

ケネディクス

4321 東証 1 部

2015 年 3 月 19 日（木）

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

■不動産市況の回復や収益基盤の強化で新たな成長ステージへ

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 の 5 銘柄（2015 年 2 月末現在）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、不動産市況の回復や収益基盤の強化により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 月期決算は、営業収益が前期比 16.7% 増の 26,212 百万円、営業利益が同 17.8% 増の 8,147 百万円、経常利益が同 31.3% 増の 6,406 百万円、当期純利益が同 143.9% 増の 4,844 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。

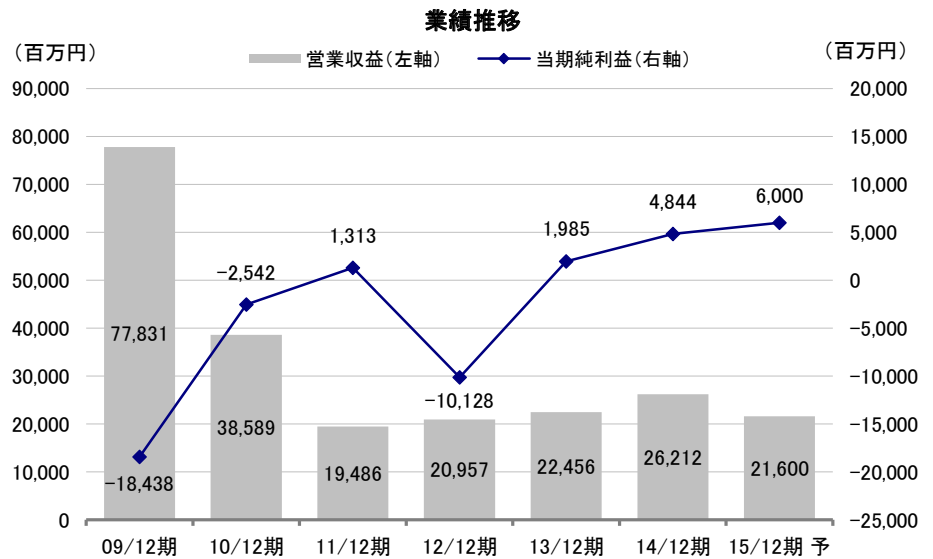
同社は、2015 年 12 月期を最終年度とする中期経営計画を 1 年前倒しで達成したことから、新たに 3 ケ年の中期経営計画を発表した。安定的な収益基盤であるノンアセット事業をコア領域として再定義するとともに、a) アセットマネジメント事業を中心とする安定収益の成長、b) 共同投資を中心とする不動産投資事業の推進、c) 財務の健全性と株主還元の最適なバランスの追求を重点施策とし、2017 年 12 月期には、同社コア領域の収益力を示すベース利益 4,000 百万円、3 年平均 ROE8% の実現を目標としている。

2015 年 12 月の業績予想については、営業収益が前期比 17.6% 減の 21,600 百万円、営業利益が同 7.9% 減の 7,500 百万円、経常利益が同 4.6% 増の 6,700 百万円、当期純利益が同 23.8% 増の 6,000 百万円と見込んでいる。保有不動産の売却が一巡することで減収となるものの、総合的な収益力を示す当期純利益は増益基調を継続する見通しである。また、受託資産残高の伸びによりベース利益も同 106.5% 増の 2,700 百万円と大きく伸長する想定であり、期末配当は前期比 1 円増の 4 円を予定している。2015 年 12 月期は、2015 年 2 月に上場したケネディクス商業リート投資法人<3454>に加えて、ヘルスケア REIT の上場も計画している。

弊社では、中長期的な視点から、ヘルスケア分野やインフラ分野等、今後、市場拡大が期待できる新たな対象資産への取り組みや不動産関連サービスの拡大、海外展開などにも注目していきたい。

■Check Point

- ・ 14 年 12 月期はアセットマネジメント事業が好調
- ・ 1 年前倒しで中期経営計画を達成、新たな中期経営計画を発表
- ・ 14 年 12 月期の期末配当で復配を決定、今期は 1 円増の 4 円を予定



■ 事業概要

アセットマネジメント事業と不動産関連事業がコア領域

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。

同社は、2015 年 12 月期より事業領域に基づく事業セグメントに変更を行った。新たな事業セグメントは、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事業（旧セグメントとほぼ同一）」を中核として、不動産管理など手数料収入による「不動産関連事業」、自己勘定にて不動産投資を行う「不動産投資事業（旧セグメントの不動産投資事業と不動産賃貸事業を含む）」の 3 つの領域に分類される。同社は、自ら不動産を保有せず（ノンアセット）、アセットマネジメント事業と不動産関連事業を安定収益基盤と位置付けている。

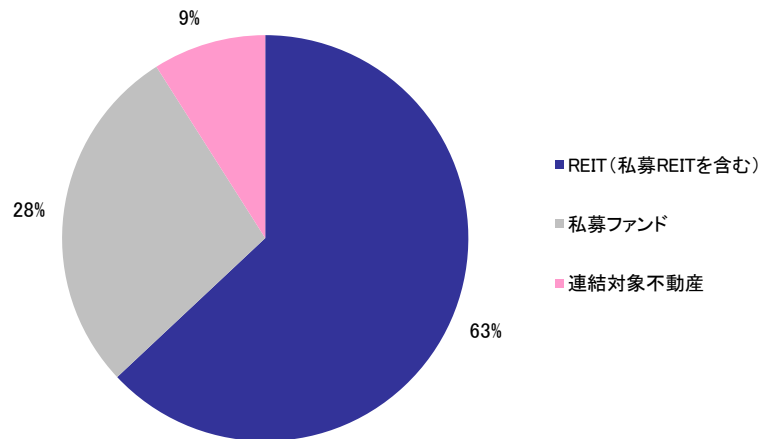
各事業セグメントの概要は以下のとおりである。

a) アセットマネジメント事業（旧セグメントとほぼ同一）

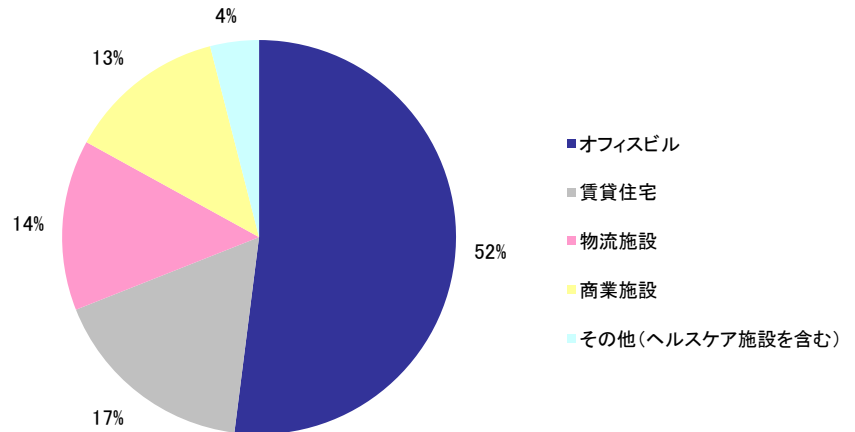
REIT や私募ファンドの組成、運用を行う中核事業であり、受託資産残高に対しておおむね 0.5% の運用報酬（アセットマネジメントフィー収入）が安定的な収益源となっている。

2014 年 12 月末現在、受託資産残高のうち、REIT（私募 REIT を含む）が約 63%、私募ファンドが約 28% を占める（残り約 9% は連結対象不動産）。アセットクラス別では、オフィスビル 52%、賃貸住宅 17%、物流施設 14%、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。

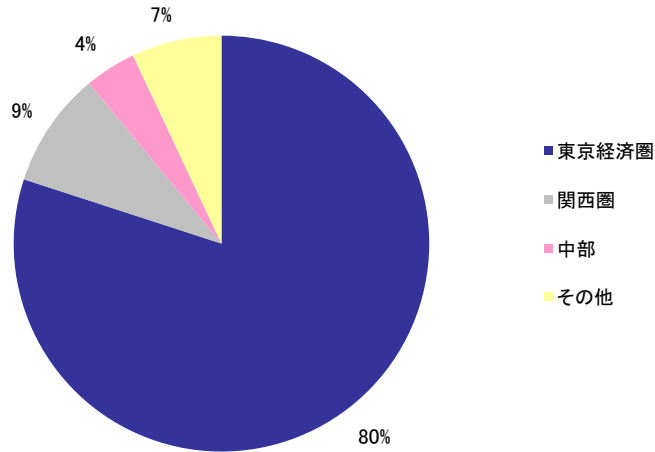
投資家別AUM



アセットクラス別AUM

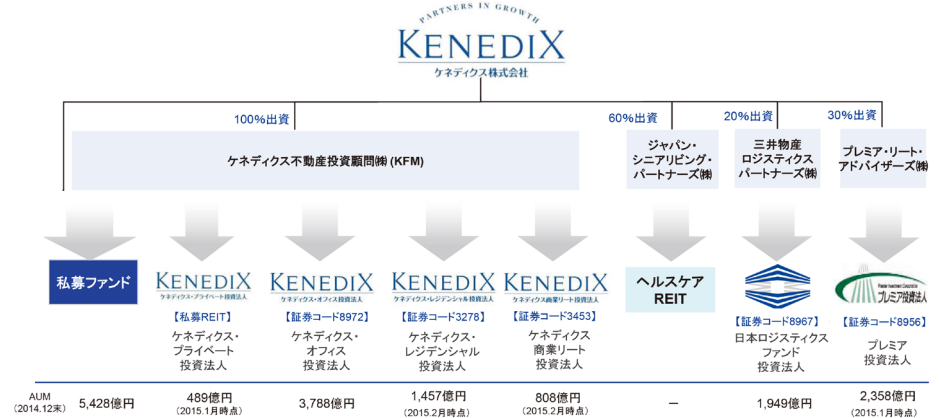


地域別AUM



REITには、上場しているJ-REITの5銘柄(2015年2月末現在)、私募REITの1銘柄のほか、2015年に上場を予定しているヘルスケアREITが含まれる。

ケネディクスグループのAMビジネス



出所：会社資料

b) 不動産関連事業

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、安定収益である手数料収入の獲得はもちろん、アセットマネジメント事業における運用力（価値向上）にも貢献するものである。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。

c) 不動産投資事業（旧セグメントの「不動産投資事業」と「不動産賃貸事業」を含む）

不動産やREITなどへの自己勘定投資を行う事業である。ファンドに組み入れるための不動産の一時保有のほか、ファンドと同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り、アセットマネジメント事業（受託資産残高）の成長にもつながるものである。同社はあくまでも自己資本（エクイティ）の範囲内での自己勘定投資（ノンリコースローンによる調達部分を除く）を行う方針としており、エクスポージャー（リスク量）を限定しながら、目標投資リターンとして年10%を基準としている。

■ 沿革

厳しい業界環境の中で受託資産残高を拡大、中計は 1 年前倒しで達成

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 2 部へ上場、2004 年 12 月には東京証券取引所市場第 1 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〉と中央三井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〈8967〉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〈8972〉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。

同社は、2015 年 12 月期を最終年度とする中期経営計画を 1 年前倒しで達成したことから、新たに 3 ヶ年の中期経営計画を発表した。受託資産残高の拡大により、安定収益の成長と資本効率の向上を目指す内容となっており、新たな成長フェーズに入ったとみられる。

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	ChallengerKenedixJapanTrust 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
2015 年	2 月：ケネディクス商業リート投資法人上場

■ 企業特徴

アセットマネジメント事業の収益を安定的に伸ばす成長モデル

(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、受託資産残高を積み上げることにより、アセットマネジメント事業の収益を安定的に伸ばすものである。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事業を中核として、不動産関連事業と不動産投資事業の 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なかで、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先進性が発揮されている。

幅広い投資家層に豊富なラインナップを提供

(2) 豊富なラインナップをそろえる 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の特徴があったが、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合わせ、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そろえた 6 つの J-REIT（うち 1 つは 2015 年に上場予定）を運用しており、世界でもまれな REIT 運用グループとなっている。

2015 年 3 月 19 日（木）

■ 決算概要

同社の収益基盤を支えるアセットマネジメントフィー

(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

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) 不動産関連事業

不動産関連事業は、不動産管理業務（プロパティマネジメント等）や不動産を利用した運営業務（サービスオフィス等）による手数料収入が収益源となっている。

c) 不動産投資事業

自己勘定投資による賃貸事業損益や不動産売却損益のほか、匿名組合分配損益（自社運用する REIT 投資口からの分配損益等）などが収益源となっている。特に、不動産売却損益は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。

14 年 12 月期はアセットマネジメント事業が好調

(2) 2014 年 12 月期決算の概要

◆旧セグメントによる決算概要

2014 年 12 月期決算は、営業収益が前期比 16.7% 増の 26,212 百万円、営業利益が同 17.8% 増の 8,147 百万円、経常利益が同 31.3% 増の 6,406 百万円、当期純利益が同 143.9% 増の 4,844 百万円と大幅な増収増益となった。同社は、2014 年 8 月 7 日に期初予想を上方修正したが、それをさらに上回る業績拡大を実現した。

2015 年 3 月 19 日（木）

※ 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。

アセットマネジメント事業が受託資産残高の拡大により好調に推移したことに加えて、積極的な新規投資により自己保有不動産が増加したことにより不動産賃貸事業が大きく伸長した。一方、不動産投資事業は、不動産売却収入の一巡により減収となった。

利益面では、営業利益率が[※]31.1%（前期は 30.8%）とほぼ横ばいで推移するとともに、持分法投資利益の増加により経常利益率は 24.4%（前期は 21.7%）に上昇した。一方、特別損失として 6,146 百万円を計上したのは、その大部分が含み損を抱えた保有不動産（固定資産）の整理によるものである。同社は、過去の含み損を抱える保有不動産の処分を段階的に進めてきたが、これでほぼ完了したものとみられる。

また、当期純利益の伸び率が特に大きくなったのは、税効果による影響（繰延税金資産の計上）によるものであり、同社の安定的な収益力を反映したものとみることができる。

財務面では、REIT 向けのブリッジファンドなどを中心とした積極的な新規投資等により保有不動産（棚卸資産及び有形固定資産）が[※]131,185 百万円（前期末比 36.5%）に拡大したことに伴い、有利子負債も 106,615 百万円（前期末比 61.5% 増）に増加したことから自己資本比率は 38.0%（前期末は 48.0%）に低下した。ただし、有利子負債のうち、82,888 百万円はノンリコースローン※によるものであり、通常のコーポレートローンは 23,727 百万円（前期末比 37.0% 減）に縮小していることから、財務の安定性は向上しているとみるのが妥当であろう。

なお、2014 年 12 月末の保有不動産のうち、棚卸資産 12,114 百万円については、2015 年 2 月に REIT 向け（ケネディクス・オフィス投資法人及びケネディクス・レジデンシャル投資法人〈3278〉）に売却済である。

事業セグメント別の業績は以下のとおりである。（旧セグメントによる業績）

アセットマネジメント事業は、営業収益が前期比 19.6% 増の 8,654 百万円、営業利益が同 11.5% 増の 4,347 百万円と増収増益となった。受託資産残高が順調に拡大したことによりアセットマネジメントフィーが安定した伸びとなったほか、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。一方、アキュジションフィーが減少しているのは、連結消去される内部取引（REIT 向けブリッジファンド等）の増加によるものである。したがって、物件取得が減少しているわけではない。2014 年 12 月期末現在の受託資産残高は、各 REIT の成長（2015 年 2 月に上場した商業 REIT や上場予定のヘルスケア REIT を含む）に加えて、新たにスポンサー参画したプレミア投資法人〈8956〉や自己勘定投資の増加により 1 兆 4,806 億円（前期末比 22.7% 増）に拡大している。

不動産投資事業は、営業収益が前期比 17.9% 減の 7,712 百万円、営業利益が同 28.5% 増の 2,680 百万円と減収ながら増益となった。保有不動産の売却が一巡したことで減収となったが、不動産売買益や匿名組合分配益（自社運用する REIT 投資口からの分配金）の増加により増益となった。

不動産賃貸事業は、営業収益が前期比 67.6% 増の 10,852 百万円、営業利益が同 39.8% 増の 2,556 百万円と増収増益となった。一時的な自己保有不動産（REIT 向けブリッジファンド等）の増加による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㈱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乘せされたことで賃貸収入が増加した。



ケネディクス

4321 東証 1 部

2015 年 3 月 19 日（木）

2014 年 12 月期決算における損益の状況

（単位：百万円）

	13/12 期 実績		14/12 期 実績		増減	
		構成比		構成比		増減率
営業収益	22,456	—	26,212	—	3,756	16.7%
アセットマネジメント事業	7,233	32.2%	8,654	33.0%	1,421	19.6%
不動産投資事業	9,393	41.8%	7,712	29.4%	-1,681	-17.9%
不動産賃貸事業	6,476	28.8%	10,852	41.4%	4,376	67.6%
調整	-647	—	-1,007	—	—	—
原価	11,378	50.7%	12,693	48.4%	1,315	11.6%
営業総利益	11,077	49.3%	13,519	51.6%	2,441	22.0%
販管費	4,162	18.5%	5,371	20.5%	1,209	29.0%
営業利益	6,914	30.8%	8,147	31.1%	1,232	17.8%
アセットマネジメント事業	3,900	53.9%	4,347	50.2%	447	11.5%
不動産投資事業	2,085	22.2%	2,680	34.8%	595	28.5%
不動産賃貸事業	1,829	28.2%	2,556	23.6%	727	39.8%
調整	-899	—	-1,436	—	—	—
経常利益	4,878	21.7%	6,406	24.4%	1,528	31.3%
特別利益	146	0.7%	3,669	14.0%	3,522	2413.0%
特別損失	-2,291	—	-6,146	—	-3,854	168.3%
税金前当期	2,734	12.2%	3,930	15.0%	1,195	43.7%
当期純利益	1,985	8.8%	4,844	18.5%	2,858	143.9%

2014 年 12 月期決算における営業総利益の内訳

（単位：百万円）

	13/12 期 実績		14/12 期 実績		増減	
		構成比		構成比		構成比
アセットマネジメント事業	5,708	51.5%	6,365	47.1%	656	11.5%
アキュイジションフィー	1,638	—	1,118	—	-520	-31.7%
アセットマネジメントフィー	2,952	—	3,369	—	417	14.1%
インセンティブフィー	61	—	686	—	625	1024.6%
ディスポジションフィー	223	—	648	—	425	190.6%
その他	832	—	542	—	-290	-34.9%
不動産投資事業	2,418	21.8%	3,069	22.7%	650	28.5%
賃貸事業損益	490	—	592	—	102	20.8%
不動産売却損益	946	—	1,232	—	286	30.2%
匿名組合分配損益	-41	—	764	—	805	—
その他	1,023	—	480	—	-543	-53.1%
不動産賃貸事業	2,949	26.6%	4,084	30.2%	1,134	39.8%
賃貸事業損益	2,841	—	3,771	—	930	32.7%
その他	108	—	312	—	204	188.9%

2015 年 3 月 19 日（木）

2014 年 12 月期決算における財務の状況

（単位：百万円）

	13/12 期 実績	14/12 期 実績	増減	
				増減率
流動資産	49,763	50,588	825	1.7%
現金及び預金	25,795	28,546	2,751	10.7%
販売用不動産	14,950	12,114	-2,836	-19.0%
固定資産	98,635	152,679	54,044	54.8%
有形固定資産	78,586	119,071	40,485	51.5%
無形固定資産	3,338	3,832	494	14.8%
投資その他の資産	16,710	29,775	13,065	78.2%
総資産	148,398	203,268	54,869	37.0%
流動負債	13,253	18,267	5,014	37.8%
固定負債	60,803	99,649	38,846	63.9%
純資産	74,341	85,351	11,009	14.8%
負債及び純資産	148,398	203,268	54,869	37.0%
保有不動産	93,536	131,185	37,649	40.3%
棚卸資産	14,950	12,114	-2,836	-19.0%
有形固定資産	78,586	119,071	40,485	51.5%
有利子負債	66,025	106,615	40,590	-
うち、ノンリコースローン	28,347	82,888	54,541	-
自己資本比率	48.0%	38.0%	-	-

（単位：億円）

受託資産残高	12,063	14,806	2,743	22.7%
--------	--------	--------	-------	-------

2015 年 12 月期の当期純利益は増益基調を継続する見通し

(2) 2015 年 12 月期の業績予想

◆新セグメントによる業績予想

同社は 2015 年 12 月期の業績予想について、営業収益が前期比 17.6% 減の 21,600 百万円、営業利益が同 7.9% 減の 7,500 百万円、経常利益が同 4.6% 増の 6,700 百万円、当期純利益が 23.8% 増の 6,000 百万円と見込んでいる。保有不動産の売却が一巡することで減収となるものの、総合的な収益力を示す当期純利益は増益基調を継続する見通しである。また、受託資産残高の伸びにより、今期から業績管理指標として導入するベース利益※も同 106.5% 増の 2,700 百万円と大きく伸長する想定であり、同社の安定した収益基盤は順調に拡大するとの見方が妥当である。

自己保有不動産の売却が一巡したことにより営業収益が減収となるとともに、自己保有不動産の売却が進んだことで賃貸事業収益が落ち込むことから営業減益となる見込みである。一方、当期純利益は、過去の含み損を抱えた自己保有不動産の整理がほぼ完了（含み損の一掃）したことからの特別損失の減少により増益を確保する見通しである。

なお、同社は 2015 年 12 月期から、前述したとおり、同社の事業領域に基づく事業セグメントに変更した。新しい事業セグメント別の業績予想は以下のとおりである。

アセットマネジメント事業の営業総利益は、前期比 28.3% 増の 7,500 百万円を見込んでいる。受託資産残高が順調に拡大することによりアセットマネジメントフィーが増えることに加え、アキュジションフィーの増加などが増益に寄与する想定である。なお、2015 年 12 月期は、2015 年 2 月に上場したケネディクス商業リート投資法人に加えて、ヘルスケア REIT の上場も計画している。

※ ベース利益：アセットマネジメント事業及び不動産関連事業の営業総利益合計から販売費及び一般管理費を控除したものである。同社の安定した収益力を示す指標となっている。



ケネディクス

4321 東証 1 部

2015 年 3 月 19 日（木）

不動産関連事業の営業総利益は、前期比 43.9% 増の 1,200 百万円を見込んでいる。管理物件の増加に伴いプロパティマネジメントフィーが順調に拡大する想定である。

不動産投資事業の営業総利益は、前期比 29.8% 減の 4,800 百万円を見込んでいる。自己保有不動産の売却による賃貸事業収益の落ち込みを想定している。ただし、2015 年 12 月期についても、新規投資枠として上限 350 億円（前期実績は約 436 億円）を計画しており、同社ファンドビジネスの成長に結び付く REIT 向けブリッジファンド投資や不動産開発投資（商業・ヘルスケア施設を中心）を含む不動産関連投資に約 320 億円（前期実績は約 329 億円）、REIT 及びファンド関連投資（REIT 投資口等への投資）及び事業関連投資（不動産関連サービス業務拡大のための戦略投資等）等に合わせて約 30 億円（前期実績は約 107 億円）を予定している。

なお、新規投資枠 350 億円については、不動産関連投資からの回収見込み額約 280 億円と前期の未実行資金約 70 億円を充てる予定であり、これまでの積み上げ型から、既存投資からの回収の範囲内で再投資を行うリサイクル投資型のフェーズへ移行したものと捉えることができる。

2015 年 12 月期業績予想

	14/12 期 実績		15/12 期 予想		増減	
		構成比		構成比		増減率
営業収益	26,212	—	21,600	—	-4,612	-17.6%
原価	12,693	48.4%	8,100	37.5%	-4,593	-36.2%
営業総利益	13,519	51.6%	13,500	62.5%	-19	-0.1%
販管費	5,371	20.5%	6,000	27.8%	628	11.7%
営業利益	8,147	31.1%	7,500	34.7%	-647	-7.9%
経常利益	6,406	24.4%	6,700	31.0%	293	4.6%
当期純利益	4,844	18.5%	6,000	27.8%	1,155	23.8%

2015 年 12 月期業績予想における営業総利益の内訳

	2014 年 実績	2015 年 通年予想	増減	
				増減率
アセットマネジメント事業	5,844	7,500	1,655	28.3%
アキュイジションフィー	1,102	2,000	897	81.5%
アセットマネジメントフィー	2,864	3,400	535	18.7%
インセンティブフィー	686	950	263	38.5%
ディスポジションフィー	648	700	51	8.0%
その他	542	450	-92	-17.0%
不動産関連事業	834	1,200	365	43.9%
プロパティマネジメントフィー	521	800	278	53.6%
マスターリース損益	312	400	87	28.2%
不動産投資事業	6,840	4,800	-2,040	-29.8%
賃貸事業損益	4,363	1,950	-2,413	-55.3%
不動産売却	1,232	750	-482	-39.1%
匿名	1,287	1,750	462	36.0%
その他	-42	350	392	—

2015 年 3 月 19 日（木）

※ 同社がメインスポンサーとなっている REIT 及び私募ファンド

■ 成長戦略

1 年前倒しで中期経営計画を達成、新たな中期経営計画を発表

◆ 中期経営計画

同社は、2015 年 12 月期を最終年度とする中期経営計画が、不動産市況の回復や収益基盤の強化に向けた取り組みが順調に進展したことにより 1 年前倒しで達成できたことから、新たに中期経営計画を発表した。

「ケネディクスは不動産の限りなき可能性を切り拓きます」というミッションの下、自ら不動産を保有せず（グループで組成・運用するファンドが保有）に、安定的な収益力を追求する「ケネディクスモデル」を再定義した。a) アセットマネジメント事業を中心とする安定収益の成長、b) 共同投資を中心とする不動産投資事業の推進、c) 財務の健全性と株主還元の最適なバランスを重点施策として、2017 年 12 月期には、ベース利益 4,000 百万円、3 年平均 ROE8.0%の実現を目標とする内容となっている。

a) アセットマネジメント事業を中心とする安定収益の成長

引き続き、受託資産残高の成長を目指す。特に、市場拡大が見込めるヘルスケア分野やインフラ分野等、新たな対象資産への取り組みを強化するとともに、ノンアセットの不動産関連サービスの拡大や受託資産の価値向上につながるサービスの提供などにも注力する方針である。加えて、投資家の開拓や海外不動産投資など海外展開の推進、運用力とサービスの質向上の基本となる事務管理体制の更なる強化についても掲げている。最終年度である 2017 年 12 月期末の受託資産残高は 2 兆円（そのうち、ベース AUM※は 1.5 兆円）に拡大する想定となっている。

b) 共同投資を中心とする不動産投資事業の推進

顧客投資家との共同投資の推進を図る方針である。特に、同社ファンドビジネスの成長に資する投資として、商業施設及びヘルスケア施設への重点投資を目指す。また、投資ポートフォリオのモニタリングとリスク管理の強化、市場の変化を先取りした資金アロケーションにも取り組む。

c) 財務の健全性と株主還元の最適なバランス

単体有利子負債水準の健全なコントロールや不動産投資と自己資本の健全なバランスの確保により財務の健全性の更なる強化を図るとともに、ベース利益の基づく配当の継続や機動的な株主還元に向けた内部留保の充実にも取り組む。

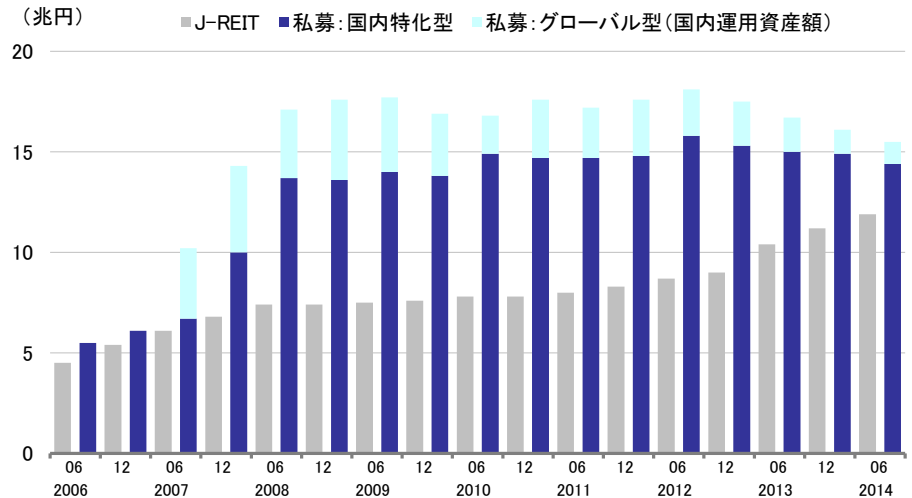
■ 業界環境

J-REIT が 2013 年から拡大するなか、私募ファンドは縮小傾向

(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、私募ファンドはしばらく 17 兆円台で推移していたが、J-REIT が拡大するなかで縮小傾向となっている。好調な不動産市況の下、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 1 月以降に新規上場した 7 銘柄を含め、2015 年 2 月末には 50 銘柄に増加している。

私募ファンドとJ-REITの市場規模推移



東証REIT指数の推移



2015 年 3 月 19 日 (木)

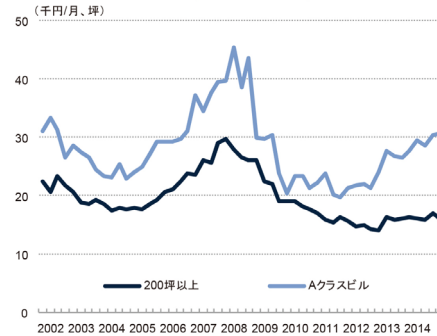
都内オフィス供給量は安定的に推移、マンション稼働率も高水準

(2) 不動産投資環境

a) オフィス市場

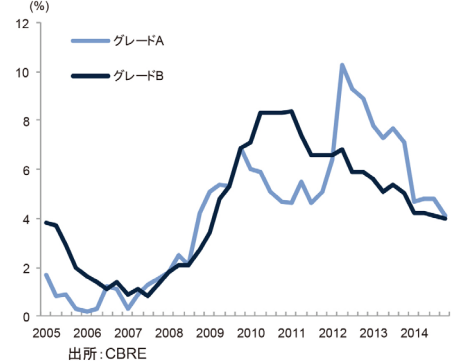
オフィスビル平均成約賃料は 2013 年に上昇に転じており、平均空室率も改善傾向にある。2016 年ぐらいまでは都内のオフィス供給量は安定的に推移する見通しであり、しばらくは好調な市況が持続すると思われる。

平均成約賃料の推移(東京都心部)



出所：三幸エステートよりケネディクス作成

平均空室率(東京23区)



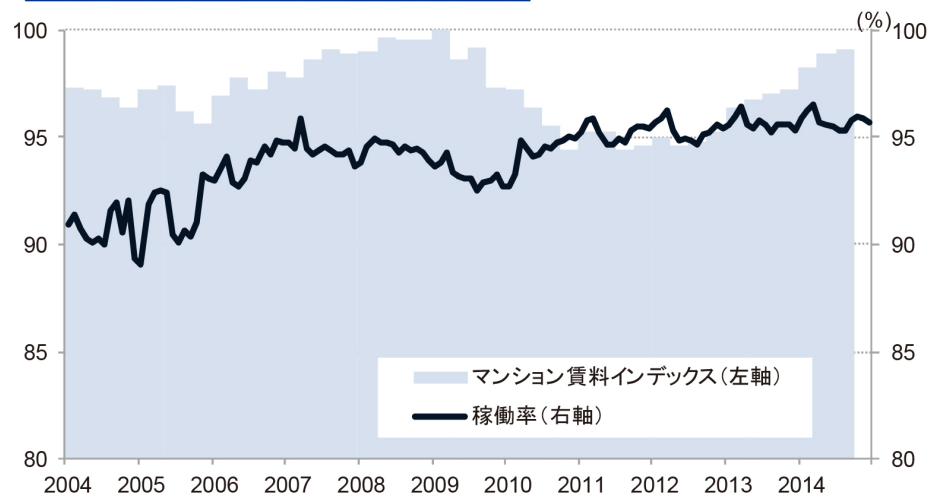
出所：CBRE

出所：会社資料

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。

賃貸住宅賃料(東京23区)と稼働率(首都圏)



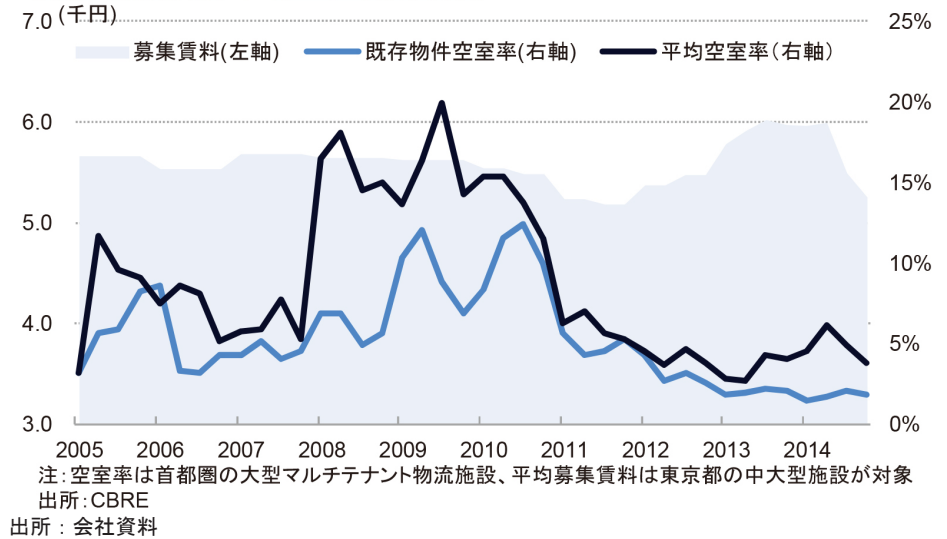
注：マンション賃料インデックスはシングルタイプ(連鎖型、2009年Q1=100)が対象

出所：J-REIT開示情報、マンション賃料インデックス(アットホーム(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



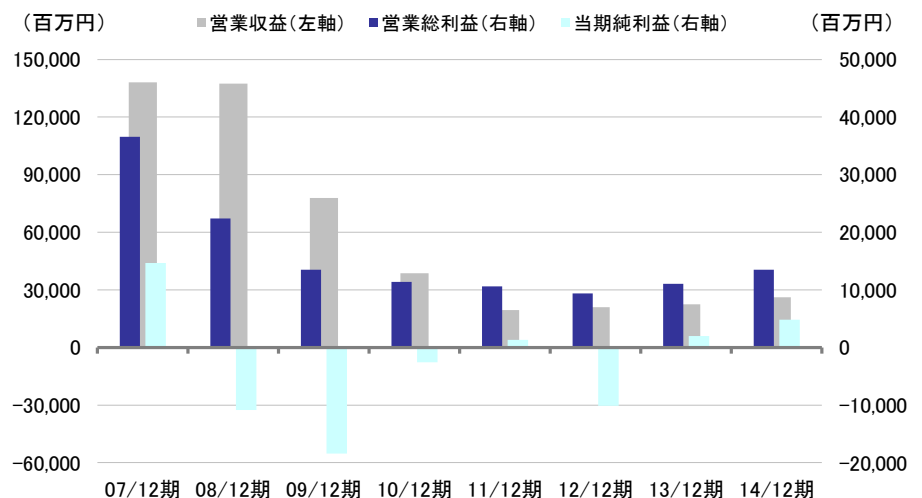
■ 過去の業績推移

新中計では資本効率の向上を目標に 3 年平均 ROE8% を目指す

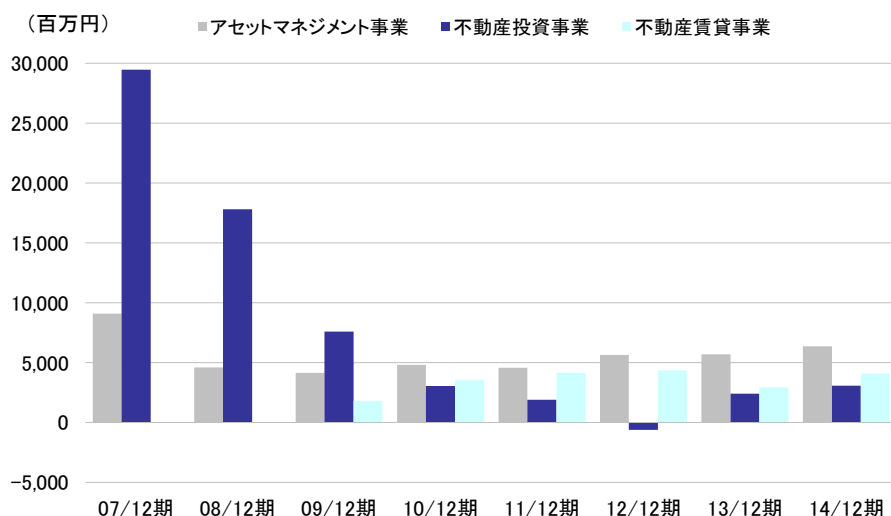
旧セグメントによる業績推移

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同社の業績を下支えしてきた。また、当期純利益は、過去の含み損を抱えた保有不動産の売却損（特別損失）により低迷してきたが、2014 年 12 月期には含み損の処理に目途がついたものとみられる。

営業収益及び営業総利益、当期純利益の推移

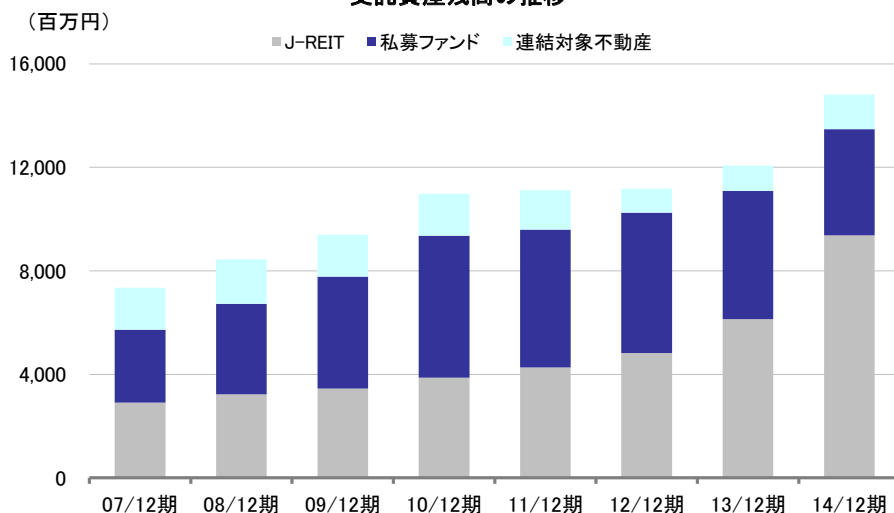


事業別営業総利益の推移



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、2014 年 12 月期には約 47% 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。

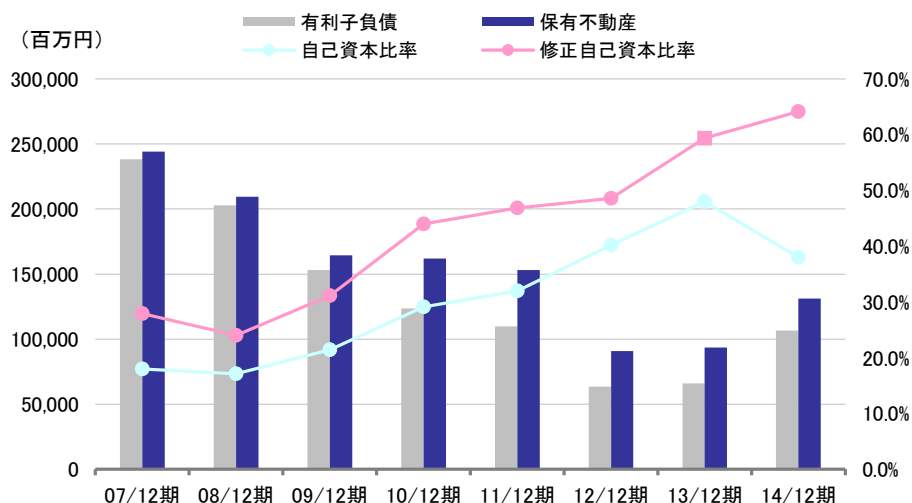
受託資産残高の推移



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、自己資本比率は改善傾向をたどってきた。なお、2014 年 12 月期に自己資本比率が低下したのは、同社ファンドビジネスの成長に向けて積極的な新規投資を行ったことにより有利子負債が増加したことが要因である。ただし、新規投資はノンリコースローンにて調達を行っており、通常のコーポレートローンは減少していることから財務の健全性は高まっているとみるのが妥当である。ノンリコースローンによる調達分を控除した修正自己資本比率※は引き続き上昇傾向にある。

※ 修正自己資本比率（ノンリコースローン控除後）＝自己資本／（総資産－ノンリコースローン）

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、当期純利益の低迷により不安定な推移をしてきたが、2014 年 12 月期には 6.5% の水準にまで回復してきた。同社は新中期経営計画の中で資本効率の向上を目標に掲げ、3 年平均 ROE8% を目指している。

株主還元

14 年 12 月期の期末配当で復配を決定、今期は 1 円増の 4 円を予定

同社は、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 円の復配を決定した。また、2015 年 12 月期についても、1 円増配の 1 株当たり 4 円の配当を予定している。

同社は、新しい中期経営計画の中で、同社の安定収益力を示すベース利益に基づく配当方針を掲げているが、受託資産残高の拡大によりベース利益も安定的な伸びが期待できることから、安定配当はもちろん、利益成長に伴う増配の可能性も高いと考えられる。

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