

事業規模拡大の兆候が確認された好決算

26/12 期 H1 決算は、売上高 284.2 億円(前年同期比 20.3%減)、経常利益 26.9 億円(同 35.6%減)で、大幅減益となったが会社想定範囲内。下期に販売が集中していることや、土地企画事業で、隣地の仕入が好調に推移した結果、販売時期を後ろ倒ししたことが主因である。

仕掛販売用不動産は 443.9 億円(25/12 期末比 203.7 億円増)となり、仕入は好調に推移した。長年の信頼関係に基づく 100 社近い取引先や、リピーターからの持ち込み案件が多く、効率的に仕入が出来ている模様。一方で、仕入が好調に推移した結果、自己資本比率は 23.7%まで低下。下期以降、既存のパイプラインが業績貢献することに加えて、一部の仕入実行時期を 2027/12 期以降に最適化し、財務規律を維持しながら業績成長の実現を図る。

なお、H1 決算のハイライトとして、土地企画事業及び再生事業で、事業規模の拡大の兆候が確認されたことが挙げられる。GLM200(30/12 期最終年度)に向けて、SPC を活用したビジネスモデルへの転換を進めているが、事業規模が拡大することで、仕入や販売に伴う一人当たりの生産性が一段と高まることが期待される。

株価は、決算発表以降、やや持ち直している。堅調な業績が確認されたことに加えて、3.0 億円(発行済株式総数に対する割合 1.13%)を上限とする自己株式取得を発表したことが背景であろう。一方で、PER は 6 倍前後と低く、依然としてバリュエーションは低迷している。

グローバル・リンク・マネジメント(以下、同社)のエクイティストーリーは、「土地企画事業及び再生事業の拡大による事業ミックスの改善による収益性向上及び、SPC を活用したさらなる回転率の向上とキャッシュポイントの多様化」である。ストラテジー・アドバイザーズでは、GLM200 に向けて、ファンドを活用した事業モデルへと転換し、28/12 期以降も高成長が継続することを示すことができれば、PER の改善余地はあると見ている。霞ヶ関キャピタル(3498、東証プライム)の PER は 10 倍を超えており、同社の株価も再評価余地があると言えよう。

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(9/1)	1,977
52週高値(25/10/8)	2,973
52週安値(26/6/11)	1,688
上場来高値(25/10/8)	2,973
上場来安値(20/3/19)	220
発行済株式数(百万株)	16.0
時価総額(十億円)	31.6
EV(十億円)	69.5
自己資本比率(25/12実績、%)	31.3
ROE(25/12実績、%)	34.8
PER(26/12会予、倍)	6.2
PBR(25/12実績、倍)	2.1
配当利回り(26/12会予、%)	5.1

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)
25/12 H1	35,672	98.4	4,530	283.9	4,181	351.8	2,824	414.5	176.3	-
26/12 H1	28,424	-20.3	3,270	-27.8	2,691	-35.6	1,856	-34.3	116.5	-
23/12	41,258	15.7	4,586	65.2	4,260	87.0	2,878	97.3	180.4	50.0
24/12	64,482	56.3	5,732	25.0	5,138	20.6	3,413	18.6	213.3	65.0
25/12	69,262	7.4	7,436	29.7	6,739	31.2	4,611	35.1	288.0	80.5
26/12 会社予想	75,000	8.3	8,500	14.3	7,500	11.3	5,130	11.2	320.4	100.0

注：EPS 及び DPS は株式分割の影響を調整した後の金額。純利益は、親会社株主に帰属する当期純利益。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

1. 見た目は減益も、下期以降、収益性の改善が期待される好決算

H1 は大幅減益も想定内、主力好調で通期上振れに期待

26/12 期 H1 決算は、売上高 284.2 億円(前年同期比 20.3%減)、経常利益 26.9 億円(同 35.6%減)で、大幅減益となったが、会社想定範囲内。今年度は下期に販売が集中していることや、土地企画事業で、隣地の仕入が好調に推移した結果、販売時期を後ろ倒し、より付加価値を高めて売却する方針へと変更したことが主因である。収益源である開発事業は、今年度 758 戸の販売を予定しているが、H1 ですでに 406 戸の売却を実施。また、売買契約締結済の戸数も 636 戸と順調に推移しており、昨年同様に今年度も上方修正が期待される堅調な推移と言える。

土地企画・再生の下期本格化で収益性上振れも

なお、ストラテジー・アドバイザーズでは、今年度は期初計画以上に収益性が改善する可能性に注目している。会社計画の売上総利益率前提は 19.3%であるが、H1 の同利益率は 19.7%となった。開発事業より収益性が高い土地企画事業や再生事業の売上高貢献が下期以降、本格化することを踏まえると、下期の利益に対する期待は大きい。事実、会社側は、土地企画事業で、Q3 に 5 件、Q4 に 15 件の販売を予定している。上述の通り、当初の想定以上に付加価値を高めて販売する物件も含まれていることから、Q4 の収益性は、計画を上振れる可能性がある。

今後は自己資本比率の改善にも期待

なお、仕掛販売用不動産は 443.9 億円(25/12 期末比 203.7 億円増)となり、仕入は好調に推移した。27/12 期の開発事業における販売戸数目標は 1,280 戸であるが、すでに 1,362 戸のパイプラインを保有していることから、今年度のみならず、来年度業績目標の達成確度も高まっている点は、投資家にとって安心材料と言える。長年の信頼関係に基づく 100 社近い取引先や、リピーターからの持ち込み案件が多く、効率的に仕入が出来ている点をストラテジー・アドバイザーズでは高く評価している。一方で、仕入が好調に推移した結果、自己資本比率は 23.7%まで低下した。金融機関は、期末の財務諸表を元に融資条件を決定するため、下期以降、既存のパイプラインが業績貢献することに加えて、一部の仕入を 27/12 期以降にスライドさせ、財務余力の改善も並行して進めていくことが期待される。

SPC とアセットマネジメントフィーで財務制約解消を狙う

新たなトピックとして、同社は、SAGL アドバイザーズを完全子会社化(6 月 15 日・6 月 30 日適時開示)し、GL キャピタルマネジメントへと社名変更した。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として、「土地企画事業及び再生事業の拡大による事業ミックスの改善による収益性向上及び、SPC を活用したさらなる回転率の向上とキャッシュポイントの多様化」に注目してきたが、アセットマネジメント業務を担う完全子会社を獲得したことで、SPC への物件売却後も、アセットマネジメントフィーを取り込むことが可能となった。

上述の通り、フロー中心の既存事業だけでは、事業拡大スピードが高まれば高まるほど、財務余力が足枷となる点が課題であったが、今後は、SPC の活用による回転率の向上及び、アセットマネジメントフィーの積み上げによって、一段とスピード感を持って、事業拡大を進めることが可能となろう。

図表 1. 決算サマリー

(億円)	25/12 H1	26/12 H1 (A)	前年同期比	進捗率 (A)/(B)	26/12 会社予想 (B)
売上高	356.7	284.2	-20.3%	37.9%	750
開発事業	126.5	201.0	58.9%	51.5%	390
土地企画事業	12.3	31.0	152.0%	15.5%	200
再生事業	24.7	49.0	98.4%	30.9%	160
営業利益	45.3	32.7	-27.8%	38.5%	85
経常利益	41.8	26.9	-35.6%	35.9%	75
親会社株主に帰属する 当期純利益	28.2	18.6	-34.3%	36.2%	51

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 2. 四半期業績動向

(百万円)	24/12				25/12				26/12	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
【P/L】										
売上高	5,450	12,530	15,492	31,008	16,472	19,199	16,251	17,338	15,287	13,137
(前年同期比)	-21.7%	-25.0%	192.7%	152.1%	202.2%	53.2%	4.9%	-44.1%	-7.2%	-31.6%
売上総利益	978	1,859	1,851	5,105	2,880	3,938	2,583	3,006	3,202	2,388
売上総利益率	17.9%	14.8%	11.9%	16.5%	17.5%	20.5%	15.9%	17.3%	20.9%	18.2%
販売管理費	815	842	989	1,414	1,065	1,222	965	1,718	1,152	1,168
営業利益	163	1,017	861	3,690	1,814	2,715	1,618	1,287	2,050	1,220
(前年同期比)	-63.7%	-59.7%	86.4%	220.6%	1012.9%	167.0%	87.9%	-65.1%	13.0%	-55.1%
売上高営業利益率	3.0%	8.1%	5.6%	11.9%	11.0%	14.1%	10.0%	7.4%	13.4%	9.3%
【B/S】										
仕掛販売用不動産	18,861	19,682	16,215	15,924	22,325	26,927	32,118	24,022	43,768	44,391
YoY	-4.9%	11.8%	-5.0%	7.6%	18.4%	36.8%	98.1%	50.9%	96.0%	64.9%
有利子負債合計額	26,836	26,972	31,863	21,299	34,891	33,525	33,869	29,627	46,960	46,668
自己資本比率	19.9%	20.9%	19.4%	31.8%	22.4%	27.1%	28.6%	31.3%	23.1%	23.7%
ネット D/E レシオ	2.5	2.4	2.9	0.9	2.1	1.8	1.6	1.0	2.5	2.4

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 3. 契約・決済状況

			総数											
			第1四半期			第2四半期			第3四半期			第4四半期		
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
開発事業	販売契約済物件の決済予定	636戸		138戸	127戸			141戸			46戸		27戸	157戸
	未契約物件の決済予定	122戸									23戸			99戸
	合計	758戸	265戸			141戸			69戸			283戸		
土地企画事業	販売契約済土地の決済予定	8件	1件	1件	1件	1件		1件			3件			
	未契約土地決済予定	17件									2件			15件
	合計	25件	3件			2件			5件			15件		
再生事業	販売契約済物件の決済予定	4棟				1棟		3棟						
	未契約物件の決済予定	5棟									3棟			2棟
	合計	9棟	0棟			4棟			3棟			2棟		
	仕入契約済物件の決済予定	7棟	5棟			1棟			1棟					
	仕入計画における決済予定	3棟									1棟			2棟
	合計	10棟	5棟			1棟			2棟			2棟		

出所：会社資料

開発は上期進捗 5 割超、
資材高も価格転嫁で吸収
可能

供給減で需給タイト化、信
頼関係強固で価格転嫁の
交渉余地は十分にある

隣地仕入で戦略的遅延、土
地企画の収益性上振れに自
信

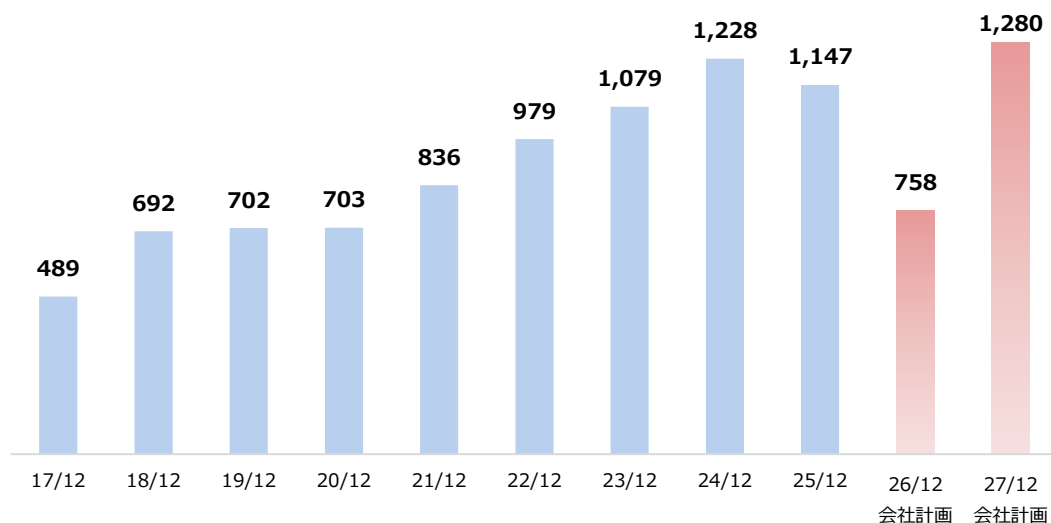
2. 事業規模が拡大しており、GLM200 への期待は高まる

開発事業の H1 売上高は 201 億円で、期初計画に対する進捗率は 51.5%と堅調に推移した。406 戸の売却を実施し、販売戸数計画(758 戸)に対する進捗率は 53.6%となった。すでに、十分なパイプラインを有しているため、計画通り販売が行われるかが今年度業績を占う上で重要であることを踏まえると、今年度業績に対する安心感を与える内容であった。また、仕入も良好であり、28/12 期販売予定の仕入戸数は 1,289 戸となった。すでに、27/12 期の計画達成に必要な仕入戸数(1,280 戸)を確保しているため、今後は、28/12 期以降の仕入を進めていくことになる。

なお、今年度は、中東情勢の影響で建築資材等の高騰に伴う収益性の悪化が懸念されているが、すでに今年度販売予定の 8 割程度が売買契約済となっており、影響は限定的となる見込み。来期以降、同影響によるコストアップが収益性を圧迫するリスクは一定程度あるものの、東京 23 区の賃料相場が 10%前後上昇していることを踏まえると、販売価格の引き上げによって、同影響を吸収することは十分可能であるとストラテジー・アドバイザーズではみている。

加えて、2026 年以降、新築レジデンス市場の新規供給がさらに減少する見込み。適切なマージンを確保するための値上げ交渉が実施しやすくなることが期待される。同社の顧客は個人ではなく、不動産ファンド等の機関投資家である。同社が顧客と長年築き上げてきた信頼関係を有していることや、同社の顧客も相場に応じて賃料改定を実施するだけの知見を有していることを考慮すると、資材価格高騰等の影響を価格転嫁する交渉余地は十分にあり、過度な懸念は不要であろう。

図表 4. レジデンスの販売戸数の推移 (戸)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

土地企画事業の H1 売上高は 31 億円で、期初計画に対する進捗率は 15.5%にとどまったが、想定内の範囲内。今年度は 25 件の売却を予定しているが、上期は 5 件の売却に留まった。会社側は、H1 で 9 件の売却を予定していたが、隣地の仕入が好調に推移したため、4 件の販売時期を後ろ倒しした。

なお、土地企画事業は、権利調整や解体といった工数をかけ、付加価値を付けて売却することで、高い売上総利益率の確保が可能となるビジネスである。会社計画(売上高 200 億円、売上総利益 40 億円)の売上総利益率は、20%となっているが、会社側は計画以上の収益性確保に自信をうかがわせている。建築費高騰や仕入進捗の状況に応じて販売タイミングを柔軟に判断できるため、今期以降、リスクを抑制しつつ、成長を続けることが期待されよう。

案件大型化と高回転モデル
で通期計画達成へ

再生事業の H1 売上高は、49 億円となり、期初計画に対する進捗率は、30.9%となった。計画通り、4 棟の販売を実施したため、想定通りの進捗となった。今年度は、通年で 9 棟の売却を予定しているが、下期以降、大型の物件の売却があることから、計画通りの売上高確保が期待される。

なお、Q 2 の仕入は、当初 3 棟予定していたが、1 棟に留まった。従前と比較すると、案件が大型化しており、通年の仕入計画を 12 棟から 10 棟へと変更したものの、金額ベースでは、想定通りの仕入を実施する見込み。再生事業の案件が大型化している点は、今後の同社の業績を占う上で、ポジティブであるとストラテジー・アドバイザーズではみている。会社側は、1 月 20 日のリリースにて、みずほ銀行より、54.5 億円の借入実施を発表した。再生事業で売買実績を積むことで、金融機関との信頼関係を醸成しており、過年度と比較すると、案件毎の借入可能額が増加している模様。GLM200 に向けて、事業規模拡大が期待されるが、すでにポジティブなサインが出ている点は注目に値すると言える。

加えて、一棟当たりの事業規模が拡大することで、仕入や販売に伴う一人当たりの生産性が向上するため、従業員に対して還元できる報酬が増え、優秀な人材採用が可能となろう。

なお、今年度業績計画(売上高 160 億円、売上総利益 35 億円)の売上総利益率は、22.0%である。25/12 期は、収益性が高い案件が多く、売上総利益率は、30.5%と高水準となったが、今年度はマージンが低下する見込み。トーセイ(8923、東証プライム)や、サンフロンティア不動産(8934、東証プライム)、ロードスターキャピタル(3482、東証プライム)といった同事業を行っている競合他社は、1～2 年程度かけて、売上総利益率が 30～40%取れるまでバリューアップを実施するケースも多いが、同社は回転率を重視し、一定程度マージンを確保したら売却する方針。25/12 期の販売時における賃料アップは 31.2%となっており、今期も同社の目利き力を生かした高回転率モデルでの事業展開が期待されよう。

図表 5. 再生事業の仕入・販売状況

仕入時期		物件所在地	延床面積	賃料上昇率	仕入 売買契約時期
2025/12期	5月	新宿区荒木町	887.19㎡	30%以上を目標	2025年4月
	5月	豊島区池袋2丁目	1,173.00㎡		2025年4月
	6月	渋谷区幡ヶ谷2丁目	1,864.90㎡		2025年5月
	7月	文京区本駒込2丁目	4,017.44㎡		2025年6月
2026/12期	1月	墨田区緑2丁目	830.30㎡		2025年6月
	1月	豊島区南大塚2丁目	5,724.39㎡		2025年9月
	1月	中央区新川1丁目	2,298.06㎡		2025年9月
	1月	横浜市港北区新横浜2丁目	2,798.55㎡		2025年9月
	1月	江東区亀戸6丁目	1,198.36㎡		2025年10月
	4月	札幌市中央区南六条西5丁目	1,906.98㎡		2026年2月
	7月	新宿区新宿1丁目	1,129.49㎡	2026年5月	
	↓ 3Q以降も継続して物件の仕入に関する売買契約を予定、2026/12期仕入目標棟数は10棟				販売契約済

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

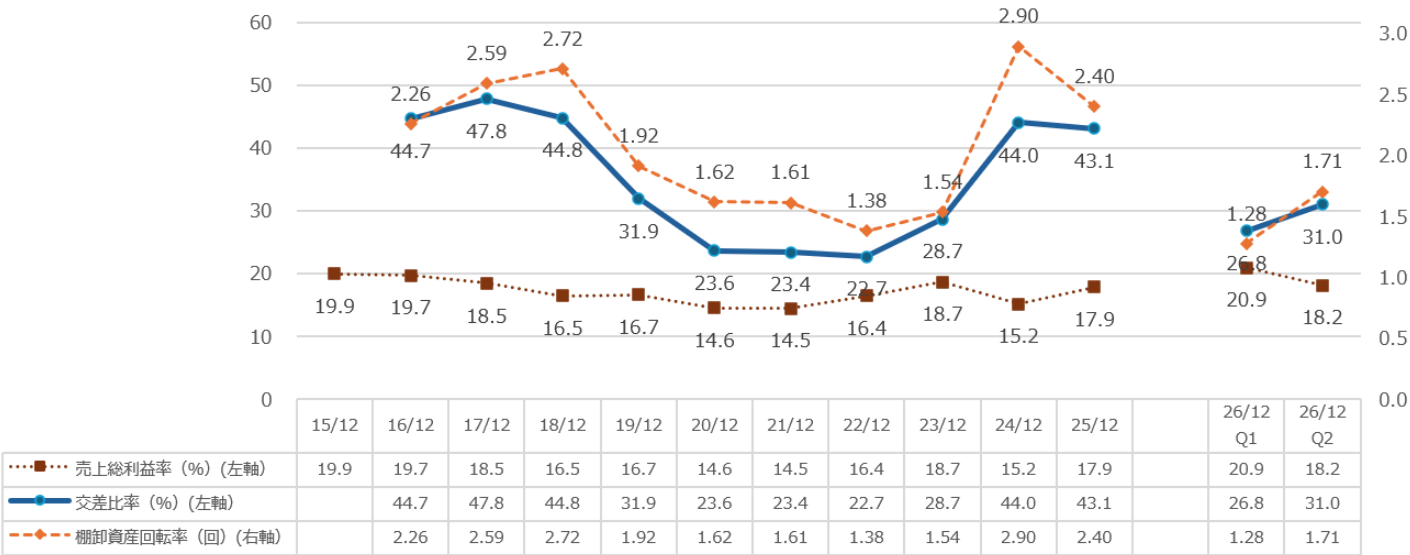
3. オフバランス開発による回転率重視の経営を資本市場は評価している

オフバランスで財務負担軽減、スケーラビリティを確保

同社の特徴は、オフバランス開発を活用し、棚卸資産の増加を抑制しながら、売上高の拡大を図ってきたことである。オフバランス開発とは、同社が目利きした土地をゼネコン等のパートナーが取得し、開発した後、同社が仕入れて、数か月内に機関投資家に売るモデルである。

従来のオンバランス開発では、用地取得に伴うバランスシート負担が大きく、財務余力が低下する。その結果、追加開発余地が限定的となってしまう。オフバランス開発を活用することで、財務負担が低減し、スケーラビリティの確保が可能となる。オフバランス開発が可能な背景として、同社が買い手であるファンド等の機関投資家との強いネットワークを有し、バルク販売が可能なのが挙げられる。複数のパートナーがそれぞれ開発した案件を同社がまとめて仕入れ、バルクでファンドに売却可能な故に成り立つモデルである。同社は、2022年以降、オフバランス開発を積極的に行っているが、株価も2023年から、大きく上昇しており、在庫回転率が極めて高い同社のビジネスモデルを市場が評価していると言える。

図表 6. グローバル・リンク・マネジメントの交差比率の推移



注：21/12 期は単体業績のみの開示、交差比率＝売上総利益率×棚卸資産回転率。交差比率を求める際の棚卸資産回転率は売上原価をもとに算出。
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 7. 同業他社との財務比較：CCC（キャッシュ・コンバージョン・サイクル）と交差比率の比較（直近の通期ベース）

企業名	コード	決算期	売上債権 回転期間 (日)	棚卸資産 回転期間 (日)	買入債務 回転期間 (日)	CCC (日)	売上 総利益率 (%)	棚卸資産 回転率 (回)	交差比率 (%)
【デベロッパー系】									
グローバル・リンク・マネジメント	3486	2025/12	0.2	151.8	0.2	151.9	17.9	2.4	43.1
FJ ネクストホールディングス	8935	2026/03	16.0	196.8	9.6	203.2	18.9	1.9	35.0
エスコン	8892	2026/03	3.6	1,054.3	0.0	1,057.9	29.9	0.3	10.4
フージャースホールディングス	3284	2026/03	1.7	405.2	26.4	380.5	22.0	0.9	19.8
明和地所	8869	2026/03	0.8	602.0	83.5	519.3	21.3	0.6	12.9
ディア・ライフ	3245	2025/09	1.9	112.1	1.8	112.1	13.7	3.3	44.8
【中古・リノベーション系】									
インテリックスホールディングス	463A	2025/05	3.7	242.2	7.9	238.0	17.8	1.5	26.8
プロバスト	3236	2026/05	78.3	294.9	43.3	329.9	17.4	1.2	21.5
ムゲンエステート	3299	2025/12	0.4	511.1	6.2	505.3	28.3	0.7	20.2
【DX系】									
GA technologies	3491	2025/10	1.7	22.6	7.1	17.2	16.9	16.1	273.3
タスキホールディングス	166A	2025/09	0.0	247.1	2.6	244.5	19.9	1.5	29.4
ミガロホールディングス	5535	2026/03	3.7	369.9	10.2	363.4	24.2	1.0	23.8
property technologies	5527	2025/11	0.4	269.6	11.9	258.1	15.0	1.4	20.3
平均値	—	—	8.7	344.6	16.2	337.0	20.2	2.5	44.7
中央値	—	—	1.7	269.6	7.9	258.1	18.9	1.4	23.8
【不動産金融系】									
グローバル・リンク・マネジメント	3486	2025/12	0.2	151.8	0.2	151.9	17.9	2.4	43.1
いちご	2337	2026/02	16.4	935.7	0.0	952.2	32.5	0.4	12.7
トーセイ	8923	2025/11	36.2	1,056.5	61.5	1,031.2	42.1	0.3	14.6
サンフロンティア不動産	8934	2026/03	9.3	730.9	20.7	719.4	32.8	0.5	16.4
霞ヶ関キャピタル	3498	2025/08	7.5	309.9	0.0	317.4	37.8	1.2	44.5
地主	3252	2025/12	2.4	439.4	1.9	439.9	18.4	0.8	15.3
ロードスターキャピタル	3482	2025/12	0.0	1,088.7	0.0	1,088.7	34.6	0.3	11.6
平均値	—	—	10.3	673.3	12.0	671.5	30.9	0.9	22.6
中央値	—	—	7.5	730.9	0.2	719.4	32.8	0.5	15.3

注：CCC（キャッシュ・コンバージョン・サイクル）は、「売上債権回転期間＋棚卸資産回転期間－買入債務回転期間」で算出。

インテリックスホールディングスは2025年12月1日に持ち株会社へ移行。上記はインテリックス(8940)の数値。

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

4. 中期経営計画達成は射程圏内、SPC 活用による GLM200 に注目

GLM100 達成の確度は高く、市場の関心は GLM200 へ

同社は、27/12 期を最終年度とする中期経営計画(GLM100)に沿って、事業拡大を進めている。27/12 期の経常利益目標は 100 億円であるが、上述の通り、すでに 27/12 期の業績を達成する上で必要なパイプラインを有していることや、各事業の売上総利益率の想定が保守的であることを考慮すると、同計画達成の確度は高い。ストラテジー・アドバイザーズでは、資本市場の関心も、GLM100 から 30/12 期を最終年度とする GLM200 に移りつつあると考える。今後の注目ポイントは、30/12 期を最終年度とする次期中期経営計画期間に、経常利益を 200 億円まで倍増させられるかである。

ストラテジー・アドバイザーズのヒアリングによると、30/12 期に経常利益 200 億円の達成に向けて、現時点での具体的な目標ではないものの、将来的には各事業が 500 億円規模に成長し、開発・土地企画・再生の 3 事業がバランスよく収益を構成する事業ポートフォリオをイメージしているとのことである。26/12 期 H1 決算では、土地企画事業、再生事業共に、事業規模の拡大の兆候が確認された。同計画達成を占う上で、極めて重要なポイントである。加えて、今後は、SPC を活用したビジネスモデルへの転換によって、キャッシュポイントの多様化と在庫回転率の向上も期待される。霞ヶ関キャピタル(3498 東証プライム)がホテルというアセットクラス中心に、ファンドを活用したモデルで高成長を遂げたことを踏まえると、同社に対する期待も大きいと言えよう。

SPC 活用による回転率向上と収益ポイント多様化

現在のビジネスモデルの場合、売却時にしか同社の収益ポイントはなかったが、今後は、SPC を活用し、収益ポイントを増やすことが期待される。具体的には、パートナーや金融機関と共に開発及び運用 SPC を組成し、同社が仕入れた物件を開発 SPC に売却し、SPC のバランスシートで開発を進める見込みである。

その後、運用 SPC に物件を売却し、運用 SPC が保有する物件のアセットマネジメントを同社が担うというモデルへ転換していくことが期待される。上述の通り、アセットマネジメント業務を担う完全子会社を獲得したことで、SPC に売却後、取り込むアセットマネジメントフィーを拡大可能となった点も GLM200 達成に向けた布石であったと言えよう。これらを踏まえた同社のエクイティストーリーは、「土地企画事業及び再生事業の拡大による事業ミックスの改善による収益性向上及び、SPC を活用したさらなる回転率の向上とキャッシュポイントの多様化」と言える。

図表 8. SPC を活用したビジネスモデルの概略図



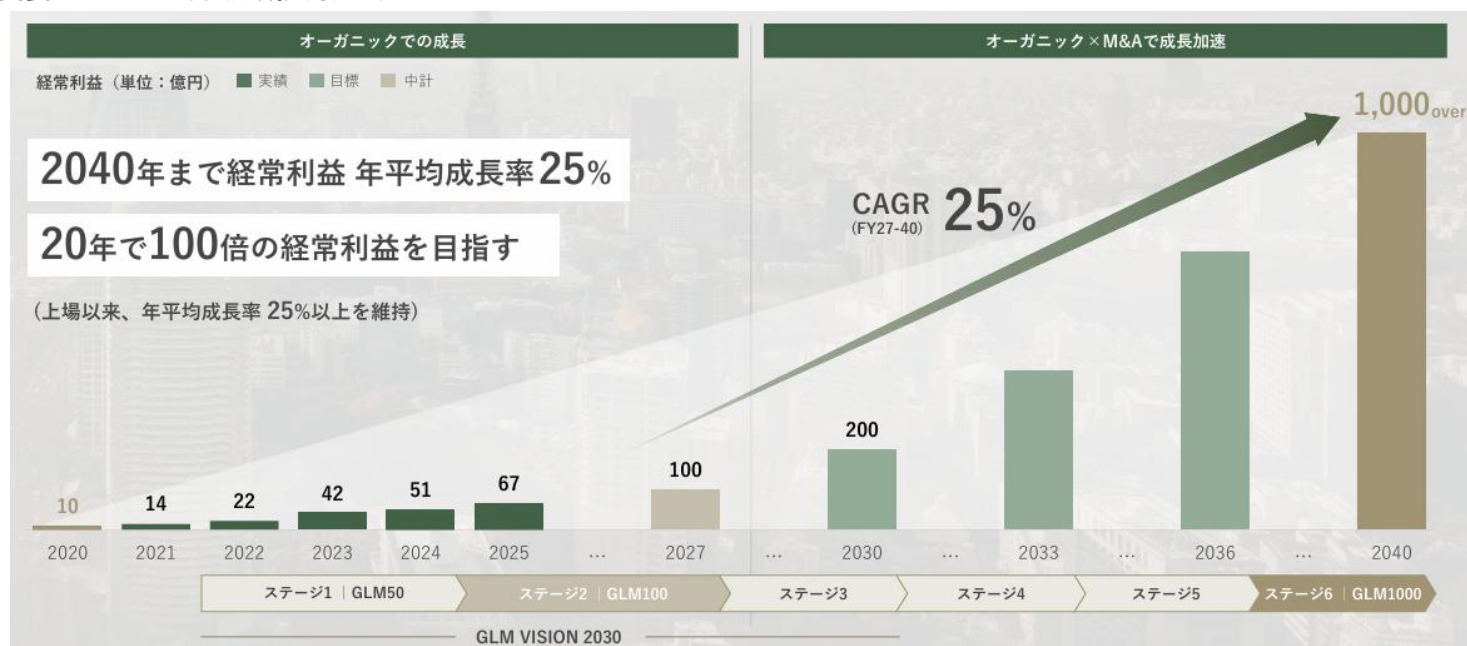
出所：会社資料

図表 9. 中期経営計画の内訳 (億円)

財務項目	25/12 (実績)	26/12 (会社計画)	27/12 (中期計画)	24/12 期からの 年平均成長率
売上高	692.6	750.0	1,000.0	15.7%
開発事業	411.0	390.0	500.0	—
土地企画事業	192.0	200.0	300.0	—
再生事業	83.0	160.0	200.0	—
売上総利益	124.1	145.0	170.0	20.2%
開発事業	60.0	70.0	70.0	—
土地企画事業	38.0	40.0	60.0	—
再生事業	25.0	35.0	40.0	—
売上総利益率	17.9%	19.3%	17.0%	—
開発事業	14.7%	18.0%	14.0%	—
土地企画事業	19.8%	20.0%	20.0%	—
再生事業	30.5%	22.0%	20.0%	—
仕入人員数 (人)	—	—	50	—
開発事業	—	—	16	—
土地企画事業	—	—	22	—
再生事業	—	—	12	—
開発事業	—	—	—	—
販売戸数 (戸)	1,147	758	1,280	1.4%
非レジデンス (棟)	0	1	2	-20.6%
土地企画事業	—	—	—	—
土地販売件数(件)	22	25	32	19.0%
再生事業	—	—	—	—
仕入棟数 (棟)	5	10	14	—
販売棟数 (棟)	4	9	12	—

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. GLM の長期成長イメージ



出所：会社資料

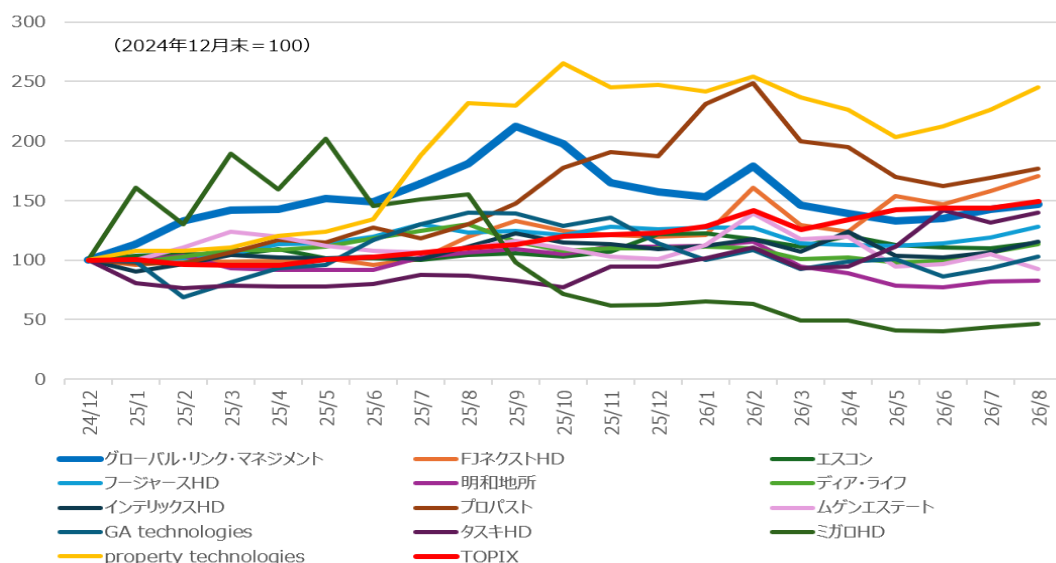
5. ビジネスモデルの転換によってバリュエーションも上昇しよう

金利上昇による株価低迷、
今後の焦点は PER 改善

同社の株価は、2025 年 9 月にピークを付けて以降、軟調な推移が続いている。1%台半ばであった 10 年国債金利が急速に上昇したことを受けて、調達コストの上昇を嫌気し、不動産デベロッパー各社の株価は軟調な推移となっており、同社の株価も業種全体の影響を受けていると言える。

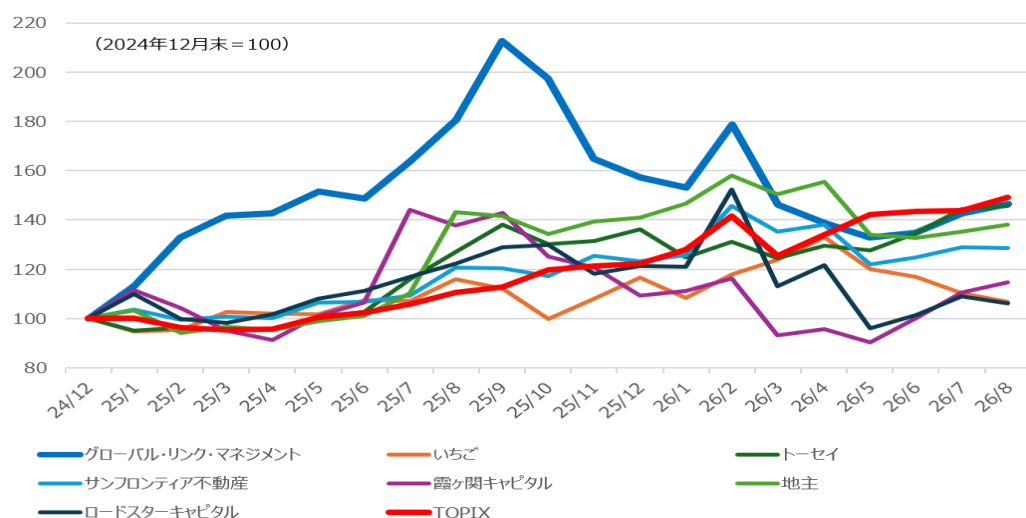
業績は堅調に推移しているにも拘わらず株価が下落したことから、バリュエーションが低迷している。一時、10 倍程度あった PER は、足元では 6 倍程度まで下がっている。高 ROE を背景に、PBR は 2.1 倍と相対的に高水準となっていることから、今後はいかにして、PER を上げていくかが重要であろう。

図表 11. コンパクトマンションを提供する上場企業(中古・リノベーション系企業、DX 系企業含む)
(第 1 カテゴリー)の株価推移 (2025 年以降)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 12. 不動産金融の上場企業 (第 2 カテゴリー) の株価推移 (2025 年以降)

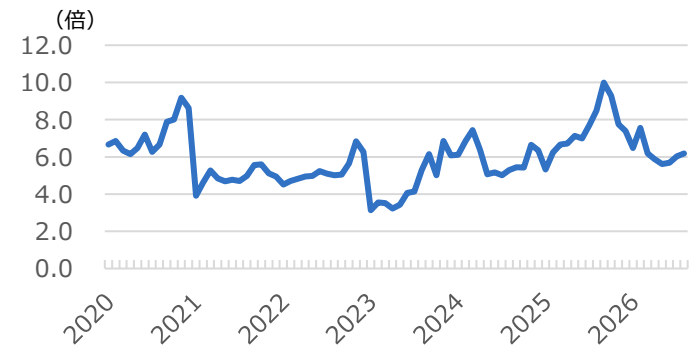


出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

収益性と回転率の両輪強化 ストラテジー・アドバイザーズでは、PER が 10 倍を超えている霞ヶ関キャピタル同様のバリュエーションが付与されるかに注目している。霞ヶ関キャピタルは、ファンドを活用した回転率の高いビジネスモデルだが、ホテルや物流倉庫など、需給ギャップのあるアセットクラスの開発に特化しているため、同社と比較すると、売上総利益率が高く、回転率と収益性の両輪で事業拡大を進めてきたことが市場からの高い評価に繋がっている。

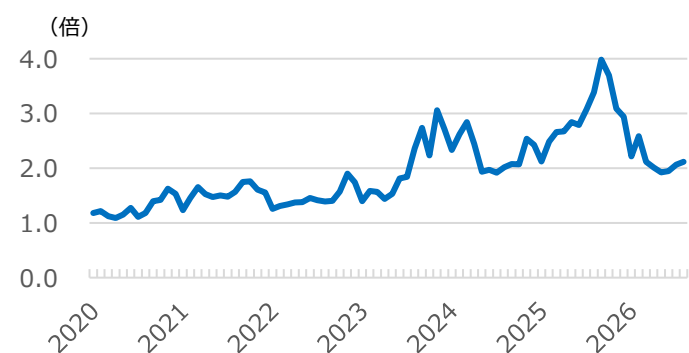
同社も SPC を活用したビジネスモデルへ転換を図ることによって、回転率の向上が期待されることに加えて、SPC に売却する際に得られる成功報酬や、アセットマネジメントフィーの獲得による成長を上乗せすることで、収益性の改善に繋がられるかにも注目したい。また、今後は、レジデンスのみならず、ホテルの開発も実施していく方針。レジデンスよりもホテルの方が収益性は高いため、旺盛なインバウンド需要を背景に、積極的な開発が期待される。

図表 13. PER の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 14. PBR の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 15. 同業他社とのバリュエーション比較 (第 1 カテゴリ：コンパクトマンションを提供する国内のデベロッパー) (中古・リノベーション系企業、DX 系企業を含む)

企業名	コード	決算期	株価 (9/1)	時価総額 (百万円)	PER 会社予想 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	配当利回り 会社予想 (%)	ROE 直近実績 (%)
【デベロッパー系】								
グローバル・リンク・マネジメント	3486	2025/12	1,977	31,580	6.2	2.1	5.1	34.8
FJ ネクストホールディングス	8935	2026/03	2,057	67,371	6.4	0.8	3.9	13.0
エスコン	8892	2026/03	1,116	107,013	7.4	1.2	4.7	14.7
フージャースホールディングス	3284	2026/03	1,339	54,767	7.6	1.0	5.6	15.0
明和地所	8869	2026/03	844	19,790	6.8	0.5	4.7	10.8
ディア・ライフ	3245	2025/09	1,147	57,728	-	1.8	5.6	20.2
【中古・リノベーション系】								
インテリックスホールディングス	463A	2025/05	1,004	10,013	5.9	0.6	4.8	-
プロバスト	3236	2026/05	294	9,730	6.0	0.7	3.4	13.7
ムゲンエステート	3299	2025/12	1,728	40,743	8.5	1.1	6.0	19.6
【DX 系】								
GA technologies	3491	2025/10	1,570	64,452	11.8	2.1	0.8	14.5
タスキホールディングス	166A	2025/09	1,205	74,373	12.8	2.3	4.1	18.5
ミガロホールディングス	5535	2026/03	299	19,227	12.8	1.3	3.0	10.9
property technologies	5527	2025/11	732	9,128	7.0	1.1	3.4	13.6

注：インテリックスホールディングスは 12/1 持ち株会社へ移行のため取得可能な指標が限定。
出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 16. 同業他社とのバリュエーション比較 (第 2 カテゴリ: 不動産金融)

企業名	コード	決算期	株価 (9/1)	時価総額 (百万円)	PER 会社予想 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	配当利回り 会社予想 (%)	ROE 直近実績 (%)
グローバル・リンク・マネジメント	3486	2025/12	1,977	31,580	6.2	2.1	5.1	34.8
いちご	2337	2026/02	399	156,675	8.8	1.4	3.9	14.6
トーセイ	8923	2025/11	1,844	179,178	11.8	1.7	3.0	15.3
サンフロンティア不動産	8934	2026/03	2,520	144,104	8.3	1.1	3.2	14.4
霞ヶ関キャピタル	3498	2025/08	7,460	183,241	11.1	4.1	2.2	32.2
地主	3252	2025/12	2,988	61,843	7.7	1.2	4.4	15.6
ロードスターキャピタル	3482	2025/12	2,616	44,239	5.8	1.4	3.7	27.2

出所: ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 17. 損益計算書の推移 (通期ベース)

(百万円)	21/12 単体	22/12	23/12	24/12	25/12	26/12 CoE
売上高	30,675	35,673	41,258	64,482	69,262	75,000
売上原価	26,227	29,810	33,552	54,687	56,853	—
売上総利益	4,447	5,863	7,706	9,794	12,409	14,500
売上総利益率	14.5%	16.4%	18.7%	15.2%	17.9%	19.3%
販売管理費	2,769	3,086	3,119	4,062	4,972	—
営業利益	1,677	2,776	4,586	5,732	7,436	8,500
売上高営業利益率	5.5%	7.8%	11.1%	8.9%	10.7%	11.3%
営業外収益	-100	6	124	7	47	—
営業外費用	289	504	451	602	745	—
経常利益	1,487	2,278	4,260	5,138	6,739	7,500
売上高経常利益率	4.9%	6.4%	10.3%	8.0%	9.7%	10.0%
特別利益	442	1	—	140	—	—
特別損失	—	—	1	5	—	—
税前利益	1,930	2,280	4,259	5,273	6,739	—
法人税・住民税・事業税	555	974	1,454	1,935	2,192	—
法人税等調整額	-48	-155	-76	-77	-67	—
法人税等合計	506	819	1,378	1,857	2,124	—
(法人税等の負担率)	26.2%	35.9%	32.4%	35.2%	31.5%	—
親会社株主に帰属する当期純利益	1,423	1,458	2,878	3,413	4,611	5,130
売上高当期純利益率	4.6%	4.1%	7.0%	5.3%	6.7%	6.8%
EPS (円)	91.05	91.78	180.38	213.28	288.03	320.40
ROE	—	—	37.5%	33.3%	34.7%	—
ROIC (投下資本)	—	—	11.0%	12.5%	13.7%	—
ROIC (事業資産)	—	—	12.7%	16.8%	19.4%	—
配当金 (円)	17.5	26.3	50.0	65.0	80.5	100.0
期中平均株式数 (百万株)	7.8	7.9	8.0	8.0	16.0	—
期末株式数 (百万株)	7.9	8.0	8.0	8.0	15.9	—

注：21/12 期は単体業績のみの開示、そのため期中平均を用いて算出する ROE 及び ROIC の 21/12 期と 22/12 期の数値はなし。

23/12 期より、それまで販管費に計上されていた融資手数料を営業外費用に計上するようになった。22/12 期までは新たな計上方法が適用されていたとして遡及調整しているが、21/12 期以前は遡及調整されていない。

EPS、配当金は、2025 年 4 月 1 日付の 1:2 の株式分割の影響を遡及して調整している

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 18. 貸借対照表の推移 (通期ベース)

(百万円)	21/12 単体	22/12	23/12	24/12	25/12
流動資産	20,605	30,551	28,232	34,043	44,942
現金及び預金	2,480	3,531	8,648	11,291	14,564
売上債権	—	—	—	12	80
棚卸資産	17,355	25,755	17,945	19,800	27,494
その他	770	1,265	1,639	2,952	2,884
固定資産	1,161	1,768	3,815	2,371	2,708
有形固定資産	600	1,307	3,209	1,320	1,279
土地	270	670	1,950	665	665
無形固定資産	105	109	86	50	65
投資その他の資産	454	350	519	1,000	1,362
投資有価証券	14	14	14	424	659
繰延税金資産	122	278	355	432	500
その他	318	58	150	144	203
総資産	21,767	32,319	32,047	36,414	47,650
流動負債	11,068	14,565	14,041	14,033	13,838
買入債務	—	—	—	32	26
未払金・未払費用	2,222	1,807	1,628	1,366	740
有利子負債	7,933	11,529	10,973	10,621	11,014
短期借入金	3,495	4,923	2,628	6,288	7,944
1 年内返済予定の長期借入金	4,409	6,557	8,230	4,218	2,956
1 年内償還予定の社債	28	48	114	114	114
未払法人税等	386	728	1,053	1,290	1,280
その他	527	501	387	724	778
固定負債	5,463	11,307	9,066	10,762	18,825
有利子負債	5,365	11,202	8,975	10,678	18,613
その他	98	105	91	84	212
純資産	5,235	6,446	8,939	11,617	14,986
株主資本	5,235	6,438	8,929	11,570	14,900
資本金・剰余金	878	907	936	964	1,023
利益剰余金	4,357	5,531	7,992	10,606	14,177
新株予約権	—	—	—	34	70
非支配株主持分	—	7	10	13	16
負債純資産合計	21,767	32,319	32,047	36,414	47,650
有利子負債	13,298	22,732	19,948	21,300	29,627
自己資本比率	24.1%	19.9%	27.9%	31.8%	31.3%
D/E レシオ (倍)	2.54	3.53	2.23	1.84	1.99

注：21/12 期は単体業績のみの開示

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・フロー計算書の推移 (通期ベース)

(百万円)	21/12 単体	22/12	23/12	24/12	25/12
営業活動によるキャッシュ・フロー					
税引前利益	1,930	2,280	4,259	5,273	6,739
減価償却費	88	90	89	107	72
運転資本	-2,619	-9,142	7,797	-1,860	-7,690
その他	5	-1,544	-1,813	-2,820	-2,407
合計	-574	-8,290	10,360	731	-3,201
投資活動によるキャッシュ・フロー					
有形固定資産の取得及び売却による収支	-2	-12	-1,944	1,962	-3
無形固定資産の取得及び売却による収支	-23	-39	-13	-3	-41
投資有価証券の取得及び売却による収支	-	-	-	-410	-253
その他	390	55	-29	10	-56
合計	365	4	-1,986	1,559	-353
財務活動によるキャッシュ・フロー					
短期借入金の純増減額	2,796	1,728	-2,295	3,836	1,586
長期借入金の純増減額	-1,933	7,611	-691	-2,527	6,682
社債の発行による純増減額	-28	72	152	-114	-114
株式の発行	19	-	-	-	-
配当金の支払額	-270	-277	-417	-799	-1,040
その他	-5	172	-2	27	-295
合計	579	9,306	-3,253	423	6,819
キャッシュ増減額	1,199	1,020	5,120	2,713	3,263
キャッシュ期首残高	2,035	2,406	3,451	8,571	11,285
キャッシュ期末残高	2,406	3,451	8,571	11,285	14,549

注：21/12 期は単体業績のみの開示

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