

Company Report

2024年12月18日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
金井 孝男

外部資本を活用して社会課題解決のために付加価値を創出。ハードとソフトを融合し、ホテル、物流、ヘルスケアで急成長

社会課題の解決を標榜し、投資家の外部資本を活用する独自の事業モデルで、急成長を遂げてきた。営業利益は過去5年で12.2倍、株価は同期間10.6倍となった。現在、ホテル、冷凍冷蔵倉庫、ホスピス住宅の開発や運営、ドバイでの住宅事業に注力。

代表取締役社長の河本幸士郎氏と取締役会長の小川潤之氏が、社会課題の解決のために付加価値を創出したいとの考えから、共同で同社を創業し発展させてきた。その思いは、「その課題を、価値へ。」という企業理念に表れている。同社の企業DNAは、「外部資本を活用して最適化を徹底的に追求する」とことと要約できよう。社会課題を解決するというマネジメントの理念に共鳴し、チャレンジ精神旺盛な人々が集い、ハードとソフトの融合により独自の付加価値を創出するという企業文化は他社には簡単に真似できない模倣困難性となっている。

同社の収益形態は、土地購入後に開発プランを立てて開発ファンドへ売却することで得る売却益、プロジェクトマネジメント収入、成功報酬、アセットマネジメント収入などである。資金を高速で回すため、財務負担が相対的に小さく、マクロ要因などのリスクも軽減できる。

ホテルは、多人数向け宿泊施設が需要を満たせていないことに着目。DXにより徹底した省人化を行う。冷凍冷蔵倉庫は、冷凍食品需要が増加している中で供給が不足。また、代替フロンから自然冷媒へのシフトに伴う建て替え需要も拡大へ。ホスピス住宅は緩和ケアなどの医療施設が不足している中、好立地で居心地の良い施設の開発を行っている。

24/8期は会社予想通り大幅な増収増益を達成。25/8期の会社予想では当期純利益が前期比99.2%増となる見通し。発表された第2期中期経営計画(25/8期~29/8期)では、当期純利益を24/8期比10倍の500億円を目指す。主力事業はいずれも市場が伸びる中で同社のシェアはまだ小さく、成長余地は非常に大きい。

株価は大幅に上昇した後、10月中旬から調整。25/8期会社予想基準のPERは13.6倍、26/8期会社目標基準では9.1倍となり、利益の高成長が続く見通しを考えると低水準と言えよう。10月17日に発表されたエクイティファイナンスは、資金需要が強いことから利益成長につながると期待される。業績拡大に伴って株価も上昇するトレンドが続く可能性が高い。

株価・出来高(1年間)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(12/17)	12,260
52週高値(24/5/20)	18,910
52週安値(23/12/11)	7,130
上場来高値(24/5/20)	18,910
上場来安値(18/12/26)	594
発行済株式数(百万株)	9.84
時価総額(十億円)	120.6
EV(十億円)	151.4
自己資本比率(実績、%)	34.6
PER 25/8(会予、倍)	13.6
PBR 24/8(実績、倍)	4.5
配当利回り 25/8(会予、%)	2.0

注：高値、安値は終値ベース。

PERは希薄化後株数で計算

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
20/8	8,008	49.6	326	-53.3	180	-71.8	134	-69.1	21.7	10.0
21/8	14,295	78.5	1,328	306.9	1,037	475.6	793	489.9	121.4	20.0
22/8	20,780	45.4	2,141	61.2	1,732	67.0	1,018	28.3	132.9	30.0
23/8	37,282	79.4	4,442	107.4	4,119	137.8	2,050	101.4	253.2	60.0
24/8	65,685	76.2	8,537	92.2	7,860	90.8	5,020	144.8	541.7	170.0
25/8 会社予想	95,000	44.6	16,500	93.3	15,000	90.8	10,000	99.2	1,016.4	240.0

注：19年9月、21年9月に1:2の株式分割を実施。EPS、DPSは調整後

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

エグゼクティブサマリー	3
1. 社会課題の解決を担う不動産コンサルティング会社	4
1) 会社概要	4
2) 沿革	6
2. 河本幸士郎社長のプロフィールと企業 DNA	7
3. 収益モデル	8
4. 財務動向/キャッシュフロー	13
5. ホテル事業	15
1) 事業運営コンセプトと特徴	15
2) ホテル業界の事業環境	18
3) 同業他社との比較	22
6. 物流事業	24
1) 冷凍食品の需要は拡大	24
2) 冷凍冷蔵倉庫の稼働率は高く、需給はタイト	25
3) 代替フロンから自然冷媒への転換	27
4) 冷凍自動倉庫で差別化	30
5) 主な競合状況	31
7. ヘルスケア事業	33
8. 海外事業	36
9. 競争力の源泉と企業 DNA	38
1) 経営戦略論からのアプローチ	38
2) 模倣困難性	39
3) 企業 DNA は「外部資本を活用して最適化を徹底的に追求する」こと	42
4) エクイティストーリー	42
10. 24/8 期決算と当面の見通し	43
11. 中長期見通し	45
12. 同業他社比較と株価動向	47
1) 同業他社比較	47
2) 株価動向	51
13. サステナビリティ	54
1) コーポレートガバナンス	54
2) サステナビリティへの取り組み	55
14. リスク要因	56

エグゼクティブサマリー

社会課題の解決を標榜

社会課題の解決を標榜し、外部資本を活用する独自の事業モデルで、急成長を遂げる不動産コンサルティング企業。営業利益は過去5年で12.2倍、株価は同期間10.6倍となった。現在、国内ではホテル、冷凍冷蔵倉庫、ホスピス住宅の開発・運営に注力。海外ではドバイでの住宅事業を展開。2011年8月設立、2018年11月に東証マザーズ市場に上場。2023年10月からプライム市場。

企業DNAは、「外部資本を活用して最適化を徹底的に追求すること」

代表取締役社長の河本幸士郎氏と取締役会長の小川潤之氏が、社会課題の解決のために付加価値を創出したいとの考えから、共同で同社を創業し発展させてきた。その思いは、「その課題を、価値へ。」という企業理念に表れている。同社の企業DNAは、「外部資本を活用して最適化を徹底的に追求すること」と要約できよう。

独自の企業文化とチャレンジ精神旺盛な人材が模倣困難性を形成

同社は、社会課題を解決するというマネジメントの理念に共鳴し、チャレンジ精神が旺盛で突破力のある優秀な人材が集っている。また、社会的なニーズを供給が満たせていない分野に着目し、ハードとソフトの融合により最適化を徹底して追求するという独自の企業文化を持つ。これらは他社には簡単に真似できない模倣困難性となっている。

収益とバリュエーションの向上がエクイティストーリー

それによって収益の持続的な高成長が見込まれ、日本の不動産投資企業や大手デベロッパーに比べて相対的に高いバリュエーションが持続する可能性が高い。さらに、中長期的にはグローバルのオルタナティブ投資の大手企業であるBlackstone(BX NYSE)のバリュエーションが高水準であることも参考になろう。こうした収益とバリュエーションの向上が同社の株価上昇を期待するエクイティストーリーである。

土地売却益、プロジェクトマネジメント収入、成功報酬、アセットマネジメント収入が主な収益形態

同社は、土地を自己資金で購入するが、開発プランを立てて約6か月後に開発ファンドへ売却するため、その段階で資金を回収できる。その後も、開発段階ではプロジェクトマネジャーとして収入を得る。竣工後には長期ファンドへ売却する段階で投資家の期待収益を上回る分について成功報酬を獲得する。さらに、不動産ファンドのアセットマネジメントによる収入も得る。高速で資金を回すため、資金負担は相対的に小さく、マクロ変動などによるリスクも軽減される。

ホテル、冷凍冷蔵倉庫、ホスピス住宅で独自の展開

ホテルは、多人数向け宿泊施設が需要を満たせていないことに着目。DXによる徹底した省人化で宿泊客単価を抑えている。「fav」から始まったブランドも、「FAV LUX」、「seven x seven」へと広がっている。冷凍冷蔵倉庫は、冷凍食品需要が増加している中で供給が不足。また、代替フロンから自然冷媒へのシフトに伴う建て替え需要も発生し、需要が急増するとみられる。ホスピス住宅は緩和ケアなどの医療施設が不足している中、好立地で居心地の良い施設の開発を行っている。

29/8 期に純利益 500 億円を目指す

24/8 期は会社予想通り大幅な増収増益を達成。当期純利益は前期比 2.4 倍の 50.2 億円となった。25/8 期の会社予想では当期純利益が前期比 99.2% 増の 100 億円に達する見通しとなっている。決算と同時に発表された第 2 期中期経営計画(25/8 期～29/8 期)では、当期純利益を 24/8 期実績の約 10 倍の 500 億円を目指す。主力事業はいずれも市場自体が伸びる中で同社のシェアはまだ小さく、成長余地は非常に大きい。

業績拡大が株価を押し上げる展開が続く見通し

株価は大幅に上昇した後、10月中旬から調整。25/8 期会社予想基準の PER は 13.6 倍、26/8 期会社目標基準では 9.1 倍 (いずれも希薄化後株式数で計算) となり、利益の高成長が続く見通しを考えると低水準と言えよう。10月17日に発表されたエクイティファイナンスは、成長のための資金として用いられることから利益成長につながると期待される。業績拡大に伴って株価も上昇するトレンドが続く可能性が高い。

1. 社会課題の解決を担う不動産コンサルティング会社

1) 会社概要

社会課題解決企業

霞ヶ関キャピタルは、社会が必要としていて需要が伸びているにもかかわらず、供給が足りていないものに着目し、そこにビジネスの機会を求める社会課題解決型の不動産コンサルティング会社である。経営理念である「その課題を、価値へ。」にビジネスに対するマネジメントの基本観が現れている。不動産ファンドを活用したデベロッパーであるが、必要であれば自らオペレーションまで手掛け、その不動産や関連事業の価値を高めることを重視している。

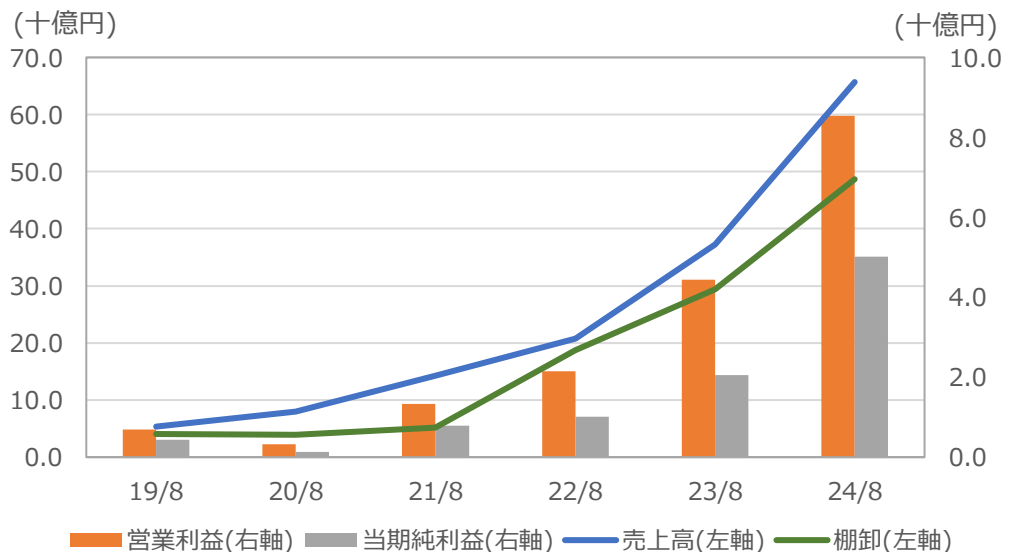
ホテル、物流、ヘルスケア、海外に注力

現在、ホテル、物流、ヘルスケア、海外の4分野に注力している。ホテルでは、家族や友人グループなど多人数が長期滞在できる多人数向けホテルを事業化し、その後ブランドを増やしてきている。DXで徹底した省人化を図り、コストを抑える一方でデザインには凝ったホテルを提供。物流では、直近は冷凍冷蔵倉庫を対象を絞って開発を行っており、足元では冷凍自動倉庫の建設を進めている。ヘルスケアでは、ホスピス住宅の開発を行っており、良い立地で居心地の良い施設を提供することに主眼を置く。また、海外事業も拡大を図っており、現在、ドバイで事業を展開している。

事業規模が急速に拡大

業績は急拡大している。売上高は上場初年度の19/8期の53.5億円から24/8期には12.3倍の656.9億円へ、営業利益は同じく7.0億円から85.4億円へ増加した。高成長の背景には、市場が成長する領域をターゲットとしていること、同社の企画や設計、ファンド組成などの知見やスキルが優れていること、などが挙げられよう。同社の業績の先行指標となるのが棚卸である。後述するように、同社は土地を購入し、開発プランを策定して必要なコーディネートを行った上で、土地を開発ファンドなどへ売却する。土地を購入してから開発ファンドへ売却するまでの間、バランスシートに販売用不動産と開発事業等支出金が棚卸として計上される。したがって、棚卸が増えていることは、土地の仕入れが順調に拡大していることを示しており、その後の売上や利益の拡大につながる。24/8期末の棚卸は487億円と前期比で193億円増加した。

図表 1. 霞ヶ関キャピタルの収益動向



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

図表 2. プロジェクトパイプライン・AUM

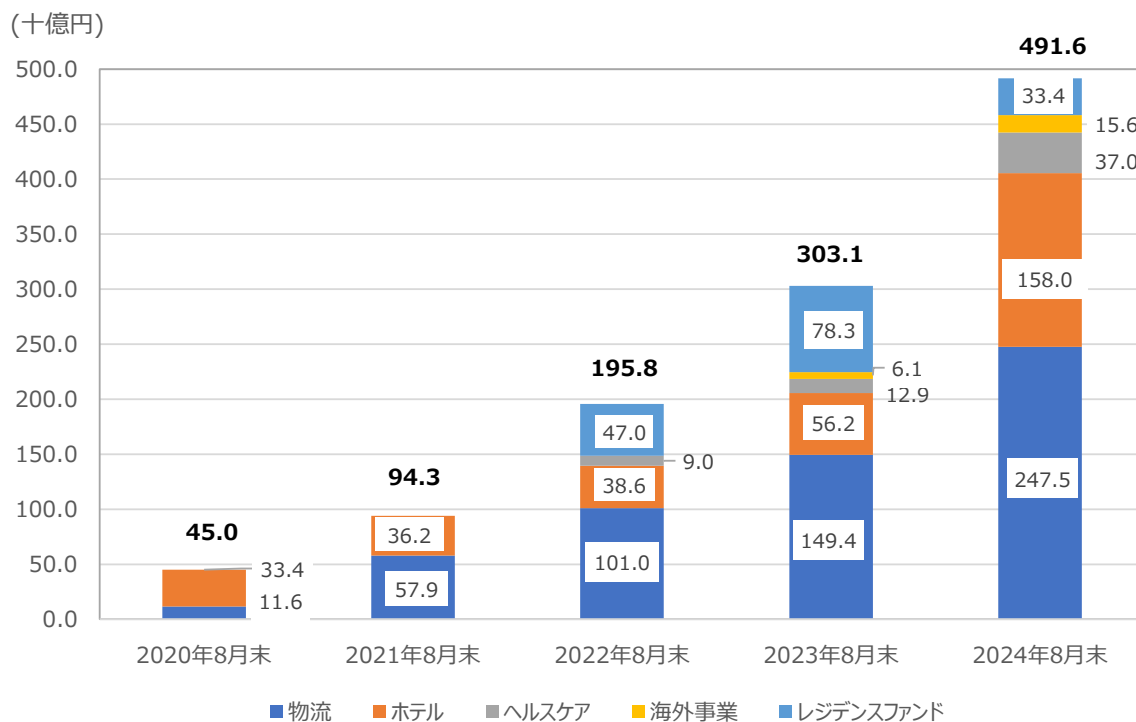
		2023年8月末		2024年8月末		増減額	増減比
		件数	事業規模*	件数	事業規模*		
物流	LOGI FLAG	15 件	1,494 億円	19 件	2,475 億円	+980 億円	+65.6%
ホテル	FAV	23 件	562 億円	44 件	1,580 億円	+1,018 億円	+181.1%
ヘルスケア	CLASWELL	7 件	129 億円	15 件	370 億円	+241 億円	+186.8%
オルタナ投資	海外事業	4 件	61 億円	8 件	156 億円	+95 億円	+155.7%
	レジデンスファンド (6ファンド)	42 件	783 億円	13 件 (4ファンド)	334 億円	▲449 億円	▲57.3%
合計		91 件	3,031 億円	99 件	4,916 億円	+1,885 億円	+62.2%

* 事業規模は、原価ベースのプロジェクト総額となり、プロジェクトは一部非開示の案件を含む

注：件数及び金額は、パイプライン(土地確保済み)とAUM(着工済み/竣工済み)の合計

出所：会社資料

図表 3. プロジェクトパイプライン・AUM の推移



注：パイプライン(土地確保済み)とAUM(着工済み/竣工済み)の合計

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

2) 沿革

小川潤之会長と河本幸士郎社長によって創業

霞ヶ関キャピタルは、実質的に、取締役会長の小川潤之氏と代表取締役社長の河本幸士郎氏とによって共同で創業された会社である。同社の株主構成は2024年2月末で、小川会長が筆頭株主で23.6%を保有し、河本社長が2位（カストディを除く）で8.3%を保有している。両氏は、投資ファンドで共に働いた経験があり、お互いを良く知る関係であった。

宮城県のショッピングセンターの再生から太陽光発電へ展開

2011年9月、東日本大震災で被災した宮城県のショッピングセンターフォルテの取得および再生を目的とした合同会社フォルテが設立され、それを基盤として事業が拡大していくことになった。フォルテでは、2012年から始まった産業用太陽電池の固定価格買取制度（FIT）を利用して、ショッピングセンターの屋上に太陽光パネルを設置して売電を開始した。

再エネで外部資本を活用したビジネスモデルを構築

その後、太陽光を中心に風力なども含めた再生可能エネルギー事業を本格化した。この事業では、同社が土地の情報収集や取得、発電施設の設計、許認可取得、詳細設計・造成、資金調達などを一気通貫で行い、付加価値を加えた上で開発ファンドなどの投資家に販売する、という事業モデルを構築した。しかし、再生可能エネルギー事業自体は、FIT制度による買取価格が引き下げられていく中で事業としての魅力が低下したため、現在は新たな開発は行っていない。

多人数向けホテル事業を開始

2014年、合同会社から株式会社へ改組し、2015年、社名を霞ヶ関キャピタルへ変更した。2018年11月、東京証券取引所マザーズ市場に上場。再生可能エネルギーで培われたノウハウや事業モデルを他の事業にも展開し、マンションの開発なども行っていたが、次第に多人数向けホテルを主要ターゲットとするようになった。

コロナ禍で物流事業へ展開

2020年にコロナ禍で多人数向けホテル事業が逆風を受ける中、同社は、冷凍冷蔵倉庫を中心とする物流事業を開始することを決めた。特に、中長期的に冷凍食品の需要が高まるとみられたこと、フロンや代替フロンから自然冷媒への転換が必要であるため倉庫の建て替え需要が拡大することが見えていることから、冷凍冷蔵倉庫に資源を集中させる形で事業を展開することとなった。同年6月に物流事業部を新設し、正式に同事業に乗り出したが、その意思決定とその後のアクションは極めて迅速であった。

ホスピス住宅を中心とするヘルスケア事業を開始

2021年12月にはヘルスケア推進事業部を発足させ、終末期医療を担うホスピス住宅の開発を始めた。今後、医療機関の後継者問題や医療従事者の減少などによって病院やクリニックの病床数の減少が見込まれる中、一方で高齢化の進展でホスピスの需要が増加することから、社会課題の解決に資するという同社の方針に沿った形で進められている。

国内3領域とドバイを中心とする海外事業を展開

このようにして、現在では、ホテル、物流、ヘルスケアの3領域が、国内での同社の不動産コンサルティング事業の主要分野となっている。加えて、ドバイを中心とする海外の不動産事業も行っている。2022年4月、東証の区分変更に伴い、マザーズ市場からグロース市場へ移行し、2023年10月にプライム市場へ変更となった。

図表 4. 霞ヶ関キャピタルの沿革要約

2011年9月	東日本大震災で被災したショッピングセンターフォルテ（宮城県）の取得および再生を目的とした合同会社フォルテを設立
2013年6月	ショッピングセンターの屋上に太陽光パネルを572kW設置して売電を行い、自然エネルギー事業を開始
2014年9月	不動産コンサルティング事業を開始
2015年8月	商号を霞ヶ関キャピタル株式会社に変更
2018年11月	東京証券取引所マザーズ市場上場
2021年12月	物流子会社ロジフラッグ・デベロップメント社を設立
2022年4月	東京証券取引所の市場区分見直しによりマザーズ市場からグロース市場へ移行
2023年10月	東京証券取引所プライム市場に変更

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 河本幸士郎社長のプロフィールと企業 DNA

大学卒業後、2年間のブランクを経て建設会社に就職。投資ファンドの面白さを知る

河本幸士郎社長は、1973年生まれで現在51歳。大学卒業後、2年間は就職せず、アルバイトなどをしながら生活していたとのこと。その頃は世の中を斜めから見ていて、社会に対して正面から向き合うことを避けていたそうである。その後、人材エージェントの紹介で、1999年に建設会社の明豊ファシリティアークス（当時は非上場、現在、東証スタンダードに上場、コード1717）に入社した。同社ではハードワークをしながら鍛えられたそうである。そこで営業を行う中で顧客を通じて不動産ファンドについて知り、その面白さを認識して、不動産投資ファンドを手掛けていたグローバンス、英国系不動産会社のグロブナー・ファンド・マネジメントに勤めた。

2008年の金融危機が転機に

大きな転機となったのは2008年の金融危機だったとのこと。それまでの価値観が大きく崩れるようなショックを受け、自分の無力さを感じるとともに、社会にまっすぐに向き合うきっかけとなったそうである。同時に、リーマンショックのような大きな経済的ショックが起これば、体力のない会社は簡単につぶれてしまうのを目の当たりにし、そのようなショックがあっても会社が破綻しないように事業を行っていかねばならないとの思いを強めたようである。それが今日の霞ヶ関キャピタルのリスク管理にもつながっているように思われる。

河本社長と小川会長が事業拡大のための会社組織を作り、本格的な拡大が始まる

河本社長と小川潤之会長は、2005年から2006年にかけてグローバンスで共に働いていたこともあり、もともと親しい間柄だったとのこと。それぞれの途を歩んだ後も、お互いに情報交換をしながらそれぞれ個人で事業を行うなどしていたそうである。その後、小さい会社を複数経営するよりは事業を拡大するための大きい組織を共同で作ろうということになったとのこと。宮城県のショッピングセンターの運営会社であった合同会社フォルテを基盤として、太陽光パネルなどの再生可能エネルギー事業に展開し、2014年に不動産コンサルティング事業に進出した。

不動産ファンドをツールに付加価値を創出したいとの思い

河本社長と小川会長は、会社を創業した時期に、不動産ファンド事業の行き詰まりを感じ、社会に貢献できる付加価値を創出したいという思いを共有していたとのことである。ただし、そのためのツールとして不動産ファンドを活用することは有効であることもわかってきた。当初手掛けた太陽光発電事業はまさにファンドを活用するというモデルが合致したとのこと。少額の投資で地方の土地を購入し、開発プランを創り、許認可を得るなどの付加価値を加えた上で、開発ファンドに売却する。当初は

資金がなかったのでこうするしかなかったとのことだが、事業としてうまく機能することを知った。その後の霞ヶ関キャピタルのビジネスモデルの原点とも言えよう。

社会課題の解決はビジネスの本質から来る

社会課題解決企業を標榜し、企業理念を「その課題を、価値へ。」とした背景について、河本社長は、仕事とは何か、会社とは何のためにあるのか、を考えれば、自然に出てくる発想であり、何も特別なことではないとの考えを示した。また、社会課題に真正面から取り組みば周りが応援してくれるので、事業が進めやすくなる、との思いを述べた。ビジネスの原点に立った発想であり、そのことが同社の企業文化となって社員に共有されていると考えられる。

「失われた 30 年」に対する世代の責任

また、河本社長は自分の祖父母の時代は戦後の復興を果たし、父母の時代は高度成長を築いたが、自分たちの世代は「日本の失われた 30 年」の責任を負っている、との思いが強いそうである。そうしたことも、社会課題の解決に取り組むという同社の企業文化につながっているように思われる。

3. 収益モデル

土地は開発プラン策定後に開発ファンドや投資家へ売却。売却益とプロジェクトマネジメント報酬を獲得

同社の収益モデルはユニークであり、同社特有のものと言える。まず、土地を取得し、自社で開発企画を策定するなどの付加価値を付ける。その上で開発ファンド投資家に売却する。この場合、ファンドを組成せずに不動産会社やリース会社などの企業が投資家となる場合もある。これにより物件の所有は開発ファンドに移り、同社のバランスシートからは外れるが、引き続き、同社が建設や開発のプロジェクト管理、リーシング、売却先の紹介などを行う。これらにより、同社は開発ファンド投資家や企業からプロジェクトマネジメント報酬を受け取る。

竣工後はコアファンドへ売却し、成功報酬を獲得。その後アセットマネジメント報酬を得る

建物が完成すると、物件は開発ファンドから不動産ファンド（長期ファンド）に売却される。その際、開発投資家の期待収益を上回る価格で売れた場合は、霞ヶ関キャピタルが成功報酬を受け取る。さらに長期ファンドのアセットマネジメント業務を行うことで、アセットマネジメント報酬を得る。

4 段階の収益機会。自社資金は約 6 か月で高速回転

霞ヶ関キャピタルの収益機会としては、①開発ファンドへの売却益、②建設中のコストや工期の管理によるプロジェクトマネジメント報酬、③長期ファンドへ売却する際の成功報酬、④その後のアセットマネジメント報酬、の 4 段階がある。自社の資金は、土地の手当てから開発ファンドへの売却までの間約 6 か月間で回収するため、その資金を次のプロジェクトに回すことにより、資金の回転率が大きく向上する。

資金効率が高く、リスクも低減

また、短期間で資金を回収するため、マクロ景気や金利動向などのリスクを低減することができる。通常のデベロッパーのように、土地の手当てから開発や建設を自ら行い、完成物件を売却する、あるいは賃貸する場合に比べて、1 件当たりの平均の利幅は小さいとみられるが、資金回転率が圧倒的に高いため、同期間に上げられる収益額は引けを取らない、あるいは上回る場合が多いと推定される。

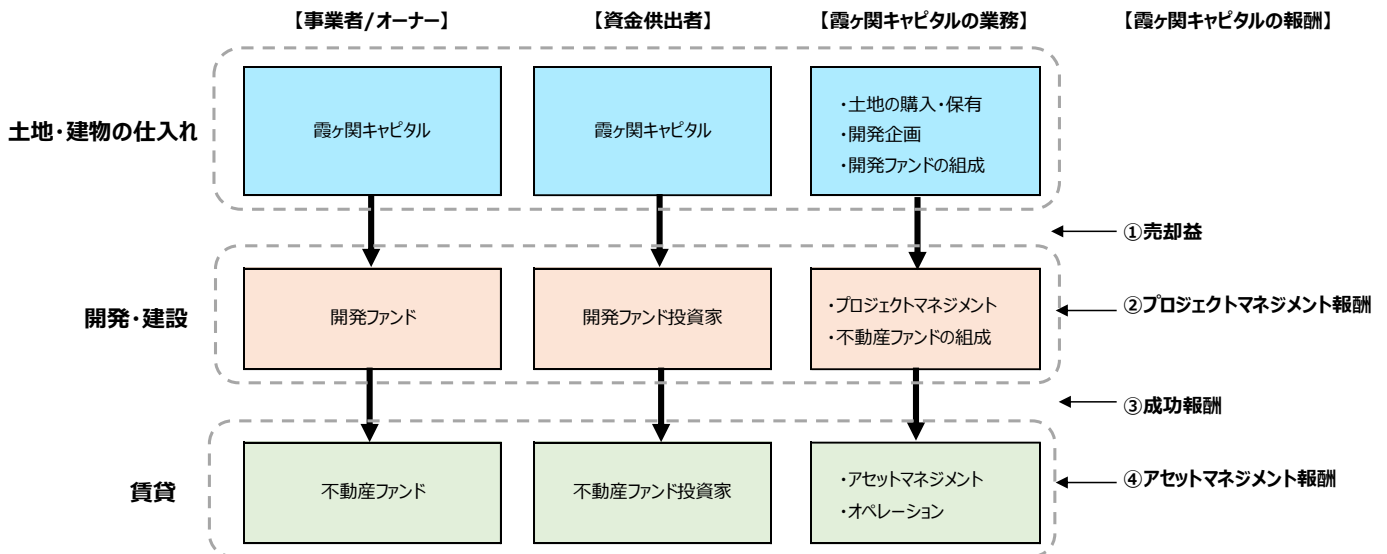
図表 5. 霞ヶ関キャピタルのビジネスモデル・概要
ビジネスモデル：概要

独自のビジネスモデルにより、不動産開発を対象とした『投資プラットフォーム』を提供



出所：会社資料

図表 6. 霞ヶ関キャピタルのプロジェクトの工程



注：上図の霞ヶ関キャピタルには子会社も含まれる。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

開発ファンドは、物件の建設費用を担う

上記の取引で鍵となるのは、開発ファンドへの売却と言える。開発ファンドの出資者は、不動産会社、建設会社、事業会社、金融機関など、物件によってさまざまである。ファンドである特別目的会社を設立して出資者を募るケースも多い。不動産会社や建設会社、リース会社などの企業が単独あるいは複数で投資家となる場合も増えている。

土地の取得条件と開発プランのクオリティが重要

開発ファンドに売却する際に、同社としてどの程度の売却益を得られるかは、土地の取得の条件と開発計画の魅力によって決まると考えられる。同社は、再生エネルギー事業で全国におよぶ土地の情報を蓄積し、地場の業者とも関係を構築していたこともあり、土地の取得においては相対的に良い物件を良い条件で行っていると考えられる。また、同社が多様で優秀な人材を抱えていることからプランも魅力あるものになっていると推定される。さらには、多人数向けホテル、冷凍冷蔵倉庫、ホスピスはいずれも社会的なニーズが高く、SDGs に貢献し、時代に合致したテーマであることにより、ファンドも資金を集めやすいと考えられる。当初は実績がないことから、ファンド組成に苦労した時期もあったとのことだが、今日では投資家の信頼を得るトラックレコードが積み上がってきていると言えよう。

不動産ファンド(長期ファンド)は物件を保有し、安定的な賃貸収入を得る

不動産ファンドは、完成した物件を賃貸して安定的な賃貸料収入を得る目的で組成されるものである。プロジェクトごとに竣工の時期が異なるため、最終的な長期不動産ファンドに移す前の一定期間、ブリッジファンドやプレリートファンドなどの私募ファンドを組成して物件を保有する場合も多い。霞ヶ関キャピタルが開発ファンドの資金でプロジェクトマネジメントを担った物件を、同社が組成した長期ファンド（ブリッジファンドやプレリートファンドも含む）に売却する形となる。その後は、同社がアセットマネジメントを担い、マネジメントフィーを受け取る。リートで言うスポンサーの役割も担う。

ホテル事業では、最初の 10 件を 2023 年 2 月に同社が組成した私募ファンドである「合同会社 FAV PRF1 号」に売却している。また、2024 年 6 月には同じく多人数向けホテル 4 件を「合同会社 FAV PRF2 号」に売却を行った。物流事業でも、稼働中の 4 つの物件について、ブリッジスキームへ移行が完了している。

三菱 HC キャピタルとの合併の事業モデルである KC2.0

物流事業ではパートナーシップを活用した KC2.0 というモデルも掲げている。同社では三菱 HC キャピタル(8593 東証プライム)と合併でロジフラッグ・デベロップメント(霞ヶ関キャピタルが 66%を出資)を設立した。ロジフラッグ・デベロップメントが土地の取得を行い、特別目的会社(SPC)を設立して土地は SPC に移管する。これに対して金融機関からのノンリコースローンを得るとともに、パートナーである三菱 HC キャピタルからの資金（メザンファイナンスが主体と推定）を獲得して開発を行う。ロジフラッグ・デベロップメントが開発段階でプロジェクトマネジメントを行う。物件が竣工し、長期ファンドに売却する段階で、ロジフラッグ・デベロップメントが売却益を得る。霞ヶ関キャピタルはプロジェクトマネジメント報酬および売却益について出資分の 66%を獲得することになる。

図表 7. 開発ファンドと長期ファンド（一般的なケース）

	開発ファンド	長期ファンド (ブリッジファンド、プレリートファンド、リート)
リスク	不動産開発リスク	不動産の所有リスク
運用期間	開発期間（2～3年）	ブリッジファンド： 数か月～2年程度 プレリートファンド： 5年程度 リート： 無期限
対象投資家	リース会社や各種金融機関、不動産会社、インフラ会社等	リース会社、不動産会社、インフラ会社等 金融機関、富裕層

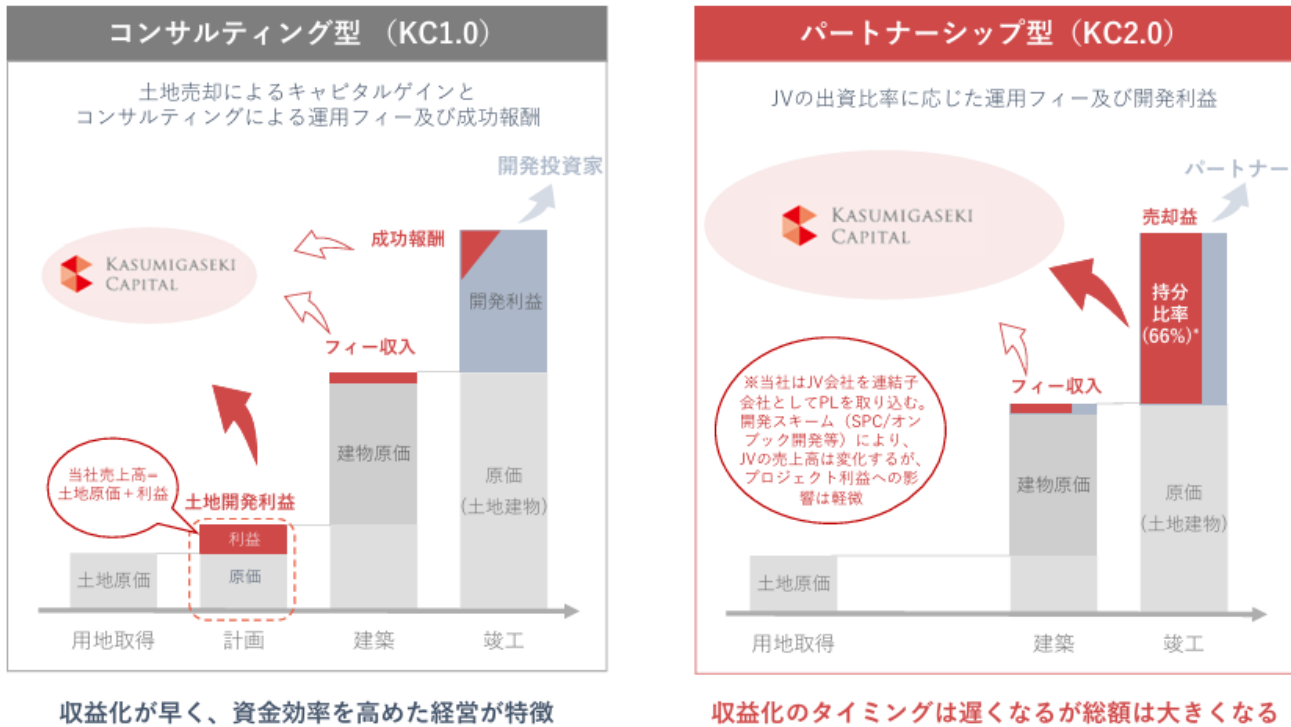
出所：ヒヤリングや各種資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

実態は霞ヶ関キャピタルで土地の仕入れをしている場合が多い

KC2.0では、子会社のロジフラッグ・デベロップメントが土地の手当てから行うモデルであるが、実際には、霞ヶ関キャピタルが自社の資金を用いて取得するケースが多くなっている模様である。同社の情報ネットワークを駆使して用地の取得ができること、物流以外の用地と同様に迅速な意思決定が行われることなどが理由と考えられる。このため、開発のためのSPCである合同会社に売却する段階で売却益が発生しているとみられる。

図表 8. KC1.0とKC2.0のビジネスモデル



*パートナー分の34%は非支配株主に属する利益として当期純利益で調整

出所：会社資料

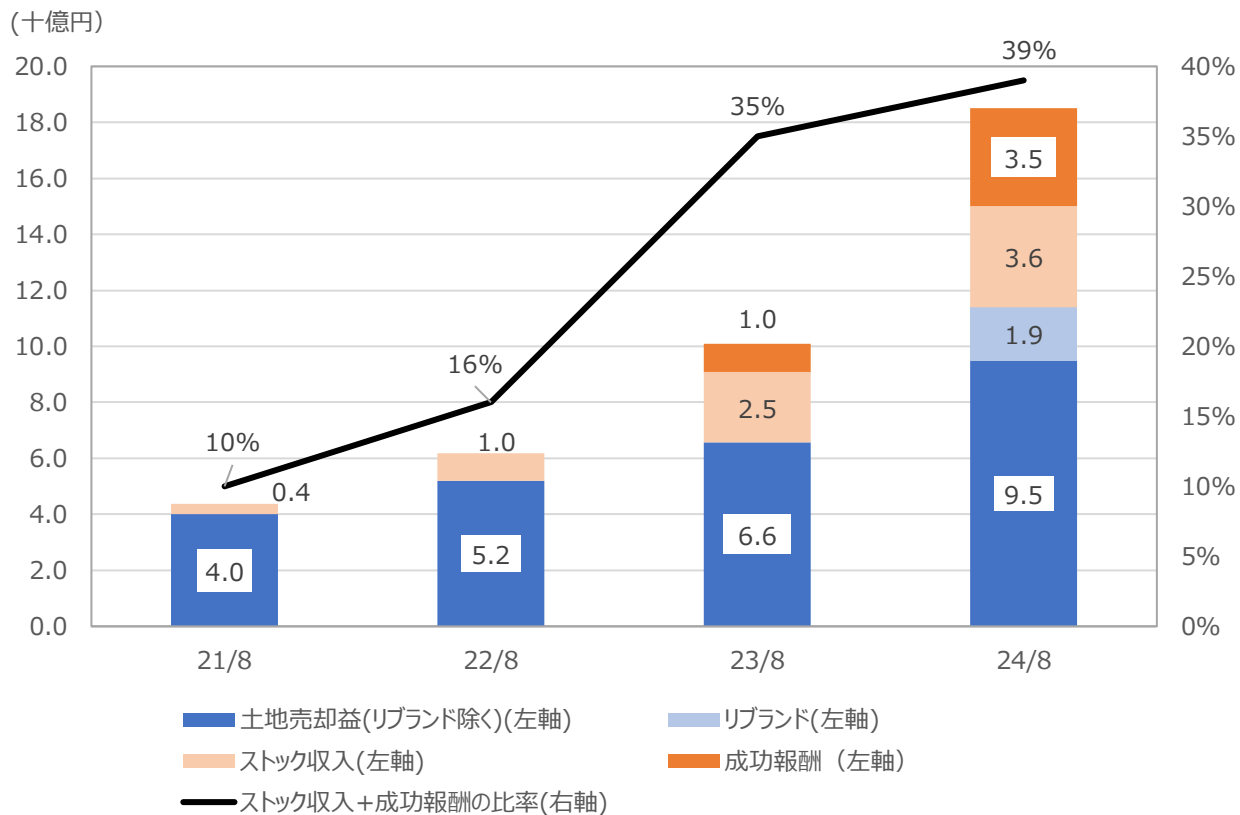
現時点では土地売却益が最も大きい

同社の収益構成について、収益ポートフォリオ別の売上総利益を見たものが図表 9 である。足元では土地売却益が最も大きく、大幅な拡大が続いている。24/8 期からホテルのリブランド事業も始まり、土地と建物の両方を購入するケースが増えているとみられるが、図表で示すリブランドは、プロジェクトのプランを策定した後、土地だけ売るケースである。プロジェクトマネジメント報酬およびアセットマネジメント報酬から成るストック収入もここへきて大幅に増加している。現時点ではプロジェクトマネジメント報酬が多いと推定されるが、今後はアセットマネジメント報酬も着実に増加しよう。また、物件の長期ファンドへの移管が進むのに伴い、成功報酬も急速に増加している。

事業別ではホテル、物流の貢献が大きい

次に事業ポートフォリオ別の売上総利益の構成であるが、図表 10 に示すように、24/8 期で、ホテルが 41%、物流が 33%、ヘルスケアが 12%、海外が 14%となっている。新たに発表された第 2 期中期経営計画 (25/8 期～29/8 期) の最終年度でも、現時点の見通しとしては、これら 4 分野の収益が大半を稼ぐ計画とみられる。もちろん、実際にコロナ禍でそうであったように、大きな環境変化があれば、それに迅速な対応を行って計画とは結果的に異なる可能性もあるが、そうしたスピードの速さも同社の強みと言える。4 分野は 29/8 期に向けてそれぞれ拡大するとみられ、図表 10 から見る限り、構成比にも大きな変化はない見通しとなっている。

図表 9. 収益ポートフォリオ別の売上総利益の推移

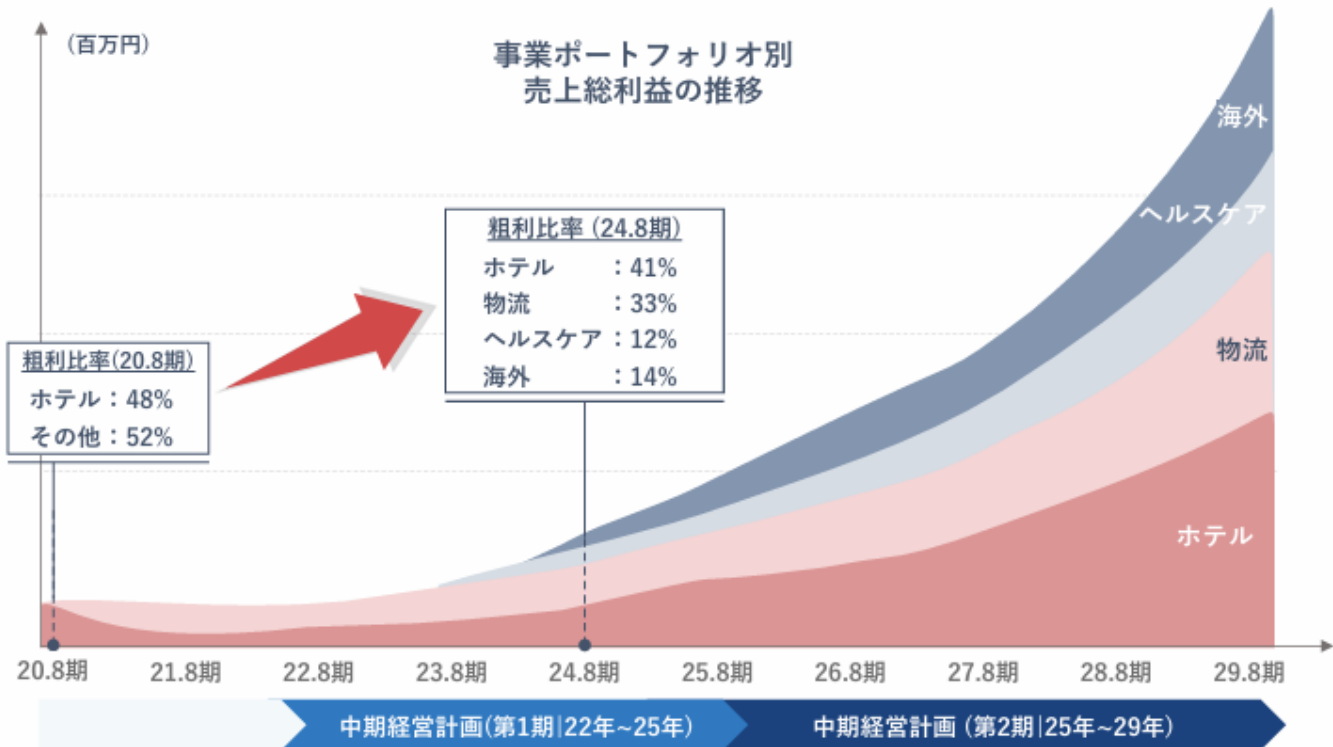


注：売上総利益額は会社開示の構成比から計算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. 事業ポートフォリオ別の売上総利益の推移

事業ポートフォリオは市場環境・市場課題に合わせて多角的に推移
売上総利益率は各事業ともに25~35%程度



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

4. 財務動向/キャッシュフロー

資金需要は非常に強い

同社のビジネスモデルでは、土地を自社の資金で購入した後、6か月ほどで開発ファンドに売却するため、建設も自己資金で賄うことが多い一般のデベロッパーなどに比べて財務負担は小さい。それでも、急成長局面にある同社は、土地の購入を急速に増やしているため、資金ニーズは強い。図表11は、キャッシュインとキャッシュアウトを要約したものである。土地や建物の購入が急増するなかで保有する不動産が棚卸として大幅に増えている。利益から得られるキャッシュフローも急速に拡大しているが、それを大幅に上回る資金需要がある。

10月17日にエクイティファイナンスを発表。12.6%の潜在株式

霞ヶ関キャピタルの資金調達には、借入とエクイティファイナンスによって行ってきた。2024年10月17日、同社は2029年満期のユーロ円建て転換社債型新株予約権付社債の発行を発表した。新株予約権の転換価額は17,710円で、発表日の終値16,100円に対して10%高い水準となる。社債発行総額は220億円で、24/8期末の発行済株式数(自己株式を除く)の9.84百万株に対して12.6%の潜在株式が生じることとなる。

使途が明確に示され、成長のための資金調達であることが浸透

220億円の使途については、2025年8月末までに、土地等の取得や開発資金として約176億円(物流に約55億円、ホテルに約99億円、ヘルスケアに約22億円)、海外事業のレジデンス物件取得資金に約44億円を充当する計画である。いずれの事業も規模が急拡大しており、

資金需要は強いとみられるが、特に、ホテルではハイエンドのブランドである「seven x seven」の展開や既存ホテルの土地建物を購入する案件が増えていることから、件数、1件当たりの規模が急速に拡大しており、資金需要がとりわけ強いとみられる。

転換社債発行発表の翌日 10 月 18 日の終値は前日比 7.2%安の 14,940 円と下落したが、希薄化比率よりは小幅にとどまった。上記のように成長のための使途であることが明確であり、これまでの実績から見て収益成長につながると市場が期待しているためであろう。その後、株価は軟化しているが、その前の急騰の反動や金利上昇などのマクロ要因が大きいとみられる。

成長が著しく、強い資金ニーズは続く

24/8 期末の自己資本は 269 億円、有利子負債は 419 億円であったから、今回の転換社債 220 億円が転換されれば、バランスシートには一旦余裕ができれば、また、利益額の拡大も急激であるため、それによって土地や建物の購入資金のための資金も生まれよう。ただし、事業規模の大幅な拡大が今後も続く見通しであることから、エクイティファイナンスの可能性は今後もあるであろう。その場合でも、希薄化を大きく上回る利益増加を達成して EPS を拡大させることが可能と考えられる。

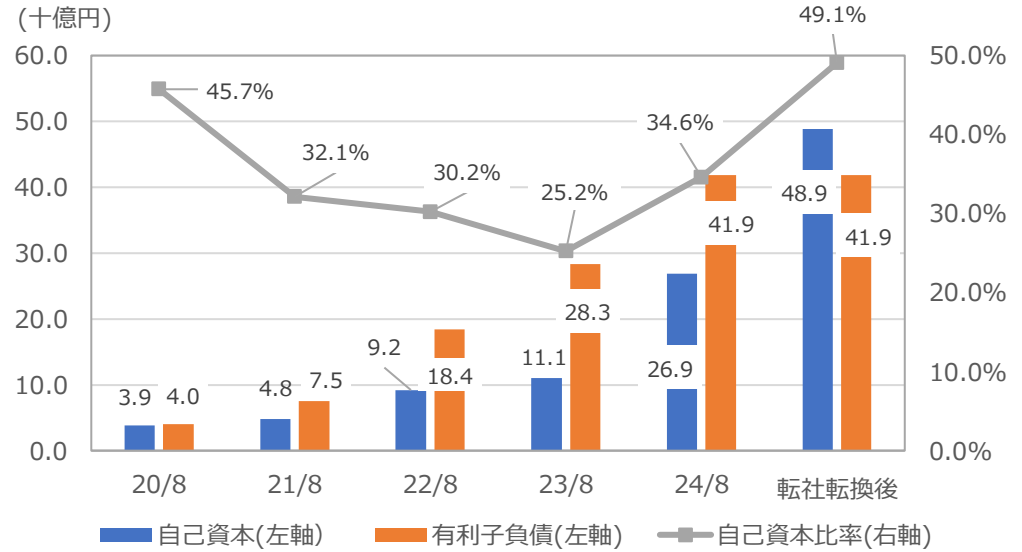
図表 11. キャッシュフローの推移

(百万円)

決算期	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8
キャッシュ・アウト					
棚卸	156	-1,221	-13,563	-10,706	-19,260
有形固定資産取得	-109	-1,664	-203	-465	-1,899
投資有価証券取得	-76	-61	-264	-702	-2,419
自己株式取得	-199	0	-321	-178	0
配当	-55	-63	-132	-240	-489
その他	-1,213	-3,591	-914	-1,052	-9,702
合計	-1,496	-6,600	-15,397	-13,343	-33,769
キャッシュ・イン					
当期純利益	134	793	1,018	2,050	5,020
借入金	632	3,127	10,943	9,728	13,841
社債	-20	247	-65	184	-165
リース債務	8	155	25	-36	-71
株式発行	2,312	0	3,568	0	10,894
その他	-1,570	2,278	-92	1,417	4,250
合計	1,496	6,600	15,397	13,343	33,769

出所：有価証券報告書

図表 12. 有利子負債と財務体質



注：転換社債転換後は、24/8 期末のバランスシートを基に自己資本が 220 億円増加した場合を仮定とするシミュレーション。実際の転換には時間がかかる。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

金利上昇の直接の影響は限定的

23/8 期末の有利子負債は 283 億円、24/8 期の有利子負債は 419 億円であることから、通期の期中平均を 351 億円とし、上期の支払利息 6.7 億円から年率の支払利息率を計算すると 2.0%となる。仮に今後、金利が 1.0%上昇するとして現在の有利子負債であれば支払利息は 4 億円増加することになるが、現在の利益水準から見ると影響は限定的と判断される。

外部資本活用への影響はあるが、現時点でのリスクは小さい

ただし、仮に日本の金利が大きく上昇すると、開発ファンドや不動産ファンドの還元利回り（キャップレート）が上昇するため、プロジェクトの資金調達や物件の売却に影響が出る可能性がある。ただし、日本のマクロ経済環境を考えれば、金利の大幅な上昇のリスクは小さいとみられるし、会社も一定の金利上昇に備えた対策は考えているとみられる。

5. ホテル事業

1) 事業運営コンセプトと特徴

荒川区町屋の賃貸マンションからスタート

ホテル事業の発端は、現在、取締役の緒方秀和氏が、荒川区町屋の中古の賃貸マンションを宿泊施設へコンバージョンし、運営したことに遡る。一部屋に 4~5 人で宿泊できる施設としたところ、ニーズが強いことがわかり、多人数向けホテルに進出することになった。地方創生のコンセプトにも乗れ、地方都市や観光地の地元のリソースを活用して、味わいのある旅を体験してもらいたいという考えに基づいて運営を行っている。同社の最初のブランドは「FAV HOTEL」（現在の「fav」）で、以下の 4 点に特徴がある。

特徴は、1) 広くて多人数向け、2) 長期滞在用、3) 安価な客単価、4) DX を活用した効率化

1) 標準客室面積は 35 m²超、定員 4 名以上を想定、2) 長期滞在を想定しキッチン、バス、トイレ、洗濯機を完備、3) 客単価をビジネスホテル以下に設定、4) DX を活かしたサービス、スタッフのミニマム化による運営の効率化、である。なお、左記は当初の fav のコンセプトであり、現在は

施設により客室面積は多様化し、また、客室面積等に応じて客室に備わる設備も変わってきている。

多人数向けの客室が需要に追いついていないことに着目

日本の宿泊施設は、旅行客の55%が3人以上の家族や友人グループでの旅行であるにもかかわらず、3人以上の部屋の数は全体の36%にとどまっており、大きな乖離が生じている。「fav」は、このギャップを埋めるべく、定員4名以上を想定している。建築段階から部屋の天井が高い構造にしてバンクベッド(2段ベッド)を入れ、大人数でゆったりと過ごせる工夫が施されている。また、2泊以上の滞在に便利のように備品も備えている。

省人化で客単価を抑える

客単価を抑えることについては、DXによる徹底した省人化によって実現している。「fav」では、フロントに人員は最小限しかおらず、チェックインは事前にスマホに送られたQRコードで行うセルフチェックインとなっている。フロントカウンター近くには、地元で評判の良いカフェなどに無料で店舗スペースを貸し、代わりに、宿泊客がチェックインで助けを必要とする場合などの対応を依頼するケースが多い。部屋の清掃などはリクエストに応じて有料で行う。チェックアウトは必要なくそのまま退出できる。こうした省人化の効果として、低コストでの運営が実現している。また、ホスピタリティの面でも、宿泊客はホテルの手厚い人的サービスよりもセルフ・ホスピタリティを求める傾向が強くなっているとみられ、省人化は顧客満足度でもプラスに働いている。

「fav」のGOPベースの損益分岐点稼働率は約20%

通常のホテルでは稼働率50-60%がGOP(賃料、固定資産税、減価償却費、支払利息などの控除前の営業総利益)ベースの損益分岐点であるが、「fav」は20%程度のため、コロナ禍でもすべてのホテルで黒字を維持したとのことである。また、取得原価に対する営業純利益(減価償却費などの控除前)を示すNOI利回りは、会社によれば10.9%(5月時点)と高く、市場のNOIキャップレートの3.5%~5.0%を上回っている。例えば、競合する星野リゾートグループの星野リゾート・リート投資法人の24/4期(6か月決算)の賃貸NOI利回りは5.3%であった。

図表 13. 「fav」の主要指標 (2024年5月)

平均客室人数 (DOR)	3.3 人	
平均滞在日数 (LOS)	1.7 日	(東京 2.7)
インバウンド比率	45 %	(東京 71%)
客室平均単価 (ADR)	23,025 円	
宿泊客当たり単価	6,955 円	
客室稼働率 (OCC)	65 %	(目標 70%)
RevPAR	14,960 円	
GOP比率	60+ %	(ブレイクイーブン 20%)
NOI	10.9 %	(市場のNOI Cap Rate 3.5%-5.0%)

出所：会社資料

スタイリッシュなデザイン

「fav」では徹底してデザインにもこだわっている。スタイリッシュで「カッコいい」ホテルを標榜している。社内にも優秀なデザイナーを抱えていることに加え、英国のStudio PDPが内装を手がけているケースもある。「fav 広島平和通り」は、GOOD DESIGN AWARDの2023年度賞を受賞するなど、複数のホテルがデザインで高い評価を受けている。

「fav」、「FAV LUX」、「seven x seven」の3ブランドを展開

同社では、「fav」に加えて、「FAV LUX」、「seven x seven (セブンバイセブン)」という2つのブランドを追加している。「FAV LUX」は、基本的なコンセプトは「fav」と同様だが、館内施設やアメニティがより充実したハイエンドなホテルである。今年2月に開業した「FAV LUX 長崎」が最初のプロ

ジェクトである。「seven x seven」は、ハイエンドラインとして、最初のホテルである福岡県糸島や沖縄県石垣島などのリゾート都市で展開する。

子会社の fav hospitality group が運営

霞ヶ関キャピタルのホテルは、子会社の fav hospitality group がコンセプトや運営方針を策定し、実質的に運営を行っているが、様々なパートナーの協力も得ている。リクリエ(同社が資本参加)や IMD Alliance、OX Consulting など多数の会社がある。ホテルごとに地域の特徴や個性を加えたものとなっている。

図表 14. 各ブランドの特徴

	seven x seven	FAV LUX	fav	他社のバジェット・ホテル	他社のフルサービス・ホテル
標準客室サイズ(m ²)	50-70	40-50	30-40	10-25	30-80
客室単価(千円)	50-120	23-50	15-25	10-20	80-200
客単価(千円)	17-40	8-17	5-13	7-13	40-100
平均客室人数 (DOR)	3.0	3.0	3.0	1.5	2.0
施設アメニティ	多	少	なし	なし	多
サービスレベル	セルフ・ホスピタリティ	セルフ・ホスピタリティ	セルフ・ホスピタリティ	限定的	フルサービス

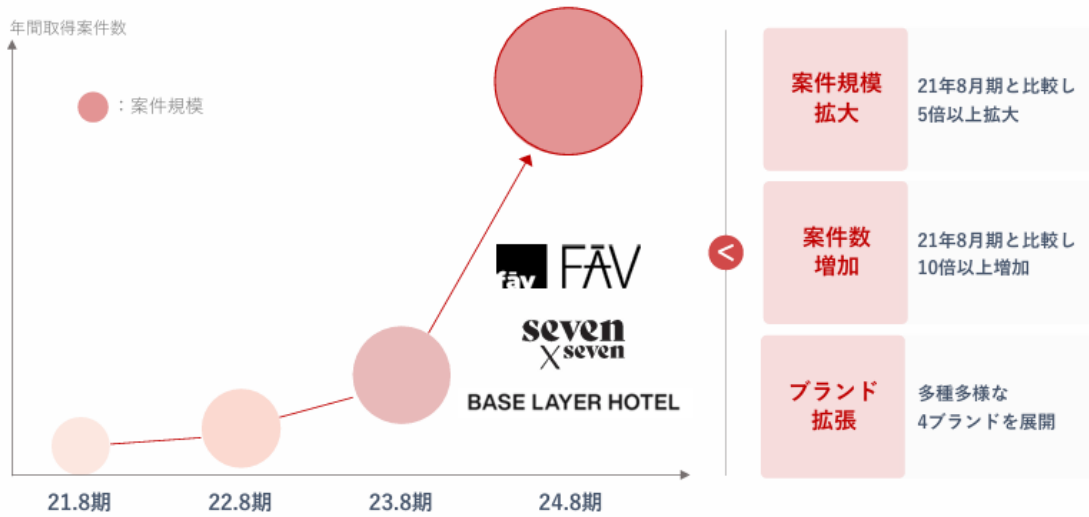
出所：会社資料

さらに「BASE LAYER HOTEL」が加わる

さらに、2024年9月には、新たなブランドとして、「BASE LAYER HOTEL」をローンチすることを発表している。これは、ビジネスの出張者などを主なターゲットとし、ビジネスパフォーマンスとともに滞在先の街のカルチャーを楽しむことを目的とした新たなコンセプトのホテルである。これらは、既存のホテルを改修してリブランドし、上記の方針で運営するものである。同社では、「BASE LAYER HOTEL」の展開に合わせて、好立地の既存ホテルを所有する会社を買収したり、土地建物を購入することが増えており、物件数が一気に増加するとともに1件当たりの金額も増加している。2025年夏頃に開業予定の名古屋ホテルリブランドプロジェクトが当ブランドの皮切りとなる。

図表 15. ホテル事業の拡大・拡張

ホテル事業は案件規模・案件数ともに拡大し、
ホテルブランドも顧客ニーズに合わせて幅広く展開



出所：会社資料

図表 16. 「fav 広島平和大通り」の内観



出所：会社資料

2) ホテル業界の事業環境

外国人訪問客数はコロナ前を超える

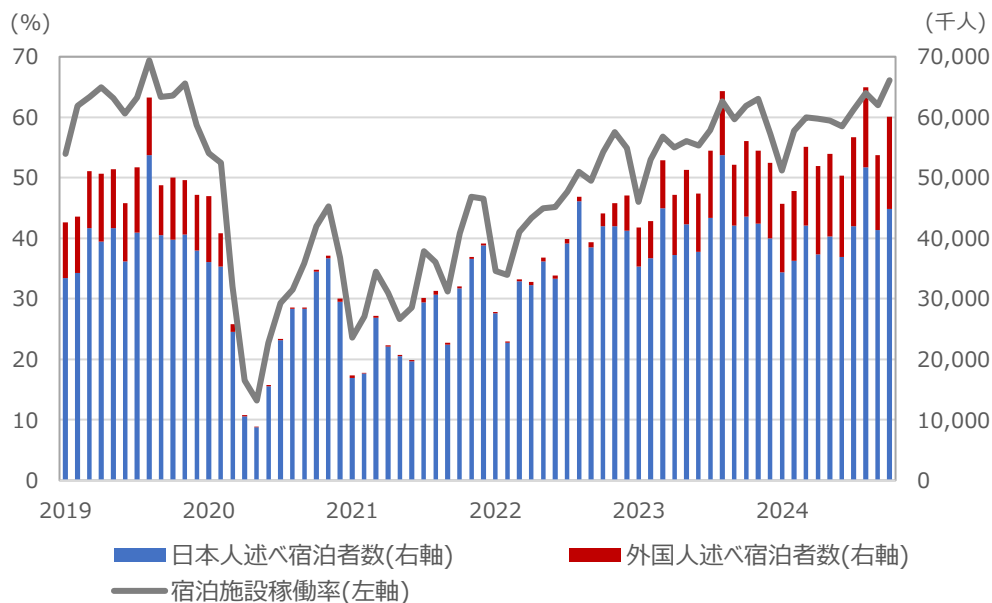
日本への外国人訪問客数は、2024年10月速報で前年同月比31.6%増の331万人と大きく伸びている。2024年暦年では3,500万人と予想され、史上最高に達する見通しである。政府は2030年には6,000万人へ増やす目標を立てており、今後ともインバウンドの宿泊施設への需要は大きく伸びる可能性が高い。需要が拡大する一方で、宿泊施設はコロナ禍もあったため増加しておらず、業界全体の宿泊施設の稼働率は2019年の水準に迫っている。

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

霞ヶ関キャピタルの市場シェア拡大余地は大きい

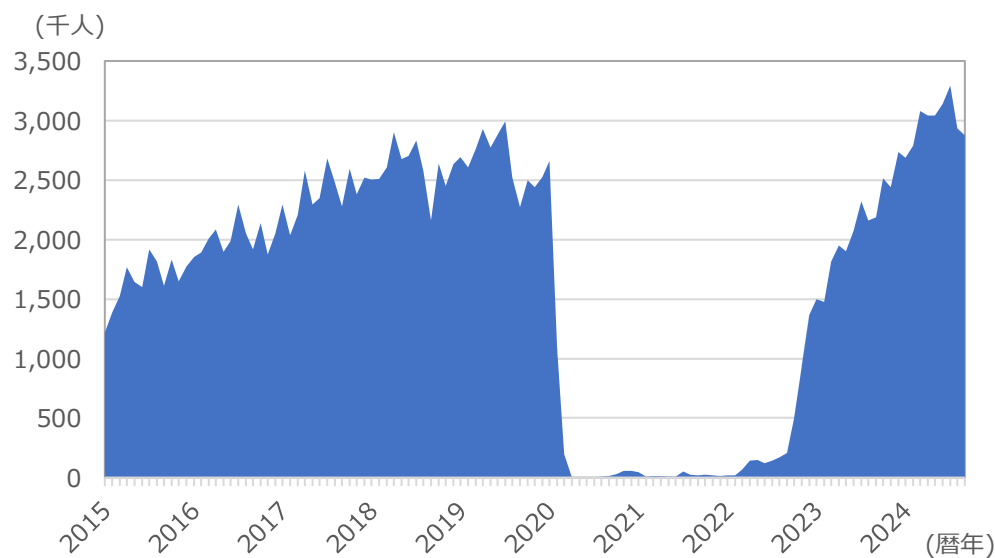
日本全体の宿泊施設数は 5.5 万、客室数は 170 万程度とみられる。このうちホテルは約 1 万、客室数は 100 万程度とみられる。霞ヶ関キャピタルのホテル数は稼働中のもので 15 物件、726 室であり、稼働予定のものを含めても、市場シェアは 0.5%にも満たない。このため、同社がこれまでのように、魅力がありコスト競争力の高いホテルを増やしていく余地は大きい。

図表 17. 延べ宿泊数と宿泊施設稼働率



出所：観光庁「宿泊旅行統計調査」

図表 18. 訪日外客数の推移



出所：日本政府観光局

図表 19. 「seven x seven 石垣」



出所：会社資料

コアファンド 2 本が組成されており、今後はアセットマネジメント報酬が入る

稼働中のホテルのうち 10 件は、2023 年 2 月に運用開始した長期運用の私募ファンドである合同会社 FAV PRF1 号に移管されている。霞ヶ関キャピタルも出資するとともに、アセットマネジメント業務を受託している。総資産は 135 億円。さらに今年 6 月に運用開始した FAV PRF2 号は、4 件のホテルを対象として組成され、総資産は 125 億円となっている。やはり同社がアセットマネジメント業務を受託している。今後は、これらから安定したアセットマネジメント収入が入る見込みである。

図表 20. ホテル事業のパイプライン

	プロジェクト	コアファンド	延床面積 (㎡)	客室数	稼働/ 開業予定
1	fav 高松	FAV PRF1号	1,985	41	稼働中
2	fav 飛騨高山 WEST	FAV PRF1号	1,702	38	稼働中
3	fav 熊本	FAV PRF1号	2,957	67	稼働中
4	fav 伊勢	FAV PRF1号	1,216	36	稼働中
5	fav 広島スタジアム	FAV PRF1号	1,271	33	稼働中
6	fav 函館	FAV PRF1号	1,380	30	稼働中
7	fav 鹿児島中央	FAV PRF1号	2,226	51	稼働中
8	fav 広島平和通り	FAV PRF1号	2,500	51	稼働中
9	fav 東京西日暮里	FAV PRF1号	772	24	稼働中
10	fav 東京両国	FAV PRF1号	730	19	稼働中
11	FAV LUX 飛騨高山	FAV PRF2号	2,908	53	稼働中
12	FAV LUX 長崎	FAV PRF2号	2,552	52	稼働中
13	seven x seven 糸島	FAV PRF2号	3,785	47	稼働中
14	FUV LUX 鹿児島天文館	FAV PRF2号	3,463	63	稼働中
15	seven x seven 石垣	組入前	16,974	121	稼働中
	【開発中】	【ブランド】			
16	札幌南6西7ホテルPJ	fav	4,285	84	2025/6
17	御殿場東田中ホテルPJ	FAV LUX	3,843	49	2025/8
18	FAV LUX 小豆島	FAV LUX	4,635	45	2025/8
19	淡路島洲本ホテルPJ	FAV LUX	5,073	59	2027/3
20	小豆島小部ホテルPJ	未定	計画中	計画中	計画中
21	由布院ホテルPJ	seven x seven	7,691	39	2027/3
22	宮崎市橋通東ホテルPJ	fav	2,495	41	2026/6
23	箱根強羅ホテルPJ	seven x seven	計画中	計画中	計画中
24	BASE LAYER HOTEL名古屋	BASE LAYER HOTEL	4,106	186	2025/5
25	名古屋丸の内ホテルPJ	fav	計画中	計画中	計画中
26	金沢市片町ホテルPJ	FAV LUX	計画中	計画中	計画中
27	熱海銀座町ホテルPJ	FAV LUX	計画中	計画中	計画中
28	広島宮島口ホテルPJ	未定	4,400	34	2026/2
29	福岡ホテルリブランドPJ	未定	3,273	計画中	2025秋
30	旭川ホテルPJ	fav	計画中	計画中	計画中
31	宇治山田ホテルPJ	FAV LUX	計画中	計画中	計画中
32	宮古西浜ビーチホテルPJ	seven x seven	計画中	計画中	計画中
33	銀座ホテルPJ	seven x seven	計画中	計画中	計画中
34	渋谷区ホテル	fav	計画中	計画中	計画中
35	長崎ホテルリブランドPJ	未定	計画中	計画中	計画中
36	富士河口湖ホテルPJ	未定	計画中	計画中	計画中
37	大阪本町ホテルPJ	未定	計画中	計画中	計画中
38	名古屋中区ホテルリブランドPJ	未定	7,461	計画中	計画中
39	浅草雷門ホテルPJ	未定	計画中	計画中	計画中

注：延床面積は小数点以下を四捨五入して記載。スケジュール・延床面積・客室数は、開発状況に応じて変更される可能性がある。

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

3) 同業他社との比較

星野リゾートグループとの比較

霞ヶ関キャピタルのホテル事業は、ハードとソフトを融合するといったコンセプトが明確で特徴のある宿泊施設の運営を行っている点、ファンドを活用して自社では小さいバランスシートで運営している点などから、星野リゾートグループと近い点が多いと考えられる。星野リゾートホールディングスは非上場企業であるため、系列で上場している星野リゾート・リート投資法人(3287 REIT)の資料を基に比較する。

星野リゾートのホームページによれば、同グループが運営しているホテルは、旗艦の「星のや」、温泉旅館の「界」、リゾートホテルの「リゾナーレ」、街中ホテルの「OMO」など合計で 67 物件ある。このうち、星野リゾート・リート投資法人が所有している物件は 24 物件である。なお、同投資法人は、星野リゾートが運営するホテル以外に、星野リゾートが賃借して運営をハイアットなどの外部に委託しているホテル、運営会社に直接賃借しているホテルの 3 つのパターンがあり、合計で 69 の物件を保有している(24/4 期末時点)。

図表 21 のように、星野リゾートホールディングスの総資産は 23/11 期末で 1,110 億円であるのに対して、星野リゾート・リート投資法人は 23/10 期末で 2,160 億円である。リート投資法人には他社が賃借する物件も含まれているが、リートを活用してバランスシートをコンパクトに抑える事業モデルを採用していることがわかる。業績については、コロナ禍では固定賃料が大きいためリート投資法人の利益の減少は相対的に小さく、星野リゾートホールディングスは 20/11 期には大幅な赤字となった。ただし、コロナ禍でのマイクロツーリズム向けの施策が寄与し、21/11 期には早くも収益が回復している。

図表 21. 星野リゾートグループの収益・財務状況

星野リゾートホールディングス

(百万円)

決算期	18/11	19/11	20/11	21/11	22/11	23/11
営業収益	67,512	69,880	48,908	54,045	80,108	91,882
経常利益	2,802	1,911	-5,017	887	2,938	1,498
当期純利益	1,427	413	-4,197	-7	2,051	9,015
総資産	74,466	75,396	78,129	92,145	113,930	111,030
純資産	32,472	33,556	28,334	30,019	36,500	45,737
有利子負債	20,269	19,809	25,760	36,324	44,261	29,033

星野リゾート・リート法人

(百万円)

決算期	18/10	19/10	20/10	21/10	22/10	23/10
営業収益	11,342	12,010	12,179	9,431	11,320	12,701
経常利益	5,464	5,793	5,806	2,834	3,730	4,327
当期純利益	5,463	5,800	5,804	2,876	3,725	4,522
総資産	163,704	172,964	178,813	179,715	205,962	216,046
純資産	105,577	105,660	105,591	106,157	125,840	126,257
有利子負債	52,690	61,755	67,848	68,482	74,585	84,298

注：星野リゾートホールディングスの数値は、監査を受けていない参考値。星野リゾート・リート法人の各収益は4月期(6か月)と10月期(6か月)の合計。

出所：星野リゾート・リート投資法人の有価証券報告書よりストラテジー・アドバイザーズ作成

霞ヶ関キャピタルの「fav」も、GOPはコロナ禍でも黒字をキープしたとのことであり、その後、やはりマイクロツーリズムの需要を取り込んで比較的早く回復に転じたとみられる。

星野リゾートグループが宿泊施設の運営そのものに深く関わっているのに対し、霞ヶ関キャピタルは、ブランディングやプロモーションを主導するが、運営自体は先述のパートナーの協力を仰いでおり、その点はビジネスモデルに違いがあると言える。

アパホテルの動向も注目される

業態や規模は異なるものの、アパグループにも触れたい。非上場であるが、業績を公表している。23/11期の売上高は1,911億円、営業利益は567億円。コロナ禍で20/11期および21/11期は収益が低下したが、その後は急速に回復し、コロナ禍前の水準を超えてきている。23/11期末で、フランチャイズや後述するアパ直参画ホテルを含めて779ホテル、11.7万室（建設中を含む）のネットワークを持つ。

フランチャイズは、独立したホテルの所有者が「アパホテル」のブランドでホテルを運営する場合で、開業指導料やロイヤリティなどをアパグループに支払うもの。また、アパグループは、専用オンライン予約サイトの「アパ直」を運営しており、こちらは「アパホテル」ブランドではなく、既存のホテルブランドのまま参画することが可能である。アパ直で支払い済みの予約を行った場合は、アプリ上でチェックインやチェックアウトを行う「1秒チェックイン」、「1秒チェックアウト」が可能となる他、様々なメリットを付与することで顧客の囲みこみを図っている。アパグループの物件は、自社で所有するものも多いとみられるが、リートや他社の所有物件を賃借して運営を行っているものも多い。

リートを買収

同社は、2023年12月、上場する大江戸温泉リート投資法人（当時）の資産運用会社である大江戸温泉アセットマネジメントの株式100%を取得することを発表した。その後、同投資法人は、日本ホテル&レジデンシャル投資法人(3472 REIT)へ社名を変更している。この買収の狙いとして、アパグループは、新しい資金調達スキームの一つとしてリートの活用を考えている旨を明らかにしている。また、同投資法人がホテルを取得・保有し、アパグループがホテル運営を行うことにより、ネットワークを拡大していく意向である。

図表 22. アパグループの収益状況

(百万円)						
決算期	18/11	19/11	20/11	21/11	22/11	23/11
売上高	133,949	137,156	90,432	91,656	138,237	191,227
営業利益	37,962	35,979	2,044	8,190	35,833	56,676
経常利益	36,231	33,547	1,009	7,522	35,315	55,277
当期純利益	23,662	21,193	949	3,938	21,728	37,320

出所：会社資料

霞ヶ関キャピタルも「BASE LAYER HOTEL」をスタートさせ、既存ホテルを取得してリブランドを展開する方針を示しており、アパグループのフランチャイズ展開と部分的に競合することが予想される。ただし、ビジネスホテル事業も中古ホテルの活性化も市場規模は非常に大きく、霞ヶ関キャピタルの規模から見て他社との競合が成長を制約するフェーズでは当面ない。

6. 物流事業

1) 冷凍食品の需要は拡大

冷凍食品の国内需要は着実に増加

日本における冷凍食品の需要は、着実な伸びを見せている。人口が減少傾向をたどる中、国民一人当たり消費量はそれを上回る伸びを示している。一般社団法人日本冷凍食品協会の資料によると、国民一人当たりの冷凍食品消費量は2013年の21.7kgから2023年には23.2kgへ増加し（年率6.9%増）、消費量合計では同期間2,757千トンから2,880千トンへ拡大した（年率4.5%増）。国内生産と輸入の内訳をみると、1997年以降、国内生産量は増えていない一方、輸入量が持続的に増加している。

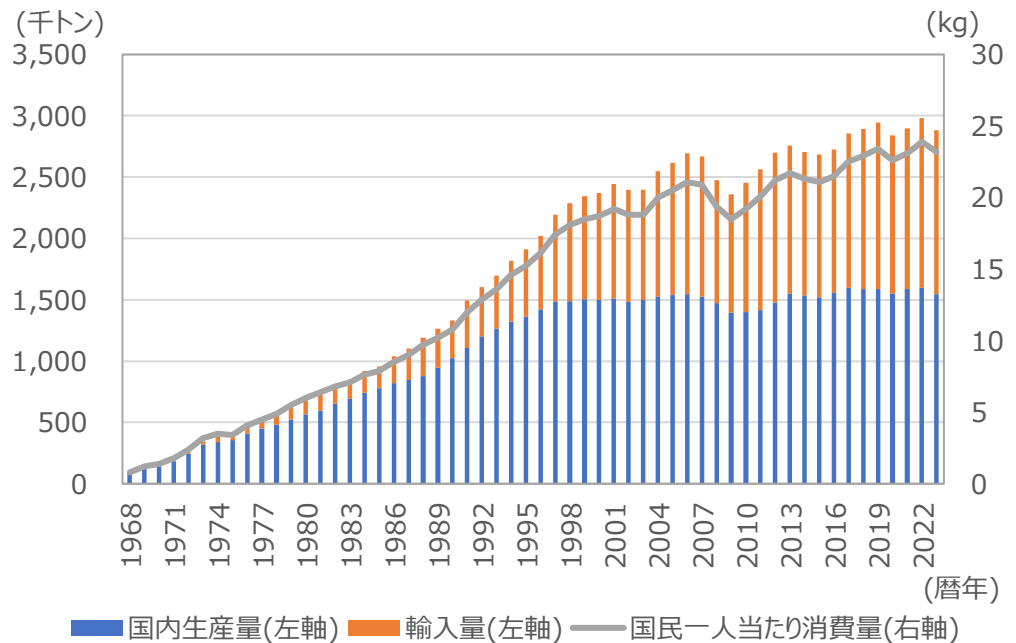
調理時間の節約に加え、美味しい冷凍食品が多くなった

同協会の調査では、冷凍食品を利用する頻度が高まっている理由として、男女ともに、「調理が簡単で便利だから」、「おいしいと思う商品が増えたから」といった理由が上位となっている。共働き世帯の増加で調理時間を効率化したいニーズが引き続き強いことに加え、食品メーカーによる商品開発が進み、美味しい食材が提供されるようになってきた。また、以前は弁当のおかずや食卓の一品として用いられることが多かったが、近年ではプレートごと冷凍食品として提供されるなど、利用され方も多様化している。

SDGsの観点からも冷凍食品へのニーズは高まる

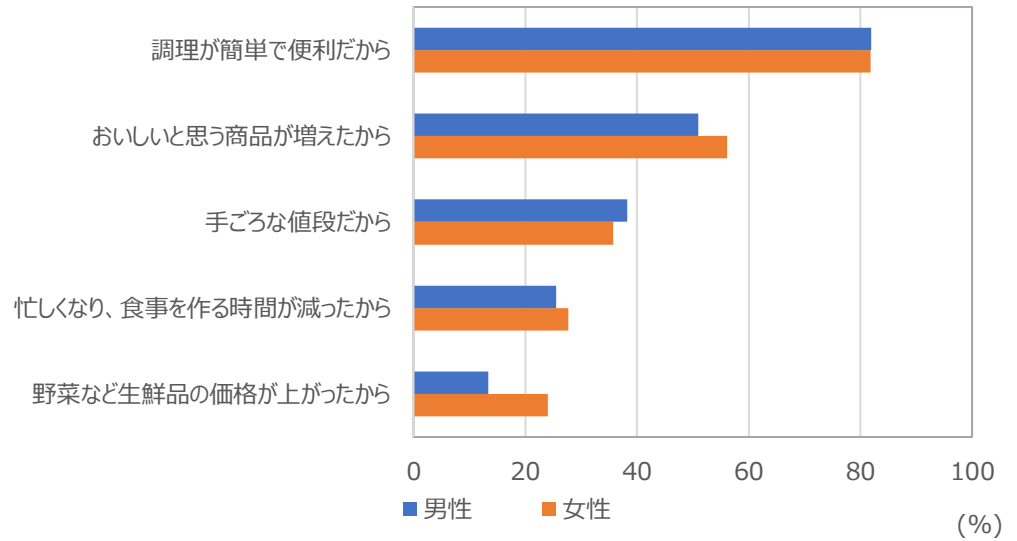
また、SDGsの観点からも冷凍食品は、食品ロスを解決する手段の一つになるため、注目されている。冷凍食品の消費期限は長いいため、家庭での食品ロスを減らす効果がある。一般消費者の食品ロスへの関心が高まっていることも冷凍食品の需要が増加している一因と考えられる。これらのことから、冷凍食品の国内需要は増加が続く可能性が高いであろう。

図表 23. 冷凍食品の国内消費量推移



出所：日本冷凍食品協会資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 24. 冷凍食品を利用する動機



出所：日本冷凍食品協会資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 冷凍冷蔵倉庫の稼働率は高く、需給はタイト

冷凍冷蔵倉庫の供給が不足

このように冷凍食品の需要が増加するなかで、生産から販売までのプロセスはコールドチェーンと呼ばれる。その中でも物流が鍵を握るとみられる。霞ヶ関キャピタルが手掛ける冷凍冷蔵倉庫は、需要が拡大する一方で供給の増加が追いついておらず、キャパシティが不足しているとみられる。これまで、冷凍冷蔵倉庫は、冷凍食品メーカーや物流企業が自社の業務のために所有しているケースや、これらの企業の要望に合わせて不動産会社が建設した倉庫（BTS型）で一棟借りしているケースが多い。つまり、複数のテナントの利用が可能なマルチテナント用の冷凍冷蔵倉庫は少なかった。霞ヶ関キャピタルはこの点に目を付けた。

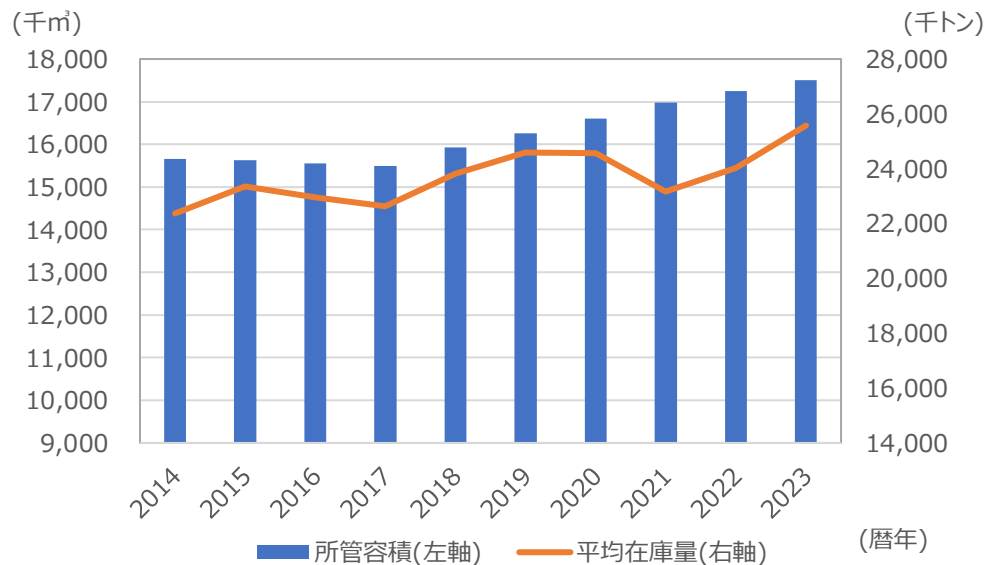
コロナ禍の停滞を経て需要が回復

図表 25 は、日本冷蔵倉庫協会の集計による冷凍冷蔵倉庫の所管容積と在庫量の推移を示している。冷凍冷蔵倉庫の所管容積の推移と在庫量（年間累計）の推移を示したものである。倉庫の供給量を示す所管容積は着実に増える一方で、保管量を示す在庫量は 2019 年までそれを若干上回るペースで増えた。2020 年から 2022 年までは、コロナ禍により業務用の冷凍食品の需要が低迷し、在庫量も減少したが、2022 年、2023 年はコロナ禍の一巡により回復している。足元では稼働状況はかなりタイトと推定される。

冷凍冷蔵倉庫の需給はタイト

図表 26 は、日本冷蔵倉庫協会が集計している日本冷凍冷蔵倉庫の庫腹占有率の推移である。倉庫の容量は m^3 で登録されるが、荷物はトンで示されるため、商品タイプごと比重の概数を当てはめて計算した重量ベースに変換した参考値であるが、需給バランスのトレンドを表している。やはりコロナ禍の影響が現れた 2021 年、2022 年は庫腹占有率も低下しているが、その後コロナ禍前の水準まで回復している。水準も 6 大都市では 100% 超となっており、かなりひっ迫した状態にあることがわかる。

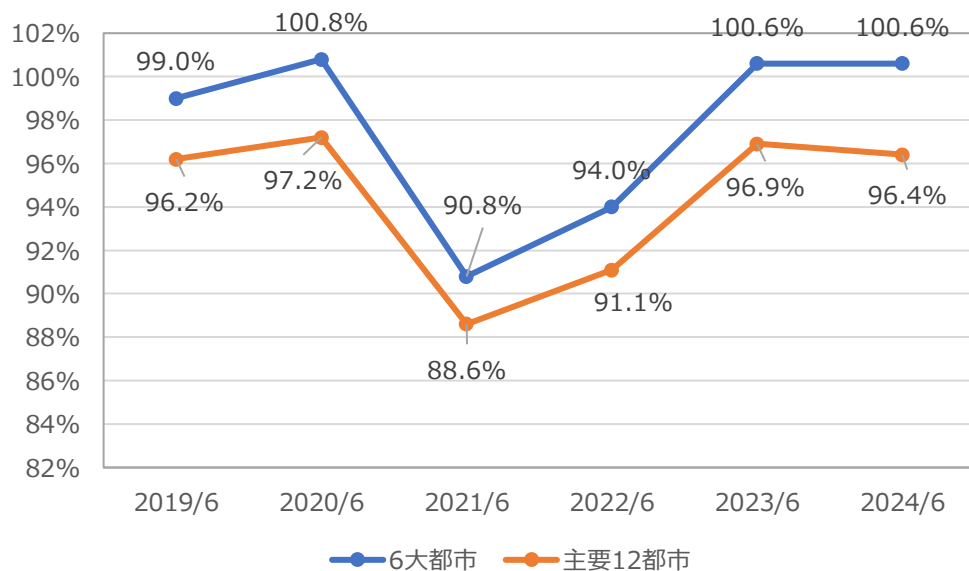
図表 25. 冷蔵倉庫の所管容積(キャパシティ)と在庫量の推移



注：年間累計ベース

出所：日本冷蔵倉庫協会資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 26. 冷凍冷蔵倉庫の庫腹占有率の推移



注1：庫腹占有率とは、一定の仮定に基づき、収容可能なスペースに対する貨物の埋まり具合を示したものの（日本冷蔵倉庫協会による）

注2：6大都市は、東京、横浜、名古屋、大阪、神戸、福岡。主要12都市は、加えて札幌、仙台、船橋、川崎、広島、松山。

出所：日本冷蔵倉庫協会資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

上記のように、冷凍食品の需要増加、冷凍冷蔵倉庫の高稼働率から、冷凍冷蔵倉庫の建設ニーズは強いが、それに加えて今後、建て替えが進まざるを得ない事情もある。それは、特定フロン、代替フロンからの自然冷媒へのシフトが義務付けられていることである。

3) 代替フロンから自然冷媒への転換

特定フロンはすでに廃止

冷凍冷蔵倉庫の冷媒に用いられているフロン類は、環境対策のため使用が制限されている。フロン類のうち、オゾン層を破壊するとされる CFC(クロロフルオロカーボン)、HCFC(ハイドロクロロフルオロカーボン)が特定フロンと呼ばれ、1987年に採択されたモントリオール議定書によって、世界的に規制されている。CFCについては、すでに2009年末で全廃されており、HCFCについても先進国では2020年までに原則として生産が停止されたとみられる。

代替フロンも2029年に向けて削減の方向

これら特定フロンに対して、オゾン層の破壊を起こさない HFC(ハイドロフルオロカーボン)が代替フロンと呼ばれて2000年以降、使用が拡大してきた。しかし、HFCは、温室効果の非常に高いガスであり、二酸化炭素の数百倍から1万倍とされていることから、2016年にモントリオール議定書にこれを規制するキガリ改正が採決され、日本も2018年にこれを受諾した。これにより、2019年から代替フロンの生産量および消費量の上限を段階的に切り下げるようになった。CO₂換算の消費量は2011-2013年平均の基準値7,152万トンから2029年には70%減の2,145万トンへ削減される予定である。冷凍冷蔵倉庫の冷媒としてのHFCの使用も、同様のペースで大幅に削減される見通しである。このため、業界として自然冷媒へのシフトが急務となっている。

需要の自然増と置き換え需要

霞ヶ関キャピタルによれば、2024年の国内の冷凍冷蔵倉庫供給量3,900万m³のうち49%は依然として特定フロンまたは代替フロンを用いている。2030年には需要が4,500万m³へ600万m³増加するとみられることに加え、特定フロンまたは代替フロンからの置き換えで1,900万m³の需要が発生するという計算になる。つまり、合計で2,500万m³の需要が発生することとなり、2024年の全供給量に対して2030年までに64%に相当する需要が新たに生じる見通しである。

老朽化の問題もあり、冷凍冷蔵倉庫の建て替えが進む見通し

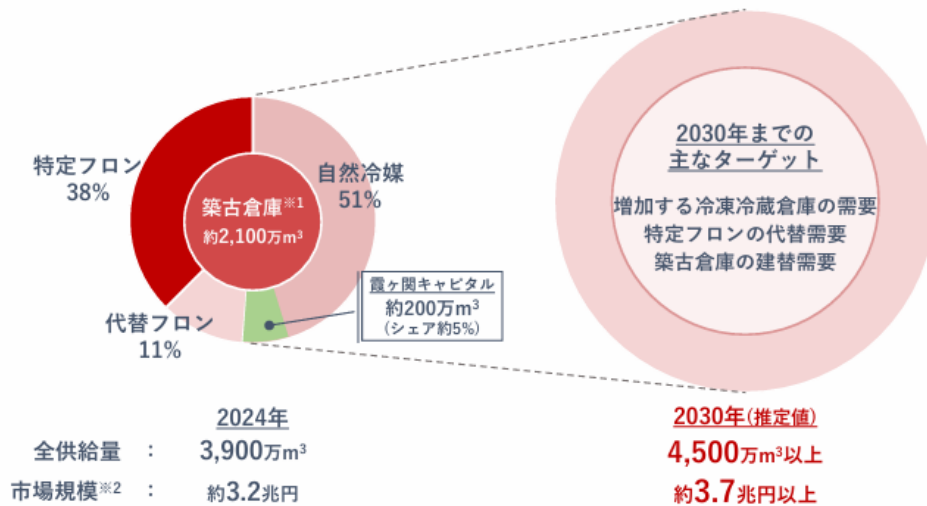
加えて、冷凍冷蔵倉庫の老朽化の問題もある。霞ヶ関キャピタルによれば、築20年を上回る築年数の倉庫が全体の約2,100万m³あり、全供給量3,900万m³の54%を占めているとみられる。築古の冷凍冷蔵倉庫は冷媒として特定フロンや代替フロンを用いている場合が多いが、一部は自然冷媒のものも含む。こうした建て替え需要も加わってくるであろう。

現在の霞ヶ関キャピタルの既存および計画中の物件の合計容量は約200万m³であり、これは全国の供給量の5%程度に過ぎない。上記のような今後の市場拡大を考えれば、同社の成長余地はまだ非常に大きいと言える。

図表 27. 冷凍冷蔵倉庫の所管容積

①冷凍冷蔵物の需要増加、②特定フロンの代替需要、③築古倉庫の建替え需要が市場をけん引し、
冷凍冷蔵倉庫の需要は今後も堅調に推移すると予想

国内冷凍冷蔵倉庫の所管容積の推移*



* 出所：日本冷蔵倉庫協会・国土交通省「倉庫統計季報」/矢野経済のもとに当社が推定し作成
 ※1 築古倉庫：築20年以上の倉庫、※2 市場規模：高さ5.5m、1坪の建築費等を150万円と仮定し試算

出所：会社資料

図表 28. 物流事業のパイプライン

プロジェクト名	所在地	アセットタイプ	延床面積 (㎡)	着工予定	竣工予定	テナント
LOGI FLAG COLD 市川 I	千葉県市川市	冷凍冷蔵倉庫	8,609	-	竣工済	S B S ゼンツウ
LOGI FLAG COLD 船橋 I	千葉県船橋市	冷凍冷蔵倉庫	6,960	-	竣工済	佐川グローバルロジスティクス
LOGI FLAG COLD 横浜港北 I	横浜市都筑区	冷凍冷蔵倉庫	10,979	-	竣工済	日本ロジテム
LOGI FLAG Fresh 京都 I	京都市	冷凍冷蔵倉庫	12,012	-	竣工済	三友通商
LOGI FLAG COLD 厚木 I	神奈川県厚木市	冷凍冷蔵倉庫	14,257	-	竣工済	S B S フレックス
(仮称) LOGI FLAG TECH 大阪南港 I	大阪市住之江区	冷凍自動倉庫	36,415	2025年春	2027年秋	
LOGI FLAG DRY & COLD 福岡古賀 I	福岡県古賀市	3温度帯	35,901	-	竣工済	旭食品、ランテック、ファクテム
LOGI FLAG DRY & COLD 仙台泉 I	仙台市泉区	3温度帯	36,758	-	竣工済	KOYO(カナメHDの子会社)、ササキ
LOGI FLAG TECH 所沢 I	入間郡三芳町	冷凍自動倉庫	9,622	-	竣工済	X NETWORK
LOGI FLAG COLD 大阪茨木 I	大阪府茨木市	冷凍冷蔵倉庫	29,357	着工済	2025年2月	日本ロジテム
LOGI FLAG COLD 習志野 I	千葉県習志野市	冷凍冷蔵倉庫	8,850	着工済	2026年初頭	
LOGI FLAG TECH 八戸 I	青森県八戸市	冷凍自動倉庫	15,918	-	竣工済	
(仮称) LOGI FLAG TECH 東扇島 I	川崎市	冷凍自動倉庫	20,711	2024年11月	2026年夏	
(仮称) LOGI FLAG TECH 東扇島 II	川崎市	冷凍自動倉庫	25,402	2025年春夏	2027年冬	
(仮称) LOGI FLAG TECH 越谷 I (仮称)	埼玉県越谷市	冷凍自動倉庫	20,711	2025年秋冬	2027年夏	
(仮称) LOGI FLAG TECH 神戸須磨 I (仮称)	神戸市	冷凍自動倉庫	25,466	2025年冬	2027年冬	
(仮称) LOGI FLAG TECH 名古屋みなと I	名古屋市	冷凍自動倉庫	21,620	2024年秋冬	2026年春	
袋井プロジェクト	静岡県袋井市	冷凍自動倉庫	83,000	2026年春	2028年冬	

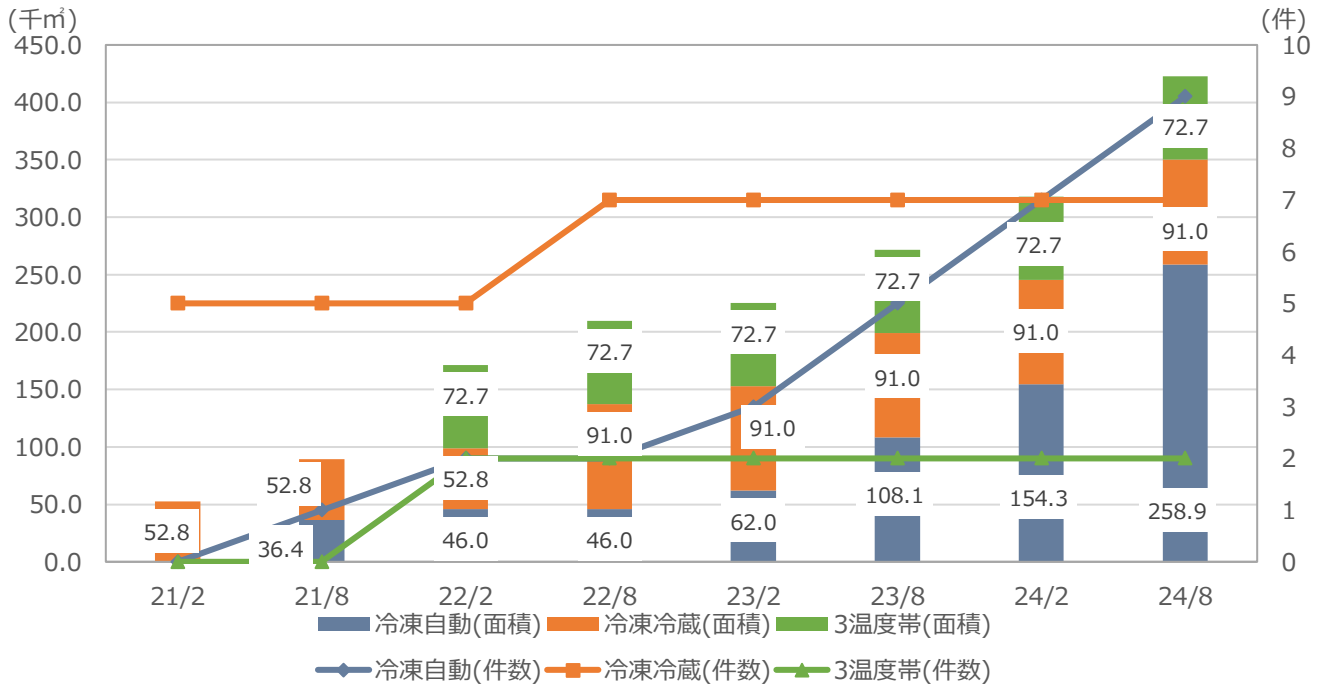
注 1：延床面積は、登記完了済みのものは公簿面積、小数点以下を四捨五入して記載。延床面積・スケジュールは、開発状況に応じて変更される可能性がある。

注 2：自動倉庫は吹き抜け構造で床がないため延床面積は仮想床での面積を記載。

注 3：3 温度帯は冷凍・チルド・ドライの 3 つの温度帯に対応した物流施設。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 29. 同社開発の冷凍冷蔵倉庫延床面積推移(半期ベース)



出所：会社資料

4) 冷凍自動倉庫で差別化

SRE ホールディングスとの合併で自動倉庫のシステムを構築

他社に対する大きな差別化要因として期待されるのが、冷凍自動倉庫である。自動化のためのシステムやソフトウェアの開発を行うため、DX 推進の豊富なノウハウを持つ SRE ホールディングス（ソニーグループ(6758)の関連会社）との合併会社 X NETWORK（霞ヶ関キャピタルが 95% 出資）を 2023 年 11 月に設立した（会社設立時は霞ヶ関キャピタル 100%。2024 年 1 月より SRE ホールディングスに株式 5% を譲渡）。冷凍自動倉庫である「LOGI FLAG TECH」の運営に用いる冷凍保管サービス「COLD X NETWORK」を開発した。これにより、短期間から長期間まで柔軟に、パレット単位での冷凍荷物の保管が可能となる。荷主にとっては中長期で固定期間借りるスペース確保型と、スポットで借りる従量課金型を選択することができる。

自動化のメリットは大きい

また、自動倉庫にすることで、冷凍自動倉庫エリアの無人化による人的エラーの削減、荷探し時間が不要になること、労働災害の防止や労働環境の改善などが期待される。特に冷凍冷蔵倉庫では、マイナス 25℃ の環境下で働くため、凍傷になりやすいなどで厳しい職場環境であり、自動化することは働き方改革の面でも意義が大きい。

図表 30. 同社開発の冷凍自動倉庫のイメージ



※開発予定の冷凍自動倉庫のイメージ図であり、具体的な案件のイメージ図ではありません。

出所：会社資料

所沢の自動倉庫第1号が竣工

最初の物件は、「LOGI FLAG TECH 所沢 I」で、今年9月30日に竣工し、上記の「COLD X NETWORK」がサービスを開始している。この物件についてはテナントは子会社のX NETWORKであるが、SBSホールディングス(2384 東証プライム)のグループ企業であるSBSゼンツウが、約半分のスペースを寄託することで合意されている。併せて、1階部分の荷役業務をSBSゼンツウに委託されることも決まっている。非常に順調なスタートを切っている模様。現在、冷凍自動倉庫は神奈川県川崎で2件、大阪南港などで予定されており、今後の同社の物流事業は冷凍自動倉庫が中心となる見通し。

5) 主な競合状況

マルチテナント型の冷凍冷蔵倉庫はまだ少ない

冷凍冷蔵倉庫の現在の状況を見るために、上場している物流系Jリークの冷凍冷蔵倉庫の保有状況を図表31に示した。GLP投資法人(3281 東証REIT)や日本プロロジスリート投資法人(3283 東証REIT)などが大型の施設を保有している。ただし、これまでは多くがBTS(Build To Suit、テナントの要望に応じて施設を建設し、一棟貸しすること)が多く、複数のテナントに賃貸するマルチテナント型は限られている。

プロジェクトは増えているが、必要容量に満たない

一方、直近で竣工したプロジェクトや建設中または計画中のプロジェクトでは、マルチテナント型も増えている。図表32は、大手デベロッパーが公表している冷凍冷蔵倉庫の建設計画の主なものである。これを見ると、確かにプロジェクトは増えているものの、竣工時期は分散していることに加え、図表

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

32の物件を合計しても延床面積は約140万㎡である。高さ5.5mとして約770万㎡と計算される。これは2030年までに想定される需要増の2,500万㎡に比べると小さい。

冷凍冷蔵倉庫に進出する企業はあるが、オペレーションまで行うのは稀有

また、霞ヶ関キャピタルは競合が増えてくることを当初から想定し、冷凍自動倉庫の事業を業界に先駆けて展開している。大手不動産デベロッパーでは、自らオペレーションまで手掛けるビジネスモデルは限られており、特に自動システムの開発を行うノウハウでは霞ヶ関キャピタルの優位性が大きいと推定される。必要があれば自ら川下へ進出して付加価値を高めるといったビジネスモデルが企業文化として根付いている同社の大きな差別化要因となろう。

図表 31. 物流系J-REITが保有する冷凍冷蔵倉庫

投資法人名	コード	物件名	所在地	取得日	建築時期	タイプ	延床面積/ 賃貸可能 面積(㎡)	取得価格 (百万円)
大和ハウスリート	8984	Dプロジェクト門真I	大阪府門真市	2023/10	2019/2	BTS	12,194	3,120
大和ハウスリート	8984	DPL新習志野	千葉県習志野市	2021/4	2018/11	マルチ	12,686	5,930
GLP	3281	GLP加須II	埼玉県加須市	2024/4	2021/1	BTS	32,436	7,700
GLP	3281	GLP岡山総社III	岡山県総社市	2023/6	2022/2	マルチ	31,425	6,980
GLP	3281	GLP座間(70%)	神奈川県座間市	2021/7	2015/6	マルチ	114,148	29,653
GLP	3281	GLP座間(30%)	神奈川県座間市	2022/11				13,460
SOSiLA物流リート	2979	LiCS所沢	埼玉県所沢市	2023/8	2007/1	BTS	7,815	1,325
KDX不動産	8972	プリマハム近畿センター	大阪府大阪市西淀川区	2022/4	1993/10	BTS	6,971	1,107
日本プロロジスリート	3283	プロロジスパーク海老名2	神奈川県海老名市	2021/12	2021/7	BTS	34,485	15,200
ラサルロジポート	3466	ロジポート北柏(増築)	千葉県柏市	2024/4	2024/4	マルチ	2,284	714

注：部分的に冷凍/冷蔵の設備が備わっている物件も含む。BTSはBuild To Suit。

出所：各社資料などよりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 32. 冷凍冷蔵倉庫の主な建設計画

企業名	コード	物件名	所在地	竣工	延床面積	タイプ
日本GLP	-	GLP六甲V	神戸市東灘区	2024/3	10,151	BTS
日本GLP	-	GLP神戸住吉浜	神戸市東灘区	2025/2	45,000	マルチテナント
三菱地所	8802	ロジクロス大阪住之江	大阪市住之江区	2025/3	43,500	マルチテナント
三菱地所	8802	大阪市大正区平尾冷凍冷蔵物流計画	大阪市大正区平尾	2026春	21,200	賃貸用(詳細未定)
東急不動産HD	3289	大阪府大阪市西淀川区計画	大阪市西淀川区	2025/4	18,594	賃貸用(詳細未定)
JR西日本不動産開発	-	(仮称)横浜市幸浦NKビル	横浜市金沢区	2026冬	15,919	賃貸用(詳細未定)
三井不動産	8801	(仮称)MFLP杉戸	埼玉県北葛飾郡	2026/12	11,877	マルチテナント
三井不動産	8801	MFLP船橋南海神	千葉県船橋市南海神	2026年度下期	20,800	賃貸用(詳細未定)
大和ハウス工業	1925	DPL大阪舞州	大阪市此花区	2024/7	115,989	マルチテナント
大和ハウス工業	1925	DPL大阪南港I	大阪市住之江区	2026/7	85,799	マルチテナント

出所：各社資料などよりストラテジー・アドバイザーズ作成

7. ヘルスケア事業

ホスピス住宅を中心に展開

霞ヶ関キャピタルは、2021年12月にヘルスケア事業推進部を新設し、同事業へ進出した。特にホスピス住宅を中心に展開している。現在、札幌市の2件と調布市の1件が開業しており、板橋区の1件が11月に開業したところである。その他、11件のプロジェクトが進行している。

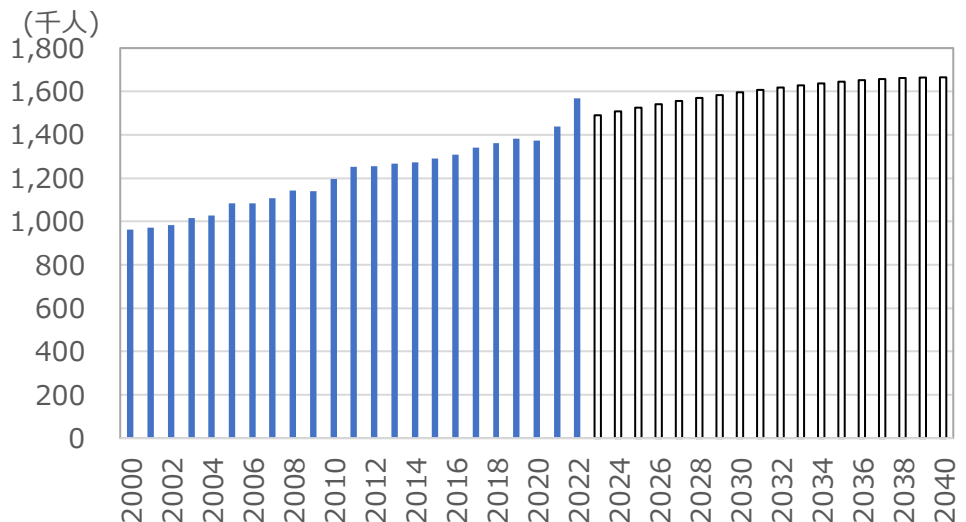
社会的なニーズが強い一方で供給が足りない

同社がホスピス住宅に注目したのは、やはり社会的にニーズが強いにもかかわらず供給が足りておらず、今後も需要が伸びることが見えているためである。高齢化の進展に伴い、日本人の死者数は毎年増加しており、国立社会保障・人口問題研究所の見直しによれば、2040年には年間169万人に達するとされる。死因としてはガンの割合が高まっており、疼痛などの緩和ケアが必要な場合が増えている。緩和ケア病棟も増加しているが、施設や病床の数は足りない状況であり、かつ病状が安定すれば退院を求められるため、長期滞在には向かない。一方、通常の有料老人ホームは、看護体制や医療体制が整っていないため、入居者の体調異変の際の対応ができない。

ホスピス住宅は医療保険からの収入がある点が特徴

ホスピス住宅は、看護施設や介護施設が隣接している場合が多く、訪問介護、訪問看護のサービスを医療保険で受けることができる場合が多い。したがって、ホスピス住宅の収益源構造としては、通常の有料老人ホームが得られる居室利用料や介護保険に加えて、医療保険からの収入が得られる点に特徴がある。

図表 33. 日本の死亡者数の推移



出所：2022年までは厚生労働省「人口動態総覧」、2023年からの予測は、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(令和5年推計)」。死亡中位推計。

2022年5月にヘルスケア事業に参入

同社は2022年5月に、ホスピス住宅などを運営する会社としてKC-Welfareを設立した。その後、札幌を地盤とした運営会社へ委託。霞ヶ関キャピタルの第1号案件であるパルム澄川ホスピスや、パルム札幌中央ホスピスの運営をきずな社が行っている。また、直近で、「CLASWELL (クラスウェル)」というブランドを立ち上げ、子会社のKC-Welfareが企画や運営を行っている。第1号は、今年11月に開業した「CLASWELL 小竹向原」となる。このように、ホスピス住宅の事業は、川下の運営まで深く関わっており、ホテルや物流以上に垂直統合された形と言える。

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

好立地で居心地のよい施設を開発

霞ヶ関キャピタルのホスピス住宅は、利便性の高い地域に立地し、居心地の良いデザインの施設であることに特徴がある。具体的には、他のアセットタイプと同様、土地の仕入れ、開発から関わることで機能性の高い施設を提供する。駅近の立地で入居者の家族が訪問しやすく、ホテルで培ったノウハウで入居者や家族が快適に過ごせる空間とする。会社によれば、自分の親に入ってもらいたい、将来的には自分も入りたいような施設にしたいとのこと。

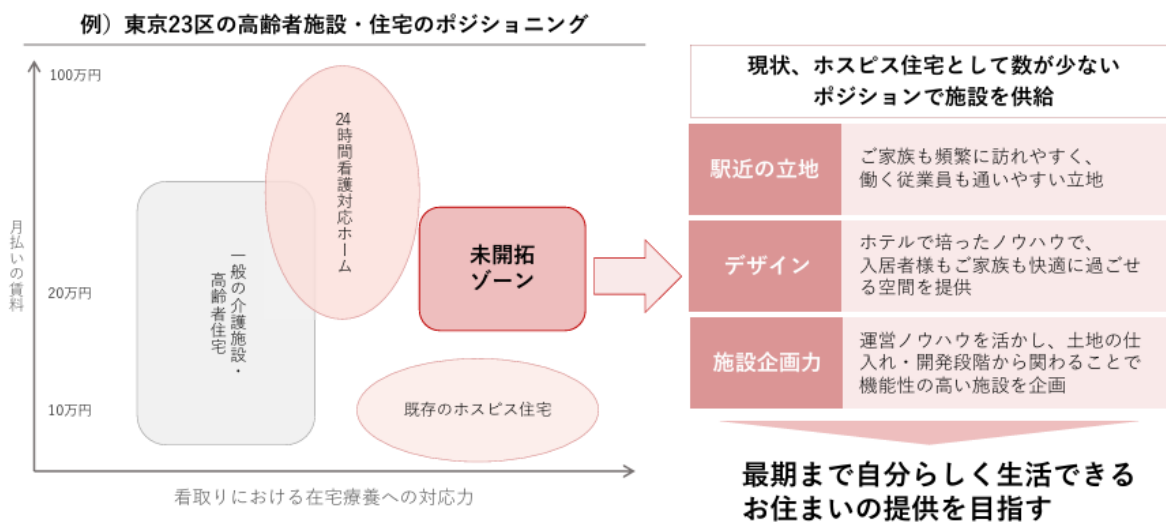
図表 34. 「CLASWELL 小竹向原」



出所：会社資料

図表 35. ホスピス住宅事業のコンセプト

ホスピス住宅の需要は高まっている一方で、
“自分の親に入居してもらいたい施設” “自分が入居したい施設” は限定的



出所：会社資料

図表 36. ホスピス住宅のパイプライン

所在地	施設名	状況	延床面積 (㎡)	部屋数	開業時期	運営会社
札幌市南区	バルム澄川ホスピス	開業済	1,539	37	2022年7月	きずな
東京都調布市	CLASWELL仙川	開業済	3,178	70	2023年7月	KC-Welfare
札幌市中央区	バルム札幌中央ホスピス	開業済	3,001	60	2024年4月	きずな
東京都板橋区	CLASWELL小竹向原	開業済	2,336	59	2024年11月	KC-Welfare
東京都新宿区	CLASWELL信濃町	開発中	1,770	48	2025年2月	
東京都練馬区①	CLASWELL下石神井	開発中	2,093	50	2025年3月	
大阪府豊中市	未定	取得済	2,422	56	2026年冬春	
大阪府吹田市	未定	開発中	2,128	56	2026年初頭	
東京都府中市	未定	開発中	2,284	47	2026年初頭	
埼玉県さいたま市中央区	未定	開発中	2,477	60	2026年冬春	
埼玉県さいたま市大宮区	未定	開発中	2,594	58	2026年初頭	
福岡県福岡市	未定	開発中	2,180	52	2026年春	
東京都練馬区②	未定	開発中	2,363	57	2026年夏	
東京都杉並区	未定	用地取得済	2,149	51	2026年夏	
兵庫県西宮市	未定	開発中	2,125	45	2026年冬	

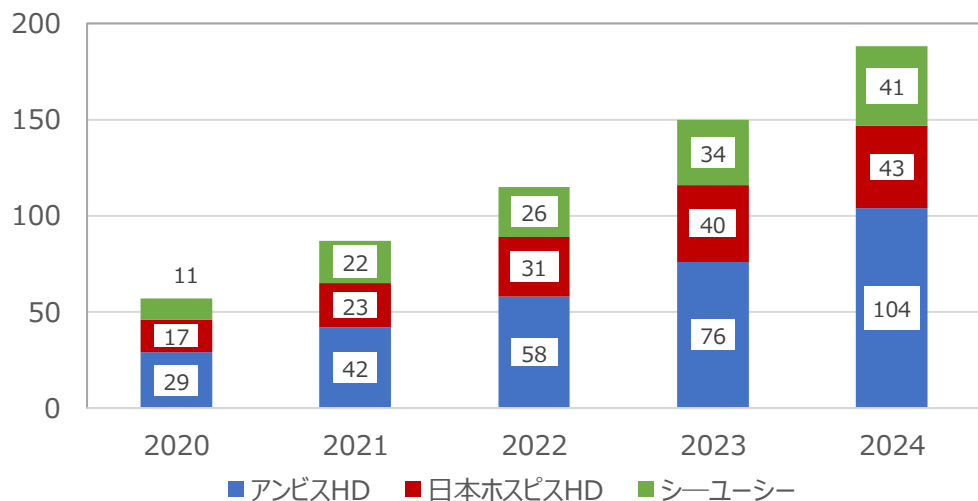
注：部屋数・スケジュールは、開発状況に応じて変更される可能性がある。

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

ホスピス住宅関連企業は事業規模を拡大

ホスピス住宅の供給が足りていない状況から、複数の会社が本格的にこれを運営する事業を行っており、事業規模が急拡大している。アンビスホールディングス(7071 東証プライム)、日本ホスピスホールディングス(7061 東証グロース)、シーユーシー(9158 東証グロース)のホスピス住宅数は合計で、2020年の57施設から2024年には188施設へと急増している。いずれの会社も今後も大きく増加させる計画である。霞ヶ関キャピタルのホスピス住宅は急速に立ち上がっているとは言え、まだ15件と少なく、件数ベースで上記3社合計の8%に過ぎない。市場全体が拡大していることを考慮すると、今後の伸びしろは非常に大きいと考えられる。

図表 37. ホスピス大手 3 社のホスピス住宅数



注：アンビス HD の決算期は 9 月、日本ホスピスは 12 月、シーユーシーは 3 月。日本ホスピスの 2024 年は 24/12 期 Q3 末の数値。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

最大手のアンビスホールディングスは、運営する施設の多くを自社で保有しており、霞ヶ関キャピタルとはビジネスモデルが異なるが、アンビスホールディングスは短期間に急速に売上を伸ばしている。利益面では 25/9 期は減益となる見通しであるが、施設数は 24/9 期末の 104 施設から 25/9 期末には 132 施設へと大幅に増やす計画となっており、成長性の高い市場であることが伺える。

図表 38. アンビスホールディングスの収益状況

決算期	20/9	21/9	22/9	23/9	24/9	25/9CoE
売上高 (百万円)	9,174	15,334	23,072	31,985	42,475	53,647
営業利益 (百万円)	1,876	3,784	6,132	8,630	10,612	8,627
営業利益率	20.4%	24.7%	26.6%	27.0%	25.0%	16.1%
施設数	29	42	58	76	104	132
定員数	1,270	1,977	2,802	3,795	5,248	6,706
定員数/施設	43.8	47.1	48.3	49.9	50.5	50.8

出所：会社資料

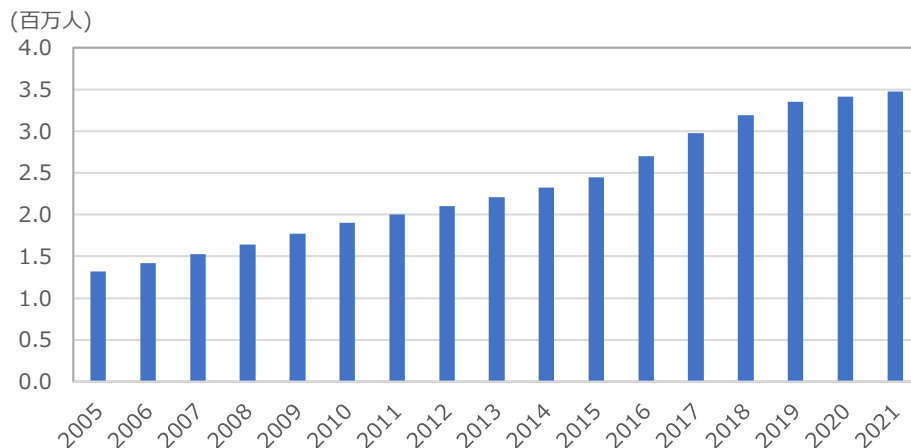
8. 海外事業

ドバイのレジデンス市場に注力

同社は、海外事業も展開しており、インドネシア、タイに子会社を持ち、事業を行ってきた。現在は、ドバイのレジデンス市場に注力している。ドバイは、金融都市、商業都市として栄え、観光にも力を入れている。人口が増えており、経済成長も続いているが、不動産価格は比較的安価にとどまって

いるとのこと。同社では、今後、ファンドの組成なども視野に入れながら、現時点では現地の不動産市場で住宅の売買などの活動を行っている。

図表 39. ドバイの人口推移



出所：Dubai Statistics Center 資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

海外事業は、24/8 期末で 156 億円の棚卸(開発事業等支出金)があるが、売却代金は 24/8 期上期が 4 件で 23.9 億円、同下期が 15 件で 55.9 億円となった。販売実績が積み上がる中、仕入れはそれを上回るペースで増えている。

同社ではこれまでは新築物件を中心に扱ってきたが、ドバイでも中古物件の売買が行われるようになってきているとのこと、今後はそうした物件のリノベーションなども手掛けたい意向。

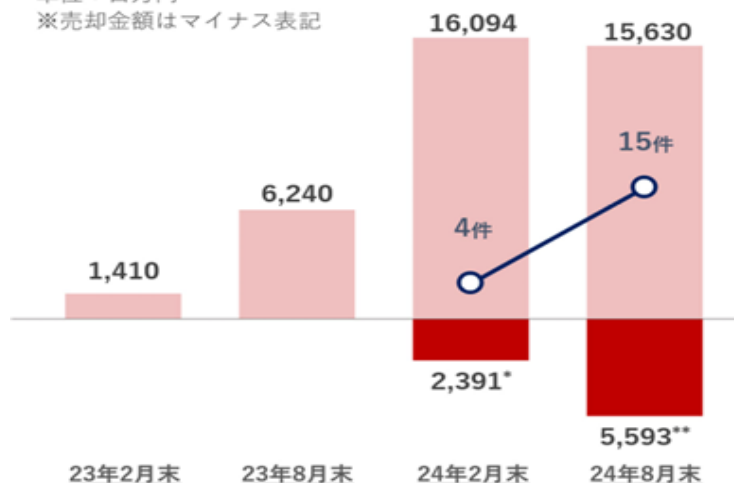
図表 40. 海外事業の棚卸 (開発事業等支出金) と売却実績

開発事業等支出金と売却金額・件数推移

■ 開発事業等支出金残高 ■ 売却金額 ● 売却件数

単位：百万円

※売却金額はマイナス表記



*23年9月～24年2月売却金額

**24年3月～24年8月売却金額

出所：会社資料

図表 41. 最近売却した物件「Address Hillcrest」



出所：会社資料

9. 競争力の源泉と企業DNA

1) 経営戦略論からのアプローチ

以下では、霞ヶ関キャピタルを経営戦略のアプローチから見る。

「差別化戦略」

マイケル・E・ポーターが唱える競争の基本戦略は、①コストリーダーシップ戦略、②差別化戦略、③集中戦略、の3つから成る。このうち、霞ヶ関キャピタルが取る最も重要な戦略は、②差別化戦略と言えよう。同社では、社会課題解決企業を標榜しており、ニーズがありながら供給が足りない施設やサービスを提供することを基本的な考え方に据えている。

多人数で長期滞在ができる多人数向けホテルはニーズに反して日本では少なかったため、その点に目を付けて事業を展開してきた。また、デザインにこだわり、社内外の優れた設計者によるおしゃれなホテルの提供を重視してきた。冷凍冷蔵倉庫は、テナントを得にくいとの理由で貸し倉庫を営む企業が少なく、そのポテンシャルに着目して先行してきた。特に冷凍自動倉庫をシステムまで自社で構築して事業展開していることは他社に対する大きな差別化要因となろう。ホスピス住宅でも、立地が良く、デザインや運営で入居者にも家族にも快適な施設を提供することで特徴を出している。

「コストリーダーシップ戦略」

また、特にホテル事業では、「コストリーダーシップ戦略」にも適合している。DXによる省人化を徹底しコストを低減することで損益分岐点稼働率を下げ、コロナ禍でも黒字を維持することができた。このことがその後の急激な事業拡大を可能にしたと言えよう。また、冷凍冷蔵倉庫事業でも、オペレーションのシステムである「COLD X NETWORK」の活用によって、自動倉庫の効率化、低コスト化につながる。

リソース・ベスト・ビューに注目

ただし、ホテル、物流、ヘルスケアいずれも、市場が大きくなって大手にとっても魅力的な市場となった場合に、大手が本腰を入れて参入してくれば、差別化効果が低下してくるリスクはあり得る。そこで我々が注目するのは、ジェイ・B・バーニーらが提唱するリソース・ベスト・ビューである。

リソース・ベスト・ビューは、企業の経営資源やケイパビリティに注目する考え方である。これを具体的に示したものがVRIOフレームワークである。Value（経済的価値）、Rarity（希少性）、Inimitability（模倣困難性）、Organization（組織）について検討するべきとしている。ストラテジー・アドバイザーズでは、このうち模倣困難性に特に着目している。

模倣困難性は社会課題解決に共感する企業文化

霞ヶ関キャピタルが持つ模倣困難性は、社会課題を解決する企業になるという経営トップの考えに共感した人たちが集い、自由闊達にアイデアを出し合っ、有望なものは自ら実践する、という企業文化と、それを体現する挑戦心が強く意欲的な人材があると我々は考える。これは、最先端の技術を保有するとか、優れた特許を持つ、といった外部から容易に検証できるものではない。しかし、大きなM&Aなどに頼らず、ほぼオーガニックに急激な成長を遂げてきた同社は、そうした企業文化と人材による模倣困難性が確立しつつあると我々は考えている。以下では具体的に見てみたい。

2) 模倣困難性

霞ヶ関キャピタルはここまで順調に成長を遂げ、今後も収益の拡大を続ける可能性が高いとみられる。その背景には、①ユニークなビジネスモデル、②チャレンジ精神が旺盛で優秀な人材、③経営理念の浸透、④マネジメントのリーダーシップがあると考えられる。それらは、資金力や人材が豊富な大手企業であっても簡単には真似できない模倣困難性を形成していると考えられる。あるいは、大手が本気で時間と労力をかけてやろうと思えばやれるかもしれないが、合理的にそこで勝負をすることは選ばないであろう「経済的な堀」を形作っていると考えられる。

①ユニークなビジネスモデル

土地の仕入れ、開発プラン、ファンド組成に競争力がある

同社のビジネスモデルの大きな特徴は、前述のように、土地を購入した後、開発プランを策定し、平均6か月程度で土地を開発ファンドに売却する点にある。現在、売上総利益の60%程度をこの売却益が占めており、同社の収益の柱になっている。これには、①良い条件で多くの土地を仕入れることができること、②開発プランが魅力的であること、③投資家との信頼関係により、開発ファンドの組成、売却が順調にできること、などが要件となる。

土地の仕入れは再エネ事業での経験と実績が生きる

土地の取得に関しては、再生可能エネルギーでの経験が生きている模様である。太陽光発電や風力発電は、地方の立地が多いため、同社社員がキャラバン隊を組んで全国を幅広く訪れ、土地の情報を得たり、各地の不動産業者などともネットワークを構築したりしてきた。現在でもこの取り組みは行われており、地元の業者から霞ヶ関キャピタルに有望な土地の情報が多く入ってくると思われる。地元の業者にとっても物件規模が大きいだけに魅力的な仲介手数料が入るため、売買を成立させるインセンティブがある。また、ベンチャー精神を大事にする同社としてはスピードを重視しており、候補物件を購入するか否かの決断を迅速に行うことから、紹介する地方の業者にとっても効率が良いため、一層情報量が増えるという好循環があるとみられる。

また、土地の仕入れについて社員に幅広く自分事として意識させるため、任意の期間を設定の上、担当者に限らず、全社員を対象にそうした案件の情報を持ち込むことを奨励している。社員が紹介した案件が成立した際には報奨金が支払われるとのことである。

コンセプトと注力分野が明確

開発プランの策定については、社会のニーズがあって供給が足りないもの、今後も需要が伸びるもの、というコンセプトで取り扱う分野を決めており、現在は、国内事業では、ホテル、冷凍冷蔵倉庫、ホスピスの3分野に経営資源を集中させている。ターゲットを絞ることにより、その分野での優秀な人材を獲得するとともに、優れたパートナーと組むなど外部のリソースの活用も可能となっているとみられる。その結果、購入した土地に高い付加価値をつけるプラン策定を実現しているとみられる。

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

これまでの実績で投資家との信頼関係を構築

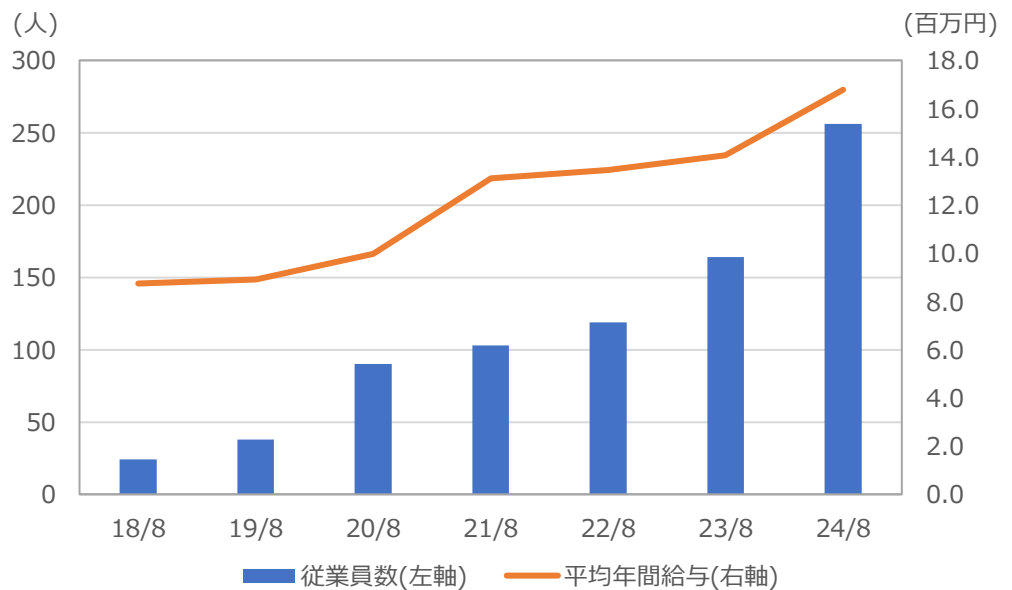
開発ファンドの組成については、投資家として、金融機関、事業会社などを対象に常日頃から接点を持ち、情報共有していることが挙げられる。物件が魅力的であることが前提となろうが、こうしたネットワーク作りによって同社が組成するファンドには多様な投資家が参加している。加えて、同社は、地方創生にも貢献するホテルの開発、フロンや代替フロンを置き換える自然冷媒を用いた冷凍冷蔵倉庫を建設することで環境に良い倉庫の建設、高齢化で社会ニーズが強いホスピス、といういずれも社会課題に対応する案件であることから、サステナビリティが重要となっている昨今では、投資家の関心も高く出資を得られやすいとみられる。

②チャレンジ精神が旺盛で優秀な人材

様々なバックグラウンドを持つ人材が集まっている

霞ヶ関キャピタルの従業員は、業容の拡大に伴い急速に増加してきた。大半が経験者採用とのことであり、不動産、ファンド、金融機関、士業（会計士や弁護士など）、その他の事業会社など多岐にわたっている。平均給与の推移をみると、不動産業界の中ではもともと高水準であるが、20/8期、21/8期あたりに大幅に上昇しており、24/8期には1,678万円となっている。本社に所属する256名で、平均年齢は37.9歳。これは、大手デベロッパーの三菱地所(8802 東証プライム)の1,273万円(平均年齢40.25歳)、三井不動産(8801 東証プライム)の1,289万円(平均年齢40.3歳)を上回る。各領域で専門性の高い優秀な人材を集められている要因の一つと言える。

図表 42. 親会社の従業員数と平均給与



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

チームワークを重視

河本社長によれば、採用の際に最も重視しているのは、人柄の良いこと(チームワークができることなどが想定されている模様)と、自分の成長に貪欲であること、の2点とのこと。仮に入社時点でスキルが足りなくても、そうした人材なら会社に入ってから成長できるし、そうした人材を入れることでチーム力が強くなるとの考え。組織が縦割りにならないよう、人事異動も一定の頻度で行っている模様であり、社内のコミュニケーションを重視しているとのこと。

突破力がありモチベーションの高い人材

また、同社では他社が行っていない革新的なビジネスを行うといったことも多く、難関を乗り越えていく突破力が求められる。「変化を起こす側へ、回れ。」という同社が大事にしている言葉にも、変化に対して受け身ではなく、自ら変化を起こしていく方が、自分たちのやりたいことがやりやすいし、成功の確率を上げられるという考え方が根底にある。24/8 期決算説明資料では、「もっと、驚かせてくれ。」という河本社長の新たなメッセージも示された。一人一人がキープレイヤーとなって徹底的にやり抜くことで集団としての強度を強めていく、とし、圧倒的な行動力と当事者意識が大事だと述べられている。また、決算説明会のホテル事業の説明では、同社が業界トップのパートナーと組めているのは社員の力によるとのコメントがあった。パートナーからは、霞ヶ関キャピタルの社員はエネルギーで話をしていて楽しく、一緒に仕事をしたいという声が多いとのこと。そうした評価を裏付ける実績が上がってきている。

図表 43. 河本社長のメッセージ



霞ヶ関キャピタル株式会社
代表取締役

河本幸士郎

出所：会社資料

③ 経営理念の浸透

「その課題を、価値へ」

霞ヶ関キャピタルの経営理念は、「その課題を、価値へ。」である。社会への貢献を謳う企業は多いが、同社のように社会課題を解決することを会社の存在意義として、ビジネスに具現化している企業は多くないであろう。しかも、外部資本を活用するというビジネスモデルを軸とはしながらも、ホテル、物流、ヘルスケアなど、異なるアセットタイプに関わり、しかも、ハードだけでなくソフトであるオペレーションまで自ら行うという垂直統合を意識している、などの点で非常にユニークな会社と言える。

「速く。手堅く。力強く」

行動指針は、「速く。手堅く。力強く。」である。英語では、「Be Bold, Reliable, and Swift」。同社がスピーディな意思決定やアクションを大事にしていること、大胆に行動することを求めていると同時に、信頼を大事にしていることも注目される。

シンプルな発想でブレない

これらの考えには、経営陣のブレない信念があると考えられる。仕事とは何か、会社は何のために事業を行うのか、それは社会に役立つ付加価値を創ることであり、そうであるからこそ周りから応援してもらって成功の確率が上がる、といった非常にシンプルな考え方である。そういった考えに共感する人たちが集まっているため、会社に強い一体感があると考えられる。

④ マネジメントのリーダーシップ

2人の創業者の影響力は大きい

河本社長と小川会長が共同創業者であり、上位2名の株主でもあることから、両者の価値観やスタイルが色濃く反映された会社と考えられる。大きな意思決定については、河本社長と小川会長が最終的な決定権を持っているとみられ、河本社長が代表取締役として執行に携わり、小川会長は経営全般を見ながら海外事業を主導しているとみられる。

一方、社員の発想や提案を大事にしている

ただし、社員の自由な発想やチャレンジ精神を大事にしているだけに、トップダウンの会社という印象ではない。現在の主力であるホテル、冷凍冷蔵倉庫、ホスピス住宅は、いずれも社員の提案によって始められた事業とのことである。また、社内で新規事業コンペも行われており、社員から様々な提案も行われているとのことである。社員にビジネスを自分事として捉えてほしいという経営トップの考えが現れている。

経営陣の理念や方針は企業文化として浸透

2024年8月末の連結従業員数は436名に達しており、次第に河本社長や小川会長が直接コミュニケーションをいつでも取れるという規模ではなくなってきている。すでに、トップの理念は企業文化として定着してきているように思われるが、今後は、これまでのようなスピード感を維持できるか、ベンチャー気質を保てるかなどの課題が出てくるとみられ、成長とどのように両立していくかが注目される。

3) 企業DNAは「外部資本を活用して最適化を徹底的に追求する」こと

企業DNAは、組織や社員全体に根付く独自の価値観、経営哲学であり、それらが企業の競争力の源泉になることが多い。企業DNAを生かした事業戦略を立て、それを実践することが成功の確率を高めると我々は考えている。

企業DNAは「ファンドを活用して最適化を徹底的に追求する」こと

霞ヶ関キャピタルの企業DNAは、「外部資本を活用して最適化を徹底的に追求する」こと、と要約できよう。同社は、自社のバランスシートを短期間使うだけで、開発段階、運用段階いずれもファンドを活用するというビジネスモデルを持っており、これがベンチャー企業でありながら再エネ、ホテル、物流、ヘルスケアなど幅広い領域でビジネスを展開してきた根幹と言える。また、経営陣の社会課題を解決するという強い思いは、社会的ニーズと供給のギャップ、業界慣習と効率性のギャップなどに着目して、自分たちでそれを埋めてビジネスチャンスに変える、という基本姿勢として同社に根付いているように思われる。仮にハードルが高くてもそうした最適化をやり抜く企業文化と言えよう。

リスクを抑えながら広く社会課題に向き合う

外部資本の活用は、少ない自己資金で多くの仕事ができることに加え、リスク回避にもつながる。仮に事業を行っている業界の環境が変化した場合でも、大きなダメージを受けることなく進路を変更することが比較的容易であろう。同時に、社会の課題に着目して様々なビジネスチャンスを探る姿勢は、持続的な成長を可能にすると考えられる。

4) エクイティストーリー

エクイティストーリー：ユニークなビジネスモデルと企業文化による持続的な利益成長とバリュエーションの向上

社会課題が生み出す需要と供給のギャップに着目し、最適化のために外部資本を活用してスピーディに事業を展開することが、同社の勝利のパターンと言える。現在の主力領域の成長は中期的に持続する見通しであり、ハードとソフトを融合した同社のユニークなビジネスモデルは今後も優位性を発揮しよう。上記のようなビジネスモデルと企業文化、人材は、大手であっても簡単には真似できない模倣困難性を形成していると考えられ、中期的にも高い利益成長を続ける可能性が高いとみられる。株価の面では、利益の急成長を受けて大きく上昇してきたが、バリュエーションは国内の不動

産投資企業に比べて若干高い程度にとどまっている。中長期的にはグローバルのオルタナティブ投資大手である Blackstone の高水準のバリュエーションも参考になろう。収益とバリュエーションの向上による持続的な株価上昇への期待が同社のエクイティストーリーである。

10. 24/8 期決算と当面の見通し

収益急拡大

10月2日に発表された24/8期通期決算は、売上高が前期比76.2%増の656.9億円、営業利益が同92.2%増の85.4億円、親会社株主に帰属する当期純利益が同144.8%増の50.2億円と大幅に拡大した。すべての段階で会社ガイダンスをクリアした。

図表 44. 24/8 期決算概要

(百万円)						
	23/8実績	24/8実績	前期比	会社予想	25/8CoE	前期比
売上高	37,282	65,685	76.2%	60,000	95,000	44.6%
売上総利益	10,099	18,559	83.8%	-	NA	NA
売上総利益率	27.1%	28.3%		-		
営業利益	4,442	8,537	92.2%	8,500	16,500	93.3%
営業利益率	11.9%	13.0%		14.2%	17.4%	
経常利益	4,119	7,860	90.8%	7,500	15,000	90.8%
当期純利益	2,050	5,020	144.9%	5,000	10,000	99.2%
EPS(円)	253.2	541.7	113.9%	509.8	1,016.4	87.6%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

土地売却益、ストック収入、成功報酬がいずれも大幅に増加

売上総利益は185.6億円と、前期の101.0億円から大きく増加した。収益ポートフォリオ別では、土地売却益がブランドを含めて約114億円となり、前期の66億円から大幅に増加した。また、開発ファンドから不動産ファンドへ移管される際の成功報酬も24/8期は約35億円と、前期の10億円から大きく伸びた。事業ポートフォリオ別の構成比は、ホテルが41%、物流が33%、ヘルスケアが12%、海外が14%であり、前期比ではいずれも拡大したと推定される。売上総利益率は28.3%と23/8期の27.1%から上昇した。

販管費の大幅増を粗利の増加でカバー

事業規模の急激な拡大に伴い、人員数も大幅に増加していることから、人件費が前期比16.6億円増加した。その他のコストも増加し、販管費は23/8期の56.6億円から24/8期には100.2億円へ大幅に増加した。しかし、売上総利益の増加がこれを大きく上回り、営業利益も大幅な増益となった。営業利益率も前年の11.9%から13.0%へ上昇した。

事業規模は前期比2倍

パイプラインとAUMを含む事業規模は、24/8期末で4,916億円に達し、前期比で1,885億円(62.2%)増加した。レジデンスファンドが449億円減少したことを考慮すると、それ以外では2,334億円(104.0%)増加したことになる。ホテル、物流、ヘルスケア、海外事業がいずれも大きく増加した。加えて、プロジェクト1件当たりの事業規模も大きくなっており、効率性の向上につながっていると推定される。

図表 45.パイプライン・AUM の事業規模

(十億円)	23/8期末		24/3期末		増減額	増減率	1件当たり金額	
	件数	金額	件数	金額			23/8期末	24/8期末
物流	15	149.4	19	247.5	98.1	65.6%	10.0	13.0
ホテル	23	56.2	44	158.0	101.8	181.1%	2.4	3.6
ヘルスケア	7	12.9	15	37.0	24.1	186.8%	1.8	2.5
海外事業	4	6.1	8	15.6	9.5	155.7%	1.5	2.0
レジデンスファンド	42	78.3	13	33.4	-44.9	-57.3%	1.9	2.6
合計	91	303.1	99	491.6	188.5	62.2%	3.3	5.0
(レジデンシャルファンド除く)	49	224.8	86	458.2	233.4	103.8%	4.6	5.3

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

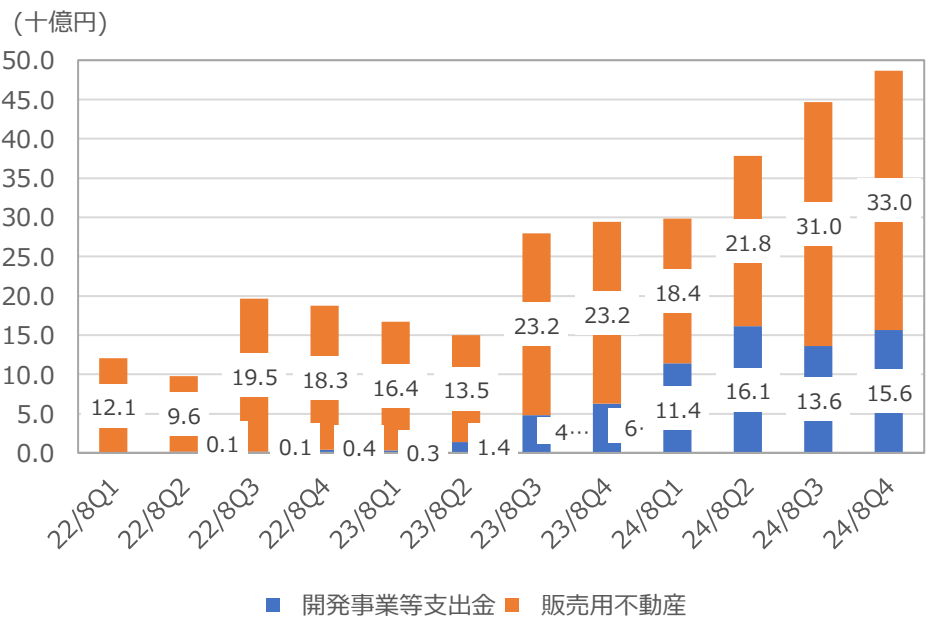
25/8 期も大幅な収益拡大が続く

25/8 期の会社予想は、売上高が前期比 44.6%増の 950 億円、営業利益が同 93.3%増の 165 億円、当期純利益が同 99.2%増の 100 億円。これはもともと 26/8 期を最終年度とする中期経営計画の達成を 1 年前倒しにした 25/8 期の計画値(当期純利益 100 億円)に相当するものである。

棚卸の積み上げも順調

収益の先行指標である棚卸の推移を見ると、24/8 期は Q1 から Q4 にかけて右肩上がり急増している。土地売却による売上高も大幅に増えていることから、それを大幅に上回るペースで仕入れが拡大していることになる。加えて、プロジェクトが進展することによりストック収入および成功報酬もさらに増加すると予想される。このため、25/8 期の会社予想の売上および利益の達成は十分に可能と考えられる。連結従業員数がさらに 100 名程度増える見通しから販管費に含まれる人件費はさらに増加するとみられるが、売上総利益の増加が大きく上回るとみられる。

図表 46. 棚卸の四半期推移



出所：会社資料

11. 中長期見通し

25/8 期までの第 1 期中期経営計画は達成

25/8 期を最終年度とする第 1 期中期経営計画の業績目標は達成される見通しとなった。2021 年 10 月に発表された時点では、目標達成の可能性について当初は市場も懐疑的に見ていたと推定されるが、2023 年 10 月には 1 年前倒しでの達成見通しを公表し、実現性の上昇を市場も段階的に織り込んできた。

第 2 次中期経営計画を発表。 29/8 期の純利益 500 億円の目標

10 月 2 日、決算発表と同時に、会社は 25/8 期から 29/8 期までの第 2 次中期経営計画を発表した。それによれば、当期純利益は 25/8 期見込みの 100 億円から 26/8 期に 150 億円、29/8 期に 500 億円と急激に拡大する計画となっている。24/8 期実績からは 5 年後に当期純利益を 10 倍に拡大させるという計画であるが、発表翌日の説明会で河本社長は達成について自信を示した。第 1 期中計では 22/8 期から 25/8 期見込みまで CAGR(年率成長率)は 115%であったが、新しい中計では CAGR50%で達成できるため十分に可能であるとした。

AUM は 29/8 期には 1.5 兆円へ

AUM(着工済み/竣工済み)については、24/8 期末の 3,061 億円に対して 25/8 期末は 5,000 億円規模、26/8 期末では 7,000 億円へ増加させ、中計最終年度の 29/8 期末には 1.5 兆円規模を目指す考えである。

収益の大幅拡大が続く可能性は高い

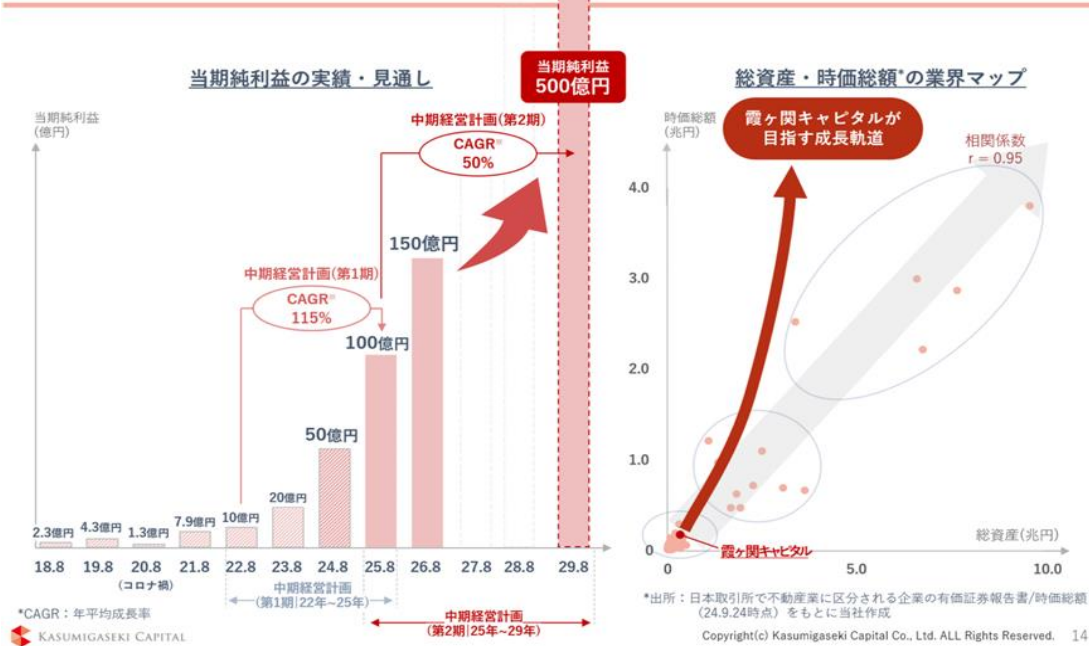
ここまでのトラックレコードと足元で案件が急速に積み上がっていること、竣工する物件が増えているためストック収入が大きく伸びてくるとみられること、などから、今後 5 年間で収益が大幅に拡大する可能性が非常に高いと考えられる。25/8 期の当期純利益 100 億円まではすでに進行中のプロジェクトの進展によってかなりの程度見えていると考えられることから、今後の新しいプロジェクトの増加スピードが注目される。

4 領域それぞれが拡大へ

事業ポートフォリオ別では、図表 49 に見られるように、第 2 次中期経営計画における 29/8 期の収益は、既存のホテル、物流、ヘルスケア、海外の 4 領域で稼ぐ見通しとなっている。第 1 次中期経営計画ではホテル事業がここまで急速に回復し、また、ヘルスケア事業やドバイでの海外事業は組み込まれていなかったように、今後、検討中のアセットクラスの事業が始まる可能性もあろう。

図表 47. 第2次中期経営計画の概要

[第2次中期経営計画策定] 当期純利益 (25年8月期~29年8月期)

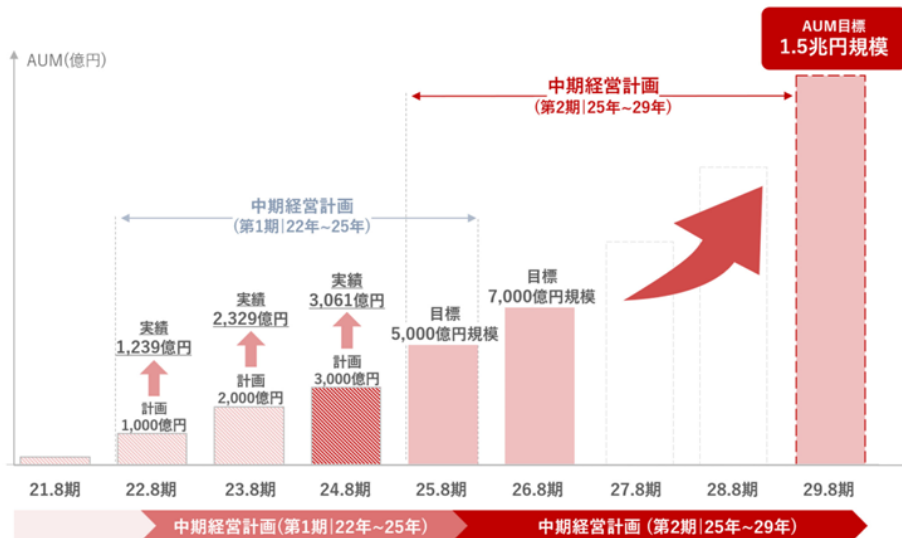


出所: 会社資料

図表 48. 第2次中期経営計画の骨子

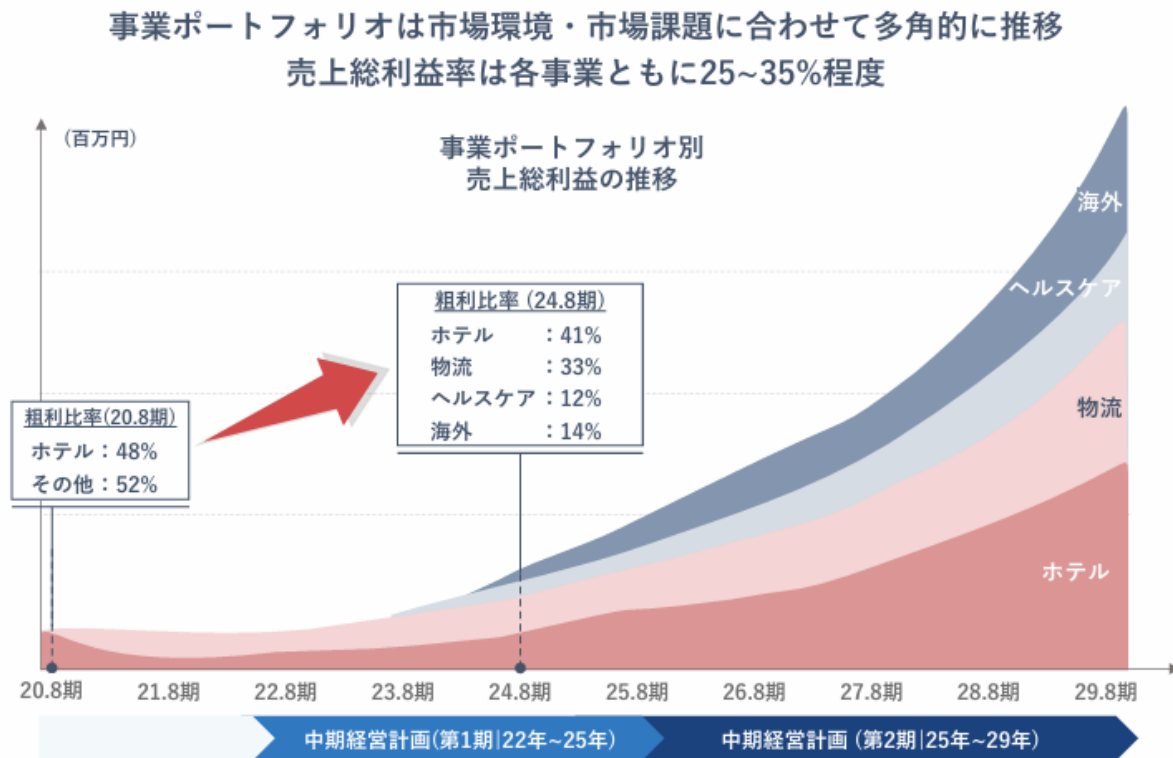
[第2次中期経営計画策定] AUM (25年8月期~29年8月期)

22年8月期~24年8月期のAUMは中期経営計画を達成
事業の多角化・事業規模の大型化により29年8月期はAUM1.5兆円を目指す



出所: 会社資料

図表 49. 事業ポートフォリオ別の売上総利益の推移 (再掲)



出所：会社資料

既存領域の周辺にも拡大

加えて、同社では既存の領域の周辺にも事業を広げる考えである。例えば、物流の最適化を図るため、個々の荷主にとってどのような保管および配送を利用するのがコスト面を下げられるのか、などを提案できるようなシステムを構築している。そのために輸送業などの事業展開も検討しているとみられる。ホテルでも関連サービスを自ら手掛けることなどを考えている模様。

資金手当てが今後も課題に

今後の成長を考える上では、引き続きやはり資金の手当てが課題となろう。10月17日発表のエクイティファイナンスによる220億円の調達で当面の必要資金は確保されたと推定されるが、事業規模の水準がこれまでとは異なっていることから、資金需要の規模も急激に大きくなっており、会社としては今後も資金調達が必要となる重要な課題となろう。

12. 同業他社比較と株価動向

1) 同業他社比較

同社は独自のビジネスモデルを築いており、直接的な同業他社として比較対象となるような企業はないと考えられる。このため、収益性、株価バリュエーションを考える上では、比較的業態が近い企業として、バランスシートの規模が限定的でファンドスキームを使った高回転型ビジネス持つ不動産投資企業、を比較対象とする。

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

ファンドスキームを利用する不動産投資企業との比較

具体的には、サンフロンティア不動産（8934 東証プライム）、ロードスターキャピタル（3482 東証プライム）、トーセイ（8923 東証プライム）、いちご（2337 東証プライム）が挙げられる。霞ヶ関キャピタルの収益性の面での特徴は、総資産回転率が他社を大きく上回ることである。これは土地を仕入れてプラン設計を行った後、平均 6 か月程度で開発ファンドへ売却するスキームですべての事業を展開しているためである。現時点では成功報酬やストック収入に比べて土地売却益の構成比が高いため、売上高利益率は他社に比べて若干低いが、資産収益率を示す ROA では 7.6%と比較対象の不動産投資企業と比べて最も高い。ROE も、レバレッジの高いロードスターキャピタルに次いで高い。

大手デベロッパーの資産回転率は低い

参考までに大手デベロッパーの収益性も掲載しているが、いずれも総資産回転率が低く、売上高利益率も有意に高くはないため、ROA や ROE も霞ヶ関キャピタルや上記の不動産投資企業と比較するとかなり低い水準である。大きいバランスシートを用いて、土地の仕入れから建築まで一貫して行っているためであり、ビジネスモデルが大きく異なる。ホテル、ヘルスケアの競合企業については、やはりビジネスモデルが異なるため収益性の単純な比較はできないが、後述のバリュエーションを考える上では参考になろう。

図表 50. 同業他社比較（収益性）

コード	企業名	直近実績	売上高 (十億円)	売上総利益 率 (%)	営業利益 率 (%)	純利益率 (%)	ROE (%)	ROA (%)	レバレッジ (倍)	総資産回転率 (倍)
3498	霞ヶ関キャピタル	24/8	65.7	28.3	13.0	7.6	26.3	8.3	2.9	1.08
不動産投資										
2337	いちご	24/2	82.7	25.2	15.7	14.6	11.6	3.4	3.5	0.23
3482	ロードスターキャピタル	23/12	28.7	35.1	28.7	17.0	28.7	6.9	3.9	0.41
8923	トーセイ	23/11	79.4	38.1	20.5	13.2	13.6	4.6	3.0	0.35
8934	サンフロンティア不動産	24/3	79.9	33.1	22.0	14.9	13.9	7.0	2.1	0.47
	平均値			32.9	21.7	14.9	16.9	5.5	3.1	0.36
大手デベロッパー										
3003	ヒューリック	23/12	446.4	44.0	32.7	21.2	13.0	3.9	3.2	0.19
8801	三井不動産	24/3	2,383.3	24.9	14.3	9.4	7.5	2.5	3.1	0.26
8802	三菱地所	24/3	1,504.7	26.1	18.5	11.2	7.4	2.3	3.2	0.21
	平均値			31.7	21.8	13.9	9.3	2.9	3.2	0.22
ホテル										
4681	リゾートトラスト	24/3	201.8	84.6	10.5	7.9	12.9	3.5	3.6	0.44
9616	共立メンテナンス	24/3	204.1	24.0	8.2	6.1	15.4	4.6	3.1	0.75
9722	藤田観光	23/12	64.5	15.1	10.3	12.6	33.4	8.4	3.6	0.67
	平均値			41.2	9.6	8.8	20.6	5.5	3.5	0.62
ヘルスケア										
7061	日本ホスピスホールディングス	23/12	9.9	19.5	13.0	6.9	29.0	5.1	5.6	0.74
7071	アンビスホールディングス	24/9	42.5	40.2	25.0	17.5	24.9	11.7	2.2	0.67
9158	シーユーシー	24/3	33.0	48.2	11.3	7.9	13.3	5.1	2.3	0.64
	平均値			36.0	16.4	10.8	22.4	7.3	3.4	0.68

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

霞ヶ関キャピタルの株価パフォーマンスは突出

霞ヶ関キャピタルと上記の不動産投資企業の株価パフォーマンスを比較すると、2022 年後半から他社の株価を大幅にアウトパフォームしている。同社の株価は 2021 年以降で 8~10 倍に上昇してきた。これは 2021 年 10 月に発表した中期経営計画の目標値前倒し達成の発表や、実績がそれに伴って急拡大してきたことなどが理由であろう。

利益の急成長が相対的に高いバリュエーションを正当化

バリュエーションを比較すると、霞ヶ関キャピタルの PER は 13.6 倍(潜在株式希薄化ベース)、PBR は 4.5 倍と他の不動産投資企業の平均のそれぞれ 8.4 倍、1.5 倍を大きく上回っている。これは同社の今後の業績拡大ペースが他社を大きく上回ると株式市場が見込んでいるためとみられる。霞ヶ関キャピタルは、25/8 期の当期純利益予想 100 億円に対して 26/8 期には 150 億円を予想している。したがって、26/8 期予想基準の PER では 9.1 倍となる。

他社も収益を伸ばすところが多いと予想されるが、やや長い目でみるとバリュエーションの差を業績拡大ペースの違いが埋めていくであろう。PBR が高い点については、ROE が高いことも要因とみられるが、霞ヶ関キャピタルの株価が高い利益成長に基づいて形成されていることにけん引されていると推定される。こちら、10 月発表の転換社債発行による自己資本の増加を考慮すれば、PBR は 2 倍台へ下がると試算される。

海外では米 Blackstone が高バリュエーション

また、グローバルではオルタナティブ投資でジャイアントの Blackstone(BX NYSE)がある。同社は、2024 年 9 月末の AUM が 1.1 兆ドルと巨額で、不動産投資がこのうち 3,251 億ドルを占めている。日本のホテルや物流施設にも投資を行っていると思われる巨大企業である。2021 年のピークには当期純利益は 58.6 億ドルを上げ、その後米国金利上昇の影響などを受けたが、足元では回復している。株価は 2021 年以降調整していたが、足元では最高値を更新している。2024 年コンセンサス予想に対する PER は 42.1 倍であり、高成長の実績と今後への期待から高いバリュエーションがついている。規模や業態の違いはあるが、高成長の不動産ファンド関連企業として、相対的に高いバリュエーションが正当化される説明として参考になろう。

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

図表 51. 同業他社比較 (バリュエーション)

コード	企業名	株価 (12/17) (円)	時価総額 (十億円)	PER (会社予想) (倍)	PBR (倍)	ROE (%)	配当利回り (会社予想) (%)	EV/EBITDA (倍)
3498	霞ヶ関キャピタル	12,260	120.6	13.6	4.5	26.3	2.0	8.9
不動産投資								
2337	いちご	358	157.7	11.2	1.5	11.6	2.8	16.5
3482	ロードスターキャピタル	2,482	40.8	5.9	2.2	28.7	2.8	5.8
8923	トーセイ	2,477	119.8	10.2	1.5	13.6	3.1	11.3
8934	サンフロンティア不動産	1,868	90.7	6.5	1.0	13.9	3.5	5.3
	平均値			8.4	1.5	16.9	3.1	9.7
大手デベロッパー								
3003	ヒューリック	1,330.5	1,012.4	10.3	1.3	13.0	3.9	13.8
8801	三井不動産	1,236	3,470.4	14.7	1.1	7.5	2.4	16.6
8802	三菱地所	2,135.5	2,704.0	15.5	1.1	7.4	2.0	14.0
	平均値			13.5	1.2	9.3	2.8	14.8
ホテル								
4681	リゾートトラスト	3,112	329.5	19.3	2.5	12.9	1.7	9.9
9616	共立メンテナンス	2,845.5	222.6	17.8	2.6	15.4	1.1	13.0
9722	藤田観光	8,050	96.5	12.7	6.2	33.4	0.0	8.4
	平均値			16.6	3.8	20.6	1.0	10.4
ヘルスケア								
7061	日本ホスピスホールディングス	1,403	11.3	12.9	4.2	29.0	0.0	10.2
7071	アンビスホールディングス	746	73.0	12.6	2.2	24.9	0.5	9.2
9158	シーユーシー	1,695	49.7	22.6	1.8	13.3	0.0	11.7
	平均値			16.0	2.7	22.4	0.2	10.4
グローバル		(US\$)	(US\$ bn)					
BX	Blackstone Inc	183.11	140.6	42.1	20.6	19.2	2.1	23.7

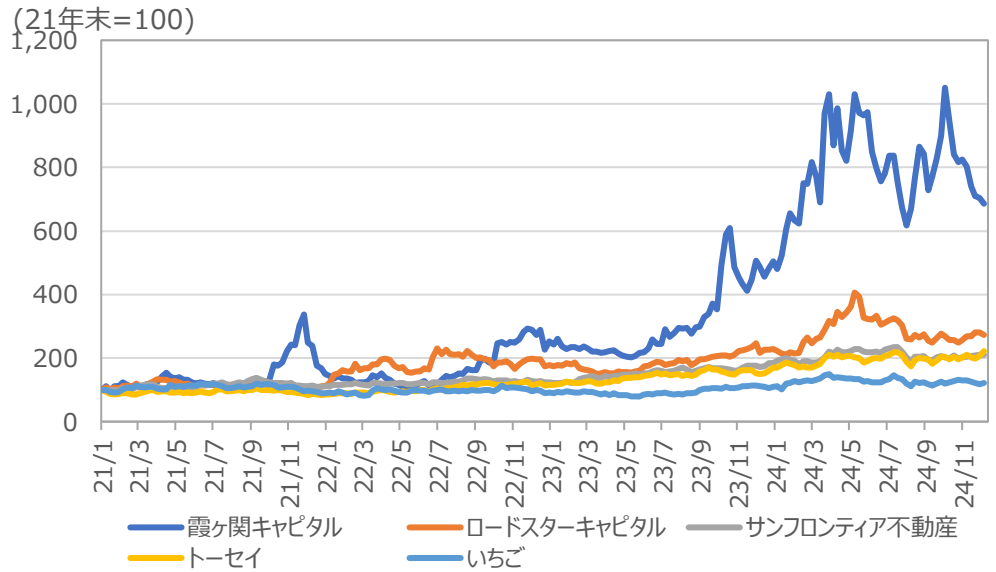
注：霞ヶ関キャピタルのPER(会社予想)は会社予想の当期純利益を潜在株式希薄化後の株数で割ったEPSで計算。

BlackstoneのPERと配当利回りは、FactSetのコンセンサスを使用。

EV/EBITDAのEBITDAは、会社予想営業利益と直近の減価償却費実績を加算。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 52. 不動産投資企業の株価推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

2) 株価動向

中期計画発表をきっかけに株価が大きく上昇

霞ヶ関キャピタルの株価は、2021年10月に第1期中期経営計画を発表したことを境に、出来高が大幅に増え、株価も変動しながらも上昇基調に入った。2023年10月には、26/8期の目標を25/8期に前倒しで達成するとの計画変更を発表し、株価上昇を加速させた。そして、2024年10月には、第2期中期経営計画として、29/8期に当期純利益500億円という24/8期実績に対して10倍になるとの目標を示し、株価は急騰した。その後の転換社債発行の発表で一旦反落し、足元ではマクロ環境を主因に同業他社と同様に軟調に推移している。

図表 53. 霞ヶ関キャピタルの株価と出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

株価上昇は収益急拡大による要因が大きく、PER は上がっていない

霞ヶ関キャピタルの株価は個別要因が大きい

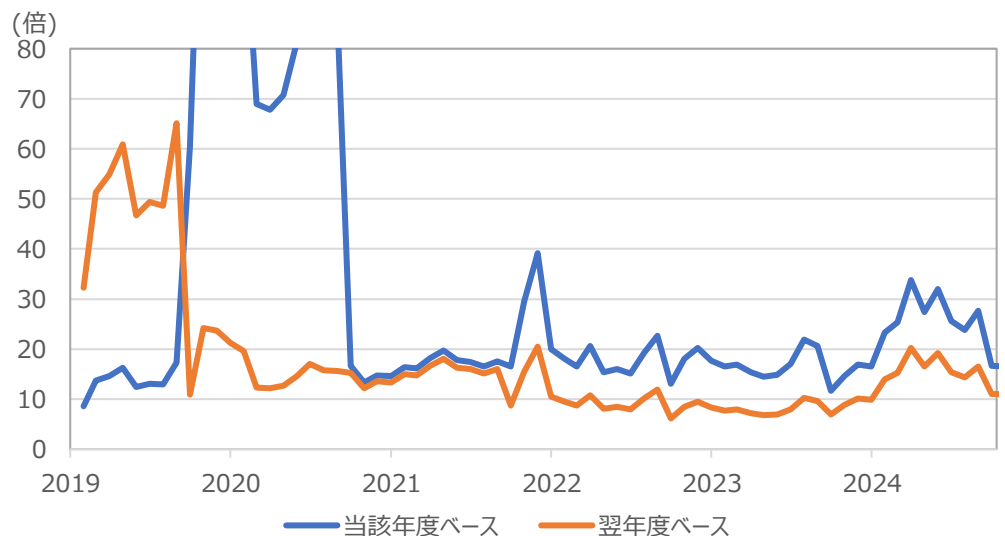
業績拡大とともに株価上昇が期待される

これまでの同社の大幅な株価上昇は、収益を急激に伸ばしてきた実績および今後の期待によるものと考えられる。図表 52 のように、比較可能な不動産投資企業と株価の推移を比較すると、霞ヶ関キャピタルの株価上昇は突出している。一方、霞ヶ関キャピタルの PER の推移を見ると、急激な EPS の拡大によってほぼ横ばい圏である。水準としても当該年度の EPS のベースでは 15~30 倍とやや高いレンジであるが、翌年度ベースでは 10~15 倍である。これは、大手デベロッパーやホテル運営会社、ホスピス住宅の運営会社などとさほど変わらない。

今年 5 月以降、日本の金融政策の変更による金利上昇懸念、株式市場全体が急落した影響など主にマクロ要因で不動産セクターの株価も総じて調整している。今後も株式市場全体や不動産セクター全般は、一定の不透明感が続くと思われる。しかし、霞ヶ関キャピタルの株価は、第 2 期中期経営計画の発表によって株価が急騰するなど、やはり個別要因が非常に大きいと考えられる。

同社の業績は、AUM や棚卸などすでに先行指標によってレジリエンスが高く、25/8 期の業績については会社予想を達成する可能性が高いとみられる。株価が調整した結果、高い利益成長性を考えれば足元のバリュエーションは低水準と言えよう。26/8 期の会社予想である当期純利益 150 億円が達成されるかどうかにも次に注目されよう。前述したように、ホテル、物流、ヘルスケア、海外の 4 事業がいずれも高い成長性を持ち、土地建物の購入のための資金も獲得したことから、当面、業績も高成長が続く可能性が高い。中期的には、第 2 期中計で発表した 29/8 期の当期純利益の目標 500 億円に向けた業績拡大が継続して実現していけば、株価には大きなアップサイドがあろう。長期で見れば、バリュエーションの面でも、時価総額の拡大とともに、オルタナティブ投資チャイアントの Blackstone などとの比較で相対的に高いバリュエーションが正当化される可能性もある。

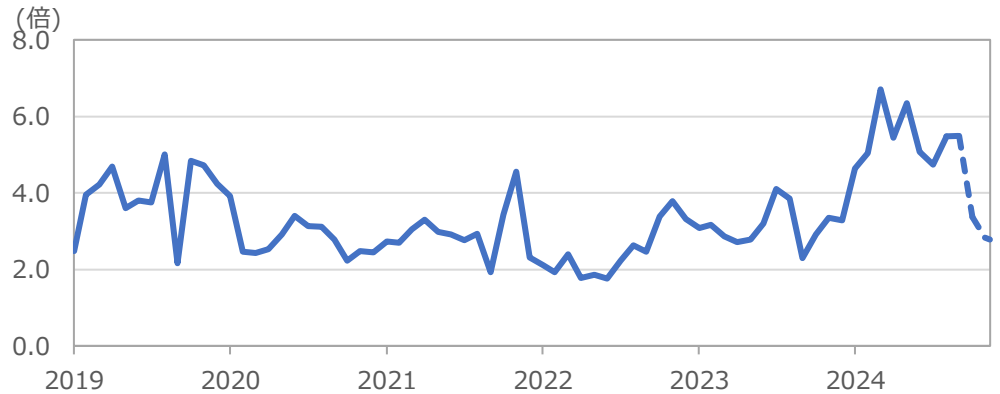
図表 54. PER の推移



注：25/8 期予想 EPS は会社予想純利益を希薄化後発行株式数で割って計算。26/8 期予想 EPS は中計における予想純利益と希薄化後発行株式数で計算。

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 55. PBR の推移



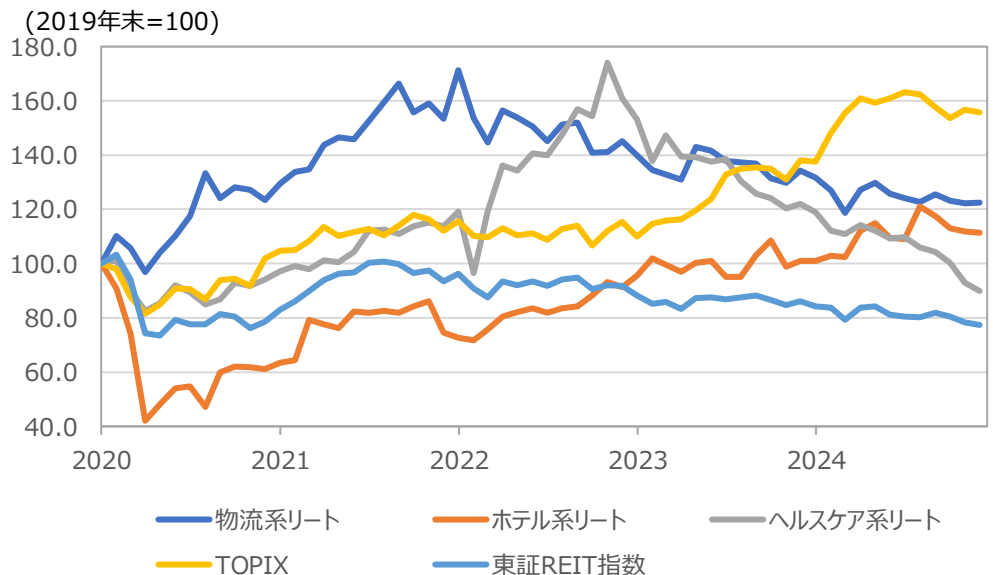
注：2024年10月以降は、BPS理論値(24/8期末の自己資本にCB発行による増資220億円を加えた値を希薄化後発行株式数で割って計算)を用いている。

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

ポートフォリオによるマクロ変動委の 支え効果も

図表 56 は、霞ヶ関キャピタルが手掛ける物流、ホテル、ヘルスケアの物件を主に保有するリートの株価パフォーマンスを比較したものである。2020年春からのコロナ禍でホテル系は大幅に下落したが、EC需要の高まりから物流系は大幅に上昇した。2022年以降のコロナ禍一巡の局面では逆の方向に動いている。ヘルスケアは対象が1銘柄だが、関連銘柄を含めて総じて2022年後半に高値をつけており、独自の動きをしている。つまり、霞ヶ関キャピタルは3つの異なるサイクルの領域を行っているため、マクロ景気の変動に対しても抵抗性を持つ可能性が高い。

図表 56. 業種別リートの株価パフォーマンス



注：物流系リートは、CRE ロジスティックファンド (3487)、SOSiLA 物流リート(2979)、ラサルロジポート (3466)、三菱地所物流リート(3481)、三井不動産ロジスティックパーク(3471)、GLP(3281)、日本プロロジスリート(3283)、日本ロジスティクスファンド(8967)、ホテル系リートは、いちごホテルリート(3463)、インヴェインシブル(8963)、ジャパン・ホテル・リート(8985)、日本ホテル&レジデンシャル(3472)、星野リゾート・リート(3287)。ヘルスケア系リートは、ヘルスケア&メディカル(3455)。

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

13. サステナビリティ

1) コーポレートガバナンス

監査等委員会設置会社

霞ヶ関キャピタルは、監査等委員会設置会社であり、連結子会社 32 社を有する（2024 年 8 月末）。運用会社のレオス・キャピタルワークスが、2024 年 1 月に、純投資目的で 10.1%を保有していたが、2024 年 6 月時点で、保有比率は 1.5%に減少している。創業者の小川潤之取締役会長は 23.6%、河本幸士郎代表取締役社長は 8.3%の株式を保有する(2024 年 8 月末時点)。

取締役の構成

取締役 14 名中、そのうち、社外取締役 9 名（構成比 64%）であり、独立社取締役 5 名（同 35%）である。取締役 8 名（うち社外取締役 3 名）及び監査等委員である取締役 6 名（うち社外取締役 6 名）により構成される。

コーポレートガバナンス・コード原則 4-8 により、プライム市場上場の会社には、少なくとも 3 分の 1 の独立社外取締役を選任することを求め、過半数の選任を推奨している。霞ヶ関キャピタルは、2023 年 10 月に、グロース市場からプライム市場に上場市場を変更したが、3 分の 1 以上の基準については、満たしている。

取締役 14 名中、女性取締役 1 名（女性役員比率 7.1%）である。2022 年 9 月に、取締役会の諮問機関として任意の指名・報酬委員会を設置している。指名・報酬委員会は、取締役会が選定した 5 名の取締役（うち独立社外取締役 3 名）で構成される。

霞ヶ関キャピタルは、事業リスクの一つとして、特定経営者の依存を挙げる。会社創成期から、事業推進を行ってきた河本社長、小川取締役会長は、不動産及び不動産金融に関する豊富な経験と知識を有する一方、霞ヶ関キャピタルの経営全般にわたって重要な役割を果たしている。両氏の株式保有比率は、3 割を超える。CEO の後継者計画については、今後、指名・報酬委員会等で議論・検討される。

図表 57. 取締役のスキルマトリクス

名前	タイトル	事業の専門性			グローバル	IT/テクノロジー	ESG/サステナビリティ	財務会計	法務/リスクマネジメント
		不動産	金融	オペレーション					
小川潤之	取締役会長	◎			◎		○	○	○
河本幸士郎	代表取締役社長	◎	◎		○		○	○	○
杉本亮	取締役副社長	◎	○	○ (物流)		○	○		
廣瀬一成	社内取締役		◎				○	○	○
緒方秀和	社内取締役	◎	○	○ (ホテル)		○	○		
森一雄	独立社外取締役		◎		○			○	
原雅彦	独立社外取締役		◎					○	
早川尚吾	社外取締役				○	◎			
佐々木敏夫	独立社外取締役 (監査等委員)		◎					○	
戸田千史	独立社外取締役 (監査等委員)	◎	○						○
青山大樹	社外取締役 (監査等委員)	○	○		○		○		◎
福原あゆみ	社外取締役 (監査等委員)						○	○	◎
宗像雄一郎	独立社外取締役 (監査等委員)				○		○	◎	○
小林雅之	独立社外取締役 (監査等委員)	○					○		◎

注：○をつけたスキルのうち、代表的なスキルは◎。

出所：霞ヶ関キャピタル

2) サステナビリティへの取り組み

SDGs に即した事業展開

「その課題を、価値へ。」という経営理念のもと、「成長性のある事業分野」かつ「社会的意義のある事業」において事業を展開しており、SDGs に着目した取り組みを行なっている。サステナビリティに関しては、取締役会をサステナビリティ全般に関する基本方針や重要課題を審議・決定するための最高意思決定機関と位置付ける。

サステナビリティの課題に関しては、「環境事業推進室」を設置し、サステナビリティを巡る課題への具体的な取り組みについて検討し、可能な範囲で取り組みに着手しているものの、サステナビリティを巡る取り組みについての基本方針を策定していない。今後は、自社のサステナビリティを巡る取り組みについての基本方針を始めとする重要事項について十分に審議した上、基本方針の策定を検討していく。

気候変動については、拠点が主に賃貸しているオフィスであり、GHG 排出量が少なく自社努力により削減できる余地も限られており、特段の取組は実施していない。ただし、次表の通り、物流事業、ホテル事業、ヘルスケア事業で、SDGs や ESG の取組を実施している。

物流施設の開発事業については、気候変動の抑制に貢献する開発を実施している。具体的な取組としては①冷凍冷蔵倉庫における自然冷媒の採用、②すべての物流施設における CASBEE 不動産評価認証「A ランク」またはそれと同等の認証を取得する方針の採用、③物流施設の屋上への太陽光発電パネルの設置が挙げられる。

その結果、グリーンローンフレームワーク及びサステナビリティ・リンク・ファイナンスフレームワークを策定し、第三者評価機関である株式会社格付投資情報センターからセカンドオピニオンを取得している。既にこれらのフレームワークを活用した資金調達を 8 件実施済みである。

図表 58. 霞ヶ関キャピタルのサステナビリティの取組み

物流事業

冷凍冷蔵倉庫で使用する冷媒は温室効果の小さい自然冷媒を採用
CASBEE 不動産評価認証「A ランク」またはそれと同等の認証を取得する方針
屋上に太陽光発電システムを設置
ユニバーサルデザインを導入して、様々な人にとって働きやすい環境を構築
従来型の冷凍冷蔵倉庫に比べて労働環境が良好な自動冷蔵冷蔵倉庫の開発

ホテル事業

ホテル内でのサービスを最小限にとどめて割安な宿泊料金を設定
車いすや高齢のお客様も安心してご利用いただけるユニバーサルルームの設置、障害のある方への支援

ヘルスケア関連施設事業

ホスピス住宅について、今後不足が加速化する終末医療の提供改善に貢献
交通アクセスが良いところに開発(訪問しやすい環境、通勤しやすく柔軟な労働環境)

出所：霞ヶ関キャピタル第 13 期有価証券報告書（2024 年 8 月期）

人的資本

人的資本については、「速く。手堅く。力強く。」の行動指針を軸に、人材開発と採用戦略の策定を行っている。現在も急速な成長期にあり、社員数は毎年大きく増加しているため、女性管理職比率等の指標については社員数の増加等の要因による変動が大きく、現時点では数値目標を設定していない。

14. リスク要因

霞ヶ関キャピタルの業績および株価を考えるうえでのリスク要因としては以下の点が挙げられるであろう。

増資による希薄化の可能性

まず、短期的に株価への影響があると予想されるのは、増資による資金調達であろう。先述のように、同社が手掛ける国内の 3 領域の需要の成長力は非常に高く、外部資本を活用した事業モデルとはいえ、土地を仕入れるための資金ニーズは非常に強い。2024 年 10 月に転換社債の発行を発表したところであり、当面はないとみられるが、一定頻度で増資およびそれに伴う希薄化のリスクはある。ただし、資金使途は成長のための土地の購入であり、約 6 か月で売上および利益に貢献

し、希薄化を補って EPS が増加する効果をもたらす可能性が高い。したがって、株価への影響は一時的なものにとどまろう。

競争が激しくなる可能性

中期的には、同社の主力領域で、競争が今より激しくなる可能性もある。当面は成長性も高いこと、同社の差別化施策が優位性をもたらす状況は続くこととみられることから、短期的なリスクは小さいであろうが、市場規模が大きくなり、大手にとっても魅力的な市場規模になった場合は、供給が増える可能性がある。その場合は、土地売却益や成功報酬額などにマイナスの影響が出得る。現在獲得している優位性をいかにブラッシュアップできるかが鍵となろう。

金利上昇の影響

金利上昇による不動産の市況や売買へのマイナス影響も考えられる。同社は有利子負債も業界では少なく、土地保有期間も短いため、同業他社に比べれば直接的な影響度は小さいと考えられる。ただし、開発ファンドや不動産ファンドのキャップレートが上昇し、販売価格や資金コストに影響が出る可能性がある。

図表 59. 損益計算書

(百万円)						
決算期	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8
売上高	5,352	8,008	14,295	20,780	37,282	65,685
(前期比)	32.4%	49.6%	78.5%	45.4%	79.4%	76.2%
売上原価	3,559	5,693	9,885	14,601	27,183	47,125
売上総利益	1,793	2,315	4,410	6,178	10,099	18,559
(売上総利益率)	33.5%	28.9%	30.8%	29.7%	27.1%	28.3%
販売費及び一般管理費	1,094	1,989	3,081	4,036	5,656	10,022
営業利益	699	326	1,328	2,141	4,442	8,537
(前期比)	88.9%	-53.4%	307.4%	61.2%	107.5%	92.2%
(売上高営業利益率)	13.1%	4.1%	9.3%	10.3%	11.9%	13.0%
営業外収益	12	8	7	84	249	347
受取利息配当金	0	3	0	3	3	5
営業外費用	71	154	299	493	572	1,025
支払利息割引料	39	83	175	337	370	667
経常利益	639	180	1,037	1,732	4,119	7,860
(前期比)	86.8%	-71.8%	476.1%	67.0%	137.8%	90.8%
(売上高経常利益率)	11.9%	2.2%	7.3%	8.3%	11.0%	12.0%
特別利益	0	218	675	89	45	498
特別損失	0	201	676	275	191	312
税金等調整前当期純利益	639	197	1,035	1,546	3,973	8,045
(前期比)	84.1%	-69.2%	425.4%	49.4%	157.0%	102.5%
(売上高税引前利益率)	11.9%	2.5%	7.2%	7.4%	10.7%	12.2%
法人税等	204	73	245	508	1,487	2,627
(実効税率)	31.9%	37.1%	23.7%	32.9%	37.4%	32.7%
当期純利益	435	123	789	1,038	2,486	5,417
非支配株主に帰属する当期純利益	0	-11	-3	20	435	397
親会社株主に帰属する当期純利益	435	134	793	1,018	2,050	5,020
(前期比)	90.8%	-69.2%	491.8%	28.4%	101.4%	144.9%
(売上高当期純利益率)	8.1%	1.7%	5.5%	4.9%	5.5%	7.6%
EPS (円)	81.7	21.7	121.4	132.9	253.2	541.7

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 60. 貸借対照表

(百万円)

決算期	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8
流動資産	5,794	7,125	10,705	25,759	37,350	67,066
現金及び預金	572	2,179	3,607	5,393	5,897	11,064
売上債権	134	29	137	233	265	1,203
棚卸資産	4,076	3,920	5,141	18,704	29,410	48,670
貸倒引当金 - 流動	-1	0	0	-8	-13	-16
その他流動資産	1,013	997	1,820	1,437	1,791	6,145
固定資産	1,146	1,312	4,321	4,666	6,418	10,474
有形固定資産	947	774	3,276	3,236	2,382	4,488
無形固定資産	19	21	76	74	78	778
投資その他資産	179	517	968	1,356	3,956	5,207
投資有価証券	0	75	123	331	1,658	2,196
繰延税金資産	2	91	274	290	425	548
その他	177	351	571	735	1,873	2,463
繰延資産	3	2	13	10	11	7
資産合計	6,944	8,440	15,040	30,437	43,780	77,549
流動負債	1,751	2,593	4,139	13,889	16,166	22,130
買入債務	0	0	0	0	0	0
有利子負債	863	2,054	2,725	11,873	13,023	16,227
その他	888	539	1,414	2,016	3,143	5,903
固定負債	3,635	1,973	5,994	7,187	15,932	27,678
有利子負債	3,490	1,920	4,779	6,532	15,260	25,661
繰延税金負債	0	0	398	348	358	1,177
その他	145	53	817	307	314	840
純資産	1,556	3,873	4,906	9,360	11,681	27,739
株主資本	1,556	3,863	4,833	9,218	11,106	27,125
資本金	408	1,586	1,643	3,514	3,549	9,287
資本剰余金	313	1,495	1,561	3,438	3,453	9,206
利益剰余金	834	914	1,644	2,529	4,145	8,673
その他の包括利益累計額	0	-3	-1	-21	-56	-274
新株予約権	0	12	46	80	134	180
非支配株主持分	0	0	28	82	496	708
負債純資産合計	6,944	8,440	15,040	30,437	43,780	77,549
自己資本	1,556	3,860	4,832	9,197	11,050	26,851

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 61. キャッシュフロー計算書

(百万円)

決算期	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8
営業活動によるキャッシュ・フロー	639	197	1,035	1,546	3,973	8,045
税金等調整前当期純利益	141	148	199	269	300	536
減価償却費・のれん償却費	-106	104	-106	-96	-31	-636
売上債権の増減額	0	0	0	0	0	0
仕入債務の増減額	-2,426	376	322	-12,812	-9,399	-10,014
棚卸資産の増減額	-750	-540	-478	-596	-2,771	-6,377
その他営業キャッシュ・フロー	-2,502	285	972	-11,689	-7,928	-8,446
合計						
投資活動によるキャッシュ・フロー	-245	-109	-1,664	-203	-465	-1,899
有形固定資産の取得による支出	0	8	0	9	15	54
有形固定資産の売却による収入	0	-10	-8	-4	-15	-249
無形固定資産の取得による支出	0	0	0	0	0	0
無形固定資産の売却による収入	0	-76	-61	-264	-702	-2,419
投資有価証券の取得による支出	0	0	0	0	8	8
投資有価証券の売却による収入	-49	-259	92	26	6	-304
その他投資キャッシュ・フロー	-294	-446	-1,641	-436	-1,153	-4,809
合計						
財務活動によるキャッシュ・フロー	219	1,138	46	1,526	3,126	4,367
短期有利子負債の純増減額	2,013	-1,505	1,812	9,408	6,739	4,302
長期有利子負債の純増減額	462	2,312	0	3,568	0	10,894
株式発行	0	-199	0	-321	-178	0
自己株式の取得による支出	0	-55	-63	-132	-240	-489
配当金の支払額	68	-23	400	-148	58	-661
その他財務活動キャッシュ・フロー	2,762	1,668	2,195	13,901	9,505	18,413
合計	0	-4	0	10	79	4
現金及び現金同等物に係る換算差額	-34	1,503	1,527	1,786	502	5,163
現金及び現金同等物の増加額	606	572	2,075	3,603	5,390	5,893
現金及び現金同等物期首残高	0	0	0	0	0	0
連結範囲変更の影響	572	2,075	3,603	5,390	5,893	11,056
現金及び現金同等物期末残高	-2,796	-161	-669	-12,125	-9,081	-13,255
フリーキャッシュ・フロー	639	197	1,035	1,546	3,973	8,045

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 62. 株価および資本効率指標

決算期	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8
EPS (円)	81.7	21.7	121.4	132.9	253.2	541.7
BPS (円)	282.5	609.2	725.6	1,142.6	1,351.4	2,729.2
1株当たり配当金(円)	10.0	10.0	20.0	30.0	60.0	170.0
配当性向	12.2%	46.0%	16.5%	22.6%	23.7%	31.4%
終値(円)	1,415.5	1,895	2,130	3,005	5,220	14,950
PER(倍)	17.3	87.2	17.5	22.6	20.6	27.6
PBR (倍)	5.0	3.1	2.9	2.6	3.9	5.5
期末発行済株式数 (千株)	5,510	6,413	6,669	8,156	8,195	9,860
自己株式数 (千株)	0	76	10	107	19	21
自社株控除株式数 (千株)	5,510	6,337	6,659	8,049	8,176	9,839
期中平均株式数 (千株)	5,326	6,187	6,534	7,666	8,098	9,267
時価総額(自己株数調整後)	7,799	12,009	14,184	24,187	42,679	147,093
自己資本比率	22.4	45.7	32.1	30.2	25.2	34.6
ネット有利子負債残高	3,781	1,795	3,897	13,012	22,386	30,824
D/Eレシオ	2.4	0.5	1.5	2.0	2.5	1.5
ネット有利子負債	3,781	1,795	3,897	13,012	22,386	30,824
EV(Enterprise Value)	11,580	13,804	18,081	37,199	65,065	177,917
EBITDA	840	474	1,527	2,410	4,742	9,073
EV/EBIDA倍率	13.8	29.1	11.8	15.4	13.7	19.6
ROE	28.0%	5.0%	18.2%	14.5%	20.2%	26.5%
ROIC	NM	21.3%	21.4%	9.3%	10.2%	13.2%
従業員数	38	100	108	140	190	277

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 63. 四半期ベース損益計算書

(百万円)	23/8				24/8			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
売上高	7,475	9,014	1,974	18,819	12,094	8,723	12,778	32,090
売上原価	5,962	6,605	941	13,675	9,482	5,039	8,711	23,893
売上総利益	1,512	2,410	1,032	5,145	2,611	3,685	4,066	8,197
売上高総利益率	20.2%	26.7%	52.3%	27.3%	21.6%	42.2%	31.8%	25.5%
販売管理費	1,179	1,305	1,427	1,745	1,958	2,346	2,415	3,303
売上高販売管理費率	15.8%	14.5%	72.3%	9.3%	16.2%	26.9%	18.9%	10.3%
営業利益	332	1,106	-395	3,399	652	1,339	1,652	4,894
売上高営業利益率	4.4%	12.3%	-20.0%	18.1%	5.4%	15.4%	12.9%	15.3%
営業外収支	-95	-75	36	-189	-259	207	271	-897
金融収支	-66	-64	-84	-153	-132	-126	-170	-234
為替差損益	-1	31	152	0	-53	381	548	-569
その他	-28	-42	-32	-36	-74	-48	-107	-94
経常利益	238	1,030	-359	3,210	393	1,547	1,921	3,999
売上高経常利益率	3.2%	11.4%	-18.2%	17.1%	3.2%	17.7%	15.0%	12.5%
特別利益	24	7	0	14	19	237	8	234
特別損失	0	0	0	191	0	0	0	312
特別損益	24	7	0	-177	19	237	8	-78
税前利益	262	1,037	-359	3,033	413	1,783	1,929	3,920
法人税等	111	373	-94	1,097	157	653	470	1,347
(法人税等率)	42.4%	36.0%	26.2%	36.2%	38.0%	36.6%	24.4%	34.4%
当期純利益	155	661	-271	1,505	224	1,068	1,335	2,393
売上高当期純利益率	2.1%	7.3%	-13.7%	8.0%	1.9%	12.2%	10.4%	7.5%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性があります。あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号