOBを公表したJAE、過去に複数の買収提案

2024年1月29日にNEC保有分(51%)の約半分についてディスカウントでの自己株TOBを発表したJAEに対し、過去に京セラや米投資ファンドKKRなど複数社が買収提案を行っており、中にはTOB価格を上回る価格を示すものもあったと報道

## NEC、上場子会社への買収案を複数受領 割安売却に説明責任も (2024年2月14日 ロイター)

NECの上場子会社でコネクター大手の日本航空電子工業(JAE)について、**複数のプライベートエクイティ(PE)ファンドが市場株価を大幅に上回る価格での買収提案をNECとJAE両社に示していたことが分かった**。事情を知る関係者5人が明らかにした。

匿名を条件に語った関係者3人によると、少なくともPEファンド3社がJAEの買収をNEC、JAE両社に提案した。**買収価格は最高で1株4,000円前後だったといい、JAEによる自己株TOBの買い付け価格2,605円を5割超上回る**。

JAEによるTOBの期間は1月30日から2月28日までで、発行済株式総数の**最大約28%を発表前の終値から14%割安な価格で買い付ける**。

関係者によると、少なくとも1社は、価格だけでなく買収後の経営戦略の詳細など、具体的な内容を盛り込み、書面で提出した。こうした買収提案がNECやJAEの社内でのどのように議論されたかは分かっていない。M&A(企業の買収・合併)市場の活性化を目的に**経済産業省が昨年8月に策定した「企業買収における行動指針」では、具体性のある真摯な買収提案を受領した場合は、真摯に検討されるべき**としている。

早稲田大学大学院経営管理研究科の鈴木一功教授は、**高値でJAE株を売却する選択肢が存在したのであれば、NECの一般株主は得られたはずの利益を逸失するほか、JAEの株主にとっても自己株TOBの発表が株価が下落につながったと指摘**、「今回の取引ではJAEの経営陣以外は誰も幸せにならない」と話す。

鈴木教授によると、日本では自己株公開買い付けに応じる際に他の選択肢を検討したかといった開示は義務付けられていないが、経営権の譲渡を伴う自己株買い付けの場合は、何らかの開示ルールが必要なのではないかという。その上で、「**本件に不満な親会社の株主は、株主総会での取締役選任議案への反対や株主代表訴訟で責任を追究することになるだろう**」との見方を示した。

## 日本航空電子の自社株買い、発表前に価格優位の買収案が存在一関係者 (2024年2月15日 ロイター)

JAEが発表したTOB価格は1株2605円。一方、買収提案の中にはこれを上回る価格を示すものもあったという。ブルームバーグの取材に対し、複数の関係者が匿名を条件に明らかにした。同関係者らによると、**これまでJAEには京セラや米投資ファンドKKRなど複数社が買収提案を行っていた**。

## オアシス、NECの応募差し止めを申し立て 航空電子の自社株買い(2024年2月26日 ロイター)

JAEが親会社のNECから株式を買い戻すために実施している自己株式の公開買い付け(TOB)について、香港の投資ファンドの**オアシス・マネジメントは26日、NECによる応募を差し止める仮処分を東京地裁に申し立てた**ことを明らかにした。申し立ては20日付。

オアシスは申し立ての中で、**NECの取締役会がJAEの株式を高価格で売却する機会を放棄したとして、株主に対する善管注意義務に違反する**と主張している。

オアシスによると、同ファンドはNEC株を300万株以上保有。**オアシスは1月30日付でNECに書簡を送り、1株3,000円でJAE株を買い取ることを提案した**ことも明らかにした。

## 東京地裁、オアシスによる仮処分申立却下—NECのTOB応募で(2024年2月27日 ロイター)

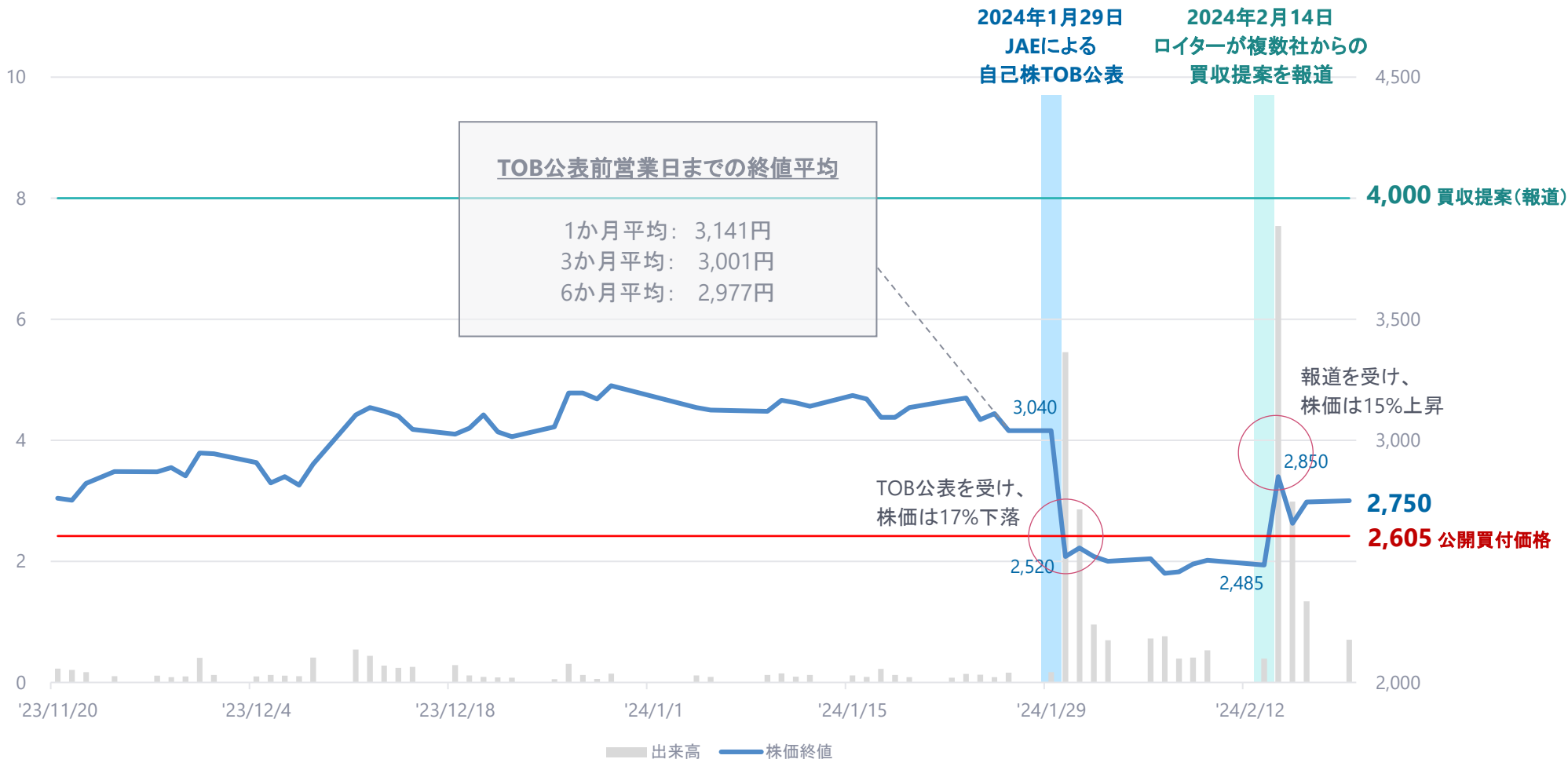
JAEが実施中の自己株TOBへのNECの応募を差し止めようと、香港のヘッジファンド、オアシス・マネジメントが求めた仮処分の申し立てについて、東京地方裁判所が却下したことが、27日分かった。NECの広報担当者が明らかにした。

# 株主説明責任が問われる事案：JAEの株価・出来高推移

ディスカウントでの自己株TOB公表を受け下落していた株価は、2月14日のロイター通信の報道を受け一時前日比20%高と急騰。最終的な終値は前日比15%高で着地

(出来高:百万株)

(株価:円)



出所: Capital IQ、公開情報、各種報道



# Memo

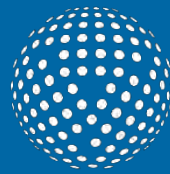
# Memo

## 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て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