COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

企業調査レポート

霞ヶ関キャピタル

3498 東証グロース市場

企業情報はこちら >>>

2022 年 5 月 11 日（水）

執筆：客員アナリスト
国重 希
FISCO Ltd. Analyst **Nozomu Kunishige**

FISCO
FISCO Ltd.
https://www.fisco.co.jp

目次

■要約 01
1. 2022 年 8 月期第 2 四半期の業績概要 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 05
■業績動向 06
1. 2022 年 8 月期第 2 四半期の業績概要 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. ホテル開発事業 13
3. その他事業 15
■今後の見通し 18
● 2022 年 8 月期の業績見通し 18
■中期経営計画 20
1. 新たな収益モデル 20
2. 数値目標 21
■株主還元策 23

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.

要約

2022 年 8 月期第 2 四半期は売上高・利益ともに過去最高を更新。中期経営計画の出足は順調、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よう。

1. 2022 年 8 月期第 2 四半期の業績概要

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 2022 年 8 月期第 2 四半期の連結業績は、売上高 10,583 百万円（前年同期比 58.9% 増）、営業利益 456 百万円（前年同期は 8 百万円の利益）となり、第 2 四半期において過去最高の売上高・利益を達成した。売上高については、物流施設開発用地売却（4 件）や賃貸マンション売却（4 件）がけん引し、大幅な増収となった。具体的には、物流施設 4 物件、ホテル 1 物件が新たに開発フェーズに進捗し、新規で 2 施設のホテルが開業したほか、レジデンスファンドやヘルスケアなど新規事業を展開した。営業利益段階では、事業規模拡大に伴い人件費が増加したほか、ヘルスケアなどの新規事業立上げに伴い人員や販管費が増加したものの、主力の物流施設開発事業が立上げ期から成長フェーズに移行したことでこれらを吸収し、大幅な増益となった。また 2021 年 12 月には、公募増資により調達した約 35 億円を活用し、積極的な用地取得をさらに加速した。以上の結果、自己資本比率は 2021 年 3 月期の東京証券取引所（以下、東証）1 部不動産業平均の 31.3% を大きく上回る 41.1% に改善しており、高い安全性を確保していると評価できる。

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。具体的には、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。2022 年 1 月には、三菱ＨＣキャピタル <8593> と共に合弁会社ロジフラッグ・デベロプメント（株）（以下、LFD）による物流施設開発の合弁事業を開始した（2022 年 8 月期第 2 四半期末時点で LFD 開発中物件は 4 件）。ホテル開発事業では、FAV HOTEL2 件を新規開業し、合計 5 件を運営中（2022 年 8 月期第 2 四半期末時点）である。その他事業では、三井物産デジタル・アセットマネジメント（株）と都心賃貸マンション 16 件を組み込む私募ファンドを組成したほか、2021 年 12 月にヘルスケア事業推進部を新設した。ヘルスケア関連施設開発事業への参入 1 号案件として札幌市の開発用地を取得・着工し、2 号案件も既に着手済みである。物流施設開発事業の進捗とレジデンスファンド組成によりプロジェクトパイプラインは急速に拡大し、着実な AUM（運用残高）の増加につながっていることから、今後の収益貢献が期待される。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

3. 2022 年 8 月期の業績見通し

2022 年 8 月期の連結業績予想については、2022 年 4 月に売上高の上方修正を発表し、売上高で 22,500 百万円（前期比 57.4% 増）、営業利益で 1,850 百万円（同 39.2% 増）を見込んでいる。当初コンサルティング報酬による収入を想定していた案件が実際の不動産売買を伴う取引となったことに加え、レジデンスファンドの組成が前倒しで進捗しており、同社が保有する賃貸マンションの売却が早まったことにより、売上高は期初予想を 4,000 百万円上回る予想であるものの、販売構成の変化により利益率の変動を伴ったため、各利益は期初計画を据え置いている。通期予想に対する進捗率は売上高で 47.0%、営業利益で 24.7% と利益面で進捗が鈍化しているように見えるものの、第 2 四半期業績が過去最高の売上高・利益を達成したこと、ファンド売却益やフィー収入は下期偏重の傾向が強いことなどから、達成の可能性は高いと弊社では見ている。物流施設開発事業では、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。株主優待制度も継続しており、株主還元にも十分に配慮していると評価できよう。また同社は、東証の市場再編に伴いグロース市場へ移行したものの、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。

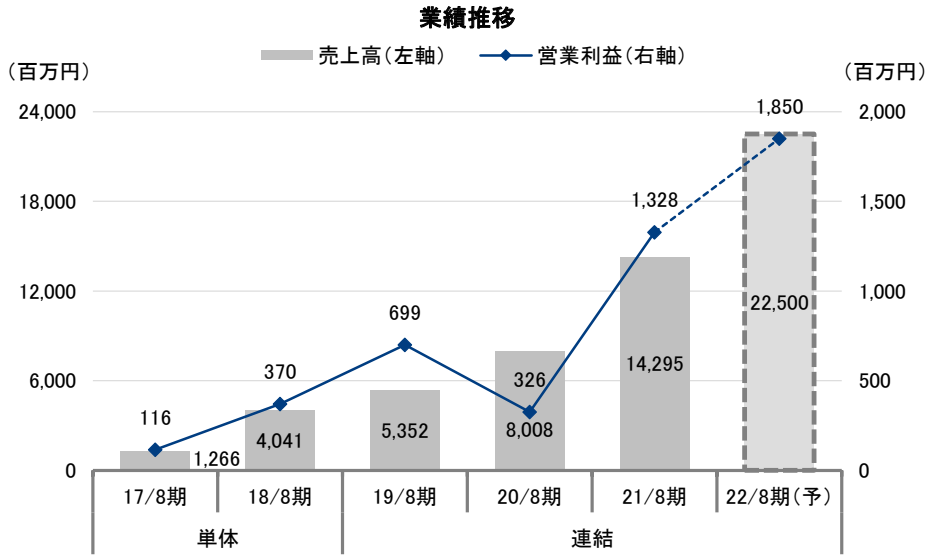
4. 中期経営計画

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、計画策定時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。実際、2022 年 8 月期第 2 四半期にはレジデンスファンドの組成やヘルスケア関連施設開発事業への参入など、計画発表時には織り込んでいなかった新規事業を立ち上げ、順調な進捗となっている。

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
- 2022 年 8 月期第 2 四半期業績は売上高・利益ともに過去最高を更新。物流施設開発用地の売却やレジデンスファンド組成に伴う賃貸マンションの売却が収益に寄与
- 2022 年 8 月期業績は、レジデンスファンドの組成が前倒しで進捗していることから売上高を上方修正。各利益は期初予想を据え置き 2 ケタ増益予想だが、例年同様に保守的な印象
- 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。レジデンスファンドの組成やヘルスケア関連施設開発事業への参入など新規事業を立ち上げ、順調な進捗

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.



注：22/8 期より「収益認識に関する会計基準」等を適用
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 月に東証マザーズ市場へ上場し、2022 年 4 月からの新市場区分ではグロース市場へ移行した。

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.

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した。さらに、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%）を連結子会社化した。直近では、2022 年 1 月に LFD（同 66%）による物流施設開発合弁事業を開始したほか、ヘルスケア事業推進部を設立、2022 年 1 月にはレジデンスファンドの組成を行うなど、次の成長戦略に向けて着々と布石を打っている。

なお、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 2022 年 2 月末には 120 人（連結グループ、役員等含む）に増加している。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く、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）
2021年10月	ロジフラッグ・デベロプメント（株）を設立 新市場区分「グロース市場」選択
2021年11月	三菱ＨＣキャピタル <8593> と物流施設開発事業に関する合弁契約を締結
2021年12月	ヘルスケア事業推進部を設立
2022年 1月	レジデンスファンドを組成

出所：有価証券報告書、会社リリースよりフィスコ作成

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.

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。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、海外投資、ショッピングセンターなどの事業が含まれ、2022 年 8 月期第 2 四半期の売上高構成比は 99.7% を占める。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、同売上高構成比は 0.3% となる。なお、2022 年 8 月期第 2 四半期のセグメント損益（全社費用控除前）では、不動産コンサルティング事業が 1,433 百万円の利益であったものの、自然エネルギー事業は 7 百万円の損失であった。

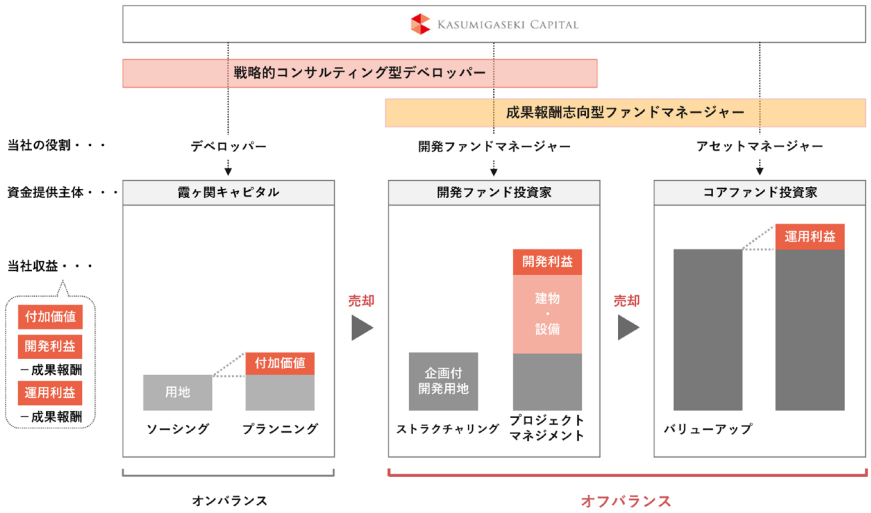
物流施設開発事業等が本格稼働したことに伴い、足元では不動産コンサルティング事業の売上高・利益が大きく拡大している。一方、自然エネルギー事業については、太陽光発電が成熟市場となり採算が取れにくくなっていることから過渡期にある。このため、今後は風力発電施設開発を強化する方針である。同社は投資家にとって魅力のある不動産投資商品を提供したいと考えており、柔軟な戦略やビジネスモデルとそれを実行する十分な人材と資金の活用により、今後も既存の事業分野にとどまることなく、事業環境の変化に対応して新たな事業へのチャレンジを続けると弊社では見ている。

同社の大きな特長は、「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。

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

2022 年 8 月期第 2 四半期は売上高・利益ともに過去最高を更新。物流施設開発用地や賃貸マンションの売却が収益に寄与

1. 2022 年 8 月期第 2 四半期の業績概要

2022 年 8 月期第 2 四半期の日本経済はコロナ禍の影響を引き続き大きく受け、2022 年 1 月に 34 都道府県を対象とするまん延防止等重点措置が発出されるなど、再度の経済活動抑制が行われた。足元では 3 回目のワクチン接種の前倒しなどの対策が講じられているが、依然として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継続している。

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、2022 年 8 月期第 2 四半期の連結業績は、売上高 10,583 百万円（前年同期比 58.9% 増）、営業利益 456 百万円（前年同期は 8 百万円の利益）、経常利益 226 百万円（同 43 百万円の損失）、親会社株主に帰属する四半期純利益 130 百万円（同 55 百万円の損失）となり、第 2 四半期において過去最高の売上高・利益を達成した。

2022 年 8 月期第 2 四半期　連結業績

（単位：百万円）

	21/8 期 2Q		22/8 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	6,659	100.0%	10,583	100.0%	3,923	58.9%
営業利益	8	0.1%	456	4.3%	447	-5,123.4%
経常損益	-43	-0.6%	226	2.1%	269	-
親会社株主に帰属する四半期純損益	-55	-0.8%	130	1.2%	186	-

注：22/8 期より「収益認識に関する会計基準」等を適用しているが、当該会計基準の適用による影響はない
出所：決算短信よりフィスコ作成

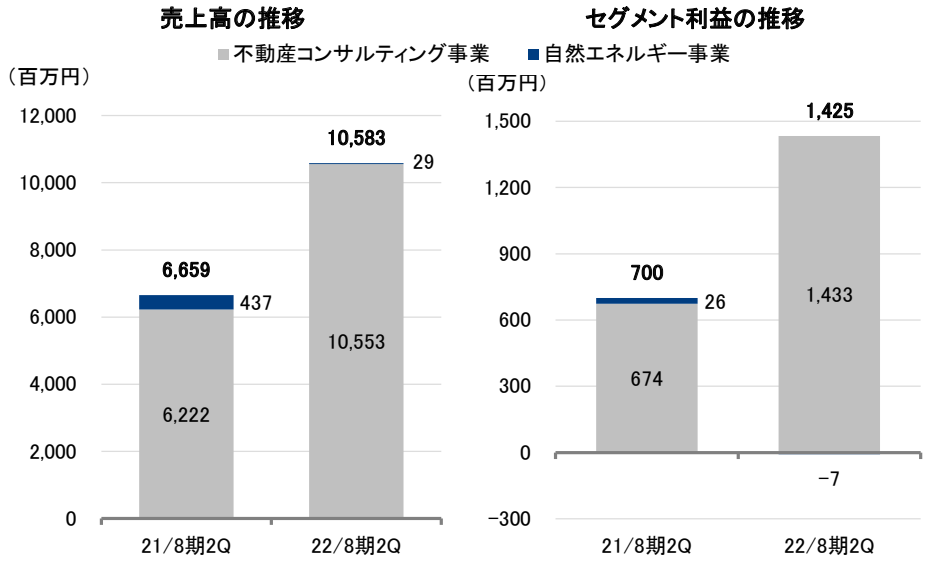
売上高については、物流施設開発用地売却（4 件）や賃貸マンション売却（4 件）がけん引し、大幅な増収となった。具体的には、物流施設 4 物件、ホテル 1 物件が新たに開発フェーズに進捗し、新規で 2 施設のホテルが開業したほか、レジデンスファンドやヘルスケアなど新規事業を展開した。レジデンスファンド組成にあたって、シードアセットとして同社で所有していた物件があったが、ファンド事業が予想を上回って進捗したことで、シードアセットをファンドに移したことが、増収に寄与した。営業利益段階では、事業規模拡大に伴い人件費が増加したほか、ヘルスケアなどの新規事業立上げに伴い人員や販管費が増加したものの、主力の物流施設開発事業が立上げ期から成長フェーズに移行したことでこれらを吸収し、大幅な増益となった。

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.

トピックとしては、物流施設開発事業では、2022 年 1 月に三菱ＨＣキャピタルと共に LFD による物流施設開発の合弁事業を開始した（2022 年 8 月期第 2 四半期末時点で LFD 開発中物件は 4 件）。ホテル開発事業では、FAV HOTEL2 件（熊本・伊勢）を新規開業し、合計 5 件を運営中（2022 年 8 月期第 2 四半期末時点）である。その他事業では、三井物産デジタル・アセットマネジメントと都心賃貸マンション 16 件を組み込む私募ファンドを組成したほか、2021 年 12 月にヘルスケア事業推進部を新設した。ヘルスケア関連施設開発事業への参入 1 号案件として札幌市の開発用地を取得・着工し、2 号案件も既に着手済みである。このように多岐にわたる事業を推進しており、将来の収益拡大を目指す前向きな決算であったと評価できよう。

同社ではバランスシートを使って開発するのではなく、SPC（特別目的会社）を活用してオフバランスした状態で開発及び運用を行っているため、バランスシートからは現在どれくらいの物件が開発中・運用中かを把握しづらい。しかしながら、物流施設開発事業の進捗とレジデンスファンド組成により、2022 年 8 月期第 2 四半期末のプロジェクトパイプラインは 1,664 億円（前期末比 721 億円増）と急速に拡大しており、着実な AUM の増加につながっている。新規事業の寄与に加え、コロナ禍が収束しホテル市場が回復した際にはホテル開発事業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。

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 10,553 百万円（前年同期比 69.6% 増）、セグメント利益は 1,433 百万円（同 112.6% 増）となった。一方、自然エネルギー事業では、再生可能エネルギー発電施設の売電収入等により、売上高は 29 百万円（同 93.2% 減）、セグメント損失は 7 百万円（前年同期は 26 百万円の利益）となった。なお自然エネルギー事業については、既述のとおり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、今後は風力発電施設開発を強化する方針である。



注：セグメント利益は全社費用控除前
出所：決算短信よりフィスコ作成

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.

高水準の自己資本比率を確保

2. 財務状況と経営指標

2022 年 8 月期第 2 四半期末における資産合計は、前期末比 5,818 百万円増の 20,858 百万円となった。流動資産は同 5,795 百万円増の 16,500 百万円であった。これは主に販売用不動産が 4,507 百万円、現金及び預金が 1,606 百万円増加したことによる。なお、販売用不動産が大幅に増加した要因は、2021 年 12 月の公募増資により調達した約 35 億円を活用して積極的な用地取得をさらに加速したことによる。一方、固定資産は同 24 百万円増の 4,345 百万円となった。これは主に有形固定資産は減少したものの、投資有価証券の増加等により投資その他の資産が 79 百万円増加したことによる。

負債合計は、前期末比 2,037 百万円増の 12,171 百万円となった。流動負債は同 1,342 百万円増の 5,482 百万円であった。これは主に未払金が 316 百万円、未払法人税等が 365 百万円減少したものの、短期借入金等（短期借入金及び 1 年内返済予定の長期借入金）が 1,985 百万円増加したことによる。固定負債は同 694 百万円増の 6,688 百万円であった。これは主に長期借入金が 1,133 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 3,119 百万円増の 10,103 百万円となった。また、純資産合計は、同 3,781 百万円増の 8,687 百万円となった。これは主に新株発行に伴い資本金及び資本剰余金がそれぞれ 1,868 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。2022 年 8 月期第 2 四半期は、借入金と公募増資により、今後の収益拡大につながる販売用不動産の積極的な仕込みを進めた。また、公募増資の結果、自己資本比率は前期末の 32.1% から 41.1% に改善した。これは 2021 年 3 月期の東証 1 部上場の不動産業平均の 31.3% を上回っていることからも、高い安全性を確保していると評価できる。なお、収益性についても、2021 年 8 月期の ROA は 8.8%、ROE も 18.2% と、2021 年 3 月期の東証 1 部上場不動産業平均の 3.4%、6.8% を大きく上回っており、高い収益性を確保している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

連結貸借対照表・経営指標

（単位：百万円）

	21/8 期末	22/8 期 2Q 末	増減額
流動資産	10,705	16,500	5,795
現金及び預金	3,607	5,214	1,606
販売用不動産	5,139	9,646	4,507
開発事業等支出金	2	132	129
固定資産	4,321	4,345	24
有形固定資産	3,276	3,223	-52
無形固定資産	76	73	-3
投資その他の資産	968	1,048	79
資産合計	15,040	20,858	5,818
流動負債	4,139	5,482	1,342
短期借入金等	2,605	4,591	1,985
未払金	482	165	-316
固定負債	5,994	6,688	694
長期借入金	4,378	5,512	1,133
（有利子負債）	6,984	10,103	3,119
負債合計	10,133	12,171	2,037
純資産合計	4,906	8,687	3,781
【安全性】			
自己資本比率	32.1%	41.1%	9.0pt

出所：決算短信よりフィスコ作成

2022 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期末比 1,606 百万円増の 5,210 百万円となった。営業活動によるキャッシュ・フローは 4,505 百万円の支出となり、これは主に、棚卸資産の増加による支出が 3,936 百万円増加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 351 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 117 百万円減少したこと、投資有価証券の取得による支出が 127 百万円増加したこと、貸付けによる支出が 150 百万円増加したことによる。財務活動によるキャッシュ・フローは 6,457 百万円の収入となった。これは主に、株式の発行による収入が 3,568 百万円あったこと、長期借入れによる収入（ネット）が 1,139 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）

	21/8 期 2Q	22/8 期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	-775	-4,505
投資活動によるキャッシュ・フロー	-166	-351
財務活動によるキャッシュ・フロー	1,890	6,457
現金及び現金同等物の四半期末残高	3,025	5,210

出所：決算短信よりフィスコ作成

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.

事業別の取り組み

ポストコロナを見据え、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（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）の拡大を受け、宅配取扱個数は過去最高の更新が続いているが、日本の EC 化率は諸外国に比べて低いことから、今後もこの増加トレンドは継続すると予想される。そのため、物流システム全体の強化、スケールアップ、効率化は社会的課題と言える。

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では想定している。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。

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凍冷蔵倉庫の約 42% は築 30 年以上経過（同社調べ）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。

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）と、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たが、これらに加え 2022 年 8 月期よりオートメーション型倉庫「LOGI FLAG® TECH」の開発に着手している。オートメーション型倉庫は、空間の有効活用、作業の効率化、省人化など、施設利用者にとってメリットの多い自動倉庫設備を設置した倉庫であり、EC からの需要が高い施設である。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ことから展開を進めている。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、今後は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う、同社の柔軟なビジネスモデルの好例と言えよう。

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.

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、同社の業績にも好影響を与えると考えられる。

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、急成長し主力事業となった。中小規模の冷凍冷蔵倉庫をメインターゲットに物流施設開発を進めていたが、大型化が進んでいることも成長の一因である。2022 年 8 月期第 2 四半期は 4 件（開発用地売却 3 件及び地位譲渡 1 件）の案件が開発フェーズに移行したことに加え、開発用地取得にも継続的に取り組み、順調にパイプラインを積み上げている。プロジェクトパイプラインについては、2021 年 8 月期末時点での計画中 / 開発中 7 件 372 億円、着工済 / 竣工済 4 件 207 億円から、2022 年 8 月期第 2 四半期末には計画中 / 開発中 7 件 605 億円、着工済 / 竣工済 8 件 384 億円へと急拡大している。なお、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。

2022 年 8 月期第 2 四半期のトピックとしては、2022 年 1 月に、三菱ＨＣキャピタルと共に LFD による物流施設開発合弁事業を開始した。三菱ＨＣキャピタルグループは、「社会資本／ライフ」を注力領域の一つに掲げ、不動産リース、不動産証券化ファイナンスをはじめとした不動産ファイナンス事業のほか、不動産再生投資事業、物流施設などの管理･運営事業などを展開している。両社は LFD を通じて、環境配慮型の冷凍冷蔵倉庫、省人化･省力化および運営の効率化を実現する自動倉庫など、環境保全の推進ならびに人手不足などの物流業界が抱える課題の解決に資する物流施設を開発していく。さらに、同社が有する物流施設開発に関するノウハウ、冷凍冷蔵倉庫開発における知識、リーシング力および物流事業拡大の支えとなる豊富な人材と、三菱ＨＣキャピタルが有する物流施設の開発投資で培った知見、豊富な資金力を組み合わせることで、日本を代表する物流施設開発専業会社をめざして事業を推進していく。両社は、今後 3 年間で総事業費 2,000 億円規模の物流施設の開発をめざしている。同社による公募増資により用地確保資金を確保したほか、金融機関からのノンリコースローンと三菱ＨＣキャピタルからの出資で開発資金を調達する計画だ。銀行返済後の開発利益は三菱ＨＣキャピタルと LFD に分配され、LFD に分配された利益は出資比率（同社 66%、三菱ＨＣキャピタル 34%）に応じて享受する仕組みとなっている。2022 年 1 月および 2 月に開発用地 4 物件を同社から開発 SPC に売却しており、今後は原則 LFD 経由で物流施設開発を行う予定である。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

LFD 開発中物件

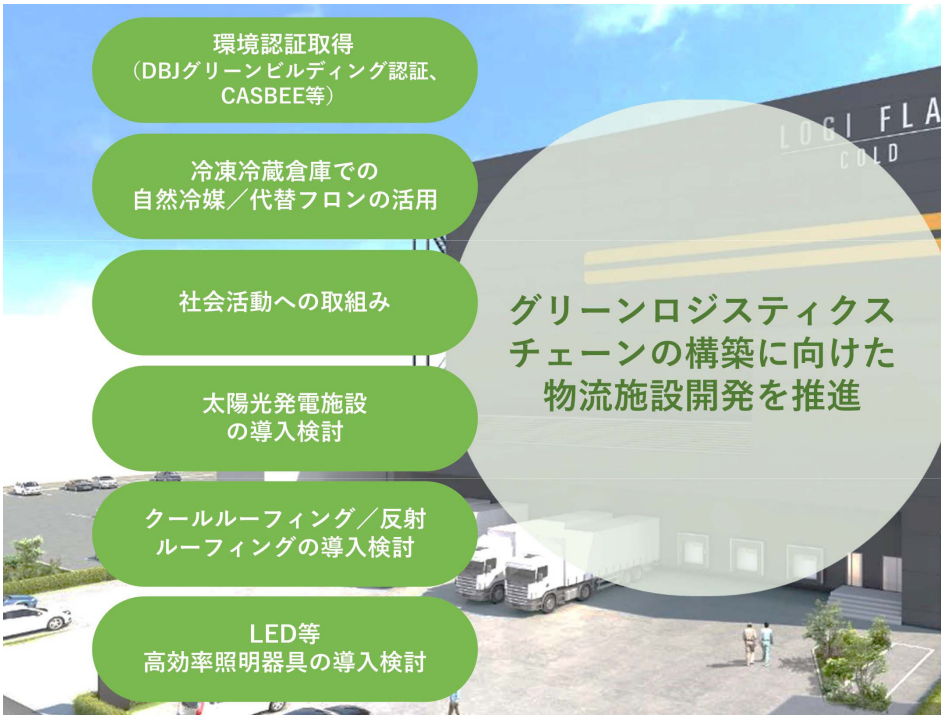
出所：決算説明資料より掲載

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、クールルーフィング / 反射ルーフィングの導入検討、冷凍冷蔵倉庫での自然冷媒 / 代替フロンの活用、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。

2022 年 2 月には、滋賀銀行 <8366> と『しがぎん』サステナブル評価融資を活用したコミットメントライン契約を締結した。『しがぎん』サステナブル評価融資は対象会社の ESG への取り組みや情報開示、SDGs 達成への貢献について評価し、企業のサステナビリティ経営の支援と企業価値の向上を後押しする融資である。同社が開発を進めている冷凍冷蔵倉庫や環境配慮などが評価され、不動産分野の第 1 号として選ばれた。これにより、同社は借入金額 1,000 百万円を限度に 2024 年 2 月まで随時借入が可能となり、今後の事業環境の変化に対応するため、機動的かつ安定的な資金調達手段を確保できる。本件は、サステナビリティ経営の推進と企業価値向上、持続可能な社会の実現を同時に推進するものであり、ESG を重視した施策を推進し、事業を通じて社会課題の解決に取り組むものと言えよう。

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.

環境配慮型の物流施設開発への取り組み



出所：決算説明資料より掲載

2. 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。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パートメントホテルは、ブランド名を「FAV HOTEL」とし、3 人以上のグループステイのために「広く、快適で、スタイリッシュ」な客室をリーズナブルな値段で提供することをコンセプトに、ゲストの「“Fav”orite」な空間でありたいとの願いから『FAV HOTEL』と名付けている。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、1 人あたりの宿泊単価はビジネスホテル以下になるよう設定している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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 23% 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。ポストコロナ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､2022 年 8 月期第 2 四半期に「FAV HOTEL KUMAMOTO」（67 室）と「FAV HOTEL 伊勢」（36 室）が新規開業し､「FAV HOTEL TAKAMATSU」（41 室)､「FAV HOTEL TAKAYAMA」（38 室)、「SH by the square hotel（京都)」（75 室）と合わせて 5 件を運営している。さらに、2022 年 8 月には「FAV HOTEL 広島 スタジアム」（33 室）及び「FAV HOTEL 函館」（30 室）が開業予定となっている。加えて、西日暮里（25 室)、鹿児島中央（51 室)、広島平和大通（51 室)、両国（22 室)、高山花里町（56 室)、糸島半島西浦（47 室)､長崎（58 室)､札幌南 6 西 7（88 室)､石垣島（119 室)､鹿児島天文館（72 室）の 10 プロジェクトパイプラインがあるが、これらはタイミングを見て同社が組成するファンドへ売却する計画である。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 KUMAMOTO」（左)、「FAV HOTEL 伊勢」（右）

所在地	熊本県熊本市中央区鍛冶屋町9-1 (路面電車「呉服町駅」より徒歩3分)
客室数	67室
開業日	2021年11月18日
運営会社	株式会社リクリエ

所在地	三重県伊勢市一之木1-3-7 (「伊勢市駅」より徒歩約7分)
客室数	36室
開業日	2021年12月1日
運営会社	株式会社三交イン

出所：決算説明資料より掲載

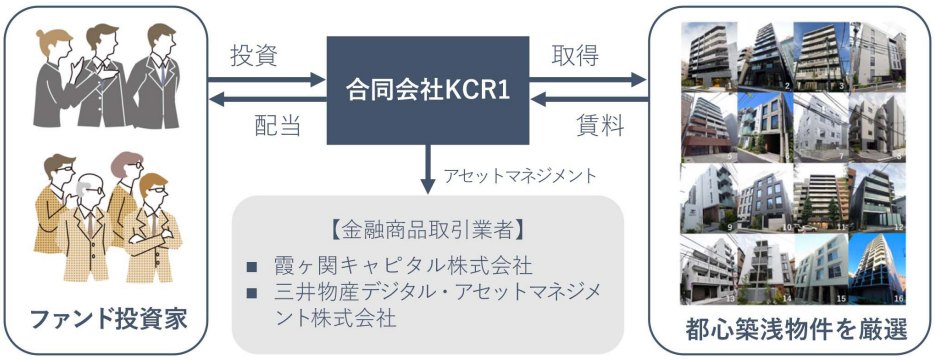
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

3. その他事業

（1）レジデンスファンド事業

同社は、新規事業としてレジデンスファンド事業に参入した。1 号案件として、2022 年 1 月に、三井物産デジタル・アセットマネジメントと都心賃貸マンション 16 件を組み込む私募ファンドを組成し、運用を開始した。レジデンスファンド事業参入の背景には、賃貸住宅市場の需要が回復傾向であること、低金利環境が継続するなかで国内外投資家の物件取得意欲は旺盛で、取引価格水準が高値圏で推移していることがある。物流施設、ホテル、再生可能エネルギー施設に続く新規アセットとして賃貸住宅に注目しており、レジデンスファンド組成を積極的に進めることで、AUM 拡大を目指す。なお、レジデンスファンド事業は同社のビジネスモデルである成果報酬志向型ファンドマネージャーとしての収益貢献を想定していることから、将来にわたって同社の業績及び企業価値の向上に寄与すると考えられる。さらに、同社ではレジデンスファンドに入っている物件をシードアセットに、デジタル証券として小口化投資商品の開発運用の分野への参入を目指しており、ファンドの規模拡大と魅力的な投資商品の提供を目指す考えだ。

レジデンスファンド 1 号の概要



出所：決算説明資料より掲載

（2）ヘルスケア関連施設開発事業

同社は、2021 年 12 月にヘルスケア事業推進部を新設し、ヘルスケア関連施設開発事業に参入した。1 号案件として札幌市でヘルスケア関連施設（ホスピス住宅）の開発用地を取得・着工済み、2 号案件も着手済みで、ヘルスケア関連施設の AUM 拡大にも注力する方針だ。事業展開の背景には、ヘルスケア関連施設の建替えニーズ増加と拡大傾向にあるヘルスケアマーケットがある。ヘルスケア関連施設は老朽化等により建替え時期が近づいており、計画的なヘルスケア関連施設の開発ニーズが高まっている。また、高齢化の進行と在宅での看取りが推進されたことにより、ヘルスケアマーケットは拡大傾向にある。国土交通省が 2021 年 3 月に策定した「住生活基本計画」では、高齢者人口に対する高齢者向け住宅の割合を 2030 年までに 4% まで引き上げる成果指標方針が示されたが、このためには約 60 万戸分の高齢者住宅整備が必要となる。したがって、同社のヘルスケア関連施設開発事業は、社会的課題の解決と景気動向に収益が左右されにくいアセットへの投資機会を提供するもので、高い社会性を持つと言えよう。加えて、優良なオペレーターとの固定・長期の賃貸借契約により、安定した不動産キャッシュ・フローが期待できる。同社は従来の不動産ファンドや J-REIT が主に取り組んできた「介護」という切り口だけではなく、「医療」という切り口でも展開する方針で、ホスピス施設やショートステイ型療養施設を全国で開発する計画である。なお、2022 年 8 月期は同事業の業績寄与は見込んでいないものの、2023 年 8 月期以降の寄与を目指している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

（3）再生可能エネルギー開発事業

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。

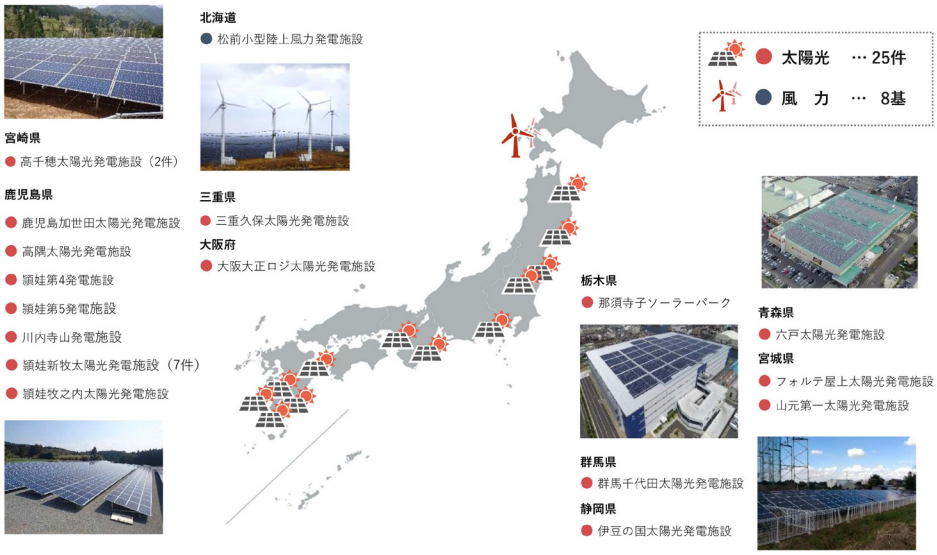
※ 太陽光発電等で発電した電気をすべて、固定価格で電力会社が買い取る制度。

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である。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。

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.

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）海外事業

海外事業としては、ASEAN 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」を推進している。2022 年 8 月期第 2 四半期には、中所得者向けに約 300 戸（戸建て）の事前販売活動を開始した。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、同国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よう。

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.

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。

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.

今後の見通し

2022 年 8 月期の連結業績予想については、2022 年 4 月に売上高の上方修正を発表した。売上高で 22,500 百万円（前期比 57.4% 増）、営業利益で 1,850 百万円（同 39.2% 増）、経常利益で 1,500 百万円（同 44.6% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益で 1,000 百万円（同 26.0% 増）を見込んでいる。当初コンサルティング報酬による収入を想定していた案件が実際の不動産売買を伴う取引となったことに加え、レジデンスファンドの組成が前倒しで進捗しており、同社が保有する賃貸マンションの売却が早まったことにより、売上高は期初予想を 4,000 百万円上回る予想である。なお、販売構成の変化により利益率の変動を伴ったため、各利益は期初計画を据え置いている。業績目標の達成のために同社では、物流施設開発事業を軸としながらホテル開発事業及びその他事業の成長力を高める方針だ。なお、通期予想に対する進捗率は売上高で 47.0%、営業利益で 24.7%、経常利益で 15.1%、親会社株主に帰属する当期純利益で 13.1% と利益面で進捗が鈍化しているように見えるものの、第 2 四半期業績が過去最高の売上高・利益を達成したこと、ファンド売却益やフィー収入は下期偏重の傾向が強いことなどから、達成の可能性は高いと弊社では見ている。

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		2Q 進捗率
	実績	売上比	予想	売上比	増減額	増減率	
売上高	14,295	100.0%	22,500	100.0%	8,204	57.4%	47.0%
営業利益	1,328	9.3%	1,850	8.2%	521	39.2%	24.7%
経常利益	1,037	7.3%	1,500	6.7%	462	44.6%	15.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	793	5.6%	1,000	4.4%	206	26.0%	13.1%
1 株当たり当期純利益（円）	121.43		130.39				

注：22/8 期より「収益認識に関する会計基準」等を適用
出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

物流施設開発事業においては、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、物流施設開発事業の組織立上げに関わる人材採用などの先行投資は 2021 年 8 月期で一巡しており、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。一方、ホテル開発事業においては、コロナ禍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弊社では見ている。また、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、今後は風力発電施設開発を強化する方針である。なお、ファンド組成やヘルスケア関連施設開発事業などのその他事業については、2023 年 8 月期以降に収益貢献する見通しだ。

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.

中期経営計画

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。

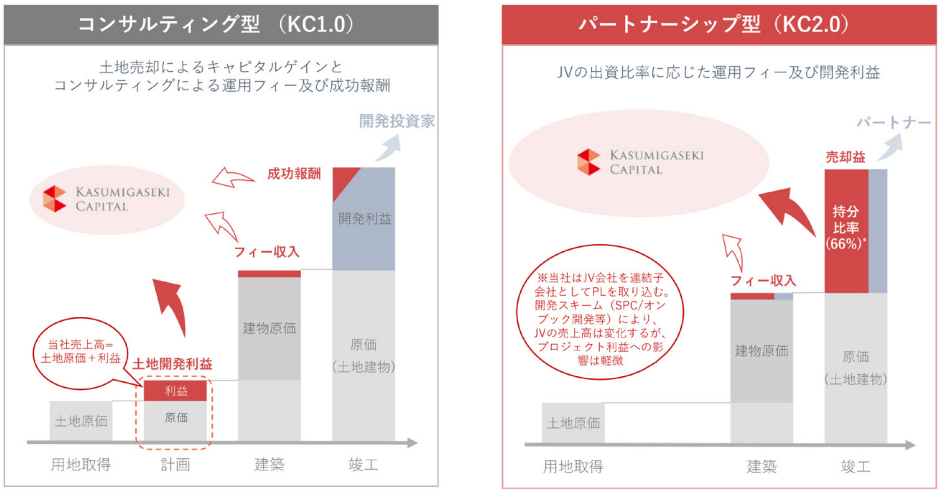
同社の従来の収益モデルは、土地売却によるキャピタルゲインとコンサルティングによる運用フィー及び成功報酬から成る「コンサルティング型（KC1.0）」であった。短期間に資金回収でき開発リスクのオフバランス化が可能で、資金効率を高めた経営に特長がある一方、開発利益の多くは社外の開発投資家に流出することになる。このため、1 つのプロジェクトから同社が享受できる利益は 3 割程度であった。

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 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、販管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。なお、2022 年 8 月期第 2 四半期の実績としては、三菱ＨＣキャピタルとの合弁会社 LFD による物流施設開発合弁事業を 2022 年 1 月に開始したほか、レジデンスファンドを組成した。

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.

「霞ヶ関キャピタル 2.0（KC2.0）」の収益構造



収益化が早く、資金効率を高めた経営が特徴

収益化のタイミングは遅くなるが総額は大きくなる

*パートナー分の34%は非支配株主に属する利益として当期純利益で調整

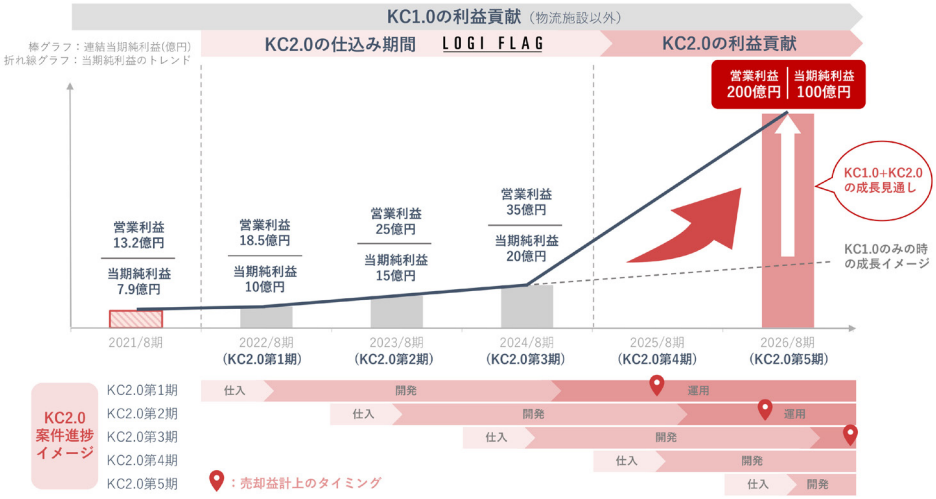
出所：決算説明資料より掲載

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。

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.

中期経営計画 KC2.0 による利益貢献

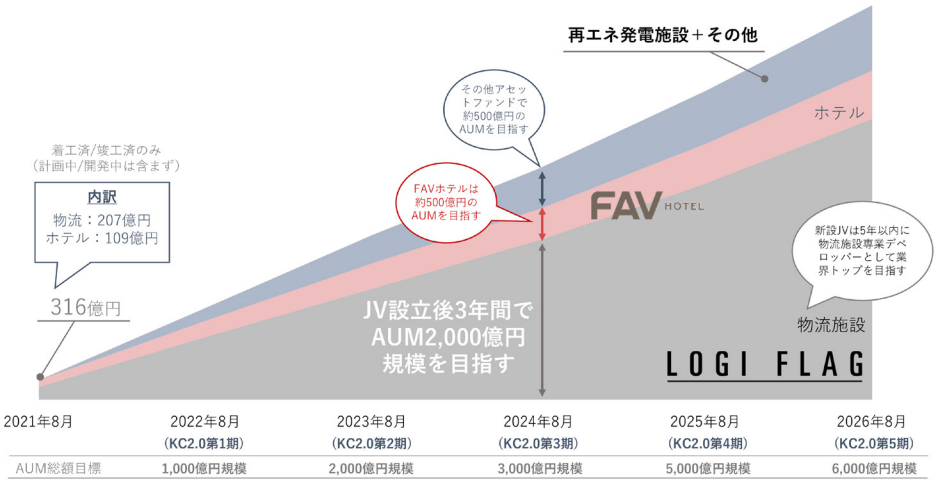


出所：決算説明資料より掲載

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、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、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。

以上のように中期経営計画の数値目標は意欲的なものであるが、これらは計画策定時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。実際、2022 年 8 月期第 2 四半期にはレジデンスファンドの組成やヘルスケア関連施設開発事業への参入など、計画発表時には織り込んでいなかった新規事業を立ち上げ、順調な進捗となっている。

AUM 拡大イメージ



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.

株主還元策

2022 年 8 月期は前期同額の配当を予想、株主優待も継続

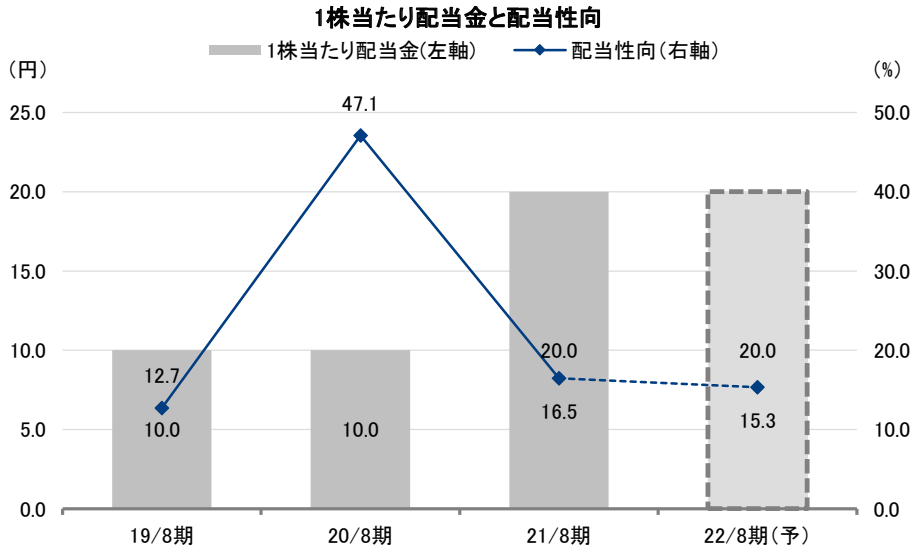
同社は、株主還元策として 2019 年 8 月期より配当を実施している。2020 年 8 月期は減益となったものの、株主の日頃の支援に感謝の意を表するために、期末配当については前期同額の 1 株当たり 10.0 円（2019 年 8 月期は 1 株当たり 40.0 円の上場記念配当を行ったが、2019 年 9 月 1 日付で実施した普通株式 1 株につき 2 株の株式分割、2021 年 9 月 1 日付で実施した 1 株につき 2 株の株式分割を遡及して修正）とした。2021 年 8 月期は、好業績を反映して前期比 10.0 円増配の 20.0 円（株式分割遡及修正後）とした。また、2022 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。

なお、同社では、2022 年 4 月からの東証市場再編に伴いグロース市場へ移行したものの、2022 年 8 月期の業績予想を達成すれば直近 2 年間の経常利益合計が 25 億円以上となり、プライム市場への昇格条件を満たすことになる。業績目標を達成し、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るだろう。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。

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.

株主還元策



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

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.

重要事項（ディスクレーマー）

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