

25/8期 Q3 累計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

霞ヶ関キャピタル（以下、同社）の25/8期 Q3 累計決算は、売上高が前年同期比50.5%増の505.4億円、営業利益が同2.6倍の93.7億円、親会社株主に帰属する当期純利益が同54.3%増の40.5億円と大幅な増収増益となった。25/8期通期会社予想に対して売上高で53.2%、営業利益で56.8%の進捗率だが、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。

Q3(3か月間)の売上高は前年同期比1.3倍の167.9億円、営業利益は同2.8倍の45.6億円であった。Q3の売上高はQ2には及ばなかったものの同31.5%増となり、さらにQ3の売上総利益率が大きく上昇したことが、Q3の大幅営業増益につながった。Q3では特に、冷凍冷蔵倉庫特化型の長期運用ファンドの組成に伴う成功報酬が貢献したとみられる。

棚卸資産は前期末の486億円に対してQ3末は641億円と増加した。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、24.0億円から30.2億円へ増加しており、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。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5,982億円と前期末の4,916億円から6か月間で大幅に増加した。

同社の株価は、2025年4月以降の米国トランプ政権の関税政策の動向に加えて、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思われたためか、市場全体以上に大きく下落した。しかし、市場の落ち着きと業績進捗への懸念が薄らぐと、同社の株価は自律的な回復を見せ、7月に第3四半期決算が開示されると、業績に対する懸念が完全に払拭して株価は上昇し、現在は18,000円台で推移している。同社株もトランプ政権の経済政策や米国の金利動向の影響を受けることが想定されるが、そもそも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り、また、独自の成長要因が多いことから、グローバル経済の動向の影響は相対的に受けにくいと言えよう。直近の株価の回復により、同社のPERは過去PERレンジのボトム圏からは脱したが、従来、同業他社との比較で、高い利益成長性を反映して高めのPERで推移してきたことを考えると、現在のバリュエーションは、過去のレンジや同業他社との比較において決して高いということはないと考えられる。

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(8/13)	18,360
52週高値(25/7/31)	19,360
52週安値(25/4/7)	9,590
上場来高値(25/7/31)	19,360
上場来安値(18/12/26)	594
発行済株式数(除自己株、百万株)	9.9
時価総額(十億円)	181.2
EV(十億円)	212.7
自己資本比率(24/8、%)	34.6
ROE(24/8、%)	26.5
PER(25/8 会予、倍)	18.1
PBR(24/8 実績、倍)	6.7

注：高値、安値は終値ベース。

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 Q1-Q3	33,595	82.0	3,643	249.2	3,862	324.7	2,627	381.3	289.3	-
25/8 Q1-Q3	50,549	50.5	9,370	157.2	7,898	104.5	4,053	54.3	411.8	-
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	1,014.1	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. 25/8 期 Q3 累計期間決算

季節性を考慮すると順調な進捗

霞ヶ関キャピタル（以下、同社）の25/8期Q3累計決算は、売上高が前年同期比50.5%増の505.4億円、営業利益が同2.6倍の93.7億円、親会社株主に帰属する当期純利益が同54.3%増の40.5億円と大幅な増収増益となった。Q3(3か月間)でも、売上高が167.9億円(前年同期比31.5%増)、営業利益が45.6億円(同2.8倍)と大幅な増収増益であった。

25/8期通期会社予想に対する進捗率は売上高が53.2%、営業利益が56.8%であるが、期初予想を達成した24/8期もそれぞれ56.0%、42.9%であったことから、例年の進捗率を考慮すればQ3の進捗は順調と考えられる。

図表 1. 25/8 期四半期決算概要

(百万円)

	25/8 Q3累計 (A)	YoY	進捗率 (A)/(B)	25/8 Q1	YoY	25/8 Q2	YoY	25/8 Q3	YoY	25/8 通期CoE (B)	YoY
売上高	50,549	50.5%	53.2%	15,264	26.2%	18,486	111.9%	16,799	31.5%	95,000	44.6%
売上総利益	21,199	104.6%	NA	6,460	147.4%	6,033	63.7%	8,706	114.1%	NA	NA
売上総利益率	41.9%	-	-	42.3%	-	32.6%	-	51.8%	-	-	-
販管費	11,828	76.0%	-	3,490	78.2%	4,197	78.9%	4,141	71.5%	-	-
営業利益	9,370	157.2%	56.8%	2,970	355.5%	1,835	37.0%	4,565	176.3%	16,500	93.3%
営業利益率	18.5%	-	-	19.5%	-	9.9%	-	27.2%	-	17.4%	-
経常利益	7,898	104.5%	52.7%	2,882	632.6%	1,272	-17.8%	3,744	94.9%	15,000	90.8%
当期純利益	4,053	54.3%	40.5%	2,002	790.3%	451	-57.8%	1,600	19.9%	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

Q3 累計の売上総利益は大きく拡大

Q3 累計の売上総利益 211.9 億円は、前年同期比 104.6% 増と大きく拡大した。Q3 累計の売上総利益率は 41.9% と、前年同期の 30.8% に対して大幅に上昇しているが、四半期別では、Q1 で 42.3%、Q2 で 32.6%、Q3 で 51.8% と推移しており、Q3 に冷凍冷蔵倉庫特化型の長期運用ファンドの組成に伴う成功報酬が含まれていたと推定される。会社のリリースから判断して、Q3 累計の売上総利益に貢献した物件は、図表 2 の通りと考えられる。

図表 2. 売上総利益に貢献したと見られる主要物件

	リリース	イベント	事業
25/8 期 Q1	2024/11/15	由布院ホテルプロジェクト用開発用地の売却	ホテル
	2024/11/26	ホテルミッドイン 3 物件(目黒駅前、川崎駅前、蔵前駅前) の売却	ホテル
	2024/11/29	名古屋市中区のホテルのリブランディングプロジェクトにおける土地の売却	ホテル
25/8 期 Q2	2024/12/19	長崎ホテルリブランドプロジェクトにおける土地の売却	ホテル
	2025/1/27	杉並区のヘルスケア施設開発用地の売却	ヘルスケア
	2025/2/14	4 件のホテル開発用地 (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
25/8 期 Q3	2025/3/27	ドバイの住宅 The Royal Atlantis (1 部屋) の売却	海外
	2025/3/28	冷凍自動倉庫「LOGI FLAG TECH 八戸 I」プロジェクトの運用フェーズ移行 (成功報酬)	物流
	2025/5/29	渋谷区のホテル開発用地の売却	ホテル
	2025/5/30	冷凍冷蔵倉庫特化型の長期運用ファンドの組成 (成功報酬) 冷凍冷蔵倉庫「LOGI FLAG COLD」、三温度帯倉庫「LOGI FLAG DRY & COLD」、冷凍自動倉庫「LOGI FLAG TECH」の 8 物件	物流

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

ホテルは Q2 までの売却が収益貢献

ホテルについては、Q3 に渋谷区のホテル開発用地の売却があったほか、上期までに、長崎リ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があった。中でも Q1 に計上があった由布院ホテルプロジェクトは、同社のハイエンドのブランドである「seven x seven」のホテルを建設するプロジェクトであり、売上規模、採算ともに貢献が大きかったと推定される。さらに、2024 年 12 月に開業した「FAV LUX 鹿児島天文館」の成功報酬もあった模様である。

ヘルスケア、物流とも用地売却が貢献したほか、物流では運用フェーズに入ったプロジェクトもあり

ヘルスケアについては、Q2 の杉並区の開発用地の売却が貢献したとみられる。

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

さらに、ドバイ案件については、Q2 に続き Q3 においても売却があった。

人件費と広告宣伝費を中心に販管費が大幅に増加

Q3 累計の販売費及び一般管理費は 118.2 億円と、前年同期比で 51.0 億円(76.0%)増加した。上期までの会社資料に基づくと、増加の中心は人件費と広告宣伝費にあると考えられる。

人件費は、業容の拡大に伴う人員の増加によるものである。広告宣伝費は、ホテルの CM 広告等のプロモーションやブランディングの推進、所沢の冷凍自動倉庫で開始した冷凍保管サービス事業「COLD X NETWORK」のプロモーション、展示会などのイベントへの参加などが主なものとみられ

る。同社の最終の顧客はホテルやヘルスケアでは個人、物流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。

Q3 にかけて為替差損が拡大

Q3 累計では営業外費用として為替差損が▲4.2 億円発生した。四半期別では、Q1 で 2.6 億円の為替差益、Q2 で▲1.8 億円の為替差損、Q3 で▲4.9 億円の為替差損と推移した。なお、Q3 累計の前年同期は 8.7 億円の為替差益であった。為替差損益は、ドバイの資産を四半期末の為替で評価替えする要因が主なものである。Q3 の為替差損が大きくなったのは、Q3 期末にかけて円高に振れた影響があったと推定される。

Q2 にイレギュラーだった実効税率は Q3 に平常水準

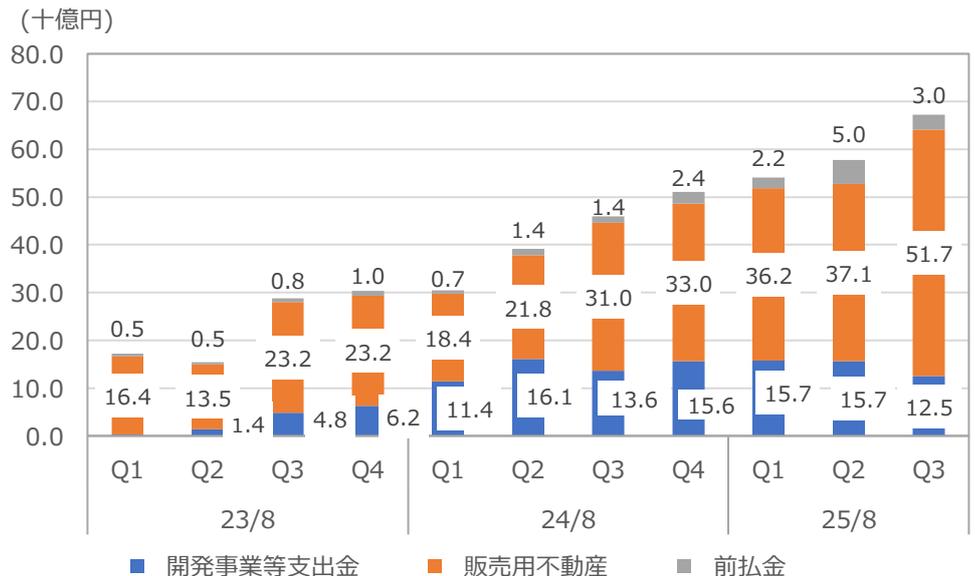
Q3 累計の法人税等の実効税率は 35.6%と前年同期の 31.0%から上昇した。四半期別では Q1 で 30.2%、Q2 で 63.1%、Q3 で 30.6%と推移した。Q2 の実効税率が大きく上昇したのは、実効税率の異なる子会社の収益構成の変化などが要因とみられ、Q2 はややイレギュラーだったと考えられる。

棚卸資産も順調に増加

Q3 末の棚卸資産は 641.7 億円(うち販売用不動産 516.7 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)、上期末の 527.5 億円(同 370.7 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 Q3 末が 30.2 億円となり、上期末の 49.6 億円からは減少しているが、Q1 末の 22.5 億円の水準からは増加しており、今後の棚卸資産の増加を下支えする根拠となろう。

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 億円増加している。Q3 のパイプライン・AUM の金額の開示はないが、会社の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であると推察される。

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

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 5. 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



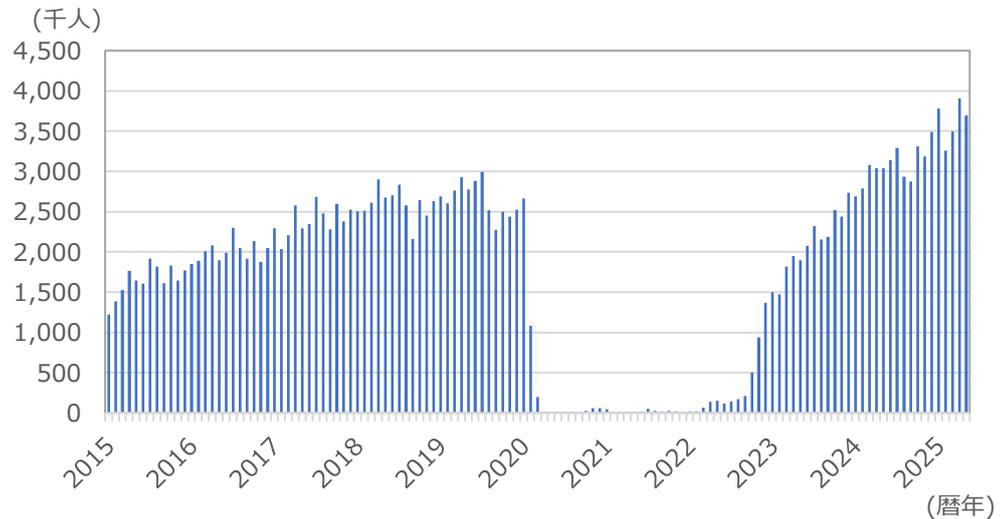
出所：会社資料

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1～6月累計で前年同期比21.0%増の2,151万人に達するなど、過去最高水準での推移を続けている。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)



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、床がないためもとも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から、スプレー缶、化粧品、アルコール消毒等の保管先として移管が進んできているが、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も生じている。

従来型のHAZMAT倉庫は、空気を確保する必要などから、小規模倉庫が点在し、平屋構造とすることで容積率が未消化となるケースが多かった。同社の倉庫は、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を可能としている。

冷凍冷蔵倉庫特化型の長期運用ファンドを組成

同社は、環境配慮型の冷凍冷蔵倉庫に特化した長期運用ファンド「コールドストレージファンド1号合同会社」を組成し、2025年5月30日から運用が始まっている。組入資産は冷凍冷蔵倉

庫 5 件、三温度帯倉庫 2 件、冷凍自動倉庫 1 件であり、資産規模 820 億円は、冷凍冷蔵倉庫をメインとしたファンドとしては国内最大級である。

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

図表 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 仙台北 I	LOGI FLAG TECH 所沢 I	LOGI FLAG COLD 厚木 I	LOGI FLAG COLD 大阪茨木 I
種類	冷凍冷蔵倉庫	冷凍冷蔵倉庫	冷蔵倉庫	三温度帯倉庫 (冷凍/冷蔵/常温)	三温度帯倉庫 (冷凍/冷蔵/常温)	冷凍自動倉庫	冷凍冷蔵倉庫	冷凍冷蔵倉庫
所在地	千葉県 船橋市	神奈川県 横浜市	京都府 京都市	福岡県 古賀市	宮城県 仙台市	埼玉県 入間郡	神奈川県 厚木市	大阪府 茨木市
構造	鉄骨造 地上 5 階建	鉄骨造 地上 5 階建	鉄骨造 地上 2 階建	鉄骨造 地上 3 階建	鉄骨造 一部鉄骨鉄筋 コンクリート造 地上 4 階建	鉄骨造 地上 2 階建	鉄骨造 地上 5 階建	鉄骨造 地上 5 階建
敷地面積(m ²)	3,736.58	5,804.73	1,0917.23	23,849.8	17,991.25	4,793.73	7,293.44	15,135.31
延床面積(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、自動倉庫は吹き抜け構造で床がないため床面積は仮想床を含む容積対象面積を記載。
出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

3. 業績見通し

順調に積み上がる仕入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バイプラインは、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。図表 8 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、同社の売上が拡大することが見込まれる。

1 件当たりのプロジェクトの規模も拡大

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 49.6 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。

霞ヶ関キャピタルに対する投資家の期待利回りは上昇していないと推察

日本では金利が上昇局面にある。2024 年初に 0.6% 前後だった日本の 10 年物国債利回りは、2025 年初には 1.0% 台となり、直近は 1.5% 台の水準で推移しており、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かかっているとみられる。一方、同社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

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
25/8 期 Q3	2025/4/25	神戸市リブランディング用ホテル	ホテル
25/8 期 Q4	2025/6/13	那覇市桶川ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2025/6/27	東京都港区ヘルスケア施設開発用地	ヘルスケア
	2025/7/1	南紀白浜ホテルプロジェクト開発用地	ホテル
	2025/7/30	東京都港区六本木リブランディング用ホテル	ホテル

出所：会社資料より戦略・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		Q3	Q4 CoE
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2		
売上高	12,094	8,723	12,778	32,090	15,264	18,486	16,799	44,451
売上原価	9,482	5,039	8,711	23,893	8,803	12,453	8,094	
売上総利益	2,611	3,685	4,066	8,197	6,460	6,033	8,706	
売上高総利益率	21.6%	42.2%	31.8%	25.5%	42.3%	32.6%	51.8%	
販売管理費	1,958	2,346	2,415	3,303	3,490	4,197	4,141	
売上高販売管理費率	16.2%	26.9%	18.9%	10.3%	22.9%	22.7%	24.7%	
営業利益	652	1,339	1,652	4,894	2,970	1,835	4,565	7,130
売上高営業利益率	5.4%	15.4%	12.9%	15.3%	19.5%	9.9%	27.2%	18.5%
営業外収支	-259	207	271	-897	-88	-563	-821	
金融収支	-132	-126	-170	-234	-253	-238	-262	
為替差損益	-53	381	548	-569	261	-185	-497	
その他	-74	-48	-107	-94	-96	-140	-62	
経常利益	393	1,547	1,921	3,999	2,882	1,272	3,744	7,102
売上高経常利益率	3.2%	17.7%	15.0%	12.5%	18.9%	6.9%	22.3%	16.0%
特別利益	19	237	8	234	92	-4	0	
特別損失	0	0	0	312	0	3	20	
税前利益	413	1,783	1,929	3,920	2,974	1,265	3,724	
法人税等	157	653	470	1,347	898	798	1,139	
(法人税等率)	38.0%	36.6%	24.4%	34.4%	30.2%	63.1%	30.6%	
当期純利益	224	1,068	1,335	2,393	2,002	451	1,600	5,947
売上高当期純利益率	1.9%	12.2%	10.4%	7.5%	13.1%	2.4%	9.5%	13.4%

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

「霞ヶ関ホテルリート投資法人」の東証への上場

同社の連結子会社の霞ヶ関リートアドバイザーズが運用する霞ヶ関ホテルリート投資法人は、2025年7月9日に、東京証券取引所不動産投資信託証券市場への上場の承認を得た。当ファンドは日本初のデベロッパー系ホテル特化型の上場リートとなる。

株式分割

同社は2025年8月31日を基準日に1:2の株式分割を実施する。

また、同社は以前より、保有株式数と保有期間に応じて「霞ヶ関キャピタル・プレミアム優待倶楽部」の株主優待ポイントを付与する株主優待制度を導入しているが、株式分割に対応して、株主優待ポイントの設定を変更することを開示している。

5. 株価の動向と見通し

2024年から2025年にかけては業績期待とファイナンス発表によって株価が大きく変動

25/8期に入り、同社の株価は、2024年10月2日発表の24/8期決算発表及び29/8期を最終年度とする新しい中期経営計画を受けて急上昇し、18,650円（10月4日終値）をつけた。しかし、10月17日のCB発行の発表や金利上昇といったマクロ要因によるREITの株

値低迷などの影響で12月13日終値の11,170円まで下落した。その後は、そうした売り圧力の一巡や自律反発により、2025年2月14日終値の15,870円まで株価が回復する局面もあったものの、再度、下落傾向にあった。

25/8 期上期決算発表時には短期的に大きく下落

同社の株価が短期に大きく動いたのは、米国トランプ政権による相互関税の発表により、株式市場全体が波乱模様となった2025年4月3日以降である。同社の上期決算発表(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、同社の株価は同12.5%下落した。市場の急落局面と重なっているために要因を分解するのは難しいが、同社の株価が全体に比べて大きく下落したのは、同社の上期決算の内容がやや物足りなかつたと市場から判断されたことも一因と考えられる。

上期決算の内容がやや物足りないと判断された理由として挙げられるのは、第一に、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。

市場の落ち着きと業績への懸念払拭により株価は回復

その後、市場の落ち着きとともに、上記の懸念も薄らいでいき、同社の株価は6月に一時14,000円台をつけるまで自律的な回復を見せた。そして、7月3日に第3四半期決算が開示されると、業績に対する懸念は完全に払拭し、翌4日には16,140円まで急騰し、一時は19,000円台をつけたが、現在は18,000円台で推移している。

過去のボトム圏からは脱したが、バリュエーションは決して高くない

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20倍強である。直近の株価の回復により、同社のPERは過去PERレンジのボトム圏からは脱した。しかし、従来、同業他社との比較で、高い利益成長性を反映して高めのPERで推移してきたことを考えると、現在のバリュエーションは、過去のレンジや同業他社との比較において決して高いということはないと考えられる。

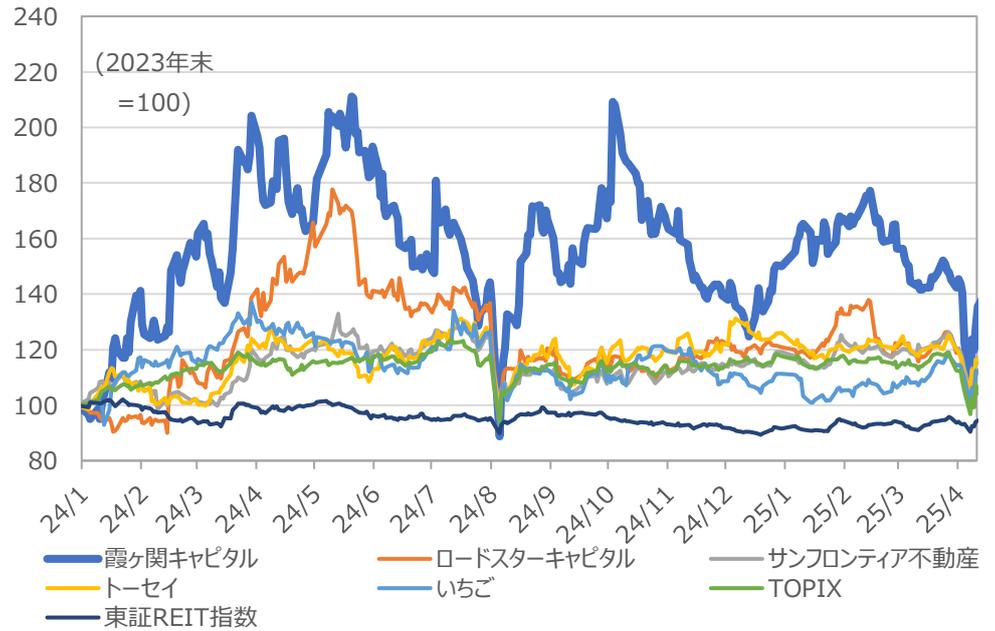
グローバル経済の動向の影響は受けにくい

当面は、株式市場全体はトランプ政権の経済政策や米国の金利動向に影響を受ける可能性があり、同社株もその影響を受けることが想定される。ただ、ファンダメンタルズでは、同社はドバイの海外事業を除いて内需型の事業が主体である。また、同社は独自の成長要因が多いことから、グローバル経済の動向の影響は相対的に受けにくいと言えよう。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、この点はファンド等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として働くことも考えられる。

次の焦点は26/8期会社予想の達成確度

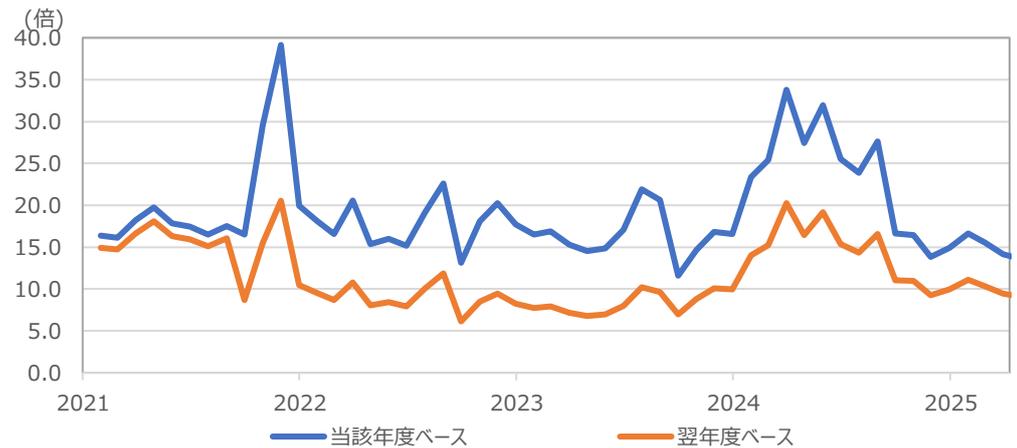
現在の同社の株価は、25/8期通期の会社予想の達成を織り込んできていると推察される。次の焦点としては、中期経営計画で公表されている26/8期会社予想の当期純利益150億円の達成の確度に移っていくことになろう。25/8期決算公表後は、開発用地の売却の発表等によって26/8期会社予想の達成確度を確認する時間が続くが、達成への確信度の高まりが株価に織り込まれ始めれば、もう一段の株価上昇も期待される。

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



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	26.5	8.3	2.9	1.08
不動産投資										
2337	いちご	25/2	83.6	30.5	19.5	18.2	14.0	3.9	3.6	0.22
3482	ロードスターキャピタル	24/12	34.4	38.8	33.3	20.0	30.6	7.5	4.2	0.38
8923	トーセイ	24/11	82.2	42.8	22.5	14.6	13.9	4.6	3.1	0.31
8934	サンフロンティア不動産	25/3	103.2	31.2	20.6	13.7	14.7	7.0	2.1	0.51
	平均値			36	24.0	16.6	18.3	5.7	3.3	0.35
大手デベロッパー										
3003	ヒューリック	24/12	591.6	39.0	27.6	17.3	12.8	3.7	3.7	0.21
8801	三井不動産	25/3	2,625.4	24.2	14.2	9.5	8.0	2.6	3.1	0.27
8802	三菱地所	25/3	1,579.8	26.5	19.6	12.0	7.6	2.4	3.1	0.20
	平均値			29.9	20.5	12.9	9.5	2.9	3.3	0.23
ホテル										
4681	リゾートトラスト	25/3	249.3	77.5	10.6	8.1	14.7	4.2	3.4	0.52
9616	共立メンテナンス	25/3	228.9	24.4	9.0	6.4	15.7	5.1	3.0	0.80
9722	藤田観光	24/12	76.2	21.0	16.2	12.0	35.4	9.7	3.7	0.81
	平均値			41.0	11.9	8.8	21.9	6.3	3.4	0.71
ヘルスケア										
7061	日本ホスピスホールディングス	24/12	12.1	17.4	10.6	5.3	20.9	3.8	5.3	0.72
7071	アンビスホールディングス	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	25/3	47.0	49.3	11.4	6.7	11.0	4.2	2.9	0.64
	平均値			36	15.7	9.8	18.9	6.6	3.4	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

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(8/13) (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	18,360	181.2	18.1	6.7	26.5	1.3	12.3
不動産投資								
2337	いちご							
3482	ロードスターキャピタル	423	177.5	11.1	1.6	14.0	2.7	16.7
8923	トーセイ	2,780	46.2	6.0	1.8	30.6	3.0	6.6
8934	サンフロンティア不動産	3,125	151.5	10.8	1.7	13.9	3.1	12.2
	平均値	2,228	108.0	7.0	1.1	14.7	3.4	6.0
大手デベロッパー								
3003	ヒューリック				8.7	1.5	18.3	3.1
8801	三井不動産	1,571.0	1,192.9	11.1	1.4	12.8	3.6	15.0
8802	三菱地所	1,561.0	4,327.7	16.6	1.4	8.0	2.1	17.1
	平均値	3,153.0	3,895.9	19.7	1.5	7.6	1.5	16.6
ホテル								
4681	リゾートトラスト				15.8	1.4	9.5	2.4
9616	共立メンテナンス	1,908	404.2	21.2	2.8	14.7	1.7	11.2
9722	藤田観光	3,451.0	269.4	15.0	2.7	15.7	1.3	12.0
	平均値	11,440	137.1	15.7	5.8	35.4	0.3	9.2
ヘルスケア								
7061	日本ホスピスホールディングス				17.3	3.8	21.9	1.1
7071	アンビスホールディングス	1,136	9.6	8.5	2.7	20.9	2.2	8.6
9158	シーユーシー	725	70.7	12.2	2.1	24.9	0.6	8.9
	平均値	1,153	33.8	11.7	1.1	11.0	0.0	7.5

注：霞ヶ関キャピタルの PER(会社予想)は、会社予想 EPS を用いて算出（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

図表 14. ホテルプロジェクト一覧 (2025年7月30日時点)

開業済み (ホテル運営中施設)

	ホテル名	開業時期	延床面積 (m ²)	客室数 (室)
1	fav 飛騨高山	2020年10月	1,696.26	38
2	fav 高松	2020年11月	1,937.49	41
3	fav 熊本	2021年11月	2,956.44	67
4	fav 伊勢	2021年12月	1,204.42	36
5	fav 広島スタジアム	2022年08月	1,258.47	33
6	fav 函館	2022年08月	1,377.31	30
7	fav 鹿児島中央	2022年11月	2,226.03	51
8	fav 広島平和大通り	2022年12月	2,461.61	51
9	fav 東京西日暮里	2022年12月	719.94	24
10	fav 東京両国	2023年03月	729.13	19
11	FAV LUX 飛騨高山	2023年08月	2,869.68	53
12	FAV LUX 長崎	2024年02月	2,530.55	52
13	seven x seven 糸島	2024年04月	3,386.74	47
14	seven x seven 石垣	2024年09月	11,058.04	121
15	FAV LUX 鹿児島天文館	2024年12月	3,427.20	63
16	FAV LUX 札幌すすきの	2025年07月	4,230.32	84
17	BASE LAYER HOTEL NAGOYA NISHIKI	2025年07月	4,105.75	186

開発中

	プロジェクト名	開業予定日	延床面積 (m ²)	客室数 (室)
1	edit x seven 富士御殿場	2025年09月	3,843	49
2	FAV LUX 小豆島	2025年11月	4,635	45
3	淡路島洲本ホテルプロジェクト	2027年04月	5,073	59
4	由布院ホテルプロジェクト	2027年03月	7,691	39
5	宮崎市橘通東ホテルプロジェクト	2026年06月	2,495	41
6	名古屋丸の内ホテルプロジェクト	2027年04月	2,803	59
7	金沢市片町ホテルプロジェクト	2027年05月	3,760	59
8	熱海銀座町ホテルプロジェクト	2028年07月	2,663	46
9	広島宮島口ホテルプロジェクト	2026年02月	4,400	34
10	BASE LAYER HOTEL 福岡	2026年02月	3,273	計画中
11	旭川ホテルプロジェクト	2027年06月	3,307	64
12	宇治山田ホテルプロジェクト	2026年12月	2,919	49
13	渋谷区ホテルプロジェクト	2027年04月	953	23
14	長崎ホテルブランドプロジェクト	2027年02月	7,181	計画中
15	名古屋中区ホテルブランドプロジェクト	2026年冬	7,461	計画中

計画中

	プロジェクト名	開業予定/客室数
1	小豆島小部ホテルプロジェクト	計画中
2	箱根強羅ホテルプロジェクト	計画中
3	宮古島西浜ビーチホテルプロジェクト	計画中
4	銀座ホテルプロジェクト	計画中
5	富士河口湖ホテルプロジェクト	計画中
6	大阪本町ホテルプロジェクト	計画中
7	浅草雷門ホテルプロジェクト	計画中
8	宮古伊良部島ホテルプロジェクト	計画中
9	出雲ホテルプロジェクト	計画中
10	鎌倉雪ノ下ホテルプロジェクト	計画中
11	仙台青葉通りホテルプロジェクト	計画中
12	松山一番町ホテルプロジェクト	計画中
13	群馬草津ホテルプロジェクト	計画中
14	神戸ホテルリブランドプロジェクト	計画中
15	那覇市樋川ホテルプロジェクト	計画中
16	南紀白浜ホテルプロジェクト	計画中
17	六本木ホテルリブランドプロジェクト	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	三温度帯	35,901	-	竣工済
8	宮城県仙台市	三温度帯	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。

三温度帯は冷凍・チルド・ドライの3つの温度帯に対応した物流施設

出所：会社資料及びウェブサイトよりストラテジー・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 (2025年6月27日時点)

開業済施設

	所在地 (施設名)	状況	開業	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	開業予定	延床面積(m ²)	部屋数
1	大阪府豊中市	開発中	2026年冬春	2,435	56室
2	大阪府吹田市	開発中	2026年冬春	2,128	56室
3	東京都府中市	開発中	2026年初頭	2,356	47室
4	福岡県福岡市	開発中	2026年夏	2,369	51室
5	埼玉県さいたま市①	開発中	2026年冬春	2,628	60室
6	埼玉県さいたま市②	開発中	2026年初頭	2,992	58室
7	兵庫県西宮市	開発中	2026年秋冬	2,201	44室
8	東京都練馬区②	開発中	2026年秋	2,363	57室
9	東京都杉並区	開発中	2026年秋	2,149	50室
10	神奈川県横浜市旭区	取得済	2027年春	2,498	51室
11	東京都港区	開発中	2025年冬	1,806	45室

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 (通期ベース)

決算期	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8CoE
(百万円)							
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	1,014.1

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

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

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