

ケネディクス

4321 東証 1 部

2014 年 12 月 17 日（水）

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

企業調査レポート

執筆 客員アナリスト

柴田 郁夫

■ 国内最大の独立系不動産運用会社で多数の私募ファンドを運用

ケネディクス<4321>は、国内最大の独立系不動産アセットマネジメント会社である。J-REIT（現在 4 銘柄）や私募 REIT のほか、多数の私募ファンドを運用しており、受託資産残高は 1.4 兆円を超える。国内外の機関投資家や年金基金、個人投資家など幅広い投資家層を顧客基盤に持つ。1995 年の設立以降、日本の不動産証券化ビジネスの勃興期から活躍するとともに、不動産アセットマネジメント会社の草分けとして業容を拡大してきた。2008 年のリーマンショックによる金融引き締めや不動産市況の悪化の影響を受け、一時は資産圧縮と投資の凍結を余儀なくされたが、不動産市況の回復とともに同社の業績も勢いを取り戻しており、新たな成長ステージに入ったとみられる。

2014 年 12 月期の第 3 四半期（2014 年 1 月 -9 月）決算は、営業収益が前年同期比 63.4% 増の 19,741 百万円、営業利益が同 26.3% 増の 6,281 百万円と大幅な増収増益となった。受託資産残高の着実な伸びに加えて、好調な不動産市況を背景に保有不動産の売却が順調に進んだことが業績の伸びに貢献した。

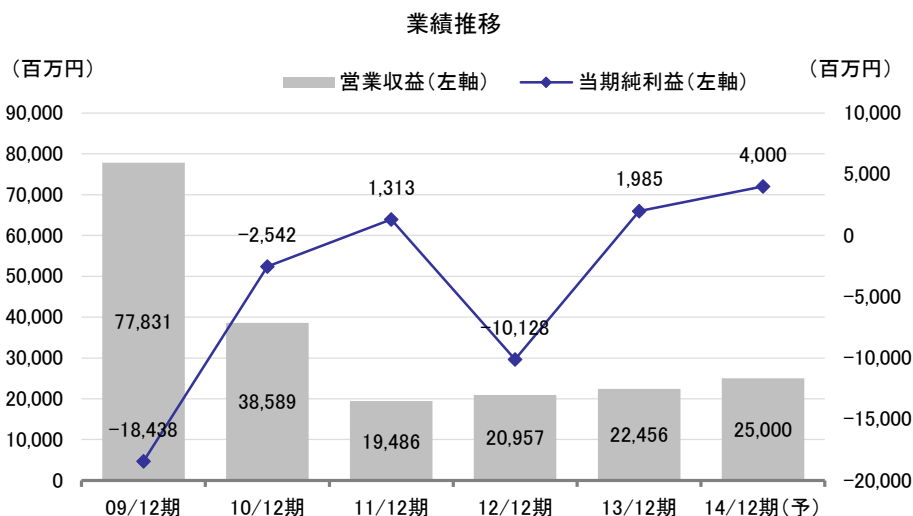
同社は 2014 年 12 月期の業績見通しについて、不動産市況の回復等により想定以上の売却益が見込まれることから、2014 年 8 月 7 日に期初予想を増額修正した。同社の総合的な収益力を示す当期純利益は前期比 101.5% 増の 4,000 百万円に拡大する見通しである。2014 年 12 月期の第 3 四半期（2014 年 1 月 -9 月）までの進捗や足元の状況等を勘案すると、更なる業績上振れの可能性もある。また、期末配当として 1 株当たり 3 円の復配も予定している。

また、2015 年 12 月期を最終年度とする中期経営計画は、目標とする受託資産残高や自己勘定投資などが順調に拡大しているため、1 年前倒しで達成する見込みである。次期中期経営計画については、2015 年 2 月に公表予定である。

同社の成長戦略の柱は、REIT の成長と投資リターンの追求、不動産関連サービス拡大である。特に市場拡大が予想されている REIT については、2015 年に 2 銘柄の新規上場を予定しており、更なる飛躍が期待される。

■ Check Point

- ・ 受託資産残高は 1.4 兆円を超え、運用報酬が安定的な収益源
- ・ 3 つの事業が相互に支え合い機能することで競争力の向上や価値創造を実現
- ・ 好調な不動産市況を背景としてすべての事業セグメントが増収



■ 事業概要

受託資産残高は 1.4 兆円を超え、運用報酬が安定的な収益源

同社は国内最大の独立系不動産アセットマネジメント会社である。日本の不動産投資ファンドの草分けとして業容を拡大し、受託資産残高は 1.4 兆円を超える。

不動産投資ファンドとは、投資家から集めた資金でオフィスビルやマンション、商業施設などの不動産を購入し、そこから得られる賃貸収入や売却益を投資家に分配する仕組み（金融商品）である。広く一般の投資家から資金を集める REIT（不動産投資信託）と特定の投資家向けの私募ファンドに分類される。また、REIT のうち、証券取引所に上場しているものが J-REIT である。

不動産証券化ビジネスの進展と投資家ニーズの拡大を背景に、J-REIT を含めた不動産投資ファンド市場は着実な成長を遂げ、その勃興期から参画してきた同社の業績を後押ししてきた。

同社の事業ドメインは、不動産投資ファンドの組成・運用を行う「アセットマネジメントビジネス」を中核に、自己勘定にて不動産投資を行う「エクイティ投資」、不動産管理など手数料収入による「ノンアセット不動産関連サービス」の 3 つの領域に分類される。主力のアセットマネジメントビジネスが営業総利益の約半分を稼ぎ出している（2014 年 12 月期の第 3 四半期累計、2014 年 1 月 -9 月）。

各ビジネスの概要は以下のとおりである。

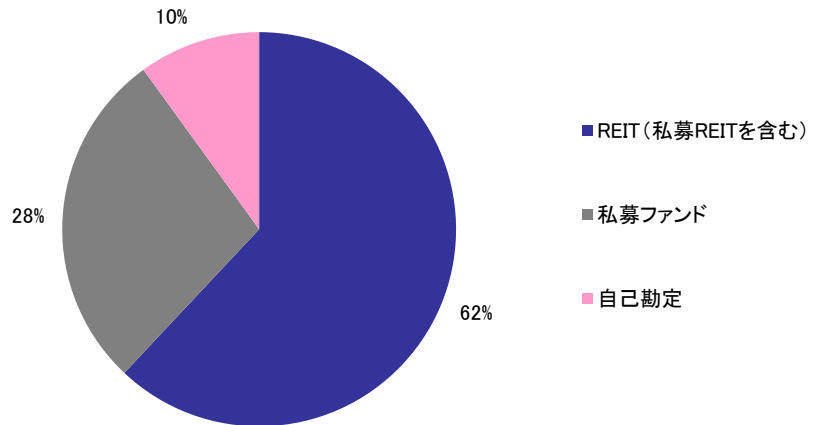
a) アセットマネジメントビジネス

事業セグメントでは「アセットマネジメント事業」に区分される。REIT や私募ファンドの組成、運用を行う中核事業であり、受託資産残高に対して概ね 0.5% の運用報酬（アセットマネジメントフィー収入）が安定的な収益源となっている。

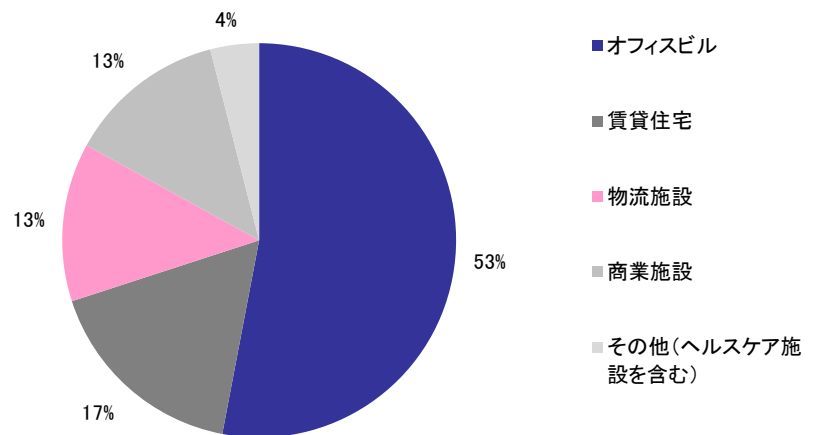
■ 事業概要

現在、受託資産残高のうち、REIT（私募 REIT を含む）が約 62%、私募ファンドが約 28% を占める（残り約 10% は自己勘定）。アセットクラス別では、オフィスビル 53%、賃貸住宅 17%、物流施設 13%、商業施設 13%、その他（ヘルスケア施設を含む）4% で構成されている。

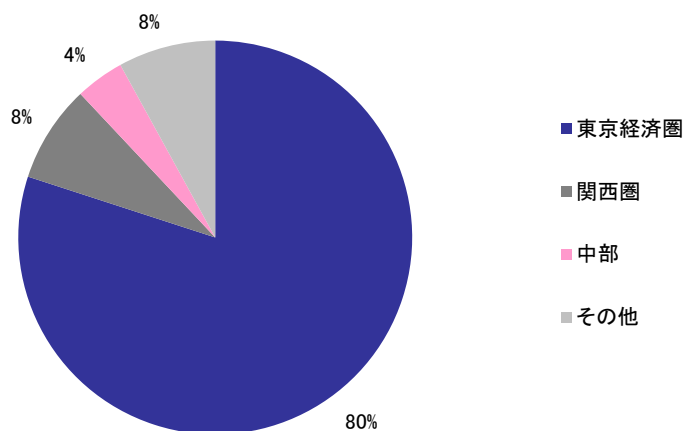
投資家別AUM



アセットクラス別AUM

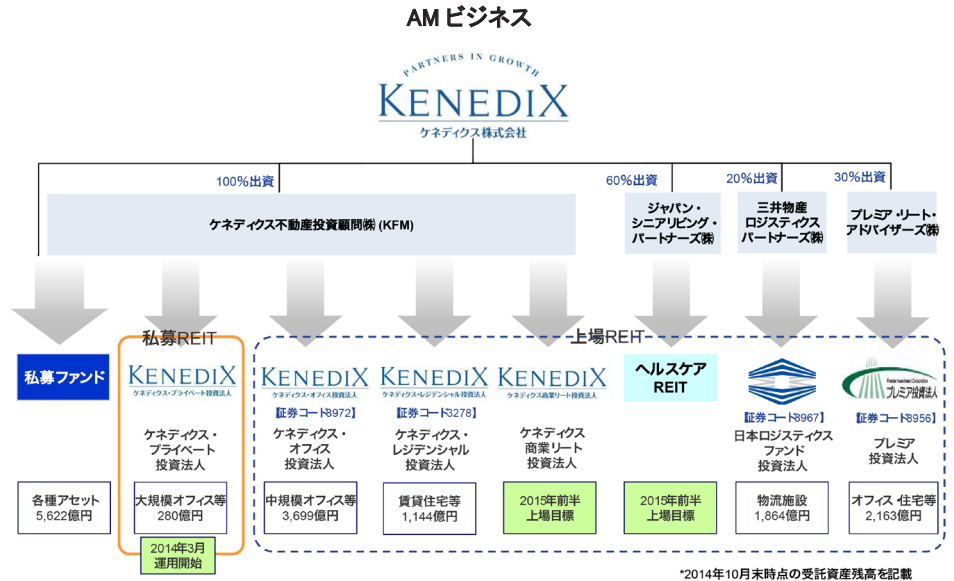


地域別AUM



2014 年 12 月 17 日（水）

REIT には、上場している J-REIT の 4 銘柄、私募 REIT の 1 銘柄のほか、2015 年の上場を予定している商業 REIT とヘルスケア REIT の 2 銘柄が存在する。



出所：会社資料

b) エクイティ投資

事業セグメントでは「不動産投資事業」と「不動産賃貸事業」に区分される。不動産や REIT などへの自己勘定投資を行う事業である。そのうち「不動産投資事業」はファンド組成を円滑に行うため、ファンドに組み入れるための不動産の一時保有のほか、ファンドと社との利害関係を一致させるための共同投資等によるものである。一方、「不動産賃貸事業」は、固定資産として保有する土地・建物について、それを賃貸する事業である。

同社は、自己勘定投資の目標投資リターンを年 10% に掲げ、特に共同投資の積極化による投資リターンの追求を目標としている。

c) ノンアセット不動産関連サービス

不動産への直接投資ではなく、例えば、サービスオフィスやサービスアパートの運営、ビル管理会社の運営などを行う事業であり、安定収益であるフィー収入の拡大を狙っている。2013 年 10 月にサービスオフィス及びサービスアパートメント運営を主な事業とする(株)スペースデザインの株式を取得。2014 年 1 月には、オフィスビルを中心としたビル管理業務を担うことを目的としてケネディクス・プロパティ・マネジメント(株)を設立するなど、着実に事業拡大を図っている。

沿革

厳しい業界環境の中で残存者利益の享受も重なり順調に拡大

同社は 1995 年に、米国不動産会社ケネディ・ウィルソン・インクの日本における不動産事業の拠点として設立された（旧商号はケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社）。その後、データセンタービル投資への不動産ノンリコースローンのアレンジや、大手生命保険会社との不動産ファンド組成を通じて、アセットマネジメント業務を開始するなど、日本における不動産証券化ビジネスの勃興を機会と捉え、不動産ファンドビジネスに本格参入した。

不良債権処理や減損会計の導入等による財務リストラの進展や、長引く低金利時代における代替投資としての投資需要の拡大を背景として、不動産投資ファンド市場の成長とともに、同社の業績も順調に拡大した。2002 年 4 月に大阪証券取引所ナスダックジャパン市場（現東京証券取引所 JASDAQ 市場）に上場すると、2003 年 12 月に東京証券取引所市場第二部へ上場、2004 年 12 月には東京証券取引所市場第一部へ指定替えとなった。

2005 年 5 月にはケネディクス株式会社へ商号変更。また、2005 年 5 月には三井物産〈8031〉と三井住友信託銀行との共同事業で国内初の物流施設特化型 J-REIT となる日本ロジスティクスファンド投資法人を、同年 7 月にはケネディクス不動産投資顧問（株）が運用するケネディクス・オフィス投資法人を相次いで上場させた。

2008 年のリーマンショックに伴う金融引き締め及び不動産市況の悪化により、資産圧縮や投資の凍結等を余儀なくされた時期もあったが、2006 年に 0.5 兆円に到達した受託資産残高は、2010 年に 1 兆円、2013 年には 1.2 兆円を突破するなど、厳しい業界環境の中で残存者利益の享受も重なって順調に拡大している。

2015 年 12 月期を最終年度とする中期経営計画は、不動産市況の回復等を追い風として、目標とする受託資産残高（1.4 兆円）や自己勘定投資の拡大などが 1 年前倒して達成する見通しである。

沿革

1995年	ケネディクス株式会社（当時ケネディ・ウィルソン・ジャパン）設立
1999年	川崎データセンタービル投資、AM 事業への本格参入
2001年	大手生命保険会社との不動産投資ファンドを組成
2002年	大阪証券取引所ナスダックジャパン（現 東京証券取引所 JASDAQ 市場）に上場
2003年	国内年金基金向けの不動産投資ファンドを組成
2004年	東京証券取引所第 1 部上場
2005年	J-REIT（ケネディクス不動産投資法人及び日本ロジスティクスファンド投資法人）が東京証券取引所上場
2007年	Challenger Kenedix Japan Trust がオーストラリア証券取引所上場
2008年	ドイツ投資家向けの商業施設私募ファンドの組成
2009年	KDX 豊洲グランスクエア売却・AM 受託
2010年	受託資産残高（AUM）が 1 兆円を突破
2012年	ケネディクス・レジデンシャル投資法人が東京証券取引所上場 旧新生銀行本店ビルに関する AM 業務等受託
2013年	ケネディクス不動産投資顧問株式会社が営業開始 AUM が 1.2 兆円を突破
2014年	ケネディクス・プライベート投資法人が運用開始 ジャパン・シニアリビング・パートナーズ株式会社を設立

■ 企業特徴

3つの事業が相互に支え合い機能することで競争力の向上や価値創造を実現

(1) 受託資産の積み上げを実現する仕組み

同社の成長モデルは、受託資産残高の積み上げにより、アセットマネジメント事業の安定的な収益を伸ばすことである。特にリーマンショック以降、その方針が明確に打ち出されている。不動産投資ファンドの勃興期から活躍してきた同社は、不動産市況等の影響を受けながらも、着実に受託資産残高を積み上げており、独立系の不動産アセットマネジメント会社では国内最大規模となっている。約 1.4 兆円の受託資産は、同社の収益基盤を支えるとともに、ブランド力の向上や運用ノウハウの蓄積にも貢献することで、更なる受託資産の拡大につながる正の循環が成立している。

また、アセットマネジメントビジネスを中核として、エクイティ投資とノンアセット不動産関連サービスの 3 つの事業が相互に支え合う 3 本の柱として機能することで競争力の向上や価値創造を実現し、最終的には受託資産残高の拡大につながっているところも同社の強みである。

特に不動産市況が回復し、物件取得競争が激化する中で、これまでの経験を活かした目利きの高さに加えて、他社に先駆けて様々な手法（開発型案件のほか、ブリッジファンド、私募ファンドの組成、物件取得を目的とした商業不動産担保証券への投資など）を手掛けるとともに、新たなアセットクラス（ヘルスケア等）に挑戦してきたことも、独立系である同社ならではの機動性や柔軟性が発揮されている。

様々な投資スキーム提供で投資家に対して最適な提案が可能

(2) 豊富なラインアップを揃える REIT ビジネス

幅広い投資家層に、豊富なラインナップを提供できることも強みと言える。従来は中規模オフィスに対する目利きの高さに特徴があったが、受託資産残高の拡大とともに賃貸住宅や物流施設、商業施設のほか、注目されているヘルスケア施設も手掛けており、様々な投資スキームの提供と併せ、投資家のニーズやリスク・リターン属性に見合った最適な提案が可能となっている。特に、REIT については、様々なアセットクラスを取り揃えた 6 つの J-REIT（内、2 つは 2015 年前半に上場予定）を運用しており、世界でも稀な REIT 運用グループとなっている。

■ 決算概要

毎期安定的な収益が期待できるフィー収入が収益基盤

(1) 収益体系

同社の決算分析を行ううえで、各事業の収益体系を理解する必要がある。

a) アセットマネジメント事業の収益体系

アセットマネジメント事業は、以下の 4 つの手数料が収益源となっている。特に、受託資産残高に対して毎期、安定的な収益が期待できるアセットマネジメントフィーが同社の収益基盤を支えている。

アセットマネジメント事業の収益体系

アキュイジションフィー	- 不動産投資家のニーズに合わせ投資案件を発掘し、投資家が出資し組成したファンドで不動産等の取得を行う - 不動産の取得の際、取得額に対し一定の料率を掛けて算出されるフィーを受領する
アセットマネジメントフィー	- 不動産等の運用・管理を通じて収益を維持・向上させ、資産価値の向上を図る 例えば、リーシング（テナントの誘致等）による稼働率の向上など - 保有物件の運用状況を投資家に報告する - これらのサービスの対価として、一般的に物件取得総額に対し一定料率を掛けて算出されるフィーを受領する - 毎期、受託資産残高に対して安定的な収益が期待でき、同社の収益基盤を支える
ディスポジションフィー	- 不動産等の売却を行い、投下した資本の回収を図り利益を確保する - 物件売却の際、売却価格に対し一定の料率を掛けて算出されるフィーを受領する
インセンティブフィー	- 不動産等の売却を完了し、投資が完了した時点で、投資家と予め決められた目標リターンのハードルを超過した部分のうち一定額をフィーとして受領する - 売却時の不動産市況の影響を受けやすい

b) 不動産投資事業

不動産投資事業は、賃貸事業収益や不動産売却収益などが収益源となっている。ファンドに組み入れるための一時保有や共同投資等を目的に、販売用不動産として計上されている保有不動産等にかかる損益が中心であり、不動産市況の影響を直接受けやすいところに特徴がある。

c) 不動産賃貸事業

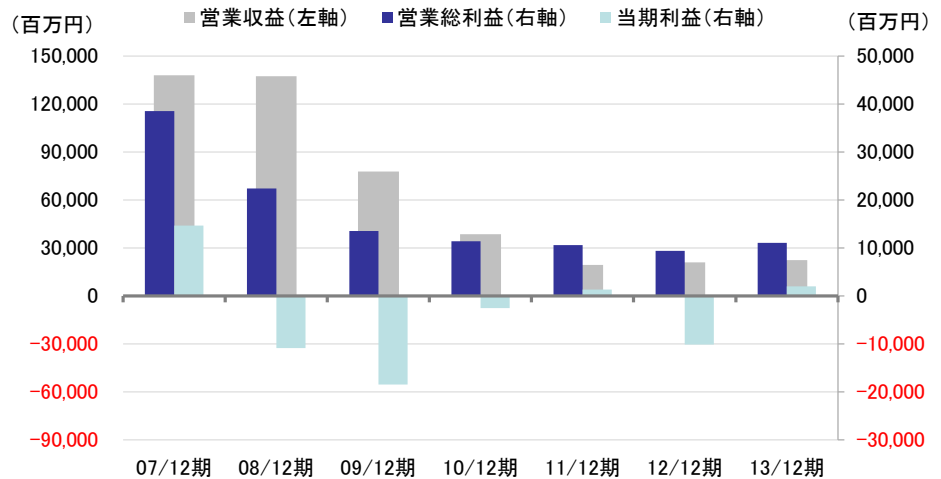
不動産賃貸事業は、固定資産として計上されている保有不動産を賃貸する事業であり、不動産事業収益が収益源となっている。一方、売却にかかる損益は特別損益として計上されるため、最終損益に影響を与えることになる。

安定収益事業への回帰や資産売却による事業の立て直しを進める

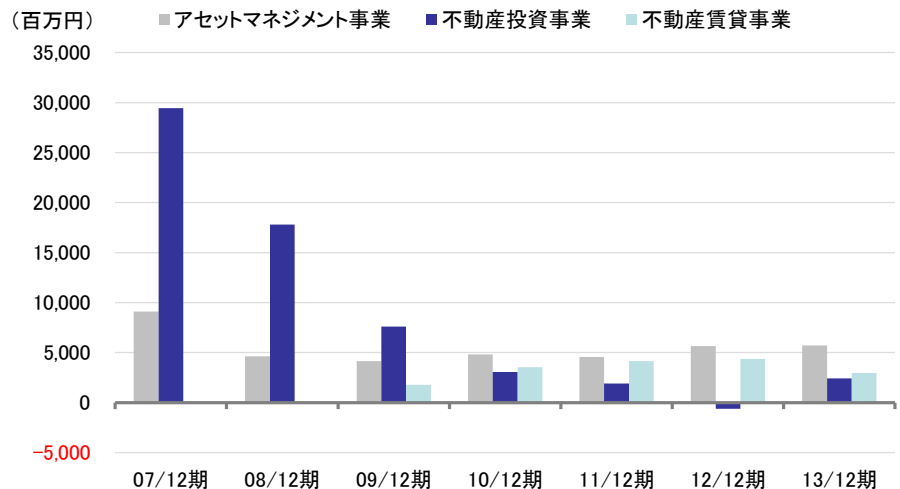
(2) 過去の業績推移

過去の業績を振り返ると、2007 年 12 月期に業績のピークを迎えた後、2008 年のリーマンショックに伴う不動産市況の悪化等により、同社の業績（営業収益及び営業総利益）は下降線をたどってきた。特に不動産市況の影響を大きく受ける不動産投資事業の低迷が業績の足を引っ張った。一方、アセットマネジメント事業は 2008 年 12 月期にインセンティブフィーの縮小等で一度落ち込んだものの、その後は安定的に推移しており、不動産賃貸事業とともに同社の業績を下支えしてきた。また、最終損益は、過去の含み損を抱えた保有不動産（固定資産）の売却損（特別損失）の影響を受けて低迷してきた。

営業収益及び営業総利益、当期利益の推移



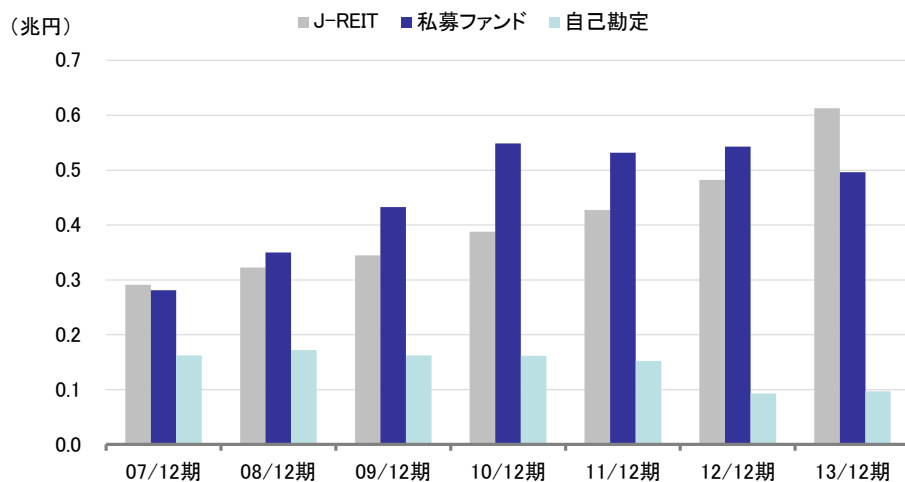
事業別営業総利益の推移



安定収益であるアセットマネジメント事業への回帰や含み損を抱えた資産の売却による事業の立て直しを進めてきたことに加えて、不動産市況の回復等も追い風となって、同社の業績は 2013 年 12 月期から回復に転じている。2007 年 12 月期に営業総利益の約 19% にすぎなかったアセットマネジメント事業は、2013 年 12 月期には約 51% を占めるに至っており、同社の収益構造も大きく変化をしてきた。また、しばらく停滞気味であった受託資産残高も 2013 年 12 月期から拡大ペースを加速してきており、新たな成長フェーズに入ったとみられる。

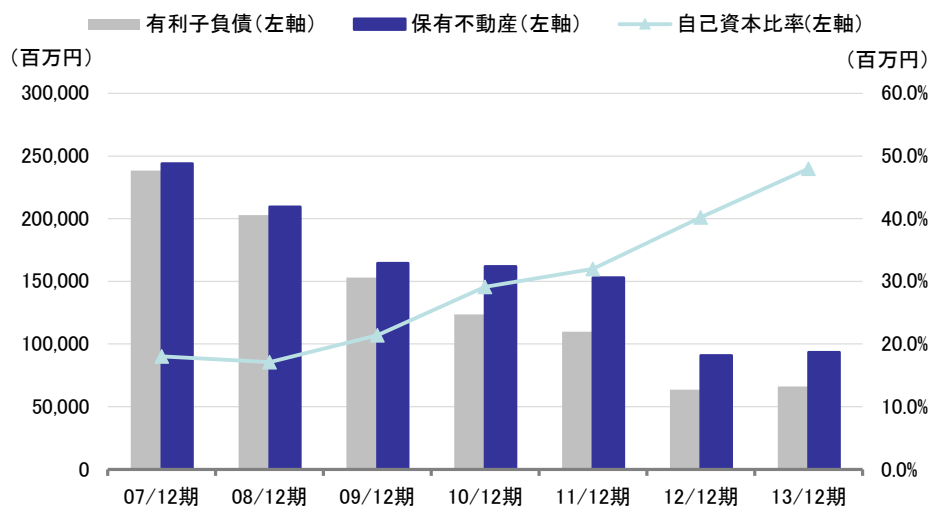
※ ノンリコースローンとは、返済の原資とする資産を投資物件等に限定した借入方法である。

受託資産残高の推移



財務面では、保有不動産（販売用不動産及び固定資産）の整理に伴って有利子負債残高の削減が進んできたことから、自己資本比率は年々改善傾向にあり、2013 年 12 月期には 48.0% の水準に達している。特に有利子負債に関しては、コーポレートローンの削減を図る一方、新規投資に関してはノンリコースローン※にて調達を行っており、その点からも財務の健全性を高めていると評価できる。

保有不動産及び有利子負債、自己資本比率の推移



一方、資本効率の示す ROE は、最終損益の低迷で不安定な推移をしてきた。2013 年 12 月期は 3.3% に回復しているが依然十分な水準とは言えない。同社は今後の方針として、資本効率（ROE）を意識した安定成長を目標としていることから、利益成長とともに ROE の改善にも注目したい。

好調な不動産市況を背景としてすべての事業セグメントが増収

(2) 2014 年 12 月期第 3 四半期（累計）決算の概要

2014 年 12 月期の第 3 四半期（2014 年 1 月～9 月）決算は、営業収益が前年同期比 63.4% 増の 19,741 百万円、営業利益が同 26.3% 増の 6,281 百万円、経常利益が同 53.6% 増の 5,262 百万円、四半期純利益が同 161.5% 増の 5,945 百万円と大幅な増収増益となった。

2014 年 12 月 17 日（水）

すべての事業セグメントが増収となったが、好調な不動産市況を背景として保有不動産の売却が順調に進んだことにより、特に不動産投資事業が大きく伸長した。また、受託資産残高も着実に拡大したことから、アセットマネジメント事業も順調に伸びた。

一方、利益面では、不動産投資事業の構成比の上昇に伴って原価率が上昇したことから、営業利益率は 31.8%（前年同期は 41.2%）に低下した。なお、四半期純利益の伸び率が大きいのは、長期保有目的の保有不動産の処分による影響（売却益のほうが大きかった）である。過去の含み損を抱えた資産の処分は一定のめどがついたとみられる。

財務面では、REIT 向けブリッジファンドなどを中心とした積極的な新規投資で保有不動産が 149,622 百万円（前期末比 55.8% 増）に拡大したことに伴い、有利子負債も 111,412 百万円（前期末比 68.7% 増）に増加したことから自己資本比率は 37.4%（前期末は 48.0%）に低下した。

事業別の業績は以下のとおりである。

アセットマネジメント事業は、営業収益が前年同期比 21.9% 増の 6,614 百万円、営業利益が同 26.0% 増の 3,840 百万円と増収増益であった。受託資産残高の着実な成長により、アセットマネジメントフィーが安定した伸びを示したほか、好調な不動産市況を背景としてインセンティブフィーが大きく伸びた。なお、受託資産残高は 2014 年 10 月末現在で 1.4773 兆円に拡大している。

不動産投資事業は、営業収益が前年同期比 120.8% 増の 6,362 百万円、営業利益が同 70.9% 増の 1,904 百万円と大幅な増収増益を達成した。好調な不動産市況を背景とした不動産売却益のほか、受取配当金の受領及び自己勘定保有物件の増加で賃貸事業損益が増加した。

不動産賃貸事業は、営業収益が前年同期比 78.4% 増の 7,598 百万円、営業利益が同 21.7% 増の 1,750 百万円と増収増益となった。自己勘定保有物件の増加に基づく賃貸事業損益の増加に加え、2013 年 10 月に連結子会社化した（株）スペースデザインのマンスリーリース収入や賃料収入が上乗せされたことで賃貸収入が増加した。

2014 年 12 月第 3 四半期決算における損益の状況

	2013 年 12 期第 3Q 累計 実績		2014 年 12 期第 3Q 累計 実績		増減	
		構成比		構成比		増減率
営業収益	12,081		19,741		7,660	63.4%
アセットマネジメント事業	5,424	44.9%	6,614	33.5%	1,190	21.9%
不動産投資事業	2,881	23.8%	6,362	32.2%	3,481	120.8%
不動産賃貸事業	4,259	35.3%	7,598	38.5%	3,339	78.4%
調整	-485		-834			
原価	4,374	36.2%	10,001	50.7%	5,627	128.6%
営業総利益	7,706	63.8%	9,739	49.3%	2,033	26.4%
販管費	2,731	22.6%	3,457	17.5%	726	26.6%
営業利益	4,975	41.2%	6,281	31.8%	1,306	26.3%
アセットマネジメント事業	3,047	56.2%	3,840	58.1%	793	26.0%
不動産投資事業	1,114	38.7%	1,904	29.9%	790	70.9%
不動産賃貸事業	1,438	33.8%	1,750	23.0%	312	21.7%
調整	-625		-1,213			
経常利益	3,426	28.4%	5,262	26.7%	1,836	53.6%
純利益	2,273	18.8%	5,945	30.1%	3,672	161.5%



ケネディクス

4321 東証 1 部

2014 年 12 月 17 日（水）

2014 年 12 月第 3 四半期決算における営業総利益

	2013 年 12 期第 3Q 累計 実績		2014 年 12 期第 3Q 累計 実績		増減	
					増減率	
アセットマネジメント事業	4,297		4,889		592	13.8%
アキュイジションフィー	1,479		871		-608	-41.1%
アセットマネジメントフィー	2,215		2,480		265	12.0%
インセンティブフィー	4		686		682	17,050.0%
ディスポジションフィー	131		560		429	327.5%
その他	466		291		-175	-37.6%
不動産投資事業	1,301		2,075		774	59.5%
賃貸事業損益	322		465		143	44.4%
不動産売却損益	103		1,212		1,109	1,076.7%
匿名組合分配損益	-124		-45		79	-
その他	999		442		-557	-55.8%
不動産賃貸事業	2,107		2,774		667	31.7%
賃貸事業損益	2,104		2,505		401	19.1%
その他	3		268		265	8,833.3%

2014 年 12 月第 3 四半期決算における財務の状況

	13/12 期 実績		14/12 期第 3Q 実績		増減	
					増減率	
流動資産	49,763		42,387		-7,376	-14.8%
現金及び預金	25,795		18,879		-6,916	
販売用不動産	14,950		12,279		-2,671	
固定資産	98,635		167,510		68,875	69.8%
有形固定資産	78,586		134,822		56,236	
無形固定資産	3,338		3,801		463	
投資その他の資産	16,710		28,886		12,176	
総資産	148,398		209,898		61,500	41.4%
流動負債	13,253		19,618		6,365	48.0%
固定負債	60,803		103,726		42,923	70.6%
純資産	74,341		86,553		12,212	16.4%
負債及び純資産	148,398		209,898		61,500	41.4%
保有不動産	96,064		149,622		53,558	55.8%
棚卸資産	14,950		12,279		-2,671	
有形固定資産	81,114		137,343		56,229	
有利子負債	66,025		111,412		45,387	68.7%
うち、ノンリコースローン	28,347		80,105			
自己資本比率	48.0%		37.4%			
受託資産残高（兆円）	1.2063		1.4773		0.2710	22.5%

不動産市況の回復等により更なる業績上振れの可能性も

(3) 2014 年 12 月期の業績見通し

同社は 2014 年 12 月期の業績見通しについて、不動産市況の回復等により想定以上の売却益が見込まれることから、2014 年 8 月 7 日に期初予想を増額修正した。修正後の業績予想として、営業収益が前期比 11.3% 増の 25,000 百万円、営業利益が同 7.0% 増の 7,400 百万円を見込んでいる。2014 年 12 月期の第 3 四半期（2014 年 1 月 -9 月）までの進捗や足元の状況等を勘案すると、更なる業績上振れの可能性もあると考えられる。

2014 年 12 月期の業績見通し

	13/12 期 実績		14/12 期 予想		増減	
	構成比		構成比		増減率	
営業収益	22,456		25,000		2,544	11.3%
営業利益	6,914	30.8%	7,400	29.6%	486	7.0%
経常利益	4,878	21.7%	5,500	22.0%	622	12.8%
純利益	1,985	8.8%	4,000	16.0%	2,015	101.5%

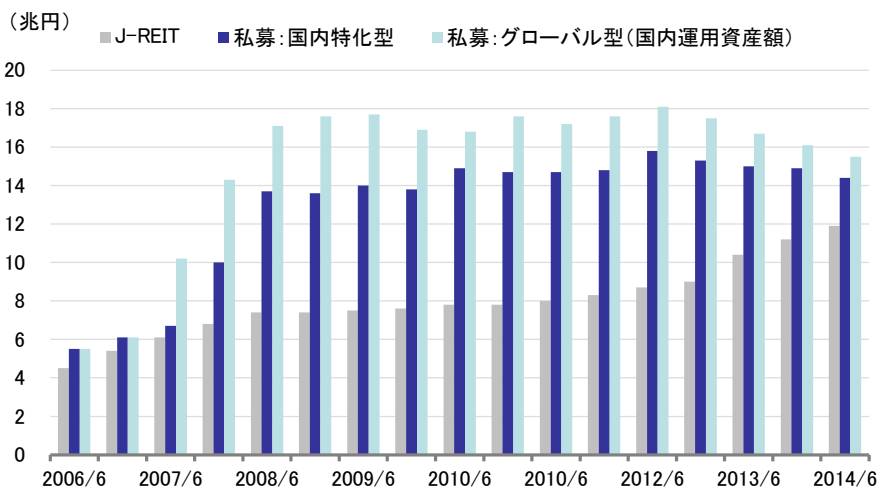
■ 業界環境

J-REIT はリーマンショック以降の 2013 年から拡大基調に転じている

(1) 不動産投資ファンド市場の動き

三井住友トラスト基礎研究所の調査によると、2014 年 6 月末の J-REIT、私募ファンドを合わせた市場規模（運用資産額ベース）は約 27.4 兆円となっている。過去からの推移を見ると、J-REIT はリーマンショック以降、伸び悩みが見られたものの、2013 年から拡大基調に転じている。一方、私募ファンドもしばらく 17 兆円台で推移していたが、J-REIT が拡大する中で縮小傾向となっている。好調な不動産市況のもと、J-REIT 等への物件売却を実行したことや物件取得が困難な環境になってきたことが要因として挙げられる。一方、J-REIT に目を向ければ、東証 REIT 指数は足元で好調に推移しており、J-REIT の銘柄数も 2014 年に新規上場した 6 銘柄（予定を含む）も含め、2014 年 12 月末には 49 銘柄となる予定である。

私募ファンドと J-REIT の市場規模推移



出所：三井住友トラスト基礎研究所

東証REIT指数の推移



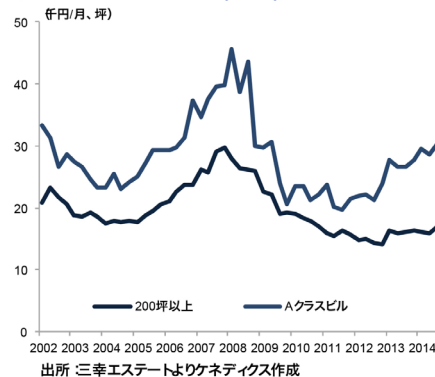
賃料と空室率が改善傾向にありオフィス供給量は安定的に推移

(2) 不動産投資環境

a) オフィス市場

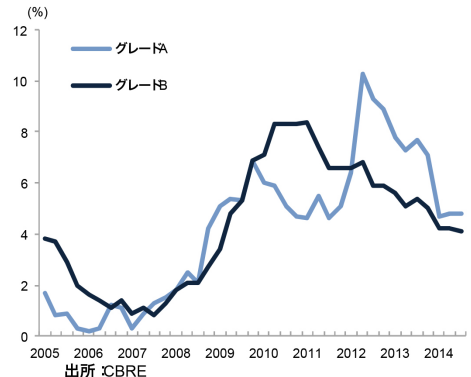
オフィスビル平均成約賃料は 2013 年に上昇に転じており、平均空室率も改善傾向にある。2016 年ぐらいまでは都内のオフィス供給量は安定的に推移する見通しであり、しばらくは好調な市況が持続すると考えられる。

平均成約賃料の推移(東京)



出所：会社資料

平均空室率(東京23区)

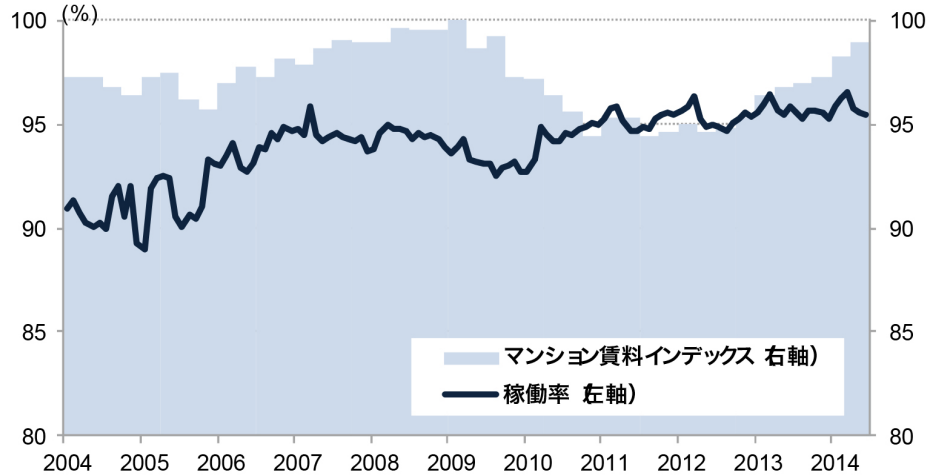


b) 住宅・物流施設市場

東京 23 区のマンション賃料総合指数は 2012 年にプラスに転じており、稼働率も高い水準で推移している。都心の人口増加と賃貸マンション供給量の低下により、需給バランスのタイトな状況が続くものと予想されている。

2014 年 12 月 17 日（水）

賃貸住宅賃料と稼働率



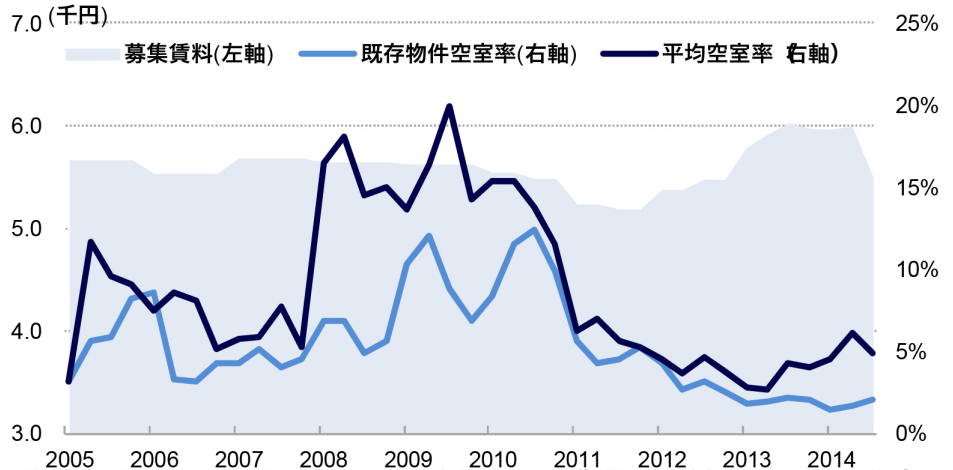
注：マンション賃料インデックスは東京23区シングルタイプ、稼働率は首都圏が対象

出所：J-REIT開示情報、マンション賃料インデックス：ザットホーム(株)、(株)三井住友トラスト基礎研究所よりケネディクス作成

出所：会社資料

首都圏物流施設空室率はEC拡大等による需要増を追い風に低い水準で推移してきたが、足元ではやや上昇の兆しが見られる。しかしながら、インターネット通販専門のみならず、小売業者のEC拡大による物流施設の需要も依然高いため、市況が大幅に悪化することは考えにくい。

首都圏物流施設空室率と平均募集賃料



注：空室率は首都圏の大型マルチテナント物流施設、平均募集賃料は東京都の中大型施設が対象

出所：CBRE

出所：会社資料

■ 成長戦略

中期経営計画は 1 年前倒しのめどがついた可能性が高い

(1) 中期経営計画の進捗

2015 年 12 月期を最終年度とした中期経営計画については、不動産市況の回復等を追い風として同社の業績が想定以上に好調に推移していることから、1 年前倒しによる達成を目指してきた。同社は 2014 年 10 月末時点の進捗状況を公表したが、既に達成のめどがついたと判断していいだろう。

各目標項目の進捗状況は以下のとおりである。

a) 受託資産残高の拡大による安定的な収益基盤の強化

2014 年 12 月期末の受託資産残高 1.4 兆円を目標としてきたが、各 REIT がそれぞれ順調に規模を拡大したほか、2014 年 3 月に私募 REIT である「ケネディクス・プライベート投資法人」が運用を開始したことや、2014 年 10 月には NTT 都市開発〈8933〉との事業協力の一環として J-REIT である「プレミアム投資法人」が受託資産残高に加わったことから、2014 年 10 月末現在で 1.4 兆円を超える受託資産残高に到達した。

b) 共同投資の積極化による投資リターンの追求

2014 年 12 月期において累計 30,000 百万円超の新規投資を目標としてきたが、第 3 四半期までに不動産関連投資（東京・港区の大規模オフィスビルの他、商業施設 REIT の立ち上げに向けた東京及び近郊の有力商業施設など REIT 向けブリッジファンドが中心）に約 28,600 百万円、REIT / ファンド関連投資等や事業関連投資として約 7,800 百万円の新規投資を行っている（合計約 36,400 百万円）。なお、同社は 2014 年 12 月期末までの新規投資上限の枠として 52,000 百万円程度を予定している。

c) アセットマネジメント事業の強化や M&A 等への対応を視野に入れた体制整備

2013 年 10 月に、グループ全体のアセットマネジメントにおけるノウハウの集約や新規ファンド組成に向けた体制強化などを目指し、傘下の REIT 運用会社などを統合して新設のケネディクス不動産投資顧問に一本化する組織再編を行った。また、不動産関連サービス業務の拡大を目的として、2013 年 10 月にサービスオフィスやサービスアパートメント運営を主な事業とする（株）スペースデザインの株式を取得。2014 年 1 月にもオフィスビルを中心としたビル管理業務を担うことを目的としてケネディクス・プロパティ・マネジメントを設立した。

d) 配当再開

好調な業績を踏まえ、2014 年 12 月期の期末配当として 1 株当たり 3 円の復配を予定している。

ヘルスケア REIT は中期的に 200,000 百万円程度まで規模拡大を図る方針

(2) 今後の成長戦略

同社は成長戦略の柱として、a) REIT の成長（対象資産及び規模）、b) 投資リターンの追求、c) 不動産関連サービス拡大、d) 海外展開をあげている。

特に a) については、2015 年に新たに商業施設 REIT とヘルスケア REIT の 2 つの REIT の上場を計画している。高齢化社会を迎えた日本では、ヘルスケア施設に対する需要は極めて高く、投資家の長期安定的な投資ニーズにも対応するものと期待されており、同社では早期に 100,000 百万円程度の規模拡大を目指す。また、商業施設 REIT についても、長年にわたって商業施設を運用してきたノウハウを活かし、中期的に 200,000 百万円程度まで規模拡大を図る方針である。

また、a) ～ c) はこれまで同様、相互に連携しながら同社の競争力向上や価値創造に結び付くものであり、最終的には受託資産残高の伸びによって持続的な成長を目指していくものと考えられる。

一方、d) については将来の新たな成長ドライバーとして位置付けられるが、北米やアジアなどを中心に投資案件の調査に着手する方針のようである。なお、2014 年 11 月には、子会社であるスペースデザインの海外展開を目的に、アセアン地域における新規事業として長期滞在型ホテル及びレジデンスの運営会社を設立することを決定した。将来的には不動産投資ファンド事業における海外展開の布石になるとも考えられ、今後の展開に注目したい。

■ 株主還元

収益力は改善され今後は利益成長に伴う増配の可能性

同社は、連結業績に応じた配当を継続的に行うことを基本方針としている。リーマンショック以降、経営再建と今後の成長に向けた基盤構築のため、しばらく配当を凍結していたが、業績が回復してきたことから、2014 年 12 月期の期末配当として 1 株当たり 3 円の復配を予定している。また、今後についても、主力事業であるアセットマネジメント事業の成長により、安定的な配当を実施していく方針としている。

弊社では、安定的な収益基盤である受託資産残高が順調に拡大していることや、含み損を抱える自己保有資産の処分に一定のめどが立ったことから、同社の収益力は改善されてきており、安定配当はもちろん、今後は利益成長に伴う増配の可能性も考えられるとみている。

ディスクレーマー（免責条項）

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。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

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。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、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、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、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、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

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、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ