

25/8 期上期決算は通期会社予想に対して順調に推移。開発用地の取得も計画通り拡大

25/8 期上期決算は、売上高が前年同期比 62.1%増の 337.5 億円、営業利益が同 2.41 倍の 48.0 億円、当期純利益が同 89.8%増の 24.5 億円と大幅な増収増益。25/8 期通期会社予想に対して売上高で 35.5%、営業利益で 29.1%の進捗率。例年 Q4 に収益が集中することから、会社予想線での推移とみられる。

Q2(3 か月間) の売上高は前年同期比 2.12 倍の 184.8 億円、営業利益は同 37.0%増の 18.3 億円。Q1 の営業利益 29.7 億円に対して減益となったが、Q1 に好採算物件があったとみられること、販管費が増加したことなどが要因とみられる。Q2 の売上総利益 60.3 億円のうちフロー収入が 50 億円強を占めたと推定され、ホテルを中心に、物流、ヘルスケア、海外がそれぞれ貢献した模様。

棚卸資産は Q1 末の 518 億円に対して上期末は 527 億円と増加。契約前の物件に対する手付金などからなる前払金はこの間、22.4 億円から 49.6 億円へ増加しており、土地などの物件の仕入れは順調に増加しているとみられる。会社の開示によれば、パイプラインと AUM の合計金額は上期末で 5,982 億円と 24/8 期末の 4,916 億円から 6 か月間で大幅に増加している。

足元の株式市場は、米国トランプ政権の関税政策の動向によって乱高下している。霞ヶ関キャピタルの株価は、これに加えて、上期決算の利益の進捗や棚卸資産の増加がやや物足りないと見られたためか、4 月 3 日の決算発表を受けて下落した。しかし、上記のように同社の収益や物件の仕入れは予想通り順調に拡大しているとみられる。また、米国の関税政策によってグローバル経済の動向に不透明感が生じているが、同社はドバイでの海外事業を除いて内需型であり、かつ同社固有の要因で成長している面が強いことから、相対的に関税政策の影響は受けにくいであろう。直近の PER は希薄化後ベースで 12.7 倍と過去のレンジのボトムにあり、バリュエーションは低くなっている。

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(4/10)	11,460
52週高値(24/5/20)	18,910
52週安値(24/8/5)	7,950
上場来高値(24/5/20)	18,910
上場来安値(18/12/26)	594
発行済株式数(百万株)	9.84
時価総額(十億円)	112.7
EV(十億円)	154.4
自己資本比率(Q2実績、%)	27.0
PER 25/8(会予、倍)	12.7
PBR 25/8 上期末(実績、倍)	4.1
配当利回り 25/8(会予、%)	2.1

注：高値、安値は終値ベース。

PER は希薄化後株数で計算

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
24/8 上期	20,817	26.2	1,991	38.5	1,940	53.0	1,292	58.2	148.1	-
25/8 上期	33,750	62.1	4,805	141.3	4,154	114.1	2,453	89.8	249.3	-
21/8	14,295	78.5	1,328	306.9	1,037	475.6	793	489.9	121.4	20.0
22/8	20,780	45.4	2,141	61.2	1,732	67.0	1,018	28.3	132.9	30.0
23/8	37,282	79.4	4,442	107.4	4,119	137.8	2,050	101.4	253.2	60.0
24/8	65,685	76.2	8,537	92.2	7,860	90.8	5,020	144.8	541.7	170.0
25/8 会社予想	95,000	44.6	16,500	93.3	15,000	90.8	10,000	99.2	1,016.4	240.0

注：21年9月に1:2の株式分割を実施。EPS、DPSは調整後

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

1. 上期決算は会社予想に対して想定線での推移

季節性を考慮すると順調な進捗

25/8期上期決算は、売上高が前年同期比 62.1%増の 337.5 億円、営業利益が同 2.41 倍の 48.0 億円、当期純利益が同 89.8%増の 24.5 億円と大幅な増収増益となった。Q2(3 か月間)では、売上高が 184.8 億円(前年同期比 2.12 倍、前四半期比 21.1%増)、営業利益が 18.3 億円(前年同期比 37.0%増、前四半期比 38.2%減)と、前四半期比では増収減益であった。25/8期通期会社予想に対する進捗率は売上高が 35.5%、営業利益が 29.1% であるが、期初予想を達成した 24/8期もそれぞれ 31.7%、23.3%であったことから、例年の進捗率を考慮すれば上期の進捗は順調と考えられる。

Q2 は、ホテルを中心にすべての事業が収益に貢献

Q2(3 か月間)の売上総利益 60.3 億円のうち、フロー収入が 50 億円強を占めたとみられる。ホテルについては、長崎ブランドホテルプロジェクトにおける土地の売却、名古屋丸の内ホテルなどの 4 件のホテル開発用地の売却に加え、2024 年 12 月 13 日に開業した「FAV LUX 鹿児島天文館」の成功報酬もあった模様。物流では、埼玉県越谷市の開発用地の売却、ヘルスクエアでは杉並区の開発用地の売却が貢献したとみられる。海外もドバイでの物件売却があった。Q2 の売上総利益は Q1 の 64.6 億円からは減少したが、Q1 にホテルの好採算物件が含まれていたことが一因とみられ、Q2 も堅調な推移と言えるであろう。

販管費が大幅に増加

この上期は販管費が 76.8 億円と、前年同期比で 33.8 億円(78.6%)増えている。会社資料によれば、このうち人件費が 16.3 億円、広告宣伝費が 6.7 億円増加している。人件費は業容の拡大に伴う人員の増加による。広告宣伝費は、ホテルのブランディングの推進やイベント共催、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、テレビ CM 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クエアでは個人、物流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。

図表 1. 25/8期上期決算概要

(百万円)

	25/8上期 (A)	YoY	進捗率 (A)/(B)	25/8Q1	YoY	25/8Q2	YoY	25/8通期CoE (B)	YoY
売上高	33,750	62.1%	35.5%	15,264	26.2%	18,486	111.9%	95,000	44.6%
売上総利益	12,493	98.4%	NA	6,460	147.4%	6,033	63.7%	NA	NA
売上総利益率	37.0%	-	-	42.3%	-	32.6%	-	-	-
販管費	7,687	78.6%	-	3,490	78.2%	4,197	78.9%	-	-
営業利益	4,805	141.3%	29.1%	2,970	355.5%	1,835	37.0%	16,500	93.3%
営業利益率	14.2%	-	82.0%	19.5%	-	9.9%	-	17.4%	-
経常利益	4,154	114.1%	27.7%	2,882	632.6%	1,272	-17.8%	15,000	90.8%
当期純利益	2,453	89.8%	24.5%	2,002	790.3%	451	-57.8%	10,000	99.2%

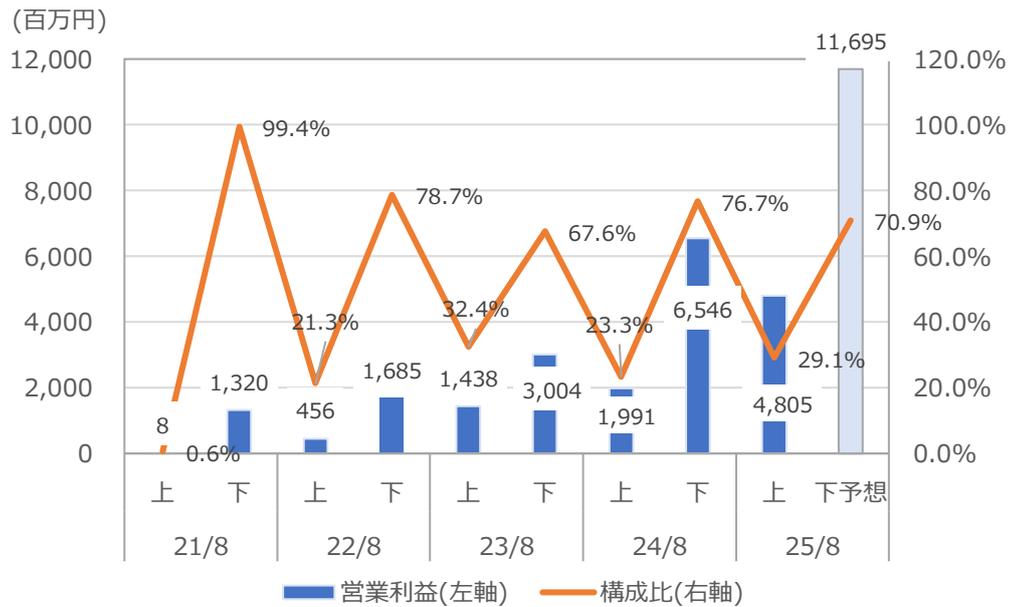
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 2. 売上に貢献したと見られる主要物件

	リリース	不動産売却	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 (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) の売却	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

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. 営業利益の推移(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

Q2(3か月間)は為替差損が発生

上期は営業外で為替差益が0.7億円発生したが、Q1の2.6億円の為替差益に対してQ2は▲1.8億円の為替差損であった。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。Q2は期中に増加した資産について、Q2期末にかけて円高に振れた影響があったと推定される。

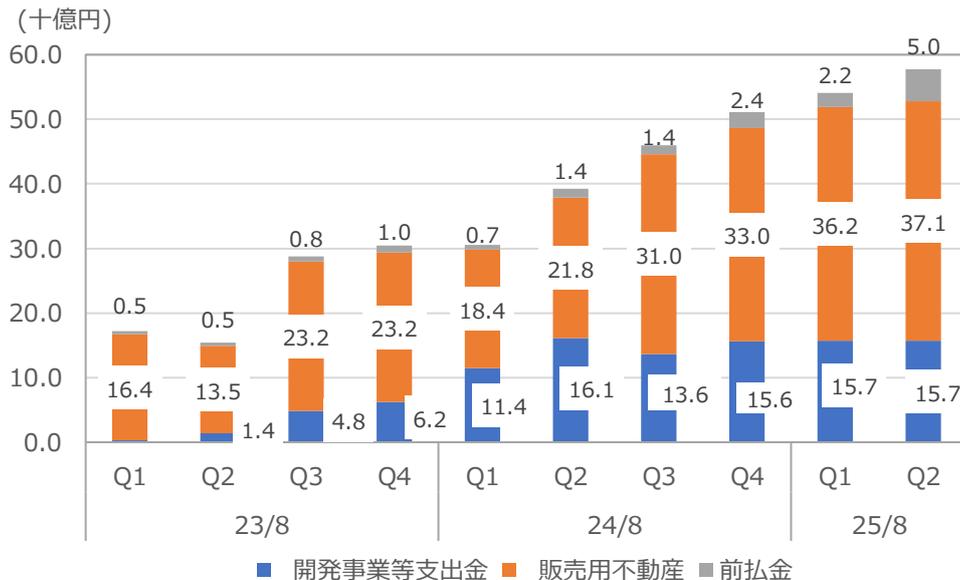
実効税率

上期の法人税等の実効税率は40.0%と前年同期の36.9%から上昇。特に、Q2(3か月間)では63.1%と高かった。実効税率の異なる子会社の収益構成の変化などとみられるが、Q2はややイレギュラーだったと推定される。

仕入れも順調に増加

上期末の棚卸資産は527.6億円(うち販売用不動産370.7億円)と、24/8期末の486.7億円(同330.4億円)、Q1末の518.7億円(同361.6億円)から増加した。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、上期末が49.7億円とQ1末の22.5億円から大幅に増加している。これらはQ3以降の棚卸資産の増加につながる。また、会社が開示しているパイプライン・AUMの金額は、24/8期末の4,916億円から上期末で5,982億円と、6か月間で1,066億円増加しており、順調に開発用地等の仕入れ及びその後の開発が進んでいることがわかる。

図表 4. 棚卸資産および前払金の推移 (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 5. プロジェクトパイプライン・AUMの動向

2025年8月期第2四半期 プロジェクトパイプライン・AUM

プロジェクトを順調に積上げ前期末から1,066億円増加
プロジェクトパイプラインとAUMの事業規模総額は5,982億円まで伸長

		2024年8月末		2025年2月末		増減額	増減比
		件数	事業規模*	件数	事業規模*		
物流	LOGI FLAG	19 件	2,475 億円	22 件	2,976 億円	+501 億円	+20.2%
ホテル	FAV seven	44 件	1,580 億円	51 件	2,101 億円	+521 億円	+33.0%
ヘルスケア	CLASWELL	15 件	370 億円	16 件	395 億円	+25 億円	+6.8%
オルタナ投資	海外事業	8 件	156 億円	9 件	175 億円	+19 億円	+12.2%
	レジデンスファンド	13 件 (4ファンド)	334 億円	13 件 (4ファンド)	334 億円	±0 億円	—
合計		99 件	4,916 億円	111 件	5,982 億円	+1,066 億円	+21.7%

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

出所：会社資料

図表 6. プロジェクトパイプライン・AUMの推移

2025年8月期第2四半期 AUM進捗

パイプラインを含めた事業規模総額は5,982億円まで到達
新規に取得する案件の平均事業規模も4年半で約2.5倍に拡大



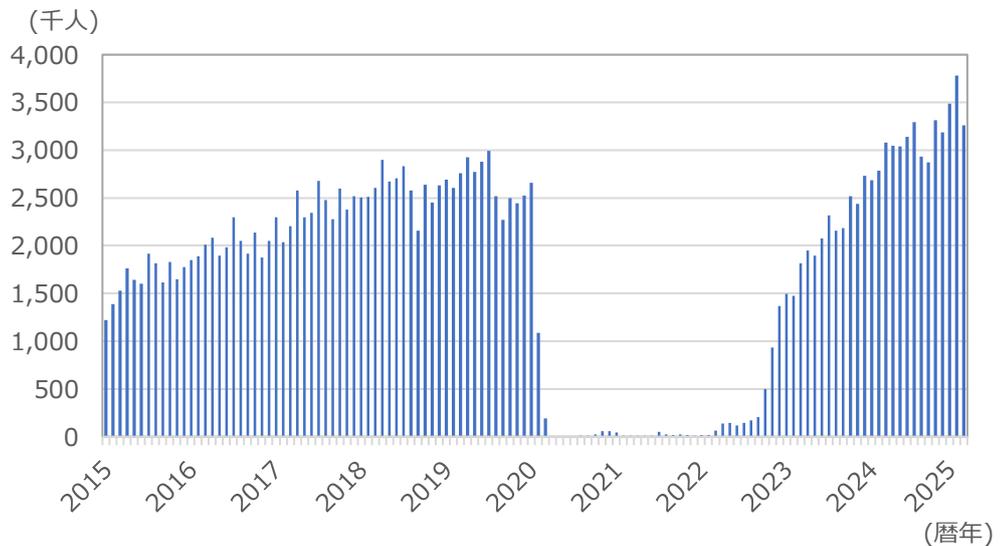
出所：会社資料

2. 主要事業の最近の動向

ホテル事業は引き続き好調

日本を訪れる訪日外客数は、2025年2月には378万人に達するなど、過去最高を更新し続けている。年間では、2024年は3,087万人と3,188万人を超えて過去最高を記録した。2025年はJTBの予想では4,020万人に達すると見込まれている。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の推進によるセルス・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 7. 訪日外客数の推移(月次)



出所：観光庁資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

物流事業では建築基準法改定で自動倉庫の優位性が高まる

物流は冷凍冷蔵倉庫に重点を置き、特に自動倉庫で差別化を図っている。冷凍自動倉庫は、人的エラーの削減や、-25℃といった過酷な環境下での労働災害の防止や労働環境の改善などに寄与している。加えて、2024年7月の建築基準法の改定により、床のない自動倉庫の容積率を計算する上での仮想床の高さがそれまでの5メートルから8メートルへ変更になった。これにより自動倉庫への保管数量が増え、効率が高まることになった。自動倉庫は従来型の倉庫に比べて、床がないためもとと建築コストを抑えられていたとみられるが、こうした規制の変更により、自動倉庫の優位性がさらに高まることになるとみられる。

HAZMAT 倉庫に進出

物流では、Q2にHAZMAT(危険物)倉庫の開発用地を神奈川県内に取得した。HAZMAT倉庫は、需要の増加により供給不足の状態にあるとみられる。社会のコンプライアンス意識の高まりもあり、スプレー缶、化粧品、アルコール消毒などの保管先として移管が進んできており、加えて、リチウムイオン電池の需要増加による取扱量の拡大が生じている。従来のHAZMAT倉庫は、空地を確保する必要などから、小規模倉庫が点在し、平屋構造とするため容積率が未消化となるケースが多かった。霞ヶ関キャピタルは自動倉庫を導入することで、平屋でも高さ20メートルを確保することで容積率を十分に活用することが可能となっている。

2. 下期の見通し

順調に積み上がる仕入れが今後の売上拡大に寄与へ

25/8期は例年通り、Q4に収益が集中することが予想される。事業規模を示す原価ベースのプロジェクトのパイプラインは、上期末で2,652億円に達しており、この下期以降、順次、同社の売上として計上されていくことになろう。会社が公表しているプロジェクトの仕入れが図表8のように積み上がってきており、これらが設計・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、同社の売上が拡大する見通しである。

1件当たりのプロジェクトの規模も拡大

図表5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49.6億円であったが、25/8期上期末では53.8億円となっている。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。

霞ヶ関キャピタルへの期待利回りは上昇していない模様

日本では金利が上昇局面にある。10年物国債利回りは直近ではトランプ政権の関税政策の影響などで変動しているものの、基本的にはインフレ率の上昇とともに金利にも上昇圧力があるとみられる。一方で、霞ヶ関キャピタルのプロジェクトについては、これまで実績を積み上げてきたことによって投資家が考慮するリスクプレミアムが低下していると推察される。このため、同社のプロジェクトに対する期待利回りは、日本の金利上昇にもかかわらず、上がっていない模様である。したがって、今のところ同社のプロジェクトの採算性にマイナスの影響は出ていないとみられる。

図表 8. 物件の主な仕入れ状況

	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	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

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		24/8				25/8	
	H1	H2	H1	H2CoE	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
売上高	20,817	44,868	33,750	61,250	12,094	8,723	12,778	32,090	15,264	18,486
売上原価	14,521	32,604	21,256		9,482	5,039	8,711	23,893	8,803	12,453
売上総利益	6,296	12,263	12,493		2,611	3,685	4,066	8,197	6,460	6,033
売上高総利益率	30.2%	27.3%	37.0%		21.6%	42.2%	31.8%	25.5%	42.3%	32.6%
販売管理費	4,304	5,718	7,687		1,958	2,346	2,415	3,303	3,490	4,197
売上高販売管理費率	20.7%	12.7%	22.8%		16.2%	26.9%	18.9%	10.3%	22.9%	22.7%
営業利益	1,991	6,546	4,805	11,695	652	1,339	1,652	4,894	2,970	1,835
売上高営業利益率	9.6%	14.6%	14.2%	19.1%	5.4%	15.4%	12.9%	15.3%	19.5%	9.9%
営業外収支	-52	-626	-651		-259	207	271	-897	-88	-563
金融収支	-258	-404	-491		-132	-126	-170	-234	-253	-238
為替差損益	328	-21	76		-53	381	548	-569	261	-185
その他	-122	-201	-236		-74	-48	-107	-94	-96	-140
経常利益	1,940	5,920	4,154	10,846	393	1,547	1,921	3,999	2,882	1,272
売上高経常利益率	9.3%	13.2%	12.3%	17.7%	3.2%	17.7%	15.0%	12.5%	18.9%	6.9%
特別利益	256	242	88		19	237	8	234	92	-4
特別損失	0	312	3		0	0	0	312	0	3
税前利益	2,196	5,849	4,239		413	1,783	1,929	3,920	2,974	1,265
法人税等	810	1,817	1,696		157	653	470	1,347	898	798
(法人税等率)	36.9%	31.1%	40.0%		38.0%	36.6%	24.4%	34.4%	30.2%	63.1%
当期純利益	1,292	3,728	2,453	7,547	224	1,068	1,335	2,393	2,002	451
売上高当期純利益率	6.2%	8.3%	7.3%	12.3%	1.9%	12.2%	10.4%	7.5%	13.1%	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

3. 株価の動向と見通し

株価は市場の影響も大きく、直近で下落

米国トランプ政権による相互関税の発表により、株式市場は全体的に4月3日以降、波乱模様となっている。同社の上期決算発表(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、同社株は同12.5%下落した。市場が急落したため、要因を分解するのは難しいが、同社の上期決算が市場からはやや物足りなかったと判断された可能性がある。

上期決算後は同社固有の下落要因もあった可能性

その理由として挙げられるのはまず、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であろう。しかし、同社の収益は現在のところフロー収入が中心であり、プロジェクトが売上や利益に貢献するタイミングは四半期ごとにバラつきがあるため、通期業績の動向がより重要であろう。第二に、上期末の棚卸資産がQ1末比で小幅な伸びにとどまったことで仕入れも鈍化しているとの懸念が生まれた可能性がある。しかし、実際には上記のように、前払金など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ると考えられ、25/8期通期の会社予想の達成についても大きなリスクはないと判断される。

バリュエーションは過去のレンジのボトム圏

株価が大幅に下落した結果、25/8期会社予想ベースの当期純利益を昨年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12.7倍と、同社の過去PERレンジのボトム圏となっている。同業他社との比較でも、これまでは高い利益成長性を反映して高めの

PERで推移していたが、現在はその差は縮小している。したがって、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低位にあると言える。

米国の関税政策の影響は受けにくい

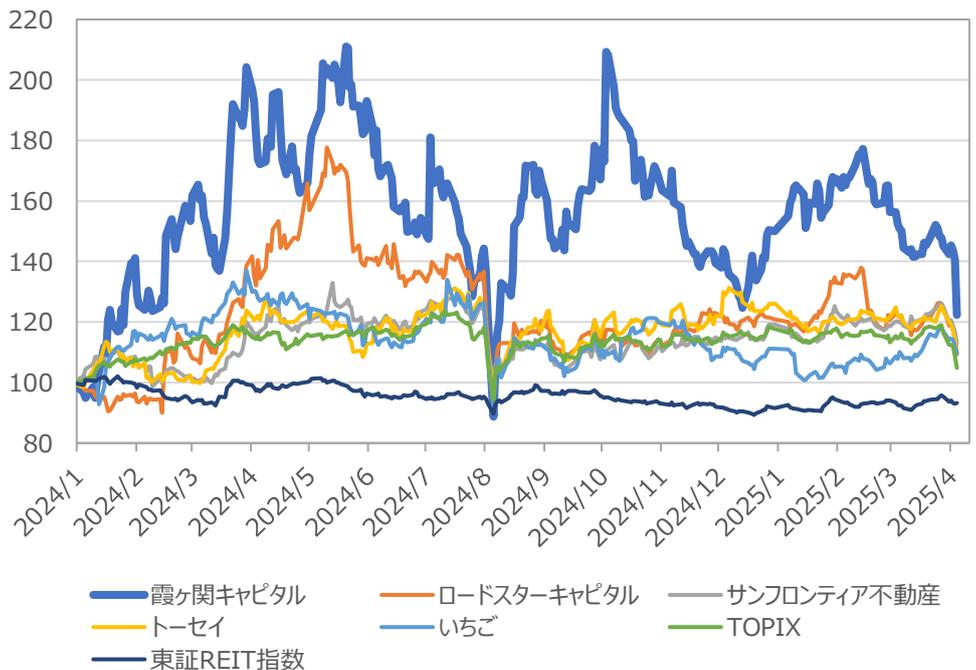
当面は、株式市場全体がトランプ政権の経済政策に引き続き影響を受ける可能性が高く、同社株もその影響は免れないであろう。ただ、ファンダメンタルでは、同社はドバイの海外事業を除いて内需型の事業が主体である。また、同社は独自の成長要因が多いことから、グローバル経済の動向の影響は相対的に受けにくいと言える。また、仮に米国や日本で景気減速感が強まれば金利は下方圧力を受けることになるとみられ、この点もファンドなどの外部資金を活用する不動産関連銘柄としてはプラス面もある。

25/8期会社予想の達成確度が高まれば株価は回復する可能性が高い

現在の同社の株価は、25/8期通期の会社予想を十分には織り込んでないと推察される。このため、今後、開発用地の売却の発表などによって、その達成確度が高まっていると市場が判断すれば、バリュエーションが低くなっているだけに株価を押し上げる要因となり得よう。さらに、次のステップとして、中期経営計画で公表されている26/8期会社予想の当期純利益150億円が株価に織り込まれ始めれば、株価の回復に弾みがつくことも期待される。

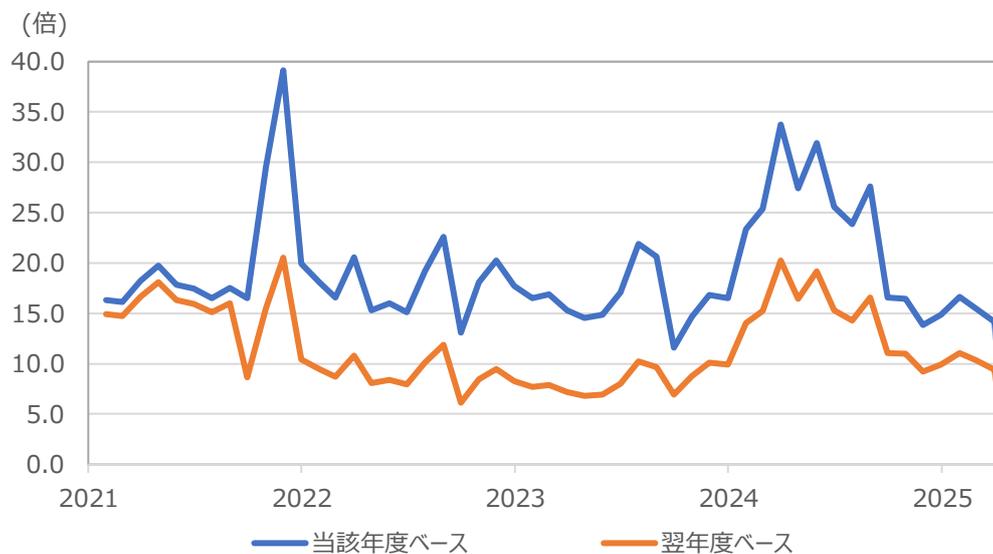
図表 10. 不動産投資企業の株価推移

(2023年末=100)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 11. PER の推移



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

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 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	24/8	65.7	28.3	13.0	7.6	26.3	8.3	2.9	1.08
不動産投資										
2337	いちご	24/2	82.7	25.2	15.7	14.6	11.6	3.4	3.5	0.23
3482	ロードスターキャピタル	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	24/3	79.9	33.1	22.0	14.9	13.9	7.0	2.1	0.47
	平均値			35.0	23.4	16.0	17.5	5.6	3.2	0.35
大手デベロッパー										
3003	ヒューリック	24/12	591.6	33.2	27.6	17.3	12.8	3.7	3.2	0.21
8801	三井不動産	24/3	2,383.3	24.9	14.3	9.4	7.5	2.5	3.1	0.26
8802	三菱地所	24/3	1,504.7	26.1	18.5	11.2	7.4	2.3	3.2	0.21
	平均値			28.1	20.1	12.6	9.2	2.8	3.2	0.23
ホテル										
4681	リゾートトラスト	24/3	201.8	84.6	10.5	7.9	12.9	3.5	3.6	0.44
9616	共立メンテナンス	24/3	204.1	24.0	8.2	6.1	15.4	4.6	3.1	0.75
9722	藤田観光	24/12	76.2	21.0	16.2	12.0	35.4	9.7	3.7	0.81
	平均値			43.2	11.6	8.6	21.2	5.9	3.5	0.67
ヘルスケア										
7061	日本ホスピスホールディングス	24/12	12.1	15.9	15.4	5.3	20.9	3.8	5.3	0.72
7071	アンビスホールディングス	24/9	42.5	40.2	25.0	17.5	24.9	11.7	2.2	0.67
9158	シーユーシー	24/3	33.0	48.2	11.3	7.9	13.3	5.1	2.3	0.64
	平均値			34.8	17.2	10.2	19.7	6.9	3.3	0.68

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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(4/10) (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	11,460	112.7	12.7	4.1	26.3	2.1	9.1
不動産投資								
2337	いちご	380	164.7	11.8	1.6	11.6	2.6	16.8
3482	ロードスターキャピタル	2,281	37.8	4.9	1.5	30.6	3.6	7.2
8923	トーセイ	2,323	112.9	8.8	1.2	13.9	3.8	11.0
8934	サンフロントリア不動産	1,906	92.4	6.6	1.0	13.9	3.5	5.4
	平均値			8.0	1.3	17.5	3.4	10.1
大手デベロッパー								
3003	ヒューリック	1,438.0	1,095.1	10.1	1.3	12.8	4.0	14.5
8801	三井不動産	1,404.5	3,895.8	16.3	1.3	7.5	2.1	17.5
8802	三菱地所	2,469.5	3,077.0	17.9	1.3	7.4	1.7	14.9
	平均値			14.8	1.3	9.2	2.6	15.6
ホテル								
4681	リゾートトラスト	1,463	313.7	17.5	2.4	12.9	2.1	9.4
9616	共立メンテナンス	3,026.0	236.2	16.9	2.7	15.4	1.2	13.6
9722	藤田観光	9,300	111.5	14.1	4.7	35.4	0.4	9.2
	平均値			16.1	3.3	21.2	1.2	10.7
ヘルスケア								
7061	日本ホスピスホールディングス	1,458	12.3	11.0	3.5	20.9	1.7	12.0
7071	アンビスホールディングス	445	43.4	7.5	1.3	24.9	0.9	6.3
9158	シーユーシー	1,236	36.2	12.5	1.3	13.3	0.0	9.4
	平均値			10.3	2.0	19.7	0.9	9.2

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

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

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

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 14. ホテルプロジェクト一覧

開業済み

	ホテル名	開業日	延床面積 (m ²)	客室数
1	fav 飛騨高山	2020年10月26日	1,702	38
2	fav 高松	2020年11月20日	1,985	41
3	fav 熊本	2021年11月18日	2,957	67
4	fav 伊勢	2021年12月1日	1,216	36
5	fav 広島スタジアム	2022年8月22日	1,271	33
6	fav 函館	2022年8月30日	1,380	30
7	fav 鹿児島中央	2022年11月21日	2,226	51
8	fav 広島平和大通り	2022年12月12日	2,500	51
9	fav 東京西日暮里	2022年12月21日	772	24
10	fav 東京両国	2023年3月1日	730	19
11	FAV LUX 飛騨高山	2023年8月11日	2,908	53
12	FAV LUX 長崎	2024年2月1日	2,552	52
13	seven x seven 糸島	2024年3月1日	3,785	47
14	FUV LUX 鹿児島天文館	2024年12月13日	3,463	63
15	seven x seven 石垣	2024年9月9日	16,974	121

開発中

	プロジェクト名	開業予定日	延床面積 (m ²)	客室数
16	BASE LAYER HOTEL 名古屋	2025年5月	4,106	186
17	御殿場東田中ホテルプロジェクト	2025年8月	3,843	49
18	FAV LUX 小豆島	2025年11月	4,635	45
19	広島宮島口ホテルプロジェクト	2026年2月	4,400	34
20	BASE LAYER HOTEL 福岡	2026年2月	3,273	計画中
21	長崎ホテルリブランドプロジェクト	2026年10月	計画中	計画中
22	宇治山田ホテルプロジェクト	2026年12月	2,919	49
23	名古屋中区ホテルリブランドプロジェクト	2026年冬	7,461	計画中
24	淡路島洲本ホテルプロジェクト	2027年3月	5,073	59
25	由布院ホテルプロジェクト	2027年3月	7,691	39
26	名古屋丸の内ホテルプロジェクト	2027年4月	2,802	59
27	金沢市片町ホテルプロジェクト	2027年5月	3,760	59
28	旭川ホテルプロジェクト	2027年6月	3,306	64
29	FAV LUX 札幌すすきの	2025年7月	4,285	84
30	宮崎市橋通東ホテルプロジェクト	2026年6月	2,495	41

計画中

	プロジェクト名	開業予定/客室数
31	小豆島小部ホテルプロジェクト	計画中
32	箱根強羅ホテルプロジェクト	計画中
33	熱海銀座町ホテルプロジェクト	計画中
34	宮古島西浜ビーチホテルプロジェクト	計画中
35	銀座ホテルプロジェクト	計画中
36	渋谷区ホテルプロジェクト	計画中
37	富士河口湖ホテルプロジェクト	計画中
38	大阪本町ホテルプロジェクト	計画中
39	浅草雷門ホテルプロジェクト	計画中
40	宮古伊良部島ホテルプロジェクト	計画中
41	出雲ホテルプロジェクト	計画中
42	鎌倉雪ノ下ホテルプロジェクト	計画中
43	仙台青葉通りホテルプロジェクト	計画中
44	松山一番町ホテルプロジェクト	計画中
45	群馬草津温泉プロジェクト	計画中

注：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)	着工予定	竣工予定
1	千葉県市川市	冷凍冷蔵	8,609	-	竣工済
2	千葉県船橋市	冷凍冷蔵	6,960	-	竣工済
3	横浜港北エリア	冷凍冷蔵	10,979	-	竣工済
4	京都府京都市	冷凍冷蔵	12,012	-	竣工済
5	神奈川県厚木市	冷凍冷蔵	14,257	-	竣工済
6	大阪南港エリア	冷凍自動	25,247	着工済	2027年10月
7	福岡県古賀市	3温度帯	35,901	-	竣工済
8	宮城県仙台市	3温度帯	36,758	-	竣工済
9	埼玉県所沢エリア	冷凍自動	9,579	-	竣工済
10	大阪府茨木市	冷凍冷蔵	29,357	-	竣工済
11	千葉県習志野市	冷凍冷蔵	8,441	着工済	2026年4月
12	青森県八戸市	冷凍自動	15,918	-	竣工済
13	神奈川県川崎市①	冷凍自動	20,777	着工済	2026年夏
14	神奈川県川崎市②	冷凍自動	27,130	2025年夏	2027年冬
15	埼玉県越谷市	冷凍自動	14,362	着工済	2027年5月
16	兵庫県神戸市	冷凍自動	19,238	2025年冬	2027年冬
17	愛知県名古屋	冷凍自動	20,345	着工済	2026年5月
18	静岡県袋井市	冷凍自動	74,000	2026年春	2028年冬
19	神奈川県内	HAZMAT自動	5,000	2026年春	2027年夏秋

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。

・3温度帯は冷凍・チルド・ドライの3つの温度帯に対応した物流施設

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 16. ホスピス住宅のプロジェクトパイプライン一覧

開業済施設

	所在地 (施設名)	状況	開業日/予定日	延床面積(m ²)	部屋数
1	札幌市南区 (パルム澄川ホスピス)	稼働中	2022年7月	1,539	37
2	東京都調布市 (CLASWELL仙川)	稼働中	2023年7月	3,178	70
3	札幌市中央区 (パルム札幌中央ホスピス)	稼働中	2024年4月	3,001	60
4	東京都板橋区 (CLASWELL小竹向原)	稼働中	2024年11月	2,336	59
5	東京都新宿区 (CLASWELL信濃町)	稼働中	2025年2月	1,770	48
6	東京都練馬区 (CLASWELL下石神井)	稼働中	2025年3月	2,093	50

開発中施設

	所在地 (施設名)	状況	開業日/予定日	延床面積(m ²)	部屋数
7	東京都府中市	開発中	2026年初頭	2,356	47
8	埼玉県さいたま市②	開発中	2026年初頭	2,992	58
9	大阪府豊中市	開発中	2026年冬春	2,435	56
10	大阪府吹田市	開発中	2026年冬春	2,128	56
11	埼玉県さいたま市①	開発中	2026年冬春	2,628	60
12	東京都練馬区②	開発中	2026年夏	2,363	57
13	福岡県福岡市	開発中	2026年夏	2,369	51
14	東京都杉並区	開発中	2026年秋	2,149	50
15	兵庫県西宮市	開発中	2026年冬	2,201	44
16	神奈川県横浜市	取得済	2027年春	2,498	51

注：部屋数・スケジュールは、開発状況に応じて変更される可能性がある。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 17. 損益計算書

(百万円)							
決算期	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8CoE
売上高	5,352	8,008	14,295	20,780	37,282	65,685	95,000
(前期比)	32.4%	49.6%	78.5%	45.4%	79.4%	76.2%	44.6%
売上原価	3,559	5,693	9,885	14,601	27,183	47,125	
売上総利益	1,793	2,315	4,410	6,178	10,099	18,559	
(売上総利益率)	33.5%	28.9%	30.8%	29.7%	27.1%	28.3%	
販売費及び一般管理費	1,094	1,989	3,081	4,036	5,656	10,022	
営業利益	699	326	1,328	2,141	4,442	8,537	16,500
(前期比)	88.9%	-53.4%	307.4%	61.2%	107.5%	92.2%	93.3%
(売上高営業利益率)	13.1%	4.1%	9.3%	10.3%	11.9%	13.0%	17.4%
営業外収益	12	8	7	84	249	347	
受取利息配当金	0	3	0	3	3	5	
営業外費用	71	154	299	493	572	1,025	
支払利息割引料	39	83	175	337	370	667	
経常利益	639	180	1,037	1,732	4,119	7,860	15,000
(前期比)	86.8%	-71.8%	476.1%	67.0%	137.8%	90.8%	90.8%
(売上高経常利益率)	11.9%	2.2%	7.3%	8.3%	11.0%	12.0%	15.8%
特別利益	0	218	675	89	45	498	
特別損失	0	201	676	275	191	312	
税金等調整前当期純利益	639	197	1,035	1,546	3,973	8,045	
(前期比)	84.1%	-69.2%	425.4%	49.4%	157.0%	102.5%	
(売上高税引前利益率)	11.9%	2.5%	7.2%	7.4%	10.7%	12.2%	
法人税等	204	73	245	508	1,487	2,627	
(実効税率)	31.9%	37.1%	23.7%	32.9%	37.4%	32.7%	
当期純利益	435	123	789	1,038	2,486	5,417	
非支配株主に帰属する当期純利益	0	-11	-3	20	435	397	
親会社株主に帰属する当期純利益	435	134	793	1,018	2,050	5,020	10,000
(前期比)	90.8%	-69.2%	491.8%	28.4%	101.4%	144.9%	99.2%
(売上高当期純利益率)	8.1%	1.7%	5.5%	4.9%	5.5%	7.6%	10.5%
EPS (円)	81.7	21.7	121.4	132.9	253.2	541.7	1,015.9

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

(百万円)

決算期	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8上期
流動資産	5,794	7,125	10,705	25,759	37,350	67,066	86,720
現金及び預金	572	2,179	3,607	5,393	5,897	11,064	23,404
売上債権	134	29	137	233	265	1,203	1,738
棚卸資産	4,076	3,920	5,141	18,704	29,410	48,670	52,756
貸倒引当金 - 流動	-1	0	0	-8	-13	-16	-2
その他流動資産	1,013	997	1,820	1,437	1,791	6,145	8,824
固定資産	1,146	1,312	4,321	4,666	6,418	10,474	16,438
有形固定資産	947	774	3,276	3,236	2,382	4,488	6,866
無形固定資産	19	21	76	74	78	778	803
投資その他資産	179	517	968	1,356	3,956	5,207	8,768
資産合計	6,944	8,440	15,040	30,437	43,780	77,549	103,273
流動負債	1,751	2,593	4,139	13,889	16,166	22,130	36,890
買入債務	0	0	0	0	0	0	0
有利子負債	863	2,054	2,725	11,873	13,023	16,227	29,291
その他	888	539	1,414	2,016	3,143	5,903	7,599
固定負債	3,635	1,973	5,994	7,187	15,932	27,678	37,543
有利子負債	3,490	1,920	4,779	6,532	15,260	25,661	35,779
繰延税金負債	0	0	398	348	358	1,177	648
その他	145	53	817	307	314	840	1,116
純資産	1,556	3,873	4,906	9,360	11,681	27,739	28,839
株主資本	1,556	3,863	4,833	9,218	11,106	27,125	27,952
資本金	408	1,586	1,643	3,514	3,549	9,287	9,310
資本剰余金	313	1,495	1,561	3,438	3,453	9,206	9,230
利益剰余金	834	914	1,644	2,529	4,145	8,673	9,454
その他の包括利益累計額	0	-3	-1	-21	-56	-274	-112
新株予約権	0	12	46	80	134	180	392
非支配株主持分	0	0	28	82	496	708	606
負債純資産合計	6,944	8,440	15,040	30,437	43,780	77,549	103,273
自己資本	1,556	3,860	4,832	9,197	11,050	26,851	27,840

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

(百万円)

決算期	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8上
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	639	197	1,035	1,546	3,973	8,045	4,239
減価償却費・のれん償却費	141	148	199	269	300	536	474
仕入債務の増減額	-106	104	-106	-96	-31	-636	-517
棚卸資産の増減額	-2,426	376	322	-12,812	-9,399	-10,014	-1,878
その他営業キャッシュ・フロー	-750	-540	-478	-596	-2,771	-6,377	-3,977
合計	-2,502	285	972	-11,689	-7,928	-8,446	-1,659
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	-245	-109	-1,664	-203	-465	-1,899	-2,859
有形固定資産の売却による収入	0	8	0	9	15	54	455
無形固定資産の売却による収入	0	-10	-8	-4	-15	-249	-82
投資有価証券の取得による支出	0	-76	-61	-264	-702	-2,419	-1,138
投資有価証券の売却による収入	0	0	0	0	8	8	9
その他投資キャッシュ・フロー	-49	-259	92	26	6	-304	-3,431
合計	-294	-446	-1,641	-436	-1,153	-4,809	-7,046
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	219	1,138	46	1,526	3,126	4,367	1,399
長期有利子負債の純増減額	2,113	-1,525	2,060	9,343	6,920	4,137	21,779
株式発行	462	2,312	0	3,568	0	10,894	0
自己株式の取得による支出	0	-199	0	-321	-178	0	0
配当金の支払額	0	-55	-63	-132	-240	-489	-1,670
その他財務活動キャッシュ・フロー	-32	-3	152	-83	-123	-496	-429
合計	2,762	1,668	2,195	13,901	9,505	18,413	21,079
現金及び現金同等物に係る換算差額	0	-4	0	10	79	4	-28
現金及び現金同等物の増加額	-34	1,503	1,527	1,786	502	5,163	12,343
現金及び現金同等物期首残高	606	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	0
現金及び現金同等物期末残高	572	2,075	3,603	5,390	5,893	11,056	23,400
フリーキャッシュ・フロー	-2,796	-161	-669	-12,125	-9,081	-13,255	-8,705

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