

|| 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5月18日(火)

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. 会社概要	01
2. 2021年8月期第2四半期業績概要	01
3. 2021年8月期業績見通し	01
4. 今後の事業戦略	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. 2021年8月期第2四半期業績概要	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	11
1. 新事業ポートフォリオ戦略	11
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。
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**

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、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）で需要拡大が加速している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る。

2. 2021年8月期第2四半期業績概要

2021年8月期第2四半期は、売上高6,659百万円（前年同期比153.2%増）、営業利益8百万円（同87.0%減）となった。売上高は、物流施設開発用地や賃貸マンション、保育園の売却が牽引し、第2四半期累計で過去最高を記録した。利益面では、新規事業（物流施設開発）の組織体制は整いつつあり、人材採用は一巡したものの、人員増に伴うオフィス増床関連の費用が増加したことが営業減益につながった。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35.9%（前期末比9.8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（2020年3月期30.7%）を上回る、高い安全性を確保している。

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）とする期初予想を据え置き、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が減退するなど急速に経済状況が悪化するなか、現在の環境が中期的には継続する前提で業績予想を策定している。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見込みで、足元の進捗状況を考慮すると保守的な予想であると弊社では見ている。なお、保有株数に応じてQUOカードを贈呈する株主優待制度は継続予定であるが、配当については現段階では未定とし、業績見通しが固まった段階で発表する予定である。

要約

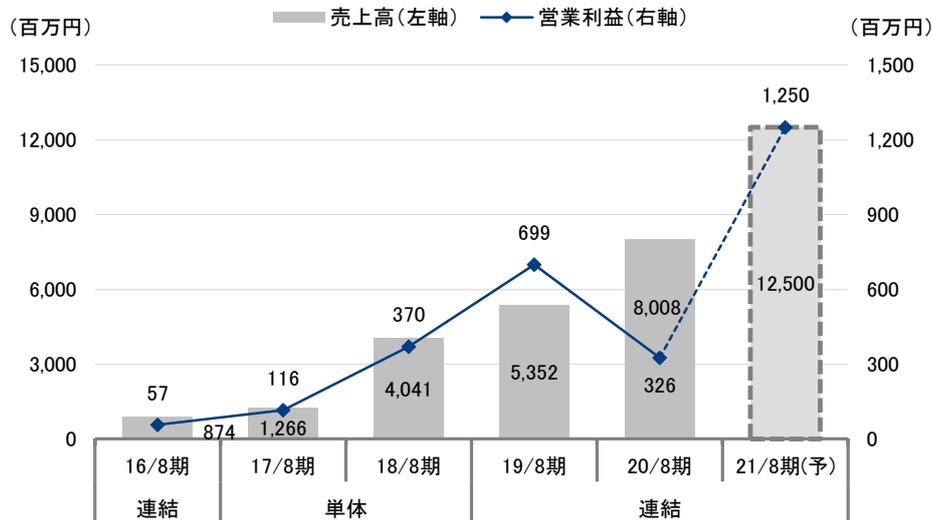
4. 今後の事業戦略

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であるが、2021年8月期上期決算発表時点で物流施設開発用地を7件仕込むなど、驚異的なスピードで展開しており、将来は新たな事業分野への参入も考えているようだ。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である。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
- ・2021年8月期第2四半期は、人材への積極的な先行投資とオフィス増床関連の費用が増加し、増収減益。今後の成長に向けた資金調達を実施したが、自己資本比率は高い安全性を確保
- ・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。配当は未定だが、株主優待制度は継続
- ・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

業績推移



出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

■ 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。

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。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」（持分比率70%）を設立するなど、次の成長戦略に向け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。

霞ヶ関キャピタル | 2021年5月18日(火)
 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
2021年 3月	KC Technologies（株）を設立

出所：決算説明資料、有価証券報告書よりフィスコ作成

2. 事業内容とビジネスモデル

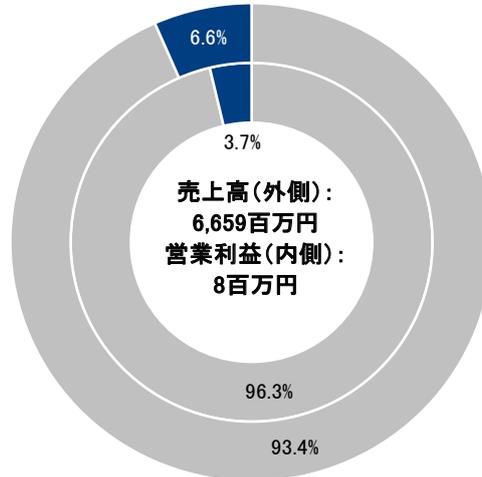
事業内容については、「不動産コンサルティング事業」と「自然エネルギー事業」の2つのセグメントに分類して開示している。2021年8月期第2四半期現在では、不動産コンサルティング事業には物流施設開発、アパートメントホテル開発、保育園開発、海外投資、ショッピングセンターなどの事業が含まれ、売上高で全体の93.4%、営業利益（全社費用控除前）で同96.3%を占めている。一方、自然エネルギー事業は主として太陽光発電事業を展開しており、売上高で同6.6%、営業利益で同3.7%を占めている。

2021年8月期下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(2021年8月期第2四半期)

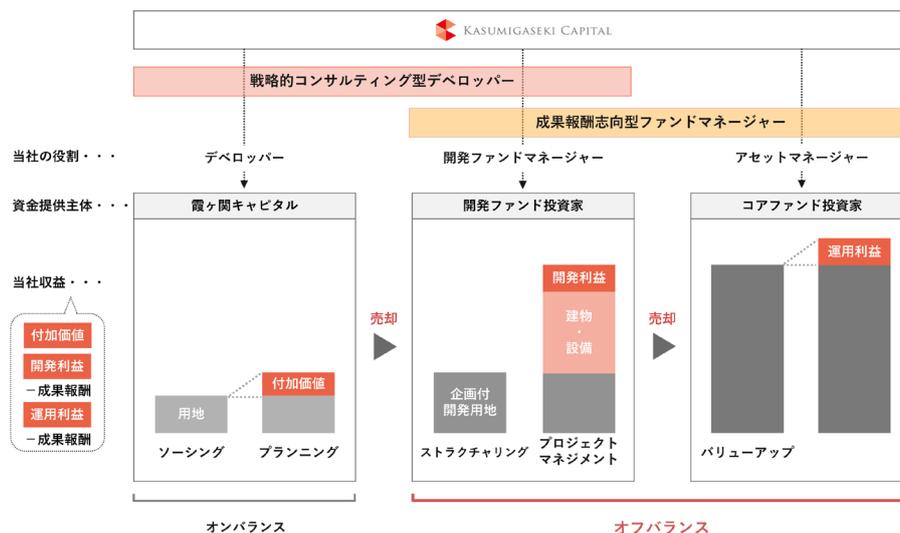
■ 不動産コンサルティング事業 ■ 自然エネルギー事業



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

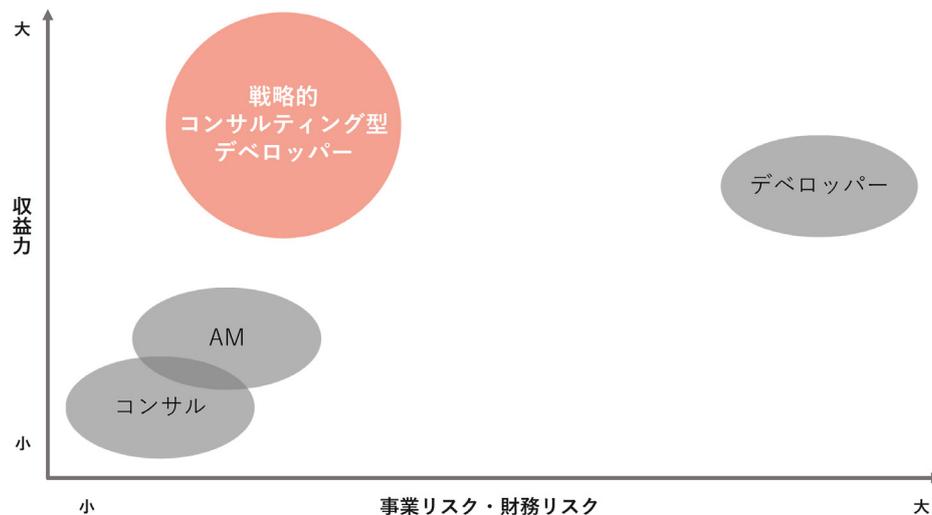
(1) 戦略的コンサルティング型デベロッパー

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なか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



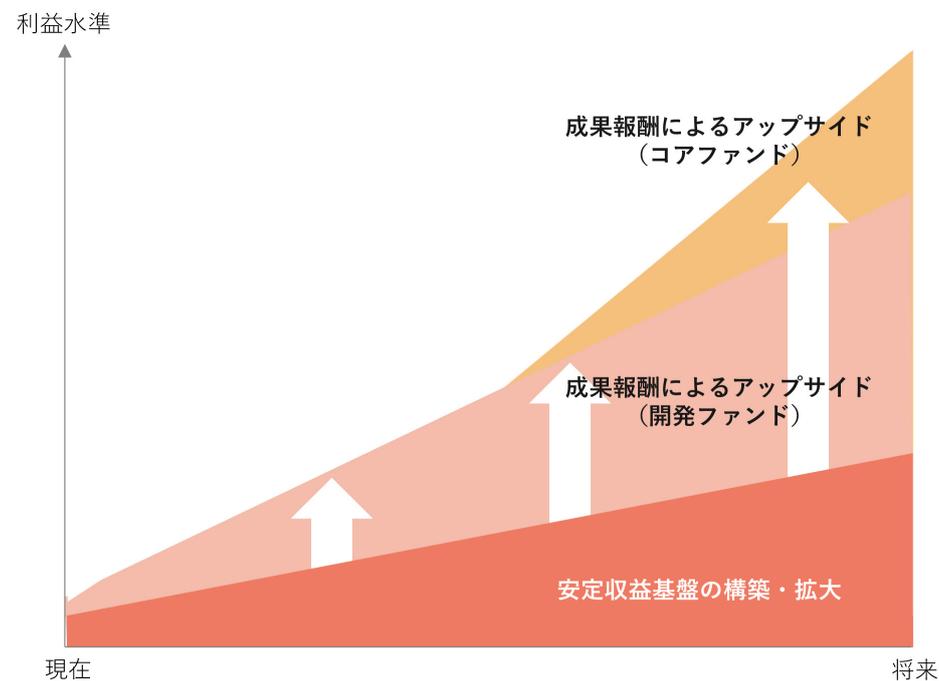
出所：決算説明資料より掲載

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プロジェクトパイプラインは、2019年8月期末の280億円から2021年8月期第2四半期末には673億円へと増加しており、全体の8割程度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おい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

2021年8月期第2四半期は、新規事業への取り組みを強化

1. 2021年8月期第2四半期業績概要

2021年8月期第2四半期の日本経済は、コロナ禍により2度目の緊急事態宣言が東京都や大阪府など11都府県で発出する等、予断を許さない状況が続いている。同社の主たる事業領域である不動産市場においては、東証REIT指数の堅調な推移が示すように総悲観の状況から良化しつつあり、特に需給が逼迫する物流施設においては価格上昇が顕著に見られている。一方で、商業施設や宿泊施設等、一部アセットタイプは様子見の姿勢が続いており、コロナ禍の影響については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、2021年8月期第2四半期の連結業績は、売上高6,659百万円（前年同期比153.2%増）、営業利益8百万円（同87.0%減）、経常損失43百万円（前年同期は8百万円の利益）、親会社株主に帰属する四半期純損失55百万円（同11百万円の利益）となった。

売上高については、物流施設開発用地や賃貸マンション、保育園の売却が牽引したことで大きく伸長し、第2四半期累計で過去最高を記録した。一方、利益面では、加速的な事業の成長を実現するために積極的に人員採用を行った結果、人件費・採用関連費用が増加したことや、人員増に伴うオフィス増床関連の費用が増加したこと、売却案件の利益率が低めであったことなどから、減益となった。しかしながら、新型コロナウイルス感染症流行の収束後（以下、ポストコロナ）を見据え、2021年8月期上期決算発表時点で物流施設開発用地を7件仕込んでいることから、新規事業への取り組み強化を図った前向きな決算であったと評価できる。

2021年8月期第2四半期累計 連結業績

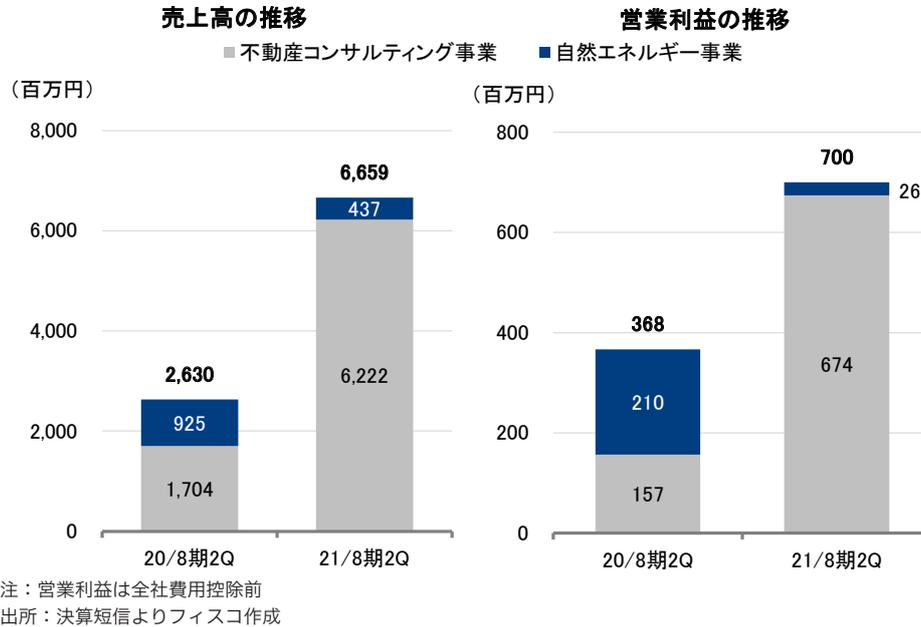
（単位：百万円）

	20/8期2Q		21/8期2Q		前年同期比	
	実績	売上比	実績	売上比	増減額	増減率
売上高	2,630	100.0%	6,659	100.0%	4,029	153.2%
営業利益	67	2.6%	8	0.1%	-58	-87.0%
経常利益	8	0.3%	-43	-	-51	-
親会社株主に帰属する 四半期純利益	11	0.5%	-55	-	-67	-

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6,222百万円（前年同期比265.1%増）、セグメント利益は674百万円（同328.1%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437百万円（同52.8%減）、セグメント利益は26百万円（同87.6%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月期第2四半期末における資産合計は、前期末比2,462百万円増の10,902百万円となった。流動資産は、同783百万円増の7,908百万円であった。これは主に販売用不動産が590百万円減少したものの、現金及び預金が849百万円、前払金が648百万円増加したことによる。販売用不動産では、ショッピングセンターの保有目的変更に伴い固定資産へ移動するとともに、既存案件の売却と新たな物流用地等の取得によって、アセットミックスの入れ替えを実施した。また、前払金は売買の手付金である。一方、固定資産は、同1,669百万円増の2,982百万円となった。これは主に販売用不動産の保有目的を変更し、有形固定資産へ振り替えたことによる。

負債合計は、前期末比2,399百万円増の6,966百万円となった。流動負債は同1,647百万円増の4,241百万円であった。これは主に短期借入金等（1年内返済予定の長期借入金を含む）が1,290百万円、未払金が385百万円増加したことによる。固定負債は同751百万円増の2,725百万円であった。これは主に長期借入金421百万円、社債が144百万円増加したことによる。以上から、有利子負債（長短借入金）合計では同1,712百万円増の5,569百万円となった。また、純資産合計は、同62百万円増の3,935百万円となった。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42百万円及び45百万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。2021年8月期第2四半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35.9%に低下したものの、同社が目指す東証1部上場企業（不動産業）2020年3月期の30.7%を上回り、引き続き高い安全性を確保していると評価できる。

霞ヶ関キャピタル | 2021年5月18日(火)
 3498 東証マザーズ | <https://kasumigaseki.co.jp/ir/>

業績動向

連結貸借対照表・経営指標

(単位：百万円)

	20/8 期末	21/3 期 2Q 末	増減額
流動資産	7,125	7,908	783
現金及び預金	2,179	3,029	849
販売用不動産	3,905	3,315	-590
開発事業等支出金	15	0	-15
固定資産	1,312	2,982	1,669
有形固定資産	774	2,174	1,400
無形固定資産	21	76	55
投資その他の資産	517	730	213
資産合計	8,440	10,902	2,462
流動負債	2,593	4,241	1,647
短期借入金等	2,023	3,314	1,290
未払金	112	498	385
固定負債	1,973	2,725	751
長期借入金	1,832	2,254	421
(有利子負債)	3,856	5,569	1,712
負債合計	4,567	6,966	2,399
純資産合計	3,873	3,935	62
【安全性】			
自己資本比率	45.7%	35.9%	-9.8pt
【収益性】			
ROA (総資産経常利益率)	2.3%	-	-
ROE (自己資本当期純利益率)	5.0%	-	-

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

2021年8月期第2四半期末の現金及び現金同等物の残高は前年同期末比796百万円増の3,025百万円となった。営業活動によるキャッシュ・フローは775百万円の支出となった。これは主に、預け金の70百万円の減少(収入)、たな卸資産の増加(支出)が454百万円あったことによる。投資活動によるキャッシュ・フローは166百万円の支出となった。これは主に、有形固定資産の取得による支出206百万円、敷金及び保証金の差入れ及び回収によるネット支出57百万円などによる。財務活動によるキャッシュ・フローは1,890百万円の収入となったが、前年同期よりも1,712百万円減少した。これは主に、前年同期には株式の発行による収入2,312百万円があったが、当四半期にはなかったことによる。

連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	20/8 期 2Q	21/8 期 2Q	増減額
営業活動によるキャッシュ・フロー	-1,676	-775	901
投資活動によるキャッシュ・フロー	-274	-166	108
財務活動によるキャッシュ・フロー	3,603	1,890	-1,712
現金及び現金同等物の四半期末残高	2,229	3,025	796

出所：決算短信よりフィスコ作成

物流施設開発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策定している。

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)と期初予想を据え置き、大幅な増収増益を見込んでいる。人材獲得などの先行投資は2021年8月期上期でおおむね一巡し、下期は計画通りの進捗を予定している。また、2021年8月期下期からは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字回復し、従来までの成長サイクルへの回帰を計画している。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。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

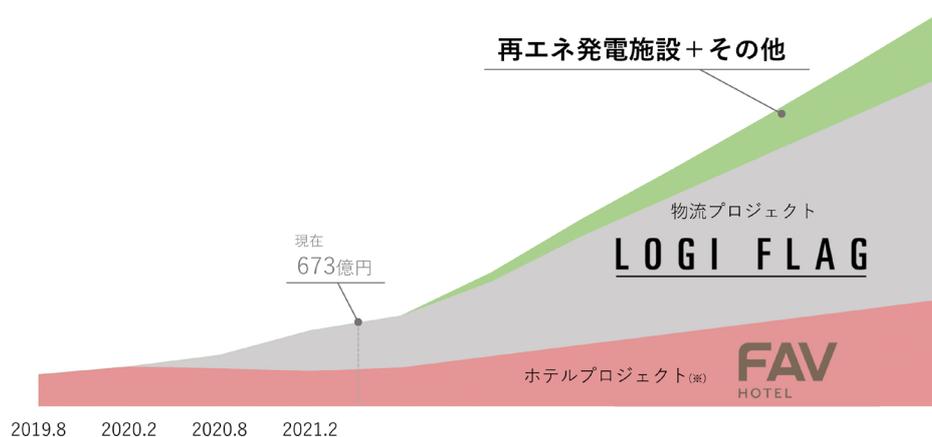
同社は2020年6月1日付で組織変更を行い、物流事業部、海外投資事業部、CRE(Corporate Real Estate)戦略事業部を新設した。物流事業部では、物流施設の開発・投資・運用を中心に事業を推進する。海外投資事業部では、不動産・再生可能エネルギー施設案件を中心に、インバウンド・アウトバウンド投資ニーズを捉えてコンサルティング及びファンド事業を推進する。CRE戦略事業部では、企業の保有資産のオフバランスニーズや、不動産事業会社を中心としたM&Aニーズを捕捉して、コンサルティング及びファンド事業を推進する計画だ。

事業別の取り組み

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だ。プロジェクトパイプラインの推移を見ると、運用中、開発中、開発予定の合計金額は2019年8月期末の280億円から、2020年8月期第2四半期末には350億円、2020年8月期末には450億円、2021年8月期第2四半期末には673億円へと、短期間で飛躍的に拡大している。特に、直近の半年間だけで200億円以上増加しており、このようなスピード感でパイプラインが積み上がるプレイヤーは少ないであろう。従来はホテルプロジェクトが開発の中心であったが、2020年8月期から物流施設開発事業へ参入したことに伴い、この半年で物流プロジェクトのパイプラインが急拡大した。こうした事業転換の速さは、同社が不動産を保有しないコンサルティング型デベロッパーであるからこそ実現できていると言えよう。

同社では、今後は物流・ホテル・再生可能エネルギー発電施設の3本柱でプロジェクトパイプラインを積み上げることで、安定収益の拡充を加速化させる計画である。なかでも、物流プロジェクトが大きく成長・拡大し、同社の成長を牽引する見通しだ。同社が有する優秀な人材をフル活用することで、今後も新たな事業分野へ挑戦を続けると弊社では見ている。

プロジェクトパイプライン拡大イメージ



※「ホテル」セグメントには、FAVホテル以外の当社がAMを行う物件も一部含まれます。

出所：決算説明資料より掲載

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。

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。

事業別の取り組み

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り、ドライ倉庫（常温倉庫）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。事業立ち上げから半年間の 2021 年 8 月期上期決算発表時点で、物流施設開発用地を 7 件仕込むなど、驚異的なスピードで事業展開しており、それが 2021 年 8 月期下期からは収益貢献する見通しだ。さらに、今後の開発予定も多く、関西への進出も考えて、大阪支社を設立している。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ち上げ、主力の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。

物流施設開発事業：千葉湾岸エリアの冷凍冷蔵倉庫イメージ



(イメージバース)

出所：決算説明資料より掲載

所在地	千葉湾岸エリア
土地面積	4,297.56㎡
延床面積	8,585.21㎡ (予定)
アセットタイプ	冷凍冷蔵倉庫
受託内容	<ul style="list-style-type: none"> ・プロジェクトデベロップメント業務 ・設計施工サポート業務 ・リーシングマネジメント業務 ・その他各種調整業務

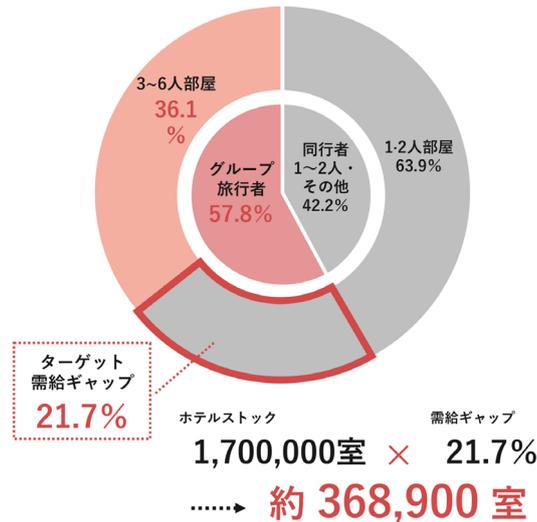
千葉湾岸エリアの物流施設開発については、首都圏を含め物流施設の開発を積極的に推進する JR 西日本不動産開発（株）と同社が共同して冷凍冷蔵倉庫の開発を行うものであり、2021 年 8 月着工、2022 年夏から秋に竣工の予定である。なお同社は、JR 西日本不動産開発よりプロジェクトデベロップメント業務、設計施工サポート業務、リーシングマネジメント業務、その他各種調整業務を受託している。

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。これに対し政府は、緊急経済対策のなかで観光予算 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、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：左グラフ/国土交通省観光庁「旅行・観光消費動向調査 2018年1～12月期」、
 「訪日外国人消費動向調査 2018年年間値の推計」、
 一般財団法人日本旅館協会「営業状況等統計調査」より当社作成

出所：決算説明資料より掲載

同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

2021年8月期上期には、ALL-JAPAN 観光立国ファンド※と同社の3件目の協業プロジェクトとして、ホテル3件（広島市西平塚プロジェクト：52室・2022年12月営業開始予定、広島市西蟹屋プロジェクト：33室・2022年8月営業開始予定、鹿児島市加治屋町プロジェクト：51室・2022年11月営業開始予定）の開発ファンドを組成した。

※ 日本全国を投資対象とした、民間では国内初かつ最大規模のファンド。全国の観光支援・観光活性化や地域創生に向けた取り組みを推進することで、地域産業・経済の発展への貢献を目指す。

「FAV HOTEL」の開発計画中パイプラインとしては、FAV HOTEL KUMAMOTO (67室)、FAV HOTEL ISE (31室)、石垣島真栄里プロジェクト (131室)、函館大手町プロジェクト (31室)、糸島プロジェクト (61室)、両国プロジェクト (22室)、西日暮里プロジェクト (25室)、高山花里町プロジェクト (38室) などがある。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。

開発計画中パイプライン



出所：決算説明資料より掲載

4. 保育園開発事業

保育関連市場は、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、世田谷区の7ヶ所の開園・企画実績があり、今後も開発用地のソーシングを進める計画だ。ただ、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

- | | |
|---|---|
| <p>1 さくらさくみらい入谷保育園</p> <p>所在地 東京都台東区入谷
用途 住宅付き認可保育園
敷地/延床面積 487.15 / 1,025.72 m²
開園 2019年4月</p> <p>3 大田区保育園開発</p> <p>所在地 東京都大田区
用途 認可保育園
敷地/延床面積 262.37 / 484.94 m²
開園 2020年4月</p> <p>5 江東区保育園開発</p> <p>所在地 東京都江東区
用途 認可保育園
敷地/延床面積 337.53 / 487.39 m²
開園 2020年4月</p> <p>7 世田谷区保育園用地</p> <p>所在地 東京都世田谷区
用途 認可保育園
敷地面積 547.51 m²</p> | <p>2 練馬区保育園開発</p> <p>所在地 東京都練馬区
用途 認可保育園
敷地/延床面積 497.74 / 464.73 m²
開園 2020年4月</p> <p>4 目黒区保育園開発</p> <p>所在地 東京都目黒区
用途 認可保育園
敷地/延床面積 319.13 / 401.48 m²
開園 2020年4月</p> <p>6 文京区保育園開発</p> <p>所在地 東京都文京区
用途 認可保育園
敷地/延床面積 275.33 / 513.77 m²
開園 2020年10月</p> |
|---|---|
- 今期売却した案件

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※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。

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年度の目標（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）では、太陽光発電は2018年度の6.0%から2030年度には7.0%程度に拡大する計画だ。これに対して風力発電の比率は、2018年度の0.7%から2030年度には1.7%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し、今後も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が、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。

事業別の取り組み

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であるが、2021 年 3 月には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、想定される年間発電量は同社本社オフィスの使用電力量をカバーする電力量である。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にも参画を予定しており、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。さらに、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共に風力発電所開発に向けて準備を進める。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（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）への投資も考えているようだ。

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

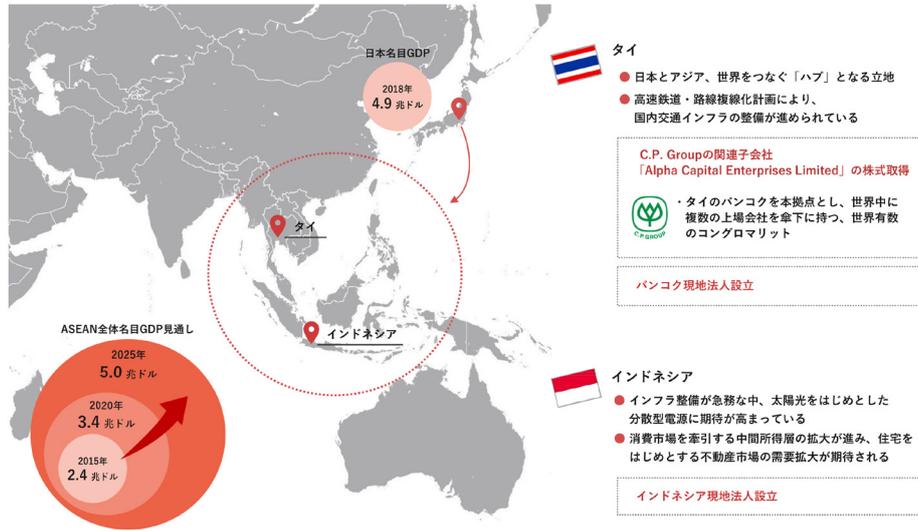
6. 海外事業

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おり、今後も次々と新事業に参入する考えである。現状では対外的に中期経営計画を発表していないが、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、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事業環境が先行き不透明であり、計画の策定が困難であろうが、経済環境が落ち着い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日まで無償提供した。

■ 株主還元策

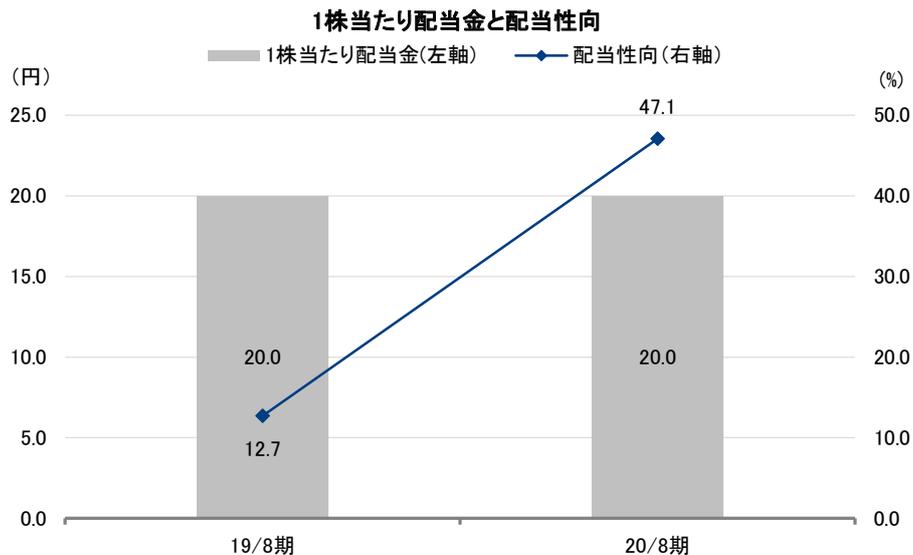
厳しい経営環境のなか、2020年8月期は前期同額の配当を維持、株主優待も継続

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8月及び2021年1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。

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月期以降に東証プライム市場への昇格を目指している。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

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