

## 中期目標(29/8期)実現へ、下期の仕入に注目

霞ヶ関キャピタル（以下、同社）の26/8期上期決算は、売上高が前年同期比81.1%増の611.1億円、営業利益が同67.8%増の80.6億円となり、上期の過去最高益を更新した。26/8期通期会社予想に対する進捗率は、売上高が40.7%、営業利益が30.4%となり、過年度と比較しても良好な進捗となった。既存のパイプラインだけでも、今年度業績の達成は十分可能な状態であることから、今年度も期初計画の達成確度は高いと言える。

一方で、決算発表後、株価が軟調に推移しているのは、棚卸資産の積み上がりやや弱かったことが背景であろう。上期末の棚卸資産は564.2億円(うち販売用不動産383.3億円、開発事業等支出金180.8億円)となり、25/8期末の533.2億円(同363.8億円、169.4億円)から30.9億円の増加に留まった。また、棚卸資産と前払金の合計額は、Q1と比較すると減少に転じた。

なお、同社は、ホテルのリノベーションを行っており、有形固定資産も販売用不動産と近い在庫としての側面を持っている(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)。上期末の有形固定資産は、213.2億円となっており、前期比84.1億円増と堅調に推移している。棚卸資産及び前払金、有形固定資産の総額は、約200億円の増加となっており、仕入環境に大きな変化はなく、引き続き1.5倍成長に向けたスケールアップの継続が期待されよう。

株価は、2025年11月に実施した公募増資以降、下落トレンドが継続しており、PERは11倍程度まで低下している。ホテル開発を行っている企業の平均PERは、14倍程度であることから、想定以上に株価が下落している印象である。株価は下落トレンドだが、配当利回りが2.4%と比較的高く、株価のダウンサイドリスクは限定的と考える。

ストラテジー・アドバイザーズでは、株価反転に向けて、今期下期にどこまで棚卸資産を積み増せるかに注目している。会社側は同計画実現に向けて、年1.5倍成長(件数1.2倍、事業規模1.2倍)を遂げることを目指しているが、その上で最重要な経営課題は、人的資本の強化であろう。組織が拡大しても従来のベンチャースピリット溢れるアグレッシブな事業推進が実現できるのか、同社の更なるチャレンジに大いに期待したい。

### 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 H1	33,750	62.1	4,805	141.3	4,154	114.1	2,453	89.8	124.7	-
<b>26/8 H1</b>	<b>61,116</b>	<b>81.1</b>	<b>8,065</b>	<b>67.8</b>	<b>7,435</b>	<b>79.0</b>	<b>4,951</b>	<b>101.8</b>	<b>220.1</b>	-
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	672.4	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

### 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(4/21)	7,020
52週高値(25/10/22)	10,060
52週安値(25/5/21)	5,925
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)	172.3
EV(十億円)	218.7
自己資本比率(25/8、%)	29.7
ROE(25/8、%)	32.5
PER(26/8 会予、倍)	10.4
PBR(25/8 実績、倍)	3.8
配当利回り(26/8 会予、%)	2.4

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

## 1. 26/8 期上期決算は、過去最高益を更新

**26/8 期計画に対する進捗率は良好な進捗**

霞ヶ関キャピタル（以下、同社）の26/8 期上期決算は、売上高が前年同期比 81.1%増の 611.1 億円、営業利益が同 67.8%増の 80.6 億円となり、上期の過去最高益を更新した。

26/8 期通期会社予想に対する進捗率は、売上高が 40.7%、営業利益が 30.4%となり、過年度と比較しても良好な進捗となった。今年度は、例年以上に収益が第 4 四半期（以下、Q4）に偏重する計画とのことであったが、上期の進捗や、過去期初計画を確実に達成してきたこと、既存のパイプラインだけでも、今年度業績の達成は十分可能な状態であることから、今年度も期初計画の達成確度は高いと言える。

図表 1. 26/8 期上期決算概要

(百万円)	26/8上期 (A)	前期比	進捗率 (A)/(B)	26/8Q1	前期比	26/8Q2	前期比	26/8通期CoE (B)	前期比
売上高	61,116	81.1%	40.7%	28,465	86.5%	32,651	76.6%	150,000	55.4%
売上総利益	19,675	57.5%	-	8,217	27.2%	11,458	89.9%	-	-
売上総利益率	32.2%	-	-	28.9%	-	35.1%	-	-	-
販管費	11,610	169.7%	-	5,402	54.8%	6,208	47.9%	-	-
営業利益	8,065	67.8%	30.4%	2,814	-5.2%	5,251	186.2%	26,500	40.0%
営業利益率	13.2%	-	-	9.9%	-	16.1%	-	17.7%	-
経常利益	7,435	79.0%	31.0%	2,974	3.2%	4,461	250.7%	24,000	40.1%
当期純利益	4,951	101.8%	30.0%	2,034	1.6%	2,917	546.8%	16,500	61.0%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### Q2 で売上総利益率が回復、地方ホテルの高収益が寄与

上期の売上総利益率は、32.2%となり、Q1 から大きく回復した。同社の売上総利益率は、四半期で大きく変動する。今年度は、昨年度と比較すると、物流施設の売却が Q1 に多かったことから、やや低調な収益性でスタートしたが、Q2 でキャッチアップする形となった。

特に、地方のホテルの収益性が計画以上となっている模様。首都圏と比較すると、土地の仕入コストが安価である一方で、インバウンド流入による単価上昇やオペレーションの改善による生産性向上余地が大きく、収益性の改善に寄与しているのであろう。

なお、上期に売却された主要物件は、以下の通りである。6 物件のホテル売却を実施しており、これらの案件が収益性改善に寄与したとみられる。

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
26/8 期 Q1	2025/9/19	ドバイの開発プロジェクト「Emerald Hills」の開発用地の売却	海外
	2025/10/15	大阪日本橋ホテルプロジェクト開発用地の売却	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
26/8 期 Q2	2026/2/5	ホテルプロジェクトの運用フェーズ移行(FAV LUX 札幌すすきの)	ホテル
	2026/2/13	鎌倉雪ノ下ホテルプロジェクト、開発用地の売却	ホテル
	2026/2/27	富士河口湖ホテルプロジェクト、開発用地の売却	ホテル
		銀座 EAST ホテルプロジェクト、取得および開発用地の売却	ホテル
		埼玉県入間郡三芳町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

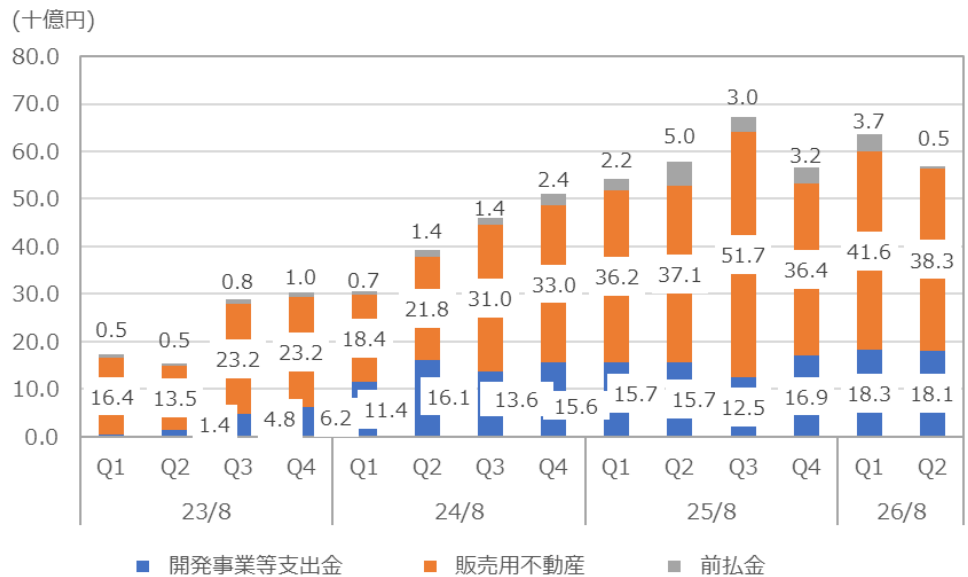
## 棚卸資産の積み上がりがやや弱かったが、在庫は堅調に増加

一方で、決算発表後、株価が軟調に推移しているのは、棚卸資産の積み上がりがやや弱かったことが背景であろう。上期末の棚卸資産は564.2億円(うち販売用不動産383.3億円、開発事業等支出金180.8億円)となり、25/8期末の533.2億円(同363.8億円、169.4億円)から30.9億円の増加に留まった。また、棚卸資産と前払金の合計額は、Q1と比較すると減少に転じた。

なお、同社は、ホテルのリノベーションを行っており、有形固定資産も販売用不動産と近い在庫としての側面を持っている(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)。上期末の有形固定資産は、213.2億円となっており、前期比84.1億円増と堅調に推移している。棚卸資産及び前払金、有形固定資産の総額は、約200億円の増加となっており、仕入環境に大きな変化はなく、引き続き年1.5倍成長に向けたスケールアップの継続が期待される。

会社側は、8月末までに、在庫(棚卸資産+前払金+有形固定資産)を1,000億円前後まで積み上げていく意向である。2025年は、従業員数が349名(前年は256名)まで増加しており、これらの人材の戦力化が期待されることや、同社の特徴でもあるキャラバン隊による集中仕入に期待したい。既存のパイプラインだけで今年度業績の達成が可能な状態であることから、全社一丸となって来期以降の収益に繋がる仕入強化を実施する可能性も十分あると言えよう。

図表 3. 棚卸資産及び前払金の推移 (四半期別)



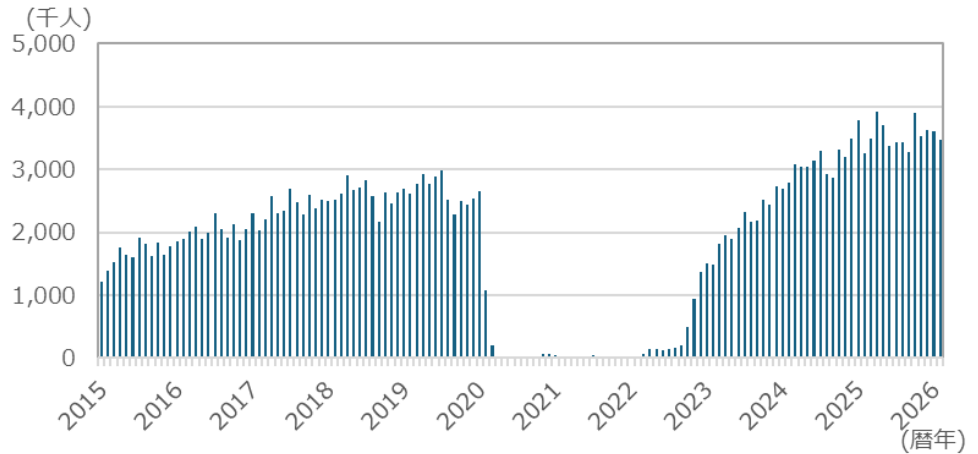
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2. ホテルは好調かつ、ドライ倉庫のバリューアップに期待する

ホテル事業：  
取り巻く好調なファンダメンタルズは  
不変

フロア収益全体の約 6 割を占めるホテル事業は、好調が継続している。同社の場合、ホテル宿泊者の約 50%程度がインバウンドとなっている模様。訪日外国人に加えて、国内渡航者の利用者も有しており、競合他社と比較すると、顧客層が分散している点は、景気敏感なホテルというアセットクラスを扱う上で、大きな優位性となっている。なお、訪日外客数の推移は、高水準を維持している。観光庁は、2030 年までに 6,000 万人の訪日外客数を見込んでいる。

図表 4. 訪日外客数の推移(月次、2026 年 2 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

省人化オペレーションとリノベ効果でホテル事業の価値創出が加速

同社のホテルは、「self hospitality」というオペレーションポリシーに則り、省人化された効率重視の設計となっている。2025 年 7 月に開業した BASE LAYER HOTEL NAGOYA NISHIKI というカルチャービジネスホテルブランドの第 1 号店は、2019 年対比で、ADR 及び稼働率の上昇によって、RevPAR が約 2.5 倍に上昇、GOP(Gross Operating Profit)も、約 3.1 倍と驚異的な成長を示している。リノベーション及び運用最適化による同社のホテルのバリューアップノウハウは極めて高いことが伺えよう。加えて、開発ホテルの増加と共に、同社のブランド価値が上昇しており、FAV LUX 札幌すすきのや、edit x seven 富士御殿場の開業後半年の RevPAR は、当初 3 年後に見込んでいた水準で推移しているとのことである。クリエイティブパートナーを活用した現地の需要に合ったホテル開発及び、リピーターの獲得が進んでいると言え、本質的な企業価値が上昇している点にも注目と言えよう。

図表 5. ホテル事業：ブランドラインナップ

		FAV	studio X seven	edit X seven	seven X seven	*BLH	FORK & KNIFE
スタイル	Group & Local	Elevated Group & Local	Group & Urban	Edited Luxury	Playful Luxury	Culture Business	Culture Retreat
標準部屋サイズ	25~35m <sup>2</sup>	40~50m <sup>2</sup>	25~35m <sup>2</sup>	40~50m <sup>2</sup>	30~60m <sup>2</sup>	14~20m <sup>2</sup>	30~50m
1室当たりの料金	1.5~2.5万円	3~4万円	3.5~4.5万円	4~6万円	4~10万円	1.5~2.5万円	4~10万円
1人当たりの料金	0.6~1.2万円	1~2万円	1~2万円	2~3万円	3~5万円	1~1.5万円	2~5万円
平均宿泊人数	3.5	3.0	3.5	3.0	2.5	1.2	2.0
設備・共有施設	None	Minimal	Some	Some	Many	Minimal	Some
オペレーションポリシー	<b>self hospitality™</b>						

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)

## 案件規模の拡大が進展、中計達成に向けた進捗は良好

なお、プロジェクトパイプライン・AUMも堅調に増加しているが、特筆すべき点は、1件当たりの事業規模が拡大していることである。会社側は、中期経営計画で29/8期当期純利益500億円を目標に掲げ、毎期1.5倍成長を遂げることを目指している。その際の目線として、件数1.2倍、事業規模1.2倍を実現していく方針。26年2月末の1件当たりのホテルの事業規模は、25年8月末と比較すると、+20.5%と大きく増加していることから、同中期経営計画の目標達成に向けて、順調な進捗と言える。ストラテジー・アドバイザーズでは、同社の飛躍において鍵を握るのは、仕入から開発、マネジメントに至る全工程を垂直的に実施する同社特有のビジネスモデルを運営できる人材の確保に尽きると言え、その点、採用も順調に推移し、従業員数が大きく増加している点も、同計画達成に向けて大きな先行指標であると言える。

## 霞ヶ関ホテルリート投資法人は順調に稼働、KPIは改善基調、出口ファンドとしての成長余地は大きい

また、15物件、資産規模492億円でスタートした出口ファンドである霞ヶ関ホテルリート投資法人(401A)は、各KPIが改善しており、最終投資家へのリターンを確保している。2025年2月～2026年1月までの平均値である客室稼働率は69.9%(前年比+3.9pt)、ADRは26,431円(前年比+3.3%)、RevPARは、18,471円(前年比+9.5%)となった。同投資法人の投資口価格は、季節要因による変動賃料の減少や、固都税の費用化を主因に、26/7期の予想分配金が小幅減少することから、やや軟調な推移となっているが、27/1期より、再度分配金が上昇に転じる見込みであることを踏まえると、再度上昇に転じる可能性があるだろう。同投資法人は、5年で3,000億円(取得価格ベース)の資産規模まで拡大させる方針である。すでにスポンサーパイプラインより、約2,000億円規模の取得候補物件を確保していることや、霞ヶ関キャピタルのホテルオペレーター(FHG)との協業による内部成長余地も大きく、最終出口としてのスケールアップに期待したい。

図表 6. プロジェクトパイプライン・AUMの動向

(億円)	2025年8月末			2026年2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	24	3,411	142.1	29	3,650	125.9	239	7.0%
ホテル	56	2,465	44.0	68	3,602	53.0	1,137	46.1%
ヘルスケア	17	451	26.5	17	451	26.5	-	-
海外	9	257	28.6	9	308	34.2	51	19.8%
合計	112	6,636	59.3	129	8,062	62.5	1,426	21.5%

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：既存ドライ倉庫取得で物流事業の成長機会を取り込む

物流事業における最大のトピックは、既存ドライ倉庫の取得(4件165億円)を実施したことであろう。ドライ倉庫は、新型コロナに伴うEC需要の拡大を背景に、2021～2023年にかけて、供給が大きく増加していたが、2024年以降は減少に転じ、2027年から超過需要に転じる見込みとなっている。これに伴い、2026年以降、賃料指数は上昇に転じ、空室率も低下に転じる見込みである(2026年9.7%→2027年8.3%)。

この商機を捉えるべく、同社は、既存ドライ倉庫のバリューアップに参入した。ストラテジー・アドバイザーズでは、ホテルに続き、物流倉庫のオペレーションノウハウも中古のバリューアップが実施可能な水準まで高められた結果であると捉えており、会社側の自信の表れであると見ている。

また、営業倉庫の免許を持っている子会社であるX NETWORK社を活用したシナジーにも期待できる。倉庫の70%程度を借りたいテナントに対して、X NETWORK社が100%借り上げ、70%のスペースを転貸し、30%のスペースを短期・小口の荷物を集めて収益化するという取り

組みが期待される。倉庫の一部を利用したいテナントの需要に応えつつ、収益性の高い短期・小口の荷物を取り扱うというフレキシブルな運営が可能となる点は、大きな魅力と言えよう。

なお、物流事業は、半期で4件の土地決済、1件の土地契約(マレーシア)、4件の土地建物決済(中古のドライ倉庫)を実施し、1件土地売却し開発フェーズに移行するとともに、2件の着工を行った。いずれも順調な進捗となっており、今後の仕入に注目したい。

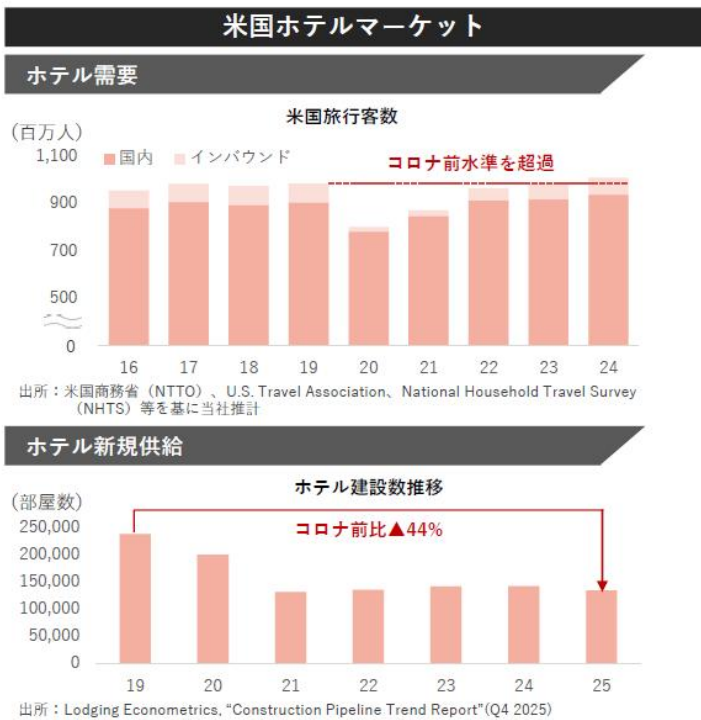
## 海外事業： 地政学リスクを織り込むも、業績への影響は軽微

海外事業は、ドバイにおいて、イラン戦争の悪影響が若干ながらあるものの、売上総利益に与える影響は限定的とのことである。今年度計画の売上総利益に対して、ドバイの案件が占める割合は、10%程度を見込んでいる模様だが、イラン戦争前にすでに半分程度の物件売却が済んでいた模様である。残りの物件の売却価格が下落するリスクはあるものの、ドバイ市場全体の取引価格は一時的に10%減程度で推移しているとのことであり、他の事業で十分キャッチアップ可能な水準であると言えよう。

なお、会社側は、米国進出第一号案件として、ホテルとレジデンスの複合開発プロジェクト向けの土地取得(約5,700㎡)を行った。前払金が25年8月末比で77億円増加したが、この一部が同プロジェクトに対する支払いとのことである。

米国は、旅行客数がコロナ前の水準を上回っている一方で、供給はコロナ前より44%減少しており、需給ギャップが発生している。加えて、マイアミは、ラテンアメリカからの移住や、高税州からの移住が多く、米国の中でも顕著に人口が増加しているエリアである。マイアミ市の人口は、2020年44.2万人であったが、2026年には、50.9万人まで増加する見込み(国税調査による年次推計より)となっている。

図表 7. 海外事業 (米国)



### 第1号プロジェクト

- ▶ ホテルとレジデンス中心の複合開発プロジェクト
- ▶ 米国現地デベロッパーであるFalcone Group, LLCが主導するワールドセンターの区画を取得

\*イメージバース

アセットタイプ	ホテル、レジデンスの複合施設 (予定)
所在	155 NE 10th St, Miami, FL 33132
敷地面積	約 5,700 ㎡

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ヘルスケア事業：  
開業件数は順調に拡大、  
今後も魅力あるホスピスを提供

ヘルスケア事業は、半期で4件が新規開業となり、2026年4月現在、計11件が開業済となった。開発中の施設も6件(154億円規模)となっている。ヘルスケア事業が売上総利益に与える影響は限定的となっている模様だが、長期的には需要拡大が不可欠なアセットクラスであることに加えて、ホテルで培った空間設計ノウハウを活用した魅力あるホスピスを今後も提供していく見込みである。

図表 8. ホスピス住宅のパイプライン

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

注：延床面積の(m<sup>2</sup>)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

### 3. 期初計画達成は射程圏内、下期の仕入に注目であろう

#### 26/8 期は大幅増収増益の計画

26/8 期の会社計画(売上高 1,500.0 億円、営業利益 265.0 億円)達成に向けて、下期で 888 億円の売上高を確保する必要があるが、26/8 期 Q2 末の在庫、前払金、有形固定資産の合計額は、886 億円となっており、下期の期中仕入、期中売却案件を踏まえれば、同計画の達成確度は高い。昨年度と比較すると、ファンド組成に伴う売却から得られる成功報酬が少ないため、売上総利益率は低下する可能性が高いが、件数及び事業規模の拡大でカバー可能であろう。

## 順調に積み上がる仕入が今後の利益拡大に寄与へ

なお、会社側は8月末までに、在庫(棚卸資産+前払金+有形固定資産)を1,000億円まで積み上げる方針。過年度と比較すると、1) 公募増資による調達(345億円)によって、バランスシートが強化されていること、2) 事業用ローンと比較すると、資金使用の自由度が高い公募社債による調達(26年3月)も実施済みであること、3) 2025年に採用(従業員数は93名増)した方の戦力化が期待されること、を踏まえ、下期にかけて、仕入ペースが一段と加速することを期待している。

図表 9. 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リブランドプロジェクトⅡ (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
	2026/2/20	浅間温泉ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2026/2/27	銀座 EAST ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
26/8 期 Q3	2026/3/23	神奈川県愛甲郡冷凍自動倉庫開発用地	物流
	2026/3/27	伊豆山ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2026/3/30	那須湯本ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2026/4/2	滋賀県草津市ホテルリノバプロジェクト (土地建物)	ホテル
		米国 Miami の BLOCK C EAST Project 開発用地	海外
	2026/4/15	錦糸町ホテルプロジェクト開発用地	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

## 規模拡大後も維持されるスピード感ある仕入体制が差別化要因

ストラテジー・アドバイザーズでは、日本全国かつ、多数のアセットクラスで用地仕入を積極的に実施している同社の営業体制を高く評価している。中堅デベロッパーは、東京 23 区かつ、投資用のマンション等のアセットクラスに限定している企業も多いが、同社は、ホテルや物流倉庫、ホスピス等のアセットクラスを全国規模で仕入れている。この強力な仕入れは、一朝一夕で真似できるものではない。上述のように、キャラバン隊といった泥臭い営業や、迅速な意思決定があって初めて実現可能となるものである。弊社ヒアリングによると、同社の場合、土地情報が入ってきてから 1 週間以内に、買付意向を出す体制となっている模様である。

事業規模、組織が拡大した中でも、このようなベンチャースピリットあふれる体制を構築出来ている点が同社の本質的な強みであり、これらを支える人材の確保こそ、同社の最大の経営課題ではないかとストラテジー・アドバイザーズでは考える。

## 1 人当たり利益は大幅向上、人材への取り組みの成果が顕在化

なお、会社側は、4月13日より、経営幹部及び、「若手」ハイクラス人材の採用広告をタクシー CM で実施している。経営幹部候補には、想定年収 1 億円、「若手」ハイクラス人材には、想定年収 2,500 万円を提示するアグレッシブな内容となっている。従前から、業界屈指の報酬を払う企業として名が知れていた企業であったが、一段と高い報酬を提示し、優秀な人材を確保していく見込みである。加えて、会社側は、26/8 期 Q2 決算説明会資料にて、同社として初となる人的資

本に関する説明を行った。AI 活用による生産性改善と共に、トップタレント層への集中投資を実施するとのことである。当期純利益を従業員数で割った 1 人当たり当期純利益は、2018 年対比で 3 倍になっており、組織の拡大以上の収益拡大を実現していると言えよう。

図表 10. 四半期別の収益動向

(百万円)	25/8		26/8		25/8				26/8	
	H1	H2	H1	H2CoE	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
<b>売上高</b>	<b>33,750</b>	<b>62,751</b>	<b>61,116</b>	<b>88,884</b>	<b>15,264</b>	<b>18,486</b>	<b>16,799</b>	<b>45,952</b>	<b>28,465</b>	<b>32,651</b>
売上原価	21,256	38,809	41,440	-	8,803	12,453	8,094	30,715	20,247	21,193
売上総利益	12,493	23,943	19,675	-	6,460	6,033	8,706	15,237	8,217	11,458
売上総利益率	37.0%	38.2%	32.2%	-	42.3%	32.6%	51.8%	33.2%	28.9%	35.1%
販売管理費	7,687	9,815	11,610	-	3,490	4,197	4,141	5,674	5,402	6,208
売上高販売管理費率	22.8%	15.6%	19.0%	-	22.9%	22.7%	24.7%	12.3%	19.0%	19.0%
<b>営業利益</b>	<b>4,805</b>	<b>14,128</b>	<b>8,065</b>	<b>18,435</b>	<b>2,970</b>	<b>1,835</b>	<b>4,565</b>	<b>9,563</b>	<b>2,814</b>	<b>5,251</b>
売上高営業利益率	14.2%	22.5%	13.2%	20.7%	19.5%	9.9%	27.2%	20.8%	9.9%	16.1%
営業外収支	-651	-1,148	-630	-	-88	-563	-821	-327	160	-790
金融収支	-491	-673	-887	-	-253	-238	-262	-411	-462	-425
為替差損益	76	-509	192	-	261	-185	-497	254	678	-48
その他	-236	34	65	-	-96	-140	-62	-170	-56	-317
<b>経常利益</b>	<b>4,154</b>	<b>12,980</b>	<b>7,435</b>	<b>16,565</b>	<b>2,882</b>	<b>1,272</b>	<b>3,744</b>	<b>9,236</b>	<b>2,974</b>	<b>4,461</b>
売上高経常利益率	12.3%	20.7%	12.2%	18.6%	18.9%	6.9%	22.3%	20.1%	10.4%	13.7%
特別利益	88	6	5	-	92	-4	0	6	5	0
特別損失	3	66	52	-	0	3	20	46	51	1
税前利益	4,239	12,920	7,387	-	2,974	1,265	3,724	9,196	2,928	4,459
法人税等	1,696	4,104	2,433	-	898	798	1,139	2,966	908	1,525
(法人税等の負担率)	40.0%	31.8%	32.9%	-	30.2%	63.1%	30.6%	32.3%	31.0%	34.2%
<b>当期純利益</b>	<b>2,453</b>	<b>7,797</b>	<b>4,951</b>	<b>11,549</b>	<b>2,002</b>	<b>451</b>	<b>1,600</b>	<b>6,197</b>	<b>2,034</b>	<b>2,917</b>
売上高当期純利益率	7.3%	12.4%	8.1%	13.0%	13.1%	2.4%	9.5%	13.5%	7.1%	8.9%

出所：Speeda よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 4. 株価は、中期経営計画の業績目標達成を織り込む展開へ

### 2025 年の株価は大きく変動

株価は、2025 年 11 月に実施した公募増資以降、下落トレンドが継続している。公募増資による希薄化に加えて、財政懸念やイラン戦争による金利上昇や、上期の棚卸資産の積み上がりややや弱かったこと、収益性が前期比で鈍化していること、等が背景であろう。なお、株価の推移だけを見ると、同公募増資がネガティブであったかのように見えるが、ストラテジー・アドバイザーズでは、公募増資による資金調達を高く評価している。理由は、1) 用地仕入及び開発を行う上で、バランスシートの強化は不可欠であり、事業規模拡大と共に自己資本の拡充が不可欠であること、2) 2025 年 11 月以降、10 年債金利は 2.4%前後まで上昇し、デベロッパー各社の株価が軟調に推移する中、競合他社に先んじて、エクイティ調達を実施できたこと、である。

### 高 ROE を維持するも、バリュエーションは調整局面

株価下落に伴い、PER は 10 倍程度まで下落している。業績は、堅調に推移しているものの、15~20 倍程度あった PER が低下したことが株価下落の主因となっている。ホテル開発を行っている企業の平均 PER は、14 倍程度であることから、想定以上に株価が下落している印象である。

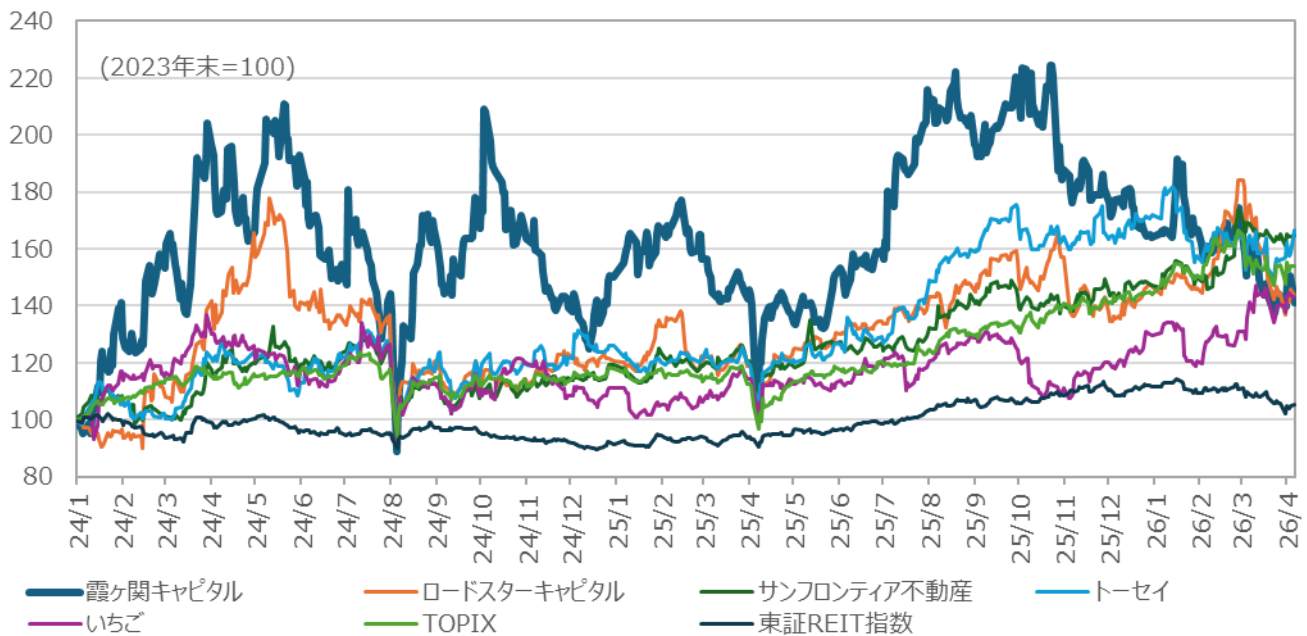
# 霞ヶ関キャピタル | 3498 (東証プライム)

なお、PBRは、3.8倍であり、ROEが32.5%と高いことが寄与している。ROE構成要素の中でも、総資産回転率が高い点が、競合他社との差になっており、ファンドを活用した独自のビジネスモデルがバリュエーションに寄与していると言える。

## 高めの配当利回りが下支え、株価の ダウンサイドは限定的

また、株価は下落トレンドだが、配当利回りが2.4%と比較的高く、株価のダウンサイドリスクは限定的と考える。会社側は、明確な株主還元方針を示していないものの、過年度の配当性向の推移をみると、23~33%程度で推移しており、今年度の会社計画の配当性向は、19.8%となっている。中期経営計画最終年度の当期純利益500億円を達成した場合、さらなる増配も期待されるため、キャピタルゲインに加えて、安定したインカムゲインも期待できると言えよう。

図表 11. 不動産投資企業の株価推移



出所：Speeda よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 12. 同業他社比較

企業名	株価 (4/21)	時価 総額	PER (会社予想)	PBR	ROE	配当利回り (会社予想)	EV/ EBITDA	売上高	売上 総利益 率	営業 利益率	ROE	純利益率	レバレッジ	総資産 回転率	ROA	直近 実績
	(円)	(十億円)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	(倍)	(十億円)	(%)	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(%)	
霞ヶ関キャピタル	7,020	172.3	10.4	3.8	32.5	2.4	7.8	96.5	37.8	19.6	32.5	10.6	3.3	0.97	10.3	25/8
<b>不動産投資</b>																
いちご	513	206.3	11.4	1.8	14.6	3.0	18.2	92.7	32.5	22.1	14.6	17.9	3.7	0.22	3.9	26/2
ロードスターキャピタル	3,060	51.5	5.6	1.6	27.2	3.2	6.1	44.6	34.6	30.1	27.2	17.9	3.8	0.39	6.9	25/12
トーセイ	1,694	164.3	10.8	1.6	15.3	3.2	11.7	94.7	42.1	23.6	15.3	15.6	3.0	0.32	5.1	25/11
サンフロンティア不動産	2,739	148.0	8.6	1.3	14.7	2.8	7.3	103.2	31.2	20.6	14.7	13.7	2.1	0.51	7.0	25/3
平均値			9.1	1.6	17.9	3.1	10.8		35.1	24.1	17.9	16.3	3.2	0.36	5.7	
<b>大手デベロッパー</b>																
ヒューリック	1,862.5	1,414.2	11.7	1.5	13.1	3.6	15.3	727.4	38.1	25.7	13.1	15.7	3.8	0.22	3.5	25/12
三井不動産	1,749.0	4,748.9	17.9	1.5	8.0	1.9	17.2	2,625.4	24.2	14.2	8.0	9.5	3.1	0.27	2.6	25/3
三菱地所	4,577.0	5,550.0	25.2	2.2	7.6	1.0	20.1	1,579.8	26.5	19.6	7.6	12.0	3.1	0.20	2.4	25/3
平均値			18.3	1.8	9.6	2.2	17.6		29.6	19.8	9.6	12.4	3.4	0.23	2.8	
<b>ホテル</b>																
リゾートトラスト	1,751	371.7	18.3	2.6	14.7	1.9	9.8	249.3	77.5	10.6	14.7	8.1	3.4	0.52	4.2	25/3
共立メンテナンス	2,524.5	229.5	11.8	2.0	15.7	1.8	10.6	228.9	24.4	9.0	15.7	6.4	3.0	0.80	5.1	25/3
藤田観光	2,234	133.9	11.6	3.6	29.8	0.9	9.2	82.0	22.0	16.8	29.8	11.3	2.7	0.85	9.6	25/12
平均値			13.9	2.7	20.1	1.6	9.9		41.3	12.1	20.1	8.6	3.0	0.72	6.3	
<b>ヘルスケア</b>																
日本ホスピスHD	762	6.4	10.7	1.7	7.8	3.3	8.4	14.2	13.4	6.0	7.8	2.0	5.2	0.76	1.5	25/12
アンビスHD	410	40.0	19.0	1.1	10.6	1.0	10.5	49.2	30.1	12.5	10.6	7.4	2.2	0.63	4.7	25/9
シーユーシー	1,013	29.7	10.3	1.0	11.0	0.0	6.5	47.0	49.3	11.4	11.0	6.7	2.9	0.64	4.2	25/3
平均値			13.4	1.3	9.8	1.4	8.5		30.9	10.0	9.8	5.4	3.4	0.68	3.5	

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：Speedaよりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 中計の実行力が株価反転の鍵、中期の仕入進捗に注目

ストラテジー・アドバイザーズでは、株価反転に向けて、中期経営計画の実現可能性を実績で示せるかに注目しており、今期下期にどこまで棚卸資産を積み上げられるかに注目している。

上述の通り、会社側は同計画実現に向けて、年1.5倍成長(件数1.2倍、事業規模1.2倍)を遂げることを目指している。件数を実現する上で、1)仕入キャパシティ、2)需給ギャップのあるアセットクラス、3)海外展開、が重要であるとストラテジー・アドバイザーズでは考える。

### 会社側計画の実現：件数の実現は

- 1) 仕入キャパシティ、
- 2) アセットクラス、
- 3) 海外展開、が重要

仕入キャパシティに関しては、人的リソースの確保が鍵を握るが、会社側は毎期100名程度の採用を継続していく方針である。仮に100名ずつ増加した場合、29/8期最終年度の従業員数は、800名程度まで拡大することが見込まれる。1人当たりの当期純利益は、2025年対比で倍増する計算となるため、ハイクラス人材への高額報酬の提示も、リーズナブルであると言える。

また、アセットクラスに関しても、ホテルや倉庫、ホスピス等、依然として成長余地が大きい分野にフォーカスしていることに加えて、複数ブランドのホテルを展開するなど、息の長い成長に繋げている。倉庫も同様であり、ニーズに応じたフレキシブルな供給を実施していると言えよう。

海外は、イラン戦争の影響で、ドバイの事業進捗が鈍化するリスクはあるものの、世界最大市場である米国での第一号案件や、マレーシアでの物流事業など、まだまだこれからの領域であり、長期的には、日本での成功モデルの世界展開が期待されると言えよう。

## 事業規模拡大の実現：

- 1) 地方の大型ホテル用地の取得、
- 2) 物流事業の多角化、
- 3) 海外事業の大型案件、に注目

事業規模拡大を実現する上では、1) 地方の大型ホテル用地の取得、2) 物流事業の多角化、3) 海外事業の大型案件、に注目したい。

同社の特徴は、非自前主義として、外部のプロフェッショナルの力を借りて、開発を行っていることである。特に、ホテルでは、テクノロジーを活用した省人化や、クリエイティブパートナーシップを活用した新しいブランドの開発を行っている。会社側は、新ブランドとして、「HOTEL FORK & KNIFE」を広島県 宮島口でローンチした。「食」を中核に添えたホテルとなっており、地元食材を焚き火で仕上げるレストランが特徴となっている。

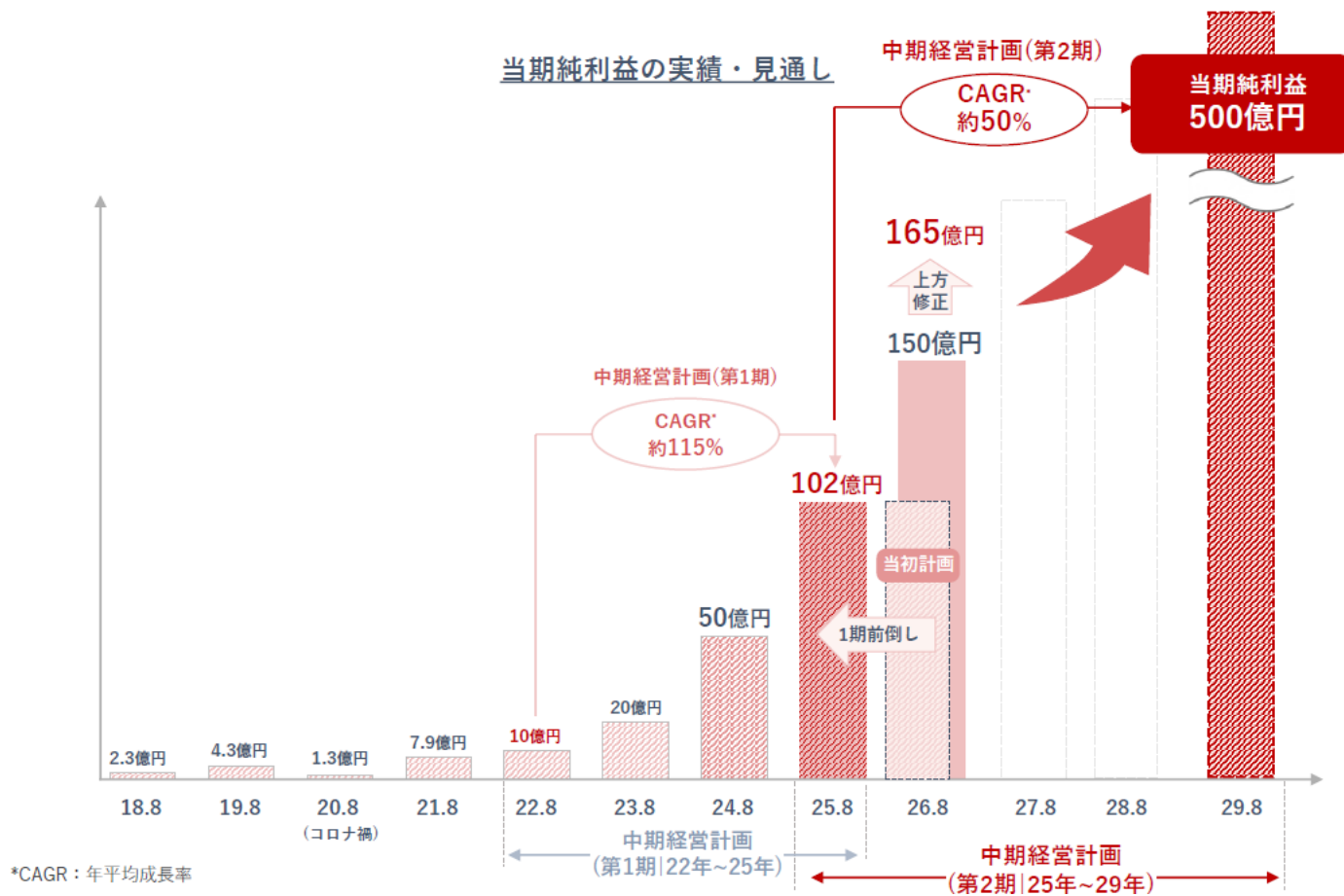
インバウンド需要の拡大が見込まれると同時に、今後は、2 回目、3 回目の訪日旅行者が増加していくことが期待される。そうなった場合、東京や大阪、京都のみならず、地方主要都市への人流拡大も期待され、首都圏と比較すると安価に仕入が可能な立地での大型ホテル開発が可能となろう。

物流事業の多角化では、「ファクトリー & ロジスティクスパーク」(仮称) を例に、工場と倉庫が一体となった拠点の提供を開始している。テナントも、工場と一体となっている利点を生かし、拠点間の配送費や、リードタイムの低減が可能となる。また、テナント間、工場間でのシェアによる人材・空間シェアも可能となり、より効率的な運営が可能となる。このような取り組みを例に、従来の倉庫よりはるかに大きい土地を要する案件を開発していくことで、事業規模拡大に寄与することが期待されよう。

海外事業の大型案件では、米国の第一号案件が好例であると言える。26/8 期 Q2 の前払金は、米国第一号案件の仕入を主因に、前年同期比で 77 億円増加した。敷地面積は、約 5,700 m<sup>2</sup>と大きく、このような規模の案件を海外で継続的に取得していくことが事業規模の拡大に寄与すると考えられよう。

ストラテジー・アドバイザーズでは、同社のエクイティストーリーを、「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」と捉えている。年 1.5 倍成長実現に向けて、量的、質的な成長を示す同社の成長戦略に今後も注目であろう。

図表 13. 中期経営計画の業績見通し



出所: 会社資料

図表 14. 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
<b>売上高</b>	<b>8,008</b>	<b>14,295</b>	<b>20,780</b>	<b>37,282</b>	<b>65,685</b>	<b>96,501</b>	<b>150,000</b>
(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	
<b>営業利益</b>	<b>326</b>	<b>1,328</b>	<b>2,141</b>	<b>4,442</b>	<b>8,537</b>	<b>18,933</b>	<b>26,500</b>
(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	
<b>経常利益</b>	<b>180</b>	<b>1,037</b>	<b>1,732</b>	<b>4,119</b>	<b>7,860</b>	<b>17,134</b>	<b>24,000</b>
(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	
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>134</b>	<b>793</b>	<b>1,018</b>	<b>2,050</b>	<b>5,020</b>	<b>10,250</b>	<b>16,500</b>
(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%
<b>EPS (円)</b>	<b>10.8</b>	<b>60.7</b>	<b>66.4</b>	<b>126.6</b>	<b>270.8</b>	<b>520.4</b>	<b>672.4</b>

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. 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
<b>流動資産</b>	<b>7,125</b>	<b>10,705</b>	<b>25,759</b>	<b>37,350</b>	<b>67,066</b>	<b>87,339</b>
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
<b>固定資産</b>	<b>1,312</b>	<b>4,321</b>	<b>4,666</b>	<b>6,418</b>	<b>10,474</b>	<b>34,241</b>
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
<b>資産合計</b>	<b>8,440</b>	<b>15,040</b>	<b>30,437</b>	<b>43,780</b>	<b>77,549</b>	<b>121,688</b>
<b>流動負債</b>	<b>2,593</b>	<b>4,139</b>	<b>13,889</b>	<b>16,166</b>	<b>22,130</b>	<b>40,005</b>
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
<b>固定負債</b>	<b>1,973</b>	<b>5,994</b>	<b>7,187</b>	<b>15,932</b>	<b>27,678</b>	<b>43,488</b>
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
<b>純資産</b>	<b>3,873</b>	<b>4,906</b>	<b>9,360</b>	<b>11,681</b>	<b>27,739</b>	<b>38,193</b>
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
<b>負債純資産合計</b>	<b>8,440</b>	<b>15,040</b>	<b>30,437</b>	<b>43,780</b>	<b>77,549</b>	<b>121,688</b>
<b>自己資本</b>	<b>3,860</b>	<b>4,832</b>	<b>9,197</b>	<b>11,050</b>	<b>26,851</b>	<b>36,171</b>

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. 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
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>						
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
<b>合計</b>	<b>285</b>	<b>972</b>	<b>-11,689</b>	<b>-7,733</b>	<b>-8,446</b>	<b>6,893</b>
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>						
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
<b>合計</b>	<b>-446</b>	<b>-1,641</b>	<b>-436</b>	<b>-1,153</b>	<b>-4,809</b>	<b>-18,557</b>
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>						
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
<b>合計</b>	<b>1,668</b>	<b>2,195</b>	<b>13,901</b>	<b>9,310</b>	<b>18,413</b>	<b>24,698</b>
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
<b>現金及び現金同等物期末残高</b>	<b>2,075</b>	<b>3,603</b>	<b>5,390</b>	<b>5,892</b>	<b>11,056</b>	<b>24,011</b>
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