

25/8 期の当期純利益は中計 1 年前倒しで達成。更なる事業拡大に向け公募増資を実行

霞ヶ関キャピタル（以下、同社）の 25/8 期決算は、売上高が前期比 46.9%増の 965.0 億円、営業利益が同 2.2 倍の 189.3 億円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 2.0 倍の 102.5 億円と大幅な増収増益となった。当期純利益は 2021 年に公表した第 1 期中期経営計画の目標を 1 年前倒しで達成した。25/8 期は霞ヶ関ホテルリート投資法人等のファンド組成の機会による成功報酬が多かったことが特徴で、売上総利益率は 37.8%と同 9.5%ポイントの大幅上昇となった。会社の開示によれば、パイプラインと AUM の合計金額は 6,636 億円と前期末より 1,720 億円増加した。

26/8 期の会社計画は、売上高が前期比 55.4%増の 1,500.0 億円、営業利益が同 40.0%増の 265.0 億円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 61.0%増の 165.0 億円である。当期純利益については、当初の 150.0 億円想定から引き上げられた。

同社は 2025 年 10 月 24 日に公募増資を実施することを公表した。実施前比で約 24%の希薄化する。調達した約 345 億円は、全額を 26/8 期中の物件取得等に使われる。

社会課題が生み出す需要と供給のギャップに着目し、成長市場で独自モデルの事業を展開することが、「企業の DNA」に基づいた、同社の勝利のパターンである。現在の主力 3 領域（ホテル、物流、ヘルスケア）のいずれにおいても同社の先行者メリットは当面揺るがず、高い利益成長が続く可能性が高い。この点が、同社の持続的な株価上昇が続くことへの期待を高める「実現可能で緻密な経営戦略」に根差すものである。加えて、ASEAN での冷凍冷蔵倉庫開発といった新しい事業領域や海外等の新しい地域での同様の勝ちパターンの確立への期待や、成功報酬やアセットマネジメント収入の増加による収益構造の多層化への期待が、バリュエーション切り上げにつながる可能性がある。

ファイナンス前までの株価の上昇により、同社の PER は過去 PER レンジのボトム圏からは脱したが、従来、同業他社との比較で、高い利益成長性を反映して高めの PER で推移してきたことを考えると、現在のバリュエーションは、過去のレンジや同業他社との比較において決して高いということはないと考えられる。しばらくは 26/8 期の業績予想達成への進捗を見ていくことになるだろうが、上記のエクイティストーリーが現実的なものになる過程で更なる株価上昇が期待される。

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(12/5)	7,940
52週高値(25/10/22)	10,060
52週安値(25/4/7)	4,795
上場来高値(25/10/22)	10,060
上場来安値(18/12/26)	297
発行済株式数(除く自己株、百万株)	23.8
時価総額(十億円)	188.7
EV (十億円)	235.1
自己資本比率(25/8、%)	29.7
ROE (25/8、%)	32.5
PER (26/8 会予、倍)	11.5
PBR (25/8 実績、倍)	4.3

注：高値、安値は終値ベース。

25 年 9 月に 1:2 の株式分割を実施。株価は調整後のもの

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)
22/8	20,780	45.4	2,141	61.2	1,732	67.0	1,018	28.3	66.4	15.0
23/8	37,282	79.4	4,442	107.4	4,119	137.8	2,050	101.4	126.6	30.0
24/8	65,685	76.2	8,537	92.2	7,860	90.8	5,020	144.8	270.8	85.0
25/8	96,501	46.9	18,933	121.8	17,134	118.0	10,250	104.2	520.4	120.0
26/8 会社予想	150,000	55.4	26,500	40.0	24,000	40.1	16,500	61.0	692.9	165.0

注：25年9月に1:2の株式分割を実施。EPS、DPSは調整後。26/8期会社予想のEPSは2025年10月に実施した資金調達で増加した4,000,000株を含めて計算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

1. 25/8 期通期決算.....	3
2. 業績見通し.....	8
3. 大規模なファイナンスを実施	9
4. 株価の動向と見通し.....	10
5. エクイティストーリー.....	14
【イニシエーション・アップデート】	15
6. 社会課題の解決を担う不動産コンサルティング会社	15
1) 会社概要	15
2) 沿革	16
7. 河本幸士郎社長のプロフィール.....	17
8. 収益モデル.....	18
9. 財務動向/キャッシュ・フロー	21
10. 物流事業.....	23
1) 冷凍食品の需要は拡大	23
2) 冷凍冷蔵倉庫の稼働率は高く、需給はタイト	24
3) 代替フロンから自然冷媒への転換	25
4) 冷凍自動倉庫で差別化	27
11. ホテル事業.....	29
12. ヘルスケア事業	32
13. 海外事業.....	35
14. 経営戦略論から導かれる模倣困難性.....	35
15. 模倣困難性の源泉と「企業の DNA」.....	36
1) ユニークなビジネスモデルとその成功要因.....	36
2) 優秀な人材	37
3) 経営理念・行動指針.....	38
4) マネジメントのリーダーシップ	38
5) 「企業 DNA」は「ファンドを活用した最適化の追求」.....	39

1. 25/8 期通期決算

当期純利益は 2021 年公表の中期
経営計画の目標を 1 年前倒して
達成

霞ヶ関キャピタル（以下、同社）の 25/8 期決算は、売上高が前期比 46.9%増の 965.0 億円、営業利益が同 2.2 倍の 189.3 億円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 2.0 倍の 102.5 億円と大幅な増収増益となった。

同社は 26/8 期を最終年度とする第 1 期中期経営計画において、2021 年の策定当初は 26/8 期の当期純利益 100 億円を目標に掲げていたので、1 年前倒して達成したことになる。

なお、期初の 25/8 期通期会社予想に対する達成率は、売上高 101.6%、営業利益が 114.8%であった。営業利益が上振れたのは、Q3 における冷凍冷蔵倉庫特化型の長期運用ファンドの組成の際に、相場より高い賃料でテナント付けができたことにより、想定以上の成功報酬が得られたことが要因としては大きかった。

図表 1. 25/8 期決算概要

(百万円)	24/8実績	25/8実績	前期比	会社予想	26/8CoE	前期比
売上高	65,685	96,501	46.9%	95,000	150,000	55.4%
売上総利益	18,559	36,436	96.3%	-	-	-
売上総利益率	28.3%	37.8%	-	-	-	-
営業利益	8,537	18,933	121.8%	16,500	26,500	40.0%
営業利益率	13.0%	19.6%	-	17.4%	17.7%	-
経常利益	7,860	17,134	118.0%	15,000	24,000	40.1%
当期純利益	5,020	10,250	104.2%	10,000	16,500	61.0%
EPS(円)	270.8	520.4	92.1%	507.1	834.9	60.4%

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 期末の事業規模総額は
6,636 億円

AUM（着工済/竣工済）は 24/8 期末の 3,061 億円に対し、25/8 期末は 3,941 億円と 28.6%の増加となった。また、25/8 期末について、パイプライン（土地確保済）の 2,695 億円を合わせた事業規模総額は 6,636 億円（前期末比 1,720 億円増）となった。中期経営計画での 26/8 期末の AUM 目標 7,000 億円に迫る勢いであった。

主要 3 事業すべてにおいて運用
フェーズへの移行があった

25/8 期で特徴的だったのは、ホテル、物流、ヘルスケアの主要 3 事業で運用フェーズへの移行があったことである。ホテル事業では日本初のデベロッパー系ホテル特化型上場リートである霞ヶ関ホテルリート投資法人（資産規模 492 億円、組入資産 15 物件）、物流事業では当該分野では国内最大級の冷凍冷蔵倉庫特化型の私募ファンド（資産規模 820 億円、組入資産 8 物件）、ヘルスケア事業では森トラストへの売却にともなう運用フェーズへの移行（資産規模 150 億円、組入資産 6 物件）である。

このことは、主要 3 事業のいずれにおいても、同社が想定しているビジネスモデルが完成したことを意味している。今後、物件の開発が加速する土台が出来上がったと言える。

成功報酬の大幅増で売上総利益は
大きく拡大し、売上総利益率も大幅
上昇

売上総利益 364.3 億円は、前期比 96.3%増と大きく拡大し、売上総利益率は 37.8%と、前期の 28.3%に対して 9.5%ポイントの大幅上昇となった。四半期別では、Q1 で 42.3%、Q2 で 32.6%、Q3 で 51.8%、Q4 で 33.2%と推移しており、Q3 における冷凍冷蔵倉庫特化型の長期運用ファンドや Q4 における霞ヶ関ホテルリート投資法人の組成に伴う成功報酬が大きく貢献したものと推定される。

また、売上総利益を収益ポートフォリオ別に分類すると、土地売却益が約 213 億円（前期比 86.8%増、売上総利益に対する構成比 58.5%）、ストック収入が約 47 億円（同 30.5%増、12.9%）、成功報酬が約 104 億円（同 3.0 倍、28.6%）となり、成功報酬の貢献度合いが大きく拡大した。

なお、会社のリリースから判断して、売上総利益に貢献した物件は、図表 2 の通りと考えられる。

図表 2. 売上総利益に貢献したと見られる主要物件

	リリース	イベント	事業
25/8 期 Q1	2024/11/15	由布院ホテルプロジェクト用開発用地の売却	ホテル
	2024/11/26	ホテルミッドイン 3 物件(目黒駅前、川崎駅前、蔵前駅前) の売却	ホテル
	2024/11/29	名古屋市中区のホテルのリブランディングプロジェクトにおける土地の売却	ホテル
25/8 期 Q2	2024/12/19	長崎ホテルリブランドプロジェクトにおける土地の売却	ホテル
	2025/1/27	杉並区のヘルスケア施設開発用地の売却	ヘルスケア
	2025/2/14	4 件のホテル開発用地の売却（名古屋丸の内ホテルプロジェクト、金沢市片町ホテルプロジェクト、旭川ホテルプロジェクト、宇治山田ホテルプロジェクト）	ホテル
	2025/2/28	ドバイの住宅 Majestic Vistas (1 部屋) の売却	海外
	2025/2/28	埼玉県越谷市の物流施設開発用地の売却	物流
25/8 期 Q3	2025/3/27	ドバイの住宅 The Royal Atlantis (1 部屋) の売却	海外
	2025/3/28	冷凍自動倉庫「LOGI FLAG TECH 八戸 I」プロジェクトの運用フェーズ移行（成功報酬）	物流
	2025/5/29	渋谷区のホテル開発用地の売却	ホテル
		冷凍冷蔵倉庫特化型の長期運用ファンドの組成（成功報酬）	
	2025/5/30	冷凍冷蔵倉庫「LOGI FLAG COLD」、三温度帯倉庫「LOGI FLAG DRY & COLD」、冷凍自動倉庫「LOGI FLAG TECH」の 8 物件	物流
25/8 期 Q4	2025/6/13	ドバイの住宅 Majestic Vistas (1 部屋) の売却	海外
	2025/6/27	港区のヘルスケア施設開発用地の売却	ヘルスケア
	2025/7/4	ドバイの住宅 Majestic Vistas (1 部屋) の売却	海外
	2025/7/15	熱海市のホテル開発用地の売却	ホテル
		6 件のホスピス住宅の売却	
	2025/7/31	(CLASWELL 仙川、CLASWELL 小竹向原、CLASWELL 信濃町、CLASWELL 下石 神井、札幌市南区案件、札幌市中央区案件)	ヘルスケア
	2025/8/5	2 件のホテル開発用地の売却 (浅草雷門ホテルプロジェクト、島根出雲ホテルプロジェクト)	ホテル
	2025/8/12	神戸リブランディング用ホテル、プロジェクト資産の売却	ホテル
		ホテル 15 物件の上場リートでの運用フェーズ移行	
	2025/8/14	(fav 飛騨高山、fav 高松、fav 熊本、fav 伊勢、fav 広島スタジアム、fav 函館、fav 鹿児島中央、fav 広島平和大通り、fav 東京西日暮里、fav 東京両国、FAV LUX 飛騨高山、FAV LUX 長崎、seven x seven 糸島、seven x seven 石垣、FAV LUX 鹿児島天文館)	ホテル
	2025/8/22	大阪本町ホテルプロジェクト、開発用地の売却	ホテル
	2025/8/25	銀座 8 ホテルプロジェクト、開発用地の売却	ホテル
	2025/8/27	松山一番町ホテルプロジェクト、開発用地の売却	ホテル
		六本木ホテルリブランドプロジェクト、プロジェクト資産の売却	ホテル
		神奈川県横浜市旭区のヘルスケア施設開発用地の売却	ヘルスケア
	2025/8/28	仙台青葉通りホテルプロジェクト、開発用地の売却	ホテル
	2025/8/29	兵庫県神戸市の物流施設開発用地の売却	物流

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)

ホテル事業は Q4 に売却が加速したほか、リートでの運用フェーズに入ったものは 26/8 期の収益貢献に期待

ホテル事業については、Q1 から Q3 にかけてコンスタントに開発用地等の売却があり、Q4 には売却が加速した。加えて、ホテル 15 物件が 2025 年 8 月 14 日から霞ヶ関ホテルリート投資法人での運用フェーズに移行し、ファンドセットアップ報酬が得られた模様である。期末に近いため 25/8 期への貢献は限定的だが、26/8 期からは、運用フェーズに入ってから継続的に得られるアセットマネジメント報酬が貢献していくと考えられる。

なお、同社が開発するホテルについては稼働開始後の運営までも同社が受託し、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が進められている。当然、他のホテルに比べて収益性が高くなることが見込まれ、投資家にとっても他のホテルに投資するより高い利回りが期待できるようになる。こうしたホテルが組み込まれた霞ヶ関ホテルリート投資法人に対しても相対的に高い評価が期待されよう。

物流事業では用地売却に加え、運用フェーズに入ったプロジェクトもあり

物流事業については、Q2 の埼玉県越谷市や Q4 の兵庫県神戸市の開発用地の売却のほか、2025 年 5 月に運用を開始した冷凍冷蔵倉庫特化型ファンド「コールドストレージファンド 1 号」の組成に伴う成功報酬 (Q3) が貢献した。さらに、青森県八戸市の冷凍自動倉庫が 2025 年 3 月 28 日から運用フェーズに移行し、ファンドセットアップ報酬が得られた模様である (冷凍自動倉庫が運用フェーズに入ったのは今回が初)。さらに、運用フェーズに入ってから継続的に得られるアセットマネジメント報酬が Q3 から貢献していると考えられる。

ヘルスケア事業では用地売却のほか、ホスピス住宅の売却が貢献

ヘルスケア事業については、Q2 の杉並区の開発用地の売却の貢献に加えて、Q4 に東京都港区や神奈川県横浜市でのヘルスケア施設開発用地の売却と、6 件のホスピス住宅の売却があった。

海外事業ではドバイで 4 件の売却

海外事業については、ドバイにおいて、Q2 に 1 件、Q3 に 1 件、Q4 に 2 件のレジデンスの売却があった。

人件費と広告宣伝費を中心に販管費が大幅に増加

販売費及び一般管理費は 175.0 億円と、前期比で 74.8 億円(74.6%)増加した。増加の中心は人件費と広告宣伝費にあったようである。

人件費は、25/8 期の連結従業員数が前期末比 291 名増の 727 名になったことに見られるように、業容の拡大に伴う人員の増加によるものである。広告宣伝費は、ホテルの CM 広告等のプロモーションやブランディングの推進、所沢の冷凍自動倉庫で開始した冷凍保管サービス事業「COLD X NETWORK」のプロモーション、展示会などのイベントへの参加などが主なものとみられる。同社の最終の顧客は、ホテルやヘルスケアでは個人、物流では幅広い荷主や運送業者であるため、これらの広告宣伝は事業拡大に効果をもたらすと予想される。

為替差損が発生

営業外費用として為替差損が▲1.6 億円発生した (前期は 3.0 億円の為替差益)。為替差損益は、ドバイの資産を四半期末の為替で評価替えする要因が主なものであるが、Q3 累計では為替差損が▲4.2 億円だったことから、Q3 期末にかけて円高に振れて為替差損が拡大したものの、25/8 期末にかけて円安に振れて差損の幅が縮小したものと推定される。

法人税等の負担率が上がったのは Q2 のイレギュラーな上昇によるものだが今は平常水準

法人税等の負担率は 33.8%と前期の 32.7%から上昇した。前期より上昇しているのは、法定実効税率の異なる子会社の利益構成の変化等により、Q2 の法人税等の負担率が一時的に 63.1%と大きく上昇したためである。法人税等の負担率は、Q3 で 30.6%、Q4 で 32.3%と、その後は平常水準に戻っている。

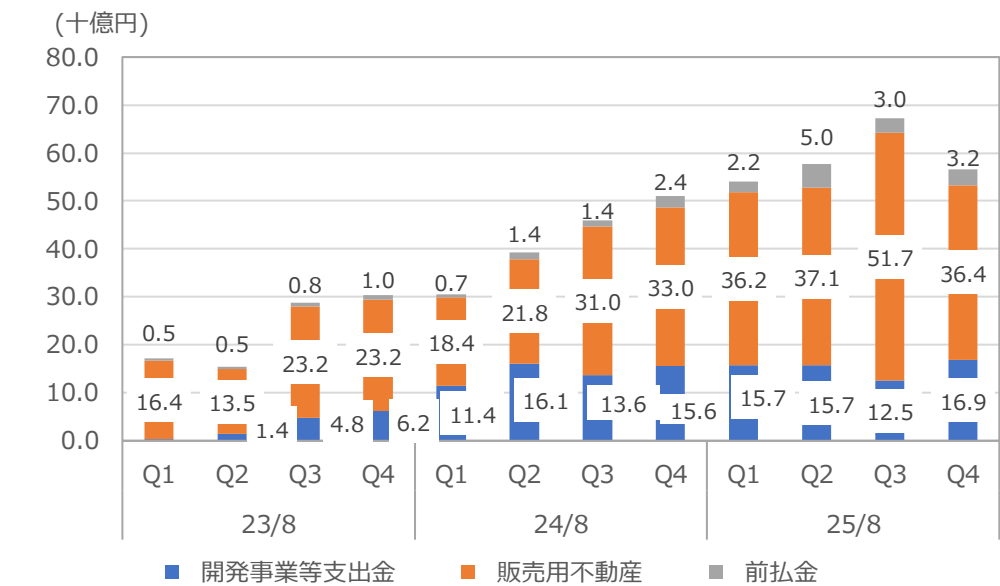
実質的な分も含めて棚卸資産は順調に増加

25/8 期末の棚卸資産は 533.2 億円(うち販売用不動産 363.8 億円、開発事業等支出金 169.4 億円)と、24/8 期末の 486.7 億円(同 330.4 億円、156.3 億円)から 46.5 億円増加した。加えて、成約の可能性が高い物件に支払っている手付金などからなる前払金は 45.6 億円となり、前期末の 32.3 億円から 13.3 億円増加しており、今後の棚卸資産の増加を下支えする根拠となろう。

なお、同社によると、25/8 期末の有形固定資産 129 億円のうち 90 億円は事実上の販売用不動産とのことである。これは、ホテルのリノベーション物件において発生するもので、土地と建物を一緒に仕入れたもののうち、資金回収を早めるために土地だけ売却し、残された建物は開発期間中自社で保有することがある。この建物も開発後に売却することを目的としているものであるため、実質的な棚卸資産と見なされよう。

また、会社が開示しているパイプライン・AUM の金額は、25/8 期末で 6,636 億円となり、前期末比 35.0%増、同 1,720 億円の増加となった。同社のリリースと合わせ考えると、開発用地等の仕入及びその後の開発は順調を維持していると推察される。

図表 3. 棚卸資産及び前払金の推移（四半期別）



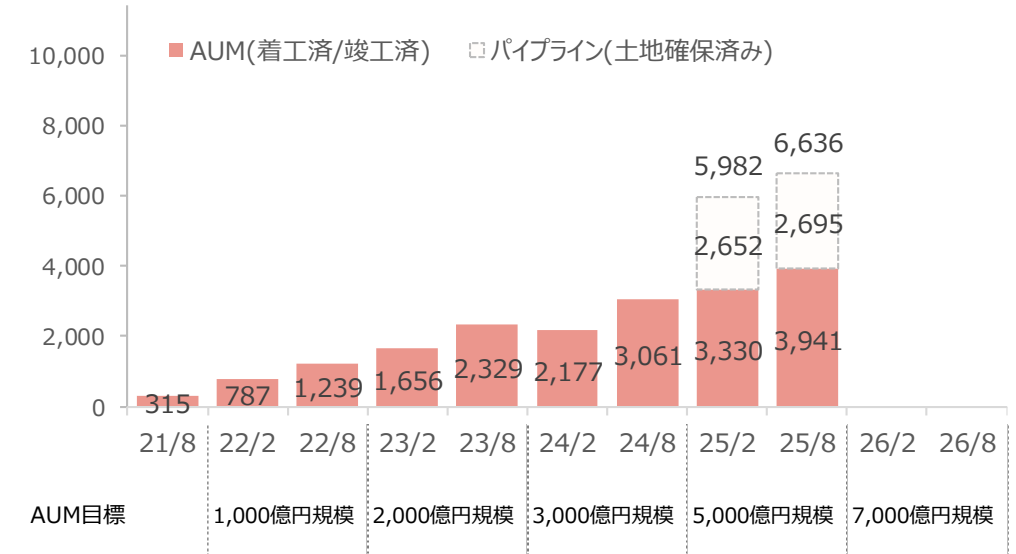
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 4. プロジェクトパイプライン・AUM の動向

		2024 年 8 月末			2025 年 8 月末			増減額	増減比
		件数	事業規模	1 件当たり 事業規模	件数	事業規模	1 件当たり 事業規模		
(億円)									
物流		19	2,475	130.3	24	3,411	142.1	936	37.8%
ホテル		44	1,580	35.9	56	2,465	44.0	885	56.0%
ヘルスケア		15	370	24.7	17	451	26.5	81	21.9%
オルタナ投資	海外事業	8	156	19.5	9	257	28.6	101	64.7%
	レジデンスファンド	13	334	25.7	6	51	8.5	-283	-84.7%
	(ファンド数)	4	-	-	1	-	-	-	-
合計		99	4,916	49.7	112	6,636	59.3	1,720	35.0%

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 5. プロジェクトパイプライン・AUM の推移(億円)



出所：会社資料

図表 6. 四半期別の収益動向

(百万円)	24/8				25/8			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
売上高	12,094	8,723	12,778	32,090	15,264	18,486	16,799	45,952
売上原価	9,482	5,039	8,711	23,893	8,803	12,453	8,094	30,715
売上総利益	2,611	3,685	4,066	8,197	6,460	6,033	8,706	15,237
売上総利益率	21.6%	42.2%	31.8%	25.5%	42.3%	32.6%	51.8%	33.2%
販売管理費	1,958	2,346	2,415	3,303	3,490	4,197	4,141	5,674
売上高販売管理費率	16.2%	26.9%	18.9%	10.3%	22.9%	22.7%	24.7%	12.3%
営業利益	652	1,339	1,652	4,894	2,970	1,835	4,565	9,563
売上高営業利益率	5.4%	15.4%	12.9%	15.3%	19.5%	9.9%	27.2%	20.8%
営業外収支	-259	207	271	-897	-88	-563	-821	-327
金融収支	-132	-126	-170	-234	-253	-238	-262	-411
為替差損益	-53	381	548	-569	261	-185	-497	254
その他	-74	-48	-107	-94	-96	-140	-62	-170
経常利益	393	1,547	1,921	3,999	2,882	1,272	3,744	9,236
売上高経常利益率	3.2%	17.7%	15.0%	12.5%	18.9%	6.9%	22.3%	20.1%
特別利益	19	237	8	234	92	-4	0	6
特別損失	0	0	0	312	0	3	20	46
税前利益	413	1,783	1,929	3,920	2,974	1,265	3,724	9,196
法人税等	157	653	470	1,347	898	798	1,139	2,966
(法人税等の負担率)	38.0%	36.6%	24.4%	34.4%	30.2%	63.1%	30.6%	32.3%
当期純利益	224	1,068	1,335	2,393	2,002	451	1,600	6,197
売上高当期純利益率	1.9%	12.2%	10.4%	7.5%	13.1%	2.4%	9.5%	13.5%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 業績見通し

26/8 期も大幅増収増益の計画

26/8 期の会社計画は、売上高 1,500.0 億円（前期比 55.4%増）、営業利益 265.0 億円（同 40.0%増）、経常利益 240.0 億円（同 40.1%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 165.0 億円（同 61.0%増）である。当期純利益については、昨年に公表した第 2 期中期経営計画で目標とした 150.0 億円から引き上げられた。

順調に積み上がる仕入が今後の売上拡大に寄与へ

事業別の売上高、利益の開示はないが、25/8 期末の AUM とプロジェクトパイプライン（原価ベース）の合計である事業規模総額 6,636 億円（112 件、前期末比 35.0%増）をベースに展開していくことになる。AUM については 7,000 億円規模になることが目標とされている。図表 7 のように会社が公表しているプロジェクトの仕入が積み上がってきているが、これらについて設計・企画を同社で行った後、開発のための外部資本へ売却されるのに伴い、同社の売上高が拡大していくことが見込まれる。

1 件当たりのプロジェクトの規模は拡大

図表 4 に見られるように、プロジェクト 1 件当たりの事業規模も拡大している。24/8 期末の 1 件当たりの事業規模は 49.7 億円であったが、25/8 期末では 59.3 億円と拡大した。事業規模と採算は必ずしも連動はしないとみられるものの、大型物件の方が総じて効率性は高い傾向にあると推察され、採算の向上につながると予想される。

26/8 期はファンド組成が複数あった 25/8 期ほどの成功報酬は見込みにくい

ただし、26/8 期は、25/8 期に複数あったファンド組成が予定されていないため、25/8 期ほど成功報酬が得られないと考えられる。そのため、具体的な開示はないが、売上総利益に占める成功報酬の割合（25/8 期は 28.6%）及び全体の売上総利益率（25/8 期は 37.8%）は低下する見込みである。

つまり、売上総利益に占める土地売却益の割合が上昇することが見込まれるため、26/8 期は、仕入から売却までの回転の速さ、または仕入額を増やすことによる取り扱い金額の増加によって利益を稼いでいく期になると考えられる。

中期計画最終年度 29/8 期での AUM1.5 兆円規模、当期純利益 500 億円が目標

なお、同社は 2024 年 10 月に 2025 年～2029 年を期間とする第 2 期中期経営計画を公表している。これによると、最終年度の 29/8 期の AUM の目標は 1.5 兆円規模（25/8 期実績は 3,941 億円、26/8 期目標は 7,000 億円規模）、29/8 期の当期純利益は 500 億円（25/8 期実績は 102 億円、26/8 期計画は 165 億円）としている。

図表 7. 物件の主な仕入状況

	リリース	不動産取得	事業
25/8 期 Q1	2024/9/2	ミッドインホテル株式取得	ホテル
	2024/10/1	反田海運株式取得	ホテル
	2024/11/20	富士河口湖ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2024/11/26	大阪本町ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2024/11/29	名古屋市中区リブランディング用ホテル	ホテル
	2024/11/29	浅草雷門ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
25/8 期 Q2	2024/12/20	宮古伊良部島ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2024/12/23	島根出雲ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2025/1/17	鎌倉市雪ノ下ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2025/1/31	神奈川県内の HAZMAT 自動倉庫開発用地	物流
	2025/1/31	仙台青葉通りホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2025/2/14	横浜市旭区ヘルスケア施設開発用地	ヘルスケア
	2025/2/27	松山一番町ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2025/2/28	群馬県草津温泉ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
25/8 期 Q3	2025/4/25	兵庫県神戸市神戸リブランディング用ホテル	ホテル
25/8 期 Q4	2025/6/13	那覇市桶川ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2025/6/27	東京都港区ヘルスケア施設	ヘルスケア
	2025/7/1	南紀白浜ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2025/7/30	東京都港区六本木リブランディング用ホテル	ホテル
	2025/9/1	マレーシアの冷凍自動倉庫の開発プロジェクト	物流

注：「マレーシアの冷凍自動倉庫の開発プロジェクト」は、リリースは 2025 年 9 月 1 日だが 2025 年 8 月の契約のため記載している
出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

3. 大規模なファイナンスを実施

2025 年 11 月に大規模な資金調達を公表

同社は 2025 年 10 月 24 日（終値 9,890 円）に公募増資を実施することを公表した。詳細は、4,000,000 株の新株式発行、691,500 株のオーバーアロットメント（OA）による売出しに伴う新株式発行（第三者割当増資）である。公募増資実施前に比べて約 24%の希薄化となる予定である。加えて、小川潤之取締役会長の 350,000 株、河本幸士郎代表取締役社長の 260,000 株の売出しも実施される。

そして、11 月 5 日の終値 8,040 円にディスカウント率 4.00%を乗じた 7,718 円が募集・売価となり、ファイナンスが実施された。

獲得資金は 26/8 期中に物件取得に使われる予定

今回のファイナンスで獲得した資金は、今後の成長のために使われる。OAに伴う第三者割当増資を含め調達資金（手取概算額上限額）は 345.1 億円となり、全額を 26/8 期中の物件取得等に使われる予定である。内訳は、ホテル事業 159.1 億円、物流事業 99.2 億円、ヘルスケア事業 15.7 億円、残りを海外事業（用地取得、開発、レジデンス取得）としている。このタイミングでのファイナンスは、前期に運用フェーズまで完遂したビジネスモデルが好循環し、不動産開発投資家からの高まるニーズを受け、今後の収益につながる仕入を一層強化していくためである。

財務基盤も強化

また、財務基盤も強化される。自己資本は 24/8 期末 268.5 億円、24/8 期末 361.7 億円に対し、第三者割当増資が全株実施された場合 708.7 億円まで増加する。それに伴い、他の条件が変わらなければ、自己資本比率は 24/8 期末 34.6%、25/8 期末 29.7%から、最高で 45.3%まで上昇する見通しである。

4. 株価の動向と見通し

2025 年は米国トランプ政権による相互関税発表と重なり 25/8 期 Q2 累計決算発表時に短期的に大きく下落

2024 年から 2025 年にかけては、業績期待とファイナンス発表によって大きく変動した同社の株価が、2025 年になって短期的に大きく動いたのは、米国トランプ政権による相互関税の発表により、株式市場全体が波乱模様となった 2025 年 4 月 3 日以降である。同社の Q2 累計決算発表(4 月 4 日)の翌営業日である 4 月 7 日は、TOPIX が前日比 7.9%下落したが、同社の株価は同 12.5%下落し、4,795 円となった(同社は 2025 年 8 月 31 日を基準日として 1:2 の株式分割をしており、記載の株価は分割後の株数ベースのもの。以下同じ)。

市場の急落局面と重なっているために要因を分解するのは難しいが、同社の株価が全体に比べて大きく下落したのは、同社の Q2 累計決算の内容がやや物足りなかったと市場から判断されたことも一因と考えられる。

2025 年 4 月の下落の要因は短期業績への懸念が中心

Q2 累計決算の内容がやや物足りないと判断された理由として、(1)Q2(3 か月間)の売上総利益や営業利益が Q1 との対比で減益となったこと、(2) Q2 末の棚卸資産が Q1 末比で小幅な伸びにとどまったことにより、仕入れが鈍化しているとの懸念が生じたことの 2 点が考えられる。

(1)については、フロー収入が中心の収益形態であることによる四半期ごとのバラツキのために生じたことであり、(2)については、前払金等も含めて考えれば開発用地の手当ては順調に推移していたと考えられるものであった。結局、ともに、25/8 期通期の会社予想の達成について、大きなリスクはないと判断されることであった。

市場の落ち着きと業績への懸念払拭で株価は回復し、再度上昇基調へ

その後、市場の落ち着きとともに、上記の懸念も薄らいでいき、同社の株価は 6 月に一時 7,000 円台をつけるまで自律的な回復を見せた。そして、7 月 3 日に Q3 決算が開示されると、業績に対する懸念は完全に払拭し、翌 4 日には 8,070 円まで急騰した。その後、株価は多少の高低はあったが上昇基調にあり、10 月には 10,000 円台に乗せる局面もあった。

10 月 24 日の公募増資発表により株価は調整

ただ、上述の通り、10 月 24 日(終値 9,890 円)に公募増資を実施することが発表されると、株式の希薄化が嫌気され、10 月の最終週は 8,000 円台で推移した。

PER で見たバリュエーションは決して高くない

26/8 期会社予想ベースの当期純利益を、2024 年 10 月発行のユーロ円 CB 完全希薄化後の株数で割った EPS で計算した PER は約 12.7 倍である。2025 年 10 月のファイナンス実施の公表前までの株価の上昇により、同社の PER は過去 PER レンジのボトム圏からは脱したもの、ファイナンス実施に伴う株価の下落により、ボトム圏を下回ってきた。従来、同業他社との比較で、高い利益成長性を反映して高めの PER で推移してきたことを考えると、ファイナンスによる希薄化の影響を考慮しても、現在のバリュエーションは、過去のレンジや同業他社との比較において決して高いということはないと考えられる。

グローバル経済の動向の影響は受けにくい

自民党総裁選や自公連立の解消等の政治イベントを経て、高市早苗政権が樹立されると、日本株は上昇を加速させている。また、海外に目を向けても、米中間の通商問題の緩和等を受けて株価は上昇傾向にある。株式市場全体は引き続き、米国トランプ政権の経済政策や米国の金利動向、これまで大きく上昇してきた AI 銘柄の過熱感への警戒感の高まり等の影響を受ける可能性があり、同社株も株式市場全体の影響を受けることも考えられる。

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

ただ、ファンダメンタルズでは、同社はドバイの海外事業を除いて内需型の事業が主体である。また、同社は独自の成長要因が多いことから、グローバル経済の動向の影響は相対的に受けにくいと言えよう。

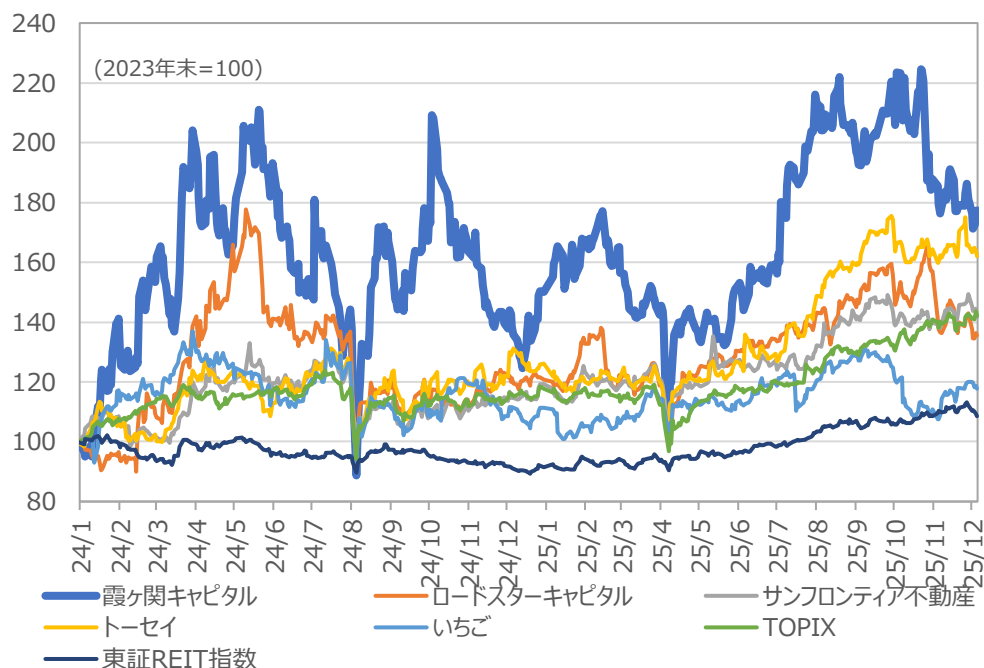
金利低下はプラス面として働く可能性

また、仮に米国や日本で景気減速感が強まれば金利は下方圧力を受けることになると思われる。この点は、有利子負債を活用して財務レバレッジを高め、より多くの利益をあげようとする不動産関連銘柄としてはプラス面として働くことも考えられる。

ファイナンス実施後の次の焦点は 26/8 期会社予想の達成確度

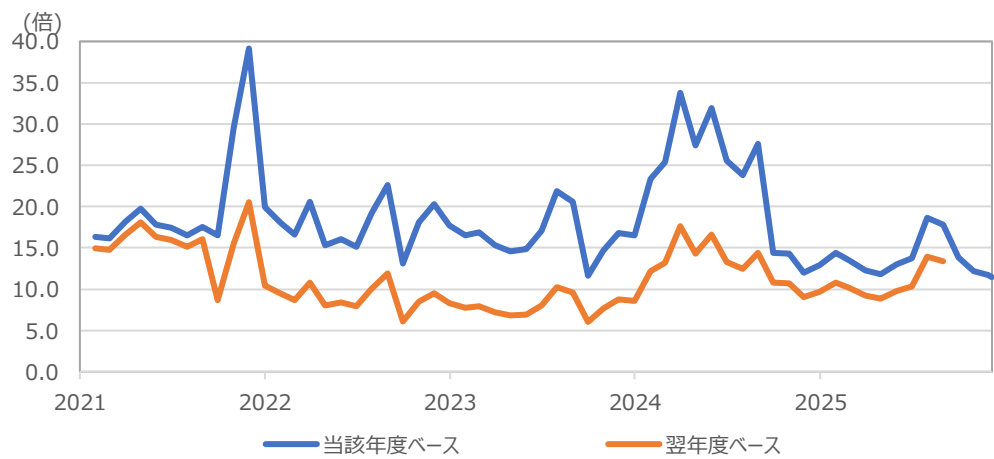
同社の株価動向は個別性が強い。短期的には、上記の株式市場全体の動向よりも、同社が公表している業績の会社予想に対する進捗度合いによって株価が形成されていくことになる。ファイナンス実施の発表以降、希薄化懸念から同社の株価は調整しているが、ここから先の焦点は、26/8 期会社予想の当期純利益 165 億円の達成の確度に移っていくことになる。しばらくは、開発用地の売却の発表等を通じて 26/8 期会社予想の達成確度を確認する時間が続くが、達成への確信度の高まりが株価に織り込まれていく過程で、もう一段の株価上昇も期待されよう。

図表 8. 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

図表 9. PER の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 10. 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	25/8	96.5	37.8	19.6	10.6	32.5	10.3	3.3	0.97
不動産投資										
2337	いちご	25/2	83.6	30.5	19.5	18.2	14.0	3.9	3.6	0.22
3482	ロードスターキャピタル	24/12	34.4	38.8	33.3	20.0	30.6	7.5	4.2	0.38
8923	トーセイ	24/11	82.2	42.8	22.5	14.6	13.9	4.6	3.1	0.31
8934	サンフロンティア不動産	25/3	103.2	31.2	20.6	13.7	14.7	7.0	2.1	0.51
	平均値			35.8	24.0	16.6	18.3	5.7	3.3	0.35
大手デベロッパー										
3003	ヒューリック	24/12	591.6	39.0	27.6	17.3	12.8	3.7	3.7	0.21
8801	三井不動産	25/3	2,625.4	24.2	14.2	9.5	8.0	2.6	3.1	0.27
8802	三菱地所	25/3	1,579.8	26.5	19.6	12.0	7.6	2.4	3.1	0.20
	平均値			29.9	20.5	12.9	9.5	2.9	3.3	0.23
ホテル										
4681	リゾートトラスト	25/3	249.3	77.5	10.6	8.1	14.7	4.2	3.4	0.52
9616	共立メンテナンス	25/3	228.9	24.4	9.0	6.4	15.7	5.1	3.0	0.80
9722	藤田観光	24/12	76.2	21.0	16.2	12.0	35.4	9.7	3.7	0.81
	平均値			41.0	11.9	8.8	21.9	6.3	3.4	0.71
ヘルスケア										
7061	日本ホスピスホールディングス	24/12	12.1	17.4	10.6	5.3	20.9	3.8	5.3	0.72
7071	アンビスホールディングス	25/9	49.2	30.1	12.5	7.4	10.6	4.7	2.2	0.63
9158	シーユーシー	25/3	47.0	49.3	11.4	6.7	11.0	4.2	2.9	0.64
	平均値			32.3	11.5	6.5	14.1	4.3	3.4	0.66

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 11. 同業他社比較 (バリュエーション)

コード	企業名	株価 (12/5) (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	7,940	188.7	11.5	4.3	32.5	2.1	8.5
不動産投資								
2337	いちご	398	164.5	10.4	1.5	14.0	2.9	16.2
3482	ロードスターキャピタル	2,787	46.5	6.0	1.8	30.6	3.0	6.6
8923	トーセイ	1,619	157.3	10.8	1.7	13.9	3.1	12.2
8934	サンフロンティア不動産	2,313	112.3	7.2	1.1	14.7	3.3	6.0
	平均値			8.6	1.6	18.3	3.1	10.3
大手デベロッパー								
3003	ヒューリック	1,672.5	1,270.0	11.3	1.5	12.8	3.6	15.1
8801	三井不動産	1,751.0	4,854.5	18.3	1.5	8.0	1.9	17.8
8802	三菱地所	3,622.0	4,296.7	22.6	1.8	7.6	1.3	17.5
	平均値			17.4	1.6	9.5	2.3	16.8
ホテル								
4681	リゾートトラスト	1,929	409.5	20.1	2.8	14.7	1.8	10.7
9616	共立メンテナンス	2,808.0	242.8	13.0	2.2	15.7	1.6	11.0
9722	藤田観光	11,290	135.3	15.5	5.7	35.4	0.4	9.1
	平均値			16.2	3.6	21.9	1.3	10.3
ヘルスケア								
7061	日本ホスピスホールディングス	1,253	10.6	15.5	3.0	20.9	2.0	11.9
7071	アンビスホールディングス	467	45.5	21.7	1.3	10.6	0.9	11.4
9158	シーユーシー	905	26.5	9.2	0.9	11.0	0.0	6.4
	平均値			15.5	1.7	14.1	1.0	9.9

注：霞ヶ関キャピタルのPER(会社予想)は、2025年10月に実施した資金調達で増加した4,000,000株を含めて計算（2024年10月発行のユーロ円CBの転換による希薄は考慮していない）。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

5. エクイティストーリー

エクイティストーリーの構成要素のひとつは、社会課題から生じる需要を独自のビジネスモデルで取り込むという実現可能な経営戦略にある

ストラテジー・アドバイザーズでは、エクイティストーリーは、1) 実現可能で緻密な経営戦略、2) ワクワクする夢、で構成されていると考えている。

詳しくは後述するが、社会課題が生み出す需要と供給のギャップに着目し、成長市場で独自モデルの事業を展開することが、「企業の DNA」に基づいた、同社の勝利のパターンである。現在の主力領域であるホテル事業、物流事業（冷凍冷蔵倉庫）、ヘルスケア事業（ホスピス住宅）のいずれも、中期的に成長が持続する見通しであり、かつ、同社の先行者メリットは当面揺らぐ懸念はないとみられることから、高い利益成長が続く可能性が高いと考える。この点が、同社の持続的な株価上昇が続くと期待される根底であり、エクイティストーリーを構成する「実現可能で緻密な経営戦略」に根差すものである。

エクイティストーリーの構成要素のもうひとつは、他の領域やアセットタイプ、海外に展開しても従来通りの優位性を築くことができるという期待

加えて、こちらも後述するように、同社の企業文化がより強固なものとなっていけば、既存領域の周辺分野や他のアセットタイプ、海外に展開する際にも、これまでと同様の優位性を築くことができるとの期待が持てよう。たとえば、物流における「（仮称）ファクトリー&ロジスティクスパーク」や、ASEAN での冷凍冷蔵倉庫開発のように具体的な案件が出始めている段階のものもあれば、米国でのホテル事業のように検討段階のものもある。これらの新しい領域で同様の優位性を築くことは「ワクワクする夢」そのものであり、これらが具体的に業績貢献する確からしさが高まっていく過程で、バリュエーションが切り上がる可能性もあろう。

中期的には成功報酬の増加等に伴う「収益構造の多様化」も、バリュエーション切り上げにつながる可能性がある

さらに、定量面では、収益構造の多様化への期待が挙げられる。これまでは土地売却益が売上総利益の多くを占めていたが、25/8 期になって成功報酬が増加したことにより、土地売却益による売上総利益への貢献の割合は 60%を切るようになった。また、今後は、霞ヶ関ホテルリート投資法人をはじめとしたファンドからの安定したアセットマネジメント収入が入ってくることも見込まれる。これは棚卸資産をさほど増やさなくても稼げるようになってきたことを示しており、こうした「収益構造の多様化」も、「ワクワクする夢」のひとつとして、バリュエーション切り上げにつながるものと考えられる。

なお、成功報酬はファンド組成の有無によって増減する。26/8 期は 25/8 期ほどのファンド組成が予定されていないため、再度土地売却益の貢献度合いが増すと考えられる。「稼ぎ方の変化」がバリュエーション切り上げに反映されるのは、27/8 期以降と考えられる。

【イニシエーション・アップデート】

6. 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

同社は、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ることが特徴であり、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。

注力事業は、ホテル、物流、ヘルスケア、海外の4事業

現在の同社の注力事業は、ホテル、物流、ヘルスケア、海外の4領域である。

ホテル事業では、家族や友人グループなどが長期滞在できる多人数向けホテルに特化する形で展開している。IT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している。

物流事業では、冷凍冷蔵倉庫に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積極的に進めている。

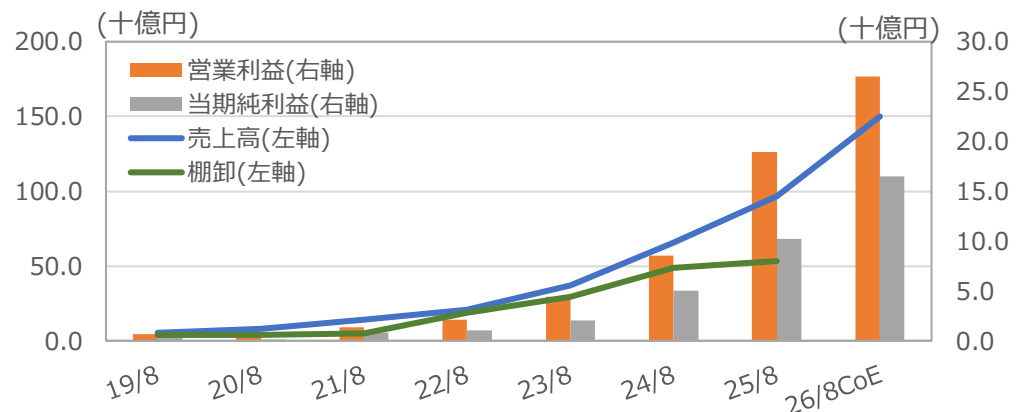
ヘルスケア事業では、ホスピス住宅の開発を行っており、良い立地で居心地の良い施設を提供することに努めている。また、海外事業も拡大を図っており、現在、主にドバイで事業を展開している。

事業規模が急速に拡大

業績の急拡大は続いている。売上高は上場初年度の19/8期の53.5億円から25/8期の965.0億円へ18.0倍、営業利益は同じく7.0億円から189.3億円へ27.0倍の増加を示した。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ノウハウが優れていること等が挙げられる。

同社の業績の先行指標となるのが棚卸資産である。後述するように、同社は土地を購入して、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、バランスシートに載ることになる。したがって、棚卸資産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、その後の売上高や利益の拡大につながる。25/8期末の棚卸資産は533.2億円と前期比で46.5億円増加した。

図表 12. 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

2) 沿革

小川潤之会長と河本幸士郎社長によって創業

同社は、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 2025 年 8 月末時点で、小川会長が筆頭株主で 23.28%を保有し、河本社長が 3 位で 8.26%を保有している（2 位は信託銀行（信託口）、いずれも 2025 年 11 月実施の資金調達前の数字）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再生エネルギーへ展開

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及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。

再生エネルギーで投資ファンド活用モデルを構築

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ていった。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、建設などを一気通貫で行い、完成後にインフラファンドなどの投資家に販売する、というモデルが構築された。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。

多人数向けホテルへの注力を開始

2015 年 6 月、合同会社から株式会社へ改組し、同年 8 月、社名を霞ヶ関キャピタルへ変更した。そして 2018 年 11 月、東京証券取引所マザーズ市場に上場した。

上場後、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。

Covid-19 を機に物流事業へ展開

2020 年に入ってから起きた Covid-19 によりホテル事業が深刻な影響を受ける中、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定した。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たことから、冷凍冷蔵倉庫に特化す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。現在では物流事業が同社の最大の事業領域となっている。

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し、終末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住宅の需要が増加すると考えられることから、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。

国内中心の 3 事業に加えてドバイを中心とした海外事業を展開

このようにして、現在では、物流、ホテル、ヘルスケアの 3 領域が、国内での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開発も行っている。

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 13. 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10月	三菱HCキャピタルと合併でロジフラッグ・デベロプメント社を設立(霞ヶ関キャピタルが66%出資)
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
2025年8月	霞ヶ関ホテルリート投資法人が東京証券取引所 不動産投資信託証券市場上場

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

7. 河本幸士郎社長のプロフィール

大学卒業後、2年間のブランクを経て建設会社に就職

河本幸士郎社長は、1974年生まれで2025年10月現在51歳である。大阪大学を卒業した後、2年間は就職せず、アルバイトなどをしながら過ごしていた。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ワークス（1717 東証スタンダード、当時は未上場）に入社した。

建設会社で投資ファンドの面白さを知る

明豊ファシリティワークス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ーバー・ファンド・マネジメントに勤めた。

2008年の金融危機が転機

大きな転機となったのは、2008年に起きたリーマンショックであった。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ことを目の当たりにし、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なければならないという思いを強めたようである。それが今日の同社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合同会社フォルテを設立し、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。グローバンスを離れて別の途を進み、それぞれが個人で事業を行っていた時も、お互いに情報交換を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り、2011年に合同会社フォルテを設立し、宮城県のショッピングセンターであるフォルテを取得して事業を開始した。この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として社会貢献できる付加価値を創出したいという想い

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が強かったとのことである。同時に、付加価値創出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理解していた。

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である。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生んだ上で、開発ファンドに売却する。当初は資金がなかったために、この手法しか選びようが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ることとなった。この経験が、その後の同社のビジネスモデルの原点とも言えよう。

社会課題の解決がビジネスの原点

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、河本社長は次のように語っている。「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」。また、「社会課題に真正面から取り組み、周りが応援してくれるので事業が進めやすくなる」という考えを述べた。ビジネスの原点に立った発想であり、この考えが同社の企業文化となって根付いているように思われる。

「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、「日本の失われた 30 年」を過ごした自分たちは、世代としてその責任を負っている」との想いを強く持っている。こうしたことも、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と考えられる。

8. 収益モデル

仕入れた土地は開発プラン策定後に開発ファンドへ売却し、売却益とプロジェクトマネジメント報酬を獲得

同社の収益モデルの基本形は、土地を取得し、自社で開発企画を策定し、付加価値を付けた形で開発ファンド投資家に売却するというものである。物件の所有が開発ファンドに移った後も、同社が建設や開発、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からプロジェクトマネジメント報酬を受け取る。

開発ファンドから不動産ファンドへの売却時に成功報酬を、さらにアセットマネジメント業務でも報酬を獲得

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（長期のコアファンド）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、同社が成功報酬を受け取る。さらに、不動産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ことができる。

4 段階の報酬機会があり、自社資金は約 6 か月で高速回転

同社の収益としては、(1) 開発ファンドへの売却、(2) 建設中のプロジェクトマネジメントによるプロジェクトマネジメント報酬、(3) コア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 つの収益獲得の機会がある。

また、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の約 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。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限定することができる。

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と推定される。

図表 14. 霞ヶ関キャピタルのビジネスモデルの概要

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

物件の建設費用を担う開発ファンドへの売却が鍵

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。1社に販売される場合もあるが、持分を分けて複数社に売却される場合もある。また、ファンドである合同会社を設立して匿名組合員を募るケースも多い。

開発ファンドへの売却益は、土地の取得条件と開発計画のクオリティで決まる

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及ぶ土地の情報を蓄積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え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、ホスピス住宅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。

コアファンドは物件を保有し、安定的な賃貸収入を得る

コアファンドとは、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。REITや私募ファンドなどが代表的なものである。同社が開発ファンドの資金で建設などのプロジェクトマネジメント業務を担った物件を、同社が組成したコアファンド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業務を担い、マネジメントフィーを受け取る。REITというスポンサーの役割も担うこととなる。

三菱HCキャピタルとの合併で行われている派生形の事業モデル

以上が同社の事業モデルの基本だが、物流施設で適用されている、派生形の事業モデルもある。同社は、2021年10月に三菱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(同社が66%を出資)を設立した際に、派生形の事業モデルを発表し、物流施設のプロジェクトで適用されている。

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

派生形の事業モデルでは実態は霞ヶ関キャピタルで土地の仕入をしている場合が多い

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 SP C 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 H C 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い、物件が竣工し、コア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。同社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。

派生形の事業モデルは、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が、実際には、同社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 SP C である合同会社 LOGI FLAG x 号に売却する段階で売却益が発生しているとみられる。

物流施設も順次、竣工し稼働している物件が出始めており、これらはコアファンドへの売却が実施されている。コアファンドとしては、2025 年 5 月 30 日から運用が始まった、環境配慮型の冷凍冷蔵倉庫に特化した長期運用ファンド「コールドストレージファンド 1 号合同会社」が代表例である。

図表 15. 主要な売上高相手先（年間売上高の 10%以上）

決算期	全社売上高 (百万円)	売上高向け先	売上高 (百万円)	売上構成比
19/8期	5,352	平和不動産 (8803 東証プライム)	830	15.5%
		合同会社NLI2号	780	14.6%
		クロス	710	13.3%
		フジケンホーム	551	10.3%
		合計	2,871	53.6%
20/8期	8,008	合同会社オービーシー	1,922	24.0%
		合同会社NLI3号	1,188	14.8%
		合同会社NLI2号	1,053	13.1%
		合計	4,163	52.0%
21/8期	14,295	JR西日本プロパティーズ	3,304	23.1%
		リベステ(現シーラHD 8887 東証スタンダード)	2,464	17.2%
		合同会社LOGI FLAG2号	2,046	14.3%
		合同会社LOGI FLAG3号	3,634	25.4%
		合計	11,448	80.1%
22/8期	20,780	K・Kレジデンス合同会社	3,134	15.1%
		合同会社オルタナ13	2,291	11.0%
		合同会社LOGI FLAG4号	2,277	11.0%
		大和ハウス工業（1925 東証プライム）	2,230	10.7%
		合計	9,932	47.8%
23/8期	37,282	合同会社LOGI FLAG8号	6,166	16.5%
		合同会社FAV PRF 1号	5,512	14.8%
		ヒューリック (3003 東証プライム)	5,332	14.3%
		合計	17,010	45.6%
24/8期	65,685	合同会社FAV PRF 2号	9,886	15.1%
		合同会社LOGI FLAG9号	6,928	10.5%
		合計	16,814	25.6%
25/8期	96,501	合同会社銀座8ホテルプロジェクト	10,157	10.5%
		合計	10,157	10.5%

出所：有価証券報告書

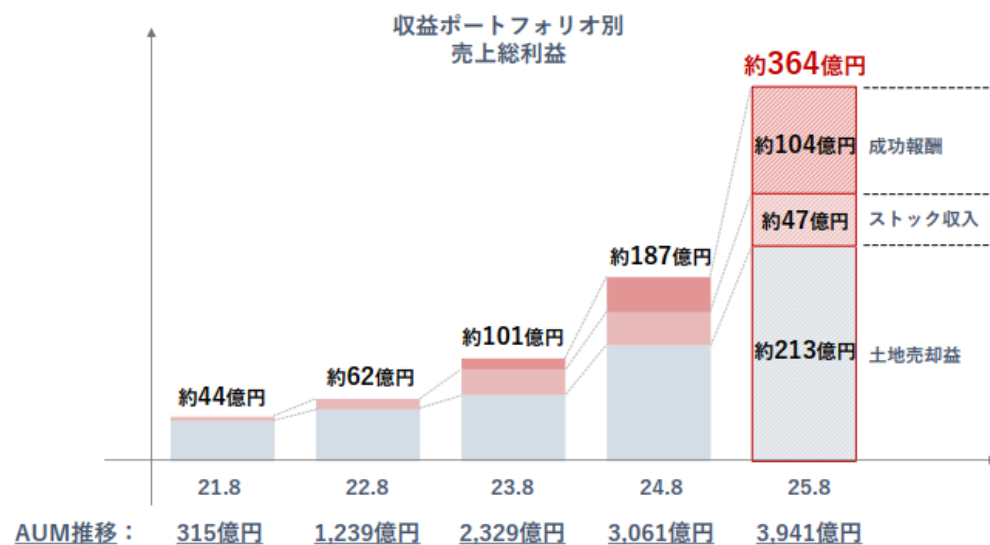
霞ヶ関キャピタル | 3498（東証プライム）

現時点では土地売却益が最も大きく、成功報酬がそれに次ぐ

上記の報酬体系である（１）開発ファンドへの売却、（２）プロジェクトマネジメント報酬、（３）コアファンドへ売却する際の成功報酬、（４）アセットマネジメント報酬の内訳（粗利益ベース）のイメージは図表 14 の通りである。（２）と（４）がストック収入に含まれる。

依然として（１）の土地売却益が現在のところ最も大きく、全社の粗利益額の 60% 弱を占めている。売上に対する粗利率は 30% 前後と推定される。（２）のプロジェクトマネジメント報酬は、プロジェクト金額の 2～3% のフィーを得ていると推定される。（３）の成功報酬は物件によって幅があると推定されるが、同社の物件は需要が強いものが多いことから、1 件当たりの金額は大きいと推定され、粗利益額全体に占める構成比は 30% 近くまで上昇している。

図表 16. 売上総利益の内訳



出所：会社資料

9. 財務動向/キャッシュ・フロー

成長のための資金需要は非常に強い

同社のビジネスモデルでは、土地を自社のバランスシートで購入した後、6 か月ほどで開発ファンドに売却するため、建設も自己資金で行う一般の開発業者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、資金需要は強い。

図表 17 は、キャッシュ・インフローとアウトフローを要約したものである。24/8 期までは保有する不動産が棚卸資産として急増している一方、利益から得られるキャッシュ・インフローがまだ十分ではなかったため、外部からの資金調達を必要としていた。25/8 期は成功報酬が増加したため、棚卸資産の増加によるキャッシュ・アウトフローを、利益から得られるキャッシュ・インフローでカバーすることができた。ただ、同社によると、25/8 期の成功報酬の増加は、ファンド組成が比較的集中したことによるものであり、26/8 期は 25/8 期ほどの成功報酬を見込んでいない。そのため、棚卸資産の売却による成長のための資金需要は引き続き強いと考えられる。

借入と増資によって資金調達

同社の資金調達は、主に借入金と株式発行によって行われてきている。過去は、2023 年 12 月に株式発行により 108 億円を調達した。発行済株式数は約 19% 増加したため、株価には一時的な下落要因となったが、その後、短期間で株価は下落分を取り戻し、さらに大幅に上昇してきた。用途が主要 3 領域の土地の取得および開発資金であることが増資の発表とともに明確にさ

れ、市場の納得感が高かったと推察される。25/8 期末時点で、有利子負債は合計で 689 億円となっており、D/E レシオは 1.倍、自己資本比率は 29.7%となった。

この後、2025 年 10 月に公表されたファイナンスにより最大で 345 億円（第三者割当増資の最大 51 億円を含む）を調達することになる。10 月 24 日の発表時点で、発行済株式数は最大約 24%増加することが見込まれたため、翌営業日の株価は 15.2%下落したが、過去のパターンでいけば、市場の納得感の醸成とともに株価は回復に向かうものと考えられる。

図表 17. キャッシュ・フローの推移

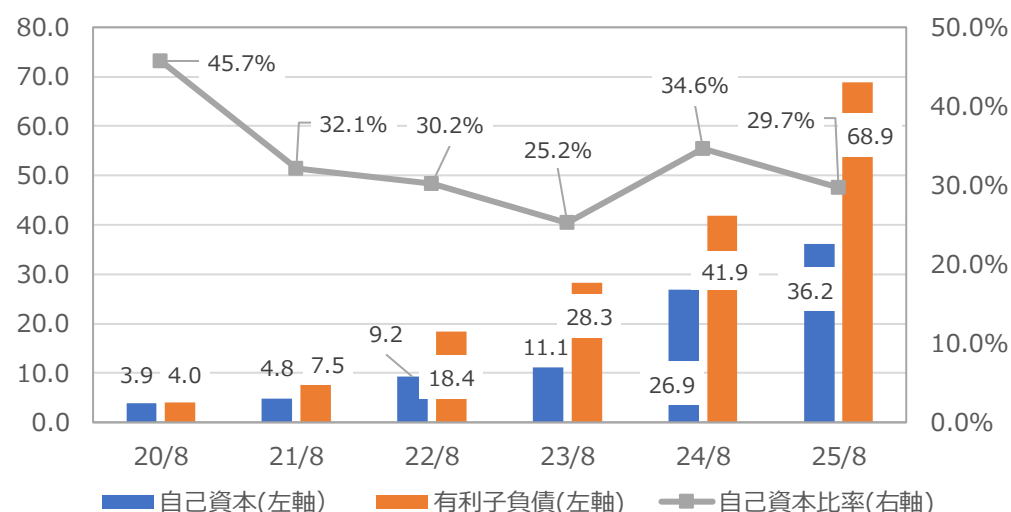
(百万円)

決算期	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8
キャッシュ・アウト						
棚卸資産	156	-1,221	-13,563	-10,706	-19,260	-4,651
有形固定資産取得	-109	-1,664	-203	-465	-1,899	-6,497
投資有価証券取得	-76	-61	-264	-702	-2,419	-5,526
自己株式取得	-199	0	-321	-178	0	0
配当	-55	-63	-132	-240	-489	-1,671
その他	-1,213	-3,591	-914	-1,052	-9,702	-25,794
合計	-1,496	-6,600	-15,397	-13,343	-33,769	-44,139
キャッシュ・イン						
当期純利益	134	793	1,018	2,050	5,020	10,250
借入金	-101	3,128	10,940	9,730	13,841	1,904
社債	0	247	-65	184	-165	403
リース債務	8	155	26	-37	-71	2,674
株式発行	2,312	0	3,568	0	10,894	0
その他	-857	2,277	-90	1,416	4,250	28,908
合計	1,496	6,600	15,397	13,343	33,769	44,139

出所：有価証券報告書

図表 18. 有利子負債と財務体質

(十億円)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

金利上昇の利益への影響は限定的

同社の有利子負債は 24/8 期末で 419 億円、25/8 期末で 689 億円である。有利子負債の期中平均 554 億円と、25/8 期の支払利息 13.1 億円から年率の支払利息率を計算すると 2.4%となる。仮に今後、金利が 1.0%上昇すると、25/8 期末の有利子負債に対してであれば支払利息は 6.9 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。

需要の成長性は高く、資金需要は引き続き強い

当期純利益は、25/8 期実績が 102.5 億円、26/8 期の会社計画が 165.0 億円である。したがって、今後は営業キャッシュ・フローから土地の仕入などに伴うキャッシュ・アウトを賄う余地が大きくなろう。しかし、同社の事業拡大の意欲は強く、会社は、資金さえあれば成長余地はまだ大きくしている。2025 年 11 月の株式発行によって財務体質も強固なものとなったため、当面は借入を増やすことも可能であろうが、成長速度によっては今後も資本市場での調達の可能性もあるとみられる。

10. 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、それを上回る国民一人当たり消費量の伸びを示している。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 2014 年の 21.3kg から 2024 年には 23.6kg へ増加し、消費量合計では同期間 2,705 千トンから 2,924 千トンへ拡大した。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。

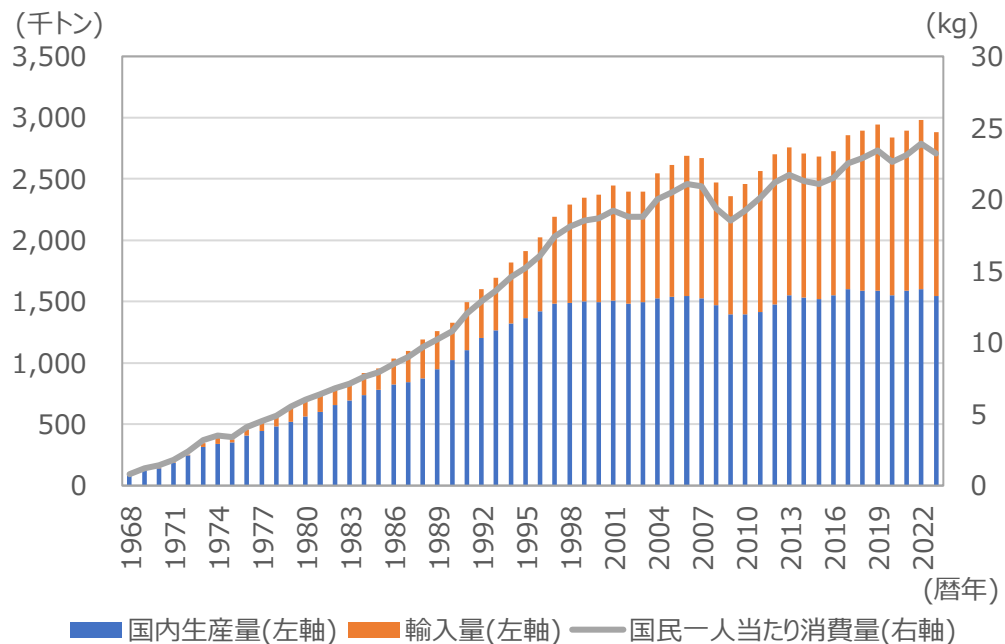
調理時間の節約に加え、美味しい冷凍食品が多くなったことが背景

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ことが背景にあらう。さらに、「野菜など生鮮品の価格が上がったから」、「手ごろな値段だから」といった価格面での訴求力も強まっていることも上位の要因にあがっている。

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と考えられる。

図表 19. 冷凍食品の国内消費量推移



出所：日本冷凍食品協会（「冷凍食品の生産・消費について」2025年4月17日発表資料）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拡大するなかで、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が、需要への対応については物流が鍵を握るとみられる。

同社が手掛ける冷凍冷蔵倉庫については、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たり、一棟借りしていたりするケースが多く、複数のテナントの利用が可能な賃貸用の冷凍冷蔵倉庫は少なかった。同社はこの点に目をつけた。

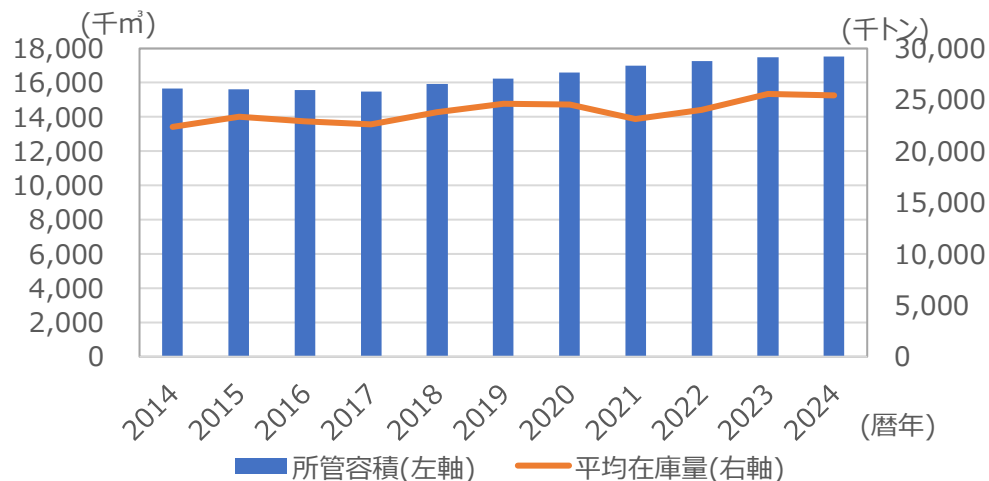
COVID-19の影響による停滞を経て需要が回復

図表 20 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ていた。2020年から2022年までは、COVID-19の影響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COVID-19の影響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 21 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㎡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COVID-19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、かなり逼迫した状態にあることがわかる。

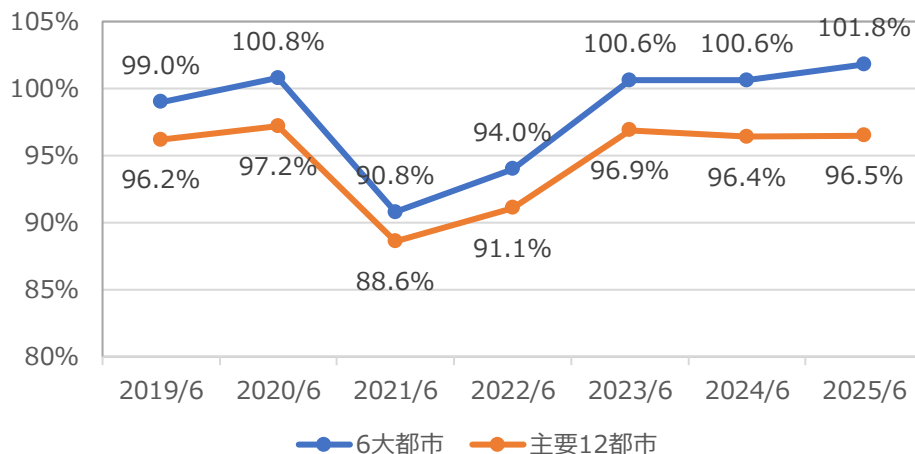
図表 20. 冷蔵倉庫の所管容積(キャパシティ)と在庫量の推移



注：年間累計ベース

出所：日本冷蔵倉庫協会「主要 12 都市受寄物庫腹利用状況一覧表」資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 21. 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「主要 12 都市受寄物庫腹利用状況一覧表」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づ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

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(クロロフロロカーボン)、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

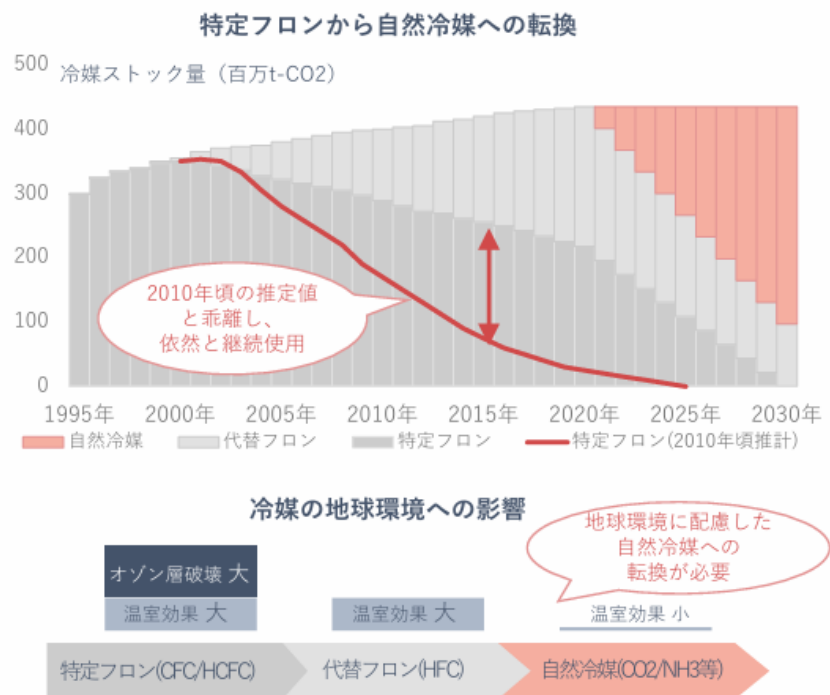
特定フロンはすでに廃止

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(ハイドロクロ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、非常に温室効果の高いガスであり、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。

図表 22. 特定フロンや代替フロンから自然冷媒へのシフトが進む



出所：一般財団法人 日本冷媒・環境保全機構「冷媒フロン類の危機：課題と解決」、経済産業省「フロン対策の動向について」、環境省「令和 3 年度 改正フロン排出抑制法に関する説明会 フロンを取り巻く動向（共通）」、一般社団法人 日本冷蔵倉庫協会「営業冷蔵倉庫の課題、取り組みと要望・政策提言について」より当社作成

出所：会社資料

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

冷凍冷蔵倉庫の老朽化の問題もある。冷凍冷蔵倉庫の法定耐用年数は 12～24 年と言われているが、日本冷蔵倉庫協会会員の所管容積の築年数別の構成比をみると、築 30 年以上が 59%を占めており、築 50 年以上でも 19%ある。また、フロン類を冷媒として用いている既存の冷凍冷蔵倉庫を自然冷媒に置き換えることは難しいとみられ、倉庫自体の建て替えが必要になる。

同社の冷凍冷蔵倉庫はすべて自然冷媒を用いており、今後、老朽化した倉庫が廃棄され、同社の倉庫への需要がさらに高まると期待される。

図表 23. 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
1	LOGI FLAG COLD 市川 I	千葉県市川市	冷凍冷蔵	8,609	-	竣工済	SBSゼンツウ
2	LOGI FLAG COLD 船橋 I	千葉県船橋市	冷凍冷蔵	6,960	-	竣工済	佐川グローバルロジスティクス
3	LOGI FLAG COLD 横浜港北 I	神奈川県横浜市	冷凍冷蔵	10,979	-	竣工済	日本ロジテム
4	LOGI FLAG Fresh 京都 I	京都府京都市	冷凍冷蔵	12,012	-	竣工済	三友通商
5	LOGI FLAG COLD 厚木 I	神奈川県厚木市	冷凍冷蔵	14,257	-	竣工済	SBSフレックス
6	(仮称) LOGI FLAG TECH 大阪南港 I	大阪府大阪市	冷凍自動	25,247	着工済	2027年10月	
7	LOGI FLAG DRY & COLD 福岡古賀 I	福岡県古賀市	3温度帯	35,901	-	竣工済	ランテック/旭食品/ファクテム
8	LOGI FLAG DRY & COLD 仙台東 I	仙台市泉区	3温度帯	36,758	-	竣工済	KOYO/ササキ
9	LOGI FLAG TECH 所沢 I	埼玉県入間郡	冷凍自動	9,579	-	竣工済	X NETWORK
10	LOGI FLAG COLD 大阪茨木 I	大阪府茨木市	冷凍冷蔵	28,487	-	竣工済	日本ロジテム
11	(仮称) LOGI FLAG COLD 習志野 I	千葉県習志野市	冷凍冷蔵	8,441	着工済	2026年4月	
12	LOGI FLAG TECH 八戸 I	青森県八戸市	冷凍自動	15,918	-	竣工済	
13	(仮称) LOGI FLAG TECH 東扇島 I	神奈川県川崎市	冷凍自動	20,777	着工済	2026年夏	
14	(仮称) LOGI FLAG TECH 東扇島 II	神奈川県川崎市	冷凍自動	25,863	着工済	2027年冬	
15	(仮称) LOGI FLAG TECH 越谷 I	埼玉県越谷市	冷凍自動	14,362	着工済	2027年5月	
16	(仮称) LOGI FLAG TECH 神戸須磨 I	兵庫県神戸市	冷凍自動	27,123	2026年春	2027年冬	
17	(仮称) LOGI FLAG TECH 名古屋みなと I	愛知県名古屋市	冷凍自動	20,345	着工済	2026年5月	
18	静岡県袋井市	静岡県袋井市	冷凍自動	74,000	2026年春	2028年冬	
19	神奈川県内	神奈川県内	HAZMAT自動	5,000	2026年春	2027年夏秋	

注：延床面積(m²)は四捨五入。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。自動倉庫は吹き抜け構造で床がないため床面積は仮想床を含む容積対象面積で記載。三温度帯は冷凍・チルド・ドライの3つの温度帯に対応した物流施設
出所：会社資料及びウェブサイトより戦略・アドバイザーズ作成

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、2023 年 11 月に X NETWORK を設立した。X NETWORK は、DX 推進の豊富なノウハウを持つ SRE ホールディングス（2980 東証プライム、ソニーグループ(6758)の関連会社）との合併会社で、同社が 95%を出資している。

その成果はさっそく表れ、ロジフラッグ・デベロップメントの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」の開発につながった。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った。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のメリットは大きい。冷凍自動倉庫エリアの無人化によって、人的エラーは削減され、荷探し時間が不要となり、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、凍傷にない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。

今後は冷凍自動倉庫が中心となる
見通し

冷凍自動倉庫の最初の物件は、「LOGI FLAG TECH 所沢 I」で、2024 年 8 月に竣工した。図表 23 にあるように、現在、竣工予定の 9 件のうち 8 件が自動倉庫（冷凍 7 件、HAZMAT1 件）となっており、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である。

他社も冷凍冷蔵倉庫に進出する動きを見せるが、オペレーションまで行うことができるのは他社にない強み

冷凍冷蔵倉庫の開発や賃貸については、そのポテンシャルを考慮して事業を拡大する会社が増えてきている。日本プロロジス、日本 GLP、三井不動産などが注力する構えを見せている。

しかし、同社の冷凍自動倉庫の事業は業界に先駆けて展開されており、特に自動システムの開発を行うノウハウは、現時点では他の不動産デベロッパーは持っていないと推定され、物流のオペレーションまでを担うというビジネスモデルにはなっていないとみられる。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う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。

冷凍冷蔵倉庫特化型の長期運用ファンドを組成

同社は、環境配慮型の冷凍冷蔵倉庫に特化した長期運用ファンド「コールドストレージファンド 1 号合同会社」を組成し、2025 年 5 月 30 日から運用が始まっている。組入資産は冷凍冷蔵倉庫 5 件、三温度帯倉庫 2 件、冷凍自動倉庫 1 件であり、資産規模 820 億円は、冷凍冷蔵倉庫をメインとしたファンドとしては国内最大級である。

また、同社は当ファンドからアセットマネジメント業務を受託しており、当ファンドの組成に際してのファンドセットアップ報酬のほか、今後、長期安定的にアセットマネジメント報酬が得られることになる。

図表 24. 冷凍冷蔵倉庫特化型ファンド「コールドストレージファンド 1 号」の組入資産

施設名	LOGI FLAG COLD 船橋 I	LOGI FLAG COLD 横浜港北 I	LOGI FLAG Fresh 京都 I	LOGI FLAG DRY & COLD 福岡古賀 I	LOGI FLAG DRY & COLD 仙台北 I	LOGI FLAG TECH 所沢 I	LOGI FLAG COLD 厚木 I	LOGI FLAG COLD 大阪茨木 I
種類	冷凍冷蔵倉庫	冷凍冷蔵倉庫	冷蔵倉庫	三温度帯倉庫（冷凍/冷蔵/常温）	三温度帯倉庫（冷凍/冷蔵/常温）	冷凍自動倉庫	冷凍冷蔵倉庫	冷凍冷蔵倉庫
所在地	千葉県 船橋市	神奈川県 横浜市	京都府 京都市	福岡県 古賀市	宮城県 仙台市	埼玉県 入間郡	神奈川県 厚木市	大阪府 茨木市
構造	鉄骨造 地上 5 階建	鉄骨造 地上 5 階建	鉄骨造 地上 2 階建	鉄骨造 地上 3 階建	鉄骨造 一部鉄骨鉄筋 コンクリート造 地上 4 階建	鉄骨造 地上 2 階建	鉄骨造 地上 5 階建	鉄骨造 地上 5 階建
敷地面積(㎡)	3,736.58	5,804.73	1,0917.23	23,849.8	17,991.25	4,793.73	7,293.44	15,135.31
延床面積(㎡)	6,959.95	10,978.57	12,012.23	35,901.07	36,758.14	4,170.16	14,256.52	28,488.34
竣工年	2023 年 1 月	2023 年 6 月	2024 年 3 月	2024 年 6 月	2024 年 6 月	2024 年 8 月	2024 年 6 月	2025 年 1 月
稼働率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

注：稼働率は 2025 年 5 月 30 日時点。面積は公簿、自動倉庫は吹き抜け構造で床がないため床面積は仮想床を含む容積対象面積を記載。
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

物流事業における新たな 2 つの取り組み

また、これまでの知見を活かし、2 つの新たな展開を進めている。

ひとつは、マレーシアのクアラルンプールでの物流事業の開始である。ASEAN 進出に向けての動きで、マレーシアの大手デベロッパーと 2025 年 8 月に土地売買契約を締結し、冷凍自動倉庫の開発プロジェクトに着手している（開発開始は 2026 年 8 月、竣工・売却は 2028 年 12 月以降の予定）。

もうひとつは、工場・倉庫一体型拠点「（仮称）ファクトリー&ロジスティクスパーク」の開発である。これは、賃貸工場と賃貸倉庫を一体で設置することで、テナントの収益性向上に貢献しようというものである。テナントとしては、拠点間の配送費やリードタイム削減、工場・倉庫間の経営資源のシェアによる効率化、倉庫区画の集約による生産ラインの最大化といったメリットを享受できるようになり、環境負荷軽減にもつながるとされている。同社としては全国展開を視野に入れているが、第一

弾として、「(仮称) ファクトリー&ロジスティクスパーク」を活用した地域共創のモデルを築くべく、函館市と連携協定を締結した。

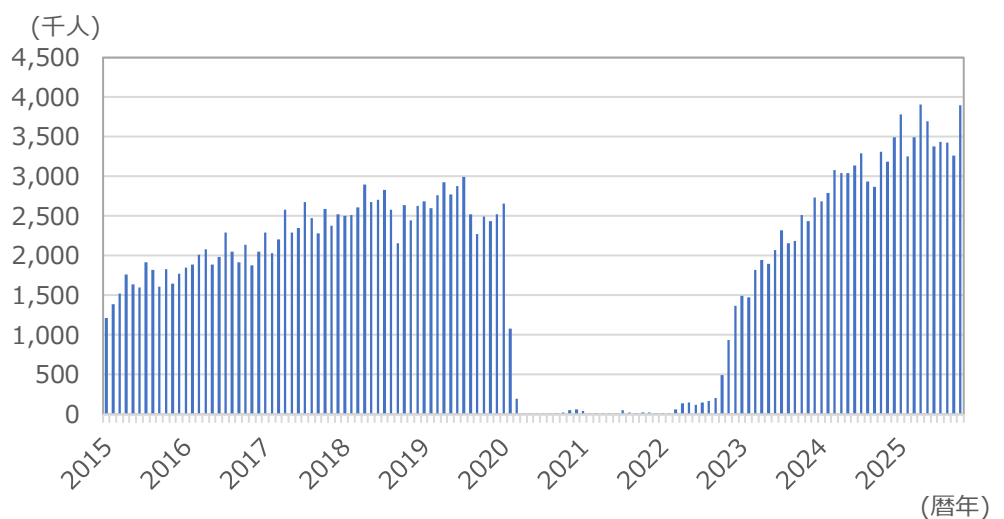
11. ホテル事業

ホテル事業の外部環境は引き続き
好調

日本を訪れる訪日外客数は、2025 年 1～10 月累計で前年同期比 17.7%増の 3,554 万人に達し、過去最速で 3,000 万人を突破するなど、過去最高水準での推移を続けている。為替が円高に大きく振れるといったことがなければ、ホテル事業の需要は好調が続く見通しである。

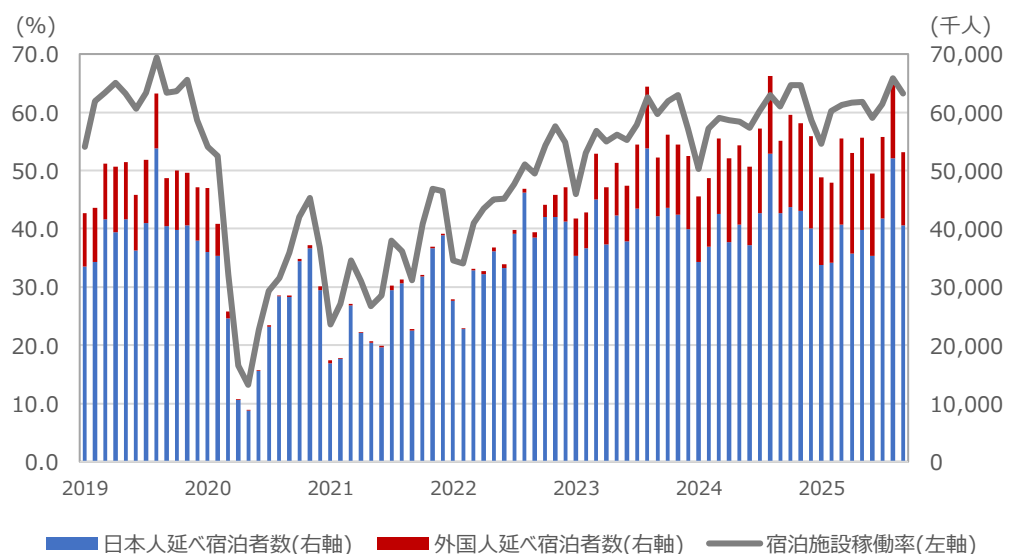
同社は、多人数向けホテル、DX の推進によるセルフ・ホスピタリティの追求といった特徴のあるコンセプトでホテルを開発しており、新しく開業したホテルでも稼働率は順調に上昇していると推定される。

図表 25. 訪日外客数の推移(月次)



出所：観光庁(「訪日外客統計」2025 年 11 月 18 日発表資料)よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 26. 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」2025 年 11 月 28 日発表資料)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）

ホテル事業の発端は荒川区町屋の賃貸マンションでの宿泊施設運営

ホテル事業の発端は、現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で宿泊施設を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。

「fav」の4つの特徴

地方創生のコンセプトにも乗り、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。同社のブランドは「fav（ファブ）」で、1) 標準客室面積は35㎡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、という4点に特徴がある。

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関わらず、3人以上の部屋の数全体の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。

徹底した省人化で客単価を抑制

「fav」では、DXによる徹底した省人化によって、客単価の抑制を実現している。

フロントに人員はおらず、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を導入している。無人の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が多い。また、部屋の清掃などはリクエストベースで行い、しかも有料である。そして、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。通常のホテルでは稼働率50-60%がGOP（営業総利益）ベースの損益分岐点であるが、「fav」は20%未満のため、COVID-19の影響が出ていた時期でも、すべてのホテルで黒字を維持したとのことである。

スタイリッシュなデザイン

「fav」はスタイリッシュで「カッコいい」ホテルを標榜しており、デザインも徹底してこだわっている。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。

5つのホテルブランドを展開

同社は、「fav」のほか、「FAV LUX（ファブラックス）」、「seven x seven（セブンバイセブン）」、「BASE LAYER HOTEL」、「edit x seven（エディットバイセブン）」といったブランドを有している。

「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。「seven x seven」は、ハイエンドラインとして、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。「seven x seven」は、デザインの分野で国際的な権威のある「Graphis Design 2026 Awards」のブランディング・システム部門で金賞を受賞するなど高い評価を受けている（ホテルがこの賞を受賞するのは史上初のことである）。

「BASE LAYER HOTEL」は、用途、年齢、性別、国籍を問わずに新鮮な宿泊体験を提供するカルチャー特化型ビジネスホテルである。「edit x seven」は、「seven x seven」の世界観を再編集したもので、自由で本質的な滞在をコンセプトとしている。

開業済のホテルの多くが霞ヶ関ホテルリート投資法人に組み込まれており、

開業済のホテル18件のうち15件は、2025年8月に上場した霞ヶ関ホテルリート投資法人（401A）に組み込まれ、運用フェーズに移行済みである。霞ヶ関ホテルリート投資法人からは、同社の連結子会社である霞ヶ関リートアドバイザーズ株式会社がアセットマネジメント業務を受託している。上場時点の物件数は15、総資産は492億円であり、パイプラインの物件数は41、事業

今後はアセットマネジメント報酬が見込まれる

規模は 1,973 億円を見込んでいる。これから、アセットマネジメント業務の受託を通じて、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 27. ホテル事業のパイプライン

	プロジェクト名	延床面積(m ²)	客室数	開業時期
	【開業済】			
1	fav 高松	1,937.49	41	2020 年11 月
2	fav 飛騨高山	1,696.26	38	2020 年10 月
3	fav 熊本	2,956.44	67	2021 年11 月
4	fav 伊勢	1,204.42	36	2021 年12 月
5	fav 広島スタジアム	1,258.47	33	2022 年08 月
6	fav 函館	1,377.31	30	2022 年08 月
7	fav 鹿児島中央	2,226.03	51	2022 年11 月
8	fav 広島平和大通り	2,461.61	51	2022 年12 月
9	fav 東京 西日暮里	719.94	24	2022 年12 月
10	fav 東京 両国	729.13	19	2023 年03 月
11	FAV LUX 飛騨高山	2,869.68	53	2023 年08 月
12	FAV LUX 長崎	2,530.55	52	2024 年02 月
13	seven x seven 糸島	3,386.74	47	2024 年04 月
14	FAV LUX 鹿児島天文館	3,427.20	63	2024 年12 月
15	seven x seven 石垣	11,058.04	121	2024 年09 月
16	FAV LUX 札幌すすきの	4,230.32	84	2025年7月
17	BASE LAYER HOTEL名古屋錦	4,105.75	186	2025年7月
18	edit x seven 富士御殿場	3,627.38	49	2025年9月
	【開発中】			
19	edit x seven 瀬戸内小豆島	4,600	45	2026年3月
20	HOTEL FORK & KNIFE Miyajima	4,404	34	2026年3月
21	BASE LAYER HOTEL 福岡	3,273	126	2026年4月
22	神戸ホテルリブランドプロジェクト	3,543	計画中	2026年夏
23	名古屋中区ホテルリブランドプロジェクト	7,461	計画中	2026年冬
24	六本木ホテルリブランドプロジェクト	1,628	計画中	2026年冬
25	宇治山田ホテルプロジェクト	2,919	49	2026年冬
26	長崎ホテルリブランドプロジェクト	7,181	計画中	2027年冬
27	由布院ホテルプロジェクト	7,691	39	2027年春
28	淡路島洲本ホテルプロジェクト	4,970	59	2027年春
29	名古屋丸の内ホテルプロジェクト	2,803	59	2027年春
30	渋谷区ホテルプロジェクト	953	23	2027年春
31	金沢市片町ホテルプロジェクト	3,760	59	2027年春
32	旭川ホテルプロジェクト	3,309	64	2027年夏
33	松山一番町ホテルプロジェクト	3,473	66	2027年冬
34	島根出雲ホテルプロジェクト	4,558	96	2028年冬
35	仙台青葉通りホテルプロジェクト	3,367	70	2028年冬
36	浅草雷門ホテルプロジェクト	1,122	32	2028年夏
37	熱海銀座町ホテルプロジェクト	2,663	46	2028年夏
38	大阪本町ホテルプロジェクト	5,615	117	2028年夏
39	銀座8 ホテルプロジェクト	2,437	28	2028年秋

40	FAV LUX 宮崎	2,495	41	2026年夏
41	大阪日本橋ホテルプロジェクト	2,421	54	2028年初頭
プロジェクト名		延床面積(m ²)	客室数	開業時期
【計画中】				
42	小豆島小部ホテルプロジェクト	計画中	計画中	計画中
43	箱根強羅ホテルプロジェクト	計画中	計画中	計画中
44	宮古島西浜ビーチホテルプロジェクト	計画中	計画中	計画中
45	富士河口湖ホテルプロジェクト	計画中	計画中	計画中
46	宮古伊良部島ホテルプロジェクト	計画中	計画中	計画中
47	鎌倉雪ノ下ホテルプロジェクト	計画中	計画中	計画中
48	群馬草津ホテルプロジェクト	計画中	計画中	計画中
49	那覇市樋川ホテルプロジェクト	計画中	計画中	計画中
50	南紀白浜ホテルプロジェクト	計画中	計画中	計画中
51	名古屋市中区リブランドプロジェクトⅡ	約 4,900	計画中	計画中

注：延床面積の(m²)は四捨五入。客室数の単位は室

スケジュール・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

12. ヘルスケア事業

ホスピス住宅を中心に展開

同社は、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。2025年11月時点で、札幌市の2件と東京都内の5件が開業しており、11件のプロジェクトが進行している。

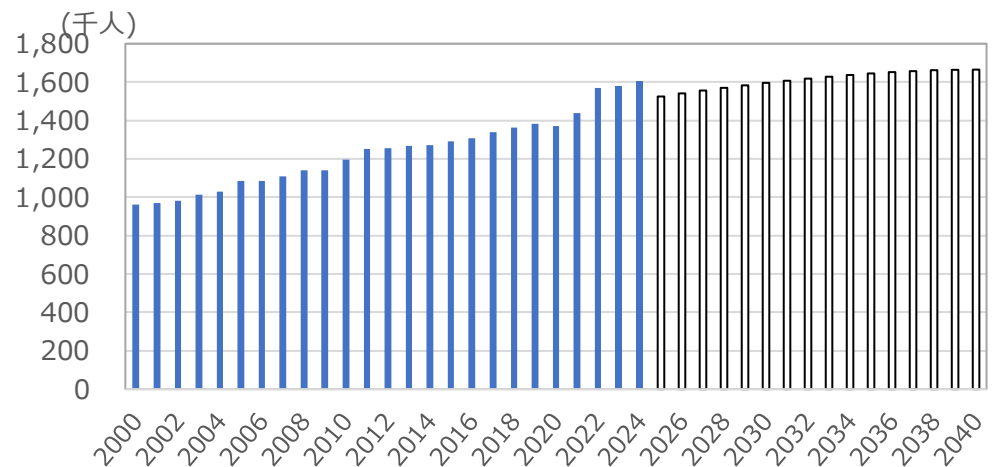
社会的なニーズが強い一方で ホスピス住宅の供給が足りない

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通しによれば、2040年には年間169万人に達するとされる。死因としてはがん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ものの、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。対してホスピス住宅は、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。

図表 28. 日本の死亡者数の推移



出所：2024 年までは厚生労働省「人口動態総覧」(2025 年 9 月 16 日発表)、2025 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。6 月には、札幌を地盤とし、有料老人ホームやデイサービスなどを運営するきずな社に 20%の出資を発表した。同社の第 1 号案件である澄川ホスピスや、札幌中央ホスピスの運営は、きずな社が行っている。

また、同社は、「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。現在は 5 件が開業済みとなっている。このように、同社では、ホテルや物流と同様に、川下の運営まで深く関わることになる。

好立地で居心地のよいホスピス住宅を開発

同社のホスピス住宅は、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。同社によれば、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である。

図表 29. ホスピス住宅のパイプライン

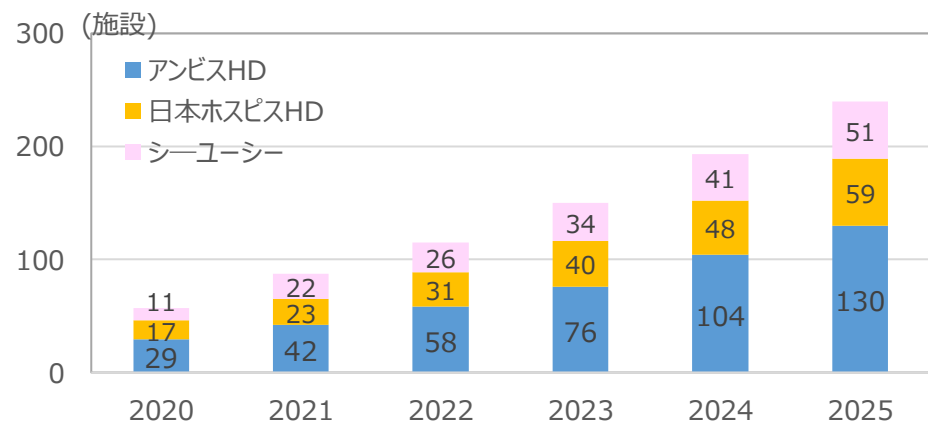
	所在地	施設名	状況	延床面積	部屋数	開業時期
1	北海道札幌市南区	澄川ホスピス	開業済	1,539	37	2022年7月
2	東京都調布市	CLASWELL 仙川	開業済	3,019	69	2023年7月
3	北海道札幌市中央区	札幌中央ホスピス	開業済	2,982	60	2024年4月
4	東京都板橋区	CLASWELL 小竹向原	開業済	2,286	59	2024年11月
5	東京都新宿区	CLASWELL 信濃町	開業済	1,763	48	2025年2月
6	東京都練馬区	CLASWELL 下石神井	開業済	2,059	50	2025年3月
7	東京都港区	CLASWELL 白金台	開業済	1,806	45	2025年11月
8	東京都府中市		開発中	2,356	47	2025年12月
9	埼玉県さいたま市②		開発中	2,992	58	2026年1月
10	埼玉県さいたま市①		開発中	2,628	60	2026年1月
11	大阪府豊中市		開発中	2,435	56	2026年2月
12	大阪府吹田市		開発中	2,128	56	2026年春夏
13	福岡県福岡市		開発中	2,369	51	2026年夏
14	東京都練馬区		開発中	2,363	57	2026年秋
15	東京都杉並区		開発中	2,149	50	2026年秋
16	兵庫県西宮市		開発中	2,201	44	2026年秋冬
17	神奈川県横浜市		開発中	2,555	51	2027年秋

注：延床面積の(㎡)は四捨五入。客室数の単位は室。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：会社資料よりストラテジー・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)の大手 3 社のホスピス住宅数合計は、2020 年の 57 施設から 2025 年には 240 施設へと急増している。3 社とも今後も大きく増加させる計画である。同社のホスピス住宅は急速に立ち上がっているとは言え、開発中を含めてもまだ 17 件と少なく、件数ベースのシェアは 7%程度である。市場全体が拡大していることを考慮すると、今後の拡大余地は非常に大きいと考えられる。

図表 29. 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 2025 年は会社予想ベース。
出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

13. 海外事業

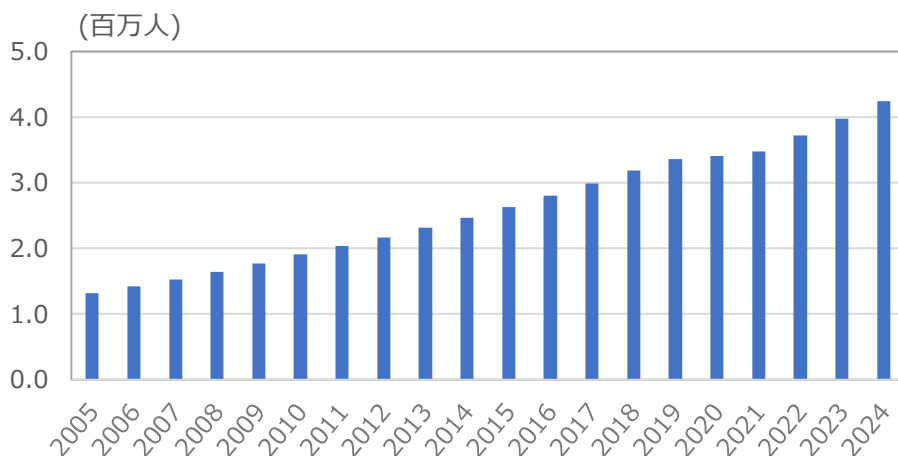
ドバイでは高級レジデンスに注力

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である。

次のステージとして、ドバイにてファンドを活用した開発事業に参入

ドバイにおいて、同社はこれまで、現地の不動産売買での知見を得ることに注力してきたが、次なる成長ステージに移行するべく、ファンドを活用した開発事業に参入していくとしている。その一環として、大東建託（1878 東証プライム）を共同パートナーとした覚書を締結し、既に第 1 号案件の開発用地を両社の合併会社に売却するなどの実績も出始めている。

図表 30. ドバイの人口推移



出所：Dubai Statistics Center(2025 年 10 月 24 現在)よりストラテジー・アドバイザーズ作成

14. 経営戦略論から導かれる模倣困難性

以下では、霞ヶ関キャピタルを経営戦略のアプローチで整理する。

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、同社が採る戦略は、(2) 差別化戦略と言える。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ていないものを提供することを基本的な考え方に据えている。長期滞在型の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多人数向けホテルに特化する形で事業を行ってきた。また、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い中で目を付けて先行してきた。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するというのは大きな差別化要因となる。ポーターが挙げている製品（サービス）設計の差別化とも言える。

リソース・ベースト・ビューに注目

ただし、多人数向けホテル、冷凍冷蔵倉庫、ヘルスケア（ホスピス住宅）のいずれもが、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、差別化要因は剥落してくる可能性がある。

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・ベースト・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人たちにより醸成される企業文化

同社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て、有望なものは自ら実践する、という企業文化に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、ほぼオーガニックに急激な成長を遂げてきた同社は、そうした人材と企業文化による模倣困難性が確立しつつあると言えるであろう。以下で具体的に見てみたい。

15. 模倣困難性の源泉と「企業の DNA」

同社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) 多様で優秀な人材、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。

1) ユニークなビジネスモデルとその成功要因

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、粗利益の 60%弱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。ここでは、（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って開発ファンドの組成・売却が順調にできること、が鍵となる。

土地の仕入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、同社の担当者は全国を幅広く訪れ、土地の情報を得て、各地の不動産業者などともネットワークを構築してきた。

このため、特に地方では、地元の業者から同社に有望な土地の情報が多く入ってくるとのことである。地元の業者にとっても物件規模が大きいだけに金額の張る仲介手数料が入るため、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生まれているとみられる。

多様な人材がユニークな発想で企画

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ていないもの、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、多人数向けホテル、冷凍冷蔵倉庫、ホスピス住宅の 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、短期間でこれらの分野での知見や専門性を会社として取得したり、人材を集めたりできているとみられる。

実績によって更に強まる投資家との信頼関係

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。不動産や電鉄、建設会社などの事業会社は、こうした物件への投資を探っており、金融機関もまた低金利下におけるオルタナティブ投資の対象として、不動産ファンドへの投資を考えているとみられる。

加えて、同社の案件は、地方創生にも貢献する多人数向けホテル、フロンや代替フロンを置き換える自然冷媒を用いた環境に良い冷凍冷蔵倉庫、高齢化で社会ニーズが強いホスピス住宅、といういずれも社会課題に対応するものであることから、サステナビリティが重要となっている昨今では、投資家の関心もひきやすく、出資を得られやすいとみられる。

様々なバックグラウンドを持つ人材が集結

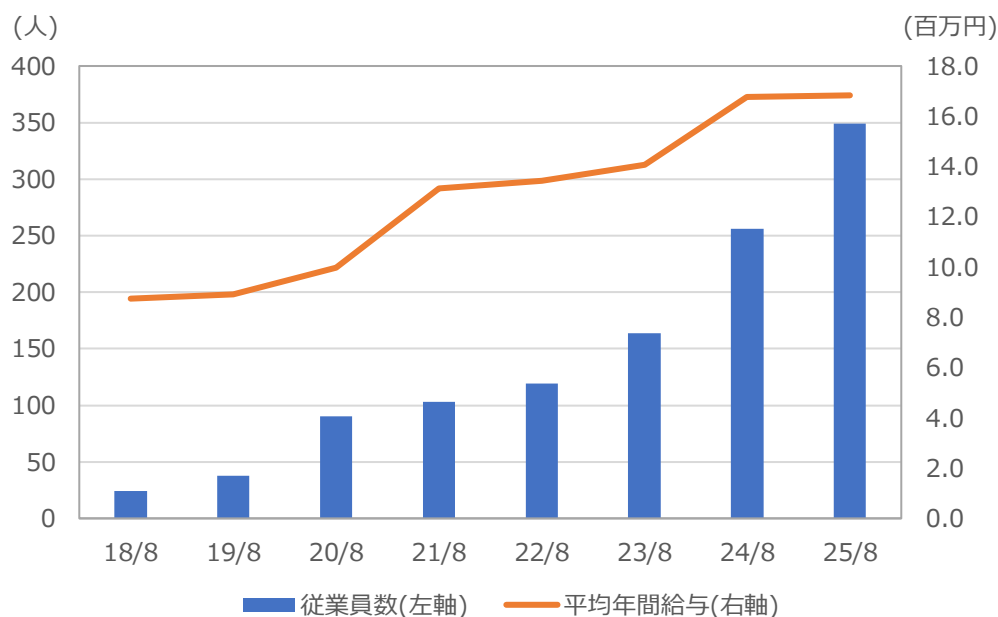
2) 優秀な人材

同社の従業員は、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、25/8 期には 1,683 万円となっている。25/8 期末の従業員は連結で 727 名、単体で 349 名、単体の従業員の平均年齢は 37.5 歳である。

社員 100 人以上の上場企業を対象としたダイヤモンドオンラインの「年収が高い会社ランキング 2025」によると、同社は 10 位に入っている（ランキングでは 24/8 期の 1,677 万円が使われている）。これは、3 位のヒューリック（3003 東証プライム）の 2,035 万円（平均年齢 38.9 歳）、7 位の三井不動産（8801 東証プライム）の 1,756 万円（平均年齢 42.4 歳）には及ばないものの、28 位の三菱地所（8802 東証プライム）の 1,347 万円（平均年齢 40.5 歳）は上回っている（同社以外はいずれも 25/3 期）。各領域で専門性の高い優秀な人材を集めることができている要因の一つと考えられる。

図表 31. 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

人材がさらに多様化

19/8 期末と 22/8 期末の本社従業員の出身業界を比較すると、19/8 期末は、金融機関やファンド等の出身者が多かったのに対し、22/8 期末では不動産業界とその他事業会社からの人員が大幅に増加している。さらに、ビジネス SNS のウオントッドリー（3991 東証グロース）のサイトの同社のページには、「外資系不動産ファンド、金融機関、証券会社、国内大手事業会社、コンサルティングファーム、デザイナー、一級建築士、総合商社出身者など様々な専門性を持つ人が入社してきている」とある。取り扱う物件の増加に伴い、土地の開発プラン策定やプロジェクトマネジメントなどの業務を担える人材が増えていること、アセットタイプも増える中で事業会社からの人材も増えている

ことが推察される。事業会社は様々な業種を含んでいるとみられることから、人材の多様化も進んでいるものとみられる。

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点とのことである。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、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である。組織が縦割りにならないよう、人事異動も比較的頻繁に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ことがうかがえる。

突破力のある人材

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。

3) 経営理念・行動指針

経営理念：「その課題を、価値へ」

同社の経営理念は、「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、不動産ファンド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、多様な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ことを意識している、という点で非常にユニークな企業と言える。

行動指針：「速く。手堅く。力強く」

同社の行動指針は、「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。

経営陣のシンプルでぶれない信念

これらの考えには、経営陣のぶれ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え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。このような考えに共感する人たちが集まっているので、企業に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、社員の発想や提案も尊重されている

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。現在の主力である多人数向けホテル、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ごととして捉えてほしいという経営トップの考えが表れている。

経営陣の理念や方針は企業文化として浸透

2025年8月末時点で、従業員数は349名(単体)まで増えており、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た。既に、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。

5) 「企業 DNA」は「ファンドを活用した最適化の追求」

「企業の 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、それらが企業の模倣困難性あるいは競争優位性の源泉になることが多い。「企業の 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ストラテジー・アドバイザーズでは考えている。

「企業の DNA」は「ファンドを活用した最適化の追求」

同社の「企業の DNA」は、「ファンドを活用した最適化の追求」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も再生エネルギー、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想いは、社会的ニーズと供給のギャップ、業界慣習と効率化のギャップ、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づいているように思われる。

リスクを抑えながら広く社会課題に向き合う

ファンドの活用は、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アセットタイプが上手くいかなかった場合でも、進路変更が比較的容易であろう。同時に、社会の課題に着目していろいろなビジネスチャンスを探索する同社の姿勢は、持続的な成長を可能にすると考えられる。

図表 32. 損益計算書 (通期ベース)

(百万円)

決算期	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	26/8CoE
売上高	8,008	14,295	20,780	37,282	65,685	96,501	150,000
(前期比)	49.6%	78.5%	45.4%	79.4%	76.2%	46.9%	55.4%
売上原価	5,693	9,885	14,601	27,183	47,125	60,065	
売上総利益	2,315	4,410	6,178	10,099	18,559	36,436	
(売上総利益率)	28.9%	30.8%	29.7%	27.1%	28.3%	37.8%	
販売費及び一般管理費	1,989	3,081	4,036	5,656	10,022	17,502	
営業利益	326	1,328	2,141	4,442	8,537	18,933	26,500
(前期比)	-53.4%	307.4%	61.2%	107.5%	92.2%	121.8%	40.0%
(売上高営業利益率)	4.1%	9.3%	10.3%	11.9%	13.0%	19.6%	17.7%
営業外収益	8	7	84	249	347	237	
受取利息配当金	3	0	3	3	5	150	
営業外費用	154	299	493	572	1,025	2,036	
支払利息割引料	83	175	337	370	667	1,314	
経常利益	180	1,037	1,732	4,119	7,860	17,134	24,000
(前期比)	-71.8%	476.1%	67.0%	137.8%	90.8%	118.0%	40.1%
(売上高経常利益率)	2.2%	7.3%	8.3%	11.0%	12.0%	17.8%	16.0%
特別利益	218	675	89	45	498	94	
特別損失	201	676	275	191	312	69	
税金等調整前当期純利益	197	1,035	1,546	3,973	8,045	17,159	
(前期比)	-69.2%	425.4%	49.4%	157.0%	102.5%	113.3%	
(売上高税引前利益率)	2.5%	7.2%	7.4%	10.7%	12.2%	17.8%	
法人税等	73	245	508	1,487	2,627	5,800	
(法人税等の負担率)	37.1%	23.7%	32.9%	37.4%	32.7%	33.8%	
当期純利益	123	789	1,038	2,486	5,417	11,359	
非支配株主に帰属する当期純利益	0	0	20	435	397	1,109	
親会社株主に帰属する当期純利益	134	793	1,018	2,050	5,020	10,250	16,500
(前期比)	-69.2%	491.8%	28.4%	101.4%	144.9%	104.2%	61.0%
(売上高当期純利益率)	1.7%	5.5%	4.9%	5.5%	7.6%	10.6%	11.0%
EPS (円)	10.8	60.7	66.4	126.6	270.8	520.4	692.9

注：26/8 期会社予想の EPS は 2025 年 10 月に実施した資金調達で増加した 4,000,000 株を含めて計算。

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 33. 貸借対照表 (通期ベース)

(百万円)

決算期	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8
流動資産	7,125	10,705	25,759	37,350	67,066	87,339
現金及び預金	2,179	3,607	5,393	5,897	11,064	24,016
売上債権	29	137	233	265	1,203	1,417
棚卸資産	3,920	5,141	18,704	29,410	48,670	53,321
貸倒引当金 - 流動	0	0	-8	-13	-16	-26
その他流動資産	997	1,820	1,437	1,791	6,145	8,611
固定資産	1,312	4,321	4,666	6,418	10,474	34,241
有形固定資産	774	3,276	3,236	2,382	4,488	12,914
無形固定資産	21	76	74	78	778	798
投資その他資産	517	968	1,356	3,956	5,207	20,528
資産合計	8,440	15,040	30,437	43,780	77,549	121,688
流動負債	2,593	4,139	13,889	16,166	22,130	40,005
買入債務	0	0	0	0	0	0
有利子負債	2,054	2,726	11,874	13,023	16,227	27,630
その他	539	1,413	2,015	3,143	5,903	12,375
固定負債	1,973	5,994	7,187	15,932	27,678	43,488
有利子負債	1,920	4,779	6,532	15,260	25,660	41,238
繰延税金負債	0	398	348	358	1,177	436
その他	53	817	307	314	841	1,814
純資産	3,873	4,906	9,360	11,681	27,739	38,193
株主資本	3,863	4,833	9,218	11,106	27,125	36,210
資本金	1,586	1,643	3,514	3,549	9,287	9,523
資本剰余金	1,495	1,561	3,438	3,453	9,206	9,478
利益剰余金	914	1,644	2,529	4,145	8,673	17,251
その他の包括利益累計額	-3	-1	-21	-56	-274	-39
新株予約権	12	46	80	134	180	442
非支配株主持分	0	28	82	496	708	1,580
負債純資産合計	8,440	15,040	30,437	43,780	77,549	121,688
自己資本	3,860	4,832	9,197	11,050	26,851	36,171

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 34. キャッシュ・フロー計算書 (通期ベース)

(百万円)

決算期	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8
営業活動によるキャッシュ・フロー						
税金等調整前当期純利益	197	1,035	1,546	3,973	8,045	17,159
減価償却費・のれん償却費	148	199	269	300	536	979
仕入債務の増減額	104	-106	-96	-31	-636	-196
棚卸資産の増減額	376	322	-12,812	-9,399	-10,014	-2,641
その他営業キャッシュ・フロー	-540	-478	-596	-2,576	-6,377	-8,408
合計	285	972	-11,689	-7,733	-8,446	6,893
投資活動によるキャッシュ・フロー						
有形固定資産の取得による支出	-109	-1,664	-203	-465	-1,899	-6,497
有形固定資産の売却による収入	8	0	9	15	54	511
無形固定資産の売却による収入	-10	-8	-4	-15	-249	-151
投資有価証券の取得による支出	-76	-61	-264	-702	-2,419	-5,526
投資有価証券の売却による収入	0	0	0	8	386	9
その他投資キャッシュ・フロー	-259	92	26	6	-682	-6,904
合計	-446	-1,641	-436	-1,153	-4,809	-18,557
財務活動によるキャッシュ・フロー						
短期有利子負債の純増減額	1,138	46	1,526	3,126	4,367	2,832
長期有利子負債の純増減額	-1,525	2,060	9,343	6,920	4,137	-533
株式発行	2,312	0	3,568	0	10,894	0
自己株式の取得による支出	-199	0	-321	-178	0	0
配当金の支払額	-55	-63	-132	-240	-489	-1,671
その他財務活動キャッシュ・フロー	-3	152	-83	-318	-496	24,070
合計	1,668	2,195	13,901	9,310	18,413	24,698
現金及び現金同等物に係る換算差額	-4	0	10	79	4	-78
現金及び現金同等物の増加額	1,503	1,527	1,786	502	5,163	12,955
現金及び現金同等物期首残高	572	2,075	3,603	5,390	5,893	11,056
連結範囲変更の影響	0	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物期末残高	2,075	3,603	5,390	5,892	11,056	24,011
フリーキャッシュフロー	-161	-669	-12,125	-8,886	-13,255	-11,664

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレーマー

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