

26/8期 Q1 決算は概ね順調に推移

霞ヶ関キャピタル（以下、同社）の26/8期第1四半期（以下、Q1）決算は、売上高が前年同期比86.5%増の284.6億円、営業利益が同5.2%減の28.1億円、親会社株主に帰属する当期純利益が同1.6%増の20.3億円と、大幅な増収ながら利益の伸びは小幅となった。26/8期通期会社予想に対して売上高で19.0%、営業利益で10.6%の進捗率だが、会社予想線通りの推移だったとみられる。

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165.0億円であり、Q1決算時点では期初計画は据え置かれている。

棚卸資産は25/8期末の533億円に対してQ1末は599億円へ増加した。契約前の物件に対する手付金等からなる前払金はこの間、31.9億円から37.2億円へ増加しており、土地等の物件の仕入れは順調に増加しているとみられる。

2025年以降の同社の株価は、同社固有の業績動向に加え、外部環境の急変や資本政策に関するイベントの影響で大きく変動した。中でも、2025年10月に公募増資の実施が発表されると、株価は調整局面に入った。業績動向そのものよりも、資本政策を巡る需給要因が株価形成に影響した局面と考えられる。なお、この公募増資は実施前比で約24%の希薄化につながったが、約345億円の調達資金は26/8期中の物件取得等に充てるとしている。

同社の株価は、日米の経済政策や金利動向などを背景に、短期的には株式市場全体の影響を受ける局面も想定される。ただし、既存事業の大半は内需型ビジネスが中心であることに加え、冷凍冷蔵倉庫やホテルなどの複数の独自成長ドライバーを有していることから、同社の業績は外部環境の影響を相対的に受けにくい構造にあるという見方は変わらない。

足元のバリュエーションは、2025年11月のファイナンス実施に伴う希薄化懸念から株価が調整している影響もあり、過去の評価レンジや同業他社との比較では高い水準にあるとはいえない。今後の株価形成においては、同社の株式の個別性が強いことから、市場全体の動向以上に、26/8期会社予想として掲げられている当期純利益165億円の達成確度が重要な焦点となろう。開発用地の売却や案件進捗に関する開示を通じて業績達成への確信度が高まる過程で、調整局面にある株価が再評価される局面に入る可能性もあろう。

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(2/16)	7,390
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)	24.5
時価総額(十億円)	181.1
EV(十億円)	227.5
自己資本比率(25/8、%)	29.7
ROE(25/8、%)	32.5
PER(26/8 会予、倍)	11.0
PBR(25/8 実績、倍)	4.0

注：高値、安値は終値ベース。

2025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)
25/8 Q1	15,264	26.2	2,970	355.3	2,882	632.6	2,002	790.3	101.78	-
26/8 Q1	28,465	86.5	2,814	-5.2	2,974	3.2	2,034	1.6	98.76	-
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	694.4	165.0

注：25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

1. 26/8期 Q1 決算.....	3
2. 主要事業の最近の動向.....	6
3. 業績見通し	8
4. 最近のトピックス.....	9
5. 株価の動向と見通し.....	10
6. エクイティストーリー	15

1. 26/8 期 Q1 決算

26/8 期計画に対する進捗率は低く見えるものの、総じて順調な進捗

霞ヶ関キャピタル（以下、同社）の 26/8 期第 1 四半期（以下、Q1）決算は、売上高が前年同期比 86.5%増の 284.6 億円、営業利益が同 5.2%減の 28.1 億円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 1.6%増の 20.3 億円と、大幅な増収ながら利益の伸びは小幅となった。

26/8 期通期会社予想に対する進捗率は、売上高が 19.0%、営業利益が 10.6%であった。25/8 期においても、期初計画に対する Q1 の進捗率は売上高で 16.1%、営業利益で 18.0%であり、その後通期実績は期初計画を上回って着地した。同社では、26/8 期は例年以上に収益が第 4 四半期（以下、Q4）に偏重する計画としており、これらを考慮すると、見た目の進捗率に過度に心配する必要はないと考えられる。

図表 1. 26/8 期 Q1 決算概要

(百万円)	25/8Q1	通期比 進捗率	26/8Q1 (A)	前期比	進捗率 (A)/(B)	26/8CoE (B)	前期比
売上高	15,264	15.8%	28,465	86.5%	19.0%	150,000	55.4%
売上総利益	6,460	17.7%	8,217	27.2%	-	-	-
売上総利益率	42.3%	-	28.9%	-	-	-	-
販管費	3,490	19.9%	5,402	54.8%	-	-	-
営業利益	2,970	15.7%	2,814	-5.2%	10.6%	26,500	40.0%
営業利益率	19.5%	-	9.9%	-	-	17.7%	-
経常利益	2,882	16.8%	2,974	3.2%	12.4%	24,000	40.1%
当期純利益	2,002	19.5%	2,034	1.6%	12.3%	16,500	61.0%

注：25/8Q1 の通期比進捗率は 25/8 期実績に対する比率。期初計画に対する進捗率ではない。
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

アセットミックスの変化の影響で Q1 の売上総利益は前年同期比で大幅増加も、売上総利益率は低下

Q1 の売上総利益 82.1 億円は、前年同期比 27.2%増と大きく拡大したが、売上総利益率は 28.9%と、前年同期の 42.3%に対して 13.4%ポイントの減少となった。

同社の売上総利益率は、四半期別で大きく変動する。その四半期でどのタイプのアセットを売却するかに大きく影響を受けるためである。同社の場合、ホテル関連の売却案件は相対的に売上総利益率が高く、物流関連の売却案件は相対的に売上総利益率が低くなる傾向がある（その分規模は大きくなる傾向にある）。

25/8 期 Q1 はホテル関連の案件の売却が多かったのに対し、今 Q1 は物流関連の案件のウェイトが高かった。その結果、Q1 の売上総利益の額は前年同期比で増加したものの、売上総利益率が低下した。

なお、Q1 の売上総利益に貢献した物件のうち、会社からリリースされた主要物件は、図表 2 の通りと考えられる。ホテル事業での大阪日本橋のホテル開発用地の売却、取得した名古屋市中区の既存ビジネスホテルの土地部分の売却や、海外事業でのドバイにおける 1 件のレジデンスの開発用地の売却があった。その他、非開示の物流案件の売却があった模様である。

図表 2. 第 1 四半期の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
26/8 期 Q1	2025/9/19	ドバイの開発プロジェクト「Emerald Hills」の開発用地売却	海外
	2025/10/15	大阪日本橋ホテルプロジェクト開発用地売却	ホテル
	2025/11/28	愛知県名古屋市中区既存ビジネスホテルの土地売却	ホテル

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

海外事業ではドバイで 1 件の売却

販管費が大幅増加したのは増員が 主要因

円安の進行で為替差益が発生

実質的な分も含めて棚卸資産は 順調に増加

海外事業については、ドバイにおいて、Q1 に 1 件のレジデンスの開発用地の売却があった。

販売費及び一般管理費は前年同期比 54.8%増の 54.0 億円となった（前年同期は 34.9 億円）。増員による人件費増加と、オフィス増床による賃料の増加が主な要因であった。広告宣伝費は前年同期並みであった模様である。

営業外収益として為替差益が 6.7 億円発生した（前年同期は 2.6 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る要因が主なものであるが、2025 年後半に円安に振れて差益が拡大したものと推定される。

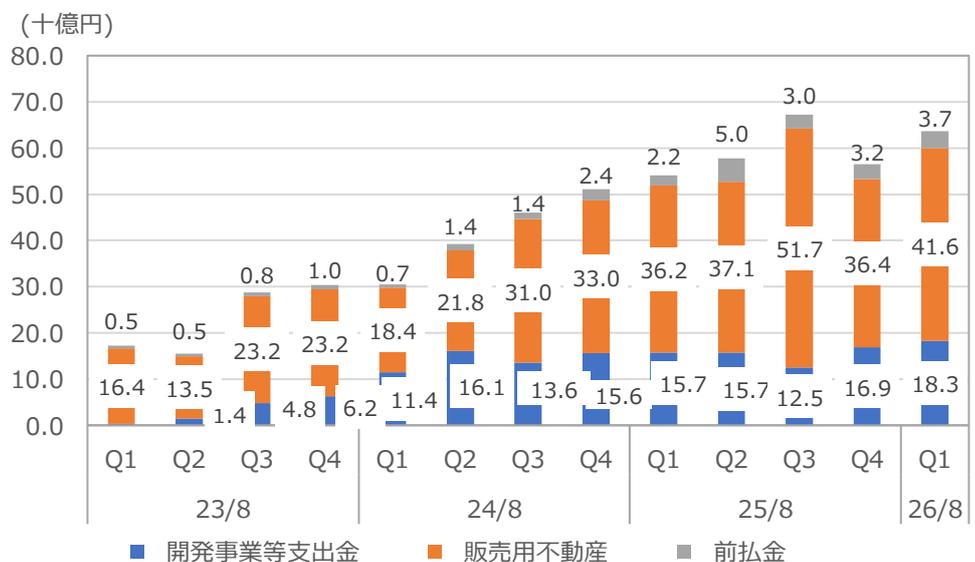
また、法人税等の負担率は 31.0%と前年同期の 30.2%から若干上昇したものの、平常水準を維持している。

26/8 期 Q1 期末の棚卸資産は 599.1 億円(うち販売用不動産 416.3 億円、開発事業等支出金 182.8 億円)と、25/8 期末の 533.2 億円(同 363.8 億円、169.4 億円)から 65.9 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 37.2 億円となり、25/8 期末の 31.9 億円から 5.2 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る。

なお、同社によると、26/8Q1 期末の有形固定資産 158 億円のうち約 100 億円は事実上の販売用不動産とのことである（25/8 期末では有形固定資産 129 億円のうち約 90 億円が該当）。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、残された建物はリノベーション期間中自社で保有することがある。この建物もリノベーション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、25/8 期 Q2 末の 5,982 億円から 6 か月間で 654 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）



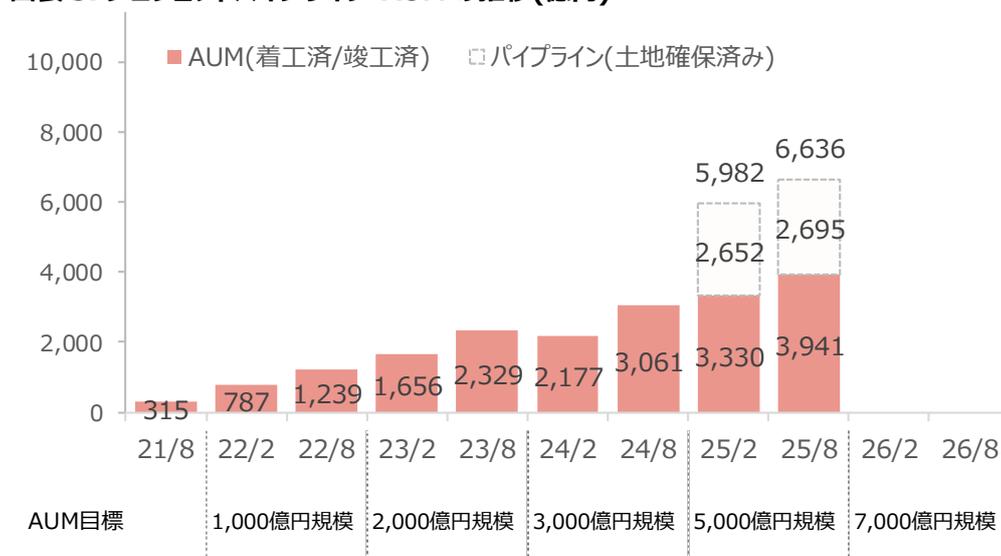
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 4. プロジェクトパイプライン・AUM の動向

(億円)	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		
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	8	156	19.5	9	257	28.6	101	64.7%
海外事業								
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)



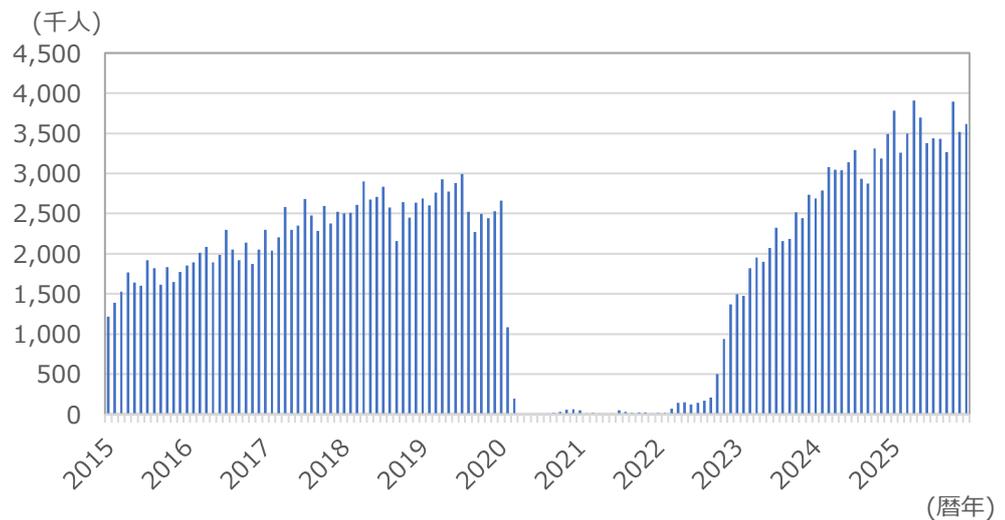
出所：会社資料

2. 主要事業の最近の動向

ホテル事業を取り巻く好調な
ファンダメンタルズは不変

日本政府観光局（JNTO）によると、日本を訪れる訪日外客数は、2025年1～12月累計で前年同期比15.8%増の4,268万人に達するなど、過去最高水準での推移を続けている。中国政府による日本への渡航勧告による影響が懸念された12月でも前年同月比3.7%増と過去最高となった。為替が円高に大きく振れるといった変化がなければ、ホテル事業を取り巻く好調なファンダメンタルズ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 6. 訪日外客数の推移(月次、2025年12月まで)



出所：観光庁資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

J-REIT 上場の霞ヶ関ホテルリート
投資法人は順調に稼働

2025年8月に東京証券取引所不動産投資信託証券市場に上場した霞ヶ関ホテルリート投資法人（401A）は、15物件、資産規模492億円でスタートした。組み込まれたホテルは順調に稼働している。

2025年8月～12月の5か月間の客室稼働率は78.3%、ADR（平均客室販売単価）は26,640円、RevPAR（1日当たり販売可能客室数当たり宿泊売上高）は20,945円である（いずれも、変動賃料導入済みの11物件における実績値月別データの単純平均）。組み入れ前の2024年4月～2025年3月の数値（ADR25,858円、客室稼働率65.4%、RevPAR16,911円）をすべて上回っており、アップサイドで進んでいる状況がうかがえよう。

同社の子会社は、霞ヶ関ホテルリート投資法人からアセットマネジメント業務を受託している。そのため、今後は新たな物件組み入れの際の成功報酬のほか、安定したアセットマネジメント報酬も入る見込みである。

前期の冷凍冷蔵倉庫特化型の私募
ファンド組成が意味するのは、物流
事業におけるビジネスモデルの完成

物流事業において、環境配慮型の冷凍冷蔵倉庫に特化した私募ファンド「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。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、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。

同社のビジネスモデルの特徴のひとつは、開発ファンドへの売却、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、コアファンドへ売却する際の成功報酬、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ことである。当ファンドの運用は、霞ヶ関ホテルリート投資法人を有するホテル事業と同じく、物流事業において、同社のビジネスモデルがトラックレコードを伴う形で完成したことを意味しているとともに、今後も同様のファンドが組成され、同社の成長に寄与していくことに対する期待を高めるものである。

図表 7. 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 仙台泉 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(m ²)	3,736.58	5,804.73	10,917.23	23,849.8	17,991.25	4,793.73	7,293.44	15,135.31
延床面積(m ²)	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。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

物流事業での取り組み(1) : マレーシアでの物流事業

加えて、物流事業では現在 2 つの取り組みが進んでいる。

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。敷地面積は 12,262 m²、延床面積は 11,453 m²を計画しており、開発開始は 2026 年 10 月、竣工・売却は 2028 年 12 月以降を予定している。

物流事業での取り組み(2) : 「ファクトリー&ロジスティクスパーク」

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。

3. 業績見通し

26/8 期は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。

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 5 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 25/8 期ほどの成功報酬は見込まず

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 8. 物件の主な仕入状況

	リリース	不動産取得	事業
26/8 期 Q1	2025/10/15	大阪日本橋ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2025/11/17	埼玉県入間郡三芳町冷凍自動倉庫開発用地	物流
	2025/11/21	神奈川県厚木市冷凍自動倉庫開発用地	物流
	2025/11/25	埼玉県坂戸市既存ドライ倉庫	物流
	2025/11/28	愛知県名古屋市中区既存ビジネスホテル（土地建物）	ホテル
26/8 期 Q2	2025/12/12	博多駅南ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2025/12/23	岡山日生ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2025/12/23	宮崎青島ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2026/1/23	京都府京都市伏見区冷凍冷蔵倉庫開発用地	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

図表 9. 四半期別の収益動向

(百万円)	24/8				25/8				26/8
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
売上高	12,094	8,723	12,778	32,090	15,264	18,486	16,799	45,952	28,465
売上原価	9,482	5,039	8,711	23,893	8,803	12,453	8,094	30,715	20,247
売上総利益	2,611	3,685	4,066	8,197	6,460	6,033	8,706	15,237	8,217
売上総利益率	21.6%	42.2%	31.8%	25.5%	42.3%	32.6%	51.8%	33.2%	28.9%
販売管理費	1,958	2,346	2,415	3,303	3,490	4,197	4,141	5,674	5,402
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%	19.0%
営業利益	652	1,339	1,652	4,894	2,970	1,835	4,565	9,563	2,814
売上高営業利益率	5.4%	15.4%	12.9%	15.3%	19.5%	9.9%	27.2%	20.8%	9.9%
営業外収支	-259	207	271	-897	-88	-563	-821	-327	160
金融収支	-132	-126	-170	-234	-253	-238	-262	-411	-462
為替差損益	-53	381	548	-569	261	-185	-497	254	678
その他	-74	-48	-107	-94	-96	-140	-62	-170	-56
経常利益	393	1,547	1,921	3,999	2,882	1,272	3,744	9,236	2,974
売上高経常利益率	3.2%	17.7%	15.0%	12.5%	18.9%	6.9%	22.3%	20.1%	10.4%
特別利益	19	237	8	234	92	-4	0	6	5
特別損失	0	0	0	312	0	3	20	46	51
税前利益	413	1,783	1,929	3,920	2,974	1,265	3,724	9,196	2,928
法人税等	157	653	470	1,347	898	798	1,139	2,966	908
(法人税等の負担率)	38.0%	36.6%	24.4%	34.4%	30.2%	63.1%	30.6%	32.3%	31.0%
当期純利益	224	1,068	1,335	2,393	2,002	451	1,600	6,197	2,034
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%	7.1%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

4. 最近のトピックス

2025年11月に大規模な資金調達を実施

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株の新株式発行と、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。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た。

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・売出価格となり、ファイナンスが実施された。公募増資実施前に比べて約24%の希薄化となった。

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、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と考えられる。

また、財務基盤も強化された。自己資本は 24/8 期末 268.5 億円、25/8 期末 361.7 億円に対し、26/8 期 Q1 末は 662.0 億円まで増加した。それに伴い、自己資本比率は 24/8 期末 34.6%、25/8 期末 29.7%から、26/8 期 Q1 末最高で 40.3%まで上昇した。

5. 株価の動向と見通し

2025 年の株価は大きく変動

2025 年に入って以降の同社の株価は、同社固有の業績動向に加え、外部環境の急変や資本政策に関するイベントの影響を受け、大きく変動する展開となった。

2025 年 4 月初旬には、米国トランプ政権による相互関税の発表を受けて、国内株式市場全体が急落する局面があった。同社においても、4 月 3 日に発表された 25/8 期 Q2 累計決算発表の直後であったことから、市場全体の下落と個別材料が重なり、株価は大きく調整した。4 月 7 日には TOPIX が前日比 7.9%下落する中、同社株価は同 12.5%下落し、4,795 円まで下落した（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）。

2025 年 4 月の下落の要因は短期業績への懸念が中心

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。やや物足りない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。

ただし、(1)はフロー収入を中心とする同社の収益構造に起因する四半期ごとの変動によるものであり、(2)についても前払金等を含めて考慮すれば、開発用地の手当は概ね計画通りに進捗していたと評価できる内容であった。結果として、通期業績に対する実質的なリスクは限定的であったと考えられる。

市場の落ち着きと業績への懸念払拭で株価は回復し、2025 年中盤は再度上昇基調へ

その後、市場全体の落ち着きとともに、こうした懸念は徐々に後退し、同社の株価は自律的な回復局面に入った。6 月には一時 7,000 円台を回復し、7 月 3 日に開示された 25/8 期 Q3 決算を受けて、業績に対する不透明感はほぼ解消された。翌 7 月 4 日には株価は 8,070 円まで急騰し、業績の進捗に対する市場評価が明確に改善した。

Q3 決算後は、多少の値動きを伴いながらも、株価は概ね上昇基調で推移した。事業の進捗が確認される中で、同社の中長期的な成長期待が改めて意識され、10 月には一時 10,000 円台に乗せる局面も見られた。

2025 年 10 月 24 日の公募増資の発表により株価は調整モードへ

一方、10 月 24 日（終値 9,890 円）に公募増資の実施が発表されると、短期的には株式の希薄化が嫌気され、株価は調整局面に入った。10 月最終週から 11 月にかけては、8,000 円台を中心とした水準で推移しており、業績動向そのものよりも、資本政策を巡る需給要因が株価形成に影響した局面と位置づけられる。

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 12.2 倍である。

2025 年 10 月のファイナンス実施が公表される前までの株価上昇局面では、同社の PER は過去の PER レンジにおいてボトム圏を明確に脱していた。一方、ファイナンス実施後は、株式の希薄化が短期的に嫌気されたことにより株価が調整し、結果として PER 水準も再び過去レンジの下限近辺、あるいはそれを下回る水準まで低下していると考えられる。

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相対的に受けにくい構造

マクロ環境については、国内外の政治・経済イベントや金融政策の動向により、株式市場全体が変動する可能性は引き続き存在する。米国トランプ政権の経済政策や金利動向、これまで株価が大きく上昇してきた AI 関連銘柄に対する過熱感の調整などは、日本株全体のセンチメントに影響を与え得る要因であり、同社株も短期的にはこれらの影響を受ける局面が想定される。

同社の海外での事業は、現時点ではドバイでの展開に限られており、既存事業の大半は内需型のビジネスが中心となっている。今後、ホテル事業の米国展開や物流事業の ASEAN 展開が本格化すれば、グローバル経済の変動を直接的に受ける度合いは徐々に高まっていくことが想定される。もともと、現時点では国内事業が業績の中核を占めており、冷凍冷蔵倉庫やホテルなどの複数の独自成長ドライバーを有していることを踏まえると、同社の業績は引き続き、外部環境の影響を相対的に受けにくい構造にあると考えられる。

金利動向は収益性に一定の影響を及ぼす可能性

同社の事業構造を踏まえると、マクロ環境の中でも特に注視すべき要因は、グローバル経済全体の動向よりも、金利動向であると考えられる。不動産開発を主軸とする同社は、有利子負債を活用して事業規模を拡大し、自己資本利益率を高めるビジネスモデルを採用していることから、金利水準の変化は収益性に一定の影響を及ぼす。

金利低下局面では収益拡大が期待

仮に国内外で景気減速感が強まり、金融緩和的な環境が意識される局面となれば、金利には下方圧力がかかる可能性がある。この場合、資金調達コストの低下を通じて、同社にとっては財務レバレッジを効かせた事業展開を行いやすい環境が整うこととなり、中長期的には収益拡大に寄与する要因となる可能性がある。

金利上昇局面にも耐性がある事業構造

一方で、足元の金利水準が一定程度高止まりする局面においても、同社は国内を中心とした案件の積み上がりを通じて、収益機会をコントロールしやすい事業構造を有している。開発用地の取得から売却までのタイミングを調整することで、金利環境の変化に対して一定の柔軟性をもって対応できる点は、同社の事業モデルの特徴の一つと評価できよう。

海外でのビジネス拡大に伴い、金利・為替感応度も相対的に大きくなる可能性

今後、海外でのビジネスの比重が高まっていく局面では、為替や各国の金利動向が業績に与える影響も相対的に大きくなることが想定される。ただし、現時点では国内事業が業績の中核を占めており、金利環境の変化が直ちに業績の大きな変動につながる構造にはないと考えられる。

株価評価における注目点は、金利水準よりも業績進捗

以上のように、金利動向は同社の収益性に一定の影響を及ぼす要素であるものの、同社は案件の積み上げや売却タイミングの調整を通じて、金利環境の変化に対して一定の柔軟性を有している。このため、同社株の評価においては、短期的な金利変動そのものよりも、金利環境を前提とした上で、同社がどの程度安定的に案件を積み上げ、計画通りに利益を創出できるかが、引き続き重要な判断材料になると考えられる。

次の株価ドライバーは業績進捗に確信度に移行する展開を想定

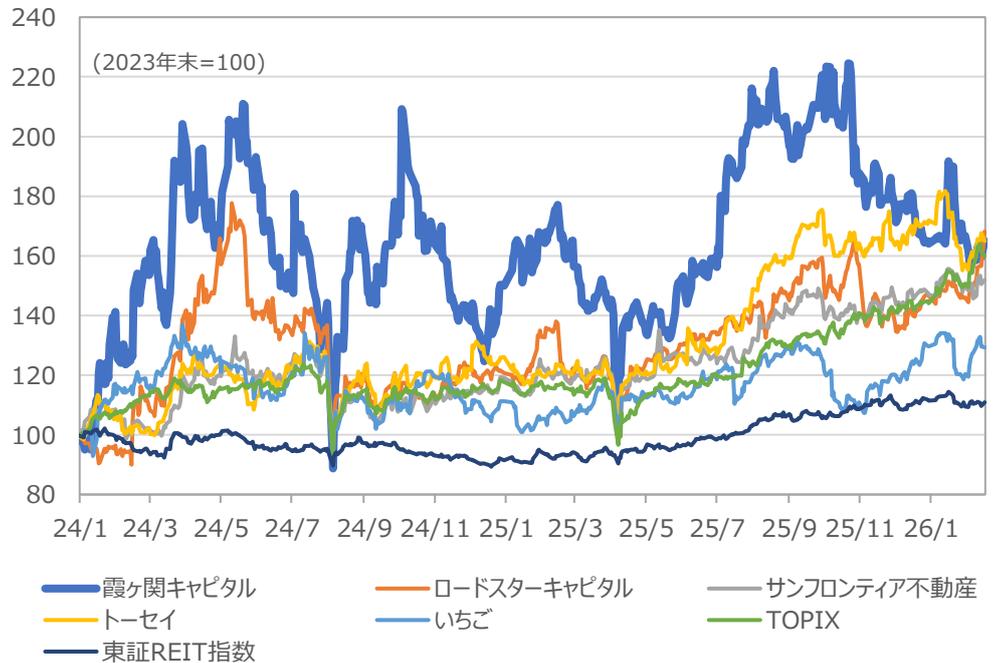
今後の株価形成においては、同社株式の個別性が強いことから、短期的な株式市場全体の動向以上に、26/8 期会社予想に対する業績進捗の確度が重要な焦点となろう。

ファイナンス実施後は、株式の希薄化懸念を背景に株価は調整局面にあるが、市場の関心は次第に、26/8 期会社予想として掲げられている当期純利益 165 億円の達成確度へと移行していくと考えられる。

当面は、開発用地の売却や案件進捗に関する開示を通じて、会社予想達成に向けた積み上げを確認する局面が続くとみられる。こうした進捗が積み重なることで、市場における業績達成に対

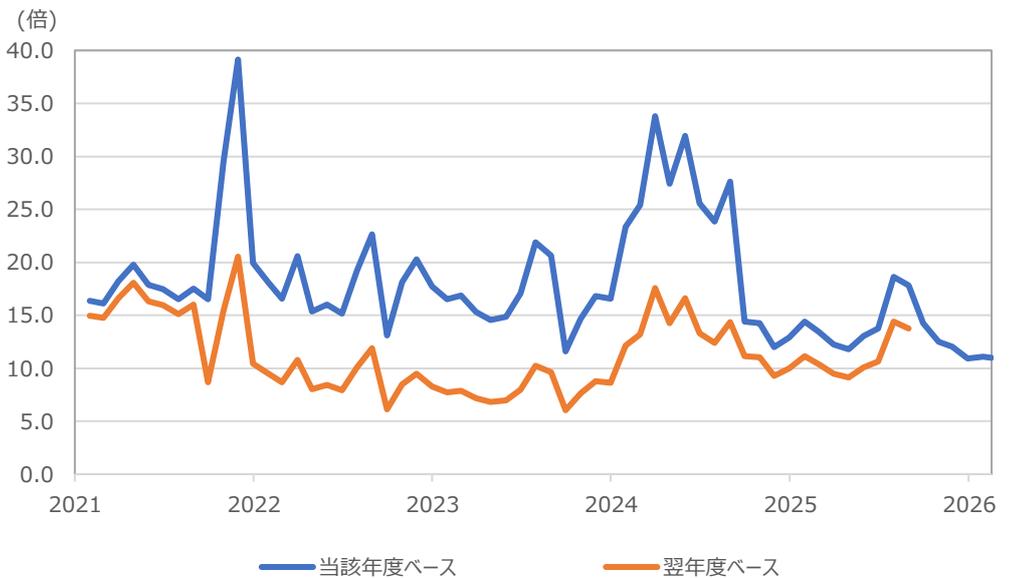
する確信が高まれば、ファイナンス実施後に調整している株価が、再評価の局面に入る余地も残されていると考えられる。

図表 10. 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 11. PER の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 12. 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	25/12	44.6	34.6	30.1	17.9	27.2	6.9	3.8	0.39
8923	トーセイ	25/11	94.7	42.1	23.6	15.6	15.3	5.1	3.0	0.32
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			35.7	24.2	16.9	18.6	5.9	3.2	0.36
大手デベロッパー										
3003	ヒューリック	25/12	727.4	38.1	25.7	15.7	13.1	3.5	3.8	0.22
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			29.6	19.8	12.4	9.6	2.8	3.4	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	25/12	82.0	22.0	16.8	11.3	29.8	9.6	2.7	0.85
	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	25/12	14.2	13.4	6.0	2.0	7.8	1.5	5.2	0.76
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

霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

図表 13. 同業他社比較 (バリュエーション)

コード	企業名	株価 (2/16) (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	7,390	181.1	11.0	4.0	32.5	2.2	8.3
不動産投資								
2337	いちご	437	166.6	11.5	1.7	14.0	2.6	16.3
3482	ロードスターキャピタル	3,460	58.3	6.3	1.8	27.2	2.8	6.5
8923	トーセイ	1,648	159.8	10.5	1.6	15.3	3.3	11.5
8934	サンフロンティア不動産	2,480	120.4	7.8	1.2	14.7	3.1	6.3
	平均値			9.0	1.6	17.8	3.0	10.2
大手デベロッパー								
3003	ヒューリック	1,998.0	1,517.1	12.5	1.7	13.1	3.4	15.8
8801	三井不動産	2,035.0	5,578.9	20.9	1.8	8.0	1.7	18.8
8802	三菱地所	4,837.0	5,865.3	26.6	2.4	7.6	1.0	20.8
	平均値			20.0	1.9	9.6	2.0	18.5
ホテル								
4681	リゾートトラスト	1,855	393.8	19.4	2.7	14.7	1.8	10.3
9616	共立メンテナンス	2,721.0	238.7	12.7	2.1	15.7	1.7	10.9
9722	藤田観光	2,386	143.0	12.4	3.9	29.8	0.8	9.8
	平均値			14.9	2.9	20.1	1.5	10.3
ヘルスケア								
7061	日本ホスピスホールディングス	934	7.9	13.1	2.1	7.8	2.7	9.1
7071	アンビスホールディングス	483	47.1	22.4	1.3	10.6	0.8	11.6
9158	シーユーシー	935	27.4	9.5	0.9	11.0	0.0	6.3
	平均値			15.0	1.5	9.8	1.2	9.0

注：霞ヶ関キャピタルのPER(会社予想)は、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

6. 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-1 : 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

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) 高い成長性または成功の再現性に対する投資家の期待、で構成されていると考えている。

同社の勝ちパターンは、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の市場であり、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、同社の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-2 : 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成功の再現性への期待

加えて、既存領域だけでなく、そ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のではないかと期待が持てよう。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着手し始めたものもある。これらの新しい領域で同様の優位性を築くことは、成功の再現性そのものであり、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、投資家の期待値であるバリュエーションが切り上がる可能性もあろう。

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

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、投資家の期待のひとつとして、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。25/8 期ほどのファンド組成が予定されていない 26/8 期は、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。

図表 14. ホテル事業のパイプライン

	プロジェクト名	状況	客室数	開業時期
	【開業済】			
1	fav 高松	上場リート移行済	41	2020年11月
2	fav 飛騨高山	上場リート移行済	38	2020年10月
3	fav 熊本	上場リート移行済	67	2021年11月
4	fav 伊勢	上場リート移行済	36	2021年12月
5	fav 広島スタジアム	上場リート移行済	33	2022年8月
6	fav 函館	上場リート移行済	30	2022年8月
7	fav 鹿児島中央	上場リート移行済	51	2022年11月
8	fav 広島平和大通り	上場リート移行済	51	2022年12月
9	fav 東京 西日暮里	上場リート移行済	24	2022年12月
10	fav 東京 両国	上場リート移行済	19	2023年3月
11	FAV LUX 飛騨高山	上場リート移行済	53	2023年8月
12	FAV LUX 長崎	上場リート移行済	52	2024年2月
13	seven x seven 糸島	上場リート移行済	47	2024年4月
14	FAV LUX 鹿児島天文館	上場リート移行済	63	2024年12月

15	seven x seven 石垣	上場リート移行済	121	2024年9月
16	FAV LUX 札幌すすきの	投資家移行/売却済	84	2025年7月
17	BASE LAYER HOTEL NAGOYA NISHIKI	投資家移行/売却済	186	2025年7月
18	edit x seven 富士御殿場	投資家移行/売却済	49	2025年9月
プロジェクト名		状況	客室数	開業予定
【開発中】				
19	edit x seven 瀬戸内小豆島	投資家移行/売却済	45	2026年3月
20	HOTEL FORK & KNIFE Miyajima	投資家移行/売却済	34	2026年3月
21	BASE LAYER HOTEL 福岡	投資家移行/売却済	計画中	2026年春
22	FAV LUX 宮崎	—	41	2026年夏
23	神戸ホテルリブランドPJ	投資家移行/売却済	計画中	2026年夏
24	名古屋中区ホテルリブランドPJ	投資家移行/売却済	計画中	2026年冬
25	六本木ホテルリブランドPJ	投資家移行/売却済	計画中	2026年冬
26	宇治山田ホテルPJ	投資家移行/売却済	49	2026年冬
27	長崎ホテルリブランドPJ	投資家移行/売却済	計画中	2027年冬
28	由布院ホテルPJ	投資家移行/売却済	39	2027年春
29	淡路島洲本ホテルPJ	投資家移行/売却済	59	2027年春
30	名古屋丸の内ホテルPJ	投資家移行/売却済	59	2027年春
31	渋谷区ホテルPJ	投資家移行/売却済	23	2027年春
32	金沢市片町ホテルPJ	投資家移行/売却済	59	2027年春
33	旭川ホテルPJ	投資家移行/売却済	64	2027年夏
34	大阪日本橋ホテルPJ	投資家移行/売却済	54	2027年秋
35	鎌倉雪ノ下ホテルPJ	投資家移行/売却済	44	2027年冬
36	松山一番町ホテルPJ	投資家移行/売却済	66	2027年冬
37	島根出雲ホテルPJ	投資家移行/売却済	96	2028年冬
38	仙台青葉通りホテルPJ	投資家移行/売却済	70	2028年冬
39	浅草雷門ホテルPJ	投資家移行/売却済	32	2028年夏
40	熱海銀座町ホテルPJ	投資家移行/売却済	46	2028年夏
41	大阪本町ホテルPJ	投資家移行/売却済	117	2028年夏
42	銀座8 ホテルPJ	投資家移行/売却済	28	2028年秋
プロジェクト名		状況	客室数	開業予定
【計画中】				
43	小豆島小部ホテルPJ	計画中	計画中	計画中
44	箱根強羅ホテルPJ	計画中	計画中	計画中
45	宮古島西浜ビーチホテルPJ	計画中	計画中	計画中
46	富士河口湖ホテルPJ	計画中	計画中	計画中
47	宮古伊良部島ホテルPJ	計画中	計画中	計画中
48	群馬草津ホテルPJ	計画中	計画中	計画中
49	那覇市樋川ホテルPJ	計画中	計画中	計画中
50	南紀白浜ホテルPJ	計画中	計画中	計画中
51	名古屋市中区リブランドPJ II	計画中	計画中	計画中
52	博多駅南ホテルPJ	計画中	計画中	計画中
53	岡山日生ホテルPJ	計画中	計画中	計画中
54	宮崎青島ホテルPJ	計画中	計画中	計画中

注：“PJ”はプロジェクト。客室数の単位は室。

スケジュールや客室数は、開発状況に応じて変更される可能性がある

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 15. 物流倉庫のプロジェクトパイプライン一覧

	所在地	アセットタイプ	延床面積(m ²)	着工月	竣工月
【稼働済】					
1	LOGI FLAG COLD 市川 I	冷凍冷蔵	8,609	-	2022年9月
2	LOGI FLAG COLD 船橋 I	冷凍冷蔵	6,960	-	2023年1月
3	LOGI FLAG COLD 横浜港北 I	冷凍冷蔵	10,979	-	2023年6月
4	LOGI FLAG Fresh 京都 I	冷凍冷蔵	12,012	-	2024年3月
5	LOGI FLAG COLD 厚木 I	冷凍冷蔵	14,257	-	2024年6月
6	LOGI FLAG DRY & COLD 福岡古賀 I	3温度帯	35,901	-	2024年6月
7	LOGI FLAG DRY & COLD 仙台泉 I	3温度帯	36,758	-	2024年6月
8	LOGI FLAG TECH 所沢 I	冷凍自動	9,579	-	2024年8月
9	LOGI FLAG TECH 八戸 I	冷凍自動	15,918	-	2024年10月
10	LOGI FLAG COLD 大阪茨木 I	冷凍冷蔵	28,487	-	2025年1月
	所在地	アセットタイプ	延床面積(m ²)	着工予定	竣工予定
【開発中・取得】					
11	千葉県習志野市	冷凍冷蔵	8,441	着工済	2026年4月
12	愛知県名古屋	冷凍自動	20,345	着工済	2026年5月
13	神奈川県川崎市①	冷凍自動	20,777	着工済	2026年夏
14	埼玉県越谷市	冷凍自動	14,362	着工済	2027年5月
15	神奈川県内	HAZMAT自動	5,000	2026年春	2027年夏秋
16	大阪南港エリア	冷凍自動	25,247	着工済	2027年10月
17	神奈川県川崎市②	冷凍自動	25,863	着工済	2027年冬
18	兵庫県神戸市	冷凍自動	19,238	2026年春	2027年冬
19	京都府京都市	冷凍冷蔵	39,700	2026年夏	2028年春夏
20	静岡県袋井市	冷凍自動	74,000	2026年春	2028年冬
21	埼玉県入間郡三芳町	冷凍自動	36,212	2026年夏	2029年冬春
22	神奈川県厚木市	冷凍自動	19,814	2027年初頭	2029年春夏
23	埼玉県坂戸市	既存ドライ	23,202	-	竣工済

注：延床面積は四捨五入。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：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 16. 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	CLASWELL 府中中河原	開業済	2,356	47	2025年12月
9	埼玉県さいたま市	CLASWELL 大宮	開業済	2,992	58	2026年1月
10	大阪府豊中市	CLASWELL 豊中北桜塚	開業済	2,435	56	2026年2月
11	埼玉県さいたま市	-	開発中	2,628	60	2026年春
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(m²)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

図表 17. 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	694.4

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 18. 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 19. 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