

|| 企業調査レポート ||

霞ヶ関キャピタル

3498 東証マザーズ

[企業情報はこちら >>>](#)

2020年11月30日(月)

執筆：客員アナリスト

国重 希

FISCO Ltd. Analyst **Nozomu Kunishige**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 会社概要	01
2. 2020年8月期業績概要	01
3. 2021年8月期業績見通し	01
4. 今後の見通し	02
■ 会社概要	03
1. 会社概要	03
2. 事業内容とビジネスモデル	04
■ 業績動向	08
1. 2020年8月期業績概要	08
2. 財務状況と経営指標	09
3. 2021年8月期業績見通し	11
■ 事業別の取り組み	12
1. 新事業ポートフォリオ戦略	12
2. 物流施設開発事業	12
3. アpartmentホテル開発事業	14
4. 保育園開発事業	15
5. 再生可能エネルギー発電施設開発事業	16
6. 海外事業	17
7. SDGs への取り組み	18
■ 株主還元策	19

■ 要約

独自のビジネスモデルを展開することで、 加速度的な成長を目指す

1. 会社概要

霞ヶ関キャピタル<3498>は、「不動産コンサルティング事業」と「自然エネルギー事業」を主軸に展開する企業である。オフバランス化することで不動産を保有しない「戦略的コンサルティング型デベロッパー」と、ストック収入による安定収益基盤に成果報酬によるアップサイドを加えた「成果報酬志向型ファンドマネージャー」という、独自のビジネスモデルを構築している。成長性のある事業分野で、かつ社会的意義のある事業の展開をビジネスポリシーに掲げており、従来のアパートメントホテル開発事業、保育園開発事業、再生可能エネルギー発電施設開発事業、海外事業などに加えて、“ポストコロナ”を見据えて新たに物流施設開発事業などを立ち上げるなど、様々な事業に挑戦を続けている。同社の強みは、激動期を乗り切る柔軟な戦略と、それを実現する豊富な人材や資金を有していることであると言えよう。

2. 2020年8月期業績概要

2020年8月期は、売上高8,008百万円（前期比49.6%増）、営業利益326百万円（同53.3%減）となった。新型コロナウイルス感染症の拡大・長期化（以下、コロナ禍）に伴い、アパートメントホテル開発事業において、予定されていた案件が2021年8月期以降に延期となったことが売上高に大きく影響した。利益面については、新規事業拡大に向けて優秀な人材への先行投資を行った結果、販売費及び一般管理費（以下、販売管理費）が計画を上回ったことが営業減益につながった。ただ、戦略的コンサルティング型ビジネスモデルの定着及び今後の事業拡大に備えた公募増資の実施に伴い、自己資本比率は45.7%に上昇し、高い安全性を確保している。なお、同社は株主還元にも前向きで、2020年8月期は1株当たり20.0円と前期と同額（2019年9月1日付で普通株式1株につき2株の株式分割を実施）の配当を実施した。また、中長期的に同社株式を保有してもらうことを目的に2019年8月期より株主優待制度を導入しており、保有株数に応じてクオカードを贈呈している。

3. 2021年8月期業績見通し

2021年8月期通期の連結業績予想については、売上高12,500百万円（前期比56.1%増）、営業利益1,250百万円（同282.8%増）と、大幅な増収増益を見込んでいる。同社は、コロナ禍に伴い、人と物の移動制限、経済活動制限、個人収入減少などにより、日用品・必需品以外の消費活動の減退など急速に経済状況が悪化するなか、現在の状況が中期的には継続する前提で予想している。2021年8月期は新規事業の物流施設開発事業等が本格的に収益貢献することから、足元の業績を考慮すると保守的な予想と弊社では見ている。なお、株主優待制度は継続予定であるが、配当については期初段階では未定とし、業績見通しが固まった段階で発表する予定である。

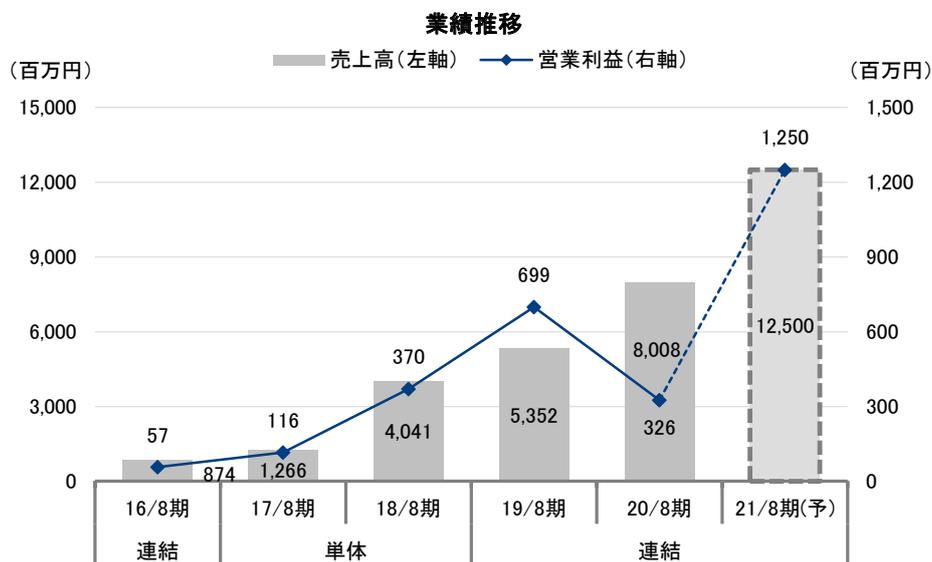
要約

4. 今後の見通し

同社は独自のビジネスモデルを展開するとともに、注力する事業分野を機動的に変更してきた。現在はコロナ禍の収束が見通せないなか、今後の企業活動や人々の生活様式が変化することを見据えて、2020年6月より物流施設開発事業及びCRE（Corporate Real Estate：企業不動産）事業を立ち上げた。これは、事業ポートフォリオを大きく変更することで大幅な増収増益を達成し、本来の成長サイクルへの回帰を計画したものだ。また、経済環境が落ち着いた段階では、中期経営計画の発表も検討しているようだ。こうした前向きな事業戦略により計画通り順調に業績が拡大すれば、2022年8月期以降には東証プライム市場への昇格も視野に入ると弊社では見ている。

Key Points

- ・「戦略的コンサルティング型デベロッパー」と「成果報酬志向型ファンドマネージャー」という独自のビジネスモデルを構築し、「成長性のある事業分野」で「社会的意義のある事業」を展開
- ・2020年8月期は、人材への積極的な先行投資に伴い増収減益
- ・2021年8月期は、新規事業の物流施設開発事業等が本格稼働することにより大幅な増収増益を見込む
- ・外部環境の変化を見据えて新たに物流施設開発事業に注力することで、本来の成長サイクルへの回帰を目指す



■ 会社概要

「戦略的コンサルティング型デベロッパー」と 「成果報酬志向型ファンドマネージャー」という、 独自のビジネスモデルを展開

1. 会社概要

同社は2011年9月、東日本大震災により被災した宮城県仙台市の「ショッピングセンター再生事業」をきっかけに設立された。現在は「不動産コンサルティング事業（物流施設開発、アパートメントホテル開発、保育園開発、海外投資など）」と「自然エネルギー事業（太陽光発電など）」を展開する。同社は、これらの「成長性のある事業分野」かつ「社会的意義のある事業」を行うことで、社会の課題の解決に貢献することをビジネスポリシーとしている。なお、2018年11月に東京証券取引所マザーズ市場へ上場した。

事業の拡大に伴い、2019年9月には、これまでのホテル開発事業をより強化するため、サブリース事業、オペレーション事業を推進する「霞ヶ関パートナーズ株式会社」（持分比率100%）、投資分析、投資戦略立案、最適スキーム構築（法務・税務）、ファイナンスアレンジメント機能を持ち、潜在価値の実現化、投資パフォーマンスの極大化、資源と資金の最適な組み合わせを追求する「霞ヶ関投資顧問株式会社」（同100%）、同社で開発するホテル等を主たるシードアセット（ファンドの投資対象資産）としてファンドの組成及びアセットマネジメント事業の構築を進める「霞ヶ関アセットマネジメント株式会社」（同100%）の3子会社を設立した。設立以来、事業内容を充実・拡大し続けていることに伴い、2020年3月には第二種金融商品取引業および投資助言・代理業登録、2020年6月には物流事業を開始し、次の成長戦略に向けて着々と布石を打っている。

また、同社創成期からの事業推進役であった河本幸士郎（こうもとこうしろう）氏が代表取締役社長を務めており、連結ベースの従業員数は2018年2月末の22人から2020年8月末には107人に増加している。このうち、金融機関、ファンド、不動産業界出身者が全体の7割を占めるだけでなく、弁護士や会計士、不動産鑑定士など専門資格の保有者も多い。少数精鋭のプロ集団を構築していることが、同社の強みの1つでもある。

霞ヶ関キャピタル | 2020年11月30日(月)
 3498 東証マザーズ | <https://kasumigaseki.co.jp/ir/>

会社概要

沿革

年月	
2011年 9月	宮城県仙台市において合同会社フォルテ（現 同社）設立、ショッピングセンター事業を開始
2013年 6月	ショッピングセンター屋上に太陽光パネルを設置し、自然エネルギー事業を開始
2014年 9月	マンション開発に関わるコンサルティングを行い、不動産コンサルティング事業を開始
2015年 6月	合同会社から株式会社へ改組
2015年 8月	商号を「霞ヶ関キャピタル株式会社」に変更 本社を東京都千代田区霞が関3丁目7番1号に移転
2017年 7月	本社を現在の東京都千代田区霞が関3丁目2番1号に移転
2017年11月	宅地建物取引業者免許を取得
2018年 5月	アパートメントホテル開発事業を開始
2018年11月	東京証券取引所マザーズ市場へ上場
2019年 4月	保育園事業を開始
2019年 9月	タイ、インドネシアに現地法人設立、海外事業を開始 霞ヶ関パートナーズ（株）、霞ヶ関投資顧問（株）、霞ヶ関アセットマネジメント（株）を設立
2020年 3月	第二種金融商品取引業および投資助言・代理業登録
2020年 6月	物流事業を開始

出所：決算説明資料、ホームページよりフィスコ作成

2. 事業内容とビジネスモデル

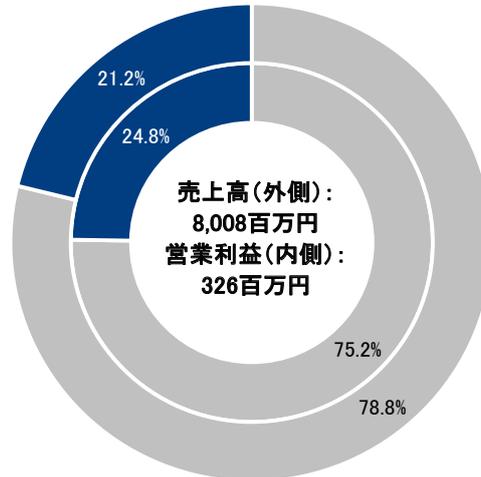
事業内容については、「不動産コンサルティング事業」と「自然エネルギー事業」の2つのセグメントに分類して開示している。2020年8月期現在では、不動産コンサルティング事業にはアパートメントホテル開発、保育園開発、海外投資、ショッピングセンターなどの事業が含まれ、売上高で全体の78.8%、営業利益（全社費用控除前）で同75.2%を占めている。一方、自然エネルギー事業は主として太陽光発電事業であり、売上高で同21.2%、営業利益で同24.8%を占めている。

2021年8月期からは新規事業である物流施設開発事業等が本格稼働するため、不動産コンサルティング事業の比率が更に拡大する見通しである。同社は投資家にとって魅力のある不動産投資商品を提供したいと考えていることから、柔軟な戦略やビジネスモデルとそれを実行する十分な人材と資金の活用により、今後も既存の事業分野にとどまることなく、事業環境の変化に対応して新たな事業へのチャレンジを続けると弊社では見ている。

会社概要

セグメント別売上高・営業利益(2020年8月期)

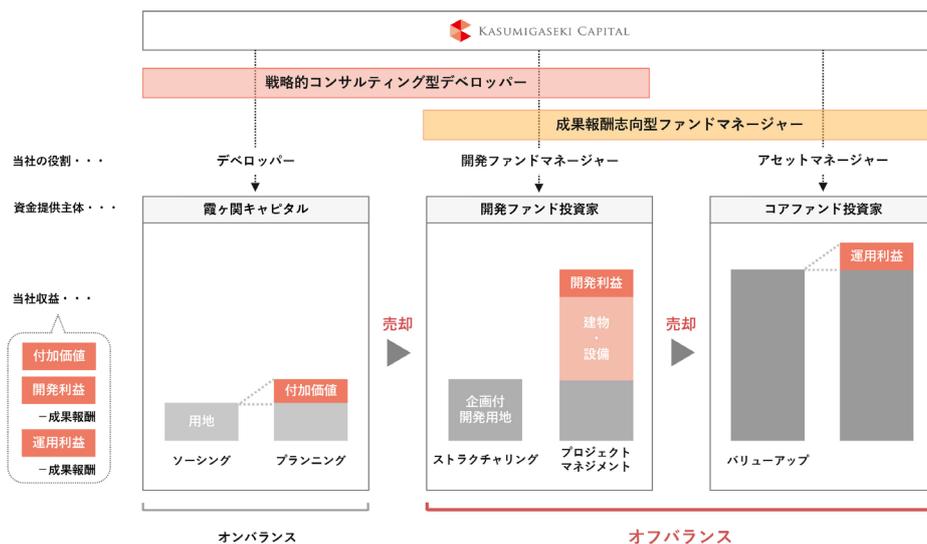
■ 不動産コンサルティング事業 ■ 自然エネルギー事業



注：営業利益の構成比は全社費用控除前
出所：決算短信よりフィスコ作成

同社の大きな特徴は、「戦略的コンサルティング型デベロッパー」と「成果報酬志向型ファンドマネージャー」という、他に例を見ない独自のビジネスモデルを構築していることにある。「戦略的コンサルティング型デベロッパー」とは、同社の持つ企画力・ソーシング力（投資対象となる案件の調達力）、ストラクチャリング力、ファンドマネジメント力を活用することで、不動産を保有しないデベロッパーと定義している。また、「成果報酬志向型ファンドマネージャー」とは、アップフロントフィー（ファイナンスのアレンジメントに対し、貸し手に対して融資総額の一定比率で支払われる手数料）によらない、ストック収入による安定収益基盤と成果報酬によるアップサイドの両立を図ることと定義している。このユニークなビジネスモデルによって、高収益と財務の健全性を実現している。

同社のビジネスモデル



出所：決算説明資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

会社概要

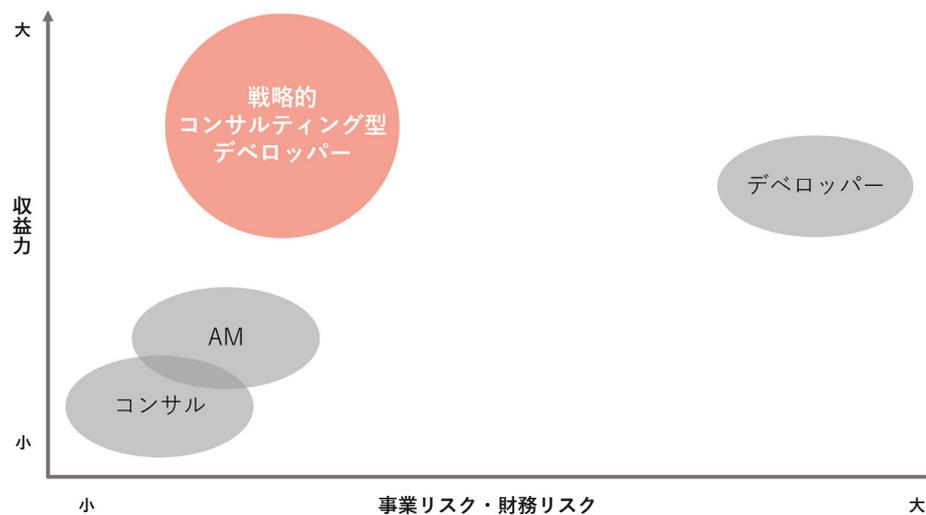
(1) 戦略的コンサルティング型デベロッパー

まず、不動産を保有しない「戦略的コンサルティング型デベロッパー」であることが、同社の大きな特徴である。一般的に、不動産を事業対象とする企業にとって、事業機会や収益機会は大きく分けて3段階ある。第1ステージは用地を仕込み、適切なプランニングをして売却し付加価値を得ること、第2ステージは建物を造り開発利益を享受すること、第3ステージはリートやファンド等の中で運用収益を享受することである。従来型のデベロッパーの収益モデルは、第1ステージと第2ステージを合わせて行い、2年～3年かけて開発・販売をして利益を上げる。一方同社は、3つのステージのすべてに関わり、時間の概念を取り入れることによって期間収益率を高めるという方法にフォーカスしている。

すなわち、第1ステージではデベロッパーとして用地を取得し保有するが、その後最適なプランを付けてパッケージにする。第2ステージ以降は開発ファンドの投資家や開発パートナーに販売してオフバランス化し、ファンドマネージャーとして事業に関わることで、すべての段階で収益機会を享受できる仕組みになっている。第1ステージの保有期間は平均6ヶ月間程度と短く、その繰り返しによって短期間で収益を回収することができる。オフバランス化によってリスクを回避しながら急成長を続け、高い収益率やROEを実現できるという、ユニークなビジネスモデルを構築していると言えよう。

こうした独自のビジネスモデルを可能にしているのは、同社が第1に企画力とソーシング力（投資対象となる案件の調達力）、第2にストラクチャリング力、第3にファンドマネジメント力を兼ね備えているからである。企画力だけでは案件は前進しないが、企画力がなければソーシングもできない。ストラクチャリング力には経験が必須であるが、同社には実績を持つ社員が大勢いることが強みである。ファンドマネジメント力は、物件の価値を高めるアセットマネジメント力とマーケットとの対話力が合わさることで可能になる。以上の3つの必要条件が揃うことで、同社の戦略的コンサルティング型デベロッパーとしての機能が可能になっている。

不動産を保有しないデベロッパー



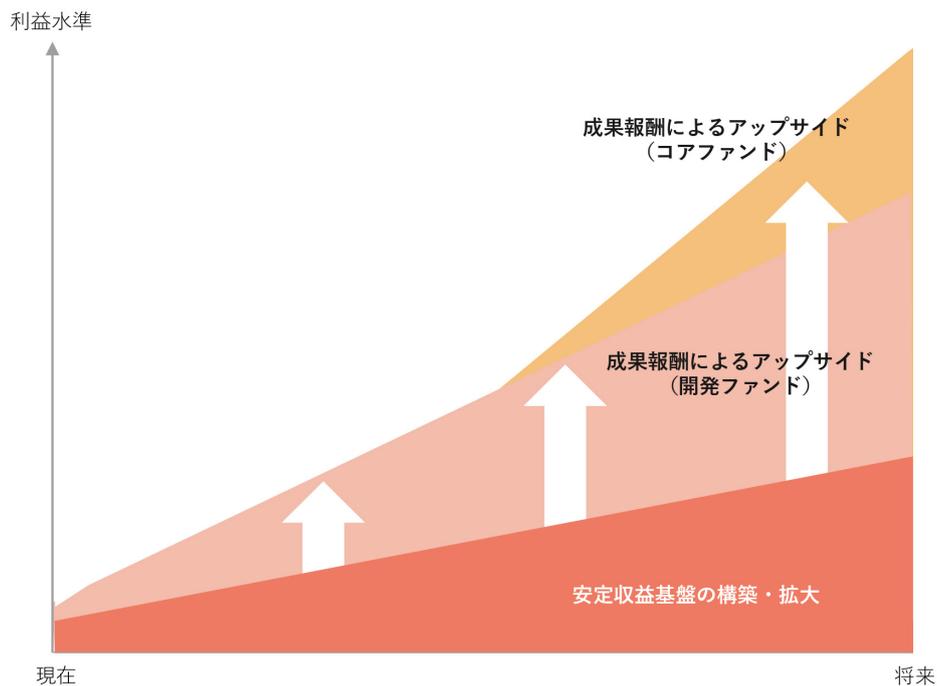
出所：決算説明資料より掲載

会社概要

(2) 成果報酬志向型ファンドマネージャー

同社のもう1つの特徴である「成果報酬志向型ファンドマネージャー」としては、ストック収入による安定収益基盤と成果報酬によるアップサイドの両立を図っている。同社は成果報酬を得るが、不動産を取得しただけでファンドマネージャーが高額な利益を得るようなアップフロントフィーは得ない仕組みとしている。同社では、このような不動産ファンド業界に定着している悪しき慣習を撤廃し、同社がファンド投資家の期待利益を実現した後に、超過した利益を得るのがあるべき姿と考えている。

同社は、将来にわたって着実に AUM (Assets Under Management: 運用資産) を積み上げることによって、ファンド事業の収益拡大を図る計画である。実際、コアファンド運用中・開発ファンド運用中・開発予定を合計した AUM は、2019年8月期の280億円から2020年8月期には450億円へと増加しており、全体の8割弱は開発予定が占めている。また、安定的な収益の確保に向けて、ファンド事業の体制整備も実施している。具体的には、2019年9月に霞ヶ関アセットマネジメントを設立。2020年3月には同社が第二種金融商品取引業および投資助言・代理業登録、現在は霞ヶ関アセットマネジメントにて総合不動産投資顧問、第二種金融商品取引業および投資運用業のライセンス取得に向けて活動中であり、REIT 組成を目指している。

ファンド事業における収益イメージ


出所：決算説明資料より掲載

業績動向

2020年8月期は新規事業に向けた人材への先行投資を実施

1. 2020年8月期業績概要

2020年8月期の日本経済は、雇用や所得環境の改善などにより穏やかな回復基調が続いていたが、コロナ禍対策に向けた経済活動の自粛等の影響により景気が急速に悪化したことに加え、未だに同感染症収束の見通しが立っていないことから先行き不透明な状況が続いている。同社の主たる事業領域である不動産市場においては、日本銀行や各国中央銀行による緊急金融緩和策により十分な資金供給がされているものの、金融機関及び投資家の慎重な姿勢が続いており、その動向は引き続き注視すべき状況にある。

このような状況のなか、同社は引き続き社会的潮流に着目した成長性及び社会的意義のある事業分野への投資及びコンサルティングに注力するとともに、投資機会の創出及び投資案件の収益最大化に努めた。その結果、2020年8月期の連結業績は、売上高8,008百万円(前期比49.6%増)、営業利益326百万円(同53.3%減)、経常利益180百万円(同71.8%減)、親会社株主に帰属する当期純利益134百万円(同69.1%減)となった。期初予想と比較すると売上高は3.1%、営業利益は78.1%下回る着地となったが、売上高については、コロナ禍に伴いアパートメントホテル開発事業で予定されていた案件が延期されたことによる。また、営業利益については、優秀な人材獲得への先行投資を実施したことで販売管理費が増大したことによる。しかし、コロナ禍収束後(ポストコロナ)の経済環境変化を見据えて新規事業への取り組み強化に努めた、前向きな決算であったと評価できよう。

2020年8月期 連結業績

(単位：百万円)

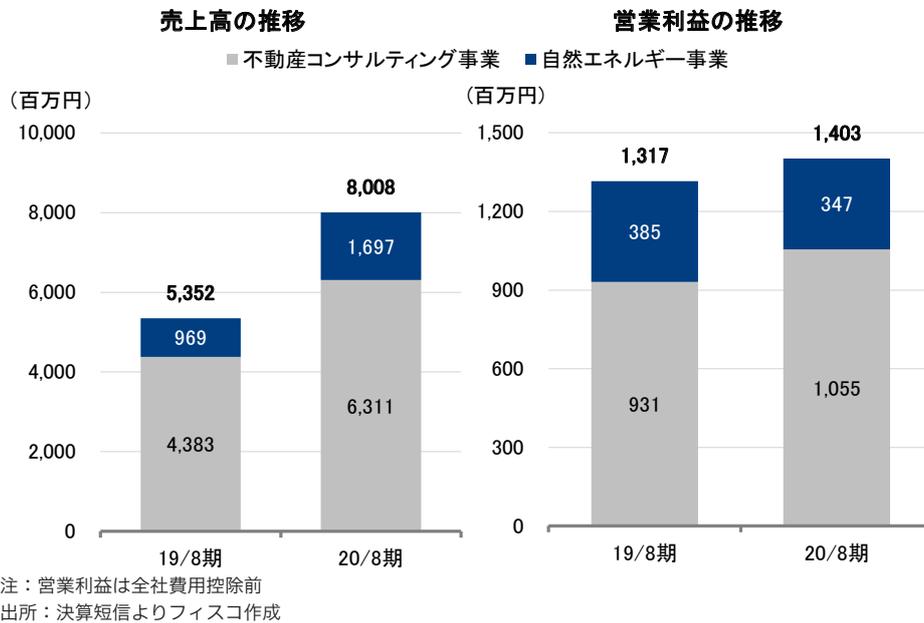
	19/8期		20/8期			前期比		予想比	
	実績	売上比	予想	実績	売上比	増減額	増減率	増減額	増減率
売上高	5,352	100.0%	8,260	8,008	100.0%	2,655	49.6%	-251	-3.0%
営業利益	699	13.1%	1,490	326	4.1%	-372	-53.3%	-1,163	-78.1%
経常利益	639	12.0%	1,400	180	2.2%	-459	-71.8%	-1,219	-87.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	435	8.1%	985	134	1.7%	-300	-69.1%	-850	-86.3%

注：20/8期予想は19/8期決算発表時の期初予想

出所：決算短信よりフィスコ作成

セグメント別に見ると、不動産コンサルティング事業の売上高は6,311百万円(前期比44.0%増)、セグメント利益は1,055百万円(同13.3%増)となった。一方、自然エネルギー事業の売上高は1,697百万円(同75.1%増)、セグメント利益は347百万円(同9.7%減)となった。また、売上高営業利益率については、不動産コンサルティング事業で16.7%、自然エネルギー事業で20.5%と、引き続き高水準を維持している。

業績動向



各セグメントにおけるコロナ禍の影響は以下のとおりである。不動産コンサルティング事業では直接的な影響は限定的であったものの、ホテル新規開発においては間接的な影響を受けた。具体的には、アパートメントホテル開発事業のうち、稼働中ホテルでは、同社が直接保有している物件はなく、運営コンサルティングとして関与しているためにコロナ禍の影響は限定的であった。建築中ホテルに関しても、現在開発中の案件については竣工が1～2年以上先のため、現時点ではコロナ禍の影響は限定的であった。ただ、計画中ホテルでは、2020年8月期の開発コンサルティングとして予定されていた案件が2021年8月期以降に延期されるなどの影響を受けた。一方、保育園事業ではコロナ禍の影響は比較的軽微で、2020年4月に都内4ヶ所で認可保育園を開園し、スケジュール通りに竣工・売却している。また、その他の海外・ショッピングセンター等の事業でも、経済活動減速の影響を受けたものの収益全体に占めるインパクトは小さかった。なお、自然エネルギー事業ではコロナ禍の影響は比較的軽微であった。

高水準の自己資本比率を確保

2. 財務状況と経営指標

2020年8月期末における資産合計は、前期比1,496百万円増の8,440百万円となった。流動資産は、同1,330百万円増の7,125百万円であった。これは主に現金及び預金が1,606百万円増加したことによる。固定資産は、同166百万円増の1,312百万円となった。これは主に太陽光発電施設の保有目的を変更し、流動資産の開発事業等支出金へ振替えたことにより、有形固定資産が172百万円減少したものの、投資その他の資産が337百万円増加したことによる。

霞ヶ関キャピタル | 2020年11月30日(月)
 3498 東証マザーズ | <https://kasumigaseki.co.jp/ir/>

業績動向

負債合計は、前期比820百万円減の4,567百万円となった。流動負債は同842百万円増の2,593百万円であった。これは主に未払金が387百万円減少したものの、短期借入金等（1年内返済予定の長期借入金を含む）が1,187百万円増加したことによる。固定負債は同1,662百万円減の1,973百万円であった。これは主に長期借入金が1,554百万円減少したことによる。以上から、有利子負債合計では同366百万円減の3,856百万円となった。また、純資産合計は、同2,316百万円増の3,873百万円となった。これは主に新株発行に伴い資本金と資本剰余金がそれぞれ1,177百万円と1,181百万円増加したことによる。

同社のビジネスモデルは、高収益と財務の健全性を同時に実現するものである。その結果、自己資本比率は45.7%と高水準を維持し、同社が目指す東証1部上場企業（全産業）2020年3月期の30.9%を上回り、高い安全性を確保している。ただ、2020年8月期は一時的な利益の落ち込みと増資の結果、ROE（自己資本当期純利益率）は5.0%、ROA（総資産経常利益率）も2.3%に低下している。今後は2021年8月期業績予想に沿った利益回復によって、収益性も改善すると見込まれる。

連結貸借対照表・経営指標

	(単位：百万円)		
	19/8 期末	20/8 期末	増減額
流動資産	5,794	7,125	1,330
現金及び預金	572	2,179	1,606
販売用不動産	3,436	3,905	468
開発事業等支出金	640	15	-625
固定資産	1,146	1,312	166
有形固定資産	947	774	-172
無形固定資産	19	21	1
投資その他の資産	179	517	337
資産合計	6,944	8,440	1,496
流動負債	1,751	2,593	842
短期借入金等	835	2,023	1,187
未払金	500	112	-387
固定負債	3,635	1,973	-1,662
長期借入金	3,387	1,832	-1,554
(有利子負債)	4,223	3,856	-366
負債合計	5,387	4,567	-820
純資産合計	1,556	3,873	2,316
【安全性】			
自己資本比率	22.4%	45.7%	23.3pt
【収益性】			
ROA（総資産経常利益率）	9.2%	2.3%	-6.9pt
ROE（自己資本当期純利益率）	28.0%	5.0%	-23.0pt

出所：決算短信よりフィスコ作成

業績動向

2020年8月期末の現金及び現金同等物の残高は2,075百万円となり、前期比1,503百万円増加した。当期の営業活動により得られた金額は285百万円となった。これは主にたな卸資産の減少額376百万円、前払金の減少額430百万円、預け金の増加額399百万円などによる。投資活動により支出した金額は446百万円であった。これは主に定期預金の預入による支出103百万円、有形固定資産の取得による支出109百万円、敷金の差入による支出152百万円などによる。財務活動により得られた金額は1,668百万円となった。これは主に短期借入金の純増額1,138百万円、長期借入れによる収入1,377百万円、長期借入金の返済による支出2,882百万円、株式の発行による収入2,312百万円があったことによる。

連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	19/8期	20/8期	増減額
営業活動によるキャッシュ・フロー	-2,502	285	2,787
投資活動によるキャッシュ・フロー	-294	-446	-152
財務活動によるキャッシュ・フロー	2,762	1,668	-1,094
現金及び現金同等物の期末残高	572	2,075	1,503

出所：決算短信よりフィスコ作成

物流施設開発事業等の新規事業の本格稼働により、利益のV字回復を予想

3. 2021年8月期業績見通し

2021年8月期の業績見通しについて同社は、コロナ禍に伴い、人と物の移動制限、経済活動制限、個人収入減少などにより、日用品・必需品以外の消費活動の減退など急速に経済状況が悪化するなか、現在の状況が中期には継続するとの前提で作成している。

2021年8月期連結業績予想については、売上高12,500百万円(前期比56.1%増)、営業利益1,250百万円(同282.8%増)、経常利益1,100百万円(同510.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益770百万円(同472.4%増)と、大幅な増収増益を見込んでいる。物流施設開発事業などの新規事業の本格稼働により、利益はV字回復となり、従来までの成長サイクルへの回帰を計画している。コロナ禍の収束時期が見通せないなか、経済の先行きは不透明であるものの、足下の業績は計画を上回るペースで推移しているようであることから、保守的に業績予想を算定していると弊社では見ている。

2021年8月期 連結業績予想

(単位：百万円)

	20/8期		21/8期		前期比	
	実績	売上比	予想	売上比	増減額	増減率
売上高	8,008	100.0%	12,500	100.0%	4,491	56.1%
営業利益	326	4.1%	1,250	10.0%	923	282.8%
経常利益	180	2.2%	1,100	8.8%	919	510.5%
親会社株主に帰属する 当期純利益	134	1.7%	770	6.2%	635	472.4%

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業別の取り組み

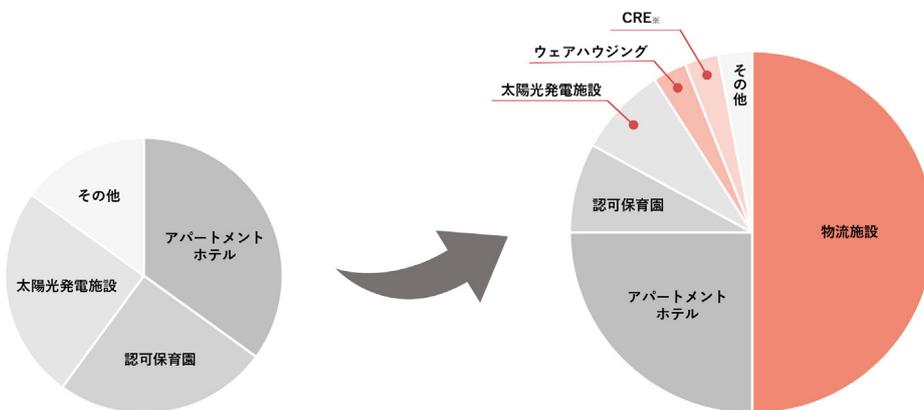
ポストコロナを見据えて、物流施設開発事業の大幅拡大を計画

1. 新事業ポートフォリオ戦略

同社は2020年6月1月付で組織変更を行い、物流事業部、海外投資事業部、CRE戦略事業部を新設した。物流事業部では、物流施設の開発・投資・運用を中心に事業を推進する。海外投資事業部では、不動産・再生可能エネルギー施設案件を中心に、インバウンド・アウトバウンド投資ニーズを捉えてコンサルティング及びファンド事業を推進する。CRE戦略事業部では、企業の保有資産のオフバランスニーズや、不動産事業会社を中心にしたM&Aニーズを捕捉して、コンサルティング及びファンド事業を推進する計画だ。

加えて、ポストコロナを見据え新規事業を立ち上げると同時に既存事業の戦略見直しを実施することで、売上高・営業利益に基づく事業ポートフォリオを大きく変更する計画となっている。具体的には、2021年8月期は物流施設開発事業が全体の半分程度を占め、CRE事業やウェアハウジング事業も収益貢献すると見込んでいる。同社は金融機関、ファンド、不動産業界出身者が全体の7割を占めるだけでなく、弁護士や会計士、不動産鑑定士など専門資格の保有者も多い。少数精鋭のプロ集団であることから、それらの人材をフル活用することで、2021年8月期以降も新たな事業分野へ挑戦を続けると弊社では見ている。

新事業ポートフォリオ戦略



出所：決算説明資料より掲載

※：Corporate Real Estate

2. 物流施設開発事業

同社は、ポストコロナの環境下では物流施設需要が大きく伸びると見込んでいる。消費者向けEC市場規模は今後も拡大すると予想されているが、EC向けの物流倉庫はピッキング作業が中心となり、通常の倉庫よりも多くの通路や梱包スペースを要するため、専用のレイアウトが必要になる。従来の店舗-企業間物流のセンターでは対応が難しいことから、新規の施設需要が増え、物流施設市場が拡大すると同社は想定している。

事業別の取り組み

一方で、首都圏の物流施設の空室率は2020年に過去最低水準を記録するなど、需給逼迫状態が進行している。消費行動の変化や労働人口の減少といった社会全体の大きな変化を背景としたEC企業による先進大型物流施設に対する需要拡大や、物流施設の省人化設備や自動化設備導入のための需要拡大は、長期的に続くトレンドであると会社は見ている。

さらに、地球温暖化への影響の懸念から、国際協定に基づき2030年にはHCFCフロンの生産が全廃されることから、今後は冷凍冷蔵倉庫ではアンモニア使用型への転換が主流になると考えられる。大都市圏における冷蔵倉庫の約35%は築40年以上経過しており、それらがスクラップ&ビルドの対象と考えられるが、アンモニア型への転換には数億円以上の設備投資が必要なため、体力の乏しい準大手企業を中心に、大冷蔵倉庫の多くが一斉に廃棄される可能性が大きい。一方、冷凍食品の国内消費量は増加を続けており、今後も冷凍冷蔵倉庫の需要は拡大すると想定される。

こうした環境変化を考慮して、会社では需要の高い地域に適切な物流施設を開発予定であり、ドライ倉庫だけでなく付加価値の高い冷凍冷蔵倉庫の開発を実施している。現状、契約済みは3件で、今後の開発予定も多いようだ。物流施設開発事業は、世の中のニーズや市場環境の変化を捉えて、いち早く新規ビジネスとして立ち上げ、主力の事業に育てるといふ、会社の柔軟なビジネスモデルの好例と言える。

物流施設開発事業のパイプライン案件



※画像はすべてイメージ画像

出所：決算説明資料より掲載

千葉湾岸地区①

カテゴリ	冷凍冷蔵倉庫
敷地	約1,500坪
延べ面積	約2,500坪
建物構造	4階建て

千葉湾岸地区②

カテゴリ	冷凍冷蔵倉庫
敷地	約1,100坪
延べ面積	約2,100坪
建物構造	4階建て

埼玉内陸地区

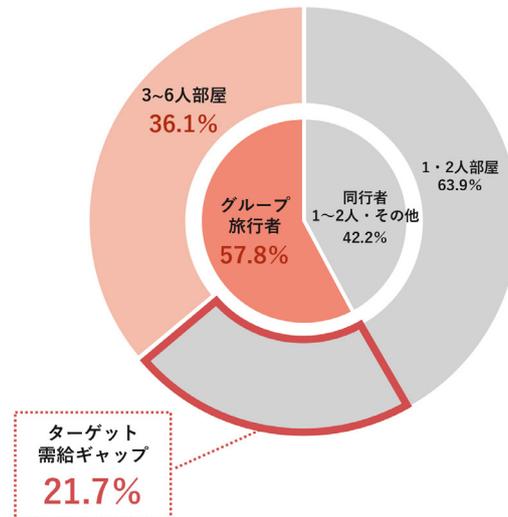
カテゴリ	ドライ倉庫
敷地	約2,700坪
延べ面積	約4,000坪
建物構造	4階建て

事業別の取り組み

3. アパートメントホテル開発事業

コロナ禍の影響を受け、ホテル関連市場はインバウンド需要（外国人の訪日旅行）の消失、国内旅行・出張の自粛が続いているが、政府は緊急経済対策の中で観光予算 1.7 兆円を計上し、コロナ禍の収束状況を見極めつつ官民一体型の需要喚起策「Go To キャンペーン」を講じている。一般的にグループ旅行者が全体の 6 割弱を占めるのに対し、3～6 人部屋の供給は 4 割に満たないことから、当社では多人数向けホテルの需給ギャップに着目し、グループ旅行者向けのホテルを開発する方針である。同社は家族・グループ旅行等の需要に対応した「アパートメントホテル」の開発を手掛けているが、駅から徒歩 5～10 分圏内に立地し、キッチンや洗濯機等の長期滞在に対応した設備を完備した部屋を低額で提供できることから、国内旅行回帰等の需要取り込みを見込んでいる。加えて、コロナ禍収束後には、従来のように海外旅行者の利用増加も期待されると弊社では見ている。

アパートメントホテル開発事業のターゲット



出所：決算説明資料より掲載

当社が開発しているアパートメントホテルは、ブランド名を「FAV HOTEL (favorite = お気に入りの意味)」とし、「Good for Group」をコンセプトに「家族でも、大人 4 人の仲間でも窮屈でない空間」「手の届きそうな非日常」を提供する、グループ滞在に最適なホテルを目指している。各室の広さは 35～40 平方メートル、定員は 4 名以上を標準プランとし、客室単価はビジネスホテル以下に設定している。すなわち、通常 1 部屋 1 万円台とすると、4 人で泊まれば 1 人当たり 4,000～4,500 円程度になる。

これらを実現するために、アパートメントホテルでは、徹底した省力化・低コスト化オペレーションにより、コロナ禍でも収益を生む運営体制を構築している。具体的には、複数のチェックイン機を導入することに加え、システム化を一層推進することにより通常 2～3 名が必要なフロント業務を原則 1 名で運営する、フロント担当のマルチタスク化によりラウンジの運営も並行して実施する体制を構築する、飲食は提供しない宿泊に特化したサービスとする、部屋の清掃もチェックアウトベースとするなどで、場所・光熱費・人件費の削減を実現し、省力化・低コスト化を可能にする。その結果、20% 台の稼働率でも採算がとれる仕組みを構築している。

事業別の取り組み

2020年10月下旬にはFAV HOTEL TAKAYAMA(38室)、2020年11月下旬にはFAV HOTEL TAKAMATSU(41室)が開業。その他、FAV HOTEL KUMAMOTO(67室)、FAV HOTEL ISE(31室)、鹿児島加治屋町プロジェクト(51室)、広島西蟹屋プロジェクト(33室)、石垣島真栄里プロジェクト(190室)、高山花里町プロジェクト(38室)、広島西平塚プロジェクト(52室)、両国プロジェクト(22室)、函館大手町プロジェクト(45室)などが開発中である。なお、アパートメントホテル開発に際しては、地元の銀行や建設会社を使うなど、地元の経済活性化につながるよう配慮しているようだ。

FAV HOTEL TAKAYAMA



所在地	岐阜県高山市西之一色町2-169-1
客室数	38室
建物構造	鉄筋コンクリート造 地上5階建
敷地面積/延べ面積	844.70㎡/1,702.48㎡
竣工年月日	2020年9月14日

出所：決算説明資料より掲載

FAV HOTEL TAKAMATSU



所在地	香川県高松市塩上町2-4-20
客室数	41室
建物構造	鉄筋コンクリート造 地上10階建
敷地面積/延べ面積	646.82㎡/1,984.69㎡
竣工年月日	2020年7月31日

4. 保育園開発事業

保育園関連市場は、女性の社会進出に対する意識の変化や政府による女性活躍推進により、共働き世帯数や女性の就業率が依然として上昇傾向にあることから、保育に対する需要は引き続き高い。また、こうした需要に対応するため、政府及び自治体が保育の受け皿拡大を目的に保育士確保や保育所整備の施策を進め、2020年度末までに保育の受け皿を300万人分程度とする方針を掲げており、保育所の新設に対する需要は当面の間継続すると見込まれる。

同社は東京都23区に、さくらさくみらい入谷保育園、練馬区、大田区、目黒区、江東区、文京区の6ヶ所の開園実績があり、今後も開発を進める計画だ。

事業別の取り組み

保育園開発事業の実績

東京都23区



出所：決算説明資料より掲載

1 さくらさくみらい入谷保育園	4 目黒区保育園開発
所在地 東京都台東区入谷	所在地 東京都目黒区
用途 住宅付き認可保育園	用途 認可保育園
敷地/延床面積 487.15 / 1,025.72 m ²	敷地/延床面積 319.13 / 401.48 m ²
開園 2019年4月	開園 2020年4月
2 練馬区保育園開発	5 江東区保育園開発
所在地 東京都練馬区	所在地 東京都江東区
用途 認可保育園	用途 認可保育園
敷地/延床面積 497.74 / 464.73 m ²	敷地/延床面積 337.53 / 487.39 m ²
開園 2020年4月	開園 2020年4月
3 大田区保育園開発	6 文京区保育園開発
所在地 東京都大田区	所在地 東京都文京区
用途 認可保育園	用途 認可保育園
敷地/延床面積 262.37 / 484.94 m ²	敷地/延床面積 275.33 / 513.77 m ²
開園 2020年4月	開園 2020年10月

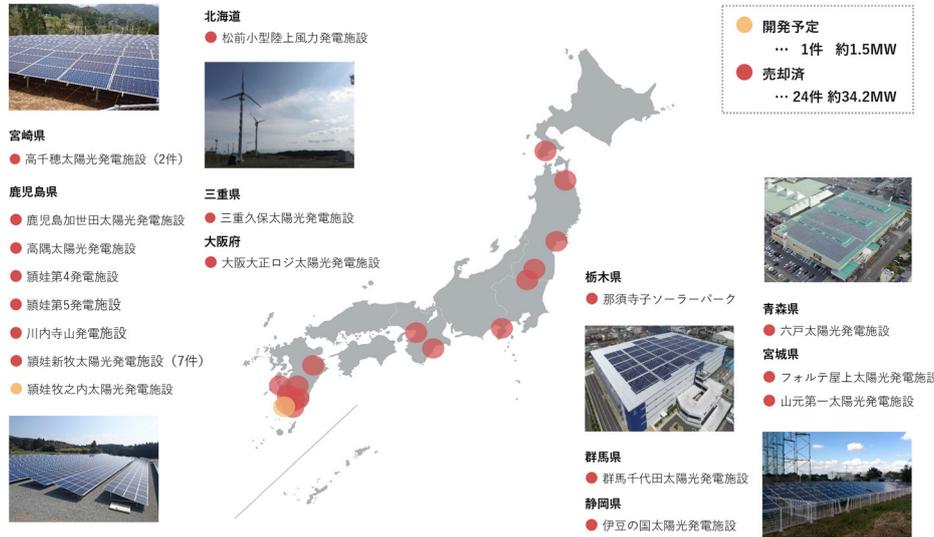
5. 再生可能エネルギー発電施設開発事業

国内再生可能エネルギー市場は、固定価格買取制度（太陽光発電等で発電した電気をすべて、固定価格で電力会社が買い取る制度）の下での買取実績及び設備認定容量が引き続き増加基調にある。しかし、事業化される見込みの薄い多数の太陽光発電施設等の設備認定案件により送電網が押さえられ、一部地域においては新規の有望案件の事業推進が困難になる状況が生じていた。この状況を踏まえ、経済産業省が「再生可能エネルギー大量導入・次世代電力ネットワーク小委員会」を設置するなど、再生可能エネルギーの大量導入に伴い顕在化し始めた系統制約や調整力確保、国民負担の軽減等の新たな課題の解決に向けた議論も本格化している。2018年7月に閣議決定された「第5次エネルギー基本計画」において掲げられた2030年の目標（国内総発電量に占める再生可能エネルギー発電の割合を22～24%とする目標）の達成に向け、再生可能エネルギー導入に対する政府の支援姿勢は継続し、今後も太陽光発電を中心に国内再生可能エネルギー市場はより一層拡大していく見通しである。ただ、地球温暖化に対応する世界の潮流もあり、安心・安全な再生可能エネルギーへのシフトが政府の計画以上のペースで進むことも予想される。

同社では、北海道から鹿児島県まで全国24件（北海道の風力発電施設を除き、23件は太陽光発電施設）、約34.2MWの発電所を開発し売却済である。さらに鹿児島県で1件、約1.5MWの太陽光発電施設を開発予定であり、今後も全国で開発を推進する計画だ。物流施設開発事業では、同社がこれまで発電施設開発事業で蓄積した用地取得や造成工事のノウハウを生かし、冷凍冷蔵倉庫の屋根に太陽光発電パネルを設置することも検討しているようだ。

事業別の取り組み

再生可能エネルギー発電施設開発事業の実績



出所：決算説明資料より掲載

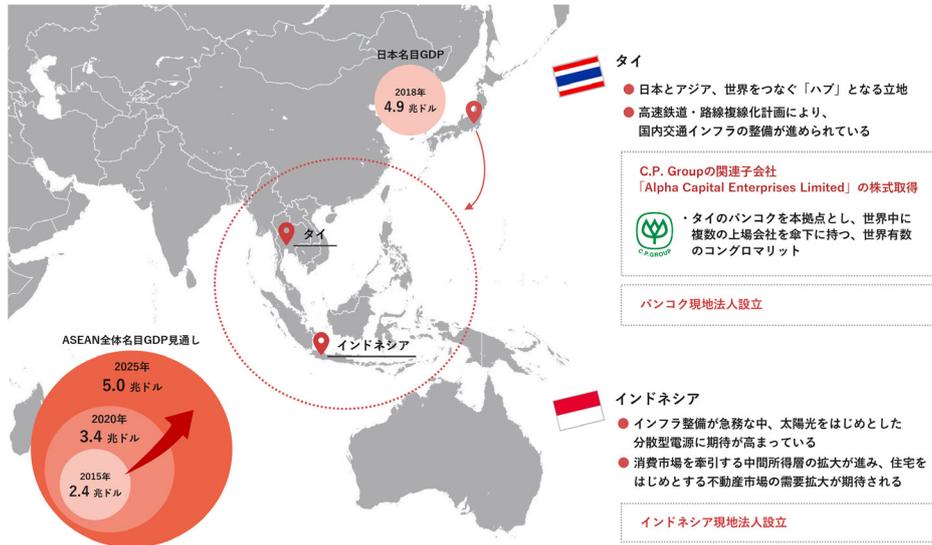
6. 海外事業

海外事業としては、ASEAN の中で最もインフラが整っているタイと、人口が現在の 2 億 6,000 万人から 3 億人に増加すると予想されるインドネシアに現地法人を設立している。タイは、日本とアジア、そして世界をつなぐ「ハブ」となる立地であり、高速鉄道・路線複線化計画により国内交通インフラの整備が進められている。同社は 2018 年 8 月に、世界中に複数の上場会社を傘下に持つ、世界有数のコングロマリット Charoen Pokphand Group の関連子会社である Alpha Capital Enterprises Limited の株式を取得し、そのネットワークを今後の事業展開に活用する考えだ。また、インドネシアは多くの島々で成り立っており、太陽光をはじめとする分散型電源が求められていることから、同社の持つノウハウを活用する計画だ。

同社の海外事業での役割は、事業を企画し、適切なファイナンスで資金を調達して販売するスキームを作り上げ、日本の投資家、デベロッパー、事業会社に、海外への水先案内人として投資機会や事業機会を提供することである。当面はコロナ禍に伴い人々の往来にも制約があるため海外事業での大きな進展は難しいが、長期的には有望な事業分野と言える。

事業別の取り組み

海外事業の重点エリア



出所：JETRO「拡大するASEAN市場へのサービス業進出」より当社作成

出所：決算説明資料より掲載

このように、同社は様々な分野で事業を意欲的に展開しているが、現状では対外的に中期経営計画を発表していない。会社としての経営方針を明確化し、同社の投資家や従業員が同社の将来像を共有するためにも、中期経営計画の正式発表は有意義であると弊社では考える。特に同社株の長期保有を考える投資家は、会社の2～3年先のビジョンや業績計画に基づいて投資判断をする傾向が強い。現状はコロナ禍により経済が先行き不透明であり、計画の策定が困難であろうが、コロナ禍が収束した段階での中期経営計画の発表を期待したい。

7. SDGs への取り組み

2015年9月の国連サミットで採択され掲げられたSDGs（Sustainable Development Goals：持続可能な開発目標）に基づき、誰一人として取り残されない社会を目指して、世界中で取り組みが始まっている。同社も、事業活動を通してSDGsの達成に積極的に貢献し、持続可能な社会の実現のため社会問題解決に取り組むためのESG（Environment（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス）の略）経営を行っている。

同社は、同社の成長がより良い社会への前進につながることをビジネスポリシーに掲げている。実際、冷凍冷蔵物流施設開発は環境問題・地球温暖化問題に、アパートメントホテル開発は地方創生に、認可保育園開発は待機児童問題に、再生可能エネルギー発電施設開発はエネルギー問題に貢献している。また同社は、社会貢献活動の一環として、新型コロナウイルス感染症と最前線で闘う医療関係従事者向けに、2020年2月15日に開業したアパートメントホテル「AKARI 上野入谷」（19室）を、2020年5月18日から6月30日まで無償提供している。

霞ヶ関キャピタル | 2020年11月30日(月)
 3498 東証マザーズ | <https://kasumigaseki.co.jp/ir/>

事業別の取り組み

ビジネスポリシー

環境問題・地球温暖化問題	➔ 冷凍冷蔵物流施設開発	
地方創生	➔ アパートメントホテル開発	
待機児童問題	➔ 認可保育園開発	
エネルギー問題	➔ 再生可能エネルギー発電施設開発	

出所：決算説明資料より掲載

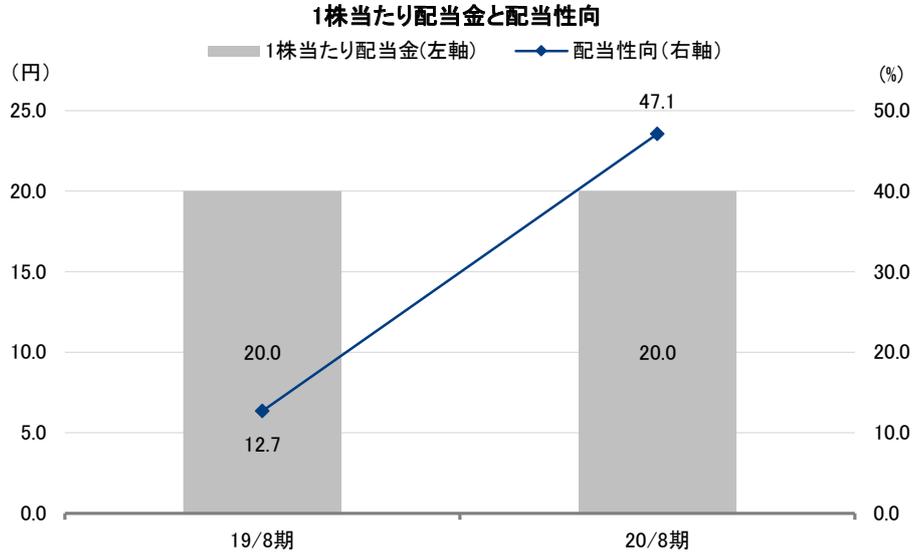
株主還元策

厳しい経営環境のなか、2020年8月期は前期同額の配当を維持、株主優待も継続

同社は、株主還元策として2019年8月期より配当を実施している。2020年8月期は減益となったものの、株主の日頃の支援に感謝の意を表すために、期末配当については前期同額の1株当たり20.0円とした（2019年8月期は1株当たり40.0円の上場記念配当を行ったが、2019年9月1日付で実施した普通株式1株につき2株の株式分割を遡及して修正）。また、株式の希薄化を防ぐために、2020年7月には自己株式の取得を実施している。さらに2020年9月から2021年2月までの6ヶ月間の役員報酬減額を発表し、業績悪化の経営責任を明確化している。

なお、2021年8月期の配当予想については現段階では未定としており、業績見通しがある程度固まった段階で発表する予定である。

株主還元策



注：19/8期は上場記念配当で、これは2019年9月に実施した1株につき2株の株式分割を遡及して修正
 出所：決算短信よりフィスコ作成

また、同社株式への投資の魅力を高め、より多くの投資家に中長期的に同社株式を保有してもらうことを目的に、2019年8月期より株主優待制度を導入している。具体的には、毎年8月末の株主名簿に記載された100株以上保有の株主を対象に、100株以上200株未満保有の株主にはクオカード5,000円分を、200株以上保有の株主にはクオカード10,000円分を贈呈している。

同社は2022年8月期以降に東証1部への昇格を目指している。そのためにも、投資家に魅力的な商品を提供するために事業・業績の一層の拡大を図ると同時に、株主還元にも十分に配慮するであろうと弊社では見ている。

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp