Benedi Consulting
M&A and Business Advisory

Topics／Insight

2020 年 12 月の注目ディール:
TCS ホールディングスが上場子会社 3 社に対して TOB を開始

2021 年 1 月 13 日

上場子会社 3 社に対する同時 TOB

2020 年 12 月 16 日、TCS ホールディングスが上場子会社であるアンドール、アイレックス及びテクノ･セブンに対する TOB を実施することを発表しました。具体的には、TCS ホールディングスの完全子会社である TCS カンパニーズが、TCS ホールディングスが保有する 3 社の株式を含めて全ての株式を取得し、完全子会社化を目指します。3 社はジャスダックの上場会社であり、株式総額はそれぞれ数十億規模。TOB 公表前の株価ベースでは、3 社合計の時価総額は 88 億円程度でした。今回の TOB における実質的な必要資金は、総額で約 45 億円となる見込みです。

TCS ホールディングスは、IT ソリューション事業とアライアンス事業を主要事業とする企業グループです。非上場ながら、連結売上高と連結経常利益はそれぞれ 1218 億円と 107 億円（いずれも 2019 年度）。また、本件の上場子会社 3 社の他に、資本業務提携を通じて上場会社 4 社を関連会社としています。

3 社の共通点

本件の対象となった 3 社は得意領域が異なるものの、何れも TCS グループの中核事業である IT ソリューション事業に属する子会社であり、資本業務提携の数年後に子会社となった点も共通しています。

アンドールは CAD･CAM を中心とするシステム開発企業です。1996 年に店頭公開し、その後の 2001 年に現 TCS ホールディングスと資本業務提携、2003 年には子会社となりました。アイレックスは通信系コア技術に強みを有するシステム開発会社。1988 年に店頭公開し、2004 年の資本業務提携を経て、TCS ホールディングスの子会社となっています。また、テクノ･セブンは、金属プレス加工企業として創業し、1963 年に店頭公開した老舗企業です。2003 年に現 TCS ホールディングスと資本業務提携、更に 2008 年には子会社となりました。現在はシステム事業及び事務機器製造販売を主要事業としています。

TCS ホールディングスにとって、今回の 3 社同時 TOB は、グループ内の資本関係を整理するとともに、連携･補完関係強化を実現することを狙いとする組織再編です。

TOB 価格に関わる比較

アンドール、アイレックス及びテクノ･セブンに対する TOB 価格はそれぞれ、625 円、2,100 円、2,000 円。そのプレミアムの水準と価値評価に関連するデータを整理した表を掲載しましたが、これ

Copyright © 2021 Benedi Consulting Co., Ltd. All rights reserved.

を見ると、株価算定の考え方と交渉スタンスにかなりの違いがあったことが伺えます。

	アンドール	アイレックス	テクノ・セブン
TOB 価格	625 円	2,100 円	2,000 円
プレミアム(前日、1カ月、3カ月、6カ月終値平均比)	40%～44%	24%～35%	49%～57%
DCF 評価額	519円～627円	1,817 円～2,265 円	1,798 円～2,021 円
WACC	9.8%～13.8%	4.82%～5.89%	14.12%～16.12%
永久成長率	0%～1%	0%	-0.25%～0.25%

プレミアムが高いアンドールとテクノ・セブンはDCF 方式による評価額の上限に近い水準で TOB 価格が合意されていますが、その意味は大きく違うことがわかります。アンドールの場合は WACC に 4%の広いレンジを設けていることに加えて、永久成長率にも 1%のレンジを設けていることから、広く設定した評価レンジの上限での交渉がなされたことが伺えます。一方で、テクノ・セブンは上場企業としては高めの WACC を採用しているため、低めの評価額が算出されるはずですが、それでも 57%という高いプレミアムになりました。事業計画を前提とした理論価値よりも市場による評価が低く抑えられていた状況での価格形成が示唆されます。

また、アイレックスの場合は、低い WACC を採用した評価であってもプレミアムが 2 社に比べて低くなるほど、市場の評価が高くなっていた状況で交渉がなされたと見ることが出来ます。

注目したいアライアンス事業の企業群

3 社同時の TOB は、財務的見地から個別でみれば TOB のタイミングとしてはベストではなかった可能性があります。つまり、TCS ホールディングスは、そのことよりもグループ力強化の推進を優先したということなのでしょう。

そのように捉えると、他の上場関連会社の存在も気になってきます。

TCS ホールディングスはアライアンス事業として、MUTOH ホールディングスなどの 4 つの上場企業グループを関連会社としています。本件の対象会社となった 3 社は、何れも資本業務提携後に TCS ホールディングスが株式を追加取得して子会社化をしており、その流れを考えれば、アライアンス事業における企業群も将来的に子会社化される可能性を否定できません。

そのタイミングを計り知ることは出来ませんが、非上場ながら上場企業の買収を通じて成長する TCS ホールディングスにおける今後の事業展開には注意したいと思います。

＜問い合わせ先＞
ベネディ・コンサルティング株式会社
Mail： info@benediconsulting.jp
Web site： http://benediconsulting.jp

Copyright © 2021 Benedi Consulting Co., Ltd. All rights reserved.