

|| 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 >>>](#)

2021年11月12日(金)

執筆：客員アナリスト

国重 希

FISCO Ltd. Analyst **Nozomu Kunishige**



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
1. 2021年8月期の業績概要	01
2. 事業別の取り組み	01
3. 2022年8月期の業績見通し	02
4. 中期経営計画	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	06
1. 2021年8月期の業績概要	06
2. 財務状況と経営指標	08
■ 事業別の取り組み	10
1. 物流施設開発事業	10
2. アpartmentホテル開発事業	12
3. 再生可能エネルギー発電施設開発事業	14
4. その他事業	15
■ 今後の見通し	17
● 2022年8月期の業績見通し	17
■ 中期経営計画	18
1. 新たな収益モデル	18
2. 数値目標	20
■ 株主還元策	21

■ 要約

**2021年8月期は物流施設開発事業の立上げを実施し、
売上高・利益ともに過去最高を更新。
中期経営計画では、新たな収益モデルによる利益成長により、
2026年8月期に営業利益200億円を目指す**

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。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る。

1. 2021年8月期の業績概要

新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）で経済活動が制限されるなか、同社の2021年8月期連結業績は、売上高14,295百万円（前期比78.5%増）、営業利益1,328百万円（同306.9%増）の大幅増収増益となり、売上高・利益ともに過去最高を記録した。また、2021年8月に発表した修正予想に対しては、売上高が0.7%、営業利益が6.3%上回って着地した。同事業の立上げを実施し、物流施設開発用地（4件）の売却が収益に大きく寄与した。物流施設開発事業の組織体制立上げに係る人材採用は一巡したものの、人員増に伴うオフィス増床等の費用や案件関連の費用が増加したことに加え、物件の仕込みが想定以上に順調に進んだ結果、金融費用が増加した。以上の結果、自己資本比率は32.1%（前期末比13.6ポイント減）に低下したものの、引き続き東証1部不動産業平均並みの高い安全性を確保している。また、ROAは8.8%、ROEも18.2%と、収益性でも東証1部不動産業平均を上回っている。なお、好決算を反映し、株式分割考慮後の1株当たり配当を前期比10.0円増配の20.0円としたほか、株主優待制度も継続するなど、株主還元にも十分に配慮していると評価できよう。

2. 事業別の取り組み

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。今後の企業活動や人々の生活様式の変化を見据えて、2020年6月より物流施設開発事業を立ち上げた。2021年8月期は着工済/竣工済が4件、計画中/開発中が7件など、短期間で急成長しているほか、物流ブランド「LOGI FLAG®」を設立し商標を登録した。また、アパートメントホテル開発事業でも、着工済/竣工済が10件、計画中/開発中が7件（いずれも2021年8月末時点）あり、順調に進捗している。さらに、再生可能エネルギー発電施設開発事業では、風力発電施設8基を所有し4基を建設予定とするなど、風力発電に注力している。

要約

3. 2022年8月期の業績見通し

今後の経済見通しについて同社は、コロナ禍の収束には未だ不透明感があるものの、国内外のワクチン接種の普及拡大とともに経済活動は徐々に回復していくことを基本シナリオとしている。2022年8月期の連結業績予想については、売上高18,500百万円（前期比29.4%増）、営業利益1,850百万円（同39.2%増）と引き続き2ケタ増収増益を見込むが、例年同様に保守的な予想と弊社では見ている。ホテル関連市場では、訪日旅行者の大幅減少や社会経済活動の抑制等の影響から、短期的には急激な回復は難しい状況にある一方で、物流関連市場では、EC（Electronic Commerce：電子商取引）市場の拡大や冷凍冷蔵倉庫に対する高い需要に支えられ、物流施設開発は活況を呈しており、中期的にもこのトレンドは継続すると見込まれる。加えて、パートナー企業との合弁会社設立などの協業施策等の戦略を活用することで、今後も物流関連市場領域での活動に注力する方針だ。なお、1株当たり配当金は前期同額の20.0円以上を予定している。また同社では、東京証券取引所新市場区分として「グロース市場」を選択しているものの、2022年8月期の業績予想を達成すれば「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。

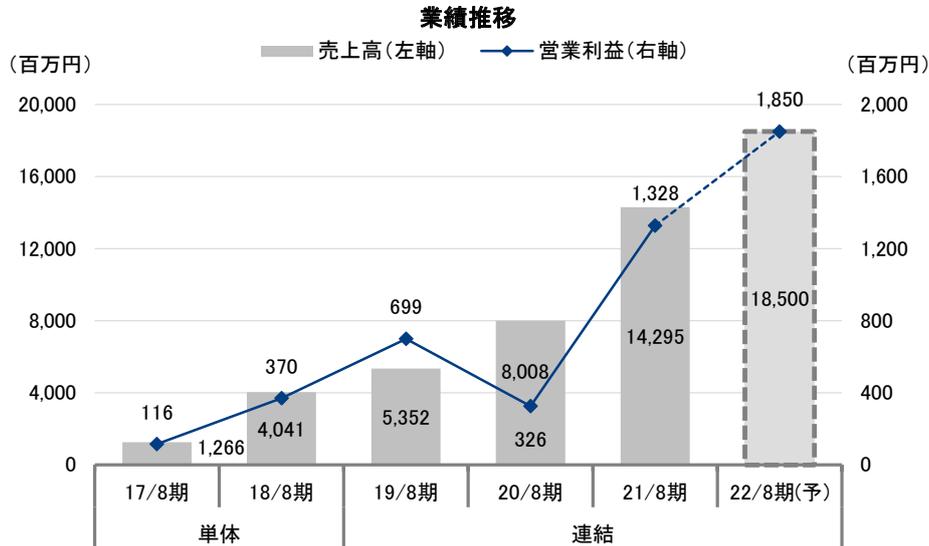
4. 中期経営計画

同社は、中期経営計画（2022年8月期～2026年8月期）「霞ヶ関キャピタル2.0計画（KC2.0）」を発表し、最終年度の2026年8月期に営業利益200億円（2021年8月期は13.2億円）、親会社株主に帰属する当期純利益100億円（同7.9億円）を掲げている。新たな収益モデル「パートナーシップ型（KC2.0）」を物流施設開発事業で採用することで、2025年8月期以降に利益の飛躍的な拡大を目指す。パートナーと合弁会社（以下、JV）を設立することで同社事業へのリスクを限定的にする一方、開発利益の66%を得られることから、収益化のタイミングは遅くなるが総額は大きくなる見込みだ。そのほか、物流施設を中心に、アパートメントホテル及び再生可能エネルギー発電施設の3本柱でAUM（着工済・竣工済アセット）を積み上げ、安定収益の拡充を加速化させる。意欲的な数値目標であるものの、現在の収益材料に基づいた保守的な計画であり、計画期間中に新たな収益材料が現れる可能性もあることから、十分に達成可能な数値であると弊社では考える。

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
- ・2021年8月期業績は、売上高・利益ともに過去最高を更新。物流施設開発事業の立上げを実施し、物流施設開発用地の売却が収益に大きく寄与
- ・2022年8月期業績は、物流施設開発事業への注力を継続することにより、引き続き2ケタ増収増益を見込む
- ・中期経営計画では、新たな収益モデルによる利益成長により、2026年8月期に営業利益200億円を目指す

要約



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 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柴田郡大河原町の「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。

霞ヶ関キャピタル | 2021年11月12日(金)
 3498 東証マザーズ | <https://kasumigaseki.co.jp/ir/>

会社概要

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及び投資助言・代理業登録、2020年6月には物流事業を開始。2021年3月には、不動産テック事業への参入を目的として「KC Technologies 株式会社」(同70%)を設立、同年4月には「ホテル京都木屋町」を保有する「メゾンドツーリズム京都株式会社」(同100%)を連結子会社化するなど、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2021年8月末には114人に増加している。この中には、金融機関、ファンド、不動産業界出身者や、弁護士、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。

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及び投資助言・代理業登録
2020年 6月	物流事業を開始
2021年 3月	KC Technologies(株)を設立
2021年 4月	メゾンドツーリズム京都(株)の株式取得(子会社化)

出所：有価証券報告書、会社リリースよりフィスコ作成

2. 事業内容とビジネスモデル

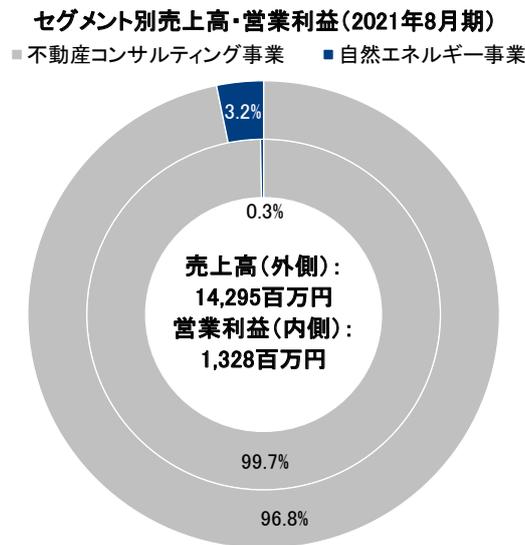
事業内容については、「不動産コンサルティング事業」と「自然エネルギー事業」の2つのセグメントに分類して開示している。2021年8月期現在では、不動産コンサルティング事業には物流施設開発、アパートメントホテル開発、保育園開発、海外投資、ショッピングセンターなどの事業が含まれ、売上高で全体の96.8%、セグメント利益(全社費用控除前)で同99.7%を占めている。一方、自然エネルギー事業は主として太陽光発電事業を展開しており、売上高で同3.2%、セグメント利益で同0.3%を占める。

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

今後は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収益がさらに拡大する見通しである。一方、自然エネルギー事業については、太陽光発電が成熟市場となり採算が取れにくくなっていることから過渡期にある。このため、今後は風力発電施設開発を強化する方針である。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おり、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。



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

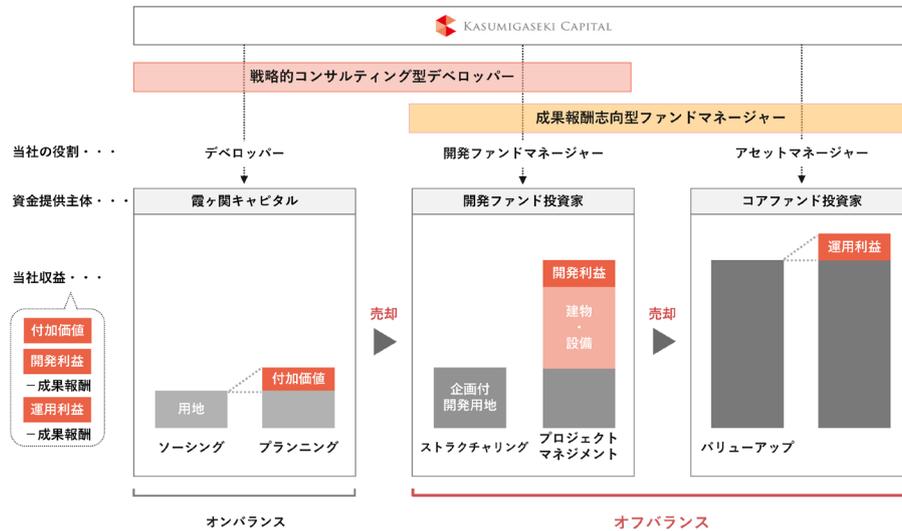
同社の大きな特徴は、「戦略的コンサルティング型デベロッパー」と「成果報酬志向型ファンドマネージャー」という、他に例を見ない独自のビジネスモデルを構築していることにある。

「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※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。

※ ファイナンスのアレンジメントに対し、貸手に対して融資総額の一定比率で支払われる手数料。

会社概要

同社のビジネスモデル



出所：決算説明資料より掲載

業績動向

2021年8月期は売上高・利益ともに過去最高を更新。物流施設開発用地の売却が収益に大きく寄与

1. 2021年8月期の業績概要

2021年8月期の日本経済は、コロナ禍により4月に3度目の緊急事態宣言が発出するなど、前期に引き続き経済活動の制限があった。各国でワクチンの接種が積極的に進められ、国内外ともに徐々に持ち直しの兆しが見られるものの、注視すべき状況が続いている。同社グループの主たる事業領域である不動産市場においては、特にホテルや商業施設等のアセットタイプは今もなお大きな影響を受けている一方で、コロナ禍による影響が限定的または追い風となった賃貸マンションや物流施設といったアセットを選好し投資する動きも見受けられる。

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、2021年8月期の連結業績は、売上高14,295百万円（前期比78.5%増）、営業利益1,328百万円（同306.9%増）、経常利益1,037百万円（同475.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益793百万円（同489.9%増）と、大幅な増収増益を記録した。売上高・利益ともに過去最高を記録した好決算であった。また、2020年8月に発表した修正予想に対しては、売上高が0.7%、営業利益が6.3%、親会社株主に帰属する当期純利益が3.1%上回ったものの、経常利益は5.7%下回って着地した。

霞ヶ関キャピタル | 2021年11月12日(金)
 3498 東証マザーズ | <https://kasumigaseki.co.jp/ir/>

業績動向

売上高については、計画通りに物流施設開発用地や賃貸マンション、保育園の売却がけん引し、大きく伸ばした。特に、物流施設開発用地売却益が計画を上回ったことが、売上全体の上振れ要因となった。また、ホテルについても、コロナ禍の厳しい投資環境下にもかかわらず4件の開発ファンド組成を完了した。営業利益段階では、物流施設開発事業の組織体制立上げに係る人材採用は一巡したものの、人員増に伴うオフィス増床等の費用や案件関連の費用が増加した。一方、経常利益が計画を下回った要因については、物件の仕込みが想定以上に順調に進んだ結果、金融費用が増加したことによる。これは2022年8月期以降の収益につながる先行投資となる。なお、2021年2月に福島県沖で発生した地震により同社保有のショッピングセンターフォルテに被害が発生し、特別損失を計上したほか、同年4月に「ホテル京都木屋町」を保有するメゾンドーツーリズム京都を連結子会社化したことに伴い、負ののれん発生益526百万円を計上した。

トピックスとしては、物流施設開発事業で9件の用地取得を行ったほか、アパートメントホテル・その他でも7件の取得及び取得契約締結を行った。コロナ禍でも多岐にわたり事業を推進しており、将来の収益拡大を計画する前向きな決算であったと評価できる。実際、2021年8月期のプロジェクトパイプラインは、物流施設開発事業の立上げにより急速に拡大し、943億円（前期は450億円）と着実に積み上げた。コロナ禍が収束しホテル市場が回復した際にはアパートメントホテルのさらなる積み上げが見込まれることから、プロジェクトパイプラインの拡大スピードはさらに上昇すると弊社では見ている。

2021年8月期 連結業績

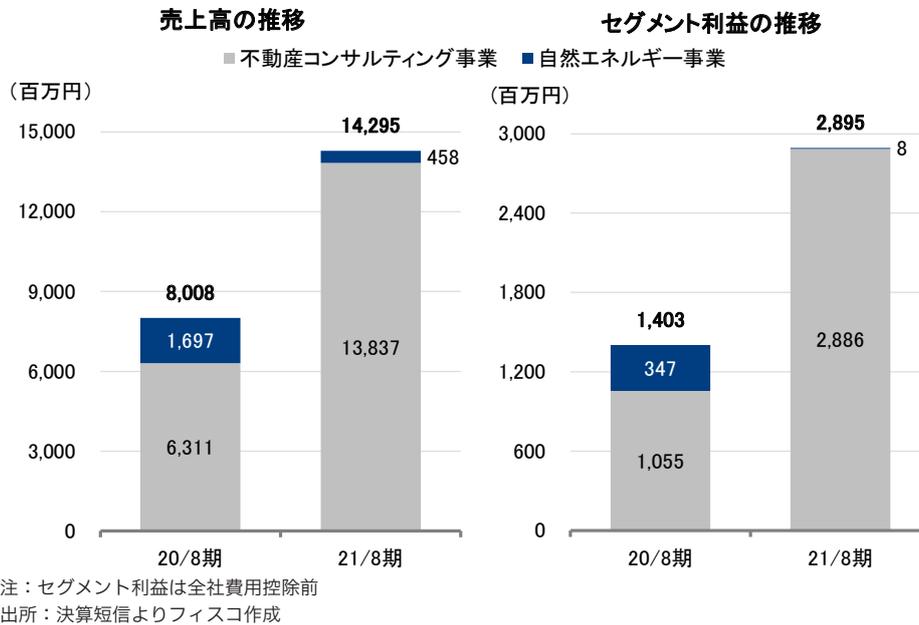
	20/8期		21/8期		前期比		修正予想比		
	実績	売上比	修正予想	実績	売上比	増減額	増減率	増減額	増減率
売上高	8,008	100.0%	14,200	14,295	100.0%	6,286	78.5%	95	0.7%
営業利益	326	4.1%	1,250	1,328	9.3%	1,002	306.9%	78	6.3%
経常利益	180	2.2%	1,100	1,037	7.3%	857	475.6%	-62	-5.7%
親会社株主に帰属する 当期純利益	134	1.7%	770	793	5.6%	659	489.9%	23	3.1%

注：21/8期修正予想は2021年8月公表値

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では、投資用不動産の売買及び投資家に対するコンサルティング受託や、保有するショッピングセンターフォルテにおける各テナントからの賃料収入により、売上高は13,837百万円（前期比119.2%増）、セグメント利益は2,886百万円（同173.4%増）となった。一方、自然エネルギー事業では、太陽光発電案件の売却等により、売上高は458百万円（同73.0%減）、セグメント利益は8百万円（同97.5%減）となった。

業績動向



高水準の自己資本比率を確保

2. 財務状況と経営指標

2021年8月期末における資産合計は、前期末比6,599百万円増の15,040百万円となった。流動資産は、同3,579百万円増の10,705百万円であった。これは主に現金及び預金が1,427百万円、販売用不動産が1,233百万円、前払金が938百万円増加したことによる。販売用不動産については、ショッピングセンターフォルテの保有目的の変更に伴い固定資産へ移動するとともに、既存案件の売却と併せてアセットミックスの入れ替えを実施した。創業時から保有しているショッピングセンターフォルテは、コロナ禍の影響により流動性がなくなり、無理に売るのは得策ではないと考えてじっくり保有・運営することにしたものだ。なお、前払金は売買の手付金である。一方、固定資産は同3,008百万円増の4,321百万円となった。これは主に販売用不動産の保有目的を変更し、有形固定資産などへ振替えたことなどによる。

負債合計は、前期末比5,566百万円増の10,133百万円となった。流動負債は同1,545百万円増の4,139百万円であった。これは主に1年内返済予定の長期借入金が535百万円、未払金が369百万円、未払法人税等が358百万円増加したことによる。固定負債は同4,020百万円増の5,994百万円であった。これは主に長期借入金2,546百万円、繰延税金負債が398百万円増加したことによる。以上から、有利子負債（長短借入金）は同3,128百万円増の6,984百万円となった。また、純資産合計は、同1,033百万円増の4,906百万円となった。これは主に利益剰余金が親会社株主に帰属する当期純利益により730百万円増加したことによる。

霞ヶ関キャピタル | 2021年11月12日(金)
 3498 東証マザーズ | <https://kasumigaseki.co.jp/ir/>

業績動向

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。2021年8月期は積極的な案件仕込みの積み上げと今後の成長に向けた資金調達を実施した結果、自己資本比率は前期末の45.7%から32.1%に低下したものの、おおむね東証1部上場企業並みの水準（不動産業の2021年3月期は32.7%）を確保し、引き続き高い安全性を維持していると評価できる。一方、ROAは8.8%、ROEも18.2%と、東証1部上場企業（不動産業）の3.1%、6.6%を大きく上回る高い収益性を確保している。

連結貸借対照表・経営指標

	20/8期	21/8期	増減額
流動資産	7,125	10,705	3,579
現金及び預金	2,179	3,607	1,427
販売用不動産	3,905	5,139	1,233
開発事業等支出金	15	2	-13
固定資産	1,312	4,321	3,008
有形固定資産	774	3,276	2,501
無形固定資産	21	76	55
投資その他の資産	517	968	451
資産合計	8,440	15,040	6,599
流動負債	2,593	4,139	1,545
短期借入金等	2,023	2,605	581
未払金	112	482	369
固定負債	1,973	5,994	4,020
長期借入金	1,832	4,378	2,546
(有利子負債)	3,856	6,984	3,128
負債合計	4,567	10,133	5,566
純資産合計	3,873	4,906	1,033
【安全性】			
自己資本比率	45.7%	32.1%	-13.6pt
【収益性】			
ROA (総資産経常利益率)	2.3%	8.8%	6.5pt
ROE (自己資本当期純益率)	5.0%	18.2%	13.2pt

出所：決算短信よりフィスコ作成

2021年8月期末の現金及び現金同等物の残高は前期末比1,527百万円増の3,603百万円となった。営業活動によるキャッシュ・フローは972百万円の収入となり、これは主に、税金等調整前当期純利益が1,035百万円あり、預け金が100百万円減少（収入）したことなどによる。投資活動によるキャッシュ・フローは1,641百万円の支出となった。これは主に、有形固定資産の取得による支出が1,664百万円あったことによる。財務活動によるキャッシュ・フローは2,195百万円の収入となった。これは主に、長期借入れによる収入（ネット）が1,811百万円あったことなどによる。

連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	20/8期	21/8期
営業活動によるキャッシュ・フロー	285	972
投資活動によるキャッシュ・フロー	-446	-1,641
財務活動によるキャッシュ・フロー	1,668	2,195
現金及び現金同等物の期末残高	2,075	3,603

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、物流施設開発事業を大幅に拡大

1. 物流施設開発事業

同社は、コロナ禍収束後（以下、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。個人向けインターネット販売市場（EC市場）は今後も堅調な成長が予想されているが、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。

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同社は見ている。特に、諸外国に比べて日本のEC化率は低いことから、今後も増加傾向は続くと同社では予想している。

さらに、オゾン層や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、アンモニア使用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、(1)加工技術の向上、(2)保存期間の長期化、(3)共働き世代の増加、(4)冷凍食品に対する抵抗感の減少などの要素により増加傾向にあり、今後も冷凍冷蔵倉庫の需要は拡大すると想定される。

事業別の取り組み

こうした環境変化を見据えて同社では、需要の高い地域に適切な物流施設を開発する予定である。その一環として、物流ブランド「LOGI FLAG®」を設立し、商標を登録した。ドライ型倉庫である「LOGI FLAG®」（常温倉庫）に加え、2030年フロン問題にも適応したコールド型倉庫「LOGI FLAG® COLD」（冷凍冷蔵倉庫）の2タイプを提供している。常温倉庫は大手不動産会社の参入により取得競争が厳しい状況にあるものの、冷凍冷蔵倉庫は新しい分野であり、高付加価値で利益も大きく、環境配慮型の物流施設となる。なお、物流施設の空室率については、首都圏だけでなく関西圏でも5%を下回っており、今後地方圏へこの状況が広まっていくことが見込まれている。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上げ主力事業に育てるといふ、同社の柔軟なビジネスモデルの好例と言えよう。

また同社では、業界最高水準の物流施設開発体制が整っている。すなわち、物流施設開発のプロセス（(1) テーマ構築、(2) ソーシング、(3) リーシング、(4) プロジェクトマネジメント）を内製化している。具体的には、市街化区域では付加価値の高い冷凍冷蔵倉庫を選択し、ドライ型倉庫は調整区域での開発を行うことで競争優位性を実現している。特に、「(1) テーマ構築」が同社の競争力の源泉となっていることに注目したい。長年の実績と豊富なノウハウを持つメンバーが多数所属している強みを生かした「テーマ構築」により、資金が流入し、株価も上昇すると考えられる。

物流施設開発事業は2021年8月期に立上げを実施した事業であるにもかかわらず、2021年8月期は9件の用地取得を行い、うち4件の売却が完了したことで収益に大きく寄与した。プロジェクトパイプラインについては、2020年8月末時点での計画/開発中3件116億円から、2021年8月末時点では計画/開発中7件372億円、着工済/竣工済4件207億円と急拡大している。同事業はコストがかかるが、開発利益を取り込むことで十分な利益を得ることができる。加えて、開発フェーズに移行した4物件についてはJR西日本（西日本旅客鉄道<9021>）グループ、世界最大級の運用会社であるBrookfield Asset Management <BAM>、国内投資会社3社との集団投資スキームなど、大手企業や巨大資本のプレイヤーと事業を推進していることも強みとなるだろう。

物流施設開発事業の実績

■ 開発フェーズ移行物件：4件 括弧内は開発ファンド投資家

① LOGI FLAG COLD 市川 I	② LOGI FLAG COLD 船橋 I	③ LOGI FLAG 三芳 I	④ LOGI FLAG COLD 横浜港北 I
2021年2月 開発フェーズ移行 (JR西日本不動産開発㈱)	2021年7月 開発フェーズ移行 (Brookfield Asset Management Inc.(SPC*))	2021年8月 開発フェーズ移行 (国内投資会社3社と当社との集団投資スキーム)	2021年8月 開発フェーズ移行 (JR西日本グループ2社)

■ 用地取得実績：9件

2020年 8月 千葉湾岸エリア案件	(① LOGI FLAG COLD 市川 I)
11月 千葉県船橋市案件	(② LOGI FLAG COLD 船橋 I)
2021年 1月 埼玉県久喜市案件	
2月 横浜港北エリア案件	(④ LOGI FLAG COLD 横浜港北 I)
2月 埼玉県ふじみ野市案件	(③ LOGI FLAG 三芳 I)
2月 京都府京都市案件	
3月 神奈川県厚木市案件	
6月 埼玉県加須市案件	
8月 大阪府住之江区案件	



埼玉県加須市案件イメージ

*SPC：特別目的会社 ※物件画像は全てイメージベースです。

出所：決算説明資料より掲載

事業別の取り組み

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進んでいる。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））経営を行っている。物流施設開発事業についても、開発する物流施設すべてを環境へ配慮した施設にすることを目指している。将来的にREIT組成を目指している同社にとって、開発段階から環境に配慮することは重要と言えよう。具体的には、環境認証取得、クールルーフリング／反射ルーフリングの導入検討、冷凍冷蔵倉庫での自然冷媒／代替フロンへの活用、LED等高効率照明器具の導入検討、太陽光発電施設の導入検討、社会活動への取り組みなどを推進している。

環境配慮型の物流施設開発



2. アpartmentホテル開発事業

ホテル関連市場においては、コロナ禍の影響を受け依然として世界的に移動制限が続いていることにより、国内・インバウンド（外国人の訪日旅行）ともに本格的な需要の回復には時間を要する様相を呈している。このような環境の下で同社は、市場回復時の成長を見据えた方針を打ち出している。具体的には、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、同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開発を推進している。同社は家族・グループ旅行等の需要に対応した「アpartment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。つまり、消失したインバウンドに替わり、日本人の海外旅行消費分が今後国内旅行の消費へ向かうと見られていることから、消費単価の高い旅客ニーズの獲得が重要となる。宿泊需要へのコロナ禍の影響は大きいものの、今後は景気刺激策や行動制限の解除／緩和による需要回帰の動きが期待される。

同社が開発しているアpartment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人の仲間でいても窮屈でない空間」「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。これは、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。

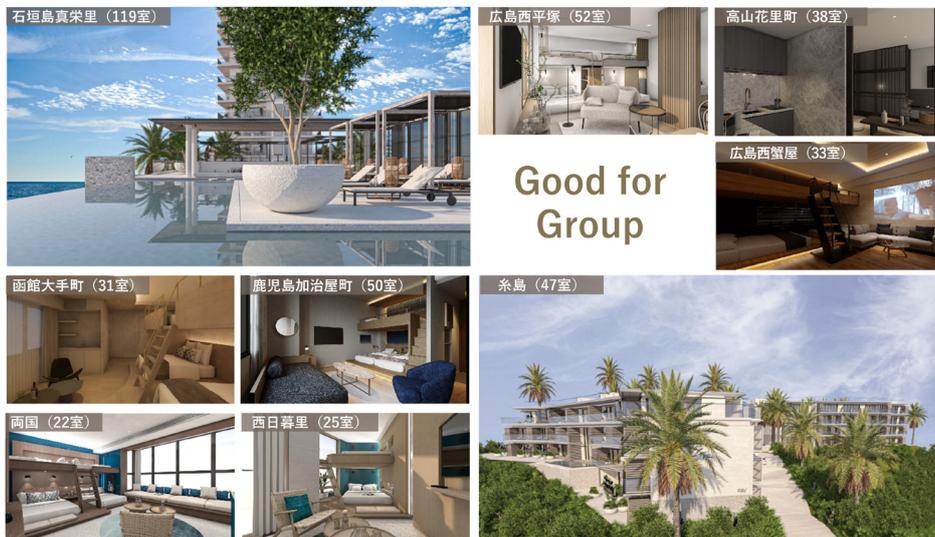
霞ヶ関キャピタル | 2021年11月12日(金)
3498 東証マザーズ | <https://kasumigaseki.co.jp/ir/>

事業別の取り組み

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ビジネスモデル・運営体制を確立している。具体的には、フロント業務の省人化や、チェックアウトベースの清掃、飲食を提供しない宿泊特化のサービス等、固定費の削減により、同業他社と比べて低い稼働率でも損益分岐点を上回る運営を行っている。コロナ禍により稼働中シティホテルの平均定員稼働率は65%から19%に下落し、多くのホテルが休業や赤字経営を強いられるなか、同社のFAV HOTELは15%の稼働率でも運営収支が黒字化する仕組みを構築している。コロナ禍収束後は従来のように海外旅行者の利用増加も期待できることから、市場回復時にはさらなる利益貢献が見込まれる。

アパートメントホテルについては、コロナ禍の厳しい投資環境下にもかかわらず、2021年8月期は4件の開発ファンド組成を完了している。計画中/開発中パイプラインとしては、2020年8月末時点での計画中/開発中12件230億円、着工済/竣工済11件104億円から、2021年8月末時点では計画中/開発中7件254億円、着工済/竣工済10件108億円と、開発は順調に進んでいる。具体的には、石垣島真栄里プロジェクト(119室)、函館大手町プロジェクト(31室)、鹿児島加治屋町プロジェクト(50室)、両国プロジェクト(22室)、西日暮里プロジェクト(25室)、広島西平塚プロジェクト(52室)、高山花里町プロジェクト(38室)、広島西蟹屋プロジェクト(33室)、糸島プロジェクト(47室)などがある。なお同社では、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の計画中/開発中パイプライン



出所：決算説明資料より掲載

3. 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※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はじ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。

※ 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。

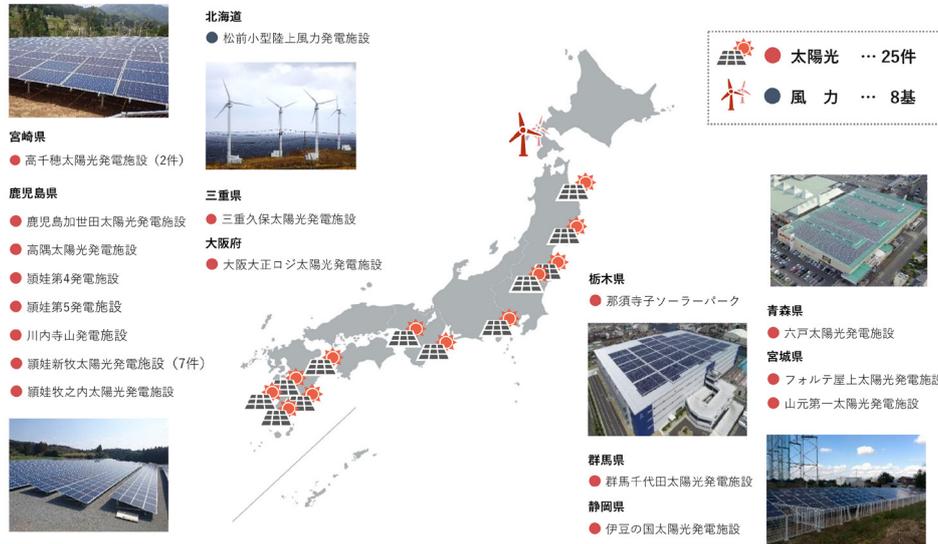
資源エネルギー庁「エネルギー基本計画の見直しに向けて」及び「エネルギー基本計画（案）の概要」によれば、国内総発電量に占める再生可能エネルギー発電の構成比を、2018年度の17%から2030年度には36～38%に拡大する目標を掲げている。また、再生可能エネルギー発電のうち太陽光発電の構成比を、2018年度の6.7%から2030年度には14.0～16.0%程度に拡大する計画となっているものの、成熟市場であることから採算が取れにくくなっている。これに対して風力発電の構成比については、2018年度の0.7%から2030年度には5.0%程度へと、比率は低いものの成長率は最も高くなる計画である。再生可能エネルギー導入に対する政府の支援姿勢は継続されていることから、国内の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が、これに加えて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25件の太陽光発電施設を開発し売却済（うち、2021年8月期は鹿児島県南九州市の1件）である。一方、2021年4月に北海道松前郡松前町で稼働済みの小型陸上風力発電施設8基及び開発用地を取得したことで、同社本社オフィスの使用電力量をカバーする年間電力量となった。また、これまでのノウハウを生かし、大型風力発電施設開発への参画も予定しており、今後はオフィスだけでなく、保有物件や開発物件にも対象範囲を拡大する予定だ。なお、新たに取得した土地については、協働パートナー及び関係機関とともに風力発電施設開発に向けて準備を進めている。このように同社では、既に成熟傾向にある太陽光発電ではなく、成長性が高く利益幅も大きい風力発電に注力する方針だ。また、バイオマス発電※への投資も考えているようだが、当面は物流施設開発事業やアパートメントホテル開発事業への投資を中心とする方針だ。

※ 動植物から生まれた生物資源を直接燃焼やガス化などによって発電するもの。

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



※風力発電施設の写真は、当社グループが所有する発電施設を含む周辺写真です。

出所：決算説明資料より掲載

4. その他事業

同社は、保育園開発事業や海外事業にも取り組んでいる。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。

同社は東京都内に台東区（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、世田谷区の合計7ヶ所の開園・企画実績がある。2021年8月期は文京区保育園開発及び世田谷区保育園用地を売却し、合計7件の開発が完了した。なお、保育園開発はサイズが小さく、粗利も低いことから、同社の事業としての優先順位は低いと見られる。

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	2 練馬区保育園開発
所在地 東京都台東区入谷	所在地 東京都練馬区
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 497.74 / 464.73 m ²
開園 2019年4月	開園 2020年4月
3 大田区保育園開発	4 目黒区保育園開発
所在地 東京都大田区	所在地 東京都目黒区
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 319.13 / 401.48 m ²
開園 2020年4月	開園 2020年4月
5 江東区保育園開発	6 文京区保育園開発
所在地 東京都江東区	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 337.53 / 487.39 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
7 世田谷区保育園用地	
所在地 東京都世田谷区	
用途 認可保育園	
敷地面積 547.51 m ²	

今期売却した案件

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。なお、インドネシアの不動産デベロッパーである PT Baruna Realty (GREENWOODS) とジョイントオペレーションスキームを用いた投資契約を締結し、戸建て住宅開発プロジェクト「Citaville Pilar Cikarang」を始動している。インドネシアは消費市場をけん引する中間所得層の拡大が進み、住宅をはじめとする不動産市場の需要拡大が期待されることから、インドネシアでのさらなる事業拡大を目指す。

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：決算説明資料より掲載

今後の見通し

物流施設開発事業への注力を継続することにより、引き続き2ケタ増収増益を見込む

● 2022年8月期の業績見通し

今後の経済見通しについて同社は、コロナ禍の収束には未だ不透明感があるものの、国内外のワクチン接種の普及拡大とともに経済活動は徐々に回復していくことを基本シナリオとしている。ただ、変異型ウイルスの拡大や国内外における感染者数の増加等の懸念もあり、コロナ禍の動向や金融資本市場の変動等の影響を注視しつつ2022年8月期業績予想を策定している。

2022年8月期連結業績については、売上高18,500百万円(前期比29.4%増)、営業利益1,850百万円(同39.2%増)、経常利益1,500百万円(同44.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益1,000百万円(同26.0%増)と、引き続き2ケタ増収増益を見込んでいる。物流施設開発事業を軸としながらアパートメントホテル開発事業などの他事業も成長力を強めることで、業績目標の達成を目指す。

今後の見通し

同社は、ホテル関連市場においては、訪日旅行者の大幅減少や社会経済活動の抑制等の影響からの回復には渡航制限の解除及び規制緩和の実現が課題であり、短期的には急激な回復は難しい状況にあると見ている。一方で、物流関連市場においては、EC市場の拡大や冷凍冷蔵倉庫に対する高い需要に支えられ、物流施設開発は活況を呈しており、中期的にもこのトレンドは継続すると見込んでいる。加えて、パートナー企業との合併会社設立などの協業施策等の戦略を活用することで、今後も物流関連市場領域での活動に注力する方針だ。なお再生可能エネルギー市場については、太陽光発電が成熟市場となり採算が取れにくくなっていることから、風力発電施設開発を強化する方針である。

物流施設関連事業の組織立上げに係る人材採用などの先行投資は2021年8月期で一巡したものの、物流施設開発事業への注力は継続する。物流施設用地の売却については、業績の達成状況を見ながら売却時期を調整するようだ。なお、この業績予想が達成されれば直近2年間の経常利益合計が25億円以上となり、プライム市場の上場基準を満たすことになる。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ことから、同社は従来通り保守的に業績予想を算定していると弊社では見ている。このため、業績目標の達成及びプライム市場の上場基準を満たす可能性は十分期待できよう。

2022年8月期 連結業績予想

(単位：百万円)

	21/8期		22/8期		前期比	
	実績	売上比	予想	売上比	増減額	増減率
売上高	14,295	100.0%	18,500	100.0%	4,204	29.4%
営業利益	1,328	9.3%	1,850	10.0%	521	39.2%
経常利益	1,037	7.3%	1,500	8.1%	462	44.6%
親会社株主に帰属する 当期純利益	793	5.6%	1,000	5.4%	206	26.0%
1株当たり当期純利益(円)	121.43		150.17			

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 中期経営計画

中期経営計画では、新たな収益モデルによる利益成長により、 2026年8月期に営業利益200億円を目指す

1. 新たな収益モデル

同社は、2021年10月に中期経営計画(2022年8月期～2026年8月期)「霞ヶ関キャピタル2.0計画(KC2.0)」を発表した。株式への投資や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する傾向が強い。会社としての経営方針を明確化し、投資家や従業員が同社の将来像を共有するためにも、今回の中期経営計画の正式発表は非常に有意義であると弊社では考える。

霞ヶ関キャピタル | 2021年11月12日(金)
3498 東証マザーズ | https://kasumigaseki.co.jp/ir/

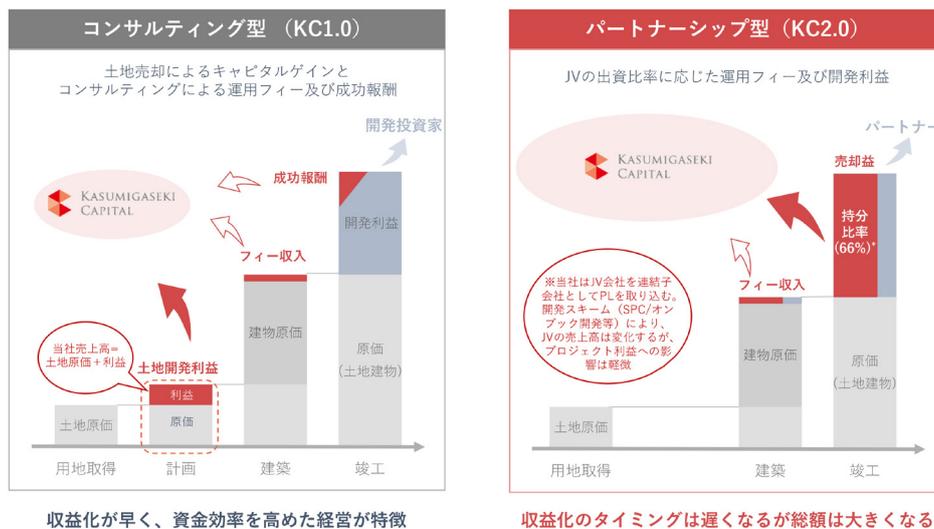
中期経営計画

同社の従来の収益モデルは、土地売却によるキャピタルゲインとコンサルティングによる運用フィー及び成功報酬から成る「コンサルティング型 (KC1.0)」であった。短期間に資金回収でき開発リスクのオフバランス化が可能で、資金効率を高めた経営が特徴である一方、開発利益の多くは社外の開発投資家に流出することになる。このため、1つのプロジェクトから同社が享受できる利益は3割程度であった。

これに対し「霞ヶ関キャピタル 2.0 (KC2.0)」では、「コンサルティング型 (KC1.0)」の強みである資金回転率及び開発リスクのオフバランス化を維持しながらも、社外に流出した開発利益を取り込むことを目的に、新たな収益モデルとして「パートナーシップ型 (KC2.0)」を策定した。「パートナーシップ型 (KC2.0)」のビジネスモデルとしては、(1) パートナーと合弁会社 (JV) を設立し計画の立案から開発までを実施する、(2) 開発基本スキームは SPC (特別目的会社) を設立してノンリコースローンとパートナーからの資金で開発を行う形式とする、(3) JV が開発利益を受領し、同社は出資比率分 (66%) を享受できる、(4) JV は同社の連結子会社となるが SPC は非連結とすることを基本スキームとしている。

このスキームによる同社のメリットとしては、(1) JV が用地取得から開発まで実施するため、これまで機会逸失していた開発利益の 66% を得ることが可能となる、(2) SPC を活用した開発の場合、ノンリコースローンを活用するため、同社事業へのリスクは限定的となる、(3) 事前にパートナーと合意した物件を開発するため、用地取得・物件開発をスムーズに進めることが可能となる。「パートナーシップ型 (KC2.0)」は、「コンサルティング型 (KC1.0)」に比べて収益化のタイミングは遅くなるが収益の総額は大きくなる見通しだ。すなわち、開発利益の 66% を取り込めるうえ、オフバランス化によって開発リスクは軽減されることで、販売費及び一般管理費は増やさずに大規模な事業にも取り組むことが可能となる。まずは物流施設開発事業から KC2.0 化を進め、中期的にはアパートメントホテル事業や再生可能エネルギー発電施設開発事業などのアセットに対しても拡大を予定している。

「霞ヶ関キャピタル 2.0 (KC2.0)」の収益構造

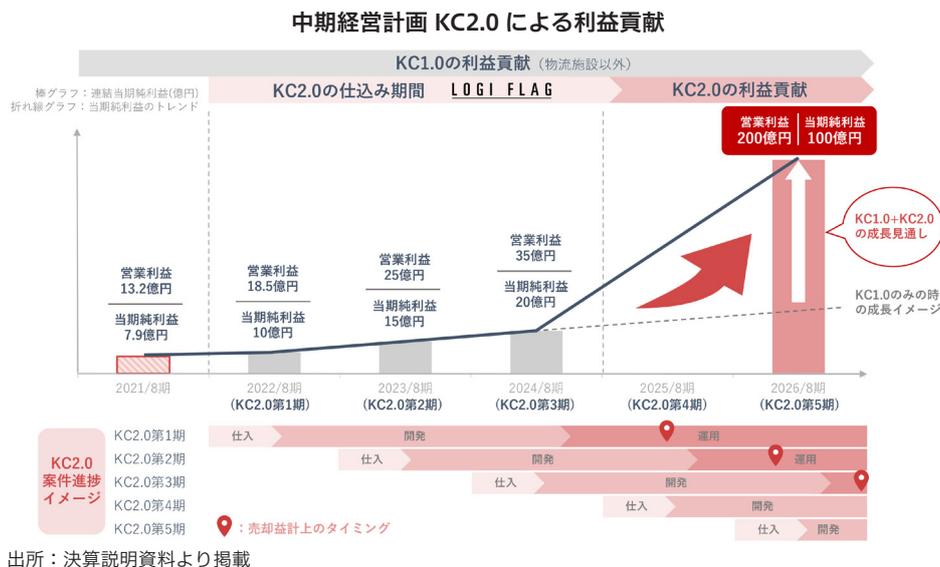


*パートナーの34%は非支配株主に属する利益として当期純利益で調整
出所：決算説明資料より掲載

中期経営計画

2. 数値目標

中期経営計画の数値目標としては、最終年度の2026年8月期に営業利益200億円、親会社株主に帰属する当期純利益100億円を掲げている。営業利益は2021年8月期の13.2億円から15.1倍、親会社株主に帰属する当期純利益は同7.9億円から12.6倍を目標とする、非常に意欲的な計画である。なお、物流施設開発事業では新たな収益モデル「パートナーシップ型(KC2.0)」を採用し、物流施設開発事業以外では従来の「コンサルティング型(KC1.0)」による利益貢献を前提としている。2022年8月期から2024年8月期は「パートナーシップ型(KC2.0)」の仕込み期間としており、「パートナーシップ型(KC2.0)」の利益貢献は2025年8月期以降から本格化する予定だ。これは、2022年8月期から2024年8月期は物流施設開発事業の仕入及び開発にとどまるものの、2025年8月期以降は運用が開始されることで、売却益などの利益貢献が本格化するためである。2025年8月期以降は販管費は増えずにプロジェクト当たりの利益が2倍になることから、利益が飛躍的に拡大する見通しだ。

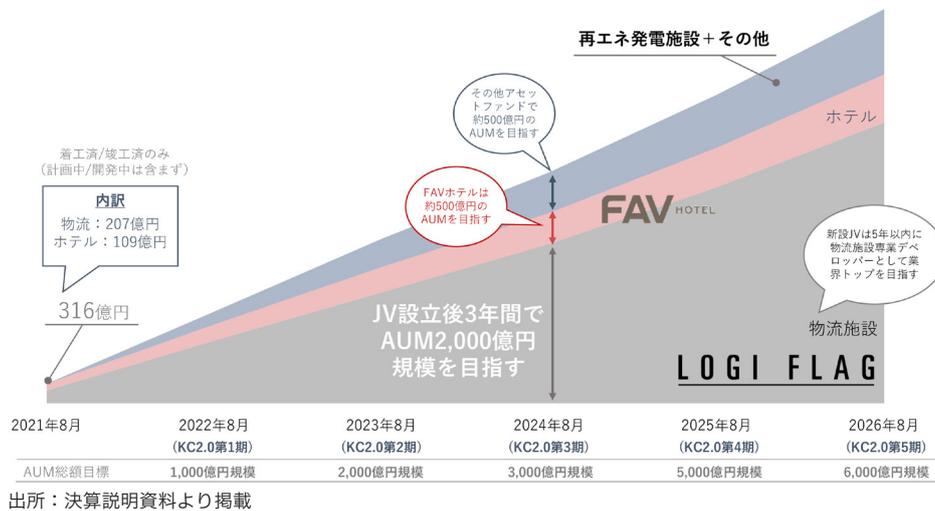


また中期経営計画では、AUMの総額を、2021年8月期の316億円(物流施設207億円、アパートメントホテル109億円)から、最終年度の2026年8月期には6,000億円規模への拡大を目指す。なお、中間地点の2024年8月期には物流施設「LOGI FLAG®」で2,000億円規模、FAV HOTELで約500億円、その他アセットファンドで約500億円のAUMを目指す。物流施設を中心に、アパートメントホテル及び再生可能エネルギー発電施設の3本柱でAUMを積み上げ、安定収益の拡充を加速化させる計画である。

以上のように意欲的な数値目標であるものの、現在の収益材料に基づいた保守的な計画であり、計画期間中に新たな収益材料が現れる可能性もあることから、十分に達成可能な数値であると弊社では考える。

中期経営計画

AUM 拡大イメージ



株主還元策

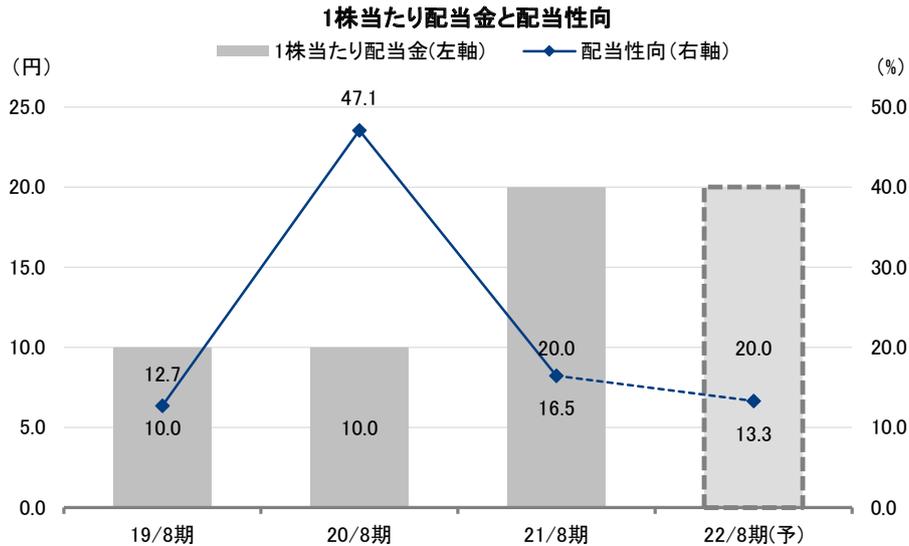
好決算を反映して2021年8月期は増配を実施、株主優待も継続

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10.0円（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、2021年9月1日付で実施した1株につき2株の株式分割を遡及して修正）とした。2021年8月期は、好業績を反映して前期比10.0円増配の20.0円（株式分割遡及修正後）とした。また、2022年8月期の配当予想については、前期同額の1株当たり20.0円以上を予定している。ただし、同社では保守的な業績予想を発表する傾向が強いことから、2021年8月期のように業績が上振れて着地した場合はさらなる増配も期待できると弊社では見ている。

同社では、株式の希薄化を防ぐために、2020年8月及び2021年1月に自己株式の取得を実施している。これに加え、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おり、2021年8月期からは長期保有株主により多く還元する制度に変更した。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、保有株式数及び保有期間に応じた「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進呈している。これにより株主は、それまでのクオカードのほか、様々な優待商品（ローストビーフ、とらふぐ刺身セット、魚沼産コシヒカリ、コードレススティッククリーナーなど多数の商品を準備）と交換できるようになった。

株主還元策

なお、同社では、2022年4月以降の東証新市場区分として「グロース市場」を選択するが、2022年8月期の業績予想を達成すれば「プライム市場」への昇格条件を満たすことになる。そのためにも、投資家にさらに評価されるよう、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。



注：19/8期は上場記念配当。2019年9月1日及び2021年9月1日に1株につき2株の株式分割を実施しており、過去遡及修正済み

出所：決算短信よりフィスコ作成

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・表示したのですが、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 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp